

# 金界控股 (03918.HK)

## 重启后收入恢复较预期快

上半年收入倒退，利润和 EBITDA 均保持盈利。金界控股上半年收入 3.78 亿美元，同比倒退 58%，主要原因是新冠疫情下柬埔寨政府要求全国赌场从 4 月 1 日起停止营业，导致公司在整个二季度收入几乎为零。公司采取了成本节省计划，管理成本和员工成本分别下降了 25% 和 16%，EBITDA 利润率从 36.8% 下降到 23.5%。上半年博彩行业形势严峻，澳门 6 家同行的利润和 EBITDA 全部在亏损状态，但金界控股的利润和 EBITDA 分别为 2060 万美元和 8870 万美元，仍保持正值，表现优于同行。

**重启后收入恢复大超预期。** 国外到访柬埔寨的游客数量从 2019 年日均约 1 万人下降到目前 1000 人，柬埔寨政府也已经暂停发放入境签证，金界控股在国外顾客大幅减少的情况下，博彩收入依然能高速恢复，8 月份（从 8 月 1 日到 8 月 26 日）中场/角子机/贵宾业务日均投注额分别为 338 万/512 万和 10.4 亿美元，分别恢复到今年 1 季度日均投注金额的 90%/93%/98% 水平，反映出当地有强劲的内需市场。8 月份中场/角子机/贵宾业务的总投注额较 7 月份（7 月 8 日起重启贵宾和角子机业务）环比 +44%/+4%/+57%。收入反弹速度大超预期。

**现金充足，财务风险低。** 截止上半年结束，公司有现金和存款 2.86 亿美元，今年 7 月 7 日成功发行一笔 3.5 亿美元利率为 7.95% 的优先票据，足以偿还未来最近一笔 2021 年到期的 3 亿美元债务。公司中报公告同时宣告派发每股 0.29 美元中期股息，维持 60% 的高派息率。

**短期疫情风险可控，长期成长逻辑不变。** 短期来看，公司营收最大的潜在影响因素是疫情。柬埔寨是亚洲新冠疫情控制得比较好的国家之一，虽然偶尔有零星新增确诊病例，但一直没有大规模爆发，金界娱乐场再次关闭的风险不高。长远来看，金边辐射东南亚几个新兴经济体，博彩行业也将同步高速增长，本次疫情下，金界控股业务的快速恢复反映了柬埔寨博彩市场有强劲韧性。

**投资建议：** 我们预测公司 2020-2022 年的归母净利润分别为 2.3/4.6/6.2 亿美元，同比变化为 -54.7%/95.4%/33.5%，EBITDA 分别为 3.6/5.9/7.5 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 12 倍 2021 年 EV/EBITDA 估值，得出目标价 12.2 港元，维持“买入”评级。

**风险提示：** 全球疫情对旅游和博彩业影响，东南亚大型赌场竞争加剧风险，金界三期项目延后风险，俄罗斯项目投入使用时间和收入不达预期风险。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	1,474	1,755	1,200	1,738	2,101
增长率 yoy (%)	54.2	19.1	-31.7	44.8	20.9
归母净利润 (百万元)	391	521	236	462	616
增长率 yoy (%)	53.1	33.5	-54.7	95.4	33.5
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.09	0.12	0.05	0.11	0.14
净资产收益率 (%)	25.4	29.1	14.3	24.5	30.3
P/E (倍)	13.3	9.9	21.9	11.2	8.4
P/B (倍)	3.4	2.9	3.1	2.8	2.5

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
最新收盘价(港元)	9.30
总市值(百万港元)	40,370.00
总股本(百万股)	4,341.00
其中自由流通股(%)	100.00
30 日日均成交量(百万股)	193.14

### 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

- 1、《金界控股 (03918.HK): 重启赌场再扬帆，乘风破浪会有时》2020-07-08
- 2、《金界控股 (03918.HK): 有危才有有机，疫情扰动不影响中长期成长逻辑》2020-02-11
- 3、《上半年业绩表现良好，延续成长逻辑》2019-07-24

