

整体业绩放缓，板块分化显现

——A股航旅板块 2018 年报及 2019 一季报总结

动态研究报告/餐饮旅游

2019 年 05 月 06 日

报告摘要：

● 2018-1Q19 业绩回顾：增速放缓，结构分化

2018 年餐饮旅游板块业绩增长有所放缓，扣非归母净利润同比增 12%，主要由中国国旅的业绩增长支撑。若剔除国旅，板块扣非归母净利润增速放缓至 3%。总结愿意，2018 年板块增速放缓，一方面是受到 2017 年基数较高影响，因部分公司在 2016 年进行的外延并购推高了 2017 年的表现业绩增速；另一方面，四季度以来的宏观经济放缓、政策的变化（自然景区门票降价政策），以及突发事件（泰国沉船、普吉岛火山爆发）均对上市公司业绩产生明显冲击。

2018 年航空公司业绩受油汇冲击、需求放缓影响，整体下滑 38%。机场板块则受资本开支周期不同步影响，出现分化，但核心机场非航业务均受益免税销售高增，表现强劲。

● 板块景气度排序：免税、机场龙头增长强劲

免税、机场：从业务逻辑看，2018 年至今，主要机场、免税运营商的强劲增长形成共振，均受益于政策红利带来的免税销售高增。我们判断，2019-2020 年在免税政策持续放开的背景下，机场与免税运营商业绩增长仍具较强动力。

航空、酒店：行业周期属性较强，四季度经营指标与业绩增速随宏观经济放缓同步下滑。预计伴随先行指标改善，减税降费改革持续推进，行业拐点有望在今年三季度出现。

出境游：受累于泰国沉船事件，2018 年众信、凯撒业绩增速前高后低。展望 2019 年，伴随签证政策改善、航空运力增加以及加盟开店提速，预计下半年众信旅游业绩增速有望逐季改善。

景区：经营体制与复制扩张能力的差异是业绩分化的关键。拓展能力较强的休闲景区公司收入与业绩增长保持稳健，自然景区公司业绩受门票降价政策及客流接待瓶颈影响，增长乏力。

● Q2 投资策略：把握低估值+业绩确定性溢价+改善三条主线

(1) 低估值推荐宋城演艺 (19PE 21X)；(2) 业绩确定性推荐中国国旅；(3) 预期改善叠加旺季临近，推荐东方航空、众信旅游。

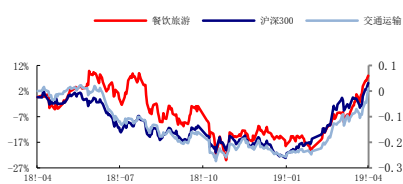
● 风险提示

汇率波动风险；目的地风险；免税政策推进不及预期。

推荐

维持评级

行业与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：钟奇

执业证号：S0100518110001

电话：021-60876718

邮箱：zhongqi@mszq.com

研究助理：顾熹闽

执业证号：S0100119020001

电话：021-60876718

邮箱：guximin@mszq.com

相关研究

1. 行业周（月）报：市场波动背景下，配置业绩确定性较强品种
2. 行业周（月）报：市内免税店将与机场免税店竞合共荣

目录

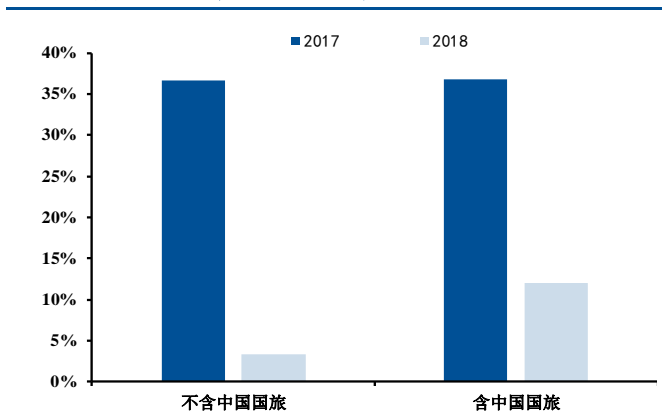
一、2018-19Q1 行业回顾：增速放缓，结构分化.....	3
二、免税、机场增长靓丽，航司业绩受累需求、油汇.....	4
（一）免税：内生外延+政策持续放宽，龙头延续高增长.....	4
（二）机场：核心机场免税销售超预期，机场流量变现空间仍存.....	6
（三）航空：经济放缓叠加油汇冲击致业绩承压.....	8
三、酒店、出境游业绩承压，景区公司业绩分化.....	11
（一）酒店：经济放缓致业绩承压.....	11
（二）出境游：行业增速持续回升，众信批零一体化发展加速.....	12
（三）景区：体制机制带来的外延能力差异，导致业绩分化.....	15
四、估值分析：机场及免税龙头估值溢价明显.....	16
插图目录.....	18
表格目录.....	18

一、2018-19Q1 行业回顾：增速放缓，结构分化

2018 年餐饮旅游板块整体表现稳健，但剔除国旅后业绩增速放缓至低个位数。2018 年餐饮旅游板块（中信分类）实现扣非归母净利润 77.3 亿元，整体增速放缓至 12%。若进一步剔除中国国旅，则板块业绩整体仅增长 3%。总结原因，一方面是受到 2017 年基数较高影响，因部分公司在 2016 年进行的外延并购推高了 2017 年的表现业绩增速；另一方面，四季度以来的宏观经济放缓、政策的变化（自然景区门票降价政策），以及突发事件（泰国沉船、普吉岛火山爆发）均对上市公司业绩产生明显冲击。

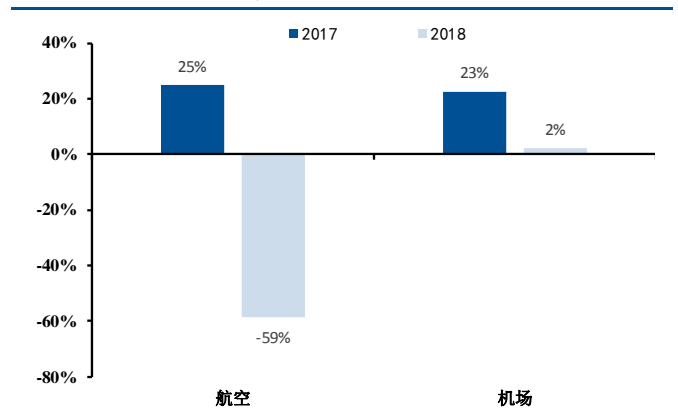
受油汇冲击、需求放缓影响，航司业绩承压，机场因资本开支周期不同，个股表现分化。作为公商务出行的重要交通方式，经济环境的放缓对航空影响明显，兼之 2H18 油价上涨、人民币贬值，2018 年 6 家上市航空公司业绩整体下滑 32%。机场板块虽抗周期性较强，但 2018 年因白云机场 T2 投产带来折旧增加，机场板块整体业绩增速亦有明显放缓。

图 1：餐饮旅游（中信一级）上市公司归母净利润增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 2：航空及机场上市公司归母净利润增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

1Q19 机场、免税抗周期性明显，其余板块表现偏弱：（1）机场、免税：1Q19 两大板块整体表现稳中有升。剔除因民航发展基金返还取消的白云机场，机场上市公司 Q1 业绩均实现正增长，其中上海机场受益于免税新扣点率执行，业绩增速同比增 32%。免税龙头中国国旅受益于行业高景气及并表影响，1Q19 业绩同比增长 37%；（2）航空、酒店：持续受累宏观经济放缓，但随着先行经济指标的善，预计三季度后业绩有望迎来拐点。（3）出境游：行业整体复苏，但众信、凯撒受制于产品定位及区域瓶颈，业绩增速低于人次增长；（4）景区：业绩分化明显，宋城演艺受益于异地扩张、轻资产输出，主业增速靓丽；传统自然景区业绩持续受门票降价政策影响，同时其业态拓展进展缓慢预计在未来一段时间仍将制约其客流增速。

表 1：航旅板块重点上市公司年报、一季报业绩概览

子版块	公司名称	2018		4Q18		1Q19	
		归母净利润 (亿)	YoY	归母净利润 (亿)	YoY	归母净利润 (亿)	YoY
航空	中国国航	66.2	-8%	0.9	110%	26.5	2%
	东方航空	19.3	-57%	-23.0	-99%	19.4	2%
	南方航空	23.4	-55%	-13.2	1%	24.6	3%

