

2018年2月7日

金界控股 (3918.HK) 海外消费-博彩



二期爬坡顺利；贵宾业务带动 2017 业绩超预期

海外公司简报

◆ 贵宾业务及税收优惠带动业绩超预期

公司公告 2017 年度业绩，营收 9.56 亿美元，同比增长 79.9%，超出我们预期值 26.3%。营收超预期因素在于贵宾业务，贵宾转码数同比增长 142% 达到 211 亿美元，胜率同比提升 0.4ppt 至 3.0%，带动贵宾业务收入同比增长 177% 至 6.25 亿美元，超出我们预期值 61.4%。大众市场赌桌及电子机收入分别同比增长 15.5% 及 3.7% 至 1.50 亿、1.51 亿美元，增速略低于我们预测主要是赢率偏低导致。各分部毛利率与预期一致，贵宾业务占比提升令整体毛利率降至 49.5%。收入端的强劲表现令 EBITDA 同比增长 24.9% 至 3.19 亿美元。由于本年度无需缴付额外责任付款（2016 年：1655 万美元），令净利润段同比增长 38.6% 至 2.55 亿美元，超出预期值 25.9%。摊薄 EPS 5.88 美仙，本年度派息率 60%，末期股息为每股 1.45 美仙。于 2017 年 12 月末，Nagaworld 经营 384 张赌桌及 2250 台电子博彩机。

◆ Naga 二期爬坡顺利

Naga 二期已于 2017 年 11 月开始试营业，初期主要以贵宾业务为主，后期随着设施的全部开放将以中场业务为重。本年度贵宾业务收入同比增长 177%，尤其下半年同比增速为 264%，显示 Naga 二期贵宾业务竞争力较强，提振明显。同时集团整体中场赌桌/电子机投入筹码同比增长 28%/21%，显示二期开放对一期并无明显分流影响。

◆ 继续看好柬埔寨经济快速增长下需求端的蓬勃增长

柬埔寨经济预计 2017、2018 年将继续维持高速增长（IMF GDP 预测增速分别为 6.9%/6.8%）。同时 2017 年柬埔寨到访人次持续上升，国际旅客人次增长 12% 至 560 万人次，来自中国旅客增长 46% 至 121 万人次，成为柬埔寨最主要客源。赌场流量的增长是为公司业绩增长强劲的重要原因。我们继续看好赌场四大客源的巨大潜力及强劲增长（本地需求、旅客需求、驻柬外国人等商务客需求、周边国家赌客需求）。

◆ 重申“买入”评级，目标价提高至 9.0 港元

针对二期开业后快速爬坡，以及对一期的分流好于预期，我们调整 2018-19EPS 从 0.42/0.51 至 0.51/0.67 港元。公司在 EV/EBITDA, PE, PB 各方面较澳门同业有明显优势，我们重申“买入”评级。按照 2018 年 10x EV/EBITDA，给予目标价 9.00 港元（此前为 7.56 港元），对应 2018 年 17.7x PE。

风险提示:政治局势发生重大动荡导致不利政策出台；

业绩预测和估值指标

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（千美元）	531,558	956,349	1,431,009	1,588,622	1,757,782
营业收入增长率	5.5%	79.9%	49.6%	11.0%	10.6%
净利润（千美元）	184,159	255,186	285,611	374,192	456,352
净利润增长率	6.7%	38.6%	11.9%	31.0%	22.0%
EPS（港元）	0.58	0.46	0.51	0.67	0.81
EV/EBITDA	14.2	11.6	7.6	6.0	4.9
P/E	11.9	15.1	13.5	10.3	8.5
P/B	3.1	2.9	2.6	2.4	2.1

资料来源：Bloomberg，光大证券研究所

买入（维持）

当前价/目标价(港元)：6.89/9.00 港币

目标期限：6-12 个月

分析师

顾柔刚 (SAC 编号：S0930515090001)

021-22169104

gurg@ebsec.com

联系人

周翔

021-22169326

zhouxiang@ebsec.com

市场数据

总股本(亿股)：43.41 亿

总市值(亿港元)：299.10 亿

一年最低/最高(港元)：3.29/7.17

近 3 月换手率(%)：9.9

股价表现(一年)



