

永利澳门有限公司 (1128 HK)

评级：买入；目标价：HK\$23.3

永利皇宫扩展计划及其保守的指引

永利皇宫扩展详细内容

母公司永利度假村(Wynn US)近日举行了分析师及投资者推介会，并公布了一个名为“水晶莲宫”的永利皇宫扩展计划，整个项目设有两座各有约 650 间客房的楼店大楼，分两期进行，预计一期投入的资本开支为 20 亿美元。工程预计在 2021 年末动工，历时需时 36 个月以上，因此我们认为在 2022 年前永利澳门也不会有太多的资本开支，我们待公司公布进一步详情，才更新预测，而我们预测一期最快在 2025 年才能开幕。集团并未提出二期工程的资本开支及时间。若以经调整物业 EBITDA(扣除一次性开支)为准则，集团对“水晶莲宫”的投资资本回报率(ROIC)目标约为 15%至 20%。根据 2018 年的经营数据，新濠影汇、澳门巴黎人及永利皇宫的 ROIC 分别为 12%、17%及 19%，随着澳门氹仔新项目竞争加剧，ROIC 下跌的压力愈来愈大，若「水晶莲宫」缺乏博彩元素，我们认为集团的目标较为进取。

集团盈利指引略为保守

集团预计 2019 年至 2021 年整个澳门博彩毛收入复合年增长率为 3.5%，认为基建带动中场业务的增长，并预期贵宾厅表现将会回稳。截至 19 年一季度，永利澳门在澳门博彩行业市占率为 15.6%，而集团预计在 2021 年的市占率约 15-17%，中值为 16%，主要由于一)路氹项目经营改善、二)高端客户回流及、三)澳门半岛永利西面娱乐场的扩建，推动永利澳门的份额增加。另一方面，集团预计在 2021 年永利澳门的经调整物业 EBITDA(扣除一次性开支)为 16.46 亿美元，我们认为这个指引相对保守。我们认为永利具有贵宾厅及高端中场的品牌效应，贵宾厅表现回稳对永利带来更高的弹性，我们预测永利澳门在 2021 年的经调整物业 EBITDA 为 16.63 亿美元，较集团指引高出 1%。

估值便宜，潜在上升空间增加，调高评级至“买入”

虽然公司股价自六月以来累计反弹幅度达到 27%，但是现价对应 2019 年预测 EV/EBITDA 仍为 11.4 倍，低于上市至今平均预测的 15 倍，我们重申目前估值仍然过于忧虑了贵宾厅下跌风险的观点，而且股价对应 6.3%的预测股息率，仍具吸引力。我们给予 13.5 倍的 19 年 EV/EBITDA 估值，维持目标价 23.3 港元，对应现价有 21.3%的潜在上升空间，我们将评级从“增持”调升至“买入”。

风险提示

(一)签证政策收紧；(二)赌场续牌风险；(三)中国经济放缓影响居民出游意欲

主要财务数据

截至12月31日财政年度(百万港元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净收入	34,031	39,591	38,492	41,870	44,514
同比增长	54.0%	16.3%	-2.8%	8.8%	6.3%
经调整EBITDA	8,498	10,777	10,594	11,976	13,042
同比增长	66.4%	26.8%	-1.7%	13.1%	8.9%
股东应占溢利	3,701	6,245	6,192	7,578	8,781
同比增长	157.8%	68.8%	-0.9%	22.4%	15.9%
经调整EBITDA利润率(%)	23.1%	25.0%	27.2%	27.5%	28.6%
净利润率(%)	6.5%	10.9%	15.8%	16.1%	18.1%
每股盈利(港元)	0.28	0.71	1.20	1.19	1.46
每股股息(港元)	0.42	0.96	1.20	1.19	1.46
市盈率(X)	69.49	26.96	15.97	16.11	13.16
EV/EBITDA(X)	25.33	14.43	11.44	11.48	9.91
股息率	2.2%	5.0%	6.3%	6.2%	7.6%

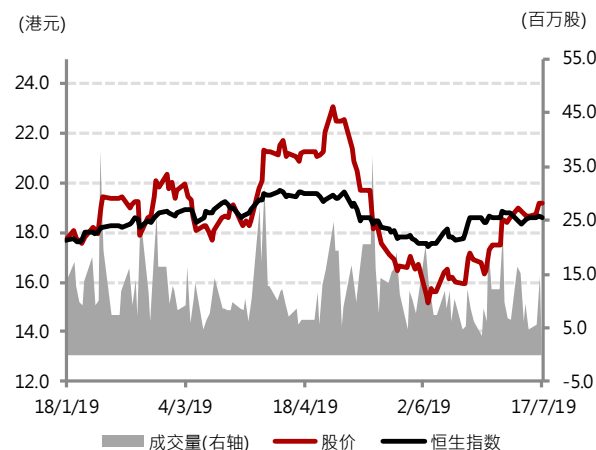
资料来源：公司资料；中泰国际研究部预测

公司基本资料 (更新至 2019 年 7 月 17 日)

