

金界控股 (03918.HK)

重启赌场再扬帆，乘风破浪会有时

事件：柬埔寨政府从2019年4月1日起关闭全境赌场，金界娱乐场受此影响，博彩业务全面关闭，只有部分餐饮购物区域和一期项目的酒店房间继续营业。金界控股是柬埔寨最大的雇主，目前聘请8500名员工，并且贡献了柬埔寨2018年约23%的旅游业内生产总值，公司重启业务对金边经济有积极作用。公司日前宣布经当地卫生部允许，将于7月8日重启贵宾业务和角子博彩机业务，博彩收入有望逐步恢复。

柬埔寨短期疫情基本得到控制，旅游业开放可期。就各国现有新冠确诊人数及每日新增确诊人数来看，柬埔寨、越南、泰国及马来西亚国内疫情基本已经得到有效控制，其中柬埔寨自6月30日起新增确诊人数已经归零，现存仅有10例确诊。目前柬埔寨虽未对外开放旅游业，但出入境政策限制正在逐步放宽，未来对外交关系良好、疫情基本平息的国家，例如中国，开放旅游的可能性正在逐步增加。

公司商业模式优秀，中长期增长动力仍旧充足。公司超过一半的客户来自于东南亚，东南亚将持续受益于产业转移和劳动密集型企业的发展，预计未来GDP将保持高速增长，财富效应显著。叠加公司自身低价高质的博彩服务，以及给予中介人的高额佣金，长期来看公司的客户数量及单客消费额成长动力充足。同时公司的全新项目Naga三期正在建设中，计划2025年完工，建成后公司经营规模将翻倍。此外，公司还享受柬埔寨远低于澳门的博彩税率以及低廉的人力及土地建设成本，盈利能力行业领先。

投资建议：我们预测公司2020-2022年的归母净利润分别为0.3/3.0/4.3亿美元，同比增长-94%/876%/42%，对应EPS分别为0.01/0.07/0.10美元，EBITDA分别为1.6/4.4/5.7亿美元。我们基于港股同行估值，考虑到金界的成长性和经营模式的特点，给予金界控股10.8港元目标价，对应13倍的2021年EV/EBITDA，维持“买入”评级。

风险提示：疫情冲击超预期风险、东南亚大型赌场增加加剧竞争风险、柬埔寨政治风险、西哈努克港地区不规范的娱乐场对柬埔寨博彩业声誉带来负面影响风险、三期项目未来产生股份摊薄的风险。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万美元)	1,474	1,755	637	1,250	1,602
增长率 yoy (%)	54.2	19.1	-63.7	96.3	28.2
归母净利润(百万美元)	391	521	31	302	428
增长率 yoy (%)	53.1	33.5	-94.1	875.5	41.7
EPS 最新摊薄(美元/股)	0.09	0.12	0.01	0.07	0.10
净资产收益率(%)	25.4	29.1	2.1	17.5	23.1
P/E(倍)	12.9	9.7	162.7	16.7	11.8
P/B(倍)	3.3	2.8	3.5	2.9	2.7

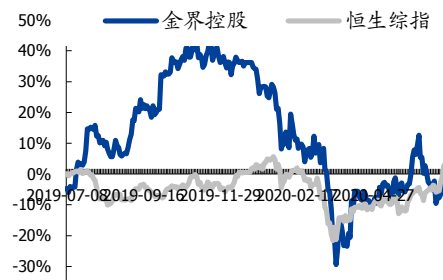
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入（维持）

股票信息

行业	海外
前次评级	买入
最新收盘价(港元)	9.36
总市值(百万港元)	406
总股本(百万股)	4341
其中自由流通股(%)	100
30日日均成交量(百万股)	3.3

