

金沙中国有限公司
(1928.HK) / 零售

证券研究报告/公司深度报告

2023年8月22日

评级：买入（首次）

市场价格：25.4 港元

分析师：皇甫晓晗

执业证书编号：S0740521040001

电话：021-20315125

Email: huangfuxh@zts.com.cn

研究助理：王旭晖

Email: wangxh06@zts.com.cn

公司盈利预测及估值

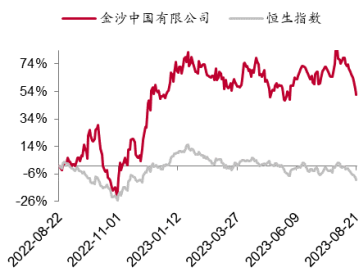
指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万美元）	2,874	1,605	6,447	8,876	9,697
增长率 yoy%	70%	-44%	302%	38%	9%
净利润（百万美元）	-1,048	-1,582	837	2,046	2,424
增长率 yoy%	31%	-51%	153%	144%	18%
每股收益（美元）	-0.13	-0.20	0.10	0.25	0.30
净资产收益率	-118.0%	226.0%	610.4%	93.7%	52.6%
P/E	-25.0	-16.6	31.4	12.8	10.8
P/B	29.6	-37.5	191.4	12.0	5.7

备注：股价选取日期为 2023 年 8 月 21 日

基本状况

总股本(百万股)	8093
流通股本(百万股)	8093
市价(港元)	25.4
市值(百万港元)	2056
流通市值(百万港元)	2056

股价与行业-市场走势对比



相关报告

1. 博彩行业专题报告：牌照政策担忧落地，客流估值双升可期（2022.12.05）

报告摘要

- 核心观点：**当下，澳门客流和人均消费恢复趋势明显，贵宾厅业务受限后，盈利能力依然较强。我们认为金沙中国当前股价尚未完全修复，而担忧退去只是时间问题。
- 首次覆盖，给予“买入”评级。**客流和消费力的复苏将随时间逐步修复，从贵宾厅和土地受限的角度来看，金沙中国是行业中的受影响最小的公司，未来增长有望通过坪效提升超预期。我们预计公司 2023-2025 年公司归母净利润为 8.4/20.5/24.2 亿美元，对应 PE 为 31.4/12.8/10.8 倍。DCF 测算下公司合理股权价值为 424 亿美元（贴现率 9%）。首次覆盖，给予“买入”评级。
- 当前市场对博彩行业仍存在三重担忧：1.客流的复苏；2.贵宾厅业务受限下的盈利能力；3.供给受限下的增长来源。**我们认为，以上对行业的三重担忧将随时间逐步退去，博彩企业的长期增长能力将逐步得到验证：
 - 赴澳客流持续恢复。赴澳客流受到签注、旅行社、航班数以及宏观经济多重影响，5 月以来，随着签注政策进一步放宽，赴澳客流恢复明显加速，6 月恢复至 2019 年的 71%，部分省份已超过 2019 年同期水平。我们认为，当前压制客流恢复的主要因素是跟团游和航班数量较少，并非完全由宏观经济恢复度决定，随着这几个因素的持续改善，客流仍在持续修复中。
 - 贵宾厅业务萎缩对企业盈利和人均消费影响较小。贵宾厅业务收入占比较高，但因为需要支付中介人高额佣金，其业务收益对利润影响较小。此外，2023 年二季度澳门人均消费已恢复至 2019 年同期的 165%（也有游客结构影响），博彩毛收入恢复至 2019 年同期的 62%，并不亚于客流的恢复程度，也在一定程度上逐步打消市场对贵宾厅业务受限后高端消费力持续性的担忧。
 - 短期房间量仍有增长，长期提价逻辑通顺。澳门当前土地供给虽然受限，但现有土地上的客房改造等工作仍有较大提升空间。长期来看，澳门博彩行业不同于拉斯维加斯。供给受限，需求强劲，供不应求的市场格局愈演愈烈下，澳门博彩企业可以在有限的面积上提高坪效，获得盈利增长。
- 金沙贵宾厅业务占比最少，战略聚焦高净值人群，增长或超市场预期。**得益于管理层的丰富运营经验和战略眼光，金沙中国已成长为澳门地区中场业务和非博彩业务占比最高的企业，受到贵宾厅业务萎缩的影响最小。存量业务将在客流恢复后大幅受益。展望未来，依托于现有资源，金沙不断翻新酒店房间，升级套房，聚焦高净值人群，可以不断提升客单价，长期仍有较多增长空间。
- 风险提示：**客流增长不及预期风险；博彩牌照十年到期风险；信息滞后风险；计算假设风险。

内容目录

1.行业：市场担忧退去只是时间问题	- 5 -
1.1 疫情以来，股价显著调整，体现三重担忧	- 5 -
1.2 担忧逐步消除之一：客流的复苏	- 7 -
1.3 担忧逐步消除之二：贵宾厅业务受限下的盈利能力	- 9 -
1.4 担忧逐步消除之三：供给受限下的增长来源	- 11 -
2.金沙：担忧退去后的最佳承批商	- 13 -
2.1 历史选择与优良的治理	- 14 -
2.2 供给约束下的增量与成长	- 17 -
3.盈利预测与估值分析	- 20 -
3.1 盈利预测	- 20 -
3.2 DCF 估值	- 25 -
4.风险提示	- 28 -
4.1 客流增长不及预期风险	- 28 -
4.2 博彩牌照十年到期风险	- 28 -
4.3 信息滞后风险	- 28 -
4.4 计算假设风险	- 28 -

图表目录

图表 1: 2020 年以来金沙中国有限公司股价变动.....	- 5 -
图表 2: 澳门入境游客数量.....	- 5 -
图表 3: 新《博彩法》推出相关时点.....	- 6 -
图表 4: 澳门赌台和博彩机数量 (台数)	- 7 -
图表 5: 澳门地区人口密度.....	- 7 -
图表 6: 澳门旅客入境数及对比 2019 年恢复水平.....	- 7 -
图表 7: 出境游旅客人次.....	- 8 -
图表 8: 中国内地旅客数量及对比 2019 年恢复水平.....	- 8 -
图表 9: 内地-澳门商业航班班次及恢复水平	- 9 -
图表 10: 2023 年 6 月赴澳旅客主要客源地恢复程度.....	- 9 -
图表 11: 新旧博彩法关于中介业务的对比	- 9 -
图表 12: 中场业务和贵宾厅业务盈利结构对比.....	- 10 -
图表 13: 澳门地区人均消费及同比 2019 年水平	- 10 -
图表 14: 金沙中国单桌赌额持续提升.....	- 11 -
图表 15: 拉斯维加斯房间库存	- 11 -
图表 16: 拉斯维加斯商旅游客数量及占比.....	- 11 -
图表 17: 2022 年拉斯维加斯游客到访首要目的	- 12 -
图表 18: 2022 年拉斯维加斯游客消费结构 (美元)	- 12 -
图表 19: 澳门酒店客房数量.....	- 13 -
图表 20: 6 家承批商现有及规划房间数.....	- 13 -
图表 21: 澳门整体酒店入住率	- 13 -
图表 22: 主要承批商中场收入于博彩收入占比.....	- 14 -
图表 23: 5 家承批商非博彩收入对比	- 14 -
图表 24: 5 家承批商非博彩收入占比	- 14 -
图表 25: 金沙中国收入结构	- 14 -
图表 26: 金沙中国非博彩收入结构及增速	- 14 -
图表 27: 2022 年 3 月 31 日公司股权结构.....	- 15 -
图表 28: 金沙中国发展历程	- 16 -
图表 29: 金沙中国澳门物业地理位置.....	- 16 -
图表 30: 金沙中国澳门物业	- 16 -
图表 31: 6 家承批商利润率水平 (剔除疫情影响)	- 17 -
图表 32: 5 家承批商 ROE 水平 (剔除疫情影响)	- 17 -
图表 33: 6 家承批商博彩桌批给数量.....	- 18 -

图表 34: 6 家承批商博彩机批给数量.....	- 18 -
图表 35: 2022 年 6 家承批商客房数量.....	- 18 -
图表 36: 金沙威尼斯人购物中心.....	- 19 -
图表 37: 客房数量增长图 (间)	- 19 -
图表 38: 6 家承批商历史资本开支.....	- 20 -
图表 39: 6 家承批商承诺投资额.....	- 20 -
图表 40: 母公司未来 5 年资本支出指引.....	- 20 -
图表 41: 2023 年二季度澳门博彩恢复情况	- 21 -
图表 42: 预测 2023-2025 年中场、贵宾厅、博彩机毛收入结构	- 21 -
图表 43: 金沙客房总收益额	- 22 -
图表 44: 金沙客房入住率.....	- 22 -
图表 45: 4 家购物中心租用率	- 22 -
图表 46: 购物中心收益结构	- 22 -
图表 47: 购物中心收益占租户营业额比重.....	- 23 -
图表 48: 疫情期间购物中心租金补贴.....	- 23 -
图表 49: 收入预测表 (百万美元)	- 23 -
图表 50: 盈利预测表 (百万美元)	- 24 -
图表 51: 可比公司估值	- 24 -
图表 52: 历史上单博彩桌中场业务毛收入趋势上行.....	- 25 -
图表 53: 博彩机毛收入持续提升.....	- 25 -
图表 54: 金沙历史上客房数量	- 25 -
图表 55: 金沙疫情前客房日均费用持续提升.....	- 25 -
图表 56: 购物中心基本租金水平.....	- 26 -
图表 57: 购物中心销售额分成比率	- 26 -
图表 58: 历史上租户销售额	- 26 -
图表 59: FCFF 测算 (百万美元)	- 27 -
图表 60: 公司股权价值测算 (百万美元)	- 27 -
图表 61: 敏感性分析 (百万美元)	- 27 -
图表 62: 公司历史股息支付率 (%)	- 28 -

1.行业：市场担忧退去只是时间问题

受疫情、宏观周期和政策影响，公司股价尚未恢复至疫情前。此外，在未来依靠中场业务发展的背景下，澳门土地供给受限，亦是市场对澳门长期增长空间存在担忧的原因。

我们认为，这种市场担忧的退去，只是时间问题。短期看，赴澳旅客持续恢复。且政策落地后，博彩收入的恢复并不慢于客流的恢复，说明结构性的调整风险相对可控。长期看，我们认为澳门土地受限问题确实存在，但随着供不应求的演绎，增长将大概率通过客单价的形式体现在博彩公司的经营结果中。

1.1 疫情以来，股价显著调整，体现三重担忧

- 自 2020 年以来，公司股价调整明显。自 2020 年疫情以来，随着疫情、经济周期变化、新《博彩法》政策等因素的演绎，金沙股价出现明显下行。2020 年 1 月 1 日至 2023 年 7 月 14 日，金沙股价下行 31%，相对恒生指数的超额收益率为 1%，尚未恢复至疫情前。其中，21 年 6 月-22 年 10 月，相较于恒生指数，公司股价负向超额收益显著。

图表 1：2020 年以来金沙中国有限公司股价变动



来源：wind、中泰证券研究所

我们认为，疫情期间人流受限、新《博彩法》限制贵宾厅业务，以及长期供给受限，这三个因素是是当前市场对澳门博彩行业的主要担忧。

- 疫情期间出行受限，旅客赴澳意愿降低。2020 年受疫情影响，赴澳旅客同比下滑 85%至 590 万人。2021 年和 2022 年受到疫情的持续影响，入澳旅客分别为 771 万人和 570 万人，分别恢复至 2019 年的 20%和 14%。

