



Company Report: Galaxy Entertainment (00027 HK)

公司报告: 银河娱乐 (00027 HK)

中文版 Chinese version

 Noah Hudson
 (86755) 2397 6684
 noah.hudson@gtjas.com.hk
 6 July 2023

莱佛士酒店将于8月16日试营业

- 银河娱乐集团(银娱)宣布,旗下位于澳门银河酒店大楼的莱佛士酒店将于2023年8月16日试营业。
- 此外,新的澳门安达仕酒店大楼预计将于今年晚些时候开业。安达仕将新增700间客房,令银娱的澳门酒店客房总数增至约6,000间客房及套房。
- 我们维持2023-2025年经调整EBITDA预测分别为109.29亿港元、182.72亿港元和200.28亿港元。
- 我们重申银河娱乐集团“买入”的投资评级,目标价64.00港元。我们的目标价基于14.8倍2024年EV/经调整EBITDA,相对我们运用DCF估值法得出的每股估值79.01港元折让19.0%。银娱2015-2019年的平均估值为14.1倍EV/过去12个月经调整EBITDA。
- 风险: 经济增长可能弱于预期。

Rating:
Buy

Maintained

评级:

买入 (维持)

6-18m TP 目标价:
HK\$64.00

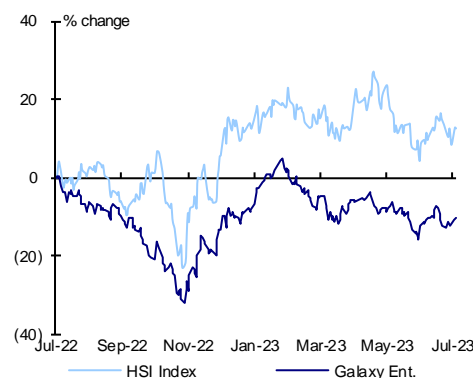
Revised from 原目标价:

HK\$64.00

Share price 股价:
HK\$50.850

Stock performance

股价表现



Change in Share Price	1 M	3 M	1 Y
股价变动	1 个月	3 个月	1 年
Abs. % 绝对变动 %	1.2	(9.6)	9.6
Rel. % to HS Index 相对恒指变动 %	1.2	(3.9)	22.1
Avg. Share price(HK\$) 平均股价 (港元)	51.4	52.5	49.1

Source: Bloomberg, Guotai Junan International.

Year End	Turnover	Net Profit	EPS	EPS	PER	BPS	PBR	DPS	Yield	ROE
年结	收入	股东净利	每股净利	每股净利变动	市盈率	每股净资产	市净率	每股股息	股息率	净资产收益率
12/31	(HK\$ m)	(HK\$ m)	(HK\$)	(%)	(x)	(HK\$)	(x)	(HK\$)	(%)	(%)
2021A	19,696	1,326	0.305	n.a.	166.7	15.695	3.2	0.000	0.0	2.1
2022A	11,474	(3,434)	(0.787)	(358.0)	n.a.	14.609	3.5	0.300	0.6	(5.2)
2023F	41,635	8,964	2.045	n.a.	24.9	16.405	3.1	0.309	0.6	13.3
2024F	55,791	15,660	3.561	74.1	14.3	18.853	2.7	1.072	2.1	20.3
2025F	59,696	17,040	3.861	8.4	13.2	21.458	2.4	1.550	3.0	19.2

Shares in issue (m) 总股数 (m)	4,369.1	Major shareholder 大股东	Francis Lui Yiu Tung 41.5%
Market cap. (HK\$ m) 市值 (HK\$ m)	222,168.7	Free float (%) 自由流通比率(%)	58.0
3 month average vol. 3 个月平均成交股数('000)	7,596.7	FY23 Net gearing (%) FY23 净负债/股东资金 (%)	Net cash
52 Weeks high/low (HK\$) 52 周高/低 (HK\$)	59.800 / 33.550	FY23 Est. NAV (HK\$) FY23 每股估值 (港元)	79.0

Source: the Company, Guotai Junan International.

