

【广发传媒&海外】永利澳门 (01128.HK)

中场业务恢复情况好于贵宾业务，短期疫情不影响长期高端需求

核心观点：

- **公司披露 2021 年 2 季度业绩。** 21Q2 公司收入 4.54 亿美元，环比增长 9%，与 2019 年同期相比，21Q2 收入恢复至 19Q2 的近 40%。21Q2 公司博彩业务毛收入 (GGR) 4.31 亿美元，环比增长 3.6%，较 19Q2 下滑 68.6%。分业务看，21Q2 博彩贵宾业务 GGR 实现 1.11 亿美元，环比下滑 28.5%，恢复至 19Q2 的 15.6%；博彩中场业务 GGR 录得 2.92 亿美元，环比增长 23.5%，恢复至 19Q2 的 50.8%。21Q2 公司 EBITDA 6800 万美元，环比增长超 50%，恢复至 19Q2 的近 20%。21Q2 公司净利润亏损 1.17 亿美元，亏损幅度较 20Q1 收窄。
- **近期市场更新：** 8 月 2 日，澳门出现去年 4 月以来首例本地新冠确诊病例，随后内地入澳通行政策快速收紧，如目前从珠海进入澳门，需提供 12 小时以内核酸检测证明。澳门本地疫情与通行政策收紧压制游客出行意愿。根据 GGRAsia，8 月 3-4 日入境澳门游客人数分别为 1.29 万人、1800 人，大幅低于 7 月水平（最高单日超 3 万游客进入澳门）。目前澳门已启动全员核酸检测，预计疫情持续时间可控，另外，本地疫情有助于提升澳门居民疫苗接种率。
- **高端需求依然存在。** 根据公司业绩会披露资料，高端客户需求依然存在，如在受疫情影响较小的 5 月，公司每日 EBITDA 达到 300 万美元。另外，公司零售业务持续升级，如永利皇宫物业在今年 Q1&Q2 关停或搬迁了 9 家零售商店，同时引 9 家 LVMH 的品牌入驻，旨在进一步凸显永利皇宫的高端定位并吸引更多高端客户。
- **盈利预测与投资建议：** 疫情对澳门博彩业 2021 年经营仍将产生较大影响，但博彩行业具有垄断属性，竞争格局稳定。我们基于公司 2022 年 EBITDA 71.2 亿港元的预测值进行估值，我们给予公司 13.0x EV/EBITDA (位于 2010 年以来均值与均值-1 倍标准差之间)，对应公司合理价值为 11.9 港元/股，维持持有评级。
- **风险提示。** 疫情扩散的风险；外汇管制收紧的风险；赌牌续期的风险。

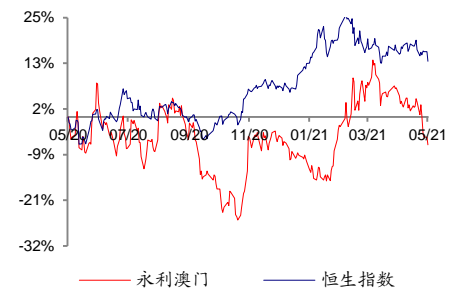
盈利预测：

永利澳门 (百万港元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	36,162	7,612	17,259	27,278	31,011
增长率 (%)	-8.7%	-78.9%	126.7%	58.0%	13.7%
归母净利润	5,057	-7,217	-3,073	2,477	3,854
EPS (港元)	0.98	-1.39	-0.59	0.48	0.74
市盈率 (P/E)	9.2	-	-	18.8	12.1
EBITDA	9,305	-2,472	2,494	7,123	8,731
EV/EBITDA	8.3	-	31.1	10.9	8.9

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	持有
当前价格	9.00 港元
合理价值	11.9 港元
前次评级	持有
报告日期	2021-08-08

相对市场表现



分析师：

旷实



SAC 执证号: S0260517030002



SFC CE No. BNV294



010-59136610



kuangshi@gf.com.cn

相关研究：

- 永利澳门 (01128.HK) :21Q1 2021-05-13
高赢率推高贵宾业务收入，中场业务仍是长期增长驱动
- 【广发传媒&海外】永利澳门 (01128.HK) :20Q4 EBTIDA 转正，高端中场业务引领复苏 2021-02-08
- 【广发传媒&海外】永利澳门 (01128.HK) :10 月 EBTIDA 转正，VIP 业务面临增长压力 2020-11-09

