

## 增长防守兼备的博彩龙头



香港股市 | 消费娱乐 | 博彩

2019年2月27日

### 深耕中场及非博彩业务，EBITDA 利润率最高

金沙中国有限公司(1928.HK)是澳门最大规模的综合度假村及娱乐场发展商，集团超过70%收入来自中场及非博彩元素，EBITDA 利润率领跑行业。我们认为集团受到宏观经济影响较低，同时时间受益于中国人均可支配收入提升及澳门周边基建完善，我们看好博彩龙头金沙中国的长远发展。

### 翻新“金沙城中心”对集团负面影响有限

我们推算金沙城中心旗下假日酒店 1,224 间房间关闭的影响，模型预测金沙城中心非博彩收入 EBITDA 对整个金沙中国集团 EBITDA 影响只有 5%。另一方面，管理层表示会通过转移赌枱至其他娱乐场，更有效运用现有资源。我们预测 2019 年金沙城中心经调整 EBITDA 会下跌 8%，但是预计在其他物业的增长下有助弥补金沙城中心的损失。

### 防御性强、派息稳定，与股东分享成果

我们预测金沙中国 2019 年及 2020 年每股派息分别为 1.99 港元及 2.27 港元，相当于复合年增长率 6.5%，派息比率保持在 100%。目前金沙中国 2019 年预测股息率为 5.51%，高于行业平均的 3.05%。

### 经调整 EBITDA 稳定增长

我们预测金沙中国 2019 年及 2020 年经调整 EBITDA 分别达到 32.5 亿美元及 36.7 亿美元，分别同比增长 6%及 13%。

### 首次覆盖，给予「增持」评级，目标价 45 港元

我们认为金沙中国深耕中场业务的优势、高派息比率及高股息率能够给予龙头溢价，我们给予金沙中国(1928HK)首次覆盖「增持」评级，目标价 45 港元，主要是基于 15.3 倍 EV/EBITDA 估值法。在美国加息周期有望结束下，以及受惠中场业务增长，我们认为给予金沙中国过去五年平均 15.3 倍的 EV/EBITDA 估值是合理。

### 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。

图表 1：主要财务数据

截止至12月31日财政年度(百万美元)	2016	2017	2018	2019E	2020E
总收入	7,858	9,106	10,537	10,874	11,979
同比增长	-3%	16%	16%	3%	10%
净收入	6,653	7,691	8,665	9,061	10,008
同比增长	-2%	16%	13%	5%	10%
经调整EBITDA	2,244	2,611	3,079	3,250	3,672
同比增长	1%	16%	18%	6%	13%
净利润	1,224	1,603	1,875	2,056	2,343
经调整EBITDA利润率	28.6%	28.7%	29.2%	29.9%	30.7%
市盈率	33.3	25.4	21.6	19.7	17.3
EV/EBITDA	19.6	16.8	14.1	13.5	12.0
股息率	5.1%	5.1%	5.1%	5.1%	5.8%
每股盈利(港元)	1.18	1.55	1.82	1.99	2.27
每股股息(港元)	1.99	1.99	1.99	1.99	2.27
派息比率	169%	129%	110%	100%	100%

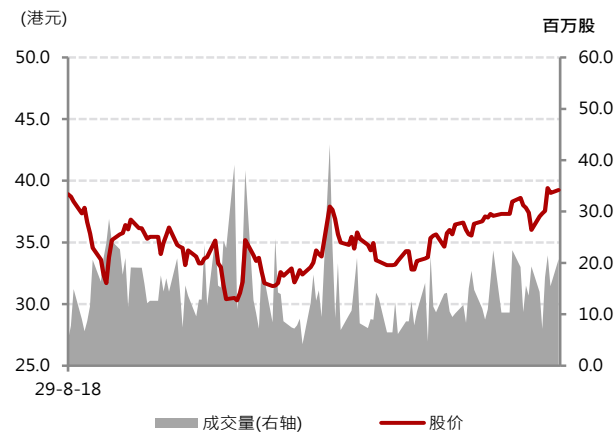
资料来源：公司资料、中泰国际研究部预测

### 股票资料 (更新至2019年2月26日)

现价：	39.35 (港元)
总市值：	317,971.76 (百万港元)
流通股比例：	29.9 (%)
已发行总股本：	8,080.6 (百万股)
52周价格区间：	29.85-48.6 (港元)
3个月内日均成交额：	491.48 (百万港元)
主要股东：	拉斯維加斯金沙集团 (占70.02%)

来源：彭博、中泰国际研究部

### 金沙中国(1928 HK)股价走势图



来源：彭博、中泰国际研究部

### 业务简介

金沙中国有限公司(1928.HK)是澳门最大规模的综合度假村及娱乐场发展商，拥有澳门威尼斯人、澳门金沙、澳门巴黎人、澳门百利宫及金沙城中心。集团拥有亚洲其中一个最大型的会展中心金光会展、澳门最大的文娛场所金光综艺馆

### 分析师

颜招骏 (Alvin Ngan), CFA  
alvin.ngan@zts.com.hk

## 目录

<b>(一) 金沙中国：深耕中场业务，增长、防御性并存.....</b>	<b>4</b>
深耕中场博彩市场，龙头地位稳固.....	4
拥路氹 47% 的四、五星级酒店数量，旅客承接力最高.....	7
会展、商场等非博彩收入及占比排名第一.....	7
「澳门伦敦人」项目加强中场及非博彩龙头优势.....	9
防御性强、派息稳定，与股东分享成果.....	10
<b>(二) 盈利预测与评级：首次给予「增持」.....</b>	<b>11</b>
中场及非博彩收入稳定增长.....	11
经调整 EBITDA 稳定增长.....	12
派息比率保持 100%.....	12
首次覆盖，给予「增持」评级，目标价 45 港元.....	14
<b>(三) 风险因素.....</b>	<b>16</b>
行业与营运风险.....	16
<b>历史建议和目标价.....</b>	<b>17</b>
<b>公司及行业评级定义.....</b>	<b>18</b>
<b>重要声明.....</b>	<b>19</b>

## 图表目录

图表 1：主要财务数据 .....	1
图表 2：金沙中国以中场及非博彩收入为主 .....	4
图表 3：金沙中国收入增长情况(百万美元) .....	4
图表 4：金沙中国三大博彩收入情况(百万美元) .....	4
图表 5：金沙中国非博彩收入创新高(百万美元) .....	5
图表 6：EBITDA 已回复至 2013 年水平(百万美元) .....	5
图表 7：金沙中国分部 EBITDA 贡献占比 .....	5
图表 8：金沙中国行业市占率第二 .....	6
图表 9：金沙中国贵宾厅市占率较少 .....	6
图表 10：金沙中国中场博彩市占率第一 .....	6
图表 11：金沙中国角子机市占率第一 .....	6
图表 12：金沙中国近季贵宾厅市占率稳步爬升 .....	6
图表 13：金沙中国中场博彩市占率龙头地位稳固 .....	6
图表 14：金沙中国 EBITDA 利润率行业最高 .....	7
图表 15：预测 2020 年金沙中国拥有六大博企最多的四、五星级酒店房间 .....	7
图表 16：金沙中国 2018 年非博彩收入占 18% .....	8
图表 17：金沙非博彩收入占比最多 .....	8
图表 18：2010 年至 2018 年会展举办次数 .....	8
图表 19：2010 年至 2018 年会展参与人数 .....	8
图表 20：金沙中国商场租户每平方米销售额同比增幅显著 .....	9
图表 21：金沙中国派息比率超过 100% .....	10
图表 22：金沙中国自由现金流及派息总额同步 .....	10
图表 23：博彩投注额预测(百万美元) .....	11
图表 24：博彩收益预测(百万美元) .....	11
图表 25：各物业收入预测(百万美元) .....	12
图表 26：经调整 EBITDA 预测 .....	12
图表 27：经调整 EBITDA 预测 .....	12
图表 28：财务报表 (年结: 12 月 31 日; 百万美元) .....	13
图表 29：EBITDA 倍数估值法 .....	14
图表 30：金沙中国预测 EV/EBITDA 走势 .....	14
图表 31：可比同业估值 .....	15

