

## 有力抢占市场份额



香港股市 | 消费娱乐 | 博彩

2019年3月26日

### 贵宾厅贡献有望提速·贵宾厅+中场推动

我们看好美高梅中场业务能够跟随行业表现持续增长，而贵宾厅业务有望成集团另一个增长点，主要由于三个澳门大型贵宾厅中介人在 2018 四季度先后进驻美狮美高梅，而 2019 年初有额外两个贵宾厅开幕，考虑到新加入贵宾厅中介人带来的贡献，我们预测美狮美高梅在 2019 年至 2021 年每月每张贵宾厅赌枱转码数分别为 1.52 亿港元、1.75 亿港元及 1.89 亿港元，相当于按年增长分别达 90%、15%及 8%。

### 美狮美高梅坐落氹仔中心·拥品牌汇聚效应

美高梅把版图扩展至氹仔，新项目美狮美高梅坐落氹仔中心，与周边新型综合娱乐场相邻，拥有品牌汇聚效应，促进人流增长。新项目带动美高梅中国经营效率按季稳步上升，并成功抢占集团在澳门贵宾厅及中场赌枱的市占率。我们看好美狮美高梅将成为集团主要的收入来源，带动整体增长。

### 三年经调整 EBITDA 复合年增长率达到 14.7%

受惠于美狮美高梅新贵宾厅及中场放量增长的贡献，我们预测集团 2019 年及 2020 年的经调整 EBITDA 分别为 56.5 亿港元(同比增长 17%)及 64.8 亿港元(同比增长 15%)。

### 首次覆盖，给予「增持」评级，目标价 16.9 港元

考虑到澳门博彩业结构趋向中场推动，而 2019 年新项目美狮美高梅将踏入快速爬坡期，有助抢占市场占有率，我们认为美高梅中国是 2019 年增长快的博彩股，因此可享受有同业平均的 9.4%估值溢价。我们给予美高梅中国(2282HK)首次覆盖「增持」评级，目标价 16.9 港元，基于 13.3 倍 EV/EBITDA 估值法，再减每股 2.9 港元的净负债。

### 风险提示

(一)签证政策收紧；(二)赌场续牌风险；(三)中国经济放缓影响居民出游意愿

图表 1：主要财务数据

截至12月31日财政年度(百万港元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净收入	14,481	19,200	22,168	24,471	26,453
同比增长	-2.9%	32.6%	15.5%	10.4%	8.1%
经调整EBITDA	4,587	4,837	5,654	6,483	7,303
同比增长	2.1%	5.4%	16.9%	14.7%	12.6%
净利润	2,320	1,069	2,023	3,089	4,113
同比增长	-23.6%	-53.9%	89.3%	52.7%	33.2%
经调整EBITDA利润率	31.7%	25.2%	25.5%	26.5%	27.6%
净利润率	16.0%	5.6%	9.1%	12.6%	15.5%
每股盈利(港元)	0.61	0.28	0.53	0.81	1.08
每股股息(港元)	0.21	0.10	0.19	0.37	0.60
市盈率	25.29	54.90	29.00	19.00	14.27
EV/经调整EBITDA	15.53	15.21	12.35	10.13	8.41
股息率	1.4%	0.6%	1.2%	2.4%	3.9%

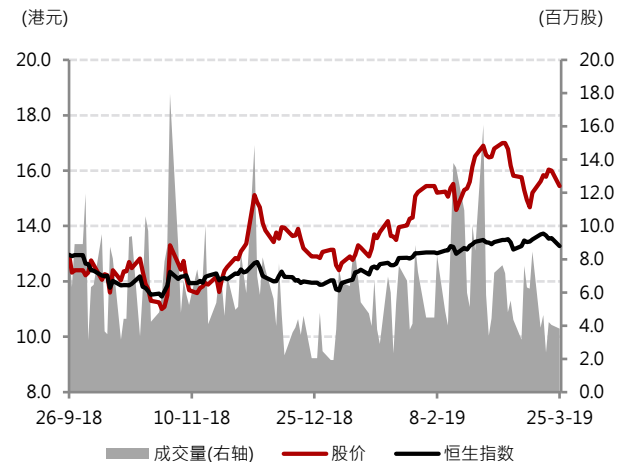
资料来源：公司资料、中泰国际研究部预测

### 股票资料 (更新至2019年3月25日)

现价：	15.44 (港元)
总市值：	58,672 (百万港元)
流通股比例：	21.57 (%)
已发行总股本：	3,800 (百万股)
52周价格区间：	10.78-23.6 (港元)
3个月内日均成交额：	90.94 (百万港元)
主要股东：	美高梅国际酒店集团 (占56%)

来源：彭博、中泰国际研究部

### 美高梅中国(2282 HK)股价走势图



来源：彭博、中泰国际研究部

### 业务简介

美高梅中国控股有限公司(股份代号：2282)简称美高梅，为大中华地区领先的娱乐场博彩度假酒店发展商，为六家持有澳门经营博彩权企业之一。美高梅现时拥有及经营两家酒店，一为位于澳门半岛-澳门美高梅；另一为2018年初开业、位于路氹-美狮美高梅。

### 分析师

颜招骏 (Alvin Ngan), CFA  
alvin.ngan@ztsc.com.hk

## 目录

<b>(一) 企业概况：版图从澳门半岛扩展至路氹</b> .....	<b>4</b>
业务增长加快·市占率提升 .....	5
新项目主打高端大众客户·中场占比提升 .....	6
<b>(二) 行业分析：中场博彩成增长动力</b> .....	<b>7</b>
中场业务占比提升·行业趋向健康化及稳定化 .....	7
过夜旅客数目急增·消费金额提升·利好非博彩收入 .....	8
港珠澳大桥为首的基建日渐成熟·增加旅客流量·提升潜在博彩及非博彩收入 .....	9
<b>(三) 亮点：2019 年增长最快的博彩股</b> .....	<b>10</b>
新中介人进驻及新贵宾厅开幕·贵宾厅贡献有望提速 .....	10
「雍华一号」的高端博彩区抢占中场份额 .....	10
美狮美高梅坐落路氹中心·拥汇聚效应 .....	11
<b>(四) 盈利预测与评级：首次给予「增持」</b> .....	<b>13</b>
三年经营总收入复合年增长率 10.6% .....	13
预测美狮美高梅 2019 年的经调整 EBITDA 达 24.7 亿港元 .....	13
集团三年经调整 EBITDA 复合年增长率 14.7% .....	14
预计资本开支减少·派息比率稳步增加 .....	14
首次覆盖·给予「增持」评级·目标价 16.9 港元 .....	16
<b>(五) 风险因素</b> .....	<b>17</b>
行业与营运风险 .....	17
<b>历史建议和目标价</b> .....	<b>18</b>
<b>公司及行业评级定义</b> .....	<b>19</b>
<b>重要声明</b> .....	<b>20</b>

