

情绪扰动国旅估值，回调后逐步合理

—餐饮旅游周报 20191118

餐饮旅游周报

2019年11月18日

报告摘要:

本周(20191111-20191115)，主要大盘指数上证综指/深证成指/沪深300分别-2.5%/-2.6%/-2.4%，申万休闲服务指数/申万交运指数分别-5.4%/-3.5%。

● 本周观点

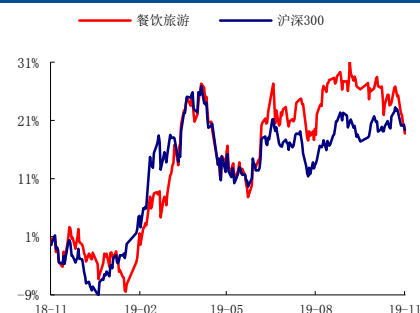
免税：离岛免税牌照或将放开扰动国旅估值，预计国旅19年业绩将符合市场预期，2020年业绩存较大弹性。(1)近期市场担忧海南加快建设自由贸易港(离岛免税牌照扩大)，或使离岛免税市场的竞争格局产生显著变化，国旅股价因此出现较多回调。整体而言，我们认为该传闻类似今年7月财政部发布《出境口岸免税店管理办法》后的市场表现，主要在短期对国旅在估值上产生情绪扰动。理性分析看，目前离岛免税牌照放开的节奏预计较慢，因政策推出需多方协同，包括但不限于财政部、海关总署、海南省、各免税运营商。同时，由于离岛免税牌照的放开仍大概率会局限于已有资质的免税运营商之间，故而从整体竞争实力对比看(规模、选址、运营)，国旅依托先发优势和规模优势，具备较为明显的市场竞争优势，即使离岛免税牌照放开，势必配套行邮税、购物限额政策的放开，整体蛋糕做大后，免税龙头将收获更多销售额。(2)Q4京沪机场免税销售增速放缓对国旅业绩影响有限，因目前公司归母净利对京沪机场销售变化敏感性较小。保守假设Q4整体营收增速放缓至15%，毛利率降至50%，我们预计全年扣非业绩仍可完成40亿/+28%，符合市场对全年业绩的预期。而进入2020年后，海免股权注入及国人市内免税政策放开将带来增量业绩弹性，预计2020年扣非业绩在47-52亿(18%-33%增速，对应31X-35XPE)，回调过后估值逐步合理。

机场：(1)上海机场：11月上旬免税销售回暖，但预计免税销售出现确定性的边际改善将在明年Q1。受低基数影响，预计浦东机场11月上旬免税销售增速有望环比回升。但整体而言，我们认为在韩国促销活动加强+地区旅客吞吐量下滑背景下，Q4上机免税销售增速难有明显改善，叠加卫星厅投产带来的折旧成本增长，Q4业绩将触及未来数个季度的低点。但长期而言上海机场投资价值并未受损，一方面是明年一季度日上上海有望加强促销活动，推动免税销售回暖，另一方面2020年夏秋航季后浦东机场时刻容量或将调升，旅客规模增长叠加卫星厅爬坡带来的增量销售将弥补卫星厅投运带来的成本增长。远期而言，我们前期测算的上海机场280-300亿的合理免税销售规模，对应估值为1800-2000亿元，较目前仍有30%-40%左右的上行空间；(2)白云机场：Q3业绩低于预期，主要受有税商业纠纷拖累和成本费用一次性增长影响。其中，有税商业在原商户退租后，已及时开启招标，预计Q4有税收入将有一定恢复；Q3成本费用环比增长主要受工资总额一次性计提及维修费增加影响，预期Q4影响将有所减小。但白云Q3免税销售增长依旧强劲，与合作伙伴中免合力做大做强白云免税目标明确，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，目前单月免税销售额已近2亿元。(3)深圳机场：Q3业绩同样低于预期，受广告业务放缓及人工成本增长困扰，但未来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，我们认为深圳机场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。

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:凯撒参股布局免税业务,关注低估值景区+航空
- 2.行业周(月)报:航旅板块三季报整体表现平淡

