

金沙中国 (1928.HK)

2023 年三季度报业绩点评：经调整物业 EBITDA 利润率已基本恢复至疫情前水平

2023 年 10 月 20 日

买入 (维持)

分析师
欧阳诗睿

(852) 3982 3217

ouyangshirui@dwzq.com.hk

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万港元)	12,519.0	57,822.1	64,886.0	71,209.5
同比	-44.2%	361.9%	12.2%	9.8%
经调整物业 EBITDA (百万港元)	-2,519.4	20,368.8	23,593.7	27,859.2
同比	-	-	15.8%	18.1%
每股收益-最新股本摊薄 (港元/股)	-1.53	1.16	1.58	2.16
EV/经调整物业 EBITDA	-	11.51	9.94	8.41

投资要点

- 当地时间 2023 年 10 月 18 日,金沙中国控股股东 Las Vegas Sands Corporation 公布 2023 年三季度业绩。
- 金沙中国 3Q23 业绩基本符合我们的预期。1) 3Q23 公司实现净收益总额 17.9 亿美元,恢复至 2019 年同期的 84.7%; 2) 博彩/非博彩业务分别贡献 13.1/4.8 亿美元净收入 (分别恢复至 2019 年同期的 78.7%/107.2%), 其中非博彩占比 26.8%, 较 2019 年同期上升 5.6pct; 3) 3Q23 公司实现经调整物业 EBITDA 6.3 亿美元,恢复至 2019 年同期的 83.6%, 基本与净收益恢复程度持平。
- 金沙中国 3Q23 经调整物业 EBITDA 利润率为 35.3%, 环比提升 210bps。其中,威尼斯人经调整物业 EBITDA 利润率为 40.1%, 基本和疫情前持平; 伦敦人经调整物业 EBITDA 利润率为 32.2%, 环比提升 660bps。自澳门开放以来, 公司经调整物业 EBITDA 利润率与疫情前水平的差距逐步收窄, 且我们认为未来该利润率仍有进一步提升空间, 因为: 1) 净收益的回升已基本覆盖相对刚性的成本支出, 如人工成本; 2) 暑期普通中场客户大规模回归, 公司将 81 张赌台从高端中场移至普通中场。即便如此, 普通中场的单桌赢额仍环比提升 17%, 而高端中场单桌赢额仅提高 3%。考虑到普通中场的经调整 EBITDA 利润率显著高于高端中场, 我们认为普通中场客人的回归将持续带动经调整物业 EBITDA 利润率提升。
- 贵宾博收略超我们的预期, 中场博收低于我们的预期。金沙中国 3Q23 总博收/贵宾博收/中场 (含角子机) 博收为 16.3 亿美元/1.9 亿美元/14.5 亿美元, 分别恢复至 3Q19 的 80%/43%/91%, 对比行业总博收/贵宾博收/中场 (含角子机) 博收分别恢复至 3Q19 的 69%/38%/93%。
- 伦敦人客房收入恢复至 3Q19 的 130%, 看好二期翻新后量价齐升。3Q23 金沙中国实现客房收入 2.2 亿美元, 恢复至 2019 年同期的 117%。其中, 伦敦人实现客房收入 1.0 亿美元, 恢复至 2019 年同期的 130%, 客房收入恢复较好主要系伦敦人翻新后对旅客吸引力较强, 2023 年以来, 在入住率迅速提升的背景下, 日均房价也处于 19 年同期 120% 左右的高位。同时, 金沙中国预计于 2023 年 11 月开始翻新伦敦人二期 (包括喜来登酒店, 康莱德酒店以及 Pacifica 娱乐场), 并预计于 2025 年春节前完工。我们认为, 伦敦人二期翻新后, 对消费者的吸引力将进一步增强, 伦敦人客房收入有望实现量价齐升。
- 盈利预测与投资评级: 公司为澳门中场博彩和非博彩业务龙头, 我们认为公司有望充分受益于普通中场客户回归; 且考虑到金沙中国已于 7 月高点下跌约 30%, 估值具备较强吸引力, 当前 EV/EBITDA 为 11x, 低于过去十年平均 15x 约一个标准差。我们维持公司 2023-2025 年净收益预测为 578.2/648.9/712.1 亿港元; 维持经调整物业 EBITDA 预测为 203.7/235.9/278.6 亿港元。当前股价对应 2023-2025 年 EV/EBITDA 分别为 11.51/9.94/8.41 倍。我们的目标价为 39.8 港元, 维持“买入”评级。
- 风险提示: 中国宏观经济增长不及预期、澳门旅游业复苏低于预期、海外博彩市场分流、澳门博彩监管政策趋严。