**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
<b>流动资产</b>	512	456	725	683	1014
现金	317	273	484	546	670
应收账款	117	127	173	75	275
其他应收款	0	0	0	0	0
预付账款	0	0	0	0	0
存货	2	3	3	3	6
其他流动资产	76	53	65	59	62
<b>非流动资产</b>	1455	1891	1809	1945	2073
长期投资	0	0	0	0	0
固定投资	1302	1681	1586	1561	1557
无形资产	59	71	67	64	60
其他非流动资产	94	140	156	320	457
<b>资产总计</b>	1967	2347	2535	2628	3087
<b>流动负债</b>	92	175	367	193	473
短期借款	10	13	85	101	118
应付账款	80	159	279	89	353
其他流动负债	2	3	3	3	3
<b>非流动负债</b>	335	384	511	553	578
长期借款	335	379	507	548	573
其他非流动负债	0	5	5	5	5
<b>负债合计</b>	<b>427</b>	<b>559</b>	<b>878</b>	<b>746</b>	<b>1051</b>
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	54	54	54	54	54
资本公积	1487	751	751	751	751
留存收益	736	984	1078	1263	1509
归属母公司股东收益	1540	1788	1656	1882	2036
<b>负债和股东权益</b>	1967	2347	2535	2628	3087

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动净现金流</b>	477	690	420	507	812
净利润	391	521	236	462	616
折旧摊销	93	100	112	115	121
财务费用	19	20	11	17	17
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	-90	93	61	-86	57
其他经营现金流	64	-44	-0	-0	-0
<b>投资活动净现金流</b>	-317	-424	-30	-250	-250
资本支出	-154	-378	-80	-250	-250
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	-163	-46	50	0	0
<b>筹资活动净现金流</b>	104	-309	-179	-195	-437
短期借款	10	3	0	0	0
长期借款	335	44	128	41	25
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-241	-356	-306	-236	-462
<b>现金净增加额</b>	264	-43	211	62	124

**利润表 (百万元)**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	1474	1755	1200	1738	2101
营业成本	801	909	658	919	1103
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	186	224	240	278	294
管理费用	79	61	54	61	69
财务费用	19	20	11	17	17
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
<b>营业利润</b>	389	541	238	463	617
营业外收入	10	11	6	7	9
营业外支出	0	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	399	552	244	470	626
所得税	9	30	8	9	9
<b>净利润</b>	391	521	236	462	616
少数股东收益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	391	521	236	462	616
EBITDA	512	676	364	593	753
EPS (元/股)	0.09	0.12	0.05	0.11	0.14

**主要财务比率**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	54.2	19.1	-31.7	44.8	20.9
营业利润 (%)	52.3	39.0	-56.1	94.8	33.3
归属母公司净利润 (%)	53.1	33.5	-54.7	95.4	33.5
<b>盈利能力</b>					
毛利率 (%)	45.7	48.2	45.2	47.1	47.5
净利率 (%)	26.5	29.7	19.7	26.6	29.3
ROE (%)	25.4	29.1	14.3	24.5	30.3
ROIC (%)	21.7	24.9	10.8	18.5	22.8
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	21.7	23.8	34.6	28.4	34.0
净负债比率 (%)	1.9	6.6	6.5	5.5	1.0
流动比率	5.6	2.6	2.0	3.5	2.1
速动比率	5.5	2.6	2.0	3.5	2.1
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.9	0.8	0.5	0.7	0.7
应收账款周转率	13.5	14.4	8.0	14.0	12.0
应付账款周转率	10.2	7.6	3.0	5.0	5.0
<b>每股指标 (元/股)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.09	0.12	0.05	0.11	0.14
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.09	0.17	0.10	0.12	0.19
每股净资产 (最新摊薄)	0.35	0.41	0.38	0.43	0.47
<b>估值指标 (倍)</b>					
P/E	13.3	9.9	21.9	11.2	8.4
P/B	3.4	2.9	3.1	2.8	2.5
EV/EBITDA	10.2	7.8	14.5	8.9	6.9

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