

# 美高梅中国 (02282)

证券研究报告

2018年02月13日

## 新项目赶上春节档期有望迎开门红，重申“买入”

### 新项目赶上春节档期有望迎开门红，疑虑消除享受春节行情

2月13日，美高梅中国(2282.HK)旗下位于路氹地区的综合娱乐项目美狮美高梅在经历了数次延期之后于春节前正式开幕。美狮美高梅投入34亿美元，预计8年内达到回报标准。酒店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，包括1248间标准房间、99间套房、16间高层套房和27间总统套房。目前房间不完全供应，到一季度将预计有1200个酒店房间开放，剩下的高端景观房和VIP房间将在Q1之后陆续开放。此外，酒店还配备14家餐厅、2870平方米的会议中心、3项类似于新濠水舞间的常驻表演、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%。目前赌场拥有177张赌桌，其中165张是中场赌桌，另11台是自营VIP赌桌，还配有982台老虎机。目前美狮美高梅专注以高端中场和自营VIP为主，预计在2018年中引入几家大型的VIP中介，包括太阳城、大卫城等。

我们认为美狮美高梅2月13日开幕消除投资者对于公司2018年基本面的担忧，并能够享受春节行情。我们调查发现目前春节澳门酒店预定良好，多数房间酒店价格较去年春节有20%-30%以上的增长，多数四、五星级酒店房价基本超过3000元以上，美狮美高梅酒店房间也基本订满，在2月14日-2月18日的房价更是超过4000元以上，预计春节能够加速新项目在运营初期快速ramp up。

### 18-19年中场+非博彩成为主线，美高梅具有高端中场的品牌效应

我们认为VIP客户周期普遍在3-4年，自2016年至今可能已进入后半程，18-19年中场将成为主线，主要因为：1) VIP趋于理性、结构变化引起客户下沉高端中场；2) 国内富有阶层(2021年预计消费升值年化增长18%)和可支配收入显著增长带来中场客户消费升级，尤其是广东省之外的年轻客流消费水平较高，成为高端中场主要贡献力量。此外，我们认为未来普通中场仍有较大空间，主要在于：1) 随着二三线城市人均GDP陆续突破7000美元，广东以外、尤其是2-3线城市地区游客数量和消费明显增加；2) 和国际相比，美国本地居民造访拉斯维加斯共有4600万次数，每年平均2-3次造访，渗透率超15%。中国内地居民目前的1.8%渗透率还仍有空间。

我们认为美高梅中国将受益18-19年VIP客户开始下沉至高端中场的行情，主要因为美高梅的酒店品牌享誉国内，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，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：效仿永利ramp up节奏，有望成为18年博企业绩增幅较高的公司

跟永利类似，美高梅中国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。美高梅新场主打高端中场，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2.3亿美元EBITDA，并预计带动公司整体EBITDA逾8亿美元。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势头，我们看好美高梅新项目的高端中场定位。目前公司EV/EBITDA估值为24x，我们判断新场开幕有望让公司在2018年成为澳门六大博彩企业里业绩增幅较高的公司，因此我们认为2018年17.5x EV/EBITDA估值较为合理，目标价维持30港元，重申“买入”评级。

**风险提示：政策收紧，国内经济不景气，新娱乐场ramp up低于预期等。**

### 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 21.75 港元

目标价格 30 港元

### 基本数据

港股总股本(百万股)	3,800.58
港股总市值(百万港元)	82,662.53
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)	25.50/13.58

### 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

- 《美高梅中国-公司点评:新场延迟无碍基本面，仍首推“买入”，TP 30 港元》2018-01-26
- 《美高梅中国-公司点评:行业首选，TP 从25上调至30港元，重申“买入”》2017-12-27
- 《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

