

香港股市 | 澳门博彩

# 金沙中国有限公司 (1928 HK)

## 20年Q3业绩符合预期；高端中场率先复苏

### 20年Q3业绩符合预期，EBITDA亏损收窄

金沙中国(1928 HK)公布20年Q3业绩，净收入为1.71亿美元(同比下跌91.1%，环比大增263.8%)，经调整EBITDA为亏损2.3亿美元(亏损环比收窄25.3%)，符合我们预期，主要由于1.) 内地于8月起分阶段放宽旅游签证限制，带动个人旅游游客增长，其中高端旅客贡献比较积极；2.) 期内贵宾厅录得偏高的净赢率(净赢率按年及按季分别提升1.1及4.7个百分点)；3.) 第三季集团营运开支环比只轻微增长1%，严格的成本控制是使EBITDA亏损按季能够收窄25.3%的主要原因。

### 签注重启后业务恢复趋势正面

管理层于业绩电话会上指出1) 签注重启以来，高端中场复苏速度令人鼓舞，而10月是今年1月以来首次看到业务有积极改善；2) 10月至今中场每日流水为2千万美元，已恢复至去年同期30%的水平，基于现有的生意及成本结构，公司已开始录得EBITDA微利；3) 非广东客贡献公司主要收入；4) 10月首一两周，四季酒店前六大高端品牌的零售额录得同比正增长，反映了被压抑的强劲高端消费需求。我们相信未来核酸检测的放宽或签证审批速度加快将可加速公司复苏态势。

### Q3业绩印证最坏情况已过，但贵宾厅受政策影响复苏将放缓

Q3业绩证明公司进入复苏阶段，其中高端中场复苏更为显著，占中场博彩毛收入增加至58%，带动中场毛收入环比大增466.3%。由于集团拥有庞大的综合度假村物业及赌场面积，因此防疫措施对其营运影响轻微。四季酒店290间豪华套房已经于10月投入营运，并已获发牌接待高端中场客人。另外，370间瑞吉酒店套房及伦敦人项目将在20年及21年分阶段落成，中长期有利集团增加在高端中场的竞争力。近月内地加强打击跨境资金外流或刑法修正案短期会影响澳门贵宾厅的复苏速度，但中长期对澳门博彩业及集团的影响不大，主要是1) 相信中央主要针对海外东亚南包括电话及网上博彩市场，希望引导资金回流澳门，澳门是中国唯一合法的博彩地区；2) 集团贵宾厅的EBITDA贡献占比不足7%，对整体盈利影响轻微。

### 微降目标价至36.9港元，维持“买入”评级

我们微调2020-2022年经调整EBITDA+2.3%/-0.1%/-0.2%，预测20-22年经调整EBITDA为-4.58亿/25.6亿/31.6亿美元。目标价从37.4港元下调至36.9港元，维持“买入”评级。有鉴于行业已见拐点，而且作为中场龙头的金沙中国股价对应21及22年EV/EBITDA分别只有13.8倍及10.4倍，长线估值便宜，可积极关注。

**风险提示：**(一) 签证政策再度收紧；(二) 疫情扩散风险；(三) “澳门伦敦人”项目改造延期

### 主要财务数据(百万美元)(估值更新至2020年10月23日)

年结:12月31日	18A	19A	20E	21E	22E
净收入	8,665	8,808	1,951	7,523	8,891
同比增长	14.2%	1.7%	-77.9%	285.6%	18.2%
经调整EBITDA	3,078	3,193	-458	2,559	3,162
同比增长	17.9%	3.7%	-114.3%	N/A	23.6%
股东应占溢利	1,874	2,033	-1,688	1,253	1,810
经调整EBITDA利润率	35.5%	36.3%	N/A	34.0%	35.6%
市盈率(X)	16.2	15.1	N/A	24.3	16.8
EV/EBITDA(X)	10.8	10.5	N/A	13.8	10.4
股息率(%)	6.8%	3.4%	0.0%	0.0%	3.4%
每股盈利(港元)	1.81	1.95	-1.62	1.21	1.75
每股股息(港元)	1.99	0.99	0.00	0.00	0.99