银河娱乐集团（银娱）宣布，其旗下的澳门银河莱佛士酒店将于 2023 年 8 月 16 日试营业。作为银河娱乐集团的第七个酒店品牌，全新的澳门银河莱佛士酒店大楼将为银娱的酒店组合增加 450 间套房。所有 450 间套房将在试营业时开放，但仅限受邀宾客有限使用。酒店将于今年年底举行盛大开业仪式，届时还将增设剩余的餐厅、酒吧和水疗中心。开业后，套房将向公众开放预订。

此外，预计银娱将在今年晚些时候开放其新的澳门安达仕酒店大楼，新增 700 间客房，使银娱在澳门的酒店客房总数达到约 6,000 间客房及套房。

我们预计银娱 2023 年下半年经调整 EBITDA 利润率将低于 2023 年一季度的水平，因为我们预计银娱的两个新酒店物业将在短期内拖累 EBITDA 利润率。我们预计 2023 年经调整 EBITDA 利润率为 26.3%，低于银娱 2023 年第一季度的 27.0%。我们预计，两家新的莱佛士酒店和安达仕酒店大楼将在短期内拖累 EBITDA 利润率。澳门的新物业历来需要大约一年半或更长时间来提升业绩。然而，随着澳门游客量和博彩收入在未来几个季度陆续恢复至 2019 年的水平，我们预计新物业对利润率的拖累将在一定程度上被现有物业增加的经营杠杆所抵消。

我们重申银河娱乐集团“买入”的投资评级，目标价 64.00 港元。我们的目标价基于 14.8 倍 2024 年 EV/经调整 EBITDA，相对我们运用 DCF 估值法得出的每股估值 79.01 港元折让 19.0%。银娱 2015-2019 年的平均估值为 14.1 倍 EV/过去 12 个月经调整 EBITDA。我们维持 2023-2025 年经调整 EBITDA 预测分别为 109.29 亿港元、182.72 亿港元和 200.28 亿港元。

图-1：澳门银河莱佛士酒店是银娱第 7 个酒店品牌



资料来源：公司。

图-2: 澳门银河莱佛士酒店大堂



资料来源: 公司。

图-3: 澳门银河莱佛士大堂吧



资料来源: 公司。

图-4: 澳门银河莱佛士酒店无边际泳池



资料来源: 公司。

图-5: 澳门银河莱佛士酒店提供私人管家服务



资料来源: 公司。

图-6: 澳门银河莱佛士酒店位于高层的尊贵全景套房



资料来源: 公司。

表-1: 银娱 2015-2019 年平均估值为 14.1 倍 EV/经调整 EBITDA (过去 12 个月)

公司名称	股票代码	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2010-2019 平均	2015-2019 平均
银河娱乐	00027 HK	14.9	22.1	13.6	17.1	18.4	11.6	12.6	16.3	16.4	13.4	15.6	14.1
新濠博亚-Adr	MLCO US	34.9	12.1	8.9	14.6	16.4	15.6	13.0	12.0	12.2	10.1	15.0	12.6
美高梅中国	02282 HK	n.a.	12.4	9.4	14.4	15.0	10.7	14.1	19.4	19.6	13.6	14.3	15.5
金沙中国	01928 HK	17.0	18.6	19.9	21.7	17.5	12.1	16.4	18.3	16.6	14.2	17.2	15.5
奥博控股	00880 HK	10.7	12.7	9.7	11.9	10.2	4.9	n.a.	10.9	13.5	12.8	10.8	10.5
永利澳门	01128 HK	17.1	19.6	13.5	16.7	17.7	13.6	17.7	20.2	15.5	11.1	16.3	15.6
简单平均		18.9	16.3	12.5	16.1	15.9	11.4	14.8	16.2	15.6	12.5	15.0	14.1

资料来源: Bloomberg、国泰君安国际。

表-2: 澳门博彩同业估值为 17.3 倍 2023 年 EV/经调整 EBITDA (根据一致预期)

