

DYNAM JAPAN (6889 HK)

综合度假区之进展汇报

- ❖ **日本可能会在 2018 年夏季发出赌场牌照。**日本议会于 2016 年 12 月通过了“促进特定综合度假区实施条例草案”(IR 法案)，实际上将赌场合法化。我们会见了日本众议院议员秋元司先生，他同时是国际观光产业振兴议员联盟成员。根据秋元先生，国会正致力制定 IR 法案的具体法规，大概需时一年。县级政府需要表明是否有意开展综合度假区 (IR) 业务，让中央政府审批，如果过程顺利，料可在 2018 年夏天发出牌照。
- ❖ **DYNAM 的潜在度假区项目靠近中国和韩国。**DYNAM 在日本西南部山口县下关市拥有总面积为 342,760 平方米的土地，如果获得 IR 牌照，DYNAM 计划以该土地开发赌场度假村。该地邻近中国和韩国，附近有两个主要机场 - 福冈及宇部机场，由机场到下关市需要 1.5 到 2 小时的车程。暂时难料假若 DYNAM 获发 IR 牌照，政府会否改善交通基建。
- ❖ **在萎缩的行业抢占市场份额。**就算获准经营赌场，料最快要到 2021 年才可带来贡献，在此之前，DYNAM 的收入将取决于弹珠机馆的运作。弹珠机行业的总投注额在近十年反复下降，部分原因是低成本弹珠机的比例上升。DYNAM 顺应这一趋势，抢占市场份额，低成本弹珠机占公司 70%，远高于对手的 45%。因此，按弹珠机数量计算，DYNAM 的市场份额从 2013 年的 3.6% 上升到 2015 年的 4.4%。由于行业非常分散，有逾 3,500 家营运商，我们相信拥有净现金并作为上市公司的 DYNAM 可以持续提升市场份额。
- ❖ **审慎扩张计划。**DYNAM 目标每年增加 40-50 个弹珠机馆，但这不会容易。在 16 财年，它增加了 49 个馆 (39 个来自并购)。在 15 财年，只增加了 18 个。为了控制租金成本，公司主要在市外中心开设新馆。虽然并购可能是更快的扩张方式，但 DYNAM 谨慎执行，冀收购同业旗下因财务困难而须关闭的弹珠机馆。无论以何种方法增加新馆，DYNAM 都设下 20% 投资回报率目标。
- ❖ **高股息，等待催化剂。**弹珠机行业成熟而逐渐萎缩。尽管 DYNAM 的市场份额增加，但其收入在 10 财年至 16 财年期间之年均复合增长率为 -1%。DYNAM 的严格成本控制，及稳健扩张策略，可能有助于维持稳定收入。高股息分派比率及高股息率，使 DYNAM 股份较具防守力。潜在催化剂：日本成功制定 IR 具体法规。风险：汇率波动可能导致外汇损失。

财务资料

(截至 3 月 31 日)	FY12A	FY13A	FY14A	FY15A	FY16A
营业额 (十亿日圆)	165.1	164.0	165.8	154.6	155.9
净利润 (十亿日圆)	15.9	20.9	21.2	11.3	10.5
每股盈利 (日圆)	25.2	29.7	28.6	15.2	13.9
每股盈利变动 (%)	(1.9)	17.9	(3.7)	(46.8)	(8.6)
市盈率 (x)	8.4	7.1	7.4	13.9	15.2
市帐率 (x)	不适用	1.25	1.10	1.16	1.22
股息率 (%)	不适用	6.2	6.6	6.6	6.2
权益收益率 (%)	17.8	19.1	15.9	8.1	7.9
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\$14.9

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)	11,413
3 月平均流通量(百万港元)	6.7
52 周内股价高/低(港元)	5.98/9.99
总股本(百万股)	766.0

资料来源：彭博

股东结构

佐藤家族	59.5%
One Asia Foundation	10.2%
自由流通	27.7%

资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	13.9%	14.8%
3-月	17.3%	12.1%
6-月	35.0%	32.7%

资料来源：彭博

股价表现



资料来源：彭博

审计师: PricewaterhouseCoopers

公司网站: www.dyjh.co.jp

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法律责任。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。