图 1：美狮美高梅酒店大厅照片



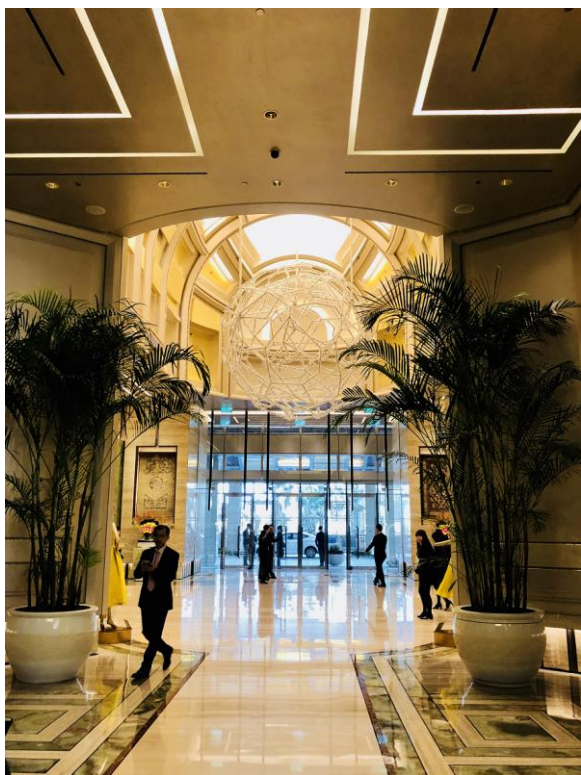
资料来源：天风证券研究所拍摄整理

图 2：美狮美高梅酒店大厅照片



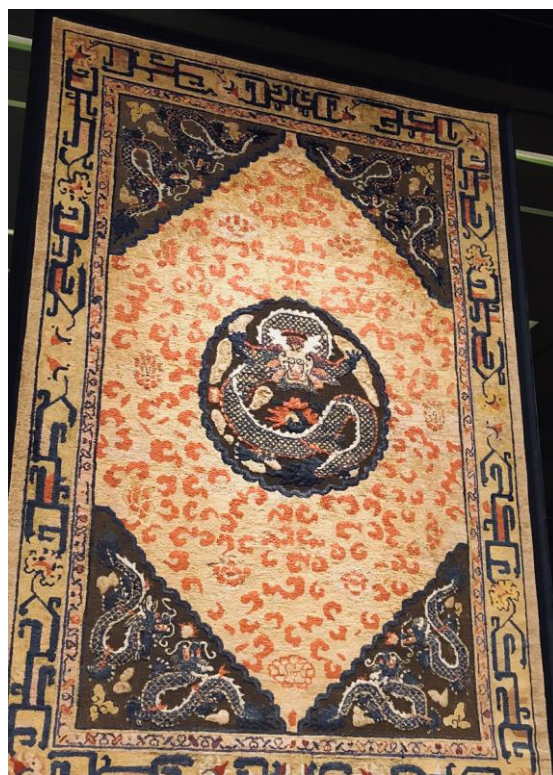
资料来源：天风证券研究所拍摄整理

图 3：美狮美高梅酒店大厅照片



资料来源：天风证券研究所拍摄整理

图 4：美狮美高梅酒店古董展品：清代地毯



资料来源：天风证券研究所拍摄整理



图 5：美狮美高梅酒店直营 VIP 和高端中场区域



资料来源：天风证券研究所拍摄整理

图 6：美狮美高梅酒店直营 VIP 和高端中场区域



资料来源：天风证券研究所拍摄整理

图 7：美狮美高梅酒店直营 VIP 和高端中场区域



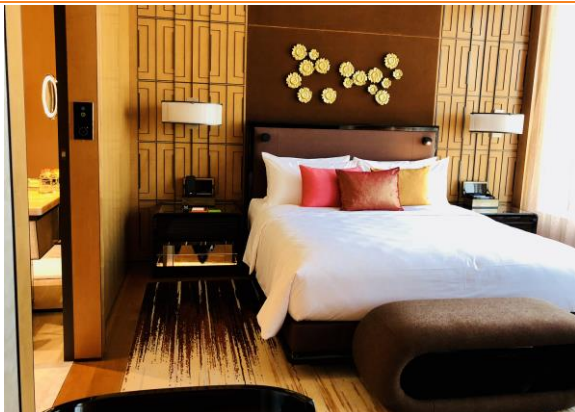
资料来源：天风证券研究所拍摄整理

图 8：美狮美高梅酒店直营 VIP 和高端中场区域



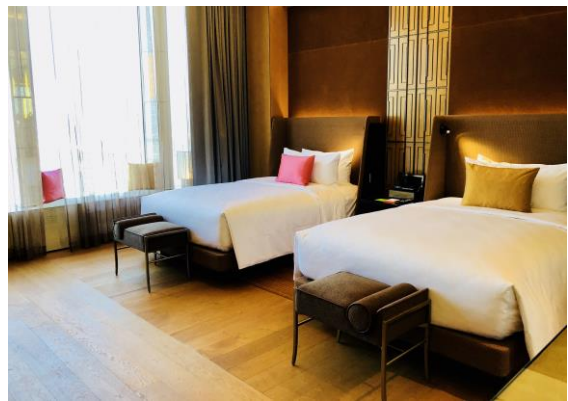
资料来源：天风证券研究所拍摄整理

图 9：美狮美高梅酒店高端房间照片



资料来源：天风证券研究所拍摄整理

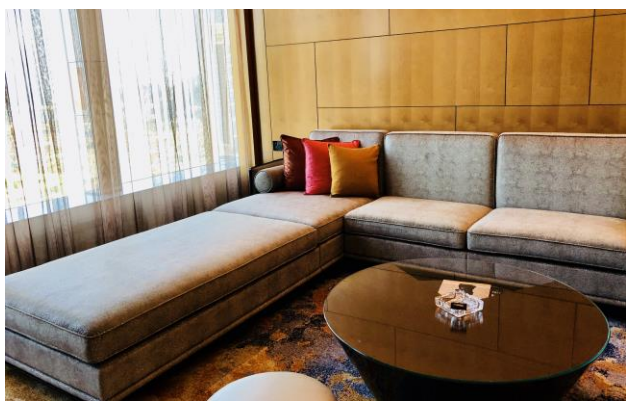
图 10：美狮美高梅酒店高端房间照片



资料来源：天风证券研究所拍摄整理



图 11：美狮美高梅酒店高端房间照片



资料来源：天风证券研究所拍摄整理

图 12：美狮美高梅酒店高端中场区域照片



