

美高梅中国 (02282)

证券研究报告

2017年12月27日

行业首选, TP 从 25 上调至 30 港元, 重申“买入”

新场开幕在即, 有望仿效永利皇宫 ramp up 节奏, 18 年预计 EBITDA 逾 2 亿美元

美高梅位于路氹区域(新澳门)的新娱乐场美狮美高梅将在 1 月 29 日开幕。对比 2016 年 8 月同样在路氹开幕的永利皇宫主打 VIP 业务, 美高梅新项目将主打毛利率较高的高端中场业务。跟永利类似, 公司本来也是在澳门半岛(老澳门)拥有一个规模较小的娱乐场, 然后将新场设在路氹区域。永利皇宫凭 VIP 业务快速 ramp up, 带动股价从年初至今已翻倍。我们预计单纯永利皇宫将贡献 17 年 EBITDA 达 5 亿美元。美高梅新场主打高端中场, 培养客户 ramp up 会较慢, 但属长期回头客且毛利率较高。我们预计美高梅单纯新场将可贡献 2018 年 2.5 亿美元 EBITDA, 并预计带动公司整体 EBITDA 逾 8 亿美元。公司表示新场地范围较集中, ramp up 过程将从毛利较高的高端中场开始, 在 2 季度开始设立自营 VIP 业务, 最终会引入毛利率较低的中介 VIP 业务。我们预计新娱乐场开业时将获批 100-200 张赌桌, 而随后要从老场搬多少赌桌到新场则视赌桌获批数量而定。我们认为公司擅长客户关系培养, 能够抓住高端中场客户的回头率。加上国内富有阶层和可支配收入高速增长的趋势, 我们看好美高梅新项目的高端中场定位。

高端中场定位, 抓住赌额较高的长期回头客, 跟国内富有阶层和可支配收入高速增长和 VIP 理性化转变匹配

我们认为, 随着国内富裕阶层可支配收入高速增长, 继续财富积累和消费升级, 澳门高端中场动力将不减。现今我国富有群体量增长, 高层富有人士预计将从 2016 年的 7400 万人增加到 2021 年的 1.12 亿人, 而可支配收入的同期 CAGR 将达 18%到 2.1 万亿美元。随之而来的休闲娱乐等非必需消费品支出将大幅增加。加上以前赌性较激进的 VIP 客户也渐趋理性, 我们认为将带动澳门高端中场业务做大, 我们预测 18/19 年澳门博彩 GGR 分别为 14%和 12%。与此同时, 国内游客去过澳门的渗透率仅为 2%左右, 对比美国人去过拉斯维加斯渗透率为 15%, 空间仍算巨大。未来基建+互联互通政策有望带来每年额外 3500 万游客的增量。

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, 配上高端 5D 影院剧场、精致的餐饮、购物、以及酒店服务, 我们认为美高梅在吸引高端中场游客市场, 尤其是商务人士和 80 后-90 后等年轻群体具有相对优势, 因此我们看好公司的高端中场业务和非博彩业务在路氹地区的市占率提升。

享受高端中场金三角协同效应, 现代化非博彩设计吸引中高端客户

美狮美高梅面积超过 400 万平方米, 位于澳门路氹城金光大道, 毗邻同样走较高端路线的永利皇宫及新濠天地, 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)。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。

估值: 对比去年同样在路氹开新场的永利皇宫, 凭着 VIP 业务快速 ramp up。美高梅新场主打高端中场, ramp up 虽会较慢, 但针对长期回头客且毛利率较高, 我们预计单新场可额外贡献 18 年 2.5 亿美元 EBITDA, 让公司整体 EBITDA 逾 8 亿美元。我们预计美高梅在 2018 年将成为澳门六大博彩企业里业绩增幅最确定的公司。整体来讲, 我们认为公司 2018 年 EV/EBITDA 为 17.5 倍较为合理, 目标价从 25 港元提至 30 港元, 重申“买入”评级。风险提示: 国内经济不景气, 政策收紧等

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	买入 (维持评级)
当前价格	23.05 港元
目标价格	30 港元
上次目标价	25 港元

基本数据

港股总股本(百万股)	3,802.38
港股总市值(百万港元)	87,644.76
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)	24.85/13.58

