

金界控股 (03918.HK)

东南亚博彩行业明日之星，尽享新兴市场成长

东南亚博彩行业的明日之星，享受新兴市场的成长潜力。根据 IMF 的预测，东南亚地区 2019-2024 年的经济增长将维持在 5% 以上。金界娱乐城位于柬埔寨首都金边，辐射东南亚市场，能享受到东南亚产业升级、经济发展、居民财富增加带来的好处。虽然柬埔寨博彩行业规模和市场的成熟程度虽然远远不及澳门，但成长潜力巨大。

牌照优势独特，营运历史长久。金界控股持有柬埔寨政府授予的 70 年的博彩牌照，并获得在柬埔寨首都金边周边 200 公里内开展博彩业务的独家经营权。金界娱乐城是柬埔寨最大的五星级综合娱乐场所。金界控股在柬埔寨已经有 24 年的经营历史，过去的成长十分稳健。

多个项目提上日程，外延成长同样强劲。金界二期 2017 年落成后推动金界控股收入大幅上升。2013 年起开始筹建的俄罗斯海参崴项目即将于 2019 年年底落成，分散了金界目前项目集中于金边的风险，展示了金界拓展海外市场的能力。金界娱乐城三期在 2019 年 5 月揭开面纱，公司将花费 6 年时间投资 35 亿美元打造新的娱乐城，战略目光长远。3 期拥有 1 座 11 层高娱乐城、2 座 66 层酒店、2 座 45 层酒店、1 座 48 层公寓酒店，落成后金界娱乐城建筑面积将从目前的 23 万平方增至 77 万平方，预计赌桌数目将从目前 500 桌增加到超过 1300 桌，接待能力大幅提升，将进一步提高金界品牌在东南亚的影响力。

税率低于澳门同行，财务指标优秀。金界在柬埔寨能享受到优惠的税务环境、低廉的人工成本，盈利能力强于澳门同业。2018 年，金界的博彩税费占收入比例 0.6%，远低于澳门博彩业法定 39% 的比例。2018 年净利润率 27%，ROE 25%，派息率常年保持在 60%。

投资建议：我们预测公司 2019-2021 年的归母净利润分别为 4.7/5.2/6.3 亿美元，同比增长 21.1%/10.5%/21.1%，对应 EPS 分别为 0.11/0.12/0.15 美元。EBITDA 分别为 6.6/8.2/10.1 亿美元，基于金界在港股博彩行业板块中的相对规模和柬埔寨的市场环境，给予 9.6 倍 EV/EBITDA 估值，较澳门同行过去 4 年平均值 12 倍折让 20%，得出目标价 12.73 港元，潜在 42% 的上涨空间，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：东南亚大型赌场增加加剧竞争风险，柬埔寨政治风险和西哈努克港地区不规范的娱乐场对柬埔寨博彩业声誉带来负面影响风险，三期项目未来会产生股份摊薄，俄罗斯项目投入使用时间和收入不达预期风险。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万美元)	956	1,474	1,872	2,313	2,838
增长率 yoy (%)	79.9	54.2	27.0	23.5	22.7
归母净利润(百万美元)	255	391	473	523	633
增长率 yoy (%)	38.6	53.1	21.1	10.5	21.1
EPS 最新摊薄(美元/股)	0.06	0.09	0.11	0.12	0.15
净资产收益率 (%)	18.5	25.4	25.4	23.7	24.0
P/E (倍)	19.7	12.9	10.7	9.6	8.0
P/B (倍)	3.6	3.3	2.7	2.3	1.9

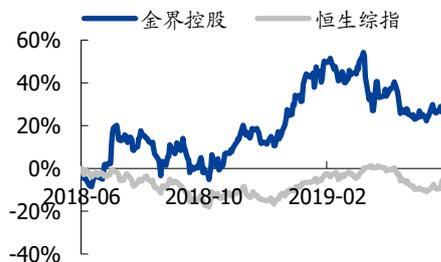
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入 (首次)

股票信息

行业	博彩业
最新收盘价	9.17
总市值(百万元)	18,340.00
总股本(百万股)	2,000.00
其中自由流通股(%)	100.00
30 日日均成交量(百万股)	

股价走势



作者

分析师 郑泽滨

执业证书编号: S0680519050004

邮箱: zhengzebin@gszq.com

分析师 夏天

执业证书编号: S0680518010001

邮箱: xiatian@gszq.com

内容目录

1. 公司基本情况	6
1.1. 公司简介	6
1.2. 股权结构	6
1.3. 金界客户群介绍	7
1.4. 赌场介绍	8
2. 东南亚及柬埔寨市场情况	10
2.1. 东南亚经济规模持续快速增长，未来具备较大潜力	10
2.2. 柬埔寨近年来政治稳定，经济迅速发展	11
2.3. 柬埔寨旅游人数快速发展	14
2.4. 柬埔寨周边赌场情况介绍	15
3. 公司分析：成本低盈利高，激励制度完善	18
3.1. 金界处于高速增长通道，规模尚小但成长空间大	18
3.2. 金界贵宾业务定位独特，享受细分市场成长	19
3.3. 深度绑定中介人与公司利益，有效提升积极性	20
3.4. 成本远低于澳门，盈利能力优秀	21
4. 未来发展计划：金界三期与俄罗斯项目带来新增长点	23
4.1. NagaWorld 规模不断扩大，大幅提升综合竞争力	23
4.1.1. 柬埔寨项目持续推进	23
4.1.2. 大股东通过自有资金支持金界二期和部分三期建设，开发优势突出	24
4.2. 金界俄罗斯项目 Naga Vladivostok 有望成为新的增长点	26
5. 盈利预测和估值	30
5.1. 收入预测	30
5.2. 毛利率预测	31
5.3. 税率假设	31
5.4. 估值	32
6. 风险提示	33

图表目录

图表 1: 金界赌场位置	6
图表 2: 金界股权结构图	7
图表 3: 大股东最近增持股份情况	7
图表 4: 各国飞金边航班班次频率及时长	8
图表 5: 金界 1、2 期外景图	9
图表 6: NABA 剧院内景	9
图表 7: 2018 年金界控股与澳门博彩公司赌桌数量对比(张)	9
图表 8: 2018 年金界控股与澳门博彩公司角子机数量对比(台)	9
图表 9: 金界与澳门博彩公司各项业务收入占比	9
图表 10: 东南亚 GDP 规模及增速	10
图表 11: 东南亚 GDP 分项占比情况	10
图表 12: 东南亚各经济体 GDP 总额及 GDP 占比	11
图表 13: 东南亚各国 GDP 预计增速 (单位: %)	11
图表 14: 柬埔寨地理位置	12

图表 15: 柬埔寨政治风险分析 (2015 年)	12
图表 16: 柬埔寨 2007-2017 GDP 增速(%)	13
图表 17: 柬埔寨人均 GDP (美元)	13
图表 18: 2017 年各国 GDP 增速 (%)	13
图表 19: 柬埔寨 2007-2017 年外资净流入金额及增速	13
图表 20: 柬埔寨历年国际旅客数及增速	14
图表 21: 柬埔寨国际旅客人均花销金额及增速	14
图表 22: 2017-2018 年各国赴柬游客总人数及增速	14
图表 23: 2018 年赴柬国际旅客占比	15
图表 24: 东南亚博彩行业繁荣国家赌场信息	15
图表 25: 澳门金沙中国威尼斯人赌场	16
图表 26: 澳门澳博控股葡京赌场	16
图表 27: 澳门主要赌场项目	16
图表 28: 新加坡圣淘沙名胜世界	17
图表 29: 新加坡滨海湾金沙赌场	17
图表 30: 越南富国岛 (Corona) 娱乐场	17
图表 31: 越南 Aristo Intelnational Hotel (内设娱乐场)	17
图表 32: 马来西亚云顶名胜世界	18
图表 33: 马来西亚云顶名胜世界赌场内景	18
图表 34: 马尼拉新濠天地	18
图表 35: 马尼拉最大的赌场 Okada Manila	18
图表 36: 金界博彩收入增长与澳门对比	19
图表 37: 博彩业可比公司 2018 年娱乐场博彩毛收入 (亿港元)	19
图表 38: 博彩业可比公司市值对比 (亿港元)	19
图表 39: 2018 年金界五大赌团经纪贡献	20
图表 40: 金界与澳门佣金制度对比	20
图表 41: 柬埔寨政府对金界控股的征税方式	21
图表 42: 公司历年税收分类情况	21
图表 43: 公司历年税收总额及占和博彩毛收入比重	21
图表 44: 公司与澳门博彩业征税对比	22
图表 45: 公司与澳门博彩业员工月薪(美元)	22
图表 46: 公司 2018 年 EBITDA/收入与行业对比	22
图表 47: 公司 2018 年净利率与行业对比	22
图表 48: Naga1、Naga2 位置图	23
图表 49: NagaWorld 历年经营赌桌 (张) 及角子机 (台)	24
图表 50: 金界娱乐城 Naga1-3 期项目情况	24
图表 51: 金界 2 期相关股权变动情况	25
图表 52: Naga3 发行结算股份计划	25
图表 53: 澳门及东南亚部分赌场投资计划明细情况对比	26
图表 54: 俄罗斯滨海边疆区综合度假城 (IEZ of Primorsky) 项目分布	27
图表 55: IEZ of Primorsky 最新投资状况	27
图表 56: 金界俄罗斯滨海边疆娱乐度假城项目	28
图表 57: 俄罗斯滨海边疆区综合度假城 (IEZ of Primorsky) 项目情况	28
图表 58: 直飞海参崴航班情况	28
图表 59: 俄罗斯滨海边疆区综合度假城 (IEZ of Primorsky) 交通便利	29
图表 60: 中国各省游客到访澳门占比	29
图表 61: 金界博彩总投注额增长	30

图表 62: 金界中场、角子机投注额 (千美元) 及增速.....	30
图表 63: 各分部业务博彩毛收入增长预测 (单位: 千美元)	31
图表 64: 贵宾业务收入持续提升.....	31
图表 65: 各项业务毛利率.....	31
图表 66: 港股博彩行业公司历史 $EV/EBITDA$	32
图表 67: 上市博彩公司估值对比.....	32

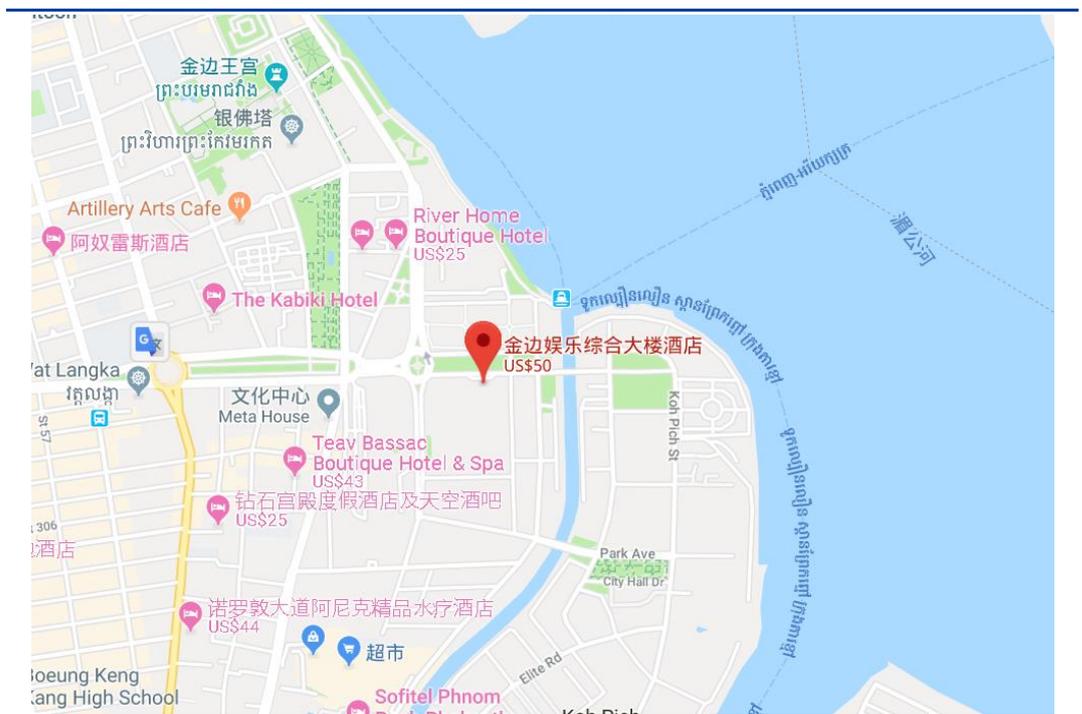
1. 公司基本情况

1.1. 公司简介

金界控股（03918.HK）由马来西亚富商曾立强创立，于2006年在港交所上市。公司主要业务是在柬埔寨首都金边经营综合娱乐度假村，目前拥有柬埔寨最大的赌场——金界娱乐城。早在1995年，金界已经在柬埔寨境内湄公河上经营赌船。2003年10月开始，生意开始从河上转移到陆上。目前公司正在运营的旗舰项目为金界一期（2007年建成），金界二期（2017年建成）。公司金界三期项目正在规划当中，预计2025年完工，总投入35亿美元。此外，金界有一个海外项目位于俄罗斯海参崴，项目投入3亿美元，预计2019年建成，2020年进入运营阶段。

