

【广发海外】金沙中国有限公司 (01928.HK)

高端中场业务低于预期，关注明年新套房开业

核心观点:

● 博彩毛收入基本持平，经调整 EBITDA 小幅增长

2 季度公司博彩毛收入同比下滑 0.1%。其中，中场业务及角子机业务毛收入分别同比增长 5.2%和 9.1%。而贵宾毛收入同比下滑 13.1%，主要是由于贵宾业务转码额同比下滑 11.8%。2 季度公司经调整 EBITDA 同比增长 2.0%，这主要由中场业务及非博彩业务贡献。物业 EBITDA 利润率为 35.6%，同比提升 0.2%。

● 普通中场业务表现出色，高端中场业务低于预期

2 季度普通中场毛收入同比增长 14.7%，环比增长 1.5%，这主要是受益于港珠澳大桥对游客人次增长的推动。普通中场业务每桌每日赢款额同比增长 18.4%，为 16 年 3 季度行业复苏以来的新高。但是受到竞争对手新物业的经营爬坡以及金沙城中心装修升级的影响，2 季度的高端中场业务低于预期。虽然高端中场业务入箱额与 1 季度相比基本持平，但是 2 季度赢率较低导致高端中场业务毛收入同比下滑 4.2%，环比下滑 18.0%。我们认为金沙城中心装修对业务的影响在下半年仍将继续。

● 新增套房将于明年开业，可能帮助公司提升高端中场业务市占率

四季酒店以及伦敦人大楼将分别新增 290 间及 370 间豪华套房，并预计分别在 20 年 1 季度和 20 年末开业。在这些套房开业后，金沙中国所拥有的套房数量将远超竞争对手。这将提升公司在高端中场业务上的竞争力。

● 预计公司 19/20 年 EBITDA 为 32.0/35.9 亿美元

公司高端中场业务表现低于预期，但普通中场业务及非博彩业务在游客人次增长的驱动下将继续保持快速增长。我们给予公司 19 年 EV/EBITDA 14.5x 的历史中枢估值，对应合理价值 42.3 港元/股，维持买入评级。

● 风险提示

外汇管制收紧的风险；赌牌续期的风险；改扩建进度低于预期的风险。

盈利预测:

金沙中国	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万美元)	9,233	10,536	11,056	11,841	12,739
增长率 (%)	16.0%	14.1%	4.9%	7.1%	7.6%
EBITDA (百万美元)	2,479	2,941	3,203	3,594	4,017
增长率 (%)	18.0%	18.6%	8.9%	12.2%	11.8%
净利润 (百万美元)	1,603	1,875	2,088	2,509	2,885
EPS (美元)	0.20	0.23	0.26	0.31	0.36
市盈率 (P/E)	25.2	21.6	19.4	16.1	14.0
EV/EBITDA	17.5	14.8	13.6	12.1	10.8

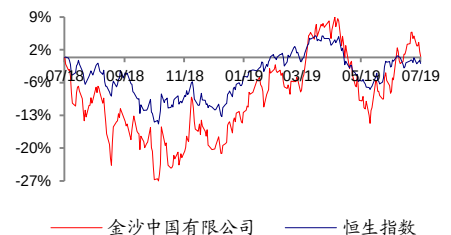
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	39.35 港元
合理价值	42.3 港元
前次评级	买入
报告日期	2019-07-28

相对市场表现



分析师:

胡翔宇



SAC 执证号: S0260517080001



SFC CE No. BNG229



010-59136632



huxiangyu@gf.com.cn

相关研究:

【广发海外】金沙中国有限公司 (01928.HK): 中场业务表现出色，贵宾业务前景乐观 2019-04-19

【广发海外】金沙中国有限公司 (01928.HK): 4 季度业绩符合预期，普通中场业务依然强劲 2019-01-25

【广发海外】金沙中国有限公司 (01928.HK): 将受益于港珠澳大桥的通车 2018-12-25

联系人:

陈佳妮 021-60750604

chenjian@gf.com.cn

1. 竞争加剧及物业装修导致高端中场业务下滑

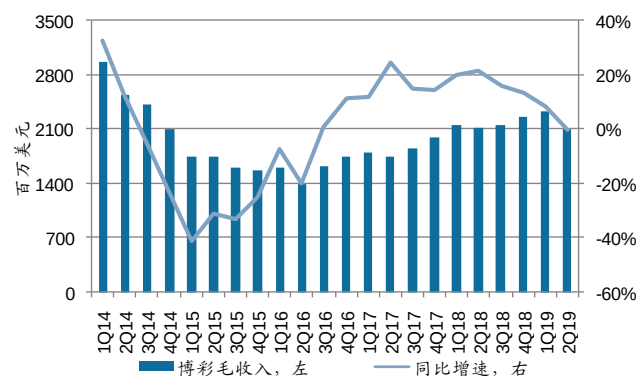
博彩毛收入同比基本持平：19年2季度，公司的博彩毛收入为21.12亿美元，同比下滑0.1%。其中，中场及角子机业务毛收入分别为13.91亿美元和1.61亿美元，同比增长5.2%和9.1%。而贵宾业务毛收入同比下滑13.1%，这主要是由于贵宾业务转码额同比下滑11.8%，贵宾业务赢率同比基本持平（19Q2 3.42% vs 18Q2 3.47%）。

普通中场业务表现出色：虽然2季度是公司中场业务的淡季，但是受益于入境澳门游客人次的快速增长，普通中场业务表现出色。2季度普通中场业务毛收入为7.56亿美元，同比增长14.7%，环比增长1.5%。这主要是由于港珠澳大桥通车带来游客人次持续快速增长。在2季度普通中场赌桌数量为962张，同比下降3.1%。而普通中场业务的每桌每日赢款额为8636美元，同比增长18.4%，为16年3季度行业复苏以来的历史新高。

高端中场业务低于预期：2季度高端中场业务毛收入为6.35亿美元，同比下滑4.2%，环比下滑18%。虽然高端中场业务入箱额较1季度环比基本持平，但是2季度赢率较低导致高端中场业务毛收入低于预期。我们认为公司的高端中场业务低于预期主要有两方面的原因。首先，金沙城中心的翻新升级影响了该物业的高端中场业务。其中假日酒店的1200间房间正在进行滚动翻新，以便改造为600间客房的伦敦人酒店。这减少了假日酒店的接待能力。同时装修的噪音也对金沙城中心内的康莱德酒店造成了负面影响。康莱德酒店拥有600间客房，但它是金沙城中心中接待高端中场客人的高端酒店品牌之一。金沙城中心的外立面改造也对物业的吸引力造成一定负面影响。此外，路氹地区新物业的经营爬坡也对金沙的高端中场业务造成了分流。在2季度新濠博亚旗下物业新濠天地的摩珀斯酒店以及美高梅中国旗下物业美狮美高梅酒店的雍华府均在高端中场业务上有出色表现，这在一定程度上加剧了澳门特区内高端中场业务的竞争。

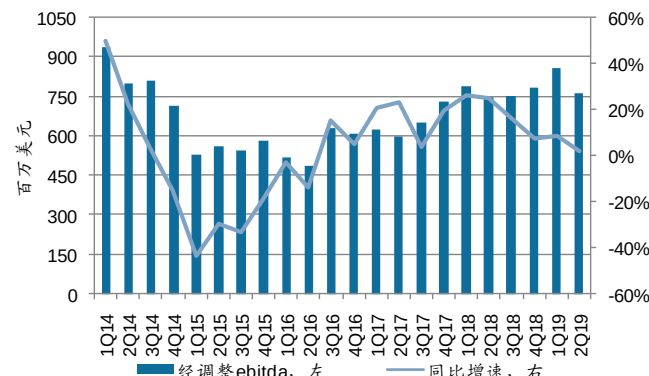
经调整EBITDA小幅增长：2季度，公司实现经调整EBITDA 7.65亿美元，同比增长2.0%。经赢率调整的EBITDA为7.44亿美元，同比增长1.9%。公司经调整EBITDA的增长主要由中场业务及非博彩业务贡献。由于中场业务及非博彩业务利润率更高，物业EBITDA利润率为35.6%，同比提升0.2个百分点。

