

## 行业角度盘点宏观消费系列二：

### 高端消费受制于国内信贷，博彩中场及免税或受益供需改善 基本结论

- 传统旅游场景板块中国内游人次及收入增速多年维持 10%以上的水平，2018 年上半年国内游人次及收入增速分别达到 11.4%和 12.5%，重点旅游城市的接待情况乐观，城市景气度有一定的分化；出境游人次 0.71 亿人次/+15%，港澳及出国游增速均有所回升，出国游增速达到 17%，航司数据中国际航线的数据持续向好，海外旅游目的地的内地游客人次增长，市场复苏迹象明显。三大航及四大航数据 6-7 月增长显著，国际线路热门，综合铁路、水运、公路和航司客运量数据来看国内人口流动性增量缩小，航线客运量增速相对稳定。随着国内经济增速放缓及固定资产投资下降后商务出行频次下滑，交通方式中提升出行效率的航空及铁路中的高铁部分增长较快。
- 通过博彩收入及 VIP 收入与地产价格、社融规模、PPI 和国内信贷同比等宏观数据进行相关性检验，我们得出了一个与市场不同的结论：在剔除一些异常值后，博彩收入增速尤其是 VIP 收入增速的峰值到达时间在社融规模和 PPI 变化之前，而地产价格变化略超前 VIP 收入增速约 3-6 个月时间，而地产价格变化背后由于国内信贷规模改变。观察信贷规模与博彩收入增速来看结论为：国内信贷的规模宽松与否将决定博彩收入增长情况，博彩板块并非仅为消费后周期板块。博彩行业作为高端消费的代表对于经济的敏锐度较强，博彩板块的收入增长情况将先与消费数据和社融规模变化出现转变，而从信贷政策变化后传导到企业资金和地产价格，博彩板块将随之出现变化，约 1 年的滞后期。整体高端消费板块来看博彩板块兴起的时间点与国内白酒、免税、白酒及汽车等高端品类的复苏存在一定的重合（2016 年四季度）。从博彩与高端酒店、奢侈品消费及宝马销量的数据来看国内的高端消费品会先于博彩感知内地经济的变化，主要由于博彩中的 VIP 业务存在信贷操作和杠杆效应。
- 高端 VIP 业务与内地经济紧密相连，经济承压和人民币贬值大背景下高端 VIP 增速将趋缓，考验企业对于中场及 VIP 的经营能力，首选经营能力得到验证的博彩龙头。中场业务中长期成长逻辑仍在，供需变化带动中场业务增速持续高增长，同时其他高端消费中的渗透率较低的细分领域仍存在结构性优化机会：澳门博彩收入中 VIP 占比约为 56%，中场业务占比约为 39%，由于 VIP 业务中存在中介人分成（约占 VIP 收益的 40%），中场业务 EBITDA 率约为 40%，VIP 业务 EBITDA 率约为 15%，在博彩 VIP 业务规模受到内地经济影响下运营商能够通过运营实现利润的稳定增长。中场业务与澳门大众游客增速相关性强（内地游客占比 68%），随着基建交通改善、酒店供给变化以及澳门消费群体和方式的变化。中场业务中长期成长逻辑仍在，供需变化带动中场业务增速持续高增长。同时高端消费板块中的渗透率相对较低的细分板块仍能够实现超出行业增速的优异表现，建议关注旅游板块中的免税及其他结构性优化的板块。

## 风险提示：

- 2018 年下旬宏观消费数据持续下行；房地产下行周期时，溢出效应超过财富效应；人民币汇率持续贬值导致居民实际购买力下降。

楼枫烨 分析师 SAC 执业编号：S1130517090005  
 (8621)60933978  
 loufy@gjzq.com.cn

卞丽娟 分析师 SAC 执业编号：S1130518080001  
 bianlijuan@gjzq.com.cn

## 内容目录

|   |    |
|---|----|
| 1. 旅游多个消费场景数据有所分化，存在结构性行业机会 .....   | 4  |
| 1.1 国内游人次及收入增速稳定，多年维持两位数增长.....   | 4  |
| 1.2 上半年出境游人次增速 15%，出国游达到 17%，出国游市场复苏迹象明显。 .....                                     | 6  |
| 1.3 三大航及四大航数据 6-7 月增长显著，国际线路更加热门，综合铁路、水运、公路和航司客运量数据来看国内人口流动性增量缩小，航线客运量增速相对稳定。 ..... | 7  |
| 1.4 出境游板块存在结构性机会，17 年低基数及龙头企业的经营能力改善实现板块较快增长。 .....                                 | 9  |
| 2. 博彩对于国内经济而言是先行还是滞后指标？ .....   | 11 |
| 2.1 不同时点，博彩的核心驱动因素和经济数据相关性是否发生了变化？ .....  | 11 |
| 2.2 博彩数据是其他高端消费的前瞻性指标吗？ .....   | 13 |
| 2.3 经济下行周期下，博彩的投资逻辑如何演绎？ .....  | 16 |
| 3. 短期因信贷收紧地产财富效应消退影响高端消费或出现增速放缓，中长期来看中国的中产阶级占比提高、消费提升带动高端消费增长，建议关注渗透率较低的细分品类.....   | 22 |
| 4. 风险提示 .....   | 23 |

## 图表目录

|   |   |
|---|---|
| 图表 1：按照客单价对旅游各个细分板块进行排序来区分可选消费.....     | 4 |
| 图表 2：2010-2018 年上半年国内游人次及增速.....        | 5 |
| 图表 3：2010-2018 年上半年国内旅游收入及其增速.....      | 5 |
| 图表 4：2011-2017 年旅游总收入及其占 GDP 的比例情况..... | 5 |
| 图表 5：10-18 年北京市旅游区游客人次及增速（万人） .....     | 6 |
| 图表 6：14-18 年多个热门城市接待人次增速（万人） .....      | 6 |
| 图表 7：2010-2018H 中国出境游人次及增速情况 .....      | 6 |
| 图表 8：2016-2018 年内地赴香港游客人次及增速%.....      | 6 |
| 图表 9：2016-2018 年内地赴澳门游客人次及增速%.....      | 7 |
| 图表 10：2011-2018H 出国游人次及增速情况 .....       | 7 |
| 图表 11：2014-2018 年月度公路客运量持续下滑 %.....     | 8 |
| 图表 12：2017 年后铁路客运量增长出现一定的放缓.....        | 8 |
| 图表 13：14-18 年水运客运量出现下滑，为非主流交通.....      | 8 |
| 图表 14：月度航线客运量的增速较为稳定%.....              | 8 |
| 图表 15：2017-2018 年高速公路车流量增速情况.....       | 9 |
| 图表 16：航空及铁路与固定资产投资的相关性测算 %.....         | 9 |
| 图表 17：2015-2018 年四大航的月度国际运量增速.....      | 9 |
| 图表 18：16-18 年内地赴日本月度游客人次及增速%.....       | 9 |

|   |    |
|---|----|
| 图表 19: 16-18 年内地赴韩国游客月度人次及增速%                   | 10 |
| 图表 20: 16-18 年内地赴泰国游客月度人次及增速%                   | 10 |
| 图表 21: 博彩 VIP 收入与房地产价格增速相关性%                    | 11 |
| 图表 22: 博彩 VIP 收入增速与社融规模季度增速相关性                  | 11 |
| 图表 23: PPI 增速与博彩月度收入增速的相关性%                     | 12 |
| 图表 24: 幸运博彩收入增速与国内信贷同比相关性%                      | 12 |
| 图表 25: 2016 年 5 月澳门过夜游客超过不过夜游客                  | 13 |
| 图表 26: 2016 年 8 月澳门博彩收入实现正向增长                   | 13 |
| 图表 27: 2016Q4VIP 业务增速超中场, 2018Q2 中场业务增速超 VIP 业务 | 13 |
| 图表 28: 2016 年 5 月澳门过夜游客超过不过夜游客                  | 14 |
| 图表 29: 2016 年 8 月澳门博彩收入实现正向增长                   | 14 |
| 图表 30: 2017 年化妆品零售额增速反弹明显                       | 14 |
| 图表 31: 金银珠宝类产品零售额月度同比增速情况                       | 14 |
| 图表 32: 2017 年国人内地及海外奢侈品消费高增长                    | 15 |
| 图表 33: 高端白酒收入在 16-17 年增速持续增长                    | 15 |
| 图表 34: 澳门博彩 VIP 收入增速与金银珠宝增速同比%                  | 15 |
| 图表 35: 澳门博彩(左)与高端白酒(右)收入相关性                     | 15 |
| 图表 36: 澳门博彩收入与国内奢侈品消费额增速相关性                     | 16 |
| 图表 37: 澳门博彩收入与宝马销量增速相关性%                        | 16 |
| 图表 38: 2010-2017 年六家博彩运营商 VIP 收入占比%             | 16 |
| 图表 39: 2010-2017 年六家博彩运营商中场收入占比%                | 16 |
| 图表 40: 氹仔客运码头 2017 年 6 月 1 日正式启动                | 17 |
| 图表 41: 港珠澳大桥预计 2018 年通行                         | 17 |
| 图表 42: 广珠城轨延长线将在横琴站与澳门轻轨连接                      | 18 |
| 图表 43: 澳门本地轻轨预计 2019 年完工                        | 18 |
| 图表 44: 青茂口岸的建成能够缓解拱北的接待压力                       | 18 |
| 图表 45: 多重交通利好对澳门旅游市场的拉动效果以及辐射人群范围               | 19 |
| 图表 46: 2017 年六大博彩运营商博彩综合体的酒店布局、赌桌以及配套娱乐设施项目情况   | 19 |
| 图表 47: 2018-2020 年澳门未来新酒店新娱乐场的供应情况              | 20 |
| 图表 48: 2017 年内地赴澳门游客人次占城镇人口渗透率                  | 21 |
| 图表 49: 澳门与拉斯维加斯的收入结构对比                          | 21 |
| 图表 50: 澳门与拉斯维加斯入境游客人次对比 (万人)                    | 21 |
| 图表 51: 澳门与拉斯维加斯的酒店供应量及入住率对比                     | 21 |
| 图表 52: 中国 2006-2017 年高净值人群的规模及构成                | 22 |
| 图表 53: 12-17 年海南离岛免税销售额及增速 (亿元)                 | 23 |
| 图表 54: 15-18 年 5 月三亚免税店的销售额及增速                  | 23 |

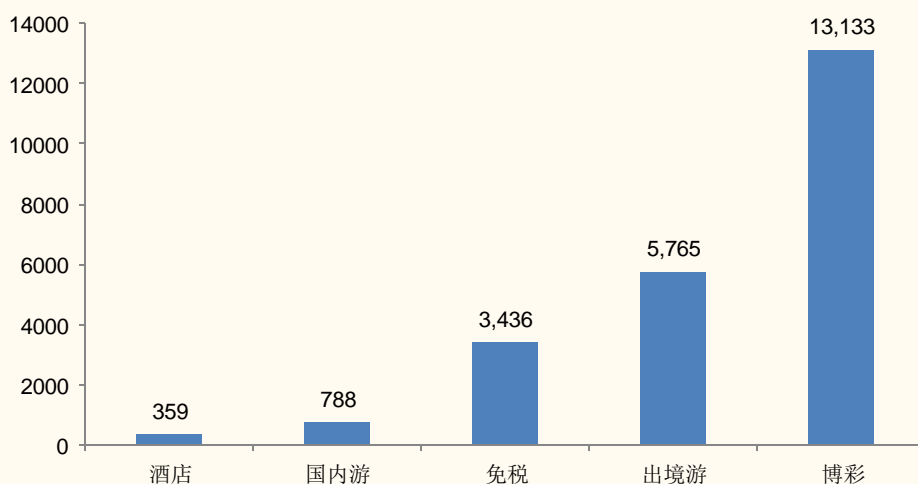
## 1. 旅游多个消费场景数据有所分化，存在结构性行业机会

餐饮旅游行业从场景来看主要分为旅游购物（免税为其中之一）、酒店、景点、出境游、交通、娱乐（博彩为其中之一）和餐饮这六个子版块。餐饮旅游板块的服务属性较强，在经济周期中属于相对较后周期的板块。