收益表现

	一个月	三个月	十二个月
相对	5.1	16.8	17.6
绝对	4.1	37.9	48.7

相关研报

二期如期开业，贵宾业务助理快速爬坡……2017-11-07

六年磨一剑，迎发展新机遇……2017-10-20

表 1: 2017 年度业绩

000 USD	2016	2017	yoy	2017E	diff	备注
营业收入	531,558	956,349	79.9%	756,918	26.3%	
Mass	129,669	149,706	15.5%	167,977	-10.9%	赢率略低预期
EGM	145,513	150,926	3.7%	158,650	-4.9%	赢率略低预期
VIP	225,655	625,332	177.1%	387,506	61.4%	二期快速拉动VIP业务
Non Gaming	30,721	30,385	-1.1%	42,785	-29.0%	未如期增长
毛利	366,844	472,915	28.9%	443,383	6.7%	
毛利率	69%	49%	-19.6%	59%		业务结构变化
EBITDA	256,038	319,722	24.9%	297,191	7.6%	略超预期
EBITDA margin	48%	33%	-14.7%	39%		
除税前溢利	208,221	263,306	26.5%	240,489	9.5%	
所得税	-24,062	-8,120	-66.3%	-37,846	-78.5%	政府暂未收取超额额外税
所得税税率	5%	1%	-3.7%	5%	-4.2%	
归母净利润	184,159	255,186	38.6%	202,643	25.9%	如不考虑税收因素, 同比仍然增长 30%

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

表 2: 盈利预测调整

000' USD	2017		2018E		2019E		
	原预测	新预测	原预测	变动%	新预测	原预测	变动%
营业收入	956,349	994,332	1,431,009	43.9%	1,141,253	1,588,622	39.2%
Mass	149,706	226,059	253,876	12.3%	268,679	305,716	13.8%
EGM	150,926	182,538	181,864	-0.4%	211,579	207,299	-2.0%
VIP	625,332	509,255	936,419	83.9%	573,042	1,010,615	76.4%
Non Gaming	30,385	76,481	58,850	-23.1%	87,953	64,993	-26.1%
毛利	472,915	562,113	701,499	24.8%	659,431	809,779	22.8%
毛利率	49%	57%	49%	-7.5%	58%	51%	-6.8%
员工成本	93,141	101,503	126,347	24.5%	114,567	142,607	24.5%
D&A	56,416	74,695	90,985	21.8%	77,666	83,390	7.4%
其他支出-经营	67,803	100,000	106,386	6.4%	90,000	106,386	18.2%
EBITDA	319,722	368,609	476,766	29.3%	462,865	568,785	22.9%
EBITDA margin	33%	37%	33%	-3.7%	41%	36%	-4.8%
除税前溢利	263,306	293,915	385,781	31.3%	385,199	485,396	26.0%
所得税	-8,120	-59,660	-100,171	67.9%	-79,888	-111,204	39.2%
所得税税率	1%	26%	7%	-19.2%	7%	7%	0.0%
归母净利润	255,186	234,255	285,611	21.9%	305,311	374,192	22.6%

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

表 3: 可比公司估值比较

证券名称	证券代码	市值 Bn	股价	PE		EV/EBITDA		ROE		股息收益率	
				17E	18E	17E	18E	17E	18E	17E	18E
金界控股	3918.HK	29.9	6.89	15.1	13.5	11.6	7.6	18.9%	19.5%	4.0%	4.4%
澳博控股	0880.HK	41.0	7.24	22.3	22.6	10.41	9.6	7.2%	7.0%	2.5%	2.4%
美高梅中国	2282.HK	86.3	22.70	35.5	30.1	23.64	16.9	30.1%	30.1%	1.1%	1.8%
金沙中国	1928.HK	342.0	42.35	28.1	22.3	19.94	16.8	32.5%	42.6%	4.8%	5.0%
银河娱乐	0027.HK	280.1	65	29.6	24.9	19.98	17.4	18.7%	19.2%	1.0%	1.2%
永利澳门	1128.HK	129.9	25	33.6	21.6	18.89	15.2	142.3%	164.3%	2.8%	4.1%
新濠博亚	MLCO.O	13.9	28.53	33.0	26.8	13.03	11.7	12.4%	15.5%	1.3%	1.8%
澳门同业平均				30.3	24.7	17.65	14.6	40.5%	46.4%	2.2%	2.7%