图表 2：澳门入境游客数量



来源：澳门统计局、中泰证券研究所

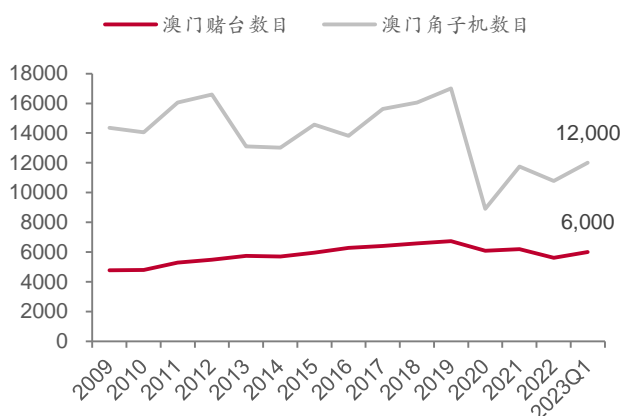
- 新《博彩法》落地，由中介主导的贵宾厅业务基本退出。**2020年11月16日，澳门2021财政年度施政报告提出修改《博彩法》的计划。2021年9月14日，澳门特区政府提出对幸运博彩批给数量和期限等9大重点做出修改。新《博彩法》落地后，明确规定了每一博彩中介仅可面向一家承批公司提供服务，且仅可收取佣金，不得参与娱乐场收入分成，这将对严重依赖中介服务的博彩贵宾厅业务产生重大影响。政策的不确定性引发市场担忧，因而此段时间股价相对恒生指数调整更为明显。

图表3：新《博彩法》推出相关时点

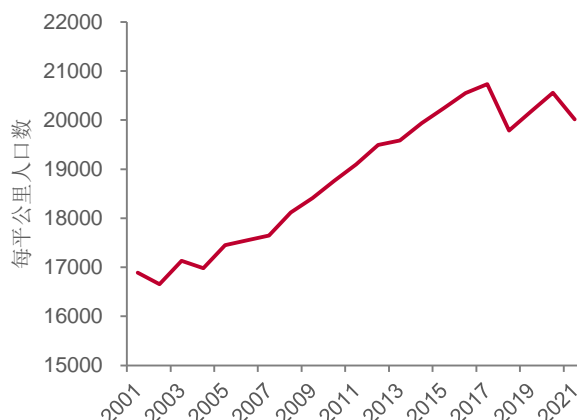
2020.11.16	2021年财政年度施政报告提出，2021年将修改《娱乐场幸运博彩经营法律制度》（《博彩法》）
2021.9.14	澳门特区政府提出对幸运博彩批给数量和期限、引入政府代表、强化审查机制等九大重点方面作出修改，展开为期45天公开咨询
2021.12.23	博彩监察协调局公布关于修改“博彩法”的咨询总结报告，报告称咨询期间共收到1340条意见
2022.1.14	澳门特区行政会公布，已完成对《修改第16/2001号法律〈娱乐场幸运博彩经营法律制度〉》法律草案的讨论，有关法案将送立法会审议
2022.6.23	澳门特区新《博彩法》正式生效；澳门特区政府决定批准6家博企的娱乐场幸运博彩经营期限延长至2022年12月31日的申请
2022.7.10	澳门博彩监察协调局宣布，各娱乐场将于2022年7月11日0时至18日0时暂停营运
2022.7.27	澳门特区新闻局公布，行政长官颁布批示设立娱乐场幸运博彩经营批给公开竞投委员会，负责执行新一轮博彩经营批给公开竞投的工作
2022.7.29	澳门特区政府启动新一轮博彩经营批给的公开竞投程序启动（6张牌照），截标前共有7间公司投标：美高梅金殿超濠、银河娱乐场、威尼斯人澳门、新濠博亚（澳门）、永利渡假村（澳门）、澳娱综合度假以及GMM
2022.11.26	澳门特区政府判定六家博彩公司获批新一轮牌照，美高梅金殿超濠、银河娱乐场、威尼斯人澳门、新濠博亚（澳门）、永利渡假村（澳门）、澳娱综合度假获牌，GMM落选

来源：澳门特别行政区政府网站、中泰证券研究所

- 博彩桌和可供发展博彩业的土地受政府限制。**在政策对贵宾厅的约束下，未来澳门博彩将更依赖中场业务和非博彩业务的发展，但中场与非博彩业务的发展依赖博彩桌和土地的供给提升。（1）新《博彩法》规定了澳门博彩桌和博彩机数量，其中博彩桌数量 6000 张，博彩机数量 12000 台。（2）澳门土地资源受限。澳门人口密度较高，2021 年已达 20012 人/平方公里，远高于同期深圳的 8901 人/平方公里和上海的 3926 人/平方公里。因此，新批给土地主要用于解决居民社会活动的基本空间。横琴与新填海的澳氹新城已明确不会用于发展博彩行业，澳门半岛老城区的改建工作尚未有明确指引，因此可以用于博彩行业的土地短期内不会增加。

图表 4: 澳门赌台和博彩机数量 (台数)


来源：澳门博彩监察协调局、中泰证券研究所

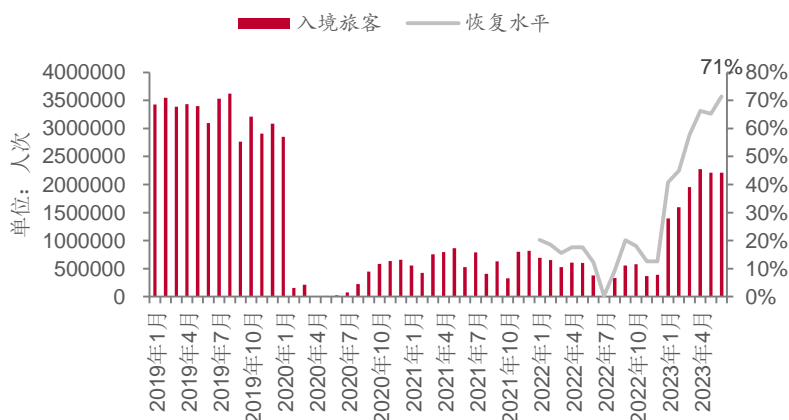
图表 5: 澳门地区人口密度


来源：世界银行、中泰证券研究所

以上三重担忧是压制博彩行业表现的主要原因，而我们认为，这些担忧正在逐渐消退。

1.2 担忧逐步消除之一：客流的复苏

- 2023 年 6 月赴澳旅客已恢复至 2019 年同期水平的 71%。**出行放开以来，赴澳旅客人数恢复度持续提升。如果看月度累计数据，23 年 1-6 月，赴澳旅客数量已累计恢复至 2019 年的 65%。

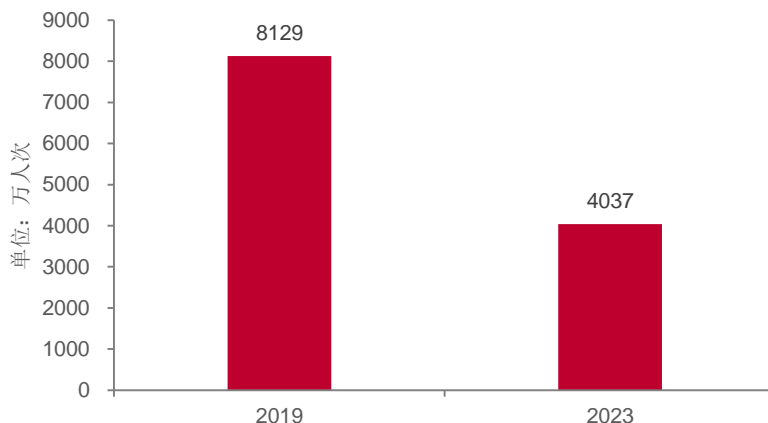
图表 6: 澳门旅客入境数及对比 2019 年恢复水平


来源：澳门统计署、中泰证券研究所

注：恢复水平为 2023 年数据与 2019 年同期数据的比值，下同

- 与内地上半年 77% 的国内游客流恢复度相比，澳门客流恢复情况较弱；但与出境游 50% 的客流恢复度相比，澳门客流恢复较好。我们认为，其中影响的变量并非完全取决于宏观经济，而是与签证、航班、旅行社的恢复程度相关。

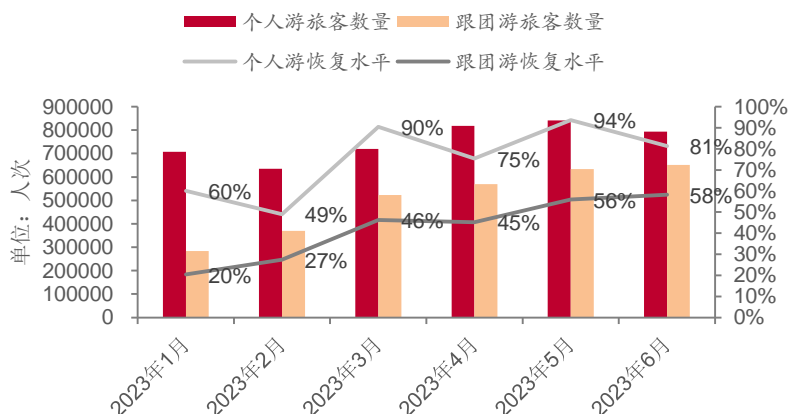
图表 7：出境游旅客人次



来源：文旅局、中泰证券研究所

- **签注政策逐步放宽，赴澳旅客加速修复。**澳门签注虽然较早恢复办理，但其办理的便利程度是逐步改善的。2022 年 11 月，移民管理局宣布恢复内地居民赴澳门旅游的智能签注申请系统，智能签注简化了内地居民赴澳旅行手续，赴澳客流开始恢复，但团队游的恢复程度持续弱于个人游。2023 年 5 月，国家移民管理局发布公告，“自 5 月 15 日起进一步调整优化出入境管理政策措施，全面恢复实行内地居民赴港澳团队旅游签注‘全国通办’；全面恢复口岸快捷通关”等相关政策。这一政策有利于不在户籍所在地就业的人群赴澳旅行，提高了赴澳跟团游的便捷度。2023 年 4 月，跟团游恢复至 45%。政策放开后，6 月跟团游恢复至 58%，跟团游恢复加快。

图表 8：中国内地旅客数量及对比 2019 年恢复水平

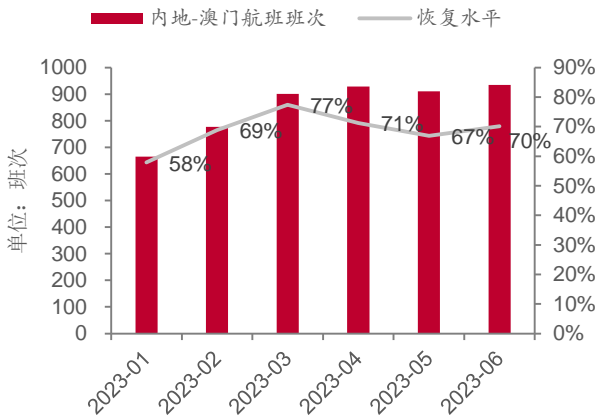


来源：澳门统计署、中泰证券研究所

- **航班数量尚未恢复至疫情前。**2023 年 6 月，内地赴澳航班仅恢复至 2019

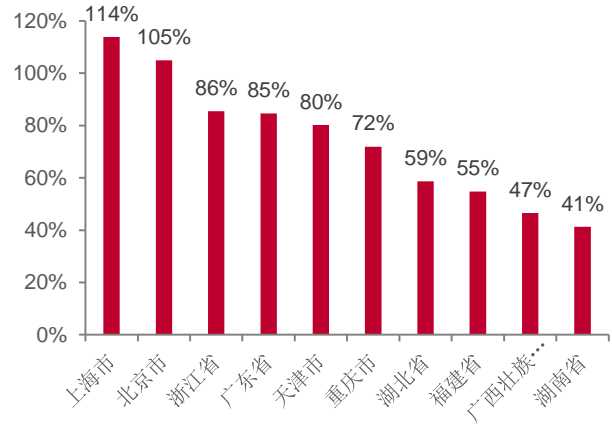
年同期的 70%。为排除航班影响，我们选取主要城市不需要乘坐飞机赴澳的广东省来看，6 月广东赴澳旅客已修复至 2019 年的 85%，而以航班数量已经完全恢复的上海为例，其赴澳客流已达到 2019 年同期的 114%。因此，对于恢复不及广东的省市，航班数较少或是影响其客流的主要因素。

