

太阳城集团 (01383)

证券研究报告

2019年04月24日

成功收购俄罗斯赌场 25%股权,重申买入,TP 提至 3.3

成功收购俄罗斯赌场 25%股权,再次证明执行能力,期待业绩协同增长

2019年4月23日太阳城发布公告称,公司以7.18亿港元收购在俄罗斯海参崴运营娱乐场的凯升控股(102.HK)24.68%股份,每股1.94港元收购价格相比凯升在4月23日收盘的1.48港元溢价31%。加上公司已持有凯升的3.29%股份,目前太阳城共持股凯升控股约27.97%。收购后太阳城目前已是凯升控股单一最大股东,但公司在公告里表示暂不将凯升控股并入财务报表里。我们在过去的报告中不断强调公司看好并积极布局俄罗斯博彩业务,此次收购再次证明了公司管理层良好的执行能力,收购后公司有望将自身丰富的VIP客户资源引流海参崴娱乐场,带来较大的业绩增量空间。同时也能对太阳城布局亚太、丰富旅游博彩产品和扩大市场份额产生协同效应。

韩国项目稳步推进,越南、柬埔寨项目预计19年底-20年初开始贡献业绩,未来有望成为亚太博彩巨头

除俄罗斯外,公司在亚太地区博彩娱乐业务进展有序,韩国项目稳步推进:2019年2月21日太阳城全资子公司与韩国上市娱乐场经营公司Paradise签订了谅解备忘录,就Paradise公司旗下位于釜山的持牌娱乐场——Paradise Casino Busan达成合作可能。此外,我们认为越南会安、柬埔寨西港项目在19年底-2020年开始贡献业绩,未来随着公司地产业务逐渐剥离,太阳城将成为较纯粹博彩标的,也有望成为亚太博彩娱乐巨头之一。

越南会安度假村一期有望在今年Q4开幕,公司拥有34%股权。预计设有140张赌场、1000台老虎机、18洞高尔夫球场和1000个酒店房间等。公司拥有双重流水,可在EBITDA上提成和从管理协议里收取按照博彩收入和利润的分成。娱乐场开业后主要客户群体为中国人和韩国人。按照金界2期,太阳城赌厅在去年3月开业后为金界带来的业务增长空间,我们认为太阳城凭着在高端博彩的品牌优势,将有效提升越南业务。(注:高端博彩中介业务不在上市公司体内)。虽然越南法例刚开始允许越南人在本地博彩,但太阳城会安娱乐场在开业初期暂未给纳入为试点。另一越南娱乐场,位于南部的富国岛(股东为越南本地大型地产商)已给纳入为试点,我们认为或将一定程度分流位于柬埔寨金边的金界娱乐场。

长期继续看好公司有望复制金界的成功,并向成为亚太博彩巨头的目标迈进,TP提至3.3港元,重申“买入”评级

随着太阳城在俄罗斯布局深入,我们预计太阳城未来有望进一步增加凯升的股权至51%的绝对控股,并在2020年产生并表收益。此外,越南会安度假村和柬埔寨西港度假村的管理顾问服务也有望随着赌场ramp up开始发力。结合公司已有的旅游和物业收入,我们预计2020年太阳城收入将达到22.9亿元,对应EBITDA有望达到16.0亿元。我们采用SOTP分布估值:越南方面,对比澳门目前约14x的行业EV/EBITDA估值以及金界的10x EV/EBITDA估值,我们给予2020年中间水平的12x的EV/EBITDA估值;海参崴方面,我们给予与金界类似的10x EV/EBITDA估值;针对度假村管理顾问服务,对比国际和东南亚酒店管理业务公司一般15x-30x的EV/EBITDA估值,我们给予公司管理顾问服务2020年15x的EV/EBITDA估值。此外,我们给予公司旅游相关服务2020年3.0x EV/Sales估值,对比同程艺龙2020年3.0x和携程3.8x。

长期来看,公司在亚太地区以较轻资产模式布局运营博彩,作为公司中长期催化剂,有望复制金界的成功,并向成为亚太博彩巨头的目标迈进。我们将太阳城TP从1.8港元提至3.3港元,重申“买入”评级。

风险提示:东南亚博彩市场竞争,越南赌牌发放等

投资评级

行业 消费者服务业/酒店、餐饮、赌场及休闲设施

6个月评级 买入(维持评级)