## 图表目录

图表 1：主要财务数据 .....	1
图表 2：澳门美高梅 .....	4
图表 3：美狮美高梅 .....	4
图表 4：美高梅中国股东结构 .....	4
图表 5：美高梅中国博彩收入表现(百万港元) .....	5
图表 6：六大博彩公司市占率 .....	5
图表 7：2018 年集团市占率增加 0.8 个百分点 .....	5
图表 8：美高梅中国贵宾厅表现(百万港元) .....	5
图表 9：美高梅中国中场赌枱表现(百万港元) .....	5
图表 10：美高梅中国角子机表现(百万港元) .....	5
图表 11：集团收入暂时仍以澳门美高梅贡献为主 .....	6
图表 12：美高梅中国中场占比开始提升 .....	6
图表 13：贵宾厅及中场博彩毛收入(百万澳门元) .....	7
图表 14：贵宾厅及中场博彩毛收入增速 .....	7
图表 15：贵宾厅毛收入占比下降·中场博彩抬头 .....	7
图表 16：过夜旅客人次 .....	8
图表 17：过夜旅客数目超越非过夜客 .....	8
图表 18：过夜旅客消费金额是非过夜旅客的四倍 .....	8
图表 19：单季贵宾厅转码数对比(百万美元) .....	10
图表 20：美狮美高梅每月每张贵宾厅赌枱转码数预测 .....	10
图表 21：美高梅中国抢占贵宾厅市占率 .....	11
图表 22：美高梅中国抢占中场赌枱市占率 .....	11
图表 23：单季中场赌枱毛收入对比(百万美元) .....	11
图表 24：美狮美高梅每月每张中场赌枱净赢额预测 .....	11
图表 25：美狮美高梅坐落在路氹中心 .....	12
图表 26：六大博企经营效率比较 .....	12
图表 27：美高梅的经营效率日渐上升 .....	12
图表 28：博彩收益预测(百万港元) .....	13
图表 29：美狮美高梅经调整 EBITDA 预测(百万港元) .....	13
图表 30：经调整 EBITDA 预测(百万港元) .....	14
图表 31：自由现金流预测(百万港元) .....	14
图表 32：每股盈利及派息预测(港元) .....	14
图表 33：财务报表 (年结: 12 月 31 日;百万港元) .....	15
图表 34：EBITDA 倍数估值法 .....	16
图表 35：美高梅中国 EV/EBITDA 走势 .....	16

## (一) 企业概况：版图从澳门半岛扩展至路氹

美高梅中国控股有限公司主要由美高梅国际酒店集团 (MGM Resorts International) 拥有 (纽约证券交易所代号: MGM)。美高梅中国控股有限公司 (股份代号: 2282) 简称美高梅, 为大中华地区领先的娱乐场博彩度假酒店发展商、拥有者和运营商, 也是六家持有澳门经营博彩业务特许权企业之一。集团现时拥有及经营两家娱乐场, 一家位于澳门半岛 - 澳门美高梅; 另一家位于路氹城 - 美狮美高梅。

截止至 2018 年 12 月 31 日, 「澳门美高梅」设有赌枱 291 张, 角子机 806 部, 并提供 585 间酒店客房及套房; 「美狮美高梅」设有赌枱 236 张, 角子机 1218 部, 提供 1362 间酒店客房及套房。自 2019 年 1 月 1 日起, 美狮美高梅新增 102 张赌枱, 当中 25 张属新赌枱, 77 张由澳门美高梅转拨至美狮美高梅营运。

在 2019 年 3 月 15 日, 澳门政府批准了美高梅中国(2282.HK)将赌牌延长至 2022 年 6 月 26 日的申请, 美高梅需要支付 2 亿澳门元一次性开支予澳门政府作为延长赌牌的代价。六家博彩公司将在 2022 年重新竞投赌牌, 但是我们认为倾向维持现状的机会较大。

图表 2：澳门美高梅



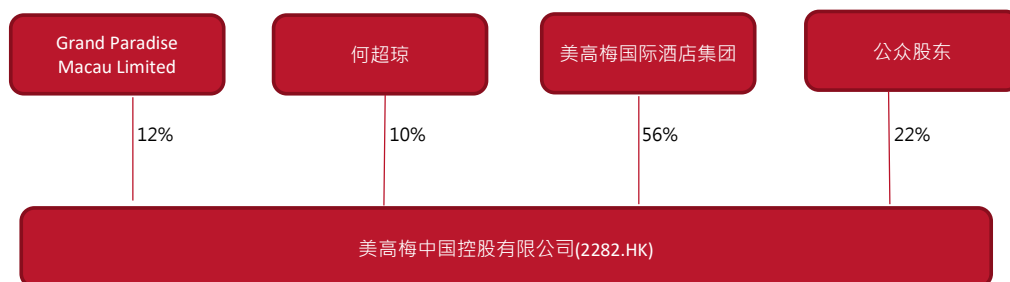
资料来源：公司资料、中泰国际研究部

图表 3：美狮美高梅



资料来源：公司资料、中泰国际研究部

图表 4：美高梅中国股东结构

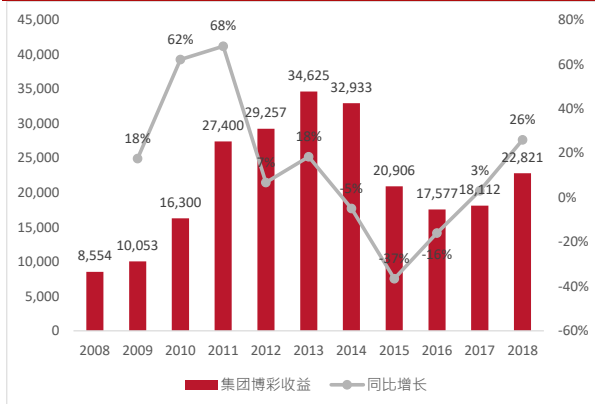


资料来源：公司资料、中泰国际研究部

### 业务增长加快，市占率提升

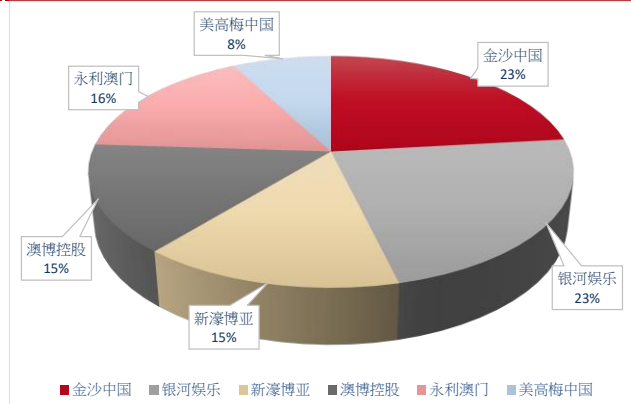
美高梅中国在 2018 年博彩总收益达 228.2 亿港元，同比增长 26%，跑赢行业的 14% 增速，其中新项目「美狮美高梅」贡献博彩总收益为 59 亿港元。集团经调整 EBITDA 为 48.3 亿港元，同比增长 5%，净利润为 10.7 亿港元，同比下跌 54%，主要由于美狮美高梅营运后，经营成本及折旧大幅增加所致。受惠于新项目的贡献，集团在澳门博彩市占率同比增加 0.8 个百分点至 7.8%

图表 5：美高梅中国博彩收入表现(百万港元)



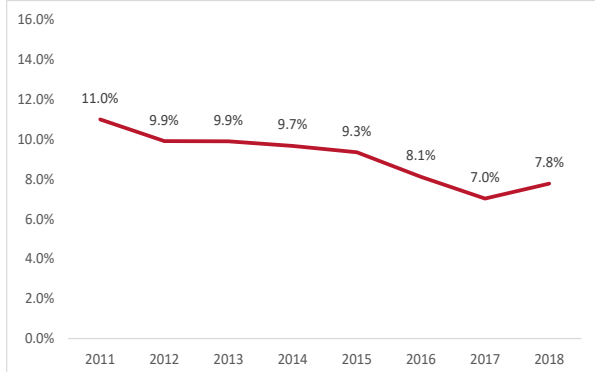
资料来源：公司资料、中泰国际研究部

图表 6：六大博彩公司市占率



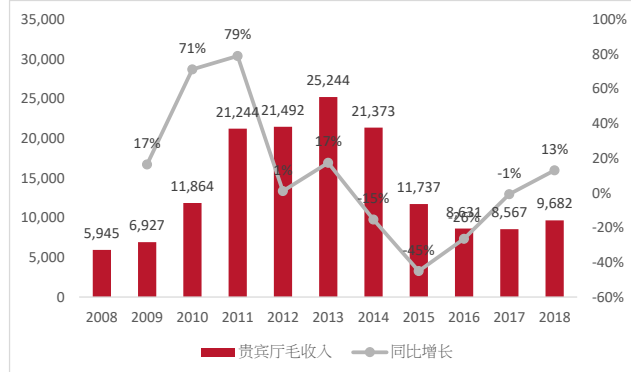
资料来源：公司资料、中泰国际研究部

图表 7：2018 年集团市占率增加 0.8 个百分点



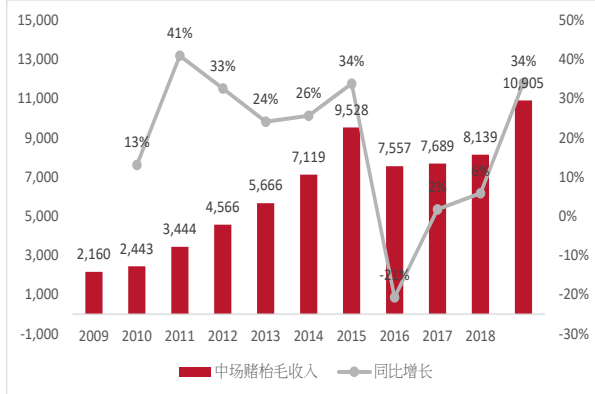
资料来源：公司资料、中泰国际研究部

图表 8：美高梅中国贵宾厅表现(百万港元)



