

個股研究

17/5/2017

金界控股(3918.HK)

業務漸上軌道；首予「中性」評級

到訪柬埔寨的旅遊人次不斷上升—到訪柬埔寨的旅遊人次由 2011 年的 288 萬人次，大升至 2016 年的 501 萬人次，主要因來自越南、中國、泰國及老撾的旅客人次增長所致。於 2016 年，越南為最大旅遊人次來源國，達 96 萬人次，而中國為第二大旅遊人次來源國，數字按年升 19.5% 至 83 萬人次。

振興旅遊業帶動大眾市場—柬埔寨旅遊部預期，到 2020 年，將有約 700 萬旅客到訪柬埔寨，當中中國旅客將增加至 200 萬人，佔比將提高至近三成。集團與柬埔寨旅遊部合作成立柬埔寨海外旅遊委員會，目的為振興旅遊業，以及吸引更多中國遊客。隨著當地旅遊業的持續發展，到訪遊客增加，預期集團的大眾市場將可受惠。

貴賓市場漸上軌道—過去多年金界一直透過付出較優厚的佣金，以吸引中介人帶更多賭團到金界賭場。集團的策略於過去三年已取得一定成效，貴賓業務漸上軌道，相信往後集團貴賓市場的收入佔比可望提升。集團最新公布截至 2017 年 3 月 31 日止第一季度的營運數字亦顯示貴賓業務進一步向好，泥碼數按年增長逾三成。

行使可轉換股債券換股權—集團大股東兼行政總裁 Dr. Chen 將行使 TSLCK 綜合設施可換股債券的換股權。由於換股價與現價有一定折讓，換股完成後，Dr. Chen 有機會出售其部分持股套現，股價表現或會因而受到影響。

投資策略—綜合上述因素，我們首次給予金界「中性」評級，及目標價 4.31 元(以市盈率(P/E)估值方法計算)。以 2017 年 5 月 16 日收市價每股 4.14 元計算，潛在升幅為 4.1%。由於潛在升幅不算大，建議投資者宜先觀望或持有(如有)股份。

主要財務指標

截至 12 月 31 日止年度	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
收入(千美元)	344,946	404,298	503,655	531,558
毛利(千美元)	248,551	272,694	327,811	366,844
股東應佔溢利(千美元)	140,290	136,086	172,623	184,159
每股基本盈利(美仙)	6.28	5.96	7.58	7.89
每股股息(美仙)	4.31	4.18	4.56	3.59
收入年增長率	23.74%	17.21%	24.58%	5.54%
毛利率	72.1%	67.4%	65.1%	69.0%
市盈率(倍)	8.47	8.93	7.02	7.56
市賬率(倍)	2.02	1.93	1.76	1.05
股東權益回報率	23.4%	21.8%	25.1%	14.7%
普通股派息比率	70.0%	70.0%	60.0%	45.1%

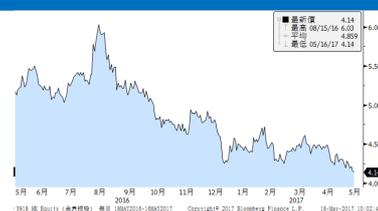
中性(首予評級)
目標價 4.31 元

上日收市價 4.14 元

公司簡介

集團主要管理及經營位於柬埔寨首都金邊，名為「NagaWorld」的酒店及賭場娛樂城。

過去一年股價走勢



表現(%)	1 個月	半年	1 年
3918.HK	-7.8	-13.0	-19.8
恒指	4.4	13.8	25.9

資料來源：彭博

主要公司數據

52 周股價範圍	4.07 元 - 6.14 元
市值	100.9 億
已發行股數	24.60 億
自由流通股數佔比	61.02%
每股帳面淨值(按 1 元美元兌 7.78 港元的匯率兌換)	3.96 元

