

美高梅中国 (02282)

业绩不及预期，新场低迷待痛定思痛，下调至增持

证券研究报告

2018 年 04 月 30 日

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（调低评级）
当前价格	21.85 港元
目标价格	25 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)	83,030.00
每股净资产(港元)	2.24
资产负债率(%)	76.75
一年内最高/最低(港元)	25.50/15.12

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:中场带动 4Q 超预期，期待新场贡献加速，重申买入》 2018-02-21
- 2 《美高梅中国-公司点评:新项目赶上春节档期有望迎开门红，重申“买入”》 2018-02-13
- 3 《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
- 4 美高梅中国:从“增持”提至“买入”，目标价提至 25 港元。2017.12.03
- 5 美高梅 17Q3 点评:业绩略超预期，路氹新项目值得期待，重申“增持”。2017.11.10

业绩不及预期，自营 VIP 发力，旧美高梅良性复苏，但新项目开业低迷

受新开娱乐场低迷影响，美高梅中国(2282.HK)业绩不及预期：18Q1 营收 6.02 亿美元，同比增 26%，低于预期 6.6 亿美元，物业 EBITDA 为 1.65 亿美元，同比增 4%，低预期的 1.74 亿美元，EBITDA Margin 为 27.4%，低于去年同期的 28.5%，主要因为新场初期 margin 较低。业务方面，受半岛自营 VIP 提振和新场贡献，本季 VIP 流水同比增 26%，毛收入 3.38 亿美元，同比增 26%，高于行业的 21%，本季赢率 3.38%对比 17Q1 的 3.39%。中场毛收入 3.34 亿美元，同比增 20%；老虎机毛收入 6200 万美元，同比涨 41%。

受益于半岛客流提振，旧美高梅保持良性复苏，净收入同比增 8%达 5.16 亿美元，物业 EBITDA 同比增 6%达 1.56 亿美元，EBITDA Margin 从 17Q1 的 28.5%增至 18Q1 的 30.3%。业务方面，公司在 18Q1 加强了自营 VIP 的销售和公关力度、扩大了客户数据库，提振了本季旧美高梅 VIP 业务，流水同比增 24%达 97 亿美元，毛收入 3.3 亿美元，同比增 24%。来自广东省以外的高端中场年轻客流继续巩固旧美高梅中场发展，流水同比增 10%达 13.8 亿美元，毛收入 2.7 亿美元，同比增 9%，本季中场 19.5%的赢率较 17Q1 的 22.2%略低。此外，客房入住率为 97.2%，对比去年同期的 94.3%。

准备不足+设计欠奉，美狮美高梅 ramp up 明显弱于永利皇宫和巴黎人

2 月 13 日在路氹开幕的美狮美高梅表现低迷，开业 47 天中净收入 8600 万美元，物业 EBITDA 为 800 万美元。配合 185 张赌桌并折算港元，新项目平均每天每桌 EBITDA 收入为 0.74 万港元，显著低于永利皇宫开幕时的 1.88 万港元/天/桌和巴黎人的 2.02 万港元/天/桌，永利皇宫和巴黎人分别在 16 年 8 月 22 日和 9 月 13 日开幕，并配有 346 张和 404 张赌桌。美狮美高梅开业低迷有自身的问题，包括：1) 新项目 VIP 业务目前只有自营部分，且赌桌较少只有 10 张，博彩中介(Junket)业务尚未引入；2) 酒店 Q1 只有 1200 个酒店房间开放，剩下 300 间高端景观房和 VIP 房间将在 Q1 后陆续开放；3) 新酒店设计较为商务不够喜庆，娱乐场空间狭长行走耗时，目前酒店大厅和购物区域闲置较多布局单薄，唯有主打分子料理的甜品店 Janice Wong 人气较高，整体吸引力较毗邻的新濠天地和永利皇宫有较大差距。

VIP 中介延迟 9 月引入，下调新项目业绩预测，长期看好但希望痛定思痛

由于公司表示美狮美高梅引入中介业务可能从预期的 6 月份延迟至 9 月前，我们预计新项目 VIP 业务在 18Q3 之前难见起色。加上高端景观房尚未开幕、大厅布局单薄导致中场吸引力不足以及预计 6 月开幕的新濠 Morpheus 酒店分流等因素，我们认为美狮美高梅 2018 年 ramp up 速度将慢于预期，我们下调收入预测从 8.5 亿美元下调至 6.8 亿港元，并将物业 EBITDA 从 2.4 亿美元下调至 1.5 亿美元较为合理，折合 1.9 万港元/天/桌的 EBITDA 收入，对标永利皇宫和巴黎人开幕第二季度的 3.18 万港元/天/桌和 2.05 万港元/天/桌。虽然 ramp up 较慢，我们认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 80/90 后等年轻群体具有相对优势，我们长期仍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，希望公司可以痛定思痛积极改善新项目的经营和布局。

估值: 下调新项目 2018 年业绩后我们认为公司整体 2018 年 EBITDA 同比增 35%达 62 亿港元较为合理，对比之前的同比增幅 50%的预测。长期我们仍看好公司高端中场定位、以及新场开幕对公司业绩带来增长弹性，但短期我们认为公司可能经历新项目 ramp up 较慢和行业高端中场竞争加剧的阵痛，希望公司可以痛定思痛进行改善。目前公司 TTM EV/EBITDA 估值为 27.7x 也属行业较高，我们认为 2018 年 17x EV/EBITDA 估值较为合理，下调公司目标价至 25 港元，评级从“买入”下调至“增持”。

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。



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 4 月 29 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 4 月 29 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：美狮美高梅开业相对永利皇宫、巴黎人开业时的表现

