

【广发传媒&海外】银河娱乐 (00027.HK)

博彩业务逐级复苏，零售业务表现强劲

核心观点:

- 公司披露 21Q2 业绩。**公司 21Q2 净收入 (剔除博彩业务佣金, 包括非博彩收入与建材业务收入) 55.65 亿港元, 同比增长近 400%, 环比小幅增长 9.2%。博彩业务方面, 21Q2 公司博彩业务毛收入 (GGR) 48.1 亿港元, 环比小幅上行 3.6%, 恢复至 19Q2 的 32.8%。分业务看, 公司中场业务恢复情况好于贵宾业务, 21Q2 中场 GGR 录得 29.2 亿港元, 环比上行 6.4%, 恢复至 19Q2 的 43%; 21Q2 贵宾 GGR 为 16.9 亿港元, 环比下滑 4.3%, 仅恢复至 19Q2 的 23.2%。21Q2 公司 EBITDA 为 11.32 亿港元, 环比增长 31.8%。另外, 公司 21Q2 净利润转正, 是 6 家澳门博彩公司内唯一一家实现盈利的公司。
- 零售业务表现优异:**历史上零售业务收入最高的 10 个月, 有 5 个月在 2021 年, 其中今年 5 月零售收入创历史最高单月记录。由于零售业务表现强劲, 公司的 EBITDA 盈亏平衡点已经明显下降。在 GGR 达到疫情前的 20% 水平, 即可实现 EBITDA 转正; **澳门银河三期开业时间:**根据公司业绩会披露资料, 未来 MICE 业务和游客数反弹后, 莱弗士酒店将跟随 GICC (银河国际会议中心) 与安达仕酒店开业, 预计开业时间在 2022 年初; **成本控制:**公司运营支出由疫情前 340 万美元/天下降至 21Q2 240 万美元/天, 较 21Q1 增长 10 万美元/天, 成本控制具有可持续性。
- 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, 随着疫情影响逐步减小, 行业将进一步恢复。我们对公司基于 2022 年 EBITDA 168.5 亿港元预测进行估值。澳门博彩行业仍在恢复周期, 公司运营效率优势明显, 同时新物业澳门银河三期即将开业, 我们给予公司 22 年 14.0x EV/EBITDA (略高于历史均值 13.3x), 对应公司合理价值为 60.9 港元/股, 维持“买入”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。

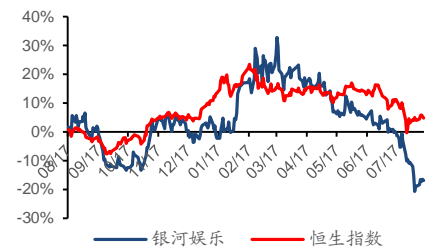
盈利预测:

银河娱乐 (百万港元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	51,902	12,876	25,018	47,287	53,872
增长率 (%)	-12.3%	-80.8%	91.6%	100.8%	10.2%
EBITDA	16,479	-1,020	6,168	16,846	19,645
归母净利润	13,042	-3,973	3,110	12,236	14,796
EPS (港元/股)	3.01	-0.92	0.72	2.82	3.41
市盈率 (P/E)	16.4	-	68.8	17.5	14.5
EV/EBITDA	11.2	-	29.8	10.9	9.4

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	49.00 港元
合理价值	60.9 港元
前次评级	买入
报告日期	2021-08-16

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:

- 银河娱乐 (00027.HK): 建材业务拖累 EBITDA 增速, 澳门银河三期或推迟开业 2021-05-16
- 【广发传媒&海外】银河娱乐 (00027.HK): 博彩业务恢复速率快于行业, 澳门银河三期 21H2 开业 2021-02-28
- 【广发传媒&海外】银河娱乐 (00027.HK): Q3 运营效率继续提高, 澳门银河三期将推迟开业 2020-11-11

联系人:

