

2018年7月25日

金界控股 (3918.HK) 海外消费


光大证券
 EVERBRIGHT SECURITIES

贵宾业务带动 18H1GGR 快速增长

——金界控股 (3918.HK) 2018 年中报业绩点评

海外公司简报

◆2018 上半年 GGR 增速达 85%

2018 上半年收入增长 82.5%yoy 至 7.33 亿美元，其中 GGR 增长 85%yoy 至 7.14 亿。贵宾业务表现亮眼成为增量最重要来源，投注额增长 117%yoy，胜率提升 50bp 至 3.3%，令上半年贵宾收入增长 163%yoy 至 5.52 亿。期内贵宾业务毛利贡献由去年同期的 23% 上升至 45%。此外，2018 上半年大众市场赌桌收入增长 36%yoy 至 1.01 亿。电子博彩机投注额增长 22%yoy，但由于 18H1 并无博彩机经营权转让收益(17H1:\$60mn)，因此期内收入下降 41%yoy 至 59.9mn。整体 EBITDA 增长 29%yoy 至 2.33 亿，净利润增长 20%yoy 至 1.8 亿。若不包括 17H1 转让权收益，期内净利润实现同比翻番。18H1 EPS 4.15 美仙，宣派中期股息每股 2.49 美仙，派息率 60%。

◆Q2 贵宾业务增长提速，18H2 趋势有望延续

贵宾业务表现受益于 Naga2 大幅提振整体项目对贵宾客户的吸引力。澳门重要中介人运营商太阳城集团已于 18 年 3 月进驻 Naga2。18Q2 贵宾业务投注额增长 177.6%yoy，增速较 18Q1 (+51.2%yoy) 有大幅增长。预计该增长情势有望延续，主要原因在于：1) 旺旺金星环球集团于 6 月于 Naga2 开设贵宾厅，下半年始有望贡献增长；2) 公司于 5 月成功发行 3 亿美金优先票据，其穆迪信用评级较柬埔寨国家主权评级仍高一级，增强中介人及贵宾客户信心；3) 中国客源快速增长，18 年首四月中国旅客访柬人次增长 79%yoy，已是最为重要的来源国（占比 30%），当前每周直飞航班数量升至 177 架次。

◆柬埔寨经济运行平稳，利好客流持续增长

尽管处于大选年，柬埔寨国内经济政治环境依然向好，区位优势不断提升。本年首四月，国际访柬游客量增长 14%yoy。而根据柬埔寨旅游部数据，访柬客流中 41% 是由从金边国际机场入境。因此该等情势直接利好金界项目的客流与投注额增长。就 Naga2 而言，月度酒店间夜数由 1 月 14k 增长至 6 月 21k，大众赌桌/EGM 日均单元收益由 1 月 \$3500/\$114 增长至 6 月的 \$5700/\$166。

◆维持“买入”评级，提升目标价至 11.10 港元

鉴于二期项目快速爬坡，我们提升 2018-2020 EPS 至 0.66/0.69/0.84 港元。由于市场普遍担忧国别风险，公司估值水平较澳门同业存在折价。而 Naga2 表现显示项目区位优势开始兑现，我们认为估值水平差异应当缩减。按照 2018 年 12x EV/EBITDA，提升目标价至 11.10 港元，对应 2018 年 16.8x PE，维持“买入”评级。

◆风险提示：当地政治局势发生动荡；出入境及外汇管制等不利政策出台；新项目业务增长不及预期。

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	1,642,131	1,873,144	2,092,244
营业收入增长率	5.5%	79.9%	71.7%	14.1%	11.7%
净利润 (千美元)	184,159	255,186	365,043	380,004	463,892
净利润增长率	6.7%	38.6%	43.0%	4.1%	22.1%
EPS (港元)	0.59	0.46	0.66	0.69	0.84
EV/EBITDA	17.2	14.3	9.0	6.9	5.7
P/E	14	18	13	12	10
P/B	3.7	3.3	3.0	2.7	2.5

资料来源：Bloomberg，光大证券研究所预测

买入 (维持)