	吉祥航空	9.4	-19%	-2.7	-430%	3.3	-20%
	春秋航空	12.2	11%	-0.5	-313%	4.6	18%
	海航控股	-40.9	-259%	-42.8	-4526%	7.8	-35%
机场	上海机场	42.4	15%	10.9	10%	13.4	32%
	白云机场	10.8	-31%	1.6	-55%	2.1	-50%
	深圳机场	6.3	-2%	0.9	-41%	1.7	10%
	厦门空港	4.9	23%	1.2	60%	1.2	5%
免税	中国国旅	31.4	28%	4.5	-21%	15.9	37%
酒店	首旅酒店	6.9	16%	0.3	-48%	0.6	-3%
	锦江股份	7.4	10%	0.6	-65%	0.7	2%
出境游	众信旅游	0.04	-98%	-1.8	-479%	0.6	7%
	凯撒旅游	1.7	14%	-1.3	8%	-0.1	-140%
	腾邦国际	0.3	-85%	-1.8	-394%	0.2	-72%
	岭南控股	1.6	7%	0.2	-4%	0.4	13%
人文景区	宋城演艺	12.8	16%	1.7	-9%	3.6	22%
	中青旅	4.9	14%	0.5	-24%	0.6	-41%
	大连圣亚	0.4	-16%	-0.5	-15%	-0.1	15%
	曲江文旅	0.5	1%	-0.6	-167%	0.3	-9%
自然景区	黄山旅游	3.4	-1%	0.1	N.A	0.2	-27%
	峨眉山 A	2.1	5%	0.4	-9%	-0.2	-1%
	桂林旅游	0.8	37%	0.0	N.A	-0.03	14%
	三特索道	0.05	117%	-0.3	2%	-0.4	-51%
	天目湖	0.9	12%	0.03	-48%	0.2	9%
	西藏旅游	0.04	106%	-0.1	84%	-0.1	44%
	九华旅游	0.9	6%	0.1	50%	0.4	25%
	长白山	0.7	-2%	-0.1	-163%	-0.3	21%
	丽江旅游	1.9	-7%	-0.1	-125%	0.3	-24%
	张家界	0.2	4142%	-0.3	37%	-0.1	21%

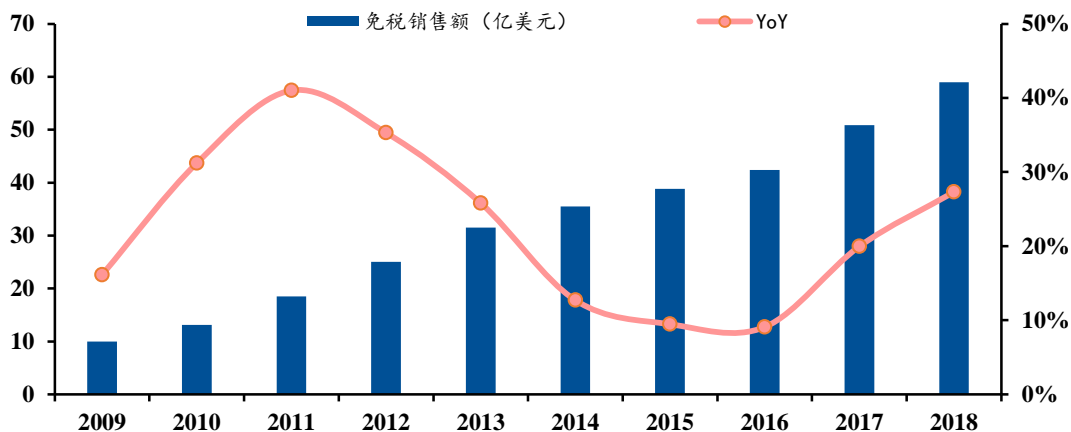
资料来源：公司公告，民生证券研究院

二、免税、机场增长靓丽，航司业绩受累需求、油汇

（一）免税：内生外延+政策持续放宽，龙头延续高增长

伴随出境游复苏，以及免税购物政策持续放宽，国人境内免税购物渗透率和平均购物金额的共同提升推动 2018 年中国免税行业增长 27.3% 至 395 亿元人民币。分销售渠道看，离岛免税收入增长 26%，包括机场在内的其他渠道增长 28%。

图 3：2009-2018 年中国免税业销售收入



资料来源：公司公告，民生证券研究院

中国国旅 2018 年收入延续高增长趋势，免税品毛利率提升显著。受益于对日上上海的收购整合，离岛、机场渠道的快速增长，公司 2018 年收入规模同比大幅提升 66%，归母净利润增长 28%。其中，中免集团整体营业收入 343 亿，同比增长 120%，主营业务免税商品销售收入 332 亿元，同比增长 124%，市场份额高达 84%。伴随并表日上带来的产品结构优化，议价能力提升，2018 年公司免税商品毛利率大幅提升 7.4pct 至 53.1%。

分渠道看，2018 年机场免税渠道客单价提升显著，离岛免税则主要受益于购物转化率提升。日上上海、首都机场 T2+T3 全年实现分别收入 134 亿/73.9 亿元，同比增长 59%/35%，考虑两机场国际客流增长均为 8-9%，因此其收入增长动力主要来源于客单价。其中，由于理论上人均消费短期难以产生大幅变动，因此 2018 年机场渠道的客单价增长应同时源于转化率和人均消费的共同提升，背后的驱动因素包括：（1）消费升级带来的人均消费金额的自然增长；（2）运营提升，有效通过促销活动等方式带动转化率提高。离岛免税维持高增长趋势，海棠湾销售收入同比增长 32%，业绩增 21%，主要由人次增长推动。其中，购物人次增长 30%，人均消费金额提升 1%，购物转化率提升 4pct 至 28%。其他渠道收入增长约 73%，预计同白云 T2 放量，杭州、南京等机场新增进境店相关。

表 2：2018 年中国国旅免税板块收入及利润增长情况

	中免集团	三亚海棠湾	日上北京	日上上海	其他
收入增速	118%	32%	35%	64%	73%
归母净利润增速	23%	21%	N.A.	N.A.	61%
归母净利润率	8.9%	13.8%	2.6%	4.5%	14.3%

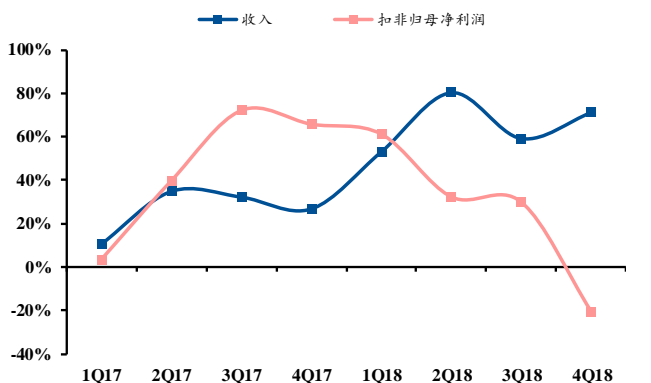
资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：日上北京收入增速为合并中免、日上在首都机场后的收入

净利润率下降主要受并表和计提资产减值影响。2018 年，中免集团归母净利润增长 23.5%，净利润率 8.9%，同比减少 6.9pct，剔除并表因素（剔除日上中国和日上上海），中免 2018 年销售收入增长 41%，归母净利润增长 5.6%。并表和不并表公司收入和业绩增速均未匹配，主要因：（1）中免自身接管了高扣点的首都机场 T2 免税店，同时白云以及新增的进境免税店扣点提升，运营初期增收不增利；（2）下半年三亚店租金提升及 Q4 计提大额资产减值损失。分渠道看，2018 年海棠湾业绩增长 21.3%，净利润率 13.8%，同比减少 1.2pct，主要因付给投

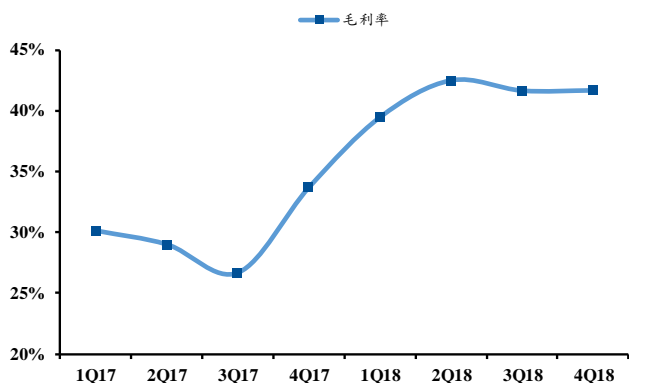
资公司的租金增加；日上北京由于执行新的扣点率，净利润率减少 2.1pct；日上上海 2H18 较 1H18 净利润率也降低了 1pct，预计和促销费用增加及计提存货跌价准备有关。