股价走势



作者

分析师 郑泽滨

执业证书编号：S0680519050004

邮箱：zhengzebin@gszq.com

分析师 夏天

执业证书编号：S0680518010001

邮箱：xiatian@gszq.com

研究助理 刘澜

邮箱：liulan@gszq.com

相关研究

- 1、《金界控股(03918.HK)：有危才有有机，疫情扰动不影响中长期成长逻辑》2020-02-11
- 2、《上半年业绩表现良好，延续成长逻辑》2019-07-24
- 3、《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 (百万美元)						利润表 (百万美元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	512	456	307	634	613	营业收入	1474	1755	637	1250	1602
现金	317	273	209	425	427	营业成本	801	909	338	663	849
应收账款	117	127	32	146	121	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他应收款	0	0	0	0	0	营业费用	186	224	191	200	224
预付账款	0	0	0	0	0	管理费用	79	61	51	56	66
存货	2	3	0	4	3	财务费用	19	20	31	35	42
其他流动资产	76	53	65	59	62	资产减值损失	0	0	0	0	0
非流动资产	1455	1891	1809	1945	2073	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0	0
固定投资	1302	1681	1586	1561	1557	营业利润	389	541	26	296	421
无形资产	59	71	67	64	60	营业外收入	10	11	12	14	16
其他非流动资产	94	140	156	320	457	营业外支出	0	0	0	0	0
资产总计	1967	2347	2116	2578	2687	利润总额	399	552	39	311	437
流动负债	92	175	154	304	261	所得税	9	30	8	9	9
短期借款	10	13	85	101	118	净利润	391	521	31	302	428
应付账款	80	159	66	199	140	少数股东收益	0	0	0	0	0
其他流动负债	2	3	3	3	3	归属母公司净利润	391	521	31	302	428
非流动负债	335	384	511	553	578	EBITDA	512	676	163	439	570
长期借款	335	379	507	548	573	EPS (元/股)	0.09	0.12	0.01	0.07	0.10
其他非流动负债	0	5	5	5	5	主要财务比率					
负债合计	427	559	665	856	839	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	0	0	0	0	0	成长能力					
股本	54	54	54	54	54	营业收入 (%)	54.2	19.1	-63.7	96.3	28.2
资本公积	1487	751	751	751	751	营业利润 (%)	52.3	39.0	-95.1	1023.0	42.0
留存收益	736	984	996	1117	1288	归属母公司净利润 (%)	53.1	33.5	-94.1	875.5	41.7
归属母公司股东收益	1540	1788	1451	1722	1848	盈利能力					
负债和股东权益	1967	2347	2116	2578	2687	毛利率 (%)	45.7	48.2	47.0	47.0	47.0
现金流量表 (百万美元)						净利率 (%)	26.5	29.7	4.9	24.2	26.7
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	ROE (%)	25.4	29.1	2.1	17.5	23.1
经营活动净现金流	477	690	165	474	556	ROIC (%)	21.7	24.9	2.0	13.3	17.3
净利润	391	521	31	302	428	偿债能力					
折旧摊销	93	100	112	115	121	资产负债率 (%)	21.7	23.8	31.4	33.2	31.2
财务费用	19	20	31	35	42	净负债比率 (%)	1.9	6.6	26.4	13.0	14.3
投资损失	0	0	0	0	0	流动比率	5.6	2.6	2.0	2.1	2.3
营运资金变动	-90	93	-8	22	-36	速动比率	5.5	2.6	2.0	2.1	2.3
其他经营现金流	64	-44	-0	-0	-0	营运能力					
投资活动净现金流	-317	-424	-30	-250	-250	总资产周转率	0.9	0.8	0.3	0.5	0.6
资本支出	-154	-378	-10	-250	-250	应收账款周转率	13.5	14.4	8.0	14.0	12.0
长期投资	0	0	0	0	0	应付账款周转率	10.2	7.6	3.0	5.0	5.0
其他投资现金流	-163	-46	-20	0	0	每股指标 (元/股)					
筹资活动净现金流	104	-309	-199	-8	-303	每股收益 (最新摊薄)	0.09	0.12	0.01	0.07	0.10
短期借款	10	3	0	0	0	每股经营现金流 (最新摊薄)	0.09	0.17	0.04	0.11	0.13
长期借款	335	44	128	41	25	每股净资产 (最新摊薄)	0.35	0.41	0.33	0.40	0.43
普通股增加	0	0	0	0	0	估值指标 (倍)					
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/E	12.9	9.7	162.7	16.7	11.8
其他筹资现金流	-241	-356	-327	-50	-328	P/B	3.3	2.8	3.5	2.9	2.7
现金净增加额	264	-43	-64	215	3	EV/EBITDA	9.9	7.6	33.3	12.0	9.3

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

内容目录

1. 短期疫情已基本得到控制，旅游业开放可期	4
2. 公司商业模式优秀，中长期增长动力仍旧充足	5
2.1 享受东南亚市场高增长，Naga 三期建成后经营规模将翻倍	6
2.2 返佣高服务好，客户吸引力强	7
2.3 经营成本低，盈利能力优异	7
2.4 账上现金充裕，拥有较强抗风险能力	9
3. 盈利预测与估值	9
4. 风险提示	11