目前的消费领域研究因消费观念、方式和产品品类均出现分化，按照行业大类去区分必选和可选消费过于武断，过去必选的食品、服装类中出现高端化产品，是相对可选的，同样的比如旅游随着收入提升逐渐成为刚需。

在此，我们对旅游板块按照场景和客单价进行区分。其驱动因素受到宏观经济、人均可支配收入和政策指导等因素影响，同时根据客单价的差别将其分为高端和中端消费。从客单价角度来看，免税、出境游和博彩属于高端的消费，而酒店和国内游属于中端消费。做这样的划分是因为在经济下行周期，行业的驱动因素会开始分化，高端消费受到宏观经济下行和房价的财富溢出效应更为显著，而中低端的服务性消费更有“口红效应”的体现。

图表 1：按照客单价对旅游各个细分板块进行排序来区分可选消费



来源：wind，国金证券研究所

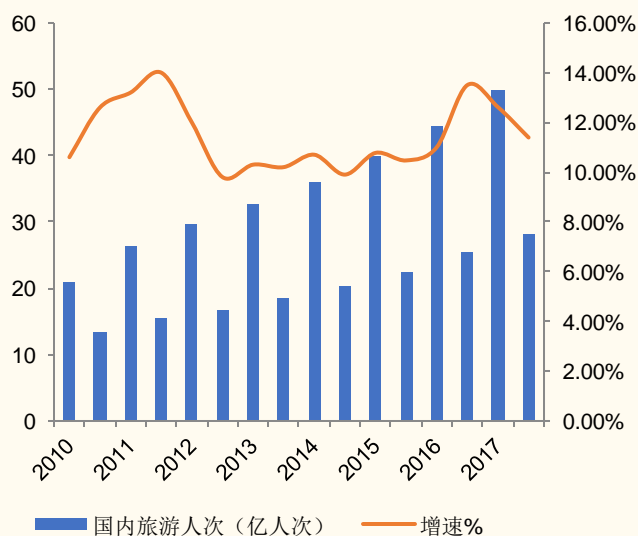
注：博彩客单价按照澳门博彩收入除以澳门过夜游客人次进行估算

我们先把国内的旅游接待情况、交通情况和出境游的数据来具体分析，关于酒店部分将由下一篇深度来具体讨论经济下行对其的影响情况。

### 1.1 国内游人次及收入增速稳定，多年维持两位数增长

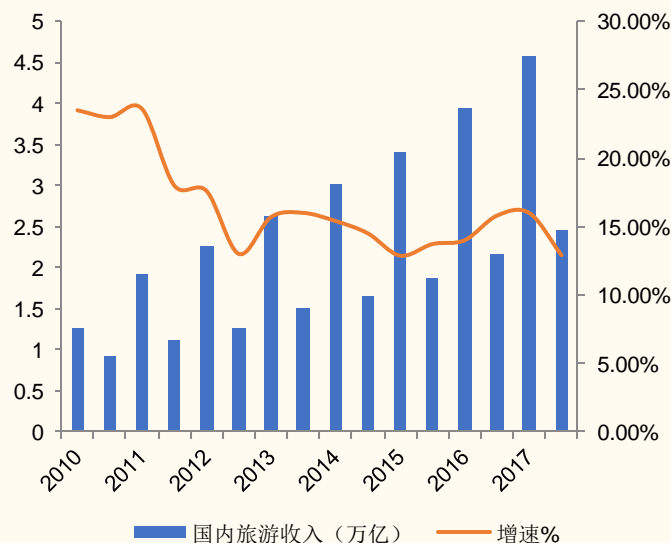
国内游人次及收入增速多年维持 10% 以上的水平，数据更新频率为半年及年度更新，增速远高于 GDP 增长水平：2018 年上半年国内游人次及收入增速分别达到 11.4% 和 12.5%，从 2010 年至今国内旅游人次增速维持在较高的水平，国内游人次 CAGR 为 13.2%，国内旅游收入复合增速为 20%，远高于 GDP 增速，出游率逐步提升。

图表 2：2010-2018 年上半年国内游人次及增速



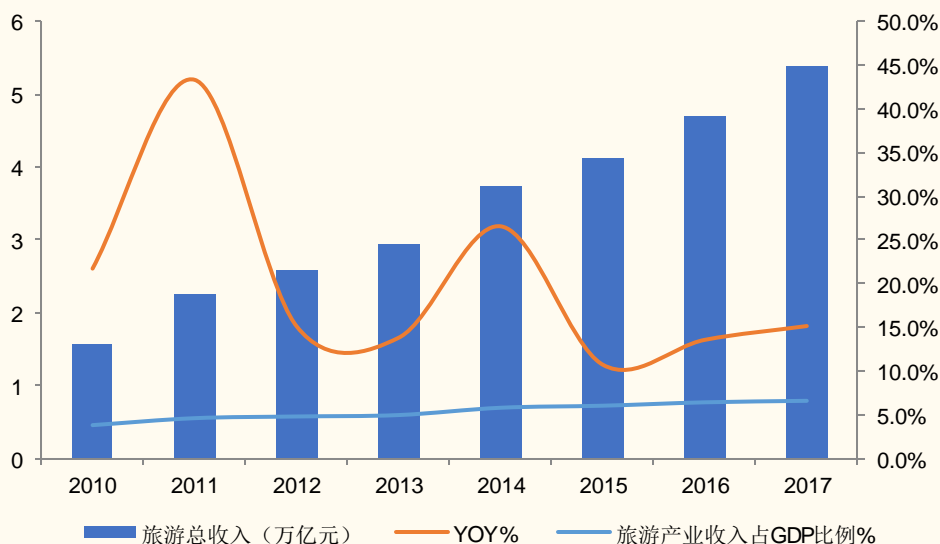
来源：国家旅游局，国金证券研究所

图表 3：2010-2018 年上半年国内旅游收入及其增速



来源：国家旅游局，国金证券研究所

图表 4：2011-2017 年旅游总收入及其占 GDP 的比例情况

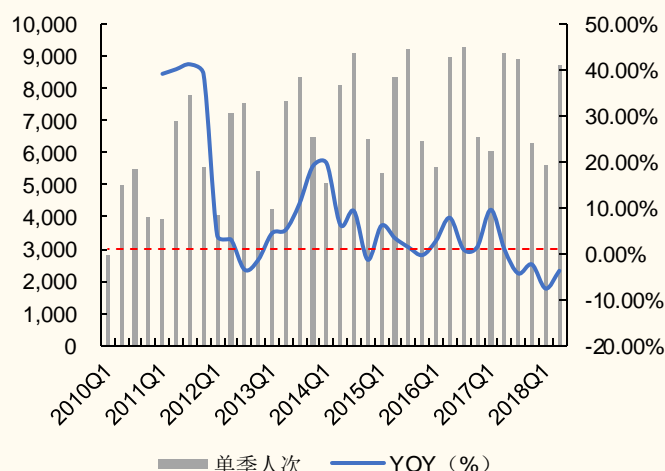


来源：国家旅游局，统计局，国金证券研究所

**重点旅游城市的接待情况乐观，城市景气度有一定的分化：**从多个旅游城市的季度增速来看北京旅游区接待人次从 2017 年 Q3 开始出现游客人次的下滑，2017 年 Q3-2018Q2 的游客人次分别下滑 4.32%/2.36%/7.62%/3.74%。三亚、桂林、丽江等热门目的地来看景气度维持，游客人次增速持续向上，其中三亚过夜游客人次 Q2 增长 29%，桂林 Q2 接待游客增长 26%，Q2 丽江在 17 年市场整顿后市场恢复到 60%。从宏观数据来看国内居民对于旅游的热情仍高，目前仍未观察到因经济下行压力和房地产的财富效应削弱对旅游业的影响，当然统计局在统计游客人次中出行目的难以统计导致数据存在误差。

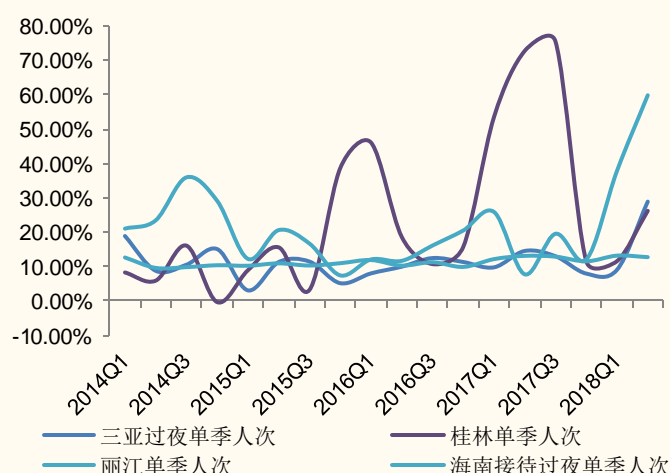


图表 5：10-18 年北京市旅游区游客人次及增速（万人）



来源：北京旅游局，国金证券研究所

图表 6：14-18 年多个热门城市接待人次增速（万人）

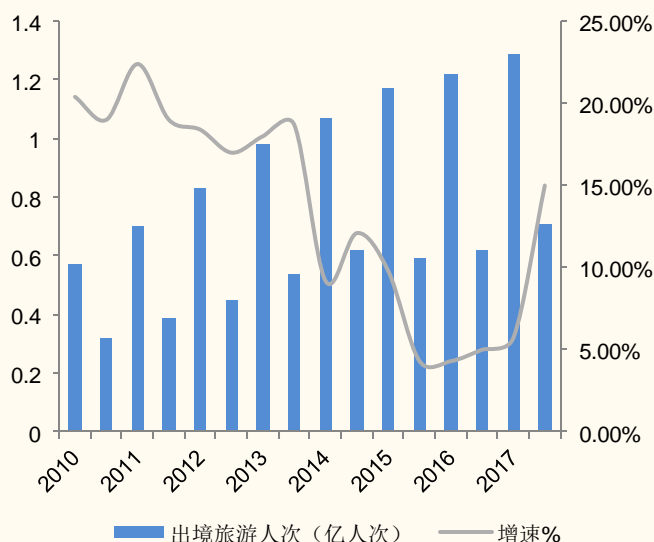


来源：多地旅游局，wind，国金证券研究所

## 1.2 上半年出境游人次增速 15%，出国游达到 17%，出国游市场复苏迹象明显。

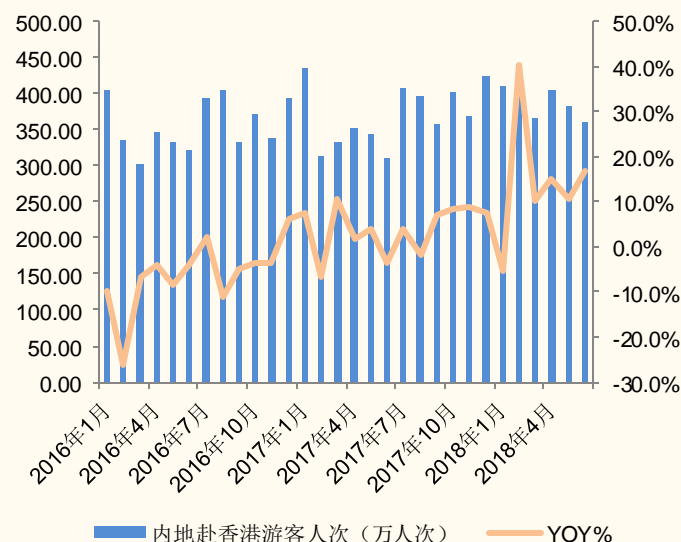
发改委发布 18 年上半年出境游人次 0.71 亿人次/+15%，港澳及出国游增速均有所回升：细看港澳游客人次及出国人次来看 18 年上半年香港接待内地游客 2368.89 万人次/+13.4%，增速从过去 15-16 年的负增长恢复到 10%以上的高增长；澳门增速攀升到 13%的水平。剔除掉内地游客去往港澳的游客人次外 18 年上半年出国游增速达到 17%，出国游市场复苏迹象明显。