金界持有柬埔寨为期70年的赌场经营牌照，由柬埔寨皇家政府于1995年授予。其中前41年（1995年到2035年）享有金边市方圆200公里范围内的独家赌场经营权，政府不会允许在区域内新增其他赌场。

图表 1: 金界赌场位置

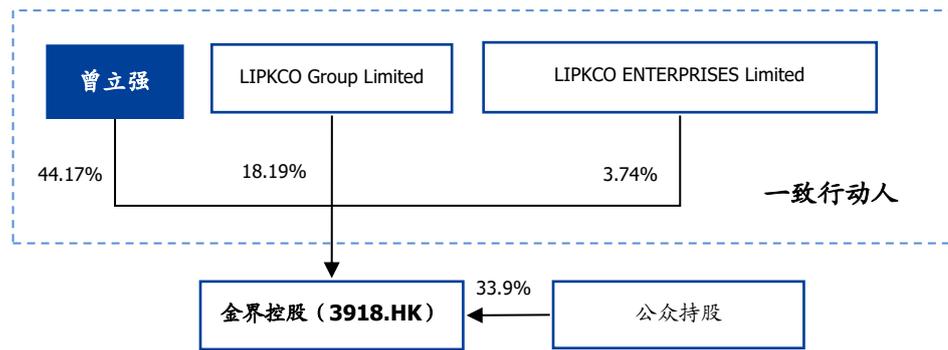


资料来源: Google 地图, 国盛证券研究所

1.2. 股权结构

金界的管理团队实力雄厚。创办人兼行政总裁曾立强（Chen Lip Keong）拥有马来西亚丹斯里勋衔。曾先生除了控股金界以外，还控股马来西亚三家上市公司 Karambunai Corp, FACB Industries 和 Petailing Tin，从事房地产、旅游、制造工业等行业，也是较早就投资于柬埔寨的马来西亚商人。截至2018年年报，曾先生单独持有金界44.17%的股权，与其一致行动人控股比例达到66.1%。

图表 2: 金界股权结构图



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 3: 大股东最近增持股份情况

增持日期	增持价格 (港元)	市值 (万港元)	增持后持股
2018.6.19	7.3342	3960.5	65.84%
2018.9.12	7.084	1416.8	65.89%
2018.9.13	7.4085	2963.4	65.98%
2018.10.31	7.1988	1648.5	66.03%
2018.11.1	7.3619	1472.4	66.08%
2018.11.2	7.6418	764.2	66.10%
合计		12225.8	

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

公司主席 Timothy Patrick McNally 曾经在美国联邦调查局担任特别调查员超过 20 年, 负责调查和检控严重罪行。1994 年 4 月至 2005 年 10 月期间担任香港赛马会保安及法律事务执行董事, 2005 年加入金界董事会。

执行董事曾羽锋, 是大股东曾立强的儿子, 现年 37 岁。曾羽锋之前已经在打理家族生意, 分别任 Karambunai Corp 和 Petailing Tin 的行政总裁和执行董事, 也在 FACB Industries 担任执行董事。

1.3. 金界客户群介绍

金边到亚洲大部分主要城市的飞行航程在 3 个小时左右。金界是柬埔寨旅游和经济发展的直接受惠者, 顾客主要来自周边亚洲国家。2018 年, 柬埔寨的三大游客来源国分别为中国(32.6%)、越南(12.9%)及老挝(6.9%), 合共占柬埔寨到访游客总数 52.4%。

图表 4: 各国飞金边航班班次频率及时长

起飞城市	航班公司	航班日期	班次	航行时间
中国, 澳门	百善航空	一、五	1	1h55min
中国, 广州	中国南方航空	每日	1	2h45min
	柬埔寨吴哥航空	一、四、日	1	2h45min
中国, 上海	中国东方航空	一、三、五、六	1	3h50min
中国, 香港	港龙航空	每日	2	2h
韩国, 首尔(仁川)	大韩航空	每日	1	5h
	韩亚航空	每日	1	5h
老挝, 万象	越南国家航空	每日	1	1h20min
马来西亚, 吉隆坡	马来西亚航空	每日	2	1h45min
	亚洲航空	每日	2	1h45min
新加坡	胜安航空	每日	1-3	1h
	捷星亚洲航空	每日	1	1h
台湾, 台北	中华航空	一、三、四、六、日	1	3h10min
	长荣航空	每日	1	3h10min
泰国, 曼谷	亚洲航空	每日	2	1h10min
	泰国国际航空	每日	2	1h10min
	曼谷航空	每日	4	1h10min
越南, 胡志明市	柬埔寨吴哥航空	每日	3	3h5min
	柬埔寨巴戎航空	每日	1	3h5min
	卡达航空	每日	4	3h5min

资料来源: 公司官网、携程网、国盛证券研究所

虽然柬埔寨不允许本国国民进入赌场, 但很多富裕的柬埔寨人之前就获得了外国护照, 可以进入国内的赌场。越南、泰国邻近柬埔寨, 部分越南、泰国人会过境到柬埔寨博彩娱乐。

1.4. 赌场介绍

金界娱乐城是金边最大的五星级综合娱乐设施, 目前总建筑面积约 23.2 万平方米, 内设赌桌 500 台, 角子机 1894 台, 酒店客房数目 1658 家。娱乐城同时设有夜总会、卡拉 OK、水疗中心、会议展览场地、各式各样的餐厅及可容纳 2020 个座位的 NABA 剧院设施。一期和二期通过购物步行街连接, 建筑面积 9832 平方米, 中国中免集团负责所有步行街内所有免税店的经营。娱乐城地理位置优越、交通方便, 距离市中心 4 公里, 大皇宫 1 公里, 金边国际机场 12 公里。

公司最新项目金界二期于 2017 年 11 月开业, 大大提升了公司博彩业务的接待能力和休闲服务的体验, 同时也驱动了公司营收在最近两年高速增长。

图表 5: 金界 1、2 期外景图



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

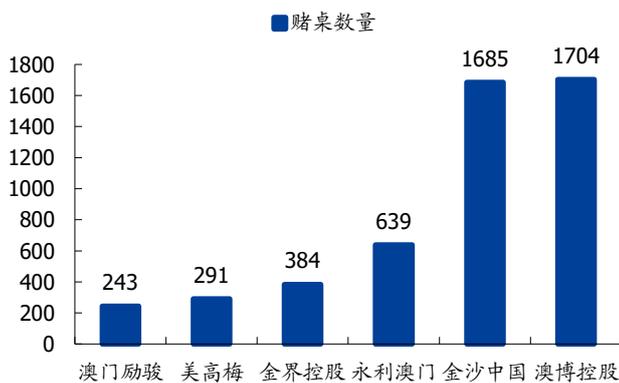
图表 6: NABA 剧院内景



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

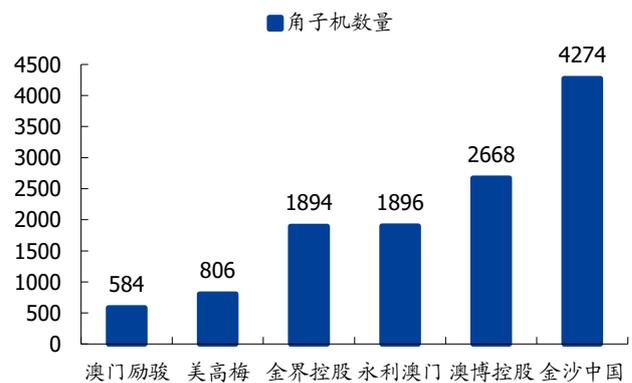
与澳门博彩公司相比, 金界控股拥有赌桌和角子机数目处于中等规模。柬埔寨的赌牌没有规定赌场内赌桌和角子机的数目上限, 公司随时可以因应需求增加赌桌数量。

图表 7: 2018 年金界控股与澳门博彩公司赌桌数量对比(张)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

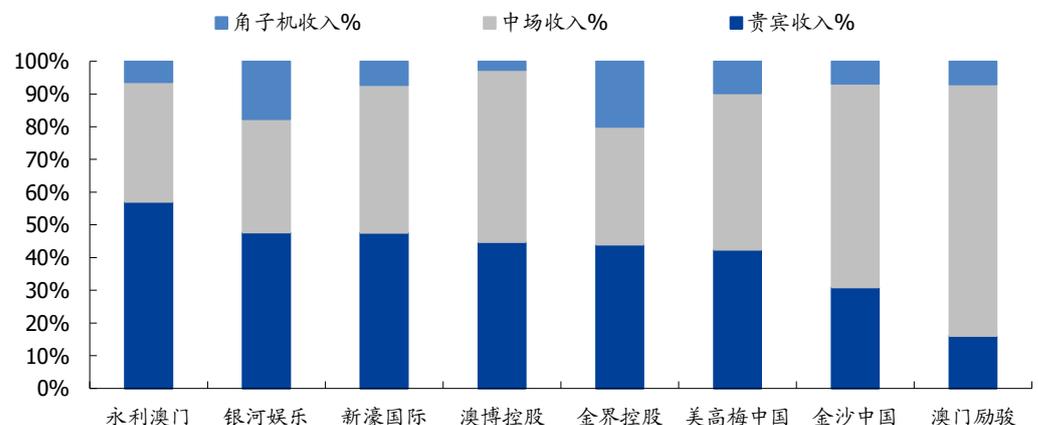
图表 8: 2018 年金界控股与澳门博彩公司角子机数量对比(台)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2018 年, 金界扣除佣金后贵宾业务收入为 2.86 亿美元, 占博彩收入的 44%, 而澳门赌场贵宾业务占均值为 44.9%。金界贵宾业务占比与澳门同行平均水平相当。