图表 9：内地-澳门商业航班班次及恢复水平



来源：澳门海关、中泰证券研究所

图表 10：2023 年 6 月赴澳旅客主要客源地恢复程度



来源：澳门统计署、中泰证券研究所

随着后续航班数量和宏观经济的逐步修复，客流端已经逐渐不再是市场担忧的主因。

1.3 担忧逐步消除之二：贵宾厅业务受限下的盈利能力

- 政策落地，贵宾厅业务将大幅萎缩。我们在此前博彩行业专题报告《牌照政策担忧落地，客流估值双升可期》中提到，新《博彩法》将进一步限制博彩中介人发展，贵宾厅业务将大幅萎缩，甚至逐步退出。

图表 11：新旧博彩法关于中介业务的对比

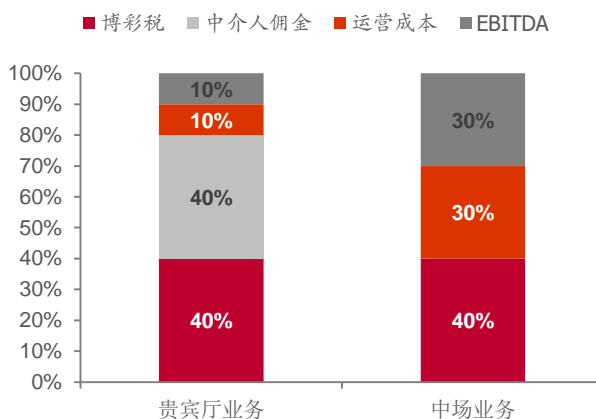
	新博彩法	旧博彩法
第二十三条 从事博彩中介业务	从事博彩中介业务须取得由经济财政司长发出的博彩中介牌照，且不可移转。 每一博彩中介仅可于一间承批公司内从事博彩中介业务，并仅得以收取佣金的方式为承批公司推介娱乐场合幸运博彩活动，不得以任何方式与承批公司分享娱乐场的收入。	承批公司须就有关博彩中介人及其行政管理机关成员和合作人在娱乐场合开展之活动，以及就彼等是否遵守法律及规章规定向政府承担责任；为此，承批公司应监管其活动。

来源：澳门政府网站、中泰证券研究所

- 此前市场对贵宾厅业务萎缩的担忧主要体现在两方面：1. 贵宾厅业务收入占比高，贵宾厅业务的萎缩将大幅影响博彩企业的盈利；2. 贵宾厅对应的客人是高净值人群，其消费能力较强，因此贵宾厅业务萎缩的同时，可能导致澳门旅游人均消费的下降。
- 针对第一个问题，我们认为贵宾厅业务收入占比虽高，但贵宾厅业务利润率显著低于中场业务，利润端对博彩企业盈利影响有限，对金沙中国这种贵宾厅业务占比较少公司影响更有限。贵宾厅业务需要向中介人

支付佣金，由于此前中介人在贵宾厅业务中占据主导地位，因此其佣金也较高，通常占毛收入的40%以上。根据我们测算，扣除博彩税和运营成本后，贵宾厅的EBITDA率约10%，而中场业务在30%左右。以金沙中国为例，其贵宾厅收入在疫情前占博彩收入比例为26%，新政策后，我们估算贵宾厅中介业务萎缩仅影响金沙中国约5%的利润。

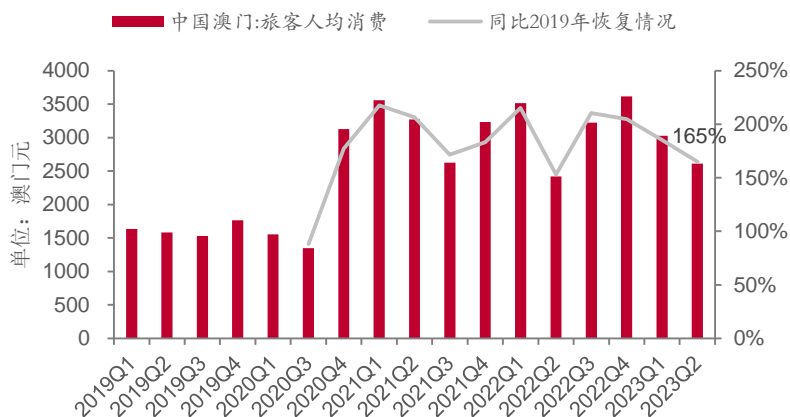
图表 12：中场业务和贵宾厅业务盈利结构对比



来源：中泰证券研究所

- 针对第二个问题，当前人均消费恢复已远超2019年同期，一定程度可打消担忧。以2023年一季度数据来看，澳门客流虽然仅恢复至2019年的45%，但人均消费已恢复至2019年的165%。虽然当前客流有一定的结构性偏差（个人游旅客消费能力或强于跟团游旅客），但在一定程度上也证明了消费力的恢复和持续性。

图表 13：澳门地区人均消费及同比2019年水平



来源：wind、澳门统计署、中泰证券研究所

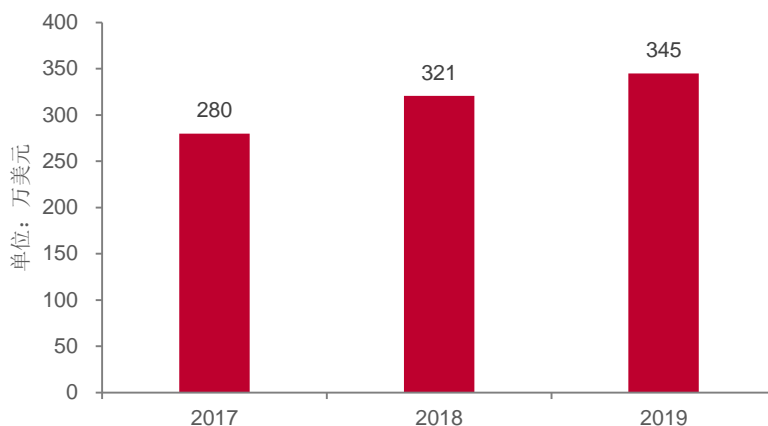
- 此外，中介人主导的贵宾厅业务逐步退出历史舞台，有利于澳门博彩行业长期稳定健康发展，实质上对企业估值有较积极的意义。由于中介人模式存在较多的信贷交易，贵宾厅业务的运作存在较多灰色之处，政府对贵宾厅的监管具有较高难度。限制博彩中介人业务的发展在此次政策落地前，早已有迹可循。2013-2022年期间，澳门地区政府相继推出多项举措以限制贵宾厅业务的发展。此次政策落地，反而消除了对澳门贵宾厅业务的长期担忧。未来，以合法合规的中场业务为主的澳门博彩业

将更加稳定健康发展。

1.4 担忧逐步消除之三：供给受限下的增长来源

- **澳门供给的有限性，主要体现在博彩桌和土地两个方面。**一方面，新《博彩法》规定了澳门博彩桌和博彩机的数量，即博彩桌 6000 台和博彩机 12000 台。另一方面，土地供应的不足，也会限制客房、购物中心等物业的扩建。
- **博彩桌数量虽有限，但并不限制人数，单桌赌额仍可提升。**一张博彩桌通常可坐 5-7 人，但其他赌客可以站在身后下注。我们认为，6000 张博彩桌的限制可以提高每台博彩桌的效率，不会影响博彩整体收入。且此前一些经营非合规的卫星厅被取缔后，释放出的博彩桌配额将会向 6 家持牌公司释放。

图表 14：金沙中国单桌赌额持续提升



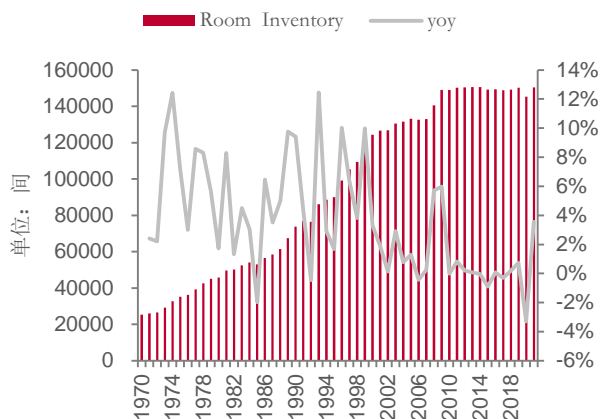
来源：公司公告、中泰证券研究所

注：单桌赌额=非转码赢额/博彩桌数量

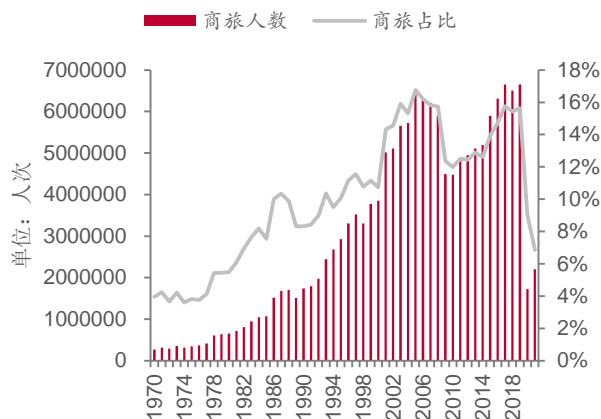
- **土地供应不足，是市场对于澳门长期增长空间的主要担忧。**拉斯维加斯过去 50 年间的增长很大程度上受益于土地的扩张。过去 50 年间，拉斯维加斯酒店房间数量从 1970 年的 25430 间增长到 2021 年的 150487 间。同时，当地政府还通过修建会展中心、机场、体育馆及演出馆等设施吸引游客，通过客流和供应的双增快速崛起。反观澳门，在未来很长一段时间内，或许较难有新的用于发展博彩业的土地新供给。

图表 15：拉斯维加斯房间库存

图表 16：拉斯维加斯商旅游客数量及占比



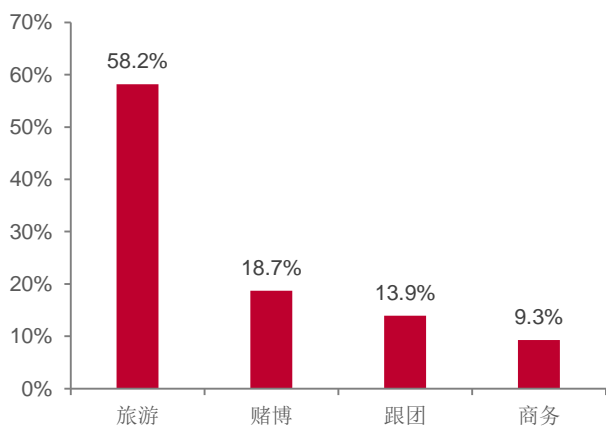
来源: LVCVA、中泰证券研究所



来源: LVCVA、中泰证券研究所

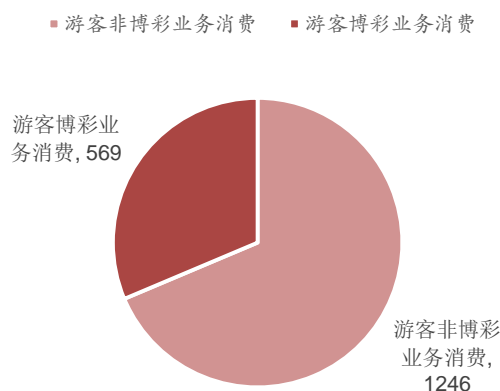
- 同时，土地也是发展非博彩业务的重要资源。以拉斯维加斯为例，由于土地的扩张及丰富的多元化业态的建设，到访游客中以博彩为首要目的的仅有 18.7%，而在游客中会参与博彩的比例为 74.8%，消费结构中，博彩占比 31%。目前，澳门政府正积极推进“1+4”适度多元发展战略，以博彩旅游带动会展商贸等其他非博彩行业的发展，并设立博彩业占本地生产总值 40%、四大产业各占 15%的发展目标，但澳门的土地面积仅有拉斯维加斯的十分之一。