	美狮美高梅	永利皇宫	巴黎人
开业时间	2018.02.13-2018.03.31	2016.08.22-2016.09.30	2016.09.13-2016.09.30
天数	47	40	18
EBITDA收入(万港元)	6477万	26040万	818万
赌桌数	185	346	404
平均每天每桌 EBITDA收入(万港元)	0.74	1.88	2.02
开幕第二季度平均每天每桌 EBITDA收入(万港元)	-	3.18	2.05
18Q1平均每天每桌EBITDA 收入(万港元)	-	5.60	2.76

资料来源：澳门博彩局，天风证券研究所整理

图 4：美高梅中国整体季度经营数据

美高梅中国(百万美元)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	YoY
公司VIP流水(turnover)	9,472	8,430	8,883	8,031	7,881	8,685	8,258	9,846	10,002	27%
公司VIP赢率	3.00%	3.10%	3.00%	3.75%	3.39%	2.90%	3.30%	3.11%	3.38%	
公司VIP毛收入	289	261	268	301	267	255	275	306	338	26%
公司中场流水	1,332	1,332	1,335	1,268	1,257	1,228	1,293	1,401	1,736	38%
公司中场赢率	18.0%	18.2%	20.1%	19.0%	22.2%	19.3%	18.4%	21.0%	19.2%	
公司中场毛收入	240	242	273	241	278	237	238	294	334	20%
公司老虎机流水	859	902	1,002	970	959	929	994	1,115	1,538	60%
公司老虎机赢率	4.9%	4.4%	3.8%	4.4%	4.6%	4.4%	4.7%	4.5%	4.0%	
公司老虎机毛收入	42	40	39	43	44	41	47	50	62	41%
佣金及奖励	106	95	84	101	140	87	97	115	178	27%
赌桌数	421	416	409	418	420	415	415	409	527	
老虎机平均数	1,183	1,024	1,032	1,002	1,073	1,033	1,040	998	2,239	
总收入	469	452	500	498	476	449	471	549	602	26%
调整后EBITDA	114	119	150	152	158	116	118	166	165	4%
EBITDA Margin	24.3%	26.4%	30.0%	27.5%	28.5%	25.9%	25.1%	30.2%	27.4%	-4%

资料来源：公司财报，天风证券研究所整理

图 5：旧美高梅季度数据

旧美高梅(百万美元)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	YoY
公司VIP流水(turnover)	9,472	8,430	8,883	8,031	7,881	8,685	8,258	9,846	9,743	24%
公司VIP赢率	3.00%	3.10%	3.00%	3.75%	3.39%	2.90%	3.30%	3.11%	3.41%	
公司VIP毛收入	289	261	268	301	267	255	275	306	333	24%
VIP每桌每日收入(美元)	19,297	17,706	18,070	20,358	19,897	19,370	20,563	23,807	26,077	31%
公司中场流水	1,332	1,332	1,335	1,268	1,257	1,228	1,293	1,401	1,384	10%
公司中场赢率	18.0%	18.2%	20.1%	19.0%	22.2%	19.3%	18.4%	21.0%	19.5%	
公司中场毛收入	240	242	273	241	278	237	238	294	270	-3%
中场每桌每日收入(美元)	10,309	10,465	11,947	10,348	11,406	9,659	9,589	11,897	12,426	9%
老虎机平均数	1,183	1,024	1,032	1,002	1,073	1,033	1,040	998	1,067	
公司老虎机流水	859	902	1,002	970	959	929	994	1,115	1,202	25%
公司老虎机赢率	4.9%	4.4%	3.8%	4.4%	4.6%	4.4%	4.7%	4.5%	4.1%	
公司老虎机毛收入	42	40	39	43	44	41	47	50	50	13%
老虎机每台每日收入(美元)	390	429	403	468	477	429	487	551	529	11%
佣金及奖励	106	95	84	101	140	87	97	115	168	20%
赌桌数	421	416	409	418	420	415	415	409	342	
客房入住率	94.1%	95.8%	95.7%	96.0%	94.3%	96.5%	95.2%	97.9%	97.2%	3%
每日房间收入(RevPAR)	278	283	280	282	260	261	258	281	250	-4%
总收入	469	452	500	498	476	449	471	549	516	8%
调整后EBITDA	114	119	150	152	158	116	118	166	156	-1%
EBITDA Margin	24.3%	26.4%	30.0%	27.5%	28.5%	25.9%	25.1%	30.2%	30.3%	6%

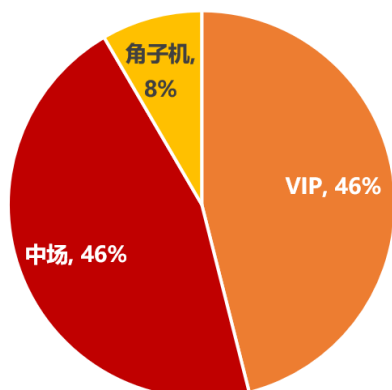
资料来源：公司财报，天风证券研究所整理

图 6：新美高梅季度数据

美高梅路函(百万美元)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	YoY
公司VIP流水(turnover)	-	-	-	-	-	-	-	-	259	-
公司VIP赢率	-	-	-	-	-	-	-	-	1.92%	-
公司VIP毛收入	-	-	-	-	-	-	-	-	5	-
VIP每桌每日收入(美元)	-	-	-	-	-	-	-	-	8,852	-
公司中场流水	-	-	-	-	-	-	-	-	351	-
公司中场赢率	-	-	-	-	-	-	-	-	18.1%	-
公司中场毛收入	-	-	-	-	-	-	-	-	63	-
中场每桌每日收入(美元)	-	-	-	-	-	-	-	-	8,323	-
老虎机平均数	-	-	-	-	-	-	-	-	1,172	-
公司老虎机流水	-	-	-	-	-	-	-	-	336	-
公司老虎机赢率	-	-	-	-	-	-	-	-	3.6%	-
公司老虎机毛收入	-	-	-	-	-	-	-	-	12	-
老虎机每台每日收入(美元)	-	-	-	-	-	-	-	-	219	-
佣金及奖励	-	-	-	-	-	-	-	-	10	-
赌桌数	-	-	-	-	-	-	-	-	185	-
客房入住率	-	-	-	-	-	-	-	-	89.9%	-
每日房间收入(RevPAR)	-	-	-	-	-	-	-	-	156	-
总收入	-	-	-	-	-	-	-	-	86	-
调整后EBITDA	-	-	-	-	-	-	-	-	8	-
EBITDA Margin	-	-	-	-	-	-	-	-	9.7%	-

