

餐饮旅游/交通运输

行业研究/周报

中美贸易谈判取得进展，关注低估值航空板块 —餐饮旅游周报 20191216

餐饮旅游/交通运输周报

2019年12月16日

报告摘要:

本周（20191209-20191215），主要大盘指数上证综指/深证成指/沪深300分别+1.9%/+1.2%/+1.7%，申万休闲服务指数/申万交运指数分别+2.8%/+1.0%。

● 本周观点

免税：国旅19年业绩有望超预期，2020年业绩存政策弹性。业绩层面，我们此前预计只要Q4营收增15%，公司全年扣非业绩有望符合市场（Wind一致）预期（40亿），而受Q4离岛免税促销力度加大影响，国旅收入端增速预计远超15%增速，而利润端虽受促销影响，但预计毛利率不会出现显著下滑，因而公司2019年业绩有较大概率超出市场预期。此外，我们判断2020年存量业务预计实现扣非净利47-49亿，叠加海免股权注入及潜在国人市内免税政策放宽将带来增量业绩弹性，预计2020年扣非业绩将在49-52亿，当前估值和增速逐步匹配。中长期而言，国旅竞争优势已由牌照垄断向规模优势、先发优势转变，未来结合线上线下购物渠道的拓宽，自身经营效率也有望出现改善，同时作为国家引导消费回流，以及高端化妆品销售的重要渠道，免税行业仍是优质消费赛道，龙头公司配置价值显著。

机场：（1）上海机场：Q4短期因素压制免税销售，预计1Q20免税销售有望边际企稳。我们认为，Q4浦东机场免税销售增速承压主要受多个短期因素影响，包括地缘政治因素导致的地区旅客下滑，部分香化产品涨价、韩国免税促销（10.31-12.31）、卫星厅投产初期仍处爬坡阶段等，而自2020年Q1开始：一是我们了解到日上上海将加强促销活动，同时韩国免税的促销活动力度有望放缓；其次，卫星厅完整运行一个季度后，航班量、旅客量将逐步攀升，旅客购物流程也有望理顺；第三，2020年夏秋航季后，浦东机场受益于高准点率和卫星厅投产，时刻容量或将调升，出境旅客规模增长有望加快的增量销售将弥补卫星厅投运带来的成本增长；远期而言，上海机场2025年有望实现280-300亿的免税销售规模，届时净利规模将达90-100亿，参考海外机场20X-30X的市盈率估值体系，在其产能扩张稳定后，按中值25X市盈率，对应市值1800-2500亿元，较目前回调后仍有18%-64%左右的上行空间；

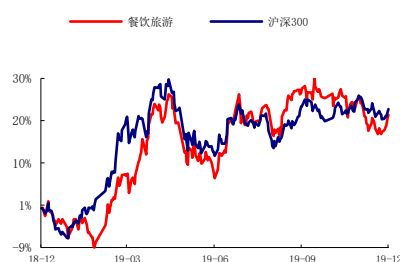
（2）白云机场：综合广州常驻居民对中高端化妆品的消费能力与上海的对比，以及机场运营方与中免在经营上的合力，我们依然看好白云机场免税销售的成长空间。以最近数月销售数据看，我们预计1Q20，白云免税销售同比增速仍将接近50%，预计2020年免税销售规模有望达到25亿+；

（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：顾嘉闽

执业证号：S0100519080001

电话：021-60876718

邮箱：guximin@mszq.com

相关研究

1. 社服交运2020年投资策略：迎接政策催化与“困境反转”
2. 行业周（月）报：政策放宽推动离岛免税量价齐升，关注后续政策变化

航空：11月需求回暖，贸易谈判改善、汇率企稳，低估值航空股有望反弹。11月民航业完成旅客运输量5305.8万人次，同比增长6.0%，较10月5.3%的增速加快。其中，国内/国际航线同比分别增长4.7%/17.3%，10月分别为+4.3%/15.1%。从11月高频数据看，票价同期也出现回暖趋势，反映需求端短期有所好转。考虑近期中美贸易谈判缓和出现进展，人民币汇率企稳回升，以及2020年民航供需结构逐步改善，重申前期观点“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：