图表 7：2010-2018H 中国出境游人次及增速情况



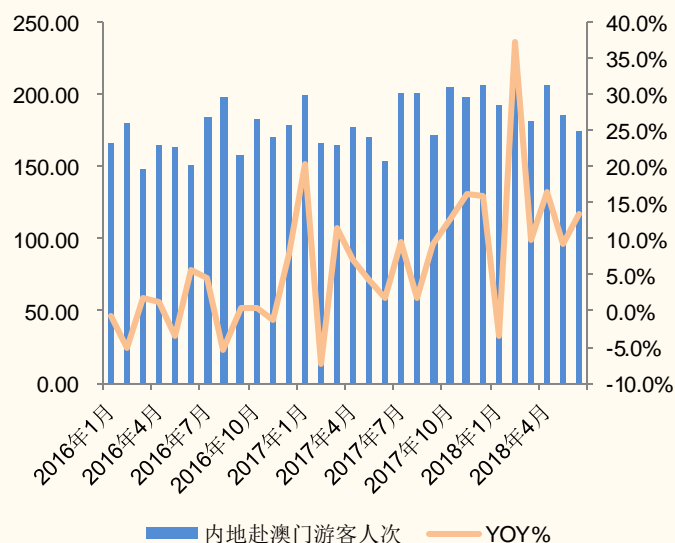
来源：国家旅游局，国金证券研究所

图表 8：2016-2018 年内地赴香港游客人次及增速%



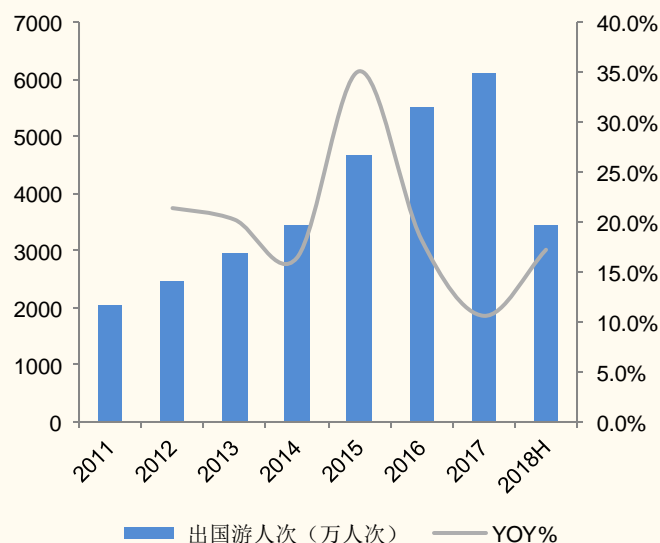
来源：香港旅游局，国金证券研究所

图表 9：2016-2018 年内地赴澳门游客人次及增速%



来源：DICJ，国金证券研究所

图表 10：2011-2018H 出国游人次及增速情况



来源：国家旅游局，港澳台旅游局，国金证券研究所

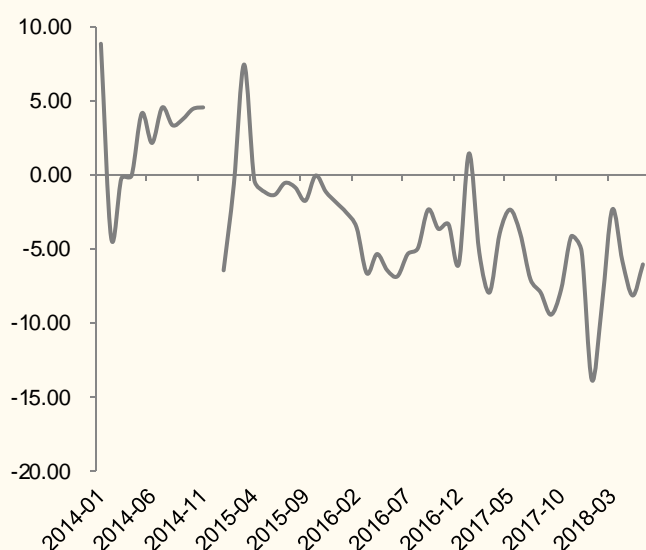
注：出国游人数根据国内出境游人数减内地赴港澳台人次获得。

### 1.3 三大航及四大航数据 6-7 月增长显著，国际线路更加热门，综合铁路、水运、公路和航司客运量数据来看国内人口流动性增量缩小，航线客运量增速相对稳定。

交通板块来看三大航及四大航数据 6-7 月增长显著，国际线路更加热门，综合铁路、水运、公路和航司客运量数据来看国内人口流动增量缩小，航线客运量增速相对稳定。交运板块主要跟踪的数据包括铁路客运量和周转量、三大航司及四大航的月度经营数据、民航局客运量、公路客运和高速车流量。

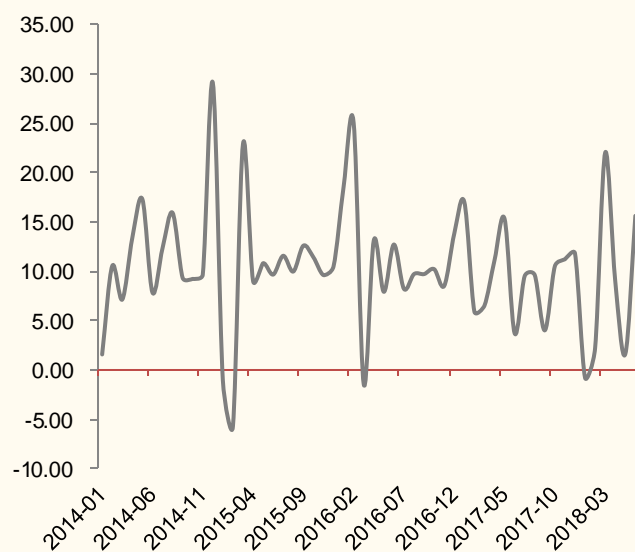
- ① **铁路数据**：6 月铁路客运量增长 15.6%，端午节错峰影响明显，上半年增长 8%，低于去年同期 1.8pct，周转量增长 4.1%，去年同期增长 6.7%；
- ② **航线数据**：6 月航线客运量增长 12.8%，上半年增长 12%，相较于去年同期下降 2.1pct。2018 年 7 月三大航国内客运量为 2708.4 万人/+9.2%，1-7 月增速达到 9.5%，相较于去年同期 9.4% 增长保持稳定；7 月四大航国内客运量增速为 9.6%，上半年增长 10.4%，相较于去年同期增速放缓 5.8pct。
- ③ **公路客运数据**：由于高铁飞机及自驾分流导致自 2015 年客运量出现下滑。从总量概念来看公路客运量下滑明显，铁路客运及水路客运增速放缓，航线客运增长较为稳定，剩下的自驾出行方式我们按照高速公路的车流量数据进行评估，1-7 月高速公路客车流量 47.59 亿辆次/+9.3%，其中 7 座及以下小客车流量 45.61 亿辆/+9.9%，增速有所放缓。总结来说随着国内经济增速放缓及固定资产投资下降后商务出行频次下滑，交通方式中提升出行效率的航线及铁路中的高铁部分增长相对较快。

