

香港股市 | 澳门博彩

澳门博彩控股有限公司 (880 HK)

Q3 业绩虽逊预期，但上葡京开业时间更加明确

Q3 业绩虽逊预期，但仍看好股价表现

澳博控股 20 年 Q3 净收入为 8.8 亿港元，同比减少 89.3%；博彩毛收入为 8.4 亿港元，同比下跌 89.6%，优于行业平均的-93.1%，相信主要是旗下自营及卫星娱乐场于疫情下较多澳门本地客及广东省短途客进驻；经调整 EBITDA 为亏损 7.8 亿港元，亏损环比收窄 0.3%，逊于预期。我们认为经历了 Q3 低流量的情况后，10 月以来的赌收明显改善，为行业复苏带来积极信号。澳博是未来半年较具估值修复催化剂的股份，而且续牌不确定较低，继续看好股价表现。

预计赌收恢复至正常水平的 40%左右可录得 EBITDA 的盈亏平衡

管理层指出 10 月新葡京的入住率大约 25%左右，黄金周期间的赌收大约是去年同期的 21%，同时亦较今年五一黄金周增长 300.0%左右。若赌收恢复至正常水平的 40%左右，预计集团将可录得 EBITDA 的盈亏平衡。目前每日的营运成本为 1,280 万港元，较第二季的 1,350 万港元进一步减少。

“上葡京”进入最后检测程序，开业日期延至明年第一季

“上葡京”项目已于 2019 年底竣工，已动用 390 亿港元资本开支中的 350 亿港元，政府相关部门将会在 11 月进行检查，而澳门旅游局将于明年 1 月检验。管理层把上葡京开业时间从原先预计的 20 年末延迟至 21 年第一季，我们较保守预测 21 年 4 月才能分阶段开业。管理层透露上葡京预计每日营运开支约 1,000-1,100 万元左右，目前已招聘了 800 名员工，并有 1,500-2,000 名会在现有娱乐场调配，较原先指引的 1,000 名为多，反映公司在成本控制的取态积极。我们看好上葡京高端定位，风格符合高端客人的喜好，对彼邻的永利皇宫及美狮美高梅带来一定的竞争压力。另外，中免集团在上葡京设立澳门旗舰免税店，我们看好在环球疫情下国内居民将更积极留国消费，相信免税店能够推动上葡京的客流量。

调整目标价至 9.87 港元，下调至“增持”评级

考虑到贵宾厅复苏速度回落及上葡京延迟开业的影响，我们下调澳博控股 20-22 年的经调整 EBITDA 预测-23.9%/-41.3%/-12.3%至-16.5 亿/26.1 亿/53.9 亿港元，目标价从 11.32 港元下调至 9.87 港元，相当于 2021 及 2022 年 24.4 倍及 11.3 倍 EV/EBITDA，评级从“买入”下调至“增持”。

风险提示：(一)疫情恶化的风险；(二)赌场续牌风险；(三)“上葡京”延期开业

主要财务数据 (百万港元) (估值更新至 2020 年 11 月 3 日)

年结:12 月 31 日	18A	19A	20E	21E	22E
净收入	34,410	33,875	7,267	30,991	40,088
同比增长	8.3%	-1.6%	-78.5%	326.4%	29.4%
经调整 EBITDA	3,724	4,213	-1,653	2,605	5,392
同比增长	21.1%	13.1%	-139.2%	-257.7%	106.9%
股东应占溢利	2,850	3,207	-3,545	-1,212	1,734
同比增长	45.2%	12.5%	-210.5%	-65.8%	-243.0%
经调整 EBITDA 利润率	10.8%	12.4%	-22.7%	8.4%	13.4%
每股盈利(港元)	0.50	0.57	-0.63	-0.21	0.31
每股股息(港元)	0.29	0.30	0.00	0.00	0.18
市盈率(X)	16.6	14.7	N/A	N/A	27.3
EV/EBITDA(X)	11.8	11.2	N/A	21.0	9.7

来源：公司资料、中泰国际研究部预测

更新报告

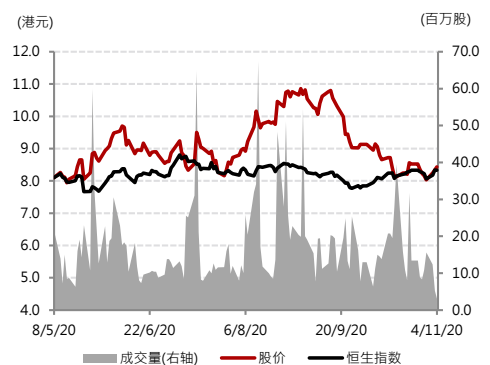
评级：增持

目标价：9.87 港元

股票资料 (更新至 2020 年 11 月 3 日)