图 4：中国国旅收入及业绩增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 5：中国国旅毛利率



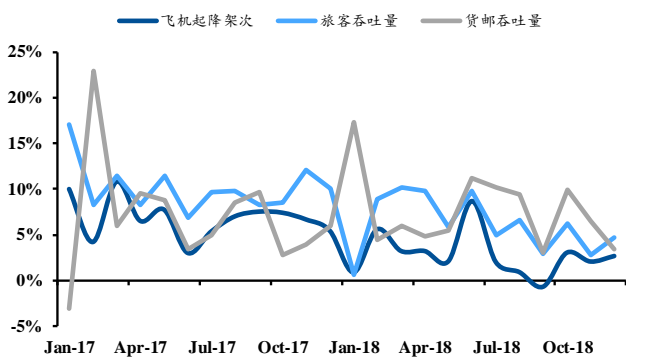
资料来源：Wind，民生证券研究院

1Q19 免税业高景气度持续，一次性计提因素消除后国旅业绩增速回升。从国内外免税销售数据看，中国免税业依然维持高景气。其中，京沪机场、海南离岛免税 Q1 增速均维持 30% 左右。另外，Q1 国人在韩国免税购物金额同比增长 34%，几乎贡献了 Q1 韩国免税销售额的 80%，海外消费回流空间依然可观。1Q19 公司收入 137 亿，同比增 55%，考虑 Q1 国旅总社部分置出及新并表日上上海，预计内生收入增速 30% 左右。此外，Q1 因处置国旅总社产生投资大额投资收益，归母净利润同比增 99%，剔除后同比仍增 38%。

(二) 机场：核心机场免税销售超预期，机场流量变现空间仍存

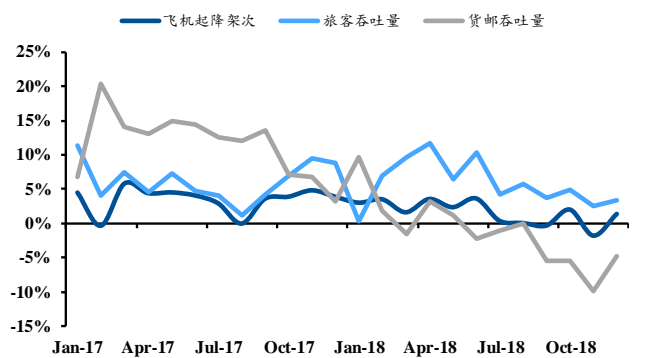
受时刻限制影响，2018 年核心机场起降架次增速放缓。2018 年，上海机场、白云机场、深圳机场、厦门高崎机场飞机起降架次增速分别为 1.6%/2.6%/4.6%/8.2%。其中上海机场、白云机场、深圳机场受时刻限制影响，起降架次增速较 2017 年放缓，尤其是上海机场内线起降架次出现负增长。但受益于航司宽体机占比增加、座位改造，各机场旅客吞吐量增速均高于起降架次。

图 6：白云机场生产经营指标增速



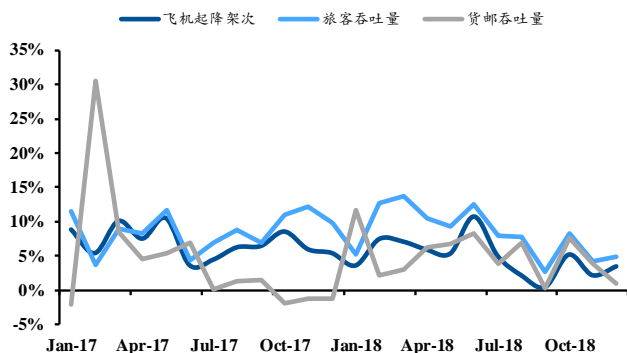
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 7：上海机场生产经营指标增速



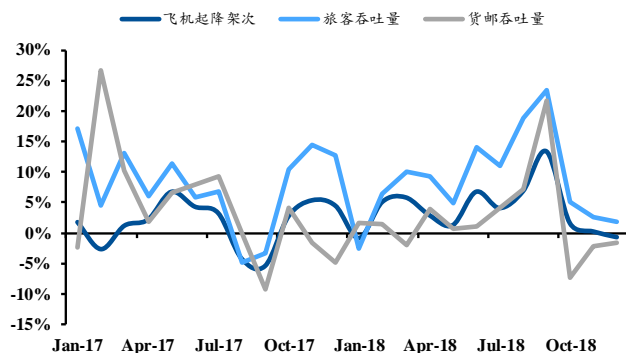
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 8：深圳机场生产经营指标增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 9：厦门空港生产经营指标增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

2018 年白云机场折旧增加及民航发展基金返还取消拖累板块整体业绩，上海机场非航收入表现靓丽，主要受免税业务高速增长驱动。2018 年机场上市公司共实现归母净利润 64.4 亿元，同比增速放缓至 2.3%，主要因白云机场折旧增加成本 8.1 亿以及民航发展基金返还取消的影响在 Q3-Q4 开始体现，导致白云机场 2018 年扣非归母净利润下滑 31%，1Q19 业绩下滑 50%。但 2018 年白云机场的免税业务在 T2 开业后取得了长足的进步，整体销售规模和客单价均实现大幅增长；上海机场 2018 年非航收入增长 23%，占收入比重提升 4pct 至 5.7pct，带动整体扣非归母净利润同比增 15%，主要受浦东机场免税收入大幅增长推动。1Q19 上机延续高速增长趋势，在 T2 执行新免税合同后，扣非归母净利润增 37%。

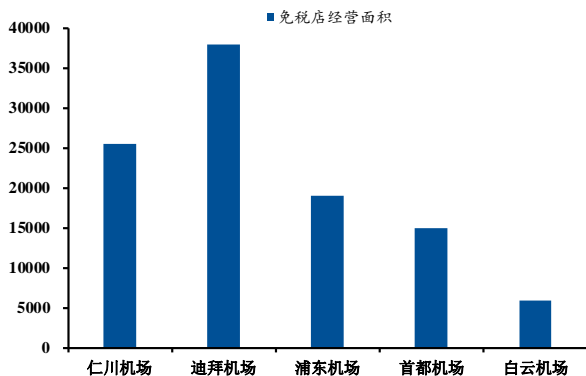
中长期看，国内机场免税店转化率提升空间仍存，核心机场流量价值有望持续释放。目前，国内机场旅客的免税购物转化率仍然较低。2018 年，海口美兰机场免税店的旅客转化率为 9.6%；按每购物人次消费 4000 元计算，首都及浦东机场的旅客转化率仅为 15-20%，而韩国机场免税店的入境旅客转化率为 45%-50%。由此可见，国内机场在提高旅客免税购物转化率上仍有较大空间，而我国机场旅客免税购物转化率较低主要有三点原因：

(1) 最直接的原因在于，我国机场免税店面积较小，品牌店数量少。仁川机场拥有免税店 156 家，品牌专营店 70 余家，经营面积约 2.5 万平；迪拜机场免税店面积接近 4 万平，运营的品牌数量超过 300 个。而国内最大的浦东机场免税经营面积仅 1 万平不到，免税店面 11 个，品牌专营店也较少。未来伴随浦东机场卫星厅扩建，免税经营面积翻倍叠加日上运营持续优化，我们预计上海机场的免税店的旅客转化率仍有较大提升空间；首都及白云机场短期面积扩大较难，但运营商仍可通过增加促销活动等方式提高旅客转化率。

