

美高梅中国控股有限公司 (2282.HK)

评级：增持；目标价：HK\$17.2

贵宾厅回稳时间略为推迟

19年一季度市占率提升

美高梅中国 2019 经调整 EBITDA 达 16.1 亿港元(同比增长 27%)，经调整 EBITDA 利润率 28.1%，主要来自于新项目美狮美高梅的营运贡献。集团在一季度贵宾厅市占率为 8.9%(环比增加 0.6%)，中场赌枱市占率为 9%(环比增加 0.9%)。美狮美高梅赌场新吸烟室终于获得了澳门卫生局的批准，并在 4 月 30 日生效，我们认为可望减少禁烟令对贵宾厅的影响。

中美贸易谈判再起变化，贵宾厅回稳时间稍为推迟

我们维持贵宾厅可在今年下半年跌幅放缓并且回稳的观点，但是基于人民币汇价下跌及中美贸易谈判再起变化，我们预期贵宾厅回稳时间将稍为推迟。5 月 10 日，美国向中国 2000 亿美元商品征收的关税上调至 25% 正式生效，中美贸易谈判再起变化，我们认为将进一步增加博彩中介人及贵宾厅玩家的谨慎态度。另一方面，离岸人民币自 4 月 30 日起累计贬值幅度达 3.1%，若人民币持续贬值，将减少居民外游倾向，我们认为对中场业务表现带来负面影响。自 4 月 30 日起，美高梅中国(2282 HK)股价累计跌幅达 21.2%，主要反映出市场对贵宾厅压力增加的忧虑。

下调盈利预测及目标价，维持「增持」评级

我们仍然看好新项目美狮美高梅在豪华别墅「雍华府」的推出后能够抢占高端市场，我们主要把美高梅中国 19 贵宾厅毛收入增长从 +13% 下调至 +5%；中场赌枱毛收入从 +16% 下调至 +15%。我们相应调整 19 年及 20 年经调整 EBITDA 预测 -2.3% 及 -2.5%，至同比分别增长 19.5% 及 11%。我们预期贵宾厅回稳将稍为推迟，我们认为美高梅中国过去平均 13.3 倍的 EV/EBITDA 估值较为合理反映集团今年的经营状况，我们以 13.3 倍的 EV/EBITDA 估值，将目标价由 18.9 港元下调至 17.2 港元，维持「增持」评级。

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欲

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	21,908	23,790	25,742
同比增长	-2.9%	32.6%	14.1%	8.6%	8.2%
经调整EBITDA	4,587	4,837	5,781	6,415	7,195
同比增长	2.1%	5.4%	19.5%	11.0%	12.2%
股东应占溢利	2,320	1,069	1,660	2,331	3,319
同比增长	-23.6%	-53.9%	55.3%	40.4%	42.4%
经调整EBITDA利润率	31.7%	25.2%	26.4%	27.0%	28.0%
净利润率	16.0%	5.6%	7.6%	9.8%	12.9%
每股盈利(港元)	0.61	0.28	0.44	0.61	0.87
每股股息(港元)	0.21	0.10	0.15	0.28	0.48
市盈率	20.93	45.44	29.26	20.84	14.63
EV/EBITDA	13.32	13.12	10.41	8.84	7.35
股息率	1.7%	0.8%	1.2%	2.2%	3.8%

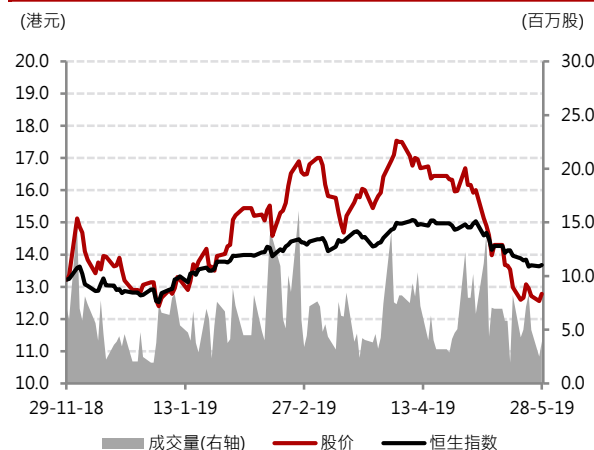
资料来源：公司资料；中泰国际研究部预测

公司基本资料 (更新至 2019 年 5 月 28 日)