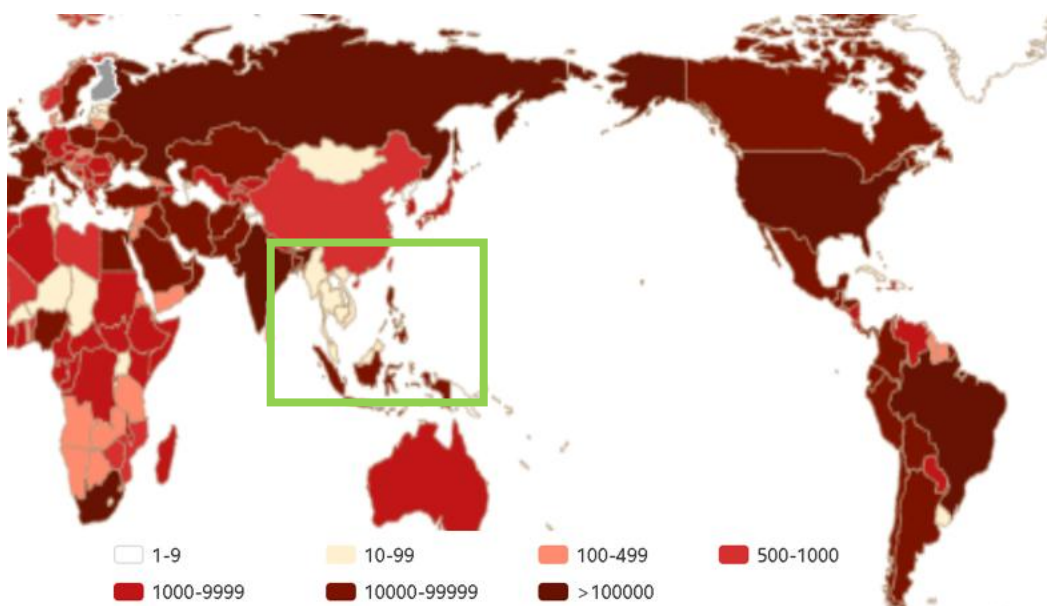
图表目录

图表 1: 东南亚地区新冠疫情现有确诊人数在全球处于较低水平	4
图表 2: 除菲律宾外，主要东南亚国家新冠疫情当日确诊人数已逐步得到控制（人/日）	4
图表 3: 东南亚六国最新防疫情况及出入境政策	5
图表 4: 东南亚各国 GDP 预计增速（单位：%）	6
图表 5: 金界博彩收入增长与澳门对比	6
图表 6: 金界娱乐城 Naga1-3 期项目情况	7
图表 7: 金界与澳门佣金制度对比	7
图表 8: 公司历年税收分类情况	8
图表 9: 公司历年税收总额及占和博彩毛收入比重	8
图表 10: 公司与澳门博彩业征税对比	8
图表 11: 公司 2019 年 EBITDA/收入与行业对比	9
图表 12: 公司 2019 年净利率与行业对比	9
图表 13: 博彩行业公司低收入下维持经营时间分析（万港元）	9
图表 14: 金界收入、息税折旧摊销前利润和净利润预测（百万美元）	10
图表 15: 上市博彩公司估值对比	10

1. 短期疫情已基本得到控制，旅游业开放可期

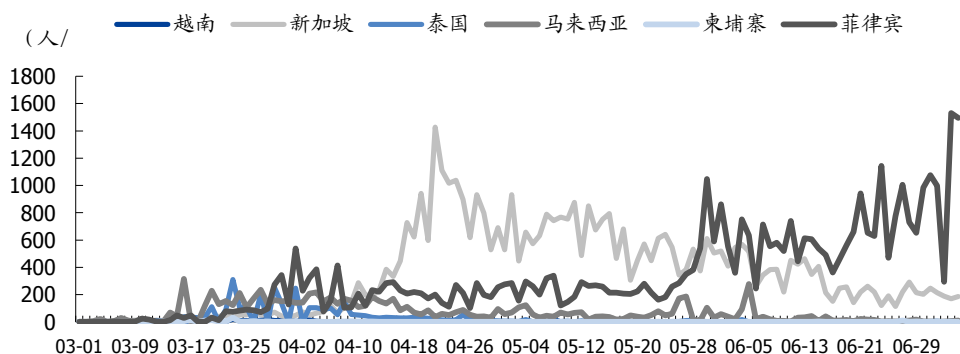
除菲律宾外其余主要东南亚国家疫情已基本得到控制，柬埔寨及越南新增确诊人数率先归零。就各国现有新冠确诊人数及每日新增确诊人数来看，柬埔寨、越南、泰国及马来西亚国内疫情基本已经得到控制，其中柬埔寨自6月30日起新增确诊人数已经归零，越南新增确诊人数自6月29日起已归零，马来西亚、泰国新增确诊人数也维持在个位数或低双位数，新加坡4月份曾经历一次疫情高峰，但6月中旬以来新增确诊人数已开始逐日降低，目前为200人左右/日，唯有菲律宾由于国内过早解封，疫情自六月初快速反弹，目前每日确诊人数仍接近1500人。

图表1：东南亚地区新冠疫情现有确诊人数在全球处于较低水平



资料来源：wind、国盛证券研究所（7月6日全球新冠疫情现有确诊人数）

图表2：除菲律宾外，主要东南亚国家新冠疫情当日确诊人数已逐步得到控制



资料来源：wind、国盛证券研究所

随疫情稳定，各国出入境限制正逐渐放宽，旅游业恢复可以期待。目前各国虽未对外开放旅游业，但出入境政策限制正在逐步放宽，未来对邻近的、疫情控制良好的国家例如中国开放旅游的可能性正在逐步加大。例如柬埔寨疫情程度较轻，目前仅有 10 例确诊，同中国良好的外交关系也使柬埔寨对中国游客重新开放可能性领先其他东南亚国家。