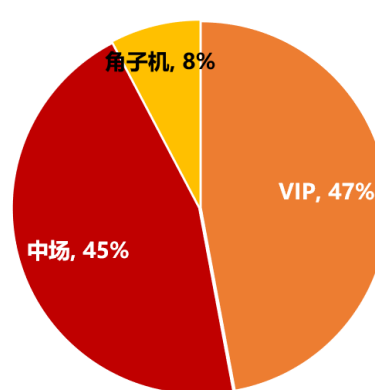
资料来源：公司财报，天风证券研究所整理

图 7：美高梅中国 18Q1 业务占比



注：不包括非博彩收入；资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 8：美高梅中国 17Q4 业务占比



注：不包括非博彩收入；资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 9：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	2017	2018E	2019E
旧美高梅					
VIP流水(turnover)	354,321	268,685	268,693	292,875	319,234
同比%	-	-24%	0%	9%	9%
VIP赢率	3.3%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%
VIP毛收入	11,737	8,631	8,520	9,372	10,215
同比%	-	-26%	-1%	10%	9%
中场毛收入	7,557	7,689	8,121	9,096	10,460
同比%	-	2%	6%	12%	15%
老虎机流水(turnover)	35,259	28,815	30,973	34,690	39,894
同比%	-	-18%	7%	12%	15%
老虎机赢率	4.57%	4.36%	4.55%	4.55%	4.55%
老虎机毛收入	1,612	1,257	1,408	1,578	1,815
旧美高梅娱乐场毛收入	20,906	17,577	18,049	20,046	22,491
同比%	-	-16%	3%	11%	12%
-佣金及折扣	-4,065	-2,971	-3,403	-3,608	-3,913
+非博彩收入	329	301	330	350	360
旧美高梅净收入	17,170	14,907	14,976	16,788	18,937
YoY%	-	-13%	0%	12%	13%
-运营成本	-13,307	-11,187	-11,188	-12,525	-13,905
息税前利润(EBIT)	3,863	3,720	3,788	4,263	5,033
+折旧摊销(D&A)	806	772	799	790	800
旧美高梅EBITDA	4,669	4,492	4,587	5,053	5,833
YoY%	-	-4%	2%	10%	15%
EBITDA Margin%	27.2%	30.1%	30.6%	30.1%	30.8%
美高梅路氹					
VIP流水(turnover)	-	-	-	93,000	120,900
同比%	-	-	-	-	30%
VIP赢率	-	-	-	2.6%	3.0%
VIP毛收入	-	-	-	2,418	3,627
同比%	-	-	-	-	50%
中场流水(turnover)	-	-	-	15,760	22,852
同比%	-	-	-	-	45%
中场赢率	-	-	-	21.0%	21.0%
中场毛收入	-	-	-	3,310	4,799
同比%	-	-	-	-	45%
老虎机流水(turnover)	-	-	-	9,910	13,450
同比%	-	-	-	-	36%
老虎机赢率	-	-	-	4.25%	4.25%
老虎机毛收入	-	-	-	421	572
美高梅路氹娱乐场毛收入	0	0	0	6,149	8,998
同比%	-	-	-	-	46%
-佣金及折扣	-	-	-	-1,107	-1,566
+非博彩收入	-	-	-	210	260
美高梅路氹净收入	-	-	-	5,252	7,692
YoY%	-	-	-	-	46%
-运营成本	-	-	-	-4,885	-6,379
息税前利润(EBIT)	-	-	-	367	1,313
+折旧摊销(D&A)	-	-	-	760	740
新美高梅EBITDA	-	-	-	1,127	2,053
YoY%	-	-	-	-	82%
EBITDA Margin%	-	-	-	21.5%	26.7%