資料來源：彭博

Felix Ip
 +852 2500 9222
 felix_ip@chiefgroup.com.hk

Isaac Liu
 +852 2500 9248
 isaac_liu@chiefgroup.com.hk

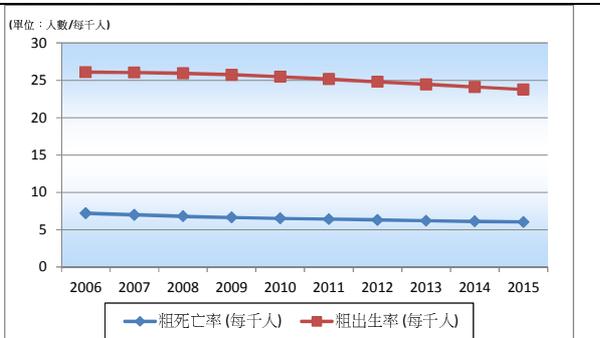


柬埔寨宏觀經濟分析

柬埔寨的粗死亡率及粗出生率皆有所下跌(見圖表 1)。據世界銀行數字, 柬埔寨的粗死亡率由 2006 年每千人 7.2 個, 下跌至 2015 年每千人 6.0 個; 而粗出生率則由 2006 年 26.1 個, 下跌至 2015 年 23.8 個。粗死亡率及粗出生率的差距收窄, 惟粗出生率仍然遠高於粗死亡率, 帶動柬埔寨人口增長。

柬埔寨整體人口不斷增長, 而城市人口的佔比愈來愈大(見圖表 2)。據世界銀行數字, 柬埔寨整體人口由 2006 年的 1,353 萬人, 以複合年增長率 1.6%, 增長至 2015 年的 1,558 萬人; 而當中城市人口佔總人口的比例, 由 2006 年的 19.3%, 擴大至 2015 年 20.7%。

圖表 1：柬埔寨粗死亡率及粗出生率



資料來源：世界銀行及致富資料研究部

圖表 2：柬埔寨人口



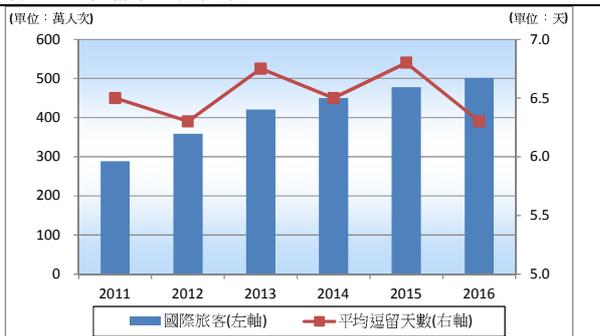
資料來源：世界銀行及致富資料研究部

據柬埔寨旅遊部的 2016 年旅遊統計報告, 到訪柬埔寨的旅遊人次(見圖表 3)由 2011 年的 288 萬人次, 大升至 2016 年的 501 萬人次, 當中的複合年增長率為 6.3%。期內, 到訪柬埔寨的旅遊人次上升, 主要由於來自越南、中國、泰國及老撾的旅客人次的增長所致; 期內, 來自越南、中國、泰國及老撾的旅客人次的複合年增長率分別為 5.1%、14.4%、14.6%及 12.4%。

於 2016 年, 越南為最大旅遊人次來源國, 達 96 萬人次, 按年下跌 2.8%, 並佔總旅客人次 19.1%, 而中國為第二大旅遊人次來源國, 按年上升 19.5%至 83 萬人, 佔總旅客人次 16.6%(見圖表 4)。

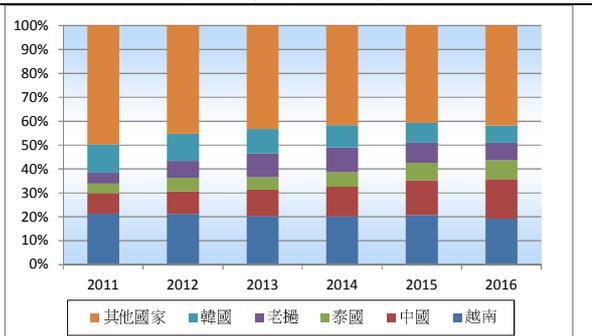
到訪柬埔寨的旅客的平均逗留天數(見圖表 3), 於 2006 年至 2016 年期間大致為 6.3 至 6.8 天左右, 變動不大。另外, 受旅客人次增加所帶動, 柬埔寨的酒店客房平均使用率由 2006 年的 54.8%, 增長至 2015 年的 70.2%。

