



買入

公司報告

研究部主管

李聲揚, CFA

isyli@sinopac.com

(852) 3609 6868

研究員

李文傑

mkli@sinopac.com

(852) 3609 6381

研究員

伍其峰

dkfng@sinopac.com

(852) 3609 6253

現價 **HKD 10.92**

目標價 **HKD 15.00**

評級	買入	持有	沽售
分析員數目	3	0	0

分析員目標價	最低	最高	中位數
目標價 (HKD)	14.58	15.30	14.92

股價表現	1個月	3個月	6個月	1年
回報(%)	-2	-4	-8	15
恒指回報(%)	-1	-1	9	4
相對回報(%)	-1	-3	-17	11

股票資料

公司編號	6889 HK
市值 (HKD 百萬)	8,365
股數 (百萬)	766
現價 (HKD)	10.92
一年高位 (HKD)	15.00
一年低位 (HKD)	7.26
3個月平均成交 (HKD 百萬)	3.3

估值

	2017E	2018E
預期市盈率 (X)	11.1	11.0
預期市帳率 (X)	0.90	0.88

DYNAM JAPAN

「現金牛」的典型

日本最大的彈珠機公司之一

- DYNAM JAPAN 是首間來港上市的日本彈珠機企業，公司最主要的業務是營運彈珠機遊戲館（佔集團總收益的 90%以上），於全國營運著超過 400 間彈珠機遊戲館，集團的彈珠機收入來自三大品牌：高投注額遊戲館的 DYNAM 以及低投注額遊戲館的 DYNAM 悠遊館及 DYNAM 信賴之森。

公司維持高股息政策，財務狀況穩定

- 雖然公司近年的純利倒退，但是每股的派息仍能保持在 13 日圓或以上，派息比率由 13 年的 43% 升至 16 年的 93%，而該公司亦由於擁有非常充裕的手頭現金，股息對公司的負擔並不大。

彈珠機行業經營環境嚴峻，但賭牌通過可能會是新增長引擎

- 無可否認，日本的彈珠機行業近年因政府收緊彈珠業界的法例及消費稅的影響，加上彈珠機客源的縮減，彈珠機行業的經營環境亦愈趨艱難，從公司的盈利變化亦能略知一二。
- 另一個受市場所關注及憧憬的，正是日本政府開放賭牌對 DYNAM JAPAN 的影響，如果爭奪成功，公司便可以於其早前於山口縣購入的土地大興土木，亦將會成為該公司的新出路。

現在估值頗吸引，是值博率高的股票之一

- 雖然經營環境不利，公司仍能依靠連鎖式經營來減低成本及廣推低投注額彈珠機來維持營收，以現時來說估值已經頗為吸引，配以現時集團的回購及派息策略，DYNAM JAPAN 將會是值博率甚高的股票。

財年：3月年結

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
集團分店數目	393	442	446	452	457
純利 (JPY 百萬)	11,303	10,544	10,939	10,833	11,545
每股盈利 (JPY)	15.2	13.9	14.3	14.4	15.5
每股派息 (JPY)	14.0	13.0	13.0	13.0	14.0
每股純利增長 (%)	-46.9%	-8.6%	3.1%	0.3%	8.0%
每股派息增長 (%)	0.0%	-7.1%	0.0%	0.0%	7.7%
市盈率 (以現價計算)(X)	10.5	11.4	11.1	11.0	10.2
市帳率 (以現價計算)(X)	0.87	0.91	0.90	0.88	0.85
股息率 (%)	8.8%	8.2%	8.2%	8.2%	8.8%