航空：10月整体需求增速回落，预计Q4供需结构将现边际改善。10月行业旅客运输量同比增长5.3%/-3.6pct，其中国内、国际航线同比分别增长4.3%/15.1%，增速较上月分别降3.3/5.4个百分点，增速整体放缓预计仍受70周年活动及香港局势影响。从供需两端看，未来仍有较多利好因素支撑供需结构改善：

(1) 供给端：737Max 停飞对供给的影响仍将持续，短期新的飞机引进和租赁计划对供给的增速影响极为有限。同时，随着民航局于2020年实施新的CCAR-121-R5，机长飞行时长将受限（1000小时降至900小时），从而对航班量供给进一步带来压力；**(2) 需求端：**需求端降速始于4Q18，整体而言4Q19对应的基数较低，因而在近期公商务需求企稳+减税降费+去年低基数背景下，判断Q4民航需求增速仍有较大概率企稳。此外，2020年1月同时叠加春节和元旦，预计单月平均票价将现反弹，有望进一步强化市场对行业需求企稳复苏的预期。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，**推荐中国国航、东方航空、南方航空。**

● 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，有望迎来“困境反转”的航空、酒店板块，**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，机场板块等待估值回落后提供长期投资价格；(3) 具备外延空间的景区股，推荐宋城演艺、天目湖、峨眉山A。**

● 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。

表 1：重点公司盈利预测表

行业	代码	重点公司	现价	EPS			PE			评级
			2019/11/15	2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
免税	601888	中国国旅	84.50	1.61	2.38	2.78	38.0	35.5	30.4	推荐
	300144	宋城演艺	28.61	0.89	0.93	1.03	25.2	30.8	27.8	推荐
景区	603136	天目湖	25.55	1.29	1.00	1.32	18.4	25.6	19.4	推荐
	000888	峨眉山 A	6.17	0.40	0.46	0.50	14.3	13.4	12.3	推荐
航空	600115	东方航空	5.14	0.19	0.36	0.52	36.5	14.3	9.9	推荐
	601111	中国国航	8.36	0.53	0.52	0.75	15.6	16.1	11.1	推荐
	600029	南方航空	6.61	0.28	0.44	0.49	27.3	15.0	13.5	推荐
机场	600009	上海机场	75.40	2.20	2.82	2.74	27.3	26.7	27.5	推荐
	600004	白云机场	17.32	0.55	0.44	0.60	18.4	39.4	28.9	推荐
	000089	深圳机场	9.72	0.33	0.29	0.39	23.9	33.5	24.9	谨慎推荐

资料来源：Wind，民生证券研究院

目录

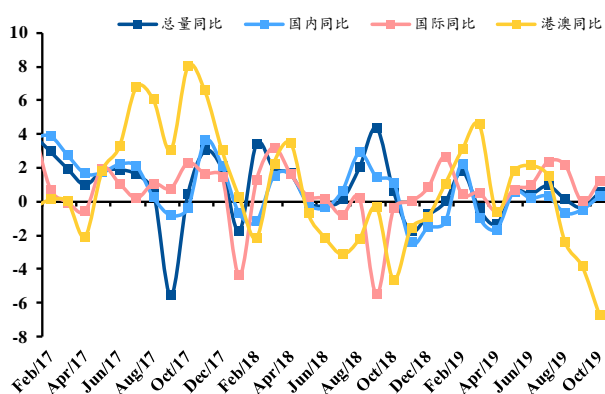
一、行业数据跟踪	4
(一) 航空：10月需求整体回落，国际线持续强于国内线	4
(二) 快递：10月旺季量价齐升	6
(三) 博彩：10月行业增速无明显改善，过夜旅客增速连续2月放缓	6
二、行情回顾	7
(一) 社会服务业	7
(二) 交通运输业	8
三、盈利预测与财务指标	9
四、风险提示	9
经济下行拖累国内免税销售不及预期；国人市内免税政策落地进展低于预期；油汇负向波动。	9
插图目录	10
表格目录	10