当前价格 2.39 港元

目标价格 3.3 港元

基本数据

港股总股本(百万股)	6,666.97
港股总市值(百万港元)	15,934.06
每股净资产(港元)	-0.31
资产负债率(%)	172.33
一年内最高/最低(港元)	2.60/0.75

作者

何翩翩 分析师
SAC 执业证书编号: S1110516080002
hepianpian@tfzq.com

雷俊成 分析师
SAC 执业证书编号: S1110518060004
leijuncheng@tfzq.com

马赫 分析师
SAC 执业证书编号: S1110518070001
mahe@tfzq.com

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 《太阳城集团-公司点评:15亿贷款排除资本市场融资疑虑,亚太布局有序》2019-04-09
- 《太阳城集团-公司点评:年报非现金亏损盈警兑现,有望入股凯升布局俄罗斯》2019-04-03
- 《太阳城集团-公司点评:一次性非现金亏损导致盈警,亚太博彩娱乐逻辑不变》2019-03-10

图 1: 太阳城在 4 月 24 日公布收购凯升控股 24.68%股权的公告



SUNCITY GROUP HOLDINGS LIMITED

太陽城集團控股有限公司

(於開曼群島註冊成立之有限公司)

(股份代號: 1383)

**須予披露交易 -
收購凱升控股有限公司約 24.68% 股權**

收購事項

於 2019 年 4 月 23 日，買方(本公司全資附屬公司)、該等賣方及第二擔保人訂立協議，據此，買方有條件同意收購而該等賣方有條件同意出售該等待售股份，佔本公佈日期目標公司已發行股本約 24.68%，代價為 717,812,540.16 港元。

完成於 2019 年 4 月 23 日進行。完成前，本集團持有目標公司已發行股本約 3.29%。完成後，本集團於目標公司的權益將由約 3.29% 增至約 27.97%。

上市規則的涵義

有關收購事項的適用百分比率(定義見上市規則)超過 5%，而所有該等比率均少於 25%。收購事項構成本公司根據上市規則的須予披露交易，故須遵守上市規則第 14 章的申報及公佈規定。

资料来源: 太阳城公告, 天风证券研究所整理

图 2: 凯升控股(102.HK)在俄罗斯海参崴运营的水晶虎宫娱乐场



资料来源: 凯升控股官网, 天风证券研究所整理

图 3：太阳城收入拆分和预测

太阳城收入拆分							
人民币百万元	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
度假村管理顾问服务——越南会安度假村（假设2019年10月开业）							
会安度假村技术服务协议收入	-	-	-	-	19	8.0	-
会安度假村赌场管理协议收入	-	-	-	-	-	78	391
度假村管理顾问服务——柬埔寨西港娱乐场（假设2020年3月开业）							
西港度假村技术服务协议收入	-	-	-	-	0.8	3.4	0.8
西港度假村赌场管理协议收入	-	-	-	-	-	-	204
娱乐场经营收入——凯开海参崴水晶虎宫娱乐场（假设2020年持股51%，2020年完全并表）							
海参崴度假村净收入	-	-	-	-	-	-	999
同比%	-	-	-	-	-	-	-
海参崴度假村EBITDA	-	-	-	-	-	-	428
YoY%	-	-	-	-	-	-	-
EBITDA Margin%	-	-	-	-	-	-	21%
海参崴度假村净利润	-	-	-	-	-	-	160
YoY%	-	-	-	-	-	-	-
净利率%	-	-	-	-	-	-	16%
旅游及旅游相关服务							
旅游及与旅游相关服务	-	-	1	354	543	570	598
YoY	-	-	-	-	53%	5%	5%
物业开发和租赁相关服务							
物业开发	864	668	1049	133	177	130	50
物业租赁	54	58	59	56	53	50	50