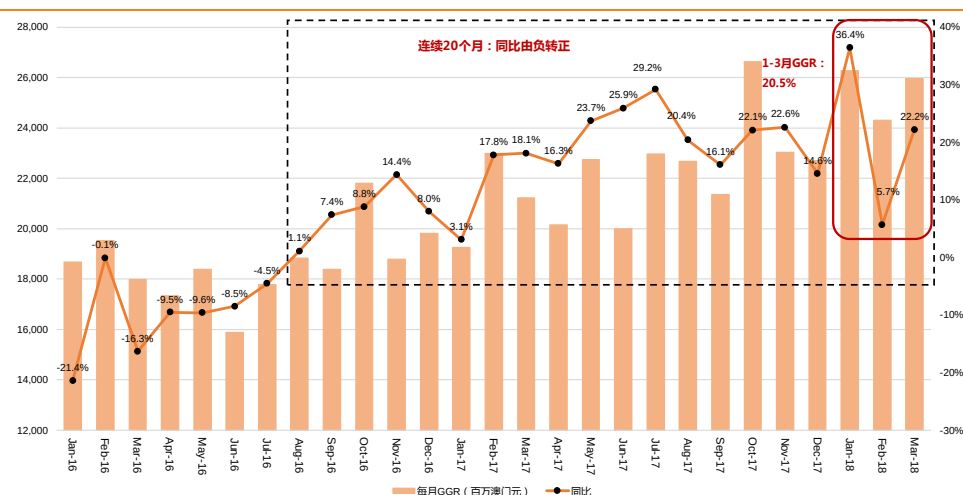
资料来源：公司财报，天风证券研究所预测

图 10：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	2017	2018E	2019E
公司					
公司净收入	17,170	14,907	15,356	22,040	26,629
同比%	-	-13%	3%	44%	21%
旧美高梅净收入	17,170	14,907	15,356	16,788	18,937
同比%	-	-13%	3%	9%	13%
美高梅路氹净收入	-	-	-	5,252	7,692
同比%	-	-	-	-	46%
运营成本	-13,890	-11,808	-12,732	-18,207	-20,866
- 博彩税	-8,306	-6,999	-7,214	-10,447	-12,516
博彩税率	-48%	-47%	-47%	-47%	-47%
- 存货消耗	-324	-273	-303	-620	-700
- 员工薪酬支出	-1,966	-1,949	-2,324	-3,010	-3,230
- 折旧摊销	-806	-772	-799	-1,550	-1,540
- 其他开支	-2,489	-1,816	-2,092	-2,580	-2,880
营业利润(亏损)	3,281	3,099	2,624	3,833	5,763
YOY%	-	-6%	-15%	46%	50%
营业利润率%	19%	21%	17%	17%	22%
+ 融资收益	12	6	5	18	18
- 融资成本	-146	-53	-7	-30	-30
+ 外汇(收益)亏损	-18	-1	17	0	0
除税前利润(EBT)	3,129	3,052	2,638	3,821	5,751
- 所得税开支	-17	-15	-318	-25	-20
所得税率%	-0.5%	-0.5%	-12.1%	-0.7%	-0.5%
净利润	3,113	3,037	2,320	3,796	5,731
同比%	-	-2%	-24%	64%	51%
净利润率%	18%	20%	15%	17%	22%
股份	3,796	3,796	3,800	3,800	3,800
EPS	0.82	0.80	0.61	1.00	1.51
净利润	3,113	3,037	2,320	3,796	5,731
+ 利息和外汇净亏损/收益	151	48	-14	12	12
+ 所得税开支	17	15	318	25	20
+ 股权激励	86	73	80	73	73
+ 折旧和摊销(D & A)	806	772	799	1,550	1,540
+ 企业支出	412	384	414	439	490
+ 开业前成本	54	166	625	280	0
+ 处置物业等收入/亏损	32	-2	45	6	20
经调整EBITDA	4,669	4,492	4,587	6,180	7,886
同比%	-	-4%	2%	35%	28%
旧美高梅EBITDA	4,669	4,492	4,587	5,053	5,833
同比%	-	-4%	2%	10%	15%
M arg in %	27.2%	30.1%	29.9%	30.1%	30.8%
美高梅路氹EBITDA	-	-	-	1,127	2,053
同比%	-	-	-	-	82%
M arg in %	-	-	-	21.5%	26.7%