## (一) 金沙中国：深耕中场业务，增长、防御性并存

### 深耕中场博彩市场，龙头地位稳固

金沙中国拥有澳门威尼斯人、澳门金沙、澳门巴黎人、澳门百利宫及金沙城中心。集团拥有亚洲其中一个最大型的会展中心金光会展、澳门最大的文娱乐场所金光综艺馆、设有 1,800 个座位的豪华威尼斯人剧场，以及往来港澳的两家主要气垫船公司之一金光飞航。截至 2018 年 12 月 31 日，金沙中国提供 12,360 间套房及酒店客房、1,685 张赌枱、4,274 部角子机、151 家餐厅及其他度假设施。

集团主要业务策略 1). 拓展集团的路氹综合度假村，开发配套产品服务，满足市场需要；2). 充分发挥集团的经营效益，打造成本优势；3.) 专注利润率较高的中场博彩业务，同时向贵宾厅客户提供高端服务。

2018 年四季度，贵宾厅博彩毛收入占比进一步减少至 53.3%，而中场博彩占比上升 0.8 个百分点至 41.7%，若结合角子机的毛收入，整个澳门中场业务占比提升至 46.7%。我们看好港珠澳大桥及澳门外围基建改善能够带动前往澳门的人流，进一步利好博彩业收益，当中以龙头企业受惠更深。

2018 年，金沙中国总收入 105 亿美元，同比增长 16%，博彩收入 86.8 亿美元，占比 82.6%；非博彩收入 18.2 亿美元，同比增长 8%。金沙中国贵宾厅博彩毛收入 26.9 亿美元、中场博彩毛收入 54 亿美元、角子机毛收入 5.9 亿美元，分别占总收入的 25%、51%及 6%。

图表 2：金沙中国以中场及非博彩收入为主

	2015		2016		2017		2018	
百万美元	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
贵宾厅	2,315	28%	1,977	25%	2,157	24%	2,688	26%
中场博彩	3,816	47%	3,867	49%	4,646	51%	5,408	51%
角子机	539	7%	533	7%	591	6%	592	6%
非博彩业务	1,455	18%	1,482	19%	1,712	19%	1,848	18%
总收入	8,125	100%	7,858	100%	9,106	100%	10,536	100%

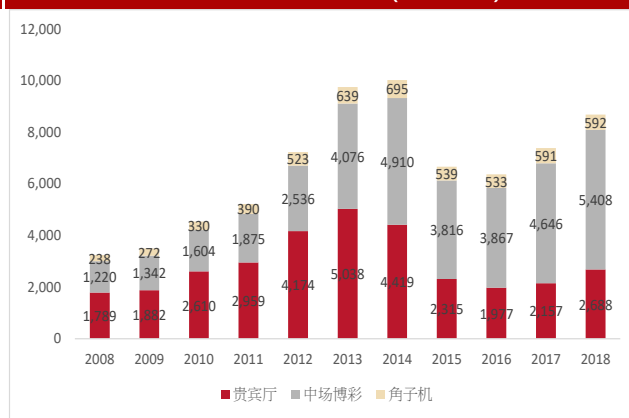
资料来源：公司资料，中泰国际研究部

图表 3：金沙中国收入增长情况(百万美元)



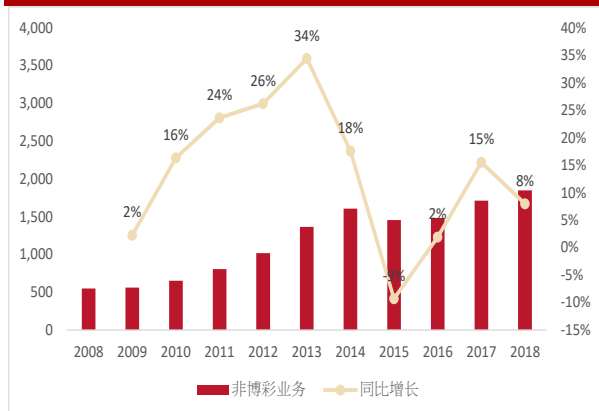
资料来源：公司资料、中泰国际研究部

图表 4：金沙中国三大博彩收入情况(百万美元)



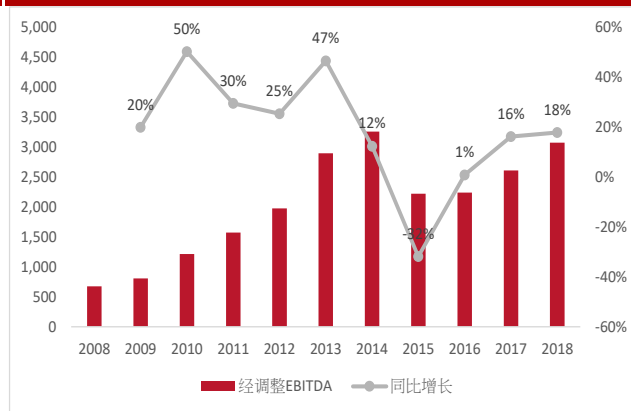
资料来源：公司资料、中泰国际研究部

图表 5：金沙中国非博彩收入创新高(百万美元)



资料来源：公司资料、中泰国际研究部

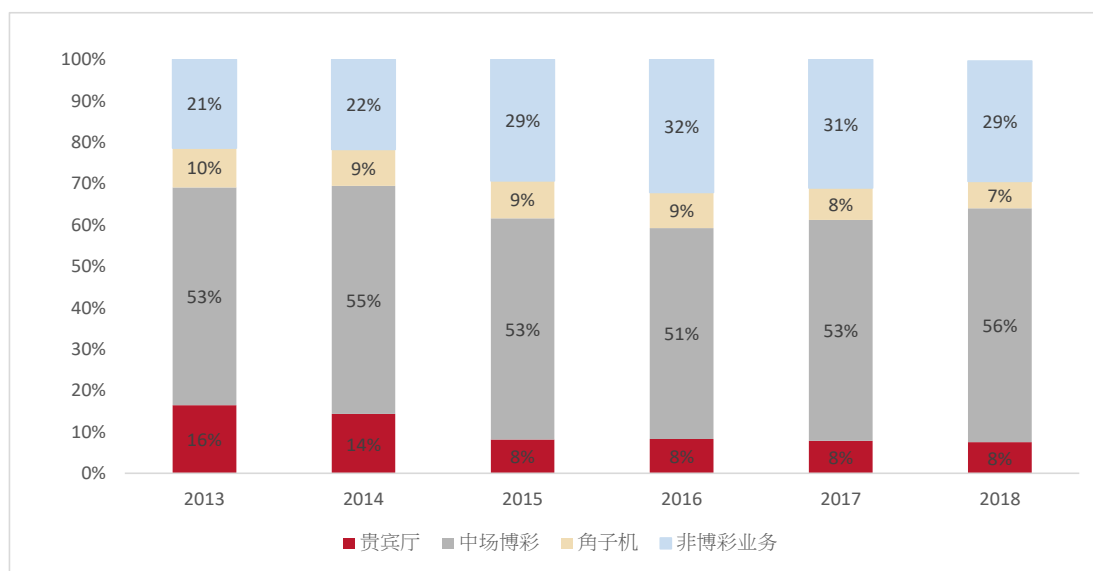
图表 6：EBITDA 已回复至 2013 年水平(百万美元)