资料来源：天风证券研究所拍摄整理

图 13：美狮美高梅酒店娱乐场照片



资料来源：天风证券研究所拍摄整理

图 14：美狮美高梅酒店娱乐场照片



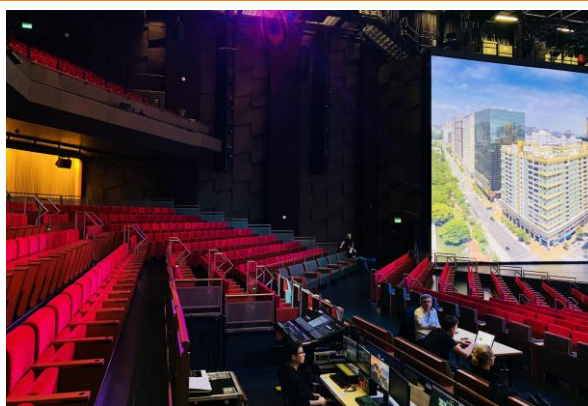
资料来源：天风证券研究所拍摄整理

图 15：美狮美高梅酒店剧场照片



资料来源：天风证券研究所拍摄整理

图 16：美狮美高梅酒店高端剧场照片



资料来源：天风证券研究所拍摄整理



图 17: 美狮美高梅酒店商场照片



资料来源: 天风证券研究所拍摄整理

图 18: 美狮美高梅酒店商场照片



资料来源: 天风证券研究所拍摄整理

图 19: 美狮美高梅酒店餐厅照片



资料来源: 天风证券研究所拍摄整理

图 20: 美狮美高梅酒店餐厅照片



资料来源: 天风证券研究所拍摄整理

图 21: 美狮美高梅酒店普通房间照片



资料来源: 天风证券研究所拍摄整理

图 22: 美狮美高梅酒店普通房间照片



资料来源: 天风证券研究所拍摄整理

图 23：美狮美高梅酒店开幕式



资料来源：天风证券研究所拍摄整理

图 24：美狮美高梅酒店开幕式表演



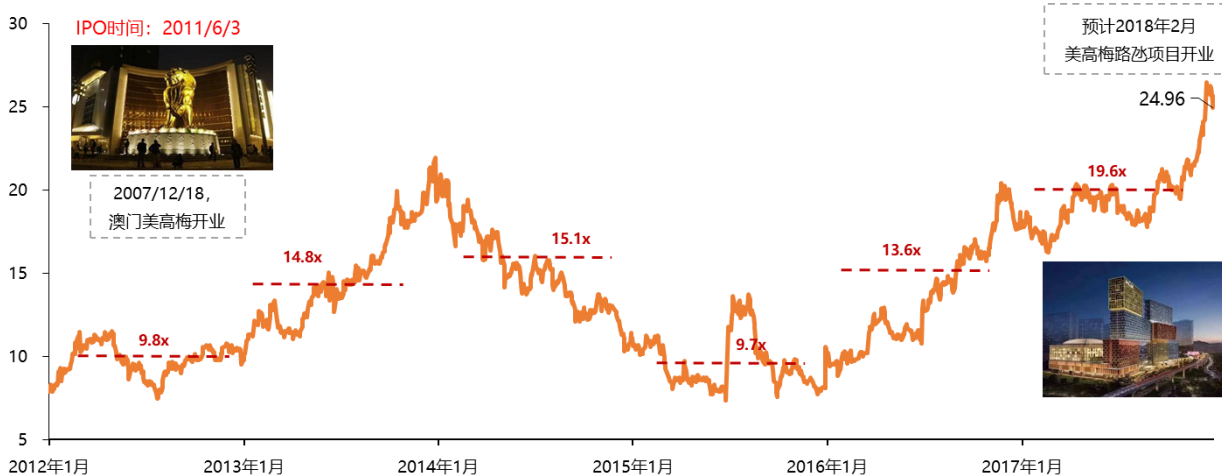
资料来源：天风证券研究所拍摄整理

图 25：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 2 月 13 日收盘，PE、EV/EBITDA 根据彭博一致预期、天风证券研究所整理