图1：19年2季度博彩毛收入同比下降0.1%



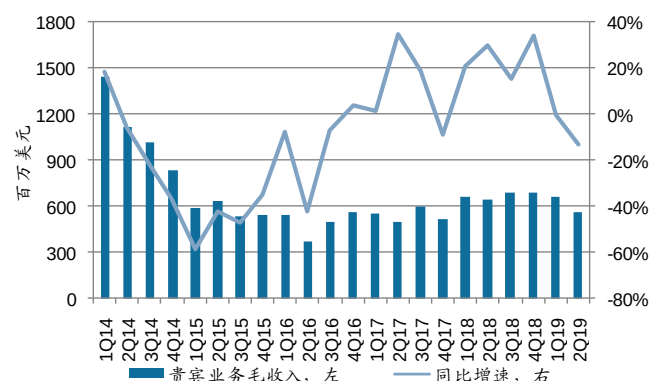
数据来源：公司季报，广发证券发展研究中心

图2：19年2季度经调整EBITDA同比增长2.0%



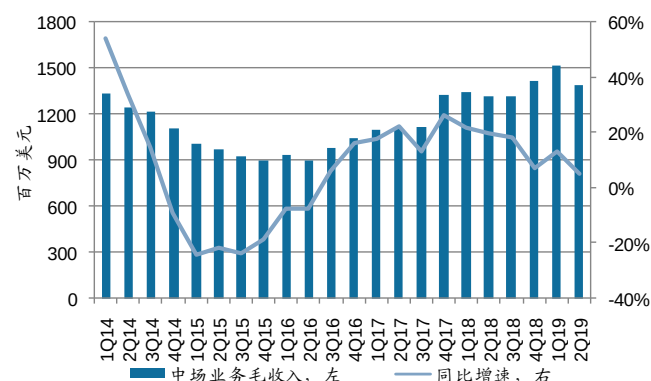
数据来源：公司季报，广发证券发展研究中心

图3：19年2季度贵宾业务毛收入同比下降13.1%



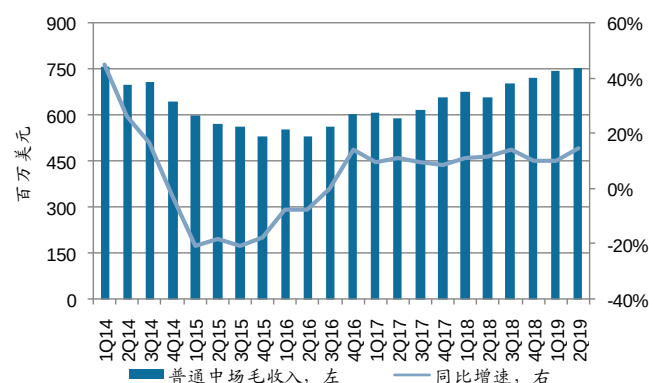
数据来源：公司季报，广发证券发展研究中心

图4：19年2季度中场业务毛收入同比增长5.2%



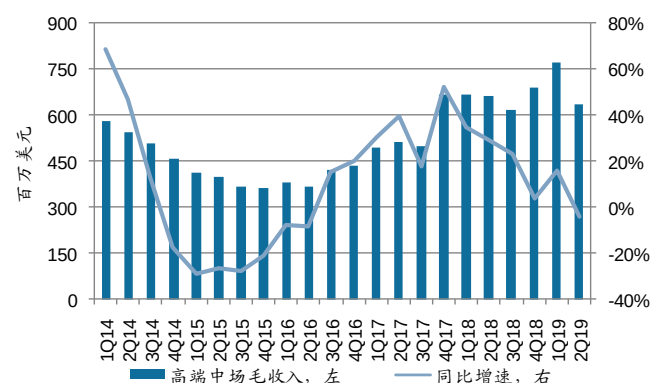
数据来源：公司季报，广发证券发展研究中心

图5：19年2季度普通中场毛收入同比增长14.7%



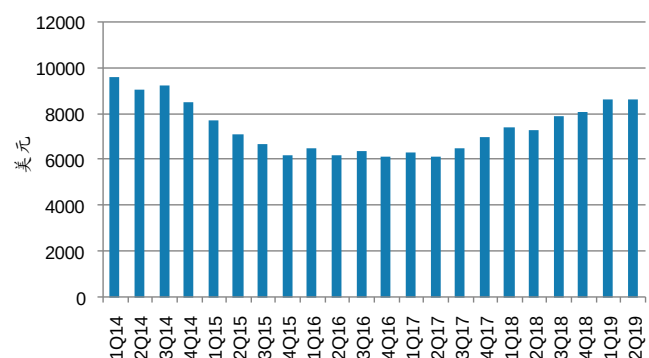
数据来源：公司季报，广发证券发展研究中心

图6：19年2季度高端中场毛收入同比下滑4.2%



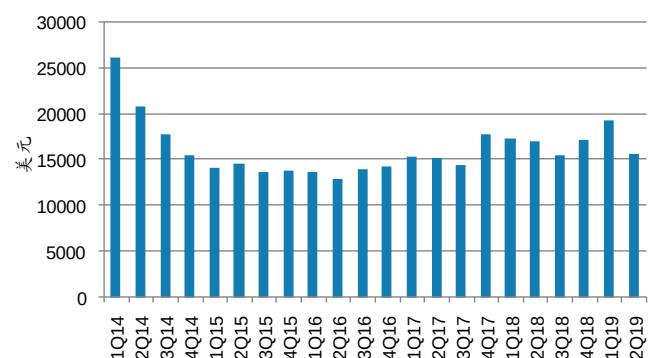