资料来源：公司资料、中泰国际研究部

由于中场利润率是贵宾厅的四倍，经过我们推算，2018 年贵宾厅 EBITDA 占比只有 8%，中场博彩及角子机占比 63%，其他非博彩占比为 29%。总体上，从利润贡献角度看，超过 90% 的 EBITDA 来自中场及非博彩业务。因此，中场业务的发展是影响金沙中国的盈利的最重要因素。

图表 7：金沙中国分部 EBITDA 贡献占比

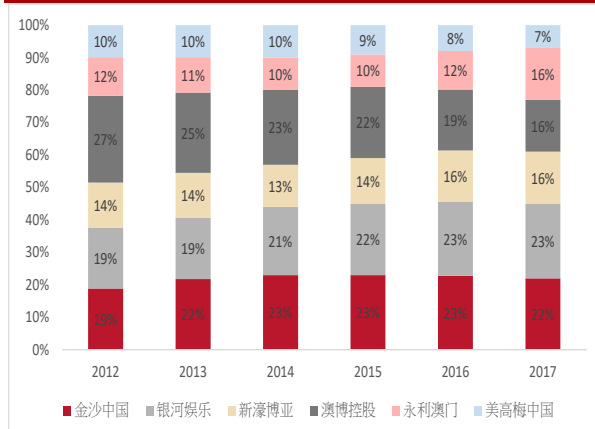


资料来源：公司资料，中泰国际研究部预测

在赌枱方面，截至 2018 年三季度，金沙中国拥有 1662 张赌枱，与第一名澳博的 1699 张相差不远，但较第三名银河娱乐多出 440 张。由于澳门政府严控每年赌枱数目的增长，我们预期在 2022 年前整体赌枱数目不会有显著的增加，这方面有利金沙中国巩固中场博彩龙头地位。随着整个澳门博彩结构转向中场博彩作为增长引擎，而港珠澳大桥及氹仔轻轨的落成，增加中国旅客前往澳门的便利度，对于旅客来说「澳门威尼斯人」项目更是他们赴澳必到之选。另一方面，国务院落实大湾区发展纲领，指明澳门将要建设为世界旅游休闲中心，我们预期未来大湾区旅客的签证将进一步放宽，对于中场博彩龙头的金沙中国最为有利。

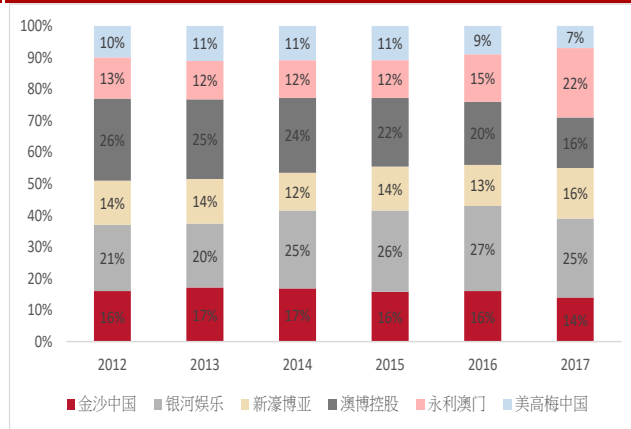
从六大博企的数据看，金沙中国在 2017 年博彩总收入市占率有 22%，排名第二，其中贵宾厅毛收入市占率 14%；中场博彩及角子机毛收入市占率分别达 30% 及 32%，均位列行业龙头。集团主要业务聚焦中场博彩及角子机，中场龙头无可取代。

图表 8：金沙中国行业市占率第二



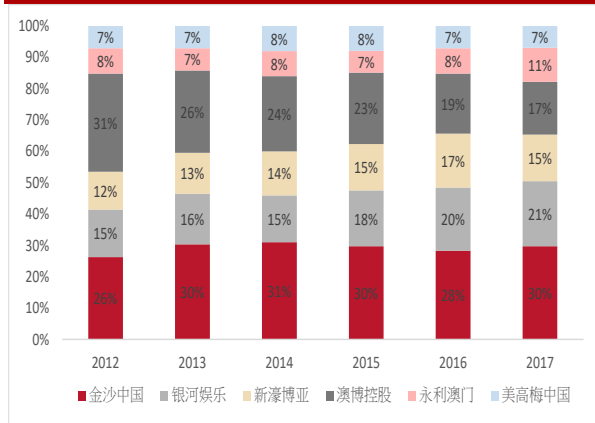
资料来源：公司资料、中泰国际研究部预测

图表 9：金沙中国贵宾厅市占率较少



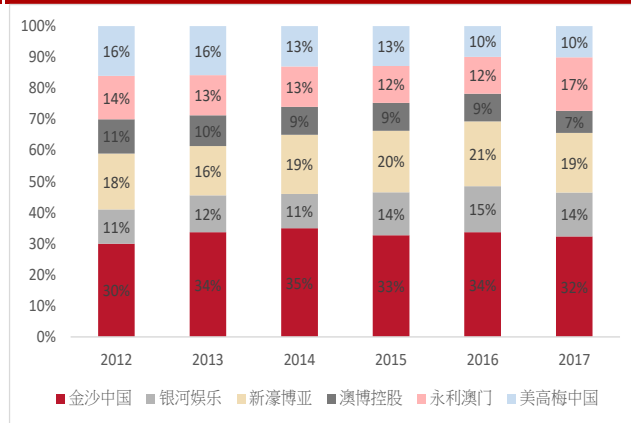
资料来源：公司资料、中泰国际研究部

图表 10：金沙中国中场博彩市占率第一



资料来源：公司资料、中泰国际研究部预测

图表 11：金沙中国角子机市占率第一



资料来源：公司资料、中泰国际研究部

图表 12：金沙中国近季贵宾厅市占率稳步爬升

贵宾厅	1Q2016	2Q2016	3Q2016	4Q2016	1Q2017	2Q2017	3Q2017	4Q2017	1Q2018	2Q2018	3Q2018
银河娱乐(27 HK)	27.68%	26.17%	25.81%	26.21%	24.00%	23.85%	25.52%	28.16%	28.51%	29.57%	25.58%
金沙中国(1928 HK)	16.47%	12.72%	16.57%	16.06%	15.04%	13.31%	14.58%	12.05%	15.10%	15.41%	16.13%
永利澳门(1128 HK)	11.45%	16.27%	16.11%	17.34%	21.14%	21.93%	21.08%	22.06%	19.20%	18.58%	22.29%
新濠博亚(MLCO US)	13.97%	15.54%	13.92%	12.11%	15.13%	17.17%	17.27%	14.75%	15.43%	15.34%	13.75%
澳博控股(880 HK)	21.79%	20.38%	18.79%	19.66%	17.38%	16.99%	14.84%	15.81%	14.16%	15.47%	15.11%
美高梅中国(1928 HK)	8.64%	8.92%	8.80%	8.61%	7.30%	6.75%	6.71%	7.18%	7.59%	5.64%	7.14%