现价：	12.78	(港元)
总市值：	48,565.43	(百万港元)
流通股比例：	21.56	(%)
已发行总股本：	3,800.00	(百万股)
52 周价格区间：	10.78-23.2	(港元)
3 个月内日均成交额：	97.49	(百万港元)
主要股东：	美高梅国际酒店集团 (占 56%)	

资料来源：彭博

价格及成交量走势



资料来源：彭博

相关报告

更新报告：中场支撑增长，利润率有改善（评级：增持；目标价：18.9 港元）-20190430

首发报告：有力抢占市场份额（评级：增持；目标价：HK\$16.9）-20190326

公司点评：18 年第四季新项目美狮美高梅贡献提速（评级：未评级）-20190215

分析师

颜招骏 (Alvin Ngan), CFA

alvin.ngan@ztsc.com.hk

图表 1：盈利预测调整

损益表(百万港元)	旧预测			新预测			变动		
	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
总收入	28,305	30,895	33,424	27,583	29,994	32,450	-2.6%	-2.9%	-2.9%
佣金、回赠及津贴	-5,965	-6,573	-7,107	-5,675	-6,203	-6,708	-4.9%	-5.6%	-5.6%
净收入	22,340	24,322	26,317	21,908	23,790	25,742	-1.9%	-2.2%	-2.2%
博彩税	-10,311	-11,266	-12,219	-10,023	-10,907	-11,831	-2.8%	-3.2%	-3.2%
员工及其他经营开支	-6,112	-6,478	-6,727	-6,103	-6,468	-6,716	-0.1%	-0.2%	-0.2%
经调整EBITDA	5,918	6,578	7,371	5,781	6,415	7,195	-2.3%	-2.5%	-2.4%
企业开支	-736	-589	-632	-728	-579	-622	-1.0%	-1.6%	-1.6%
EBITDA	4,965	5,842	6,623	4,836	5,689	6,457	-2.6%	-2.6%	-2.5%
折旧	-2,066	-1,996	-1,915	-2,066	-1,996	-1,915	0.0%	0.0%	0.0%
摊销	-150	-150	-150	-150	-150	-150	0.0%	0.0%	0.0%
经营利润	2,750	3,697	4,558	2,621	3,544	4,392	-4.7%	-4.1%	-3.6%
利息收入	19	40	57	19	39	56	0.0%	-1.5%	-2.6%
财务开支	-964	-1,218	-1,088	-964	-1,218	-1,088	0.0%	0.0%	0.0%
净汇兑收入/开支	5	-6	0	5	-6	0	0.0%	0.0%	-
除税前利润	1,809	2,513	3,527	1,680	2,359	3,359	-7.1%	-6.1%	-4.8%
所得税	-22	-30	-42	-20	-28	-40	-7.1%	-6.1%	-4.8%
股东应占溢利	1,787	2,483	3,485	1,660	2,331	3,319	-7.1%	-6.1%	-4.8%

资料来源：公司资料；中泰国际研究部预测

图表 2：分部收入预测调整

分部收入(百万港元)	旧预测			新预测		
	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
贵宾厅	10,716	11,728	12,666	10,133	10,984	11,863
同比增长	11%	9%	8%	5%	8%	8%
中场赌枱	12,640	13,805	15,054	12,501	13,648	14,884
同比增长	16%	9%	9%	15%	9%	9%
角子机	2,531	2,753	2,956	2,531	2,753	2,956
同比增长	13%	9%	7%	13%	9%	7%
非博彩收入	2,418	2,609	2,747	2,418	2,609	2,747
同比增长	19%	8%	5%	19%	8%	5%