朱国源 021-38003663

zhuguoyuan@gf.com.cn

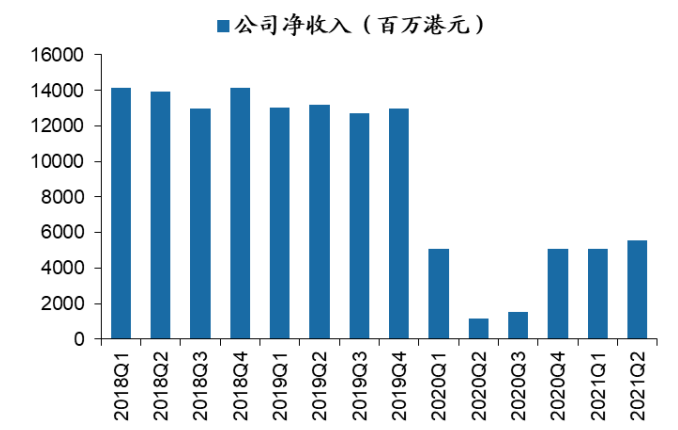
公司21Q2净收入（剔除博彩业务佣金，包括非博彩收入与建材业务收入）55.65亿港元，同比增长近400%，环比小幅增长9.2%。博彩业务方面，21Q2公司博彩业务毛收入（GGR）48.1亿港元，环比小幅上行3.6%，恢复至19Q2的32.8%。分业务看，公司中场业务恢复情况好于贵宾业务，21Q2中场GGR录得29.2亿港元，环比上行6.4%，恢复至19Q2的43%；21Q2贵宾GGR为16.9亿港元，环比下滑4.3%，仅恢复至19Q2的23.2%。21Q2公司EBITDA为11.32亿港元，环比增长31.8%。另外，公司21Q2净利润转正，是6家澳门博彩公司内唯一一家实现盈利的公司。

表1: 银河娱乐经营数据（单位：百万港元）

银河娱乐	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	QoQ	YoY	与19Q2对比
公司净收入(剔除佣金)	5,070	1,153	1,550	5,101	5,096	5,565	9.2%	382.7%	-57.8%
公司毛收入	6,545	1,362	1,824	6,093	6,030	6,539	8.4%	380.1%	-62.0%
博彩毛收入(剔除城市娱乐会)	5,262	433	813	4,478	4,637	4,806	3.6%	1009.9%	-67.2%
贵宾业务	2,413	306	457	1,637	1,771	1,694	-4.3%	453.6%	-76.8%
中场业务	2,642	106	328	2,677	2,746	2,921	6.4%	2655.7%	-57.0%
角子机	207	21	28	164	120	191	59.2%	809.5%	-66.1%
博彩净收入	4,046	276	593	3,651	3,857	3,984	3.3%	1343.5%	-64.2%
贵宾佣金和推广费	1,216	157	220	827	780	822	5.4%	423.6%	-76.6%
非博彩毛收入	549	130	246	644	598	791	32.3%	508.5%	-39.8%
租金收益净额	162	58	84	309	305	437	43.3%	653.4%	39.2%
酒店/餐饮/其他	387	72	162	335	293	354	20.8%	391.7%	-64.6%
建材业务收入	475	747	711	806	641	790	23.2%	5.8%	10.3%
经调整 EBITDA	283	(1,370)	(943)	1,010	859	1,132	31.8%	182.6%	-73.9%
星际酒店	104	(306)	(223)	150	170	135	-20.6%	144.1%	-85.7%
澳门银河	329	(1,177)	(788)	736	764	924	20.9%	178.5%	-71.4%
澳门百老汇	(45)	(52)	(37)	(28)	(23)	(20)	13.0%	61.5%	-433.3%
城市娱乐会	16	2	1	8	10	20	100%	900.0%	-31.0%
建材业务	119	390	283	326	156	289	85.3%	-25.9%	-20.6%
净集团支出	(240)	(227)	(179)	(182)	(218)	(216)	0.9%	4.8%	11.8%