来源：公司报告、彭博、中泰国际研究部

图表 13：金沙中国中场博彩市占率龙头地位稳固

中场博彩	1Q2016	2Q2016	3Q2016	4Q2016	1Q2017	2Q2017	3Q2017	4Q2017	1Q2018	2Q2018	3Q2018
银河娱乐(27 HK)	18.38%	18.55%	18.82%	18.99%	18.54%	19.13%	19.48%	19.05%	18.26%	18.90%	18.14%
金沙中国(1928 HK)	29.07%	28.82%	28.89%	29.54%	29.72%	30.85%	30.12%	31.62%	30.46%	30.78%	30.45%
永利澳门(1128 HK)	7.70%	7.51%	7.53%	10.00%	10.26%	10.90%	11.08%	11.82%	12.84%	12.40%	12.87%
新濠博亚(MLCO US)	16.86%	16.76%	16.73%	17.20%	15.77%	15.04%	15.50%	14.22%	14.34%	13.06%	14.18%
澳博控股(880 HK)	20.60%	20.71%	20.11%	17.41%	18.21%	17.55%	17.39%	16.26%	16.62%	17.04%	16.52%
美高梅中国(1928 HK)	7.39%	7.66%	7.93%	6.86%	7.50%	6.54%	6.43%	7.03%	7.49%	7.81%	7.83%

来源：公司报告、彭博、中泰国际研究部

由于金沙中国侧重中场及非博彩业务，EBITDA 利润率也是较行业为高，盈利能力较为优胜。2018 年三季度金沙中国 EBITDA 利润率达到 35%，较第二位永利澳门高于 3.8 个百分点。

**图表 14：金沙中国EBITDA利润率行业最高**

EBITDA 利润率(%)	1Q2016	2Q2016	3Q2016	4Q2016	1Q2017	2Q2017	3Q2017	4Q2017	1Q2018	2Q2018	3Q2018
银河娱乐(27 HK)	18.2%	18.7%	20.7%	20.6%	22.6%	22.7%	22.1%	23.1%	23.3%	23.7%	21.5%
金沙中国(1928 HK)	32.3%	33.7%	37.3%	32.7%	33.0%	32.8%	34.2%	34.6%	36.5%	35.4%	35.0%
永利澳门(1128 HK)	31.4%	29.8%	34.1%	24.7%	29.1%	28.8%	29.6%	28.7%	32.8%	30.3%	31.2%
新濠博亚(MLCO US)	21.8%	22.0%	23.9%	22.4%	26.1%	23.8%	27.9%	24.6%	29.3%	25.4%	22.3%
澳博控股(880 HK)	7.5%	8.0%	8.0%	9.2%	10.5%	8.7%	7.2%	7.6%	11.5%	11.3%	10.8%
美高梅中国(1928 HK)	24.3%	26.4%	30.0%	27.5%	30.5%	28.0%	27.4%	26.9%	25.5%	21.4%	21.5%

来源：公司报告、彭博、中泰国际研究部

### 拥路氹47%的四、五星级酒店数量，旅客承载力最高

集团目前对「金沙城中心」及四季酒店进行翻新及扩建工程，在瑞吉酒店增加 370 间豪华套房，又在四季酒店大楼增加 290 间优质套房。我们预测到 2020 年金沙中国在路氹地区将拥有 12,731 间酒店房间，占六大博企四、五星级酒店总数的 47.1%，数目大幅领先第二位的银河娱乐。金沙中国在整个澳门的酒店房间供应亦处于主导地位，我们预计集团在 2020 年全澳拥有 13,020 间四、五星级酒店房间，占比 42.7%。

目前澳门四星及五星级酒店供求接近饱和，过去三季整体入住率达到 96%以上。我们认为金沙中国拥有市场近半的高端酒店房间，旅客的承载力是六大博企之中最高，并且能够将住客数目转化成潜在商场及博彩收益。

**图表 15：预测2020年金沙中国拥有六大博企最多的四、五星级酒店房间**

博彩企业	路氹		博彩企业	整个澳门	
	房间供应	占比		房间供应	占比
金沙中国	12,731	47.1%	金沙中国	13,020	42.7%
银河娱乐	5,420	20.1%	银河娱乐	5,920	19.4%
新濠博亚	3,772	14.0%	新濠博亚	3,987	13.1%
澳博控股	2,000	7.4%	澳博控股	2,839	9.3%
永利澳门	1,706	6.3%	永利澳门	2,714	8.9%
美高梅中国	1,400	5.2%	美高梅中国	1,982	6.5%
总数	27,029	100.0%	总数	30,462	100.0%

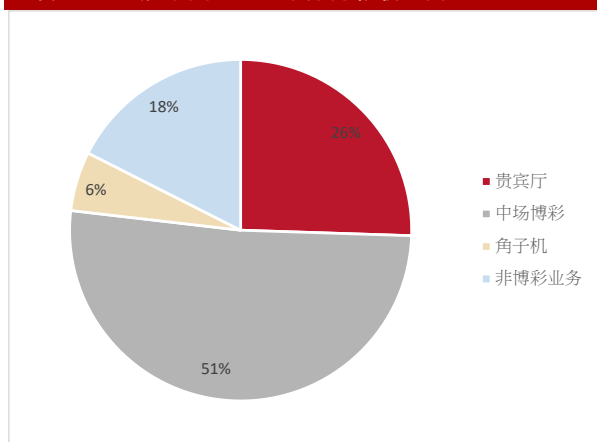
来源：公司报告、中泰国际研究部预测

### 会展、商场等非博彩收入及占比排名第一

2018 年，金沙中国非博彩收入 18.48 亿美元，同比增长 8%，其中来自酒店收入 7.3 亿美元，同比增长 12.7%；购物中心收入 5.1 亿美元，同比增长 5.8%；餐饮收入 3 亿美元，同比增长 4.1%；会议及其他收入 3 亿美元，同比增长 7%。2018 年集团非博彩收入占总收入 18%，是全行业之冠。

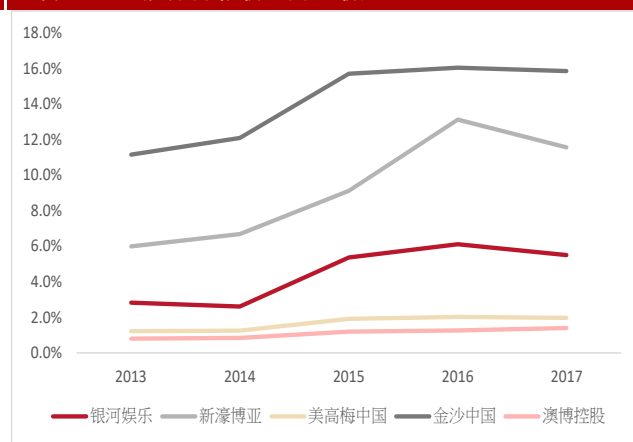


图表 16：金沙中国 2018 年非博彩收入占 18%



资料来源：公司报告、中泰国际研究部

图表 17：金沙非博彩收入占比最多

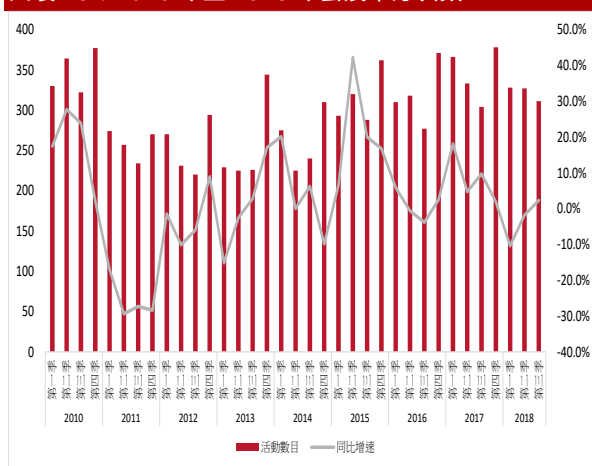


资料来源：公司报告、彭博、中泰国际研究部

金沙中国拥有六大博企总面积最多的会展及零售场地。截至 2018 年 12 月 31 日，集团会展及零售总面积分别达到 166 万平方米及 205 万平方米。《澳门特别行政区五年发展规划(2016 至 2020 年)》提出要推动经济多元化发展，维持 2013 年起的十年内，赌台数目控制在每年平均不超过 3% 的增长，鼓励多个休闲、商贸、会展、多元文化体验等服务。澳门政府目标预期 2020 年幸运博彩企业非博彩业务占博彩总收益比重由 2014 年的 6.6% 增加至 9% 或以上。