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

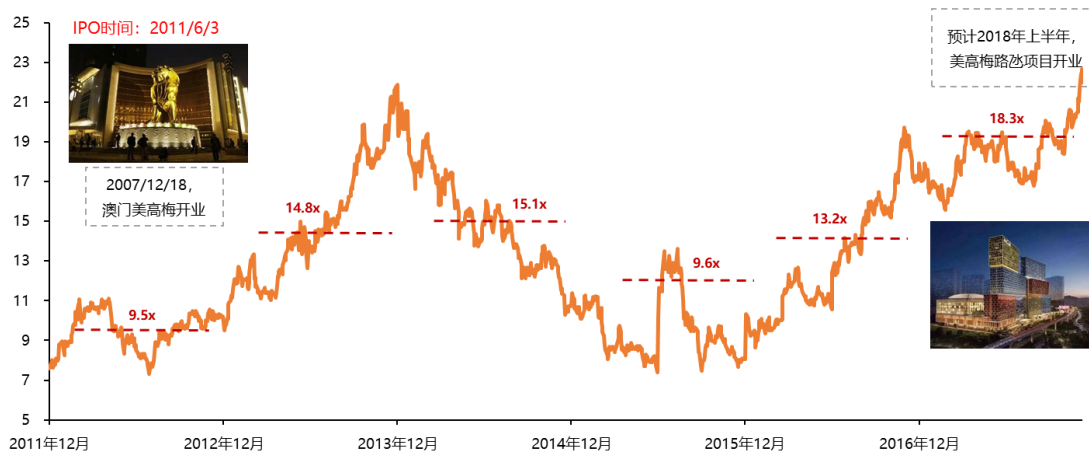
- 1 《美高梅中国-公司点评:业绩略超预期, 路氹新项目值得期待, 重申“增持”》2017-11-10
- 2 《美高梅中国-公司点评:业绩不达标, 短期无催化, 下调至“增持”, TP17 港元》2017-08-01
- 3 《美高梅中国-公司点评:路氹项目下半年开幕业绩可期, 上调 TP 至 22 港元》2017-04-28

图 1：美高梅中国股价与娱乐场开业的历史（港元）



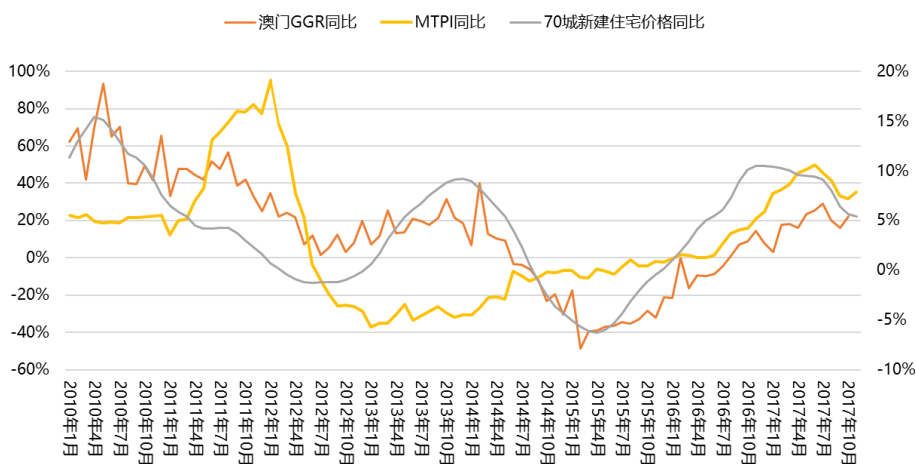
资料来源：截止至 12 月 23 日收盘，PE、EV/EBITDA 根据彭博一致预期、天风证券研究所整理

