

0027.HK 银河娱乐

港股通（沪、深）

未评级

高赢率促使 Q2 表现胜预期，发展空间可期

2019年08月14日

## 市场数据

日期	2019.08.13
收盘价(港元)	44.3
总股本(亿股)	43.3
流通股本(亿股)	43.3
总市值(亿港元)	1919
流通市值(亿港元)	1919
净资产(亿港元)	690
总资产(亿港元)	924
每股净资产(港元)	15.9

数据来源: Wind

## 相关报告

银河娱乐 (0027.HK) FY18 点评: FY18 净利增 29%, 储备项目把握未来市场\_20190301

## 海外消费研究

分析师: 张忆东  
兴业证券经济与金融研究院副院长

zhangyd@xyzq.com.cn

SFC: BIS749

SAC: S0190510110012

联系人:

周灵珮

zhoulingpei@xyzq.com.cn

SAC: S0190119070056

## 主要财务指标

会计年度	2016	2017	2018	2019H1
营业收入(百万港元)	52,826.1	48,639.7	55,210.9	26219.5
同比增长(%)	3.6%	17.1%	13.5%	-6.6%
净利润(百万港元)	6,283.4	10,504.4	13,507.4	6679.8
同比增长(%)	51.0%	67.2%	28.6%	-7.3%
EBITDA 率(%)	19.6%	29.1%	30.5%	31.7%
净利润率(%)	11.9%	21.6%	24.5%	25.5%
净资产收益率(%)	13.4%	18.8%	21.5%	9.7%
每股收益(港元)	1.47	2.45	3.13	1.54

数据来源: 公司资料、兴业证券经济与金融研究院整理; 注: 2017 年为经会计准则调整后数据

## 投资要点

- **银河娱乐 2Q19 营业收入/经调整 EBITDA 分别按年-5%/持平, 按季+1%/+9%, 胜市场预期。**按季度看, 受高赢率推动, 公司 Q2 经调整 EBITDA 按季上升 9%, 若不考虑赢率因素, 公司 Q2 经调整 EBITDA 仍按年升 3%, 季度表现胜预期, 促使公司 19H1 期内营业收入至 262 亿港元, 同比下跌 6.55%; 经调整 EBITDA 为 83 亿港元, 按年下跌 3.8%。公司期内收入结构优化, 加上高赢率影响, 促使 EBITDA 利润率和净利润率均有所增长。
- **公司大众博彩表现稳健+VIP 高赢率, 抵消高端博彩疲软表现。**公司 1H19 录得博彩净收益/毛收入 222.34/295.81 亿港元, 同比-6.7%/-11.4%。其中, VIP/中场/角子机录得毛收入 147.54/146.11/12.13 亿港元, 同比-24.8%/7.8%/3.3%。公司期内转码金额按年跌 33.7%, 但 VIP 赢率显著提升。非博彩业务方面, 公司期内录得收入 26.53 亿港元 (yoy+3.15%), 酒店客房入住率接近 100%。
- **路氹三期酒店或提前开业, 潜在项目稳健推进, 保障公司中长期发展空间。**公司于去年开始积极推进对“澳门银河”和“澳门星际酒店”的 15 亿提升工程计划, 翻修中场和非博彩设施, 虽短期内对其业绩有所影响, 但预计其负面影响将逐步减弱。此外, 公司业绩会表示银河三期客房有望从 2021 年末提前至 2021 年初开业。届时, 公司接待能力可大幅提升进一步保障中场业务的增长。此外, 公司亦持续积极推进日本潜在项目的进程。
- **我们的观点:** 受高赢率推动, 公司 Q2 表现胜市场预期。虽澳门银河及星际酒店的翻新工程对其造成短期负面影响, 但预计其影响将逐步减弱, 随着工程的逐步完成, 预计公司市占份额将回升。**短期看,** 翻新工程有利于银河进一步提升现有物业质量, 吸引人流。**中期看,** 公司银河三期酒店部分或提前开业有望显著减缓公司房间供不应求的态势, 强势推动其市场份额提升。**长期看,** 公司相较同业具备更清晰的海外项目规划, 横琴项目亦有望受益于湾区概念的落地, 加上公司作为中资企业续牌风险相对较小, 在澳门政府换届及澳门回归 20 年之际, 具备更多的机遇, 更少的风险。基于公司优质的执行能力及稳健的财务表现, 我们认为银河发展空间可期。**从估值看,** 公司现股价对应 FY19 彭博一致预期 EV/EBITDA 约 11.4 倍, 尚未反应公司领先的发展空间, 具备较强吸引力, 建议投资者关注。