图表 3: 东南亚六国最新防疫情况及出入境政策

国家	现存确诊	最新防疫出入境政策	疫情形势分析
柬埔寨	10	柬埔寨宣布从 5 月 20 日起解除对意大利、法国、德国、伊朗、西班牙和美国 6 国旅游入境禁令，所有入境柬埔寨的人员，包括柬埔寨公民必须出示在出发前 72 小时内开具的未感染新冠肺炎的健康证明，并持有保额不少于 5 万美元的医疗保单，同时隔离观察 14 天。	柬埔寨疫情程度较轻，目前仅有 10 例确诊，同中国良好的外交关系也使柬埔寨对中国游客重新开放可能性领先其他东南亚国家，但仍需注意当地卫生条件以及境外输入防控措施完善程度。
越南	28	越南国营媒体引述越南总理阮春福谈话表示，越南计划对 30 天没有传出 2019 冠状病毒疾病病例的国家/地区恢复往来航班，包括台湾、日本、韩国、柬埔寨等可能优先入列。	越南防疫工作出色，本土风险已显著降低，主要观察动向是未来出入境宽松程度。
泰国	65	民航局 6 月 29 日发布关于“允许国际航班出入泰国的条件”公告，宣布自 7 月 1 日起有条件恢复国际航班通航。目前泰国允许入境的 11 类外国人，为外交、永居、泰国人配偶、持工作证、国际学生、特殊商务等人群，还未对广泛的游客开放。6 月 29 日，泰国旅游和体育部长表示，泰国将比原计划十月更早的开放旅游市场，预计将在今年八月左右开始迎接外国游客入境。	随着疫情形势逐渐缓和，泰国正在有条件逐步放开对外国人的入境限制。本土已 40 余天未发现确诊病例，但随着航空管制放开，境外输入防疫压力增大以及高密度旅游产业防疫措施是否到位是不小的挑战。
马来西亚	71	允许 4 大疫情绿区包括新加坡、文莱、新西兰与澳洲国民入境，无需接受筛检，并且不需要在饭店强制隔离 14 天。	马来西亚政府最近正在制定放宽旅游入境管制“绿区”，预计后续会逐步放开外国人入境管制，不过目前本土确诊未清零，且疫情出现小幅反复。
新加坡	4516	经新加坡有关部门批准，符合条件的“快捷通道”（目前仅限中新之间）短期访客可入境，其他外国籍短期访客仍不得入境。所有新加坡长期居留准证持有人仍须事先获得批准才可入境。如入境前在澳大利亚、文莱、中国（含港澳台）日本、澳门、新西兰、韩国和越南连续居留 14 天及以上的入境人员，可不必在指定设施居家隔离。	新加坡疫情反复，且最近爆发的登革热增大风险。旅游业短期内恢复的可能性不大。
菲律宾	32845	目前政府正在研究允许外国人入境的可能性，在旗舰项目工作的外国人、持有工作签证者和永久居民，如持有退休签和特别投资签证者将被考虑允许入境菲律宾。根据现有规定，只有回国的海外菲劳、菲公民及其配偶和家眷和外交使节被允许入境。	由于过早国内解封，菲律宾疫情快速反弹，5 日新增确诊人数创新高，且死亡率居高不下。旅游业回复仍需时日。

资料来源：wind、中新社、央视新闻、台湾中央社、经济日报、国盛证券研究所（确诊人数为 7 月 6 日数据）

2. 公司商业模式优秀，中长期增长动力仍旧充足

2.1 享受东南亚市场高增长，Naga 三期建成后经营规模将翻倍

受益于东南亚经济未来高增长，金界客户数量及消费水平预计将同步增加。受益于产业转移和劳动密集型企业的持续发展，东南亚 GDP 规模由 1990 年的 3743 亿美元增长至 2019 年的 29260 亿美元，1990-2019 年的 CAGR 达到 7.6%，2019 年柬埔寨 GDP 增速领先，达到 7.1%。根据 IMF 的世界经济展望，预计东南亚 2019-2024 年 GDP 仍将维持 5% 以上的增速，其中柬埔寨、越南、菲律宾未来的经济增速在 6% 以上，印度尼西亚与马来西亚经济增速在 5% 左右，均具备较大的增长潜力。未来金界将继续受益于东南亚高速增长的经济环境，贵宾客户及中场客户的数量及消费水平预计能够同步增长。

