

## 永利澳门有限公司 (1128.HK)

评级：增持；目标价：HK\$23.3

### 贵宾厅疲弱拖累业绩

19年一季度经调整 EBITDA 同比减少 8%，略逊预期

永利澳门在 2019 年一季度净收入为 12.56 亿美元(同比减少 2%，环比减少 3%)，其中贵宾厅毛收入为 7.8 亿美元(同比减少 7%，环比减少 11%)，主要由于高端需求疲弱、中介人信贷收紧等因素导致贵宾厅转码数同比减少 30%；中场赌枱毛收入为 5.8 亿美元(同比增长 2%，环比增长 3%)，主要由于大众中场同比增长 13%的贡献；角子机毛收入为 8900 万美元(同比减少 8%，环比减少 12%)。集团经调整 EBITDA 为 3.87 亿美元(同比减少 8%，环比减少 2%)，略逊我们预期的 4.06 亿美元。期内，永利皇宫贵宾厅录得 3.91% 的超高净赢率，而 18 年 1Q 及 4Q 分别只有 2.6% 及 3.25%，在经调整幸运因素后集团 EBITDA 更为 3.61 亿美元。

趁机优化现有物业，迎接复苏一刻

集团正改造现在永利会娱乐场博彩区，将加设 40 张中场赌枱，预计在今年完成，有助增加项目的吸引力，我们持续看好公司的单桌营运能力，同时管理层对前景保持乐观。我们认为中美贸易摩擦短期继续打击贵宾厅的表现，但是相信中国稳增长措施有望对冲部份外贸放缓的影响，我们预期贵宾厅可在下半年见底回稳，我们认为永利澳门目前处于业绩调整的尾段，有望迎来复苏。管理层表示未来市占率将介乎 15% 至 17%。

微降目标价至 \$23.3 港元，维持「增持」评级

我们把 19 年永利澳门的贵宾厅毛收入增长从 -10% 下调至 -16%；中场博彩毛收入增长从 +5.9% 上调至 +6.5%。我们相应调整 19 年及 20 年经调整 EBITDA 预测 -2.8% 及 -1.8%，至同比分别 -1.9% 及 +17.9%，维持 2019 年 13.5 倍 EV/EBITDA 估值法。我们将目标价由 24 港元下调至 23.3 港元，考虑目前股价对应潜在升幅达到 18%，而预测股息率达 6.1%，具有足够的安全边际，我们维持「增持」评级。

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	38,607	43,559	46,341
同比增长	54.0%	16.3%	-2.5%	12.8%	6.4%
经调整EBITDA	8,498	10,777	10,577	12,468	13,625
同比增长	66.4%	26.8%	-1.9%	17.9%	9.3%
净利润	3,701	6,245	6,176	7,904	9,089
同比增长	157.8%	68.8%	-1.1%	28.0%	15.0%
经调整EBITDA	23.1%	25.0%	27.2%	27.4%	28.6%
净利润	6.5%	10.9%	15.8%	16.0%	18.1%
每股盈利(港元)	0.28	0.71	1.20	1.19	1.52
每股股息(港元)	0.42	0.96	1.20	1.19	1.52
市盈率	71.30	27.66	16.39	16.57	12.95
EV/EBITDA	25.84	14.74	11.68	11.75	9.88
股息率	2.1%	4.9%	6.1%	6.0%	7.7%

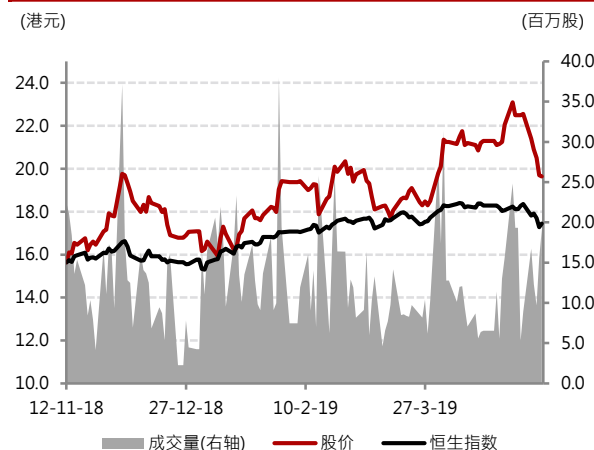
资料来源：公司资料；中泰国际研究部预测

#### 公司基本资料 (更新至 2019 年 5 月 10 日)

现价：	19.68	(港元)
总市值：	102,068.27	(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：	14.84-29.86	(港元)
3 个月内日均成交额：	239.29	(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