图表 9: 金界与澳门博彩公司各项业务收入占比



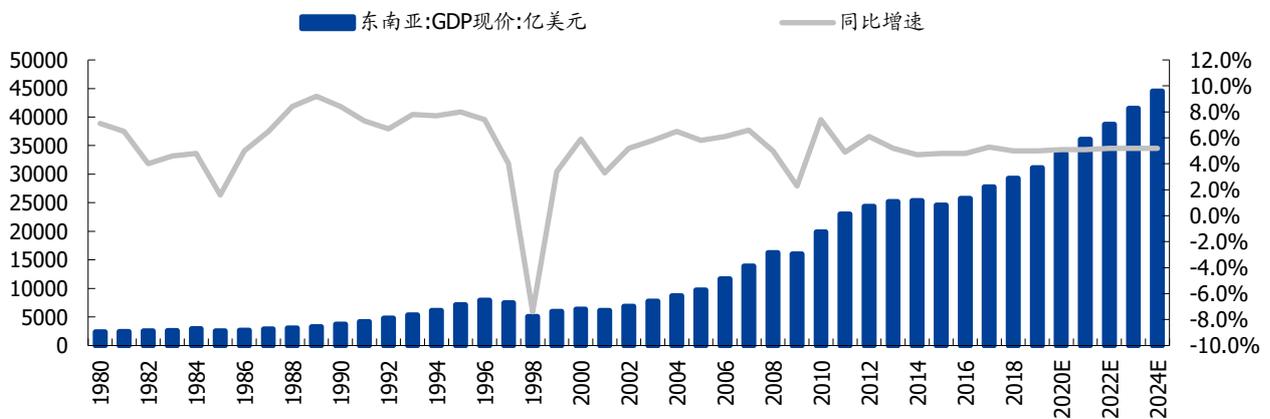
资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

2. 东南亚及柬埔寨市场情况

2.1. 东南亚经济规模持续快速增长，未来具备较大潜力

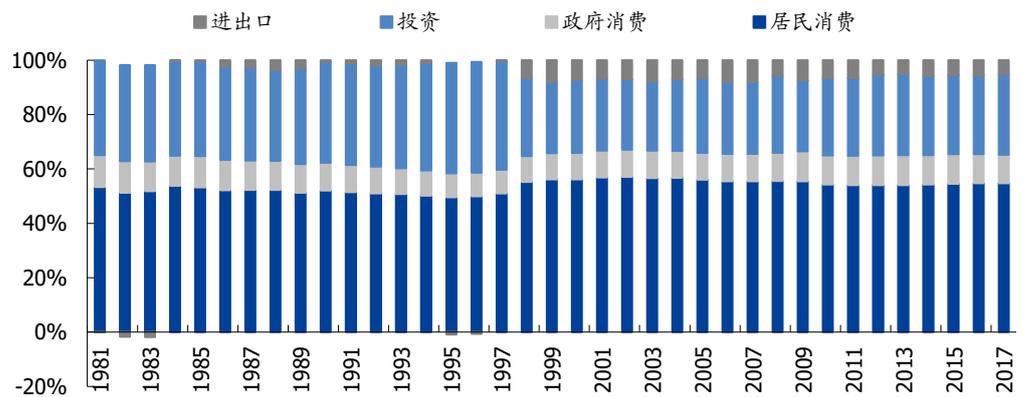
东南亚经济规模自 20 世纪 90 年代以来快速增长。受益于产业转移和劳动密集型企业的持续发展，东南亚 GDP 规模由 1990 年的 3743 亿美元增长至 2018 年的 29260 亿美元，除 1999 年亚洲金融危机及 2008 年次贷危机外，东南亚 GDP 均维持较高增速，1990-2018 年的 CAGR 达到 7.6%。2018 年，GDP 组成中居民消费/政府消费/投资/进出口占比分别为 54.8%/10.5%/29.6%/5.2%。根据 IMF 的世界经济展望，预计东南亚 2019-2024 年 GDP 仍将维持 5% 以上的增速。

图表 10: 东南亚 GDP 规模及增速



资料来源: IMF, 国盛证券研究所

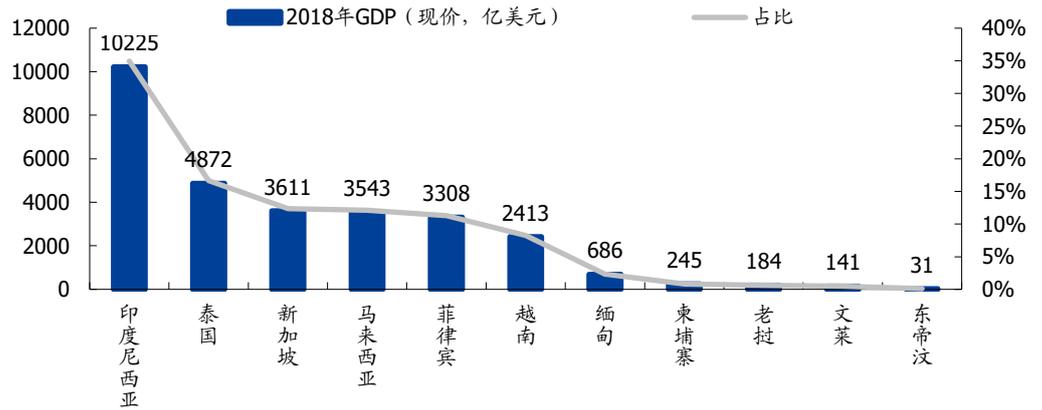
图表 11: 东南亚 GDP 分项占比情况



资料来源: Wind, 联合国统计局, 国盛证券研究所

东南亚最主要的经济体是印尼, 2018 年 GDP 规模为 10225 亿美元, 占整体 GDP 的 35%。其次是泰国, 2018 年 GDP 4872 亿美元, 占整体 GDP 17%。第三大经济体是新加坡, 占整体 GDP 12%。

图表 12: 东南亚各经济体 GDP 总额及 GDP 占比



资料来源: 国盛证券研究所

IMF 预计柬埔寨、缅甸、老挝、菲律宾及越南未来的经济增速在 6% 以上, 印度尼西亚与马来西亚经济增速在 5% 左右, 均具备较大的增长潜力。

图表 13: 东南亚各国 GDP 预计增速 (单位: %)

国家	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
文莱	4.8	6.6	7.6	5.9	3.9	2.2
柬埔寨	6.8	6.7	6.6	6.4	6.2	6
印度尼西亚	5.2	5.2	5.2	5.3	5.3	5.3
老挝	6.7	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8
马来西亚	4.7	4.8	4.8	4.8	4.8	4.8
缅甸	6.4	6.6	6.7	6.9	6.9	7
菲律宾	6.5	6.6	6.7	6.7	6.8	6.8
新加坡	2.3	2.4	2.5	2.6	2.6	2.6
泰国	3.5	3.5	3.5	3.5	3.6	3.6
东帝汶	5	4.8	4.8	4.8	4.8	4.8
越南	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5

资料来源: IMF, 国盛证券研究所

2.2. 柬埔寨近年来政治稳定, 经济迅速发展

柬埔寨面积 18 万平方公里, 国内人口 1500 万人, 处于东南亚中部, 与越南、老挝、泰国接壤。

图表 14: 柬埔寨地理位置

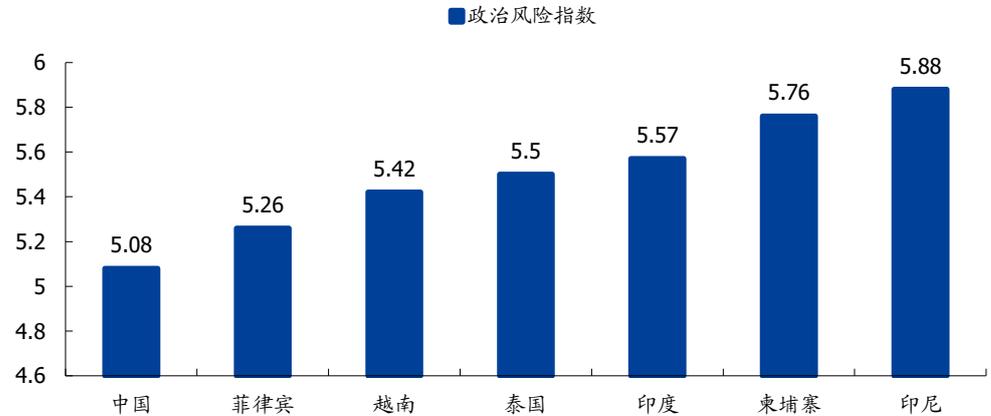


资料来源: 百度地图, 国盛证券研究所

柬埔寨实行君主立宪制, 政治上实行三权分立。洪森从 1997 年至今一直主政柬埔寨。2018 年 7 月 29 日, 洪森所在执政党柬埔寨人民党赢得参议院 125 议席中的 114 个议席。

根据独立第三方咨询公司政治经济策划有限公司 (PERC) 的数据, 柬埔寨的政治风险高于邻国泰国和越南。

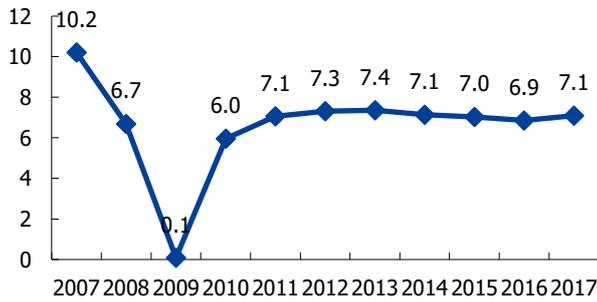
图表 15: 柬埔寨政治风险分析 (2015 年)



资料来源: PERC, 国盛证券研究所, 注: 风险指数 10 为最差评级

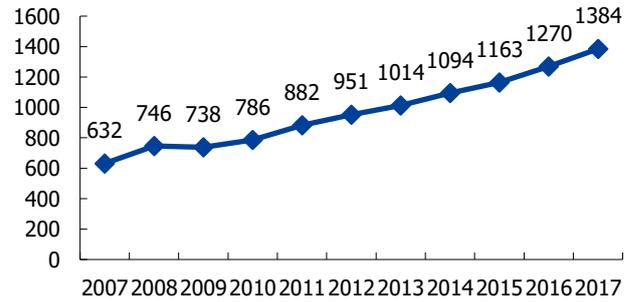
东南亚各国中, 柬埔寨经济相对落后, 但近年来经济发展速度较快。2007 年到 2017 年间, 柬埔寨人均国内生产总值从 632 美元增加到 1384 美元, 平均复合增长率达到 8.16%。过去三年国内 GDP 增长率介于 6.9-7.1% 之间。2017 年柬埔寨 GDP 增速为 7.1%, 在 IMF 新兴市场和发展中经济体中位列第二。根据 IMF 测算, 2018 年柬埔寨经济依然强劲, 由于强劲的外部需求和扩张的财政政策, 实际 GDP 增速将达 6.9%。通货膨胀率预计低于 2.5%。

图表 16: 柬埔寨 2007-2017 GDP 增速(%)



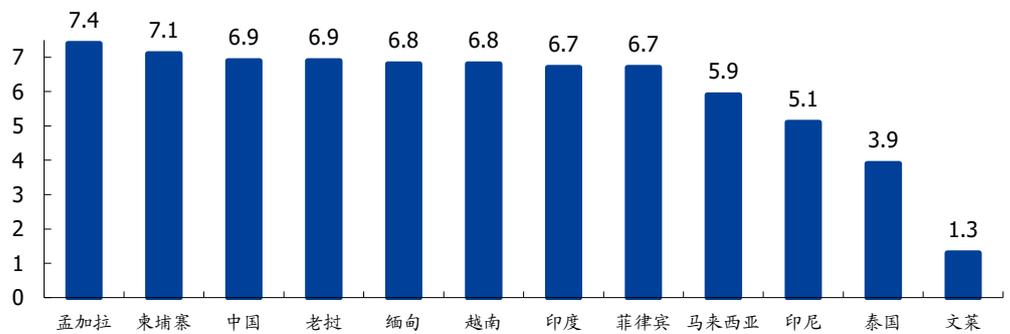
资料来源: 世界银行数据库, 国盛证券研究所

图表 17: 柬埔寨人均 GDP (美元)