(2) 其次是购物场景的氛围感较弱，不论是首都机场、浦东机场，亦或是新建的白云机场 T2 航站楼，与国外机场在购物体验 and 购物氛围上依然存在差距；

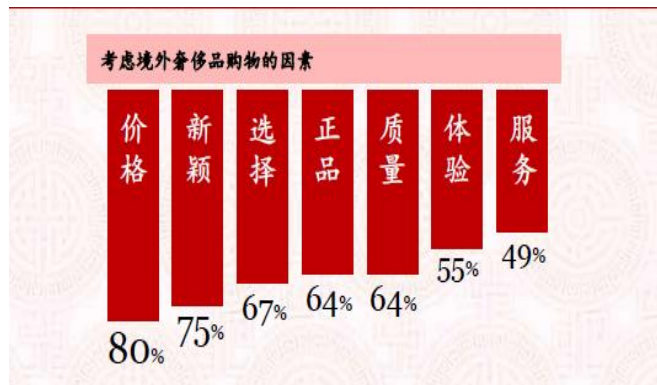
(3) 此外，韩国运营商早于 2000 年就推出了线上免税购物，支持出入境旅客提前线上选购，线下机场提货。国内的在线免税购物平台开始起步，目前萧山机场、白云机场已经可以进行线上免税预订。

图 10: 主要枢纽机场免税店经营面积对比 (单位: 平方)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图 11: 中国富裕阶层考虑境外奢侈品购物的因素

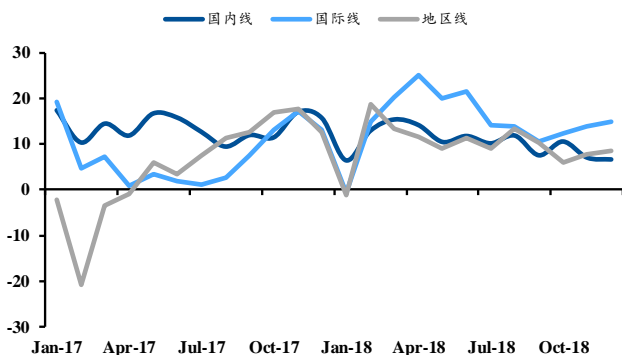


资料来源: 麦肯锡, 民生证券研究院

(三) 航空: 经济放缓叠加油汇冲击致业绩承压

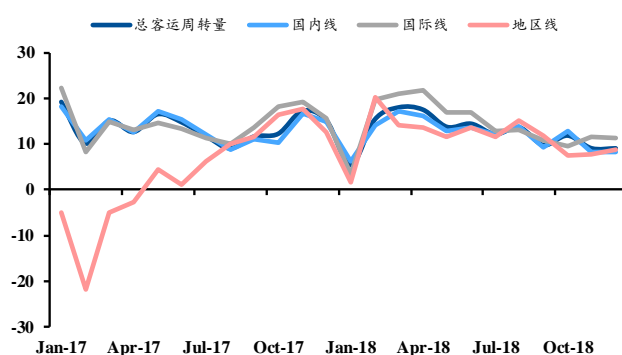
2018 年四季度后航空需求放缓明显。2018 年民航业整体需求呈现前高后低走势, 前三季度客座率整体保持向上。四季度后受经济放缓影响, 11-12 月全民航空客座率同比-1.5pct/-1.2pct, 较 2017 年同期出现下滑。

图 12: 2018 年民航业运载人次增速



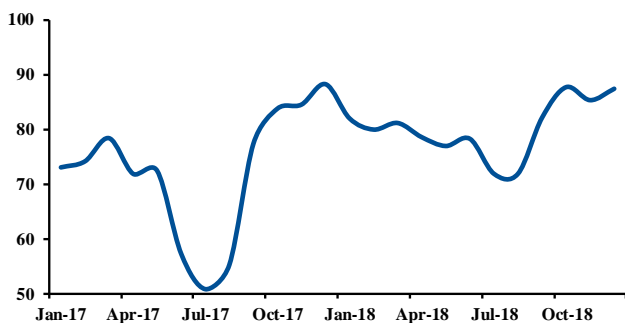
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 13: 2018 年民航业分航线 RPK 增速



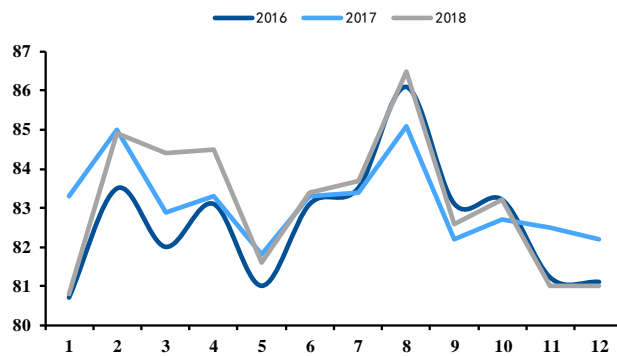
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 14: 2018 年民航业航班正常率回升



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 15: 2018 年四季度民航业客座率走低



资料来源: Wind, 民生证券研究院

收入端：国际线收益品质回升，国内线稳中有升。2018年，受票价市场化改革和燃油附加费征收影响，三大航营业收入合计增12.8%。客座率方面，东航整体客座率增1.2pct，表现最佳；南航/国航分别+0.2pct/-0.5pct。从客公里收益看，国际线止跌回升成为共同特征，2018年国航/东航/南航国际线客公里收益各增6%/4%/4%，主要受出境游市场回暖影响，以及三大航均对国际运力的投放计划进行了调整优化并加强了收益管理；国内线方面，东航依托上海两场的旺盛需求，客公里收益增速领跑三大航；国航商务线优势维持，客公里收益涨2.9%；南航由于运力供给增长较快，客公里收益涨幅不明显。

表 3：三大航 2018 年收入指标

财务指标 (亿元)	中国国航	东方航空	南方航空
营业收入	1368	1149	1436
同比	12.7%	13.0%	12.7%
客座率	80.6%	82.3%	82.4%
同比	-0.5pct	1.2pct	0.2pct
客公里收入 (元)	0.55	0.50	0.49
同比	2.9%	3.5%	0%
其中：国内	2.6%	4.1%	1.9%
国际	5.0%	4.3%	5.4%
地区	2.3%	2.2%	-5.1%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

成本费用：降本增效持续推进，扣油成本改善明显。2018年，三大航营业成本合计增6.6%，其中航油成本合计增296亿/+35%，占营业成本比重升至33%，拖累毛利率降1.3pct，主要受航油出厂价同比增28%影响。剔除油料成本后，三大航营业成本合计增6.6%，扣油后毛利率升3.4pct，反映三家航空公司降本增效的措施效果显著。同时，受益于成本管控加强以及宽体机增加、座位改造带来的单位固定成本摊薄，三大航单位ASK扣油成本降3.5%，其中南航单位ASK扣油成本降幅领先。销售/管理费用方面，三大航合计销售/管理费用率降0.7pct。

表 4：三大航 2018 年成本比较

财务指标 (亿元)	中国国航	东方航空	南方航空
营业成本	1151	1024	1286
同比	14.8%	13.4%	15.2%
扣油成本	767	687	857
同比	6.6%	5.5%	7.4%
单位ASK扣油成本 (元)	0.28	0.28	0.27
同比	-3.4%	-2.6%	-4.1%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

汇兑损失拖累业绩，扣汇后税前利润实现正增长。2018年，三大航扣非归母净利润合计降36%，除油价上涨带来成本剧增外，汇率贬值也是重要因素。2018年国航/东航/南航分别产生29/20/18亿元汇兑损失，占利润总额比重分别为29%/52%/38%。剔除汇兑后，国航因国泰航扭亏，利润总额同比增44%；东航受益于上海市场需求韧性足，剔除2017年出售东航物流产生的投资收益后，利润总额同比增24%；南航由于国际运力投放较多，扣汇后利润总额同比仍降11%。

2019年春运航空需求前低后高，1Q19需求整体稳中有升。受旅客结构变化影响，19年春运40天民航发送旅客人次同比增长11.4%，同比降0.3pct，并呈现出增速前低后高的趋势，前20天客流量同比仅增10.3%，后20天同比增长13.6%；而从1-3月整体情况看，民航业需求保持稳中有升，国际线表现强劲。1Q19国航、东航、南航、春秋客座率均同比上行，吉祥、海航客座率同比下降。其中，春秋因Q1国际航线表现强劲，客座率同比增长3pct，东航、南航、国航次之。吉祥客座率同比下降主要因787宽体机投运，ASK增幅较大所致。