图 2：美高梅中国 EV/EBITDA 估值与娱乐场开业的历史



资料来源：截止至 12 月 23 日收盘，PE、EV/EBITDA 根据彭博一致预期、天风证券研究所整理

图 3：澳门 GGR 和茅台价格指数和新建住宅价格同比



资料来源：Wind, DICJ, 天风证券研究所整理

图 4：澳门酒店圣诞节和元旦酒店预订情况

公司	澳门酒店大/双床价格	房型	12月24日	12月25日	12月26日	12月27日	12月28日	12月29日	12月30日	12月31日	1月1日	1月2日
永利	澳门永利皇宫酒店 (5星)	双床套房	6,112	6,112	2,865	2,865	3,142	7,299	8,889	6,112	5,060	2,444
	永利澳门酒店 (5星)	豪华城景房	6,668	6,646	1,932	1,888	2,074	6,168	6,090	5,502	5,526	1,711
	澳门银河酒店 (5星)	银河客房	2,885	1,575	1,462	1,419	1,523	2,325	3,407	3,715	1,531	956
银河	澳门万豪酒店 (5星)	豪华客房	4,288	3,306	1,584	1,560	1,565	2,896	5,164	6,668	3,341	1,103
	澳门悦榕庄 (5星)	路氹悦榕套房	5,558	4,866	3,969	3,969	4,400	6,239	6,579	9,599	5,369	2,336
	澳门丽思卡尔顿酒店 (5星)	至尊套房	9,189	9,179	7,101	4,214	4,000	7,138	8,299	9,426	7,936	8,089
	澳门大仓酒店 (5星)	豪华客房	2,838	2,250	1,548	1,548	1,565	3,031	3,977	4,389	2,753	1,159
	澳门佰老汇酒店 (5星)	百老汇客房	1,686	1,291	830	970	1,071	1,242	2,069	2,566	1,396	684
	澳门星际酒店 (5星)	豪华房	1139 (满房)	(满房)	1139 (满房)	1139 (满房)	1,414	1842 (满房)	1842 (满房)	1139 (满房)	(满房)	(满房)
新濠国际	澳门新濠锋酒店 (5星)	海景客房	3,272	1,846	1,318	1,248	1,278	1,989	3,236	3,797	2,041	1,339
	澳门新濠天地-皇冠度假酒店 (5星)	豪华客房	5,972	5,971	2,070	2,070	1988 (满房)	4144 (满房)	5802 (满房)	5802 (满房)	3,087	1,573
	澳门Hard Rock酒店 (4星)	高级房 (标房)	2,490	1,634	(满房)	1,244	1,847	1,847	3,502	4,864	1,847	(满房)
澳博	澳门新濠影汇酒店 (5星)	明星经典客房	2,180	1,625	1,139	1,242	1,232	1,929	2,891	3,578	1,523	792
	澳门新葡京酒店 (5星)	高级客房	3,044	2,501	2,066	1,900	1,678	2,421	4,215	4,639	1,929	1,218
美高梅	澳门葡京酒店 (5星)	标准房	1082 (满房)	697	665	724 (满房)	724 (满房)	889 (满房)	1266 (满房)	1266 (满房)	1,192	726
	澳门美高梅酒店 (5星)	豪华客房	3,261	2,913	1,433	1,442	1,741	2,450	3,889	4,241	2,049	1,195
金沙中国	澳门巴黎人酒店 (5星)	豪华客房	2,242	1,436	2,071	2,071	1,739	3,135	3,066	3,889	1,585	876
	澳门金沙城中心康莱德酒店 (5星)	豪华客房	(满房)	3,153	1,993	2,093	1,993	3,022	4,650	4,650	1,946	1,120
	澳门四季酒店 (5星)	豪华房	4,329	4,418	1,836	2,028	2,581	2,891	5,006	12,700	45,000	1,459
	澳门喜来登金沙城中心酒店 (5星)	豪华客房	2,100	1,331	1,150	1,150	1,493	2,096	3,019	4,354	1,366	834
	澳门瑞吉金沙城中心酒店 (5星)	豪华客房	3,044	2,491	1,446	1,446	1,653	2,776	4,248	5,330	1,894	1,318
	澳门金沙城中心假日酒店 (4星)	高级房 (标房)	1,653	1,569	1,450	1,085	1,875	(满房)	3,112	2,878	1,272	796
金沙中国	澳门金沙酒店 (5星)	豪华套房	3,607	2,912	1,843	1,649	1,652	2,632	3,309	3,602	2,919	1,072
	澳门威尼斯人度假村酒店 (5星)	皇室套房	3,057	1,962	2,260	2,260	2,500	2,936	4,446	4,696	2,176	1,120

