

0880.HK 澳博控股

港股通（沪、深）

未评级

“上葡京”项目再延期，人流红利或难延续

2019年08月01日

市场数据

日期	2019.08.01
收盘价(港元)	8.54
总股本(亿股)	56.63
流通股本(亿股)	56.63
总市值(亿港元)	483.6
流通市值(亿港元)	483.6
净资产(百万港元)	28122
总资产(百万港元)	58025
每股净资产(港元)	4.97

数据来源: Wind

相关报告

澳博控股年度业绩点评: 18 年利润增 45.2%, 需留意新项目进程. 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

zhangyid@xyzq.com.cn

SFC: BIS749

SAC: S0190510110012

联系人: 李明

limingyij@xyzq.com.cn

SFC: AXK332

SAC: S0190118070111

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)	41,798	31,771	34,410	17,074
同比增长	-15.0%	0.2%	8.3%	-0.7%
净利润(百万港元)	2,326.5	1,963.4	2,850.1	1,679.1
同比增长	-5.6%	-15.6%	45.2%	12.1%
EBITDA 利润率	8.2%	9.7%	10.8%	12.2%
净利润率	5.6%	6.2%	8.3%	9.8%
净资产收益率	9.4%	7.7%	10.3%	6.0%
每股收益(港仙)	41.1	34.7	50.4	29.6

数据来源: 公司资料、兴业证券经济与金融研究院整理

投资要点

- **公司 2019H1 收入微降 0.7%，但 EBITDA 胜市场预期，盈利能力显著提升。**澳博控股 1H19 录得收入 170.74 亿港元，按年微降 0.7%，逊于彭博一致预期 173.47 亿港元约 1.6%。然而，受益于盈利能力较高的中场业务发力，公司期内录得 EBITDA 20.78 亿港元 (yoy+6.1%)，归母净利润 16.79 亿港元 (yoy+12.1%)，超彭博预期 15.49 亿港元约 8.4%。公司期内收入结构优化及营运效率提升促使其 EBITDA 利润率及净利润率均录得增长，创近年来新高。
- **旅客增长推动中场业务发力，VIP 博彩业务表现不尽人意。**公司期内录得博彩毛收入 204.32 亿港元 (yoy-7.5%)；其中，VIP/中场/角子机毛收入达 74.55 亿港元/124.02 亿港元/5.75 亿港元，同比-25.1%/8%/-1.2%，不及行业水平，但亦属常态。然而公司旗下物业的中低端定位及地理位置为其有效的吸引了港珠澳大桥通车后带来的人流，促进其中场毛收入占比大增 6.3pct 至 60.7%。而公司 VIP 业务延续了疲软态势，转码额按年大跌 31.2%。
- **非博彩业务无惊喜，“上葡京”项目再次延期。**公司期内录得非博彩业务收入 3.54 亿元，按年仅增长 0.23%。在公司现有物业难以有较大突破的同时，其“上葡京”项目再次延期半年以上，符合我们于 6 月中旬便提出的公司该项目或延期至 20H2 开业的观点。此外，公司亦将项目投入预算提升 30 亿至 390 亿港元。该反复短期内或影响市场对公司信心。但长期看，新项目的落成届时有望为公司提供增量收入，摄取显著的市场份额。
- **我们的观点：**公司期内收入表现平平，但收入结构有所优化，盈利能力改善。其赌场布局有效受惠于港珠澳大桥的开通，于期内进一步推动公司中场业绩，但近期香港局势或影响访港旅客数，局限大桥引流效果，预计下半年公司中场业务增速或难以延续。此外，公司相对落后的吸烟室布局亦不利于其 VIP 业务回暖。短期看，公司博彩增速或持续低于行业水平，难掩市占率下滑趋势。中长期看，公司“上葡京”项目最快有望于 2020Q3 面世，有望强势推动公司业绩增长。虽公司现估值处相对低位，但短期内“上葡京”的多次延期或进一步影响市场对其信心，不利于其估值修复。此外，澳门政府将于 2019 年底换届，届时，新一任政府对新项目各指标的批复或存在一定的不确定因素。建议投资者审慎关注。

风险提示: 大陆经济不景气，行业竞争加剧，新项目延期，监管政策变化

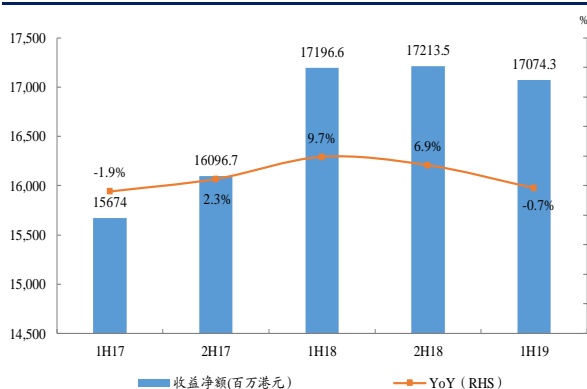
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



