

金沙中国有限公司(1928.HK)/博彩

证券研究报告/公司点评

2024 年 2 月 21 日

评级：买入（维持）

市场价格：23.5 港元

分析师：苏畅

执业证书编号：S0740523110001

电话：021-20315125

Email: suchang@zts.com.cn

分析师：王旭晖

执业证书编号：S0740523110003

Email: wangxh06@zts.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万美元)	1,605	6,534	8,820	9,492	9,573
增长率 yoy%	-44%	307%	35%	8%	1%
净利润(百万美元)	-1,582	692	2,049	2,424	2,575
增长率 yoy%	-51%	144%	196%	18%	6%
每股收益(美元)	-0.20	0.09	0.25	0.30	0.32
净资产收益率	226.0%	-17300.0%	100.2%	54.2%	36.6%
P/E	-15.4	35.3	11.9	10.1	9.5
P/B	-34.9	-6105.3	11.9	5.5	3.5

备注：股价选取日期为 2024 年 2 月 20 日

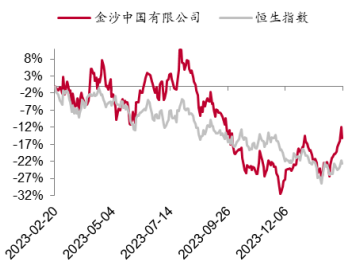
投资要点

- **核心要点：2023 年，金沙业绩扭亏为盈，符合我们预期。展望 2024 年，公司仍处于业绩修复阶段，行业龙头有望显著受益于澳门旅游和博彩业的强劲复苏。**
- **维持盈利预测，维持“买入”评级。**2023 年，疫情影响退去，澳门旅游和博彩业逐渐复苏，金沙业绩扭亏为盈，符合我们预期。考虑 2023 年博彩行业处于修复爬坡期间，澳门博彩毛收入恢复水平从 2023 年 1 月的 46.4%（同比 2019 年）逐渐提升至 2023 年 12 月的 81.3%，澳门博彩行业正处于强劲复苏阶段，我们维持金沙 2024-2026 年归母净利润预测 20.5/24.2/25.8 亿美元。金沙是澳门博彩行业龙头，将持续受益于客流复苏，维持“买入”评级。
- **复苏趋势明显，业绩符合预期。**2023 年，金沙净利润总额 6.92 亿美元，经调整后 EBITDA 收益 22.25 亿美元。四季度 EBITDA 为 6.54 亿美元，利润率 35.1%，恢复至 2019 年同期的 80.6%。金沙业绩的强劲复苏，主要得益于澳门旅游和博彩业的逐渐修复。2023 年，澳门博彩毛收入 1831 亿澳门元，恢复至 2019 年同期的 63%。季度拆分来看，Q1-Q4，博彩毛收入分别恢复至 2019 年同期的 45%、62%、69%、75%。客流方面，2023 年赴澳旅客共 2821 万人次，恢复至 2019 年同期的 72%。季度拆分来看，Q1-Q4，赴澳旅客恢复至 2019 年同期的 48%、68%、84%、90%，整体复苏趋势明显。
- **高端中场领先恢复，非博彩业务修复显著。**2023 年，金沙整体净收益 65.3 亿美元，其中博彩业务收益 48.4 亿美元，占比 74%。客房业务收益 7.6 亿美元，占比 12%。购物中心收益 5.1 亿美元，餐饮收益 2.4 亿美元，会议、轮渡、零售及其他收益额 1.8 亿美元。根据金沙母公司 LVS 报表，拆分澳门金沙四季度业务来看，（1）博彩：高端中场领先恢复。中场业务博彩桌毛收入 14.2 亿美元，恢复至 2019 年同期的 97%。其中，高端博彩贡献 6.85 亿美元，恢复至 2019 年同期的 101%，普通中场业务贡献 7.32 亿美元，恢复至 2019 年同期的 93%。博彩机（老虎机）毛收入 1.63 亿美元，恢复至 2019 年同期的 101%。贵宾厅业务方面，四季度毛收入 1.3 亿美元，恢复至 2019 年同期的 24%。（2）非博彩业务：修复显著。客房入住率达到 97.2%，客单价 197 美元。购物零售收入 1.56 亿美元，恢复至 2019 年的 96%。
- **客流持续修复，业绩确定性加强。**金沙是澳门博彩行业龙头，博彩桌、酒店、购物中心等供给均为行业第一。当下，澳门客流和博彩业恢复程度较好，修复趋势明显。我们认为，2024 年公司业绩将持续受益于行业修复。长期来看，金沙母公司持续加大澳门金沙建设，伦敦人二期已于 2023 年 11 月开工，投资额从 10 亿美元提升至 12 亿美元，用于翻新酒店、博彩场并增设新的景点、餐饮和零售，预计将进一步优化金沙供给，提升客单价。此外，根据母公司公告，未来将进一步降低金沙杠杆率，为日后恢复派息做准备。
- **风险提示事件：客流增长不及预期风险，研报使用信息更新不及时的风险。**