资料来源：携程网，天风证券研究所整理

图 5：澳门酒店国庆假期、春节假期、五一假期酒店价格对比

公司	澳门酒店大/双床价格	房型	国庆假期							¥S	春节假期						¥S	五一假期		
			10月1日	10月2日	10月3日	10月4日	10月5日	10月6日	10月7日		1月27日	1月28日	1月29日	1月30日	1月31日	2月1日		2月2日	2月3日	4月29日
永利	澳门永利皇宫酒店 (5星)	双床套房	5,322	5,322	5,322	5,322	5,322	5,322	5,322	1,399	1,654	3,333	4,024	4,024	4,250	3,293	5,736	4,833	2,533	
	永利澳门酒店 (5星)	豪华城景房	8,855	8,835	8,835	8,835	8,835	9,033	7,266	1,577	2,515	6,230	19,411	16,200	12,960	12,960	7,344	7,344	3,152	
	澳门银河酒店 (5星)	银河客房	4,256	7,199	7,029	6,726	5,346	4,112	3,259	1,412	2,139	3,183	2,972	16,200	16,200	7,020	4,179	3,445	1,468	
银河	澳门万豪酒店 (5星)	豪华客房	4,029	6,013	7,113	5,039	4,900	3,776	3,496	1,183	2,220	3,217	5,942	6,137	2,819	5,556	3,617	3,646	1,453	
	澳门悦榕庄 (5星)	路氹悦榕套房	13,538	13,538	13,538	13,538	13,538	6,028	5,776	2,353	3,280	6,667	4,116	4,116	1,118	2,681	6,025	5,698	4,941	
	澳门丽思卡尔顿酒店 (5星)	至尊套房	-	-	-	-	-	-	10,207	-	3,878	6,723	11,720	28,080	28,080	3,014	6,649	6,552	8,100	
	澳门大仓酒店 (5星)	豪华客房	4,189	6,067	5,926	5,830	4,327	3,356	3,396	1,195	2,441	2,741	-	-	-	3,178	1,569	4,770	1,416	
	澳门佰老汇酒店 (5星)	百老汇客房	1,876	1,766	2,056	2,000	1,716	1,678	1,186	749	1,955	2,465	-	-	6,480	1,917	2,425	1,599	900	
	澳门星际酒店 (5星)	豪华房	1,138	1,138	1,138	1,138	1,138	1,839	1,839	1,578	2,383	-	-	-	1,341	1,341	10,260	10,260	10,260	
新濠国际	澳门新濠锋酒店 (5星)	海景客房	6,889	6,889	6,889	8,056	8,056	6,308	2,126	1,637	2,329	3,856	6,061	7,130	6,062	3,112	3,367	2,353	1,635	
	澳门新濠天地-皇冠度假酒店 (5星)	豪华客房	6,808	5,787	5,787	5,787	5,787	5,787	5,787	-	3,435	5,265	15,556	15,120	15,120	7,117	7,117	7,117		
	澳门Hard Rock酒店 (4星)	高级房 (标房)	3,984	3,984	3,984	3,984	3,984	2,992	2,992	1,134	1,868	2,903	4,726	10,800	8,586	4,536	3,924	2,925	2,846	
澳博	澳门新濠影汇酒店 (5星)	明星经典客房	4,128	4,506	4,559	3,878	4,446	2,736	2,404	1,556	1,545	2,755	4,880	4,104	4,536	3,069	3,078	2,760	2,268	
	澳门新葡京酒店 (5星)	高级客房	2,449	2,818	2,818	2,818	2,818	2,567	2,567	1,659	2,310	2,948	2,948	2,948	2,947	2,555	2,561	2,561	1,327	
美高梅	澳门葡京酒店 (5星)	标准房	1,091	1,718	1,718	1,718	1,718	1,279	915	747	1,044	1,608	1,799	1,799	1,799	1,307	3,672	2,701	1,740	
	澳门美高梅酒店 (5星)	豪华客房	7,676	6,903	6,867	6,867	6,867	2,894	2,600	-	2,563	3,736	9,583	8,145	4,788	6,804	4,395	5,060	2,573	
	澳门巴黎人酒店 (5星)	豪华客房	5,236	3,406	3,503	3,786	3,422	2,499	2,089	1,029	2,077	2,914	5,423	4,699	-	2,599	3,001	2,705	1,113	
金沙中国	澳门金沙城中心康莱德酒店 (5星)	豪华客房	5,958	5,958	5,958	5,679	4,796	3,113	2,482	1,357	2,808	-	-	-	-	4,873	-	-	1,324	
	澳门四季酒店 (5星)	豪华房	4,136	5,549	5,005	4,702	4,608	3,135	3,389	-	3,264	6,119	7,515	6,229	5,132	5,271	1,882	5,184	3,043	
	澳门喜来登金沙城中心酒店 (5星)	豪华客房	2,426	2,087	2,350	2,400	2,719	1,976	1,643	1,011	1,383	2,315	2,745	3,368	3,804	1,815	1,748	1,798	906	
	澳门瑞吉金沙城中心酒店 (5星)	豪华客房	2,969	2,969	3,498	3,176	2,488	2,766	2,298	1,281	1,722	3,441	3,735	6,574	3,999	3,045	4,054	3,759	1,458	
	澳门金沙城中心假日酒店 (4星)	高级房 (标房)	3,264	3,141	3,158	3,157	2,875	2,295	2,187	-	-	3,067	5,225	3,958	3,642	2,396	2,822	2,631	1,100	
	澳门金沙酒店 (5星)	豪华套房	3,195	4,767	4,767	4,770	4,770	3,503	2,334	1,733	3,445	5,612	5,612	5,612	5,612	3,712	3,054	3,767	2,239	
金沙中国	澳门威尼斯人度假村酒店 (5星)	皇室套房	4,332	4,328	4,123	4,796	4,423	4,236	2,970	3,899	2,614	4,273	6,264	4,764	5,820	3,373	3,996	3,564	1,766	