现价	8.33 港元
总市值	47,849.90 百万港元
流通股比例	34.01 %
已发行总股本	5,676.14 百万
52 周价格区间	5.82-11.08 港元
3 个月日均成	184.71 百万 港元
主要股东	澳门旅游娱乐有限公司 (占 54.1%)
来源：	彭博、中泰国际研究部

股价走势图



来源：彭博、中泰国际研究部

相关报告

20201005 - 更新报告：黄金周弱开局不改行业复苏的中长期趋势

20200729 - 更新报告：20 年 Q2 业绩符合预期，中场业务继续改善 (评级：增持；目标价：HK\$9.4)

分析师

颜招骏 (Alvin Ngan), CFA

+852 2359 1863

Alvin.ngan@ztsc.com.hk

图表 1: 澳博控股(880 HK)季度业绩表现(百万港元)

百万港元									3Q20				
	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	Q/Q (%)	Y/Y (%)
总收入	11,103	11,277	11,129	11,124	10,600	10,186	9,674	10,238	4,015	981	985	0.4%	-89.8%
博彩总收益	10,916	11,111	10,947	10,926	10,418	10,014	9,493	10,057	3,943	951	947	-0.4%	-90.0%
非博彩收益	187	166	182	198	182	172	181	181	72	30	38	26.7%	-79.0%
佣金及奖励	-2,506	-2,678	-2,619	-2,420	-1,942	-1,770	-1,434	-1,695	-536	-86	-106	23.3%	-92.6%
净收入	8,597	8,600	8,510	8,703	8,658	8,416	8,240	8,561	3,479	895	879	-1.8%	-89.3%
博彩净收入	8,410	8,433	8,328	8,506	8,476	8,244	8,059	8,380	3,407	865	841	-2.8%	-89.6%
非博彩收入	187	166	182	198	182	172	181	181	72	30	38	26.7%	-79.0%
经调整 EBITDA	987	972	919	846	1,075	1,003	950	1,185	-200	-784	-782	-0.3%	-182.3%
新葡京	559	534	496	492	601	585	524	639	-16	-353	-336	-4.8%	-164.1%
其他自行推广娱乐场	198	204	248	240	284	300	323	316	-99	-247	-266	7.7%	-182.4%
卫星娱乐场	195	200	158	94	151	180	129	62	-5	-71	-63	-11.3%	-148.8%
非博彩业务及其他	35	34	17	20	39	-62	-26	168	-80	-113	-117	3.5%	350.0%
经调整 EBITDA 利润率	11.5%	11.3%	10.8%	9.7%	12.4%	11.9%	11.5%	13.8%	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
博彩数据(百万港元)													
贵宾厅毛收入	4,881	5,077	5,039	4,667	3,935	3,520	2,890	3,342	1,196	172	200	16.3%	-93.1%
新葡京	2,520	2,594	2,867	2,174	2,080	1,868	1,327	1,691	662	80	111	38.8%	-91.6%
其他娱乐场	2,361	2,483	2,172	2,493	1,855	1,652	1,563	1,651	534	92	89	-3.3%	-94.3%
中场毛收入	5,741	5,746	5,623	5,970	6,193	6,209	6,305	6,420	2,606	685	690	0.7%	-89.1%
新葡京	1,289	1,317	1,199	1,258	1,337	1,352	1,359	1,427	497	19	53	178.9%	-96.1%
其他娱乐场	4,452	4,429	4,424	4,712	4,856	4,857	4,946	4,993	2,109	666	637	-4.4%	-87.1%
角子机毛收入	294	288	285	290	290	285	298	313	141	94	57	-39.4%	-80.9%
新葡京	116	113	108	108	106	116	113	134	47	20	13	-35.0%	-88.5%
其他娱乐场	178	175	177	182	184	169	185	179	94	74	44	-40.5%	-76.2%
博彩收益	10,916	11,111	10,947	10,926	10,418	10,014	9,493	10,075	3,943	951	947	-0.4%	-90.0%
新葡京	3,925	4,024	4,174	3,540	3,523	3,336	2,799	3,252	1,206	119	177	48.7%	-93.7%
其他娱乐场	6,991	7,087	6,773	7,386	6,895	6,678	6,694	6,823	2,737	832	770	-7.5%	-88.5%