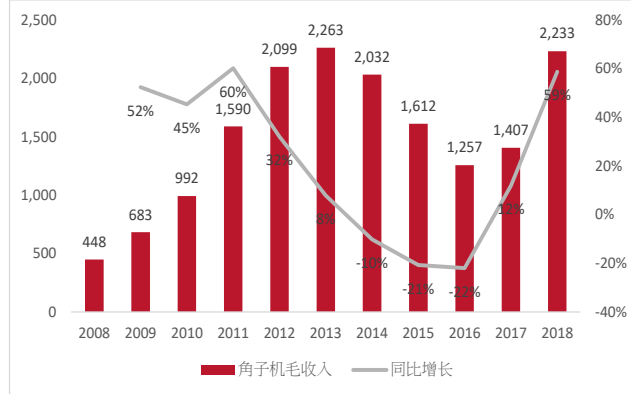
资料来源：公司资料、中泰国际研究部

图表 9：美高梅中国中场赌枱表现(百万港元)



资料来源：公司资料、中泰国际研究部

图表 10：美高梅中国角子机表现(百万港元)



资料来源：公司资料、中泰国际研究部

## 新项目主打高端大众客户，中场占比提升

在 2018 年以前，美高梅中国只经营澳门美高梅一家娱乐场，因此集团所有收入来自单个项目。自 2018 年 2 月起，美狮美高梅开幕，集团版图扩展至路氹，把握过夜旅客增长及综合度假村发展的机遇。集团在 2018 年有 72% 收入来自澳门美高梅项目，28% 来自美狮美高梅。由于新项目初期经营成本较高，因此 18 年美狮美高梅 EBITDA 贡献占比只有 18%，而澳门美高梅贡献率为 82%。

图表 11：集团收入暂时仍以澳门美高梅贡献为主

收入	2016		2017		2018	
	百万港元	比例	百万港元	比例	百万港元	比例
澳门美高梅	18,515	100%	19,035	100%	17,911	72%
美狮美高梅	0	0%	0	0%	6,934	28%
<b>总收入</b>	<b>18,515</b>	<b>100%</b>	<b>19,035</b>	<b>100%</b>	<b>24,845</b>	<b>100%</b>
<b>經調整EBITDA</b>						
澳门美高梅	4,492	100%	4,587	100%	3,983	82%
美狮美高梅	0	0%	0	0%	854	18%
<b>合計</b>	<b>4,492</b>	<b>100%</b>	<b>4,587</b>	<b>100%</b>	<b>4,837</b>	<b>100%</b>

资料来源：公司资料，中泰国际研究部

新项目「美狮美高梅」建设主题以文化艺术为主，定位以高端大众客人为目标，希望加强集团在中场及高端中场的市占率。美高梅中国收入结构进一步偏向中场及非博彩元素，贵宾厅收入占比从 2016 年的 47% 下跌至 2018 年的 39%。受益于美狮美高梅的带动，2018 年中场赌枱及角子机收入占比达到 53%，较 2016 年增加 4 个百分点。集团能够因应市场状况的变动去调节赌枱组合，以扩大及提高赌枱的利用率及盈利能力。例如过去几年，集团把更多的贵宾厅赌枱转拨至中场区域，以把握中场进动为主的行业趋势。经过我们推算，贵宾厅的 EBITDA 贡献只有 6%，而中场赌枱及其他业务带来 94% 的 EBITDA 贡献。

图表 12：美高梅中国中场占比开始提升

收入	2016		2017		2018	
	百万港元	比例	百万港元	比例	百万港元	比例
贵宾厅	8,631	47%	8,567	45%	9,682	39%
中场赌枱	7,689	42%	8,139	43%	10,905	44%
角子机	1,257	7%	1,407	7%	2,233	9%
非博彩收入	938	5%	923	5%	2,024	8%
<b>总收入</b>	<b>18,515</b>	<b>100%</b>	<b>19,035</b>	<b>100%</b>	<b>24,845</b>	<b>100%</b>
<b>經調整EBITDA</b>						
贵宾厅	820	18%	728	16%	282	6%
中场赌枱	2,883	64%	3,036	66%	3,317	69%
角子机	484	11%	542	12%	839	17%
非博彩收入	304	7%	282	6%	399	8%
<b>合計</b>	<b>4,492</b>	<b>100%</b>	<b>4,587</b>	<b>100%</b>	<b>4,837</b>	<b>100%</b>

资料来源：公司资料，中泰国际研究部预测

## (二)行业分析：中场博彩成增长动力

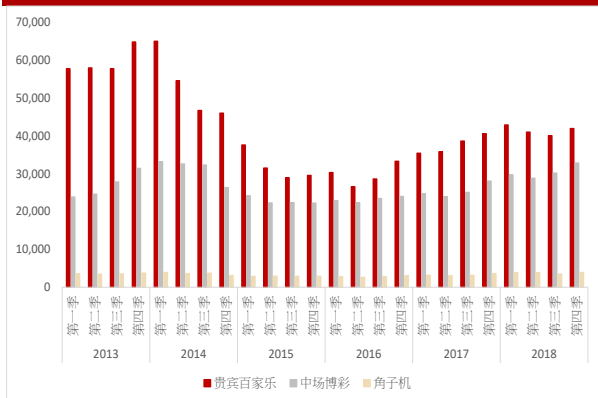
### 中场业务占比提升，行业趋向健康化及稳定化

我们认为未来澳门博彩业的稳定性及健康性将会提升，有利整体行业估值，主要基于娱乐场非博彩项目的增加、澳门本土及周边交通基建改善增加中场旅客的数目。中国信贷增速放缓，增加贵宾厅中介人的融资压力，而中央政府反贪反腐行动持续，减少贵宾厅客人赴澳赌博的意欲，我们认为中场博彩占比会陆续提升，我们预计 2019 年澳门博彩毛收入同比增加 0.4%，其中贵宾厅毛收入同比减少 4%、中场博彩毛收入同比增加 6%、角子机毛收入同比增加 3%。我们预计在 2020 年中场(中场博彩+角子机)占比将会进一步提升至 48.7%，未来行业稳定性增加有利博彩股整体估值的提升。

2018 年四季度，贵宾厅博彩毛收入占比进一步减少至 53.3%，而中场博彩占比上升 0.8 个百分点至 41.7%，若结合角子机的毛收入，整个澳门中场业务占比提升至 46.7%，较 2015 年第一季增加 4.8 个百分点。

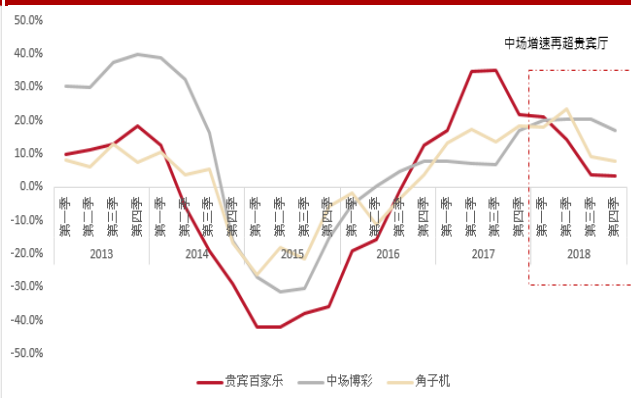
2018 年，澳门幸运博彩毛收入 3,028 亿澳门元，按年增长 14%，继 2014 年后重上 3,000 亿元。2008 年至 2018 年的十年间，澳门博彩收入复合年增长率 10.78%。2018 年四季度，澳门贵宾厅博彩毛收入 420 亿澳门元，同比增长 3.4%，增速是 9 季以来最低；中场博彩毛收入 328 亿澳门元，同比增长 17%，继续保持高双位数增长；角子机毛收入 39 亿澳门元，同增长 7.9%，创八季以来最低增速。