圖表 3：柬埔寨旅遊人次



資料來源：柬埔寨旅遊部及致富資料研究部

圖表 4：柬埔寨旅客比例(按國家分類)



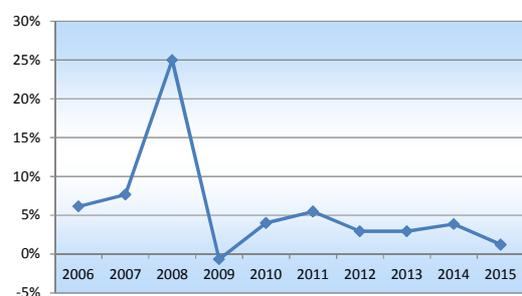
資料來源：柬埔寨旅遊部及致富資料研究部



柬埔寨近期通脹處於合適水平(見圖表 5)。據柬埔寨國家銀行,2015 年柬埔寨通脹率為 1.2%,低於 2014 年的 3.9%。據金邊晚報引述當地銀行業內人士指出,柬埔寨年通脹率處於低水平,利好柬埔寨經濟發展;他們指柬埔寨 2015 年通脹率低主要受惠於主要貨物價格下跌,例如國際市場上的生油、鐵礦等其他原料價格下降,令生產成本下跌。

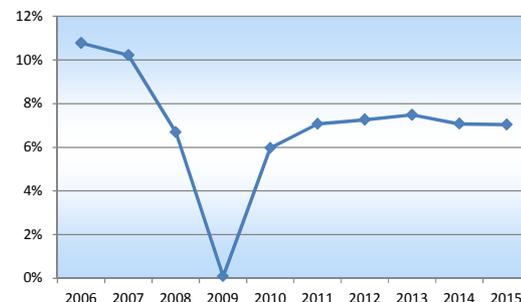
據世界銀行數字,柬埔寨的年度 GDP 增長由 2006 年的 10.8%,急挫至 2009 年的 0.1%,主要因 2008 年是柬埔寨政府換屆大選,出現多項政策變動,加上 2008 年下半年開始出現環球金融危機,影響外資投入於柬埔寨發展經濟所致;2010 年,世界經濟逐步復蘇,而新興市場的反彈較成熟國家為大,柬埔寨年度 GDP 年急升至 6.0%;於 2011 年至 2015 年,柬埔寨的年度 GDP 增長保持於略高於 7%的水平。

圖表 5：柬埔寨年通脹率



資料來源：柬埔寨國家銀行及致富資料研究部

圖表 6：柬埔寨 GDP 年增長率



資料來源：世界銀行及致富資料研究部

柬埔寨銀行業及金融機構的存款總額及存款人數皆有上升趨勢。據柬埔寨國家銀行年度報告,柬埔寨銀行業及金融機構的存款總額由 2006 年的不足 10 兆里耳,上升至 2015 年的 51.6 兆里耳,主要由於國民收入增加,加上柬埔寨的銀行體制及建設愈趨成熟,國民對銀行更加信任及更易得到銀行服務所致;而存款人數則由 2006 年的約 50 萬人,增加至 2015 年的約 400 萬人。

另外,柬埔寨銀行業及金融機構的貸款總額及貸款人數皆有上升趨勢。據柬埔寨國家銀行年度報告,柬埔寨銀行業及金融機構的貸款總額由 2006 年的不足 5 兆里耳,上升至 2015 年的 61.6 兆里耳,主要由於存款增長讓銀行業及金融機構得到更大空間貸出款項,加上隨著經濟發展,柬埔寨的投資機會及資金需求有所增長所致;而貸款人數則由 2006 年的不足 100 萬人,增加至 2015 年的約 250 萬人。