来源：公司资料、中泰国际研究部预测

更新报告

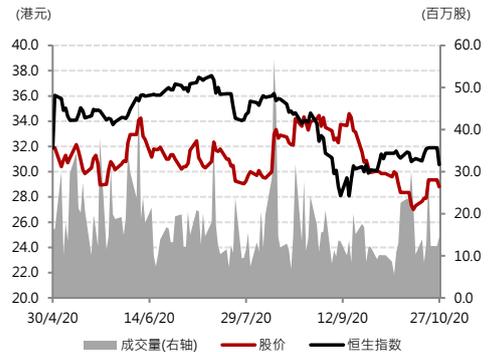
评级：买入

目标价：36.9 港元

股票资料 (更新至2020年10月23日)

现价	29.35 港元
总市值	232,988.58 百万港元
流通股比例	30.04 %
已发行总股本	8,088.87 百万
52周价格区间	25.15-45.45 港元
3个月日均成交	495.41 百万 港元
主要股东	拉斯维加斯金沙 (占 70.02%)
来源：	彭博、中泰国际研究部

### 股价走势图



来源：彭博、中泰国际研究部

### 相关报告

20201005 - 更新报告：黄金周开局不改行业复苏的中长期趋势

20200724 - 更新报告：20年Q2业绩符合预期；公司业绩已见底(评级：买入；目标价：37.2港元)

### 分析师

颜招骏 (Alvin Ngan), CFA

+852 2359 1863

Alvin.ngan@ztsc.com.hk

图表 1：金沙中国(1928 HK)季度业绩表现(百万美元)

百万美元									3Q20				
	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	Q/Q (%)	Y/Y (%)
净收入	2,160	2,118	2,152	2,258	2,334	2,147	2,112	2,241	814	47	171	263.8%	-91.9%
博彩净收入	1,709	1,673	1,672	1,762	1,884	1,702	1,665	1,767	636	-11	84	-863.6%	-95.0%
非博彩净收入	412	403	438	460	420	415	421	443	166	52	83	59.6%	-80.3%
其他	39	42	42	36	30	30	26	31	12	6	4	-33.3%	-84.6%
经调整 EBITDA	789	750	754	786	858	765	755	811	67	-312	-233	-25.3%	-130.9%
经调整 EBITDA 利润率	36.5%	35.4%	35.0%	34.8%	36.8%	35.6%	35.7%	36.2%	8.2%	N/A	N/A	N/A	N/A
博彩数据									3Q20				
	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	Q/Q (%)	Y/Y (%)
集团总博彩毛收入	2,159	2,114	2,147	2,264	2,337	2,112	2,036	2,178	804	7	108	1353.1%	-94.7%
贵宾厅毛收入	665	645	687	692	662	560	439	552	194	-8	43	-667.3%	-90.3%
贵宾厅转码数	18,823	18,558	20,974	22,084	19,051	16,361	14,584	15,177	6,460	1,272	1,049	-17.5%	-92.8%
净赢率	3.53%	3.47%	3.27%	3.13%	3.48%	3.42%	3.01%	3.64%	3.00%	-0.59%	4.07%	4.7%	1.1%
中场赌枱毛收入	1,344	1,322	1,321	1,417	1,521	1,391	1,438	1,465	549	10	55	466.3%	-96.2%
中场赌枱投注额	6,163	5,914	5,776	6,192	6,124	6,139	6,084	6,143	2,223	75	278	270.7%	-95.4%
净赢率	21.8%	22.4%	22.9%	22.9%	24.8%	22.7%	23.6%	23.8%	24.7%	12.9%	19.8%	6.8%	-3.9%
角子机毛收入	151	147	139	156	154	161	160	161	61	5	10	97.5%	-93.5%
角子机投注额	3,932	4,004	4,114	4,035	3,840	3,874	3,792	3,882	1,550	165	248	50.3%	-93.5%
净赢率	3.8%	3.7%	3.4%	3.9%	4.0%	4.1%	4.2%	4.1%	3.9%	3.2%	4.2%	1.0%	0.0%