风险提示: 1、宏观经济及贸易政策波动; 2、新项目延期; 3、竞争加剧

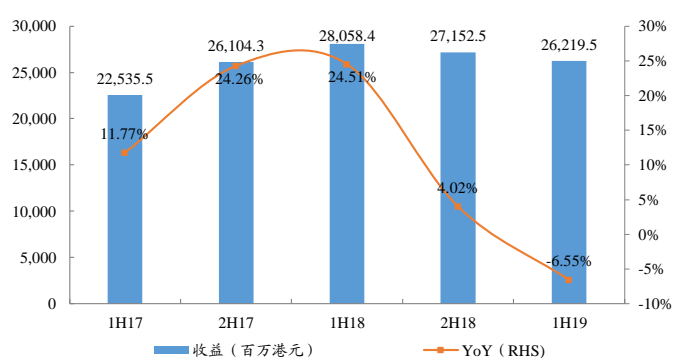
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



### 报告正文

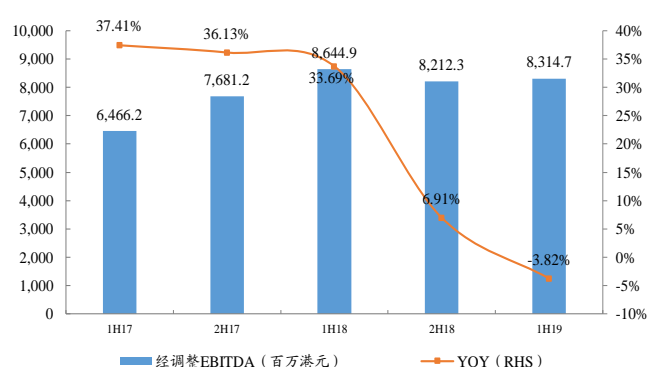
- **银河娱乐 2Q19 营业收入/经调整 EBITDA 分别按年-5%/持平，按季+1%/+9%，胜市场预期。**按季度看，受高赢率推动，公司 Q2 经调整 EBITDA 按季上升 9%，若不考虑赢率因素，公司 Q2 经调整 EBITDA 仍按年升 3%，季度表现胜预期。促使公司 19H1 期内营业收入至 262 亿港元，同比下跌 6.55%；经调整 EBITDA 为 83 亿港元，按年下跌 3.8%；净利润为 67 亿港元，同比下跌 7%。公司期内收入结构优化，加上高赢率影响，促使 EBITDA 利润率和净利润率均有所增长。

#### 图 1、公司收入按年降 6.55%



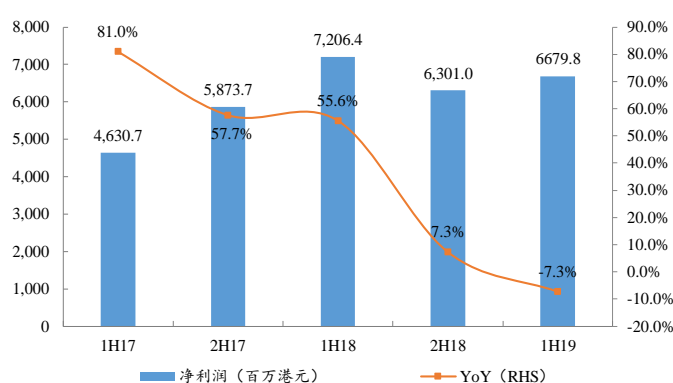
数据来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