首发报告：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@zts.com.hk](mailto:alvin.ngan@zts.com.hk)

图表 1：19 年一季度业务表现

百万港元	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19		
									1Q19	Q/Q (%)	Y/Y (%)
<b>总收益</b>	<b>1,376</b>	<b>1,423</b>	<b>1,488</b>	<b>1,696</b>	<b>1,685</b>	<b>1,566</b>	<b>1,768</b>	<b>1,733</b>	<b>1,634</b>	<b>-6%</b>	<b>-3%</b>
博彩毛收益	1,226	1,283	1,347	1,531	1,509	1,394	1,587	1,555	1,457	-6%	-3%
非博彩收益	151	140	142	165	177	172	181	178	177	-1%	0%
佣金及奖励	-314	-344	-401	-456	-401	-410	-446	-439	-379	-14%	-6%
<b>净收益</b>	<b>1,063</b>	<b>1,079</b>	<b>1,087</b>	<b>1,240</b>	<b>1,284</b>	<b>1,164</b>	<b>1,310</b>	<b>1,294</b>	<b>1,256</b>	<b>-3%</b>	<b>-2%</b>
博彩税	-487	-510	-535	-608	-599	-554	-630	-618	-579	-6%	-3%
营运开支	-283	-272	-231	-256	-263	-258	-271	-282	-290	3%	10%
<b>经调整EBITDA</b>	<b>293</b>	<b>298</b>	<b>321</b>	<b>376</b>	<b>422</b>	<b>352</b>	<b>409</b>	<b>394</b>	<b>387</b>	<b>-2%</b>	<b>-8%</b>
经调整EBITDA利润率	27.6%	27.6%	29.5%	30.3%	32.8%	30.3%	31.2%	30.5%	30.8%	0.3%pt	-2.1%pt
<b>博彩数据</b>											
<b>贵宾厅毛收入</b>	<b>773</b>	<b>819</b>	<b>860</b>	<b>941</b>	<b>845</b>	<b>777</b>	<b>948</b>	<b>890</b>	<b>788</b>	<b>-11%</b>	<b>-7%</b>
贵宾厅转码数	24,326	27,627	27,067	31,896	32,472	27,957	29,493	28,934	22,821	-21%	-30%
净赢率	3.18%	2.96%	3.18%	2.95%	2.60%	2.78%	3.21%	3.08%	3.45%	0.4%pt	0.9%pt
每日每张赌枱赢额(千美元)	48.2	44.3	46.3	47.8	41.0	37.6	46.6	43.0	39.1	-9%	-5%
<b>中场赌枱毛收入</b>	<b>381</b>	<b>390</b>	<b>410</b>	<b>494</b>	<b>566</b>	<b>533</b>	<b>558</b>	<b>563</b>	<b>580</b>	<b>3%</b>	<b>2%</b>
中场投注额	1,907	1,797	1,936	2,375	2,540	2,512	2,373	2,559	2,656	4%	5%
净赢率	20.0%	21.7%	21.2%	20.8%	22.3%	21.2%	23.5%	22.0%	21.8%	-0.2%pt	-0.5%pt
每日每张赌枱赢额(千美元)	10.2	10.5	10.9	13.5	15.2	14.1	14.9	14.8	15.5	4%	2%
<b>角子机毛收入</b>	<b>72</b>	<b>74</b>	<b>77</b>	<b>96</b>	<b>97</b>	<b>84</b>	<b>81</b>	<b>102</b>	<b>89</b>	<b>-12%</b>	<b>-8%</b>
角子机投注额	1,514	1,526	1,682	1,858	2,061	1,905	1,818	1,889	1,769	-6%	-14%
净赢率	4.8%	4.9%	4.5%	5.2%	4.7%	4.4%	4.4%	5.4%	5.0%	-0.4%pt	0.3%pt
每日每部角子机赢额(美元)	432	420	412	543	541	466	461	589	517	-12%	-4%