资料来源: 世界银行数据库, 国盛证券研究所

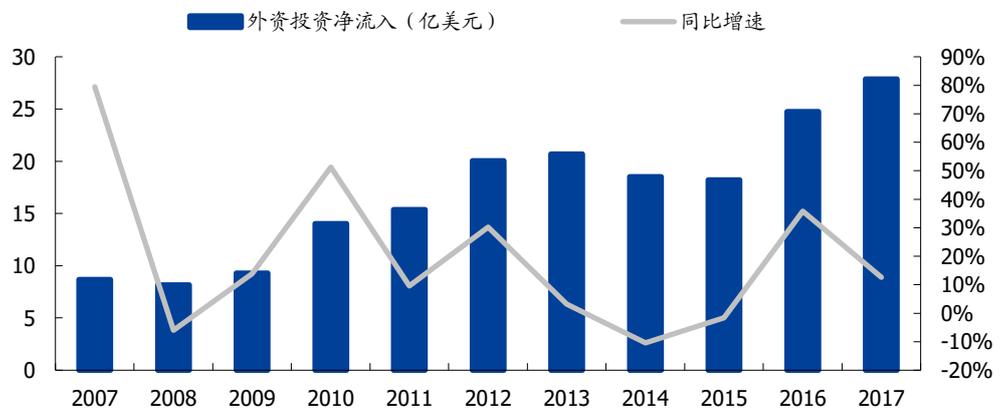
图表 18: 2017 年各国 GDP 增速 (%)



资料来源: IMF, 国盛证券研究所

柬埔寨政府近年来一直积极引进外商直接投资, 17 年外资投资净流入为 27.88 亿美元, 较去年同比增长 12.6%, 创历史新高。柬埔寨轻工业发展也十分迅速。韩国、中国、日本是柬埔寨最大的资本输入国。国外资金对柬埔寨投资环境的信心持续加强, 投资金额上升。

图表 19: 柬埔寨 2007-2017 年外资净流入金额及增速



资料来源: 世界银行数据库, 国盛证券研究所

2.3. 柬埔寨旅游人数快速发展

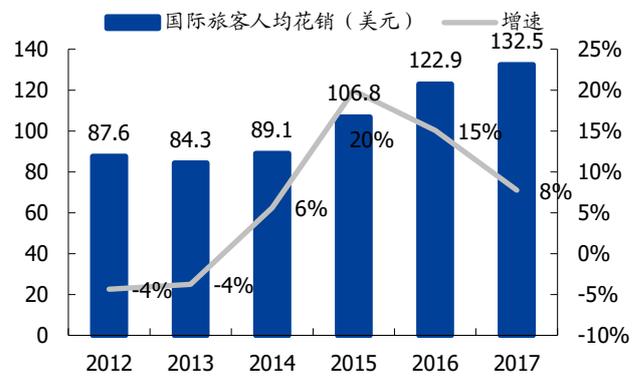
柬埔寨旅游业近年来保持高速增长态势。2018年柬埔寨国际游客总数达620.1万人次，较17年实现双位数增长，增速达10.7%，近五年来，柬埔寨游客数保持持续增长态势，同时，游客人均花费不断增加，2017年赴柬游客人均花销为132.5美元，较16年增长8%。

图表 20: 柬埔寨历年国际旅客数及增速



资料来源: 世界银行数据库, 国盛证券研究所

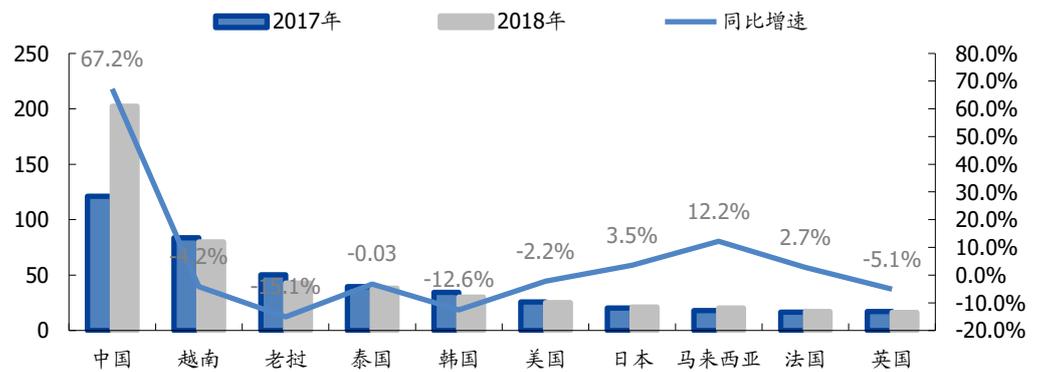
图表 21: 柬埔寨国际旅客人均花销金额及增速



资料来源: 世界银行数据库, 国盛证券研究所

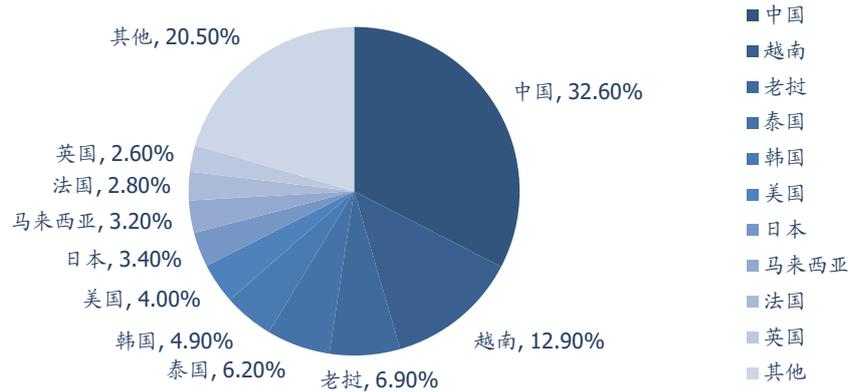
柬埔寨国际游客主要来源国为中国/越南/老挝/泰国/韩国，分别占到访总人数的32.6%/12.9%/6.9%/6.2%/4.9%。中国赴柬游客在2018年迎来高速增长，增幅达67.2%，其原因主要是柬埔寨旅游局大力开拓中国市场，国内各二线城市增开赴柬旅游线路，旅游景点和特色体验项目增加。

图表 22: 2017-2018 年各国赴柬游客总人数及增速



资料来源: 柬埔寨旅游部, 国盛证券研究所

图表 23: 2018 年赴柬国际旅客占比



资料来源: 柬埔寨旅游部, 国盛证券研究所

2.4. 柬埔寨周边赌场情况介绍

柬埔寨周边博彩业比较繁荣的地区主要有: 澳门、新加坡、越南、马来西亚以及菲律宾。

图表 24: 东南亚博彩行业繁荣国家赌场信息

国家	赌场数量 (个)	赌场分布城市数 (个)	赌场集中区域	是否允许本地人进入
柬埔寨	51	14	西哈努克	否
澳门	41	1	澳门半岛、氹仔岛	是
越南	38	18	胡志明市	部分
新加坡	10	1	滨海湾	否
马来西亚	5	1	吉隆坡	是
菲律宾	68	33	马尼拉	是

资料来源: World Casino Directory, 国盛证券研究所

澳门共有 6 家持牌博彩公司, 41 家赌场。作为世界知名赌城, 博彩行业历史悠久, 1847 年葡萄牙政府首次批准澳门博彩业合法。后何鸿燊获得澳门博彩独家经营权, 创立澳博控股。2002 年, 澳门特区政府发放首批博彩经营权, 澳博控股、银河娱乐、永利澳门、金沙、美高梅及新濠博亚 6 家公司通过直接批给及转批给的方式获得经营权。2018 年澳门博彩毛收入达 452 亿美元, 位列全球第一。截止 2018 年底, 澳门共有 41 间娱乐场, 其中 25 间位于澳门半岛, 16 间位于氹仔。

图表 25: 澳门金沙中国威尼斯人赌场



资料来源: 环球博讯, 国盛证券研究所

图表 26: 澳门澳博控股葡京赌场



资料来源: 新浪浙江, 国盛证券研究所

图表 27: 澳门主要赌场项目

	开业年份	已有项目
金沙中国	2005年7月	澳门金沙
	2007年8月	澳门威尼斯人
	2008年8月	澳门百利宫
	2012年4月	金沙城中心
	2016年9月	澳门巴黎人
银河娱乐	2006年10月	澳门星际酒店
	2011年5月	澳门银河
	2015年5月	澳门百老汇
新濠国际	2009年6月	新濠天地
	2015年10月	新濠影汇
	2007年5月	澳门新濠锋
永利澳门	2006年9月	永利澳门
	2014年12月	永利皇宫
澳博控股	1970年6月	葡京
	2007年3月	新葡京
	2019上半年	上葡京
美高梅中国	2007年12月	澳门美高梅
	2018年2月	美狮美高梅

资料来源: 各公司官网整理, 国盛证券研究所

新加坡有 2 家合法赌场, 分别是位于圣淘沙的圣淘沙名胜世界以及位于滨海湾的滨海湾金沙赌场, 两者均于 2010 年先后开幕, 并取得独家经营权。圣淘沙名胜世界由马来西亚的云顶集团兴建发展, 目前由云顶新加坡有限公司管理; 滨海湾金沙综合度假村由拉斯维加斯金沙集团所开发。为避免新加坡居民沉迷赌博, 新加坡政府规定新加坡居民以及新加坡永久居民在进入赌场前均需缴交一定的入场费, 分为日票与年票。日票票价为 150 新元, 年票票价为 3000 新元, 外国人凭护照免费入场。

图表 28: 新加坡圣淘沙名胜世界



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表 29: 新加坡滨海湾金沙赌场



资料来源: Ultra Egaming, 国盛证券研究所

越南拥有 8 个持牌博彩公司, 38 个赌场。早先越南政府不允许本国国民入场参与博彩, 直到 2017 年 1 月, 新政宣布自 2017 年 3 月 15 日开始在当地 2 间娱乐场试点开放本地人博彩, 允许超过 21 岁且月收入超过 1000 万越南盾 (约 445 美元) 的越南公民进入赌场, 试行期三年。越南的博彩毛收入 (GGR) 在合法赌博的亚洲国家中排名较低, 根据政府报告, 2014 年博彩毛收入为 6230 万美元。越南博彩税税率 35%, 但中介佣金可以抵税, 因此实际缴纳税率偏低。

图表 30: 越南富国岛 (Corona) 娱乐场



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表 31: 越南 Aristo International Hotel (内设娱乐场)



资料来源: Booking, 国盛证券研究所

马来西亚只有 1 家持牌博彩公司 Genting Malaysia, 5 个赌场。其中最著名的云顶名胜世界 (Resorts World Genting), 也被称为 Casino de Genting 赌场, 是一个山顶赌场度假村, 距离联邦首都吉隆坡约 50 公里 (30 英里), 拥有 426 张赌桌和 3130 台角子机。2003 年, 马来西亚政府宣布停止批准新赌牌, 因此云顶公司垄断马来西亚博彩行业。

图表 32: 马来西亚云顶名胜世界



资料来源: 搜狐娱乐, 国盛证券研究所

图表 33: 马来西亚云顶名胜世界赌场内景



资料来源: Rahul Gupta, 国盛证券研究所

菲律宾从 1976 年开始博彩合法化, 2018 年整个博彩行业的毛收入在 60 亿美元左右。相对于亚洲其他地方, 菲律宾对博彩的管理相对宽松, 佣金率较低。菲律宾在线博彩行业发达, 辐射亚洲大部分地区。有不少大型集团在菲律宾投资实体赌场项目。新濠博亚在菲律宾马尼拉有一个跟澳门 City of Dream 同名的娱乐场, 已经于 2015 年 2 月份开幕。马来西亚云顶集团也在菲律宾投资海滨名胜世界娱乐场, 计划于 2020 年开幕。

