

2024年1月26日

分析师
欧阳诗睿

(852) 3982 3217

ouyangshirui@dwzq.com.hk

2023年四季报业绩点评：经调整物业 EBITDA 基本符合预期，看好普通中场持续释放增量
买入（维持）

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万港元）	12,519.0	51,753.8	60,227.2	66,329.3
同比	-44.2	313.4	16.4	10.1
经调整物业 EBITDA（百万港元）	-2,519.4	17,473.7	22,713.2	25,924.2
同比	-	-	30.0	14.1
每股收益-最新股本摊薄（港元/股）	-1.52	0.92	1.61	2.05
EV/经调整物业 EBITDA	-	13.5	10.4	9.1

数据来源：公司公告，东吴证券（香港）

投资要点

■ 4Q23 金沙中国净收益（约 145.1 亿港元）低于我们的预期（约 151.3 亿港元）约 4.1%。公司净收益恢复至 2019 年同期的 83.1%，恢复程度环比下降 1.6pct。其中，博彩/非博彩业务贡献 106.9/38.5 亿港元净收益，分别恢复至 2019 年同期的 77.5%/104.8%，恢复程度环比分别下降 1.2pct/3.3pct。

■ 4Q23 公司经调整物业 EBITDA（51.0 亿港元）基本符合我们的预期（52.3 亿港元）。公司经调整物业 EBITDA 恢复至 4Q19 的 80.6%，恢复程度低于净收益，导致经调整物业 EBITDA 利润率环比下降 0.2pct 至 35.1%。但若将 4Q23 较低的贵宾赢率进行标准化调整，则 4Q23 经调整物业 EBITDA 将提升至约 53.8 亿港元，恢复至 4Q19 的约 88%，利润率将提升至 35.9%，较 3Q23 环比提升 1pct。展望未来，我们认为尽管 2024 年起员工薪酬上升 3-4% 会对利润率有一定压制，但随着客流结构的持续改善，公司经调整 EBITDA 利润率有望维持 35% 左右的较高水平。

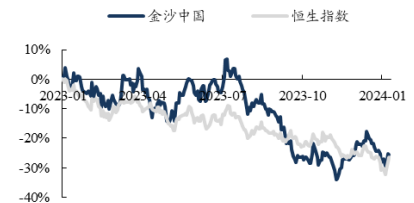
■ 高端中场仍引领恢复，普通中场将持续回归。4Q23 公司高端中场/普通中场分别实现博收 53.8/56.9 亿港元，恢复至 2019 年同期的 101%/93%，环比增长 13%/7%，高端中场业务增长快于普通中场。展望未来，管理层认为随着交通工具的进一步恢复，入境澳门的旅客人数将持续增长，普通中场客户有望持续回归。同时，管理层指出旅客前往澳门的意愿较为强烈，主要体现在：1) 公司运营的金光飞航目前班次仅恢复至疫情前的 52%，但载客量已恢复至疫情前的 93%；2) 4Q23 入境澳门的外国（尤其是东南亚）旅客加速恢复至 80-90%，领先于航班的恢复速度。

■ 伦敦人二期翻新工程已开启，看好公司物业吸引力持续提升。4Q23 公司客房/餐饮/零售业务分别实现净收益 16.4/7.8/12.5 亿港元，分别恢复至 2019 年同期的 114%/98%/98%，维持较高水平。同时，根据 DICJ 数据，2023 年澳门博彩全行业实现博收 1,831 亿港元（约 228 亿美元），达到了触发博企增加非博彩投资 20% 的条件，我们认为公司将进一步加大非博彩投资力度。目前，公司喜来登酒店已开始翻新，计划于 1Q25 完工，公司预计翻新工程将对 2H24 业绩有一定扰动。

■ 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；且公司估值具备较强吸引力，当前 EV/EBITDA 为 10x，低于过去十年平均 15x 超过一个标准差。我们调整公司 2023-2025 年净收益预测为 517.5/602.3/663.3 亿港元，经调整物业 EBITDA 预测为 174.7/227.1/259.2 亿港元。当前股价对应 2023-2025 年 EV/EBITDA 分别为 13.5/10.4/9.1 倍。我们的目标价为 36.0 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



