

金界控股 (03918.HK)

有危才有机，疫情扰动不影响中长期成长逻辑

2019年业绩符合预期。公司公布2019年度业绩，收入增长19.1%到175.5亿美元。贵宾和中场两块业务在2017年末金界2期投入使用后迅速爬坡增长，2019年增速逐步回归，贵宾转码收入466亿美元，同比增长30.7%，中场博彩净收入4.8亿美元，同比增长30.5%。分部收入构成改变令毛利率上升2.5个百分点到48.2%，提升经营效率的努力亦令2019年行政费用占销比下降了1.9个百分点，全年EBITDA利润率从26.4%上升到30.8%，EBITDA增长31%到67.2亿美元，净利润增长33%到5.21亿美元，派息率从过去60%提高到2019年70%。整体业绩表现符合我们预期。

疫情影响尚未明朗构成短期股价冲击，中长期受惠于东南亚经济增长大逻辑不变。新冠病毒爆发，短期内可能会影响贵宾和中场顾客到访娱乐场的意欲。过年期间（年初一到年十五），娱乐场通常比较冷清，公司需要再多观察一到两个星期才能评估疫情的负面影响，从中长期角度看，东南亚正享受产业转移红利，工业发展蓬勃，对比澳门正面临国内经济减速的压力，金界的成长速度有望高于澳门同行。

金界3期设计方案有调整，但不影响项目进程。金界3期从之前五栋建筑设计改为最新方案的3栋，设计更有现代感，楼宇间的连通更具效率，总投资额保持不变，大股东在项目建成后换股的股权方案也没有改变。目前3期正在试桩，预料仍会如期在2025年落成。

投资建议。考虑各方面因素，我们预测公司2020-2022年收入分别为21.3/25.9/31.3亿美元，净利润分别为5.4/6.6/7.9亿美元，EBITDA 8.3/10.1/12.1亿美元。我们参照澳门博彩同行目前EV/EBITDA估值，结合金界的成长性，给予金界16.5港元的目标价，对应2020年EV/EBITDA为11倍，维持“买入”评级。

风险提示：新冠疫情加剧风险，东南亚博彩市场竞争加剧风险，金界三期进度慢于预期风险

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,474	1,755	2,132	2,593	3,127
增长率 yoy (%)	54.2	19.1	21.5	21.6	20.6
归母净利润(百万元)	391	521	542	660	790
增长率 yoy (%)	53.1	33.5	4.0	21.8	19.7
EPS 最新摊薄(元/股)	0.09	0.12	0.12	0.15	0.18
净资产收益率(%)	25.4	29.1	24.9	25.1	24.9
P/E(倍)	12.9	9.7	9.3	7.6	6.4
P/B(倍)	3.3	2.8	2.3	1.9	1.6

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入（维持）

股票信息

行业	海外
前次评级	买入
最新收盘价	12.10
总市值(百万元)	52500.00
总股本(百万股)	4341.00
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 夏天

执业证书编号：S0680518010001

邮箱：xiatian@gszq.com

分析师 郑泽滨

执业证书编号：S0680519050004

邮箱：zhengzebin@gszq.com

相关研究

- 《上半年业绩表现良好，延续成长逻辑》2019-07-24
- 《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》2019-06-25

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	512	329	438	687	810
现金	317	273	238	599	572
应收账款	75	0	91	20	114
其他应收款	42	0	51	11	64
预付账款	0	0	0	0	0
存货	2	3	5	4	7
其他流动资产	76	53	53	53	53
非流动资产	1455	1891	2115	2462	2792
长期投资	0	0	0	0	0
固定投资	1302	1681	1909	2218	2519
无形资产	59	71	67	63	60
其他非流动资产	94	140	140	181	213
资产总计	1967	2220	2553	3149	3602
流动负债	92	172	113	256	173
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	80	159	95	238	149
其他流动负债	12	13	18	18	24
非流动负债	335	330	330	330	330
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	335	330	330	330	330
负债合计	427	502	443	587	503
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	54	54	54	54	54
资本公积	1486	1734	1734	1734	1734
留存收益	0	0	217	481	797
归属母公司股东收益	1540	1788	2110	2562	3099
负债和股东权益	1967	2291	2553	3149	3602

现金流量表 (百万元)

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E
经营活动净现金流	477	677	542	1166	870
净利润	391	521	542	660	790
折旧摊销	93	148	185	230	283
财务费用	19	20	19	20	30
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	-80	220	-204	256	-233
其他经营现金流	54	-232	0	0	0
投资活动净现金流	-317	-343	-409	-577	-614
资本支出	0	0	224	347	330
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	-317	-343	-633	-924	-944
筹资活动净现金流	104	-377	-169	-228	-283
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	157	249	0	0	0
其他筹资现金流	-53	-626	-169	-228	-283
现金净增加额	264	-43	-35	361	-27

利润表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1474	1755	2132	2593	3127
营业成本	801	909	1130	1374	1657
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	186	224	270	330	397
管理费用	79	61	77	93	113
财务费用	19	20	19	20	30
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	389	541	637	776	930
营业外收入	10	11	12	14	16
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	399	552	649	790	947
所得税	9	30	107	130	156
净利润	391	521	542	660	790
少数股东收益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	391	521	542	660	790
EBITDA	483	691	826	1007	1213
EPS (元/股)	0.09	0.12	0.12	0.15	0.18

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入 (%)	54.2	19.1	21.5	21.6	20.6
营业利润 (%)	52.3	39.0	17.7	21.9	19.9
归属母公司净利润 (%)	53.1	33.5	4.0	21.8	19.7
盈利能力					
毛利率 (%)	45.7	48.2	47.0	47.0	47.0
净利率 (%)	26.5	29.7	25.4	25.5	25.3
ROE (%)	25.4	29.1	24.9	25.1	24.9
ROIC (%)	20.3	24.2	21.3	21.9	22.2
偿债能力					
资产负债率 (%)	21.7	22.6	17.3	18.6	14.0
净负债比率 (%)	-20.6	-15.3	-10.9	-22.7	-18.1
流动比率	5.6	1.9	3.9	2.7	4.7
速动比率	5.5	1.9	3.8	2.7	4.7
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.8	0.9	0.9	0.9
应收账款周转率	22.1	46.7	46.7	46.7	46.7
应付账款周转率	10.2	7.6	8.9	8.2	8.6
每股指标 (元/股)					
每股收益 (最新摊薄)	0.09	0.12	0.12	0.15	0.18
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.10	0.21	0.12	0.27	0.20
每股净资产 (最新摊薄)	0.35	0.41	0.50	0.61	0.73
估值指标 (倍)					
P/E	12.9	9.7	9.3	7.6	6.4
P/B	3.3	2.8	2.3	1.9	1.6
EV/EBITDA	10.5	7.4	6.2	4.7	4.0

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

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：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

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 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com