

## 餐饮旅游/交通运输

行业研究/周报

# Q4 航空供需结构或现改善，关注快递旺季行情

—餐饮旅游/交通运输周报 20191021

餐饮旅游/交通运输周报

2019年10月21日

### 报告摘要：

本周（20191014-20191018），主要大盘指数上证综指/深证成指/沪深300 分别-1.2%/-1.2%/-1.1%，申万休闲服务指数/申万交运指数分别+0.6%/-1.5%。

### ● 本周观点

**航空：民航9月需求企稳，冬春航季供需紧平衡状态。**延续9月民航客运量增速回升，完成旅客运输量5475.3万人次，同比增长8.9%，环比8月8.2%的增速略有回升。分结构看，国内线9月客运量同增7.6%，较8月环比回升，主要因ASK增长加快所致，客座率仍降0.6pct。国际线表现依旧强劲，客座率升0.6pct至78.7%，运载人次增18%，主要受益于日韩游高速增长。三大航PB估值已下行至历史低位1.3X附近，主要受需求放缓及汇率大幅贬值影响。未来伴随中美贸易谈判取得进展，预计汇率大幅向下波动概率较低，Q4三大航汇兑损益将现改善，PB估值具备修复空间。供需紧平衡状态延续，2019/20冬春航季内航内航线航班供给增速进一步收缩至5%（去年6.8%），伴随Q4需求端去年同期基数较低，且财政、货币政策有望进一步宽松刺激需求，重点关注平均票价是否出现回升。整体而言，我们认为当前航空股估值进入历史底部区间，配置意义显著。

**免税：预计国旅Q3业绩增速维持强劲。**我们预计中免Q3业绩增速仍可维持30%一线，因利润率更高的三亚、白云机场增长依然强劲，部分抵消利润率较低的上海机场和香港机场的销售损失。整体而言，我们仍建议投资者布局长远，因我们认为免税行业仍将是旅游板块中增长最快、确定性最高的板块，预计中国免税业规模在2022年有望增长至接近900亿元，期间CAGR约22%。未来重点关注免税龙头中国国旅自身运营效率提升+国人市内免税政策放开进度。同时建议关注国旅在新零售业务上的探索，借鉴韩国免税业线上化特征，未来国旅在线上免税销售方面的探索值得期待。

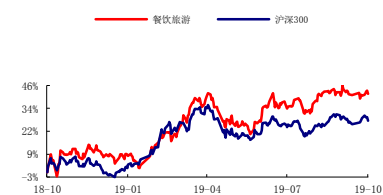
**机场：上机回调提供布局机会，白云、深圳非航业务价值有望重估。**受香港影响，上机Q3业绩增速预计有所放缓，但我们认为该因素持续时间有限。同时，伴随明年中日航权将进一步扩大，上机国际+地区旅客吞吐量仍有增长动力，免税销售增速届时预计将得到修复。白云、深圳机场受益于大湾区政策和建设先行示范区，国际枢纽建设进度有望加快。一方面二者近两年均有新增产能释放，而区域竞争对手香港面临产能瓶颈；另一方面，对白云机场而言：作为中免旗下三大枢纽机场中唯一的全资机场免税店，机场与中免合力做大做强白云免税的动力充足，未来在联合营销加强、经营面积释放等利好下，白云免税经营有望不断爬坡向上。对深圳机场而言：受益于先行示范区建设背景下带来的行政性因素改善，以及深圳市财政投入不断增加，未来国际旅客增速仍将维持较快增长，考虑明年底深圳机场免税招标即将重启，市场对其非航业务价值的认知有望重构。

**快递：9月件量增速依然强劲，关注双十一旺季行情。**9月快递业件量增速放缓至25%一线，预计主要与70周年国庆活动相关；单票收入续降，行业价格竞争态势仍在延续。公司层面，顺丰件量增速因下沉电商市场，实现明显提升（+38%），申通件量增速保持稳定（+51%），韵达件量增速略有放缓（+41%）。我们预计伴随双11活动开启，10-11月快递公司件量增速仍将保持较快增长，行业有望迎来旺季行情。推荐件量增速回升，盈利改善的顺丰控股，关注韵达股份。

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：顾熹闽

执业证号：S0100519080001

电话：021-60876718

邮箱：guximin@mszq.com

相关研究

- 1.行业周（月）报：贸易谈判初见成果，航空左侧布局时机显现
- 2.行业周（月）报：黄金周行业数据保持平稳，离岛免税量价齐升

- **投资建议：**

结合货币政策转向稳健略显宽松和行业基本面，我们建议首要关注：**(1) 长期行业空间可观，但当前股价受宏观经济放缓抑制明显的个股。**一是估值接近底部区域，业绩受惠于油汇改善，反弹较为确定的周期股，推荐南方航空、中国国航、东方航空，建议关注首旅酒店、锦江酒店；**(2) 增长确定性强，空间广阔的免税行业上下游，**推荐中国国旅、上海机场，深圳机场，建议关注免税经营处于快速爬坡期的白云机场；**(3) 具备外延空间的景区股，**推荐宋城演艺，峨眉山A，建议关注天目湖。