当前价/目标价(港元)：8.35/11.10 港币

目标期限：6-12 个月

分析师

秦波 (SAC 编号：S0930514060003)

021-22169323

qinbo@ebsec.com

联系人

周翔

021-22169326

zhouxiang@ebsec.com

市场数据

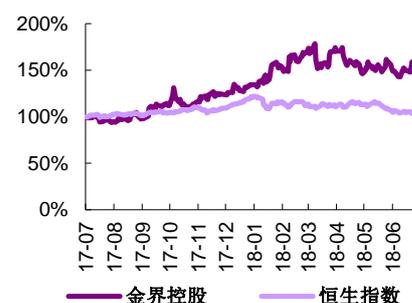
总股本(亿股)：43.41 亿

总市值(亿港元)：362.47 亿

一年最低/最高(港元)：4.48/8.63

近 3 月换手率(%)：10.4

股价表现(一年)



收益表现

	一个月	三个月	十二个月
相对	11.5	64.3	75.5
绝对	11.3	78.7	83.2

相关研报

2018Q1 经营数据符合预期，协同效应显现……2018-02-07
 二期爬坡顺利；贵宾业务带动 2017 业绩超预期……2018-02-07
 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

2018-07-25 金界控股 (3918.HK)

表 1: 金界控股季度经营数据 (千, 美元)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	YOY	QOQ
大众市场赌桌投注额	169,371	205,791	191,252	221,406	263,769	309,995	51%	18%
电子博彩机投注额	417,295	435,777	463,047	496,331	515,375	527,196	21%	2%
VIP 业务泥码	3,733,361	4,032,329	3,236,108	10,123,072	5,644,059	11,195,576	178%	98%
博彩总收入	86,664	300,140			243,185	470,681	57%	94%

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

表 2: 金界控股预测变动 (千, 美元)

	2017	2018E			2019E		
		原预测	新预测	变动%	原预测	新预测	变动%
营业收入	956,349	1,446,511	1,642,131	13.5%	1,595,276	1,873,144	17.4%
Mass	149,706	258,517	212,711	-17.7%	308,935	254,196	-17.7%
EGM	150,926	182,336	125,596	-31.1%	207,789	142,629	-31.4%
VIP	625,332	945,704	1,264,323	33.7%	1,012,400	1,430,893	41.3%
Non Gaming	30,385	59,954	39,501	-34.1%	66,152	45,426	-31.3%
毛利	472,915	711,843	673,752	-5.4%	814,722	792,839	-2.7%
毛利率	49%	49%	41%	-8.2%	51%	42%	-8.7%
员工成本	93,141	105,443	105,443	0.0%	119,011	119,011	0.0%
D&A	56,416	104,818	104,818	0.0%	93,945	93,945	0.0%
其他支出-经营	67,803	106,386	76,500	-28.1%	106,386	76,500	-28.1%
EBITDA	319,722	507,514	500,609	-1.4%	596,825	606,128	1.6%
EBITDA margin	33%	35%	30%	-4.6%	37%	32%	-5.1%
除税前溢利	263,306	402,696	378,986	-5.9%	502,880	492,393	-2.1%
所得税	-8,120	-101,256	-13,943	-86.2%	-111,669	-112,389	0.6%
所得税税率	1%	7%	1%	-6.2%	7%	6%	-1.0%
归母净利润	255,186	301,440	365,043	21.1%	391,211	380,004	-2.9%

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所预测

表 3: 金界控股半年度数据 (千, 美元)