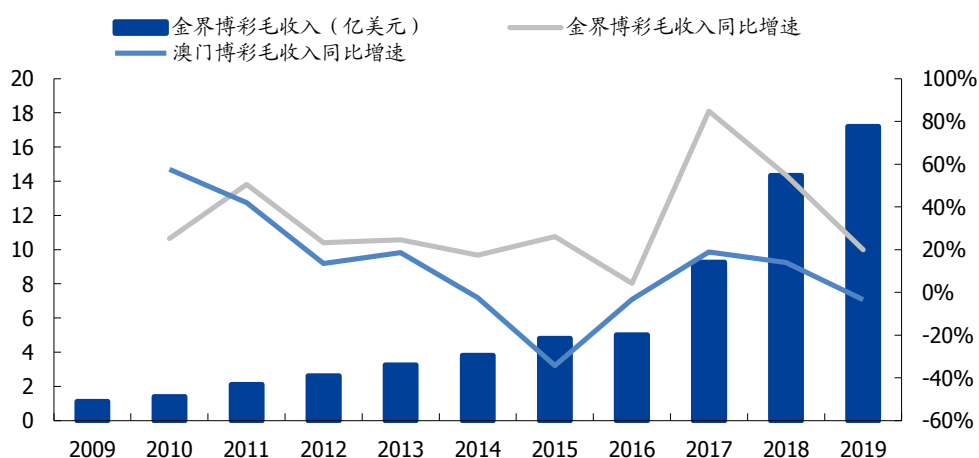
图表 4: 东南亚各国 GDP 预计增速 (单位: %)

国家	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
柬埔寨	7.1	6.7	6.6	6.4	6.2	6
越南	7	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5
菲律宾	6	6.6	6.7	6.7	6.8	6.8
印度尼西亚	5	5.2	5.2	5.3	5.3	5.3
东帝汶	5	4.8	4.8	4.8	4.8	4.8
老挝	4.7	4.8	4.8	4.8	4.8	4.8
马来西亚	4.3	4.8	4.8	4.8	4.8	4.8
泰国	2.4	3.5	3.5	3.5	3.6	3.6
新加坡	2.3	2.4	2.5	2.6	2.6	2.6

资料来源: IMF, 国盛证券研究所

金界处于高速增长通道，增速较澳门市场更加稳定。金界过去一直保持良好的成长记录，2014-2019 年博彩毛收入的复合增长率为 35%，尤其最近两年受益于金界二期建成，成长中枢上移，而澳门市场受内地反腐影响及自身资源限制，近五年复合增长率仅为 -4%。我们认为，未来随着产业转移，东南亚（尤其泰国、越南、柬埔寨）经济活动加强，地区经济仍会保持高增长，柬埔寨博彩业将能从中受惠，金界有良好的成长空间。此外，金界即将建成的俄罗斯项目以及规划中的金界三期将进一步推动收入外延式增长。

图表 5: 金界博彩收入增长与澳门对比



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

金界 Naga 三期正在建设中，建成后金界规模将翻倍。基于对柬埔寨经济强劲增长的预

期以及东南亚博彩需求旺盛，公司推出 Naga 三期项目，预计花 6 年建成，三期建筑面积高达 54 万平方米，由 3 座酒店、三层地下室和 11 层娱乐场组成，项目总投资 35 亿美元，预计建设拥有 3500 个房间，800 张赌桌，2500 个角子机，远超一、二期合计规模。假设三期达到计划规模，一至三期合计建面将达 77 万平方米，拥有超 1300 张赌桌、超 4300 台角子机以及超 5000 间客房，将进一步巩固公司亚洲地区综合博彩及娱乐度假村巨头的地位。

图表 6: 金界娱乐城 Naga1-3 期项目情况

	Naga1	Naga2	1、2 期合计	Naga3	1-3 期合计（约）
开业时间	2007 年	2017 年 11 月		待定	
建筑面积（平方米）	113307	118596	231903	544801	766872
赌桌（张）	325	175	500	800	1300
角子机（台）	1364	530	1894	2500	4394
房间（间）	755	903	1658	3500	5158

资料来源：公司公告，国盛证券研究所，其中 Naga 3 期赌桌与角子机及客房为计划数

2.2 返佣高服务好，客户吸引力强

金界主打东南亚客户，贵宾服务门槛更低，与澳门非正面竞争。贵宾业务为金界主要收入来源，客户群中超过一半为东南亚贵宾客户，其中泰国、印度尼西亚等国家的客户增长很快，与澳门主打大陆及香港的客户群有所差异。同时，与澳门相比，金界享受贵宾服务的门槛更低，相同的转码额，在澳门可能只能享受中端贵宾服务，在金界却能成为顶级贵宾。我们认为将会有越来越多的赌客处于新鲜感或追求更好的体验而尝试澳门以外的其他赌场，金界将能从中分一杯羹。金界从 2013 年开始引入来自澳门的中介人协助开拓国内市场，挖掘这一部分外溢的需求。目前公司海外 VIP 贵宾厅客户主要由 5 个东南亚的中介人和 5 个澳门中介人（太阳城、德晋、广东集团等）招徕客户。

金界给予中介人的佣金远高于澳门，更有助于激励中介人引进贵宾客户。公司给予海外中介人的佣金为毛收入的 70%，而澳门的佣金上限法例规定各赌场给予博彩中介人的最高佣金提成是转码金额的 1.25%，以净赢率 3% 计算，佣金上限约为毛收入的 42%，相比之下，金界对于海外中介人的分成远远高于澳门的佣金水平，对澳门中介人来说极具吸引力，将持续吸引澳门中介人向金界输送更多客户。