圖表 7：柬埔寨銀行業及金融機構的存款及貸款數據



資料來源：柬埔寨國家銀行及致富資料研究部



金界業務簡介

金界控股的主要業務是管理及經營位於柬埔寨首都金邊，名為「NagaWorld」的酒店及賭場娛樂城(見圖表 8)。NagaWorld 於 2003 年落成，集團現時持有的賭場牌照可經營至 2065 年，為期七十年。集團亦享有在金邊市方圓 200 公里範圍(東越邊境地區、Bokor、Kirirom Mountains 及 Sihanoukville 除外)內至 2035 年屆滿，為期四十一年之獨家賭場經營權。

NagaWorld 佔地約 100 萬平方呎，擁有大約 700 間套房，截至 2016 年 12 月 31 日，NagaWorld 的大眾及貴賓博彩廳共擁有 241 張賭桌及 1,648 台博彩機，博彩遊戲包括百家樂、廿一點、德州撲克、輪盤及骰寶等。

隨著到訪柬埔寨的旅客與日俱增，集團近年積極擴展業務以滿足更多的需求。集團於 NagaWorld 毗鄰發展 NagaCity 步行街及 Naga2 兩個新項目(見圖表 9-11)，NagaCity 步行街是一個免稅購物商場，已於去年 8 月開業；Naga2 則是一個建築面積與 NagaWorld 相若的酒店及賭場項目，約有 1,000 間客房及兩百多張賭桌，預期將於今年內開幕。

圖表 8：NagaWorld



資料來源：公司網站

圖表 9：NagaCity 步行街及 Naga2



資料來源：公司網站

圖表 10：NagaCity 步行街



資料來源：公司年報

圖表 11：Naga2

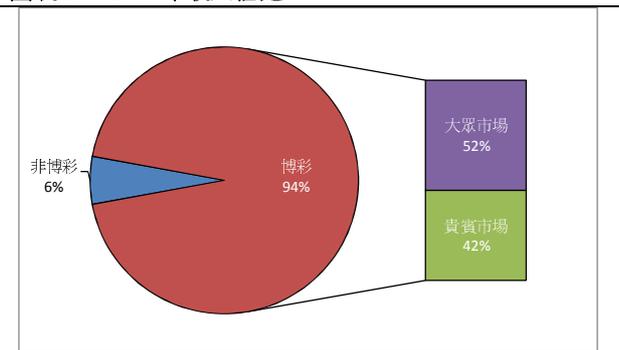


資料來源：公司網站



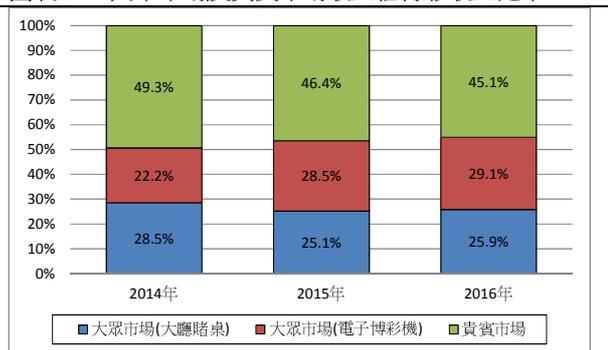
根據集團 2016 年年報，集團的收入大部份來自博彩業務，大眾及貴賓市場收入共佔總收入約 94%，非博彩業(包括酒店、餐飲及娛樂業務)則約佔 6%(見圖表 13)。博彩業務中，較多收入是來自大眾市場，而該市場的佔比近年更有逐漸擴大的趨勢。從圖表 14 所見，大眾市場(包括大廳賭桌及電子博彩機)收入佔比由 2014 年的 50.7% 上升至 2016 年的 54.9%，可見集團業務較側重於大眾市場。