图表 13：贵宾厅及中场博彩毛收入(百万澳门元)



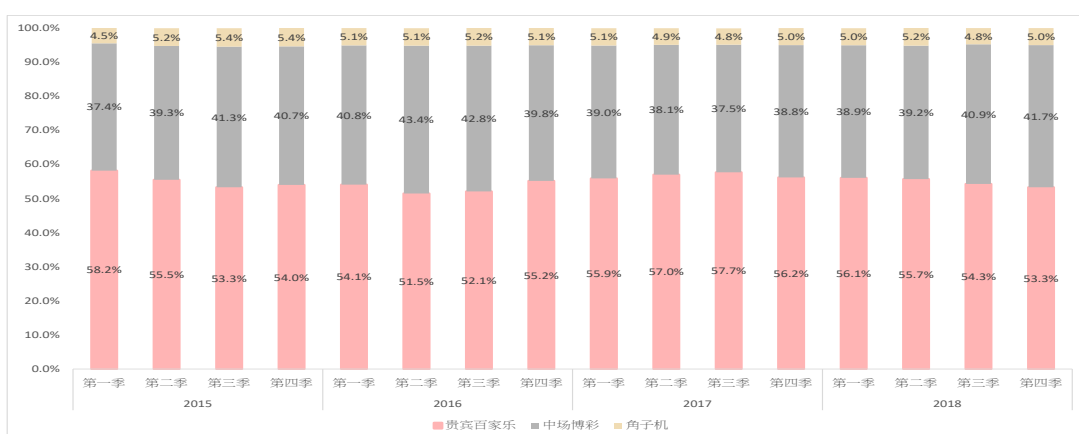
资料来源：DSEC、中泰国际研究部

图表 14：贵宾厅及中场博彩毛收入增速



资料来源：DSEC、中泰国际研究部

图表 15：贵宾厅毛收入占比下降，中场博彩抬头



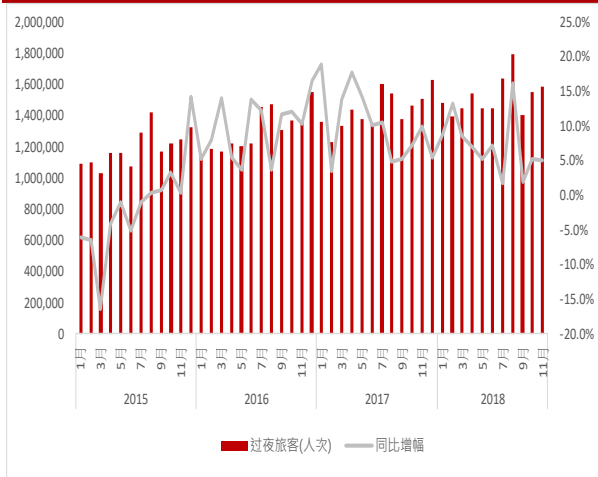
资料来源：DSEC、中泰国际研究部

### 过夜旅客数目急增，消费金额提升，利好非博彩收入

我们发现过夜旅客数目在过去的几个季度增长显著，截至 2018 年四季度，过夜旅客达到 488 万人次，同比增长 5.7%，而非过夜旅客有 511 万人次，同比增长 22.9%。虽然四季度非过夜旅客有显著增幅，但是我们认为主要是港珠澳大桥在 2018 年 10 月开通，吸引不少即日旅客或一至两天短线旅行团所引致。然而，2016 年第二季起，赴澳门的过夜旅客已连续 11 个季度超越非过夜旅客。我们认为 2015 年后有更多的新酒店及娱乐场开幕，带来汇聚效应，是吸引旅客留宿的主要原因。澳门银河二期、新濠影汇、澳门巴黎人、永利皇宫、美狮美高梅相继开幕，新项目增加了大量非博彩元素，如澳门银河的定位打造为「综合度假城」、新濠影汇提供 8 字形摩天轮及 4D 影院等。随着 2019 年澳博「上葡京」及 2020 年「澳门银河」三期的开幕，项目非博彩元素占比面积分别达到 90% 及 98%，将能吸引更多旅客选择留宿的倾向。

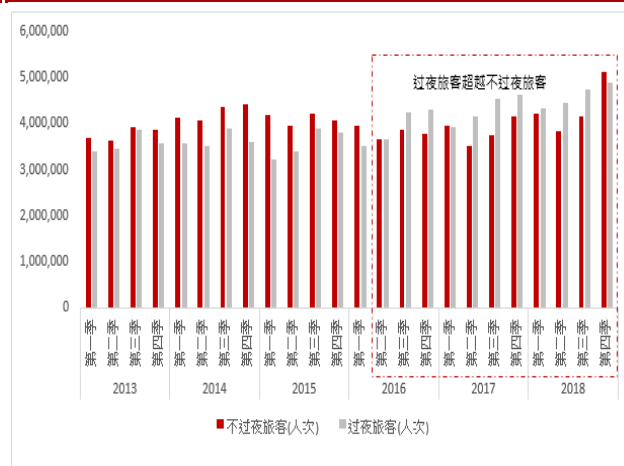
另一方面，过夜旅客的消费金额远较非过夜旅客多，根据 DESE 的数据，2018 年三季度过夜旅客及非过夜旅客人均消费金额分别有 3145 澳门元及 749 澳门元。我们认为过夜旅客除了博彩消费外，还会增加娱乐、购物、住宿及餐饮等消费开支，对路氹项目「美狮美高梅」带来积极的推动作用。

图表 16：过夜旅客人次



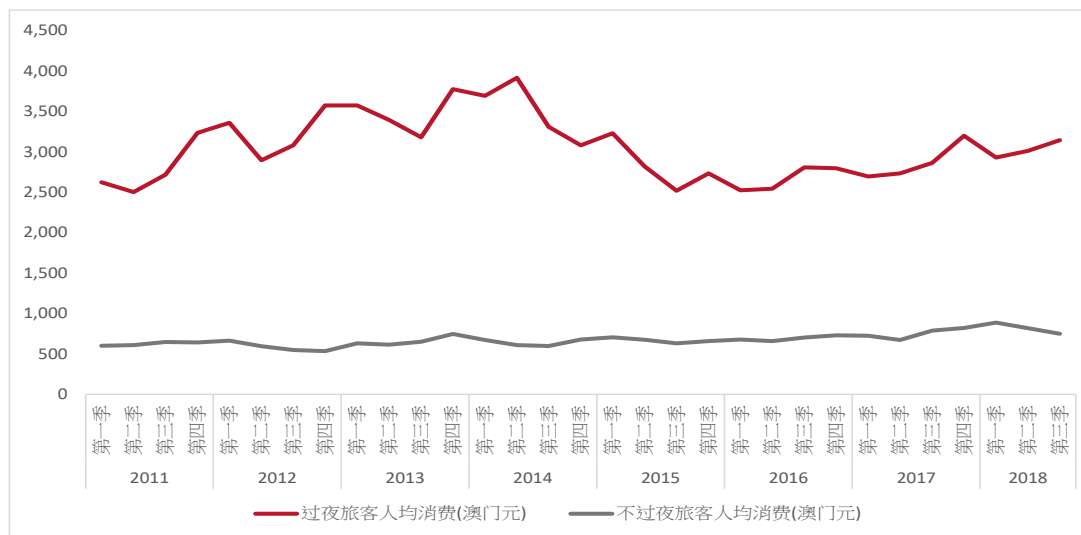
资料来源：DSEC、中泰国际研究部

图表 17：过夜旅客数目超越非过夜客



资料来源：DSEC、中泰国际研究部

图表 18：过夜旅客消费金额是非过夜旅客的四倍



资料来源：公司资料、中泰国际研究部



### 港珠澳大桥为首的基建日渐成熟，增加旅客流量，提升潜在博彩及非博彩收入

港珠澳大桥在 2018 年 10 月 23 日开通，为陆路入境澳门的旅客提供多一个选择，大为纾缓拱北口岸的压力，打破陆路通往澳门的入境瓶颈。旅客可使用穿梭巴士、跨境巴士或跨境出租车经港珠澳大桥往来香港及澳门，全日 24 小时服务。从香港口岸前往澳门口岸只需 45 分钟，大大缩短行车时间。据香港政府的预测，到 2030 年前，每日客运量有 12.6 万人次。