图表 34: 马尼拉新濠天地



资料来源: 马蜂窝, 国盛证券研究所

图表 35: 马尼拉最大的赌场 Okada Manila



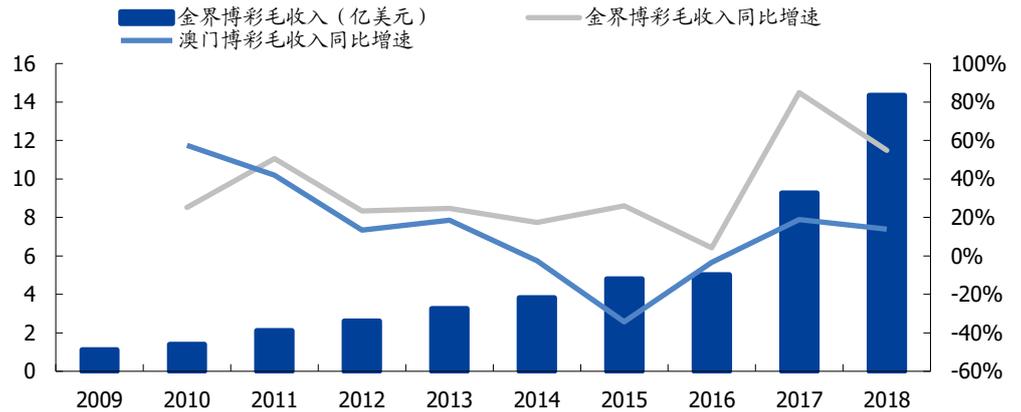
资料来源: agoda, 国盛证券研究所

3. 公司分析: 成本低盈利高, 激励制度完善

3.1. 金界处于高速增长通道, 规模尚小但成长空间大

金界处于高速增长通道, 增速较澳门市场更加稳定。金界过去一直保持良好的成长记录, 2014-2018 年博彩毛收入的复合增长率录得 39.3%, 尤其最近两年受益于金界二期建成, 成长中枢上移, 而澳门市场受内地反腐影响, 2014-2016 年博彩毛收入下滑较大, 近五年复合增长率仅为 -4%。

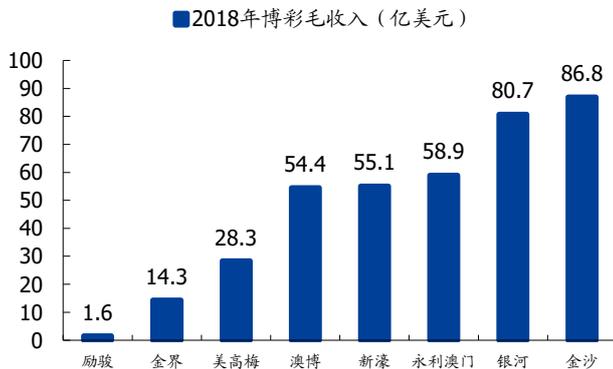
图表 36: 金界博彩收入增长与澳门对比



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

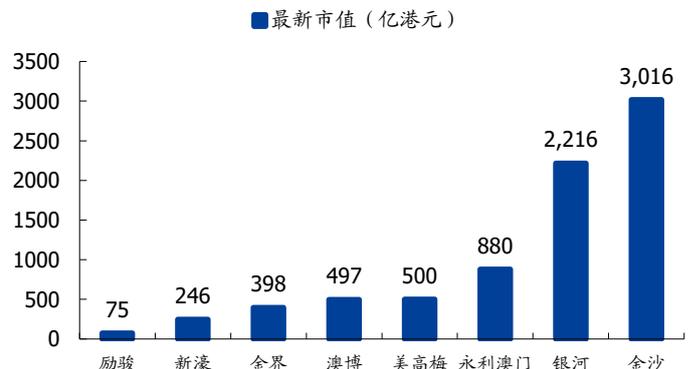
金界规模较同行偏小, 但成长空间巨大。金界娱乐场 2018 年的博彩收益为 14.4 亿美元 (116 亿港元), 截止 2019 年 6 月 21 日市值 398 亿港元, 规模远远小于澳门的博彩业同行。随着产业转移, 东南亚 (尤其泰国、越南、柬埔寨) 经济活动加强, 地区经济仍会保持高增长, 我们认为柬埔寨博彩业将能从中受惠, 金界有良好的成长空间。此外, 金界即将建成的俄罗斯项目以及规划中的金界三期将进一步推动收入外延式增长。

图表 37: 博彩业可比公司 2018 年娱乐场博彩毛收入 (亿港元)



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

图表 38: 博彩业可比公司市值对比 (亿港元)



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所, 最新市值截至 2019/6/21

3.2. 金界贵宾业务定位独特, 享受细分市场成长

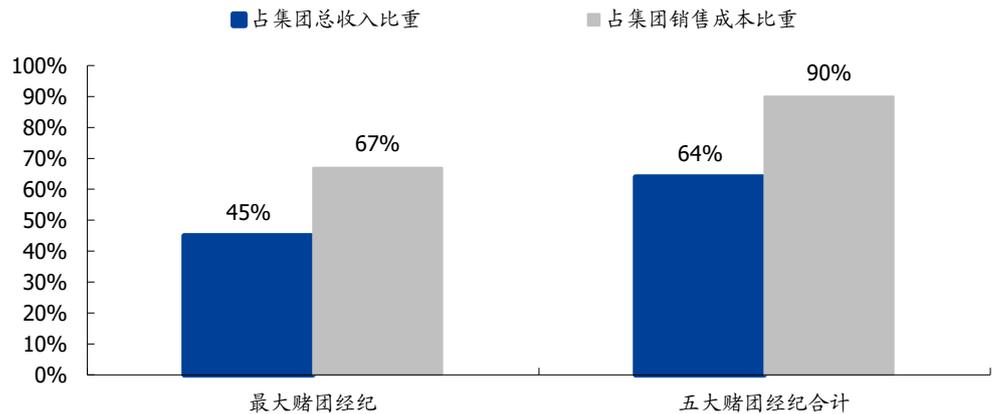
金界和澳门的赌场针对的顾客群有所不同, 并非正面竞争。贵宾业务方面, 金界超过一半的收入源自东南亚中介人带来的客户。目前第一大中介人还是东南亚中介人, 来自泰国、印度尼西亚等东南亚国家的 VIP 客户增长很快。尽管澳门中介人贡献的比例在上升, 但金界跟澳门几家赌场没有构成明显的客源竞争。中场业务顾客构成跟旅澳游客成分类似, 增长动力在于柬埔寨的吸引力, 与澳门的相关性更低。

澳门贵宾业务门槛提高, 金界有望挖掘外溢需求。澳门博彩市场近年来发展迅速, 接待能力趋向饱和, 享受贵宾业务的门槛提高。部分中端贵宾在澳门未必能享受到特别好的照顾和待遇, 到金界之后却能享受顶级的服务。我们认为将会有越来越多的赌客愿意尝

试澳门以外的其他赌场，金界将能从中分一杯羹。金界从 2013 年开始引入来自澳门的中介人协助开拓国内市场，挖掘这一部分外溢的需求。目前公司海外 VIP 贵宾厅客户由 5 个东南亚的中介人和 5 个澳门中介人（太阳城、德晋、广东集团等）招徕生意。

前五大赌团经纪是公司收入和成本的重要组成部分。2018 年最大赌团经纪贡献 45% 的总收入与 67% 的销售成本，前五大赌团经纪贡献 64% 的总收入与 90% 的成本。公司贵宾市场录得强劲增长，整体贵宾市场分部泥码上升 69% 至 357 亿美元，胜出率为 3%，使本年贵宾市场收入增长 71% 至 11 亿美元。

图表 39: 2018 年金界五大赌团经纪贡献



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3.3. 深度绑定中介人与公司利益，有效提升积极性

金界给予中介人的激励高于澳门，极具吸引力。根据我们估算，从结构来看，85% 的 VIP 贵宾收入由海外中介人带来，另外 15% 由直接 VIP 与本地 VIP 组成。金界对海外 VIP 中介人和本地 VIP 中介人实施不同的激励模式。1) 本地 VIP 中介人按转码（总投注额）的 1.1-1.4% 收取佣金，本地 VIP 客户投注额越大，中介人得到的分成比例越高。2) 海外中介人则按毛收入（净赢出金额）的 70% 分成，金界净赢出金额越多，中介人获得的提成越多。在这个合作模式中，公司支付的佣金比例更高，毛利率更低，但有效绑定了海外中介人和金界的共同利益，提高了海外中介人的积极性。

澳门的佣金上限法例规定各赌场给予博彩中介人的最高佣金提成是转码金额的 1.25%，相比之下，金界对于海外中介人的分成远远高于澳门的佣金水平，对澳门中介人来说极具吸引力，持续吸引澳门中介人向金界输送更多客户。

图表 40: 金界与澳门佣金制度对比

佣金制度	中介人佣金提成方法	占转码 (1)	贵宾业务胜率 (约 3%) (2)	占贵宾业务毛收入 (1) / (2)
金界海外	按毛收入 70%	2.1%		70%
金界本地	按转码 1.1%-1.4%	1.1%-1.4%		37%-47%
澳门	按转码 1.25%	1.25%		42%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3.4. 成本远低于澳门，盈利能力优秀

柬埔寨政府对金界的博彩业务和非博彩业务以“责任付款”形式征税。对于博彩业务，金界每年要向柬埔寨政府缴纳相当于博彩税的“博彩责任付款”，“责任付款”从2004年的每月10万美元起，每年度上调12.5%，一直持续到2018年，交付博彩业务责任付款后，可豁免利得税、最低税项、分派股息预缴税及增值税。经过14年，2018年金界的博彩责任付款涨至每月52万美元。

对于非博彩业务，由柬埔寨经济及财政部征收定额的“非博彩责任付款”，金额每年修订且不确定，非博彩责任付款包括多种其他税项如薪俸税、附加福利税、预扣税、增值税、专利税等等。2015-2018年非博彩责任付款均为每月21.4万美元，未来非博彩收入的税收可能改为税前利润的20%。

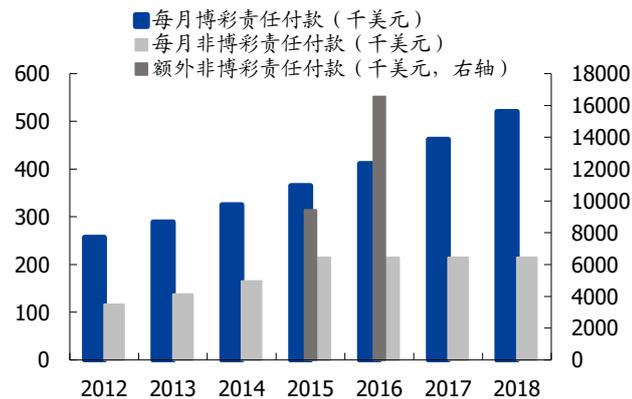
图表 41: 柬埔寨政府对金界控股的征税方式

征税业务	目前征税方式	未来可能征税方式	备注
博彩业务	每年向柬埔寨政府缴纳相当于博彩税的“博彩责任付款”，责任付款从2004年的每月10万美元起算，每年度上调12.5%，一直持续到2018年。	基于博彩收入毛收入5%征收博彩税	交付博彩业务责任付款后，可豁免利得税、最低税项、分派股息预缴税及增值税。
非博彩业务	由柬埔寨经济及财政部征收定额的“非博彩责任付款”，金额每年修订且不确定	非博彩收入的税收可能改为利润的20%	非博彩责任付款包括多种其他税项：薪俸税、附加福利税、预扣税、增值税、专利税、动产和不动产租金税、最低税项、预缴利得税、广告税及就娱乐服务征收的特定税项。