数据来源：公司季报，广发证券发展研究中心

图7：普通中场每桌每日赢款额



数据来源：公司季报，广发证券发展研究中心

图8：高端中场每桌每日赢款额



数据来源：公司季报，广发证券发展研究中心

2. 新套房开业将提升公司高端中场业务市占率

巴黎人的高端中场业务受益于新套房投产：2季度巴黎人的中场业务毛收入为

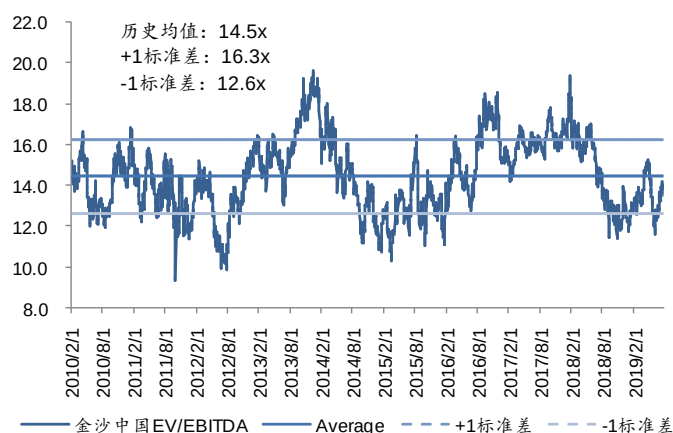
2.6亿美元，同比增长25.6%。巴黎人的中场业务取得快速增长的原因是巴黎人高端中场业务的出色表现。这主要是由于巴黎人通过客房改造带来的300间豪华套房，增加了物业对于高端中场客人的吸引力。

伦敦人及四季酒店新增套房预计将在明年开业：其中，四季酒店的新增套房约为290间，预计在2020年1季度开业。这些套房的面积在2000平方尺到4700平方尺之间。而伦敦人大楼的新增套房约为370间，预计将于2020年底开业。这些套房的面积在1400平方尺到3100平方尺之间。在这些套房开业后，金沙中国所拥有的套房数量将超过行业内的其他竞争对手，这将帮助金沙提升在高端中场业务上的市占率水平。

