

**买入**

2024年01月29日

**23年第四季度业绩符合预期, 正常化后的经调整 EBITDA 率环比提升 1 个百分点到 35.9%**

**► 23年第四季度业绩概况:** 净收益同比增长 323.7%，环比增长 4.5%，到 18.6 亿美元（恢复到 2019 年的 83%）。贵宾业务环比下跌 30.2%（此业务恢复到 19 年同期的 24%，受较低净赢率的影响；转码数环比是增长，23.5%），中场业务业务环比增长 9.2%（高端中场环比增长 13.2%，恢复到 19 年同期的 101%；大众中场环比增长 7.5%，恢复到 19 年同期的 93%）。零售业务方面：毛收入和经营利润分别环比增 18.2% 及 17.8%（分别恢复到 2019 年的 98%/97%）。酒店入住率提升到 97.2%，平均价格为 197 美元。经调整 EBITDA 环比增长 3.6% 到 6.5 亿美元（恢复到 19 年同期的 81%）。如把贵宾业务的净赢率正常化，经调整 EBITDA 将为 6.9 亿美元（恢复到 19 年同期的 88%）；EBITDA 率环比将提升 1 个百分点到 35.9%。季度净利润环比增长 24.7% 到 2.9 亿美元。第四季度业绩符合预期。集团持有现金约 13.6 亿美元，净负债减少到 68.1 亿美元。

**► 各娱乐场的表现:** 澳门威尼斯人、伦敦人、巴黎人、澳门四季酒店及百利宫娱乐场、澳门金沙的收入分别恢复到 2019 年同期的 82%、106%、55%、78%、54%；其经调整 EBITDA 分别为 302 百万美元、190 百万美元、68 百万美元、71 百万美元、17 百万美元（分别恢复到 2019 年同期的 82%、98%、56%、70%、43%）。

**► 其他要点:** 管理层对于澳门未来的增长保持信心。集团将透过产品，服务和内容来竞争，其规模更是竞争优势之一。预计 EBITDA 率将会继续提升，受益于收入的增长。伦敦人第二期的预算从 10 亿美元增加到 12 亿美元。翻新/装修工程已于去年 11 月开始动工，计划把 Sheraton 和 Conrad 酒店及 Pacifica 娱乐场重新装修和定位；也会增加新的景点，餐饮，零售和娱乐产品，完工时间预计为 2025 年的春节。预计期间带来的影响主要在今年下半年出现。在竣工后，预计澳门伦敦人的盈利能力将达到或会超过澳门威尼斯人。郑君诺先生（原首席营运总裁）获委任为行政总裁兼总裁，而罗伯特·戈德斯坦先生将不再担任行政总裁，但将继续担任董事会主席及提名委员会主席。于 23 年 12 月 5 日，集团订立了协议，支付最多 19.5 亿港元来购买金沙中国的股份，预计协议将于今年上半年达成。

**► 维持买入评级, 目标价 28.39 港元:** 金沙中国第四季度的业绩表现符合预期；集团作为澳门最大规模综合娱乐度假村的经营者，在中场和非博彩领域拥有领先地位。随着高端客户需求的增加，四季名薈和伦敦人项目将能抢占高端中场市场份额。伦敦人二期更能提升集团的竞争优势，我们对集团的长期发展保持充满信心。我们维持买入评级，目标价为 28.39 港元，对应 2024 年 14 倍的 EV/EBITDA。

**► 风险因素:** 我们认为以下是一些比较重要的风险：宏观不确定性、同业新项目落成带来竞争加剧、政策的风险。

王柏俊

852 2532 1915

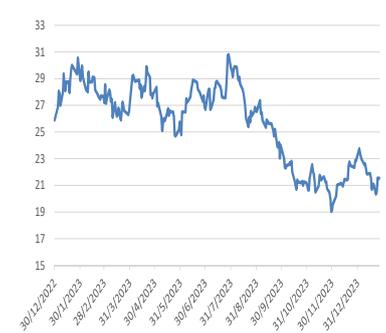
[Patrickwong@firstshanghai.com.hk](mailto:Patrickwong@firstshanghai.com.hk)
**主要数据**

行业	博彩和娱乐
股价	21.55 港元
目标价	28.39 港元 (+31.8%)
股票代码	1928
已发行股本	80.93 亿股
市值	1744 亿港元
52 周高/低	31.55/8.74 港元
每股净现值	-0.507 港元
主要股东	LVS Sands Corp 69.91%

**盈利摘要**

截止12月31日财政年度	2021实际	2022实际	2023预测	2024预测	2025预测
收入 (百万美元)	2,874	1,605	6,493	7,631	8,326
变动 (%)	70.4%	-44.2%	304.6%	17.5%	9.1%
EBITDA (百万美元)	341	-323	2,206	2,683	2,964
变动 (%)	-	-194.7%	-783.0%	21.6%	10.5%
净利润 (百万美元)	-1,048	-1,582	768	1,240	1,512
变动 (%)	-	-	-148.5%	61.5%	21.9%
每股收益 (美仙)	12.95	-19.55	15.44	19.57	21.50
市盈率 (倍)	13.0	(8.6)	10.9	8.6	7.8
每股股息 (美仙)	0.0	0.0	0.0	0.0	5.6
股息现价比 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	2.03%