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

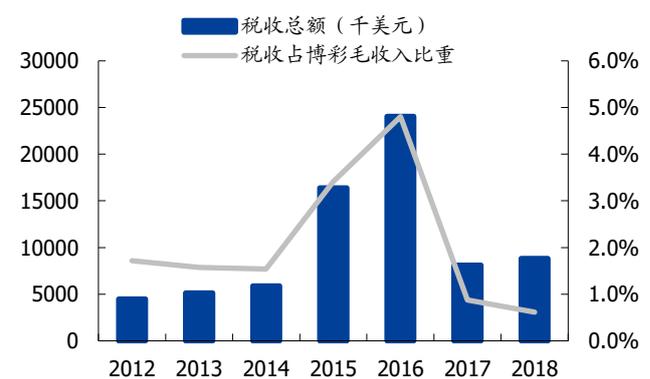
公司税收成本远低于澳门同行。澳门的博彩公司需就博彩毛收益支付35%的博彩税，同时需额外支付博彩毛收益的4%作为公众发展及社会相关贡献，合计博彩税率高达39%。2018年金界支付的税金总额仅占博彩收入的0.6%，2015和2016年加上额外非博彩责任付款后，税收占比也仅为3.4%、4.8%，远远低于澳门同行。

图表 42: 公司历年税收分类情况



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

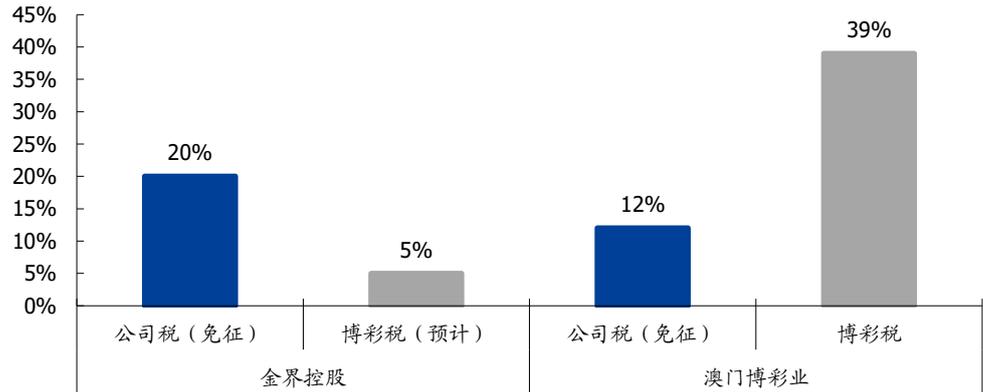
图表 43: 公司历年税收总额及占和博彩毛收入比重



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

未来存在税率上升的可能，但竞争优势不变。由于金界的收入增长远高于当时订立的税收上涨水平，金界上缴政府的税收占营收比下降到极低水平。未来柬埔寨政府可能会考虑改变税制，收取基于博彩收入毛收入5%博彩税，预计会侵蚀金界一部分的净利润率，但尽管如此，柬埔寨的博彩税比起澳门39%的博彩税依然有明显的优势。

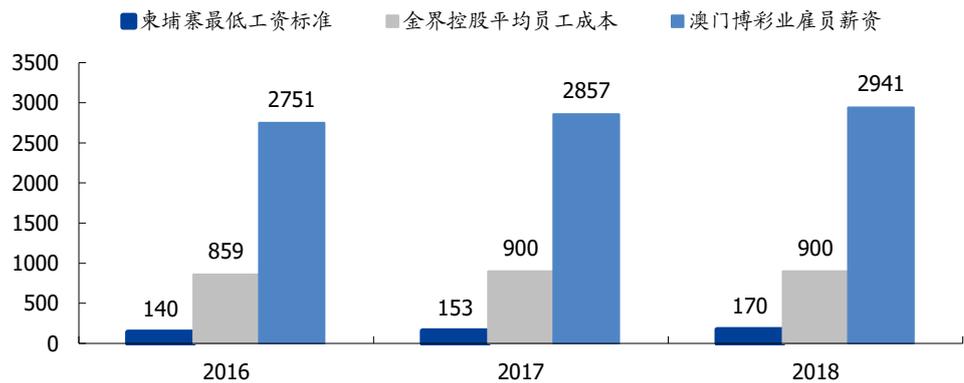
图表 44: 公司与澳门博彩业征税对比



资料来源: 公司公告, 目前澳门和柬埔寨对博彩公司免征公司税, 国盛证券研究所

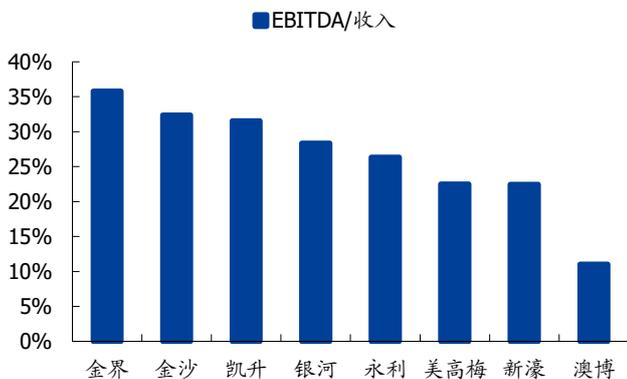
人力成本低, 盈利能力强。2018年柬埔寨最低工资是170美元/月, 金界员工薪酬高于最低工资水平, 平均员工成本高达每人每月900美元, 但远低于澳门博彩业每月2941美元的雇员薪资。金界2018年息税摊销折旧前利润率34.7%, 净利润率高达26.5%, 均处于行业领先水平, 盈利能力较强。

图表 45: 公司与澳门博彩业员工月薪(美元)



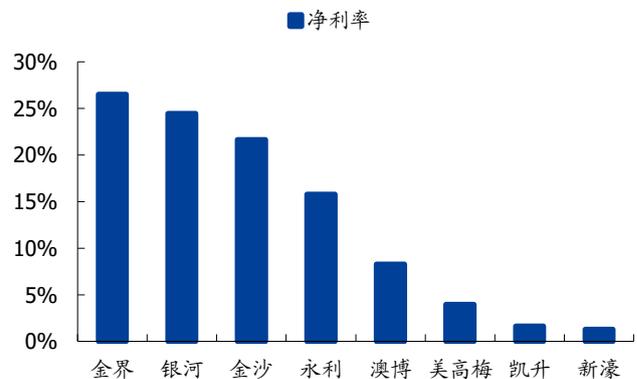
资料来源: 公司公告, 澳门统计暨普查局, 柬埔寨劳工暨职业训练部, 国盛证券研究所

图表 46: 公司 2018 年 EBITDA/收入与行业对比



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

图表 47: 公司 2018 年净利率与行业对比



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

4. 未来发展计划：金界三期与俄罗斯项目带来新增长点

4.1. NagaWorld 规模不断扩大，大幅提升综合竞争力

4.1.1. 柬埔寨项目持续推进

翻新金界一期，改善服务质量与游客体验。截至 2018 年底 Naga1 运营着 325 张赌桌、1364 台角子机与 755 间客房，针对 Naga 1 的翻新工程已于 2018 年底动工，主要翻新其中 500 间客房，预计将于 2019 年底之前竣工，翻新后将改善设施质量，吸引更多的游客。

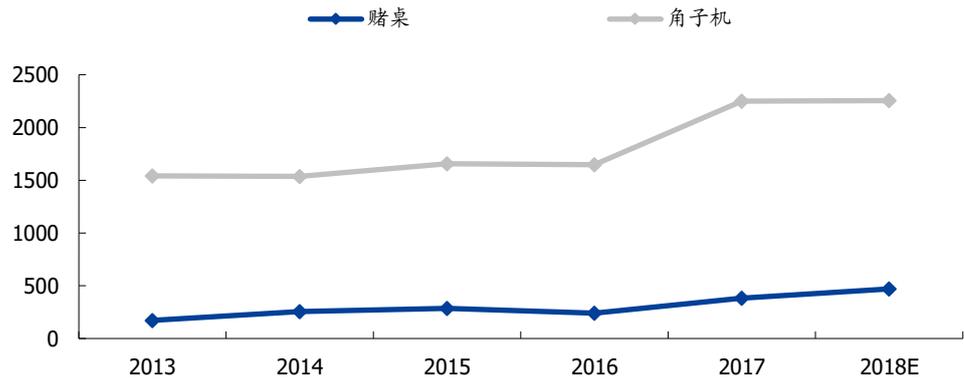
金界二期开业，显著提升客流量。Naga2 是一个集国际级博彩娱乐场、高端歌剧院、免税步行街以及世界顶尖餐饮区等于一体的大型多功能集成项目，新增 175 张赌桌、530 台角子机、903 间客房，以及 2020 座的 MICE/剧院和其他餐饮娱乐设施。Naga2 与 Naga 1 只相距 200 米，通过步行街 NagaCity Walk 连接，步行街于 2016 年 8 月开业，包含 3800 平米的免税购物商场。2017 年 11 月 Naga2 开业后，公司的赌桌与角子机数量实现了跃升，一二期合计分别达到 500 桌、1894 台，我们预计 2019 年增至 550 桌、2200 台，公司有更强的能力承接更多的客流量，需求放量下将会带动博彩业务迅速增长。

图表 48: Naga1、Naga2 位置图



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

图表 49: NagaWorld 历年经营赌桌 (张) 及角子机 (台)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

把握良机推出金界三期 Naga 3, 巩固巨头地位。基于对柬埔寨经济强劲增长的预期以及东南亚博彩需求旺盛, 公司计划推出 Naga3 项目, 预计花 6 年建成, 三期建筑面积高达 54 万平方米, 由 2 座 66 层酒店、2 座 45 层酒店、1 座 48 层公寓酒店、三层地下室和 11 层娱乐场组成, 项目总投入 35 亿美元, 拥有 4720 个房间, 800 张赌桌, 2500 个角子机, 远超一、二期合计规模。假设二、三期均达到计划规模, 一至三期合计建面将达 77 万平方米, 拥有 1341 张赌桌、6648 台角子机以及 6378 间客房, 将进一步巩固公司亚洲地区综合博彩及娱乐度假村巨头的地位。

图表 50: 金界娱乐城 Naga1-3 期项目情况

	Naga1	Naga2	1、2 期合计	Naga3	1-3 期合计
开业时间	2007 年	2017 年 11 月		待定	
建筑面积 (平方米)	113307	118596	231903	544801	766872
赌桌 (张)	325	175	500	800	1341
角子机 (台)	1364	530	1894	2500	6648
房间 (间)	755	903	1658	4720	6378

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所, 其中 Naga 3 期赌桌与角子机为计划数

4.1.2 大股东通过自有资金支持金界二期和部分三期建设, 开发优势突出

金界二期项目 Naga2 由大股东曾立强使用自有资金兴建, 总投资 3.69 亿美元 (28.78 亿港元), 由总裁曾立强先生独立建造后通过可转债形式重新注入公司, 金界不参与建设。曾先生于 2012 年分两次配售部分所持股份, 以获得建设二期项目所需资金, 经过两次配售获得合共 10.04 亿港元现金。

金界二期项目分成 NagaCity 步行街和金界 2 期赌场 (TSCLK 综合设施) 两部分, 分别投入 9400 万美元和 2.75 亿美元, 于 2016 年 8 月和 2017 年 11 月开业。

公司向曾立强发行两批可转债收购金界二期项目, 第一批 2016 年 5 月 17 日发行, 发行单价 1.67 港元 (2012 年合同约定转换价为 1.8376 港元, 后来因为期间有分红和配股调整至 1.67 港元), 可转换股数 4.39 亿股, 合共支付 NagaCity 步行街 7.33 亿港元 (9400 万美元) 建造成本。第二批可转债于 2016 年 12 月 30 日发行, 发行价格 1.53 港元, 可转换股数 14.02 亿股, 用于支付二期主题项目 TSCLK 综合设施造价 21.45 亿港元 (2.75 亿美元)。大股东于 2017 年 8 月 8 日完成全部转换, 获发行 18.81 亿股股份, 持股比例从 39.89% 上升至 65.42%。转换后公司总股本达到 43.41 亿股, 较转换前扩大 76%。