资料来源：公司年报，公司公告，天风证券研究所整理预测

图 4：越南会安度假村 2019-2020 年经营数据预测

越南会安度假村经营数据预测（假设2019年10月开业）							
人民币百万元	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
VIP流水(turnover)	-	-	-	-	-	50078	228393
同比%	-	-	-	-	-	-	356%
VIP赢率	-	-	-	-	-	3.0%	3.0%
VIP毛收入	-	-	-	-	-	1502	6852
同比%	-	-	-	-	-	-	356%
VIP每日单桌收入	-	-	-	-	-	0.21	0.24
VIP赌桌数	-	-	-	-	-	78	78
中场流水(turnover)	-	-	-	-	-	1721	10122
同比%	-	-	-	-	-	-	488%
中场赢率	-	-	-	-	-	19%	19%
中场毛收入	-	-	-	-	-	327	1923
同比%	-	-	-	-	-	-	488%
中场每日单桌收入	-	-	-	-	-	0.06	0.08
中场赌桌数	-	-	-	-	-	62	62
老虎机流水(turnover)	-	-	-	-	-	1425	6762
同比%	-	-	-	-	-	-	375%
老虎机赢率	-	-	-	-	-	5.0%	5.0%
老虎机毛收入	-	-	-	-	-	71	338
同比%	-	-	-	-	-	-	375%
老虎机单台收入	-	-	-	-	-	0.002	0.003
老虎机台数	-	-	-	-	-	330	330
会安度假村博彩毛收入	-	-	-	-	-	1901	9113
同比%	-	-	-	-	-	-	380%
+非博彩收入	-	-	-	-	-	57	241
同比%	-	-	-	-	-	-	324%
会安度假村总收入	-	-	-	-	-	1958	9354
同比%	-	-	-	-	-	-	378%
会安度假村EBITDA	-	-	-	-	-	352	1964
YoY%	-	-	-	-	-	-	458%
EBITDA Margin%	-	-	-	-	-	18%	21%
会安度假村净利润	-	-	-	-	-	196	1403
YoY%	-	-	-	-	-	-	617%
净利率%	-	-	-	-	-	10%	15%
会安度假村34%联营收益	-	-	-	-	-	67	477

资料来源：公司年报，公司公告，天风证券研究所整理预测

图 5：柬埔寨西港度假村 2020 年经营数据预测

柬埔寨西港度假村经营数据预测 (假设2020年3月开业)							
人民币百万元	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
VIP流水(turnover)	-	-	-	-	-	-	107190
VIP赢率	-	-	-	-	-	-	3.0%
VIP毛收入	-	-	-	-	-	-	3216
中场流水(turnover)	-	-	-	-	-	-	3722
中场赢率	-	-	-	-	-	-	19%
中场毛收入	-	-	-	-	-	-	707
老虎机流水(turnover)	-	-	-	-	-	-	6657
老虎机赢率	-	-	-	-	-	-	5.0%
老虎机毛收入	-	-	-	-	-	-	333
西港度假村博彩毛收入(GGR)	-	-	-	-	-	-	4256
西港度假村EBITDA	-	-	-	-	-	-	1277
EBITDA Margin%	-	-	-	-	-	-	30%
西港度假村赌场管理协议收入	-	-	-	-	-	-	204

资料来源：公司年报，公司公告，天风证券研究所整理预测

图 6：凯升控股海参崴水晶虎宫娱乐场 2019-2020 年经营数据预测

娱乐场经营收入——凯升海参崴水晶虎宫娱乐场 (假设2020年持股51%，2020年完全并表)							
人民币百万元	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
VIP流水(turnover)	-	-	12053	16085	13321	29118	47818
同比%	-	-	-	33%	-17%	119%	64%
VIP赢率	-	-	3.6%	3.7%	3.1%	3.1%	3.1%
VIP毛收入	-	-	431.4	590	414	903	1482
同比%	-	-	-	37%	-30%	118%	64%
VIP每日单桌收入	-	-	0.11	0.10	0.08	0.12	0.15
同比%	-	-	-	-6%	-20%	45%	28%
VIP赌桌数	-	-	11	16	14	21	27
中场流水(turnover)	-	-	337	494	599	919	1363
同比%	-	-	-	47%	21%	53%	48%
中场赢率	-	-	29.9%	22.9%	23.9%	24%	24%
中场毛收入	-	-	101	113	143	220	326
同比%	-	-	-	12%	27%	54%	48%
中场每日单桌收入	-	-	0.013	0.015	0.019	0.020	0.022
同比%	-	-	-	23%	20%	8%	11%
中场赌桌数	-	-	22	20	21	30	40
老虎机流水(turnover)	-	-	1379	1876	2447	3562	3719
同比%	-	-	-	36%	30%	46%	4%
老虎机赢率	-	-	6.1%	5.5%	5.0%	5.0%	5.0%
老虎机毛收入	-	-	84.5	102.7	122.4	178	186
同比%	-	-	-	22%	19%	46%	4%
老虎机单台收入	-	-	0.0008	0.0010	0.0011	0.0015	0.0015
同比%	-	-	-	22%	13%	37%	4%
老虎机台数	-	-	295	295	310	330	330
海参崴度假村博彩毛收入	-	-	617	805	680	1300	1994
同比%	-	-	-	31%	-16%	91%	53%
+非博彩收入	-	-	20	43	37	40	44
同比%	-	-	-	111%	-13%	7%	10%
海参崴度假村总收入	-	-	637	848	717	1340	2038
同比%	-	-	-	33%	-15%	87%	52%
海参崴度假村净收入	-	-	277	403	396	653	999
同比%	-	-	-	46%	-2%	65%	53%
占总收入比例%	-	-	43%	48%	55%	49%	49%
海参崴度假村EBITDA	-	-	113	149	155	281	428
YoY%	-	-	-	32%	4%	81%	52%
EBITDA Margin%	-	-	17.7%	17.5%	21.6%	21.0%	21.0%
海参崴度假村净利润	-	-	0.5	(8.5)	3.5	85	160
YoY%	-	-	-	-	-	-	88%
净利率%	-	-	0.1%	-	0.5%	13%	16%

