# 金界控股（03918.HK）

## 上半年业绩表现良好，延续成长逻辑

**盈利状况良好：**2019 年上半年，金界 EBITDA 增长 41%至 3.27 亿美元，略超我们预期。实现利润 2.45 亿美元，增长 36%，高于我们全年预期增速 20%，主要是因为我们考虑到下半年柬埔寨政府有可能改变博彩税政策，保守计算将全年净利润扣除掉 2.5%的博彩收入金额作为税收。公司宣布中期每股派息 0.26 港元，相当于 60%派息率，依然十分慷慨。

**VIP 投注额增长依然很快，受胜率影响收入增长慢于预期。**贵宾业务泥码（总投注额）增长 38%，维持高增长，快于我们之前预期的 28%，较 2018 年 68.8%有所回落，原因是随着金界二期上轨道，高速增长期过去，逐步回归正常是意料中事。贵宾业务毛收入增速只有 17.6%，低于预期，拖累公司 2019 年上半年整体收入增长放缓至 22%，增速不佳的主要原因是去年同期胜率高达 3.3%，今年下降到 2.8%。由于胜率因素不可控，公司通常将日常经营关注点放在总投注额上，因此贵宾业务略低于预期可以理解。

**中场业务接棒成为收入主要驱动力：**新项目建成后，中场收入增速释放慢于贵宾业务，但后劲十足，继 2018 年增长达到 57%之后，2019 年上半年增长 45%，中场业务占总收入比重新回升也会改善公司毛利率，是未来值得关注的一大看点。

**投资建议。**财报反映金界增长健康，从对澳门博彩公司的了解得到的信息也印证了东南亚同行对澳门市场的冲击。相比澳门同行博彩公司，金界展现出独具吸引力的成长性。预计公司 2019-2021 年净利润分别为 4.7/5.2/6.3 亿美元，同比增长 21.1%/10.5%/21.1%，2019-2021 年 EBITDA 6.6/8.2/10.1 亿美元，同比增长 36%/25%/23%。维持目标价 12.73 港元（对应 9.6 倍未来 12 个月 EV/EBITDA），维持"买入"评级。

**风险提示：**1. VIP 收入增速可能进一步放缓。2.太阳城在线博彩被点名批评事件发酵对博彩行业带来负面影响。

| 财务指标 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|---|---|---|---|---|---|
| 营业收入（百万元） | 956 | 1,474 | 1,872 | 2,313 | 2,838 |
| 增长率 yoy（%） | 79.9 | 54.2 | 27.0 | 23.5 | 22.7 |
| 归母净利润（百万元） | 255 | 391 | 473 | 523 | 633 |
| 增长率 yoy（%） | 38.6 | 53.1 | 21.1 | 10.5 | 21.1 |
| EPS 最新摊薄（元/股） | 0.06 | 0.09 | 0.11 | 0.12 | 0.15 |
| 净资产收益率（%） | 18.5 | 25.4 | 25.4 | 23.7 | 24.0 |
| P/E（倍） | 19.7 | 12.9 | 10.7 | 9.6 | 8.0 |
| P/B（倍） | 3.6 | 3.3 | 2.7 | 2.3 | 1.9 |

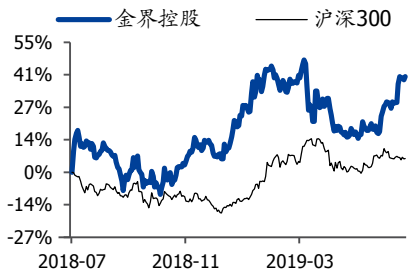
*资料来源：贝格数据，国盛证券研究所*

**买入（维持）**

### 股票信息

| | |
|---|---|
| 行业 | 海外 |
| 前次评级 | 买入 |
| 最新收盘价 | 10.76 |
| 总市值(百万元) | 21,520.00 |
| 总股本(百万股) | 2,000.00 |
| 其中自由流通股(%) | 100.00 |
| 30 日日均成交量(百万股) | |

### 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）：东南亚博彩行业明日之星，尽享新兴市场成长》2019-06-25

## 财务报表和主要财务比率

**资产负债表（百万元）**

| 会计年度 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|---|---|---|---|---|---|
| **流动资产** | 156 | 512 | 618 | 602 | 702 |
| 现金 | 53 | 317 | 376 | 340 | 380 |
| 应收账款 | 58 | 75 | 94 | 115 | 142 |
| 其他应收款 | 43 | 42 | 66 | 67 | 96 |
| 预付账款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 存货 | 2 | 2 | 5 | 4 | 7 |
| 其他流动资产 | 0 | 76 | 76 | 76 | 76 |
| **非流动资产** | 1306 | 1455 | 1726 | 2073 | 2489 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定投资 | 1149 | 1302 | 1579 | 1888 | 2277 |
| 无形资产 | 63 | 59 | 53 | 46 | 40 |
| 其他非流动资产 | 95 | 94 | 94 | 138 | 172 |
| **资产总计** | 1462 | 1967 | 2344 | 2675 | 3191 |
| **流动负债** | 80 | 92 | 146 | 136 | 219 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付账款 | 78 | 80 | 141 | 120 | 210 |
| 其他流动负债 | 2 | 12 | 5 | 15 | 9 |
| **非流动负债** | 0 | 335 | 335 | 335 | 335 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动负债 | 0 | 335 | 335 | 335 | 335 |
| **负债合计** | 80 | 427 | 481 | 471 | 555 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股本 | 54 | 54 | 54 | 54 | 54 |
| 资本公积 | 1328 | 1486 | 1486 | 1486 | 1486 |
| 留存收益 | 0 | 0 | 189 | 398 | 651 |
| 归属母公司股东收益 | 1383 | 1540 | 1863 | 2204 | 2636 |
| **负债和股东权益** | 1462 | 1967 | 2344 | 2675 | 3191 |