资料来源：公司资料；中泰国际研究

图表 2：盈利预测调整

损益表(百万港元)	舊預測			新預測			變動%		
	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
总收入	51,569	57,820	61,615	50,011	56,360	60,052	-3.0%	-2.5%	-2.5%
佣金、回贈及津贴	-12,081	-13,449	-14,403	-11,403	-12,802	-13,711	-5.6%	-4.8%	-4.8%
净收入	39,488	44,372	47,212	38,607	43,559	46,341	-2.2%	-1.8%	-1.8%
博彩税	-18,302	-20,704	-22,143	-17,683	-20,124	-21,522	-3.4%	-2.8%	-2.8%
员工及其他经营开支	-10,353	-10,971	-11,198	-10,348	-10,967	-11,193	-0.1%	0.0%	0.0%
经调整EBITDA	10,833	12,697	13,870	10,577	12,468	13,625	-2.4%	-1.8%	-1.8%
企业开支	-93	-95	-97	-93	-95	-97	0.0%	0.0%	0.0%
EBITDA	10,595	12,456	13,628	10,338	12,227	13,383	-2.4%	-1.8%	-1.8%
折旧	-2,434	-2,523	-2,579	-2,434	-2,523	-2,579	0.0%	0.0%	0.0%
摊销	-95	-95	-95	-95	-95	-95	0.0%	0.0%	0.0%
经营利润	8,065	9,838	10,953	7,809	9,609	10,708	-3.2%	-2.3%	-2.2%
利息收入	30	43	48	30	42	46	0.0%	-2.2%	-3.8%
财务开支	-1,593	-1,645	-1,555	-1,593	-1,645	-1,555	0.0%	0.0%	0.0%
净汇兑收入/开支	5	-6	0	5	-6	0	0.0%	0.0%	-
除税前利润	6,507	8,230	9,446	6,251	8,000	9,200	-3.9%	-2.8%	-2.6%
所得税	-78	-99	-113	-75	-96	-110	-3.9%	-2.8%	-2.6%
净利润	6,429	8,131	9,333	6,176	7,904	9,089	-3.9%	-2.8%	-2.6%

资料来源：公司资料；中泰国际研究部预测

图表 3：分部收入预测调整

分部收入(百万港元)	旧预测			新预测		
	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
贵宾厅	24,517	26,968	28,880	22,880	25,396	27,201
同比增长	-10%	10%	7%	-16%	11%	7%
中场赌枱	18,601	21,960	23,501	18,705	22,163	23,716
同比增长	6%	18%	7%	6%	18%	7%
角子机	2,953	3,190	3,359	2,928	3,098	3,262
同比增长	3%	8%	5%	2%	6%	5%
非博彩收入	5,498	5,702	5,874	5,498	5,702	5,874
同比增长	0%	4%	3%	0%	4%	3%

资料来源：公司资料；中泰国际研究部预测

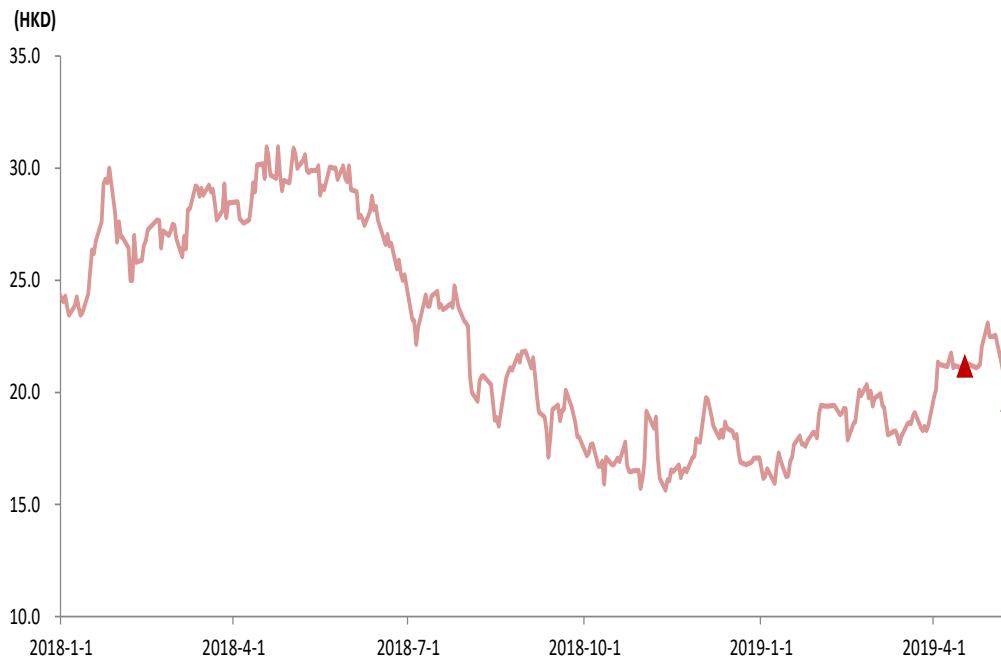
图表4：财务报表(年结:12月31日;百万港元)