图表 17: 2022 年拉斯维加斯游客到访首要目的



来源: LVCVA、中泰证券研究所

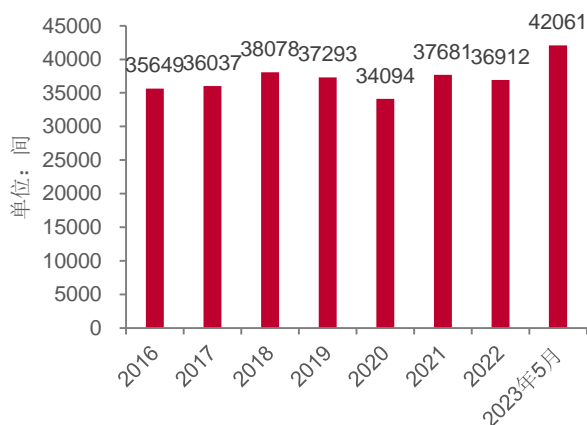
图表 18: 2022 年拉斯维加斯游客消费结构 (美元)



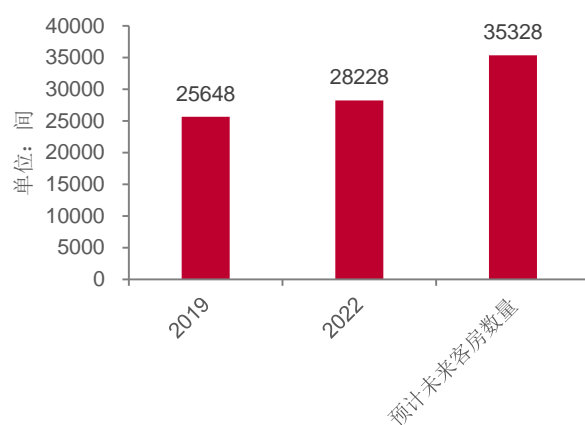
来源: LVCVA、中泰证券研究所

许多投资者将土地供给的有限性视为限制澳门博彩企业收入成长的主要原因，而我们认为，企业盈利的最核心因素是供需结构。随着供不应求的愈演愈烈，最终企业的盈利将通过在有限的面积上坪效提升来获得。

- 支撑坪效提升的因素，首先是澳门现有土地上的客房等物业，仍有升级改造的空间。2023 年 5 月，澳门酒店客房共有 42061 间，相比 2019 年末增加 3789 间（其中 6 家承批商客房占比从 2019 年的 67% 提升至 2022 年的 75%）。从 6 家承批商的规划来看，预计客房数量未来将达到 35328 间（此处测算不包括尚未公布预期房间数的扩张计划，如金沙伦敦人二期改造等）左右，相比 2022 年的增幅达到 25%，相比 19 年的增幅达到 38%。

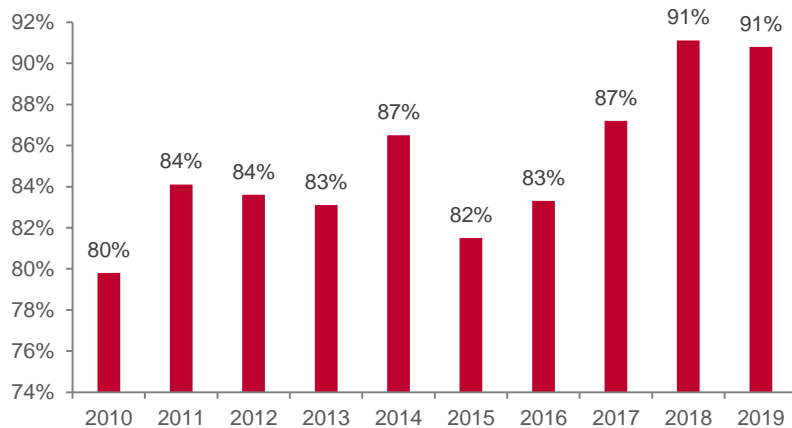
图表 19: 澳门酒店客房数量


来源：澳门统计署、中泰证券研究所

图表 20: 6 家承批商现有及规划房间数


来源：公司公告、中泰证券研究所

- 定价提升是支撑坪效提升的另一因素。** 澳门酒店入住率在不受疫情影响阶段维持在相当高的水平，其背后就是供需结构的作用。澳门是我国未来很长时间内唯一提供合法娱乐场博彩的地区，主要承载大陆需求。澳门游客约 70% 来自于大陆。从渗透率来看，2019 年大陆游客渗透率仅 1.98%，同期美国游客到访拉斯维加斯渗透率 13%，仍有较大提升空间。在这种供需结构下，若酒店面积和入住率无法再提升，最终其供不应求会体现在定价的提升上。

图表 21: 澳门整体酒店入住率


来源：澳门统计署、中泰证券研究所

以上三重担忧，随着客流复苏、客单价提升、近几年新增供给的释放，会逐步退去。而金沙中国，无疑是担忧退去后的最佳承批商。

2. 金沙：担忧退去后的最佳承批商

金沙中场业务和非博彩业务在澳门占比均为第一。凭借母公司于拉斯维加斯的发展经验，以及管理层极具前瞻性的战略眼光，金沙历史上在中场业务和非博彩业务上投入更多，贵宾厅业务占比低，受影响最小。

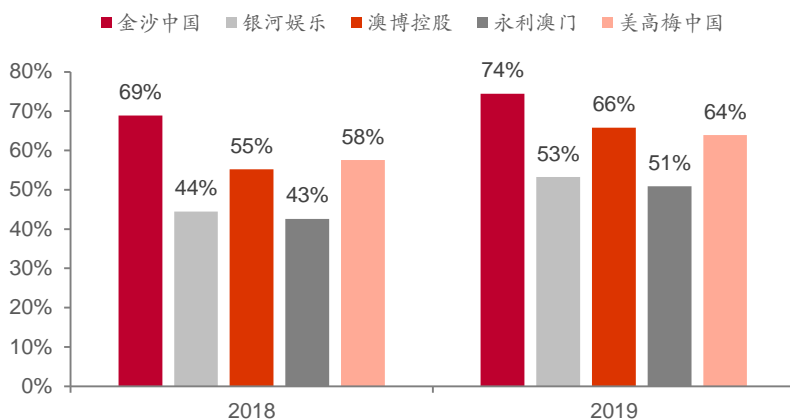
在未来的增长上，公司现有物业质量更优，拥有行业最多的博彩桌、博彩机、

客房和购物中心，本身可充分受益于疫后复苏。且管理层战略清晰，持续聚焦高净值人群，通过对原有物业的升级改造满足更高端的客户需求，着力提升坪效，有望进一步打开增长空间。

2.1 历史选择与优良的治理

- 中场业务为盈利核心，贵宾厅业务缩减影响较小。疫情前，金沙中国在澳门 6 家承批商中场业务占比最高。2019 年，中场业务占比 74%。因此，金沙在 2015 年至今贵宾厅业务不断收窄的过程中，所受的影响也较小。

图表 22: 主要承批商中场收入于博彩收入占比

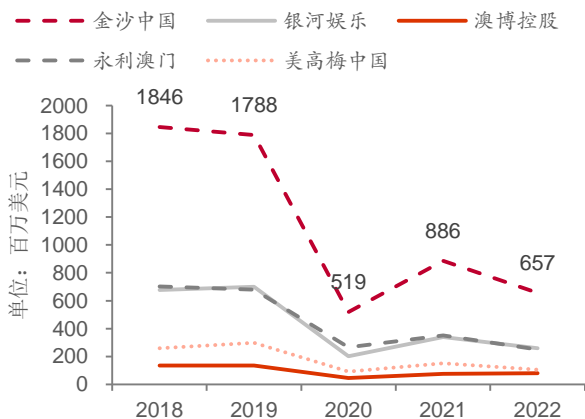


来源：各国政府网站、中泰证券研究所

注：不考虑拥有海外业务的新濠国际

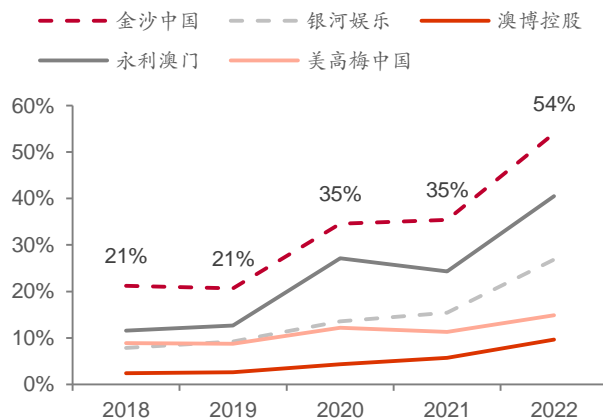
- 公司非博彩业务占比澳门最高。2019 年，公司非博彩业务营收分别为 17.9 亿美元，占公司收入比重为 21%，在 6 家承批商中也最高。公司非博彩业务包括客房、购物中心、餐饮、以及会议游轮零售和其他业务。2022 年，公司共拥有 12392 间酒店客房及套房（含御匾）、210 万平方尺零售购物中心（内有 146 家餐厅及食肆）、170 万平方尺会展奖励旅游场地、四家常设剧院、两座设有 15,000 个座位的综艺馆。

图表 23: 5 家承批商非博彩收入对比



来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 24: 5 家承批商非博彩收入占比

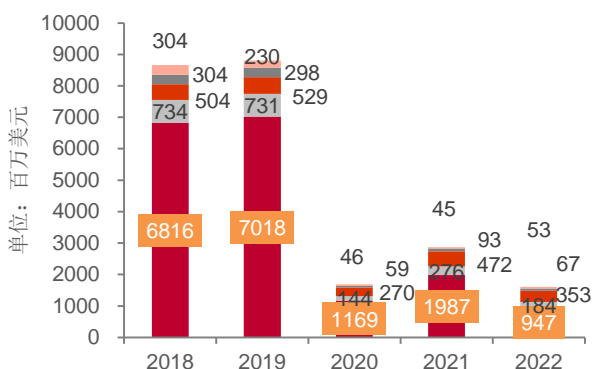


来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 25: 金沙中国收入结构

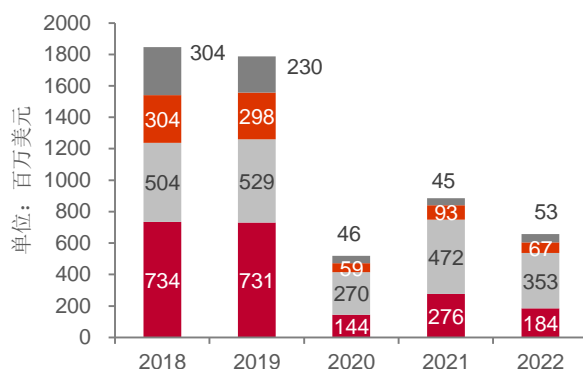
图表 26: 金沙中国非博彩收入结构及增速

■ 娱乐场 ■ 客房 ■ 购物中心 ■ 餐饮 ■ 会议、游轮、零售及其他



来源：公司公告、中泰证券研究所

■ 客房 ■ 购物中心 ■ 餐饮 ■ 会议、游轮、零售及其他



来源：公司公告、中泰证券研究所

公司中场和非博彩业务双龙头的结果，得益于母公司在海外丰富的博彩运营和管理经验，以及管理层极具前瞻性的战略眼光。

- 公司隶属于拉斯维加斯金沙集团股份有限公司（LVS），是第一家在澳门开设娱乐场的外资企业。LVS 创办于 1988 年，拥有并经营包括内华达州拉斯维加斯的威尼斯人度假娱乐场酒店和金沙会展中心（已出售），以及澳门金沙和新加坡市场，有着丰富的经营酒店和博彩业的经验。截至 2022 年 3 月 31 日，LVS 共拥有公司已发行股本约 70% 的权益。