图表 11: 2014-2018 年月度公路客运量持续下滑 %



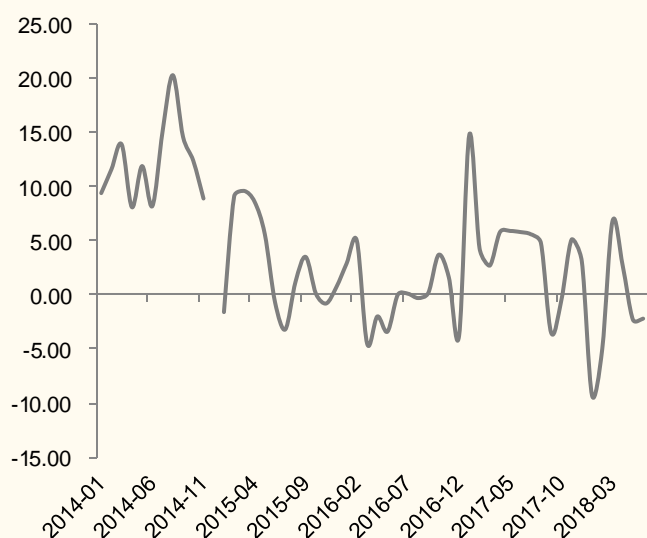
来源: 交通运输部, 国金证券研究所

图表 12: 2017 年后铁路客运量增长出现一定的放缓



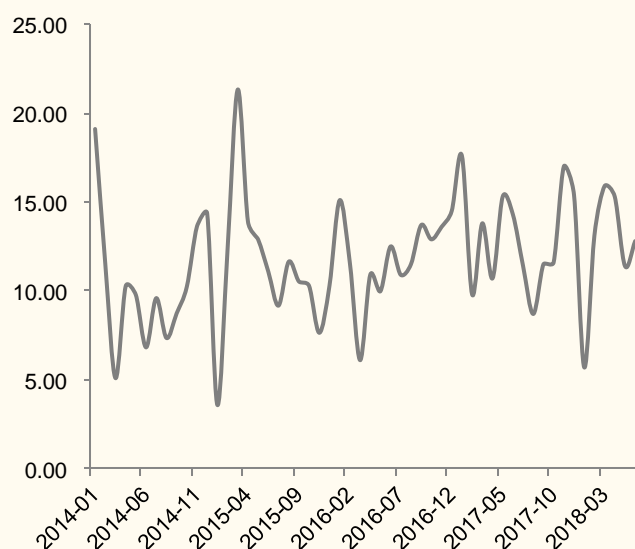
来源: wind, 国金证券研究所

图表 13: 14-18 年水运客运量出现下滑, 为非主流交通



来源: wind, 国金证券研究所

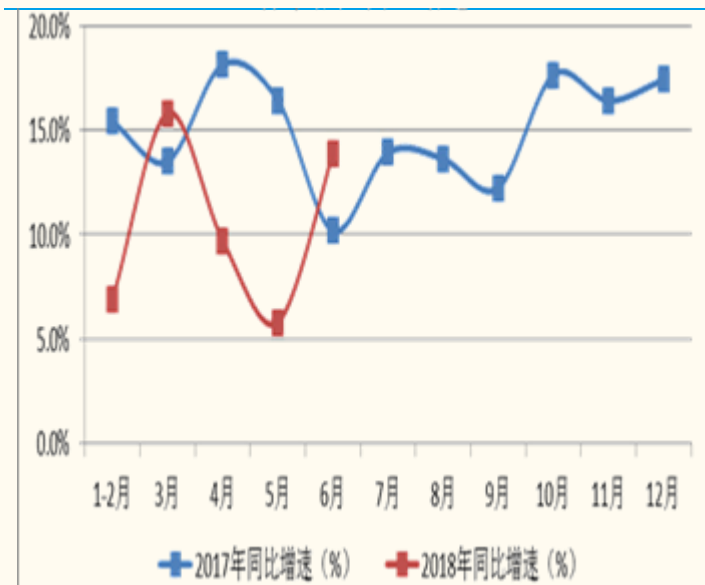
图表 14: 月度航线客运量的增速较为稳定 %



来源: wind, 国金证券研究所

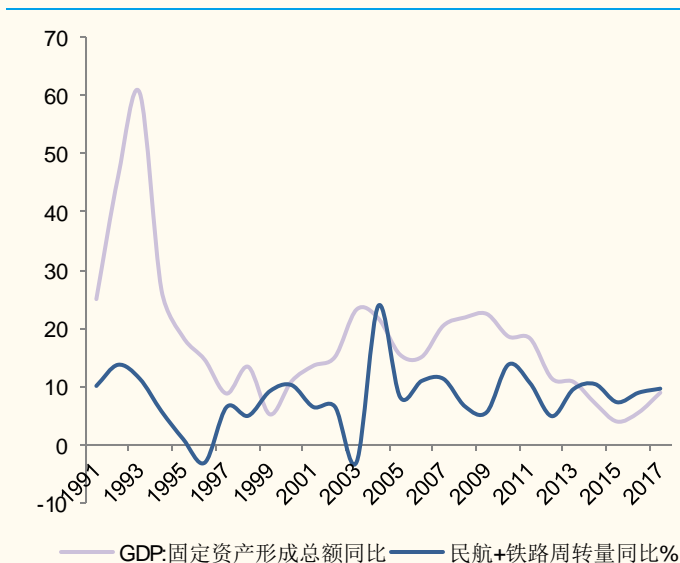


图表 15: 2017-2018 年高速公路车流量增速情况



来源：中国交通统计，国金证券研究所

图表 16: 航空及铁路与固定资产投资的相关性测算 %

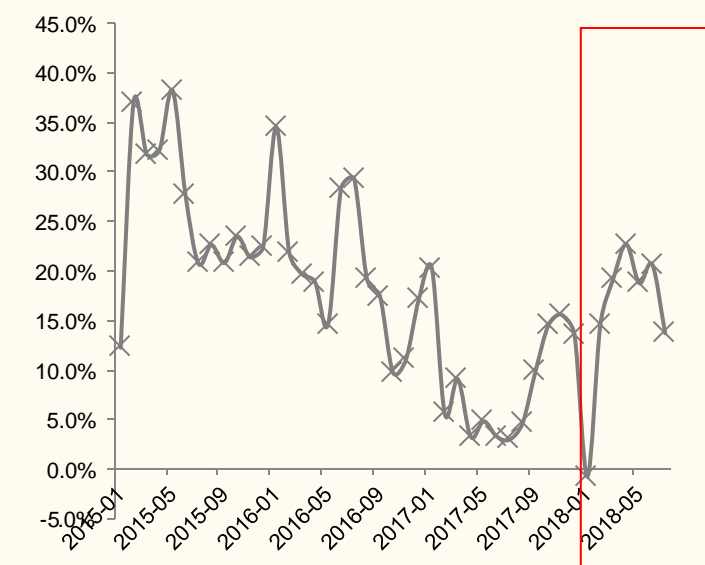


来源：wind，国金证券研究所

#### 1.4 出境游板块存在结构性机会，17 年低基数及龙头企业的经营能力改善实现板块较快增长。

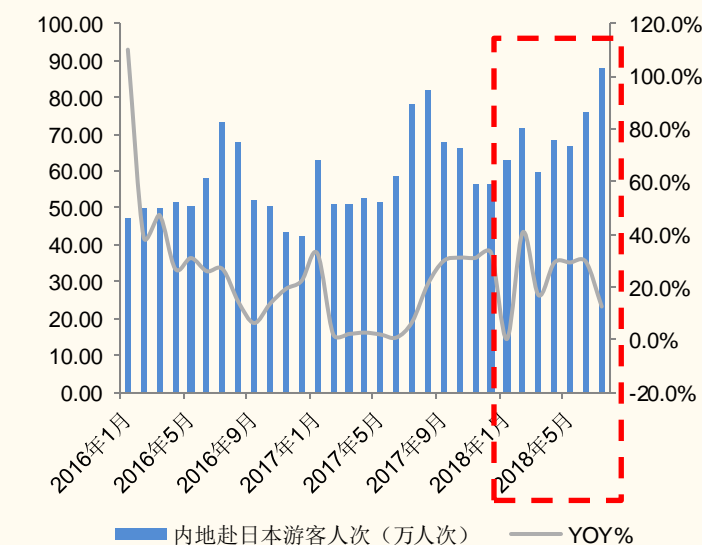
航司数据中国际航线的数据持续向好，海外旅游目的地的内地游客人次也保持着高增长。其中三大航 7 月国际运量增长 13.8%，1-7 月增速达到 15%，远高于去年同期；四大航 1-7 月增长 15.2%，月度增速持续向好。权重目的地数据来看日本、泰国、韩国（自 3 月以来）以及欧洲接待内地游客增长较快（上半年日本增长 23%，泰国增长 26%，其中由于 7 月泰国发生沉船事件导致 7 月游客人次下滑 9%）。由于去年受到地缘政治和国家宏观调控等外部环境影响今年出国游在低基数下增速维持高水平，在假设今年不受到政策干扰影响下 18 年行业复苏性增长为主，若国内宏观经济和人民币持续向下将滞后反映到行业的增长上。

图表 17: 2015-2018 年四大航的月度国际运量增速



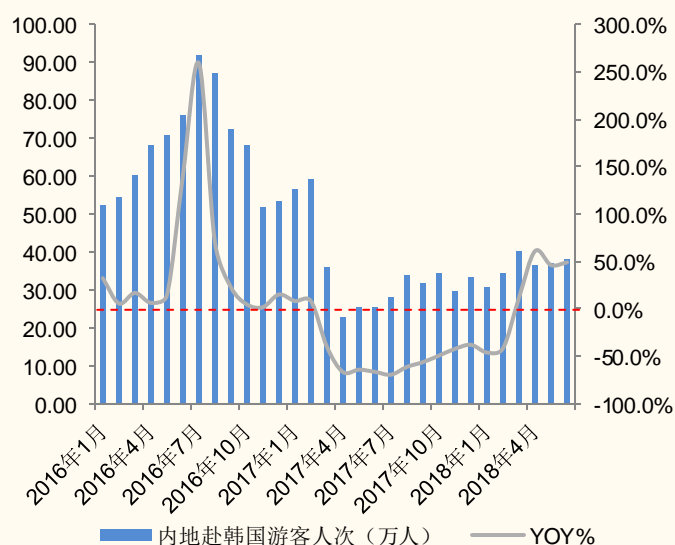
来源：wind，国金证券研究所

图表 18: 16-18 年内地赴日本月度游客人次及增速 %



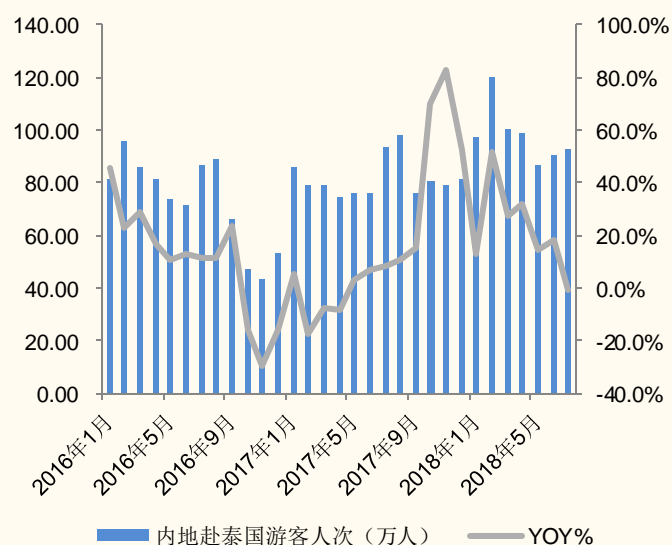
来源：日本旅游局，国金证券研究所

图表 19: 16-18 年内地赴韩国游客月度人次及增速%



来源: 韩国旅游局, 国金证券研究所

图表 20: 16-18 年内地赴泰国游客月度人次及增速%



来源: 泰国旅游局, 国金证券研究所

## 2. 博彩对于国内经济而言是先行还是滞后指标？

### 2.1 不同时点，博彩的核心驱动因素和经济数据相关性是否发生了变化？

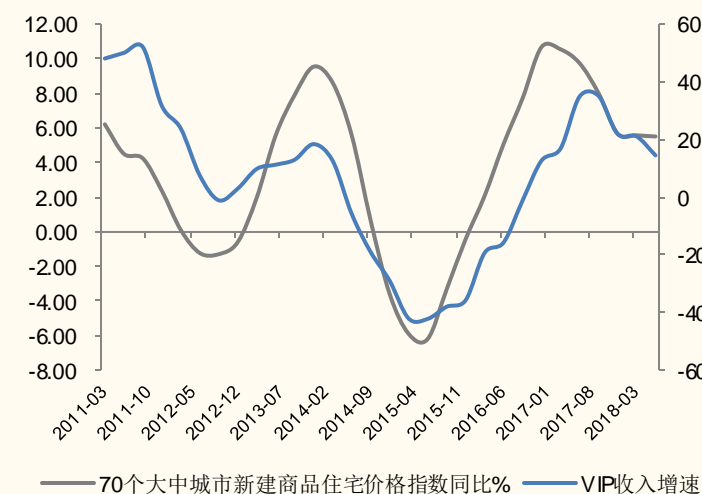
房价财富效应和棚改货币化是高端及次高端消费兴起的关键，财富的急速膨胀刺激居民对高端品的消费需求，从房价和商品房销售情况与博彩的相关性上证实了这一结论。

同时，我们分析了博彩总收入及 VIP 收入与地产价格、社融规模、PPI 和国内信贷同比等宏观数据进行相关性检验，我们得出了一个与市场不同的结论：在剔除一些异常值后，博彩收入增速尤其是 VIP 收入增速的峰值到达时间在社融规模和 PPI 变化之前，而地产价格变化略超前 VIP 收入增速约 3-6 个月时间，地产价格变化背后目前是国内信贷规模的变化。

观察信贷规模与博彩收入增速来看结论为：国内信贷的规模宽松与否将决定博彩收入增长情况，博彩板块并非仅为消费后周期板块。博彩行业作为高端消费的代表对于经济的敏锐度较强，博彩板块的收入增长情况将先与消费数据和社融规模变化出现转变，而从信贷政策变化后传导到企业资金和地产价格，博彩板块将随之出现变化，约 1 年的滞后期。

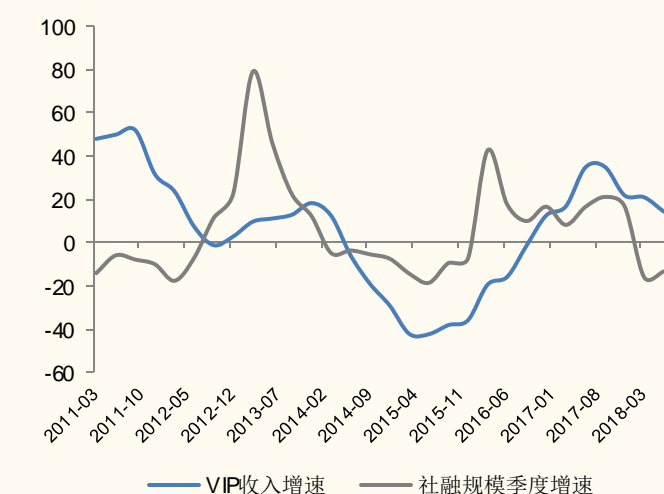
所以，从宏观角度来看，房价财富效应、棚改货币化以及信贷规模都与博彩数据紧密相关。在当前时点，信贷收紧下，地产进入下行通道，博彩特别是 VIP 收入将进入增速趋缓的通道。

