

太阳城集团 (01383)

证券研究报告

2019年03月10日

一次性非现金亏损导致盈警，亚太博彩娱乐逻辑不变

可转债一次性非现金亏损导致盈警，亚太博彩娱乐逻辑不变

3月8日，太阳城集团发布盈警公告，主要由于可转债公允价值的变动导致亏损8.64亿元。可转债导致的亏损属于非现金性质，所以对于公司主营业务没有影响。公司目前分别有两笔可转债：1)共15.46亿股转换价为0.26港元；2)共3.3亿股转换价为0.90港元。按照香港会计准则，上市公司需要对发行可转债的衍生金融工具的公允价值变动做出会计处理，即转股权作为衍生金融工具计入金融负债。股价上涨产生的衍生金融工具公允价值变化(金融负债增加)，最终按非现金亏损，计入利润表。鉴于太阳城集团2018年股价涨幅达162%，2018年12月31日股价为1.23港元，明显高于2017年12月31日的股价，最终导致非现金亏损。对比内地，上市公司对于已发行可转债的金融工具部分，其公允价值的后续变动是不会做会计处理，所以股价变动不会使得可转债的价值对利润表产生影响。

此外，公司还在盈警公告中提及两项2017年的内地房地产相关业务一次性拨回共计7.27亿元。根据2017年年报，两项损益包括：1)安徽和江苏项目收回款项致减值亏损拨回4.38亿元；2)公司与索赔人达成和解协议致诉讼拨备拨回2.89亿元。整体来讲，两项损益在2017年对利润表产生正面的一次性贡献，导致2017年财报有会计利润，而2018年并无这种一次性贡献，但内地地产业务的变动跟公司亚太地区博彩娱乐业务并无相关性。

越南、柬埔寨、俄罗斯和韩国项目发展有序，未来有望成为亚太博彩巨头

整体来讲，公司在亚太地区博彩娱乐业务进展有序，我们认为越南、柬埔寨项目在19年底-2020年开始贡献业绩，俄罗斯、韩国项目稳步推进，以及未来地产业务逐渐剥离，公司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，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。

除越南外，太阳城于18年9月29日公布跟柬埔寨西港一赌场订立服务及管理协议，该娱乐场有望在2020年上半年开业，后续会根据运营业绩收取管理顾问费。俄罗斯方面，目前公司其中一位董事卢启邦已经在18年12月12日开始给任命为凯升控股(0102.HK)的非执行董事，我们相信公司在俄罗斯将进一步发展。此外，19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。各个项目发展有序，进一步证明管理层的执行能力。

3月11日正式纳入港股通，新旧轮替之际，建议投资者保持耐性伺机而动；长期继续看好公司有望复制金界的成功，维持“买入”评级

我们于2月12日发布报告，预测太阳城集团有望调入港股通，至今累计涨幅逾50%，公司将于3月11日开始正式透过港股通渠道进行交易。我们认为提前布局的投资者，有可能趁调入港股通先行获利，但同时也可能开始引起南下港股通资金的关注和布局，新旧轮替之际我们建议投资者保持耐性伺机而动。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，维持“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、赌场及休闲设施

6个月评级 买入(维持评级)

当前价格 1.95港元

目标价格 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)	13,000.60
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)	1.96/0.75

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:布局亚太：与韩国Paradise签合同备忘录，重申买入》2019-02-22
- 《太阳城集团-公司点评:业务转型亏损无碍，项目储备稳步推进，重申买入》2018-08-28
- 《太阳城集团-公司深度研究:阳光普照越南海滩博彩新势力，首予买入，TP 1.8》2018-06-26