图表 27：2022 年 3 月 31 日公司股权结构

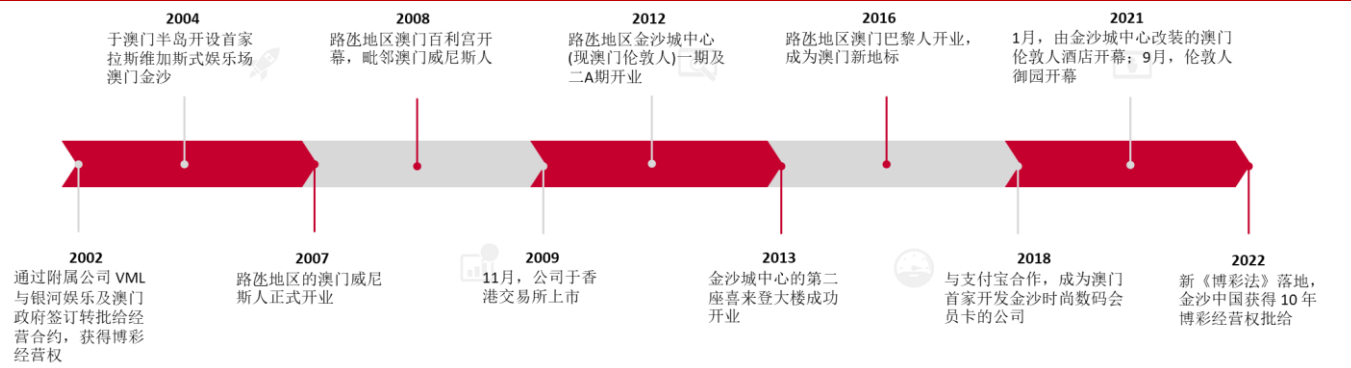


来源：公司年报、中泰证券研究所

- **发现路氹潜力，提前买地布局。**路氹是澳门填海造陆形成的新土地，早期基础设施落后，交通不便。在 2014 年路氹关口建成前，需要经过澳门半岛才能达到。金沙在路氹开发早期抓住机会，拿下土地，于 2007 和 2008 年相继在路氹地区开设威尼斯人和百利宫。随着大型娱乐场的建成，路氹地区的博彩收入持续提升，2015 年四季度开始反超半岛成为新的博彩中心。根据彭博数据显示，2015 年第四季度，路氹地区博彩收入 30.19 亿美元，占澳门博彩市场份额的 52.3%，到 2020 年第一季度，

路氹地区博彩收入占比达到 63.9%，已成为新的博彩中心。目前，公司在路氹地区建成四座互相连接的综合度假村，包括多个不同类型的品牌酒店和度假设施，吸引不同市场档次的消费者。

图表 28: 金沙中国发展历程



来源：公司年报、中泰证券研究所

图表 29: 金沙中国澳门物业地理位置



来源：公司年报、中泰证券研究所

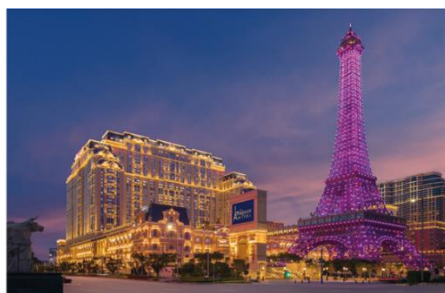
图表 30: 金沙中国澳门物业



澳门威尼斯人



澳门伦敦人



澳门巴黎人



澳门百利宫

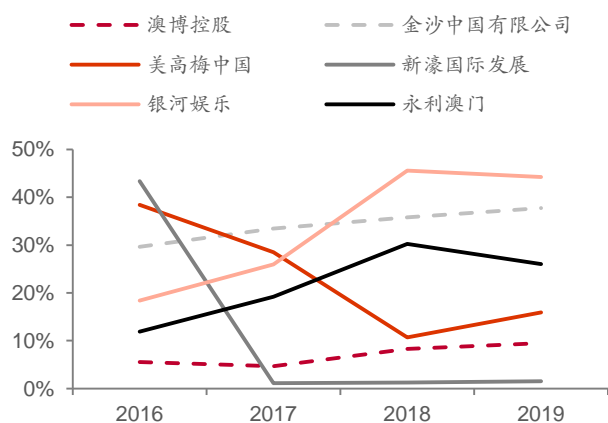


澳门金沙

来源：公司年报、中泰证券研究所

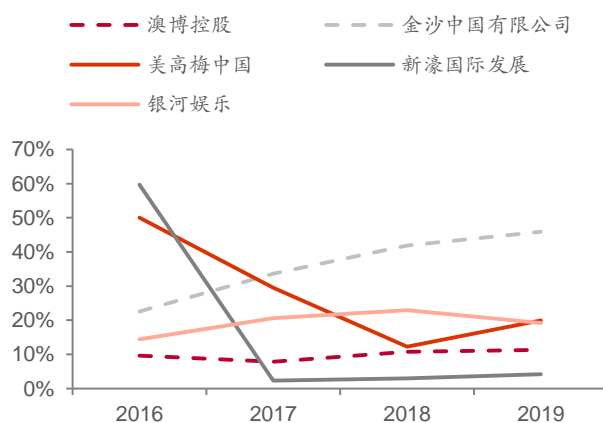
- 受益于中场业务和非博彩业务，公司利润率和 roe 显著领先。金沙中场业务和非博彩业务的占比更高，由于中场业务和非博彩业务利润率高于贵宾厅业务，因此金沙整体利润率较高。疫情前的 2019 年，金沙利润率 37.7%，位于行业第二名，ROE 为 46%，位于行业第一，行业第二名 ROE 为 20%。

图表 31: 6 家承批商利润率水平 (剔除疫情影响)



来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 32: 5 家承批商 ROE 水平 (剔除疫情影响)

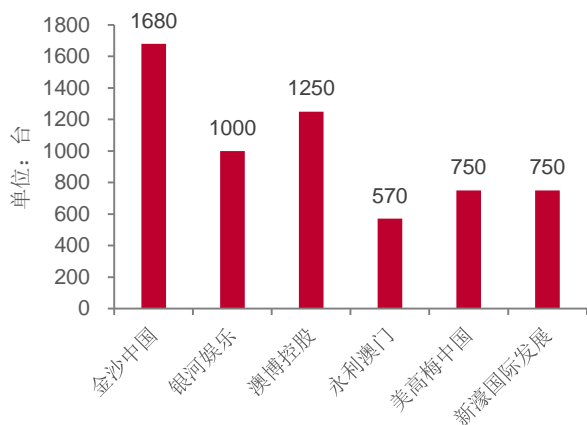


来源：公司公告、中泰证券研究所

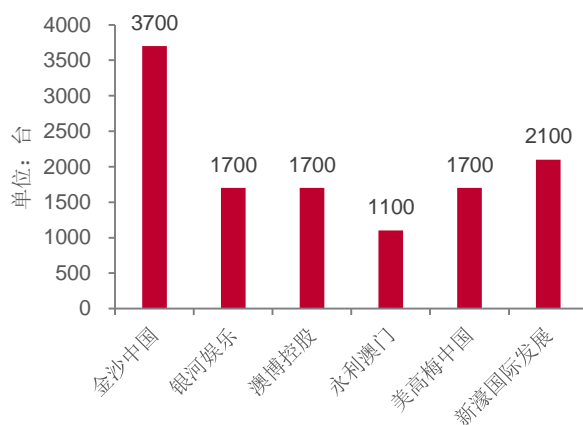
2.2 供给约束下的增量与成长

- 澳门供给受限下，金沙拥有 6 家承批商中最优秀的供给，博彩桌、博彩机数量以及客房、购物中心等非博彩物业均处于行业领先地位，将充分受益于疫后复苏。

- **金沙获批最多的博彩桌和博彩机，客流恢复后有望受益。**2022年新《博彩法》落地，金沙获批1680台博彩桌和3700台博彩机，为6家承批商中最高。博彩桌和博彩机数量不会限制博彩收入，但供给更充足的公司也会更多的受益于客流的恢复与增长。

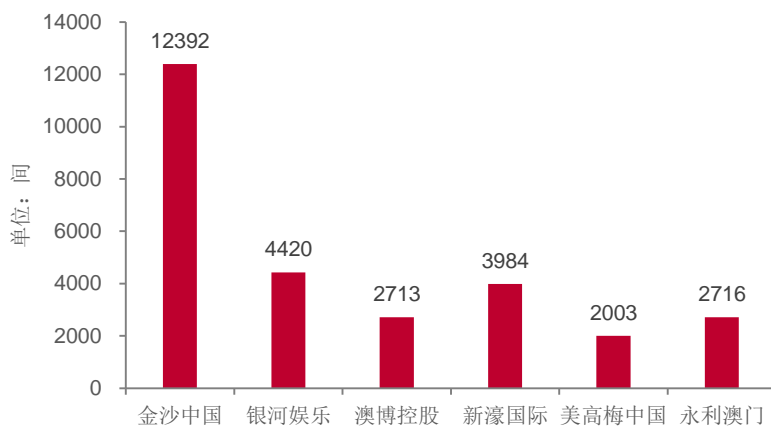
图表 33: 6 家承批商博彩桌批给数量


来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 34: 6 家承批商博彩机批给数量


来源：公司公告、中泰证券研究所

- **公司客房数量行业第一。**客房业务和博彩业务深度绑定，由于娱乐场玩法、装潢等差距较小，赌客通常通过酒店选择娱乐场。疫情前，5家主要承批商酒店入住率均保持90%以上，供给紧张。因此，客房也是博彩企业主要的资本支出项目。截至2022年，金沙共经营12392家客房及套房，占澳门娱乐场客房量的44%。

图表 35: 2022 年 6 家承批商客房数量


来源：公司年报、中泰证券研究所

- **公司拥有多家亚洲顶级零售购物中心，交通便利，设计出众。**公司拥有及营运于澳门威尼斯人、澳门伦敦人、澳门巴黎人及澳门百利宫综合度假村内的零售购物中心，内有700余家门店汇集多个国际名牌。金沙购物中心之间相互连接，且与路氹地区主要通道直连，方便游客逛街购物。此外，购物中心具有别具一格的建设风格，以吸引游客光临。以澳门威尼斯人为例，购物中心模仿威尼斯古旧街景兴建，餐厅及门店沿街而立。于零售空间内的公众休憩处包括圣马可广场及三条室内人工运河穿插其

中。

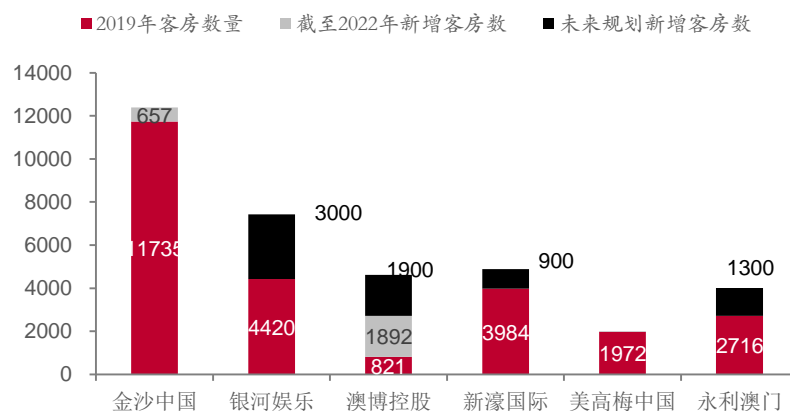
图表 36: 金沙威尼斯人购物中心



来源：中泰证券研究所

- 未来成长性方面，金沙中国在澳门供给受限条件下，践行符合实际的“高坪效”战略，抢占高端客户资源。
- 聚焦头部高净值客户，持续提高客单价，打开增长空间。金沙当下的优秀供给是支撑其未来发展的基础。在供小于求的市场中，金沙瞄准的是头部的高净值客户，可以通过对原有客房的翻新改造满足该类客户对更宽敞客房的需求，提升自身客单价。2020年以来，金沙耗资近20亿美元对原有金沙城进行改造，形成了一家崭新的汇聚5家酒店和6000间奢华客房的度假区（伦敦人）。改造后，金沙新增客房657间，伦敦人完成全套房配置，基础大床房便是75平米起的路易套房。虽然改造后新增客房数量仅占原有客房数的6%，但考虑到旧房间升级改造后房价大幅提升，预计其新增客房收入远超6%。