#### 图 2、公司经调整 EBITDA 按年降 3.8%



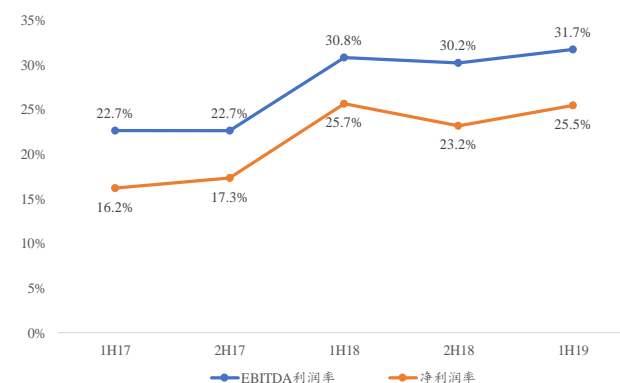
数据来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

#### 图 3、公司净利润按年降 7%



数据来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

#### 图 4、公司利润率均增长



数据来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

- **翻新工程短期影响澳门银河及星际酒店表现。**按物业看，公司旗下物业澳门银河及星级酒店期内收入分别按年跌 5% 及 8%，经调整 EBITDA 分别按年跌 3% 及 5%。该表现主要受到公司翻新工程对物业内设施分段关闭所影响。具体看，受翻新工程影响，澳门银河旗下部分 VIP 室关闭，在经济环境承压的情况下，进一步影响其 VIP 业务期内表现。

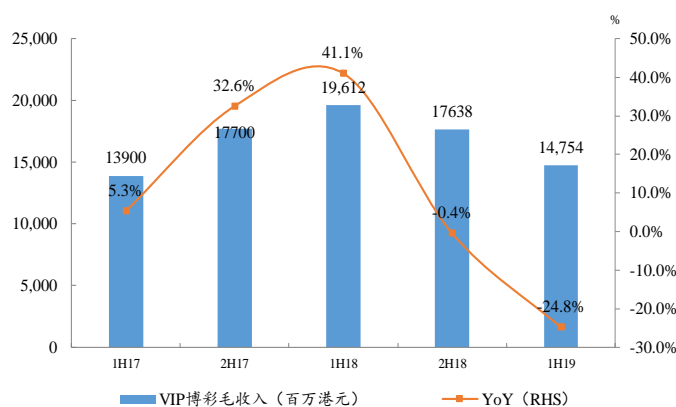
表 1、银河娱乐各物业拆分

(单位: 百万港元)	澳门银河			澳门星际酒店			澳门百老汇		
	18H1	19H1	YOY	18H1	19H1	YOY	18H 1	19H1	YOY
VIP 转码数	413,444	260,395	-37.02%	161,996	121,485	-25.01%	N/A	N/A	N/A
VIP 赢率	3.50%	4.1%	17.14%	3.10%	3.30%	6.45%	N/A	N/A	N/A
中场投注额	34,043	36,024	5.82%	17,693	18,142	2.54%	690	685	-0.72%
中场赢率	26.80%	27.90%	4.10%	19.30%	19.20%	-0.52%	19.10%	20.90%	9.42%
角子机投注额	26,901	22,341	-16.95%	3,630	3,985	9.78%	925	998	7.89%
博彩收益总额	24,573.00	21,829.00	-11.17%	8579.00	7519.00	-12.36%	154.00	169.00	9.74%
非博彩收入	2192	2,255	2.87%	244	252	3.28%	135	146	8.15%
净收益	19,793	18,790	-5.07%	6,270	5,743	-8.41%	273	298	9.16%
经调整 EBITDA	6,481.00	6,258	-3.44%	1,990.00	1,892.00	-4.92%	15.00	21.00	40.00%
EBITDA 利润率	33.00%	33.00%	0.00%	32.00%	33.00%	3.13%	5.0%	7.0%	40.00%