来源: 公司资料, 中泰国际研究部

图表 2: 澳博控股盈利预测调整(百万港元)

损益表(百万港元)	旧预测			新预测			变动(%)		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
总收入	8,779	40,908	50,021	8,451	36,235	46,845	-3.7%	-11.4%	-6.3%
佣金、回赠及津贴	-1,393	-6,253	-7,599	-1,184	-5,244	-6,758	-15.0%	-16.1%	-11.1%
净收入	7,386	34,655	42,422	7,267	30,991	40,088	-1.6%	-10.6%	-5.5%
博彩税	-3,279	-14,932	-18,251	-3,155	-13,250	-17,035	-3.8%	-11.3%	-6.7%
市场推广开支	-873	-3,775	-4,726	-811	-3,037	-4,103	-7.1%	-19.6%	-13.2%
营运开支	-4,567	-11,510	-13,295	-4,954	-12,099	-13,559	8.5%	5.1%	2.0%
经调整 EBITDA	-1,334	4,438	6,149	-1,653	2,605	5,392	23.9%	-41.3%	-12.3%
企业开支/开业前成本	-100	-350	-50	-100	-350	-50	0.0%	0.0%	0.0%
EBITDA	-1,434	4,088	6,099	-1,753	2,255	5,342	22.2%	-44.8%	-12.4%
折旧及摊销	-1,669	-3,795	-3,761	-1,949	-3,468	-3,421	16.8%	-8.6%	-9.0%
经营利润	-3,103	294	2,338	-3,702	-1,213	1,920	19.3%	-513.1%	-17.9%
利息收入	317	327	337	317	327	337	0.0%	0.0%	0.0%
财务开支	-62	-273	-448	-62	-273	-448	0.0%	0.0%	0.0%
其他非营运收入/开支	6	46	45	6	46	45	0.0%	0.0%	0.0%
除税前利润	-2,842	394	2,272	-3,440	-1,113	1,854	21.1%	-382.7%	-18.4%
所得税	0	-6	-32	0	0	-26	N/A	-100.0%	-18.4%
净利润	-2,842	388	2,240	-3,440	-1,113	1,828	21.1%	-386.7%	-18.4%
少数股东权益	-105	-99	-94	-105	-99	-94	0.0%	0.0%	0.0%
股东应占溢利	-2,946	289	2,145	-3,545	-1,212	1,734	20.3%	-519.8%	-19.2%

分部收入(百万港元)	旧预测			新预测			变动(%)		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
贵宾厅	2,725	12,432	15,195	2,299	10,398	13,486	-15.6%	-16.4%	-11.2%
同比增长	-80%	356%	22%	-83%	352%	30%			
中场博彩	5,488	24,819	30,275	5,591	22,646	28,894	1.9%	-8.8%	-4.6%
同比增长	-78%	352%	22%	-78%	305%	28%			
角子机	244	1,251	1,590	247	1,123	1,545	0.9%	-10.2%	-2.9%
同比增长	-79%	412%	27%	-79%	355%	37%			
非博彩业务	271	2,175	2,678	266	1,862	2,657	-1.6%	-14.4%	-0.8%
同比增长	-64%	703%	23%	-64%	599%	43%			

来源: 公司资料, 中泰国际研究部预测

图表 3: 财务摘要 (年结: 12 月 31 日; 港元百万元)