资料来源: Wind, 光大证券研究所

注: 新濠博亚货币单位为美元, 其余公司为港元

附录：

表 4：利润表

(千美元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	531,558	956,349	1,431,009	1,588,622	1,757,782
营业成本	-164,714	-483,434	-729,510	-778,844	-848,485
营业毛利	366,844	472,915	701,499	809,779	909,297
其他经营收入	5,748	7,751	8,000	8,000	8,000
员工成本	-63,361	-93,141	-126,347	-142,607	-152,853
折旧摊销	-47,817	-56,416	-90,985	-83,390	-91,523
其他经营开支	-53,193	-67,803	-106,386	-106,386	-93,525
EBITDA	256,038	319,722	476,766	568,785	670,920
EBT	208,221	263,306	385,781	485,396	579,397
所得税	-24,062	-8,120	-100,171	-111,204	-123,045
净利润	184,159	255,186	285,611	374,192	456,352
年内已发行普通股 加权平均数	2,459,989	4,341,008	4,341,008	4,341,008	4,341,008
EPS	0.07	0.06	0.07	0.09	0.11

资料来源：公司公告，光大证券研究所

表 5：资产负债表

(千美元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	284,938	221,414	353,824	510,575	704,381
现金及等价物	210,912	145,363	256,184	422,538	595,225
应收账款及应收票据 合计	72,559	74,584	96,173	86,570	107,689
存货(净值)	1,467	1,467	1,467	1,467	1,467
非流动资产：	1,005,721	1,171,032	1,152,867	1,145,793	1,134,528
固定资产	810,149	979,007	964,389	960,862	953,144
无形资产	66,201	62,654	59,107	55,560	52,013
土地使用权	27,266	27,266	27,266	27,266	27,266
其他非流动资产	102,105	102,105	102,105	102,105	102,105
总资产	1,290,659	1,392,447	1,506,691	1,656,368	1,838,909
流动负债：	39,678	39,678	39,678	39,678	39,678
应付账款及票据	2,624	2,624	2,624	2,624	2,624
应交税费	2,709	2,709	2,709	2,709	2,709
其他流动负债	34,345	34,345	34,345	34,345	34,345
经营性负债合计	39,678	39,678	39,678	39,678	39,678
股本	30,750	54,263	54,263	54,263	54,263
储备	1,220,231	1,298,793	1,413,037	1,562,714	1,745,255
股东权益	1,250,981	1,353,055	1,467,300	1,616,977	1,799,518
负债及股东权益总计	1,290,659	1,392,733	1,506,978	1,656,655	1,839,196

资料来源：公司公告，光大证券研究所

表 6: 现金流量表

(千美元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	201,691	309,577	355,006	467,185	526,756
净利润	184,159	255,186	285,611	374,192	456,352
折旧摊销	47,859	56,416	90,985	83,390	91,523
营运资本变化	-30,626	-2,025	-21,589	9,603	-21,119
其他经营活动产生的现金流量净额	299	0	0	0	0
投资活动现金流	-135,704	-222,014	-72,819	-76,316	-80,257
资本性支出	-137,032	-222,014	-72,819	-76,316	-80,257
投资变化	0	0	0	0	0
其他投资活动产生的现金流量净额	1,328	0	0	0	0
融资活动现金流	1,844	-153,112	-171,366	-224,515	-273,811
债务增加/(减少)	0	0	0	0	0
股本增加	119,918	0	0	0	0
支付的股利合计	118,074	153,112	171,366	224,515	273,811
其他筹资活动产生的现金流量净额	0	0	0	0	0
净现金流	67,831	-65,549	110,821	166,354	172,688