联系人：

朱国源 021-38003663

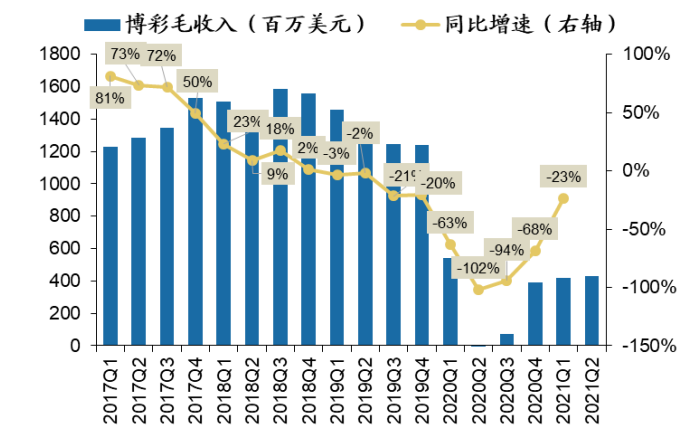
zhuguoyuan@gf.com.cn

表1: 永利澳门经营数据 (单位: 百万美元)

永利澳门	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	QoQ	YoY	与2019年比较
公司毛收入	634	9	102	505	509	531	4.5%	5694%	-65.5%
博彩毛收入	543	(26)	74	392	416	431	3.6%	1735%	-68.6%
贵宾业务	262	(42)	23	110	155	111	-28.5%	364.4%	-84.4%
中场业务	249	11	44	255	237	292	23.5%	2670%	-49.2%
角子机	32	5	7	27	24	28	14.5%	457.6%	-67.6%
-博彩业务佣金	(145)	11	(35)	(102)	(92)	(77)			
博彩净收入	398	(15)	39	291	325	354	9.1%	2471%	-64.9%
非博彩业务收入	91	36	28	113	92	100	8.4%	181.0%	-39.7%
客房	36	5	9	35	32	34	8.2%	577.8%	-50.7%
餐饮、零售及其它	56	30	18	78	60	66	8.6%	115.1%	-31.7%
公司收入	489	21	67	403	417	454	9.0%	2105%	-61.3%
公司收入	489	21	67	403	417	454	9.0%	2105%	-61.3%
永利澳门	230	12	51	182	180	184	2.4%	1448%	-66.3%
永利皇宫	260	9	16	221	237	270	13.9%	3001%	-57.0%
经调整 EBITDA	29	(194)	(112)	39	44	68	54.0%	134.9%	-80.3%
永利澳门	19	(83)	(34)	11	17	14	-14.9%	117.0%	-92.0%
永利皇宫	10	(111)	(78)	29	27	54	95.7%	148.3%	-68.0%
净利润	(154)	(352)	(281)	(145)	(161)	(117)	27.7%	66.8%	-169.1%