图表 37: 客房数量增长图（间）

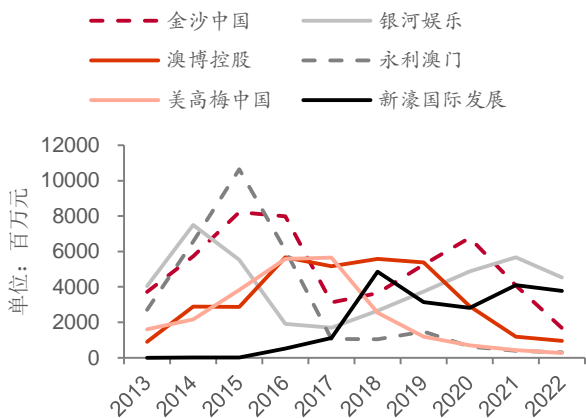


来源：公司公告、中泰证券研究所

- 资本开支持续，非博彩收入占比有望进一步提高。公司在6家承批商中资本开支属于较高水平，预计未来仍会持续进行投入。公司未来的主要

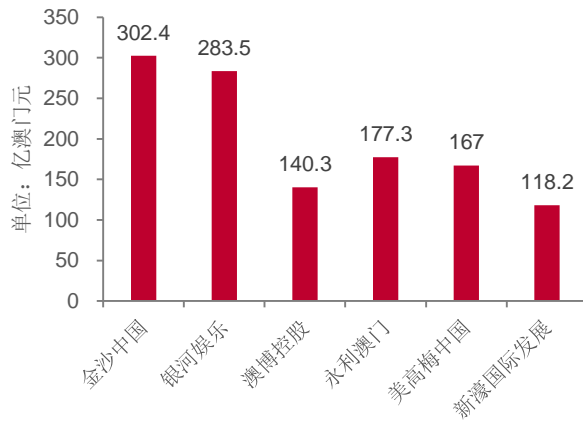
资本开支为路氹地区的翻修维护工作，以及进行澳门政府博彩批给所承诺的投资。其中，金沙承诺在未来十年投资 302.4 亿澳门元，包含有关非博彩项目 278 亿澳门元，投资规模居 6 家承批商之首。在现有基础上的翻新改造，将带动赴澳旅客人均消费的持续提升，拉动公司业绩增长。

图表 38: 6 家承批商历史资本开支



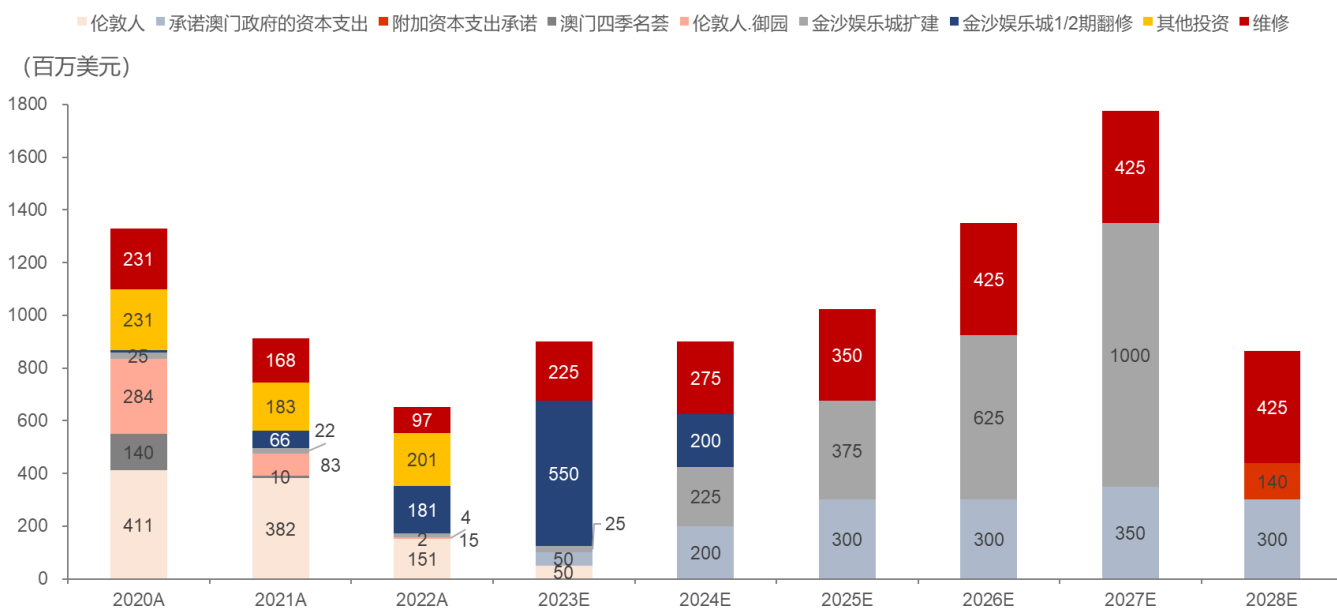
来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 39: 6 家承批商承诺投资额



来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 40: 母公司未来 5 年资本支出指引



来源: 母公司年报、中泰证券研究所

此前，市场较多关注房间数量的增长，低估了金沙的成长性。而我们认为，公司的成长性将通过平均单房间面积、客单价、高净值客户比例逐渐体现在盈利的增长上，超过市场的预期。

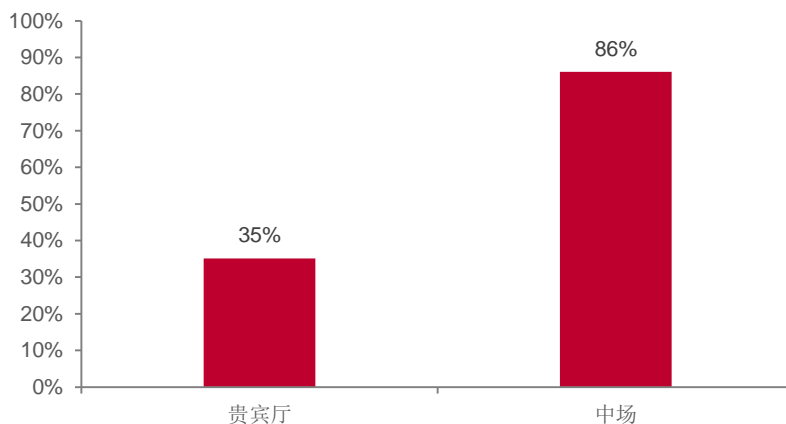
3. 盈利预测与估值分析

3.1 盈利预测

- 公司短期业绩主要依赖于客流的恢复，我们预测 2024 年客流基本恢复

至 2019 年同期水平。考虑到疫情期间，公司在客房等业务上做了相关投入，对购物中心租户做出相关补贴等因素，我们预计在不考虑贵宾厅业务下，其他业务恢复超过 2019 年同期水平。截至 2023 年二季度，澳门贵宾厅业务已恢复至 2019 年同期的 35%，中场业务恢复至 2019 年同期的 86%。

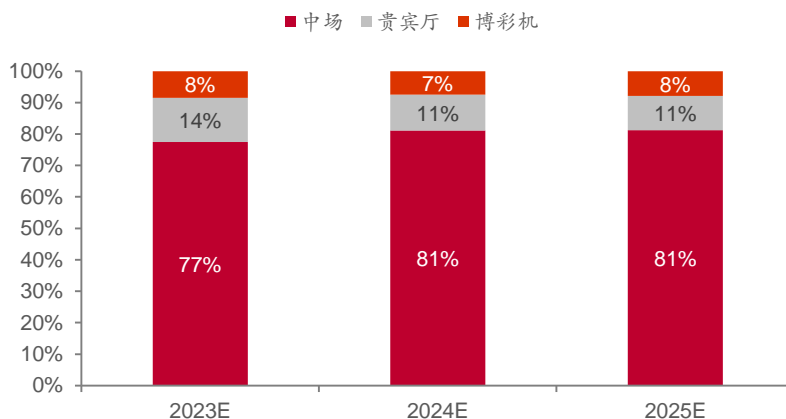
图表 41: 2023 年二季度澳门博彩恢复情况



来源：澳门博彩监察协调局、中泰证券研究所

- (1) 我们预测 2023-2025 年娱乐场收益额为 48/68/73 亿美元，对应毛收入 58/80/86 亿美元。其中，中场业务毛收入为 46/64/69 亿美元，分别恢复至 2019 年的 78%/110%/119%(2023H1 中场毛收入 21 亿美元，恢复至 2019 年的 71%)。受政策影响，贵宾厅业务大幅下降，但不依赖于第三方中介的自营贵宾业务预计将逐渐增长，预测 2023-2025 年毛收入分别为 6.7/9.1/9.4 亿美元，分别恢复至 2019 年的 30%/41%/43% (2023H1 贵宾业务毛收入 3.4 亿美元，恢复至 2019 年的 28%)。虽然贵宾厅恢复度预计一般，但其萎缩部分主要是中介合作部分，余下的贵宾厅业务利润率预计大幅提升。

图表 42: 预测 2023-2025 年中场、贵宾厅、博彩机毛收入结构

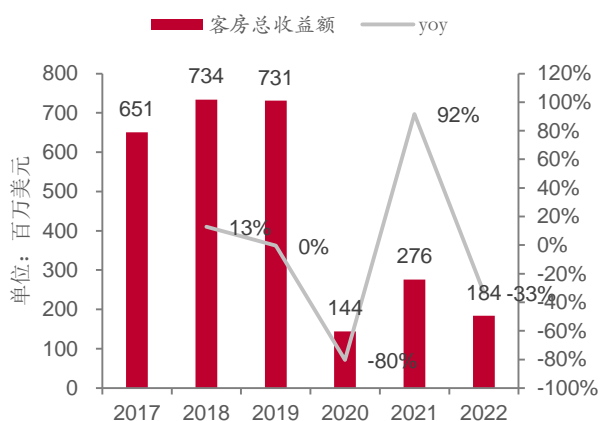


来源：中泰证券研究所

- (2) 我们预测 2023-2025 年客房收益额为 7.3/9.3/9.8 亿美元，分别恢复至 2019 年的 100%/127%/134%。入住客房数和客房均费是客房收益的主要指标。2019 年，金沙酒店客房共 11735 间，入住率 97%，日均

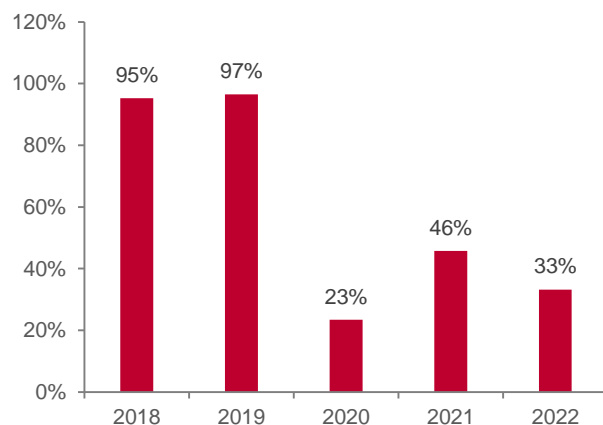
房费 183 美元,客房收益额 7.3 亿美元。2022 年,金沙客房提升至 12392 间,但受疫情影响,整体客房入住率仅 33%,折扣下日均房费为 158 美元,整体收益额 1.8 亿美元,为 2019 年的 25%。随着客流恢复,我们预测公司客房入住率和日均房费将显著提升,此外,考虑到疫情期间客房的升级改造,我们预测日均房费将高于 2019 年同期。预计 2023-2025 年公司客房入住率将分别恢复至 80%/97%/98%,日均房费 210/220/230 美元,分别为 2019 年的 115%/120%/125%。2023H1 酒店客房净收益 3.38 亿美元,恢复至 2019 年的 93%,客房入住率 76%。威尼斯人、伦敦人、巴黎人、百利宫、澳门金沙的日均房费已分别恢复至 2019 年的 92%、134%、99%、150%、97%。