公司名称	股票代码	货币	股价	市值 十亿 港元	市盈率			EV/经调整 EBITDA			ROE%	PBR%	Yield%
					19A	23F	24F	19A	23F	24F	23F	23F	23F
澳门													
银河娱乐	00027 HK	HKD	50.85	222.2	16.9	26.3	16.7	15.4	19.7	13.0	12.8	3.1	0.9
新濠博亚-Adr	MLCO US	USD	12.70	43.0	16.3	n.a.	10.5	10.7	12.8	8.0	n.a.	n.a.	0.0
美高梅中国	02282 HK	HKD	9.67	36.7	19.0	17.5	10.9	11.2	10.5	8.5	n.a.	n.a.	0.0
金沙中国	01928 HK	HKD	28.20	228.2	14.3	31.0	14.9	15.7	16.4	10.9	n.a.	n.a.	0.0
奥博控股	00880 HK	HKD	3.41	24.2	6.4	n.a.	19.7	12.6	28.4	10.0	(9.0)	1.5	0.0
永利澳门	01128 HK	HKD	7.42	38.9	7.6	55.0	16.3	13.4	13.0	9.7	n.a.	n.a.	0.0
简单平均					13.4	32.5	14.8	13.2	16.8	10.0	1.9	2.3	0.2
加权平均					15.0	29.8	15.3	14.7	17.3	11.2	10.7	3.0	0.3
美国													
Boyd Gaming	BYD US	USD	68.98	54.5	49.6	10.5	10.2	8.5	7.3	7.3	38.4	n.a.	0.9
Caesars Entertai	CZR US	USD	50.60	85.2	48.7	n.a.	26.0	12.5	5.6	5.0	4.3	n.a.	n.a.
Las Vegas Sands	LVS US	USD	58.59	350.4	16.7	30.7	18.0	12.8	14.6	10.3	33.5	n.a.	0.1
Mgm Resorts Inte	MGM US	USD	43.80	124.7	11.2	19.2	18.7	6.5	4.0	3.8	19.3	n.a.	0.0
Penn Natl Gaming	PENN US	USD	24.27	29.3	63.9	6.1	13.9	13.7	2.6	2.5	17.0	n.a.	n.a.
Wynn Resorts Ltd	WYNN US	USD	106.6	94.9	92.7	40.1	21.4	14.9	10.9	8.3	(16.6)	n.a.	0.6
简单平均					47.1	21.3	18.0	11.5	7.5	6.2	16.0	n.a.	0.4
加权平均					33.5	27.1	18.7	11.7	10.3	7.8	21.0	n.a.	0.2
其它													
Bloomerry Res	BLOOM PM	PHP	11.16	17.1	12.4	13.5	11.1	7.8	9.6	8.2	24.2	n.a.	0.7
Belle Corp	BEL PM	PHP	1.18	1.6	4.3	n.a.	n.a.	5.4	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
简单平均					8.3	13.5	11.1	6.6	9.6	8.2	24.2	n.a.	0.7
加权平均					11.7	13.5	10.1	7.6	9.6	8.2	24.2	n.a.	0.7

资料来源: 国泰君安国际、Bloomberg。

表-3: 我们的目标价相当于 14.8 倍 2024 年经调整 EV/EBITDA

	2019A	2023F	后 4 个季度	2024F	2025F
我们的目标价	64.00 港元				
全面摊薄的期末已发行股份数量 (百万)	4,347	4,398	4,402	4,413	4,429
基于目标价的市值 (百万港元)	278,188	281,458	281,705	282,448	283,439
+ 期末少数股东权益 (百万港元)	567	452	427	352	253
+ 期末借款 (百万港元)	553	7,402	7,053	6,007	2,716
- 期末现金及现金等价物 (百万港元)	14,646	14,999	15,961	18,845	20,424
年结企业价值 (百万港元)	264,663	274,312	273,225	269,963	265,983
经调整 EBITDA (百万港元)	16,479	10,929	13,590	18,272	20,028
基于目标价的 EV/经调整 EBITDA	16.1	25.1	20.1	14.8	13.3
每股摊薄盈利 (港元)	3.000	2.050	2.050	3.561	3.861
基于目标价的市盈率	21.3	31.2	31.2	18.0	16.6