图表 7: 金界与澳门佣金制度对比

佣金制度	中介人佣金提成方法	占转码 (1)	贵宾业务胜率（约 3%） (2)	占贵宾业务毛收入 (1) / (2)
金界海外	按毛收入 70%	2.1%		70%
澳门	按转码 1.25%	1.25%		42%

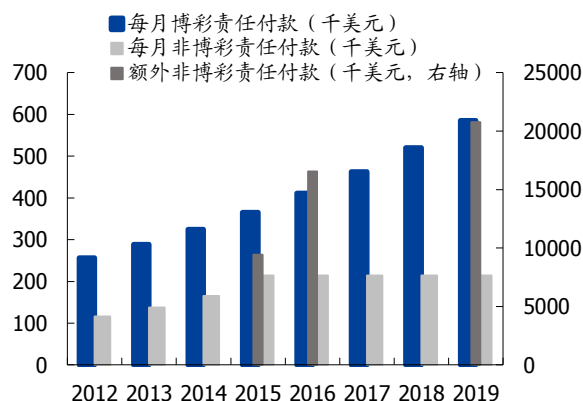
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

2.3 经营成本低，盈利能力优异

公司目前税收成本远低于澳门同行，即使未来调整税收政策，仍具有较大优势。澳门的博彩公司需就博彩毛收益支付 35% 的博彩税，同时需额外支付博彩毛收益的 4% 作为公

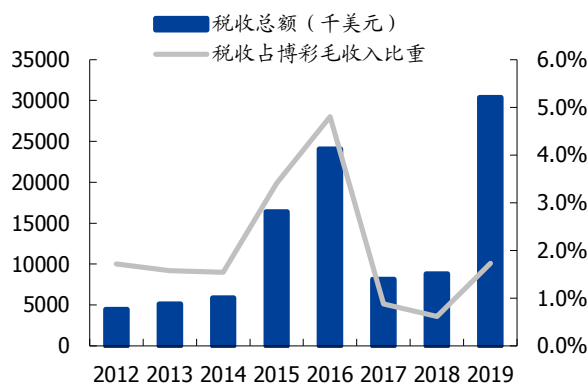
众发展及社会相关贡献，合计博彩税率高达 39%。而 2019 年金界支付的税金总额仅占博彩收入的 1.7%，远远低于澳门同行。由于金界的收入增长远高于当时订立的税收上涨水平，金界上缴政府的税收占营收比下降到极低水平。未来柬埔寨政府可能会考虑改变税制，收取基于博彩收入毛收入 5% 博彩税，但尽管如此，柬埔寨的博彩税比起澳门 39% 的博彩税依然有明显的优势。对于非博彩业务，由柬埔寨经济及财政部征收定额的“非博彩责任付款”，包括多种其他税项如薪俸税、附加福利税、预扣税、增值税、专利税等等，此项税收目前享受政策优惠暂不收取，未来非博彩收入的税收可能改为税前利润的 20%。

图表 8: 公司历年税收分类情况



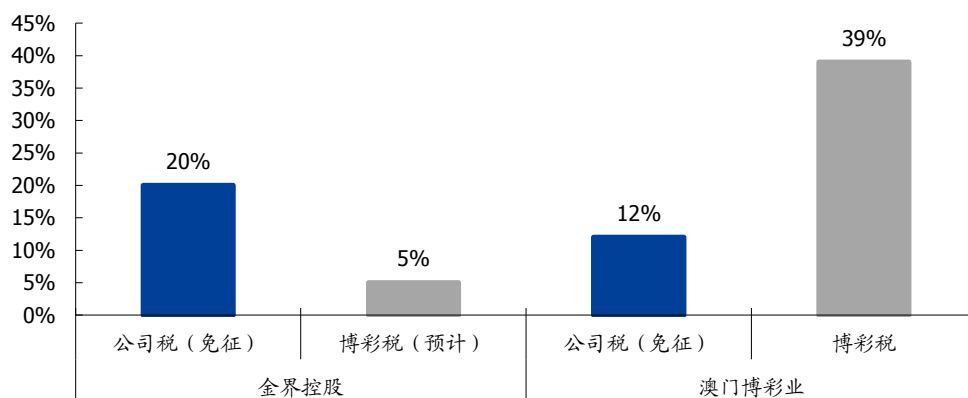
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 9: 公司历年税收总额及占博彩毛收入比重