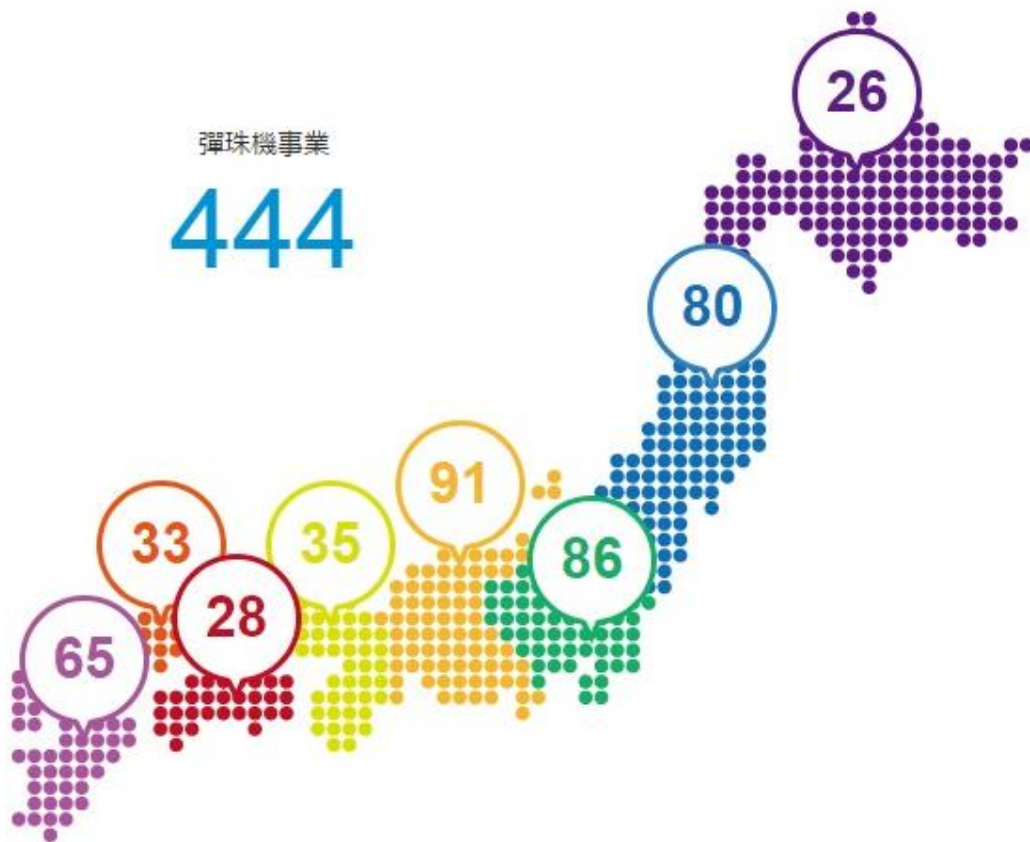
資料來源：公司資料，東盛證券

公司簡介

DYNAM JAPAN 於 2012 年 8 月 6 日來港上市，亦是首間來港上市的日本彈珠機企業。主要持股人是佐藤洋治先生及其家族，佔股份的 60%。

截至 2016 年 5 月 2 日為止，集團營運著超過 400 間的分店，分佈於全國各地，是全日本擁有最多彈珠機中心的彈珠機公司。該公司期望於 2023 年能開設超過 1,000 間分店，達至全日本彈珠機遊戲館數的 10%。

圖 1: DYNAM JAPAN 彈珠機中心於各地的分佈圖



資料來源：公司資料

集團的彈珠機收入來自旗下的三大品牌，分別是高投注額遊戲館的 DYNAM (每顆彈珠 4 日圓) 以及低投注額遊戲館的 DYNAM 悠遊館及 DYNAM 信賴之森 (每顆彈珠 1 日圓)。

公司現在的經營策略是著重發展低注額的彈珠機業務，降低遊玩的入場門檻來開拓更多類型的客源，同時，比起大城市，公司更致力去開拓小市鎮及鄉村等的顧客源。

圖 2:DYNAM 中田店(高投注額遊戯館)



資料來源：公司資料

圖 3:DYNAM 悠遊館名取美田園店(低投注額遊戯館)



資料來源：公司資料

圖 4:DYNAM 相賴之森水戸南店(低投注額遊戯館)