一、行业数据跟踪

(一) 航空：10月需求整体回落，国际线持续强于国内线

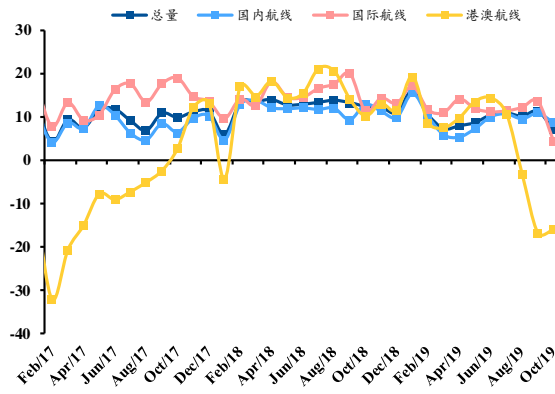
1、南方航空

图 1：南方航空客座率变动趋势 (%)



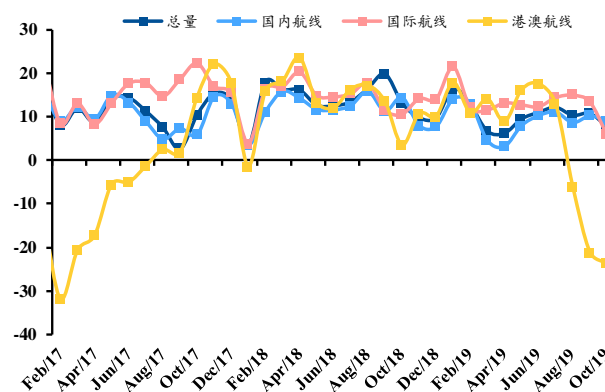
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 2：南方航空 ASK 变动趋势 (%)



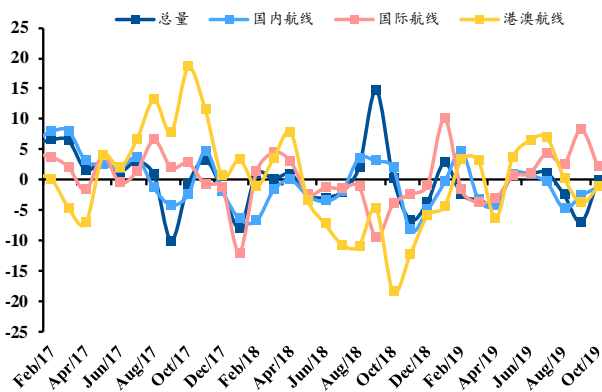
资料来源：公司公告，民生证券研究院

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 (%)

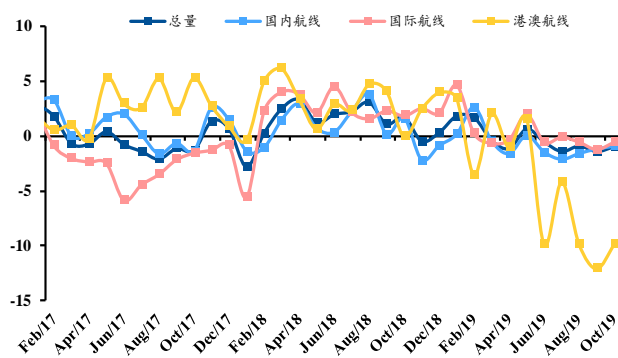
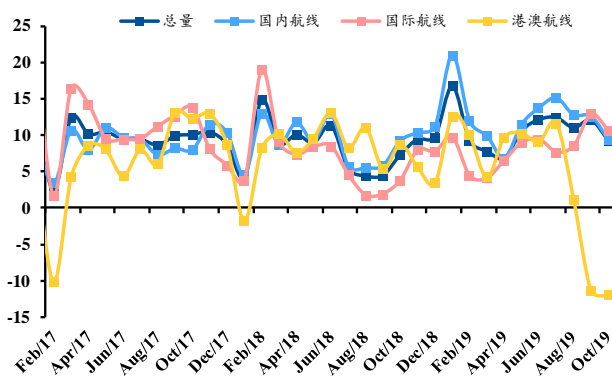
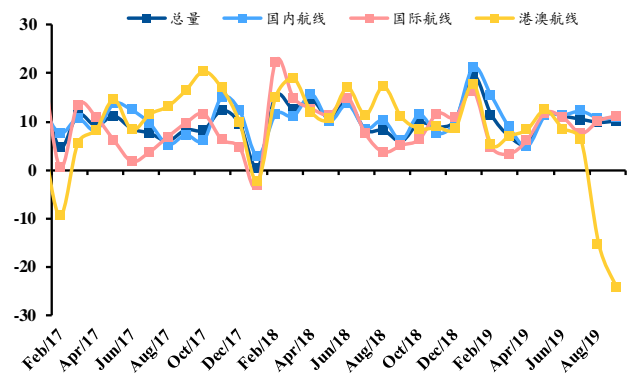


