

2282.HK 美高梅中国

港股通（沪、深）

未评级

19Q4 胜预期，赌场停业期间日均 Opx 达 150 万美元

2020 年 02 月 18 日

市场数据

日期	2020.02.17
收盘价(港元)	11.78
总股本(亿股)	38
总市值(亿港元)	448
净资产(百万港元)	9,871
总资产(百万港元)	34,030
每股净资产(港元)	2.6

数据来源: Wind

主要财务指标

会计年度	2016	2017	2018	2019Q4
营业收入(百万港元)	14,907	14,481	19,201	5,692
同比增长	-13.2%	3.0%	32.6%	5.9%
EBITDA(百万港元)	4,492	4,587	4,837	1,558
同比增长	-3.8%	2.1%	5.4%	10.3%
EBITDA 利润率	30.1%	29.9%	25.2%	27.4%
净利润率	20.4%	15.1%	5.6%	-
净资产收益率	42.1%	27.3%	11.9%	-
每股收益(港仙)	0.80	0.61	0.28	-

数据来源: 公司财报、兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

美高梅中国年度业绩点评: FY18 表现逊预期, 但新物业依然明显发力-20190307

美狮美高梅持续 Ramp Up, 收入结构优化-20190805

海外消费研究

分析师:

宋健

songjian@xyzq.com.cn

SFC: BMV912

SAC: S0190518010002

联系人:

周灵珮

zhoulingpei@xyzq.com.cn

SAC: S0190119070056

投资要点

- **公司 2019Q4 收入同比增 5.9%，EBITDA 同比增 10.3%，胜市场预期。**随着美狮美高梅的发力，美高梅中国 19Q4 录得收入 56.92 亿港元（YoY+5.9%，QoQ-1.5%），录得经调整 EBITDA 15.58 亿港元（YoY+10.3%，QoQ+0.6%），胜市场预期。其中，澳门美高梅 EBITDA/收入分别按年-3.3%/ -4.6%至 9.18 亿/29.8 亿港元，美狮美高梅 EBITDA/收入则分别快速增长 38.3%/20.4%至 6.4 亿/27.1 亿港元。公司期内 EBITDA%增至 27.4%。公司盈利能力的提升主要得益于：1）赢率提升，2）美狮美高梅进一步爬坡后经营杠杆的提升。
- **按业务看，公司中场业务发力，整体博彩市占率按年上升 1.3pct。**公司期内录得博彩净收益 50.9 亿港元，yoy+6.5%；若不考虑佣金奖励，公司期内录得博彩毛收入 67.91 亿港元（YoY+ 5.3%，QoQ-2.7%），而同期澳门 GGR 同比-8.4%，环比+1.9%。受美狮美高梅推动，公司期内整体 VIP/中场/角子机分别录得毛收入 22.68 亿/ 39.44 亿/ 5.79 亿港元，按年-19.91%/+30.6%/-3%（同期行业同比增速为-23.1%/+9.4%/-1%），按季分别-8.9%/+0.7%/+1.1%（同期行业环比增速为+4%/+0.2%/+1.4%），中场表现亮眼。从市占率看，公司博彩 GGR 市占率较上年同比+1.3pct 至 9.7%，中场市占按年提升 1.8pct。
- **我们的观点：**受益于高赢率及美狮美高梅的发力，公司期内表现胜市场预期。公司亦表示其 1 月首几周的日均 EBITDA 高达 250 万美元，表现良好。短期看，公司赌场根据政府政策于 2 月 5 日至 2 月 20 日间停业，而公司业绩会上表示其赌场停业期间每日营运开支仍为 150 万美元左右（主要为人员开支），预计公司近期收入及盈利能力将承压。然而，随着 2 月 20 日重启赌场，公司博彩收入有望从无至有，加上博彩企业费用相对固定，公司赌场重新开业后的经营杠杆较停业时期有望得到相对改善。中期看，我们预计行业整体有望于 2Q20 开始修复并于下半年恢复至正常水平。虽然随着澳博上葡京及金沙伦敦人开业，行业 20H2 竞争或加剧，但公司 Mansion Villas 还处爬坡阶段，其 VIP 业务仍有增长点，再加上公司今年随着 MGM 2020 Plan 将进一步优化效率，节省开支，在行业整体受到挑战时有望做到开源节流。而长期看，我们仍看好澳门多元化、大众化的发展以及基建日益完善后澳门博彩旅游业对内地市场渗透率的提升。公司现估值处历史低位，建议投资者适当关注。