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

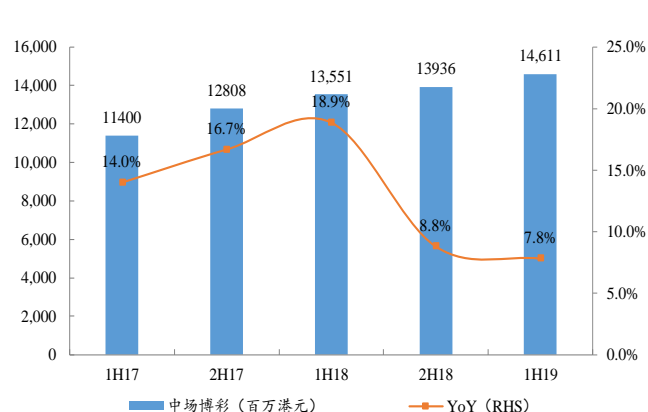
- **大众博彩表现稳健+VIP 高赢率，抵消高端博彩疲软的负面影响。**公司 1H19 录得博彩净收益 222.34 亿港元，同比下降 6.7%；若不考虑佣金奖励，公司期内录得博彩毛收入为 295.81 亿港元，同比下降 11.4%。其中，VIP/中场/角子机分别录得毛收入 147.54 亿港元/146.11 亿港元/12.13 亿港元，同比 -24.8%/7.8%/3.3%，而同期行业增速分别为-14.5%/19.8%/-2.3%。VIP 博彩表现不佳，公司期内转码金额同比下降 33.7%，但是由于 VIP 赢率有 0.4pct 的提升，对 VIP 博彩收入的下跌有缓冲作用。非博彩业务方面，公司期内录得酒店及购物中心收入 26.53 亿港元，同比增长 3.15%，酒店客房入住率接近 100%，供不应求，公司优质的物业持续受益于港珠澳大桥的开通对访澳旅客数的推动。

图 5、公司期内 VIP 博彩毛收入按年跌 24.8%



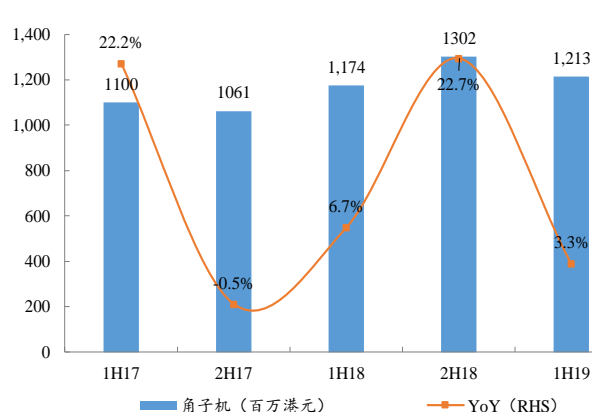
数据来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、公司期内中场毛收入按年增 7.8%



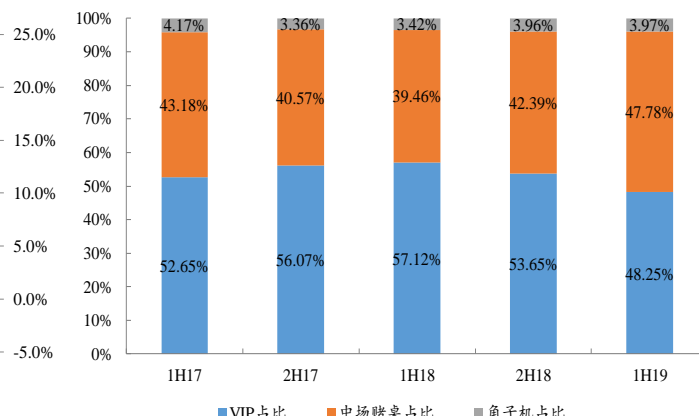
数据来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 7、公司期内角子机业务按年增 3.3%