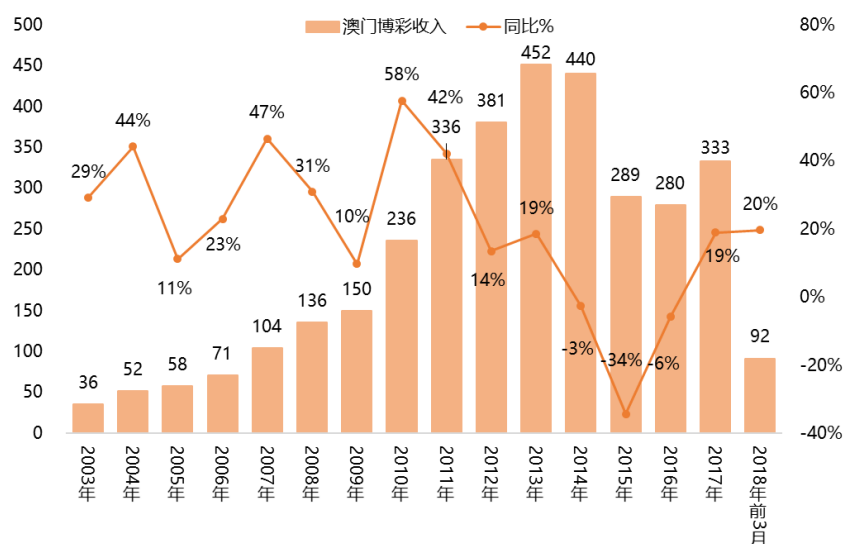
资料来源：公司财报，天风证券研究所预测

图 11：澳门博彩每月 GGR（单位：百万澳门元）



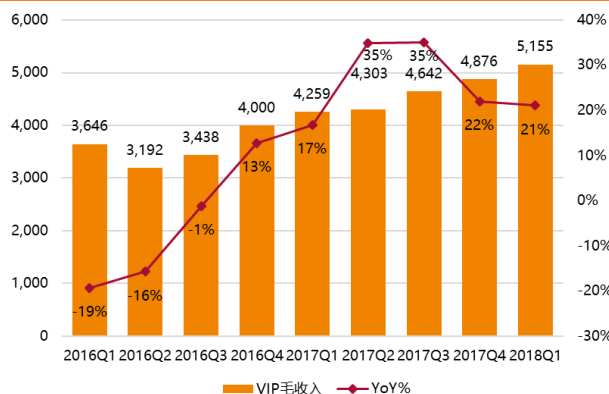
资料来源：澳门博彩局，天风证券研究所整理

图 12：澳门博彩 2003 年-2018 年前 3 月 GGR（单位：亿美元）



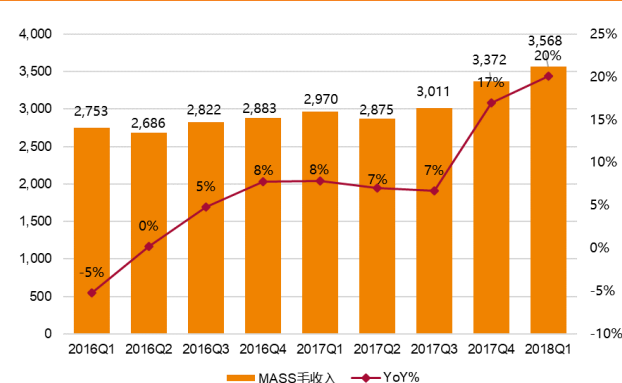
资料来源：澳门博彩局，天风证券研究所整理

图 13：澳门博彩 VIP 业务 2016 年以来季度表现（百万美元）



资料来源：澳门博彩局，天风证券研究所整理

图 14：澳门博彩 MASS 业务 2016 年以来季度表现（百万美元）



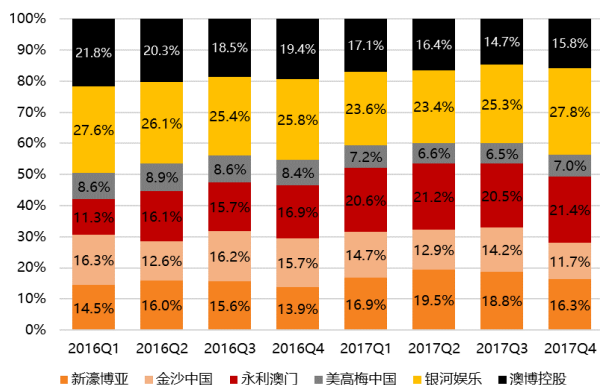
资料来源：澳门博彩局，天风证券研究所整理

图 15：2018-2019 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%

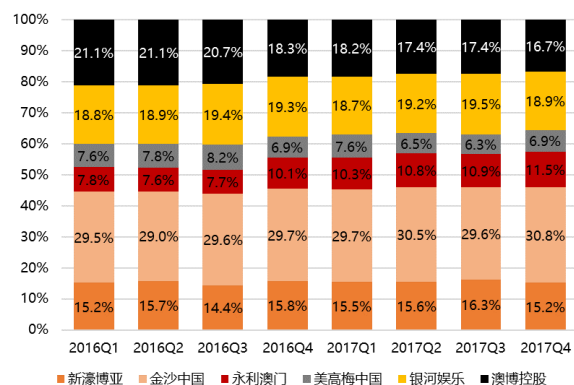
资料来源：DICJ，天风证券研究所整理预测

图 16：六大博彩公司 2016 年至今季度博彩 VIP 市场份额占比



资料来源：公司财报，天风证券研究所整理

图 17：六大博彩公司 2016 年至今季度博彩 MASS 市场份额占比



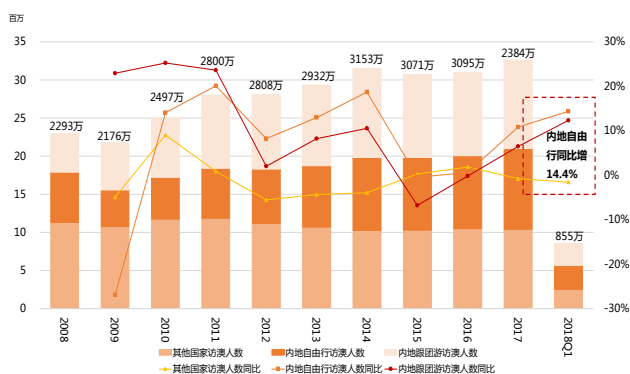
资料来源：公司财报，天风证券研究所整理

图 18：六大博彩公司 2017 年至今博彩收入与行业对比热力图

	17Q 1			17Q 2			17Q 3			17Q 4		
	GGR	VIP	MASS	GGR	VIP	MASS	GGR	VIP	MASS	GGR	VIP	MASS
行业数据	13%	17%	8%	22%	35%	7%	22%	35%	7%	20%	22%	17%
新濠博亚	22%	31%	20%	36%	61%	16%	26%	63%	2%	29%	44%	16%
金沙中国	12%	1%	18%	25%	35%	22%	15%	19%	13%	14%	-9%	27%
永利澳门	81%	104%	53%	74%	74%	67%	72%	77%	59%	50%	55%	40%
美高梅中国	4%	-7%	17%	-2%	-2%	-2%	-3%	3%	-13%	11%	2%	22%
银河娱乐	4%	-4%	16%	17%	18%	14%	24%	35%	13%	26%	32%	20%
澳博控股	-6%	-12%	1%	1%	7%	-4%	0.4%	7%	-5%	5%	-1%	11%

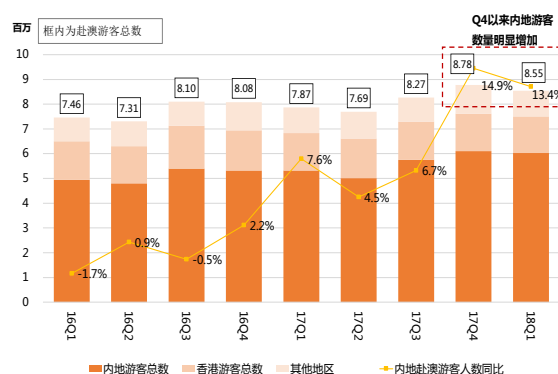
资料来源：公司财报，天风证券研究所整理

图 19：2008 年至今赴澳旅游人数 (百万)