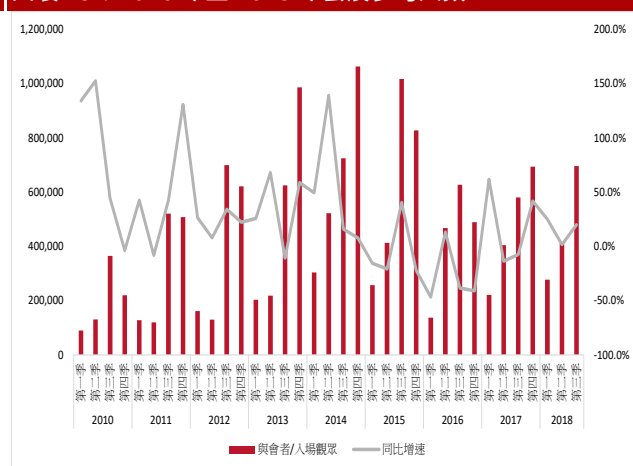
「十三五」规划明确指出支持澳门「积极发展会展商贸等产业，促进经济适度多元可持续发展」；政府先后出台一系列对会展业支持及鼓励措施，促进会展业发展。会展业务其主要客户是商务客人，而参展期主要在周一至周五，为酒店平日贡献了酒店客房、餐饮娱乐及博彩等收入，能够平滑周五至周日休闲旅客所带来的贡献。根据 DESC 数据，2018 年第三季，全澳门共举办了 311 场会展，参与人次达到 69.6 万。过去几个季度，会展举办数目有所增加，虽然入场人次未有明显提升，但是实际使用面积出现明显的上升，这方面能够增加承批商的收入。我们认为新增会展使用次数对于龙头金沙中国最为有利。

图表 18：2010 年至 2018 年会展举办次数



资料来源：DSEC、中泰国际研究部

图表 19：2010 年至 2018 年会展参与人数



资料来源：DSEC、中泰国际研究部



金沙中国旗下商场租户每平方米销售额同比增长显著跑赢港澳零售，突显商场吸引力。2018 年四季度，澳门威尼斯人、百利宫及金沙城中心租户每平方米销售额同比增长逾 20%，其中以奢侈品为主的百利宫(四季酒店)增速远超同期港澳零售。2018 年三季度，澳门零售销售额同比增长 12.8%，其中钟表珠宝同比增长只有 2.6%。2018 年下旬，香港零售业同样面临放缓困境，整体零售销售货值同比增长由 6 月的 11.9% 下跌至 12 月的 0.14%，而奢侈品销货价值同比增长由 6 月的 27.8% 急跌至 12 月的同比下跌 4.9%。我们认为去年 11 月起人民币汇价回稳，摆脱单边贬值弱势，对中国人外游消费带来正面信息，有助刺激旅客高端消费。另一方面，金沙中国在路氹形成一个以休闲娱乐消费为主的大型度假区，拥有品牌的汇聚效应，增加旅客的消费倾向。我们相信集团优质的零售商场及具主题的项目是吸引人流的主要因素。

**图表 20：金沙中国商场租户每平方米销售额同比增幅显著**

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18
<b>澳门威尼斯人</b>												
可出租总面积(呎)	780,834	781,145	781,304	777,413	777,509	779,025	785,973	786,429	786,472	786,652	786,649	813,376
租用率(%)	97.5%	97.4%	97.1%	97.6%	97.6%	97.7%	97.3%	97.2%	91.8%	91.4%	89.7%	90.3%
商场收入(百万美元)	49	51	52	57	51	55	55	59	53	56	60	65
租户每平方米销售额(美元)	1,428	1,359	1,359	1,326	1,330	1,340	1,357	1,389	1,591	1,656	1,733	1,746
同比增长	-13%	-14%	-12%	-10%	-7%	-1%	0%	5%	20%	24%	28%	26%
<b>澳门百利宫</b>												
可出租总面积(呎)	260,570	260,570	259,410	259,410	259,403	259,533	258,392	257,859	258,291	258,264	258,544	241,548
租用率(%)	99.0%	97.7%	97.3%	99.3%	99.3%	99.5%	100.0%	99.6%	98.9%	98.8%	99.2%	99.0%
商场收入(百万美元)	31	31	32	33	31	32	31	37	31	33	33	48
租户每平方米销售额(美元)	3,128	2,994	2,971	3,004	3,053	3,097	3,247	3,500	3,896	4,078	4,260	4,373
同比增长	-40%	-39%	-23%	-12%	-2%	3%	9%	17%	28%	32%	31%	25%
<b>金沙城中心</b>												
可出租总面积(呎)	331,444	331,476	407,102	407,065	407,028	425,630	425,581	424,309	424,388	517,238	509,929	519,681
租用率(%)	96.0%	96.7%	98.2%	96.7%	94.2%	93.5%	93.0%	93.4%	94.0%	90.9%	92.3%	91.5%
商场收入(百万美元)	15	16	15	16	19	14	15	15	14	15	19	21
租户每平方米销售额(美元)	872	861	868	882	896	676	711	744	802	849	862	892
同比增长	-38%	-14%	-7%	-2%	3%	-21%	-18%	-16%	-10%	26%	21%	20%
<b>澳门巴黎人</b>												
可出租总面积(呎)			299,458	299,778	299,778	299,053	299,125	300,218	300,238	295,896	295,896	295,915
租用率(%)			92.6%	92.6%	92.6%	92.7%	92.5%	93.4%	90.1%	90.7%	90.7%	89.8%
商场收入(百万美元)			5	18	17	17	16	16	15	15	13	13
租户每平方米销售额(美元)			NA	NA	NA	NA	531	574	623	649	657	649
同比增长											24%	13%

来源：公司报告、中泰国际研究部

### 「澳门伦敦人」项目加强中场及非博彩龙头优势

金沙中国持续增加资本开支以保持集团在路氹的中场优势，未来三年额外投资 22 亿美元扩大路氹物业规模，包括在瑞吉酒店及四季酒店增加共 660 间豪华套房，预计在 2020 年完成。另外，公司在今年三月正式启动对金沙城中心的翻新改造工程，扩建及重塑为一所新的综合度假村「澳门伦敦人」，我们预计项目会以伦敦「大笨钟」为地标，并在零售及餐饮面积将有所扩建。整个「澳门伦敦人」项目将于 2020 年及 2021 年分阶段完成，我们认为在 2022 年前金沙中国将建立一个由「澳门威尼斯人」、「澳门巴黎人」及「澳门伦敦人」为核心的综合度假村，将成为旅客赴澳门必到之处。