图 6：东方航空 ASK 变动趋势 (%)



资料来源：公司公告，民生证券研究院

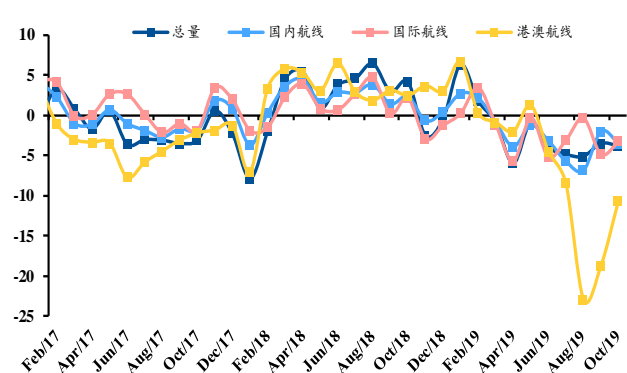
图 7：东方航空 RPK 变动趋势 (%)



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

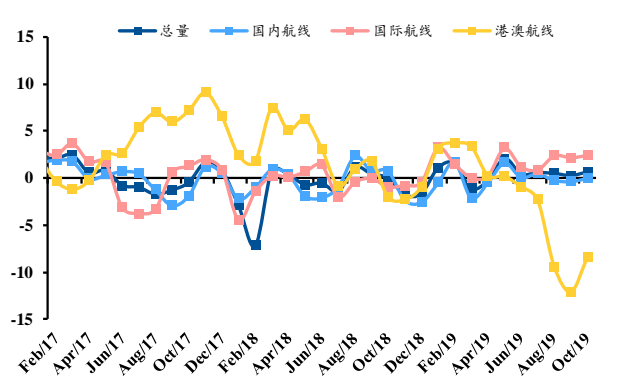
图 8：东方航空 RPK-ASK 变动趋势 (%)



资料来源：公司公告，民生证券研究院

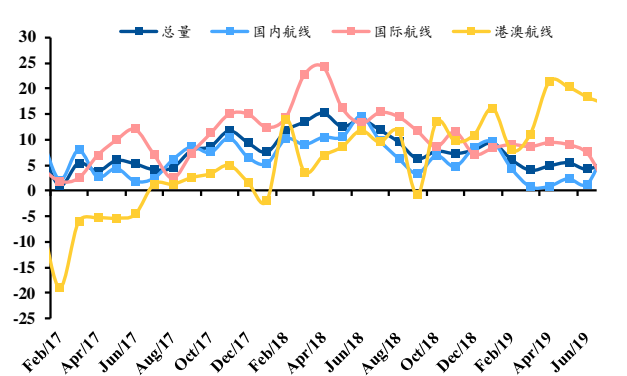
3、中国国航

图 9：中国国航客座率变动趋势 (%)



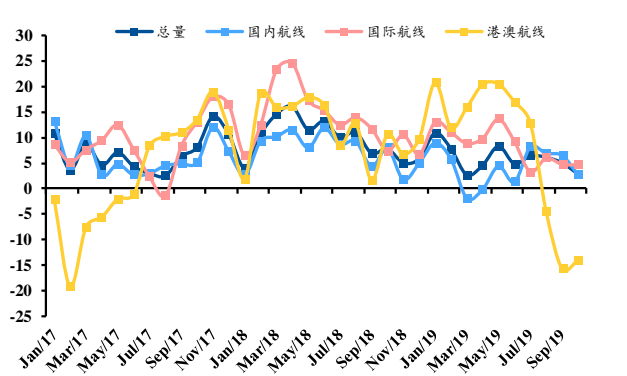
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 10：中国国航 ASK 变动趋势 (%)