(1) 中美贸易谈判取得较好进展，低估值的航空、酒店板块有望迎来估值修复，推荐中国国航、南方航空、东方航空，建议关注首旅酒店、锦江酒店；(2) 继续看好增长的确定量和空间均可观的免税行业上下游，推荐中国国旅（19年业绩有望超预期，20年政策弹性大）、上海机场（1Q20免税销售增速有望回升）；(3) 具备外延空间的景区股，推荐宋城演艺（1H20外延项目逐步落地）、天目湖（外延确定性强）、峨眉山A（交通改善、演艺及大数据业务将于2020年贡献增量业绩）。

● 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
			2019/12/13	2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
免税	601888	中国国旅	90.12	1.61	2.38	2.78	38.0	37.9	32.4	推荐
	300144	宋城演艺	28.90	0.89	0.93	1.03	25.2	31.1	28.1	推荐
景区	603136	天目湖	24.98	1.29	1.00	1.32	18.4	25.0	18.9	推荐
	000888	峨眉山A	6.42	0.40	0.46	0.50	14.3	14.0	12.8	推荐
航空	600115	东方航空	5.45	0.19	0.36	0.52	36.5	15.1	10.5	推荐
	601111	中国国航	8.93	0.53	0.52	0.75	15.6	17.2	11.9	推荐
	600029	南方航空	6.86	0.28	0.44	0.49	27.3	15.6	14.0	推荐
机场	600009	上海机场	79.03	2.20	2.82	2.74	27.3	28.0	28.8	推荐
	600004	白云机场	17.45	0.55	0.44	0.60	18.4	39.7	29.1	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

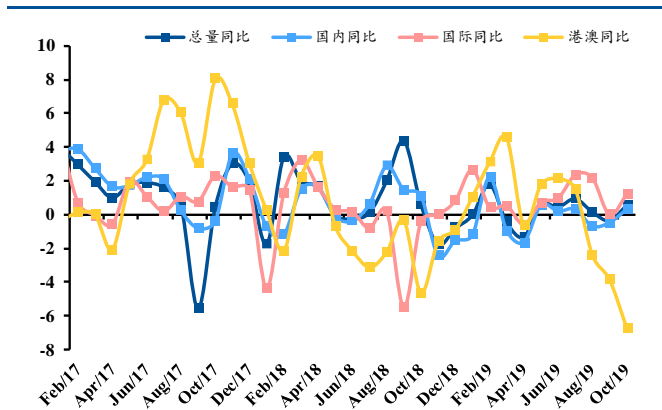
一、行业数据跟踪	4
(一) 航空：10月需求整体回落，国际线持续强于国内线	4
(二) 机场	6
(三) 快递：10月旺季量价齐升	6
(四) 博彩：10月行业增速无明显改善，过夜旅客增速连续2月放缓	7
二、行情回顾	7
(一) 社会服务业	7
(二) 交通运输业	9
三、盈利预测与财务指标	10
四、风险提示	10
插图目录	11
表格目录	12

一、行业数据跟踪

(一) 航空：11月需求回升，国际线增长加速

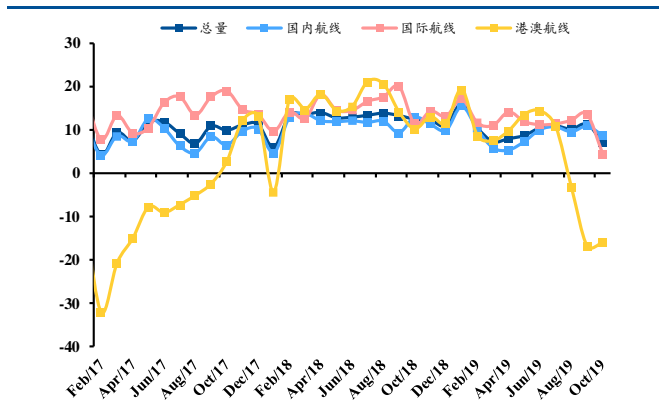
1、南方航空

图 1：南方航空客座率变动趋势 (%)



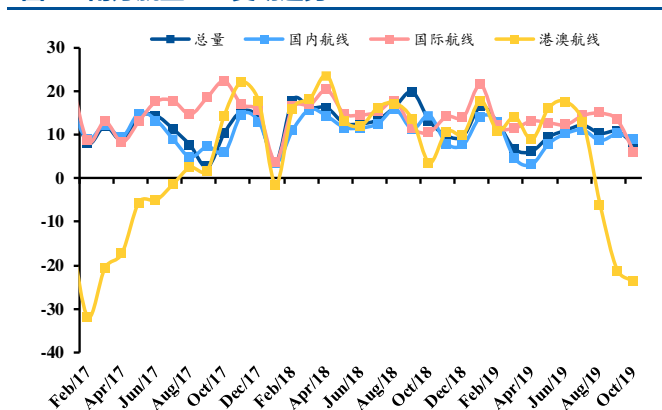
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 2：南方航空 ASK 变动趋势 (%)