来源：公司资料，中泰国际研究部

图表 2：澳门威尼斯人酒店季度业绩表现(百万美元)

澳门威尼斯人									3Q20				
	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	Q/Q (%)	Y/Y (%)
净收入	868	830	857	919	897	854	851	908	315	28	68	142.9%	-92.0%
博彩净收益	716	677	689	747	740	698	689	748	251	5	32	540.0%	-95.4%
非博彩净收益	152	153	168	172	157	156	162	160	64	23	36	56.5%	-77.8%
经调整 EBITDA	348	331	344	355	361	336	342	368	49	-97	-78	-19.6%	-122.8%
经调整 EBITDA 利润率	40.1%	39.9%	40.1%	38.6%	40.2%	39.3%	40.2%	40.5%	15.6%	N/A	N/A	N/A	N/A
<b>博彩数据</b>													
贵宾厅毛收入	330	231	278	301	217	227	159	243	69	2	7	362.2%	-95.4%
贵宾厅转码数	7,866	7,464	7,425	9,393	7,501	6,444	5,894	5,876	2,270	108	188	74.1%	-96.8%
净赢率	4.20%	3.10%	3.75%	3.20%	2.89%	3.53%	2.70%	4.14%	3.03%	1.48%	3.93%	2.5%	1.2%
中场赌枱毛收入	532	563	546	603	646	579	611	597	221	4	27	569.1%	-95.7%
中场赌枱投注额	2,244	2,245	2,175	2,404	2,266	2,346	2,340	2,324	817	16	118	637.5%	-95.0%
净赢率	23.7%	25.1%	25.1%	25.1%	28.5%	24.7%	26.1%	25.7%	27.0%	24.8%	22.5%	-2.3%	-3.6%
角子机毛收入	43	37	30	42	45	45	48	51	20	1	5	220.4%	-90.3%
角子机投注额	837	819	807	841	891	1,021	996	1,044	438	58	101	74.1%	-89.9%
净赢率	5.1%	4.5%	3.7%	5.0%	5.0%	4.4%	4.8%	4.9%	4.5%	2.5%	4.6%	2.1%	-0.2%
<b>酒店表现</b>													
入住率	95.9%	95.6%	95.7%	96.5%	96.8%	93.9%	95.7%	97.2%	39.2%	2.1%	7.6%	5.5%	-88.1%
日均房租(美元)	232	217	229	222	228	221	233	224	238	220	198	-10.0%	-15.0%
平均客房收入(美元)	223	208	219	214	221	208	223	218	93	5	15	200.0%	-93.3%

来源：公司资料，中泰国际研究部

图表 3：金沙城中心季度业绩表现(百万美元)

金沙城中心									3Q20				
	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	Q/Q (%)	Y/Y (%)
净收入	549	509	537	558	577	483	487	505	170	10	22	120.0%	-95.5%
博彩净收益	418	386	400	418	445	358	359	379	123	1	5	400.0%	-98.6%
非博彩净收益	131	123	137	140	132	125	128	126	47	9	17	88.9%	-86.7%
经调整 EBITDA	201	176	188	194	212	165	169	180	0	-79	-71	-10.1%	-142.0%
经调整 EBITDA 利润率	36.6%	34.6%	35.0%	34.8%	36.7%	34.2%	34.7%	35.6%	0.0%	N/A	N/A	N/A	N/A
<b>博彩数据</b>													
贵宾厅毛收入	83	84	101	107	91	33	26	31	10	0	0	N/A	N/A
贵宾厅转码数	2,407	2,592	2,564	2,875	1,944	1,272	1,107	1,041	167	0	0	N/A	N/A
净赢率	3.43%	3.24%	3.95%	3.72%	4.69%	2.56%	2.36%	2.94%	5.85%	0.00%	0.00%	0.0%	-2.4%
中场赌枱毛收入	377	343	355	364	404	353	359	380	122	0	6	1265.9%	-98.4%
中场赌枱投注额	1,760	1,635	1,650	1,678	1,699	1,627	1,609	1,650	556	6	29	383.3%	-98.2%
净赢率	21.4%	21.0%	21.5%	21.7%	23.8%	21.7%	22.3%	23.0%	22.0%	6.9%	19.5%	12.6%	-2.8%
角子机毛收入	51	51	40	47	44	45	45	41	16	0	1	187.6%	-97.7%
角子机投注额	1,276	1,236	1,134	1,164	1,061	1,014	1,015	1,015	367	11	36	227.3%	-96.5%
净赢率	4.0%	4.1%	3.5%	4.0%	4.1%	4.4%	4.4%	4.0%	4.4%	3.3%	2.9%	-0.4%	-1.5%
<b>酒店表现</b>													
入住率	93.5%	93.0%	96.1%	96.5%	97.3%	94.8%	96.9%	98.5%	38.1%	1.1%	4.0%	2.9%	-92.9%
日均房租(美元)	158	150	159	160	157	155	163	167	175	144	129	-10.4%	-20.9%
平均客房收入(美元)	148	140	153	154	153	147	158	164	67	2	5	150.0%	-96.8%