图表 51: 金界 2 期相关股权变动情况

日期	变动形式	变动股本数 (万股)	每股单价 (港元)	变动股本金额 (亿港元)	占变动前总股本	变动后一致行动人持股情况
2012/4/1	曾先生配售所持股份	21400	3.04	6.05	10.28%	50.04%
2012/11/20	曾先生配售所持股份	9000	4.43	3.99	4.32%	45.71%
2016/5/17	发行可转债购置金界二期步行街项目	43907	1.67	7.33	公告但未转换	
2016/12/30	发行可转债购置金界二期主体项目	140184	1.53	21.45	公告但未转换	
2017/8/8	曾先生同时执行两份债转股协议	188102	1.58*	29.73	38.98%	65.42%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所, *两次可转债转换的综合成本, 第二次转换股份数已经考虑了第一次转换导致的股份稀释

Naga3 项目的总开发成本为 35.15 亿美元, 其中公司承担 50%, 余下 50% 由控股股东提供, 计划募集约 17.6 亿美元, 项目完工运营时, 公司以每股股份 12 港元的价格向控股股东发行 11.42 亿股结算股份。

图表 52: Naga3 发行结算股份计划

	公告日		发行结算股份后	
	已发行股份数 (亿股)	占总股本比例	已发行股份数 (亿股)	占总股本比例
控股股东	28.70	66.10%	40.12	73.17%
公众股东	14.71	33.90%	14.71	26.83%
总计	43.41	100.00%	54.83	100.00%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

部分投资者担心项目由大股东在体外开发、建成之后注入公司的方案在财务上有不透明之处, 并且会摊薄其他股东利益, 但我们认为此项安排有其合理性。100% 的金界二期和 50% 的金界三期项目的资金由大股东先支付并开发建设, 然后再由上市公司发行股份回购。

我们认为此项安排合理: 从金界二期的项目来看, 投资 3.69 亿美元 (折合约 28.8 亿港元) 的计划最早在 2011 年 6 月 13 日公告, 当时金界股价 1.3 港元, 市值约 30 亿港元。如果通过股权融资, 需要稀释股份 49%, 很难获得股东会通过。如果通过债券融资, 以当时的资产负债表规模, 成本也会很高。通过大股东支持, 上市公司不需要支付任何利息成本, 也大大延迟了股份摊薄的时间, 保证了上市公司的财政稳健, 而且柬埔寨近年发展飞快, 金边中心房价飞涨, 目前已经超过 1.5 万元人民币/平方米, 以金界二期项目起始成本锁定日后大股东的转股价值, 也一定程度保障了小股东的权益, 无需承担以后土地和建筑成本上升的代价。

同样, 三期有一半的资本开支由大股东先行垫付也是出于对财务稳健的考虑。金界三期计划总投入 35 亿美元, 我们保守预计前三年 (分六年建成) 计划投其中 30% 及 10.5 亿美元, 如果全部由公司支付, 按照我们 2019-2021 年 4.7/5.3/6.3 亿利润的预测, 公司的派息率会从目前 60% 下降到至少 35%, 实际营运资金也会绷紧, 扩张速度也会减慢。根据目前的安排, 大股东支付部分未来的转股价为 12 港元, 较目前股价 9.05 元有一定溢价, 但相对于其承担的风险来说仍算合理。整个金界三期项目造价对比起其他同类型可

比项目来说也属于正常范围。

图表 53: 澳门及东南亚部分赌场投资计划明细情况对比

物业	完成年度/预计完成时间	资本支出(百万美元)	房间数量	单间成本(百万美元)
澳门永利皇宫	2016年	4400	1706	2.58
澳门巴黎人	2016年	2700	3000	0.90
澳门美高梅	2018年	3432	1427	2.41
澳门新葡京	2019年	4645	2000	2.32
新加坡滨海湾金沙	2010年	5714	2560	2.23
新加坡圣淘沙	2010年	6590	1840	3.58
菲律宾马尼拉新濠天地	2014年	1200	981	1.22
菲律宾马尼拉太阳赌场度假酒店	2013年	1200	800	1.50
越南富国岛赌场度假酒店	2019年	2100	2000	1.05
越南河川赌场度假酒店	2021年(待定)	4200	2085	2.01
柬埔寨金界2期	2017年	700	902	0.78
柬埔寨金界3期	待定	3300	4720	0.70

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

4.2. 金界俄罗斯项目 Naga Vladivostok 有望成为新的成长点

滨海边疆度假城逐步开发完善, 有望迎来客流高峰。滨海边疆区综合度假城(The integrated entertainment zone of Primorsky Krai, 简称 IEZ) 是俄罗斯允许合法赌博的 4 个边境地区之一。近年度假城内项目不断推进, 其中凯升水晶虎宫殿项目将投入 7 亿美元, 一期已于 2015 年 11 月开业, 二期项目预计在 2021 年开业。金界 Naga Vladivostok 项目也将于 2020 年开业。俄罗斯钻石财富(Diamond Fortune)表示将在该地区开发四个赌场度假村, 赛琳娜度假村一期项目将于 2020 年开业。俄罗斯另一家赌场运营商 Shambala 也开始布局。目前度假城共有 6 家公司进行投资, 投资额高达 21 亿美元。

俄罗斯滨海边疆区开发公司(Primorsky Krai Development Corporation)表示, 根据咨询公司安永为其编制的报告, 滨海边疆区综合娱乐区预计到 2025 年将产生 22 亿美元的年度博彩总收入。根据 RGW, 2018 年 IEZ 博彩的年平均客流约为 40 万人, 2020 年之后有望超过 120 万人。

图表 54: 俄罗斯滨海边疆区综合度假城 (IEZ of Primorsky) 项目分布



资料来源: IEZ of Primorsky, 国盛证券研究所

图表 55: IEZ of Primorsky 最新投资状况

投资公司	投资额 (亿美元)
G1 Entertainment (凯升控股)	7
Primorsky Entertainment Resort City (金界)	3
Dimond Fortune Holdings Prim LLC	3.78
Shambala LTD	1.33
Prim Golden Gate LLC	3.21
Gaming Group Primorye LLC	2.15
合计	20.97

资料来源: Primorsky Krai Development Corporation, 国盛证券研究所

金界俄罗斯项目开业在即, 将成为新增长点。2013年9月金界与俄罗斯滨海边疆区政府和相关机构签订协议, 拟投资不少于约3亿美元在俄罗斯滨海边疆区综合娱乐区内发展一个名为“滨海边疆”的酒店及赌场度假村综合体。按照计划, 滨海边疆将会发展成为拥有约279个酒店套房、100张赌桌和500部角子机的世界级酒店、赌场及娱乐综合体, 是金界走出柬埔寨、分散经营风险的战略性举措。据滨海边疆区开发公司(Primorsky Krai Development Corp), 金界俄罗斯项目一期预计在2019年完工, 并于2020年投入运营, 一期将包括一个拥有279间客房的酒店、赌场和会议厅, 二期项目将于2022年完成。

图表 56: 金界俄罗斯滨海边疆娱乐度假城项目



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表 57: 俄罗斯滨海边疆区综合度假城 (IEZ of Primorsky) 项目情况

俄罗斯 IEZ 项目数据	凯升水晶虎宫殿 1 期	凯升水晶虎宫殿 2 期	金界 Naga Vladivostok	赛琳娜 Selena 1 期
赌桌 (张)	35	75	100	100
角子机 (台)	310	300	500	500
房间数 (间)	121	350	279	295
开业或规划投入时间	2015 年 11 月	2021 年 二季度	2020 年	2020 年

资料来源: 公司公告、公司官网、GGRAsia、RGW, 其中凯升 1 期为 2018 年已投入运作数, 国盛证券研究所

地理位置优越、市场发展潜力大。金界俄罗斯项目所在的综合娱乐区位于俄罗斯滨海边疆区首府海参崴, 距海参崴国际机场近 20 公里, 紧邻多个潜力巨大的客户市场, 包括中国东北、韩国和日本。从海参崴到中国东北、韩国首尔和釜山, 以及日本东京的飞机航程都在 2 个小时以内, 而此区域范围内有 4.2 亿人, 市场发展潜力大。目前周边直飞海参崴航班数量较多, 其中首尔和釜山直飞海参崴周航班数高达 78、33 班次, 东京为 29 班次, 北京、哈尔滨合计 19 班次。

图表 58: 直飞海参崴航班情况

出发/目的地	周航班数	飞行时长
平壤	2	1hr10mins
哈尔滨	6	1hr20mins
釜山	33	1hr50mins
上海	2	2hr30mins
东京	29	2hr25mins
北京	13	2hr20mins
首尔	78	2hr36mins
香港	8	4h45mins

资料来源: Vladivostok 国际机场官网, 国盛证券研究所

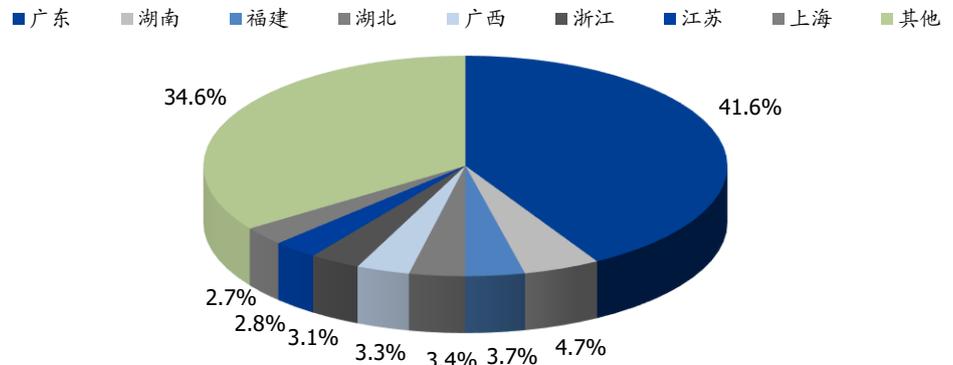
图表 59: 俄罗斯滨海边疆区综合度假城 (IEZ of Primorsky) 交通便利



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

从澳门的情况来看, 2018 年澳门 41.6% 的国内旅客来自广东, 其余省份的渗透率并不算高。我们认为地理上的邻近对周边有博彩娱乐需求的客人来说有很大吸引力, 金界海参崴项目可以开发周边区位市场的需求, 潜力巨大。

图表 60: 中国各省游客到访澳门占比



资料来源: 澳门特别行政区统计暨普查局, 国盛证券研究所

俄罗斯政策优惠、税费低廉。 根据现行的联邦法律, 俄罗斯对博彩经营许可证并没有设定期限。据凯升年报, 俄罗斯对博彩公司博彩税 2018 年最新的征收方法为, 每月每张赌桌收取 5-25 万卢布 (约 750-3750 美元), 每台博彩机收取约 0.3-1.5 万卢布 (约 45-225 美元)。2018 年凯升博彩税费占博彩业务收益的 3.1%, 博彩税率较低。