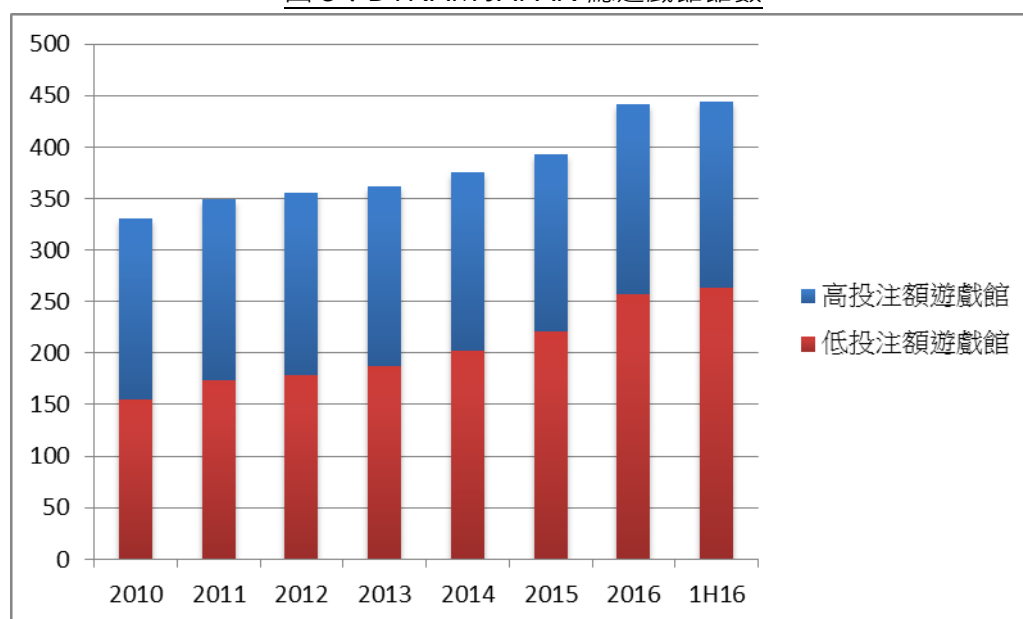


資料來源：公司資料

收入分佈

DYNAM JAPAN 超過 90%的營收都是來自於彈珠機業務，公司近年非常積極發展低投注額遊戲館的業務。通過開設新店及策略性收購潛在對手而達至擴大市場佔有率的目標。遊戲館於過去六年增加了超過 100 間，增幅約 34%。當中低投注額的遊戲館佔了新增遊戲館總數的 92%，清楚闡述了公司的發展目標與路向。

圖 5：DYNAM JAPAN 總遊戲館館數



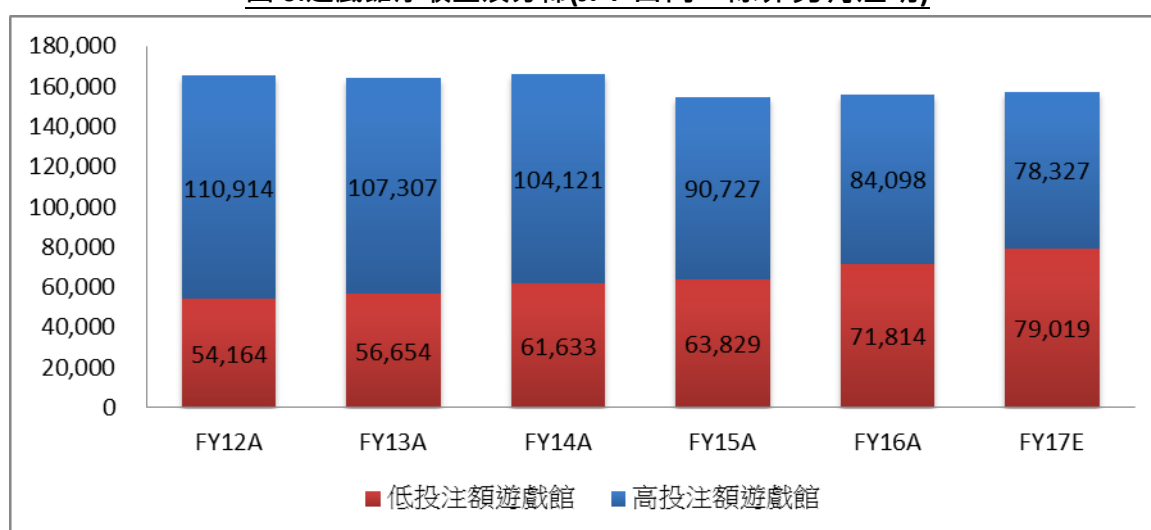
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	1H16
高投注額遊戲館	176	176	176	174	173	172	185	181
低投注額遊戲館	155	174	179	188	202	221	257	263
總遊戲館數	331	350	355	362	375	393	442	444

資料來源：公司資料，東盛證券

無可否認，雖然彈珠機仍然是日本娛樂市場中貢獻最大的行業，但現在正面對著十分險峻的經營環境。隨著彈珠機行業整體的營收下降，DYNAM JAPAN 亦明顯受到影響，以 2012 年起計算，截至公司 2016 年全年度的報告顯示，高注額遊戲館的收益及總收益均錄得下跌（複合年均分別錄得-6.7%及-1.4%的負增長），但值得注意的是由於集團致力發展低注額遊戲館的業務，低注額遊戲館則錄得複合年均增長 7.3%，成功挽救了部份於高注額遊戲館失去的盈利。

從圖 7 亦可以看到，低注額遊戲館的毛利貢獻比率已經由 2012 年的 33%上升至 2016 年的 46%，而雖然高投注額遊戲館的館數雖然略有上升但對於毛利的貢獻卻沒有太大的幫助。我們預期集團會繼續投放更多資源發展低投注額遊戲館方面的業務，而低投注額遊戲館的營收將會佔集團收入的比重一半或以上。