来源：公司资料，中泰国际研究部

图表 4：澳门巴黎人季度业绩表现(百万美元)

澳门巴黎人									3Q20				
	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	Q/Q (%)	Y/Y (%)
净收入	359	371	389	414	454	414	381	401	141	-23	40	-273.9%	-89.5%
博彩净收益	291	308	321	345	387	343	312	334	115	-30	26	-186.7%	-91.7%
非博彩净收益	68	63	68	69	67	71	69	67	26	7	14	100.0%	-79.7%
经调整 EBITDA	116	114	122	132	163	139	120	122	-3	-81	-40	-50.6%	-133.3%
经调整 EBITDA 利润率	32.3%	30.7%	31.4%	31.9%	35.9%	33.6%	31.5%	30.4%	-2.1%	N/A	N/A	N/A	N/A
<b>博彩数据</b>													
贵宾厅毛收入	127	168	160	152	181	141	101	130	47	-24	21	-184.0%	-79.6%
贵宾厅转码数	4,598	4,479	5,155	4,816	3,917	4,146	3,877	4,181	1,890	382	335	-12.3%	-91.4%
净赢率	2.77%	3.76%	3.10%	3.16%	4.63%	3.39%	2.60%	3.10%	2.49%	-6.40%	6.13%	12.5%	3.5%
中场赌枱毛收入	219	207	226	257	263	260	258	264	93	1	8	593.8%	-96.7%
中场赌枱投注额	1,086	1,057	1,046	1,135	1,140	1,136	1,122	1,124	390	6	44	633.3%	-96.1%
净赢率	20.2%	19.6%	21.6%	22.6%	23.1%	22.9%	23.0%	23.5%	23.8%	20.4%	19.3%	-1.1%	-3.7%
角子机毛收入	28	28	42	41	37	40	40	41	15	1	3	190.7%	-93.6%
角子机投注额	1,044	1,173	1,386	1,234	1,124	1,016	1,010	1,066	432	19	44	131.6%	-95.6%
净赢率	2.7%	2.4%	3.0%	3.3%	3.3%	3.9%	4.0%	3.8%	3.5%	4.7%	5.9%	1.2%	1.9%
<b>酒店表现</b>													
入住率	94.5%	96.4%	97.7%	97.0%	98.6%	95.8%	96.9%	97.6%	40.3%	3.5%	12.7%	9.2%	-84.2%
日均房租(美元)	151	149	158	160	158	157	163	159	169	148	131	-11.5%	-19.6%
平均客房收入(美元)	143	143	154	156	156	150	158	155	68	5	7	40.0%	-95.6%

来源：公司资料，中泰国际研究部

图表 5：澳门百利宫季度业绩表现(百万美元)