- **风险提示**

经济下行拖累国内免税销售不及预期；国人市内免税政策落地进展低于预期；油汇负向波动。

## 目录

一、	航空 9 月数据点评：国际线驱动客运量增速回升，国内线需求企稳静待验证.....	4
二、	行业数据跟踪.....	5
	（一）航空：9 月客运量增速回升，地区线受港台事件影响明显 .....	5
	1、南方航空 .....	5
	2、东方航空 .....	5
	3、中国国航 .....	6
	（二）快递：9 月件量增速放缓，单票价格续降 .....	7
	（三）博彩：9 月毛收入止跌 .....	7
二、	本周行业大事记 .....	8
	（一）社会服务业 .....	8
	（二）交通运输业 .....	8
三、	行情回顾 .....	10
	（一）社会服务业 .....	10
	（二）交通运输业 .....	11
四、	盈利预测与财务指标 .....	12
五、	风险提示 .....	12
	经济下行拖累国内免税销售不及预期；国人市内免税政策落地进展低于预期；油汇负向波动。 .....	12
	插图目录 .....	13
	表格目录 .....	13

## 一、航空 9 月数据点评：国际线驱动客运量增速回升，国内线需求企稳静待验证

**行业整体：整体客运量增速回升，国际线增长强劲。**9 月民航完成旅客运输量 5475.3 万人次，同比增长 8.9%，环比 8 月 8.2% 的增速略有回升。其中，国内线客运量增 7.6%，国际线增 20.5%。今年 1-9 月，全行业共完成旅客运输量 5.0 亿人次，同比增长 8.7%，整体而言，受宏观经济放缓影响，前三季度民航需求较年初制定的 11% 仍有较大距离。截至 9 月底，全行业机队运输飞机日利用率为 9.3 小时，正班客座率为 82.2%。从我们统计的六家上市航企数据看，9 月六家航司整体 RPK 同增 9.4%，ASK 同增 10%，客座率 81.6%，同比降 0.4pct。客运量同增 8.2%，同比/环比增速均出现回升。

**分结构看：国内平稳，国际线表现依旧强劲。**9 月六家航司国际线增长依旧强劲，其中国际线 RPK 增 11.8%，ASK 增 10.9%，客座率升 0.6pct 至 78.7%，运载人次增 18%，主要受益于日韩游高速增长。国内线方面，9 月客运量同增 7.6%，较 8 月环比出现回升，主要因 ASK 增速较快所致，客座率仍下滑 0.6pct。地区线方面，受港台事件影响，自 8 月起行业地区线供给需求均出现明显收缩，9 月随香港局势升级，六家航司地区线 RPK/ASK/客座率/运载人次增速分别-17.2%/-6.2%/-9.3pct/-15.8%。

**大小航数据分化，春秋、吉祥表现亮眼。**9 月三大航客座率除国航外均出现下滑，国航/东航/南航客座率分别+0.1%/-1.5%/-0.4%，其中东航在三条航线上客座率均下降较多，国航保持平稳主要受益于国际线客座率的提升，南航通过优化航线结构，整体客座率下滑均较为有限。民营航司表现均优异，其中春秋尤甚。9 月吉祥/春秋整体客座率分别-0.4%/+3.4%，其中吉祥国内线客座率+1.1%，春秋则+0.6%。国际线方面，吉祥受大飞机投运，客座率-1.1%，但降幅较 8 月收窄；春秋国际线客座率增长强劲，客座率+10.7%，较 8 月大幅提速。

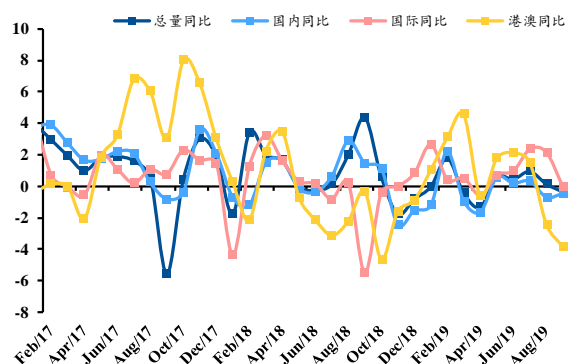
**投资建议：汇率企稳有望驱动航空股第一轮反弹，需求静待票价验证。**三大航 Q3 估值下行主要受需求和汇率双重因素影响，因租赁准则新规实施后三大航（国东南）汇兑敏感性放大至 4.8 亿、3.1 亿、5.2 亿，这使得三季度汇率大幅贬值（-3.97%）叠加需求端放缓，共同推动三大航 PB 估值下行至历史低位 1.3X 附近。而本周中美贸易谈判达成的初步协定中将包括汇率协定，因而未来人民币汇率有企稳回升可能，三大航汇兑损益将现改善，PB 估值具备修复空间。同时，Q4 需求端去年同期基数较低，且财政、货币政策有望进一步宽松刺激需求，重点关注平均票价是否出现回升。整体而言，我们认为当前航空股估值进入历史底部区间，配置意义显著。