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

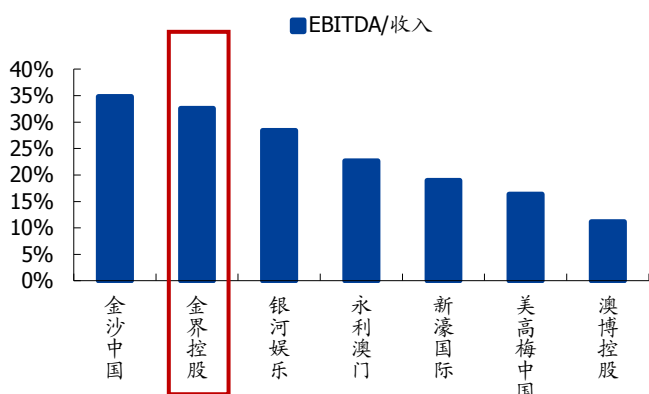
图表 10: 公司与澳门博彩业征税对比



资料来源: 公司公告, 目前澳门和柬埔寨对博彩公司免征公司税, 国盛证券研究所

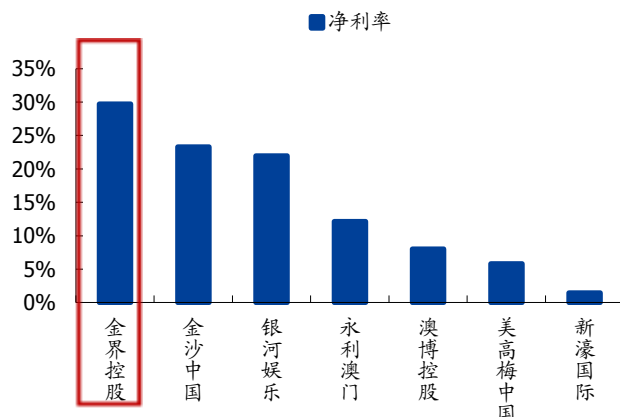
公司位处柬埔寨，相较澳门营运成本低，盈利能力强。除博彩税率低，金界也享受到了柬埔寨相对低廉的人力、建设等各类营运成本，以人力成本为例，2018 年金界员工薪酬为每人每月 900 美元，远低于澳门博彩业每月 2941 美元的雇员薪资。金界 2019 年息税摊销折旧前利润率 32.1%，净利润率高达 29.7%，均处于行业领先水平，盈利能力强。

图表 11: 公司 2019 年 EBITDA/收入与行业对比



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所 (收入为各公司扣税前毛收入)

图表 12: 公司 2019 年净利率与行业对比



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所 (收入为各公司扣税前毛收入)

2.4 账上现金充裕, 拥有较强抗风险能力

公司账上现金充裕, 极限情况能维持至少 31 个月的运营开支, 对比同业抗风险性强。金界按政府规定, 从 4 月 1 日起关闭所有赌场, 到 7 月 8 日重开。虽然公司的博彩业务在 2 季度零收入, 但是财务状况要优于大多数澳门同行, 至 5 月末现金及存款 5.3 亿美元。按照一季度每月平均必须支出 1710 万美元 (包括营运成本 1390 万美元及利息开支 320 万美元) 计算, 公司能支持 31 个月的运营。如果即使考虑正常资本开支, 公司在不新增借贷的情况下, 也能维持 10 个月的经营。

图表 13: 博彩行业公司低收入下维持经营时间分析 (万港元)

	每月营运成本 ①	每月利息开支 ②	正常情况下每月 资本支出③	现金及存款	现金及存款/ (①+②)	现金及存款/ (①+②+③)
金界控股	10,842	2,496	28,600	411,138	30.8	9.8
金沙中国	85,800	19,500	50,700	624,780	5.9	4.0
银河娱乐	65,520	-10,000	34,320	5,190,000	93.5	57.8
美高梅中国	31,880	7,970	10,720	205,200	5.1	4.1
永利澳门	58,500	11,681	17,875	1,333,800	19.0	15.1
澳博控股	45,000	5,000	45,847	1,210,000	24.2	12.6

资料来源: 各公司公告、国盛证券研究所

公司已成功以较低利率发行优先票据, 体现了市场对于公司的经营信心。公司在 6 月 24 日发行了 2024 年到期的本金为 3.5 亿美元的优先票据, 用于置换 2018 年发行的 3 亿美元优先票据负债的未偿还部分, 在疫情下发行利率为 7.95%, 低于之前的发行利率 9.375%, 体现了市场对金界经营的信心。同时大股东也参与认购了其中 4500 万美元票据。