澳门百利宫									3Q20				
	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	Q/Q (%)	Y/Y (%)
净收入	191	186	167	175	224	211	196	246	107	19	25	31.6%	-87.2%
博彩净收益	142	136	116	108	173	162	146	169	83	8	10	25.0%	-93.2%
非博彩净收益	49	50	51	67	51	49	50	77	24	11	15	36.4%	-70.0%
经调整 EBITDA	73	72	53	64	85	83	75	102	28	-18	-15	-16.7%	-120.0%
经调整 EBITDA 利润率	38.2%	38.7%	31.7%	36.6%	37.9%	39.3%	38.3%	41.5%	26.2%	N/A	N/A	N/A	N/A
<b>博彩数据</b>													
贵宾厅毛收入	99	99	98	89	151	136	110	122	46	14	11	-17.2%	-89.7%
贵宾厅转码数	3,055	2,649	4,031	3,365	4,488	3,238	2,612	3,030	1,626	563	397	-29.5%	-84.8%
净赢率	3.25%	3.75%	2.44%	2.65%	3.36%	4.19%	4.21%	4.02%	2.84%	2.42%	2.84%	0.4%	-1.4%
中场赌枱毛收入	97	86	81	77	89	78	83	109	63	1	6	384.7%	-92.8%
中场赌枱投注额	416	318	286	345	356	331	353	433	210	19	41	115.8%	-88.4%
净赢率	23.2%	27.0%	28.4%	22.2%	25.1%	23.5%	23.4%	25.2%	29.9%	6.5%	14.6%	8.1%	-8.8%
角子机毛收入	9	11	8	7	7	10	6	8	2	0	0	N/A	-100.0%
角子机投注额	135	135	141	153	149	132	113	125	37	0	0	N/A	-100.0%
净赢率	6.7%	7.8%	5.7%	4.5%	4.9%	7.7%	5.6%	6.1%	4.7%	0.0%	0.0%	0.0%	-5.6%
<b>酒店表现</b>													
入住率	88.7%	86.8%	89.0%	90.0%	89.7%	89.9%	92.6%	92.9%	48.4%	6.2%	8.7%	2.5%	-83.9%
日均房租(美元)	322	310	315	343	335	335	327	333	329	358	260	-27.4%	-20.5%
平均客房收入(美元)	285	269	280	309	300	301	303	310	159	22	23	4.5%	-92.4%

来源：公司资料，中泰国际研究部

图表 6：澳门金沙季度业绩表现(百万美元)

澳门金沙	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	3Q20				
									1Q20	2Q20	3Q20	Q/Q (%)	Y/Y (%)
净收入	154	180	160	156	152	155	171	150	69	7	12	71.4%	-93.0%
博彩净收益	142	166	146	144	139	141	159	137	64	5	11	120.0%	-93.1%
非博彩净收益	12	14	14	12	13	14	12	13	5	2	1	-50.0%	-91.7%
经调整 EBITDA	47	52	41	38	40	43	52	40	-1	-31	-26	-16.1%	-150.0%
经调整 EBITDA 利润率	30.5%	28.9%	25.6%	24.4%	26.3%	27.7%	30.4%	26.7%	-1.4%	N/A		N/A	N/A
<b>博彩数据</b>													
贵宾厅毛收入	25	62	49	43	22	24	43	27	22	2	3	101.6%	-91.9%
贵宾厅转码数	897	1,374	1,799	1,635	1,201	1,261	1,094	1,049	507	219	129	-41.1%	-88.2%
净赢率	2.78%	4.48%	2.72%	2.61%	1.86%	1.90%	3.89%	2.58%	4.37%	0.78%	2.67%	1.9%	-1.2%
中场赌枱毛收入	120	123	113	117	118	121	127	115	50	3	8	188.3%	-93.5%
中场赌枱投注额	657	659	619	630	663	699	660	612	250	28	46	64.3%	-93.0%
净赢率	18.2%	18.6%	18.3%	18.5%	17.8%	17.3%	19.3%	18.8%	20.1%	10.2%	17.9%	7.7%	-1.4%
角子机毛收入	20	21	20	19	22	21	21	21	8	3	2	-18.3%	-90.1%
角子机投注额	640	641	646	643	615	691	658	632	276	77	67	-13.0%	-89.8%
净赢率	3.1%	3.3%	3.1%	3.0%	3.5%	3.1%	3.2%	3.3%	3.0%	3.3%	3.1%	-0.2%	-0.1%
<b>酒店表现</b>													
入住率	98.8%	99.0%	97.5%	98.9%	99.9%	99.5%	99.8%	100.0%	59.8%	10.6%	14.5%	3.9%	-85.3%
日均房租(美元)	165	159	155	176	178	170	174	178	179	153	159	3.9%	-8.6%
平均客房收入(美元)	163	158	151	175	177	169	173	178	107	16	23	43.8%	-86.7%