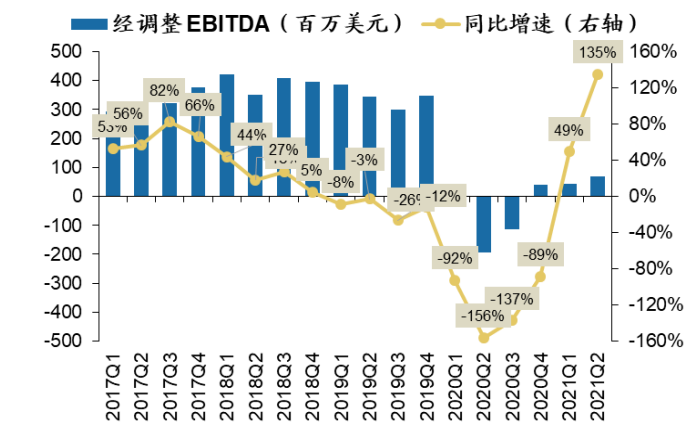
数据来源: 公司季报, 广发证券发展研究中心

图1: 永利澳门21Q2博彩毛收入4.31亿美元



数据来源: 公司季报, 广发证券发展研究中心

图2: 永利澳门21Q2整EBITDA环比提升



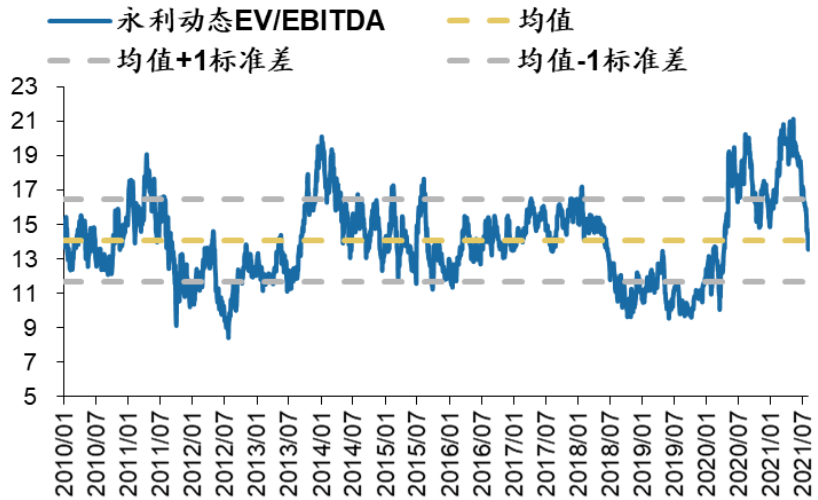
数据来源: 公司季报, 广发证券发展研究中心

投资策略: 近期海外Delta病毒快速扩散, 国内多地区出现本地确诊病例。目前(8月4日)内地入境澳门政策再度收紧, 需提供12小时内核酸证明。预计疫情对澳门博彩业2021年经营仍将产生较大影响, 但博彩行业具有垄断属性, 竞争格局稳定, 随着疫情影响减小, 行业将进一步恢复。因此我们基于公司2022年EBITDA的预测值

进行估值。

假设2021年、2022年博彩贵宾赌桌每桌每日转码额分别恢复到2019年的30%、50%，中场赌桌每桌每日转码额恢复到2019年的50%、80%。此外，我们假设永利澳门、永利皇宫两大物业2021年日均运营支出同比增长20%，2022年日均运营支出同比增长为5%。基于以上假设，我们预计2021、2022年EBITDA分别为24.94、71.23亿港元。考虑到短期行业增长面临压力，但长期恢复空间依然值得期待，我们给予公司13x EV/EBITDA（低于均值，高于均值-1std），对应合理价值11.9港元/股，维持持有评级。

图3：永利澳门Forward-12M EV/EBITDA估值



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

表2：永利澳门盈利预测关键假设（单位：百万元）

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
博彩毛收入	36162	7612	17259	27278	31011
YOY%	-8.7%	-78.9%	126.7%	58.0%	13.7%
分业务					
贵宾业务	20164	2741	5087	8479	8903
中场业务	18222	4329	9370	14992	17803
角子机业务	2834	545	1321	2114	2510
扑克牌业务	163	16	33	107	127
物业 EBITDA	10681	-1835	3147	8138	9884
YOY%	-12.6%	-117.2%	-271.5%	158.6%	21.4%
分物业					
永利澳门	5028	-675	1522	3665	4525
永利皇宫	5653	-1160	1626	4473	5359
净利润	5057	-7217	-3073	2477	3854
YOY%	-19.0%	-242.7%	57.4%	180.6%	55.6%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

风险提示:

内地疫情再次暴发的风险: 目前内地游客前往港澳的团签以及自由行签注已经重启, 游客人次开始逐步上升。但如果本次新冠疫情二次暴发, 并导致澳门再次中断自由行签注的签发, 将会对澳门博彩业造成显著负面影响。

外汇管制收紧的风险: 多数中场业务的赌客以携带现金出关、或者银行卡境外提现等方式取得在澳门消费的资金。如果政府采取进一步收紧外汇管制的措施, 例如降低银行卡境外消费额度等措施, 则将会对博彩行业形成不利影响。

赌牌重新投标的风险: 目前6家博彩上市公司的赌牌将在2022年面临重新竞标。目前政府尚未明确赌牌重新竞标的流程。如果赌牌重新竞标失利, 或者续牌时需要一次性支付大额现金, 则会对上市公司的业绩造成一定负面影响。

资产负债表

单位：百万港元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
物业、厂房及设备	30,886	28,561	26,175	24,241	22,749
土地租赁权益	2,019	1,652	1,652	1,652	1,652
商誉	398	398	398	398	398
其他非流动资产	653	591	591	591	591
非流动资产	33,956	31,202	28,816	26,882	25,390
存货	347	287	151	240	270
应收贸易及其他账款	1,553	1,047	675	1,074	1,208
预付账款及其他流动	143	101	101	101	101
应收关联公司款项	187	183	183	183	183
现金及现金等价物	14,087	18,831	18,663	22,666	27,880
可供出售投资	-	-	-	-	-
受限制现金	16	5	5	5	5
流动资产	16,334	20,454	19,778	24,269	29,648
资产总额	50,290	51,656	48,594	51,152	55,038
长期借款	36,462	44,963	49,427	49,427	49,427
其他非流动负债	788	385	385	385	385
非流动负债	37,250	45,349	49,813	49,813	49,813
应付账款	402	438	221	302	334
借款和贷款	2,133	4,236	-	-	-
其他应付款项及应计	8,260	6,435	6,435	6,435	6,435
其他流动负债	258	255	255	255	255
流动负债	11,053	11,364	6,910	6,991	7,023
权益	1,987	(5,056)	(8,129)	(5,652)	(1,798)
负债总额和权益	50,290	51,656	48,594	51,152	55,038