轻轨氹仔线的主体土建已经基本完成，全长 9.3 公里的高架桥以及 11 个车站已完成连接；各车站的主体结构亦已经完成。氹仔线预计的开通时间为 2019 年。值得一提的是，轻轨氹仔线设有莲花口岸站，将于广珠城轨延长线无缝对接，旅客从广州直达澳门氹仔最快只需一小时，大大增加了广东省北部旅客赴澳的便利程度。

另一方面，自 2018 年中旬起，澳门机场新增了来往澳门至宁波、青岛、西安等直航航线，当中 1 月来自浙江及陕西省旅客数目同比增长 37% 及 27%，我们相信这批广东省以外的旅客以高端中场为主，整体消费力及博彩金额较广东省的旅客为高，有利提升博彩公司的收益。

### (三)亮点：2019 年增长最快的博彩股

#### 新中介人进驻及新贵宾厅开幕，贵宾厅贡献有望提速

我们认为美高梅中国是 2019 年增长最快的博彩股，主要是新项目美狮美高梅踏入快速的爬坡带来的贡献。在 2018 年四季度，澳门三大中介人营运商太阳城、广东及德晋先后在美狮美高梅开展业务，並於 2019 年初将有额外两个中介人进驻。美狮美高梅开业初期贵宾厅营运情况差于市场预期，主要是缺乏贵宾厅中介人业务的推动。受益于三大中介人的进驻，四季度美狮美高梅贵宾厅转码数环比大增 200%。参考澳门巴黎人在 2016 年 9 月开幕后的表现，我们认为美狮美高梅有进一步提速的空间。除此以外，集团首季将在美狮美高梅推出 27 间豪华别墅「雍华府」，面积介乎 215 至 570 平方米，我们认为套房主要瞄准高端贵宾厅客户，提供奢华享受，有助提升项目对贵宾厅客人的吸引力。

中国政府严禁澳门博彩公司在内地进行博彩推销及推广活动，但博彩公司可借助中介人在中国内地的渠道，推广旗下酒店及非博彩设施，我们认为更多中介人的加入有助提升美狮美高梅在内地贵宾厅客人的印象。

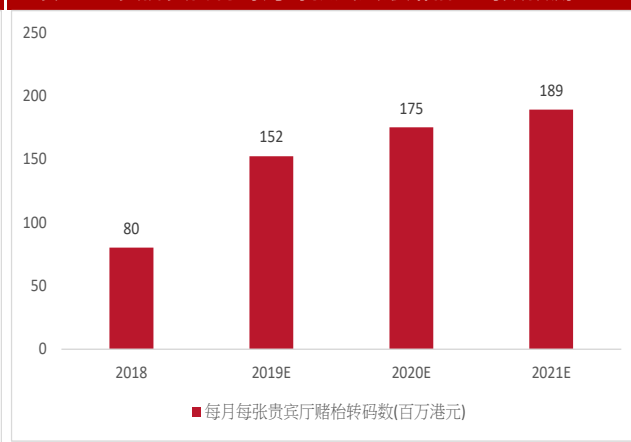
考虑到新加入贵宾厅中介人带来的贡献，我们预测美狮美高梅在 2019 年至 2021 年每月每张贵宾厅赌枱转码数分别为 1.52 亿港元、1.75 亿港元及 1.89 亿港元，相当于按年增长分别达 90%、15%及 8%。

图表 19：单季贵宾厅转码数对比(百万美元)



资料来源：公司资料、中泰国际研究部预测

图表 20：美狮美高梅每月每张贵宾厅赌枱转码数预测



资料来源：公司资料、中泰国际研究部预测

#### 「雍华一号」的高端博彩区抢占中场份额

「雍华一号」在美狮美高梅为高端中场客户设立专属博彩区域，我们认为此举有助增加集团在路氹的竞争力及市占率。另一方面，美狮美高梅注重文化娱乐的消闲享受，其中美高梅剧院是亚洲首个动感剧院，观众可于全球最大的室内超高清 LED 屏幕上欣赏整场电影，如哈利波特电影交响视听音乐会将在 2019 年 4 月 14 日至 5 月 4 日举行。我们相信新项目能够对中场旅客带来一定吸引力。事实上，美高梅中国在 2018 年四季度抢占金沙及永利的市占率，集团贵宾厅及中场博彩市占率分别有 8.26%及 8.24%，较三季度分别上升 1.12 个百分点及 0.41 个百分点，这足以证明新项目带来的贡献。

图表 21：美高梅中国抢占贵宾厅市占率

贵宾厅	1Q2016	2Q2016	3Q2016	4Q2016	1Q2017	2Q2017	3Q2017	4Q2017	1Q2018	2Q2018	3Q2018	4Q2018
银河娱乐(27 HK)	27.68%	26.17%	25.81%	26.21%	24.00%	23.85%	25.52%	28.16%	28.51%	29.57%	25.58%	26.21%
金沙中国(1928 HK)	16.47%	12.72%	16.57%	16.06%	15.04%	13.31%	14.58%	12.05%	15.10%	15.41%	16.13%	15.69%
永利澳门(1128 HK)	11.45%	16.27%	16.11%	17.34%	21.14%	21.93%	21.08%	22.06%	19.20%	18.58%	22.29%	20.32%
新濠博亚(MLCO US)	13.97%	15.54%	13.92%	12.11%	15.13%	17.17%	17.27%	14.75%	15.43%	15.34%	13.75%	15.94%
澳博控股(880 HK)	21.79%	20.38%	18.79%	19.66%	17.38%	16.99%	14.84%	15.81%	14.16%	15.47%	15.11%	13.57%
美高梅中国(1928 HK)	8.64%	8.92%	8.80%	8.61%	7.30%	6.75%	6.71%	7.18%	7.59%	5.64%	7.14%	8.26%

来源：公司报告、中泰国际研究部

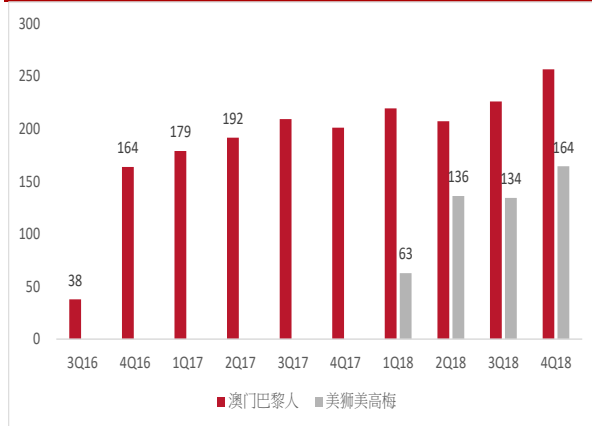
图表 22：美高梅中国抢占中场赌枱市占率

中场博彩	1Q2016	2Q2016	3Q2016	4Q2016	1Q2017	2Q2017	3Q2017	4Q2017	1Q2018	2Q2018	3Q2018	4Q2018
银河娱乐(27 HK)	18.38%	18.55%	18.82%	18.99%	18.54%	19.13%	19.48%	19.05%	18.26%	18.90%	18.14%	18.74%
金沙中国(1928 HK)	29.07%	28.82%	28.89%	29.54%	29.72%	30.85%	30.12%	31.62%	30.46%	30.78%	30.45%	30.24%
永利澳门(1128 HK)	7.70%	7.51%	7.53%	10.00%	10.26%	10.90%	11.08%	11.82%	12.84%	12.40%	12.87%	12.01%
新濠博亚(MLCO US)	16.86%	16.76%	16.73%	17.20%	15.77%	15.04%	15.50%	14.22%	14.34%	13.06%	14.18%	14.51%
澳博控股(880 HK)	20.60%	20.71%	20.11%	17.41%	18.21%	17.55%	17.39%	16.26%	16.62%	17.04%	16.52%	16.26%
美高梅中国(1928 HK)	7.39%	7.66%	7.93%	6.86%	7.50%	6.54%	6.43%	7.03%	7.49%	7.81%	7.83%	8.24%