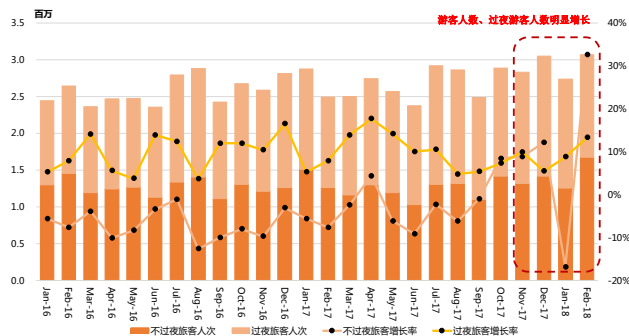
资料来源：DSEC，天风证券研究所整理

图 20：2016 年至今季度赴澳旅客人数(百万)



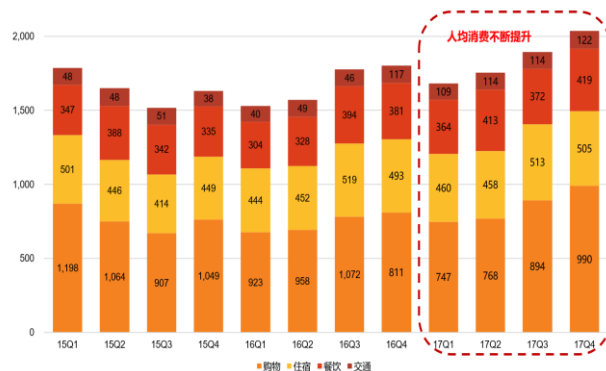
资料来源：DSEC，天风证券研究所整理

图 21：2016 年至今过夜游客和非过夜游客人数增长和同比（百万）



资料来源：DSEC，天风证券研究所整理

图 22：2016 年至今季度旅客人均消费水平（澳门元）



资料来源：DSEC，天风证券研究所整理

图 23：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 24：澳门 2017-2018 年赴澳内地游客结构和渗透率预测（人）

省份	2017年	2016年	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)	21-64岁	(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

