

金界控股 (3918 HK)

柬埔寨旅游概念股，新赌场即将开幕

- ❖ **柬埔寨首都的独家赌场营运场。**金界于柬埔寨首都金边经营金界娱乐城(NagaWorld)，于1995-2035年拥有金边方圆200公里地区之独家博彩经营权。柬埔寨经济高速增长，过去三年GDP增长保持于7.0%-7.1%，而根据IMF预测，由2017-2020年GDP年均复合增长达6.7%，且通胀平稳，料保持于3.0-3.1%（图5）。
- ❖ **受惠中国游客大幅增长。**柬埔寨之经济高增长、政局稳定、交通改善，近年来吸引外国直接投资及游客显著增长，尤其来自中国。中国之“一带一路”政策，正带动大量商务旅客到柬埔寨。今年1-5月份，中国游客同比大增36%至441,070人次，占总游客量之19.3%，超过越南成为最大游客来源地（图6）。交通方面，来往大中华及柬埔寨的直航飞机班次由2013年12年之每周61班，激增到2017年7月之163班。
- ❖ **新赌场 Naga2 第四季开幕。**金界的新赌场 Naga2 计划于今年第四季开幕，将令金界的赌桌及酒店房倍增。Naga2 与 NagaWorld 仅一街之隔，提供850间酒店客房、38间贵宾博彩套房、200张以上大厅赌桌、100张以上贵宾赌桌、2,500台以上电子博彩机、10个餐饮设施、可容纳约2,000座位的多用途娱乐/剧院设施。截至6月30日，NagaWorld 有700间酒店客房、239张赌桌、1,660台电子博彩机。
- ❖ **股权摊薄忧虑减退。**金界于3月28日公布，大股东兼行政总裁 Dr. Chen 建议悉数转换其持有之 TSLCK 综合设施可换股债券，但不打算同时转换 NagaCity 步行街可换股债券。若分别悉数转换两批可换股债券，将令公众持股量由现时61.02%摊薄至30.17%。该项公布后，公司股价于其后两个半月下挫25%，我们认为这是反映公众股权被大幅摊薄的忧虑。6月23日，公司公布 Dr. Chen 建议同时转换两批可换股债券，意味造成的摊薄效应将较小（公众持股将变为34.58%）。摊薄忧虑因此减退，股价大幅反弹近40%。
- ❖ **估值偏低。**金界现时估值较本身往绩及澳门同业均有重大折让。根据彭博综合预测，金界之预测 EV/EBITDA 仅4.5倍，约相当于五年平均减一个标准差（图4）。与本港上市之澳门博彩股平均比较，金界过往五年的预测市盈率折让40%、EV/EBITDA 折让47%，现时之折让分别扩阔至50%及69%。

财务资料

(截至12月31日)	FY12A	FY13A	FY14A	FY15A	FY16A
营业额(百万美元)	278.8	344.9	404.3	503.7	531.6
净利润(百万美元)	113.1	140.3	136.1	172.6	184.2
每股盈利(美仙)	5.43	6.28	5.96	7.58	7.89
每股盈利变动(%)	22.9	15.7	(5.1)	27.2	4.1
市盈率(x)	11.2	16.8	13.7	8.3	7.1
市帐率(x)	3.14	4.01	2.97	2.09	1.14
股息率(%)	6.4	4.1	5.1	7.3	6.3
权益收益率(%)	30.0	28.0	22.2	26.3	19.0
净财务杠杆率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：彭博及招银国际研究

未评级

当前股价 HK\$4.77

苏沛丰, CFA

电话: (852) 3900 0857

邮件: danielso@cmbi.com.hk

博彩行业

市值(百万港元)	11,734
3月平均流通量(百万港元)	27.1
52周内股价高/低(港元)	6.14/3.29
总股本(百万股)	2,460

资料来源：彭博

股东结构

Dr. Chen Lip Keong	38.98%
自由流通	61.02%

资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	44.1%	40.6%
3-月	11.7%	0.6%
6-月	8.7%	-8.2%