资料来源：公司年报，公司公告，天风证券研究所整理预测

图 7：太阳城集团 2014 年至今损益表以及 2019-2020 年盈利预测

太阳城集团损益表							
人民币百万元	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
总收入	917	726	1109	542	793	839	2293
YoY	-	-21%	53%	-51%	46%	6%	173%
-会安度假村管理顾问服务	-	-	-	-	19	86	391
-柬埔寨西港度假村管理顾问服务	-	-	-	-	0.8	3	205
-海参崴娱乐场2020年并表净收入	-	-	-	-	-	-	999
-旅游及旅游相关服务	-	-	1	354	543	570	598
-物业开发和租赁相关服务	917	726	1108	188	230	180	100
销售成本	(724)	(412)	(565)	(363)	(556)	(546)	(585)
占营收比重%	79%	57%	51%	67%	70%	65%	26%
毛利	194	314	544	182	237	294	1708
毛利率	21%	43%	49%	33%	30%	35%	74%
其他收入、收益及亏损	28	(67)	(77)	44	(217)	40	40
运营费用	(317)	(146)	(171)	(137)	(115)	(124)	(940)
占营收比重%	35%	20%	15%	25%	15%	15%	41%
运营利润	(124)	168	373	45	122	177	775
运营利润率%	-	23%	34%	8%	15%	21%	34%
公允价值变动	467	95	58	(337)	(1125)	(1100)	(1100)
占营收比重%	51%	13%	5%	-62%	-142%	-131%	-48%
诉讼相关费用	-	-	(116)	247	19.5	-	-
减值亏损	56	13	(441)	381	-	-	-
应占联营公司业绩	-	-	-	(0)	(16)	90	477
-会安度假村34%联营收益	-	-	-	-	-	67	477
-海参崴2019年28%联营收益	-	-	-	-	-	24	-
出售附属公司之收益/(亏损)	(2)	-	1	2	-	-	-
息税前利润(EBIT)	425	209	(201)	380	(1217)	(801)	185
息税前利润(EBIT)——扣除公允价值变动后	(42)	114	(259)	717	(91)	299	1285
融资成本	(347)	(296)	(192)	(118)	(161)	(214)	(214)
所得税	(223)	(159)	(319)	(65)	(81)	(81)	(81)
年度溢利	(145)	(246)	(712)	197	(1459)	(1096)	(110)
其他全面收入-汇兑差异和应占合营公司其他收益	-	-	(0)	0	6	6	6
年内全面收入总额	(145)	(246)	(712)	197	(1453)	(1090)	(104)
少数股东损益	(1)	(1)	(10)	(0)	(0)	0	(78)
归母净利润	(145)	(247)	(723)	197	(1454)	(1090)	(183)
归母净利润——扣除公允价值变动后	(612)	(342)	(780)	534	(328)	10	917
总股数	1468	1502	6009	6197	6116	6667	6667
EPS	(0.10)	(0.16)	(0.12)	0.03	(0.24)	(0.16)	(0.03)
EPS——扣除公允价值变动后	(0.42)	(0.23)	(0.13)	0.09	(0.05)	0.00	0.14
EBITDA	(125)	170	(10)	(9)	85	293	1597
EBITDA Margin	-	23%	-	-	11%	35%	70%
EBITDA YoY	-	-	-	-	-	245%	445%