圖表 13：2016 年收入佔比



資料來源：公司年報及致富資料研究部

圖表 14：大眾市場及貴賓市場收入佔博彩收入比率



資料來源：公司年報及致富資料研究部



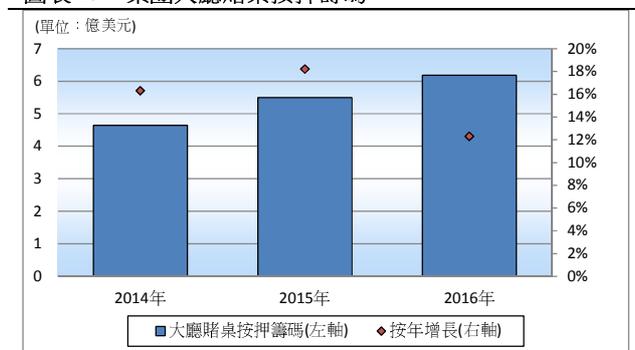
主要股價推動因素

振興旅遊業帶動大眾市場

上文提到集團的收入有逾半來自大眾市場業務，由於大眾市場的賭客多數是一般旅客，因此到訪柬埔寨的旅客人數多寡對集團的業務有一定程度的影響。根據集團 2016 年年報，去年大廳賭桌按押籌碼及電子博彩機投入金額按年分別增長 12.3% 及 9.4% (見圖表 15-16)，集團管理層亦將上述增長歸功於柬埔寨的訪客數目上升帶動 NagaWorld 訪客增加。

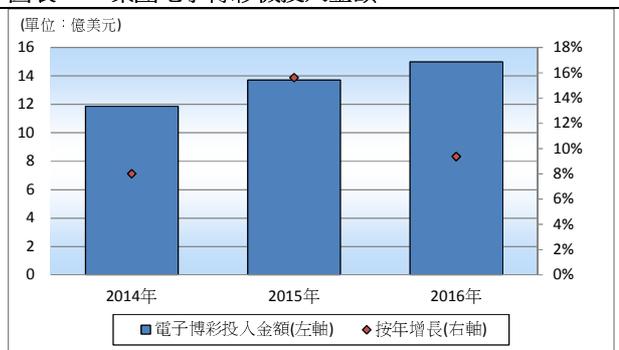
過去多年，到訪柬埔寨的遊客人次持續上揚，根據柬埔寨旅遊部，2016 年國際遊客造訪人次按年增加 5.0% 至 501 萬人 (見圖表 17)，當中到訪旅客最多的三個國家分別為越南 (佔 19.1%)、中國 (佔 16.6%) 及泰國 (佔 7.9%)。期內，中國的旅客增長相對較快，按年上升 19.5% 至 83 萬人 (見圖表 17)，反映柬埔寨對中國旅客的吸引力正在提升。柬埔寨旅遊部預期，到 2020 年，將有約 700 萬旅客到訪柬埔寨，當中中國旅客將增加至 200 萬人 (即 2016 年 2020 年間的複合年增長率達到約 25%)，佔比將提高至近三成。集團早前宣布與柬埔寨旅遊部合作成立柬埔寨海外旅遊委員會 (Cambodian Overseas Tourism Promotion Board)，目的為振興旅遊業，以及吸引更多中國遊客。隨著當地旅遊業的持續發展，到訪遊客增加，預期集團的大眾市場將可受惠。