3. 盈利预测与投资评级

由于澳门路氹新开业赌场经营爬坡加剧高端中场业务竞争，以及金沙城中心的翻新改造工程仍将对运营造成干扰，公司高端中场业务表现将低于预期。但是公司的普通中场业务及非博彩业务在游客人次增长的驱动下将继续保持快速增长。因此，我们预计公司19/20年EBITDA为32.0/35.9亿美元。我们给予公司19年历史中枢EV/EBITDA 14.5x，对应合理价值42.3港元/股，维持买入评级。

图9：金沙中国动态EV/EBITDA



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

4. 风险提示

4.1 外汇管制收紧的风险；

多数中场业务的赌客以携带现金出关、或者银行卡境外提现等方式取得在澳门消费的资金。如果政府采取进一步收紧外汇管制的措施，例如降低银行卡境外消费额度等措施，则将会对博彩行业形成不利影响。

4.2 赌牌续期的风险；

金沙中国的赌牌将2022年面临续约。据博彩法规规定，赌牌持有者可将赌牌期限一次或分多次延长，最多延长5年。目前政府尚未明确赌牌续约的条件，如果赌牌续约时需要一次性支付大额现金或者提高博彩税率，则会对上市公司的业绩造成一定负面影响。

4.3 改扩建进度低于预期的风险；

据公司的再投资计划，澳门伦敦人的翻新预计将于2020年及2021年分阶段完工，而瑞吉及四季大楼套房的扩建预计将分别于2020年1季度和2020年末完成。如果公司的改扩建进度低于预期，则会对公司的业绩增长带来负面影响。

资产负债表						利润表					
百万美元						百万美元					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
物业、厂房及设备	7,687	8,134	8,598	8,888	8,977	总收入	9,233	10,536	11,056	11,841	12,739
投资物业	1,311	629	596	562	529	贵宾业务收入	2,157	2,688	2,411	2,401	2,439
无形资产	34	46	46	46	46	中场业务收入	4,646	5,405	5,999	6,669	7,415
其他非流动资产	57	69	69	69	69	角子机业务收入	591	594	618	644	668
非流动资产	9,089	8,878	9,309	9,566	9,622	收益净额	7,715	8,665	9,301	10,042	10,851
存货	15	14	15	16	17	物业EBITDA	2,611	3,079	3,358	3,766	4,205
应收款项	293	477	512	553	597	企业开支	(17)	(13)	(13)	(14)	(14)
受限制现金	11	13	13	13	13	专利费	(103)	(112)	(129)	(145)	(160)
现金及现金等价物	1,239	2,676	2,022	2,264	3,090	开业前费用	2,479	2,941	3,203	3,594	4,017
流动资产	1,558	3,180	2,561	2,845	3,718	集团EBITDA	2,479	2,941	3,203	3,594	4,017
资产总额	10,647	12,058	11,870	12,411	13,339	折旧及摊销	(676)	(655)	(731)	(692)	(743)
受限制现金	4,358	5,552	5,552	5,552	5,552	EBIT	1,803	2,286	2,471	2,903	3,274
其他非流动负债	92	104	109	117	126	净利息费用	(148)	(205)	(178)	(190)	(187)
非流动负债	4,512	5,706	5,711	5,719	5,728	除所得税前利润	1,655	2,081	2,293	2,713	3,087
应付款项	1,537	1,928	1,721	1,820	1,929	所得税开支	(22)	7	8	9	10
即期所得税负债	6	5	5	5	5	经常性净利润	1,633	2,088	2,301	2,722	3,098
借贷	54	10	10	10	10	其他项目	(30)	(213)	(213)	(213)	(213)
流动负债总额	1,597	1,943	1,736	1,835	1,944	报告净利润	1,603	1,875	2,088	2,509	2,885
股本	1,509	1,538	1,538	1,538	1,538	报告每股收益 (US\$)	0.20	0.23	0.26	0.31	0.36
储备	3,029	2,871	2,884	3,319	4,129	DPS (HK\$)	1.99	1.99	1.99	1.99	1.99
权益	4,538	4,409	4,422	4,857	5,667						
						财务比率	百万美元				
							2017	2018	2019E	2020E	2021E
						流动比率	0.35	0.56	0.45	0.50	0.65
						速冻比率	0.97	1.63	1.47	1.54	1.90
						EBITDA利润率	27%	28%	29%	30%	32%
						净负债/EBITDA	1.28	0.98	1.10	0.91	0.61
						赌桌数量					
						澳门金沙	198	205	205	205	205
						澳门威尼斯人	564	575	575	575	575
						澳门百丽宫	102	116	116	116	116
						金沙城中心	399	411	411	411	411
						澳门巴黎人	380	346	346	346	346
						净收入 (US GAAP)	7,862	8,833	9,452	10,192	11,004
						澳门金沙	640	650	656	676	696
						澳门威尼斯人	2,990	3,474	3,854	4,206	4,590
						澳门百丽宫	607	719	772	861	957
						金沙城中心	1,943	2,153	2,170	2,266	2,370
						澳门巴黎人	1,429	1,533	1,680	1,848	2,039
						其他	253	304	319	335	352
						物业EBITDA	2,611	3,079	3,358	3,766	4,205
						澳门金沙	174	178	183	191	199
						澳门威尼斯人	1,132	1,378	1,573	1,768	1,982
						澳门百丽宫	233	262	280	349	423
						金沙城中心	633	759	767	815	856
						澳门巴黎人	413	484	536	623	723
						其他	26	18	19	20	21

