

## 金沙中国有限公司 (1928.HK)

评级：增持；目标价：HK\$45.8

### 贵宾厅高净赢率+稳健中场带动业绩胜预期

#### 19年一季度经调整 EBITDA 创 14 年以来新高，优于市场预期

金沙中国公布 2019 年一季度业绩，净收入达到 23.34 亿美元(同比增长 8%，环比增长 3%)；经调整 EBITDA 创 14 年以来新高，达到 8.58 亿美元(同比增长 9%，环比增长 9%)，超市场预期，经调整 EBITDA 利润率为 36.8%。期内，贵宾厅毛收入为 6.62 亿美元(同比接近持平)，较行业(同比减少 13.4%)为佳；中场赌柏毛收入为 15.2 亿美元(同比增长 13%，环比增长 7%)；角子机毛收入为 1.54 亿美元(同比增长 2%，环比减少 1%)。

#### 中场保持稳健增长，而贵宾厅录得较高净赢率

受惠于港珠澳大桥带来的旅客增长，集团中场业务保持稳健发展。期内，澳门威尼斯人的中场赌柏毛收入同比增长 21%；金沙城中心同比增长 7%；澳门巴黎人同比增长 20%。集团已完成对澳门巴黎人套房的升级，对提升高端中场业务带来直接推动作用，集团高端中场毛收入同比增长 15.9%。另一方面，金沙城中心及澳门巴黎人贵宾厅净赢率分别达到 4.69%及 4.63%(18 年 1Q 分别为 3.43%及 2.77%)，弥补转码数下跌的影响。

#### 新酒店房间供应陆续推出，「澳门伦敦人」成增长动力

四季酒店新增的 290 间套房预计在 2020 年一季度推出。管理层表示 370 间瑞吉酒店套房将改名为伦敦人套房，预计在 2020 年下半年可推出。「澳门伦敦人」改造工程预计可在 2020 至 2021 年分阶段落成。今年 4 月 1 日起，往来港澳通行证出入境证件实行「全国通办」，签证放宽促进旅客增长。金沙中国在澳门 5 星级酒店供应拥有绝对的领导地位，我们认为未来新房间供应的推出能够受益于中场旅客推动带来的需求。

#### 升目标价至\$45.8 港元，维持「增持」评级

我们微调 19 年及 20 年经调整 EBITDA 预测+1%及+0.5%，至同比分别增长 7.1%及 12.5%，维持 2019 年 15.3 倍 EV/EBITDA 估值法，减每股 0.4 港元净负债，我们将目标价由 45 港元上调至 45.8 港元，维持「增持」评级。目前股价相当于 4.7%预测股息率，具有充足的防守力。

#### 风险提示

(一)签证政策收紧；(二)赌场续牌风险；(三)「澳门伦敦人」项目改造延期

#### 主要财务数据

截止至12月31日财政年度(百万美元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总收入	9,102	10,537	10,928	12,024	13,160
同比增长	16%	16%	4%	10%	9%
净收入	7,586	8,665	9,112	10,057	11,019
同比增长	14%	14%	5%	10%	10%
经调整EBITDA	2,611	3,079	3,298	3,711	4,167
同比增长	16%	18%	7%	13%	12%
净利润	1,603	1,875	2,100	2,380	2,788
经调整EBITDA利润率	34.4%	35.5%	36.2%	36.9%	37.8%
市盈率	27.2	23.2	20.7	18.3	15.6
EV/EBITDA	17.9	15.0	14.2	12.6	11.1
股息率	4.7%	4.7%	4.7%	5.5%	6.4%
每股盈利(港元)	1.55	1.82	2.03	2.30	2.70
每股股息(港元)	1.99	1.99	1.99	2.30	2.70

