

银河娱乐 (27.HK)

评级：增持；目标价：HK\$60.3

「澳门银河」一、二期调研

赌场人流旺盛，禁烟令对贵宾厅影响不大

我们在近日参观了「澳门银河」一、二期的赌场(包括贵宾厅及高端中场)及酒店状况，并了解「澳门银河」三期的发展进度。经过我们目测，春節後「澳门银河」赌场人流旺盛，其中直接自营贵宾厅房间更全全场爆满。银河娱乐已在全线贵宾厅设立吸烟室，与赌枱的距离目测只有三、四米多，客人吸烟非常方便，因此我们不认为禁烟令对贵宾厅转码数及收入有明显影响。我们认为市场过分忧虑贵宾厅业务对银河娱乐的影响，整体澳门博彩行业结构正在转变，中场将成未来增长引擎，而我们大致推算出银河娱乐中场业务 EBITDA 贡献占比超过 70%，丰富的土储是集团未来最大的潜力增长动力。经过实地考察后，我们维持乐观看法，重申对银河娱乐(27 HK)的「增持」评级。

「澳门银河」三期工程建设进行中

我们高空俯瞰了整个「澳门银河」一、二期及部份三期项目，目前三期酒店主体工程进行中，将提供 1,500 个房间供应，而三期將於 2020 年中陆续落成。在「澳门银河」三、四期完全落成后，整个项目版图将扩大 1 倍至超过 200 万平方米。

四年经调整 EBITDA 复合年增长率达到 17.5%

在预期新项目贡献下，我们预计经调整 EBITDA 将由 2017 年的 141 亿港元增加至 2021 年的 269 亿港元，四年复合年增长率达到 17.4%。公司将在 2 月 28 日公布全年业绩，我们会检讨我们的财务模型。

重申「增持」评级

按照 2019 年 13.5 倍 EV/EBITDA 估值法，加上每股 7.4 港元净现金及每股 1.1 港元永利度假村股权价值，我们维持目标价在 60.3 港元，重申「增持」评级。

风险提示

(一)签证政策收紧；(二)赌场续牌风险；(三)「澳门银河」新项目延期。

主要财务数据

截止至12月31日财政年度(百万港元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
总收入(百万港元)	52,826	62,450	72,849	74,122	85,046
同比增长	3.6%	18.2%	16.7%	1.7%	14.7%
博彩及娱乐经营业务收入	50,685	59,383	68,857	70,048	80,781
同比增长	3.3%	17.2%	16.0%	1.7%	15.3%
博彩收益总额	47,331	55,826	64,962	65,870	75,116
同比增长	2.4%	17.9%	16.4%	1.4%	14.0%
归属普通股股东净利润(百万港元)	6,283	10,504	13,570	14,225	15,298
同比增长	51.0%	67.2%	29.2%	4.8%	7.5%
经调整EBITDA(百万港元)	10,348	14,147	16,526	16,690	19,014
同比增长	18.5%	36.7%	16.8%	1.0%	13.9%
经调整EBITDA利润率	19.6%	22.7%	22.7%	22.5%	22.4%
每股盈利(港仙)	147.3	245.1	313.8	329.0	353.8
摊薄后每股盈利(港仙)	146.2	243.7	312.4	327.5	352.2
每股派息(港仙)	44	74	94	98	106
派息比率	30.1%	30.4%	30.0%	30.0%	30.0%

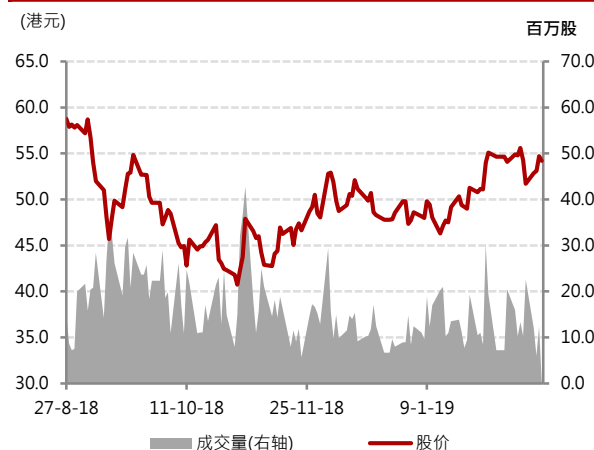
资料来源：公司资料；中泰国际研究部预测

公司基本资料 (更新至 2019 年 2 月 20 日)

现价：	54.2	(港元)
总市值：	234,637.48	(百万港元)
流通股比例：	46.09	(%)
已发行总股本：	4,329.11	(百万股)
52 周价格区间：	40.3-73.15	(港元)
3 个月内日均成交额：	664.45	(百万港元)
主要股东：	吕志和、吕耀东	(占 41.75%)