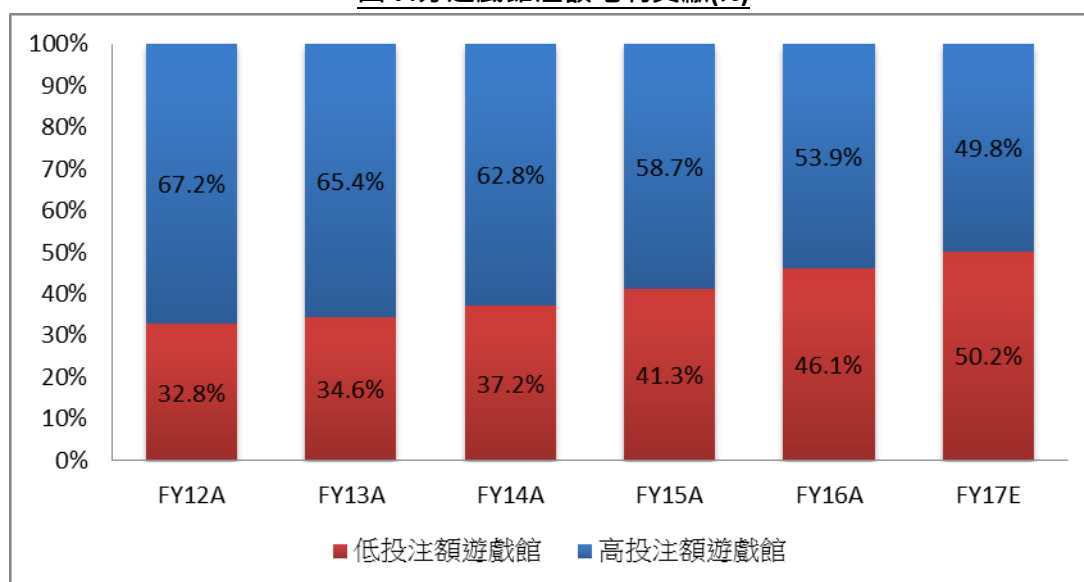
圖 6:遊戲館淨收益及分佈(JPY 百萬, 除非另有注明)



	FY12A	FY13A	FY14A	FY15A	FY16A	FY17E
高投注額遊戲館	110,914	107,307	104,121	90,727	84,098	78,327
低投注額遊戲館	54,164	56,654	61,633	63,829	71,814	79,019
遊戲館淨收益	165,078	163,961	165,754	154,556	155,911	157,346

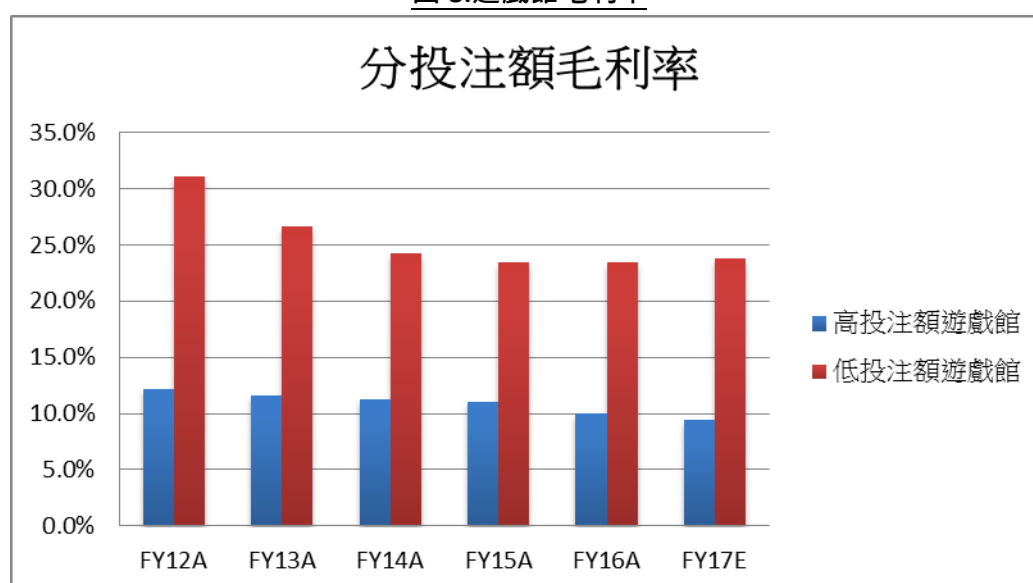
資料來源：公司資料・東盛證券

圖 7:分遊戲館注額毛利貢獻(%)



資料來源：公司資料・東盛證券

圖 8:遊戲館毛利率



FY12A	FY13A	FY14A	FY15A	FY16A	FY17E	
12.2%	11.5%	11.3%	11.0%	10.0%	9.5%	高投注額遊戲館
31.1%	26.7%	24.3%	23.5%	23.5%	23.8%	低投注額遊戲館
18.2%	17.6%	18.0%	18.7%	18.5%	19.0%	整體毛利率

資料來源：公司資料，東盛證券

不論是高投注額或低投注額的遊戲館也好，近年均面臨著毛利率下降的問題。原因是投注額下跌之餘，DYNAM JAPAN 亦有改變遊戲機的組合來改善派彩率，所以毛利率亦相應下跌。

