

## 2018Q1 经营数据符合预期，协同效应显现

海外公司简报

### ◆2018Q1 经营数据符合预期

公司公告 2018 年一季度经营数据，与我们预期基本一致。大众市场：赌桌投注额同比增长 56%，电子博彩机投注额同比增长 24%。VIP 市场泥码同比增长 51%。各分部投注额的增长显示 Naga 二期（2017 年 11 月开业）为整体业绩继续带来强劲驱动力，而大众市场分部投注额的环比增长显示 Naga 二期客流仍在持续爬坡。博彩总收入同比增长 181% 至 2.43 亿美元，一方面来自于投注额的良好表现，另一方面亦源于 2017Q1 较低的胜率带来的基数效应。

### ◆Naga 二期持续爬坡且协同效应显现

知名澳门运营商太阳城集团已于 2018 年 3 月 1 日进驻 Naga 二期，预计将在未来季度中对公司 VIP 业务产生显著正面贡献。Naga 二期凭借较为先进的设施条件和丰富的非博彩设施，不断提高金界酒店周边整体区位竞争力。与原有项目产生良好的协同效应：1) 整体客流增加。博彩区域东南亚赌客显著增加，酒店客房晚数 18Q1 同比增长 56.2%，Naga2 剧场在本地居民中知名度提升。同时 Naga2 客流以新客源为主，对 NagaWorld 并无明显分流效应；2) 成本端规模效应展现，尽管 Naga2 设施规模大于 NagaWorld，但于 2018Q1 末集团员工数为 8747 人，较 2017 年 6 月末仅增长 37%。

### ◆柬埔寨旅游业维持高景气度，支撑项目客流增长

柬埔寨旅游部资料显示，2018 年 1 月国际访柬游客量同比增长 12%，来自亚太地区的游客人次同比增长 21%，其中来自中国的游客人次增长 91% 至 15.3 万人次，占到 1 月总访客量的 25.7%，成为最主要客源。中国游客的增长直接带动了金界项目整体的客流量，18 年 3 月访客量较 1 月又有明显增加，大众市场赌桌供不应求。展望未来，鉴于柬埔寨旅游业竞争力不断增强，叠加以中国为主的亚太地区出境需求持续旺盛，我们继续看好博彩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）。

### ◆维持“买入”评级，提升目标价至 10.25 港元

我们维持 2018-2020 EPS 0.51/0.67/0.81 港元。公司在各估值指标方面较澳门同业依旧有明显优势，鉴于二期开业后快速爬坡及协同效应开始兑现，我们认为公司与澳门同业估值水平差异应当缩减。按照 2018 年 12x EV/EBITDA，给予目标价 10.25 港元，对应 2018 年 19.8x PE，维持“买入”评级。

◆风险提示：本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	1,431,009	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	16.7	13.8	9.0	7.2	5.9
P/E	13.8	17.6	15.7	12.0	9.8
P/B	3.6	3.2	3.0	2.7	2.4

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)：8.10/10.25 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](mailto:gurg@ebsec.com)

### 联系人

周翔

021-22169326

[zhouxiang@ebsec.com](mailto:zhouxiang@ebsec.com)

### 市场数据

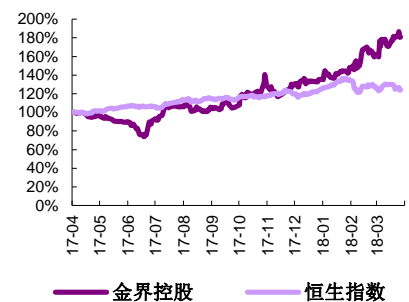
总股本(亿股)：43.41 亿

总市值(亿港元)：351.62 亿

一年最低/最高(港元)：3.29/8.45

近 3 月换手率(%)：14.2

### 股价表现(一年)



### 收益表现

	一个月	三个月	十二个月
相对	13.0	52.0	65.8
绝对	11.4	71.0	89.8

### 相关研报

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

表 1: 金界控股季度经营数据 (千, 美元)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	YOY	QOQ
大众市场赌桌投注额	169,371	205,791	191,252	221,406	263,769	56%	19%
电子博彩机投注额	417,295	435,777	463,047	496,331	515,375	24%	4%
VIP 业务泥码	3,733,361	4,032,329	3,236,108	10,123,072	5,644,059	51%	-44%
博彩总收入	86,664				243,185	181%	

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

表 2: 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	35.2	8.10	17.6	15.7	13.8	9.0	16.2%	16.2%	3.4%	3.8%
澳博控股	0880.HK	38.6	6.82	19.5	20.4	10.18	9.0	7.8%	7.3%	2.9%	2.8%
美高梅中国	2282.HK	77.0	20.25	33.1	27.1	26.15	15.3	29.5%	29.3%	1.1%	1.7%
金沙中国	1928.HK	340.8	42.2	27.3	21.5	18.92	15.9	33.6%	43.4%	4.7%	4.9%
银河娱乐	0027.HK	307.4	71.25	29.1	24.7	23.25	18.5	20.6%	20.7%	0.9%	1.2%
永利澳门	1128.HK	147.8	28.45	40.1	23.5	20.89	15.8	135.7%	172.4%	2.4%	3.8%
新濠博亚	MLCO.O	13.8	28.21	30.7	24.5	14.52	11.5	11.1%	17.7%	5.9%	2.0%
澳门同业平均				30.0	23.6	18.99	14.3	39.7%	48.5%	3.0%	2.7%