广发海外研究小组

- 欧亚菲：海外研究主管，消费品首席分析师，2011-2014年新财富批发零售行业第三名、第二名、第二名和第三名，2015年新财富最佳海外研究（团队）第六名，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名。
- 廖凌：海外策略首席分析师，2016年新财富策略研究领域第4名，2017年新财富策略研究领域入围。6年策略及中小市值研究经验。
- 张静静：广发证券海外宏观首席分析师。南开大学理学硕士。曾任南华期货宏观策略研究副总监、天风证券固定收益部资深分析师。
- 蒲得宇：海外电子首席分析师，2015-2017年Asiamoney最佳台湾硬体分析师，CFA。
- 胡翔宇：博彩旅游行业首席分析师，2014及2015年机构投资者全亚洲博彩与旅游行业最佳研究团队第二、第四名。2018年机构投资者·财新大中华最佳分析师评选博彩、住宿与休闲业内地榜单第一名。
- 韩玲：海外公用事业和新能源首席分析师，获2010-2014年新财富电力设备新能源行业第五、第五、第二、第六名。获2015-2017年新财富海外研究团队第六名、第八、第五名。
- 杨琳琳：海外互联网行业首席分析师，2012~2014年获得新财富传播与文化行业最佳分析师第3名（团队）、第4名（团队）、第2名（团队）。
- 刘芷君：海外机械资深分析师，七年机械行业研究经验，2013年加入广发证券发展研究中心。2017年新财富最佳机械分析团队第三名、2016年新财富机械分析团队第二名。
- 邓崇静：海外汽车行业高级分析师，2017年《亚洲货币》(Asiamoney)香港（地区）汽车行业最佳分析师第四名，2016年《亚洲货币》(Asiamoney)中国（港股）可选消费行业最佳研究团队前十名，从事港股汽车、汽车零部件及汽车经销商相关行业研究。
- 刘峤：海外消费品高级分析师，中央财经大学经济学硕士，厦门大学理学学士，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 陈蒋辉：海外宏观经济分析师，浙江大学经济学学士，香港中文大学经济学博士，2017年加入广发证券。
- 周绮恩：海外电子行业分析师，美国凯斯西储大学金融学学士，4年台湾TMT行业研究及投资银行经验，2018年加入广发证券。
- 张晓飞：海外电子行业研究助理，统计学硕士，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 陈佳妮：海外博彩休闲行业研究助理，上海财经大学国际商务硕士，中央财经大学会计学学士、法学学士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 罗捷：海外必须消费品研究助理，约克大学经济学硕士，金融与商业经济学士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 朱国源：海外策略组研究助理，罗切斯特大学金融学硕士，外交学院经济学学士，2019年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	1401-1410室
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。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。广发证券不对因使用本报告的内容而引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，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它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，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。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，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。