

美高梅中国 (02282)

证券研究报告

2017年11月10日

业绩略超预期，路氹新项目值得期待，重申“增持”

业绩略超预期，但分流属意料之中

美股企业美高梅国际(MGM.US)旗下美高梅中国(2282.HK)17Q3 营收为 4.71 亿美元，同比跌 6%，高于预期 4.62 亿美元，EBITDA 调整后为 1.18 亿美元，同比跌 21%，略高于预期的 1.25 亿美元，EBITDA Margin 为 25.1%，低于去年同期的 30.0%。业务方面，VIP 毛收入达 2.74 亿美元，同比增 3%，占比为 49%（由于非博彩业务并未披露，我们按纯赌场收入计算）。美高梅 9 月 VIP 业务表现不淡，主要因为 VIP 土豪客户一般不用坐班，因此喜欢在非旺季错峰前往澳门，拉动 9 月整个 VIP 的增长，因此 3Q 公司 VIP 流水达到 82.6 亿美元，对比去年同期 88.8 亿美元同比跌 7%。本季度 VIP 赢率较高达 3.3%，对比去年同期的 3.0%，给 VIP 毛收入带来了一次性提振；中场毛收入为 2.38 亿美元，跌 13%，占比达 43%。虽然中场业务分流放缓，流水为 12.9 亿美元，同比跌 8%，但是本季度赢率较低达 18.4%，对比去年同期的 20.1%，因此进一步拖累中场毛收入。老虎机毛收入 4670 万美元，同比涨 21%，占比为 8%。澳门美高梅酒店客房入住率为 95.2%，每间可供入住客房收益为 257.6 美元，对比去年同期的 96.0%和 280 美元。整体来讲，位于半岛的美高梅受路氹各家娱乐场分流影响将持续，但我们认为自 10 月黄金周以来，VIP 客户错峰前往澳门趋势更为明显，美高梅四季度 VIP 和高端中场有望受惠。

美狮美高梅 1 月 29 日开幕，主打高端中场和 MICE，享受内地消费升级

受到 8 月台风“帕卡”影响，颇受市场关注的美高梅路氹项目—美狮美高梅，将延迟到 2018 年 1 月 29 日（周一）开幕。该项目面积超过 400 万平方米，位于澳门路氹城金光大道，毗邻永利皇宫及新濠天地，整体耗资 270 亿港元，配有 1390 间客房、14 家餐厅、2870 平方米的会议中心和容纳 2000 人的动感影院，其中非博彩元素将占项目总面积逾 85%。公司表示项目定位主要针对中高端客户，并希望通过发展 MICE 业务试图吸引更多国际商务客，尤其是东亚地区（日本、韩国、台湾和新加坡等）。

赌桌方面，公司表示预计会得到和永利皇宫类似的 125-150 张赌桌，目前规划主要在中场布局，整个场地最多可以放约 430 张赌桌，随着需求的变化，公司可能适当将半岛项目的赌桌移到路氹项目来。高端中场方面，场地将分为 Platinum 和 Supreme 两种区域，与永利皇宫类似均嵌入在场内地，但配合更多的休息区。VIP 方面，公司开业时暂无 VIP 业务，目前正在等待澳门政府的批文，待确认后再去布局 VIP 设施，可能需要 6 个月时间完成布局，届时 VIP 房间会与高端中场房间相邻。

整体来讲，美狮美高梅主抓东亚地区的高端中场客户，是澳门发展 MICE 业务的较优质项目。此外，随着内地游客的消费升级，追求品质的中高端游客会越来越多，美高梅的酒店品牌享誉国内，配上精致的餐饮、购物、酒店服务，我们认为美高梅在吸引中高端中场游客市场具有相对优势，看好公司中场业务和非博彩业务在路氹地区的市占率提升。

估值：ramp up 需时间，TP 维持 21 港元，重申“增持”评级

随着美狮美高梅在明年 1 月开幕，加上澳门轻轨在 2019 年投入服务并在永利皇宫和美狮美高梅之间设站，我们认为届时路氹东侧美狮美高梅将会和永利皇宫、新濠天地形成新的高端娱乐场的集团效应。但同时，和永利皇宫一样，虽然美狮美高梅在未来成为公司新的增长点，并会给公司股价带来一定催化，但是依靠市场营销等手段来吸引人气仍需要较长时间来调整，公司也表示将会积极和中介进行合作发展 VIP 业务，另外也会着力发展高端中场业务，以尽快将娱乐场 ramp up。整体来讲，我们认为公司 EV/EBITDA 为 16.5 倍较为合理，目标价格维持在 21 港元，重申“增持”评级。

风险提示：政策收紧，国内经济不景气等

投资评级

行业 消费者服务业/酒店、赌场及休闲设施

6 个月评级 增持（维持评级）

当前价格 19.26 港元

目标价格 21 港元

上次目标价 17 港元

基本数据

港股总股本(百万股)	3,800.00
港股总市值(百万港元)	73,188.00
每股净资产(港元)	2.08
资产负债率(%)	73.96
一年内最高/最低(港元)	19.40/13.58