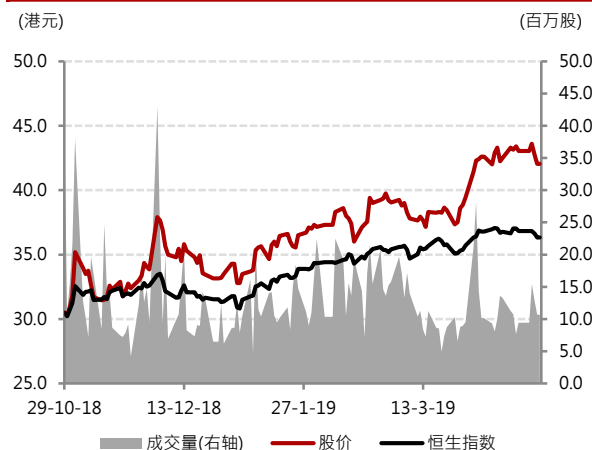
资料来源：公司资料；中泰国际研究部预测

#### 公司基本资料 (更新至 2019 年 4 月 25 日)

现价：	42.05 (港元)
总市值：	339,850.87 (百万港元)
流通股比例：	29.91 (%)
已发行总股本：	8,082.07 (百万股)
52 周价格区间：	29.85-48.6 (港元)
3 个月内日均成交额：	512.09 (百万港元)
主要股东：	拉斯維加斯金沙集团 (占 70.02%)

资料来源：彭博

#### 价格及成交量走势



资料来源：彭博

#### 相关报告

【中泰国际】金沙中国有限公司(1928 HK)首发报告 (评级：增持；目标价：HK\$45) -20190227

#### 分析师

颜招骏 (Alvin Ngan), CFA

[alvin.ngan@ztsc.com.hk](mailto:alvin.ngan@ztsc.com.hk)

图表 1 : 19 年一季度业务表现

百万美元	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19		
									1Q19	Q/Q (%)	Y/Y (%)
总收入	2,207	2,153	2,290	2,473	2,610	2,559	2,627	2,760	2,787	1%	7%
博彩毛收入	1,797	1,741	1,857	1,998	2,159	2,114	2,147	2,264	2,337	3%	8%
非博彩毛收入	372	371	393	432	412	403	438	460	420	-9%	2%
其他	38	41	40	43	39	42	42	36	30	-17%	-23%
推广及回赠	-358	-355	-388	-412	-450	-441	-475	-502	-453	-10%	1%
<b>净收入</b>	<b>1,849</b>	<b>1,798</b>	<b>1,902</b>	<b>2,061</b>	<b>2,160</b>	<b>2,118</b>	<b>2,152</b>	<b>2,258</b>	<b>2,334</b>	<b>3%</b>	<b>8%</b>
博彩净收入	1,439	1,386	1,469	1,586	1,709	1,673	1,672	1,762	1,884	7%	10%
非博彩净收入	372	371	393	432	412	403	438	460	420	-9%	2%
其他	38	41	40	43	39	42	42	36	30	-17%	-23%
<b>经调整EBITDA</b>	<b>626</b>	<b>600</b>	<b>651</b>	<b>731</b>	<b>789</b>	<b>750</b>	<b>754</b>	<b>786</b>	<b>858</b>	<b>9%</b>	<b>9%</b>
经调整EBITDA利润率	33.9%	33.4%	34.2%	35.5%	36.5%	35.4%	35.0%	34.8%	36.8%	2.0%p	0.2%p
贵宾厅毛收入	550	497	596	514	665	645	687	692	662	-4%	0%
贵宾厅转码数	16,514	14,839	20,504	17,630	18,823	18,558	20,974	22,084	19,051	-14%	1%
净赢率	3.33%	3.35%	2.90%	2.92%	3.53%	3.47%	3.27%	3.13%	3.48%	0.3%p	-0.1%p
	28.1	25.9	30.4	25.6	32.0	28.1	29.5	29.7	27.9	-6%	-13%
中场赌枱毛收入	1,102	1,105	1,116	1,323	1,344	1,322	1,321	1,417	1,521	7%	13%
中场赌枱投注额	5,096	4,956	5,235	5,822	6,163	5,914	5,776	6,192	6,124	-1%	-1%
净赢率	21.6%	22.3%	21.3%	22.7%	21.8%	22.4%	22.9%	22.9%	24.8%	1.9%p	3.0%p
	8.6	8.5	8.6	10.0	10.3	10.2	10.2	10.9	12.0	10%	16%
角子机毛收入	144	139	146	161	151	147	139	156	154	-1%	2%
角子机投注额	3,389	3,466	3,546	3,918	3,932	4,004	4,114	4,035	3,840	-5%	-2%
净赢率	4.3%	4.0%	4.1%	4.1%	3.8%	3.7%	3.4%	3.9%	4.0%	0.2%p	0.2%p