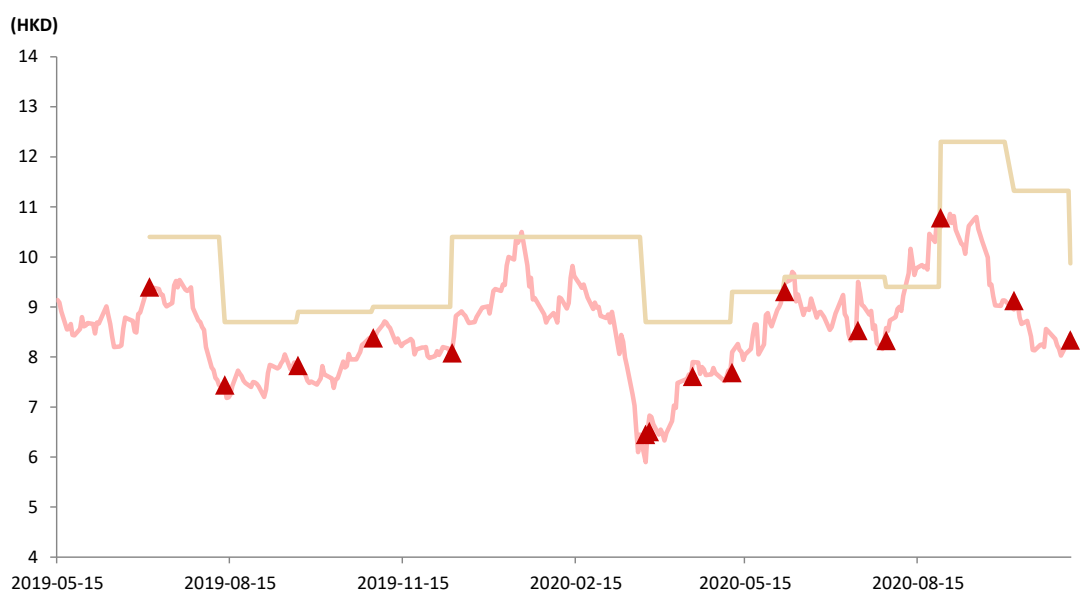
损益表(百万港元)						现金流量表(百万港元)					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
总收入	44,859	40,986	8,451	36,235	46,845	净利润	2,912	3,318	-3,440	-1,113	1,828
佣金、回赠及津贴	-10,449	-7,111	-1,184	-5,244	-6,758	折旧及摊销	1,163	1,055	1,949	3,468	3,421
净收入	34,410	33,875	7,267	30,991	40,088	营运资金变动	208	794	-1,029	704	-395
博彩税	-17,005	-15,531	-3,155	-13,250	-17,035	其他	-247	-743	-255	-54	111
市场推广开支	-5,831	-6,220	-811	-3,037	-4,103	经营活动现金流	4,036	4,423	-2,776	3,006	4,966
营运开支	-7,851	-7,912	-4,954	-12,099	-13,559	资本开支	-5,777	-5,502	-4,621	-3,750	-1,850
经调整 EBITDA	3,724	4,213	-1,653	2,605	5,392	短期银行存款变动	-2,650	6,613	2,266	300	300
企业开支/开业前成本	-11	-6	-100	-350	-50	其他	-964	-377	2,205	117	132
EBITDA	3,713	4,208	-1,753	2,255	5,342	投资活动现金流	-9,390	734	-150	-3,333	-1,418
折旧及摊销	-1,163	-1,055	-1,949	-3,468	-3,421	净借贷	7,250	-206	963	-434	-784
经营利润	2,550	3,152	-3,702	-1,213	1,920	股息支付	-1,302	-1,642	-1,246	0	-335
利息收入	299	305	317	327	337	利息及其他	-442	-894	-62	-273	-448
财务开支	-28	-34	-62	-273	-448	融资活动现金流	5,506	-2,742	-345	-707	-1,567
其他非营运收入/开支	118	-54	6	46	45	现金增加净额	152	2,415	-3,271	-1,034	1,980
除税前利润	2,940	3,369	-3,440	-1,113	1,854	现金及现金等值物期初余额	6,171	6,323	8,738	5,467	4,433
所得税	-27	-52	0	0	-26	现金及现金等值物期末余额	6,323	8,738	5,467	4,433	6,413
净利润	2,912	3,318	-3,440	-1,113	1,828						
少数股东权益	-62	-110	-105	-99	-94						
股东应占溢利	2,850	3,207	-3,545	-1,212	1,734						