图表 43: 金沙客房总收益额



来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 44: 金沙客房入住率

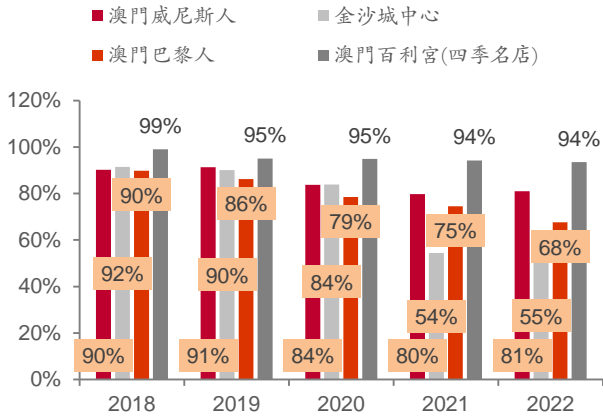


来源: 公司公告、中泰证券研究所

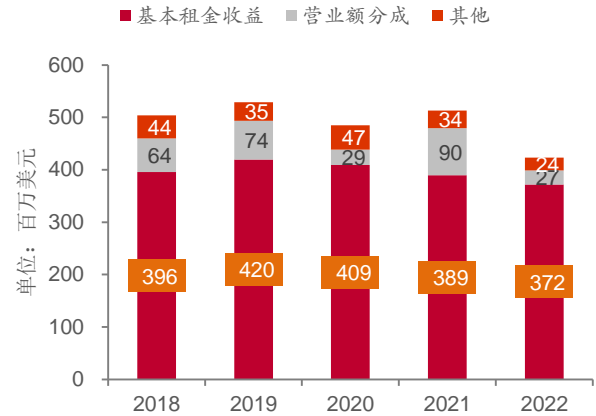
- (3) 我们预测 2023-2025 年购物中心收益额为 5.1/5.5/5.8 亿美元,恢复至 2019 年的 96%/105%/110%。购物中心收益分为基本租金收益和营业额分成。疫情期间,得益于较高的租用率,购物中心基本租金收益依然保持平稳趋势,购物中心整体收益超过客房收入在非博彩收益中占比最高。根据我们测算,金沙购物中心收益占租户销售额的 18%左右,处于零售业态中的较高水平。受疫情影响,2020-2022 年,购物中心租用率下降,金沙给予了一定租金补贴,营业额扣点率也有下调,预计未来随着客流恢复,购物中心营业额将显著提升。2023H1,金沙购物中心净收益额 2.2 亿美元,恢复至 2019 年同期的 94%,租户销售额 27.4 亿美元,恢复至 93%。

图表 45: 4 家购物中心租用率

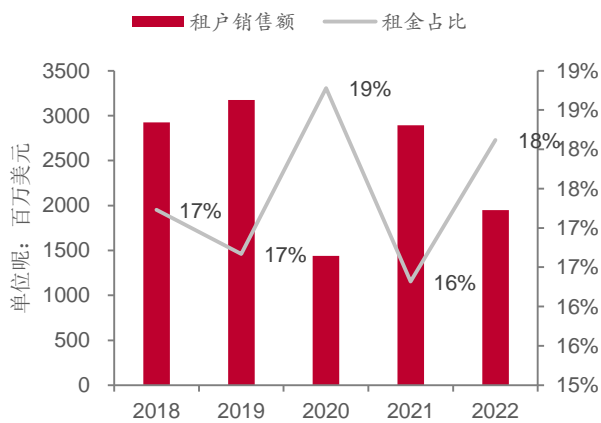
图表 46: 购物中心收益结构



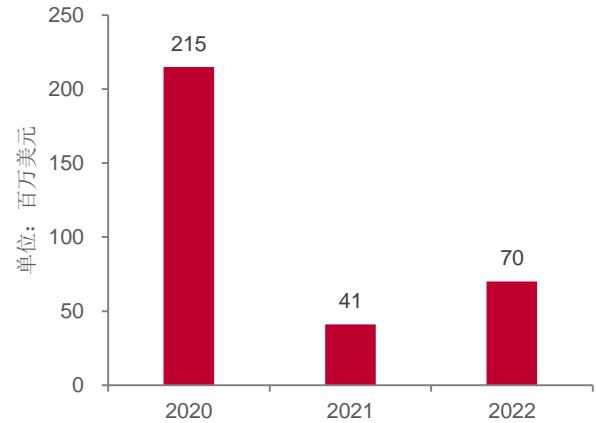
来源：公司公告、中泰证券研究所



来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 47: 购物中心收益占租户营业额比重


来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 48: 疫情期间购物中心租金补贴


来源：公司公告、中泰证券研究所

■ 综上，我们预测 2023-2025 年金沙中国有限公司净收益为 64/89/97 亿美元，分别恢复至 2019 年的 73%/101%/110%。

图表 49: 收入预测表 (百万美元)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净收益总额	8662	8806	1688	2873	1604	6447	8876	9697
净收益 yoy		2%	-81%	70%	-44%	302%	38%	9%
娱乐场净收益总额	6816	7018	1169	1987	947	4835	6759	7308
娱乐场占比	79%	80%	69%	69%	59%	75%	76%	75%
娱乐场 yoy		3%	-83%	70%	-52%	411%	40%	8%
客房总收益额	734	731	144	276	184	734	931	983
客房占比	8%	8%	9%	10%	11%	11%	10%	10%
客房 yoy		0%	-80%	92%	-33%	299%	27%	6%
购物中心收益额	504	529	270	472	353	508	553	581
购物中心占比	6%	6%	16%	16%	22%	8%	6%	6%
购物中心 yoy		5%	-49%	75%	-25%	44%	9%	5%
餐饮收益额	304	298	59	93	67	209	358	465

会议、渡轮、零售及其他收益额	304	230	46	45	53	161	276	359
----------------	-----	-----	----	----	----	-----	-----	-----

来源：中泰证券研究所

- 假设博彩税率持续保持 40%，经营性成本随收入同比变动。我们预测 2023-2025 年公司净利润为 8.4/20.5/24.2 亿美元，分别恢复至 2019 年的 41%/101%/119%，对应 PE 为 31.4/12.8/10.8 倍。

图表 50：盈利预测表（百万美元）

	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净收益	8665	8808	1687	2874	1605	6447	8876	9697
yoy		2%	-81%	70%	-44%	302%	38%	9%
博彩税	-3430	-3421	-625	-1017	-515	-2355	-3225	-3476
雇员福利开支	-1238	-1292	-1050	-1049	-1032	-1202	-1278	-1304
折旧和摊销	-655	-706	-684	-733	-750	-752	-775	-802
已消耗存货	-99	-97	-23	-34	-26	-85	-97	-106
其他开支、收益及亏损	-1089	-1017	-544	-578	-445	-900	-1239	-1354
经营利润	2154	2275	-1239	-537	-1163	1153	2263	2655
利息收入	20	38	11	2	19	78	151	176
经扣除资本化金额后的融资成本	-225	-280	-279	-373	-444	-392	-364	-400
提前偿还债项亏损	-81	0	0	-137	0	0	0	0
除所得税前利润	1868	2033	-1507	-1045	-1588	839	2051	2431
所得税利益/（开支）	7	0	-16	-3	6	-2	-5	-7
本公司权益所有人应占年内利润	1875	2033	-1523	-1048	-1582	837	2046	2424
利润率	22%	23%	-90%	-36%	-99%	13%	23%	25%

来源：中泰证券研究所

- 选取澳门另外 5 家博彩承批商作为可比公司，对应 2024 年盈利预测，其平均 PE 为 17 倍。金沙历史治理优秀，作为澳门供给最为充足的承批商，未来业绩的确定性更高，理应获得更高的估值，对应 2024 年 13 倍 PE 相对较低。

图表 51：可比公司估值

代码	简称	总市值 (亿美元)	归母净利润（百万美元）			PE		
			2023E	2024E	2025E	2023	2024	2025
0027.HK	银河娱乐	276	1095	1776	2053	25	16	13
0880.HK	澳博控股	28	-110	69	211		41	13
2282.HK	美高梅中国	45	146	406	491	31	11	9
0200.HK	新濠国际发展	13	253	435	595	5	3	2
1128.HK	永利澳门	47		390	472		12	10
平均						20	17	10
1928.HK	金沙中国有限公司	262	837	2046	2424	31	13	11

来源：中泰证券研究所

注：除金沙外，其他公司盈利预测选自 wind 一致预期，市值选取日期为 2023 年 8 月 14 日

3.2 DCF 估值

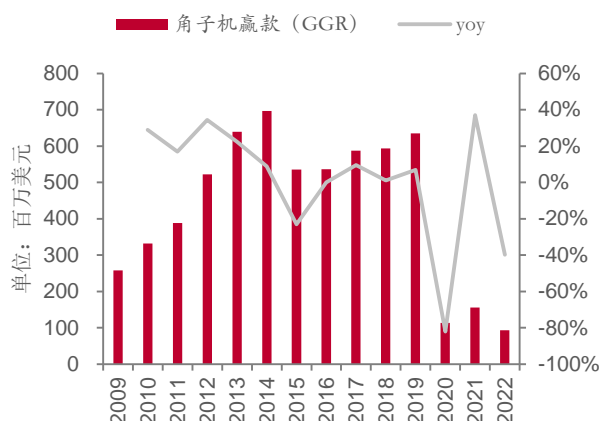
- 考虑到公司为重资产公司，每年产生大量的折旧和摊销成本，净利润不能反应公司真实的现金流情况，因此我们采取 DCF 估值方法对公司股权价值进行测算。我们认为市场低估了金沙长期的增长能力，公司内在价值当下仍被低估：
- (1) 博彩业务：在博彩桌和博彩机数量不提升的前提下，随着客流增加，博彩业务收入持续提升。考虑到贵宾厅客流部分流向高端中场，我们假设中场业务于 2024 年恢复超 2019 年同期水平，且 2024-2032 年保持 3% 的复合增速。博彩机业务受博彩机数量限制，于 2025 年恢复至 2019 年同期水平。考虑到 2009-2019 年，博彩机毛收入复合增速为 9%，我们预测 2025 年-2032 年维持 7% 的复合增速。

图表 52：历史上单博彩桌中场业务毛收入趋势上行



来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 53：博彩机毛收入持续提升

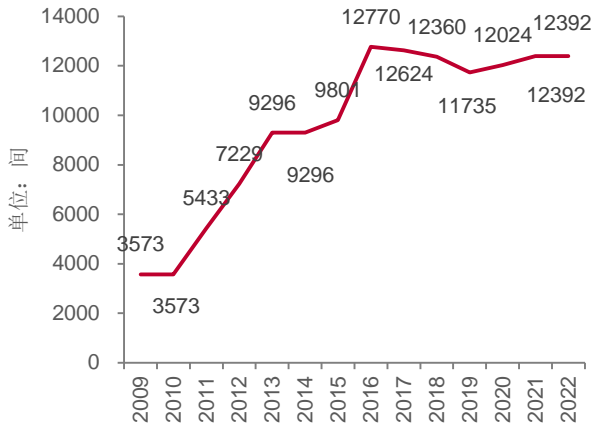


来源：公司公告、中泰证券研究所

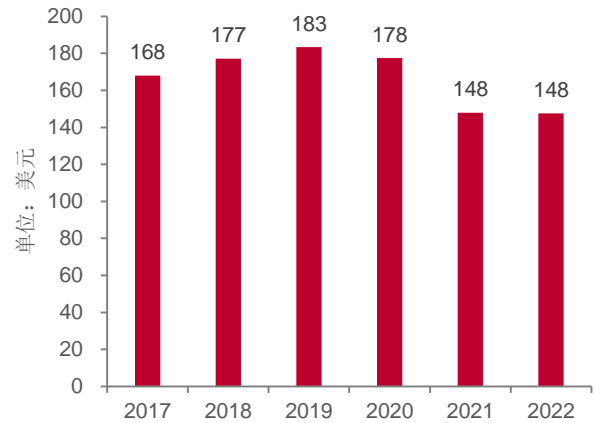
- (2) 酒店客房：在持续翻修升级下，金沙的客房数量将出现脉冲式提升，我们保守假设未来 10 年金沙新增客房数量 600 间，2022-2032 年复合增速 0.4%。假设日均房费在 2023 年翻修升级完成后达到 210 美元，考虑到澳门供不应求的市场格局，预测 2023-2032 年日均房费持续提升，复合增速 1.9%。