风险提示：大陆经济不景气，竞争加剧，新项目表现不及预期，监管政策变化

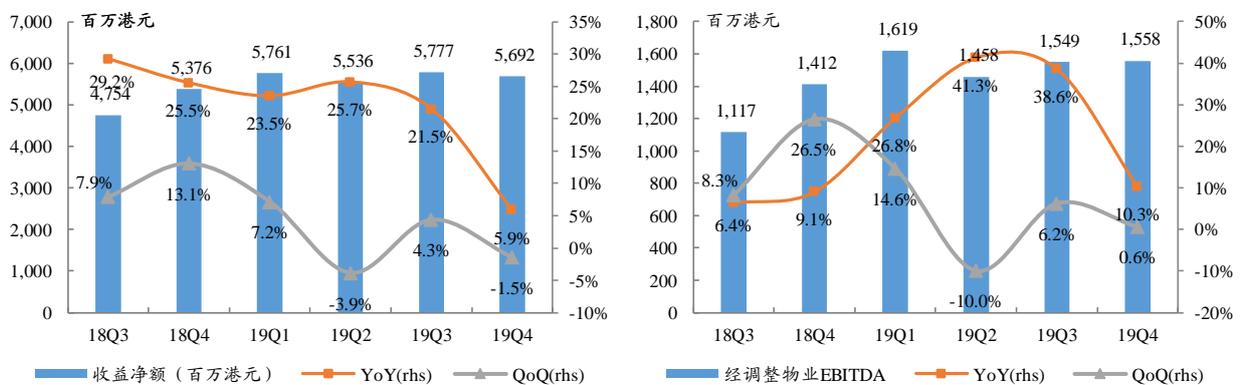
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



报告正文

- 公司 2019Q4 收入同比增长 5.9%，经调整物业 EBITDA 同比增长 10.3%，胜市场预期。受益于美狮美高梅持续 Ramp up，美高梅中国 19Q4 录得收入 56.92 亿港元 (YoY+5.9%，QoQ-1.5%)，录得经调整 EBITDA 15.58 亿港元 (YoY+10.3%，QoQ+0.6%)，胜市场预期。其中，澳门美高梅 EBITDA/收入分别按年-3.3%/-4.6%至 9.18 亿/29.8 亿港元，美狮美高梅 EBITDA/收入则分别快速增长 38.3%/20.4%至 6.4 亿/27.1 亿港元。公司期内 EBITDA% 进一步增长至 27.4%，盈利能力提升，主要得益于：1) 贵宾及中场的综合赢率均有提升，2) 美狮美高梅进一步爬坡后经营杠杆的提升。

图 1、美高梅 19Q4 收入同比+5.9%，环比-1.5% 图 2、经调整 EBITDA 同比+10.3%，环比+0.6%



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

表 1、美狮美高梅维持高增长，盈利能力进一步提升

(单位: 百万港元)	EBITDA			净收入			EBITDA 率		
	18Q4	19Q4	YOY	18Q4	19Q4	YOY	18Q4	19Q4	变动
澳门美高梅	949.59	917.84	-3.3%	3,127.27	2,982.92	-4.6%	30.4%	30.8%	41bps
美狮美高梅	462.90	639.98	38.3%	2,249.043	2,708.87	20.4%	20.6%	23.6%	304bps
公司总计	1,412.48	1,557.82	10.3%	5,376.31	5,691.79	5.9%	26.3%	27.4%	110bps

资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

表 2、公司 VIP 及中场赌桌赢率均有提升

	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	YoY	QoQ
贵宾赌台转码数(百万美元)	10,981	10,011	10,962	8,646	8,452	-23.0%	-2.2%
贵宾赌台赢率 (%)	3.3	3.4	2.6	3.7	3.4	+0.1pct	-0.3pct
中场赌台投注额(百万美元)	2,034	1,993	2,037	2,117	2,105	3.5%	-0.6%
主场地赌台赢率 (%)	19.0	22.3	22.5	23.6	24.0	+5pct	+0.4pct

资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

- 按业务看，公司中场业务发力，整体博彩市占率按年上升 1.3pct。公司期内录得博彩净收益 50.9 亿港元，yoy+6.5%；若不考虑佣金奖励，公司期内录得博彩毛收入 67.91 亿港元(YoY+ 5.3%，QoQ-2.7%)，而同期澳门 GGR 按年-8.4%，按季+1.9%。综合来看，受美狮美高梅推动，公司期内整体 VIP/中场

/角子机分别录得毛收入 22.68 亿/ 39.44 亿/ 5.79 亿港元，按年 -19.91%/+30.6%/-3%（同期行业同比增速为-23.1%/+9.4%/-1%），按季分别 -8.9%/+0.7%/+1.1%（同期行业环比增速为+4%/+0.2%/+1.4%），中场表现亮眼。从市占率看，受美狮美高梅爬坡推动及中场业务的发力，公司博彩 GGR 市占比持续攀升，较上年同季度上涨 1.3pct 至 9.7%，中场市占按年提升 1.8pct。