报告正文

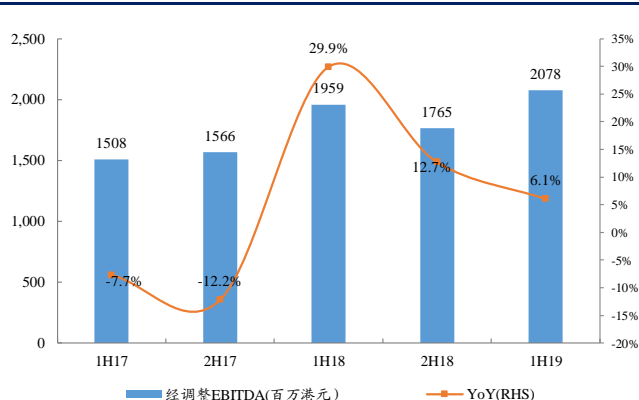
- **公司 2019H1 收入微降 0.7%，但 EBITDA 胜市场预期，盈利能力显著提升。**澳博控股 1H19 录得收入 170.74 亿港元，按年微降 0.7%，逊于彭博一致预期 173.47 亿港元约 1.6%。然而，受益于盈利能力较高的中场业务发力，公司期内录得 EBITDA 20.78 亿港元（yoy+6.1%），归母净利润 16.79 亿港元（yoy+12.1%），超彭博预期 15.49 亿港元约 8.4%。公司期内收入结构优化及营运效率提升促使其 EBITDA 利润率及净利润率均录得增长，创近年来新高。

图 1、澳博 19H1 收入按年降 0.7%



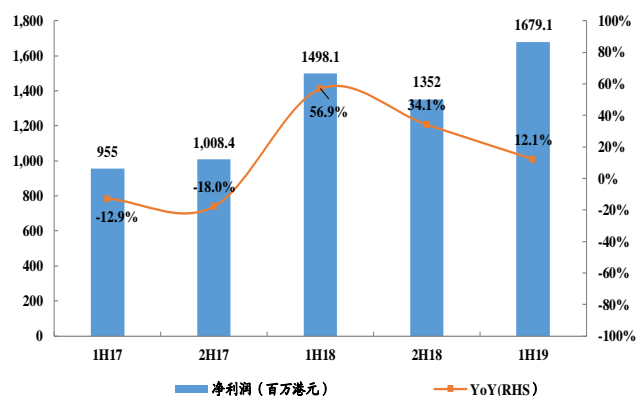
资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、公司期内经调整 EBITDA 增长 6.1%



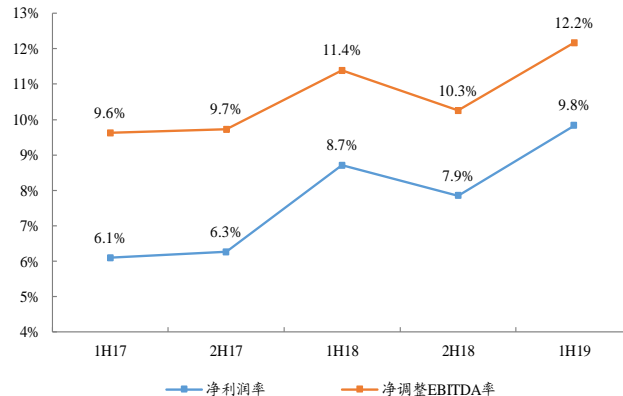
资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 3、澳博控股净利润增长 12.1%



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、澳博控股利润率均增长



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

- **旅客增长推动中场业务发力，VIP 博彩业务表现不尽人意。**公司期内录得博彩净收益 167.2 亿港元，同比微降 0.7%；若不考虑佣金奖励，公司期内录得博彩毛收入 204.32 亿港元，同比下降 7.5%；其中，VIP/中场/角子机分别录得毛收入 74.55 亿港元/124.02 亿港元/5.75 亿港元，同比-25.1%/8%/-1.2%，而同期行业增速分别为-14.5%/19.8%/-2.3%。由于公司物业均位于半岛地区，且定位低端，其落后于市场的增速亦属常态。但值得一提的是，公司旗下物业的中低端定位及地理位置均为其有效的吸引到了港珠澳大桥通车后带来的人

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

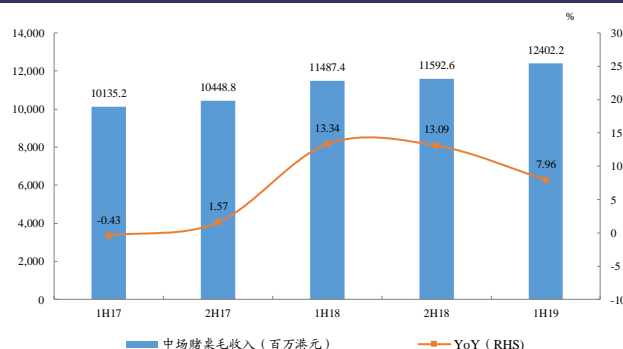
流,促进其中场毛收入占比大增6.3pct至60.7%。然而公司期内VIP业务延续了疲软态势,若不考虑赢率因素,公司期内VIP转码额按年大跌31.2%,表现不尽人意。