作者

何翩翩 分析师
SAC 执业证书编号: S1110516080002
hepianpian@tfzq.com

雷俊成 联系人
leijuncheng@tfzq.com

马赫 联系人
mahe@tfzq.com

董可心 联系人
dongkexin@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

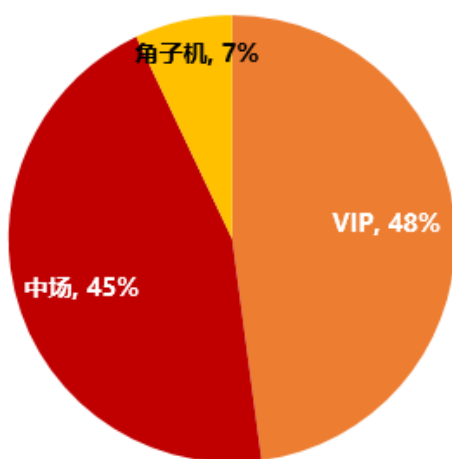
- 1 《澳门博彩 9 月 GGR 淡季不淡，超级黄金周行情开启，首推新濠和金沙》 2017-10-01
- 2 《澳门博彩行业点评：歌神拯救澳门 8 月 GGR，VIP 仍唱主角，但长期持续性有待观察，首推新濠国际和新濠博亚》 2017-09-02
- 3 《美高梅中国-公司点评:业绩不达标，短期无催化，下调至“增持”，TP17 港元》 2017-08-01
- 4 《美高梅中国-公司点评:路氹项目下半年开幕业绩可期，上调 TP 至 22 港元》 2017-04-28

图 1: 美高梅中国 2016 年以来娱乐场季度数据

美高梅中国(百万美元)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	QoQ	YoY
VIP平均赌桌数	165	162	161	161	149	145	145		
公司VIP流水(turnover)	9,472.5	8,430.1	8,882.9	8,143.5	7,930.9	8,685.4	8,258.3	-5%	-7%
公司VIP赢率	3.00%	3.10%	3.00%	3.70%	3.40%	2.90%	3.30%		
公司VIP毛收入	288.9	260.6	267.5	305.1	269.5	255.1	274.5	8%	3%
VIP每桌每日收入(美元)	19,297.2	17,706.0	18,070.0	20,644.0	20,046.0	19,370.0	20,563.3	6%	14%
中场平均赌桌数	256	254	248	257	271	270	270		
公司中场流水	1,332.0	1,332.0	1,335.0	-	1,266.1	1,227.8	1,293.4	5%	-3%
公司中场赢率	18.0%	18.2%	20.1%	-	22.2%	19.3%	18.4%	-5%	-8%
公司中场毛收入	240.1	242.1	272.7	244.6	280.5	237.1	238.0	0%	-13%
中场每桌每日收入(美元)	10,309.0	10,465.0	11,947.0	10,348.0	11,492.0	9,659.0	9,589.4	-1%	-20%
老虎机平均数	1,183	1,024	1,032	1,002	1,016	1,033	1,040		
公司老虎机流水	858.7	901.5	1,001.9	983.8	966.5	929.0	993.5	7%	-1%
公司老虎机赢率	4.9%	4.4%	3.8%	4.4%	4.6%	4.4%	4.7%		
公司老虎机毛收入	41.7	39.9	38.5	43.4	44.2	40.9	46.7	14%	21%
老虎机每台每日收入(美元)	390.0	429.0	403.0	468.0	481.0	429.0	487.2	14%	21%
佣金及奖励	106.5	95.0	83.8	100.9	95.9	87.5	96.6	10%	15%
客房入住率	94.1%	95.8%	95.7%	96.0%	94.3%	96.5%	95.2%	-1%	-1%
每日房间收入(RevPAR)	277.9	283.4	280.4	282.1	260.0	261.0	257.6	-1%	-8%
总收入	469.0	452.0	500.0	500.0	502.0	449.0	471.0	5%	-6%
调整后EBITDA	114.0	119.0	150.0	138.0	143.0	116.0	118.0	2%	-21%
EBITDA Margin	24.3%	26.4%	30.0%	27.5%	28.5%	25.9%	25.1%	-3%	-16%