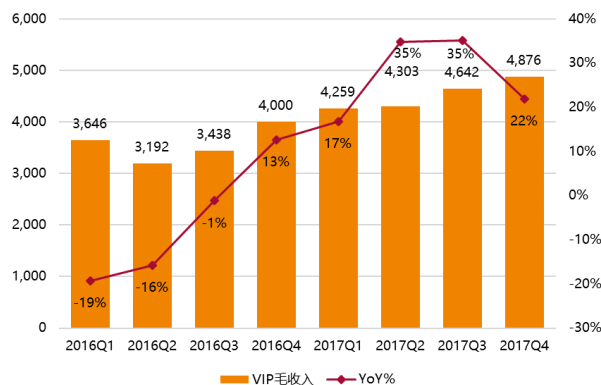
图 26：美高梅中国 EV/EBITDA 估值与娱乐场开业的历史



资料来源：截止至 2 月 13 日收盘，PE、EV/EBITDA 根据彭博一致预期、天风证券研究所整理

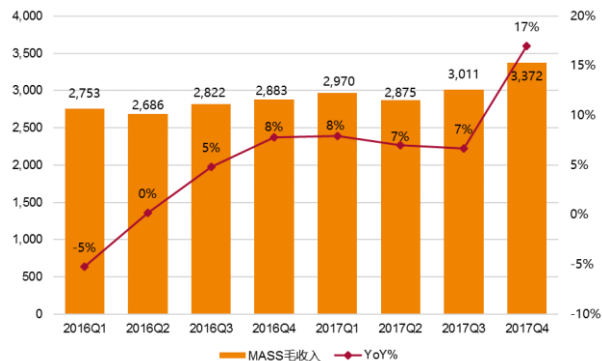


图 27: 澳门博彩 VIP 业务 2016 年以来季度表现 (百万澳门元)



资料来源: 澳门博彩局, 天风证券研究所整理

图 28: 澳门博彩 MASS 业务 2016 年以来季度表现 (百万澳门元)



资料来源: 澳门博彩局, 天风证券研究所整理

图 29: 2018-2019 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 4	2017	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	72,365	265,742	302,151	339,698
同比%	-3%	-34%	-13%	-9%	1%	10%	-3%	13%	22%	22%	20%	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	40,637	150,673	173,274	194,067
同比%	-11%	-40%	-19%	-16%	-1%	13%	-7%	17%	35%	35%	22%	27%	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	31,728	115,069	128,877	145,631
同比%	14%	-26%	-5%	-1%	4%	7%	1%	9%	8%	7%	17%	10%	12%	13%