但十分明顯的事實是低投注額的毛利率比起高投注額的遊戲館均是一倍以上，反映低投注額的遊戲館盈利能力較高投注額的遊戲館為高。如果集團能持續以低投注額遊戲館為集團的發展重心，加上增加分店達至有效的規模經濟底下，集團有望能在萎縮的彈珠機業界中立於不敗之地。

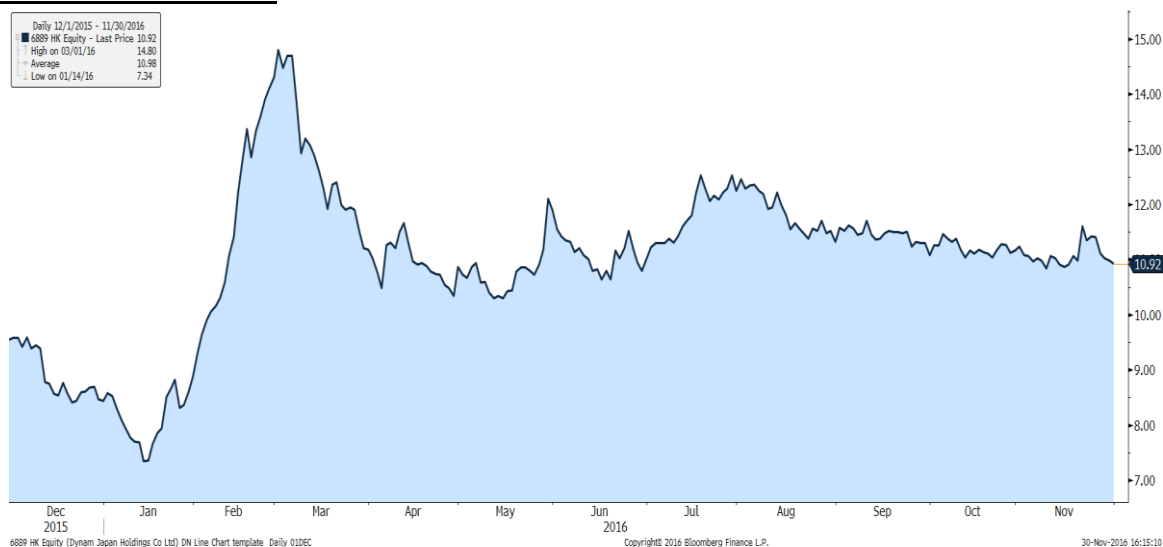
投資亮點

公司正積極進行股份回購

公司於本年度 6 月 24 日再宣佈會斥資 6 億港元於市場進行股份回購並註銷，目標是在下次週年股東大會前（約來年六月份左右），回購上限約 7 千 6 百多萬股的股份（佔現時已發行股本的 10%）。

公司自於本年初宣佈進行回購後，便開始於市場上購入股票，致使股價一度由 7 元多上升至一年高位的 15 元，可見公司在回購方面的力度相當強。有見及此，這新一輪的回購計劃有望成為另一次的股價上調的催化劑。

圖 9: DYNAM JAPAN 一年股價圖



資料來源：彭博

而有鑑於該公司擁有穩健的現金流之下，未來如要繼續作股份回購亦非不可能。因此，如要以回購概念作炒買主題的話，以現價來說其股價已頗為吸引。

賭牌發放的影響

另一個十分獨特的投資亮點是在於日本有關賭牌發放的問題。DYNAM JAPAN 在很早以前已表明自己對於爭取賭牌及營運賭場的決心。分別於山口縣買入土地發展渡假村及與澳門勵駿簽訂合作協議等等。

假如賭牌發放，賭牌花落誰家當然仍是未知之數，但假若發牌成功

的話，DYNAM JAPAN 必然會是其中一個有力的競爭者。再者，市場能夠作為因日本賭權開放而炒作的選擇亦不多，該股票亦必然會受到投資者所注目。

優秀的股息率

公司致力維持穩定的派息政策，由公司上市第一次派息（2013 年）開始，每年均維持每股派 13 至 14 日圓的股息（以現價計算 8 - 9%），可說是此公司的一大特色。

由於公司手頭的現金甚充足，縱使近年的純利下跌，公司亦維持其一直以來的派息。而公司在政策上並沒有限制派息的比率，除了 2013 年的 43%外，近數年均的派息率均達至 90%或以上，可見公司亦盡力維繫其穩定發放股息的形象。

低營運成本及穩定的經營策略

公司的目標是以開設新遊戲館及收購潛在對手來增加遊戲館的數目來擴大市場份額，從而達至更高的規模經濟。有鑑於在日本，大部份經營彈珠機的公司均只有數間分店（類似於家庭式企業），像 DYNAM JAPAN 的大規模開展分店可謂少之又少，因此，DYNAM JAPAN 的營運方式會為他們帶來絕大的優勢。