图表 54：金沙历史上客房数量

图表 55：金沙疫情前客房日均费用持续提升



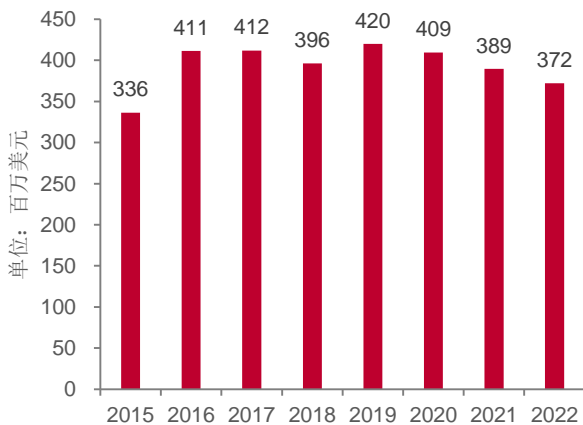
来源: 公司公告、中泰证券研究所



来源: 公司公告、中泰证券研究所

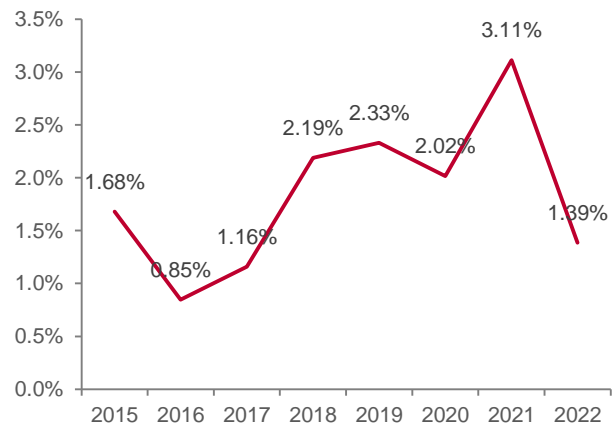
- (3) 购物中心: 假设购物中心租赁面积不变下, 基本租金收益在 2023-2032 年分别为 4.0/4.2/4.3 亿美元。我们假设销售额分成比例随着租户销售额提升, 租户销售额随着客流和人均消费增长而不断提高。基于此, 我们假设 2025-2032 年租户销售额复合增速 11%, 对应销售额分成不断提升下, 购物中心总收益 2025-2032 年复合增速 4%。

图表 56: 购物中心基本租金水平



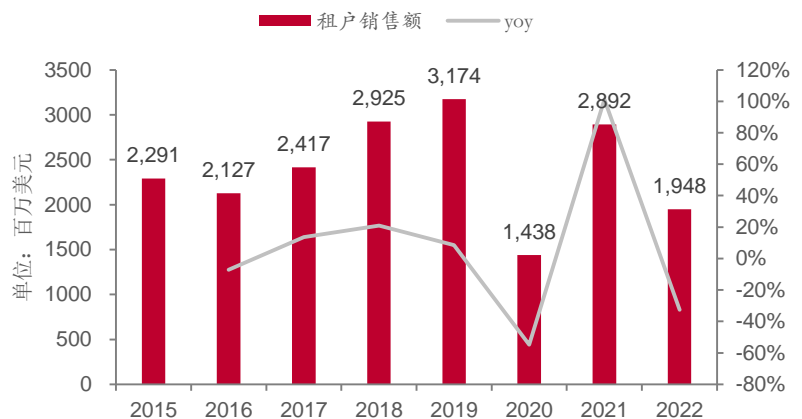
来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 57: 购物中心销售额分成比率



来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 58: 历史上租户销售额



来源: 公司公告、中泰证券研究所

- (4)采用 10 年期国债收益率 2.66%为无风险利率，8%为市场收益率， $\beta=1.51$ ，计算出 WACC=9.02%。
- (5)假设永续增长率维持 2%，主要考虑收入增长和净利率的同步提升，我们计算得到未来现金流的现值如下：

图表 59: FCFF 测算 (百万美元)

	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E 及终值
EBIT	1905	3038	3457	3572	3674	3777	3882	3971	4075	4172
所得税税率	0.3%	0.2%	0.3%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
EBIT*(1-所得税税率)	1900	3030	3447	3567	3670	3769	3874	3963	4068	4164
折旧与摊销	752	775	802	835	872	910	942	962	982	1002
营运资金的净变动	-400	90	42	16	15	15	15	13	14	13
资本性投资	-325	-475	-650	-725	-775	-865	-400	-400	-400	-400
FCFF	1927	3420	3640	3693	3782	3829	4431	4538	4664	74217
PV(FCFF)	1768	2877	2809	2614	2456	2281	2421	2274	2144	29278

来源：公司公告、中泰证券研究所

- (6) 综上，我们计算得到公司核心企业价值 509 亿美元，扣除净债务后，合理股权价值为 424 亿美元。

图表 60: 公司股权价值测算 (百万美元)

科目	金额
核心企业价值	50920
减：净债务	8479
公司股权价值	42441

来源：中泰证券研究所

- 以上假设下，公司内在价值 424 亿美元。考虑 2023 年 8 月 21 日金沙市值为 263 亿美元，仍被低估。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 61: 敏感性分析 (百万美元)

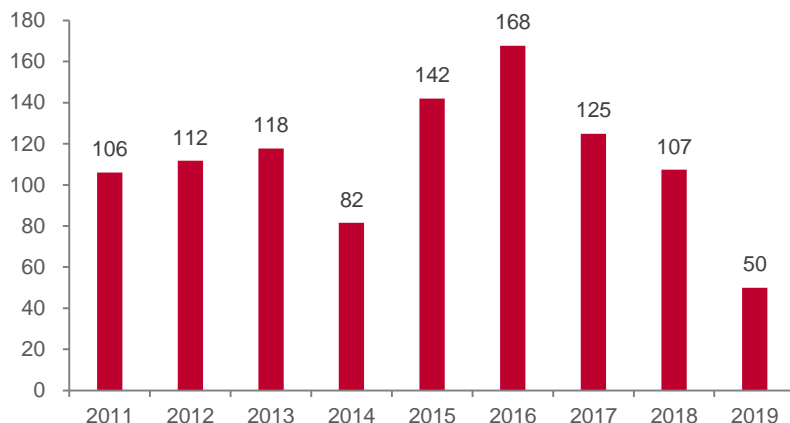
		永续增长率				
		1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
折现系数	公司内在价值					
	6%	70008	76231	84001	93979	107261
	7%	55942	59847	64530	70248	77389
	8%	45966	48573	51613	55204	59511
	9%	38540	40361	42441	44841	47639
	10%	32809	34126	35606	37284	39200

来源：中泰证券研究所

- 除低估值外，金沙持续高比例分红凸显其长期价值。疫情前，金沙始终维持高分红策略，2011-2019 年，公司累计分红比例为利润的 107%。考虑到金沙母公司未来 5 年在新加坡地区的大规模资本开支，我们认为公司在盈利恢复、杠杆降低后仍将维持高分红政策。在分红比例 90% 的假设下，以 2023 年 8 月 21 日 263 亿美元市值进行测算，公司 2024 和

2025 年股息率分别为 7%和 8%。

图表 62: 公司历史股息支付率 (%)



来源：公司公告、中泰证券研究所

4. 风险提示

4.1 客流增长不及预期风险

- 当下客流依然是影响企业盈利的主要因素，如果客流恢复和后续增长不及预期，将对公司经营业绩产生不利影响。

4.2 博彩牌照十年到期风险

- 获得博彩牌照是博彩企业运营的基础，新《博彩法》将牌照限期缩短至 10 年，最多延期三年。如果 10 年后，企业无法获得博彩批给，则模型中 DCF 的测算存在较大偏差。
- 博彩业是澳门主要支柱产业，金沙历史上在澳门投资建造了大量基础设施，累计投资超 150 亿美元，并承诺 2023 年-2032 年 10 年期间投资 247 亿人民币用于澳门非博彩行业的建设。我们认为，其无法获得博彩牌照批给的可能性极小。

4.3 信息滞后风险

- 研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

4.4 计算假设风险

- 市占率、盈利预测等测算基于一定前提假设，或与实际数据存在偏差，仅供参考

盈利预测表

单位:百万美元						单位:百万美元					
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
投资物业净额	637	598	592	585	574	净收益	2,874	1,605	6,447	8,876	9,697
物业及设备净额	8,477	7,904	7,490	7,210	7,082	博彩税	-1,017	-515	-2,355	-3,225	-3,476
无形资产净额	38	31	23	12	-1	雇员福利开支	-1,049	-1,032	-1,202	-1,278	-1,304
其他资产净额	26	13	13	13	13	折旧和摊销	-733	-750	-752	-775	-802
其他应收款及预付款项净额	24	24	24	24	24	已消耗存货	-34	-26	-85	-97	-106
受限制银行存款	0	125	125	125	125	其他开支、收益及亏损	-578	-445	-900	-1,239	-1,354
非流动资产总额	9,202	8,695	8,268	7,968	7,817	经营亏损	-537	-1,163	1,153	2,263	2,655
存货	15	19	16	16	16	利息收入	2	19	78	151	176
其他资产	0	1	1	1	1	经扣除资本化金额后的融资成本	-373	-444	-392	-364	-400
贸易应收账款及其他应收款以及预付款	183	145	200	250	273	提前偿还债务亏损	-137	0	0	0	0
受限制资金及现金等价物	16	912	0	0	0	除所得税前亏损	-1,045	-1,588	839	2,051	2,431
现金及现金等价物	678	790	2,598	5,033	5,850	所得税利益/(开支)	-3	6	-2	-5	-7
流动资产总额	892	1,867	2,815	5,300	6,140	本公司权益所有人应占年内亏损	-1,048	-1,582	837	2,046	2,424
资产总额	10,094	10,562	11,083	13,269	13,957	EPS (摊薄)	-0.13	-0.20	0.10	0.25	0.30
贸易应付款项及其他应付款项	112	128	128	128	128	主要财务比率					
借贷	7,946	8,218	8,250	8,250	6,450	会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
递延所得税负债	54	45	45	45	45	成长能力					
非流动负债总额	8,112	8,391	8,423	8,423	6,623	营业收入增长率	70.4%	-44.2%	301.7%	37.7%	9.2%
贸易应付款项及其他应付款项	1,071	908	560	700	765	归属普通股东净利润增长率	31.2%	-51.0%	152.9%	144.3%	18.5%
即期所得税负债	5	0	0	0	0	获利能力					
借贷	18	1,963	1,963	1,963	1,963	毛利率	-18.7%	-72.5%	17.9%	25.5%	27.4%
流动负债总额	1,094	2,871	2,523	2,663	2,728	净利率	-36.5%	-98.6%	13.0%	23.0%	25.0%
负债总额	9,206	11,262	10,946	11,086	9,351	ROE	-118.0%	226.0%	610.4%	93.7%	52.6%
股本	81	81	81	81	81	ROA	-10.4%	-15.0%	7.6%	15.4%	17.4%
储备	807	-781	56	2,102	4,525	偿债能力					
权益总额	888	-700	137	2,183	4,606	资产负债率	91.2%	106.6%	98.8%	83.5%	67.0%
负债和权益总额	10,094	10,562	11,083	13,269	13,957	流动比率	0.8	0.7	1.1	2.0	2.3
现金流量表						速动比率	0.8	0.6	1.1	2.0	2.2
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E	每股指标 (元)					
经营活动现金流	88	-473	1,189	2,910	3,267	每股收益	-0.13	-0.20	0.10	0.25	0.30
净利润	-1,048	-1,582	837	2,046	2,424	每股经营现金流	0.11	-0.09	0.02	0.27	0.57
折旧与摊销	733	750	752	775	802	估值比率					
营运资本	-310	-130	-400	90	42	P/E	-25.0	-16.6	31.4	12.8	10.8
投资活动现金流	-634	-325	-325	-475	-650	P/B	29.56	-37.50	191.38	12.02	5.70
资本性支出	640	241	325	475	650						
融资活动现金流	366	1821	32	0	-1800						

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。