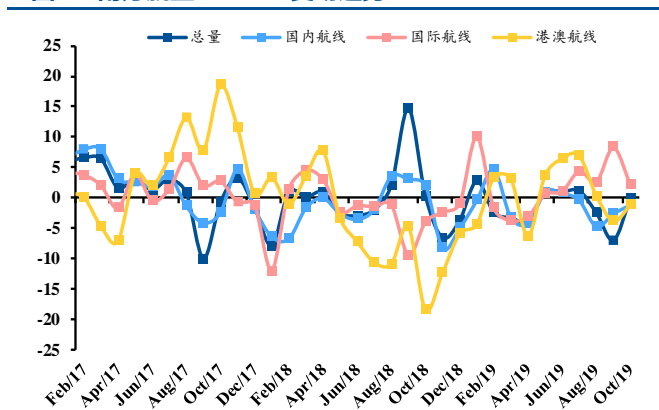
资料来源：公司公告，民生证券研究院

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 (%)

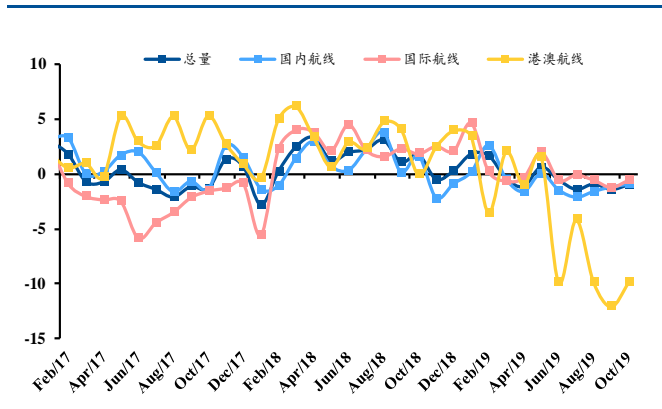
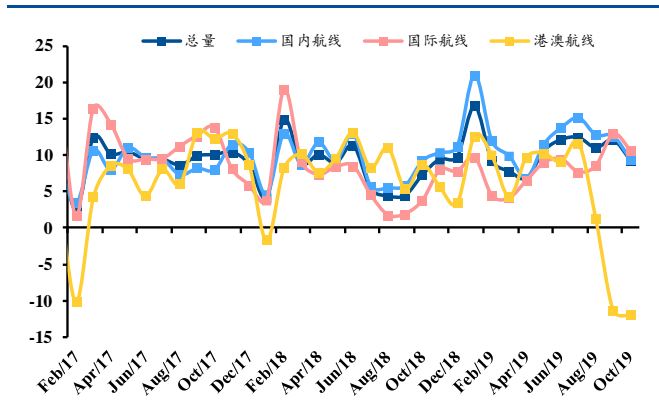
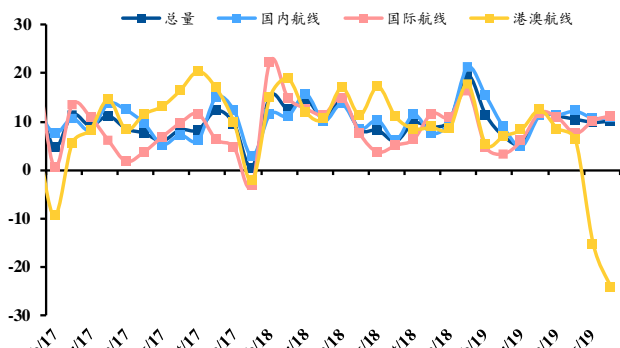


图 6：东方航空 ASK 变动趋势 (%)