资料来源：携程网，天风证券研究所整理

图 6：澳门六大博彩公司目标价格和估值水平

公司	股票代码	当前股价	目标价格	上涨空间	评级	市值 (百万美元)	P/E		EV/EBITDA		股息率
							17年	18年	17年	18年	
香港上市公司											
美高梅中国	2282.HK	23.05 港元	30 港元	30%	买入	10,759	35.0	30.4	23.5	16.8	1.3%
新濠国际	200.HK	23.0 港元	30 港元	30%	买入	4,253	22.6	17.1	8.8	8.0	0.1%
金沙中国	1928.HK	39.7 港元	47 港元	18%	买入	40,014	25.8	22.0	17.8	16.2	5.2%
银河娱乐	27.HK	61.95 港元	65 港元	5%	增持	31,912	26.5	23.6	17.9	16.3	-
永利澳门	1128.HK	21.2 港元	25 港元	18%	持有	15,405	31.6	23.2	18.0	15.6	2.7%
澳博控股	880.HK	6.99 港元	7.2 港元	3%	持有	4,544	19.8	20.6	8.5	7.6	3.7%
美股上市公司											
金沙集团	LVS.US	70.4 美元	—	—	—	55,017	24.3	22.9	14.1	13.9	4.2%
永利度假	WYNN.US	167.4 美元	—	—	—	16,334	30.8	24.0	14.2	13.0	1.3%
新濠博亚	MPEL.US	28.44 美元	30 美元	5%	买入	12,722	28.9	24.7	11.9	11.0	1.4%
美高梅国际	MGM.US	33.25 美元	—	—	—	18,875	29.3	22.7	12.4	11.1	1.3%

资料来源：截止至 12 月 26 日收盘，PE、EV/EBITDA 根据彭博一致预期、天风证券研究所整理

图 7：澳门六大博彩公司盈利预测和彭博一致预期

公司	股票代码	货币	2017E		2018E		2019E	
			预计	一致预期	预计	一致预期	预计	一致预期
收入 (百万)								
美高梅中国	2282.HK	HKD	15,769	15,070	23,177	21,560	27,452	22,310
新濠博亚	MLCO.US	USD	5,196	5,060	6,061	5,580	7,028	5,830
金沙中国	1928.HK	HKD	59,250	57,770	67,230	64,500	77,357	68,760
银河娱乐	27.HK	HKD	60,019	59,790	65,982	63,970	73,324	65,190
永利澳门	1128.HK	HKD	33,212	32,040	37,679	38,320	42,819	40,750
澳博控股	880.HK	HKD	41,089	41,330	38,289	41,020	42,249	45,330
物业EBITDA-息税折摊前利润 (百万)								
美高梅中国	2282.HK	HKD	4,858	4,140	7,224	6,450	8,618	7,980
新濠博亚	MLCO.US	USD	1,289	1,200	1,629	1,400	1,996	1,610
金沙中国	1928.HK	HKD	20,792	19,250	24,421	20,930	29,346	21,450
银河娱乐	27.HK	HKD	13,841	13,060	15,411	14,060	17,398	14,880
永利澳门	1128.HK	HKD	9,700	8,080	11,560	10,100	14,132	11,500
澳博控股	880.HK	HKD	3,123	3,060	2,795	3,350	3,253	4,030

资料来源：彭博一致预期、天风证券研究所整理和预测

图 8：2017-2019 年澳门博彩 GGR 预测

百万澳门元	2014	2015	16Q 1	16Q 2	16Q 3	16Q 4	2016	17Q 1	17Q 2	17Q 3	17Q 4E	2017E	2018E	2019E
总收入(GGR)	351,520	230,840	56,176	51,611	55,006	60,418	223,211	63,478	62,898	67,002	71,454	264,831	301,162	338,569
同比%	-3%	-34%	-13%	-9%	1%	10%	-3%	13%	22%	22%	18%	19%	14%	12%
VIP 收入	212,535	127,818	30,382	26,598	28,647	33,333	118,960	35,491	35,858	38,687	41,666	151,702	174,458	195,392
同比%	-11%	-40%	-19%	-16%	-1%	13%	-7%	17%	35%	35%	25%	28%	15%	12%
中场+老虎机收入	138,987	103,023	25,794	25,012	26,357	27,080	104,244	27,987	27,040	28,314	29,788	113,129	126,705	143,176
同比%	14%	-26%	-5%	-1%	4%	7%	1%	9%	8%	7%	10%	9%	12%	13%