图 5、公司期内 VIP 毛收入按年跌 25.13%



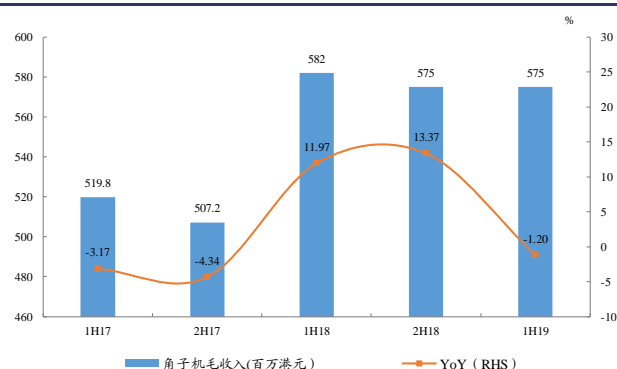
资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、公司期内中场毛收入按年增 7.96%



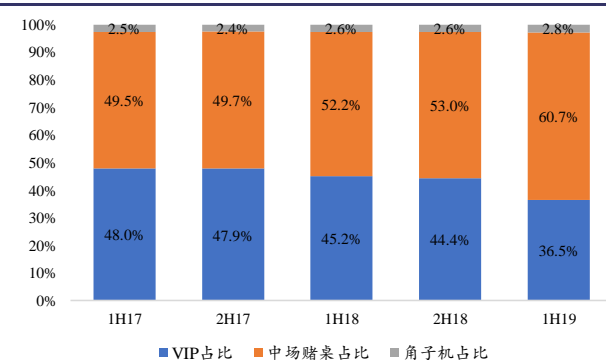
资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 7、公司期内角子机业务按年跌 1.2%



资料来源：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



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

表 1、澳博控股期内单张赌台运营情况及赌桌数情况

每赌台日均经营额 (港元)	1H18	1H19	YOY	赌桌数	1H18	1H19	变动 (张)
贵宾	192355	143010	-25.7%	贵宾	286	288	2
中场	44916	47158	5.0%	中场	1413	1453	40
角子机	1172	1220	4.1%	角子机	2743	2603	-140

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

- **非博彩业务无惊喜，“上葡京”项目再次延期。**公司期内录得非博彩业务收入 3.54 亿元，按年仅增长 0.23%。在公司现有物业难以有较大突破的同时，其“上葡京”项目再次延期。此前，我们于 6 月初便提出公司该项目或将延期至 2020Q2 后开业，此次公司公布的预计“上葡京”项目于 2019 年底完成建工，并将于 2020 年下半年开业，符合我们预期，但较其此前公布的计划进一步推迟半年以上。此外，公司亦将项目投入预算提升 30 亿至 390 亿港元。该反复短期内或影响市场对公司信心。但考虑到“上葡京”将为公司于路氹的首个物业，新项目的落成届时有望为公司提供增量收入，摄取显著的市场份

额。

- **我们的观点：**公司期内收入表现平平，但收入结构有所优化，盈利能力改善。其赌场布局有效受惠于港珠澳大桥的开通，于期内进一步推动公司中场业绩，但近期香港局势或影响访港旅客数，局限大桥引流效果，预计下半年公司中场业务增速或难以延续。此外，公司相对落后的吸烟室布局亦不利于其 VIP 业务回暖。短期看，公司博彩增速或持续低于行业水平，难掩市占率下滑趋势。中长期看，公司“上葡京”项目最快有望于 2020Q3 面世，有望强势推动公司业绩增长。虽公司现估值处相对低位，但短期内“上葡京”的多次延期或进一步影响市场对其信心，不利于其估值修复。此外，澳门政府将于 2019 年底换届，届时，新一任政府对新项目各指标的批复或存在一定的不确定因素。建议投资者审慎关注
- **风险提示：**大陆经济不景气，行业竞争加剧，新项目延期，监管政策变化

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyjq.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。

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/或其有关联公司在过去十二个月内与兴证国际金融集团有限公司、Dangdai Henju International Inc.、阳光油砂有限公司、浦江中国控股有限公司、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、融创中国控股有限公司、华夏幸福基业股份有限公司、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、时代中国控股有限公司、中原银行股份有限公司、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、徽盟集团、日照裕廊股份有限公司、K2 F&B Holdings Limited、四川省蓝光发展股份有限公司、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、建发国际投资集团有限公司、兑吧集团有限公司、慕尚集团控股有限公司、羚邦集团有限公司、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。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

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兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限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。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

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。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份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。