资料来源：公司公告，民生证券研究院

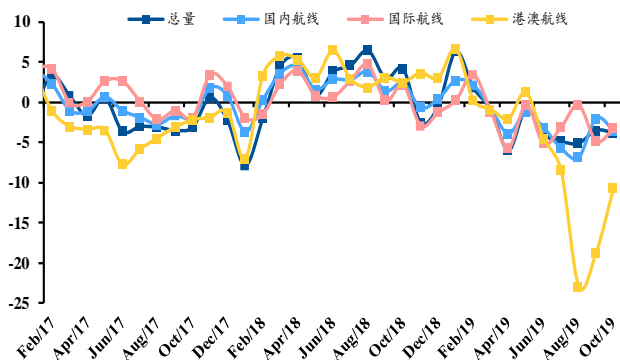
图 7：东方航空 RPK 变动趋势 (%)



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

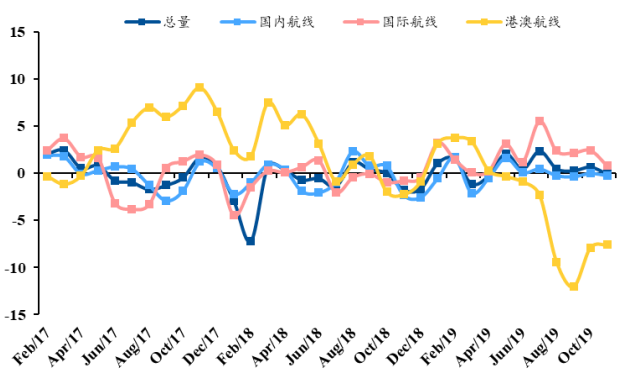
图 8：东方航空 RPK-ASK 变动趋势 (%)



资料来源：公司公告，民生证券研究院

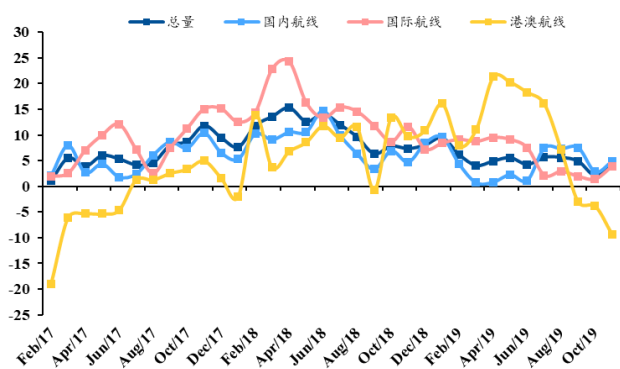
3、中国国航

图 9：中国国航客座率变动趋势 (%)



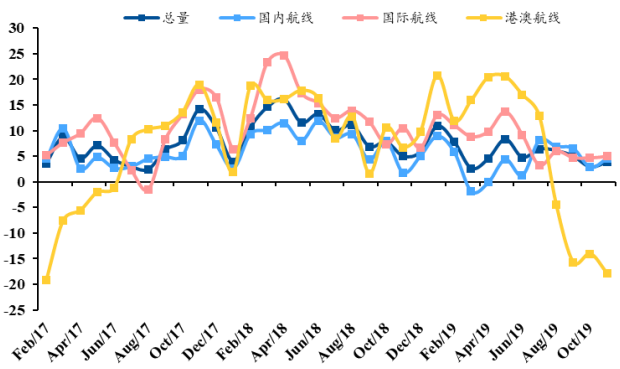
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 10：中国国航 ASK 变动趋势 (%)



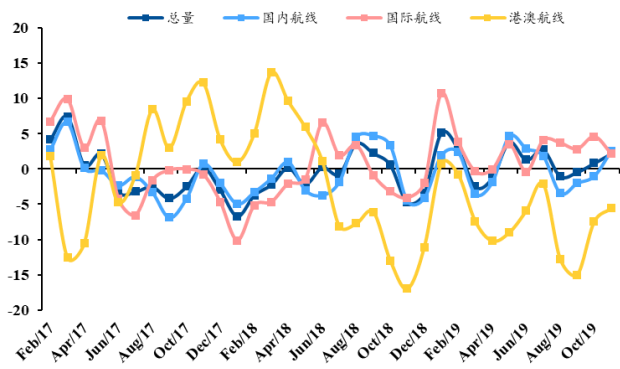
资料来源：公司公告，民生证券研究院

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

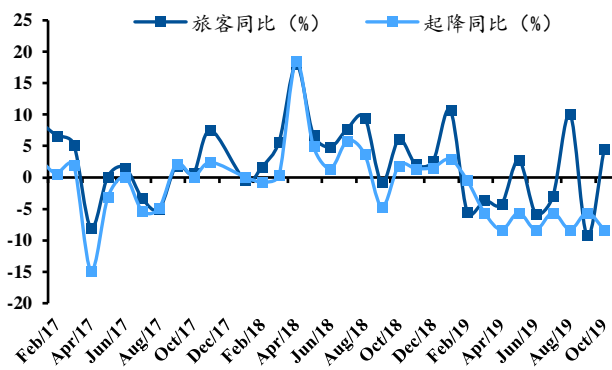
图 12：中国国航 RPK-ASK 变动趋势 (%)