资料来源：DICJ, 天风证券研究所整理预测

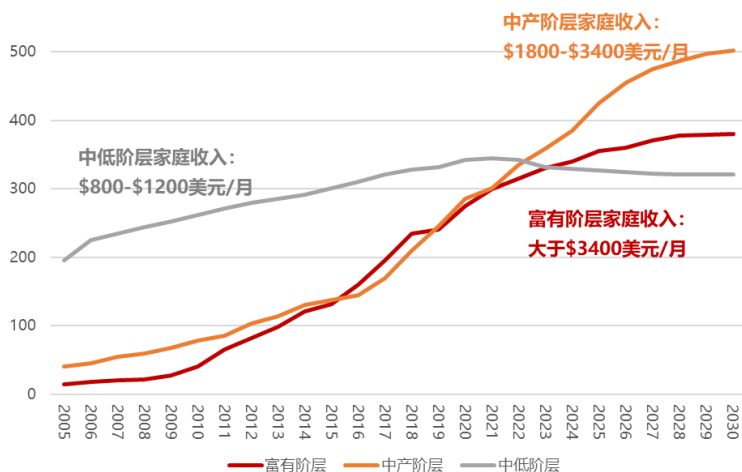
图 9：中国 2016-2021 年消费增长预测

每年可支配资产		人口		个人消费		CAGR
		2016 (百万)	2021E (百万)	2016 (十亿美元)	2021E (十亿美元)	
>100万美元	高净值客户	3.2	7.4	192	273.8	9%
40000-100万美元	上层富有	74	112	1,110	2,128	18%
20000-40000美元	低层富有	97	183	1,067	1,647	11%
12000-20000美元	中产阶层	145	301	725	1,144	12%
8000-12000美元	中低阶层	305	321	610	738	5%
<8000美元	较贫困阶层	500	290	500	174	-23%
农村地区	贫困阶层	256	91	205	30	-38%
合计		1,380	1,305	4,409	6,135	9%

博彩收入
贡献主要
阶层

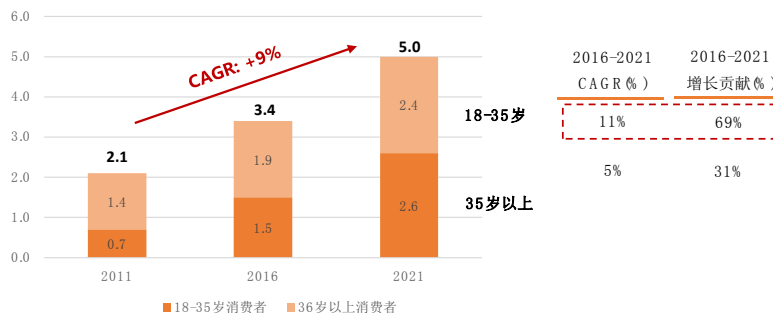
资料来源：波士顿咨询，世界货币基金组织，天风证券研究所整理

图 10：中国 2005 年-2030 年不同收入结构人群的变化（百万人）



资料来源：国际货币基金组织，波士顿咨询，天风证券研究所整理

图 11：城镇 80 后-90 后将成为消费升级的主动力量（万亿美元）



资料来源：国际货币基金组织，波士顿咨询，天风证券研究所整理

图 12：澳门 16Q4-17Q3 赴澳内地游客结构和渗透率预测

省份	2016Q4-2017Q3	2015Q4-2016Q3	同比变化	内地人口数量	城市适龄人口	假设每年访澳次数	渗透率	人均GDP
			%	(百万)	(百万)	(次)	%	(美元)
广东	9,082,659	9,031,702	1%	110	49	3	5.4%	11,143
福建	815,714	790,322	3%	39	15	2	2.2%	11,247
湖南	961,456	842,025	14%	68	27	2	1.5%	6,983
湖北	701,709	620,537	13%	59	24	2	1.2%	8,380
浙江	618,134	547,660	13%	56	22	2	1.2%	12,784
广西	616,123	559,496	10%	48	19	2	1.3%	5,725
江苏	551,225	466,938	18%	80	32	2	0.7%	14,586
上海	593,059	492,990	20%	24	10	2	2.6%	17,548
江西	488,659	420,716	16%	46	18	2	1.1%	6,082
河南	452,702	413,759	9%	95	38	2	0.5%	6,410
四川	390,553	375,469	4%	83	33	2	0.5%	6,022
北京	344,256	319,261	8%	22	9	2	1.7%	17,795
辽宁	305,209	302,343	1%	44	18	1	1.2%	7,647
河北	265,479	239,382	11%	75	30	1	0.6%	6,483
黑龙江	271,540	239,629	13%	38	15	1	1.3%	6,087
山东	266,063	239,178	11%	99	40	1	0.5%	10,348
安徽	253,724	242,323	5%	62	25	1	0.7%	5,956
重庆	237,963	225,595	5%	30	12	2	0.8%	8,807
山西	207,878	184,888	12%	37	15	2	0.6%	5,349
吉林	214,311	208,076	3%	27	11	1	1.4%	8,110
其他省份	3,766,058	3,575,982	5%	240	96	1	2.8%	—
中国内地	21,404,474	20,338,271	5%	1,383	553	2	1.8%	8,127