## 二、行业数据跟踪

### (一) 航空：9月客运量增速回升，地区线受港台事件影响明显

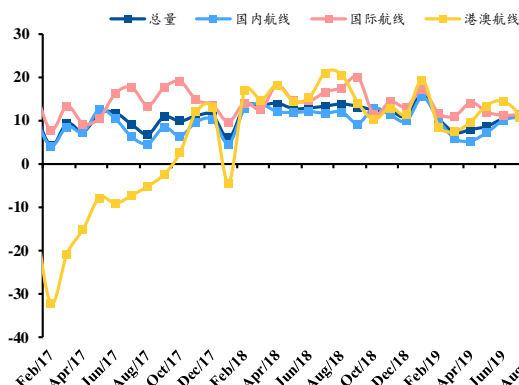
#### 1、南方航空

图 1：南方航空客座率变动趋势 (%)



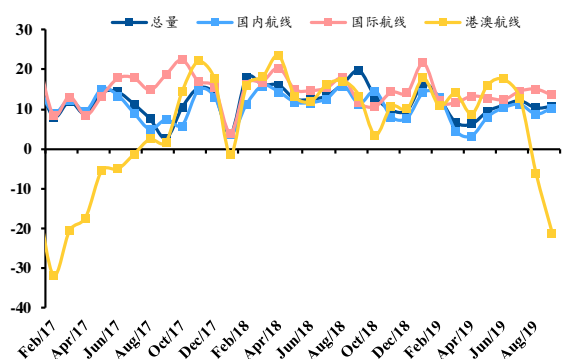
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 2：南方航空 ASK 变动趋势 (%)



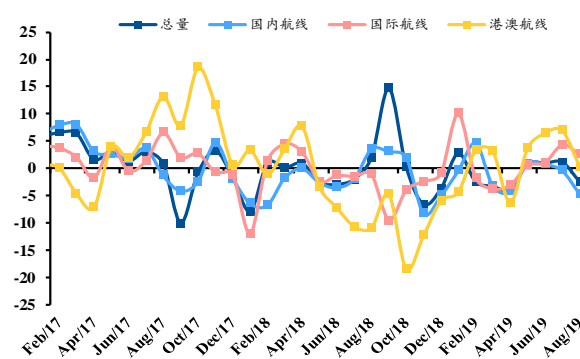
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 3：南方航空 RPK 变动趋势 (%)



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 4：南方航空 RPK-ASK 变动趋势 (%)



资料来源：公司公告，民生证券研究院

#### 2、东方航空

图 5：东方航空客座率变动趋势 (%)

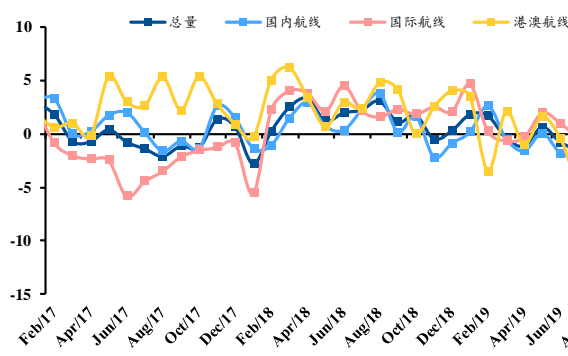
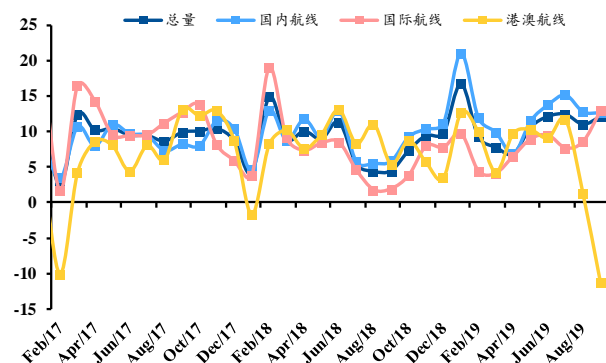
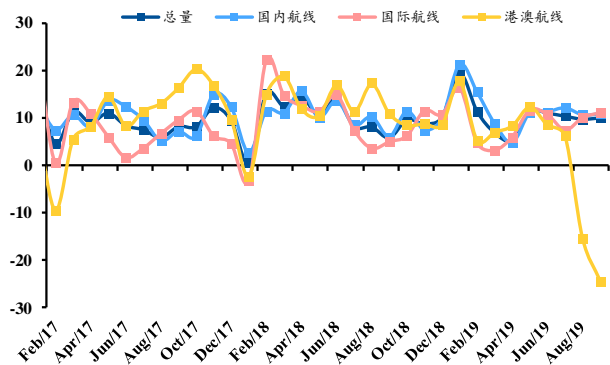