资料来源：公司公告，民生证券研究院

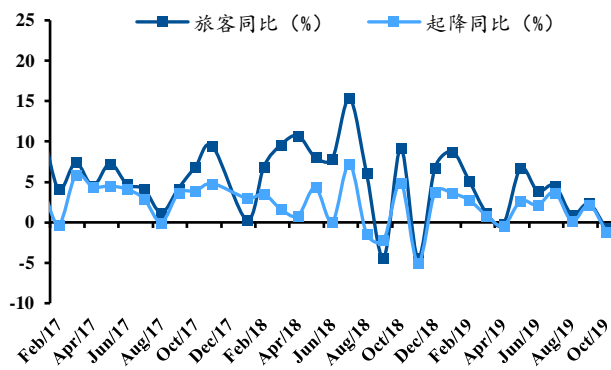
(二) 机场

图 13: 首都机场旅客与飞机起降变动趋势 (%)



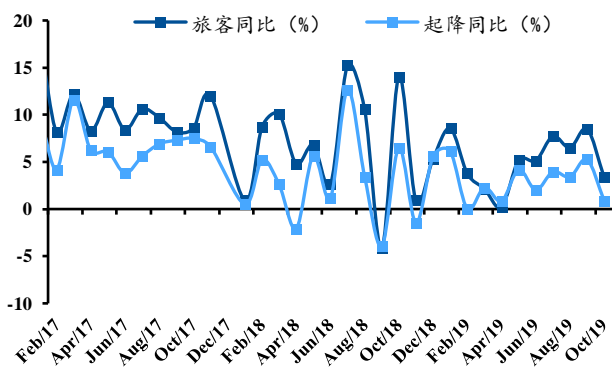
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图 14: 浦东机场旅客与飞机起降变动趋势 (%)



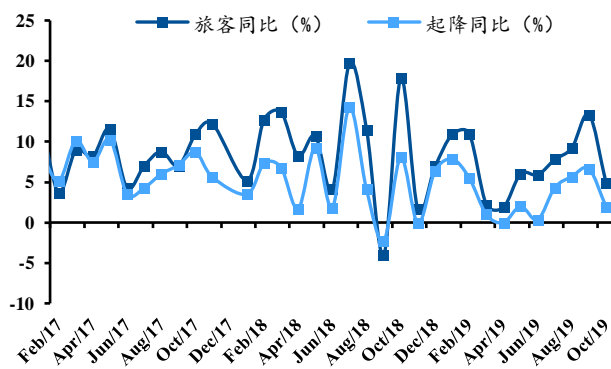
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图 15: 白云机场旅客与飞机起降变动趋势 (%)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

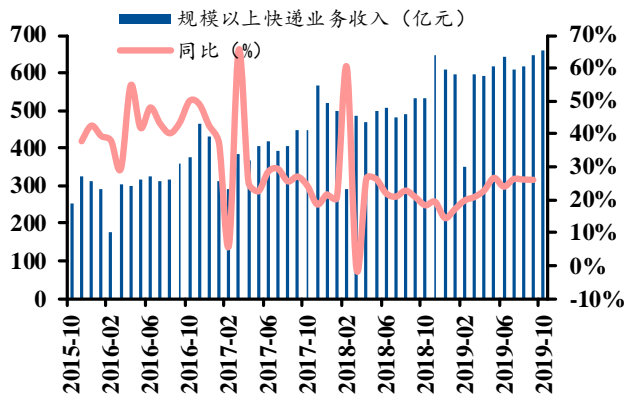
图 16: 深圳机场旅客与飞机起降变动趋势 (%)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