而集團亦能貫徹並實行他們的策略，投資並推廣集團的低投注額遊戲館業務，並已開始慢慢獲得成績，可以預視其集團的策略相當穩固，而集團的管理層亦能務實地經營公司及發展其彈珠機業務。

再者，日本警方近日表示會於年底開始收緊有關於高投注額遊戲機方面的業務，無疑會對一眾彈珠機公司帶來負面影響。但由於 DYNAM JAPAN 早已於近年轉營以低投注額遊戲館作為業務軸心，因此該修訂對公司的影響相對較少。同時，公司更有可能趁此機會以更合理的格價，收購其他未能繼續經營的彈珠機店舖，繼而擴大該公司的市場份額。

損益表 (JPY 百萬 · 除非另有注明)

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
股數 (加權平均 · 百萬)	742	757	763	753	743
股數 (期末 · 百萬)	742	757	763	753	743
總投注					
總投注	826,073	844,885	827,854	816,347	811,308
高投注額遊戲館	554,341	539,205	496,275	451,610	406,449
低投注額遊戲館	271,732	305,680	331,579	364,737	404,858
總派彩					
總派彩	(671,517)	(688,974)	(670,508)	(658,149)	(650,676)
高投注額遊戲館	(463,614)	(455,107)	(417,948)	(380,333)	(342,300)
低投注額遊戲館	(207,903)	(233,866)	(252,560)	(277,816)	(308,376)
收益					
收益	154,556	155,911	157,346	158,198	160,632
其他收入	6,850	8,184	8,593	9,023	9,203
總收益					
總收益	161,406	164,095	165,939	167,221	169,835
經營開支					
經營開支	(142,062)	(145,929)	(147,388)	(148,862)	(150,351)
經營溢利					
經營溢利	19,344	18,166	18,551	18,359	19,485
融資收入/(支出)					
融資收入/(支出)	174	(763)	(231)	(217)	(150)
除稅前溢利					
除稅前溢利	19,518	17,403	18,320	18,142	19,335
稅項及非控股權益					
稅項及非控股權益	(8,215)	(6,859)	(7,381)	(7,309)	(7,790)
股東應佔溢利					
股東應佔溢利	<u>11,303</u>	<u>10,544</u>	<u>10,939</u>	<u>10,833</u>	<u>11,545</u>
每股盈利(JPY)					
每股盈利(JPY)	15.2	13.9	14.3	14.4	15.5
每股派息(JPY)					
每股派息(JPY)	14.0	13.0	13.0	13.0	14.0

資料來源: 公司資料 · 東盛證券

損益表 (JPY 百萬 · 除非另有注明)

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
非流動資產					
物業、廠房及設備	99,961	109,532	110,627	112,840	113,968
其他	32,252	36,412	36,578	36,853	37,122
	132,213	145,944	147,205	149,693	151,090
流動資產					
存貨	4,493	3,580	3,650	3,700	3,602
銀行及現金結餘	29,239	28,134	28,415	28,207	27,850
其他	14,991	11,526	12,111	13,647	12,869
	48,723	43,240	44,177	45,554	44,321
資產總值	180,936	189,184	191,382	195,247	195,411
流動負債	31,380	30,838	31,459	32,533	35,657
非流動負債	14,503	25,727	25,777	26,187	21,431
總負債	45,883	56,565	57,236	58,720	57,088
股本	15,000	15,000	15,000	15,000	15,000
儲備	120,077	117,645	119,174	121,557	123,355
	135,077	132,645	134,174	136,557	138,355
非控股權益	-24	-26	-28	-30	-32
	180,936	189,184	191,382	195,247	195,411
淨資產	135,053	132,619	134,146	136,527	138,323

資料來源: 公司資料 · 東盛證券

現金流量表 (JPY 百萬，除非另有注明)

	2,015	2,016	2017E	2018E	2019E
經營活動所得現金淨額	13,416	24,073	22,846	23,536	24,908
除稅前溢利	19,518	17,403	18,320	18,142	19,335
折舊等調整	11,815	13,127	13,253	13,449	13,897
營運資金的變動	(1,576)	(2,079)	(1,346)	(746)	(534)
其他	(16,341)	(4,378)	(7,381)	(7,309)	(7,790)
投資活動所得現金淨額	(17,013)	(10,653)	(11,513)	(13,653)	(15,338)
購置物業、廠房及設備	(16,008)	(12,613)	(13,457)	(12,965)	(14,567)
其他	(1,005)	1,960	1,944	(688)	(771)
融資活動所得現金淨額	(2,898)	(15,212)	(11,052)	(10,091)	(9,927)
貸款變動	7,502	(1,386)	759	1,387	1,542
派付股息	(10,400)	(10,665)	(10,231)	(9,919)	(9,789)
其他	-	(3,161)	(1,580)	(1,559)	(1,680)
匯率變動	898	687	0	0	0
現金及現金等價物變動淨額	(5,597)	(1,105)	281	(208)	(357)
年初現金及現金等價物	34,836	29,239	28,134	28,415	28,207
年末現金及現金等價物	29,239	28,134	28,415	28,207	27,850