资料来源：公司年报，公司公告，天风证券研究所整理预测

图 8：太阳城集团 2019 年-2020 年整体 EBITDA 预测和拆分

2019年-2020年太阳城各业务EBITDA预测		
EBITDA(百万人民币)	2019E	2020E
-会安度假村34%联营EBITDA	120	668
-会安度假村管理顾问服务	69	313
-柬埔寨西港度假村管理顾问服务	3	164
-海参崴娱乐场2019年28%联营EBITDA	79	-
-海参崴娱乐场2020年并表EBITDA	-	428
-旅游及旅游相关服务	23	24
公司整体EBITDA	293	1597
Margin%	34.9%	69.6%

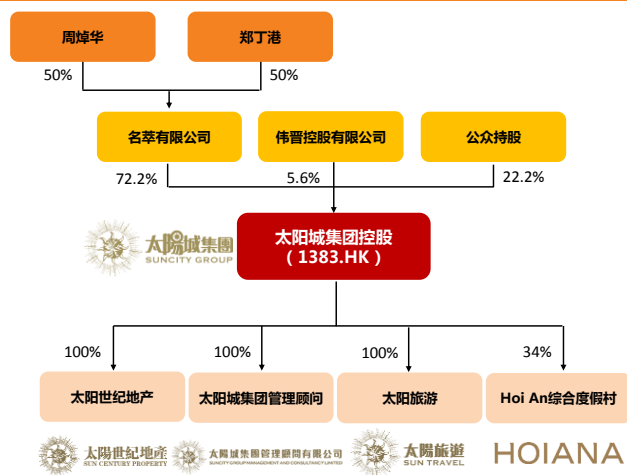
资料来源：凯升控股官网，天风证券研究所整理

图 9：太阳城集团 2020 年 SOTP 估值：目标价上调至 3.3 港元

太阳城 SOTP 估值 2020 年	EBITDA 百万人民币	估值 EV/EBITDA	EV 百万人民币	股权%	乘股权后 EV 百万人民币
娱乐场经营收入——越南会安度假村	1,964	12.0x	23,573	34%	8,015
-会安度假村 EBITDA	1,964				
娱乐场经营收入——凯升海参崴水晶虎宫殿娱乐场	428	10.0x	4,793	51%	2,444
-海参崴娱乐场 2020 年并表 EBITDA	428	-	-	-	-
(+)净现金	-	-	513	-	-
度假村管理顾问服务	477	15.0x	7,157	-	7,157
-柬埔寨西港度假村管理顾问服务	164				
-会安度假村管理顾问服务	313				
2020 年	收入 百万人民币	估值 EV/Sales	EV 百万人民币	股权%	乘股权后 EV 百万人民币
旅游及旅游相关服务	598	3.0x	1795	-	1,795
注：对比同程艺龙 2020 年 3.0x EV/Sales、携程 2020 年 3.8x EV/Sales					
内地物业净资产					668
整体企业价值(Total EV)					20,079
(+)现金和现金等价物					12,901
(-)债务					14,165
市值(Market Cap)(人民币)					18,814
市值(Market Cap)(港元)					21,979
摊薄后流通股(Shares Outstanding)(百万股)					6,667
目标价(Target Price)					3.3
当前价格					2.39港元
潜在涨幅%					38%

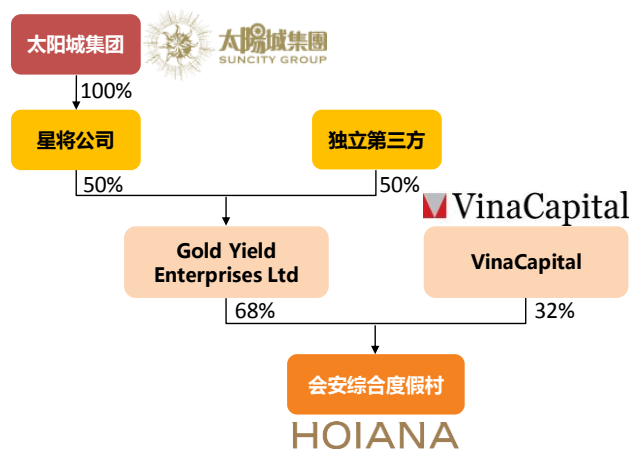
资料来源：公司年报，公司公告，天风证券研究所整理预测

图 10：太阳城集团股权结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 11：公司持有会安度假村 34% 股权



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 12：会安度假村效果图



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 13：会安度假村效果图



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 14：越南主要赌场度假村示意图



资料来源：公司公告，越南旅游网站等，天风证券研究所整理

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com