标灰色为高铁5小时内省份，标橙色为4小时内直飞澳门省份

资料来源：澳门统计局，天风证券研究所整理和预测

图 13: 不同博彩地区市场渗透率情况

游客来源地: 渗透率:	中国内地居民	较成熟市场		
		香港居民	美国内地居民	澳大利亚内地居民
	1.8%	超过30%	超过15%	超过18%
	假设每位旅客每年访澳1-3次	假设每位旅客每年访澳3-4次	假设每位旅客每年去赌场2-3次	假设每位旅客每年去赌场2-3次

资料来源: DSEC, AGA, 澳大利亚统计局, 天风证券研究所整理和预测

图 14: 澳门周边基建项目展望

预期(已)建成时间	基建项目	介绍	预计游客增量/年
2017年6月	新离仔码头充分利用	氹仔码头设有16个高速客船(400个座位)泊位及3个多功能泊位(1200个座位),目前共有从香港、深圳开来的74班船次,其中66个班次为400个座位的高速客船,8个班次为1200个座位的大型客船,目前班次与之前不变。	未来有望增加深圳、广东等地、香港和东南亚等地班次,理想运营水平在100个班次每天,其中85个高速客船,15个班次大型客船,如果按照70%载客率。 我们预计新增客流量将达: ~1300万人次/年
2018年上半年	港珠澳大桥	港珠澳大桥通车后,澳门机场至香港机场缩短至20分钟左右车程。2016年香港机场客流量约为7000万人次,澳门机场客流量约为669万人次。未来预计香港机场客流量增加15%。	澳门有可能成为赴香港客流的外溢出口,预计分流香港机场15%的客流。 我们预计新增客流量将达: ~900万人次/年
2018年下半年	拱北横琴延长线	根据规划,澳门轻轨可以每小时载客14200名,轻轨停靠主要关口和市内娱乐场,将显著缓解澳门交通拥堵的情况。2018年下半年拱北-横琴延长线有望贯通。长隆海洋王国二期新增2700个房间,5D电影院以及更多娱乐设施。	2016年共有3000万游客前往横琴长隆游玩,配合拱北横琴延长线、澳门轻轨等便捷交通,横琴将为澳门带来更多合家欢游客资源,预计引流横琴30%的客流。 我们预计新增客流量将达: ~1000万人次/年
2019年	澳门轻轨		
待确认	横琴长隆海洋公园二期		
待确认	澳门机场扩建	2018年澳门机场南停机坪可能完成扩建工程,届时旅客接待能力将提升到750万旅客人次。	澳门机场在未来几年仍具增长空间,未来3期规划客流量达1000-1100万人次/年。 我们预计新增客流量将达: ~300万人次/年
待确认	高铁班次提升	目前京广高铁、广珠高铁、武广高铁共有约110趟班次往返珠海、深圳和广州,缩短前往港澳的时间和成本	未来计划增加10-15班次连接港澳和内地个城市,每辆高铁载客约1200人次/天,我们预计载客率会在80%,并有20%的游客前往澳门。 我们预计新增客流量将达: ~100万人次/年
预计为澳门新增客流量=			~3500万人次/年