虽然金沙城中心旗下的假日酒店 1,224 间房间将于今年第一季关闭以便进行改造，但是假日酒店主要是中低端客人为主，对利润贡献较细。我们推算假日酒店关闭的影响，模型预测金沙城中心非博彩收入 EBITDA 对整个金沙中国集团 EBITDA 影响只有 5%。然而，四季酒店及瑞吉酒店所新增的 660 间豪华套房可在 2020 年推出，有助对冲「澳门伦敦人」改造期间的负面影响。

另一方面，管理层表示会通过转移赌枱至其他娱乐场，更有效运用现有资源。我们预测 2019 年金沙城中心调整 EBITDA 会下跌 8%，但是预计在其他物业的增长下有助弥补金沙城中心的损失。

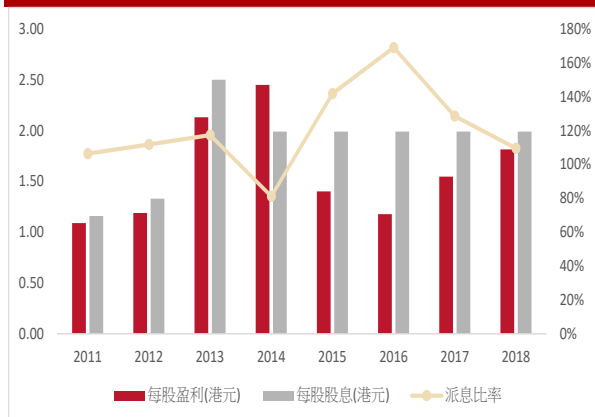
金沙中国加强发展在澳门非博彩元素，切合中央及澳门政府锐意把澳门建议为世界旅游休闲中心的愿景，有利日后与澳门政府商讨赌场续牌事宜。我们认为这方面是金沙中国比其他两间美资博彩公司更为优胜之处。

### 防御性强、派息稳定，与股东分享成果

金沙中国自 2011 年首次派息，其派息比率一直保持高企，公司多年来一直与股东分享经营成果，把过剩资本回馈股东。2018 年，集团每股派息 1.99 港元，派息比率达到 110%。金沙中国利用过往低利率环境向银行贷款或发行优先票据应付资本开支，如集团 2017 年及 2018 年加权平均资金成本只有 2.7% 及 3.7%，再利用自由现金流向股东派息。这方面令金沙中国能够保持业务增长同时，也为股东提供现金流入，达至共赢。

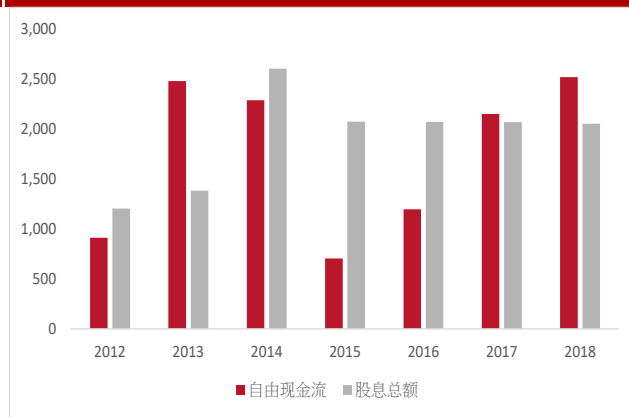
我们预测金沙中国 2019 年及 2020 年每股派息分别为 1.99 港元及 2.26 港元，相当于复合年增长率 6.5%，派息比率保持在 100%。联储局有望在今年结束加息周期及停止缩表，利率期货显示美国今年停止加息机会超过 90%，美国 10 年期债息回落至 2.66 厘。环球央行暂缓进一步收紧货币政策，增加对于现金流稳定及高股息率股份的吸引力，目前金沙中国 2019 年预测股息率为 5.51%，高于行业平均的 3.05%。我们认为金沙中国(1928HK)是少数具备稳定派息及高股息率的蓝筹股，是相对行业其他博企另一方面的优胜之处。

图表 21：金沙中国派息比率超过 100%



资料来源：公司资料、中泰国际研究部

图表 22：金沙中国自由现金流及派息总额同步



资料来源：公司资料、中泰国际研究部

## (二) 盈利预测与评级：首次给予「增持」

### 中场及非博彩收入稳定增长

我们认为中国经济及企业盈利增速放缓在今年上半年未有明显改善，但是考虑到中央开始放宽货币政策，一月社会融资余额及 M2 货币供应量同比开始反弹，预计贵宾厅将在年中缓慢复苏。我们预测 2019 年金沙中国贵宾厅转码数同比持平，但 2020 年会有同比 8% 的增长。我们看好威尼斯人贵宾厅业务的增长，但是认为会被金沙城中心因翻新引致转码数下跌，两者互相抵销。

我们预测集团 2019 年及 2020 年总收入分别为 108 亿美元及 120 亿美元，分别同比增长 3% 及 10%。当中贵宾厅博彩毛收入在 2019 年及 2020 年分别下跌 4% 及增长 7%，主要由于 2018 年贵宾厅净赢率高达 3.34%，是十年最高水平，而我们预测 2019 年净赢率是五年平均的 3.19%。我们预测 2019 年中场博彩、角子机及非博彩业务收入分别增长 6%、8% 及 4%，2020 年同比增长分别为 13%、10% 及 7%。

图表 23：博彩投注额预测(百万美元)

投注额(百万美元)	2016	2017	2018	2019E	2020E
贵宾厅	61,261	69,484	80,441	80,705	86,772
同比增长	-17%	13%	16%	0%	8%
中场博彩	17,675	21,109	24,043	25,470	28,448
同比增长	3%	19%	14%	6%	12%
角子机	13,555	14,316	16,085	16,955	18,605
同比增长	1%	6%	12%	5%	10%

资料来源：公司资料，中泰国际研究部预测

图表 24：博彩收益预测(百万美元)

百万美元	2016	2017	2018	2019E	2020E
总收入	7,858	9,106	10,536	10,874	11,979
同比增长	-3%	16%	16%	3%	10%
贵宾厅	1,977	2,157	2,688	2,574	2,765
同比增长	-15%	9%	25%	-4%	7%
中场博彩	3,867	4,646	5,408	5,740	6,460
同比增长	1%	20%	16%	6%	13%
角子机	533	591	592	639	700
同比增长	-1%	11%	0%	8%	10%
非博彩业务	1,482	1,712	1,848	1,920	2,054
同比增长	2%	15%	8%	4%	7%

资料来源：公司资料，中泰国际研究部预测

图表 25：各物业收入预测(百万美元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
澳门威尼斯人	3,378	3,459	4,181	4,357	4,724	5,130
同比增长	-3%	2%	21%	4%	8%	9%
金沙城中心	2,296	2,254	2,533	2,467	2,821	3,164
同比增长	-11%	-2%	12%	-3%	14%	12%
澳门百利宫	741	782	978	1,023	1,155	1,287
同比增长	-18%	6%	25%	5%	13%	11%
澳门金沙	803	720	782	790	838	902
同比增长	-23%	-10%	9%	1%	6%	8%
澳门巴黎人	505	1,753	1,927	2,094	2,288	2,475
同比增长		247%	10%	9%	9%	8%
其他	136	138	136	143	154	163
同比增长	13%	1%	-1%	5%	8%	6%