图 6：东方航空 ASK 变动趋势 (%)



资料来源：公司公告，民生证券研究院

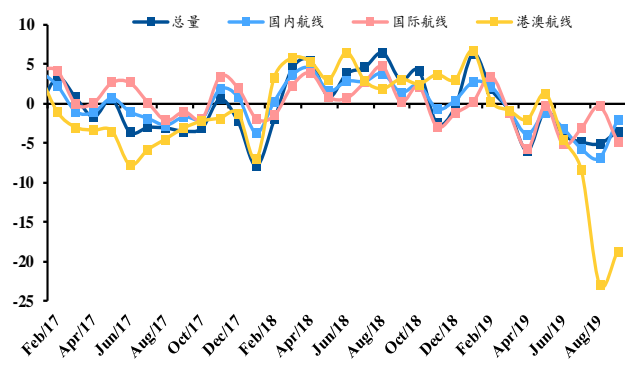
图 7：东方航空 RPK 变动趋势 (%)



资料来源：公司公告，民生证券研究院

资料来源：公司公告，民生证券研究院

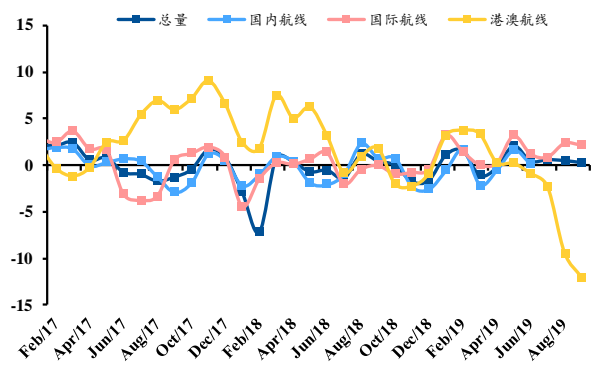
图 8：东方航空 RPK-ASK 变动趋势 (%)



资料来源：公司公告，民生证券研究院

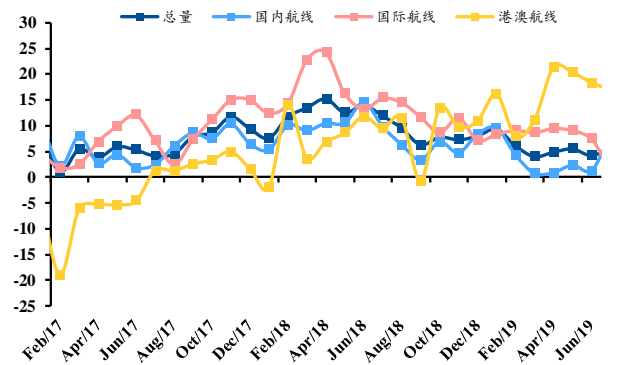
### 3、中国国航

图 9：中国国航客座率变动趋势 (%)



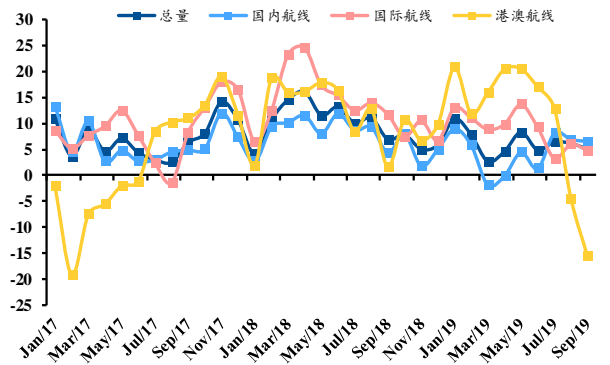
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 10：中国国航 ASK 变动趋势 (%)



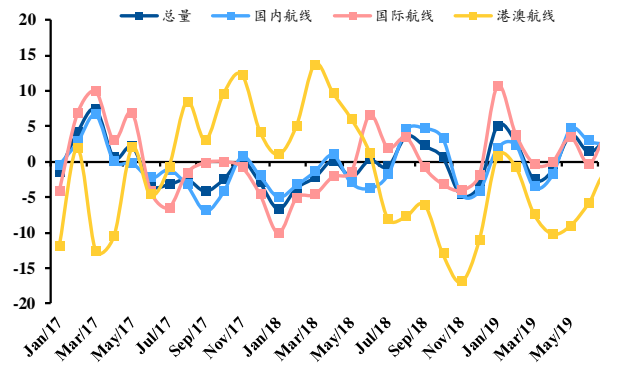
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 11：中国国航 RPK 变动趋势 (%)