资料来源: DICJ, 天风证券研究所整理预测

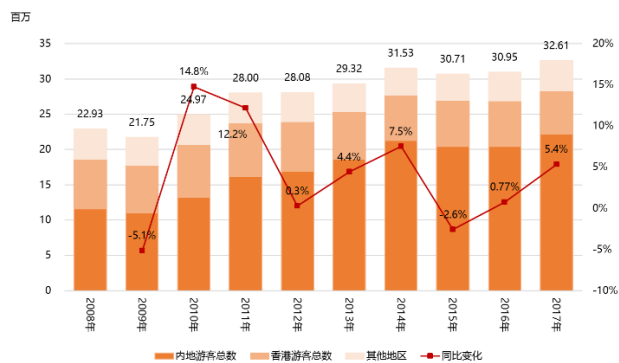
图 30: 中国 2016-2021 年消费增长预测

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

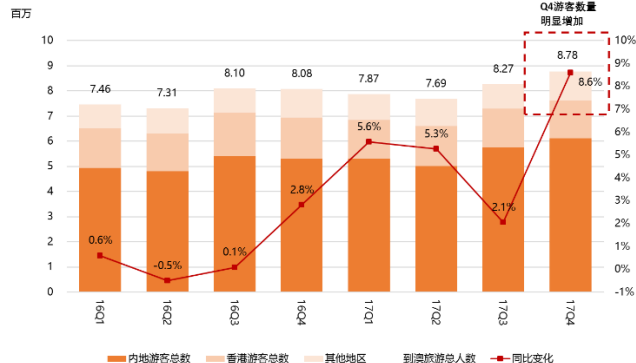
资料来源: 波士顿咨询, 世界货币基金组织, 天风证券研究所整理

图 31：2008 年至今赴澳旅游人数



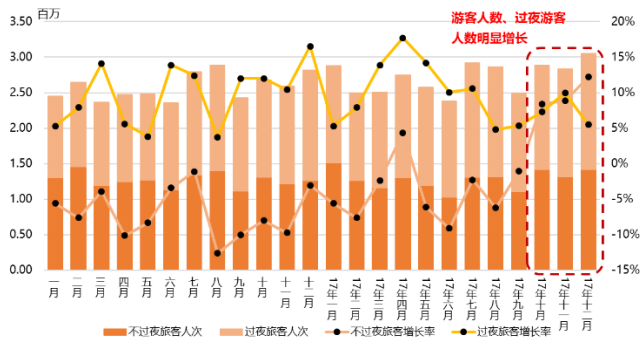
资料来源：DSEC，天风证券研究所整理

图 32：2016 年至今季度赴澳旅客方人数



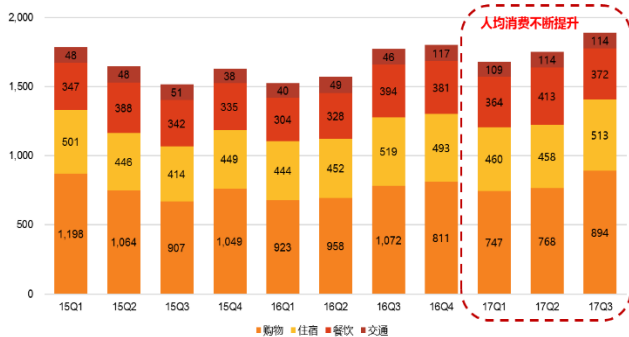
资料来源：DSEC，天风证券研究所整理

图 33：2016 年至今过夜游客和非过夜游客人数增长和同比



资料来源：DSEC，天风证券研究所整理

图 34：2016 年至今季度旅客人均消费水平



资料来源：DSEC，天风证券研究所整理

图 35：澳门 2017-2018 年赴澳内地游客结构和渗透率预测

省份	2017年	2016年	同比变化	内地人口数量	城市适龄人口 21-64岁	假设每年访澳次数	渗透率	人均GDP
			%	(百万)	(百万)	(次)	%	(美元)
广东	9,232,591	9,021,402	2%	109.99	49.50	3.40	5.5%	11,143
福建	836,762	774,013	8%	38.74	15.50	2.40	2.2%	11,247
湖南	1,005,526	870,680	15%	68.22	27.29	2.40	1.5%	6,983
湖北	737,190	620,564	19%	58.85	23.54	2.40	1.3%	8,380
浙江	645,082	560,006	15%	55.90	22.36	2.40	1.2%	12,784
广西	634,668	569,050	12%	48.38	19.35	2.40	1.4%	5,725
江苏	586,370	467,359	25%	79.99	32.00	2.40	0.8%	14,586
上海	610,204	514,960	18%	24.20	9.68	2.40	2.6%	17,548
江西	512,661	431,266	19%	45.92	18.37	2.40	1.2%	6,082
河南	474,705	425,357	12%	95.32	38.13	2.40	0.5%	6,410
四川	418,660	362,015	16%	82.62	33.05	2.40	0.5%	6,022
北京	353,894	325,238	9%	21.73	8.69	2.40	1.7%	17,795
辽宁	334,439	298,674	12%	43.78	17.51	1.40	1.4%	7,647
河北	319,006	239,635	33%	74.70	29.88	1.40	0.8%	6,483
黑龙江	293,540	238,760	23%	37.99	15.20	1.40	1.4%	6,087
山东	302,151	239,287	26%	99.47	39.79	1.40	0.5%	10,348
安徽	264,571	240,118	10%	61.96	24.78	1.40	0.8%	5,956
重庆	256,447	220,322	16%	30.48	12.19	2.40	0.9%	8,807
山西	204,609	244,316	-16%	36.82	14.73	2.40	0.6%	5,349
吉林	217,987	231,457	-6%	27.33	10.93	1.40	1.4%	8,110
其他省份	3,955,140	3,355,776	18%	240	96.13	1.40	2.9%	—
中国内地	22,196,203	21,104,892	5%	1,382.71	553.08	2.11	1.9%	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

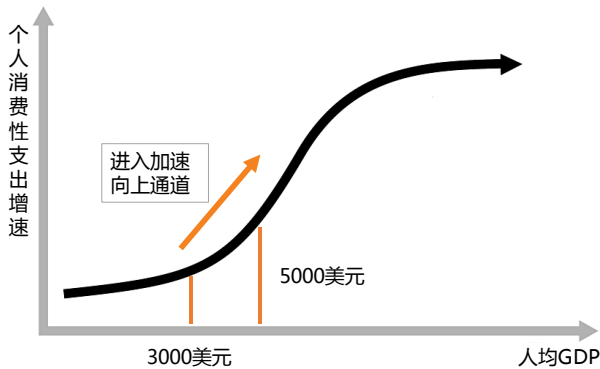


图 36：不同博彩地区市场渗透率情况

游客来源地:	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
渗透率:	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