资料来源：彭博

股价表现

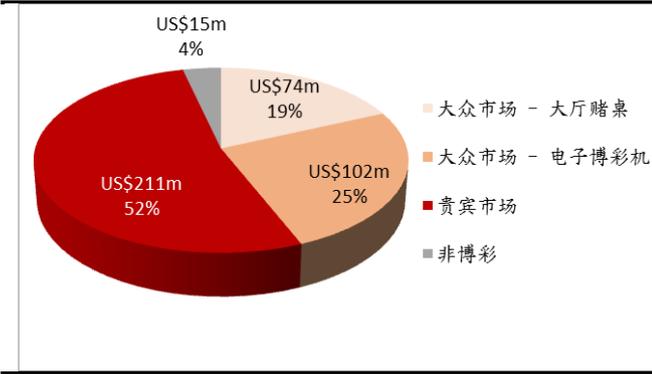


资料来源：彭博

审计师：香港立信德豪

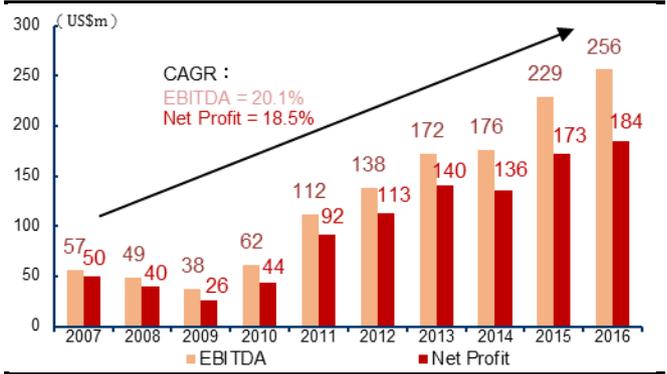
公司网站：www.nagacorp.com

图 1: 2017 上半年收入分布



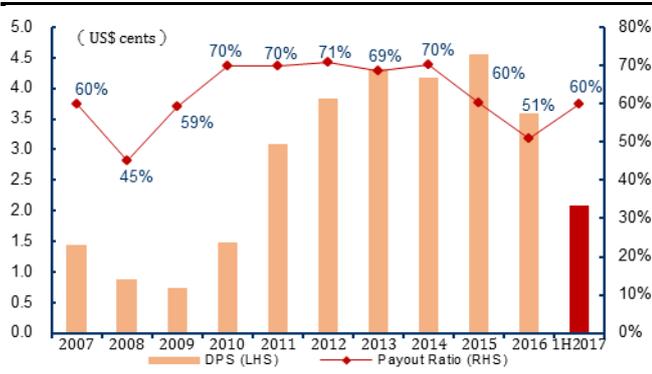
资料来源: 公司及招银国际研究

图 2: EBITDA 及净利润增长



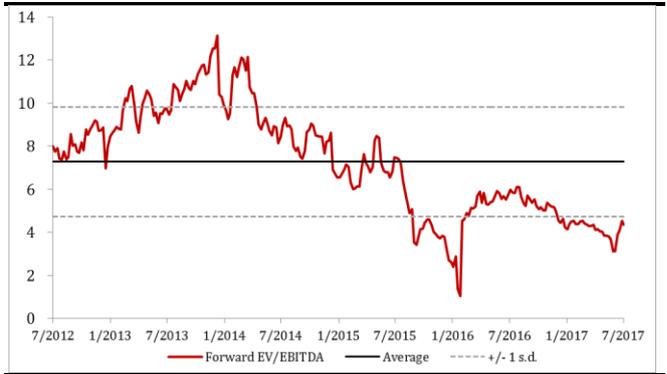
资料来源: 公司及招银国际研究

图 3: 股息



资料来源: 公司及招银国际研究

图 4: 综合市场预期 EV/EBITDA



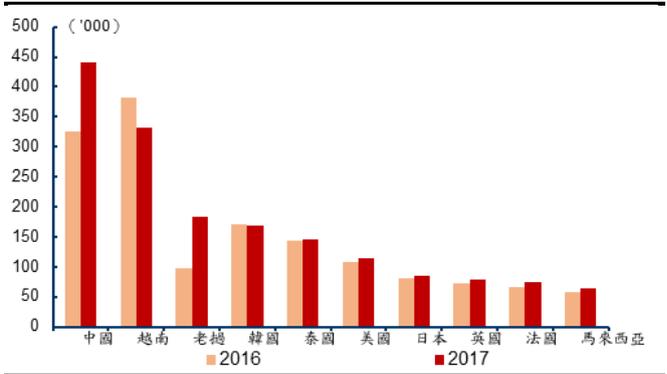
资料来源: 彭博及招银国际研究

图 5: 柬埔寨经济增长及通胀



资料来源: IMF 及招银国际研究

图 6: 2017 年 1-5 月柬埔寨之游客十大来源地



资料来源: 柬埔寨旅游局及招银国际研究

图 7: 同业比较

公司	代码	收市价 (港元)	市值 (亿港元)	市盈率(倍)		市帐率(倍)		EV/EBITDA(倍)		股本回报率(%)		股息率(%)	
				FY17E	FY18E	FY17E	FY18E	FY17E	FY18E	FY17E	FY18E	FY17E	FY18E
金界控股	3918 HK	4.77	117	12.2	9.5	1.81	1.58	4.5	3.2	17.4	19.0	5.2	6.6
金沙中国	1928 HK	35.10	2,834	23.2	20.9	7.84	8.56	16.1	14.9	33.0	40.5	5.8	5.8
银河娱乐	27 HK	45.85	1,962	24.6	22.6	3.87	3.43	14.9	14.0	16.0	15.7	1.2	1.3
永利澳门	1128 HK	16.96	881	25.5	20.2	30.0	26.3	15.7	14.1	124	139	3.5	4.5
美高梅中国	2282 HK	15.72	597	24.5	18.1	7.38	6.22	16.1	11.3	31.4	35.3	1.5	3.0
澳博控股	880 HK	7.82	442	24.9	28.2	1.80	1.77	9.6	8.2	6.9	6.0	2.3	2.0
澳门博彩股平均				24.5	22.0	10.2	9.2	14.5	12.5	42.3	47.3	2.9	3.3

资料来源: 彭博及招银国际研究

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址：香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 电话：(852) 3900 0888 传真：(852) 3900 0800

招银国际证券有限公司（“招银证券”）为招银国际金融有限公司之全资附属公司（招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司）

重要披露

本报告期内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视作证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5)条之人士及(II)属金融服务令第 49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。