来源：公司资料，第一上海预测

**股价表现**


来源：彭博

## 附录 1：主要财务报表

损益表						财务分析					
(美元) (百万元), 财务年度截至12月31日						(美元) (百万元), 财务年度截至12月31日					
	2021年 实际	2022年 实际	2023年 预测	2024年 预测	2025年 预测		2021年 实际	2022年 实际	2023年 预测	2024年 预测	2025年 预测
<b>总收入</b>	2,874.0	1,605.0	6,493.1	7,631.1	8,325.8	<b>盈利能力</b>					
净博彩收入	1,987.0	947.0	4,841.0	5,858.9	6,416.7	EBITDA 利率 (%)	11.9%	-20.1%	34.0%	35.2%	35.6%
其他收入	887.0	658.0	1,652.1	1,772.2	1,909.1	净利率 (%)	-36.5%	-98.6%	11.8%	16.2%	18.2%
经营开支	(3,411.0)	(2,768.0)	(5,251.2)	(5,899.3)	(6,314.1)	<b>营运表现</b>					
EBITDA	341.0	(323.0)	2,206.0	2,682.9	2,964.2	实际税率 (%)	-0.3%	0.4%	4.8%	4.8%	4.8%
营运利润	(537.0)	(1,163.0)	1,241.9	1,731.8	2,011.7	<b>财务状况</b>					
净财务开支	(371.0)	(425.0)	(435.7)	(430.1)	(424.5)	净资产负债率	1036.7%	-1608.9%	16463.9%	817.1%	448.3%
税前盈利	(1,045.0)	(1,588.0)	806.2	1,301.7	1,587.1	财务杠杆系数	0.51	0.73	1.54	1.33	1.27
所得税	(3.0)	6.0	(38.3)	(61.8)	(75.4)	ROA	-10.4%	-15.0%	6.8%	10.0%	11.3%
净利润	(1,048.0)	(1,582.0)	767.9	1,239.9	1,511.7	ROE	-118.0%	226.0%	1130.9%	94.8%	63.9%
<b>增长</b>						股息收益率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	2.03%
博彩净收入 (%)	70.0%	-52.3%	411.2%	21.0%	9.5%						
EBITDA (%)	-	-	-	21.6%	10.5%						
净利润 (%)	-	-	-	61.5%	21.9%						
资产负债表						现金流量表					
(美元) (百万元), 财务年度截至12月31日						(美元) (百万元), 财务年度截至12月31日					
	2021年 实际	2022年 实际	2023年 预测	2024年 预测	2025年 预测		2021年 实际	2022年 实际	2023年 预测	2024年 预测	2025年 预测
现金	678.0	790.0	1,396.2	2,515.2	3,493.4	<b>税前盈利</b>	(1,045.0)	(1,588.0)	806.2	1,301.7	1,587.1
存货	15.0	19.0	19.0	19.0	19.0	折旧和摊销	733.0	750.0	720.5	760.5	800.5
其他流动资产	199.0	1,057.0	1,057.0	1,057.0	1,057.0	营运资金变化	(167.0)	(76.0)	0.0	0.0	0.0
<b>总流动资产</b>	892.0	1,867.0	2,473.2	3,592.2	4,570.4	其他	567.0	441.0	397.4	368.3	349.2
固定资产	8,477.0	7,904.0	7,983.5	8,023.0	8,022.5	<b>营运活动现金流</b>	88.0	(473.0)	1,924.1	2,430.5	2,736.8
无形资产	38.0	31.0	31.0	31.0	31.0	资本开支	(640.0)	(241.0)	(800.0)	(800.0)	(800.0)
投资物业	637.0	598.0	598.0	598.0	598.0	其他投资活动	6.0	(84.0)	20.0	20.9	22.0
其他	50.0	37.0	37.0	37.0	37.0	<b>投资活动现金流</b>	(634.0)	(325.0)	(780.1)	(779.1)	(778.0)
<b>总资产</b>	10,094.0	10,562.0	11,247.7	12,406.2	13,383.9	负债变化	902.0	1,200.0	(82.2)	(81.4)	(80.5)
应付帐款	1,071.0	908.0	908.0	908.0	908.0	派息	0.0	0.0	0.0	0.0	(453.5)
短期负债	18.0	1,963.0	1,963.0	1,963.0	1,963.0	其他	(536.0)	621.0	(1,367.6)	(451.0)	(446.5)
其他	5.0	0.0	0.0	0.0	0.0	<b>融资活动现金流</b>	366.0	1,821.0	(1,449.8)	(532.4)	(980.6)
<b>总短期负债</b>	1,094.0	2,871.0	2,871.0	2,871.0	2,871.0	<b>现金变化</b>	(180.0)	1,023.0	(305.8)	1,119.0	978.2
长期借款	7,946.0	8,218.0	8,135.8	8,054.5	7,973.9	<b>期初持有现金</b>	861.0	678.0	1,702.0	1,396.2	2,515.2
其他负债	166.0	173.0	173.0	173.0	173.0	汇兑损益	(3.0)	1.0	0.0	0.0	0.0
<b>总负债</b>	9,206.0	11,262.0	11,179.8	10,686.5	10,605.9	<b>期末持有现金</b>	678.0	1,702.0	1,396.2	2,515.2	3,493.4
股东权益	888.0	(700.0)	67.9	1,307.8	2,366.0						

数据来源：公司资料、第一上海预测

## 第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。