圖表 15：集團大廳賭桌按押籌碼



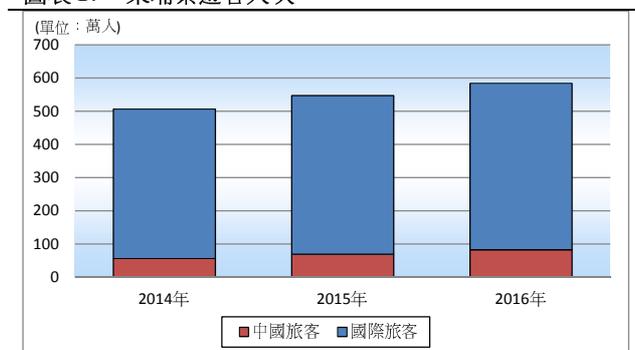
資料來源：公司年報及致富資料研究部

圖表 16：集團電子博彩機投入金額



資料來源：公司年報及致富資料研究部

圖表 17：柬埔寨遊客人次



資料來源：柬埔寨旅遊部致富資料研究部

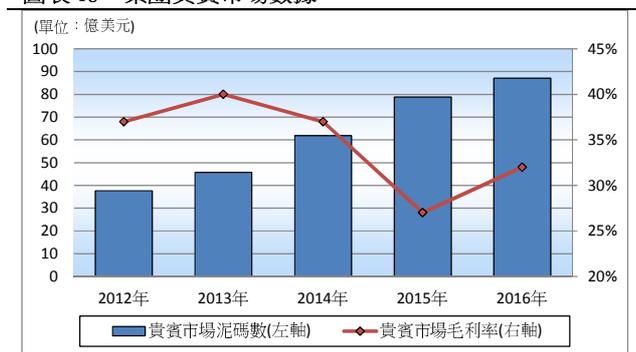


貴賓市場漸上軌道

貴賓市場與大眾市場最主要的差異，除了貴賓市場的賭客的下注額一般較高外，兩者的業務模式亦相當不同。大眾市場的客戶主要是一般遊客，而貴賓市場的客戶則主要是依靠賭團經紀(又稱賭場中介人或俗稱疊碼仔)向賭場介紹賭客(當然，這些賭客是賭注較大的豪客)，而賭場營運商則會給予賭團經紀佣金作報酬。

從上文提及的收入數據可見，集團的貴賓市場收入佔比僅有四成多，相比澳門賭企平均約六成的佔比明顯較少。事實上，過去多年金界一直透過付出較優厚的佣金，以吸引中介人帶更多賭團到金界賭場。從集團年報內的營運數據可見(見圖表 18)，貴賓市場毛利率由 2013 年的 40% 持續下降至 2015 年的 27%，期內貴賓市場的泥碼數(貴賓廳投注額)則由 45.7 億美元上升至 78.8 億美元，複合年增長率為 31.2%。直到 2016 年，貴賓市場毛利率始見靠穩跡象，回升至 32%，泥碼數亦按年增加 11.1% 至 87.1 億美元。數據反映集團的策略於過去三年已取得一定成效，貴賓業務漸上軌道，相信往後集團貴賓市場的收入佔比可望提升。集團最新公布截至 2017 年 3 月 31 日止第一季度的營運數字亦顯示貴賓業務進一步向好，泥碼數按年增長 33.9% 至 37.3 億美元。

圖表 18：集團貴賓市場數據



資料來源：公司年報及致富資料研究部



潛在下行風險

行使可轉換股債券換股權

上文提及的 Naga2 及 NagaCity 步行街項目是由一家名為 TSC Inc.的私人公司持有，而該公司的唯一股東是金界的大股東兼行政總裁 Tan Sri Dr. Chen Lip Keong (Dr. Chen)。集團於 2011 年時，與 Dr. Chen 訂立購股協議，銷售股份包括目標公司的全部已發行股本(目標公司股份指(1)有關發展 TSCLK 綜合設施項目(Naga2)的 TSC Inc.股份及(2)有關發展 NagaCity 步行街項目及觀光園¹承諾的 TSC Inc.股份或 City Walk 股份)。協議訂明，集團將在項目完成及先決條件達成後向 Dr. Chen 收購上述股份，總代價為 3.69 億美元，代價包括(1)有關 TSCLK 綜合設施項目(Naga2)的本金額 2.75 億美元；(2)有關 NagaCity 步行街項目及觀光園承諾的本金額 0.94 億美元。

於 2016 年 5 月及 12 月，集團正式向 Dr. Chen 收購上述項目，並以發行兩批可換股債券的方式償付(分別為 TSCLK 綜合設施可換股債券及 NagaCity 步行街可換股債券)。按照於 2011 年訂立的購股協議，換股價為每股換股股份 1.8376 港元，惟經過多次公司活動(包括配售及回購股份)後，換股價調整至每股股份 1.5301 港元。