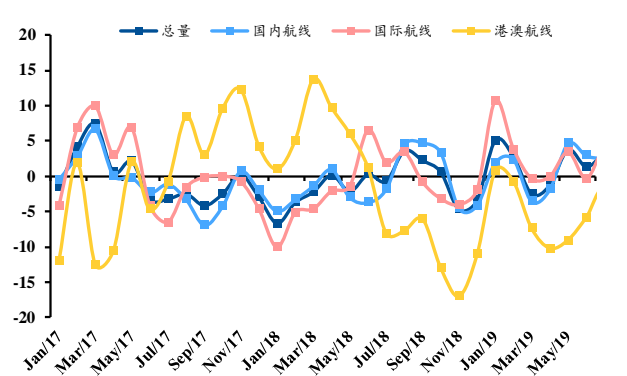
资料来源：公司公告，民生证券研究院

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

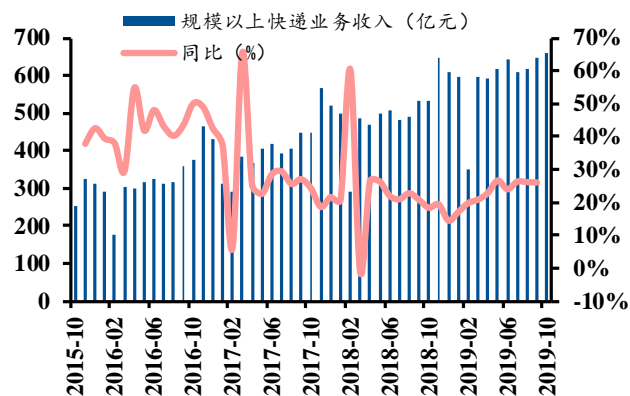
图 12：中国国航 RPK-ASK 变动趋势 (%)