资料来源：公司资料；中泰国际研究部预测

图表 2：盈利预测调整

损益表(百万美元)	旧预测			新预测			变动(%)		
	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
总收入	10,875	11,980	13,122	10,928	12,024	13,160	0.5%	0.4%	0.3%
净收入	9,057	10,009	10,978	9,112	10,057	11,019	0.6%	0.5%	0.4%
博彩税	-3,542	-3,927	-4,342	-3,563	-3,944	-4,357	0.6%	0.4%	0.3%
雇员开支	-1,242	-1,293	-1,328	-1,242	-1,293	-1,328	0.0%	0.0%	0.0%
其他经营开支	-1,007	-1,098	-1,143	-1,009	-1,109	-1,168	0.2%	1.0%	2.2%
经调整EBITDA	3,266	3,692	4,166	3,298	3,711	4,167	1.0%	0.5%	0.0%
折旧及摊销	-736	-816	-871	-736	-816	-871	0.0%	0.0%	0.0%
经营利润	2,359	2,661	3,090	2,391	2,681	3,091	1.4%	0.7%	0.0%
利息收入	10	12	10	10	12	10	0.0%	0.8%	2.5%
财务开支	-301	-309	-303	-301	-309	-303	0.0%	0.0%	0.0%
除税前利润	2,097	2,394	2,827	2,130	2,413	2,828	1.6%	0.8%	0.1%
税项	-29	-34	-40	-30	-34	-40	1.6%	0.8%	0.1%
净利润	2,068	2,360	2,787	2,100	2,380	2,788	1.6%	0.8%	0.1%

资料来源：公司资料；中泰国际研究部预测

图表 3：分部收入预测调整

分部收入(百万美元)	旧预测			新预测		
	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
贵宾厅	2,574	2,765	2,985	2,553	2,744	2,963
同比增长	-4%	7%	8%	-5%	7%	8%
中场博彩	5,740	6,460	7,233	5,823	6,535	7,305
同比增长	6%	13%	12%	8%	12%	12%
角子机	639	700	756	630	690	745
同比增长	8%	10%	8%	6%	10%	8%
非博彩业务	1,921	2,055	2,148	1,921	2,055	2,148
同比增长	4%	7%	5%	4%	7%	5%

资料来源：公司资料；中泰国际研究部预测

图表4：财务报表(年结:12月31日；百万美元)