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

表 7: 关键指标

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	5.5%	79.9%	49.6%	11.0%	10.6%
净利润增长率	6.7%	38.6%	11.9%	31.0%	22.0%
EBITDA 增长率	12.1%	24.9%	49.1%	19.3%	18.0%
EBT 增长率	10.2%	26.5%	46.5%	25.8%	19.4%
估值指标					
PE	11.88	15.12	13.51	10.31	8.46
PB	3.09	2.85	2.63	2.39	2.14
EV/EBITDA	14.25	11.62	7.56	6.04	4.87
EV/NOPLAT	17.52	14.11	9.34	7.08	5.63
EV/Sales	6.86	3.88	2.52	2.16	1.86
盈利能力 (%)					
毛利率	69.0%	49.5%	49.0%	51.0%	51.7%
EBITDA 率	48.2%	33.4%	33.3%	35.8%	38.2%
EBT 率	39.2%	27.5%	27.0%	30.6%	33.0%
税后净利润率 (归属母公司)	34.6%	26.7%	20.0%	23.6%	26.0%
ROA	16.1%	18.9%	25.6%	29.3%	31.5%
ROE (归属母公司) (摊薄)	14.7%	18.9%	19.5%	23.1%	25.4%
偿债能力					
流动比率	7.2	5.6	8.9	12.9	17.8
速动比率	7.1	5.5	8.9	12.8	17.7
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.07	0.06	0.07	0.09	0.11
每股红利	0.05	0.04	0.04	0.05	0.06
每股经营现金流	0.08	0.07	0.08	0.11	0.12

2018-02-07 金界控股 (3918.HK)

 光大证券
EVERBRIGHT SECURITIES

每股自由现金流 (FCFF)	0.03	-0.02	0.03	0.04	0.04
每股净资产	0.51	0.31	0.34	0.37	0.41
每股销售收入	0.22	0.22	0.33	0.37	0.40

资料来源：公司公告，光大证券研究所

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
评级	无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证, 本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 光大证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议, 本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅向特定客户传送, 未经本公司书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络本公司并获得许可, 并需注明出处为光大证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114、22169134

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件	
上海	徐硕		13817283600	shuoxu@ebscn.com	
	胡超	021-22167056	13761102952	huchao6@ebscn.com	
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebscn.com	
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com	
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebscn.com	
	丁点	021-22169458	18221129383	dingdian@ebscn.com	
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com	
	王昕宇	021-22167233	15216717824	wangxinyu@ebscn.com	
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com	
	陈晨	021-22169150	15000608292	chenchen66@ebscn.com	
	李晓琳	021-22169087	13918461216	lixiaolin@ebscn.com	
	陈蓉	021-22169086	13801605631	chenrong@ebscn.com	
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebscn.com
梁晨		010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com	
高菲		010-58452023	18611138411	gaofei@ebscn.com	
关明雨		010-58452037	18516227399	guanmy@ebscn.com	
吕凌		010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com	
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com	
张彦斌		010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com	
庞舒然		010-58452040	18810659385	pangsr@ebscn.com	
深圳		黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lixiao1@ebscn.com
		李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebscn.com
		张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com
		王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com
		张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com
	陈婕	0755-25310400	13823320604	szchenjie@ebscn.com	
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebscn.com	
国际业务	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebscn.com	
	梁超		15158266108	liangc@ebscn.com	
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com	
	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyu@ebscn.com	
	王佳	021-22169095	13761696184	wangjia1@ebscn.com	
	郑锐	021-22169080	18616663030	zh Rui@ebscn.com	
	凌贺鹏	021-22169093	13003155285	linghp@ebscn.com	
	金融同业与战略客户	黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebscn.com
		丁梅	021-22169416	13381965696	dingmei@ebscn.com
		徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebscn.com
王通		021-22169501	15821042881	wangtong@ebscn.com	
陈樑		021-22169483	18621664486	chenliang3@ebscn.com	
赵纪青		021-22167052	18818210886	zhaojq@ebscn.com	
私募业务部		谭锦	021-22169259	15601695005	tanjin@ebscn.com
		曲奇瑶	021-22167073	18516529958	quqy@ebscn.com
		王舒	021-22169134	15869111599	wangshu@ebscn.com
		安玲娴	021-22169479	15821276905	anlx@ebscn.com
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com	
	吴冕		18682306302	wumian@ebscn.com	
	吕程	021-22169482	18616981623	lvch@ebscn.com	
	李经夏	021-22167371	15221010698	lijxia@ebscn.com	
	高霆	021-22169148	15821648575	gaoting@ebscn.com	
	左贺元	021-22169345	18616732618	zuohy@ebscn.com	
	任真	021-22167470	15955114285	renzhen@ebscn.com	
	俞灵杰	021-22169373	18717705991	yulingjie@ebscn.com	