5. 盈利预测和估值

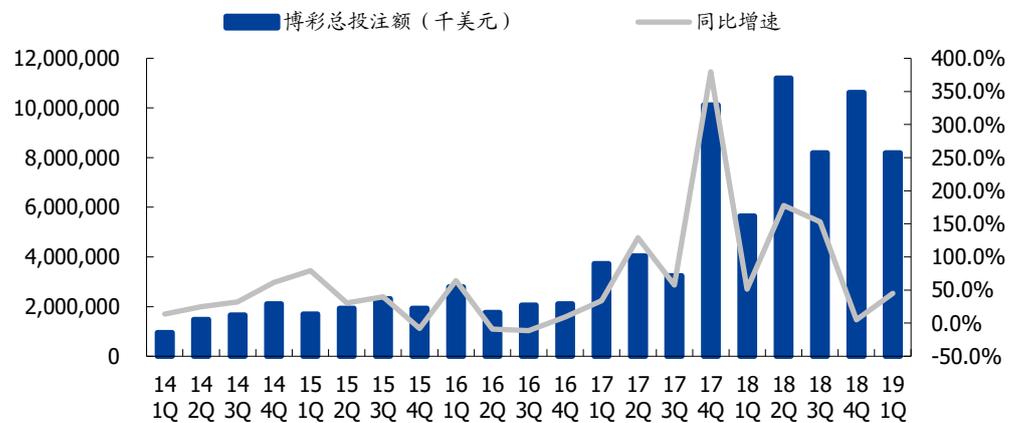
5.1. 收入预测

驱动金界贵宾业务的增长动力主要来自几个方面：

1) 公司经过多年的成长，资金实力大大加强，风险承受能力上升。过往贵宾厅能接受的单注下注金额远远低于澳门，难以吸引资金量大、风险偏好高的顾客。现在的单注投注下限已经接近澳门水平。

2) 中介人队伍不断壮大。除了东南亚中介人保持稳健的增长以外，金界积极与澳门中介人合作吸引东亚的客源，澳门中介人从2013年1个发展到2018年5个，来自中国的贵宾顾客也在快速增长。金界二期建成后，公司的接待能力大大提升，有更多的贵宾厅可以外包给中介人。

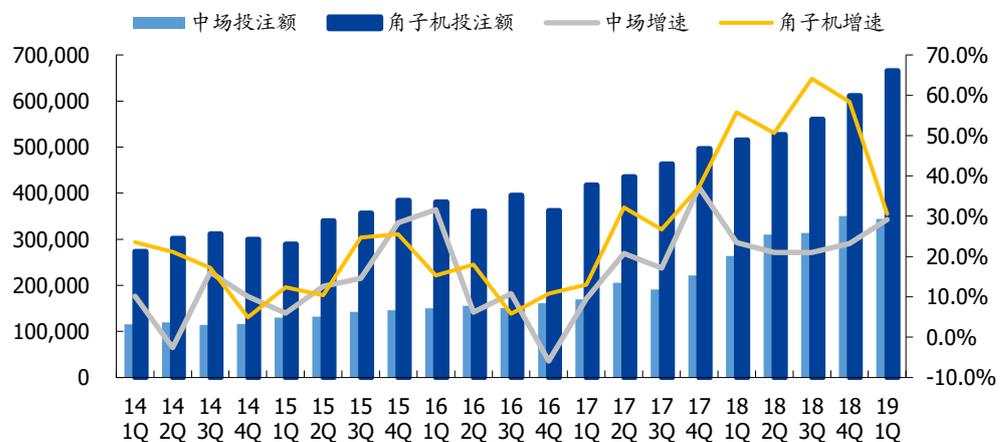
图表 61: 金界博彩总投注额增长



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

驱动大众中场和角子机业务增长的内在动力是东南亚的经济发展,地区人民消费力提升,有更大的娱乐追求。外在动力在于国家吸引力上升,柬埔寨的商务和旅游活动增加。

图表 62: 金界中场、角子机投注额 (千美元) 及增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

我们假设金界未来三年:

图表 63: 各分部业务博彩毛收入增长预测 (单位: 千美元)

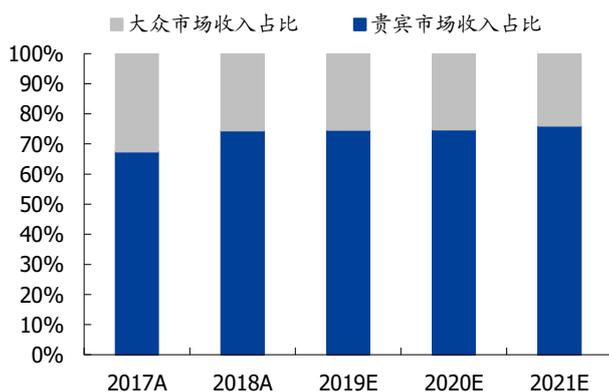
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
VIP	625,332	1,069,426	1,369,288	1,711,082	2,138,852
	177%	71%	28%	25%	25%
Mass	149,706	235,712	301,142	377,139	452,567
	15%	57%	28%	25%	20%
角子机	150,926	129,282	154,139	169,553	186,508
	4%	-14%	19%	10%	10%
非博彩	30,385	39,867	47,840	55,016	60,518
	-1%	31%	20%	15%	10%
总收入	956,349	1,474,287	1,872,409	2,312,790	2,838,445
	80%	54%	27%	24%	23%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

5.2. 毛利率预测

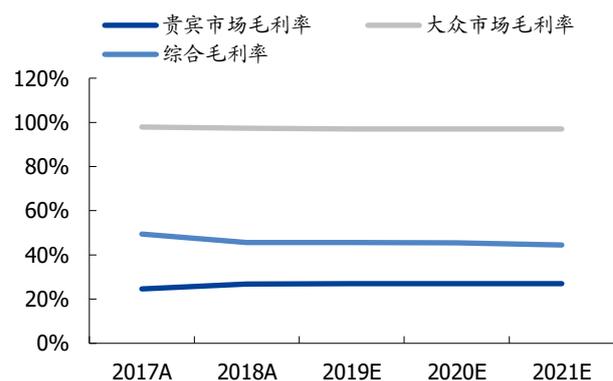
海外中介人带来的贵宾业务毛利率是所有博彩业务中最低的, 只有 30%。金界最近几年毛利率下降的原因主要是由于这一块业务的增长快于公司整体, 尤其 2017 年金界 2 期开业以后, 娱乐场吸引了很多喜欢尝鲜的贵宾客户, 海外贵宾业务录得高速增长。随着贵宾厅业务增速逐步回归正常, 中场业务博彩金额增长逐步释放, 毛利率有望维持在相对稳定的状态。

图表 64: 贵宾业务收入持续提升



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 65: 各项业务毛利率



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

5.3. 税率假设

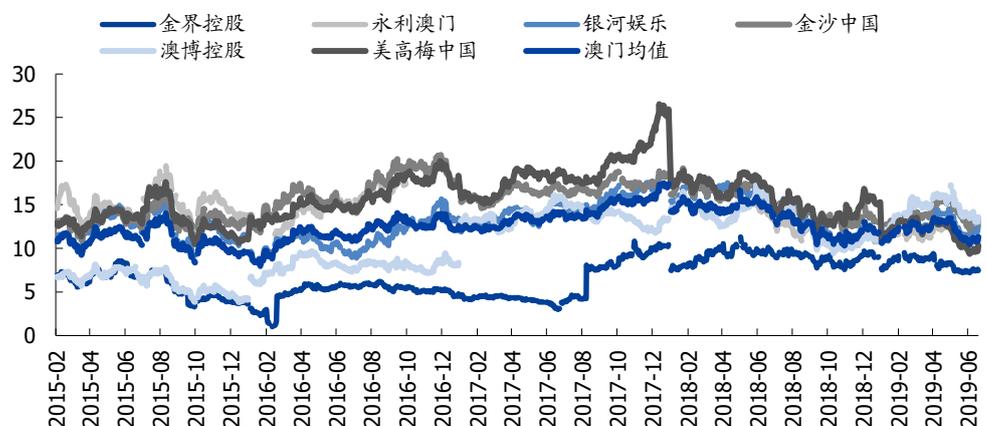
金界控股支付给政府的税收包括两部分, 一部分是博彩业务带来的“责任付款”, 从 2004 年开始每月缴税 100,000 美元, 每年上调到 12.5%, 到 2018 年时, 每月上缴金额为

520,176 美元。加上另一部分非博彩业务上缴的税收“非责任付款”，金界 2018 年税收占收入金额 0.6%，占税前利润 2.2%。政府对金界的征税方式陈旧，目前正在与金界磋商新的税务安排，征收更高的营业税，初步订立税率为每年营业收入的 5%。我们的财务模型中假设 2019 年下半年及以后的报表利润均受到新的税务安排的影响，2020 年后的完整财政年全年博彩业务税负为收入的 5%，非博彩业务税负为税前利润的 20%。

5.4. 估值

过去 4 年，目前市场给予澳门博彩行业持有赌牌的主要上市公司的 EV/EBITDA 倍数平均是在 12 倍。规模较大的金沙中国和银河娱乐在过去四年平均的动态 EV/EBITDA 倍数分别是 15.6 倍和 13.3 倍。基本面相对平淡，利润增长较慢的澳博控股过去四年平均的动态 EV/EBITDA 倍数是 11 倍。

图表 66: 港股博彩行业公司历史 EV/EBITDA



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

我们基于金界相对澳门博彩业同行规模较小和柬埔寨的市场环境，以 9.6 倍的动态 EV/EBITDA 对金界各个项目进行估值，相对澳门平均水平折让 20%，得出目标价 12.73 港元，对比现价 9.17 港元，潜在涨幅 39%，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 67: 上市博彩公司估值对比

股票代码	股票名称	最新股价 (港元)	市值(亿 港元)	PE			EV/EBITDA		
				2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
3918 HK Equity	金界控股	9.17	398.1	11.9	10.7	9.7	8.8	7.8	7.0
1128 HK Equity	永利澳门	16.94	880.4	14.2	14.5	12.9	10.6	10.7	10.0
200 HK Equity	新濠国际	16.28	246.5	46.9	18.7	13.5	8.4	7.6	7.2
27 HK Equity	银河娱乐	51.15	2,215.8	15.9	15.2	14.2	13.4	12.0	11.1
1928 HK Equity	金沙中国	37.30	3,016.2	18.9	17.9	16.1	13.0	13.5	12.5
880 HK Equity	澳博控股	8.77	496.7	14.5	19.3	17.1	10.1	11.7	8.6
2282 HK Equity	美高梅中国	13.16	500.1	46.8	17.7	14.0	15.2	10.7	9.6
102 HK Equity	凯升控股	1.58	23.8	194.1	107.3	18.1	11.1	9.8	5.9

资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所, 截至 2019 年 6 月 21 日收盘

6. 风险提示

东南亚大型赌场增加竞争加剧风险：虽然东南亚的博彩市场快速成长，目前仍然是一片蓝海，但区内越来越多的企业关注到博彩业的投资机遇，新濠博亚、金沙等大型集团公司已经在东南亚拥有自己的赌场，随着更多的投资涌入，预料竞争将会逐步升温。

柬埔寨政治风险：洪森在柬埔寨已经执政 34 年，通过强势管治维持着柬埔寨的稳定。洪森现年 67 岁，未来随着其年龄增长，政权更迭的不确定性增加。

西哈努克港地区不规范的娱乐场对柬埔寨博彩业声誉带来负面影响风险：西哈努克城位于柬埔寨南部沿海，是柬埔寨最大的海港和海滨旅游度假胜地。近年来由于低端劳动力和非法移民大量增加，西哈努克的博彩业也在快速增长，部分娱乐场还经营跨国网上赌博。柬埔寨政府目前对这些非正规赌场并无严令禁止，这些赌场经营方式粗放，偶尔会产生一些负面新闻，有可能对柬埔寨博彩业带来负面声誉。

未来金界三期注入会摊薄现有股本：金界三期有 50% 权益由大股东出资兴建，未来会重新被注入到上市公司中。从目前来看，以 12 港元转股报价合理，但未来若股价大幅上涨，大股东以较低价格转股可能会引起市场的担忧。

俄罗斯项目投入使用时间和收入不达预期风险：俄罗斯项目即将建成，投入时间如果延后会对营收产生节奏有所影响。此外，海参崴地区吸引客户的能力尚需进一步考证，收入爬升并没有过往项目可参考，金界品牌在当地是全新品牌，培育需要时间，金界海参崴项目实现盈亏平衡的时间有可能慢于我们所预期的 2 年。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区锦什坊街35号南楼

邮编：100033

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区益田路5033号平安金融中心101层

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com