资产负债表(百万港元)						主要财务比率					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等值物	6,323	8,738	5,467	4,433	6,413	增长率(%)					
短期银行存款	12,369	5,766	3,500	3,200	2,900	总收入	6.0%	-8.6%	-79.4%	328.7%	29.3%
应收账款	1,849	1,314	1,649	1,494	1,931	净收入	8.3%	-1.6%	-78.5%	326.4%	29.4%
存货	91	103	21	91	118	经调整 EBITDA	21.1%	13.1%	-139.2%	N/A	106.9%
其他流动资产	0	0	308	50	65	EBITDA	23.3%	13.3%	-141.7%	N/A	136.8%
流动资产合计	20,633	16,942	11,967	10,289	12,448	股东应占溢利	45.2%	12.5%	-210.5%	N/A	N/A
已抵押银行存款	146	0	0	0	0	利润率(%)					
固定资产	30,379	35,160	38,060	38,569	37,225	经调整 EBITDA 利润率	10.8%	12.4%	-22.7%	8.4%	13.4%
土地使用权	2,264	2,864	2,637	2,409	2,181	经营利润	7.4%	9.3%	-50.9%	-3.9%	4.8%
艺术品	281	281	265	265	265	股东应占溢利	8.3%	9.5%	-48.8%	-3.9%	4.3%
其他非流动资产	2,696	2,378	490	700	905	平均股本回报率	10.8%	11.4%	-12.9%	-3.7%	7.5%
总资产	56,399	57,626	53,418	52,231	53,024	平均资产回报率	5.7%	5.8%	-6.2%	-2.1%	3.5%
应付账款	11,958	12,044	11,508	11,663	11,669	资产周转率	87.4%	71.9%	15.2%	68.6%	89.0%
短期借贷	200	217	2,316	1,950	1,950	估值					
其他流动负债	117	301	62	266	344	市盈率(X)	19.6	17.4	N/A	N/A	32.3
流动负债合计	12,274	12,563	13,886	13,880	13,964	EV/EBITDA(X)	14.1	13.3	N/A	24.4	11.3
长期借贷	15,245	15,064	13,928	13,860	13,076	市账率(X)	2.0	1.9	2.3	2.4	2.3
其他长期负债	1,193	763	1,055	1,055	1,055	股息率(%)	2.9%	3.0%	0.0%	0.0%	1.8%
总负债	28,712	28,390	28,869	28,794	28,094	每股指标(港元)					
少数股东权益	135	238	342	442	536	每股盈利	0.50	0.57	-0.63	-0.21	0.31
股本	11,254	11,281	11,281	11,281	11,281	每股股息	0.29	0.30	0.00	0.00	0.18
储备	16,298	17,717	12,926	11,713	13,112	派息比率	58%	53%	0%	0%	58%
股东权益	27,552	28,998	24,207	22,995	24,393						
股东权益及负债	56,399	57,626	53,418	52,231	53,024						

来源: 公司资料, 中泰国际研究部预测

历史建议和目标价

澳博控股 (880 HK) 股价表现及评级时间表



来源：公司资料，中泰国际研究部

	日期	前收市价	评级变动	目标价
1	2019/07/03	HK\$ 9.4	「增持」(首次覆盖)	HK\$ 10.40
2	2019/08/12	HK\$ 7.44	「增持」(维持)	HK\$ 8.70
3	2019/09/20	HK\$ 7.83	「增持」(维持)	HK\$ 8.90
4	2019/10/30	HK\$ 8.38	「增持」(维持)	HK\$ 9.00
5	2019/12/11	HK\$ 8.08	「买入」(上调)	HK\$ 10.40
6	2020/03/23	HK\$ 6.45	「买入」(维持)	HK\$ 8.70
7	2020/03/25	HK\$ 6.51	「买入」(维持)	HK\$ 8.70
8	2020/04/17	HK\$ 7.61	「增持」(下调)	HK\$ 8.70
9	2020/05/08	HK\$ 8.10	「增持」(维持)	HK\$ 9.30
10	2020/06/05	HK\$ 9.31	「增持」(维持)	HK\$ 9.60
11	2020/07/14	HK\$ 9.50	「增持」(维持)	HK\$ 9.60
12	2020/07/29	HK\$ 8.33	「增持」(维持)	HK\$ 9.40
13	2020/08/27	HK\$ 10.60	「增持」(维持)	HK\$ 12.30
14	2020/10/05	HK\$ 9.13	「买入」(上调)	HK\$ 11.32
15	2020/11/04	HK\$ 8.33	「增持」(下调)	HK\$ 9.87

来源：公司资料，中泰国际研究部

公司及行业评级定义

公司评级定义:

以报告发布时引用的股票价格，与分析师给出的 12 个月目标价之间的潜在变动空间为基准:

买入: 基于股价的潜在投资收益在 20% 以上

增持: 基于股价的潜在投资收益介于 5% 至 20% 之间

中性: 基于股价的潜在投资收益介于 -10% 至 5% 之间

卖出: 基于股价的潜在投资损失大于 10%

行业投资评级:

以报告发布日后 12 个月内的行业基本面展望为基准:

推荐: 行业基本面向好

中性: 行业基本面稳定

谨慎: 行业基本面向淡

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、状况及独特需要做出各种证券、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建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。

中泰国际研究部

香港中环德辅道中 189-195 号李宝椿大厦 6 楼

电话： (852) 3979 2886

传真： (852) 3979 2805