资料来源：公司公告，民生证券研究院

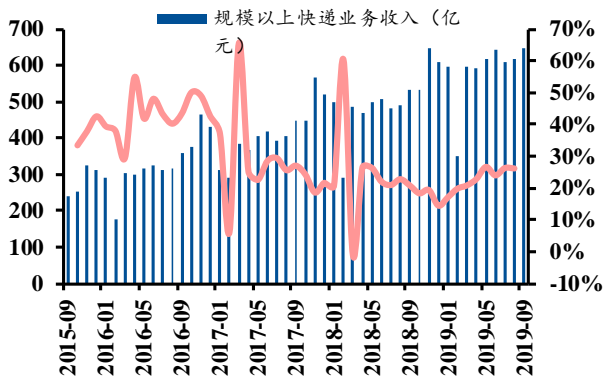
图 12：中国国航 RPK-ASK 变动趋势 (%)



资料来源：公司公告，民生证券研究院

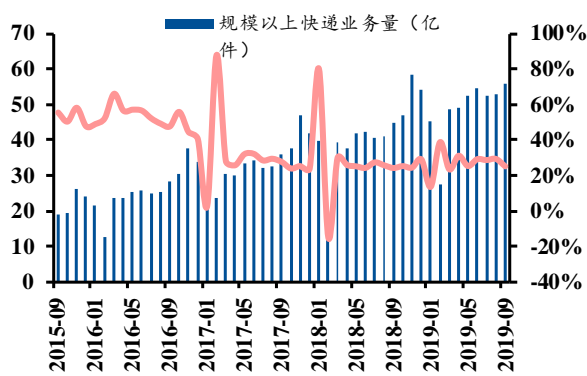
## (二) 快递：9月件量增速放缓，单票价格续降

图 13：9月快递业务收入完成 649.2 亿元，同比+22.3%



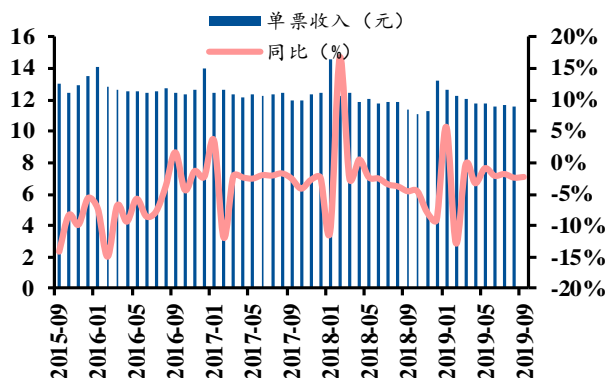
资料来源：国家邮政局，民生证券研究院

图 14：9月快递业务量完成 56.0 亿件，同比+25.0%



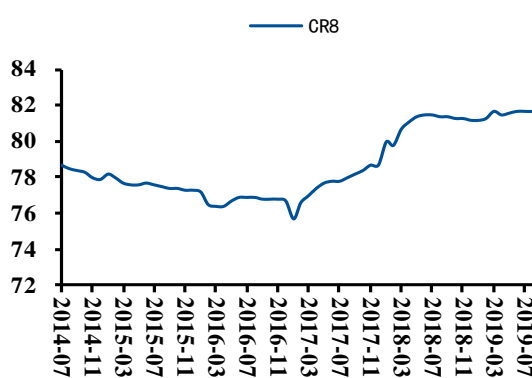
资料来源：国家邮政局，民生证券研究院

图 15：9月单票收入 11.6 元，同比-2.2%



资料来源：国家邮政局，民生证券研究院

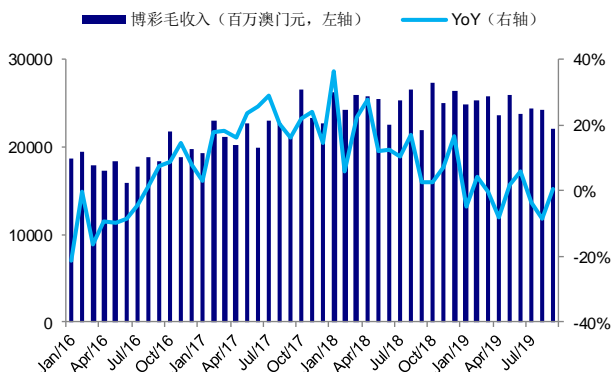
图 16：9月快递品牌集中度 CR8 为 81.8，同比+0.4pct



资料来源：国家邮政局，民生证券研究院

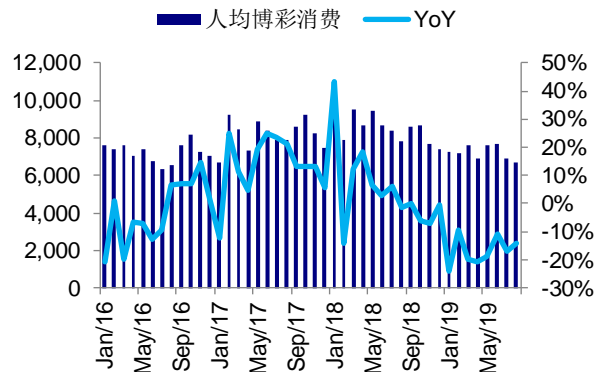
## (三) 博彩：9月毛收入止跌

图 17：澳门博彩业毛收入及增速（截止 2019 年 9 月）



资料来源：DICJ，民生证券研究院

图 18：澳门旅客人均博彩消费（截止 2019 年 8 月）



资料来源：DICJ，民生证券研究院

## 二、本周行业大事记

### (一) 社会服务业

1、中国出境游支出 2770 亿美元。数据调研机构 HowMuch.net 近日对旅客消费金额最多的目的地国家进行了调查:2018 年,中国游客的出境旅游消费支出达到 2770 亿美元,主要得益于新兴中产阶级的消费增长。而这一数字几乎是同年美国出境游支出总额(1440 亿美元)的两倍。

<https://mp.weixin.qq.com/s/XwIvKKSDC8cVBgBGMPkfLw>

2、赴台陆客急跌,台湾航司最赚钱黄金航线开始转亏。大陆游客赴台 8 月起大幅限缩,自由行签证完全停发,最后一波旅客多数已在国庆十一长假到台湾旅游,后续自由行旅客数逐渐趋零,团客也只剩约三分之一,估计 10 月 27 日开始的冬春航季班会再大减一波,过去两岸航线是台湾方航空公司最赚钱的航线,但随着大陆游客限缩,毛利率也一再降低,例如原本约三成毛利率的上海航线如今已降到两成左右,该已有部分公司出现亏损。