资料来源：彭博

价格及成交量走势



资料来源：彭博

分析师

颜招骏 (Alvin Ngan), CFA

alvin.ngan@ztsc.com.hk

图表 1：「澳门银河」钻石大堂



资料来源：中泰国际研究部

图表 2：「澳门银河」三期酒店工程



资料来源：中泰国际研究部

图表 3：高空俯瞰「澳门银河」顶层玩乐设施



资料来源：中泰国际研究部

图表 4：高空俯瞰「澳门银河」三期工程



资料来源：中泰国际研究部

图表 5：丽斯卡尔顿酒店(Ritz Carlton)标准房间内景



资料来源：中泰国际研究部

图表 6：丽斯卡尔顿酒店(Ritz Carlton)豪华浴室



资料来源：中泰国际研究部

图表 7：股东应占净利润及经调整 EBITDA 预测

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E
归属普通股股东净利润(百万港元)	6,283	10,504	13,570	14,225	15,298	22,952
同比增长	51.0%	67.2%	29.2%	4.8%	7.5%	50.0%
经调整EBITDA(百万港元)	10,348	14,147	16,526	16,690	19,014	26,971
同比增长	18.5%	36.7%	16.8%	1.0%	13.9%	41.8%
经调整EBITDA利润率	19.6%	22.7%	22.7%	22.5%	22.4%	23.0%

资料来源：公司资料；中泰国际研究部预测

图 8 : 财务报表 (年结: 12 月 31 日 ; 港币百万元)

损益表(百万港元)						现金流量表(百万港元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
总收入(百万港元)	52,826	62,450	72,849	74,122	85,046	净利润	6,271	10,516	13,581	14,236	15,309
同比增长	3.6%	18.2%	16.7%	1.7%	14.7%	加: 折旧与摊销	3,573	3,349	3,436	3,601	4,312
博彩及娱乐经营业务收入	50,685	59,383	68,857	70,048	80,781	营运资本变动	2,701	5,066	160	-8	-18
同比增长	3.3%	17.2%	16.0%	1.7%	15.3%	其他非现金调整	175	-399	-1,220	-1,161	-1,192
博彩收益总额	47,331	55,826	64,962	65,870	75,116	经营活动现金流	12,732	18,520	15,957	16,668	18,411
同比增长	2.4%	17.9%	16.4%	1.4%	14.0%	出售固定资产收到的现金	22	10	0	0	0
建筑材料收入	2,141	3,067	3,066	3,206	3,366	减: 资本开支	-2,128	-2,022	-5,000	-12,050	-10,050
其他收入及收益,净额	209	598	926	868	899	其他投资活动	-15,231	-9,104	-9,542	868	899
博彩特别税及其他相关税项	-18,688	-21,999	-25,660	-26,019	-29,671	投资活动现金流	-17,337	-11,117	-14,542	-11,182	-9,151
博彩业务合作伙伴的佣金及津贴	-11,273	-13,811	-16,069	-15,545	-17,287	净借贷	4,805	3,698	-1,354	0	0
原材料及消耗品	-877	-1,262	-1,288	-1,346	-1,414	股本增加	109	348	0	0	0
折旧及摊销	-3,573	-3,349	-3,436	-3,601	-4,312	股息	-1,408	-2,526	-3,935	-3,459	-4,248
其他经营支出	-5,402	-4,811	-5,141	-5,559	-8,079	其他	-55	-23	0	0	0
营业利润	6,319	10,448	13,606	14,268	15,353	融资活动现金流	3,450	1,480	-5,289	-3,459	-4,248
财务收入/(费用)净额	-44	-64	-167	-167	-167	汇率变动影响	-20	15	0	0	0
除税前溢利	6,348	10,628	13,732	14,394	15,479	现金及现金等价物净增加额	-1,176	8,899	-3,874	2,028	5,011
所得税	-77	-113	-151	-158	-170	现金及现金等价物期初余额	7,979	6,803	17,600	13,726	15,754
净利润	6,271	10,516	13,581	14,236	15,309	现金及现金等价物期末余额	6,803	15,702	13,726	15,754	20,764
归属普通股股东净利润(百万港元)	6,283	10,504	13,570	14,225	15,298						
少数股东损益	-12	11	11	11	11						