来源：公司报告、中泰国际研究部

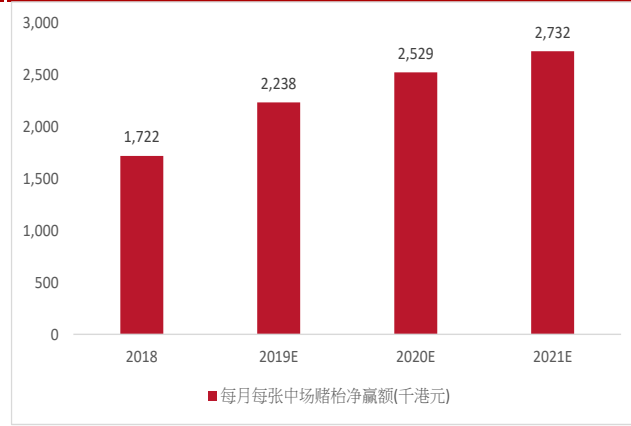
参考澳门巴黎人开幕首四季的营运表现，我们认为美狮美高梅有改善及提升空间。项目在 2019 年将有额外 25 张新增赌枱，及 77 张从澳门美高梅转拨过来的赌枱，我们预测 2019 年至 2021 年美狮美高梅的每月每张中场赌枱净赢额分别有 224 万港元、253 万港元及 273 万港元，相当于按年分别增长 30%、13% 及 8%。

图表 23：单季中场赌枱毛收入对比(百万美元)



资料来源：公司资料、中泰国际研究部预测

图表 24：美狮美高梅每月每张中场赌枱净赢额预测



资料来源：公司资料、中泰国际研究部预测

### 美狮美高梅坐落路氹中心，拥汇聚效应

新项目美狮美高梅拥有地理优势，坐落于路氹中心，与金沙城中心、新濠天地、永利皇宫等娱乐场相连。由于金沙城中心与旗舰威尼斯人连接，我们相信美狮美高梅能够受惠于金沙城中心中场人流的带动。另一方面，路氹各大新娱乐场主打非博彩休闲项目，我们认为能够聚集人气，带来汇聚效应，促进美狮美高梅中场及非博彩收入增长。

图表 25：美狮美高梅坐落在路氹中心



来源：google map、中泰国际研究部

事实上，在美狮美高梅投入营运后，集团的经营效率按季不断改善。截至 2018 年 12 月 31 日，美高梅中国在澳门拥有赌枱数目 527 张，是六大博彩公司赌枱最少的一家，与第一位澳博的 1704 张相差 1177 张。美高梅中国在赌枱的市占率只有 8%，远低于澳博的 26%，但经调整 EBITDA 市占率有 7%，高于澳博的 5%。我们以 EBITDA 市占率除以赌枱市占率，计算每一个百份比赌枱市占率能够产生多少 EBITDA 市占率，以得出博彩公司的经营效率。

美高梅中国的经营效率(EBITDA 市占率除以赌枱市占率)从第三季度的 0.76 上升至四季度的 0.88，同金沙中国、澳博及永利的经营效率环比有所下跌，印证美高梅的营运能力有所提升。

图表 26：六大博企经营效率比较

博彩公司	3Q2018			4Q2018		
	赌枱市占率	经调整 EBITDA 市占率	EBITDA 效率	赌枱市占率	经调整 EBITDA 市占率	EBITDA 效率
美高梅中国	8%	6%	0.76	8%	7%	0.88
银河娱乐	19%	23%	1.24	18%	23%	1.32
新濠度假村	13%	11%	0.86	13%	15%	1.14
金沙中国	25%	35%	1.40	26%	33%	1.30
澳博控股	26%	5%	0.21	26%	5%	0.18
永利澳门	10%	19%	2.01	10%	17%	1.72

来源：公司资料、中泰国际研究部

图表 27：美高梅的经营效率日渐上升

经营效率	2017 Q1	2017 Q2	2017 Q3	2017 Q4	2018 Q1	2018 Q2	2018 Q3	2018 Q4
银河娱乐	1.17	1.29	1.16	1.34	1.31	1.44	1.24	1.32
新濠度假村	1.14	1.09	1.29	0.96	1.08	0.93	0.86	1.14
美高梅中国	1.18	1.00	0.95	1.03	0.80	0.69	0.76	0.88
金沙中国	1.30	1.31	1.30	1.30	1.30	1.36	1.40	1.30
澳博控股	0.22	0.18	0.18	0.19	0.20	0.22	0.21	0.18
永利澳门	1.69	1.75	1.72	1.81	1.81	1.67	2.01	1.72

来源：公司资料、中泰国际研究部

## (四) 盈利预测与评级：首次给予「增持」

### 三年经营总收入复合年增长率10.6%

受惠于 1). 澳门周边基建设备的完善、2). 中国旅客赴澳旅游的低渗透率以及 3). 行业结构转营至中场主导等因素，我们对澳门博彩业前景保持乐观看法。我们预测美高梅中国 2019 年、2020 年及 2021 年总收入分别为 282 亿港元(同比增长 14%)、311 亿港元(同比增长 10%)及 336 亿港元(同比增长 8%)。我们认为澳门周边基建成熟及广东省以外旅客数目快速增长能够支持澳门博彩业的发展。我们认为由于美狮美高梅有新贵宾厅开幕，而豪华套房「雍华府」能够吸引更多贵宾厅及高端中场客人，使美狮美高梅踏入快速的爬坡期，是集团增长的动力来源。我们预测美高梅中国 2019 年贵宾厅收入为 109 亿港元，同比增长 13%；中场赌枱收入为 123 亿港元，同比增长 13%；角子机收入为 26 亿港元，同比增长 17%；酒店及非博彩收入为 24 亿港元，同比增长 20%。

图表 28：博彩收益预测(百万港元)

百万港元	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总收入	18,515	19,035	24,845	28,205	31,140	33,664
同比增长	-16%	3%	31%	14%	10%	8%
贵宾厅	8,631	8,567	9,682	10,905	11,936	12,891
同比增长	-26%	-1%	13%	13%	9%	8%
中场赌枱	7,689	8,139	10,905	12,269	13,755	14,977
同比增长	2%	6%	34%	13%	12%	9%
角子机	1,257	1,407	2,233	2,609	2,839	3,049
同比增长	-22%	12%	59%	17%	9%	7%
非博彩收入	938	923	2,024	2,422	2,609	2,747
同比增长	-12%	-2%	119%	20%	8%	5%

资料来源：公司资料，中泰国际研究部预测

### 预测美狮美高梅2019年的经调整EBITDA达24.7亿港元

我们预测美狮美高梅在 2019 年净收入有望达到 113 亿港元，同比增长 98%，主要由于新贵宾厅开业带来的贡献及我们看好豪华别墅「雍华府」能够吸引更多贵宾厅及高端中场客人。我们预测美狮美高梅在 2019 年的经调整 EBITDA 能达到 24.7 亿港元，同比增长 189%。

图表 29：美狮美高梅经调整EBITDA预测(百万港元)

百万港元	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
淨收入	5,712	11,328	12,779	13,779	14,495
同比增长	-	98%	13%	8%	5%
經調整EBITDA	854	2,472	3,009	3,441	3,751
同比增长	-	189%	22%	14%	9%