資料來源: 公司資料，東盛證券

增長

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
總投注額增長(%)	-10.4%	2.3%	-2.0%	-1.4%	-0.6%
毛利增長(%)	-45.4%	-6.1%	2.1%	-1.0%	6.1%
純利增長(%)	-47.0%	-6.7%	3.7%	-1.0%	6.6%
每股純利增長(%)	-46.9%	-8.6%	3.1%	0.3%	8.0%
每股派息增長(%)	0.0%	-7.1%	0.0%	0.0%	7.7%
總遊戲館數	393	442	446	452	457
遊戲館數增長(%)	4.8%	12.5%	0.9%	1.3%	1.1%

資料來源: 公司資料, 東盛證券

估值

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	10.5	11.4	11.1	11.0	10.2
市帳率(倍)	0.87	0.91	0.90	0.88	0.85
股息率(%)	8.8%	8.2%	8.2%	8.2%	8.8%

資料來源: 公司資料, 東盛證券

財務比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
毛利率(%)	18.7%	18.5%	19.0%	19.4%	19.8%
純利率(%)	1.4%	1.2%	1.3%	1.3%	1.4%
有效稅率(%)	42.1%	39.4%	40.3%	40.3%	40.3%
資產回報率 ROA (%)	6.2%	5.7%	5.7%	5.6%	5.9%
股本回報率 ROE (%)	8.1%	7.9%	8.2%	8.0%	8.4%
派息比率(%)	92.1%	93.5%	90.7%	90.4%	90.1%

資料來源: 公司資料, 東盛證券

附錄：DYNAM JAPAN 1H16 業績回顧(JPY 百萬，除非另有注明)

按年	財年:3月年結	1H16	1H15	變幅(%)
總投注		416,246	417,104	(0)
高投注額遊戲館		254,500	269,133	(5)
低投注額遊戲館		161,746	147,971	9
總派彩		(336,438)	(341,261)	(1)
高投注額遊戲館		(213,239)	(227,804)	(6)
低投注額遊戲館		(123,200)	(113,457)	9
收益		79,808	75,843	5
其他收入		4,676	3,644	28
總收益		84,484	79,487	6
經營開支		(76,276)	(72,104)	6
經營溢利		8,208	7,383	11
融資收入/(支出)		(1,573)	(60)	2522
除稅前溢利		6,635	7,323	(9)
稅項及非控股權益		(2,775)	(2,539)	9
股東應佔溢利		3,860	4,784	(19)
每股盈利(JPY)		5.04	6.44	(22)
每股派息(JPY)		6.00	7.00	(14)

按半年	財年:3月年結	1H16	2H15	變幅(%)
總投注		416,246	427,781	(3)
高投注額遊戲館		254,500	270,072	(6)
低投注額遊戲館		161,746	157,709	3
總派彩		(336,438)	(347,713)	(3)
高投注額遊戲館		(213,239)	(227,303)	(6)
低投注額遊戲館		(123,200)	(120,409)	2
收益		79,808	80,068	(0)
其他收入		4,676	4,540	3
總收益		84,484	84,608	(0)
經營開支		(76,276)	(73,825)	3
經營溢利		8,208	10,783	(24)
融資收入/(支出)		(1,573)	(703)	124
除稅前溢利		6,635	10,080	(34)
稅項及非控股權益		(2,775)	(4,320)	(36)
股東應佔溢利		3,860	5,760	(33)
每股盈利(JPY)		5.04	7.46	(32)
每股派息(JPY)		6.00	6.00	

業績短評

DYNAM JAPAN 2016 年上半年業績尚可接受，集團受惠於其低投注額遊戲館業務增長所帶動下，收益方面按年比上升 5%，按半年比大致持平。毛利率方面亦因同樣原因得到改善，由 1H15 的 18.2% 上升至 1H16 的 19.2%。

集團的經營開支方面控制仍算理想，按年上升 6%，按半年比則只上升 3%，公司在控制經營成本方面表現不錯。

唯當中較為值得留意的是集團的融資支出大幅度急升，因而導致集團每股盈利大幅度下降（按年比下跌 22%，按半年比下跌 32%）。當中主要原因是集團以港元及美元的資產因包含了日圓升值而產生約 14 億日圓的匯兌虧損。但有鑑於日圓近日已大幅度回落，集團有望於整個財政年度中收復匯兌所產生的失地。