图 3、美狮美高梅 VIP 毛收入按年跌 4%

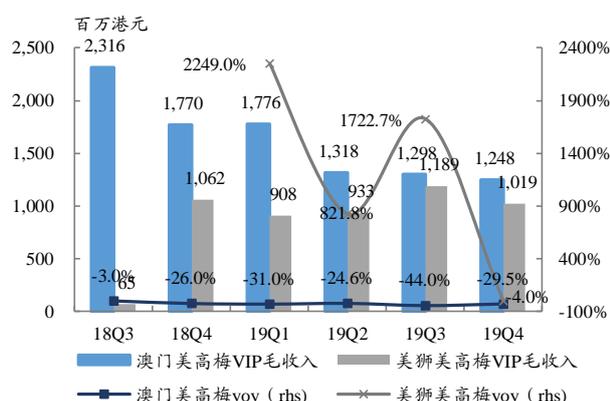
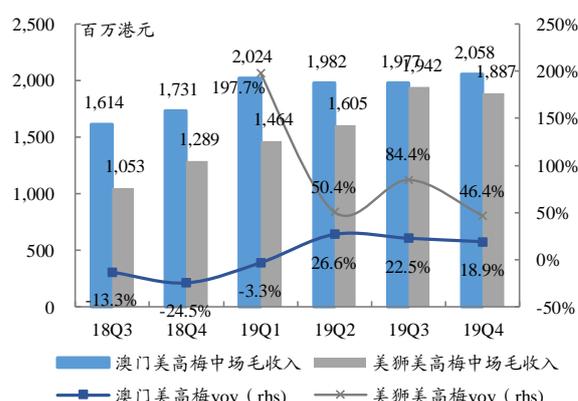


图 4、美狮美高梅中场毛收入按年增 46.4%



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理；注：美狮美高梅于 2018 年 2 月开幕

图 5、美狮美高梅角子机毛收入按年+13.2%

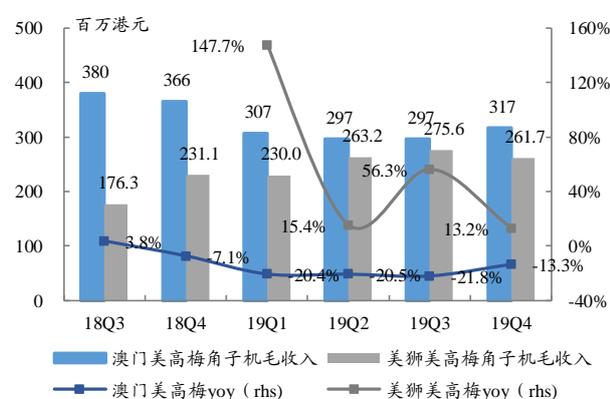
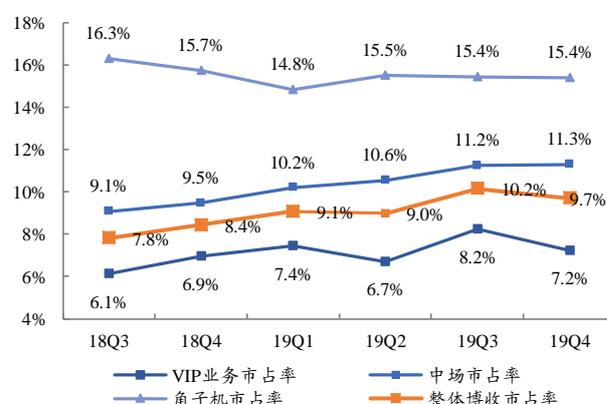


图 6、受中场业务推动，公司市占率按年提升 1.3pct



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

- **我们的观点：**受益于高赢率及美狮美高梅的发力，公司期内表现胜市场预期。公司亦表示其 1 月首几周的日均 EBITDA 高达 250 万美元，表现良好。短期看，公司赌场根据政府政策于 2 月 5 日至 2 月 20 日间停业，而公司业绩会上表示其赌场停业期间每日营运开支仍为 150 万美元左右（主要为人员开支），预计公司近期收入及盈利能力将承压。然而，随着 2 月 20 日重启赌场，公司博彩收入有望从无至有，加上博彩企业费用相对固定，公司赌场重新开业后的经营杠杆较停业时期有望得到相对改善。中期看，我们预计行业整体有望于 2Q20 开始修复并于下半年恢复至正常水平。虽然随着澳博上葡京及金沙伦敦人开业，行业 20H2 竞争或加剧，但公司 Mansion Villas 还处爬坡阶段，其 VIP 业务仍有增长点，再加上公司今年随着 MGM 2020 Plan 将进一步优化

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

效率，节省开支，在行业整体受到挑战时有望做到开源节流。而长期看，我们仍看好澳门多元化、大众化的发展以及基建日益完善后澳门博彩旅游业对内地市场渗透率的提升。公司现估值处历史低位，建议投资者适当关注。

- **风险提示：大陆经济不景气，竞争加剧，新项目表现不及预期，监管政策变化**

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyqz.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与兴证国际金融集团有限公司、阳光油砂有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、信源企业集团有限公司、山东黄金矿业股份有限公司、恒益控股有限公司、成志控股有限公司、朗诗绿色集团有限公司、永升生活服务集团有限公司、天美(控股)有限公司、云能国际股份有限公司、汇量科技有限公司、国际济丰包装集团、微盟集团、日照裕廊股份有限公司、K2 F&B Holdings Limited、管道工程控股有限公司、新东方在线科技控股有限公司、盛世大联保险代理股份有限公司、兑吧集团有限公司、慕尚集团控股有限公司、Medialink Group Limited、中国船舶(香港)航运租赁有限公司、思考乐教育集团、华检医疗控股有限公司、旷世控股有限公司、尚晋(国际)控股有限公司和四川蓝光嘉宝服务集团股份有限公司有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。