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	21.40
一年最低/最高价	12.50/31.55
市净率(倍)	-31.70
流通 H 股市值(百万港元)	173,198

基础数据

每股净资产(港元)	-0.5
资产负债率(%)	106.6%
总股本(百万股)	8,093.3
流通 H 股(百万股)	8,093.3

相关研究

《金沙中国有限公司 (1928.HK): 2023 年半年报业绩点评, 中场龙头博收引领行业恢复, 旺季客房容量充足、物业升级将带动非博彩收入持续高增》

2023-07-20

金沙中国三大财务预测表

资产负债表 (百万美元)					利润表 (百万美元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1,867.00	3,684.61	5,536.84	6,670.44	营业收入	1,605.00	7,413.09	8,318.72	9,129.43
现金	790.00	3,096.85	4,896.23	5,986.05	博彩净收益	947.00	5,495.90	6,223.37	6,886.49
应收账款	145.00	568.76	621.61	665.40	客房	184.00	806.73	810.59	849.19
存货	19.00	19.00	19.00	19.00	购物中心	354.00	569.09	608.93	631.22
其他流动资产	913.00	0.00	0.00	0.00	餐饮收入	67.00	403.37	445.83	509.51
非流动资产	8,695.00	8,222.65	7,688.75	7,143.25	会议,渡轮,零售及其他	53.00	138.00	230.00	253.00
固定资产	7,904.00	7,439.91	6,966.73	6,484.45	博彩税	-515.00	-2,803.73	-3,167.84	-3,517.78
投资性房地产	598.00	552.52	506.05	458.57	存货成本	-26.00	-114.96	-119.36	-129.08
无形资产	31.00	68.22	53.97	38.23	职工薪酬	-1,032.00	-1,065.18	-1,149.24	-1,233.93
其他非流动资产	162.00	162.00	162.00	162.00	折旧及摊销	-750.00	-747.31	-758.90	-770.49
资产总计	10,562.00	11,907.26	13,225.59	13,813.70	其他支出-经营	-445.00	-1,037.83	-1,081.43	-912.94
流动负债	2,871.00	2,015.08	2,200.65	2,354.39	营业利润	-1,163.00	1,644.07	2,041.94	2,565.20
短期借款	1,963.00	18.00	18.00	18.00	其它收入	19.00	9.03	35.38	55.94
应付账款	908.00	1,997.08	2,182.65	2,336.39	财务费用	-444.00	-455.71	-448.76	-391.26
其他流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	利润总额	-1,588.00	1,197.39	1,628.56	2,229.89
非流动负债	8,391.00	9,397.96	8,906.34	7,115.32	减:所得税费用	6.00	-3.83	-4.19	-4.49
长期借款	8,218.00	9,218.00	8,718.00	6,918.00	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	173.00	179.96	188.34	197.32	归母净利润	-1,582.00	1,193.55	1,624.37	2,225.40
负债合计	11,262.00	11,413.04	11,106.99	9,469.70					
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00					
归属母公司股东权益	-700.00	493.55	2,117.92	4,343.33					
负债和股东权益	10,562.00	11,906.59	13,224.92	13,813.03					
					重要财务与估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E
					每股收益(港元)	-1.53	1.16	1.58	2.16
					每股净资产(港元)	-0.68	0.48	2.05	4.21
					发行在外股份(百万股)	8,093.00	8,093.00	8,093.00	8,093.00
					经调整物业 EBITDA 率(%)	-20.12	35.23	36.36	39.12
					资产负债率(%)	106.63	95.85	83.98	68.55
					收入增长率(%)	-44.15	361.87	12.22	9.75
					净利润增长率(%)	-	-	36.10	37.00
					EV/ 经调整物业 EBITDA	-	11.51	9.94	8.41

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。过往表现并不可视作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。

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, 本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门, 如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时, 其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密, 仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有, 未经本公司同意, 不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途, 任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任, 损害或损失。

特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易, 也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务, 及/或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及/或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突, 请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违反当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券国际经纪有限公司

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

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话: (852) 3983 0888(公司) (852) 3983 0808 (客户服务)

公司网址: <http://www.dwzq.com.hk/>