图 16：2019年1-3月航司生产经营数据汇总（同比%）

航线	指标	年份	国航	东航	南航	海航	吉祥	春秋
整体	ASK	2019	6.6	10.9	11.3	12.3	14.5	9.0
		2018	11.0	9.1	11.0	18.4	15.4	17.2
	RPK	2019	7.0	12.0	11.9	10.5	14.1	12.7
		2018	9.7	9.1	10.8	17.0	12.4	12.2
	客座率	2019	0.3	0.8	0.5	-1.4	-0.3	3.0
		2018	-0.9	0.0	-0.2	-1.1	-2.4	-4.0
	运载人次	2019	6.4	10.9	9.4	9.1	16.8	12.6
		2018	7.8	7.7	9.8	16.0	15.1	11.8
国内	ASK	2019	5.0	13.8	10.4	9.1	13.8	6.6
		2018	8.2	8.6	10.4	18.6	14.6	20.1
	RPK	2019	4.2	14.4	10.4	9.0	13.9	8.7
		2018	6.4	8.3	10.2	16.6	10.9	15.2
	客座率	2019	-0.6	0.5	0.0	-0.1	0.1	1.8
		2018	-0.6	-0.2	-0.2	-1.5	-2.9	-3.9
	运载人次	2019	4.1	11.4	8.7	8.3	15.7	8.8
		2018	7.1	7.8	9.4	16.2	16.0	14.8
国际	ASK	2019	8.8	5.9	13.4	24.2	17.5	12.3
		2018	16.4	10.2	12.5	18.2	17.8	11.9
	RPK	2019	11.0	7.8	15.2	16.9	14.3	19.3
		2018	13.6	10.4	12.1	18.9	18.5	6.7
	客座率	2019	1.5	1.4	1.3	-4.4	-2.3	5.3
		2018	-1.9	0.2	-0.3	0.4	0.5	-4.2
	运载人次	2019	16.7	8.4	13.6	19.4	24.2	21.5
		2018	10.4	7.2	13.2	13.4	5.2	3.4
港澳台（地区）	ASK	2019	11.6	8.9	9.9	-3.9	23.4	28.6
		2018	5.0	5.4	10.3	-0.8	37.5	11.4
	RPK	2019	16.1	9.7	14.2	8.7	22.7	39.5
		2018	11.2	10.3	10.5	-6.4	39.7	4.3
	客座率	2019	3.2	0.7	2.9	9.4	-0.5	7.2
		2018	4.7	3.6	0.2	-4.3	1.3	-5.8
	运载人次	2019	15.9	11.0	12.7	22.9	23.5	37.9
		2018	12.9	8.5	6.7	1.1	36.1	6.4

资料来源：公司公告，民生证券研究院

1Q19三大航业绩企稳，经营租赁进表致汇兑敏感性放大。2019年一季度，三大航收入增速有所分化，主要因国航剥离货运业务导致货运收入减少，还原后预计国航Q1收入增6%，增速仍较低主要因首都机场未试点夜航以及西跑道检修停用影响，运力投放受影响；东航Q1延续2018年票价领跑趋势，收入增速显著高于国航、南航，预计RASK略增；南航Q1运力投放增速最快，但收入增幅略低于运力投放，预计RASK小幅下滑。此外，受新会计准则下经营租赁进表影响，一季度三大航汇兑敏感性显著放大，测算国航/东航/南航一季度汇兑敏感性分别为美元/人民币汇率变动1pct，对利润总额产生的影响分别为6.0/4.8/6.5亿元，但由于1Q19人民币升值幅度低于去年，扣汇后利润总额国航/东航/南航同比变动分别为

17%/21%/-11%。

表 5: 三大航 1Q19 财务指标对比

财务指标 (亿元)	中国国航	东方航空	南方航空
营业收入	326	301	376
同比	3.0%	12.3%	10.4%
座公里收益 (元)	0.41	0.41	0.40
同比	0.3%	-0.9%	-0.5%
营业成本	269	258	321
同比	1.3%	9.6%	9.7%
扣非归母净利润	26.5	19.4	24.6
同比	1.9%	2.0%	3.2%
汇兑损益 (+收益/-损失)	13.2	10.5	14.6
汇兑敏感性 (1pct 变动对税前利润影响)	6.0	4.8	6.5

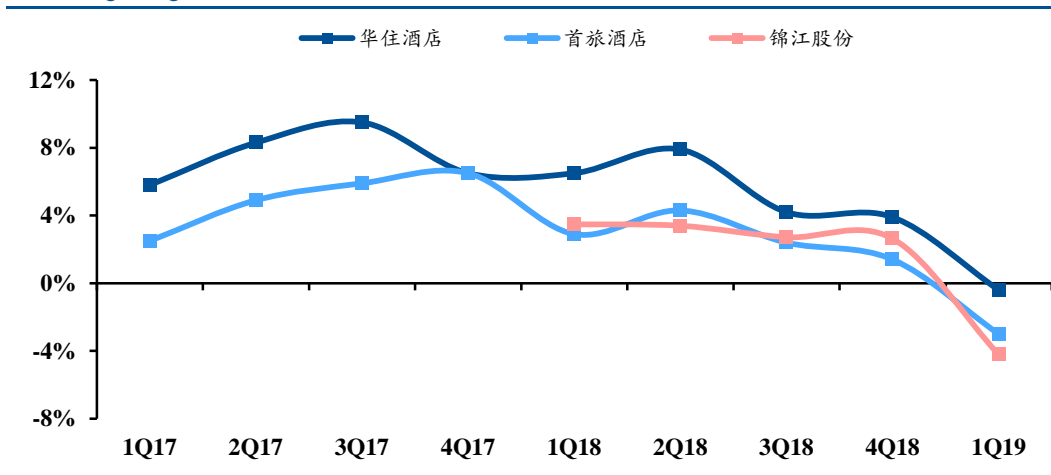
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院测算

三、酒店、出境游业绩承压, 景区公司业绩分化

(一) 酒店: 经济放缓致业绩承压

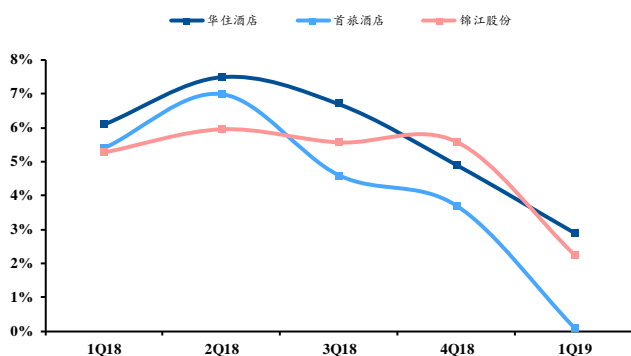
与航空公司相似, 国内酒店公司客源结构中商务客占比高, 经营指标表现与经济周期变化密切相关。从 2017 年至今数据看, 三大酒店集团同店 Revpar 增速于 3Q18 步入下行趋势。从 Revpar 的变动因素看, 平均房价 (ADR) 受益于酒店改造和结构升级, 全年仍保持增长, 但首旅及锦江的入住率自 2Q18 起开始出现下滑, 华住自 3Q18 开始出现下滑。从 1Q19 至今数据看, 虽然 PMI、社融数据出现改善, 但传导至下游商务活动仍有时滞, 从过往经验判断, 预计今年三季度起, 酒店公司同店经营数据有望出现回升。

图 17: 1Q17-1Q19 三大酒店集团同店 RevPar 增速



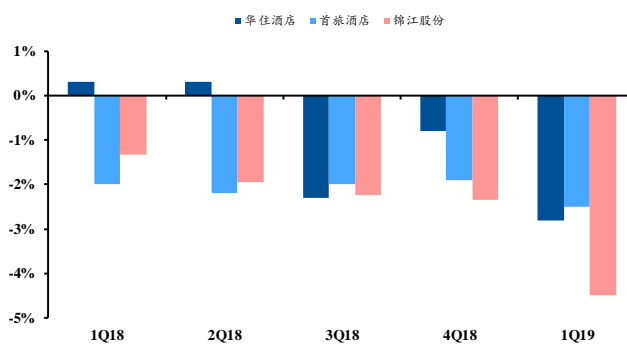
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图 18: 1Q18-1Q19 三大酒店集团同店 ADR 增速