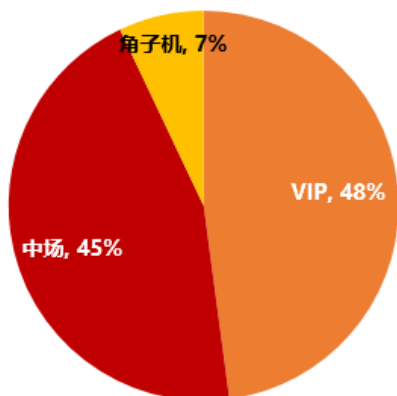
资料来源: 各政府网站, 天风证券研究所整理

图 15: 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%

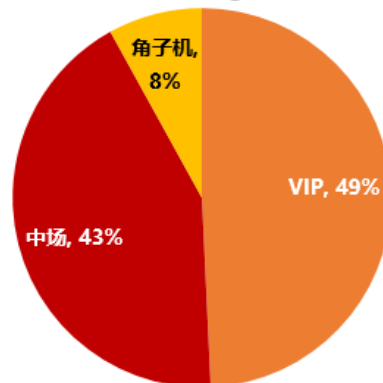
资料来源: 公司财报, 天风证券研究所整理

图 16: 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 17: 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 18: 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	268,685	271,464	295,895	316,608
同比%	-	-24%	1%	9%	7%
VIP赢率	3.3%	3.2%	3.3%	3.2%	3.2%
VIP毛收入	11,737	8,631	8,958	9,469	10,131
同比%	-	-26%	4%	6%	7%
中场毛收入	7,557	7,689	8,212	9,526	10,860
同比%	-	2%	7%	16%	14%
老虎机流水(turnover)	35,259	28,815	30,257	34,493	39,322
同比%	-	-18%	5%	14%	14%
老虎机赢率	4.57%	4.36%	4.36%	4.36%	4.36%
老虎机毛收入	1,612	1,257	1,319	1,504	1,714
旧美高梅娱乐场毛收入	20,906	17,577	18,490	20,499	22,706
同比%	-	-16%	5%	11%	11%
-佣金及折扣	-4,065	-2,971	-3,051	-3,485	-3,860
+非博彩收入	329	301	330	350	360
旧美高梅净收入	17,170	14,907	15,769	17,364	19,206
YoY%	-	-13%	6%	10%	11%
-运营成本	-13,307	-11,187	-11,691	-12,737	-13,995
息税前利润(EBIT)	3,863	3,720	4,078	4,628	5,211
+折旧摊销(D&A)	806	772	780	790	800
旧美高梅EBITDA	4,669	4,492	4,858	5,418	6,011
YoY%	-	-4%	8%	12%	11%
EBITDA Margin%	27.2%	30.1%	30.8%	31.2%	31.3%
美高梅路氹					
VIP流水(turnover)	-	-	-	115,227	149,795
同比%	-	-	-	-	30%
VIP赢率	-	-	-	2.8%	2.8%
VIP毛收入	-	-	-	3,226	4,194
中场毛收入	-	-	-	3,010	4,816
同比%	-	-	-	-	14%
老虎机流水(turnover)	-	-	-	10,210	12,252
同比%	-	-	-	-	20%
老虎机赢率	-	-	-	4.25%	4.25%
老虎机毛收入	-	-	-	434	521
美高梅路氹娱乐场毛收入	0	0	0	6,670	9,531
同比%	-	-	-	-	43%
-佣金及折扣	-	-	-	-1,067	-1,525
+非博彩收入	-	-	-	210	240
美高梅路氹净收入	-	-	-	5,813	8,246
YoY%	-	-	-	-	42%
-运营成本	-	-	-	-4,267	-5,989
息税前利润(EBIT)	-	-	-	1,546	2,257
+折旧摊销(D&A)	-	-	-	260	350
新美高梅EBITDA	-	-	-	1,806	2,607
YoY%	-	-	-	-	44%
EBITDA Margin%	-	-	-	31.1%	31.6%

资料来源: 公司财报, 天风证券研究所预测

图 19: 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	14,907	15,769	23,177	27,452
同比%	-	-13%	6%	47%	18%
旧美高梅净收入	17,170	14,907	15,769	17,364	19,206
同比%	-	-13%	6%	10%	11%
美高梅路氹净收入	-	-	-	5,813	8,246
同比%	-	-	-	-	42%
运营成本	-13,890	-11,808	-12,241	-17,840	-20,635
- 博彩税	-8,306	-6,999	-7,396	-10,870	-12,875
博彩税率	-48.4%	-46.9%	-46.9%	-46.9%	-46.9%
- 存货消耗	-324	-273	-270	-410	-610
- 员工薪酬支出	-1,966	-1,949	-1,905	-2,310	-2,600
- 折旧摊销	-806	-772	-780	-1,050	-1,150
- 其他开支	-2,489	-1,816	-1,890	-3,200	-3,400
营业利润 (亏损)	3,281	3,099	3,528	5,337	6,817
YOY%	-	-6%	14%	51%	28%
营业利润率	19%	21%	22%	23%	25%
+ 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	3,516	5,325	6,805
- 所得税开支	-17	-15	-19	-25	-20
所得税率%	-0.5%	-0.5%	-0.5%	-0.5%	-0.5%
净利润	3,113	3,037	3,497	5,300	6,785
同比%	-	-2%	15%	52%	28%
净利润率%	18%	20%	22%	23%	25%
股份	3,796	3,796	3,802	3,802	3,802
EPS	0.82	0.80	0.92	1.39	1.78
净利润	3,113	3,037	3,497	5,300	6,785
+ 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	1,050	1,150
+ 企业支出	412	384	321	544	578
+ 开业前成本	54	166	155	220	0
+ 处置物业等收入/亏损	32	-2	0	0	0
经调整EBITDA	4,669	4,492	4,858	7,224	8,618
同比%	-	-4%	8%	49%	19%
旧美高梅EBITDA	4,669	4,492	4,858	5,418	6,011
M arg in %	27.2%	30.1%	30.8%	31.2%	31.3%
美高梅路氹EBITDA	-	-	-	1,806	2,607
M arg in %	-	-	-	31.1%	31.6%

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	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 4068 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	卓越时代广场 36 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
	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