数据来源：Wind

市场数据

收盘价(港元)	21.50
一年最低/最高价	18.74/31.55
市净率(倍)	-31.90
流通 H 股市值(百万港元)	174,008

数据来源：Wind

基础数据

每股净资产(港元)	-0.5
资产负债率(%)	105.1%
总股本(百万股)	8,093.4
流通 H 股(百万股)	8,093.4

数据来源：Wind

相关研究

《金沙中国有限公司(1928.HK)：2023 年三季度业绩点评，经调整物业 EBITDA 利润率已基本恢复至疫情前水平》

2023-10-20

金沙中国三大财务预测表

资产负债表 (百万港元)					利润表 (百万港元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	14,563	16,150	30,639	38,124	营业收入	12,519	51,754	60,227	66,329
现金	6,162	11,062	24,711	31,612	博彩净收益	7,387	37,718	43,635	48,600
应收账款	1,131	4,676	5,441	5,992	客房	1,435	6,478	7,520	7,871
存货	148	405	479	512	购物中心	2,753	3,758	4,336	4,646
其他流动资产	7,121	8	8	8	餐饮	889	2,887	3,642	4,026
非流动资产	67,821	63,343	59,526	55,923	会议, 渡轮及其他	55	913	1,095	1,186
投资物业净额	4,664	4,237	3,785	3,346	博彩税	-4,017	-18,981	-21,883	-24,480
物业及设备净额	61,651	57,601	54,236	51,072	职工薪酬	-8,050	-8,457	-9,111	-9,674
无形资产净额	242	242	242	242	折旧及摊销	-5,850	-5,750	-5,794	-5,828
其他非流动资产	1,264	1,264	1,264	1,264	存货成本	-203	-646	-738	-754
资产总计	82,384	79,493	90,165	94,048	其他经营支出	-3,471	-7,220	-6,959	-6,747
流动负债	22,394	15,924	17,448	18,782	营业利润	-9,071	10,701	15,743	18,845
应付账款	7,082	15,885	17,409	18,743	利息收入	148	74	133	288
短期借款	15,311	39	39	39	利息支出	-3,463	-3,296	-2,828	-2,545
其他流动负债	0	0	0	0	利润总额	-12,386	7,480	13,048	16,588
非流动负债	65,450	61,550	57,650	43,610	减: 所得税费用	47	0	0	0
长期借款	64,100	60,200	56,300	42,260	归母净利润	-12,340	7,480	13,048	16,588
其他非流动负债	1,349	1,349	1,349	0	每股收益-摊薄(港元)	-1.5	0.9	1.6	2.0
负债合计	87,844	77,473	75,098	62,392	经调整物业 EBITDA	-2,519	17,474	22,713	25,924
归属母公司股东权益	-5,460	2,020	15,068	31,656	收入增长率(%)	-44.2	313.4	16.4	10.1
少数股东权益	0	0	0	0	归母净利润增长率(%)	-	-	74.4	27.1
所有者权益合计	-5,460	2,020	15,068	31,656					
负债和股东权益总计	82,384	79,493	90,165	94,048					

现金流量表 (百万港元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	-3,689	21,451	22,222	25,424	每股净资产(港元)	-0.67	0.25	1.86	3.91
投资活动现金流	-2,535	-1,197	-1,844	-1,937	最新发行在外股份(百万股)	8,093	8,093	8,093	8,093
筹资活动现金流	14,204	-22,468	-6,728	-16,585	ROE-摊薄(%)	-	87.55	55.85	52.40
现金净增加额	7,979	-2,214	13,649	6,901	经调整物业 EBITDA 率(%)	-20.19	33.91	33.76	37.71
折旧和摊销	5,850	5,750	5,794	5,828	资产负债率(%)	106.63	75.78	62.48	44.98
资本开支	-1,724	-1,271	-1,978	-2,225	EV/经调整物业 EBITDA	-	13.46	10.36	9.07

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。

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/>