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

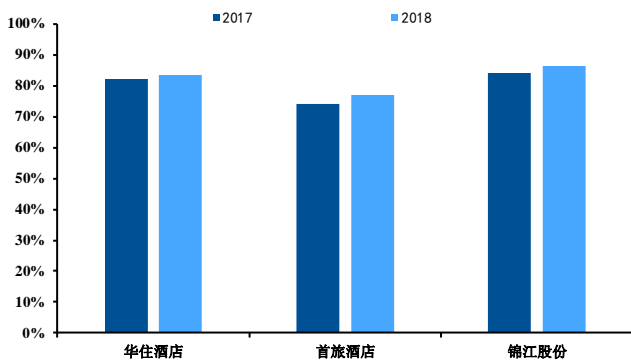
图 19: 1Q18-1Q19 三大酒店集团同店 Occ 变动



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

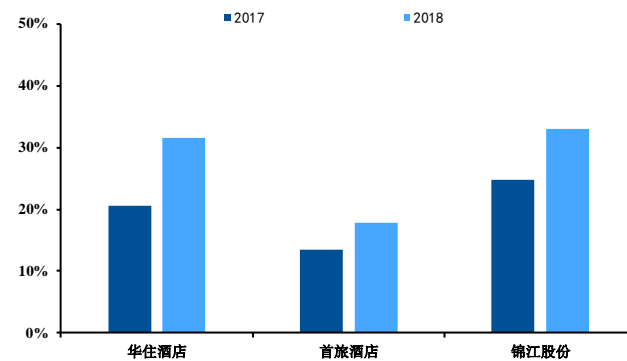
结构升级和加盟提升有望平滑周期属性。2018 年三大酒店集团酒店结构变化趋同, 均体现为中端、加盟占比提升。从 2019 年的开店计划看, 华住、首旅如家、锦江新开中高端酒店占比均在 50% 以上, 伴随酒店结构升级, 未来平均房价均有望维持增长趋势。此外, 各酒店集团也在加大对轻资产模式的拓展和探索, 以平滑 Revpar 变动对利润率的影响: 首旅如家预计 19 年特许店在新开店总数中占比超 95%, 并逐步探索更加轻资产的联盟模式; 华住推出软品牌“一宿”, 降低加盟门槛, 以加快对单体酒店的连锁化步伐; 锦江 19 年主要聚焦于提质增效, 并探索通过创新手段将品牌和资产剥离, 做到变大变强变轻。

图 20: 2017-2018 年三大酒店集团加盟店占比



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图 21: 2017-2018 年三大酒店集团中端酒店占比



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

表 6: 三大酒店集团 18-19 年开店情况

	华住酒店	首旅如家	锦江股份
18 年毛开店 (家)	723	622	1243
19 年计划开店 (家)	800-900	800	900
中高端酒店占比	75%	50%以上	预计 80%

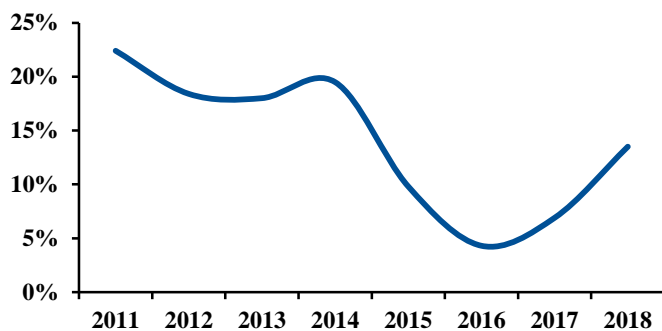
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

(二) 出境游: 行业增速持续回升, 众信批零一体化发展加速

2018 年以来出境游人次增速复苏持续。根据国家旅游局数据, 2018 年中国出境游人次增

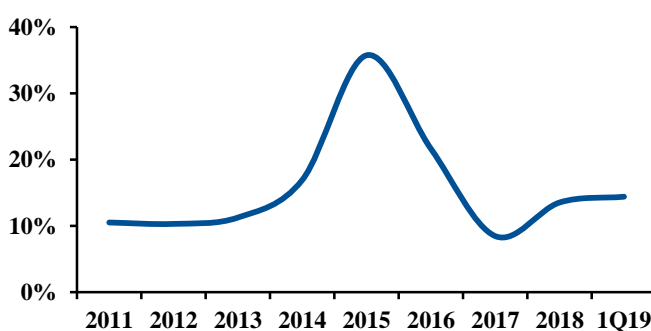
长 14.7%，延续了 2017 年以来的复苏趋势。从航空公司国际线运载人次增速看，2018 年、2019 年一季度，国际线运载人次增速各为 13.5%/14.4%，增速较 17/18 年同期的 8%/11% 出现明显回升。

图 22：2011-2018 年中国出境游人次增速



资料来源：国家旅游局，民生证券研究院

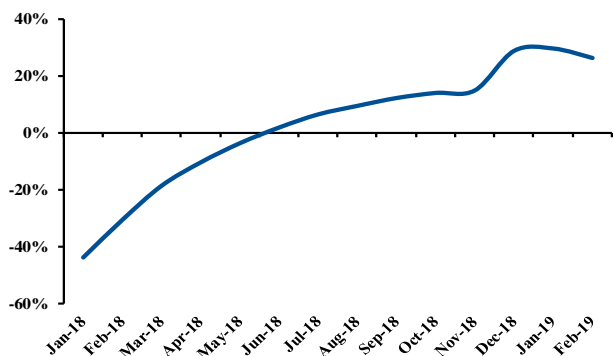
图 23：六家上市航司国际线运载人次增速



资料来源：公司公告，民生证券研究院

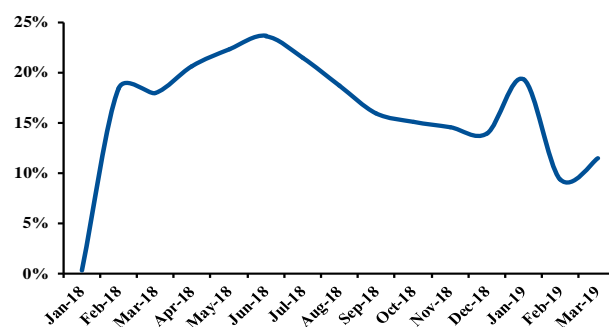
权重目的地表现不一，日韩复苏，港澳游高景气，泰国向下。2018 年受益于签证政策改善和低基数，内地赴日旅游、赴韩旅游人次增速分别出现复苏。从 19 年一季度的数据看，日韩两大目的地的增速依然较快，1-3 月同比各增 11%/26%；港澳游高景气持续，尤其是港珠澳大桥开通后，11-12 月内地赴港澳旅游人次出现陡增。东南亚市场最重要的目的地泰国因沉船事件影响，增速转负趋势延续至 19 年一季度，但整体降幅受益于泰国政府延长免费落地签政策，有所收窄。