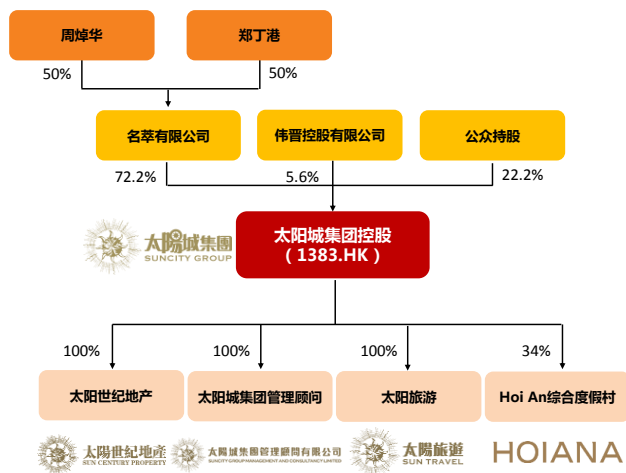


图 1: 太阳城 2017 年年报中可转债、诉讼费用拨回、非流动资产减值拨回对业绩产生主要影响

Result		業績				
		2017	2016	2015	2014	2013
		RMB'000	RMB'000	RMB'000	RMB'000	RMB'000
		人民币千元	人民币千元	人民币千元	人民币千元	人民币千元
			(Restated)	(Restated)	(Restated)	(Restated)
			(重列)	(重列)	(重列)	(重列)
Revenue	收入	544,708	1,108,841	777,211	959,781	226,830
Change in fair value of investment properties	投資物業之公允值變動	(7,100)	40,000	95,000	467,000	49,210
Change in fair value of derivative financial instruments	衍生金融工具之公允值變動	(329,855)	17,704	-	-	-
Reversal of provisions (provisions) for litigations	訴訟撥備撥回(撥備)	289,240	(130,761)	(114,393)	(98,406)	(89,628)
(Provision) reversal of provision for potential claims	潛在索償(撥備)撥備撥回	(41,882)	14,937	(15,137)	-	-
(Impairment loss) reversal of impairment loss recognised in respect of inventories	就存貨確認之(減值虧損)減值虧損撥回	(57,034)	(21,557)	13,367	59,612	(57,000)
Impairment loss recognised in respect of goodwill	就商譽確認之減值虧損	-	(4,039)	-	(3,564)	-
Impairment loss recognised in respect of prepayment for land use right	就土地使用權的預付金確認之減值虧損	-	(99,330)	-	-	-
Reversal of impairment loss (impairment loss) recognised in respect of deposits for non-current assets	就非流動資產按金確認之減值虧損撥回(減值虧損)	438,000	(316,259)	-	-	-
Share of result of an associate	應佔聯營公司業績	(37)	-	-	-	-
Gain (loss) on disposal of subsidiaries	出售附屬公司之收益(虧損)	-	1,145	-	(2,001)	100
Finance costs	融資成本	(118,046)	(192,137)	(296,431)	(347,102)	(211,070)
Profit (loss) before taxation	除稅前溢利(虧損)	262,084	(393,452)	(230,606)	(47,420)	(669,620)
Income tax expense	所得稅開支	(65,191)	(318,839)	(161,504)	(239,763)	(36,091)
Profit (loss) for the year	本年度溢利(虧損)	196,893	(712,291)	(392,110)	(287,183)	(705,711)
Other comprehensive income (expense) for the year	本年度其他全面收入(開支)	392	(234)	-	-	-

