

# 【广发海外】金界控股 (03918.HK)

## 赌场独家经营权延长至 2045 年

### 核心观点:

- **柬埔寨皇家政府将公司赌场独家经营权延长 10 年至 2045 年。**据公司公告, 11 月 19 日柬埔寨皇家政府与公司全资子公司签订协议, 将子公司在柬埔寨金边方圆 200 公里范围内赌场独家经营权延长 10 年至 2045 年届满。这主要是考虑到公司投资 35 亿美元开发的 Naga 3 项目在完工后, 将创造数以千计的工作机会, 并且带动柬埔寨游客人次继续快速增长。作为对价, 子公司将在协议签订后支付 1000 万美元, 并在 2036-45 年每年支付 300 万美元予柬埔寨皇家政府。
- **这表明柬埔寨政府对金界对柬埔寨旅游业的带动作用表示肯定。**据公司公告, 旅游业是柬埔寨经济增长的主要推动力, 在 2017 年对柬埔寨 GDP 的贡献达到 13%。而公司对柬埔寨旅游业的增长作出重要贡献。2018 年公司贡献了约 29% 当地旅游业 GDP 的增长及约 1.3% 的 GDP。而在 Naga 3 项目建成后, Nagaworld 将成为亚太地区大型博彩胜地之一, 有望继续带动柬埔寨游客人次保持快速增长。
- **赌场独家经营权延长后将提升 Naga 3 项目的回报率:** Naga 3 项目资本开支计划为 35 亿美元, 预计将于 2025 年 9 月落成。考虑到 Naga 3 项目开发成本高昂, 原协议规定独家经营权至 2035 年届满, 那么 Naga 3 项目的垄断经营期限只有 10 年。但是在独家经营权延长 10 年后, Naga3 期在开业后将拥有 20 年的独家经营权, 这有助于提升项目的投资回报率。
- **19-21 年 EBITDA 分别为 6.94 亿、8.94 亿和 10.66 亿美元。**我们认为公司将继续受益于柬埔寨博彩业宽松的监管环境, 东南亚经济增长和柬埔寨旅游业的快速发展, 公司在亚洲地区博彩业的市场份额有望继续提升。我们维持股票合理价值 14.7 港元, 维持买入评级。
- **风险提示。**地区间竞争加剧的风险; 柬埔寨制定中的新赌博法具有不确定性。

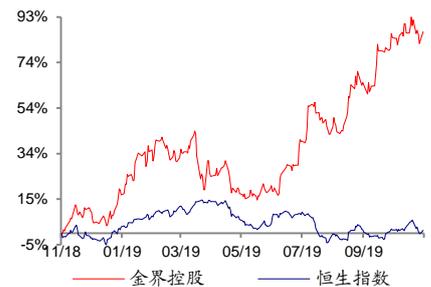
### 盈利预测:

金界控股	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万美元)	956	1,474	1,946	2,395	2,767
增长率 (%)	79.9%	54.2%	32.0%	23.0%	15.6%
EBITDA (百万美元)	320	512	694	894	1,066
增长率 (%)	25.0%	60.1%	35.6%	28.8%	19.1%
净利润 (百万美元)	255	391	568	759	925
EPS (美分/股)	7.9	9.0	13.1	17.5	21.3
市盈率 (P/E)	22.5	19.9	13.7	10.2	8.4
EV/EBITDA	23.2	14.5	10.7	8.3	7.0

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	14.02 港元
合理价值	14.7 港元
前次评级	买入
报告日期	2019-11-19