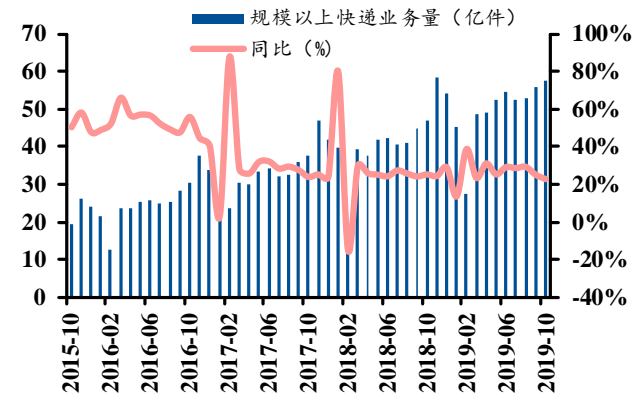
(三) 快递: 10月旺季量价齐升

图 17: 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

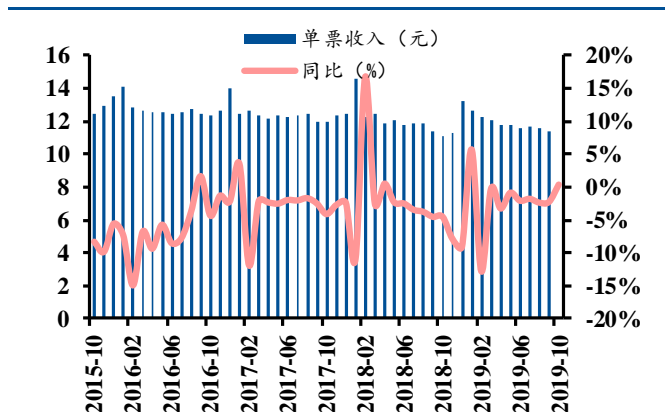
图 18: 10月快递业务量完成 57.6 亿件, 同比+23%



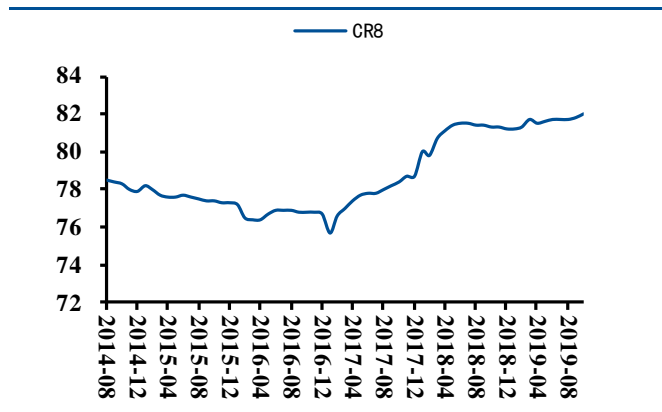
资料来源: 国家邮政局, 民生证券研究院

图 19: 10月单票收入 11.4 元, 同比+0.4%

图 20: 10月快递品牌集中度 CR8 为 82.0, 同比+0.7pct



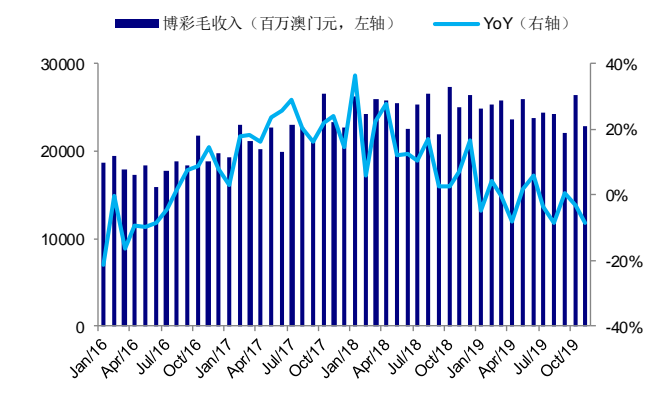
资料来源：国家邮政局，民生证券研究院



资料来源：国家邮政局，民生证券研究院

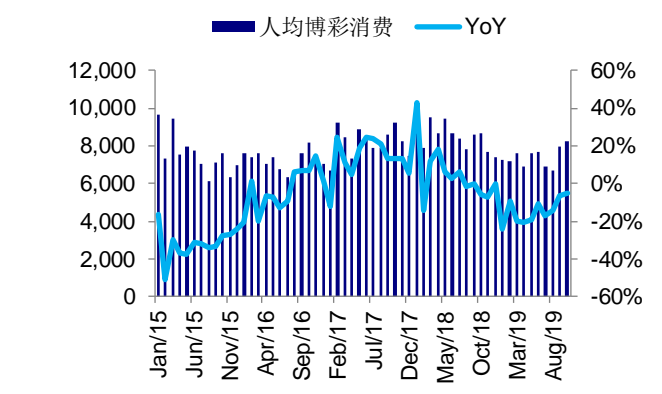
（四）博彩：11月整体毛收入增速下滑，但人均博彩消费连续一个季度出现回升

图 21：澳门博彩业毛收入及增速（截止 2019 年 11 月）



资料来源：DICJ，民生证券研究院

图 22：澳门旅客人均博彩消费（截止 2019 年 10 月）



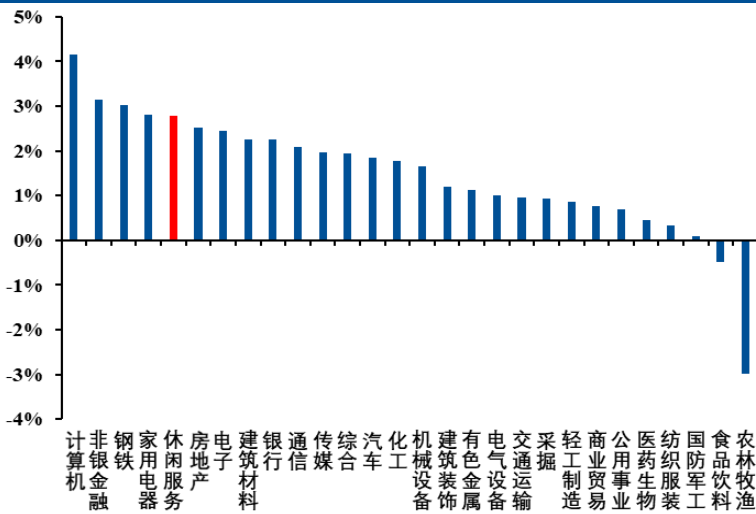
资料来源：DICJ，民生证券研究院

二、行情回顾

（一）社会服务业

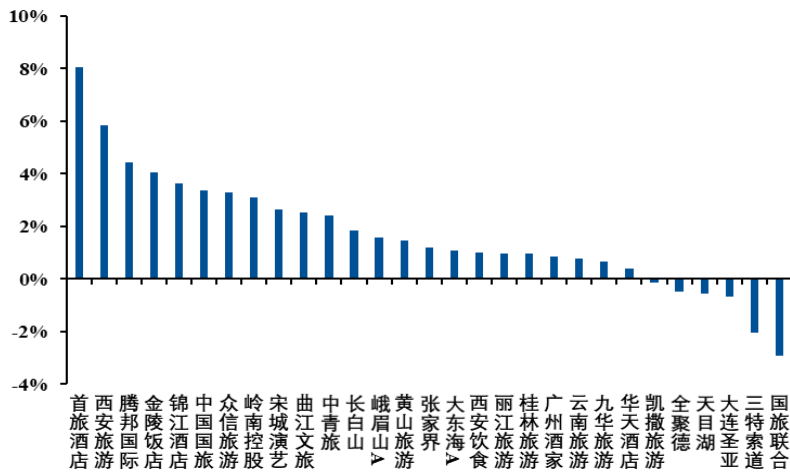
本周申万休闲服务指数上涨 2.8%，跑赢沪深 300 指数 1.1 个百分点。

图 23：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 24: 休闲服务行业本周个股涨跌幅