图表 21：博彩 VIP 收入与房地产价格增速相关性%



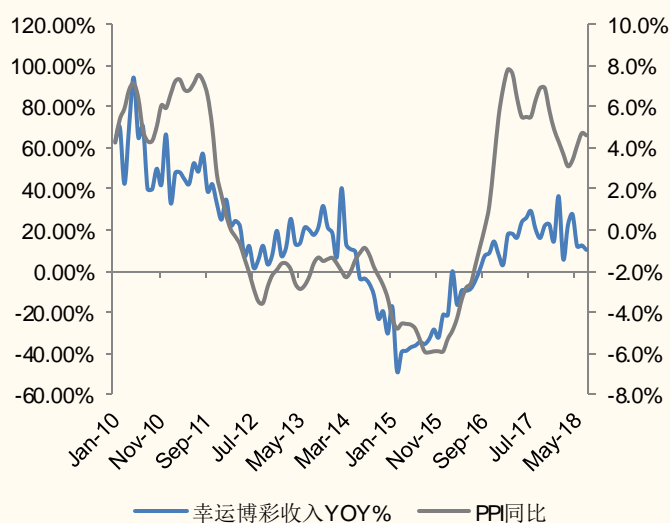
来源：wind, DICJ, 国金证券研究所

图表 22：博彩 VIP 收入增速与社融规模季度增速相关性



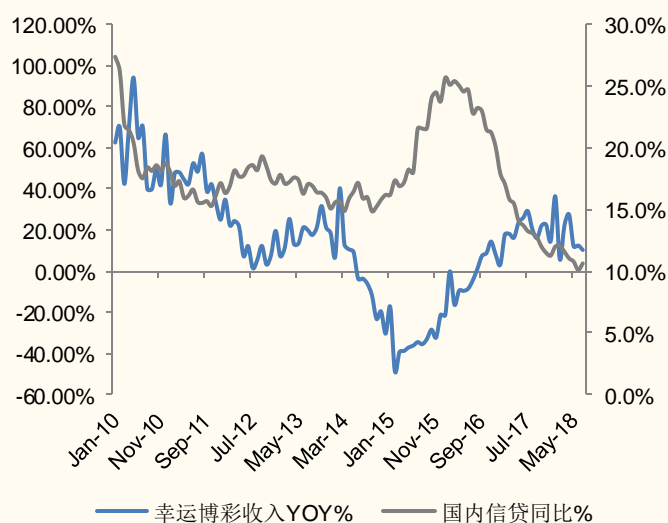
来源：wind, DICJ, 国金证券研究所

图表 23: PPI 增速与博彩月度收入增速的相关性%



来源: wind, DICJ, 国金证券研究所

图表 24: 幸运博彩收入增速与国内信贷同比相关性%

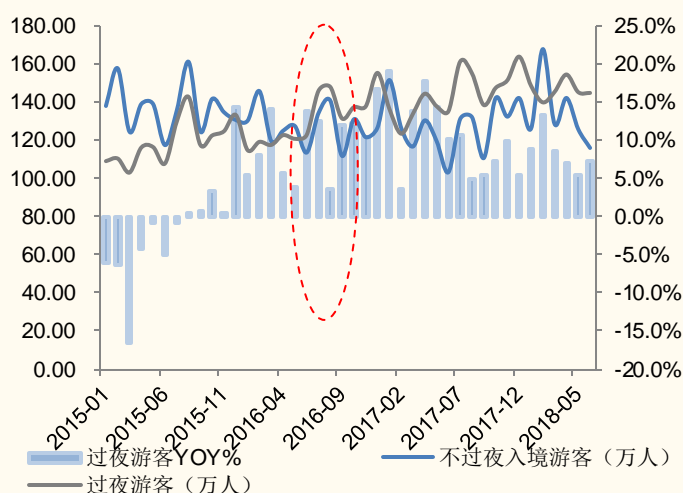


来源: wind, DICJ, 国金证券研究所

从博彩数据来看, GGR 和 VIP 增速已显露出放缓迹象。2018 上半年的澳门博彩收益总额实现 1,458 亿港元/+19%。2018 年 Q2 澳门博彩收益总额 716 亿港元, 按年上升 17%, 按季下跌 4%。第二季度博彩收益总额低于第一季度, 因受到世界杯赛事对博彩收益造成的短暂负面影响。除了 2018 年 2 月受到去年春节假日错开影响为个位数增长, 2018 年 5/6/7 月的 GGR 数据分别为 12.1%/12.5%/10.3%, 5 月和 6 月低于此前超过 15% 的市场预期。其中 6 月 15 日-7 月 15 日为世界杯, 带来客流分流, 同时去年高基数 (2017 年 5/6/7 月的增速分别为 23.7%/25.9%/29.2%), 但依然不可否认博彩 GGR 受到宏观经济下行和房地产财富溢出效应的负面影响。

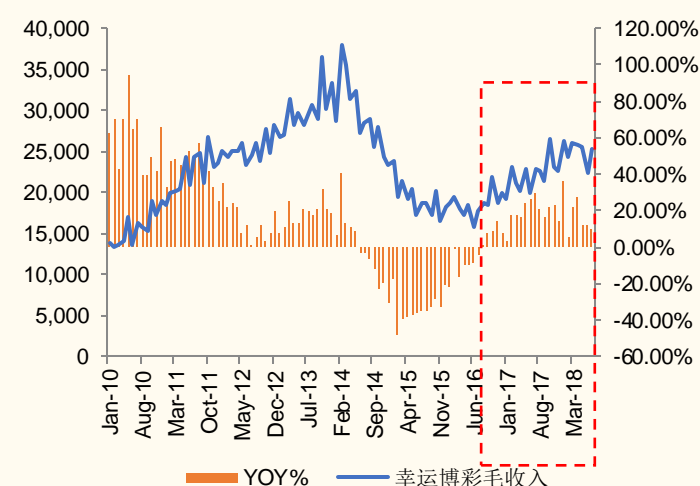
从 VIP 数据来看, 自博彩数据 2016 年 8 月复苏以来中场和 VIP 增速差距逐渐收窄, 且 2018 年第二季度中场增速首次超过 VIP, 意味着大众游客合家欢的中场逻辑开始正式上演。2016 年 Q4 博彩复苏之际, 从澳门当局、博彩公司和分析师都笃定这一轮的复苏将更多由内地消费升级、大众游客合家欢带动, 但事实是连续六个季度 VIP 增速超过中场业务。这其中一方面是在 2014 年博彩下行周期时 VIP 业务受到政策严控, 下行跌幅比中场更大; 另一方面因素是高端中场 (mass market) 在澳门统计局属于 VIP 统计范围而在公司层面属于中场收入的口径差别。但 2015 年下半年起始的地产财富溢出效应使得原本中场的发展契机被 VIP 抢了风头。2018 年 7 月的中场增速反超 VIP 数据是一个很有趣的分水岭, 虽然只有一个季度的数据只能管中窥豹, 但随着差距收窄一方面验证 VIP 已受经济和地产影响增速下滑, 另一方面说明中场的潜力随着基建、客流和粤港澳大湾区的发展将会真正迎来发展的契机。

图表 25：2016 年 5 月澳门过夜游客超过不过夜游客



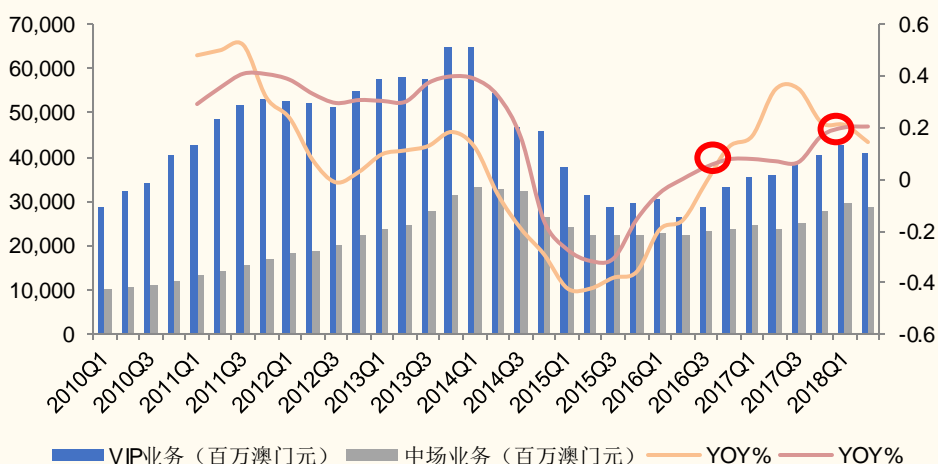
来源：DSEC，国金证券研究所

图表 26：2016 年 8 月澳门博彩收入实现正向增长



来源：DICJ，国金证券研究所

图表 27：2016Q4VIP 业务增速超中场，2018Q2 中场业务增速超 VIP 业务



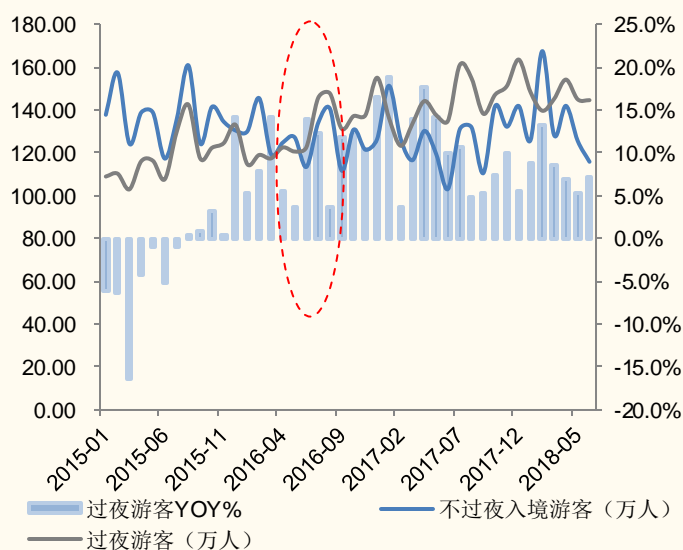
来源：DICJ，国金证券研究所

## 2.2 博彩数据是其他高端消费的前瞻性指标吗？

2015 年澳门过夜游客人次出现复苏迹象，16 年 8 月过夜游客数超过一日游游客，博彩收入增速下滑趋势止住实现正向增长。17 年的澳门博彩收入月度增速、季度 VIP 和中场业务增速均维持较高增长，而 18 年出现月度博彩收入增速下滑的趋势（5-7 月增速分别为 12.1%/12.5%/10.3%），VIP 业务增速放缓更为明显。澳门游客群体中 66%为中国游客，所以博彩收入受内地经济影响较大。整体高端消费板块来看博彩板块兴起的时间点与国内白酒、免税、白酒及汽车等高端品类的复苏存在一定的重合（2016 年四季度），这背后隐藏着经济的变化对消费行为和数据的影响。