现价：	19.2	(港元)
总市值：	99,573.73	(百万港元)
流通股比例：	27.81	(%)
已发行总股本：	5,196.96	(百万股)
52 周价格区间：	14.84-24.83	(港元)
3 个月内日均成交额：	213.98	(百万港元)
主要股东：	永利度假村	(占 72.16%)

资料来源：彭博

价格及成交量走势



资料来源：彭博

相关报告

更新报告：贵宾厅疲弱拖累业绩（评级：增持；目标价：HK\$23.3）-20190514

首发报告：静待贵宾厅反转时机（评级：增持；目标价：HK\$24）-20190417

分析师

颜招骏 (Alvin Ngan), CFA

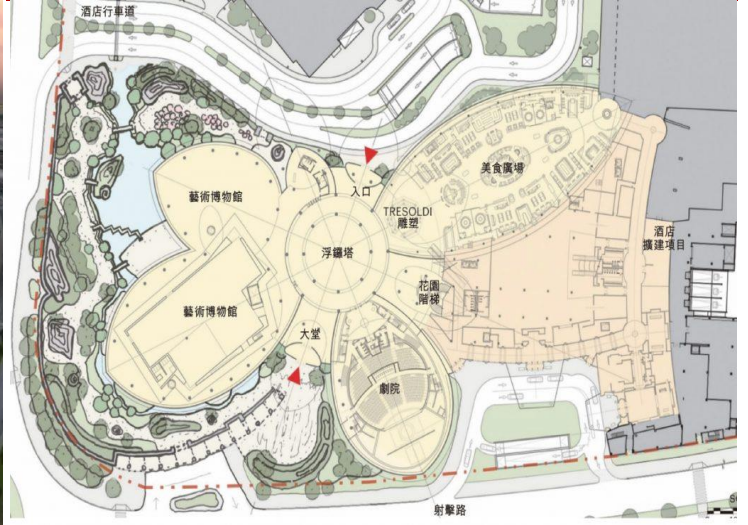
alvin.ngan@ztsc.com.hk

图表 1：「水晶蓮宮」及 1 期酒店



资料来源：公司资料

图表 2：「水晶蓮宮」平面图



资料来源：公司资料

图表 3：高科技影院



资料来源：公司资料

图表 4：酒店房间



资料来源：公司资料

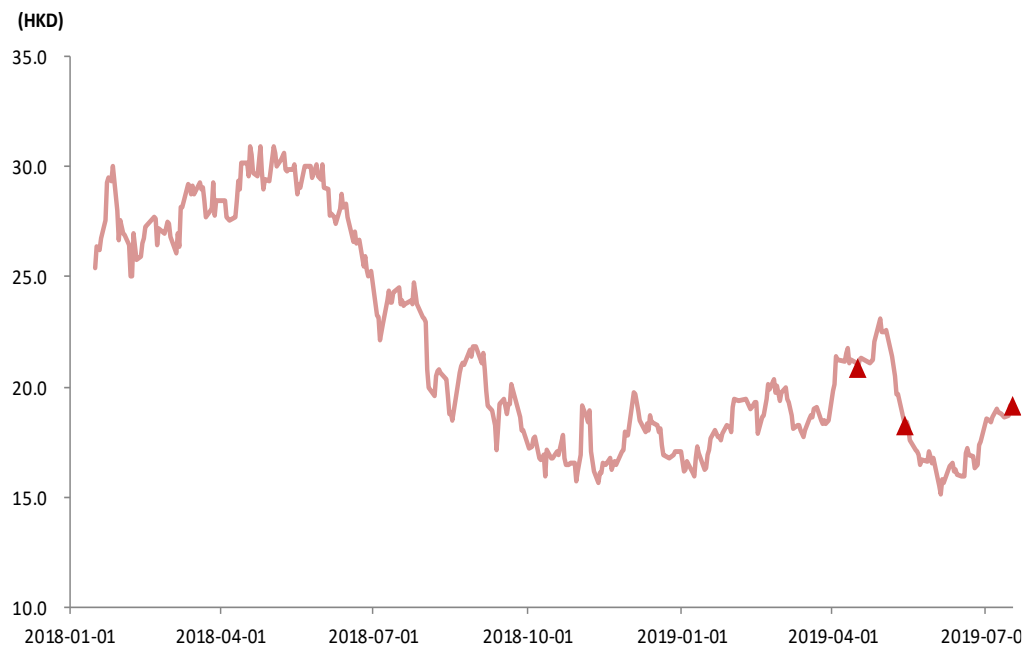
图表 5：财务报表 (年结: 12月31日；百万港元)