图 24：2018 年至今中国赴韩国旅游人次增速



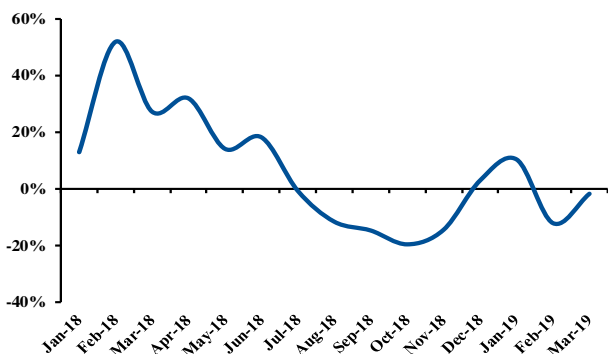
资料来源：泰国旅游局，民生证券研究院

图 25：2018 年至今中国赴日本旅游人次增速



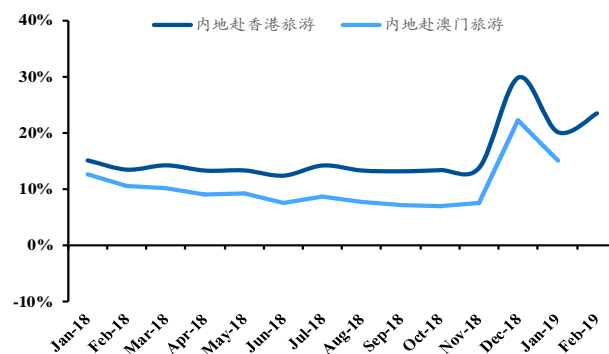
资料来源：各国旅游局，民生证券研究院

图 26：2018 年至今中国赴泰国旅游人次增速



资料来源：泰国旅游局，民生证券研究院

图 27：2018 年至今港澳接待内地旅客人次增速



资料来源：各国旅游局，民生证券研究院

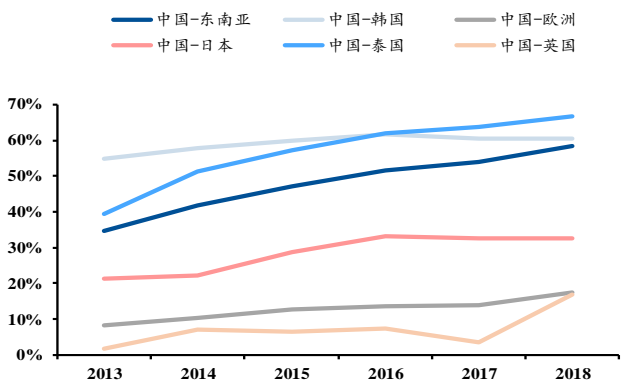
目的地风险及出境市场下沉趋势背景下，上市公司业绩未能与行业复苏形成共振。不同于行业的复苏性增长，2018 年，两家上市 A 股出境游龙头公司业绩均出现不同程度下滑。总结主要有两方面因素：（1）2018 年下半年权重市场表现不佳：欧洲市场表现平淡，东南亚市场受泰国沉船、普吉岛火山爆发影响，客流下滑，众信也因此计提大额资产减值拖累 18 年业绩下滑 98%；（2）出境游行业目前集中度较低，且地域性明显，导致市场需求分层现象比较严重。目前一线城市的市场需求较为饱和，而下沉市场虽然增长较快，但旅客对产品需求与一线城市存在差异，众信和凯撒等产品定位较高的运营商在进入这一市场时需要一定的调整时间。

表 7：出境游公司 1Q18-1Q19 收入情况

营业收入（亿元）	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19
众信旅游	24.8	33.3	36.2	28.0	24.6
同比	11%	18%	-13%	-1%	-1%
凯撒旅游	18.0	19.7	31.6	12.5	18.1
同比	11%	10%	11%	-31%	0%

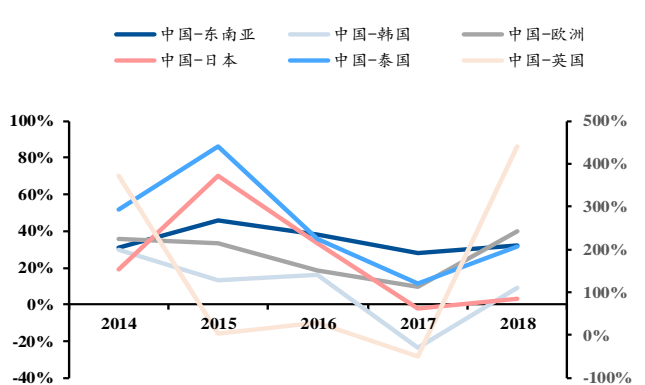
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 28：北上广以外城市国际线计划航班座位数占比



资料来源：OAG，民生证券研究院

图 29：北上广以外城市国际线计划航班座位数增速



资料来源：OAG，民生证券研究院

重点关注众信旅游：公司作为传统的出境游批发商，近年逐步加快批零一体化转型，除了在渠道端通过并购拓展直营门店，发展零售模式，公司自 2019 年起将通过更加轻资产的加

盟模式加快低线市场的开店步伐和区域扩张节奏，以分享低线城市的出境游需求增长红利。

（三）景区：体制机制带来的外延能力差异，导致业绩分化

2018 年景区公司业绩出现明显分化，经营体制机制更为灵活且具备外延能力的人文休闲景区公司表现较好，传统自然景区公司受门票降价政策及旺季接待瓶颈影响，面临收入下降和客流增长乏力的压力：

（1）宋城演艺：2018 年，公司演艺主业收入同比增 11%，归母净利润增 21%。核心景区杭州宋城、三亚千古情、丽江千古情营收增速均维持较快增长，新开桂林项目基本实现盈亏平衡。19 年一季度，公司主业增长靓丽，剔除六间房后预计业绩增速 38%，同时账上仍有 4.5 亿元预收账款仍未确认收入，19 年全年业绩增速有望维持在 20%-30% 区间。此外，考虑六间房出表后战略更加聚焦主业，2019-21 年将陆续有 7 个异地轻/重资产项目逐步落地，公司长期增长动能充足。

表 8：宋城演艺 2018 年各项目财务情况（单位：百万元）

	营业收入	YoY	净利润	YoY
现场演艺	1586	8%	867	12%
其中：				
杭州宋城旅游区	866	10%	357	8%
三亚宋城旅游区	414	24%	249	40%
丽江宋城旅游区	263	18%	142	18%
九寨宋城旅游区（地震停业）	2	-98%	-33	-
桂林宋城旅游区	41	-	-1.1	-

资料来源：公司公告，民生证券研究院

（2）三特索道：梵净山、华山等核心项目收入和人次增速均实现较快增长，带动利润迅速释放。此外，公司加快推进“资产梳理”工作，通过剥离、处置盈利能力较差的子公司实现整体减亏。

表 9：2018 年三特索道盈利项目情况（单位：万）

公司名称	接待游客 (万人/次)	营业收入	净利润	人次同比	营收同比	净利润同比
梵净山	120	25459	11661	45%	40%	63%
华山索道	204	15021	6324	40%	52%	70%
海南公司	104	9479	3759	1%	7%	-1%
千岛湖索道	90	3151	1505	-1%	-2%	0%
庐山三叠泉	50	2952	1605	4%	4%	47%
珠海索道	31	1168	345	19%	21%	-8%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

（3）中青旅：2018 年乌镇/古北水镇客流量分别降 9.7%/6.9%，但两大景区均依托丰富的业态，实现客单价的提升，从而维持了收入和利润的增长趋势。同时，伴随古北水镇股权事项尘埃落定（公司受让京能 5% 股权），未来古北水镇在运营上的掣肘也将解除，作为北京地区最为优质的古镇项目，其业绩的增长潜力仍持续释放。

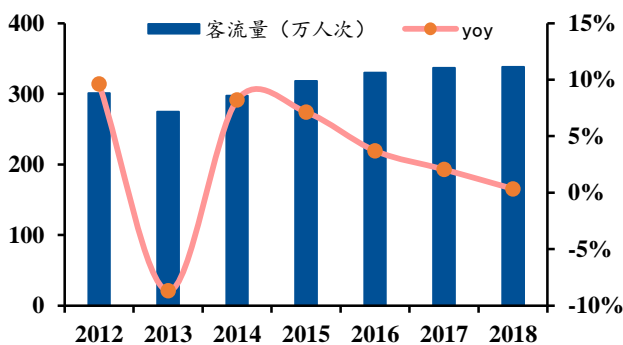
表 10：2018 年中青旅主要景区项目财务状况

	乌镇	古北水镇	备注
客流 (万人次)	915	256	
同比	-10%	-7%	
客单价 (元)	208	389	
同比	29%	9%	
营业收入 (亿元)	19.1	10.0	
同比	9.6%	9.6%	
净利润 (亿元)	7.3	3.1	其中, 乌镇政府补贴同比减少 26%; 古北地产收益增厚业绩约 1 亿
同比	6%	170%	

资料来源：公司公告，民生证券研究院

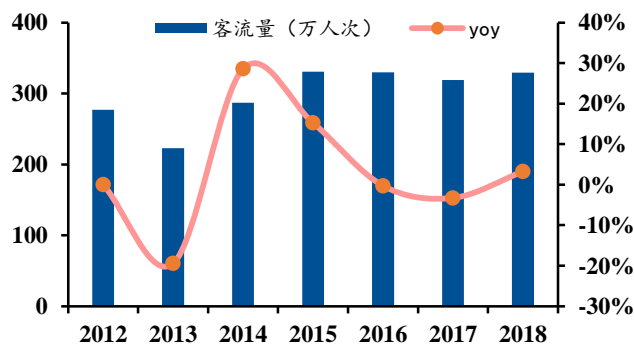
(4) 受门票降价政策及景区接待瓶颈影响，2018 年传统自然景区公司业绩承压。2018 年各地政府响应国家门票降价黄山、峨眉山客流分别增长 0.3%/3.2%，收入同比降 9.1%/0.6%，扣非净利润同比降 1.2%/1.3%。