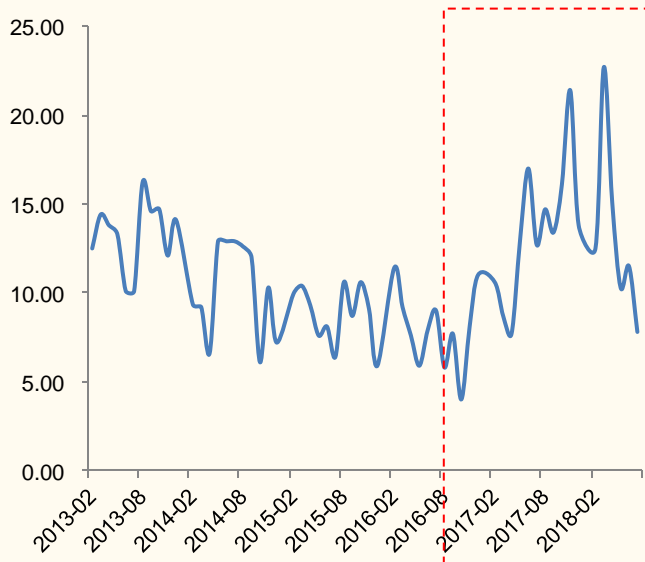


图表 28：2016 年 5 月澳门过夜游客超过不过夜游客



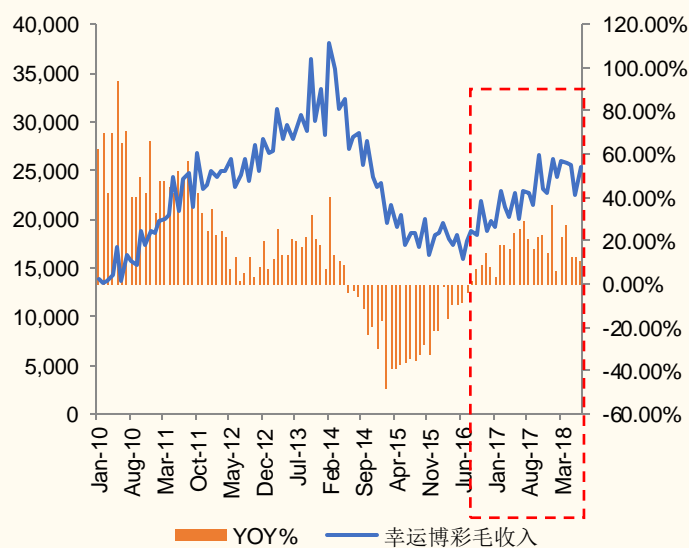
来源：DSEC，国金证券研究所

图表 30：2017 年化妆品零售额增速反弹明显



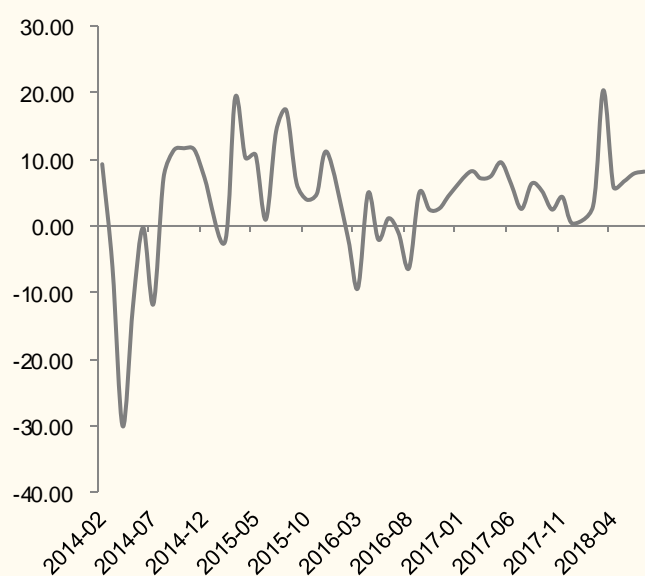
来源：wind，国金证券研究所

图表 29：2016 年 8 月澳门博彩收入实现正向增长



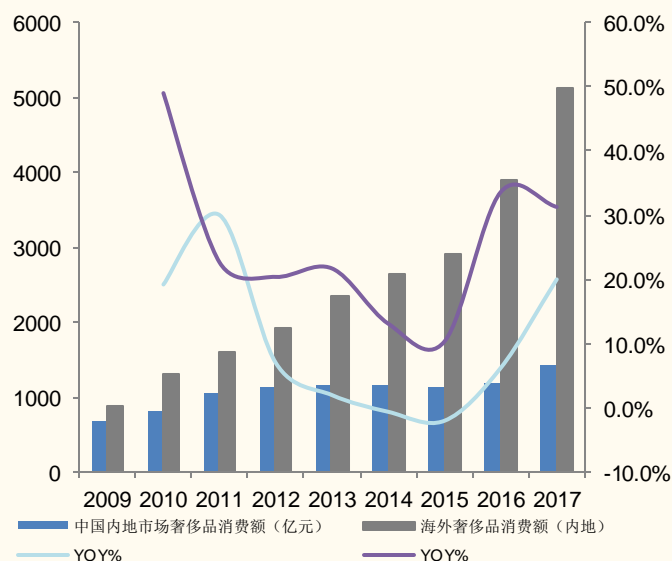
来源：DICJ，国金证券研究所

图表 31：金银珠宝类产品零售额月度同比增速情况



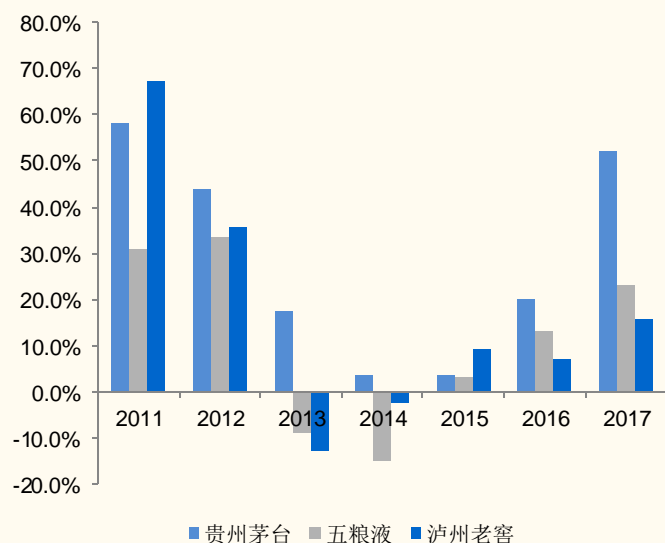
来源：wind，国金证券研究所

图表 32：2017 年国人内地及海外奢侈品消费高增长



来源：wind，国金证券研究所

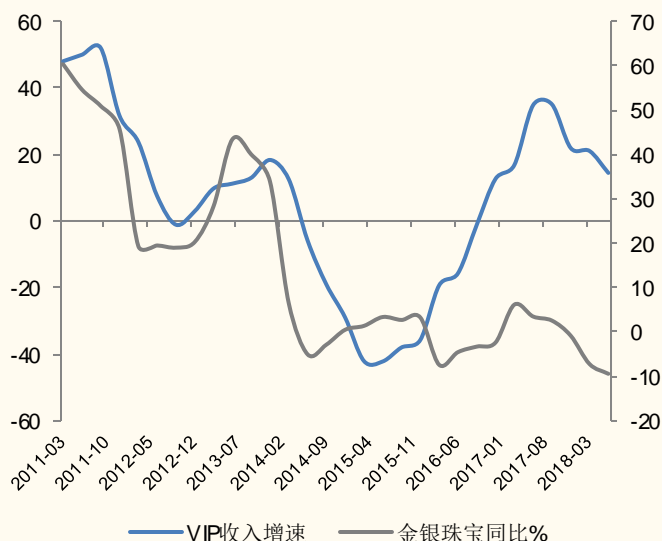
图表 33：高端白酒收入在 16-17 年增速持续增长



来源：公司年报，国金证券研究所

博彩数据先于消费数据和社零数据而出现变化，可以理解为随着经济上行后高端消费先于传统消费而发力，反之亦然。同时国内的高端消费数据均有此结论，博彩数据与白酒、汽车、奢侈品以及免税等高端消费的相关性数据均存在一定的同步性，从博彩与高端酒店、奢侈品消费及宝马销量的数据来看国内的高端消费会先于博彩感知内地经济的变化，主要由于博彩中的 VIP 业务存在信贷操作和杠杆效应。当经济增速放缓以及信贷政策收紧后高端的白酒、金银珠宝和奢侈品消费会快于博彩板块反应，主要由于博彩 VIP 业务可通过中介人提供贷款操作。

图表 34：澳门博彩 VIP 收入增速与金银珠宝增速同比



来源：wind，DICJ，国金证券研究所

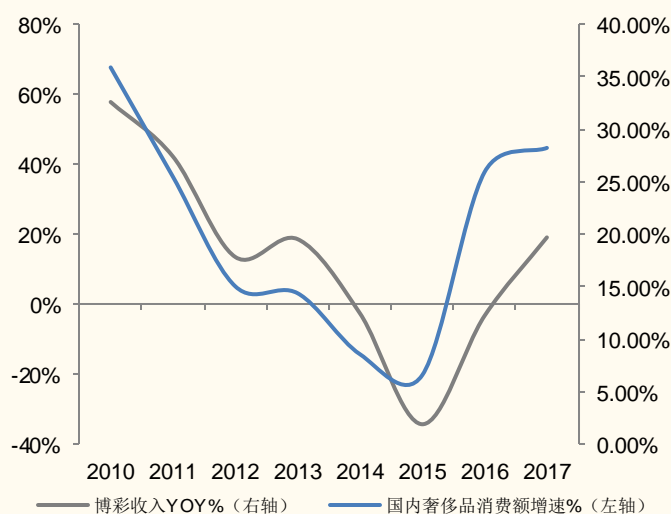
图表 35：澳门博彩(左)与高端白酒(右)收入相关性



来源：wind，DICJ，国金证券研究所

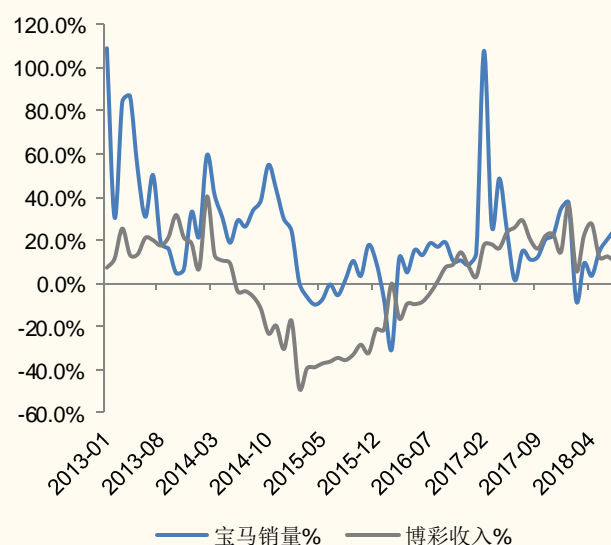
注：高端酒类为茅台、五粮液和口子窖

图表 36：澳门博彩收入与国内奢侈品消费额增速相关性



来源：财富品质研究院，DICJ，国金证券研究所

图表 37：澳门博彩收入与宝马销量增速相关性%

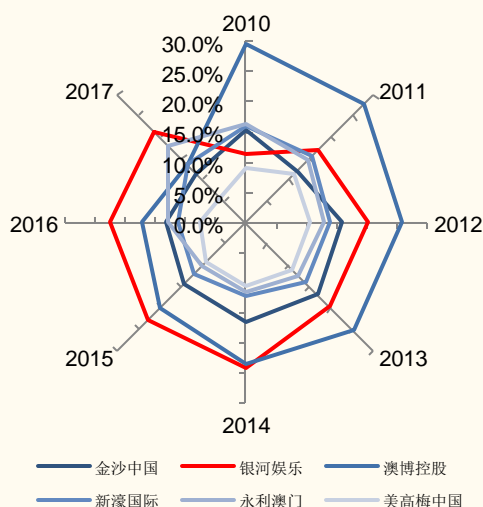


来源：wind，DICJ，国金证券研究所

## 2.3 经济下行周期下，博彩的投资逻辑如何演绎？

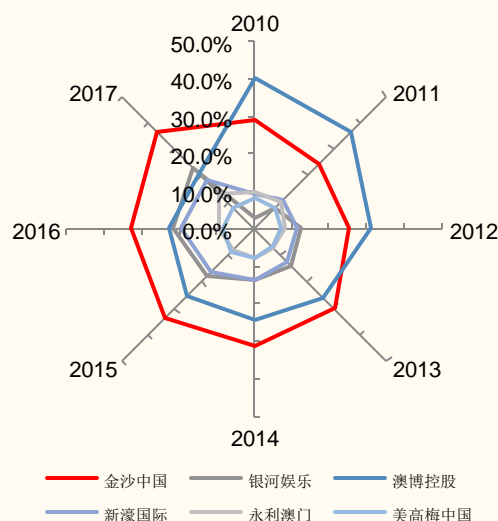
- 高端 VIP 业务与内地经济紧密相连，在经济承压和人民币贬值的大背景下高端 VIP 增速将趋缓，将考验运营商对于中场及 VIP 的经营能力，首选经营能力得到验证的博彩龙头：从上文的研究结论来看高端消费受到经济的冲击较大，信贷收紧和地产消费消退后高端 VIP 增速已出现一定的下滑趋势，5 月随着社零数据的一片悲观情绪下 VIP 增速回归 10% 左右的增长。目前澳门博彩收入中 VIP 占比约为 56%，中场业务占比约为 39%，从 EBITDA 角度来看由于 VIP 业务中存在中介人分成（约占 VIP 收益的 40%）。考虑到博彩税及不同的运营费用情况下中场业务的 EBITDA 率约为 40%，VIP 业务的 EBITDA 率约为 15%，在博彩 VIP 业务规模受到内地经济影响下运营商能够通过运营实现利润的稳定增长。

图表 38：2010-2017 年六家博彩运营商 VIP 收入占比%



来源：DICJ，国金证券研究所

图表 39：2010-2017 年六家博彩运营商中场收入占比%



来源：DICJ，国金证券研究所

- 中场业务与澳门大众游客增速相关性高，随着基建交通改善（码头、轻轨、

大桥和口岸全线贯通，内外辐射客群范围大大扩展，提高游客渗透率)、酒店供给变化(布局酒店及相关配套，未来多家大型酒店及娱乐场开业，实现从贵宾业务向中场业务转型)以及澳门消费群体和方式的变化(小赌怡情，大赌伤身，澳门完成了从大到小的蜕变，澳门游客市场亦发生变化)。中场业务中长期成长的逻辑仍在，需求和供给的变化带动中场业务增速持续高增长。