资料来源：公司公告，民生证券研究院

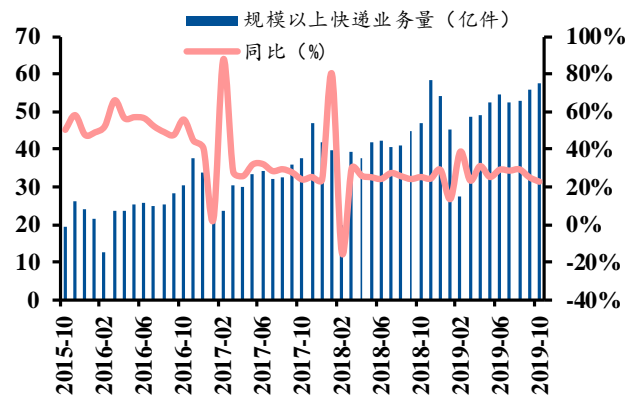
(二) 快递：10月旺季量价齐升

图 13：10月快递业务收入完成 658 亿元，同比+23%



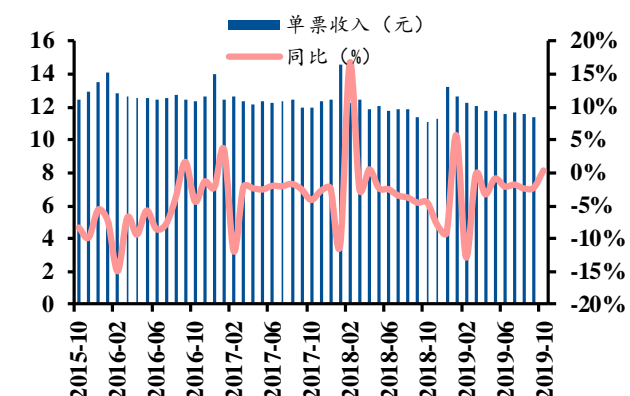
资料来源：国家邮政局，民生证券研究院

图 14：10月快递业务量完成 57.6 亿件，同比+23%



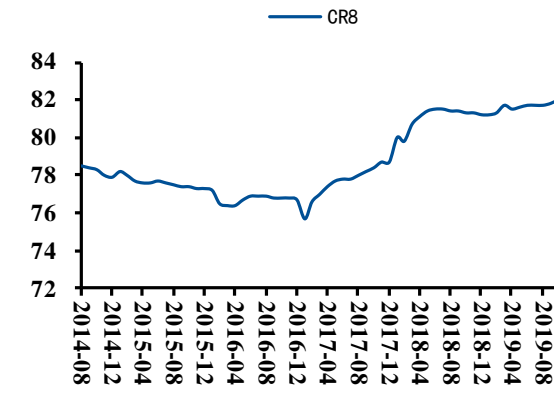
资料来源：国家邮政局，民生证券研究院

图 15：10月单票收入 11.4 元，同比+0.4%



资料来源：国家邮政局，民生证券研究院

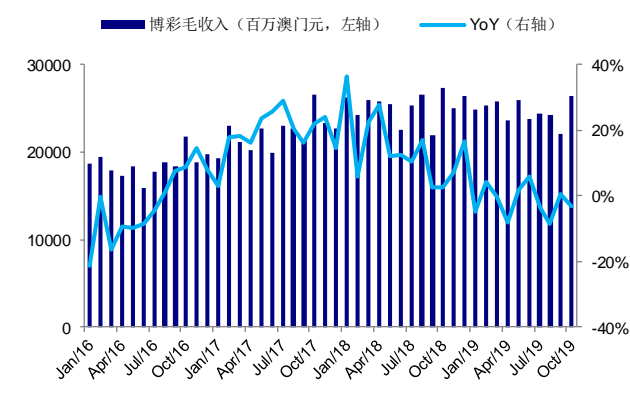
图 16：10月快递品牌集中度 CR8 为 82.0，同比+0.7pct



资料来源：国家邮政局，民生证券研究院

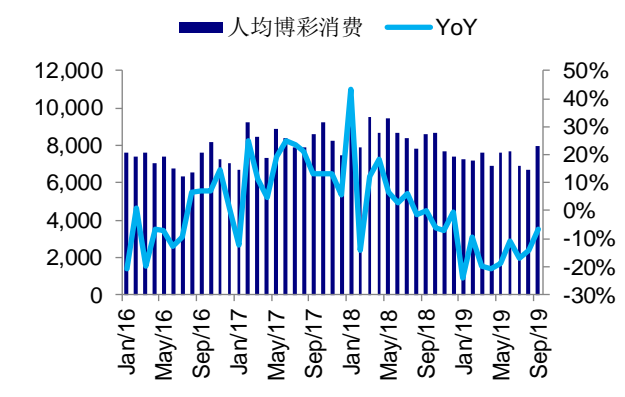
(三) 博彩：10月行业增速无明显改善，过夜旅客增速连续 2 月放缓

图 17：澳门博彩业毛收入及增速（截止 2019 年 10 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 9 月）