集團於今年三月底公布，在獲得清洗豁免的前提下，Dr. Chen 將悉數行使 TSCLK 綜合設施可換股債券，涉及本金總額 2.75 億美元，將導致 Dr. Chen 及其一致行動人士獲發 14.02 億股換股股份，其持股量會由 38.98%增至擴大後已發行股本 61.13%。由於換股價與現價有一定折讓，換股完成後，Dr. Chen 有機會出售其部分持股套現，股價表現或會因而受到影響。

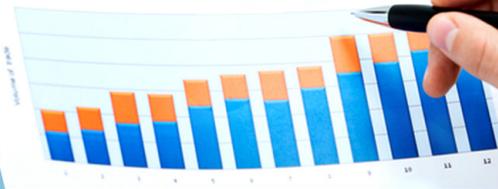
博彩稅制改革

柬埔寨經濟及財政部每月向集團固定收取博彩責任付款(去年為每月約 41.1 萬美元)。其做法有異於澳門或新加坡等地區按博彩收入及固定稅率計算博彩稅的稅制。以集團 2016 年的博彩收入計算，集團去年所繳付的博彩責任付款約佔博彩收入 1%，遠低於澳門 35%的稅率。然而，柬埔寨經濟及財政部自 2014 年開始檢討博彩稅制，市場預期相關法案將今年內出台，稅率或會訂於 10%左右。稅率提高或會對集團盈利造成負面影響。

柬埔寨大選

柬埔寨將於明年中舉行大選。現時國內的兩大政黨為執政的柬埔寨人民黨及最大反對黨柬埔寨救國黨，而人民黨已執政逾三十年。若下屆政府出現變動，政府與集團之間的關係或出現改變，影響集團的經營環境。

¹ 於 2015 年 12 月 28 日，訂約方就收購事項訂立第二份補充協議，協定不繼續開發觀光園。



損益表

截至 12 月 31 日止年度 (百萬美元)	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
收入	344.95	404.30	503.66	531.56
銷貨成本	(96.40)	(131.60)	(175.84)	(164.71)
毛利	248.55	272.69	327.81	366.84
其他收入	1.76	3.30	5.61	5.75
行政開支	(46.97)	(51.48)	(47.17)	(52.61)
其他營業費用	(57.94)	(82.55)	(97.24)	(111.77)
除稅前淨利	145.40	141.96	189.02	208.22
所得稅	(5.11)	(5.88)	(16.40)	(24.06)
股東應佔溢利	140.29	136.09	172.62	184.16
每股基本盈利(美仙)	6.28	5.96	7.58	7.89
每股股息(美仙)	4.31	4.18	4.56	3.59

資料來源：公司年報及致富資料研究部

財務比率

截至 12 月 31 日止年度	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
毛利率	72.1%	67.4%	65.1%	69.0%
流動比率(倍)	6.75	6.68	5.23	7.18
總債項/股東權益	6.7%	5.6%	5.3%	3.2%
總債項/資本運用	6.7%	5.6%	5.3%	3.2%
股東權益回報率	23.4%	21.8%	25.1%	14.7%
總資產回報率	21.9%	20.6%	23.9%	14.3%
派息比率	70.0%	70.0%	60.0%	45.1%

資料來源：公司年報及致富資料研究部

資產負債金表

截至 12 月 31 日止年度 (百萬美元)	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
物業、機器及設備	270.12	337.23	407.08	810.15
其他長期資產	99.09	88.96	125.63	195.57
非流動資產	369.20	426.19	532.71	1005.72
耗材	1.01	1.29	1.18	1.47
貿易及其他應收款項	17.77	29.06	46.00	72.56
債券投資	---	25.81	---	---
現金及現金等價物	252.13	178.24	143.08	210.91
流動資產	270.91	234.40	190.26	284.94
總資產	640.11	660.59	722.97	1290.66
貿易及其他應付款項	39.72	34.60	34.82	36.97
本期稅項負債	0.43	0.49	1.57	2.71
流動負債	40.15	35.09	36.39	39.68
總負債	40.15	35.09	36.39	39.68
權益總額	599.96	625.50	686.58	1250.98

資料來源：公司年報及致富資料研究部

現金流

截至 12 月 31 日止年度 (百萬美元)	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
除稅前溢利	145.40	141.96	189.02	208.22
折舊及攤銷	22.88	30.15	35.96	44.31
其他調整	4.30	3.06	2.53	2.71
淨營運資本	12.40	(11.64)	(16.46)	(30.63)
已付稅項	(5.06)	(5.81)	(15.32)	(22.92)
經營業務現金流	179.91	157.71	195.73	201.69
購買物業、機器及設備的付款及物業的建築成本	(59.40)	(97.05)	(140.24)	(137.03)
出售物業、機器及設備的所得款項	---	0.002	---	0.47
其他	0.63	(24.01)	18.38	0.86
投資業務現金流	(58.78)	(121.06)	(121.86)	(135.70)
根據配售發行股份所得款項	156.13	---	---	122.58
股份配售開支	(1.19)	---	---	(2.66)
購回股份	---	(9.00)	(0.49)	---
已付股息	(97.17)	(101.54)	(108.54)	(118.07)
融資業務現金流	57.77	(110.55)	(109.03)	1.84
現金增加/(減少)淨額	178.91	(73.89)	(35.16)	67.83

資料來源：公司年報及致富資料研究部



估值

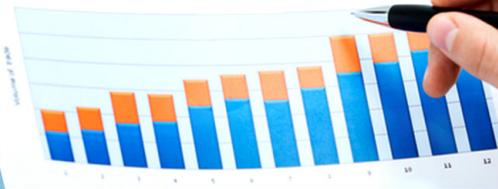
我們給予金界的目標價是以市盈率(P/E)估值方法所計算。在本港上市의濠賭股的平均預測 P/E 約為 24 倍，但考慮到金界與濠賭股之間一直存在一定折讓，以及 Dr. Chen 將其可換股債券轉換為股份的因素，我們給予金界 13.5 倍的預測 P/E，而預測每股盈利則為 0.041 美元(按發行股數 49.76 億股計算)。基於上述的預測，金界的估值約為 4.31 元(按 1 美元兌 7.78 港元的匯率兌換)，與 2017 年 5 月 16 日收市價 (4.14 元)相比約有 4.1%的潛在升幅。

預測 P/E(2017 年)	13.5 倍
每股盈利(美元)	0.041
每股估值(美元)	0.554
每股估值(港元)	4.31



評級釋義

評級	說明
買入	目標價較現價有超過 30%的潛在升幅
增持	目標價較現價有介乎 10.1%至 29.9%的潛在升幅
中性	目標價正處於現價正負 10%變幅的區間之內
減持	目標價較現價有介乎 10.1%至 29.9%的潛在跌幅
沽出	目標價較現價有超過 30%的潛在跌幅



免責聲明

本報告由致富證券有限公司(“致富證券”)提供，所載之內容或意見乃根據本公司認為可靠之資料來源來編製，惟本公司並不就此等內容之準確性、完整性及正確性作出明示或默示之保證。本報告內之所有意見均可在不作另行通知之下作出更改。本報告的作用純粹為提供資訊，並不應視為對本報告內提及的任何產品買賣或交易之專業推介、建議、邀請或要約。致富證券及其附屬公司、僱員及其家屬及有關人士可於任何時間持有、買賣或以市場認可之方式，包括以代理人或當事人對本報告內提及的任何產品進行投資或買賣。投資附帶風險，投資者需注意投資項目之價值可升亦可跌，而過往之表現亦不一定反映未來之表現。投資者進行投資前請尋求獨立之投資意見。致富證券在法律上均不負責任何人因使用本報告內資料而蒙受的任何直接或間接損失。致富證券擁有此報告內容之版權，在未獲致富集團許可前，不得翻印、分發或發行本報告以作任何用途。撰寫研究報告內的分析員均為根據證券及期貨條例註冊的持牌人士，此等人士保證，文中觀點均為其對有關報告提及的證券及發行者的真正看法。截至本報告發表當日，此等人士均未於本報告中提及的公司或與此等公司相同集團的成員公司之證券存有權益。