资产负债表(百万港元)						主要财务比率					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
存货	158	171	198	205	224	增长率(%)					
应收账款及预付账款	1,583	1,962	1,775	1,776	1,776	总收入(百万港元)	3.6%	18.2%	16.7%	1.7%	14.7%
现金及现金等价物	19,956	17,600	13,726	15,754	20,764	博彩及娱乐经营业务收入	3.3%	17.2%	16.0%	1.7%	15.3%
其他流动资产	314	368	366	366	367	贵宾厅	-8.1%	19.0%	18.3%	-3.3%	11.2%
流动资产合计	22,032	20,101	16,065	18,101	23,130	中场博彩	18.5%	15.4%	4.8%	7.7%	16.7%
固定资产-物业,厂房及设备	33,502	31,802	33,687	42,410	48,428	角子机	9.2%	9.9%	2.4%	8.0%	26.2%
租赁土地及土地使用权	5,056	5,013	4,924	4,835	4,746	营业利润	51.1%	65.3%	30.2%	4.9%	7.6%
无形资产	1,138	921	690	505	314	EBITDA	18.5%	36.7%	16.8%	1.0%	13.9%
权益投资	1,255	1,520	1,814	2,107	2,400	净利润	52.0%	67.7%	29.1%	4.8%	7.5%
金融资产	2,340	23,688	30,991	30,991	30,991	归属普通股股东净利润(百万港)	51.0%	67.2%	29.2%	4.8%	7.5%
其他非流动资产	937	768	768	768	768	盈利能力(%)					
非流动资产合计	44,229	63,713	72,874	81,616	87,648	EBITDA 利润率	19.6%	22.7%	22.7%	22.5%	22.4%
资产总计	66,261	83,815	88,940	99,717	110,778	净利润率	11.9%	16.8%	18.6%	19.2%	18.0%
应付账款	12,660	17,237	17,237	17,237	17,237	实际税率	1.2%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
短期借款	5,609	9,685	8,331	8,331	8,331	股本回报率	14.4%	20.6%	23.1%	21.1%	19.6%
其他短期负债	53	113	113	113	113	资产回报率	10.3%	14.0%	15.7%	15.1%	14.5%
流动负债合计	18,321	27,035	25,681	25,681	25,681	资产周转率	86.9%	83.2%	84.3%	78.6%	80.8%
长期借款	526	259	259	259	259	偿付比率(%)					
递延税项负债-非流动	257	268	268	268	268	资产负债率	9.3%	11.9%	9.7%	8.6%	7.8%
其他非流动负债	294	236	236	236	236	净负债比率	-29.5%	-13.7%	-8.2%	-9.8%	-14.4%
非流动负债合计	1,077	764	763	763	763	每股指标					
负债合计	19,398	27,799	26,444	26,444	26,444	每股盈利(港仙)	146.2	243.7	312.4	327.5	352.2
股本	20,106	21,469	21,469	21,469	21,469	每股股息(港仙)	33.0	59.0	91.0	80.0	98.3
储备	26,239	34,013	40,482	51,248	62,298	每股净资产(港元)	10.8	12.9	14.3	16.7	19.3
股东权益合计(不含少数股东权益)	46,345	55,482	61,951	72,717	83,767	估值指标					
少数股东权益	518	534	545	556	567	P/E(x)	37.0	22.1	17.3	16.5	15.3
股东权益合计(含少数股东权益)	46,863	56,016	62,496	73,273	84,334	EV/EBITDA(x)	20.9	14.2	12.0	11.8	10.1
负债及股东权益总计	66,261	83,815	88,940	99,717	110,778	Dividend yield	0.8%	1.4%	1.7%	1.8%	2.0%

资料来源: 公司资料; 中泰国际研究部预测

历史建议和目标价

股价表现及中泰国际给予的评级和目标价



序号	日期	前收市股价	评级变动	目标价
1	2019/1/31	HK\$ 54	「增持」(首次覆盖)	HK\$ 60.3
2	2019/2/21	HK\$ 54.7	「增持」(维持)	HK\$ 60.3

资料来源：彭博；中泰国际研究部

公司及行业评级定义

公司评级定义：

以报告发布日后的6个月内公司的投资收益率相对同期恒生指数的涨跌幅为基准；

买入：投资收益率领先同期恒生指数20%以上

增持：投资收益率领先同期恒生指数介于5%至20%之间

中性：投资收益率与同期恒生指数的变动幅度相差介于-10%至5%之间

卖出：投资收益率落后同期恒生指数10%以上

行业投资评级：

以报告发布日后的6个月内的行业的涨跌幅相对同期的恒生指数的涨跌幅为基准。

推荐：行业基本面向好，行业指数将领先恒生指数

中性：行业基本面稳定，行业指数将跟随恒生指数

谨慎：行业基本面向淡，行业指数将落后恒生指数

重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司 - “中泰国际” 分发。本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。本公司所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、状况及独特需要作出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表中泰国际或者附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的提议或表达的意见不一致的投资决策。

权益披露：

- (1) 在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司并无投资银行业务关系。
- (2) 分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。
- (3) 中泰国际证券或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1% 或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得(i)以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或(ii)再次分发。