来源：公司资料，中泰国际研究部

图表 7：金沙中国盈利预测调整(百万美元)

损益表(百万美元)	旧预测			新预测			变动(%)		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
总收入	2,253	8,811	10,434	2,248	8,738	10,384	-0.2%	-0.8%	-0.5%
净收入	1,938	7,523	8,875	1,951	7,523	8,891	0.7%	0.0%	0.2%
博彩税	-699	-2,808	-3,367	-684	-2,754	-3,326	-2.2%	-1.9%	-1.2%
雇员开支	-1,037	-1,195	-1,374	-1,102	-1,270	-1,333	6.3%	6.3%	-3.0%
其他经营开支	-670	-958	-965	-623	-941	-1,070	-7.1%	-1.8%	10.8%
经调整 EBITDA	-468	2,562	3,170	-458	2,559	3,162	-2.3%	-0.1%	-0.2%
折旧及摊销	-763	-803	-785	-765	-796	-798	0.3%	-0.9%	1.7%
经营利润	-1,361	1,561	2,163	-1,351	1,566	2,145	-0.7%	0.3%	-0.9%
利息收入	26	12	9	26	17	15	0.0%	38.9%	68.6%
财务开支	-324	-358	-370	-324	-358	-369	0.0%	0.0%	-0.2%
除税前利润	-1,697	1,261	1,848	-1,688	1,271	1,836	-0.6%	0.8%	-0.7%
税项	0	-18	-26	0	-18	-26	N/A	0.8%	-0.7%
股东应占溢利	-1,697	1,243	1,822	-1,688	1,253	1,810	-0.6%	0.8%	-0.7%

分部收入(百万美元)	旧预测			新预测			变动(%)		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
贵宾厅	436	1,756	2,130	394	1,581	1,970	-9.6%	-9.9%	-7.5%
同比增长	-80.3%	302.5%	21.3%	-82.2%	300.9%	24.6%			
中场博彩	1,204	4,825	5,767	1,212	4,888	5,842	0.7%	1.3%	1.3%
同比增长	-79.3%	300.7%	19.5%	-79.1%	303.2%	19.5%			
角子机	127	517	613	122	493	595	-4.5%	-4.6%	-2.9%
同比增长	-80.0%	306.6%	18.5%	-80.9%	305.9%	20.6%			
非博彩业务	486	1,713	1,924	520	1,776	1,977	7.0%	3.7%	2.8%
同比增长	-72.9%	252.7%	12.3%	-71.0%	241.7%	11.3%			

来源：公司资料，中泰国际研究部预测

图表 8: 财务摘要 (年结: 12 月 31 日; 美元百万)

损益表(百万美元)						现金流量表(百万美元)					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
总收入	10,537	10,450	2,248	8,738	10,384	净利润	1,874	2,033	-1,688	1,253	1,810
净收入	8,665	8,808	1,951	7,523	8,891	折旧及摊销	655	706	765	796	798
博彩税	-3,430	-3,426	-684	-2,754	-3,326	营运资本变动	207	-124	-76	36	266
雇员开支	-1,218	-1,272	-1,102	-1,270	-1,333	其他	313	197	369	328	342
其他经营开支	-939	-917	-623	-941	-1,070	经营活动现金流	3,049	2,812	-630	2,412	3,215
经调整 EBITDA	3,078	3,193	-458	2,559	3,162	资本开支	-532	-754	-1,073	-748	-568
折旧及摊销	-655	-706	-765	-796	-798	其他	19	39	0	0	0
经营利润	2,153	2,275	-1,351	1,566	2,145	投资活动现金流	-513	-715	-1,073	-748	-568
利息收入	20	38	26	17	15	净借贷	1,150	46	1,398	-150	-200
财务开支	-225	-280	-324	-358	-369	股息	-2,052	-2,055	-1,033	0	0
除税前利润	1,867	2,033	-1,688	1,271	1,836	其他	-197	-303	-272	-314	-328
税项	7	0	0	-18	-26	融资活动现金流	-1,099	-2,312	93	-464	-528
股东应占溢利	1,874	2,033	-1,688	1,253	1,810	现金增加净额	1,437	-215	-1,610	1,200	2,120
						汇率变动影响	0	10	0	0	0
						现金及现金等价物期初余额	1,239	2,676	2,471	861	2,061
						现金及现金等价物期末余额	2,676	2,471	861	2,061	4,181