资料来源：公司资料·中泰国际研究部预测

### 经调整EBITDA稳定增长

我们预测金沙中国 2019 年及 2020 年经调整 EBITDA 分别达到 32.5 亿美元及 36.7 亿美元，分别同比增长 6%及 13%。

图表 26：经调整EBITDA预测

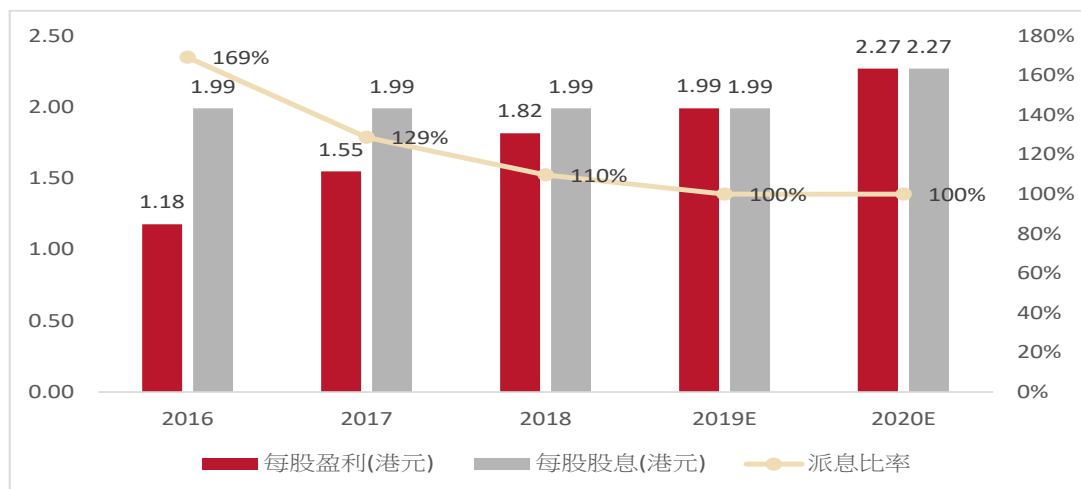
百万美元	2016	2017	2018	2019E	2020E
经调整EBITDA	2,244	2,611	3,079	3,250	3,672
同比增长	1%	16%	18%	6%	13%

资料来源：公司资料·中泰国际研究部预测

### 派息比率保持100%

我们预测金沙中国 2019 年及 2020 年每股派息分别有 1.99 港元及 2.27 港元，派息比率分别达 102%及 100%。由于集团的资本开支主要来自于优先票据及营运现金流，因此我们认为金沙中国能够保持 100%的派息比率。

图表 27：经调整EBITDA预测



资料来源：公司资料·中泰国际研究部预测

图表 28 : 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)						
	2016	2017	2018	2019E	2020E		2016	2017	2018	2019E	2020E
总收入	7,858	9,106	10,537	10,874	11,979	净利润	1,224	1,603	1,875	2,056	2,343
净收入	6,653	7,691	8,665	9,061	10,008	折旧及摊销	611	676	655	736	816
博彩税	-2,527	-2,925	-3,430	-3,542	-3,927	营运资本变动	331	126	207	46	151
雇员开支	-1,020	-1,175	-1,218	-1,264	-1,315	其他	180	221	312	268	274
其他经营开支	-740	-845	-938	-1,004	-1,095	经营活动现金流	2,346	2,626	3,049	3,106	3,584
经调整EBITDA	2,244	2,611	3,079	3,250	3,672	资本开支	-1,151	-477	-532	-1,246	-1,346
折旧及摊销	-611	-676	-655	-736	-816	其他	2	16	19	0	0
经营利润	1,352	1,773	2,154	2,346	2,644	投资活动现金流	-1,149	-461	-513	-1,246	-1,346
利息收入	3	5	20	10	12	净借贷	1,000	-12	1,150	-181	-158
财务开支	-86	-153	-225	-301	-309	股息	-2,070	-2,067	-2,052	-2,055	-2,055
除税前利润	1,268	1,625	1,868	2,085	2,377	其他	-125	-128	-197	-255	-261
税项	-44	-22	7	-29	-33	融资活动现金流	-1,195	-2,207	-1,099	-2,491	-2,474
净利润	1,224	1,603	1,875	2,056	2,343	现金增加净额	2	-42	1,437	-631	-236
						汇率变动影响	-1	-3	0	0	0
						现金及现金等值物期初余额	1,283	1,284	1,239	2,676	2,045
						现金及现金等值物期末余额	1,284	1,239	2,676	2,045	1,809
资产负债表(百万美元)					主要财务比率						
	2016	2017	2018	2019E	2020E		2016	2017	2018	2019E	2020E
现金及现金等值物	1,284	1,239	2,676	2,045	1,809	增长率(%)					
受限制现金	10	11	13	13	13	总收入	-3.3%	15.9%	15.7%	3.2%	10.2%
应收账款	352	293	477	492	542	经调整EBITDA	0.9%	16.4%	17.9%	5.6%	13.0%
存货	14	15	14	14	16	经营利润	-11.0%	31.2%	21.5%	9.0%	12.7%
流动资产合计	1,660	1,558	3,180	2,564	2,380	净利润	-16.1%	31.0%	16.9%	9.7%	14.0%
固定资产-物业、厂房	7,979	7,594	7,734	7,879	8,763	利润率(%)					
在建工程	132	93	400	850	550	经调整EBITDA利润率	28.6%	28.7%	29.2%	29.9%	30.7%
投资物业	1,322	1,311	629	639	634	经营利润率	17.2%	19.5%	20.4%	21.6%	22.1%
无形资产	35	34	46	48	53	净利润率	17.3%	17.9%	19.8%	18.7%	19.6%
其他非流动资产	55	57	69	69	69	平均股本回报率	25.1%	34.2%	46.7%	46.1%	51.2%
非流动资产合计	9,523	9,089	8,878	9,485	10,069	平均资产回报率	11.1%	14.7%	16.5%	17.1%	19.1%
总资产	11,183	10,647	12,058	12,049	12,449	资产周转率	71.6%	83.4%	92.8%	90.2%	97.8%
应付账款	1,622	1,537	1,928	1,990	2,192	估值					
短期借贷	26	54	10	8	50	市盈率	33.3	25.4	21.6	19.7	17.3
其他流动负债	6	6	5	5	6	EV/EBITDA	19.6	16.8	14.1	13.5	12.0
流动负债合计	1,654	1,597	1,943	2,003	2,247	市帐率	8.2	9.0	9.3	9.2	8.6
长期借贷	4,348	4,358	5,552	5,373	5,173	股息率	5.1%	5.1%	5.1%	5.1%	5.8%
其他长期负债	174	154	154	251	305	每股指标(港元)					
长期负债合计	4,522	4,512	5,706	5,624	5,478	每股盈利(港元)	1.18	1.55	1.82	1.99	2.27
总负债	6,176	6,109	7,649	7,627	7,725	每股股息(港元)	1.99	1.99	1.99	1.99	2.27
股本	81	81	81	81	81	派息比率	169.0%	128.6%	109.6%	100.0%	100.0%
储备	4,926	4,457	4,328	4,341	4,643						
股东权益	5,007	4,538	4,409	4,422	4,724						
股东权益及负债	11,183	10,647	12,058	12,049	12,449						