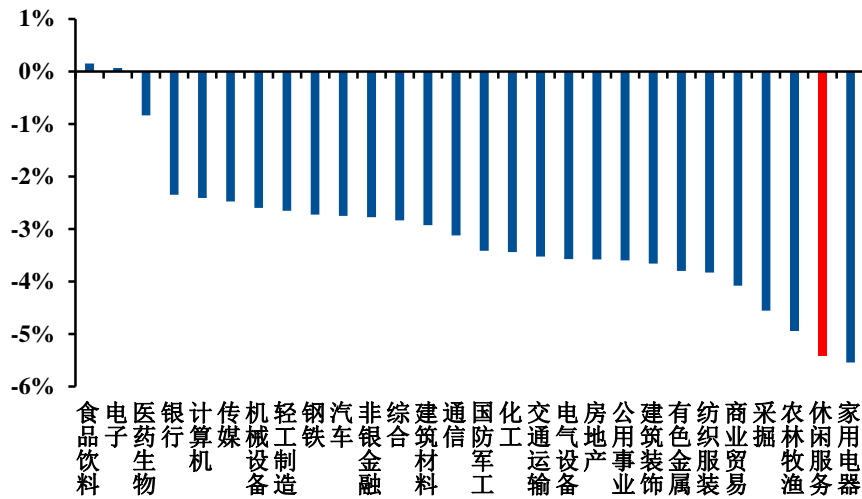
资料来源：DICJ，民生证券研究院

二、行情回顾

(一) 社会服务业

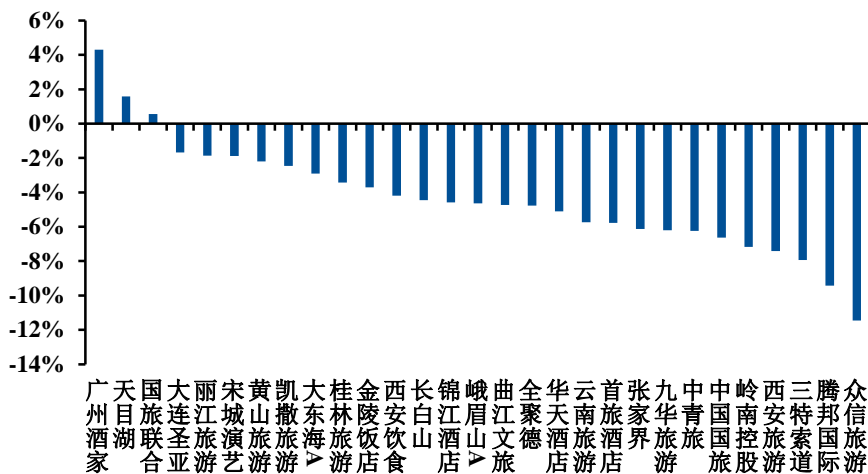
本周申万休闲服务指数下跌 5.4%，跑输沪深 300 指数 3.0 个百分点。

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

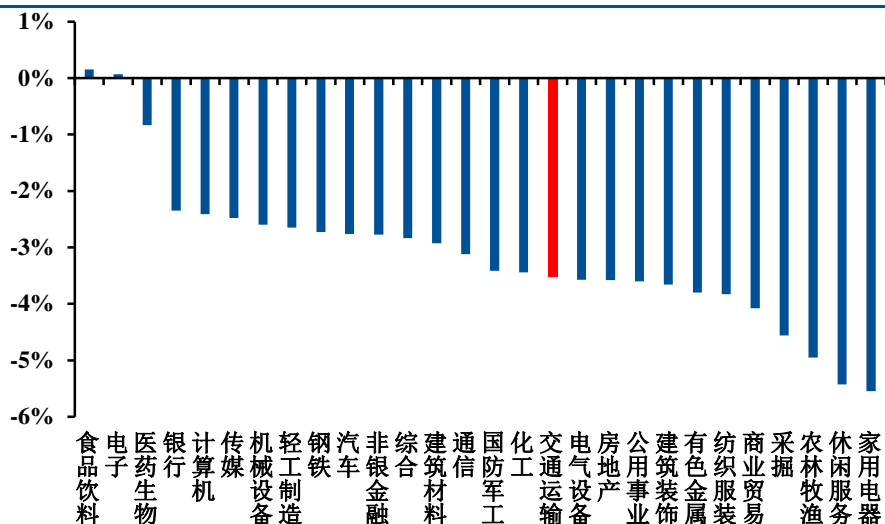


资料来源：Wind，民生证券研究院

(二) 交通运输业

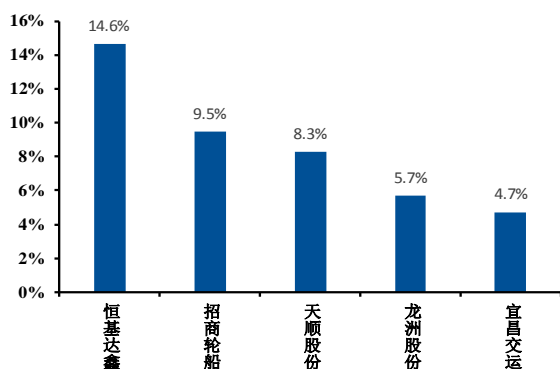
本周申万交通运输行业指数下跌 3.5%，跑输沪深 300 指数 1.1 个百分点。