损益表(百万美元)						现金流量表(百万美元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
总收入	9,102	10,537	10,928	12,024	13,160	净利润	1,603	1,875	2,100	2,380	2,788
净收入	7,586	8,665	9,112	10,057	11,019	折旧及摊销	676	655	736	816	871
博彩税	-2,925	-3,430	-3,563	-3,944	-4,357	营运资本变动	126	207	53	150	156
雇员开支	-1,175	-1,218	-1,242	-1,293	-1,328	其他	221	312	268	273	269
其他经营开支	-740	-938	-1,009	-1,109	-1,168	经营活动现金流	2,626	3,049	3,157	3,619	4,084
经调整EBITDA	2,611	3,079	3,298	3,711	4,167	资本开支	-477	-532	-1,246	-1,346	-906
折旧及摊销	-676	-655	-736	-816	-871	其他	16	19	0	0	0
经营利润	1,773	2,154	2,391	2,681	3,091	投资活动现金流	-461	-513	-1,246	-1,346	-906
利息收入	5	20	10	12	10	净借贷	-12	1,150	-181	-158	0
财务开支	-153	-225	-301	-309	-303	股息	-2,067	-2,052	-2,055	-2,055	-2,380
除税前利润	1,625	1,868	2,130	2,413	2,828	其他	-128	-197	-255	-260	-256
税项	-22	7	-30	-34	-40	融资活动现金流	-2,207	-1,099	-2,491	-2,474	-2,636
净利润	1,603	1,875	2,100	2,380	2,788	现金增加净额	-42	1,437	-580	-201	543
						汇率变动影响	-3	0	0	0	0
						现金及现金等价物期初余额	1,284	1,239	2,676	2,096	1,896
						现金及现金等价物期末余额	1,239	2,676	2,096	1,896	2,438
资产负债表(百万美元)						主要财务比率					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	1,239	2,676	2,096	1,896	2,438	增长率(%)					
受限制现金	11	13	13	13	13	总收入	15.8%	15.8%	3.7%	10.0%	9.5%
应收账款	293	477	495	544	596	经调整EBITDA	16.4%	17.9%	7.1%	12.5%	12.3%
存货	15	14	15	16	17	经营利润	31.2%	21.5%	11.0%	12.1%	15.3%
流动资产合计	1,558	3,180	2,619	2,469	3,065	净利润	31.0%	17.0%	12.0%	13.3%	17.2%
固定资产-物业、厂房	7,594	7,734	7,879	8,763	9,401	利润率(%)					
在建工程	93	400	850	550	0	经调整EBITDA利润率	34.4%	35.5%	36.2%	36.9%	37.8%
投资物业	1,311	629	639	634	634	经营利润率	23.4%	24.9%	26.2%	26.7%	28.1%
无形资产	34	46	48	53	53	净利润率	21.1%	21.6%	23.0%	23.7%	25.3%
其他非流动资产	57	69	69	69	69	平均股本回报率	34.2%	46.7%	46.9%	51.3%	55.0%
非流动资产合计	9,089	8,878	9,485	10,069	10,157	平均资产回报率	14.7%	16.5%	17.4%	19.3%	21.7%
总资产	10,647	12,058	12,103	12,537	13,222	资产周转率	83.4%	92.8%	90.5%	97.6%	102.2%
应付账款	1,537	1,928	1,999	2,200	2,408	估值					
短期借贷	54	10	8	50	50	市盈率	27.2	23.2	20.7	18.3	15.6
其他流动负债	6	5	5	6	6	EV/EBITDA	17.9	15.0	14.2	12.6	11.1
流动负债合计	1,597	1,943	2,013	2,256	2,464	市帐率	9.6	9.9	9.8	9.1	8.4
长期借贷	4,358	5,552	5,373	5,173	5,173	股息率	4.7%	4.7%	4.7%	5.5%	6.4%
其他长期负债	154	154	251	305	359	每股指标(港元)					
长期负债合计	4,512	5,706	5,624	5,478	5,532	每股盈利(港元)	1.55	1.82	2.03	2.30	2.70
总负债	6,109	7,649	7,636	7,733	7,996	每股股息(港元)	1.99	1.99	1.99	2.30	2.70
股本	81	81	81	81	81	派息比率	128.6%	109.6%	97.9%	100.0%	100.0%
储备	4,457	4,328	4,386	4,723	5,145						
股东权益	4,538	4,409	4,467	4,804	5,226						
股东权益及负债	10,647	12,058	12,103	12,537	13,222						

资料来源：公司资料；中泰国际研究部预测

# 历史建议和目标价

股价表现及中泰国际给予的评级和目标价



序号	日期	前收市股价	评级变动	目标价
1	2019/2/27	HK\$ 39.35	「增持」(首次覆盖)	HK\$ 45
2	2019/4/26	HK\$ 42.05	「增持」(维持)	HK\$ 45.8

资料来源：彭博；中泰国际研究部

# 公司及行业评级定义

## 公司评级定义：

以报告发布日后的 6 个月内公司的投资收益率相对同期恒生指数的涨跌幅为基准；

买入：投资收益率领先同期恒生指数 20%以上

增持：投资收益率领先同期恒生指数介于 5%至 20%之间

中性：投资收益率与同期恒生指数的变动幅度相差介于-10%至 5%之间

卖出：投资收益率落后同期恒生指数 10%以上

## 行业投资评级：

以报告发布日后的 6 个月内的行业的涨跌幅相对同期的恒生指数的涨跌幅为基准。

推荐：行业基本面向好，行业指数将领先恒生指数

中性：行业基本面稳定，行业指数将跟随恒生指数

谨慎：行业基本面向淡，行业指数将落后恒生指数

## 重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司 - “中泰国际” 分发。本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。本公司所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、状况及独特需要作出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表中泰国际或者附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的提议或表达的意见不一致的投资决策。

权益披露：

- (1) 在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司并无投资银行业务关系。
- (2) 分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。
- (3) 中泰国际证券或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1% 或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得(i)以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或(ii)再次分发。