

# 太阳城集团 (01383)

证券研究报告

2019年04月03日

## 年报非现金亏损盈警兑现，有望入股凯升布局俄罗斯

太阳城 18 年收入同比增 45.5%，可转债一次性非现金亏损盈警兑现，亚太博彩娱乐逻辑不变

太阳城 2018 年收入 7.93 亿元，同比增 45.5%，其中旅游服务同比增 54% 达 5.35 亿元；物业销售同比增 34% 达 1.77 亿元；度假村管理顾问业务作为新收入来源，从 2017 年的 254 万元增至 1980 万元。公司归母净利润-14.6 亿元，如我们在 3 月 10 日发布盈警点评所述，主要由可转债公允价值的变动亏损 11.9 亿元。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。依据香港会计准则，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 2018 年股价涨幅超 160%，2018 年 12 月 31 日股价为 1.23 港元，明显高于 2017 年 12 月 31 日股价，最终导致非现金亏损。我们再次强调，可转债导致亏损属于非现金性质，对于公司主营业务没有影响，未来随着公司地产业务剥离，公司将成为较纯粹博彩标的。

此外，公司本年利润亏损还受到约 1.8 亿元外汇损失和 18 年剔除两项内地房地产在 2017 年的一次性贡献影响。我们在 3 月太阳城盈警点评有提到，公司在 2017 年曾受益于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。

### 太阳城有望入驻凯升控股，优质客户引流俄罗斯，夯实亚太博彩策略

在俄罗斯海参崴运营娱乐场的凯升控股(102.HK)4月2日公告，称董事会获主要股东益航股份公司及公司主席兼非执行董事郭人豪通知，第三方已与其接洽收购其于该公司全部股权。根据 2018 年半年报，益航股份、凯升执行董事王志浩和非执行董事(主席)郭人豪分别持有凯升 14.01%、5.01%和 5.64%，共约 25%凯升控股的股权。目前太阳城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，太阳城同时入股 3.29%凯升控股股份，12 月之后凯升并未披露主要股东最新持股情况。此外，鉴于凯升控股 2018 年曾表示希望修建俄罗斯娱乐场二期，我们认为凯升在主要股东的持股交易以后，或会有进一步融资需求。

凯升公告称潜在卖家正在考虑此收购其股份的建议。我们曾在太阳城报告中强调公司积极布局俄罗斯博彩业务，因此我们预计太阳城可能进一步增加凯升控股的股权。根据凯升 2018 年业绩公告，海参崴水晶宫娱乐场物业 EBITDA 为 1.81 亿港元。太阳城作为全球高端博彩的最大品牌之一，VIP 中介业务遍及全球，拥有经验博彩运营团队、较强的营销能力、丰富客户资源，我们认为并购后太阳城有望将自身丰富的 VIP 客户资源引流凯盛控股在海参崴的娱乐场，带来较好的业绩增量。同时也能够为太阳城布局亚太、丰富产品和扩大市场份额产生较好协同效应。

### 布局俄罗斯证明管理层执行能力；长期继续看好公司有望复制金界的成功，维持“买入”评级

我们认为，公司与凯升控股合作俄罗斯项目，进一步证明太阳城管理层的执行能力。整体来讲，公司在亚太地区博彩娱乐业务进展有序，我们预计越南、柬埔寨项目在 19 年底-2020 年开始贡献业绩，加上韩国项目稳步推进，公司有望成为亚太博彩娱乐巨头之一。鉴于太阳城 3 月 11 日刚调入港股通，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

### 投资建议

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	1.85 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)	12,333.90
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)	1.98/0.75

### 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: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
- 《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

图 1: 凯升控股(102.HK)在 4 月 2 日公布潜在并购机会的公告



自願公佈

本公佈乃由凱升控股有限公司（「本公司」）自願作出。

本公司董事會（「董事會」）於 2019 年 4 月 2 日獲其股東通知，即本公司主要股東益航股份有限公司及本公司主席兼非執行董事郭人豪先生（統稱「潛在賣家」）通知，第三方已與其接洽以收購其於本公司之全部股權。潛在賣家正在考慮此收購其股份的建議，但尚未作出決定。彼等一旦在這方面作出最終決定，將通知董事會。

本公司股東及潛在投資者於買賣本公司證券時務請審慎行事。

承董事會命  
凱升控股有限公司  
副主席兼執行董事  
王志浩

香港，二零一九年四月二日

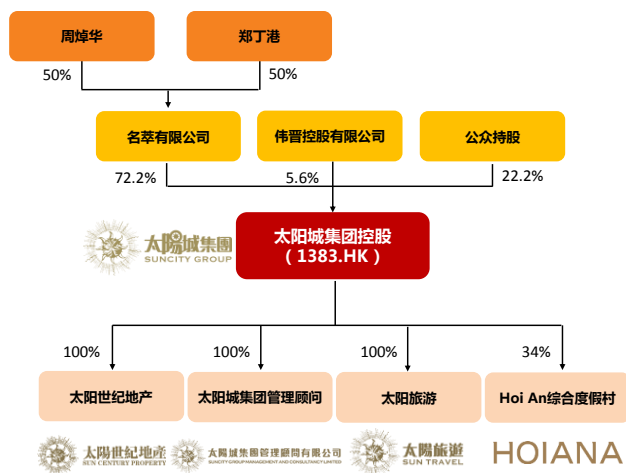
资料来源：凯升控股公告，天风证券研究所整理

图 2: 凯升控股(102.HK)在俄罗斯海参崴运营的水晶虎官殿娱乐场



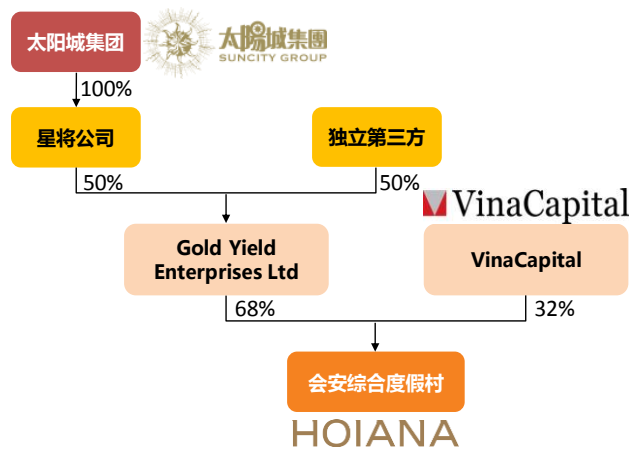
资料来源：凯升控股官网，天风证券研究所整理

图 3：太阳城集团股权结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 4：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 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：会安度假村效果图



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 7：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