现金流量表

单位：百万港元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
除所得税前利润	4,972	(7,255)	(3,068)	2,473	3,848
折旧及摊销和非现金	5,835	5,290	2,466	3,212	2,996
净营运资本	(5,466)	(3,611)	577	(811)	(259)
净融资成本	1,410	1,868	2,805	1,846	2,020
经常活动产生的现金	6,751	(3,708)	2,780	6,720	8,605
资本开支	(1,640)	(749)	(371)	(871)	(1,371)
其他投资	97	106	97	96	117
投资活动产生的现金	(1,544)	(643)	(274)	(775)	(1,254)
净借款	14,646	25,387	228	-	-
已付利息	(1,404)	(1,653)	(2,902)	(1,942)	(2,136)
已付股息	(4,674)	(8)	-	-	-
其他融资	(9,189)	(14,597)	-	-	-
融资活动产生的现金	(621)	9,128	(2,674)	(1,942)	(2,136)
汇率的影响	(25)	(34)	-	-	-
现金增加净额	4,561	4,744	(168)	4,003	5,214
期初的现金	9,526	14,087	18,831	18,663	22,666
期末的现金	14,087	18,831	18,663	22,666	27,880

利润表

单位：百万港元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
总收入	45,572	9,518	19,803	31,517	35,463
收益净额 (营业收入)	36,162	7,612	17,259	27,278	31,011
物业 EBITDA	10,681	(1,835)	3,147	8,138	9,884
公司开支及专利费	(1,112)	(229)	(386)	(743)	(877)
EBITDA	9,568	(2,064)	2,762	7,395	9,007
股权激励及其他	(263)	(408)	(267)	(272)	(276)
集团 EBITDA	9,305	(2,472)	2,494	7,123	8,731
折旧及摊销	(2,923)	(2,915)	(2,757)	(2,804)	(2,863)
EBIT	6,383	(5,387)	(263)	4,319	5,867
融资收益	76	85	97	96	117
融资成本	(1,486)	(1,952)	(2,902)	(1,942)	(2,136)
除所得税前利润	4,972	(7,255)	(3,068)	2,473	3,848
所得税开支	(12)	(12)	(5)	4	7
经常性净利润	4,960	(7,268)	(3,073)	2,477	3,854
特殊项目	97	51	-	-	-
净利润	5,057	(7,217)	(3,073)	2,477	3,854
经常性每股收益	0.96	(1.40)	(0.59)	0.48	0.74
基本每股收益 (HK\$)	0.98	(1.39)	(0.59)	0.48	0.74
DPS (HK\$)	0.45	-	-	-	0.33

主要财务比率

单位：百万港元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
物业 EBITDA 利润率	23.4%	NA	15.9%	25.8%	27.9%
集团 EBITDA 利润率	20.4%	NA	12.6%	22.6%	24.6%
净负债/EBITDA	2.40	(10.57)	12.33	3.76	2.47
EBITDA/利息费用	6.3	(1.3)	0.9	3.7	4.1
贵宾赌桌数量	215	203	203	203	203
中场赌桌数量	423	435	435	435	435
角子机赌桌数量	1,862	1,730	1,730	1,730	1,730
总收入	45,572	9,518	19,803	31,517	35,463
贵宾业务	20,164	2,741	5,087	8,479	8,903
中场业务	18,222	4,329	9,370	14,992	17,803
角子机业务	2,834	545	1,321	2,114	2,510
扑克牌业务	163	16	33	107	127
非博彩业务	4,189	1,888	3,991	5,826	6,120
物业 EBITDA	10,681	(1,835)	3,147	8,138	9,884
永利澳门	5,028	(675)	1,522	3,665	4,525
永利皇宫	5,653	(1,160)	1,626	4,473	5,359

广发传媒行业研究小组

- 旷实：首席分析师，北京大学经济学硕士，2017年3月加入广发证券，2011-2017年2月，供职于中银国际证券。
- 叶敏婷：资深分析师，西安交通大学工业工程硕士、管理学学士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 徐呈隽：资深分析师，复旦大学世界经济学硕士、浙江大学经济学学士，2019年加入广发证券发展研究中心。
- 周喆：香港理工大学金融硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 朱国源：研究助理，罗切斯特大学金融学硕士，2019年加入广发证券发展研究中心。
- 杨琳琳：海外互联网首席分析师，华中科技大学管理科学与工程硕士、管理学学士，2012年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北 路429号泰康保险大厦 37楼	香港德辅道中189号李 宝椿大厦29及30楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收

入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。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。广发证券不对因使用本报告的内容而引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，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它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，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。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，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。