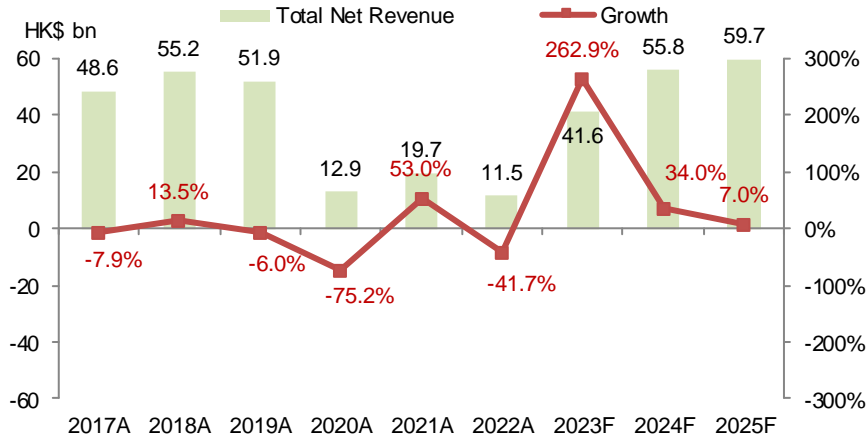
资料来源: 国泰君安国际、Bloomberg。

表-4: 我们 64.00 港元的目标价较 DCF 估值法得出的每股估值 79.01 港元折让 19.0%

无风险利率	3.52%	企业自由现金流现值总和 (百万港元)	148,310
市场收益率	10.48%	+ 最终价值现值 (百万港元)	185,672
市场风险溢价	6.96%	企业价值 (百万港元)	333,982
经调整贝塔	1.1	- 净负债/ (现金) (百万港元)	(13,489)
权益折现率	11.18%	权益价值 (百万港元)	347,470
		已发行股份 (百万)	4,398
		每股估值 (港元)	79.01
税后债务成本	5.2%		
D/(D+E)	10.0%		
E/(D+E)	90.0%		
加权平均资本成本	10.6%		
长期增速	3.0%		