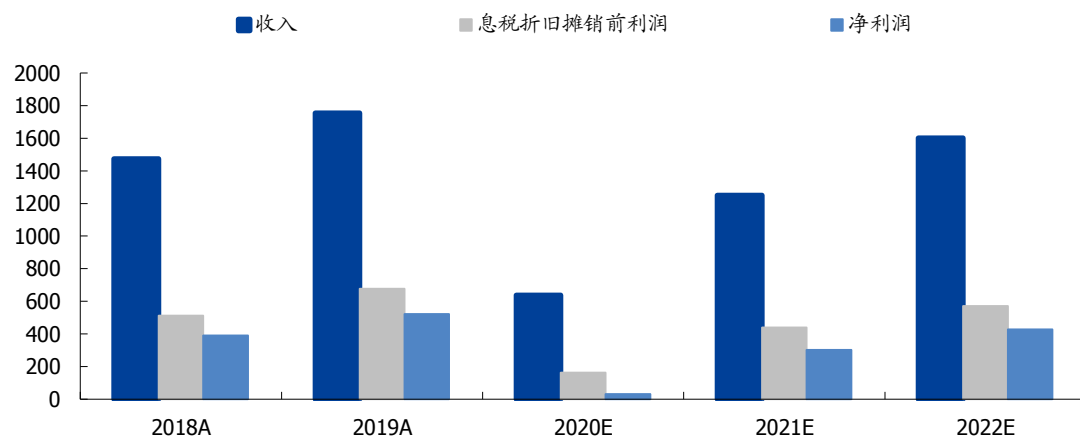
3. 盈利预测与估值

收入预测: 公司今年 2 季度接近零收入, 7 月 8 日贵宾业务/角子机业务重开以后, 预计

3 季度投注额能分别恢复到去年同期 20%/20%左右水平，四季度则能恢复到 35%/30% 水平。假设疫情持续蔓延且无有效治疗措施，我们预测公司 2021-2022 年贵宾/中场/角子机业务分别恢复到 2019 年 70%/65%/65%和 91%/83%/75%水平。

利润率预测：公司疫情期间仍有不少刚性费用，最低营运开支 1840 万美元（包括营运成本 1390 万美元、利息开支 320 万美元、及维护性资本开支 130 万美元），预料全年净利率从 2019 年的 29.7%下跌到 4.9%，EBITDA 利润率从 2019 年的 39%下跌到 26%，未来两年随着收入恢复利润率逐步回归到正常水平附近。

图表 14：金界收入、息税折旧摊销前利润和净利润预测（百万美元）



资料来源：公司公告、国盛证券研究所

估值分析：我们预测公司 2020-2022 年的收入分别为 6.4/12.5/16.0 亿美元，同比增长 -63.7%/96.3%/28.2%，2020-2022 年的归母净利润分别为 0.3/3.0/4.3 亿美元，同比增长 -94%/876%/42%，对应 EPS 分别为 0.01/0.07/0.10 美元，EBITDA 分别为 1.6/4.4/5.7 亿美元。我们基于港股同行估值，考虑到公司的成长性和经营模式的特点，给予金界控股 10.8 港元目标价，对应 13 倍的 2021 年 EV/EBITDA，维持“买入”评级。

图表 15：上市博彩公司估值对比

股票代码	股票名称	最新股价 (港元)	市值(亿港元)	PE			EV/EBITDA		
				2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
1128 HK Equity	永利澳门	15.94	828.40	19.6	-	18.0	19.6	36.36	11.71
200 HK Equity	新濠国际	19.86	300.67	47.6	-	26.5	47.6	24.28	6.92
27 HK Equity	银河娱乐	51.80	2244.44	19.1	85.7	20.6	19.1	41.28	14.79
1928 HK Equity	金沙中国	36.90	2984.20	21.3	308.7	16.0	21.3	35.58	11.43
880 HK Equity	澳博控股	7.86	445.20	15.7	-	23.3	15.7	58.64	10.30
2282 HK Equity	美高梅中国	12.48	474.24	25.0	-	18.0	25.0	49.09	10.84

资料来源：Bloomberg，国盛证券研究所，截至 2020 年 7 月 7 日收盘（“-”表示 PE 值为负）

4. 风险提示

疫情冲击超预期风险：短期内，疫情和出入境限制是公司博彩收入的最大影响因素，目前柬埔寨国内疫情已得到一定控制，但海外情形仍然相对严峻，若疫情未来出现反复，将再一次对柬埔寨旅游业及公司经营造成冲击。

东南亚大型赌场增加竞争加剧风险：虽然东南亚的博彩市场快速成长，目前仍然是一片蓝海，但区内越来越多的企业关注到博彩业的投资机遇，新濠博亚、金沙等大型集团公司已经在东南亚拥有自己的赌场，随着更多的投资涌入，预料竞争将会逐步升温。

柬埔寨政治风险：洪森在柬埔寨已经执政 34 年，通过强势管治维持着柬埔寨的稳定。洪森现年 67 岁，未来随着其年龄增长，政权更迭的不确定性增加。

西哈努克港地区不规范的娱乐场对柬埔寨博彩业声誉带来负面影响风险：西哈努克城位于柬埔寨南部沿海，是柬埔寨最大的海港和海滨旅游度假胜地。近年来由于低端劳动力和非法移民大量增加，西哈努克的博彩业也在快速增长，部分娱乐场还经营跨国网上赌博。柬埔寨政府目前对这些非正规赌场并无严令禁止，这些赌场经营方式粗放，偶尔会产生一些负面新闻，有可能对柬埔寨博彩业带来负面声誉。

未来金界三期注入会摊薄现有股本：金界三期有 50% 权益由大股东出资兴建，未来会重新被注入到上市公司中。从目前来看，以 12 港元转股报价合理，但未来若股价大幅上涨，大股东以较低价格转股可能会引起市场的担忧。

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

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

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

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