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	50,011	56,360	60,052	净利润	3,701	6,245	6,176	7,904	9,089
佣金、回赠及津贴	-12,612	-13,464	-11,403	-12,802	-13,711	折旧及摊销	2,776	2,726	2,529	2,618	2,674
净收入	34,031	39,591	38,607	43,559	46,341	营运资金变动	4,345	-902	-527	1,100	640
博彩税	-16,737	-18,893	-17,683	-20,124	-21,522	其他	1,845	1,646	1,709	1,749	1,655
员工及其他经营开支	-8,797	-9,921	-10,348	-10,967	-11,193	经营活动现金流	12,667	9,716	9,887	13,371	14,058
经调整EBITDA	8,498	10,777	10,577	12,468	13,625	资本开支	-1,261	-1,189	-1,057	-3,915	-2,858
企业开支	-107	-91	-93	-95	-97	其他	99	99	0	0	0
EBITDA	8,146	10,426	10,338	12,227	13,383	投资活动现金流	-1,162	-1,090	-1,057	-3,915	-2,858
折旧	-2,681	-2,631	-2,434	-2,523	-2,579	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	-1,509
经营利润	5,370	7,700	7,809	9,609	10,708	股息支付	-3,273	-7,794	-5,499	-6,830	-8,823
利息收入	15	103	30	42	46	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	-6,652	-9,686	-16,375
净汇兑收入/开支	-402	-49	5	-6	0	现金增加净额	2,648	4,291	2,178	-229	-5,175
除税前利润	3,713	6,258	6,251	8,000	9,200	汇率变动影响	1	-5	0	0	0
所得税	-12	-13	-75	-96	-110	现金及现金等值物期初余额	2,591	5,240	9,526	11,704	11,475
净利润	3,701	6,245	6,176	7,904	9,089	现金及现金等值物期末余额	5,241	9,526	11,704	11,475	6,300
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
现金及现金等值物	5,240	9,526	11,704	11,475	6,300	增长率(%)					
应收账款	677	1,135	1,070	1,206	1,285	总收入	65.6%	13.7%	-5.7%	12.7%	6.6%
存货	332	160	151	170	181	净收入	54.0%	16.3%	-2.5%	12.8%	6.4%
其他流动资产	326	578	545	614	654	经调整EBITDA	66.4%	26.8%	-1.9%	17.9%	9.3%
流动资产合计	6,574	11,400	13,470	13,465	8,420	EBITDA	111.3%	28.0%	-0.8%	18.3%	9.4%
固定资产-物业、厂房	33,320	31,843	29,976	31,078	31,766	净利润	157.8%	68.8%	-1.1%	28.0%	15.0%
在建工程	184	100	550	800	350	利润率(%)					
土地使用权及牌照转让金	1,686	1,590	1,495	1,400	1,304	经调整EBITDA	25.0%	27.2%	27.4%	28.6%	29.4%
其他非流动资产	1,231	1,148	1,148	1,148	1,148	EBITDA	23.9%	26.3%	26.8%	28.1%	28.9%
总资产	42,995	46,081	46,639	47,890	42,989	经营利润	15.8%	19.4%	20.2%	22.1%	23.1%
应付账款	10,650	10,471	9,870	11,123	11,852	净利润	10.9%	15.8%	16.0%	18.1%	19.6%
短期借贷	449	0	500	300	200	平均股本回报率	155.3%	285.5%	325.3%	275.0%	249.0%
其他流动负债	777	594	560	631	673	平均资产回报率	8.6%	14.0%	13.3%	16.7%	20.0%
流动负债合计	11,876	11,065	10,930	12,054	12,724	资产周转率	108.5%	119.1%	107.9%	119.2%	132.2%
长期借贷	27,674	33,078	33,078	32,005	26,132	估值					
其他长期负债	444	420	330	350	280	市盈率	27.7	16.4	16.6	13.0	11.3
总负债	39,995	44,563	44,338	44,409	39,136	EV/EBITDA	14.7	11.7	11.7	9.9	9.0
股本	5	5	5	5	5	市帐率	34.1	67.4	44.5	29.4	26.6
储备	2,995	1,513	2,296	3,475	3,848	股息率	4.9%	6.1%	6.0%	7.7%	8.9%
股东权益	3,000	1,518	2,301	3,480	3,853	每股指标(港元)					
股东权益及负债	42,995	46,081	46,639	47,890	42,989	每股盈利	0.71	1.20	1.19	1.52	1.75
						每股股息	0.96	1.20	1.19	1.52	1.75
						派息比率	135%	100%	100%	100%	100%

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

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。