基本状况

总股本(百万股)	8093
流通股本(百万股)	8093
市价(港元)	23.5
市值(亿港元)	1902
流通市值(亿港元)	1902

股价与行业-市场走势对比



相关报告

1、金沙中国深度：复苏趋势明显，价
值仍被低估（20230824）

盈利预测表

单位:百万美元						单位:百万美元					
会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
投资物业净额	598	566	590	579	567	净收益	1,605	6,534	8,820	9,492	9,573
物业及设备净额	7,904	7,339	7,006	6,854	6,752	博彩税	-515	-2,411	-3,179	-3,381	-3,398
无形资产净额	31	476	259	231	203	雇员福利开支	-1,032	-1,148	-1,200	-1,215	-1,225
其他资产净额	13	36	36	36	36	折旧和摊销	-750	-809	-804	-840	-868
其他应收款型及预付款项净额	24	34	34	34	34	已消耗存货	-26	-80	-97	-104	-105
受限制银行存款	125	124	124	124	124	其他开支、收益及亏损	-445	-861	-1,162	-1,251	-1,261
非流动资产总额	8,695	8,575	8,049	7,858	7,716	经营亏损	-1,163	1,225	2,377	2,701	2,715
存货	19	26	26	26	26	利息收入	19	48	100	125	151
其他资产	1	0	0	0	0	经扣除资本化金额后的融资成本	-444	-532	-427	-400	-289
贸易应收账款及其他应收款以及预付款	145	296	250	269	271	提前偿还债务亏损	0	0	0	0	0
受限资金及现金等价物	912	0	0	0	0	除所得税前亏损	-1,588	741	2,051	2,426	2,577
现金及现金等价物	790	1,361	3,325	4,174	5,035	所得税利益/(开支)	6	-49	-2	-2	-2
流动资产总额	1,867	1,683	3,601	4,469	5,332	本公司权益所有人应占年内亏损	-1,582	692	2,049	2,424	2,575
资产总额	10,562	10,258	11,650	12,327	13,048	EPS (摊薄)	-0.20	0.09	0.25	0.30	0.32
贸易应付款项及其他应付款项	128	541	541	541	541						
借贷	8,218	8,312	8,311	6,511	4,650						
递延所得税负债	45	37	37	37	37						
非流动负债总额	8,391	8,890	8,889	7,089	5,228						
贸易应付款项及其他应付款项	908	1,299	700	753	760						
即期所得税负债	0	57	0	0	0						
借贷	1,963	16	16	16	16						
流动负债总额	2,871	1,372	716	769	776						
负债总额	11,262	10,262	9,605	7,858	6,004						
股本	81	81	81	81	81						
储备	-781	-85	1,964	4,388	6,963						
权益总额	-700	-4	2,045	4,469	7,044						
负债和权益总额	10,562	10,258	11,650	12,327	13,048						
现金流量表											
会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E						
经营活动现金流	-473	1,735	2,300	3,299	3,447						
净利润	-1,582	692	2,049	2,424	2,575						
折旧与摊销	750	809	804	840	868						
营运资本	-130	234	-553	34	4						
投资活动现金流	-325	-231	-475	-650	-725						
资本性支出	241	231	475	650	725						
融资活动现金流	1821	-1853	-1	-1800	-1861						

主要财务比率					
会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入增长率	-44.2%	307.1%	35.0%	7.6%	0.9%
归属普通股股东净利润增长率	-51.0%	143.7%	196.1%	18.3%	6.2%
获利能力					
毛利率	-72.5%	18.7%	27.0%	28.5%	28.4%
净利率	-98.6%	10.6%	23.2%	25.5%	26.9%
ROE	226.0%	-17300.0%	100.2%	54.2%	36.6%
ROA	-15.0%	6.7%	17.6%	19.7%	19.7%
偿债能力					
资产负债率	106.6%	100.0%	82.4%	63.7%	46.0%
流动比率	0.7	1.2	5.0	5.8	6.9
速动比率	0.6	1.2	5.0	5.8	6.8
每股指标 (元)					
每股收益	-0.20	0.09	0.25	0.30	0.32
每股经营现金流	-0.09	0.00	0.25	0.55	0.87
每股净资产					
估值比率					
P/E	-15.4	35.3	11.9	10.1	9.5
P/B	-34.89	-6105.27	11.94	5.46	3.47

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。