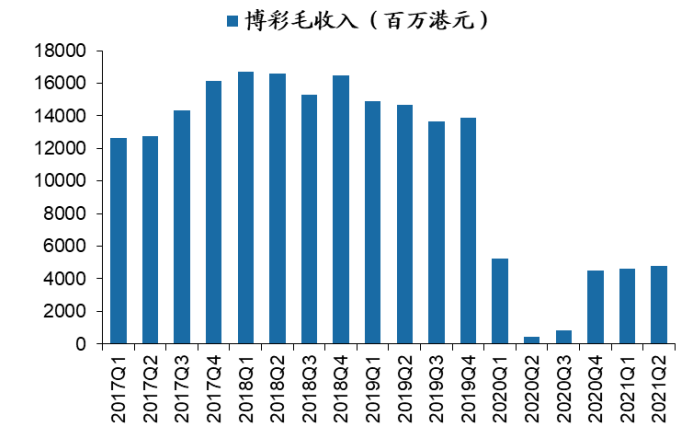
数据来源：公司季报，广发证券发展研究中心

图1: 银河娱乐21Q2净收入环比增长9.2%



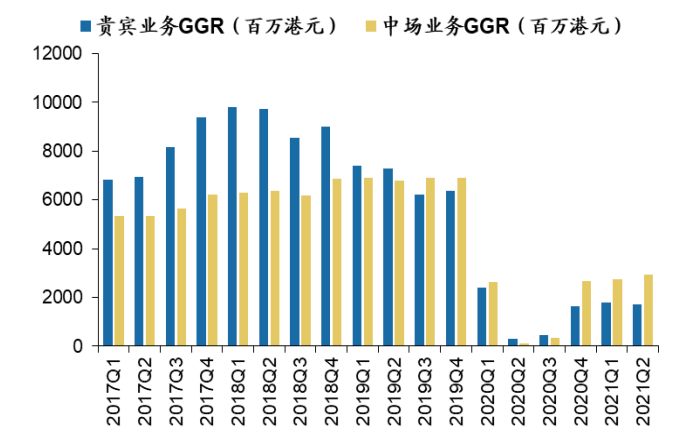
数据来源: 公司季报, 广发证券发展研究中心

图2: 银河娱乐21Q2博彩毛收入环比增长3.6%



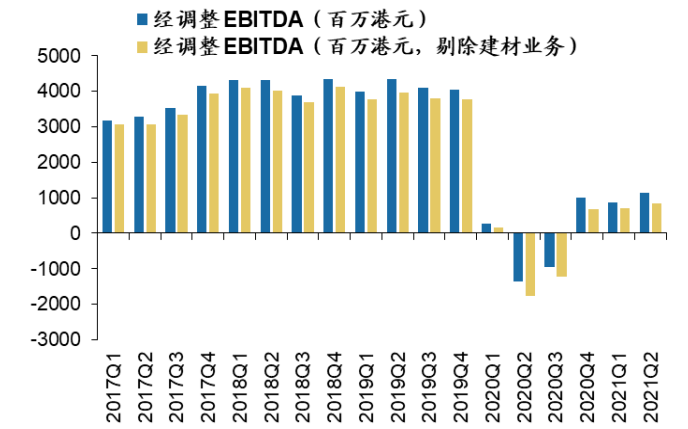
数据来源: 公司季报, 广发证券发展研究中心

图3: 银河娱乐21Q2中场业务恢复情况好于贵宾业务



数据来源: 公司季报, 广发证券发展研究中心

图4: 银河娱乐经调整EBITDA连续三个季度为正



数据来源: 公司季报, 广发证券发展研究中心

Q2业绩其他要点:

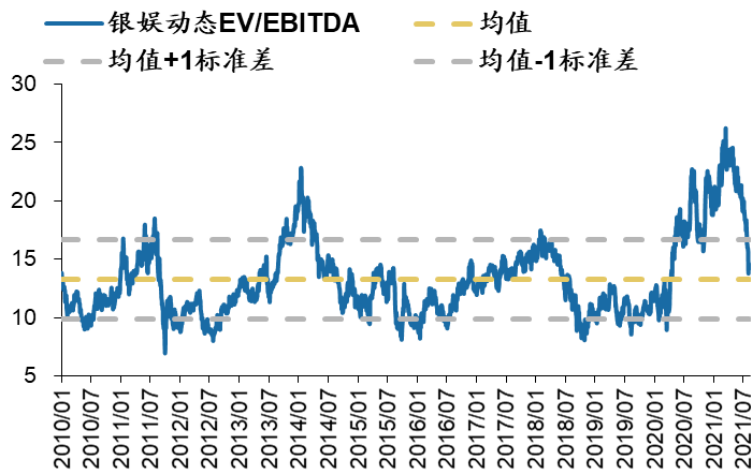
(1) 零售业务表现优异: 公司零售业务表现强势, 历史上零售业务收入最高的10个月, 有5个月在2021年, 其中今年5月零售收入创历史最高单月记录。公司也利用疫情这段时间对零售门店进行装修升级或引进更新更多知名品牌。由于零售业务表现强劲, 公司的EBITDA盈亏平衡点已经明显下降。在GGR达到疫情前的20%水平, 即可实现EBITDA转正。

(2) 澳门银河三期、四期、横琴土地开发更新: 根据公司业绩会披露资料, 未来MICE业务和游客数反弹后, 莱弗士酒店将跟随GICC (银河国际会议中心) 与安达仕酒店开业, 预计开业时间在2022年初。横琴地块方面, 公司未来会在横琴投资修建非博彩项目, 目前还没有详细的时间规划。

(3) 成本控制: 公司每日运营支出由疫情前340万美元/天下降至21Q2的 240万美元/天。21Q2业务继续恢复, 可变成本增长背景下, 公司运营费用较21Q1增长10万美元/天。另外, 公司是澳门唯一一家产生利息收入的公司, 每日利息收入为30万美元。结合运营支出和利息收入, 公司每日现金消耗为210万美元 (未包括capex)。