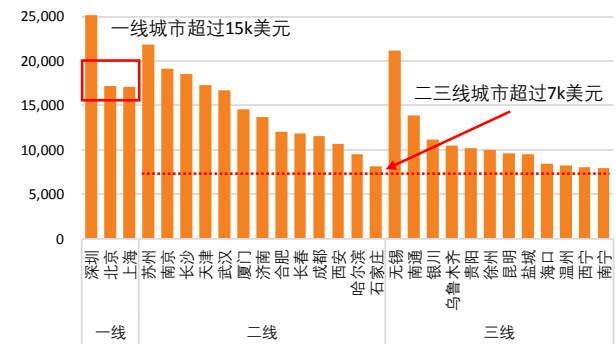
资料来源：DSEC，AGA，澳大利亚统计局，团队整理和预测

图 37：S 消费曲线拐点示意图



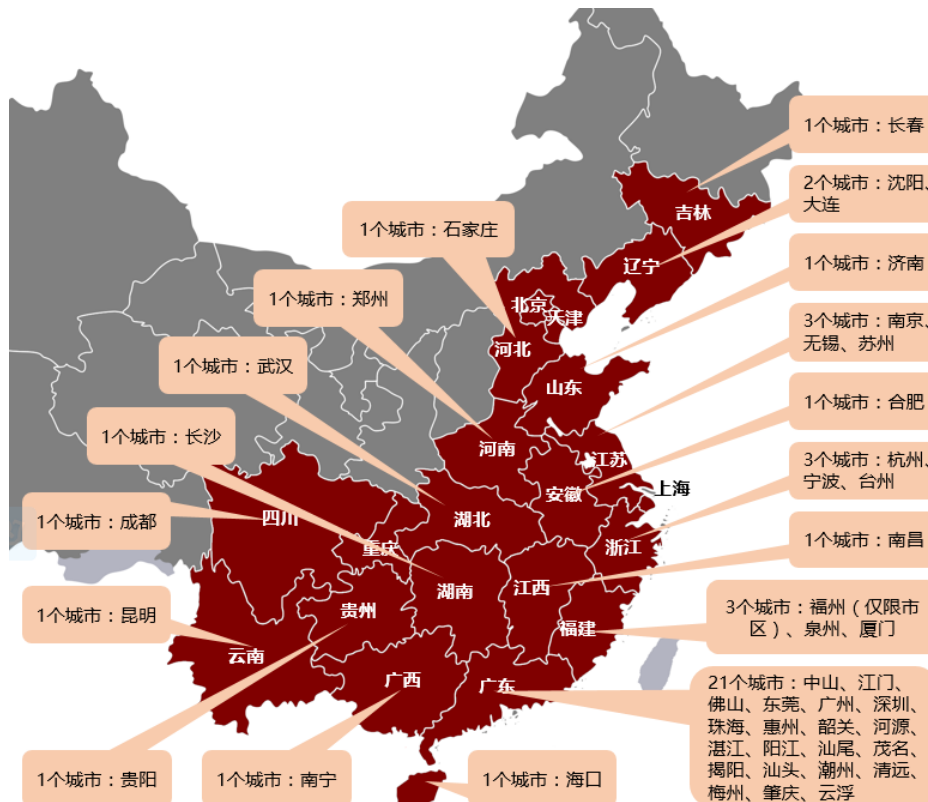
资料来源：Wind，天风证券研究所整理

图 38：2016 年我国各线城市人均 GDP（单位：美元）



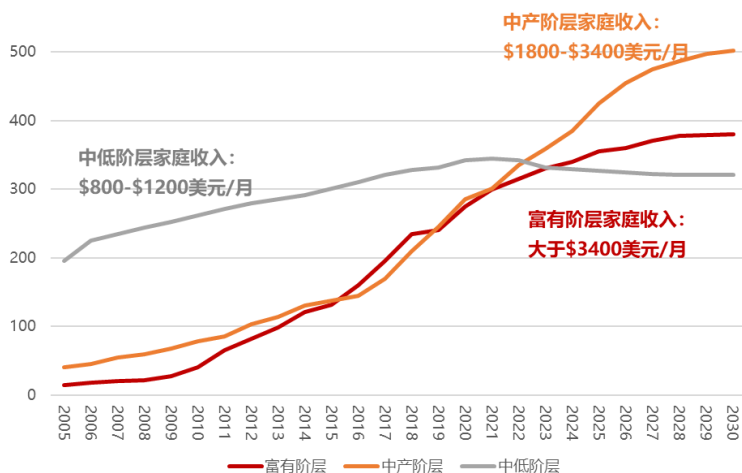
资料来源：Wind，天风证券研究所整理

图 39：全国自由行城市分布



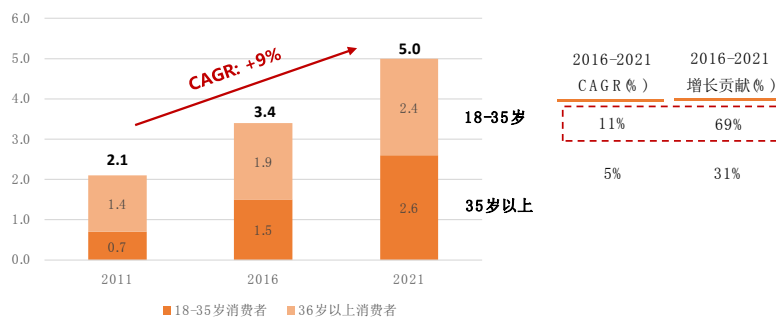
资料来源：国家旅游局，天风证券研究所整理

图 40：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 41：城镇 80 后-90 后将成为消费升级的主动动力（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 42：2018 年和 2017 年春节假期房价对比