资料来源: 公司资料 · 中泰国际研究部预测

## 首次覆盖，给予「增持」评级，目标价45港元

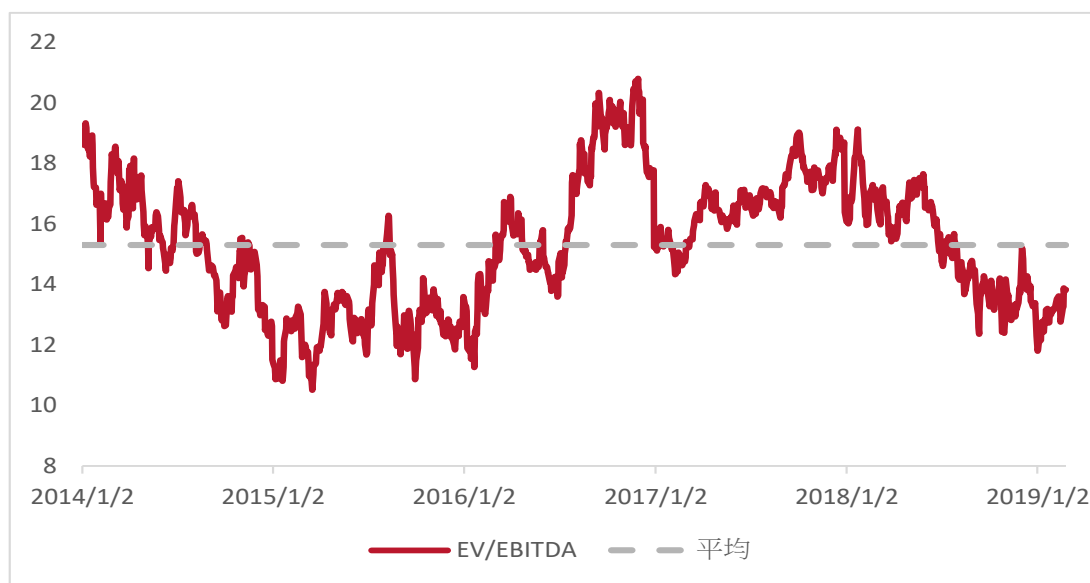
我们认为金沙中国深耕中场业务的优势、高派息比率及高股息率能够给予相对较高估值，我们给予金沙中国(1928HK)首次覆盖「增持」评级，目标价 45 港元，主要是基于 15.3 倍 EV/EBITDA 估值法。在美国加息周期有望结束下，以及受惠中场业务增长，我们认为给予金沙中国(1928HK)过去五年平均 15.3 倍的 EV/EBITDA 估值是合理。

图表 29：EBITDA倍数估值法

经调整EBITDA(百万美元)	2019E	目标倍数	企业价值	每股股价
金沙中國集團	3,250	15.3	49,733	6.2
加：净现金	-3,323	-	-3,323	-0.4
经调整股权价值			46,409	5.7
发行股数(摊薄后)	8,086			
目标价(美元)	5.7			
目标价(港元)	45.0			
港元匯價	7.84			

资料来源：中泰国际研究部预测

图表 30：金沙中国预测EV/EBITDA走势



资料来源：彭博、中泰国际研究部

图表 31 : 可比同业估值

股份名称	编号	货币	股价	市值(百万美元)	市盈率			股息率			EV/EBITDA			P/B			ROE		
					2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2018	2019	2020	
<b>澳门博彩公司</b>																			
银河娱乐	27 HK	HK	55.95	30,857.57	22.83	18.38	17.38	1.63	1.57	1.58	18.50	14.41	13.99	3.97	3.76	23.51	21.67	18.76	
金沙中国	1928 HK	HK	39.35	40,509.05	21.60	18.57	16.65	5.06	5.25	5.49	15.43	13.92	12.52	9.21	9.00	41.91	48.24	50.93	
永利澳门	1128 HK	HK	19.76	13,082.77	27.83	16.90	16.25	7.59	6.42	6.07	15.65	12.07	12.32	46.32	42.86	247.64	231.43	297.31	
澳博控股	880 HK	HK	9.20	6,637.53	26.51	19.29	21.85	2.50	2.97	2.74	15.39	12.03	11.78	1.97	1.95	9.81	9.84	8.77	
美高梅中国	2282 HK	HK	16.56	8,016.97	27.10	46.13	24.07	0.97	0.95	2.14	22.06	17.60	13.94	7.16	6.76	21.03	17.42	23.60	
新濠国际	200 HK	HK	19.46	3,767.41	62.77	29.13	19.06	0.44	0.53	0.70	9.18	9.00	7.95	1.56	1.49	3.44	4.40	7.22	
新濠博亚	MLCO US	USD	22.87	11,305.40	31.50	24.20	19.72	2.45	2.68	2.86	12.38	10.30	9.64	5.31	3.99	14.02	14.81	20.11	
<b>平均</b>					<b>31.45</b>	<b>24.66</b>	<b>19.28</b>	<b>2.95</b>	<b>2.91</b>	<b>3.08</b>	<b>15.51</b>	<b>12.76</b>	<b>11.73</b>	<b>10.79</b>	<b>9.97</b>	<b>51.62</b>	<b>49.69</b>	<b>60.96</b>	
<b>海外博彩公司</b>																			
金界控股	3918 HK	HK	10.98	6,072.35	15.54	13.45	11.75	2.82	4.58	5.00	11.45	9.53	8.56	3.94	3.47	26.73	27.96	26.15	
凯升控股	102 HK	HK	1.02	193.41	109.68	85.00	34.00	N/A	0.00	0.00	11.02	7.97	6.77	1.25	0.95	1.81	1.00	2.75	
拉斯维加斯金沙	LVS US	USD	61.07	47,332.42	19.89	18.79	17.26	4.91	5.04	5.21	11.46	11.22	10.61	8.33	7.34	39.65	39.59	42.13	
永利度假村	WYNN US	USD	129.20	14,049.02	23.58	20.37	15.55	2.32	2.34	2.41	16.00	11.19	9.75	7.78	6.86	56.16	47.47	38.23	
<b>平均</b>					<b>42.17</b>	<b>34.40</b>	<b>19.64</b>	<b>3.35</b>	<b>2.99</b>	<b>3.16</b>	<b>12.48</b>	<b>9.98</b>	<b>8.92</b>	<b>5.33</b>	<b>4.66</b>	<b>31.09</b>	<b>29.00</b>	<b>27.32</b>	

资料来源：彭博、中泰国际研究部(\*数据截至 2019 年 2 月 26 日)



## (三) 风险因素

---

### 行业与营运风险

#### 相关政策收紧的风险

1. 资金外流管制加强，如再收紧银联卡每人每年提款上限，将进一步打击高端中场及 VIP 业务。2. 澳门出入境政策收紧风险。3. 全面禁烟的风险，如 2019 年 1 月 1 日起贵宾厅实施全面禁烟，初期对贵宾厅收入有负面影响。

#### 赌场续牌风险

澳门六大赌牌将在 2020 年至 2022 年相继到期，如澳博及美高梅于 2020 年 3 月 31 日届满。根据现有博彩法规，赌牌持有者可将赌牌期限一次或分多次延长，最多可延长五年。考虑到博彩公司已投入的资本开支巨大，同时也联系到澳门本土的就业及政府收入问题，我们预计较大机会是澳门政府跟澳博及美高梅延长赌牌两年至 2022 年，好让六个赌牌一并处理。然而，若澳门政府未有跟现有赌牌续牌，甚至进一步引入竞争对手，为现有博企会带来经营压力。

#### 亚太区周边国家及地区赌场竞争加剧

南韩、马来西亚、新加坡、俄罗斯、塞班岛等地区已开放博彩业，地区竞争加剧。

#### 中国宏观经济持续下滑

中国经济增长持续放缓，信贷收缩，影响贵宾厅需求。中国经济不确定性影响居民出游的倾向。

## 历史建议和目标价

### 股价表现及评级时间表



来源：彭博·中泰国际研究部·

附注：股价已反映股息、股本合并及分拆等调整因素

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

## 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。