资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所预测 (股价为 2018 年 4 月 2 日收盘价)

注: 新濠博亚货币单位为美元, 其余公司为港元

金界控股与美高梅中国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	1,431,009	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
<b>EBITDA</b>	256,038	319,722	476,766	568,785	670,920
<b>EBT</b>	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，光大证券研究所预测

表 4：资产负债表

(千美元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	284,938	156,006	288,416	445,167	638,973
现金及等价物	210,912	52,794	190,448	356,801	529,489
应收账款及应收票据 合计	72,559	101,417	96,173	86,570	107,689
存货 (净值)	1,467	1,795	1,795	1,795	1,795
<b>非流动资产：</b>	1,005,721	1,306,268	1,288,103	1,281,029	1,269,763
固定资产	810,149	1,121,737	1,107,119	1,103,592	1,095,873
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
<b>总资产</b>	1,290,659	1,462,274	1,576,518	1,726,195	1,908,736
<b>流动负债：</b>	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
<b>经营性负债合计</b>	39,678	79,729	79,729	79,729	79,729
股本	30,750	54,263	54,263	54,263	54,263
储备	1,220,231	1,328,282	1,442,526	1,592,203	1,774,744
<b>股东权益</b>	1,250,981	1,382,545	1,496,789	1,646,466	1,829,007
<b>负债及股东权益总计</b>	1,290,659	1,462,274	1,576,518	1,726,195	1,908,736

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	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
<b>投资活动现金流</b>	<b>-135,704</b>	<b>-222,014</b>	<b>-72,819</b>	<b>-76,316</b>	<b>-80,257</b>
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
<b>融资活动现金流</b>	<b>1,844</b>	<b>-153,112</b>	<b>-171,366</b>	<b>-224,515</b>	<b>-273,811</b>
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
<b>净现金流</b>	<b>67,831</b>	<b>-65,549</b>	<b>110,821</b>	<b>166,354</b>	<b>172,688</b>

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
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
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%
<b>估值指标</b>					
PE	13.78	17.55	15.68	11.97	9.82
PB	3.58	3.24	2.99	2.72	2.45
EV/EBITDA	16.67	13.84	9.00	7.25	5.89
EV/NOPLAT	20.50	16.81	11.12	8.49	6.82
EV/Sales	8.03	4.63	3.00	2.59	2.25
<b>盈利能力 (%)</b>					
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%
<b>偿债能力</b>					
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
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据) (美元)</b>					
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
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;
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@ebsecn.com	
	胡超	021-22167056	13761102952	huchao6@ebsecn.com	
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebsecn.com	
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebsecn.com	
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebsecn.com	
	丁点	021-22169458	18221129383	dingdian@ebsecn.com	
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebsecn.com	
	王昕宇	021-22167233	15216717824	wangxinyu@ebsecn.com	
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebsecn.com	
	陈晨	021-22169150	15000608292	chenchen66@ebsecn.com	
	李晓琳	021-22169087	13918461216	lixiaolin@ebsecn.com	
	陈蓉	021-22169086	13801605631	chenrong@ebsecn.com	
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebsecn.com
梁晨		010-58452025	13901184256	liangchen@ebsecn.com	
高菲		010-58452023	18611138411	gaofei@ebsecn.com	
关明雨		010-58452037	18516227399	guanmy@ebsecn.com	
吕凌		010-58452035	15811398181	lvling@ebsecn.com	
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebsecn.com	
张彦斌		010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebsecn.com	
庞舒然		010-58452040	18810659385	pangsr@ebsecn.com	
深圳		黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lixiao1@ebsecn.com
		李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebsecn.com
		张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebsecn.com
		王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebsecn.com
		张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebsecn.com
	陈婕	0755-25310400	13823320604	szchenjie@ebsecn.com	
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebsecn.com	
国际业务	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebsecn.com	
	梁超		15158266108	liangc@ebsecn.com	
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebsecn.com	
	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyu@ebsecn.com	
	王佳	021-22169095	13761696184	wangjia1@ebsecn.com	
	郑锐	021-22169080	18616663030	zh Rui@ebsecn.com	
	凌贺鹏	021-22169093	13003155285	linghp@ebsecn.com	
	金融同业与战略客户	黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebsecn.com
		丁梅	021-22169416	13381965696	dingmei@ebsecn.com
		徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
王通		021-22169501	15821042881	wangtong@ebsecn.com	
陈樑		021-22169483	18621664486	chenliang3@ebsecn.com	
赵纪青		021-22167052	18818210886	zhaojq@ebsecn.com	
私募业务部		谭锦	021-22169259	15601695005	tanjin@ebsecn.com
	曲奇瑶	021-22167073	18516529958	quqy@ebsecn.com	
	王舒	021-22169134	15869111599	wangshu@ebsecn.com	
	安玲娴	021-22169479	15821276905	anlx@ebsecn.com	
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebsecn.com	
	吴冕		18682306302	wumian@ebsecn.com	
	吕程	021-22169482	18616981623	lvch@ebsecn.com	
	李经夏	021-22167371	15221010698	lijxia@ebsecn.com	
	高霆	021-22169148	15821648575	gaoting@ebsecn.com	
	左贺元	021-22169345	18616732618	zuohy@ebsecn.com	
	任真	021-22167470	15955114285	renzhen@ebsecn.com	
	俞灵杰	021-22169373	18717705991	yulingjie@ebsecn.com	