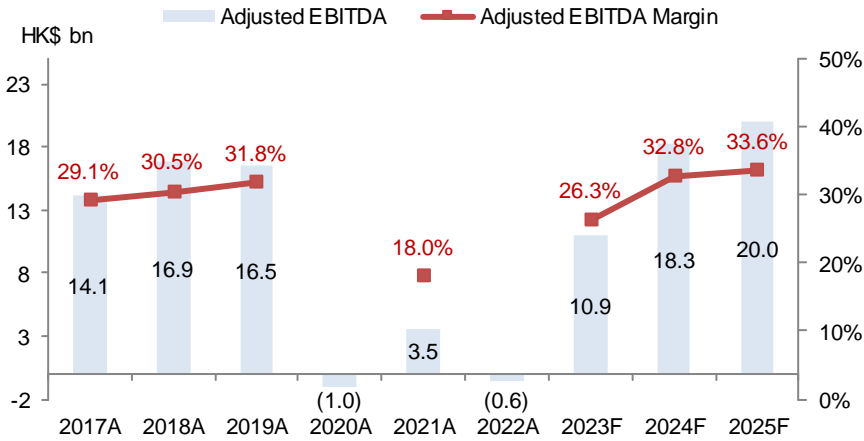
资料来源: 国泰君安国际、Bloomberg、公司。

图-7: 我们预测银娱 2023 年收入将恢复至 2019 年的 80.2%



资料来源: 公司、国泰君安国际。

图-8: 我们预测银娱 2023 年经调整 EBITDA 将恢复至 2019 年的 66.3%



资料来源: 公司、国泰君安国际。

财务报表及比率

损益表					
Year end 31 Dec (HKD m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Total revenue	19,696	11,474	41,635	55,791	59,696
Special gaming taxes	(6,743)	(3,072)	(16,709)	(24,063)	(25,119)
Raw materials & consumable	(1,488)	(1,362)	(2,165)	(2,008)	(2,089)
Amortisation & depreciation	(2,264)	(2,088)	(2,390)	(2,712)	(3,026)
Employee benefit expense	(5,766)	(5,730)	(6,701)	(7,309)	(7,701)
Other operating expenses	(3,329)	(2,662)	(5,963)	(5,530)	(6,283)
Operating profit	105	(3,442)	7,707	14,169	15,477
Other income/gains, net	1,101	285	721	732	733
Finance costs	(68)	(106)	(114)	(82)	(67)
Joint ventures	383	(90)	809	1,084	1,160
Associated companies	(0)	0	0	1	1
Profit before tax	1,521	(3,352)	9,123	15,903	17,304
Income tax	(89)	(96)	(107)	(187)	(203)
Profit after tax	1,432	(3,448)	9,016	15,716	17,101
Non-controlling interest	(106)	14	(52)	(56)	(60)
Shareholders' profit / loss	1,326	(3,434)	8,964	15,660	17,040
Adjusted EBITDA	3,537	(553)	10,929	18,272	20,028
Basic EPS	0.305	(0.787)	2.045	3.561	3.861
Diluted EPS	0.304	(0.787)	2.050	3.561	3.861

现金流量表					
Year end 31 Dec (HKD m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Profit before tax	1,521	(3,352)	9,123	15,903	17,304
Finance costs	68	106	114	82	67
Depreciation & amortisation	2,264	2,088	2,390	2,712	3,026
Changes in working capital	(6,235)	(1,580)	(1,278)	(889)	(640)
Total taxes paid	(131)	(97)	(97)	(176)	(191)
Others	(974)	(258)	(803)	(1,312)	(1,557)
Cash from operating activities	(3,487)	(3,092)	9,450	16,320	18,008
Purchase of PP&E	(6,908)	(5,063)	(8,103)	(8,103)	(8,103)
Interest received	863	1,102	441	662	805
Others	10,630	6,996	962	848	752
Cash from investing activities	4,585	3,035	(6,700)	(6,593)	(6,546)
Issue of new shares	567	239	259	279	302
Change in bank loans, net	(2,819)	1,139	(103)	(1,395)	(3,291)
Dividends	0	(1,308)	(1,352)	(4,715)	(6,840)
Others	(158)	(114)	(38)	(41)	(44)
Cash from financing activities	(2,410)	(43)	(1,235)	(5,872)	(9,873)
Cash at beg of year	14,907	13,607	13,496	14,999	18,845
Net changes in cash	(1,313)	(100)	1,514	3,855	1,589
Effect of foreign exchanges	12	(11)	(11)	(10)	(10)
Cash at end of year	13,607	13,496	14,999	18,845	20,424

资料来源: 公司、国泰君安国际。

资产负债表					
Year end 31 Dec (HKD m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
PP&E	41,781	45,542	53,645	60,283	68,040
Right-of-use Assets	4,886	4,788	4,662	4,520	4,362
Intangible assets	153	33	42	48	48
Joint ventures	1,994	1,396	1,229	1,081	951
Financial assets	12,720	11,181	9,052	7,555	6,340
Others	146	109	104	99	94
Total non-current assets	61,681	63,049	68,733	73,586	79,836
Cash & cash equivalents	13,607	13,496	14,999	18,845	20,424
Inventories	204	209	833	1,116	1,194
Debtors and prepayments	1,691	1,153	1,187	1,223	1,259
Amounts due from JV's	162	174	179	185	190
Taxation recoverable	69	29	30	32	33
Financial assets	3,062	2,325	2,417	2,514	2,615
Others	4,768	527	0	0	0
Total current assets	23,563	17,912	19,646	23,914	25,715
Total assets	85,243	80,961	88,380	97,500	105,551
Creditors & accruals	8,350	7,690	7,074	6,508	5,988
Borrowings & bank loans	6,386	7,505	7,402	6,007	2,716
Others	131	104	116	129	144
Total current liabilities	14,866	15,299	14,592	12,645	8,848
Deferred taxation liabilities	205	167	172	178	183
Lease Liabilities	434	433	481	534	592
Retention Payable	457	429	476	529	587
Other non-current payable	205	168	181	195	212
Total non-current liabilities	1,301	1,197	1,310	1,435	1,574
Total liabilities	16,168	16,496	15,903	14,080	10,422
Total shareholders' equity	68,425	63,914	72,025	83,068	94,877
Minority interest	651	551	452	352	253
Total equity	69,076	64,465	72,477	83,420	95,129