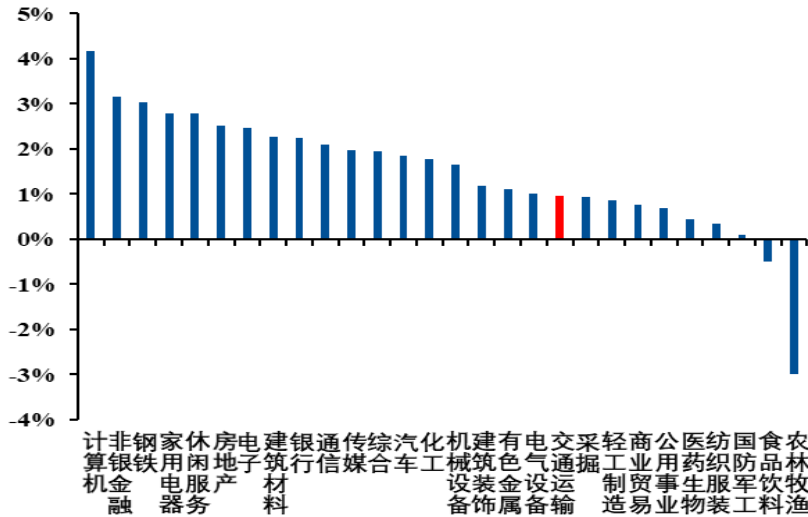


资料来源: Wind, 民生证券研究院

(二) 交通运输业

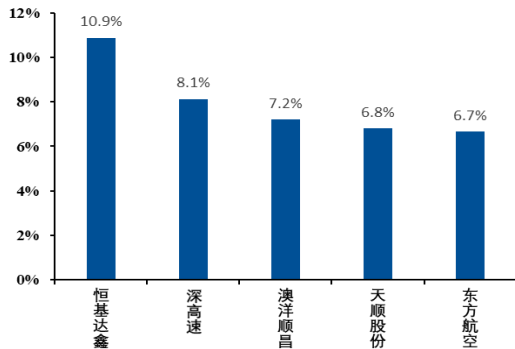
本周申万交通运输行业指数上涨 1.0%，跑输沪深 300 指数 0.7 个百分点。

图 25：本周申万交通运输行业指数涨跌幅



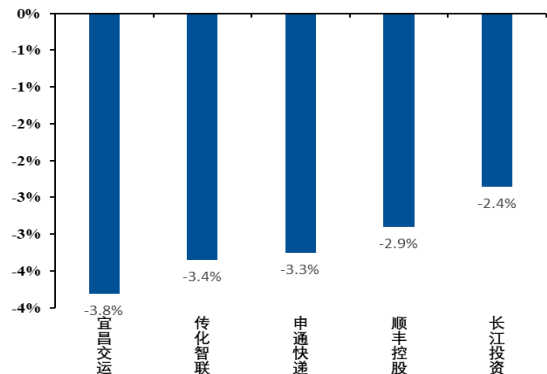
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 26：本周个股涨幅前五



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 27：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 2019/12/13	EPS			PE			评级
				2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
免税	601888	中国国旅	90.12	1.61	2.38	2.78	38.0	37.9	32.4	推荐
	300144	宋城演艺	28.90	0.89	0.93	1.03	25.2	31.1	28.1	推荐
景区	603136	天目湖	24.98	1.29	1.00	1.32	18.4	25.0	18.9	推荐
	000888	峨眉山 A	6.42	0.40	0.46	0.50	14.3	14.0	12.8	推荐
航空	600115	东方航空	5.45	0.19	0.36	0.52	36.5	15.1	10.5	推荐
	601111	中国国航	8.93	0.53	0.52	0.75	15.6	17.2	11.9	推荐
	600029	南方航空	6.86	0.28	0.44	0.49	27.3	15.6	14.0	推荐