<https://www.traveldaily.cn/article/132377>

### (二) 交通运输业

1、东航、法航、荷航、维珍航空开启联营合作 四方携手深耕中欧航空市场。10 月 16 日,中国东方航空股份有限公司与法航荷航集团、法国航空公司、荷兰皇家航空公司以及维珍大西洋航空公司在上海签署联营合作意向备忘录,四方巩固和发展战略合作伙伴关系,不断深化合作内涵,计划在中国和欧洲间建立一个包含四家公司在内的联营合作,携手为全球旅客提供更加便捷、更有品质、更具价值的航空出行服务。协议的签署标志着东航在推进国际合作及国际化进程、打造“世界一流”航企方面取得又一重大进展。

<http://news.carnoc.com/list/506/506873.html>

2、FAA:波音隐瞒涉及 737Max 机型驾驶信息。据媒体当地时间 10 月 18 日报道,美国联邦航空管理局表示,波音公司隐瞒了 2016 年员工之间关于飞行控制系统的“相关”信息,这些信息与两架波音 737Max 坠机有关。相关信息披露,可能会为波音公司遭全球停飞的 737Max 机型再蒙上阴影。目前波音公司及联邦飞行管理局都面临多项关于飞机设计及软件的调查。就在一周前,公司罢免了首席执行官穆伊伦堡的董事长职务,让其更加专注于尽快让飞机复飞。据了解,穆伊伦堡将在本月 29 日到 30 日首次前往美国国会,参加参议院商务委员会及众议院运输委员会的两场小组听证会。

<http://news.carnoc.com/list/510/510137.html>

3、香港机场 9 月客运 490 万人次,同比减少 12.8%。香港机场管理局公布香港国际机场 2019 年 9 月份航空交通量数字。月内,机场客运量为 490 万人次,飞机起降量达 33390 架次,分别同比减少 12.8%及 1.0%;货运量跌幅与上月相比收窄至 5.9%,录得 406000 公



吨。 9月份整体客运量减少主要受访港旅客量减少影响。然而，与去年同期比较，转机/过境旅客量录得5%增长，往来香港及日本的客运量亦上升4%。转机旅客量于10月1日至7日国庆黄金周假期期间继续上升，机场海天客运码头的跨境快船旅客量于10月1日达破纪录的15455人次，超越2015年创下12922人次的单日客运量纪录。海空及空海联运的单日客运量亦创新纪录，分别于10月1日及7日录得14347人次及8854人次。