公司	酒店名称	房型	2018年春节假期房价							VS	2017年春节假期房价						
			除夕	初一	初二	初三	初四	初五	初六		除夕	初一	初二	初三	初四	初五	初六
水利	澳门高利酒店 (5星)	行政套房	3,960	3,500	19,319	19,319	19,319	19,319	19,319		1,399	1,654	3,333	4,024	4,024	4,550	3,293
	永利澳门酒店 (5星)	湖景套房	4,559	6,246	23,866	23,866	23,866	23,866	23,866		1,577	2,515	6,230	19,441	16,200	12,960	12,960
	澳门银河酒店 (5星)	银河客房	2,094	2,314	4,446	10,436	10,436	10,436	10,436		1,412	2,139	3,183	2,872	16,200	16,200	7,020
银河	澳门万豪酒店 (5星)	豪华客房	3,556	2,448	5,056	11,100	11,100	11,100	11,100		1,183	2,220	3,317	5,942	6,137	2,819	5,556
	澳门悦榕庄 (5星)	踏毡景观套房	5,456	3,779	18,889	18,889	18,834	18,834	18,834		2,353	3,280	6,667	4,116	4,116	4,116	2,681
	澳门丽思卡尔顿酒店 (5星)	至尊套房	4,196	11,167	21,778	21,998	21,998	21,998	21,998		-	3,878	6,723	11,720	28,080	28,080	3,014
新濠国际	澳门大仓酒店 (5星)	豪华客房	1,743	2,529	3,438	-	-	-	-		1,195	2,441	2,741	-	-	-	3,178
	澳门百老汇酒店 (5星)	百老汇客房	903	1,668	2,220	-	-	-	-		749	1,955	2,465	-	-	6,480	1,917
	澳门星际酒店 (5星)	豪华房	1,214	1,064	2,386	-	-	-	-		1,578	2,383	-	-	-	1,241	1,241
澳博	澳门新濠酒店 (5星)	海景客房	1,526	2,280	3,004	9,299	9,299	9,299	4,058		1,637	2,329	3,856	6,061	7,130	6,062	3,112
	澳门新濠天地-皇冠度假酒店 (5星)	皇冠套房	6,223	-	-	11,127	11,127	11,127	11,127		-	3,435	5,365	15,556	15,120	15,120	15,120
	澳门Hard Rock酒店 (4星)	高级房 (标房)	1,619	2,940	2,974	3,122	3,122	3,122	3,122		1,134	1,868	2,603	4,726	10,800	8,586	4,536
美高梅	澳门新濠影汇酒店 (5星)	明星经典客房	1,736	2,546	3,854	7,778	7,197	6,295	3,760		1,556	1,545	2,755	4,860	4,104	4,536	3,069
	澳门新葡京酒店 (5星)	豪华客房	3,368	3,978	-	-	-	-	3,164		1,659	2,310	2,948	2,948	2,948	2,947	2,555
	澳门葡京酒店 (5星)	标准房	714	1,263	1,647	2,086	2,074	2,074	1,128		747	1,044	1,608	1,799	1,799	1,799	1,307
金沙中国	澳门美狮美高梅酒店 (5星)	豪华客房	1,353	3,336	8,446	12,284	11,000	7,759	6,768		-	2,563	3,736	9,583	8,145	4,788	6,804
	澳门巴黎人酒店 (5星)	豪华客房	1,675	2,469	5,032	9,025	9,025	-	3,007		1,029	2,077	2,914	5,423	4,699	-	2,599
	澳门金沙城中心康莱德酒店 (5星)	豪华客房	2,535	3,070	5,582	-	-	5,838	4,459		1,357	2,808	-	-	-	-	4,873
金沙中国	澳门四季酒店 (5星)	豪华房	3,889	3,011	8,408	12,249	12,178	8,049	7,689		-	3,264	6,119	7,515	6,229	5,132	5,271
	澳门喜来登金沙城中心酒店 (5星)	豪华客房	2,445	1,734	2,700	4,964	4,365	3,597	1,681		1,011	1,383	2,315	2,745	3,368	3,804	1,815
	澳门瑞吉金沙城中心酒店 (5星)	豪华客房	2,077	2,356	6,112	8,745	7,442	7,589	2,346		1,281	1,722	3,441	3,735	6,574	3,999	3,045
	澳门金沙城中心假日酒店 (4星)	高级房 (标房)	1,492	3,172	3,186	6,755	6,303	4,372	3,142		-	-	3,067	5,225	3,958	3,642	2,396
	澳门金沙酒店 (5星)	豪华套房	1,345	2,500	4,632	5,125	4,356	4,356	3,050		1,733	3,445	5,612	5,612	5,612	5,612	3,773
澳门威尼斯人度假村酒店 (5星)	皇室套房	2,254	4,026	6,686	14,406	15,132	6,660	3,813		3,899	2,614	4,273	6,264	4,764	5,820	4,312	