资料来源：公司资料，中泰国际研究部预测

### 集团三年经调整EBITDA复合年增长率14.7%。

受惠于美狮美高梅贵宾厅及中场放量增长的贡献，我们预测集团2019年及2020年的经调整EBITDA分别为56.5亿港元(同比增长17%)及64.8亿港元(同比增长15%)。

图表30：经调整EBITDA预测(百万港元)

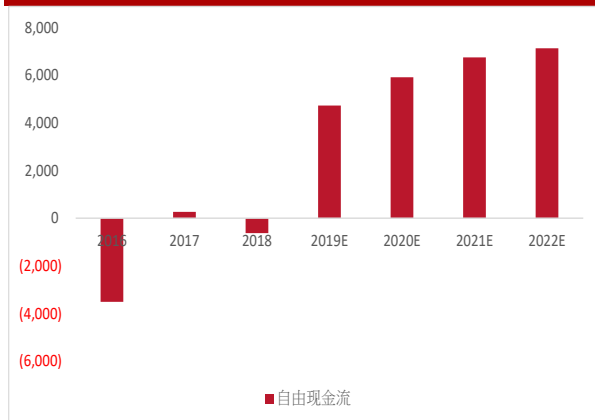
百万港元	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	
经调整EBITDA	4,492	4,587	4,837	5,654	6,483	7,303	
同比增长		-4%	2%	5%	17%	15%	13%

资料来源：公司资料，中泰国际研究部预测

### 预计资本开支减少，派息比率稳步增加

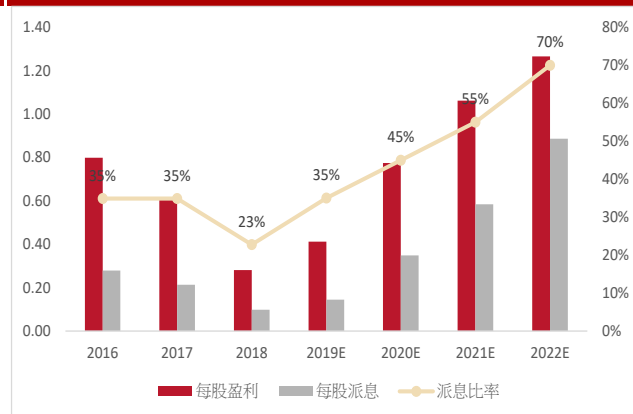
随着新项目美狮美高梅的落成启用，集团用于扩张的资本开支将明显减少，在扣除日常维护的资本开支后，我们预计集团2019年至2020年的自由现金流将明显提升。我们预测公司的派息比率将从2019年的23%增加至2022年的70%。

图表31：自由现金流预测(百万港元)



资料来源：公司资料、中泰国际研究部预测

图表32：每股盈利及派息预测(港元)



资料来源：公司资料、中泰国际研究部预测

图表 33 : 财务报表 (年结: 12月31日; 百万港元)

损益表(百万港元)					现金流量表(百万港元)						
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
总收入	19,035	24,845	28,205	31,140	33,664	净利润	2,320	1,069	2,023	3,089	4,113
回赠及津贴	-4,554	-5,645	-6,037	-6,669	-7,211	折旧及摊销	799	2,150	2,215	2,145	2,065
净收入	14,481	19,200	22,168	24,471	26,453	营运资金变动	3,652	-2,512	894	781	672
博彩税	-7,214	-9,090	-10,269	-11,364	-12,315	其他	387	1,452	768	690	540
员工及其他经营开支	-2,679	-5,273	-6,244	-6,624	-6,836	经营活动现金流	7,158	2,159	5,901	6,705	7,390
经调整EBITDA	4,587	4,837	5,654	6,483	7,303	资本开支	-6,894	-2,786	-1,057	-955	-838
企业开支	-414	-484	-723	-591	-634	其他	120	-130	0	0	0
EBITDA	3,423	3,585	4,715	5,745	6,552	投资活动现金流	-6,773	-2,916	-1,057	-955	-838
折旧	-649	-2,001	-2,066	-1,996	-1,915	净借贷	2,996	1,034	-3,399	-3,819	-3,919
摊销	-150	-150	-150	-150	-150	利息支付	-512	-834	-657	-567	-424
经营利润	2,624	1,435	2,499	3,599	4,487	股息支付	-1,049	-612	-433	-1,022	-1,903
利息收入	5	12	19	17	18	其他	-86	-122	0	0	0
财务开支	-7	-668	-475	-484	-342	融资活动现金流	1,349	-533	-4,488	-5,408	-6,246
净汇兑收入/开支	17	-6	5	-6	0	现金增加净额	1,736	-1,292	356	341	307
除税前利润	2,638	773	2,048	3,126	4,163	现金及现金等价物期初余额	3,547	5,283	3,992	4,348	4,689
所得税	-318	296	-25	-38	-50	现金及现金等价物期末余额	5,283	3,992	4,348	4,689	4,996
净利润	2,320	1,069	2,023	3,089	4,113						
资产负债表(百万港元)					主要财务比率						
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	5,283	3,992	4,348	4,689	4,996	增长率(%)					
应收账款	180	322	366	404	436	总收入	2.8%	30.5%	13.5%	10.4%	8.1%
存货	136	160	182	201	217	净收入	-2.9%	32.6%	15.5%	10.4%	8.1%
其他流动资产	212	184	209	231	249	经调整EBITDA	2.1%	5.4%	16.9%	14.7%	12.6%
流动资产合计	5,811	4,658	5,104	5,524	5,898	EBITDA	-11.6%	4.7%	31.5%	21.8%	14.0%
						净利润	-23.6%	-53.9%	89.3%	52.7%	33.2%
固定资产-物业、厂房	3,027	27,222	27,405	26,474	25,406	利润率(%)					
在建工程	26,093	1,782	550	400	350	经调整EBITDA	31.7%	25.2%	25.5%	26.5%	27.6%
土地使用权及牌照转让金	1,476	1,280	1,130	980	831	EBITDA	23.6%	18.7%	21.3%	23.5%	24.8%
其他非流动资产	199	191	371	365	365	经营利润	18.1%	7.5%	11.3%	14.7%	17.0%
总资产	36,607	35,132	34,559	33,743	32,850	净利润	16.0%	5.6%	9.1%	12.6%	15.5%
						平均股本回报率	37.8%	20.2%	22.1%	27.1%	29.9%
应付账款	9,319	6,857	7,784	8,594	9,290	平均资产回报率	7.3%	3.0%	5.8%	9.0%	12.4%
短期借贷	6,045	780	1,000	800	500	资产周转率	59.8%	69.3%	80.9%	91.2%	101.1%
其他流动负债	331	421	478	528	571						
流动负债合计	15,696	8,058	9,262	9,921	10,361	估值					
						市盈率	25.29	54.90	29.00	19.00	14.27
长期借贷	11,794	18,093	14,474	10,856	7,237	EV/EBITDA	20.81	20.51	14.80	11.43	9.37
其他长期负债	604	35	210	210	210	EV/经调整EBITDA	15.53	15.21	12.35	10.13	8.41
总负债	28,094	26,186	23,946	20,987	17,808	市帐率	6.89	6.56	5.53	4.60	3.90
股本	3,800	3,800	3,800	3,800	3,800	股息率	1.4%	0.6%	1.2%	2.4%	3.9%
储备	4,712	5,146	6,813	8,956	11,242						
股东权益	8,512	8,946	10,613	12,756	15,042	每股指标(港元)					
股东权益及负债	36,607	35,132	34,559	33,743	32,850	每股盈利	0.61	0.28	0.53	0.81	1.08
						每股股息	0.21	0.10	0.19	0.37	0.60
						派息比率	35%	23%	35%	45%	55%