- **交通布局对于拉动游客流量立竿见影：**目前入境澳门的交通方式主要为陆路和海路(分别占比 58.6%和 31.9%)，随着内地与澳门的交通以及澳门本地的交通完善后内地赴澳门游客的增长较为确定。**港珠澳大桥**预计 2018 年通行。将珠海和香港两地的通行从过去的陆路三四小时、水路一个多小时压缩到 30 分钟左右的车程，实现香港、澳门、珠海的“一小时都市圈”，有效的将香港的旅客引流到澳门。同时规划**粤港澳大桥二期**，将深圳纳入其中形成双 Y 走向。**广珠城轨横琴延长线**预计 2018 年完工。横琴站通车后拱北的珠海站到横琴站仅需 15 分钟左右，广州到横琴最快 70 分钟左右。未来横琴站将与澳门轻轨对接，实现珠海与澳门之间的无缝换乘。**澳门本地轻轨**预计 2019 年完工。**青茂口岸**(粤澳新通道)预计在 2019 年完成建设，设计通过能力日均 20 万人次，同时采用“合作查验、一次放行”的新通关模式，以疏导拱北客流。

图表 40：氹仔客运码头 2017 年 6 月 1 日正式启动



来源：澳商图，国金证券研究所

图表 41：港珠澳大桥预计 2018 年通行



来源：网易财经，国金证券研究所



图表 42：广珠城轨延长线将在横琴站与澳门轻轨连接



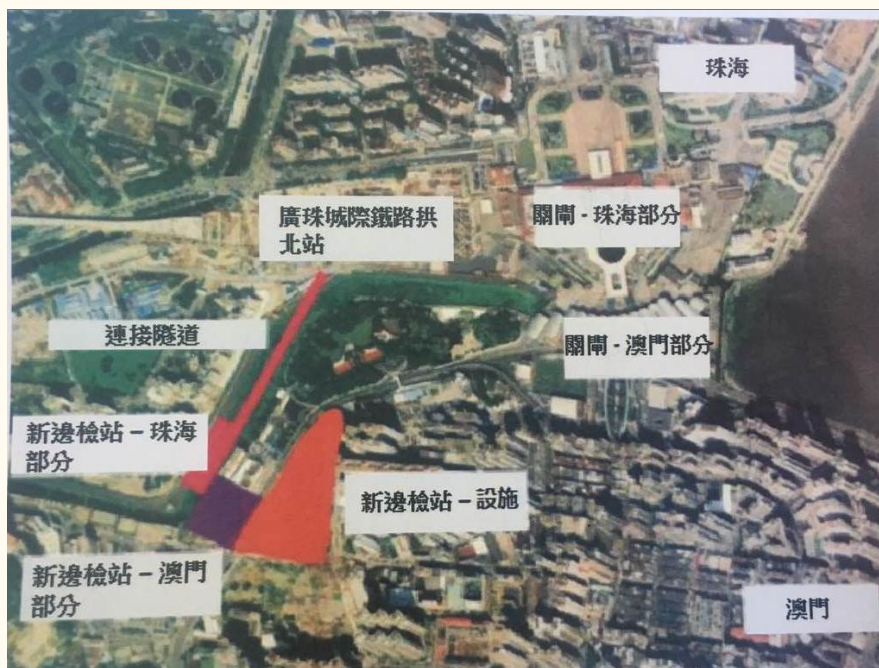
来源：广州参考，国金证券研究所

图表 43：澳门本地轻轨预计 2019 年完工



来源：广州参考，国金证券研究所

图表 44：青茂口岸的建成能够缓解拱北的接待压力



来源：团队拍摄，国金证券研究所



图表 45：多重交通利好对澳门旅游市场的拉动效果以及辐射人群范围

| 线路/口岸     | 开通时间           | 投资额    | 所在位置                  | 辐射人群                 | 人口数量                              | 主要目的   |
|-----------|----------------|--------|-----------------------|----------------------|-----------------------------------|--|
| 氹仔码头      | 2017 年 6 月 1 日 | 38 亿港元 | 澳门氹仔新填海区              | 香港、深圳福永、深圳蛇口等区域的游客群体 | 一天最多处理 40 万出入境游客                  | 缓解外港码头的接待压力，减少排队时间。对于吸引目的地游客来说作用不大，但能够提高澳门的接待能力。 |
| 港珠澳大桥     | 预计 2018 年      | 1100 亿 | 横跨香港、珠海、澳门三地          | 香港人口及国际游客、广东省游客      | 香港人口：741 万人；入境游客：5847.2 万人次       | 实现香港、澳门、珠海的“一小时都市圈”，借助于香港及广东的国际交通枢纽地位来拉动澳门的客流量。  |
| 广珠城轨横琴延长线 | 预计 2018 年      | -      | 拱北-横琴长隆公园-珠海机场        | 广州地区及通过广州辐射到全国       | 广州人口：1449.84 万人<br>广州游客：20420 万人次 | 广州到横琴最快 70 分钟左右。横琴站将与澳门轻轨对接，实现珠海与澳门之间的无缝换乘。      |
| 澳门本地轻轨    | 预计 2019 年      | 75 亿港元 | 连接澳门各个口岸              | 澳门居民及游客              | 澳门居民：65.31 万人；<br>澳门游客：3261.1 万人次 | 便于游客，同时与横琴对接形成珠三角一小时生态圈。                         |
| 青茂口岸      | 预计 2019 年      | -      | 珠海拱北口岸西南侧约 800 米珠澳边界处 | -                    | -                                 | 缓解拱北口岸的接待压力，加快进出境的时间。                            |

- 供给变化——布局酒店及相关配套，未来多家大型酒店及娱乐场开业，实现从贵宾业务向中场业务转型。六家博彩巨头的娱乐场业务以大型综合度假村为载体，同时布局酒店餐饮、购物、演艺、室内乐园等度假休闲多元化设施，满足不同群体需求。2017-2018 年多家博彩巨头（澳博控股、美高梅中国、新濠博亚）利用自有用地打造新型的博彩综合体项目，以满足持续旺盛和多元化的需求。

图表 46：2017 年六大博彩运营商博彩综合体的酒店布局、赌桌以及配套娱乐设施项目情况

| 公司   | 酒店                   | 房间数     | 赌枱数                   | 角子机                | 配套娱乐设施  |
|------|----------------------|---------|-----------------------|--------------------|---|
| 澳博控股 | 新葡京                  | 413     | 贵宾 123 张、<br>中场 272 张 | 817                | 米其林餐厅、名牌零售店   |
|      | 葡京                   | 1000    | 贵宾 28 张、<br>中场 114 张  | 154                | 米其林餐厅、名牌零售店、游戏机中心   |
|      | 十六浦索菲特酒店             | 408     | -                     | -                  | 综合娱乐休闲项目  |
|      | 回力海立方娱乐场             |         | 中场 198 张              | 385                |   |
|      | 回力大楼（2016 年 12 月启动）  | 132 间客房 | 37 张中场                | 85                 |   |
|      | 海岛娱乐场（2016 年 11 月启动） |         | 5 张中场                 | 101                |   |
| 银河娱乐 | 澳门银河 1、丽思卡尔顿酒店       | 236     | 840                   | -                  | 160 个顶级品牌，10 万平零售空间；120 间餐厅；7.5 万平天浪淘园、575 米的空中激流、空中泳池、亚洲主题式热带园林；银河影院，10 间独立影院。 |
|      | 2、悦榕庄                | 256     |                       |                    |   |
|      | 3、万豪酒店               | 1015    |                       |                    |   |
|      | 4、大仓酒店               | 488     |                       |                    |   |
|      | 5、银河酒店               | 1449    |                       |                    |   |
|      | 澳门百老汇                | 320     | 20                    | -                  | 3000 个座位的百老汇舞台；40 间餐厅；10 间零售店铺  |
| 新濠博亚 | 星际酒店                 | 500     | 245                   | -                  | -   |
|      | 新濠天地 1、Crown Towers  | 300     | 475                   | 670                | 20 间餐厅；容纳 2000 名观众的水舞间；新濠大道商店；26210 平方英尺娇比夜总会；水疗中心；会议厅                          |
|      | 2、Hard Rock          | 322     |                       |                    |   |
|      | 3、君悦酒店               | 800     |                       |                    |   |
|      | 新濠锋                  | 220     | 100                   | 119                | 水疗中心、高端餐厅、名牌零售店   |
|      | 新濠影汇                 | 1598    | 290                   | 970                | 8 字摩天轮、演唱会、魔幻间表演、童乐园、蝙蝠侠夜神飞驰  |
| 永利皇宫 | 永利澳门                 | 1008    | 贵宾 110、<br>中场 195     | 角子机 933，<br>扑克牌 11 | 5.7 万平名牌零售店、健身中心、水疗中心、表演项目、3.1 万平会议区  |
|      | 永利皇宫                 | 1706    | 贵宾 112、               | 角子机 1013           | 10.5 万平名牌零售店、观光缆车、水疗健身中   |

| 中场 198 |           |      |     |      | 心、表演湖及花卉展示、4 万平会议区  |
|--------|-----------|------|-----|------|---|
| 金沙中国   | 威尼斯人      | 2905 | 583 | 1529 | 120 万平的会议区、91.8 万平购物中心及餐厅, 340 家门店及 50 家餐厅、金光综艺馆、1800 座位剧院。 |
|        | 巴黎人       | 2951 | 365 | 1254 | 6.3 万平会议、30 万平购物及餐厅, 18 家餐厅及 160 家品牌、1200 座剧院、巴黎铁塔观景台       |
|        | 澳门金沙      | 289  | 200 | 761  | -   |
|        | 金沙城中心     | 654  |     |      |   |
|        | 1、康莱德酒店   |      |     |      |   |
|        | 2、二期喜来登酒店 | 1224 | 404 | 1553 | 91.9 万平会议场地、40.7 万平零售区、文娱设施                                 |
|        | 3、三期喜来登酒店 | 1842 |     |      |   |
|        | 4、瑞吉酒店    | 2126 |     |      |   |
|        | 百利宫（四季）   | 360  | 108 | 196  | 19 座御匾豪园、餐厅、会议中心、25.9 万平零售区                                 |
| 美高梅    | 美高梅       | 582  | 342 | 1067 | 天幕广场、餐厅、零售店、1600 平方米会议                                      |
|        | 美狮美高梅     | 1400 | 185 | 1172 | 美高梅剧院、美狮美高梅艺术收藏、水疗中心等                                       |

来源：公司公告，国金证券研究所

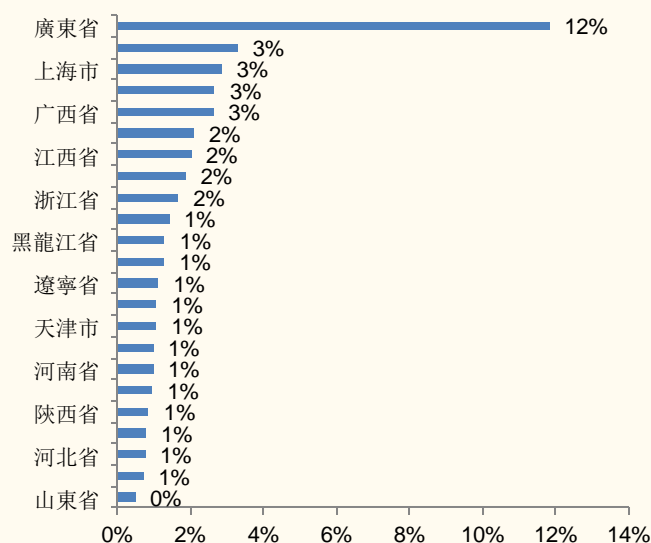
图表 47：2018-2020 年澳门未来新酒店新娱乐场的供应情况

| 业主   | 项目       | 开业时间          | 预计投资额    | 客房数  | 赌桌数                           |
|------|----------|---------------|----------|------|-------------------------------|
| 澳博控股 | 上葡京      | 2019 年        | 360 亿港元  | 2000 | 700 张赌枱, 1200 部角子机            |
| 银河娱乐 | 澳门银河三、四期 | 2020 及 2021 年 | 450 亿港元  | 4500 | 赌枱 700-750 张, 角子机 2500-2600 张 |
| 新濠博亚 | 新濠天地摩珀斯  | 2018 年        | 10 亿美元   | 800  | -                             |
| 励骏创建 | 励骏酒店     | 2018 或 2019 年 | 约 20 亿港元 | -    | -                             |