损益表(百万港元)						现金流量表(百万港元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
总收入	46,642	53,055	49,873	54,454	57,990	净利润	3,701	6,245	6,192	7,578	8,781
佣金、回赠及津贴	-12,612	-13,464	-11,381	-12,584	-13,476	折旧及摊销	2,776	2,726	2,529	2,456	2,406
净收入	34,031	39,591	38,492	41,870	44,514	营运资金变动	4,345	-902	-551	794	613
博彩税	-16,737	-18,893	-17,628	-19,367	-20,703	其他	1,845	1,646	1,709	1,749	1,651
员工及其他经营开支	-8,797	-9,921	-10,271	-10,528	-10,769	经营活动现金流	12,667	9,716	9,879	12,577	13,451
经调整EBITDA	8,498	10,777	10,594	11,976	13,042	资本开支	-1,261	-1,189	-1,057	-1,253	-1,683
企业开支	-107	-91	-93	-95	-97	其他	99	99	0	0	0
EBITDA	8,146	10,426	10,355	11,736	12,799	投资活动现金流	-1,162	-1,090	-1,057	-1,253	-1,683
折旧	-2,681	-2,631	-2,434	-2,361	-2,311	净借贷	-4,118	4,955	500	-1,273	-5,974
摊销	-95	-95	-95	-95	-95	利息支付	-1,079	-1,342	-1,563	-1,603	-1,505
经营利润	5,370	7,700	7,826	9,279	10,393	股息支付	-3,273	-7,794	-5,501	-6,779	-8,477
利息收入	15	103	30	42	50	其他	-388	-153	-90	20	-70
财务开支	-1,270	-1,496	-1,593	-1,645	-1,555	融资活动现金流	-8,858	-4,334	-6,655	-9,635	-16,026
净汇兑收入/开支	-402	-49	5	-6	0	现金增加净额	2,648	4,291	2,168	1,690	-4,258
除税前利润	3,713	6,258	6,267	7,670	8,888	汇率变动影响	1	-5	0	0	0
所得税	-12	-13	-75	-92	-107	现金及现金等价物期初余额	2,591	5,240	9,526	11,694	13,384
股东应占溢利	3,701	6,245	6,192	7,578	8,781	现金及现金等价物期末余额	5,241	9,526	11,694	13,384	9,125
资产负债表(百万港元)						主要财务比率					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	5,240	9,526	11,694	13,384	9,125	增长率(%)					
应收账款	677	1,135	1,067	1,165	1,241	总收入	65.6%	13.7%	-6.0%	9.2%	6.5%
存货	332	160	150	164	175	净收入	54.0%	16.3%	-2.8%	8.8%	6.3%
其他流动资产	326	578	544	593	632	经调整EBITDA	66.4%	26.8%	-1.7%	13.1%	8.9%
流动资产合计	6,574	11,400	13,455	15,307	11,173	EBITDA	111.3%	28.0%	-0.7%	13.3%	9.1%
						净利润	157.8%	68.8%	-0.9%	22.4%	15.9%
固定资产-物业、厂房	33,320	31,843	29,976	29,078	28,460	利润率(%)					
在建工程	184	100	550	300	250	经调整EBITDA	25.0%	27.2%	27.5%	28.6%	29.3%
土地使用权及牌照转让金	1,686	1,590	1,495	1,400	1,304	EBITDA	23.9%	26.3%	26.9%	28.0%	28.8%
其他非流动资产	1,231	1,148	1,148	1,148	1,148	经营利润	15.8%	19.4%	20.3%	22.2%	23.3%
总资产	42,995	46,081	46,624	47,232	42,335	净利润	10.9%	15.8%	16.1%	18.1%	19.7%
						平均股本回报率	135.7%	276.5%	323.2%	273.9%	256.4%
应付账款	10,650	10,471	9,843	10,747	11,445	平均资产回报率	8.6%	14.0%	13.4%	16.1%	19.6%
短期借贷	449	0	500	300	200	资产周转率	108.5%	119.1%	107.6%	116.0%	129.5%
其他流动负债	777	594	559	610	649	估值					
流动负债合计	11,876	11,065	10,901	11,657	12,294	市盈率(X)	27.0	16.0	16.1	13.2	11.4
						EV/EBITDA(X)	14.4	11.4	11.5	9.9	9.0
长期借贷	27,674	33,078	33,078	32,005	26,132	市帐率(X)	33.3	65.7	43.1	31.0	27.5
其他长期负债	444	420	330	350	280	股息率	5.0%	6.3%	6.2%	7.6%	8.8%
总负债	39,995	44,563	44,309	44,012	38,706	每股指标(港元)					
股本	5	5	5	5	5	每股盈利	0.71	1.20	1.19	1.46	1.69
储备	2,995	1,513	2,309	3,215	3,624	每股股息	0.96	1.20	1.19	1.46	1.69
股东权益	3,000	1,518	2,315	3,220	3,630	派息比率	135%	100%	100%	100%	100%
股东权益及负债	42,995	46,081	46,624	47,232	42,335						

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	16/04/2019	HK\$20.85	「增持」(首次覆盖)	HK\$24.00
2	14/05/2019	HK\$19.68	「增持」(维持)	HK\$23.30
3	18/07/2019	HK\$19.20	「买入」(上调)	HK\$23.30

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。