图 21：本周申万交通运输行业指数涨跌幅



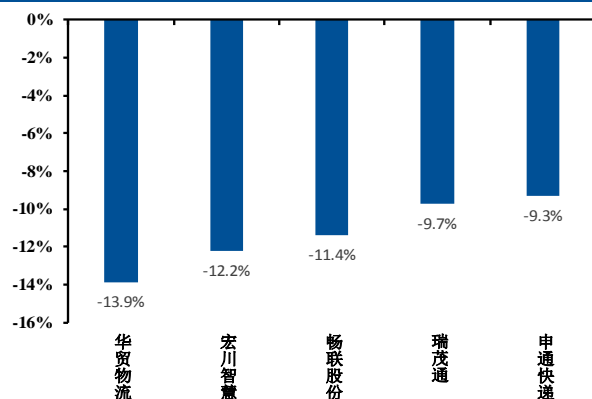
资料来源：Wind，民生证券研究院

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

三、盈利预测与财务指标

表 2：重点公司盈利预测表

行业	代码	重点公司	现价	EPS			PE			评级
			2019/11/15	2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
免税	601888	中国国旅	84.50	1.61	2.38	2.78	38.0	35.5	30.4	推荐
	300144	宋城演艺	28.61	0.89	0.93	1.03	25.2	30.8	27.8	推荐
景区	603136	天目湖	25.55	1.29	1.00	1.32	18.4	25.6	19.4	推荐
	000888	峨眉山 A	6.17	0.40	0.46	0.50	14.3	13.4	12.3	推荐
航空	600115	东方航空	5.14	0.19	0.36	0.52	36.5	14.3	9.9	推荐
	601111	中国国航	8.36	0.53	0.52	0.75	15.6	16.1	11.1	推荐
	600029	南方航空	6.61	0.28	0.44	0.49	27.3	15.0	13.5	推荐
机场	600009	上海机场	75.40	2.20	2.82	2.74	27.3	26.7	27.5	推荐
	600004	白云机场	17.32	0.55	0.44	0.60	18.4	39.4	28.9	推荐
	000089	深圳机场	9.72	0.33	0.29	0.39	23.9	33.5	24.9	谨慎推荐

资料来源：Wind，民生证券研究院

四、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 (%)	4
图 2: 南方航空 ASK 变动趋势 (%)	4
图 3: 南方航空 RPK 变动趋势 (%)	4
图 4: 南方航空 RPK-ASK 变动趋势 (%)	4
图 5: 东方航空客座率变动趋势 (%)	4
图 6: 东方航空 ASK 变动趋势 (%)	4
图 7: 东方航空 RPK 变动趋势 (%)	5
图 8: 东方航空 RPK-ASK 变动趋势 (%)	5
图 9: 中国国航客座率变动趋势 (%)	5
图 10: 中国国航 ASK 变动趋势 (%)	5
图 11: 中国国航 RPK 变动趋势 (%)	5
图 12: 中国国航 RPK-ASK 变动趋势 (%)	5
图 13: 10 月快递业务收入完成 658 亿元, 同比+23%.....	6
图 14: 10 月快递业务量完成 57.6 亿件, 同比+23%.....	6
图 15: 10 月单票收入 11.4 元, 同比+0.4%.....	6
图 16: 10 月快递品牌集中度 CR8 为 82.0, 同比+0.7pct.....	6
图 17: 澳门博彩业毛收入及增速 (截止 2019 年 10 月)	6
图 18: 澳门旅客人均博彩消费 (截止 2019 年 9 月)	6
图 19: 本周申万休闲服务指数涨跌幅.....	7
图 20: 休闲服务行业本周个股涨跌幅.....	7
图 21: 本周申万交通运输行业指数涨跌幅.....	8
图 22: 本周个股涨幅前五.....	8
图 23: 本周个股跌幅前五.....	8

表格目录

表 1: 重点公司盈利预测表	2
表 2: 重点公司盈利预测表	9

分析师简介

顾熹阔，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。