数据来源: 公司资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 8、公司大众博彩占比进一步提升



数据来源: 公司资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

- **路氹三期酒店或提前开业, 潜在项目稳健推进, 保障公司中长期发展空间。**

公司于去年开始积极推进对“澳门银河”和“澳门星际酒店”的 15 亿提升工程计划, 翻修中场和非博彩设施, 虽短期内对其业绩有所影响, 但预计其负面影响将逐步减弱。随着翻修工程完成, 公司有望凭借优质的物业重获市场份额。此外, 公司业绩会表示银河三期客房有望从 2021 年末提前至 2021 年初开业。届时, 公司接待能力可大幅提升, 缓解公司现入住率爆满情况, 进一步保障中场业务的增长。此外, 公司亦持续积极推进日本潜在项目的进程。

- **我们的观点:** 受高赢率推动, 公司 Q2 表现胜市场预期。虽澳门银河及星际酒店的翻新工程对其造成短期负面影响, 但预计其影响将逐步减弱, 随着工程的逐步完成, 预计公司市占份额将回升。短期看, 翻新工程有利于银河进一步提升现有物业质量, 吸引人流。中期看, 公司银河三期酒店部分或提前至 2021 年初开业, 届时有望显著减缓公司房间供不应求的态势, 强势推动其市场份额提升。此外, 公司相较同业具备更清晰的海外项目规划, 横琴项目亦有望受益于湾区概念的落地, 加上公司作为中资企业续牌风险相对较小, 在澳门政府换届及澳门回归 20 年之际, 具备更多的机遇, 更少的风险。基于公司优质的执行能力及稳健的财务表现, 我们认为银河发展空间可期。从估值看, 公司现股价对应 FY19 彭博一致预期 EV/EBITDA 约 11.4 倍, 尚未反应公司领先的发展空间, 具备较强吸引力, 建议投资者关注。

- **风险提示:** 1、宏观经济及贸易政策波动; 2、新项目延期; 3、竞争加剧



**【信息披露】**

兴业证券股份有限公司(“本公司”) 在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyq.com.cn](http://www.xyq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

**【分析师声明】**

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求，并以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。本人确认并没有在发表报告之前 30 日内交易或买卖该等证券。本人及本人之有联系者并不是任职该等上市公司之高级职员。本人及本人之有联系者并没有持有本报告覆盖之证券之任何权益。

**【有关财务权益及商务关系的披露】**

兴证国际证券有限公司及/或其有关关联公司在过去十二个月内与兴证国际金融集团有限公司、阳光油砂有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、龙皇集团控股有限公司、民信国际控股有限公司、浙商银行股份有限公司、MS Concept Limited、惠陶集团(控股)有限公司、信源企业集团有限公司、银合控股有限公司、Republic Healthcare Limited、江西银行股份有限公司、胜利证券(控股)有限公司、百应租赁控股有限公司、永续农业发展有限公司、山东黄金矿业股份有限公司、恒益控股有限公司、成志控股有限公司、朗诗绿色集团有限公司、永升生活服务集团有限公司、天美(控股)有限公司、云能国际股份有限公司、汇量科技有限公司、国际济丰包装集团、微盟集团、日照港裕廊股份有限公司、K2 F&B Holdings Limited、管道工程控股有限公司、新东方在线科技控股有限公司、盛世大联保险代理股份有限公司、兑吧集团有限公司、慕尚集团控股有限公司、Medialink Group Limited、中国船舶(香港)航运租赁有限公司、思考乐教育集团、华检医疗控股有限公司和旷世控股有限公司有投资银行业务关系。

**【法律声明】**

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使本公司违反当地的法律或法规或可致使本公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司网站以外的资料，本公司未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的，纯粹为了收件人的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司及/或兴证国际证券有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或兴证国际证券有限公司其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

**请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明**