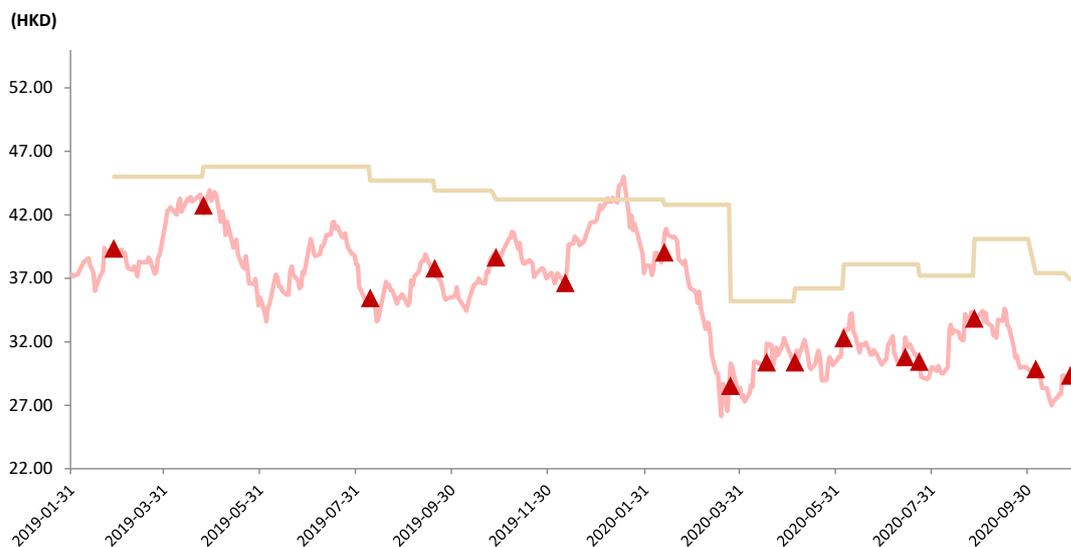
  

资产负债表(百万美元)						主要财务比率					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	2,676	2,471	861	2,061	4,181	增长率(%)					
受限制现金	13	15	15	15	15	总收入	14.2%	1.7%	-77.9%	285.6%	18.2%
应收账款	477	510	426	412	464	经调整 EBITDA	17.9%	3.7%	-114.3%	N/A	23.6%
存货	14	16	3	13	16	经营利润	21.4%	5.7%	-159.4%	N/A	37.0%
流动资产合计	3,180	3,047	1,313	2,531	4,711	净利润	16.9%	8.5%	-183.0%	N/A	44.5%
固定资产-物业、厂房	7,734	7,511	8,173	8,530	8,554	利润率(%)					
在建工程	400	850	550	200	0	经调整 EBITDA 利润率	35.5%	36.3%	N/A	34.0%	35.6%
投资物业	629	587	582	582	582	经营利润率	24.8%	25.8%	N/A	20.8%	24.1%
无形资产	46	48	53	53	53	净利润率	21.6%	23.1%	N/A	16.7%	20.4%
其他非流动资产	69	57	57	57	57	平均股本回报率	41.9%	45.9%	N/A	52.8%	46.2%
非流动资产合计	8,878	9,053	9,415	9,422	9,246	平均资产回报率	16.5%	16.8%	N/A	11.0%	14.0%
总资产	12,058	12,100	10,729	11,952	13,957	资产周转率	92.8%	86.5%	N/A	77.1%	80.2%
应付账款	1,928	1,874	1,678	1,728	2,053	估值					
短期借贷	10	19	50	50	50	市盈率(X)	16.2	15.1	N/A	24.3	16.8
其他流动负债	5	5	1	4	5	EV/EBITDA(X)	10.8	10.5	N/A	13.8	10.4
流动负债合计	1,943	1,898	1,729	1,782	2,108	市帐率(X)	6.9	6.9	17.6	10.2	6.3
长期借贷	5,552	5,589	6,956	6,806	6,606	股息率(%)	6.8%	3.4%	0.0%	0.0%	3.4%
其他长期负债	154	167	305	359	413	每股指标(港元)					
长期负债合计	5,706	5,756	7,261	7,165	7,019	每股盈利(港元)	1.81	1.95	-1.62	1.21	1.75
总负债	7,649	7,654	8,990	8,947	9,127	每股股息(港元)	1.99	0.99	0.00	0.00	0.99
股本	81	81	81	81	81	派息比率	109.7%	50.8%	0.0%	0.0%	56.7%
储备	4,328	4,365	1,658	2,925	4,749						
股东权益	4,409	4,446	1,739	3,006	4,830						