图 30：2012-2018 年黄山景区客流及增速



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 31：2012-2018 年峨眉山景区客流及增速



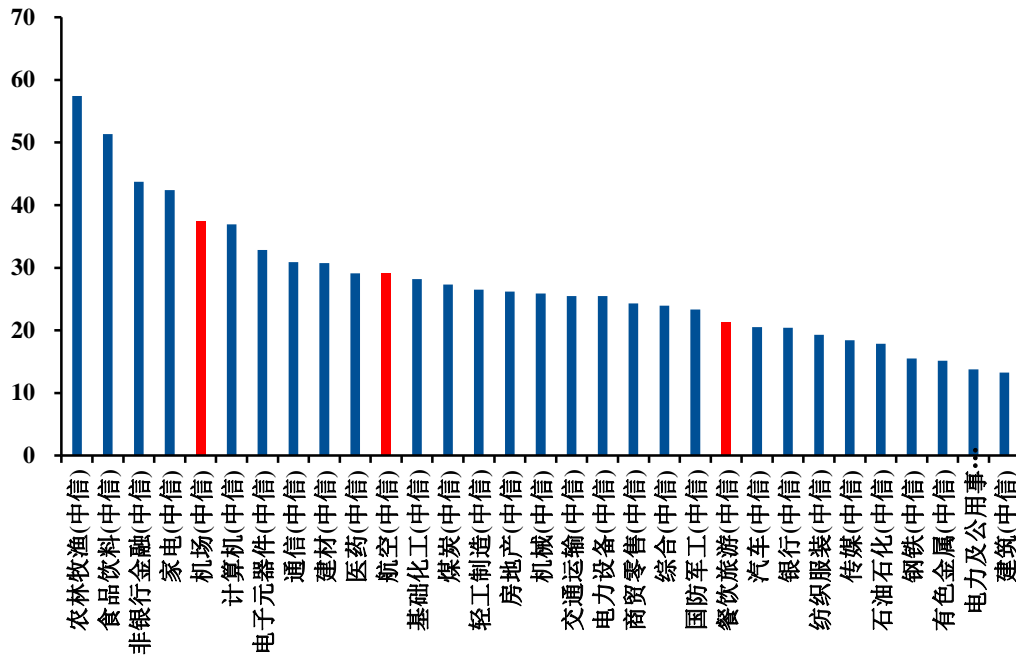
资料来源：公司公告，民生证券研究院

四、估值分析：机场及免税龙头估值溢价明显

估值比较：餐饮旅游、航空板块估值仍处历史平均以下，机场板块估值溢价明显。截止 4 月 30 日，餐饮旅游及航空板块整体估值仍处于历史平均之下，而机场板块估值出现溢价。表这一现象或反映年市场目前仍愿意给予业绩增长确定性强的公司以估值溢价。

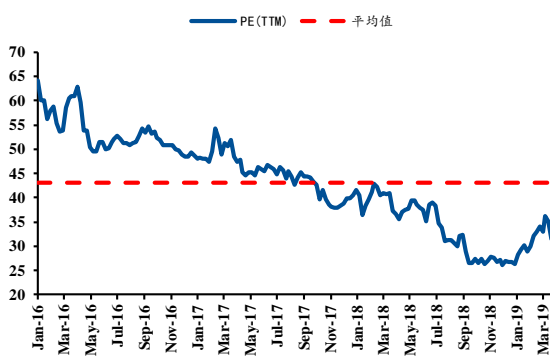
板块涨跌风格不一，业绩确定性与预期改善齐舞。年初至今，餐饮旅游板块个股涨跌没有明显主线。从涨幅前十的公司看，仅中国国旅年报及一季报表现较好，其余个股如锦江、首旅主要因先行指标改善，市场预期下半年经济企稳后公司业绩将迎来拐点，而凯撒、西安旅游等其他 7 只个股上涨更多受事件性因素及资金驱动。航空涨跌幅基本与业绩表现相关，Q1 三大航座收表现东航>国航>南航，个股涨跌排序同样。机场板块主要与免税业务表现相关，领涨的白云机场，主要因 T2 免税店开业后销售持续超预期，上机涨幅紧随其后，也主要受益于 Q1 免税收入的高增长。

图 32：2019 年至今各板块涨跌幅情况



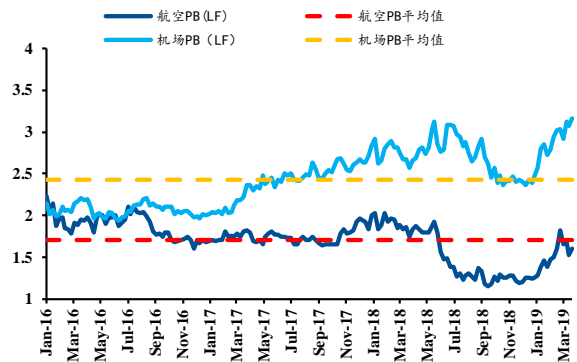
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 33：2016 年至今餐饮旅游（中信）市盈率



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 34：2016 年至今航空、机场市净率



资料来源：Wind，民生证券研究院

插图目录

图 1: 餐饮旅游 (中信一级) 上市公司归母净利润增速	3
图 2: 航空及机场上市公司归母净利润增速	3
图 3: 2009-2018 年中国免税业销售收入	4
图 4: 中国国旅收入及业绩增速	6
图 5: 中国国旅毛利率	6
图 6: 白云机场生产经营指标增速	6
图 7: 上海机场生产经营指标增速	6
图 8: 深圳机场生产经营指标增速	7
图 9: 厦门空港生产经营指标增速	7
图 10: 主要枢纽机场免税店经营面积对比 (单位: 平方米)	8
图 11: 中国富裕阶层考虑境外奢侈品购物的因素	8
图 12: 2018 年民航业运载人次增速	8
图 13: 2018 年民航业分航线 RPK 增速	8
图 14: 2018 年民航业航班正常率回升	8
图 15: 2018 年四季度民航业客座率走低	8
图 16: 2019 年 1-3 月航司生产经营数据汇总 (同比%)	10
图 17: 1Q17-1Q19 三大酒店集团同店 RevPar 增速	11
图 18: 1Q18-1Q19 三大酒店集团同店 ADR 增速	12
图 19: 1Q18-1Q19 三大酒店集团同店 Occ 变动	12
图 20: 2017-2018 年三大酒店集团加盟店占比	12
图 21: 2017-2018 年三大酒店集团中端酒店占比	12
图 22: 2011-2018 年中国出境游人次增速	13
图 23: 六家上市航司国际线运载人次增速	13
图 24: 2018 年至今中国赴韩国旅游人次增速	13
图 25: 2018 年至今中国赴日本旅游人次增速	13
图 26: 2018 年至今中国赴泰国旅游人次增速	14
图 27: 2018 年至今港澳接待内地旅客人次增速	14
图 28: 北上广以外城市国际线计划航班座位数占比	14
图 29: 北上广以外城市国际线计划航班座位数增速	14
图 30: 2012-2018 年黄山景区客流及增速	16
图 31: 2012-2018 年峨眉山景区客流及增速	16
图 32: 2019 年至今各板块涨跌幅情况	17
图 33: 2016 年至今餐饮旅游 (中信) 市盈率	17
图 34: 2016 年至今航空、机场市净率	17

表格目录

表 1: 航旅板块重点上市公司年报、一季报业绩概览	3
表 2: 2018 年中国国旅免税板块收入及利润增长情况	5
表 3: 三大航 2018 年收入指标	9
表 4: 三大航 2018 年成本比较	9
表 5: 三大航 1Q19 财务指标对比	11
表 6: 三大酒店集团 18-19 年开店情况	12
表 7: 出境游公司 1Q18-1Q19 收入情况	14
表 8: 宋城演艺 2018 年各项目财务情况 (单位: 百万元)	15

表 9：2018 年三特索道盈利项目情况（单位：万）	15
表 10：2018 年中青旅主要景区项目财务状况	16

分析师与研究助理简介

钟奇，民生研究院院长，范德比尔特大学金融数学博士后，约翰霍普金斯大学博士，复旦大学学士，上海期货交易所博士后导师

顾熹闾，民生证券社会服务业及交通运输业研究助理，同济大学金融硕士，曾分别于海通证券从事社会服务业研究，航空公司从事股权投资工作。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。