免責聲明

本報告所載資訊、工具及資料僅作參考資料用途，並不用作或視作為銷售、提呈或招攬購買或認購本報告所述證券、投資產品或其他金融工具之邀請或要約，也不構成對有關證券、投資產品或其他金融工具的任何意見或建議。編制本研究報告僅作一般發送。並不考慮接獲本報告之任何特定人士之特定投資對象、財政狀況及特別需求。閣下須就個別投資作出獨立評估，於作出任何投資或訂立任何交易前，閣下須就本報告所述任何證券諮詢獨立財務顧問。

本報告所載資訊、工具及資料並非用作或擬作分派予在分派、刊發、提供或使用有關資訊、工具及資料抵觸適用法例或規例之司法權區或導致東盛（經紀）集團及 / 或其附屬公司或聯屬公司（統稱「東盛」）須遵守該司法權區之任何註冊或申領牌照規定的有關司法權區的公民或居民。

本報告所載資料及意見均獲自或源於東盛可信之資料來源，但東盛並不就其準確性或完整性作出任何聲明，於法律及 / 或法規准許情況下，東盛概不會就本報告所載之資料引致之損失承擔任何責任。本報告不應倚賴以取代獨立判斷。東盛可能已刊發與本報告不一致及與本報告所載資料達致不同結論之其他報告。該等報告反映不同假設、觀點及編制報告之分析員之分析方法。

主要負責編制本報告之研究分析員確認：（a）本報告所載所有觀點準確反映其有關任何及所有所述證券或發行人之個人觀點；及（b）其於本報告所載之具體建議或觀點於過去、現在或將來，不論直接或間接概與其薪酬無關。

過往表現並不可視作未來表現之指標或保證，亦概不會對未來表現作出任何明示或暗示之聲明或保證。

東盛之董事或僱員，如有投資於本報告內所涉及的任何公司之證券或衍生產品時，其所作出的投資決定，可能與這報告所述的觀點並不一致。

一般披露事項

東盛及其高級職員、董事及僱員（包括編制或刊發本報告之相關人士）可以在法律准許下不時參與及投資本報告所述證券發行人之融資交易，為有關發行人提供服務或招攬業務，及 / 或於有關發行人之證券或期權或其他有關投資中持倉或持有權益或其他重大權益或進行交易。此外，其可能為本報告所呈列資料所述之證券擔任市場莊家。東盛可以在法律准許下，在本報告所呈列的資料刊發前利用或使用有關資料行事或進行研究或分析。東盛一名或以上之董事、高級職員及 / 或僱員可擔任本報告所載證券發行人之董事。東盛在過去三年之內可能曾擔任本報告所提供及任何或所有實體之證券公開發售之經辦人或聯合經辦人，或現時為其證券發行建立初級市場，或正在或在過去十二個月內就本報告所述投資或一項有關投資提供重要意見或投資服務。

本研究報告的編制僅供一般刊發。本報告並無考慮收取本報告的任何個別人士之特定投資目標、財務狀況及個別需要。本報告所載資料相信為可予信賴，然而其完整性及準確性並無保證。本報告所發表之意見可予更改而毋須通知，本報告任何部分不得解釋為提呈或招攬購買或出售任何於報告或其他刊物內提述的任何證券或金融工具。本公司毋須承擔因使用本報告所載資料而可能直接或間接引致之任何責任。

根據香港證券及期貨事務監察委員會規定之監管披露事項

東盛證券（經紀）有限公司（「東盛證券」）之政策：

- 刊發投資研究之研究分析員並不直接受投資銀行或銷售及交易人員監督，並不直接向其報告。
- 研究分析員之薪酬或酬金不應與特定之投資銀行工作或研究建議掛鉤。
- 禁止研究分析員或其關係人從事其研究 / 分析 / 涉及範圍內的任何公司之證券或衍生產品的買賣活動。
- 禁止研究分析員或其關係人擔任其研究 / 分析 / 涉及範圍內的任何公司之董事職務或其他職務。

東盛集團於香港從事投資銀行、坐盤交易、市場莊家或促銷或代理買賣之公司（包括東盛證券）（「該等公司」）並非本報告所分析之公司證券之市場莊家。

該公司與報告中提到的公司在最近的 12 個月內沒有任何投資銀行業務關係。

截至 2016 年 12 月 2 日，東盛證券（經紀）有限公司及其編制該報告之分析師與上述公司沒有任何利益關係。

分析員認證：

本研究報告中所表達的意見，準確地反映了分析員對於有關證券或發行人的個人觀點。研究分析員的薪酬與在報告中表達的具體建議或觀點沒有任何直接或間接的相關。

© 2015 東盛證券（經紀）有限公司。保留所有權利。除非特別允許，該報告任何部分不得未經東盛證券（經紀）有限公司事先書面許可以任何方式進行複製或分發。東盛證券（經紀）有限公司概不承擔第三方此方面行為的任何責任。