	1H2017	2H2017	1H2018	YOY	2H2018E	YOY
营业收入	401,604	554,745	732,955	82.5%	909,176	63.9%
Mass	74,485	75,221	101,134	35.8%	111,577	48.3%
EGM	101,795	49,131	59,908	-41.1%	65,688	33.7%
VIP	210,524	414,808	552,824	162.6%	711,499	71.5%
Non Gaming	14,800	15,585	19,089	29.0%	20,412	31.0%
毛利	239,900	233,015	309,499	29.0%	364,253	56.3%
毛利率	60%	42%	42%	-29.3%	40%	-4.6%
员工成本	34,581	58,560	45,792	32.4%	59,651	1.9%
D&A	26,308	29,792	44,693	69.9%	60,125	101.8%
其他支出-经营	27,633	40,486	35,399	28.1%	41,101	1.5%
EBITDA	181,000	138,406	232,700	28.6%	267,909	93.6%
EBITDA margin	45%	25%	32%	-29.6%	29%	18.1%
除税前溢利	154,692	108,614	184,538	19.3%	194,448	79.0%
所得税	-4,060	-4,060	-4,407	8.5%	-9,536	134.9%
所得税税率	1%	1%	1%	-40.5%	1%	43.3%
归母净利润	150,632	104,554	180,131	19.6%	184,912	76.9%

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所预测

表 4：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	
				17A	18E	17A	18E	17A	18E	17A	18E
金界控股	3918.HK	36.2	8.35	18.1	12.6	14.3	9.0	18.5%	23.9%	2.7%	4.7%
澳博控股	0880.HK	55.6	9.83	28.2	23.0	18.1	14.7	7.8%	9.0%	2.0%	2.5%
美高梅中国	2282.HK	68.6	18.06	29.6	28.5	20.0	13.0	29.5%	26.4%	1.2%	1.7%
金沙中国	1928.HK	335.3	41.5	26.8	19.6	17.3	14.3	33.6%	46.4%	4.8%	5.0%
银河娱乐	0027.HK	279.5	64.7	26.4	20.9	19.8	16.4	20.6%	21.1%	0.0%	1.4%
永利澳门	1128.HK	128.6	24.75	34.9	18.1	15.3	11.7	135.7%	194.4%	0.8%	4.8%
新濠博亚	MLCO.O	12.2	24.97	27.2	22.1	9.5	8.5	11.1%	17.4%	6.7%	2.3%
澳门同业平均				28.8	22.0	16.7	13.1	39.7%	52.4%	2.6%	2.9%

资料来源：Bloomberg，光大证券研究所预测（股价为 2018 年 7 月 25 日收盘价）

注：新濠博亚货币单位为美元，其余公司为港元

金界控股为光大证券研究所预测值，其余为 Bloomberg 一致预期

附录：

表 3：利润表

(千美元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	531,558	956,349	1,642,131	1,873,144	2,092,244
营业成本	-164,714	-483,434	-968,378	-1,080,305	-1,189,289
营业毛利	366,844	472,915	673,752	792,839	902,955
其他经营收入	5,748	7,751	8,800	8,800	8,800
员工成本	-63,361	-93,141	-105,443	-119,011	-127,560
折旧摊销	-47,817	-56,100	-104,818	-93,945	-110,544
其他经营开支	-53,193	-68,119	-76,500	-76,500	-73,706
EBITDA	256,038	319,406	500,609	606,128	710,489
EBT	208,221	263,306	378,986	492,393	589,426
所得税	-24,062	-8,120	-13,943	-112,389	-125,535
净利润	184,159	255,186	365,043	380,004	463,892
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	0.08	0.09	0.11

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

表 4：资产负债表

(千美元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	284,938	156,006	461,801	551,992	692,507
现金及等价物	210,912	52,794	371,904	428,482	583,323
应收账款及应收票据 合计	72,559	101,417	88,102	121,715	107,389
存货（净值）	1,467	1,795	1,795	1,795	1,795
非流动资产：	1,005,721	1,306,268	1,387,136	1,348,947	1,293,989
固定资产	810,149	1,121,737	1,206,152	1,171,510	1,120,099
无形资产	66,201	62,654	59,107	55,560	52,013
土地使用权	27,266	26,950	26,950	26,950	26,950
其他非流动资产	102,105	94,927	94,927	94,927	94,927
总资产	1,290,659	1,462,274	1,848,937	1,900,939	1,986,496
流动负债：	39,678	79,729	79,729	79,729	79,729
应付账款及票据	2,624	2,590	2,590	2,590	2,590
应交税费	2,709	1,781	1,781	1,781	1,781
其他流动负债	34,345	75,358	75,358	75,358	75,358
非流动性负债	0	0	240,646	140,646	40,646
经营性负债合计	39,678	79,729	320,375	220,375	120,375
股本	30,750	54,263	54,263	54,263	54,263
储备	1,220,231	1,328,282	1,474,299	1,626,301	1,811,858
股东权益	1,250,981	1,382,545	1,528,562	1,680,564	1,866,121
负债及股东权益总计	1,290,659	1,462,274	1,848,937	1,900,939	1,986,496