### 相对市场表现



### 分析师:

胡翔宇



SAC 执证号: S0260517080001

SFC CE No. BNG229



010-59136632



huxiangyu@gf.com.cn

### 分析师:

陈佳妮



SAC 执证号: S0260519070002



021-60750604



chenjian@gf.com.cn

请注意, 陈佳妮并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

### 相关研究:

【广发海外】金界控股 2019-10-29

(03918.HK): 受益于制造业

向东南亚的转移

	单位: 百万美元				
至12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
物业、机器及设备	1,122	1,276	1,400	1,464	1,421
租赁土地权益	27	27	27	27	27
无形资产	63	59	56	52	48
预付款项	85	84	84	84	84
承兑票据	10	9	9	9	9
<b>非流动资产</b>	<b>1,306</b>	<b>1,455</b>	<b>1,576</b>	<b>1,636</b>	<b>1,590</b>
耗材	2	2	2	3	3
贸易及其他应收款项	101	117	155	190	220
现金及现金等价物	53	393	543	832	1,287
<b>流动资产</b>	<b>156</b>	<b>512</b>	<b>700</b>	<b>1,025</b>	<b>1,511</b>
<b>资产总额</b>	<b>1,462</b>	<b>1,967</b>	<b>2,275</b>	<b>2,661</b>	<b>3,100</b>
贸易及其他应付款项	78	80	105	127	144
本期税项负债	2	12	12	12	12
<b>流动负债</b>	<b>80</b>	<b>92</b>	<b>118</b>	<b>139</b>	<b>157</b>
<b>流动资产净值</b>	<b>76</b>	<b>420</b>	<b>582</b>	<b>885</b>	<b>1,354</b>
<b>总资产减流动负债</b>	<b>1,383</b>	<b>1,875</b>	<b>2,158</b>	<b>2,522</b>	<b>2,944</b>
优先票据及合约负债	0	335	335	335	335
<b>非流动负债</b>	<b>0</b>	<b>335</b>	<b>335</b>	<b>335</b>	<b>335</b>
<b>资产净值</b>	<b>1,383</b>	<b>1,540</b>	<b>1,823</b>	<b>2,186</b>	<b>2,608</b>
股本	54	54	54	54	54
储备	1,328	1,486	1,769	2,132	2,554
<b>权益总额</b>	<b>1,383</b>	<b>1,540</b>	<b>1,823</b>	<b>2,186</b>	<b>2,608</b>

	单位: 百万美元				
至12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
除税前溢利	263	399	597	786	951
折旧及摊销	53	89	94	105	111
赌场拍照溢价摊销	4	4	4	4	4
利息收入	(1)	(3)	0	0	0
未变现汇兑损益	2	(0)	0	0	0
贸易应收款项减值亏损	1	2	0	0	0
出售物业机器及设备收益	(0)	(0)	0	0	0
物业机器及设备消减	0	1	0	0	0
其他	0	19	0	0	0
营运资金变动前经营溢利	322	512	694	894	1,066
耗材增加	(0)	(0)	0	(1)	(1)
贸易及其他应收款项增加	(30)	(18)	(38)	(36)	(30)
贸易及其他应付款项增加	40	(9)	25	22	17
经营活动所获的现金	331	485	682	880	1,053
已付税项	(9)	(8)	(3)	(3)	(3)
<b>经营活动现金净额</b>	<b>322</b>	<b>477</b>	<b>680</b>	<b>877</b>	<b>1,050</b>
所收取利息	0	3	0	0	0
资本支出	(355)	(243)	(220)	(170)	(70)
出售物业机器设备所得款项	0	0	0	0	0
存款及其他流动资金增加	0	0	0	0	0
<b>投资活动现金净额</b>	<b>(355)</b>	<b>(240)</b>	<b>(220)</b>	<b>(170)</b>	<b>(70)</b>
发行优先票据所得款净额	0	289	0	0	0
股票回购	0	0	0	0	0
已付股息	(126)	(185)	(283)	(393)	(501)
<b>融资活动现金净额</b>	<b>(125)</b>	<b>104</b>	<b>(310)</b>	<b>(418)</b>	<b>(525)</b>
<b>现金及现金等价物增加净额</b>	<b>(58)</b>	<b>340</b>	<b>150</b>	<b>289</b>	<b>456</b>
年初现金及现金等价物	211	53	393	543	832
<b>年终现金及现金等价物</b>	<b>53</b>	<b>393</b>	<b>543</b>	<b>832</b>	<b>1,287</b>

	单位: 百万美元				
至12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
博彩收入	926	1,434	1,900	2,343	2,713
非博彩收入	30	40	47	52	54
<b>总收入</b>	<b>956</b>	<b>1,474</b>	<b>1,946</b>	<b>2,395</b>	<b>2,767</b>
销售成本	(483)	(801)	(1,057)	(1,276)	(1,451)
毛利	473	673	890	1,119	1,317
博彩税	0	0	(1)	(1)	(1)
行政开支	(67)	(79)	(96)	(110)	(123)
其他经营开支	(86)	(82)	(99)	(114)	(128)
<b>EBITDA</b>	<b>320</b>	<b>512</b>	<b>694</b>	<b>894</b>	<b>1,066</b>
折旧及摊销	(53)	(89)	(94)	(105)	(111)
赌场拍照溢价摊销	(4)	(4)	(4)	(4)	(4)
折旧及摊销总额	(56)	(93)	(98)	(108)	(115)
<b>EBIT</b>	<b>263</b>	<b>419</b>	<b>597</b>	<b>786</b>	<b>951</b>
其他收入	0	0	0	0	0
利息费用	0	19	28	28	28
<b>除税前溢利</b>	<b>263</b>	<b>399</b>	<b>570</b>	<b>761</b>	<b>927</b>
所得税	(8)	(9)	(3)	(3)	(3)
<b>本公司拥有人应占溢利</b>	<b>255</b>	<b>391</b>	<b>568</b>	<b>759</b>	<b>925</b>
<b>基本每股盈利(美仙/股)</b>	<b>8</b>	<b>9</b>	<b>13</b>	<b>17</b>	<b>21</b>
<b>摊薄每股盈利(美仙/股)</b>	<b>6</b>	<b>9</b>	<b>13</b>	<b>17</b>	<b>21</b>