来源：网络公开信息，国金证券研究所

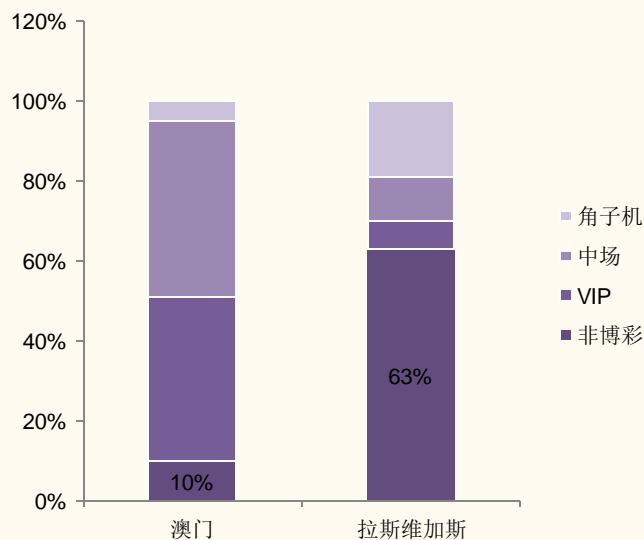
- 需求变化——小赌怡情，大赌伤身，澳门完成了从大到小的蜕变，澳门游客市场亦发生变化。从 2013 年的反腐到博彩业的再次兴起，摒弃豪赌客，迎来了大众游客。对标拉斯维加斯来看澳门未来需要在中场和非博板块有所侧重：澳门博彩经历了最痛的 26 个月之后开始有所复苏，结构上却今非昔比，中场业务的占比基本上达到 39% 左右。过去的澳门市场充满了豪赌客和中介人，如今有更多的家庭游客和自由行旅客来到澳门，以下注额较低的中场业务和角子机业务作为主要游玩项目，配套游乐设施和购物商场来满足家庭和休闲度假游客的需求。访澳游客中 69% 为内地游客，其中内地游客中 49 为广东省游客，除广东渗透率超过 10% 以外其他城市的渗透率均在 5% 以下，经济发达省份渗透率也处在低位。对比拉斯维加斯的赌场情况来看，2016 年接待游客 4221.4 万人次/-1.7%，客房供应量为 146993 间，入住率达到 88.7%，组织会议 664.62 万场。拉斯维加斯的游客接待人次远超过澳门游客人次（2017 年接待 3261 万人次），客房供应量为澳门的四倍左右，入住率仍达到 89%。从澳门向拉斯维加斯的发展来看澳门的博彩比重相对较重，随着赌桌的发放博彩收入提升，而非博收入占比不高，澳门以博彩收入为主而拉斯维加斯以博彩收入带动周边消费的综合度假目的地，或这就是澳门的未来发展方向，增加酒店供应和非博业务实现澳门成为内地及国际的休闲娱乐之都。

图表 48：2017 年内地赴澳门游客人次占城镇人口渗透率



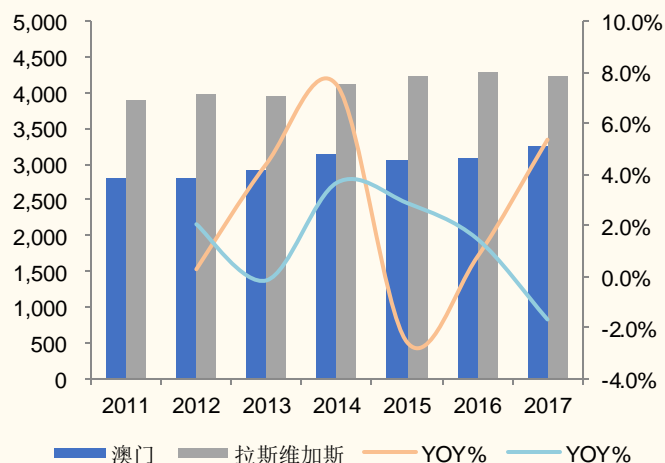
来源：wind, DSEC, 国金证券研究所

图表 49：澳门与拉斯维加斯的收入结构对比



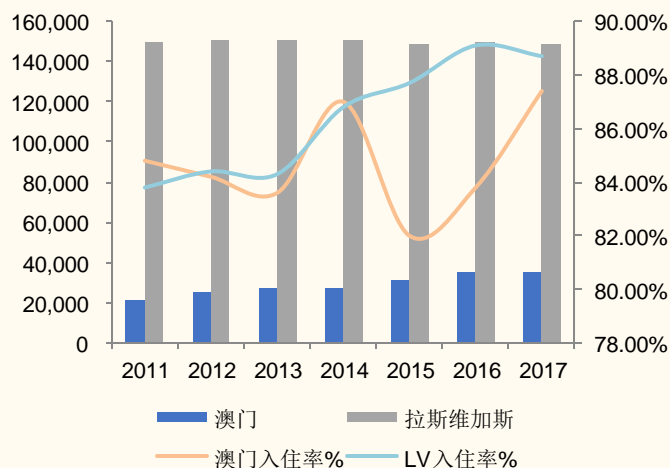
来源：Ivcva, DSEC, 国金证券研究所

图表 50：澳门与拉斯维加斯入境游客人次对比（万人）



来源：Ivcva, dsec, 国金证券研究所

图表 51：澳门与拉斯维加斯的酒店供应量及入住率对比



来源：Ivcva, dsec, 国金证券研究所

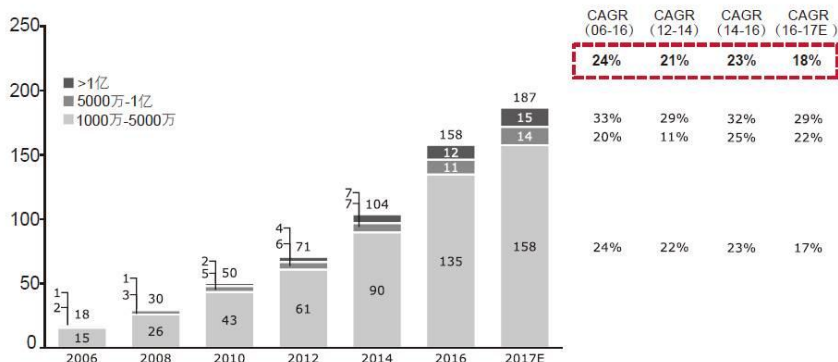
### 3. 短期因信贷收紧地产财富效应消退影响高端消费或出现增速放缓，中长期来看中国的中产阶级占比提高、消费提升带动高端消费增长，建议关注渗透率较低的细分品类

- 我们所列举的高端消费板块大类的市场规模较大，而在细分中存在一系列渗透率较低的行业如免税市场，短期整体高端消费会受到宏观经济下行压力和房地产的财富效应减弱等影响或出现增速放缓趋势，而长期由于国内经济仍处在发展中，消费高端品类的中高收入阶层的规模将逐步扩大，中长期高端消费增速可期：从以上的分析结果来看在经济下行和信贷政策紧的情况下高端消费整体板块的增速相较于去年将出现下降，同时从澳门博彩5月收入增速数据来看已出现相应的端倪，5-7月增速分别为12%/12.5%、10.3%，增速的环比和同比均出现一定程度的下降。短期来看高端消费表现疲软，而中长期来看中国经济的较快增长和高净值人群规模的提升能够为高端消费提供增量需求，同时目前高端消费中的渗透率相对较低的细分板块仍能够实现超出行业增速的优异表现，建议关注旅游板块中的免税及其他结构性优化的板块。

图表 52：中国 2006-2017 年高净值人群的规模及构成

图2：中国2006-2017年高净值人群的规模及构成

个人可投资资产超过1千万的人数（万）



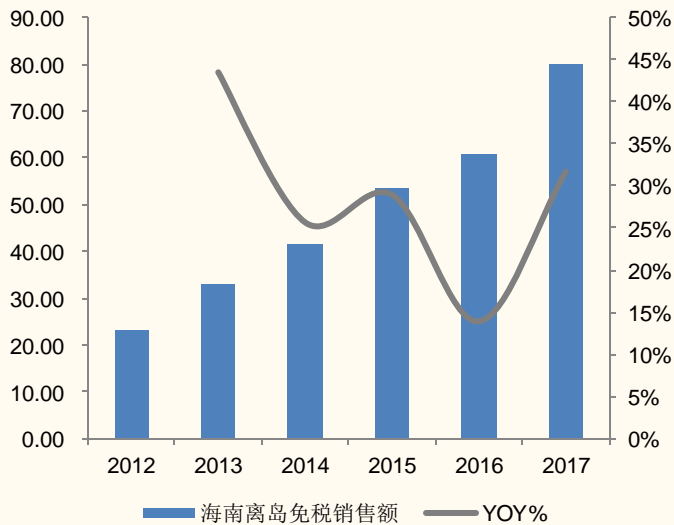
来源：贝恩公司高净值人群收入—财富分布模型

来源：贝恩，国金证券研究所

- 国内的免税板块起步较晚，政策支持助力行业发展，在经济增速放缓的情况下奢侈品消费意愿将下降，但免税渠道要比传统商贸零售渠道更有优势，整体来看当经济增速放缓后人们对于出境游目的地的选择会回归理性，出境客流能够维持增长，而人民币贬值后居民实际购买力下降导致奢侈品消费将回归到国内，国内的免税途径拥有绝对的价格优势：中国的免税由六家公司来经营，其中中免为唯一一家全国性经营的免税运营商，海免、深免、珠免、中出服及日上（中免在17-18年将日上的北京和上海区域的零售公司）在区域上均有所限制。从国家政策来看2011年3月财政部发布《关于开展海南离岛旅客免税购物政策试点的公告》，在三亚和海口美兰机场试点，是属于中国免税市场的重要阶段。12-14年海南离岛免税销售额复合增长34%，14年9月海棠湾免税购物中心试营业，同时财政部分别在2012年11月、2015年3月和2016年2月发布了进一步调整海南免税购物政策的公告，将适用对象由18岁调整为16岁，品种由18种增加到38种，购物金额从5000元上升16000/年，非本岛旅客购买次数从2次/年开放到不限次数。从免税规模来看离岛免税销售额为80亿元/+32%，其中60亿为三亚免税店贡献。机场免税及离岛免税渠道的销售额高增长

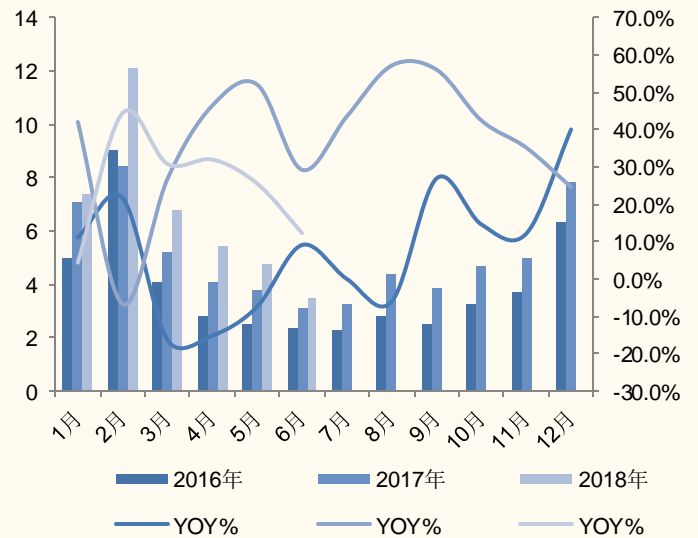
以及免税规模逐步垄断化和政策支持均能够支撑免税板块业绩高增长。

图表 53: 12-17 年海南离岛免税销售额及增速 (亿元)



来源: 商务部流通司, 国金证券研究所

图表 54: 15-18 年 5 月三亚免税店的销售额及增速



来源: 草根调研, 国金证券研究所

#### 4. 风险提示

- 2018 年下旬宏观消费数据持续下行;
- 房地产下行周期时, 溢出效应超过财富效应;
- 人民币汇率持续贬值导致居民实际购买力下降。



**特别声明：**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH