

新濠国际发展 (0200.HK)

2024 年半年报点评：业绩不及预期，利润率仍待恢复

买入（维持）

2024 年 08 月 15 日

分析师
欧阳诗睿

(852) 3982 3217

ouyangshirui@dwzq.com.hk

盈利预测与估值	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万港元）	29,531.6	37,620.0	41,060.0	42,953.8
同比	179.5%	27.4%	9.1%	4.6%
经调整物业 EBITDA（百万港元）	7,505.1	9,690.8	11,738.6	12,622.4
同比	-	29.1%	21.1%	7.5%
每股收益-最新股本摊薄（港元/股）	-1.16	-0.03	1.27	1.79
EV/经调整物业 EBITDA	9.16	7.10	5.86	5.45

数据来源：公司公告，东吴证券（香港）

投资要点

- **2Q24 公司实现总博收 12.1 亿美元，恢复至 2Q19 的 74.5%**。澳门物业实现总博收 10.5 亿美元，恢复至 19 年同期的 69.6%。其中，贵宾/中场（含角子机）博收分别为 1.7/8.8 亿美元，恢复至 1Q19 的 24.6%/107.4%（博监局数据口径下，分别低于行业 13.9pct/3.9pct）。今年上半年公司积极通过债务展期、债券发行等举措补充流动性，降低再融资风险，截至今年 Q2，仅新濠澳门就具有 6.7 亿美元现金储备，集团层面现金储备达 13 亿美元，流动性充足，能轻松满足明年 7 月份新濠影汇 3 亿美元的再融资需求。
- **业绩不及预期，运营费用上升拖累利润率恢复速度**。营收端，2Q24 公司实现净收益 11.6 亿美元（基本符合市场预期 11.5 亿美元），恢复至 2Q19 的 80.4%。博彩/非博彩净收益分别为 9.4/2.1 亿美元，分别恢复至 2Q19 的 74.5%/122.2%。利润端，2Q23 公司实现经调整物业 EBITDA 3.0 亿美元（略低于市场预期 3.1 亿美元），恢复至 19 年同期的 68.4%，赢率标准化调整后维持不变。利润率方面，2Q24 公司经调整物业 EBITDA 利润率为 26.1%，较 2Q19 还有 5.0pct 的差距，我们认为主要系运营费用上升造成。
- **24 年日均运营费用可能回升至 300 万美元**。OpEx 方面，公司 2Q24 的日均运营费用上升至 290 万美元，主要因新招员工以及涨薪 2.5% 导致薪酬支出上升。未来随着下半年新濠影汇频繁举办演唱会以及 Q4 “水舞间”重新开幕，24 全年日均运营费用可能将回到疫情前约 300 万美元的水平。CapEx 方面，公司预计 24 下半年资本开支约 2.6 亿美元，其中大部分将用于澳门物业，2500/1200 万美元将用于马尼拉/塞浦路斯，3200 万美元将用于新濠天地（斯里兰卡）新项目。
- **盈利预测与投资评级**：我们下调公司 2024-2026 年净收入预测至 376.2/410.6/429.5 亿港元；下调公司经调整物业 EBITDA 预测至 96.9/117.4/126.2 亿港元；当前股价对应 2024/2025/2026 年 EV/EBITDA 分别为 7.1/5.9/5.5 倍。我们下调目标价至 6.9 港元，维持“买入”评级。
- **风险提示**：澳门旅游业复苏低于预期、中国宏观经济增长不及预期、海外博彩市场分流、贵宾恢复不及预期。

股价走势



数据来源：Wind

市场数据

收盘价(港元)	4.19
一年最低/最高价	4.03/7.43
市净率(倍)	9.6
流通 H 股市值(亿港元)	6,354.9

数据来源：Wind

基础数据

每股净资产(港元)	0.4
资产负债率(%)	88.4
总股本(百万股)	1,516.7
流通 H 股(百万股)	1,516.7

数据来源：Wind

相关研究

《2024 年一季报点评：业绩符合预期，市场战略积极调整》

2024-05-06

新濠国际发展三大财务预测表

资产负债表 (百万港元)					利润表 (百万港元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	12,730	16,173	19,984	24,484	营业收入	29,532	37,620	41,060	42,954
现金	10,765	13,269	16,750	21,109	博彩净收益	24,090	30,955	33,108	34,683
应收账款	1,654	2,107	2,300	2,406	客房	2,648	3,099	3,629	3,768
存货	230	716	854	889	餐饮	1,635	1,914	2,242	2,327
其他流动资产	80	80	80	80	娱乐、零售及其他	1,159	1,651	2,082	2,177
非流动资产	76,682	75,156	73,717	72,256	博彩税	-11,662	-15,742	-16,836	-17,636
物业、厂房及设备	44,989	43,463	42,024	40,563	职工薪酬	-6,171	-7,654	-7,928	-8,292
使用权资产	5,079	5,079	5,079	5,079	折旧及摊销	-4,446	-3,923	-4,057	-4,199
无形资产	24,657	24,657	24,657	24,657	其他经营支出	-6,537	-6,877	-6,902	-6,748
其他非流动资产	1,957	1,957	1,957	1,957	营业利润	715	3,423	5,338	6,080
资产总计	89,411	91,329	93,701	96,740	利息收入	215	161	199	251
流动负债	8,726	10,682	11,143	11,477	利息支出	-4299	-3622	-3622	-3622
应付账款	8,074	10,029	10,491	10,825	利润总额	-3,396	-38	1,914	2,708
短期借款	1	1	1	1	减: 所得税费用	98	0	3	4
其他流动负债	651	651	651	651	净利润	-3,494	-38	1,911	2,704
非流动负债	70,312	70,312	70,312	70,312	减: 少数股东权益	-1,750	-21	1,045	1,478
长期借款	63,556	63,556	63,556	63,556	归母净利润	-1,744	-17	866	1,226
其他非流动负债	6,756	6,756	6,756	6,756	每股收益-摊薄 (港元)	-1.16	-0.03	1.27	1.79
负债合计	79,038	80,994	81,455	81,790	经调整 EBITDA	7,505	9,691	11,739	12,622
归属母公司股东权益	665	648	1,514	2,740	收入增长率 (%)	179.5	27.4	9.1	4.6
少数股东权益	9,708	9,688	10,733	12,211	归母净利润增长率 (%)	-	-	-	41.5
所有者权益合计	10,373	10,335	12,247	14,951					
负债和股东权益总计	89,411	91,329	93,702	96,741					

现金流量表 (百万港元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	8,507	8,363	9,522	10,468	每股净资产 (港元)	6.87	6.85	8.11	9.90
投资活动现金流	-1,521	-2,237	-2,418	-2,487	最新发行在外股份 (百万股)	1,510	1,510	1,510	1,510
筹资活动现金流	-10,561	-3,622	-3,622	-3,622	ROE-摊薄 (%)	-	-2.61	80.14	57.62
现金净增加额	-3,575	2,504	3,481	4,359	经调整物业 EBITDA 率 (%)	27.62	27.14	29.70	30.45
折旧和摊销	4,446	3,923	4,057	4,199	资产负债率 (%)	88.40	72.13	70.30	68.09
资本开支	-1,882	-2,398	-2,617	-2,738	EV/经调整 EBITDA	9.16	7.10	5.86	5.45

数据来源: Wind, 东吴证券 (香港), 全文如无特殊注明, 预测均为东吴证券 (香港) 预测。

分析师声明:

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视为未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

此外，分析员确认，无论是本人或关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）没有担任本报告所述上市公司之高级职员；未持有相关证券的任何权益；没有在发表本报告30日前交易或买卖相关证券；不会在本报告发出后的3个营业日内交易或买卖本报告所提及的发行人的任何证券。

利益披露事项:

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究/分析/涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究/分析/涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的1%或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的12个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

免责声明

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证(不论明示或默示)，于法律及/或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响，东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、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表达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

免責及評級說明部分

此意見及建議向報告所有接收者進行更新的義務。東吳證券國際及其集團公司的各業務部門，如有投資於本報告內所涉及的任何公司之證券或衍生產品時，其所作出的投資決策可能與本報告所述觀點並不一致。

本報告及其所載內容均屬機密，僅限指定收件人閱覽。本報告版權歸東吳證券國際所有，未經本公司同意，不得以任何方式複製、分發或使用本報告中的任何資料。本報告僅作參考用途，任何部分不得在任何司法管轄權下的地方解釋為提呈或招攬購買或出售任何於報告或其他刊物內提述的任何證券、投資產品、交易策略或其他金融工具。東吳證券國際毋須承擔因使用本報告所載數據而可能直接或間接引致之任何責任，損害或損失。

特別聲明

東吳證券國際可能在法律准許的情況下參與及投資本報告所述證券發行人之融資交易，也可能為有關發行人提供投資銀行業務服務或招攬業務，及/或於有關發行人之證券或期權或其他有關投資中持仓或持有權益或其他重大權益或進行交易。閣下應考慮到東吳證券國際及/或其相關人員可能存在影響本報告及所載觀點客觀性的潛在利益衝突，請勿將本報告視為投資或其他決策的唯一信賴依據。

本報告及其所載信息並非針對或意圖發送給任何就分派、刊發、可得到或使用此報告而導致東吳證券國際違反當地法律或規例或可致使東吳證券國際受制於相關法律或規例的任何地區、國家或其他司法管轄區域的公民或居民。接收者須自行確保使用本報告符合當地的法律及規例。

評級標準：

公司投資評級：

- 買入：預期未來 6 個月個股漲跌幅相對大盤在 15% 以上；
- 增持：預期未來 6 個月個股漲跌幅相對大盤介於 5% 與 15% 之間；
- 中性：預期未來 6 個月個股漲跌幅相對大盤介於 -5% 與 5% 之間；
- 減持：預期未來 6 個月個股漲跌幅相對大盤介於 -15% 與 -5% 之間；
- 賣出：預期未來 6 個月個股漲跌幅相對大盤在 -15% 以下。

行業投資評級：

- 增持：預期未來 6 個月內，行業指數相對強於大盤 5% 以上；
- 中性：預期未來 6 個月內，行業指數相對大盤 -5% 與 5%；
- 減持：預期未來 6 個月內，行業指數相對弱於大盤 5% 以上。

東吳證券國際經紀有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道東 1 號太古廣場 3 座 17 樓

Tel 電話：(852) 3983 0888(公司) (852) 3983 0808 (客戶服務)

公司網址：<http://www.dwzq.com.hk/>