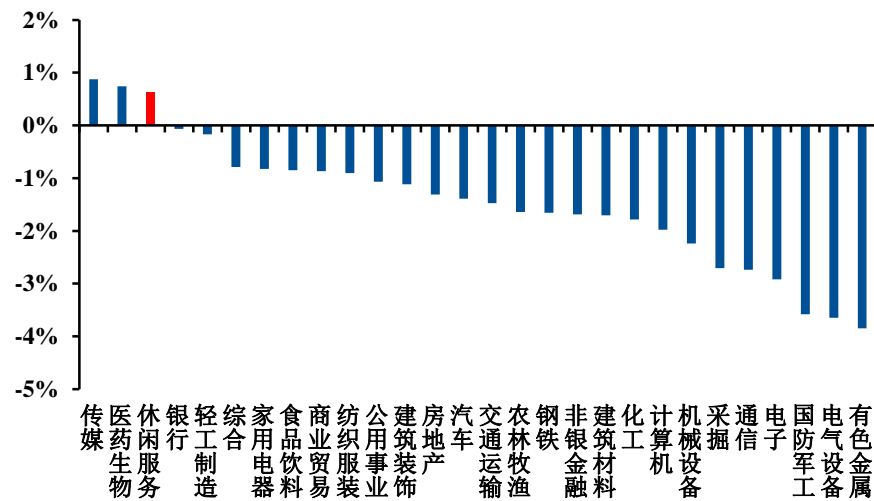
<http://news.carnoc.com/list/510/510215.html>