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

表 5：现金流量表

(千美元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	201,691	322,233	483,177	440,337	588,762
净利润	184,159	255,186	365,043	380,004	463,892

折旧摊销	47,859	56,416	104,818	93,945	110,544
营运资本变化	-30,626	9,555	13,315	-33,612	14,326
其他经营活动产生的现金流量净额	299	1,076	0	0	0
投资活动现金流	-135,704	-354,589	-185,686	-55,756	-55,586
资本性支出	-137,032	-354,818	-185,686	-55,756	-55,586
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	229	0	0	0
融资活动现金流	1,844	-125,762	21,620	-328,002	-378,335
债务增加/(减少)	0	0	240,646	-100,000	-100,000
股本增加	119,918	0	0	0	0
支付的股利合计	118,074	125,762	219,026	228,002	278,335
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	-158,118	319,110	56,578	154,841

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

表 6：关键指标

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	5.5%	79.9%	71.7%	14.1%	11.7%
净利润增长率	6.7%	38.6%	43.0%	4.1%	22.1%
EBITDA 增长率	12.1%	24.7%	56.7%	21.1%	17.2%
EBT 增长率	10.2%	26.5%	43.9%	29.9%	19.7%
估值指标					
PE	14.21	18.09	12.65	12.15	9.95
PB	3.69	3.34	3.02	2.75	2.47
EV/EBITDA	17.21	14.29	8.96	6.91	5.68
EV/NOPLAT	21.16	17.34	11.20	8.51	6.84
EV/Sales	8.29	4.77	2.59	2.24	1.93
盈利能力 (%)					
毛利率	69.0%	49.5%	41.0%	42.3%	43.2%
EBITDA 率	48.2%	33.4%	30.5%	32.4%	34.0%
EBT 率	39.2%	27.5%	23.1%	26.3%	28.2%
税后净利润率 (归属母公司)	34.6%	26.7%	22.2%	20.3%	22.2%
ROA	16.1%	18.0%	20.5%	25.9%	29.7%
ROE (归属母公司) (摊薄)	14.7%	18.5%	23.9%	22.6%	24.9%
偿债能力					
流动比率	7.2	2.0	5.8	6.9	8.7
速动比率	7.1	1.9	5.8	6.9	8.7
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据) (美元)					
EPS	0.07	0.06	0.08	0.09	0.11
每股红利	0.05	0.03	0.05	0.05	0.06
每股经营现金流	0.08	0.07	0.11	0.10	0.14
每股自由现金流 (FCFF)	0.03	-0.04	0.07	0.01	0.04
每股净资产	0.51	0.32	0.35	0.39	0.43
每股销售收入	0.22	0.22	0.38	0.43	0.48

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

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本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	
	李文渊		18217788607	liwenyuan@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	
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com	
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com	
	李晓琳		13918461216	lixiaolin@ebscn.com	
	丁点	021-22169458	18221129383	dingdian@ebscn.com	
	郎珈艺		18801762801	dingdian@ebscn.com	
北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebscn.com	
	梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@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	
	鹿舒然	010-58452040	18810659385	pangsr@ebscn.com	
	高菲	010-58452023	18611138411	gaofei@ebscn.com	
	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lixiaoyu@ebscn.com	
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebscn.com	
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyxp@ebscn.com	
深圳	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com	
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com	
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebscn.com	
	陈婕	0755-25310400	13823320604	szchenjie@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
		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	
私募业务部	赵纪青	021-22167052	18818210886	zhaojq@ebscn.com	
	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		