机场	600009	上海机场	79.03	2.20	2.82	2.74	27.3	28.0	28.8	推荐
	600004	白云机场	17.45	0.55	0.44	0.60	18.4	39.7	29.1	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: 首都机场旅客与飞机起降变动趋势 (%)	6
图 14: 浦东机场旅客与飞机起降变动趋势 (%)	6
图 15: 白云机场旅客与飞机起降变动趋势 (%)	6
图 16: 深圳机场旅客与飞机起降变动趋势 (%)	6
图 17: 10 月快递业务收入完成 658 亿元, 同比+23%.....	6
图 18: 10 月快递业务量完成 57.6 亿件, 同比+23%.....	6
图 19: 10 月单票收入 11.4 元, 同比+0.4%.....	6
图 20: 10 月快递品牌集中度 CR8 为 82.0, 同比+0.7pct.....	6
图 21: 澳门博彩业毛收入及增速 (截止 2019 年 10 月)	7
图 22: 澳门旅客人均博彩消费 (截止 2019 年 9 月)	7
图 23: 本周申万休闲服务指数涨跌幅.....	7

图 24: 休闲服务行业本周个股涨跌幅..... 8

图 25: 本周申万交通运输行业指数涨跌幅 9

图 26: 本周个股涨幅前五..... 9

图 27: 本周个股跌幅前五..... 9

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..... 10

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其他方式发送、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。