资料来源：公司资料；中泰国际研究部预测

图 表 3 : 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	27,583	29,994	32,450	净利润	2,320	1,069	1,660	2,331	3,319
佣金、回赠及津贴	-4,554	-5,645	-5,675	-6,203	-6,708	折旧及摊销	799	2,150	2,215	2,145	2,065
净收入	14,481	19,200	21,908	23,790	25,742	营运资金变动	3,652	-2,512	729	642	654
博彩税	-7,214	-9,090	-10,023	-10,907	-11,831	其他	387	1,452	1,257	1,401	1,249
员工及其他经营开支	-2,679	-5,273	-6,103	-6,468	-6,716	经营活动现金流	7,158	2,159	5,862	6,519	7,287
经调整EBITDA	4,587	4,837	5,781	6,415	7,195	资本开支	-6,894	-2,786	-1,057	-955	-838
企业开支	-414	-484	-728	-579	-622	其他	120	-130	0	0	0
EBITDA	3,423	3,585	4,836	5,689	6,457	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	8,345	-6,819	-3,919
摊销	-150	-150	-150	-150	-150	利息支付	-512	-834	-1,146	-1,279	-1,132
经营利润	2,624	1,435	2,621	3,544	4,392	股息支付	-1,049	-612	-378	-798	-1,495
利息收入	5	12	19	39	56	其他	-86	-122	0	0	0
财务开支	-7	-668	-964	-1,218	-1,088	融资活动现金流	1,349	-533	6,821	-8,895	-6,546
净汇兑收入/开支	17	-6	5	-6	0	现金增加净额	1,736	-1,292	11,625	-3,332	-97
除税前利润	2,638	773	1,680	2,359	3,359	现金及现金等值物期初余额	3,547	5,283	3,992	15,617	12,286
所得税	-318	296	-20	-28	-40	现金及现金等值物期末余额	5,283	3,992	15,617	12,286	12,188
股东应占溢利	2,320	1,069	1,660	2,331	3,319						
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
现金及现金等值物	5,283	3,992	15,617	12,286	12,188	增长率(%)					
应收账款	180	322	357	389	421	总收入	2.8%	30.5%	11.0%	8.7%	8.2%
存货	136	160	178	193	209	净收入	-2.9%	32.6%	14.1%	8.6%	8.2%
其他流动资产	212	184	204	222	240	经调整EBITDA	2.1%	5.4%	19.5%	11.0%	12.2%
流动资产合计	5,811	4,658	16,357	13,090	13,058	EBITDA	-11.6%	4.7%	34.9%	17.6%	13.5%
						净利润	-23.6%	-53.9%	55.3%	40.4%	42.4%
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%	26.4%	27.0%	28.0%
土地使用权及牌照转让金	1,476	1,280	1,130	980	831	EBITDA	23.6%	18.7%	22.1%	23.9%	25.1%
其他非流动资产	199	191	371	365	365	经营利润	18.1%	7.5%	12.0%	14.9%	17.1%
总资产	36,607	35,132	45,812	41,309	40,010	净利润	16.0%	5.6%	7.6%	9.8%	12.9%
						平均股本回报率	37.8%	20.2%	18.6%	21.7%	26.1%
应付账款	9,319	6,857	7,612	8,277	8,955	平均资产回报率	7.3%	3.0%	4.1%	5.4%	8.2%
短期借贷	6,045	780	1,000	800	500	资产周转率	59.8%	69.3%	68.2%	68.9%	79.8%
其他流动负债	331	421	468	508	550						
流动负债合计	15,696	8,058	9,080	9,586	10,005	估值					
						市盈率	20.93	45.44	29.26	20.84	14.63
长期借贷	11,794	18,093	26,218	19,600	15,981	EV/EBITDA	13.32	13.12	10.41	8.84	7.35
其他长期负债	604	35	210	210	210	市帐率	5.71	5.43	4.71	4.08	3.52
总负债	28,094	26,186	35,507	29,395	26,196	股息率	1.7%	0.8%	1.2%	2.2%	3.8%
股本	3,800	3,800	3,800	3,800	3,800						
储备	4,712	5,146	6,504	8,114	10,014	每股指标(港元)					
股东权益	8,512	8,946	10,304	11,914	13,814	每股盈利	0.61	0.28	0.44	0.61	0.87
股东权益及负债	36,607	35,132	45,812	41,309	40,010	每股股息	0.21	0.10	0.15	0.28	0.48
						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

历史建议和目标价

股价表现及中泰国际给予的评级和目标价



序号	日期	前收市股价	评级变动	目标价
1	2019/3/26	HK\$ 15.64	「增持」(首次覆盖)	HK\$ 16.9
2	2019/4/30	HK\$ 16.68	「增持」(维持)	HK\$ 18.9
3	2019/5/29	HK\$ 12.78	「增持」(维持)	HK\$ 17.2

资料来源：彭博；中泰国际研究部

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提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。