资料来源：公司资料·中泰国际研究部预测

### 首次覆盖，给予「增持」评级，目标价16.9港元

目前澳门博彩整体行业 EV/EBITDA 为 12.15 倍，低于 8 年平均的 12.88 倍。根据我们的估值模型，目前美高梅中国的预测 2019 年 EV/EBITDA 为 12.4 倍，略高于行业平均估值，但低于美高梅中国上市至今的平均 13.3 倍。考虑到澳门博彩业结构趋向中场推动，而 2019 年新项目美狮美高梅将踏入快速爬坡期，有助抢占市场占有率，因此我们认为美高梅中国可享有同业 9.4% 的估值溢价。我们给予美高梅中国 (2282HK) 首次覆盖「增持」评级，目标价 16.9 港元，基于 13.3 倍 EV/EBITDA 估值法，再减每股 2.9 港元的净负债。

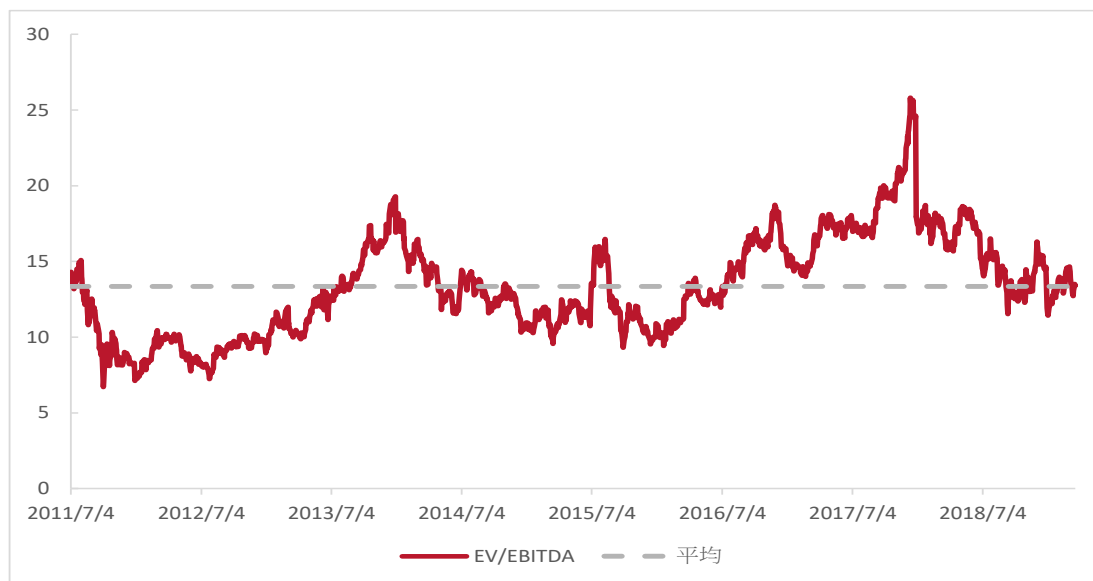
2011 年上市至今，美高梅中国平均 EV/EBITDA 倍数为 13.3 倍，我们给予公司 13.3 倍预测 EV/EBITDA，主要是看好集团今年新项目美狮美高梅进入快速爬坡期，我们认为是合理。

图表 34：EBITDA 倍数估值法

经调整 EBITDA (百万美元)	2019E	目标倍数	企业价值	每股股价
美高梅中国	5,654	13.3	75,198	19.8
减：净负债	-11,127	-	-11,127	-2.9
<b>经调整股权价值</b>			<b>64,071</b>	<b>16.9</b>
发行股数(摊薄后)	3,800			
<b>目标价(港元)</b>				<b>16.9</b>

资料来源：中泰国际研究部预测

图表 35：美高梅中国 EV/EBITDA 走势



资料来源：彭博、中泰国际研究部



## (五) 风险因素

---

### 行业与营运风险

#### 相关政策收紧的风险

1. 资金外流管制加强，如再收紧银联卡每人每年提款上限，将进一步打击高端中场及 VIP 业务。2. 澳门出入境政策收紧风险。3. 全面禁烟的风险，如 2019 年 1 月 1 日起贵宾厅实施全面禁烟，初期对贵宾厅收入有负面影响。

#### 赌场续牌风险

六个赌牌于 2022 年到期，澳门政府将重新公开竞投，为博彩公司带来续牌的不明朗风险。

#### 亚太区周边国家及地区赌场竞争加剧

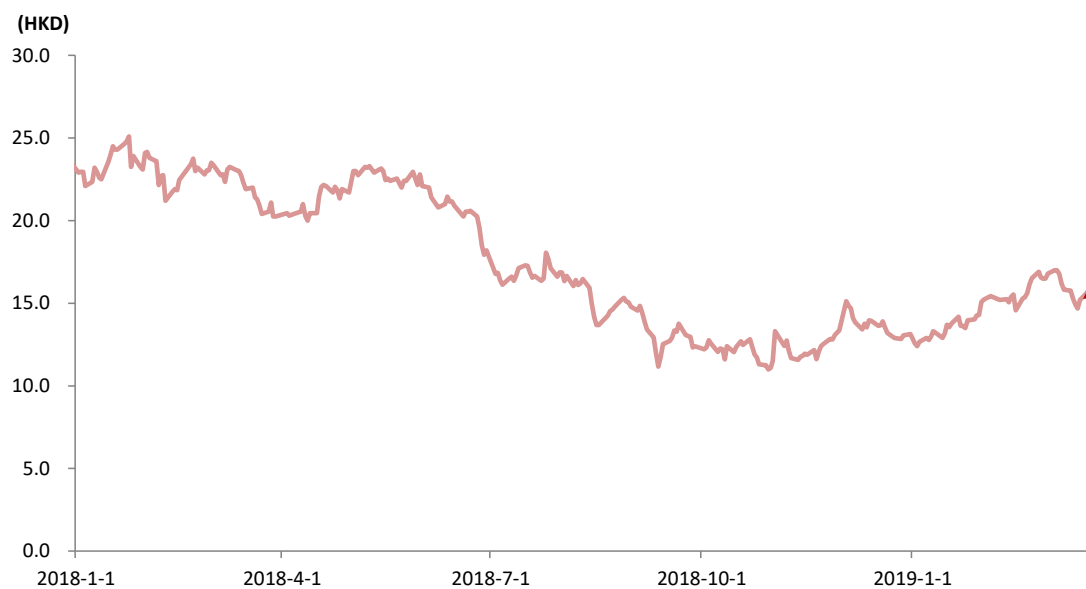
南韩、马来西亚、新加坡、俄罗斯、塞班岛等地区已开放博彩业，地区竞争加剧。

#### 中国宏观经济持续下滑

中国经济增长持续放缓，信贷收缩，影响贵宾厅需求。中国经济不确定性影响居民出游的倾向。

## 历史建议和目标价

### 股价表现及评级时间表



来源：彭博·中泰国际研究部·

附注：股价已反映股息、股本合并及分拆等调整因素

序号	日期	收市价	评级变动	目标价
1	2019/3/25	HK\$ 15.44	「增持」(首次覆盖)	HK\$ 16.9

## 公司及行业评级定义

---

### 公司评级定义：

以报告发布日后的 6 个月内公司的投资收益率相对同期恒生指数的涨跌幅为基准；

买入：投资收益率领先同期恒生指数 20%以上

增持：投资收益率领先同期恒生指数介于 5%至 20%之间

中性：投资收益率与同期恒生指数的变动幅度相差介于-10%至 5%之间

卖出：投资收益率落后同期恒生指数 10%以上

### 行业投资评级：

以报告发布日后的 6 个月内的行业的涨跌幅相对同期的恒生指数的涨跌幅为基准。

推荐：行业基本面向好，行业指数将领先恒生指数

中性：行业基本面稳定，行业指数将跟随恒生指数

谨慎：行业基本面向淡，行业指数将落后恒生指数

## 重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司 - “中泰国际” 分发。本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。本公司所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、状况及独特需要作出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表中泰国际或者附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的的建议或表达的意见不一致的投资决策。

### 权益披露：

- (1) 在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司并无投资银行业务关系。
- (2) 分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。
- (3) 中泰国际证券或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1% 或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得(i)以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或(ii)再次分发。