**现金流表（百万元）**

| 会计年度 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|---|---|---|---|---|---|
| **经营活动净现金流** | 322 | 477 | 638 | 699 | 924 |
| 净利润 | 255 | 391 | 473 | 523 | 633 |
| 折旧摊销 | 56 | 93 | 148 | 192 | 247 |
| 财务费用 | 0 | 19 | 9 | 14 | 19 |
| 投资损失 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营运资金变动 | 11 | -80 | 8 | -31 | 25 |
| 其他经营现金流 | -0 | 54 | 0 | 0 | 0 |
| **投资活动净现金流** | -355 | -317 | -419 | -539 | -663 |
| 资本支出 | 0 | 0 | 271 | 347 | 416 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他投资现金流 | -355 | -317 | -690 | -886 | -1080 |
| **筹资活动净现金流** | -126 | 104 | -159 | -196 | -220 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 普通股增加 | 24 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 108 | 157 | 0 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -257 | -53 | -159 | -196 | -220 |
| **现金净增加额** | -158 | 264 | 60 | -37 | 40 |

**利润表（百万元）**

| 会计年度 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|---|---|---|---|---|---|
| **营业收入** | 956 | 1474 | 1872 | 2313 | 2838 |
| 营业成本 | 483 | 801 | 1023 | 1268 | 1571 |
| 营业税金及附加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业费用 | 150 | 186 | 236 | 291 | 357 |
| 管理费用 | 67 | 79 | 97 | 116 | 133 |
| 财务费用 | 0 | 19 | 9 | 14 | 19 |
| 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 |
| **营业利润** | 256 | 389 | 507 | 624 | 757 |
| 营业外收入 | 8 | 10 | 12 | 15 | 18 |
| 营业外支出 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **利润总额** | 263 | 399 | 520 | 638 | 775 |
| 所得税 | 8 | 9 | 47 | 116 | 142 |
| **净利润** | 255 | 391 | 473 | 523 | 633 |
| 少数股东收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **归属母公司净利润** | 255 | 391 | 473 | 523 | 633 |
| EBITDA | 318 | 483 | 658 | 820 | 1011 |
| EPS（元/股） | 0.06 | 0.09 | 0.11 | 0.12 | 0.15 |

**主要财务比率**

| 会计年度 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|---|---|---|---|---|---|
| **成长能力** | | | | | |
| 营业收入（%） | 79.9 | 54.2 | 27.0 | 23.5 | 22.7 |
| 营业利润（%） | 26.2 | 52.3 | 30.4 | 22.9 | 21.4 |
| 归属母公司净利润（%） | 38.6 | 53.1 | 21.1 | 10.5 | 21.1 |
| **盈利能力** | | | | | |
| 毛利率（%） | 49.5 | 45.7 | 45.4 | 45.2 | 44.6 |
| 净利率（%） | 26.7 | 26.5 | 25.3 | 22.6 | 22.3 |
| ROE（%） | 18.5 | 25.4 | 25.4 | 23.7 | 24.0 |
| ROIC（%） | 18.3 | 20.3 | 21.1 | 20.2 | 21.0 |
| **偿债能力** | | | | | |
| 资产负债率（%） | 5.5 | 21.7 | 20.5 | 17.6 | 17.4 |
| 净负债比率（%） | -3.8 | -20.6 | -20.2 | -15.4 | -14.4 |
| 流动比率 | 2.0 | 5.6 | 4.2 | 4.4 | 3.2 |
| 速动比率 | 1.9 | 5.5 | 4.2 | 4.4 | 3.2 |
| **营运能力** | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.7 | 0.9 | 0.9 | 0.9 | 1.0 |
| 应收账款周转率 | 22.2 | 22.1 | 22.1 | 22.1 | 22.1 |
| 应付账款周转率 | 8.4 | 10.2 | 9.3 | 9.7 | 9.5 |
| **每股指标（元/股）** | | | | | |
| 每股收益（最新摊薄） | 0.06 | 0.09 | 0.11 | 0.12 | 0.15 |
| 每股经营现金流（最新摊薄） | 0.07 | 0.10 | 0.15 | 0.16 | 0.21 |
| 每股净资产（最新摊薄） | 0.32 | 0.35 | 0.43 | 0.51 | 0.61 |
| **估值指标（倍）** | | | | | |
| P/E | 19.7 | 12.9 | 10.7 | 9.6 | 8.0 |
| P/B | 3.6 | 3.3 | 2.7 | 2.3 | 1.9 |
| EV/EBITDA | 15.7 | 10.5 | 7.6 | 6.1 | 4.9 |

*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：北京市西城区锦什坊街 35 号南楼
邮编：100033
传真：010-57671718
邮箱：gsresearch@gszq.com

**上海**
地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 10 层
邮编：200120
电话：021-38934111
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

**深圳**
地址：深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 101 层
邮编：518033
邮箱：gsresearch@gszq.com