股东权益及负债	12,058	12,100	10,729	11,952	13,957						

来源: 公司资料, 中泰国际研究部预测

历史建议和目标价

金沙中国有限公司 (1928 HK) 股价表现及评级时间表



来源：公司资料，中泰国际研究部

	日期	前收市价	评级变动	目标价
1	2019-02-27	HK\$ 39.35	「增持」(首次覆盖)	HK\$ 45.00
2	2019-04-25	HK\$ 42.75	「增持」(维持)	HK\$ 45.80
3	2019-08-09	HK\$ 35.45	「买入」(上调)	HK\$ 44.70
4	2019-09-19	HK\$ 37.20	「增持」(下调)	HK\$ 43.90
5	2019-10-28	HK\$ 38.65	「增持」(维持)	HK\$ 43.20
6	2019-12-11	HK\$ 36.65	「增持」(维持)	HK\$ 43.20
7	2020-02-12	HK\$ 39.05	「增持」(维持)	HK\$ 42.80
8	2020-03-25	HK\$ 28.55	「买入」(上调)	HK\$ 35.20
9	2020-04-17	HK\$ 30.40	「增持」(下调)	HK\$ 35.20
10	2020-05-05	HK\$ 30.40	「增持」(维持)	HK\$ 36.20
11	2020-06-05	HK\$ 32.30	「增持」(维持)	HK\$ 38.10
12	2020-07-14	HK\$ 32.35	「增持」(维持)	HK\$ 38.10
13	2020-07-23	HK\$ 30.50	「买入」(上调)	HK\$ 37.20
14	2020/08/27	HK\$ 33.30	「买入」(维持)	HK\$ 40.10
15	2020/10/05	HK\$ 29.85	「买入」(维持)	HK\$ 37.40
16	2020/10/27	HK\$ 29.35	「买入」(维持)	HK\$ 36.90

来源：公司资料，中泰国际研究部

## 公司及行业评级定义

### 公司评级定义:

以报告发布时引用的股票价格，与分析师给出的 12 个月目标价之间的潜在变动空间为基准:

买入: 基于股价的潜在投资收益在 20% 以上

增持: 基于股价的潜在投资收益介于 5% 至 20% 之间

中性: 基于股价的潜在投资收益介于 -10% 至 5% 之间

卖出: 基于股价的潜在投资损失大于 10%

### 行业投资评级:

以报告发布日后 12 个月内的行业基本面展望为基准:

推荐: 行业基本面向好

中性: 行业基本面稳定

谨慎: 行业基本面向淡

## 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、状况及独特需要做出各种证券、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建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。

中泰国际研究部

香港中环德辅道中 189-195 号李宝椿大厦 6 楼

电话： (852) 3979 2886

传真： (852) 3979 2805