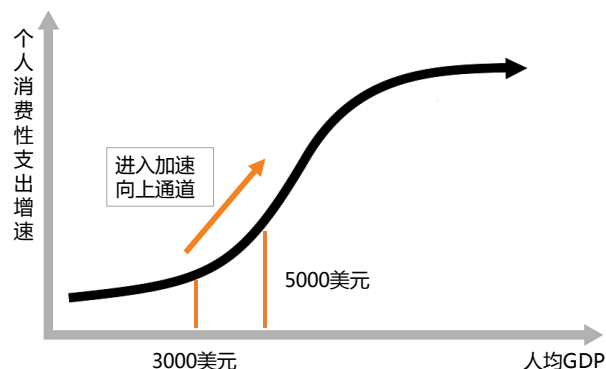
资料来源：澳门统计局，天风证券研究所整理和预测

图 25：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

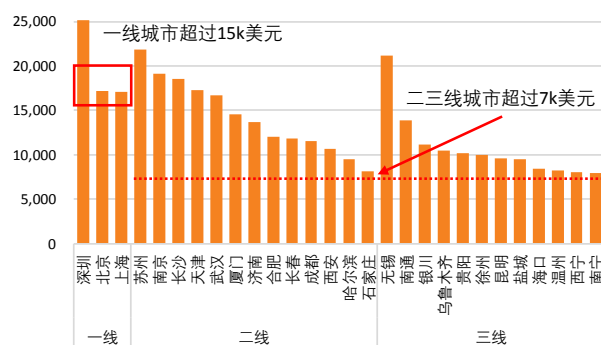
资料来源：DSEC，AGA，澳大利亚统计局，团队整理和预测

图 26：S 消费曲线拐点示意图



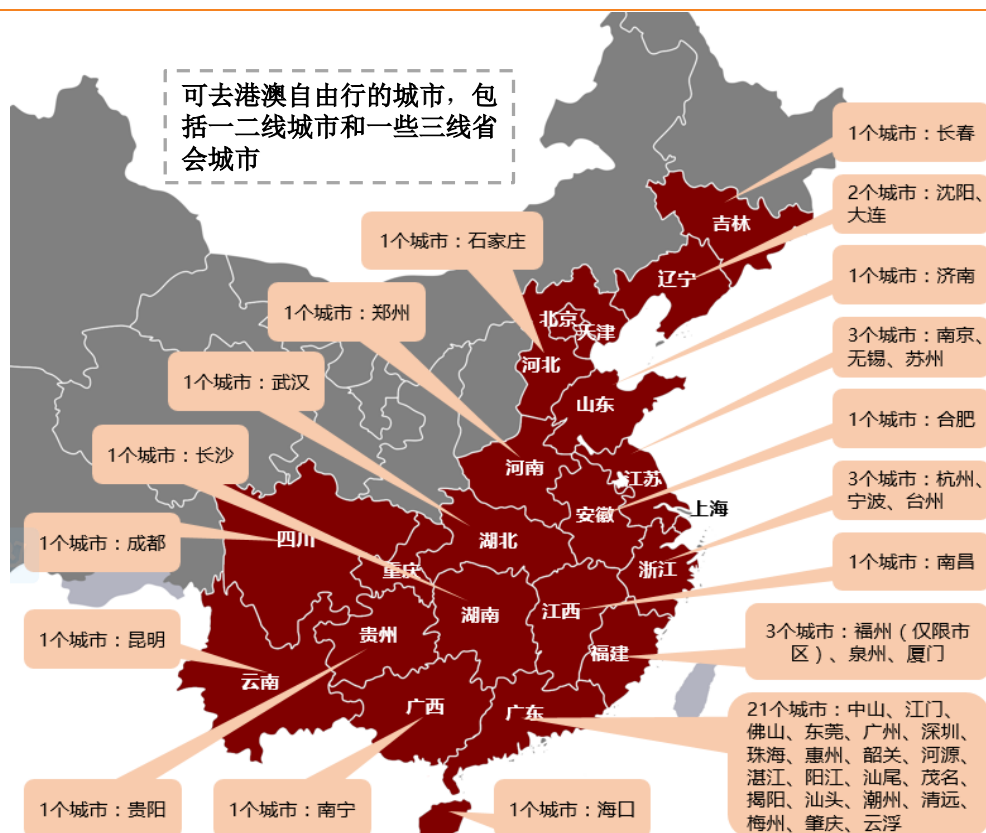
资料来源：Wind，天风证券研究所整理

图 27：2016 年我国各线城市人均 GDP（单位：美元）



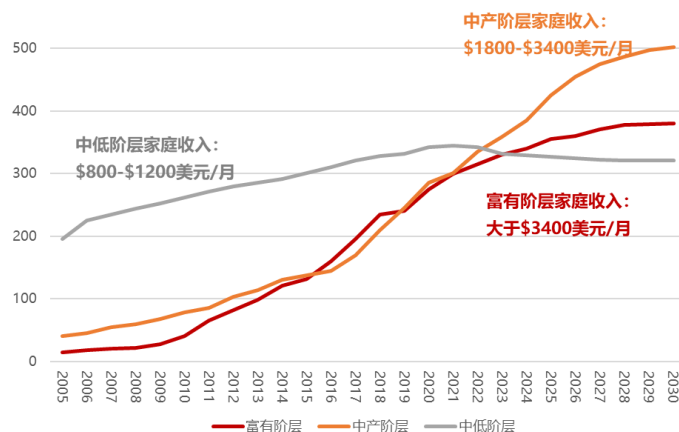
资料来源：Wind，天风证券研究所整理

图 28：全国自由行城市分布



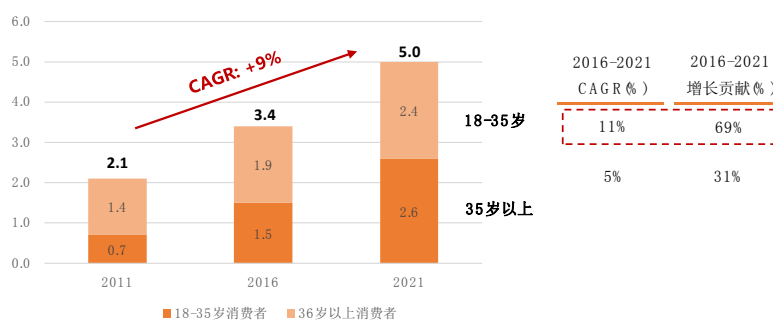
资料来源：国家旅游局，天风证券研究所整理

图 29：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 30：城镇 80 后-90 后将成为消费升级的主动力（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 31：美狮美高梅酒店大厅照片