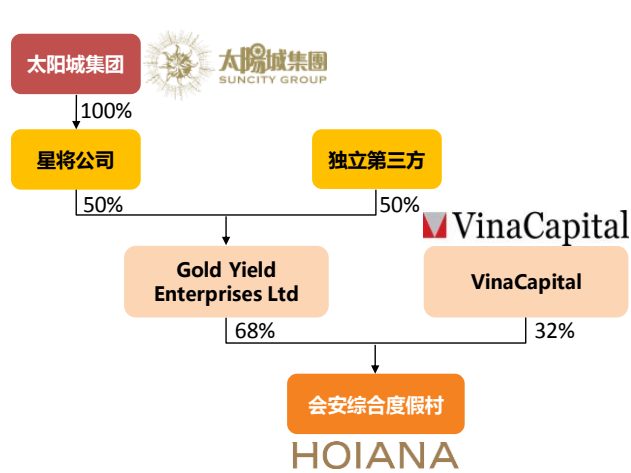
资料来源: 太阳城集团 2017 年年报, 天风证券研究所整理

图 2: 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 3: 公司持有会安度假村 34%股权



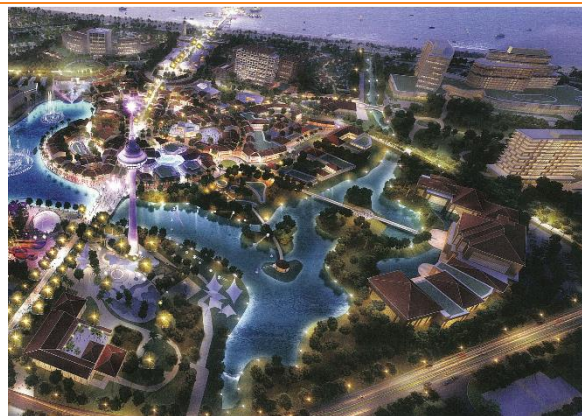
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 4：会安度假村效果图



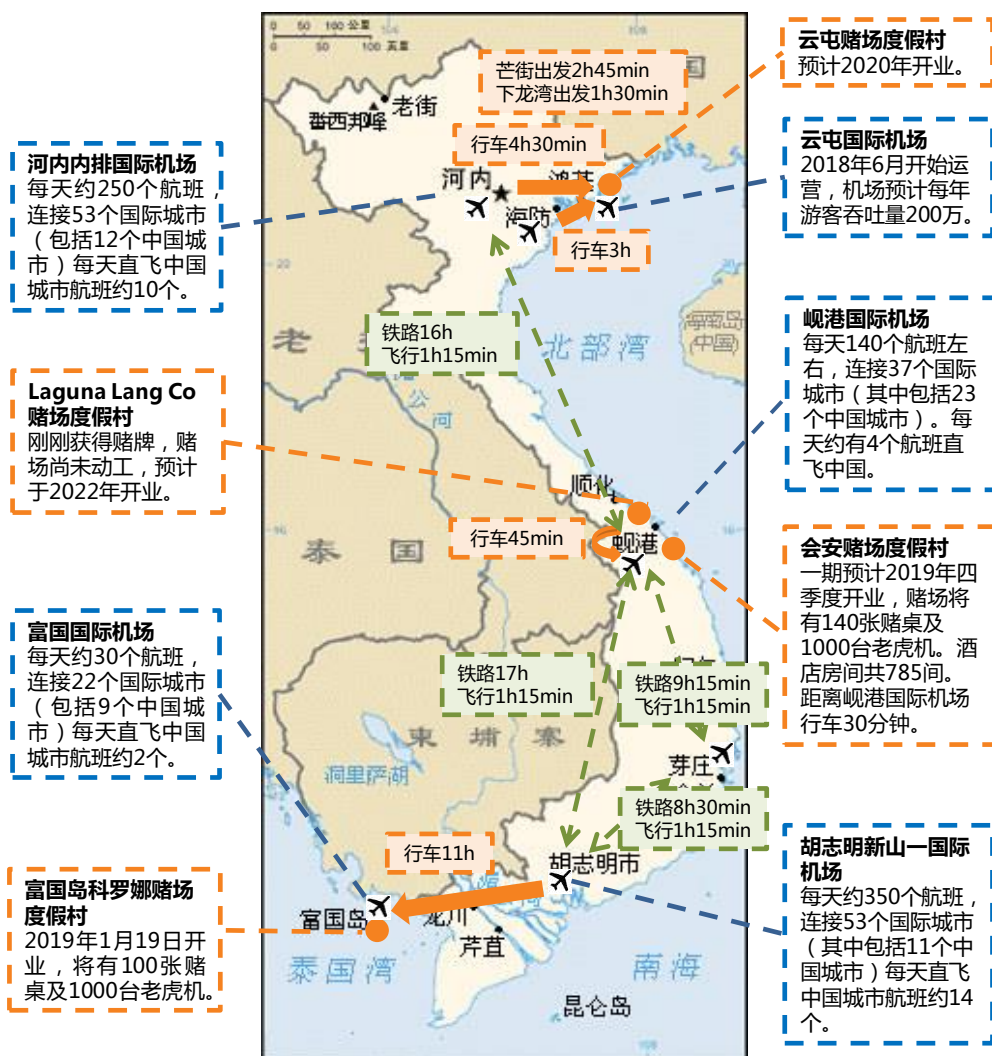
资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 5：会安度假村效果图



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 6：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	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	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