	单位: 百万美元				
至12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>博彩毛收入构成</b>					
贵宾业务	67.5%	74.6%	73.5%	72.3%	71.0%
中场业务	16.2%	16.4%	17.6%	18.9%	20.3%
博彩机业务	16.3%	9.0%	8.9%	8.8%	8.7%
<b>毛利构成</b>					
贵宾业务	34.3%	44.6%	42.5%	41.5%	39.9%
中场业务	32.5%	35.7%	38.1%	39.8%	42.0%
博彩机业务	33.2%	19.7%	19.4%	18.7%	18.0%
<b>获利能力</b>					
毛利率	49.4%	45.7%	45.7%	46.7%	47.6%
EBITDA利润率	33.4%	34.7%	35.7%	37.3%	38.5%
净利率	26.7%	26.5%	29.2%	31.7%	33.4%
ROA	18.5%	22.8%	26.8%	30.7%	32.1%
ROE	18.5%	22.8%	26.8%	30.7%	32.1%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	5.5%	21.7%	19.9%	17.8%	15.9%
流动比率	1.96	5.56	5.95	7.35	9.63
速动比率	1.93	5.54	5.93	7.33	9.61
<b>每股指标(美元/股)</b>					
基本每股收益	0.08	0.09	0.13	0.17	0.21
稀释每股收益	0.06	0.09	0.13	0.17	0.21
每股经营现金流	0.10	0.11	0.16	0.20	0.24
每股净资产	0.43	0.35	0.42	0.50	0.60

## 广发海外研究小组简介

- 欧亚菲：海外研究主管，消费品首席分析师，2011-2014年新财富批发零售行业第三名、第二名、第二名和第三名，2015年新财富最佳海外研究（团队）第六名，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名。
- 廖凌：海外策略首席分析师，2016年新财富策略研究领域第4名，2017年新财富策略研究领域入围。6年策略及中小市值研究经验。
- 张静静：海外宏观首席分析师，南开大学理学硕士。曾任南华期货宏观策略研究副总监、天风证券固定收益部资深分析师。
- 蒲得宇：海外电子行业首席分析师，2015-2017年Asiamoney最佳台湾硬体分析师，CFA。
- 胡翔宇：海外大消费行业首席分析师，2014及2015年机构投资者全亚洲博彩与旅游行业最佳研究团队第二、第四名。2018年机构投资者·财新大中华最佳分析师评选博彩、住宿与休闲业内地榜单第一名。
- 韩玲：海外公用事业和新能源行业首席分析师，获2010-2014年新财富电力设备新能源行业第五、第五、第二、第六名。获2015-2017年新财富海外研究团队第六名、第八、第五名。
- 杨琳琳：海外互联网行业首席分析师，2012-2014年获得新财富传播与文化行业最佳分析师第3名（团队）、第4名（团队）、第2名（团队）。
- 刘芷君：海外机械行业资深分析师，七年机械行业研究经验，2013年加入广发证券发展研究中心。2017年新财富最佳机械分析团队第三名、2016年新财富机械分析团队第二名。
- 邓崇静：海外汽车行业高级分析师，2017年《亚洲货币》(Asiamoney)香港（地区）汽车行业最佳分析师第四名，2016年《亚洲货币》(Asiamoney)中国（港股）可选消费行业最佳研究团队前十名，从事港股汽车、汽车零部件及汽车经销商相关行业研究。
- 刘峤：海外大消费行业高级分析师，中央财经大学经济学硕士，厦门大学理学学士，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 陈蒋辉：海外宏观经济分析师，浙江大学经济学学士，香港中文大学经济学博士，2017年加入广发证券。
- 周绮恩：海外电子行业分析师，美国凯斯西储大学金融学学士，4年台湾TMT行业研究及投资银行经验，2018年加入广发证券。
- 张晓飞：海外电子行业分析师，统计学硕士，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 马步云：海外医药行业高级分析师，清华大学硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。
- 陈佳妮：海外大消费行业分析师，上海财经大学国际商务硕士，中央财经大学会计学学士、法学学士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 罗捷：海外大消费行业研究助理，约克大学经济学硕士，金融与商业经济学士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 朱国源：海外策略研究助理，罗切斯特大学金融学硕士，外交学院经济学学士，2019年进入广发证券发展研究中心。
- 蔡俊韬：海外宏观分析研究助理，新加坡国立大学硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大 道8号国金中心一期16 楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

---

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

---

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。