### 三、行情回顾

#### (一) 社会服务业

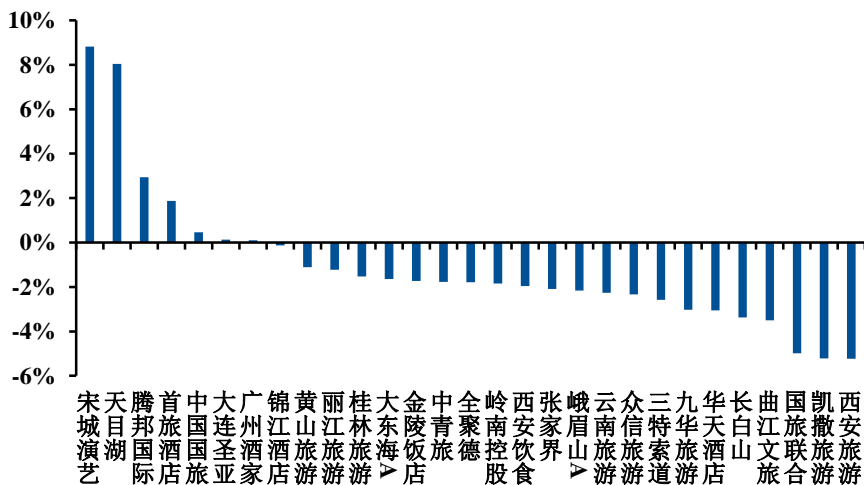
本周申万休闲服务指数上涨 0.6%，跑赢沪深 300 指数 1.7 个百分点。

图 19：本周申万休闲服务指数涨跌幅



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 20：休闲服务行业本周个股涨跌幅

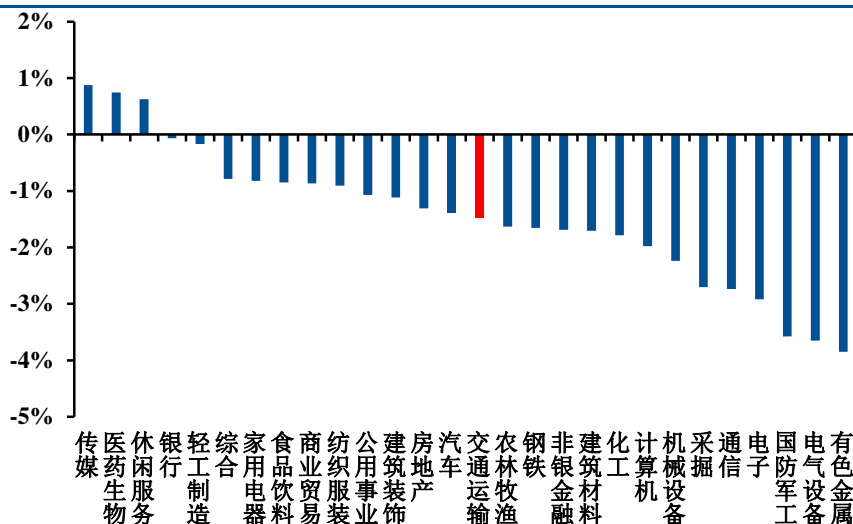


资料来源：Wind，民生证券研究院

## (二) 交通运输业

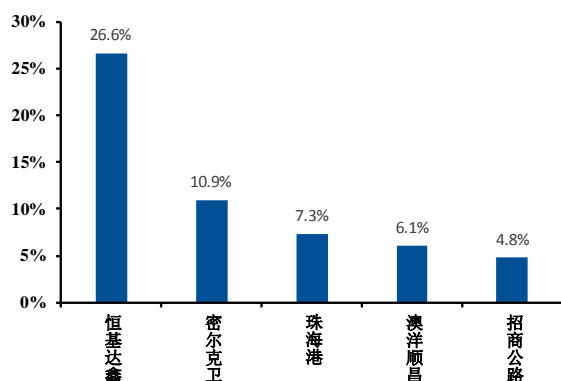
本周申万交通运输行业指数下跌 1.5%，跑输沪深 300 指数 0.4 个百分点。

图 21：本周申万交通运输行业指数涨跌幅



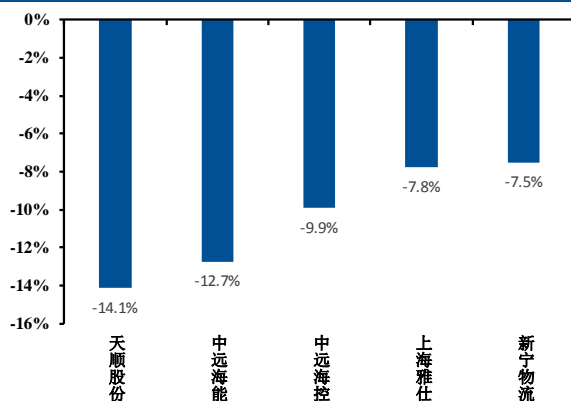
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 22：本周个股涨幅前五



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 23：本周个股跌幅前五



资料来源：Wind，民生证券研究院

## 四、盈利预测与财务指标

表 1: 重点公司盈利预测表

代码	重点公司	现价 2019/10/18	EPS			PE			评级
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
601888	中国国旅	95.25	1.61	2.38	2.78	38.0	40.0	34.3	推荐
300144	宋城演艺	28.64	0.89	0.93	0.98	25.2	30.8	29.2	推荐
600009	上海机场	79.31	2.20	2.82	2.74	27.3	28.1	28.9	推荐
600115	东方航空	5.30	0.19	0.36	0.52	36.5	14.7	10.2	推荐
601111	中国国航	8.17	0.53	0.52	0.75	15.6	15.7	10.9	推荐
600029	南方航空	6.75	0.28	0.44	0.49	27.3	15.3	13.8	推荐
000089	深圳机场	10.49	0.33	0.30	0.40	23.9	35.0	26.2	谨慎推荐

资料来源: Wind, 民生证券研究院

## 五、风险提示

经济下行拖累国内免税销售不及预期; 国人市内免税政策落地进展低于预期; 油汇负向波动。

## 插图目录

图 1: 南方航空客座率变动趋势 (%) .....	5
图 2: 南方航空 ASK 变动趋势 (%) .....	5
图 3: 南方航空 RPK 变动趋势 (%) .....	5
图 4: 南方航空 RPK-ASK 变动趋势 (%) .....	5
图 5: 东方航空客座率变动趋势 (%) .....	5
图 6: 东方航空 ASK 变动趋势 (%) .....	5
图 7: 东方航空 RPK 变动趋势 (%) .....	6
图 8: 东方航空 RPK-ASK 变动趋势 (%) .....	6
图 9: 中国国航客座率变动趋势 (%) .....	6
图 10: 中国国航 ASK 变动趋势 (%) .....	6
图 11: 中国国航 RPK 变动趋势 (%) .....	6
图 12: 中国国航 RPK-ASK 变动趋势 (%) .....	6
图 13: 9 月快递业务收入完成 649.2 亿元, 同比+22.3% .....	7
图 14: 9 月快递业务量完成 56.0 亿件, 同比+25.0% .....	7
图 15: 9 月单票收入 11.6 元, 同比-2.2% .....	7
图 16: 9 月快递品牌集中度 CR8 为 81.8, 同比+0.4pct .....	7
图 17: 澳门博彩业毛收入及增速 (截止 2019 年 9 月) .....	7
图 18: 澳门旅客人均博彩消费 (截止 2019 年 8 月) .....	7
图 19: 本周申万休闲服务指数涨跌幅 .....	10
图 20: 休闲服务行业本周个股涨跌幅 .....	10
图 21: 本周申万交通运输行业指数涨跌幅 .....	11
图 22: 本周个股涨幅前五 .....	11
图 23: 本周个股跌幅前五 .....	11

## 表格目录

表 1: 重点公司盈利预测表 .....	12
----------------------	----

## 分析师简介

顾熹闽，民生证券社会服务业及交通运输业首席分析师，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。