财务比率					
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Margins					
Effective gaming tax rate (%)	48.1	46.8	52.6	52.6	52.6
Operating margin (%)	0.5	(30.0)	18.5	25.4	25.9
Net profit margin (%)	7.3	(30.1)	21.7	28.2	28.6
Adj. EBITDA margin (%)	18.0	(4.8)	26.3	32.8	33.6
Return ratios					
ROA (%)	1.6	(4.1)	10.6	16.9	16.8
ROE (%)	2.1	(5.2)	13.3	20.3	19.2
ROCI (%)	0.2	(8.8)	10.9	14.6	12.1
Liquidity & leverage					
Leverage (i.e., gearing, %)	9.4	11.3	10.9	7.7	3.1
Net gearing (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
Interest coverage ratio (x)	0.1	(4.4)	15.2	20.0	18.4
Current ratio (x)	1.6	1.2	1.3	1.9	2.9

个股评级标准

参考基准: 香港恒生指数

评级区间: 6至18个月

评级	定义
买入	相对表现超过 15% 或公司、行业基本面展望良好
收集	相对表现 5% 至 15% 或公司、行业基本面展望良好
中性	相对表现-5% 至 5% 或公司、行业基本面展望中性
减持	相对表现-5% 至 -15% 或公司、行业基本面展望不理想
卖出	相对表现小于-15% 或公司、行业基本面展望不理想

行业评级标准

参考基准: 香港恒生指数

评级区间: 6至18个月

评级	定义
跑赢大市	相对表现超过 5% 或行业基本面展望良好
中性	相对表现-5% 至 5% 或行业基本面展望中性
跑输大市	相对表现小于-5% 或行业基本面展望不理想

利益披露事项

- (1) 分析员或其有联系者并未担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。
- (2) 分析员或其有联系者并未持有本研究报告所评论的发行人的任何财务权益。
- (3) 国泰君安或其集团公司并未持有本研究报告所评论的发行人的市场资本值的1%或以上。
- (4) 国泰君安或其集团公司在过去12个月内没有与本研究报告所评论的发行人存在投资银行业务的关系。
- (5) 国泰君安或其集团公司有, 或将会为本研究报告所评论的发行人进行庄家活动。
- (6) 没有任何受聘于国泰君安及其集团公司个人担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。没有任何国泰君安及其集团公司有联系的个人为本研究报告所评论的发行人的高级人员。

免责声明

本研究报告并不构成国泰君安证券(香港)有限公司(“国泰君安”)对购入、购买或认购证券的邀请或要约。国泰君安与其集团公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如: 配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

国泰君安的销售人员, 交易员和其他专业人员可能会口头或书面提供与本研究报告中的观点不一致或截然相反的观点或投资策略。国泰君安的资产管理和投资银行业务团队亦可能会做出与本报告的观点不一致或截然相反的投资决策。

本研究报告中的资料力求准确可靠, 但国泰君安不会对该等资料的准确性和完整性做出任何承诺。本研究报告中可能存在一些基于对未来政治和经济状况的某些主观假定和判断而做出的前瞻性估计和预测, 而政治和经济状况具有不可预测性和可变性, 因此可能具有不确定性。投资者应明白及理解投资之目的和当中的风险, 如有需要, 投资者在决定投资前务必向其个人财务顾问咨询并谨慎抉择。

本研究报告并非针对且无意向任何隶属于或位于某些司法辖区内之人士或实体发布或供其使用, 如果此等发布、公布、可用性或使用会违反该司法辖区内适用的法律或规例、或者会令国泰君安或其集团公司因而必须在此等司法辖区范围内遵守相关注册或牌照规定。

© 2023 国泰君安证券(香港)有限公司 版权所有, 不得翻印

香港中环皇后大道中181号新纪元广场低座27楼

电话 (852) 2509-9118 传真(852) 2509-7793

网址: www.gtja.com.hk