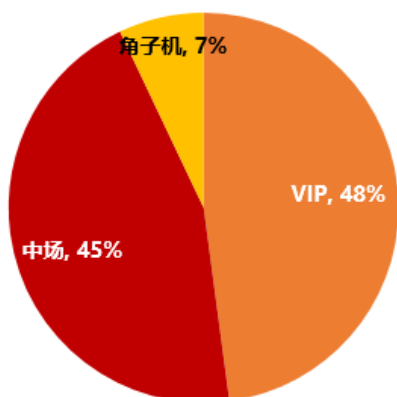
资料来源：携程网，天风证券研究所整理



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%

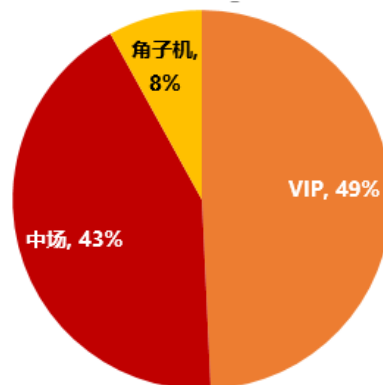
资料来源：公司财报，天风证券研究所整理

图 43：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 44：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 45：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
<b>旧美高梅</b>					
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
<b>旧美高梅娱乐场毛收入</b>	<b>20,906</b>	<b>17,577</b>	<b>18,490</b>	<b>20,499</b>	<b>22,706</b>
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
<b>旧美高梅净收入</b>	<b>17,170</b>	<b>14,907</b>	<b>15,769</b>	<b>17,364</b>	<b>19,206</b>
YoY%	-	-13%	6%	10%	11%
-运营成本	-13,307	-11,187	-11,691	-12,737	-13,995
<b>息税前利润(EBIT)</b>	<b>3,863</b>	<b>3,720</b>	<b>4,078</b>	<b>4,628</b>	<b>5,211</b>
+折旧摊销(D&A)	806	772	780	790	800
<b>旧美高梅EBITDA</b>	<b>4,669</b>	<b>4,492</b>	<b>4,858</b>	<b>5,418</b>	<b>6,011</b>
YoY%	-	-4%	8%	12%	11%
EBITDA Margin%	27.2%	30.1%	30.8%	31.2%	31.3%
<b>美高梅路氹</b>					
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
<b>美高梅路氹娱乐场毛收入</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>6,670</b>	<b>9,531</b>
同比%	-	-	-	-	43%
-佣金及折扣	-	-	-	-1,067	-1,525
+非博彩收入	-	-	-	210	240
<b>美高梅路氹净收入</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>5,813</b>	<b>8,246</b>
YoY%	-	-	-	-	42%
-运营成本	-	-	-	-4,267	-5,989
<b>息税前利润(EBIT)</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>1,546</b>	<b>2,257</b>
+折旧摊销(D&A)	-	-	-	260	350
<b>新美高梅EBITDA</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>1,806</b>	<b>2,607</b>
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 46: 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
<b>公司</b>					
<b>公司净收入</b>	<b>17,170</b>	<b>14,907</b>	<b>15,769</b>	<b>23,177</b>	<b>27,452</b>
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%
<b>运营成本</b>	<b>-13,890</b>	<b>-11,808</b>	<b>-12,241</b>	<b>-17,840</b>	<b>-20,635</b>
- 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
<b>营业利润 (亏损)</b>	<b>3,281</b>	<b>3,099</b>	<b>3,528</b>	<b>5,337</b>	<b>6,817</b>
YOY%	-	-6%	14%	51%	28%
<b>营业利润率%</b>	<b>19%</b>	<b>21%</b>	<b>22%</b>	<b>23%</b>	<b>25%</b>
+ 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
<b>除税前利润(EBT)</b>	<b>3,129</b>	<b>3,052</b>	<b>3,516</b>	<b>5,325</b>	<b>6,805</b>
- 所得税开支	-17	-15	-19	-25	-20
所得税率%	-0.5%	-0.5%	-0.5%	-0.5%	-0.5%
<b>净利润</b>	<b>3,113</b>	<b>3,037</b>	<b>3,497</b>	<b>5,300</b>	<b>6,785</b>
同比%	-	-2%	15%	52%	28%
<b>净利润率%</b>	<b>18%</b>	<b>20%</b>	<b>22%</b>	<b>23%</b>	<b>25%</b>
<b>股份</b>	<b>3,796</b>	<b>3,796</b>	<b>3,801</b>	<b>3,801</b>	<b>3,801</b>
<b>EPS</b>	<b>0.82</b>	<b>0.80</b>	<b>0.92</b>	<b>1.39</b>	<b>1.79</b>
<b>净利润</b>	<b>3,113</b>	<b>3,037</b>	<b>3,497</b>	<b>5,300</b>	<b>6,785</b>
+ 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
<b>经调整EBITDA</b>	<b>4,669</b>	<b>4,492</b>	<b>4,858</b>	<b>7,224</b>	<b>8,618</b>
同比%	-	-4%	8%	49%	19%
旧美高梅EBITDA	4,669	4,492	4,858	5,418	6,011
Margin%	27.2%	30.1%	30.8%	31.2%	31.3%
美高梅路氹EBITDA	-	-	-	1,806	2,607
Margin%	-	-	-	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 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