盈利预测：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，随着疫情影响逐渐减小，行业将进一步恢复。我们基于公司2022年EBITDA进行估值。我们假设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%、95%。基于以上假设，我们预计2021、2022年EBITDA分别为61.7、168.5亿港元。澳门博彩行业仍在恢复周期，公司运营效率优势明显，同时新物业澳门银河三期即将开业，我们给予公司22年14x EV/EBITDA（高于历史均值13.3x），对应公司合理价值为60.9港元/股，维持“买入”评级。

图5：银河娱乐动态EV/EBITDA走势



数据来源：公司季报，Bloomberg，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: 港元百万

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	19516	20460	18278	31950	42285
存款	0	0	0	0	0
现金及银行结余	14646	15840	12806	24343	34404
应收及预付款	2307	1903	2436	4403	4623
其他流动资产	2563	2716	3036	3204	3259
非流动资产	76180	72267	72681	77926	80801
固定资产	37687	41049	46782	52154	55107
关联企业	1838	1956	2409	2409	2409
AFS 资产	4471	4450	4450	4450	4450
其他非流动资产	32184	24812	19040	18913	18834
资产总计	95696	92727	90960	109876	123086
流动负债	20668	23887	18924	27387	29802
短期借款	544	9233	9167	9044	8922
应付账款	20015	14543	9648	18236	20775
其他流动负债	108	111	109	107	105
非流动负债	874	802	789	776	764
长期借款	9	0	0	0	0
其他非流动负债	865	802	789	776	764
负债合计	21541	24690	19713	28163	30566
股本	22434	22808	22808	22808	22808
储备	51154	44615	47725	58091	68798
少数股东权益	567	613	713	813	913
负债及股东权益	95696	92727	90960	109876	123086

利润表

单位: 港元百万

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	51902	12876	25018	47287	53872
营业成本	-35423	-13896	-18850	-30441	-34228
EBITDA	16479	-1020	6168	16846	19645
折旧摊销	-3457	-2817	-3066	-3455	-3826
其他费用	-811	-727	-824	-787	-779
利息收入(费用)	1274	1099	1042	-140	-138
关联公司	532	453	453	0	0
税前利润	14018	-3012	3772	12464	14902
所得税	-156	-151	189	623	745
少数股东损益	-86	-60	-100	-100	-100
经常性净利润	13775	-3222	3860	12987	15547
非经常性项目	-734	-751	-751	-751	-751
归母净利润	13042	-3973	3110	12236	14796
经调整每股收益(港元)	3.17	-0.74	0.89	2.99	3.58
报告每股收益(港元)	3.01	-0.92	0.72	2.82	3.41
每股股息(港元)	0.91	0.45	0.00	0.85	1.03

现金流量表

单位: 港元百万

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	19442	-7631	75	22245	20986
税前利润	13284	-3763	4205	11713	14151
折旧摊销	3457	2817	3066	3455	3826
营运资金变动	4384	-5364	-5748	6454	2264
其他	-1683	-1321	-1448	623	745
投资活动现金流	-14885	9502	-3028	-8700	-6700
资本支出	-4118	-5772	-8575	-8700	-6700
投资减少	28	2	5547	0	0
投资增加	-12220	7418	0	0	0
其他	1426	7855	0	0	0
筹资活动现金流	-12085	6769	-81	-2008	-4226
股息支付	-3940	-1951	0	-1869	-4089
借款增加	1500	10260	0	0	0
借款减少	-9804	-1658	-66	-123	-122
股本增加	264	224	0	0	0
其他	-105	-106	-16	-15	-14
重述及汇率变动	-3	20	0	0	0
现金变动额	-7530	8659	-3034	11537	10060
现金余额	14646	15840	12806	24343	34404

主要财务比率

单位: 港元百万

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
EBITDA 利润率	31.8%	-7.9%	24.7%	35.6%	36.5%
ROE	22.9%	19.2%	-6.8%	14.5%	19.2%
ROA	14.3%	-4.2%	3.5%	12.3%	12.8%
流动比率	0.94	0.86	0.97	1.17	1.42
净负债/ EBITDA	-0.86	6.48	-0.59	-0.91	-1.30
经营活动现金流/EBIT	1.18	7.48	0.01	1.32	1.07
毛收入					
星际酒店	10,917	2,237	4,807	9,064	10,054
城市娱乐会	117	27	58	115	127
澳门银河	37,441	7,779	16,967	34,557	39,966
百老汇	593	94	365	645	732
建材及其他	2,834	2,739	2,821	2,906	2,993
物业 EBITDA					
星际酒店	3,502	-275	1,038	3,341	3,852
城市娱乐会	117	27	58	115	127
澳门银河	12,641	-900	4,822	12,946	15,235
百老汇	39	-162	9	214	271
建筑材料	1,162	1,118	1,152	1,186	1,222
公司开支	-943	-990	-902	-742	-791

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。