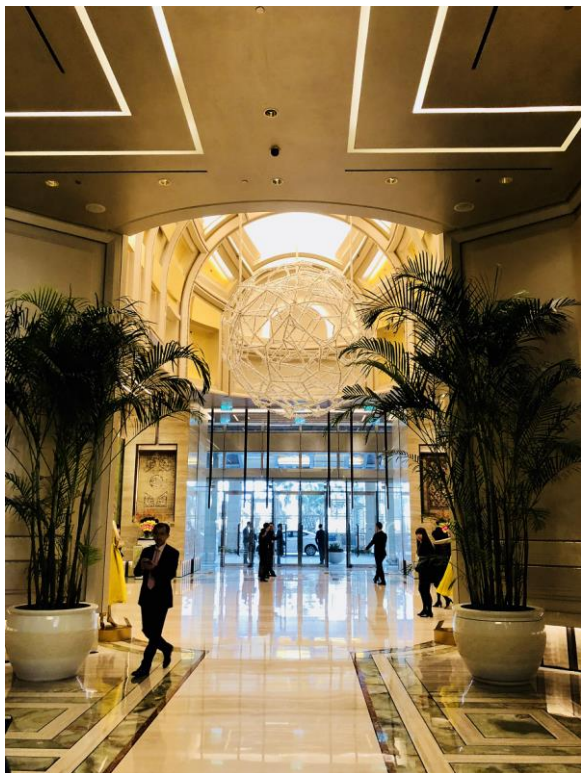
资料来源：天风证券研究所拍摄整理

图 32：美狮美高梅酒店大厅照片



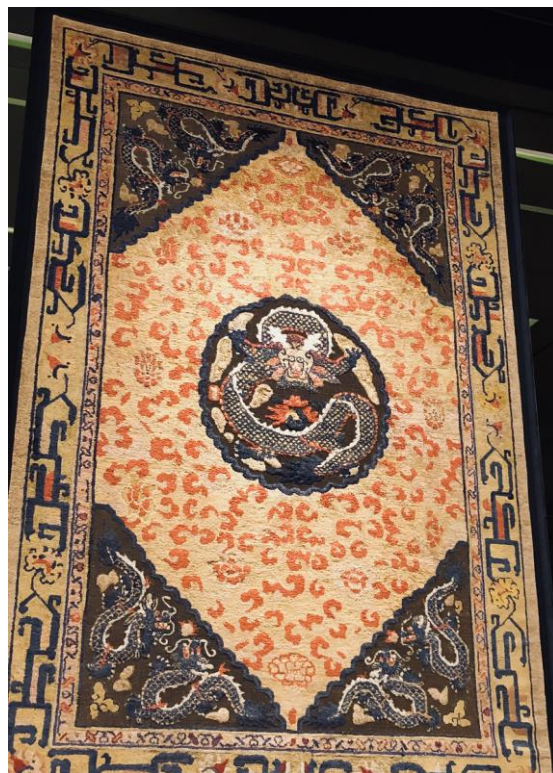
资料来源：天风证券研究所拍摄整理

图 33：美狮美高梅酒店大厅照片



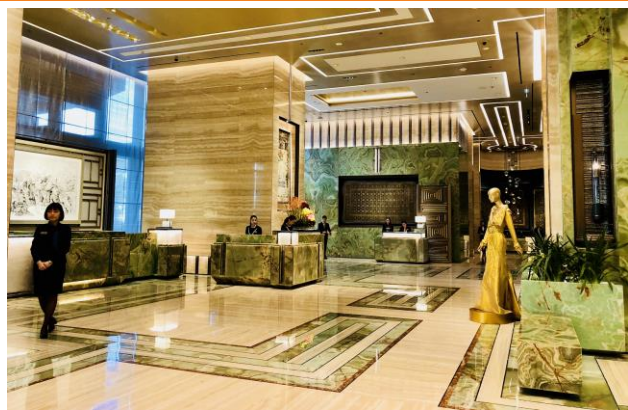
资料来源：天风证券研究所拍摄整理

图 34：美狮美高梅酒店古董展品：清代地毯



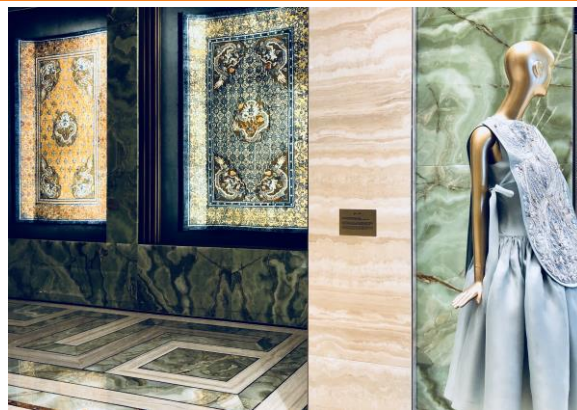
资料来源：天风证券研究所拍摄整理

图 35：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 36：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 37：美狮美高梅酒店直营 VIP 和高端中场区域



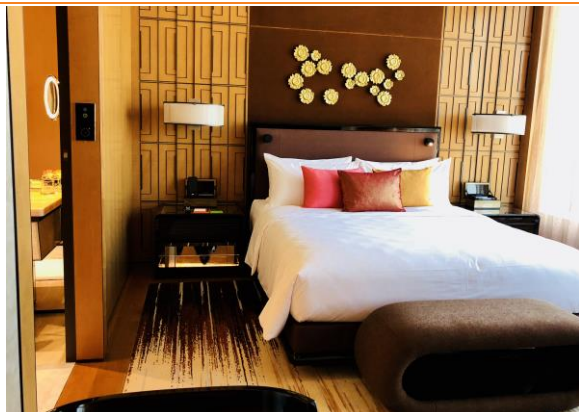
资料来源：天风证券研究所拍摄整理

图 38：美狮美高梅酒店直营 VIP 和高端中场区域



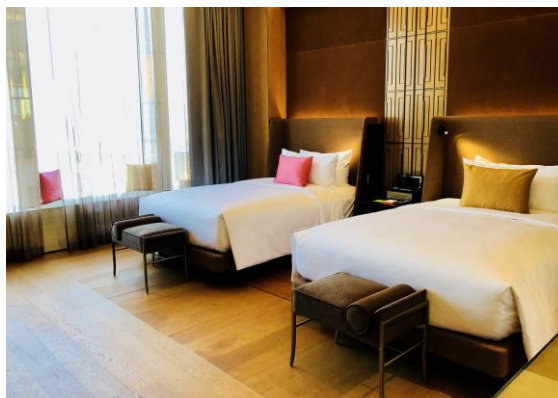
资料来源：天风证券研究所拍摄整理

图 39：美狮美高梅酒店高端房间照片



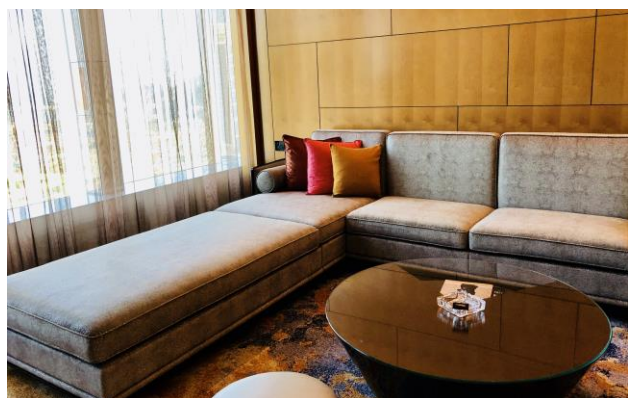
资料来源：天风证券研究所拍摄整理

图 40：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 41：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 42：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 43：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 44：美狮美高梅酒店娱乐场照片



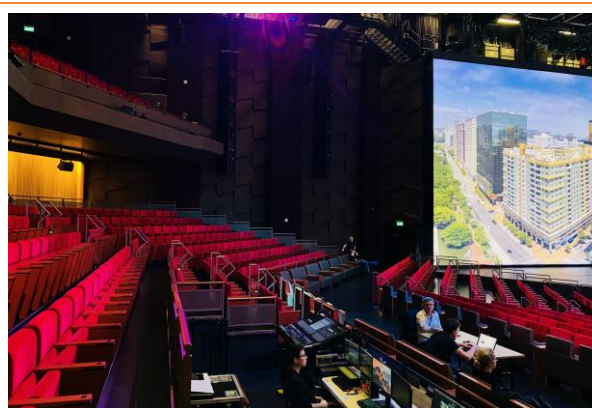
资料来源：天风证券研究所拍摄整理

图 45：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 46：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 47：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 48：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 49：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 50：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 51：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 52：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 53：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 54：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

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 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com