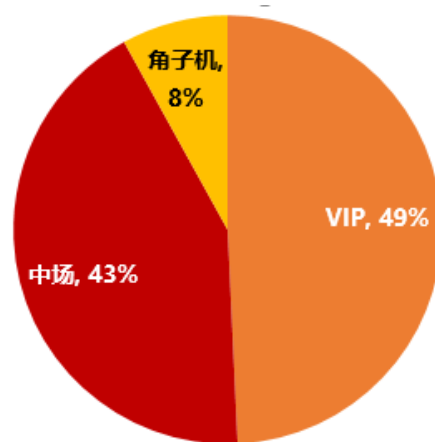
资料来源: 公司财报, 天风证券研究所整理

图 2: 美高梅中国 17Q2 澳门业务占比



资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

图 3: 美高梅中国 17Q3 澳门业务占比



资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

图 4：美高梅中国各娱乐场和利润表模型预测

美高梅中国(百万港元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
旧美高梅					
VIP流水(turnover)	354,321.2	268,684.7	278,793.8	264,854.1	243,665.8
同比%	-	-24%	4%	-5%	-8%
VIP赢率	3.3%	3.2%	3.3%	3.2%	3.2%
VIP毛收入	11,737.1	8,631.1	9,200.2	8,475.3	7,797.3
同比%	-	-26%	7%	-8%	-8%
中场毛收入	7,557.4	7,688.8	8,228.1	8,474.9	8,644.4
同比%	-	2%	7%	3%	2%
老虎机流水(turnover)	35,259.5	28,814.9	29,684.8	28,200.6	25,380.5
同比%	-	-18%	3%	-5%	-10%
老虎机赢率	4.57%	4.36%	4.36%	4.36%	4.36%
老虎机毛收入	1,611.7	1,257.3	1,294.3	1,229.5	1,106.6
旧美高梅娱乐场毛收入	20,906.2	17,577.2	18,722.5	18,179.8	17,548.3
同比%	-	-16%	7%	-3%	-3%
-佣金及折扣	-4,064.7	-2,971.2	-3,089.2	-3,090.6	-2,983.2
+非博彩收入	328.9	301.4	330.0	320.0	320.0
旧美高梅净收入	17,170.4	14,907.5	15,963.3	15,409.2	14,885.1
美高梅路氹					
VIP流水(turnover)	-	-	-	115,227.0	138,272.4
同比%	-	-	-	280%	20%
VIP赢率	-	-	-	2.7%	2.7%
VIP毛收入	-	-	-	3,111.1	3,733.4
中场毛收入	-	-	-	2,810.0	3,315.8
老虎机流水(turnover)	-	-	-	10,210.0	11,741.5
同比%	-	-	-	402%	15%
老虎机赢率	-	-	-	4.25%	4.25%
老虎机毛收入	-	-	-	433.9	499.0
美高梅路氹娱乐场毛收入	0.0	0.0	0.0	6,355.1	7,548.2
同比%	-	-	-	303%	19%
-佣金及折扣	-	-	-	-1,080.4	-1,283.2
+非博彩收入	-	-	-	210.0	240.0
美高梅路氹净收入	0.0	0.0	0.0	5,484.7	6,505.0

资料来源：公司财报，天风证券研究所预测

图 5：美高梅中国各娱乐场和利润表模型预测(续)

美高梅中国(百万港元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
公司					
公司净收入	17,170.4	14,907.5	15,963.3	20,893.9	21,390.1
同比%	-	-13%	7%	31%	2%
旧美高梅净收入	17,170.4	14,907.5	15,963.3	15,409.2	14,885.1
同比%	-	-13%	7%	-3%	-3%
美高梅路氹净收入	-	-	-	5,484.7	6,505.0
同比%	-	-	-	-	19%
运营成本	-13,890	-11,808	-12,124	-16,281	-16,659
- 博彩税	-8,306	-6,999	-7,279	-9,611	-9,839
博彩税率	-48.4%	-46.9%	-45.6%	-46.0%	-46.0%
- 存货消耗	-324	-273	-270	-410	-380
- 员工薪酬支出	-1,966	-1,949	-1,905	-2,410	-2,400
- 折旧摊销	-806	-772	-780	-1,450	-1,400
- 其他开支	-2,489	-1,816	-1,890	-2,400	-2,640
营业利润 (亏损)	3,281	3,099	3,839	4,613	4,731
YOY%	-	-6%	24%	20%	3%
营业利润率	19%	21%	24%	22%	22%
+ 融资收益	12	6	20	18	18
- 融资成本	-146	-53	-30	-30	-30
+ 外汇(收益)亏损	-18	-1	-2	0	0
除税前利润 (EBT)	3,129	3,052	3,827	4,601	4,719
- 所得税开支	-17	-15	-19	-25	-20
所得税率%	-0.5%	-0.5%	-0.5%	-0.5%	-0.4%
净利润	3,113	3,037	3,808	4,576	4,699
同比%	-	-2%	25%	20%	3%
净利润率	18%	20%	24%	22%	22%
股份	3,796	3,796	3,796	3,796	3,796
EPS	0.82	0.80	1.00	1.21	1.24
净利润	3,113	3,037	3,808	4,576	4,699
+ 利息和外汇净亏损/收益	151	48	12	12	12
+ 所得税开支	17	15	19	25	20
+ 股权激励	86	73	73	73	73
+ 折旧和摊销(D & A)	806	772	780	1,450	1,400
+ 企业支出	412	384	321	408	449
+ 开业前成本	54	166	155	310	0
+ 处置物业等收入/亏损	32	-2	0	0	0
经调整EBITDA	4,669	4,492	5,168	6,854	6,652
同比%	-	-4%	15%	33%	-3%

资料来源：公司财报，天风证券研究所预测

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com