

出行主题底部抬升，免税酒店景气回暖

—— 交运社服行业2021年秋季投资策略

行业评级：看好

2021年8月13日

姓名	李丹
邮箱	lidan02@stocke.com.cn
电话	021-80108129
证书编号	S1230520040003

1、行情回溯

- **机场&航空：**年初至今航空运输、机场板块累计涨幅分别为-1.2%、-43.7%，
- **免税估值具备配置性价比：**中国中免、王府井年初至今涨幅分别为-13.1%、-16.7%；受疫情+价格竞争影响，中免次年PE估值下杀到35x左右。
- **酒店估值出现分化：**首旅酒店、锦江酒店年初至今涨幅分别为-6%、-14%，估值出现分化，首旅、锦江当前股价对应PE分别约22x、40x。

2、航空、机场：逢低布局防御性品种

- **受疫情扩散影响暑运提前结束，但国内出行市场基本面仍向好。**3月民航旅客运输量同比19年增速回正为3%，国内出行需求已基本恢复；7月底南京疫情扩散，民航局要求8月免费退票，我们预计暑运已提前结束。基于国内疫情防控形势与历史情况，我们认为局部疫情对出行需求的压制影响基本不超过1个月。
- **航空：票价趋于市场化，国航、东航或已于Q2迎来盈利拐点。**根据航班管家，即使受疫情影响，7.30-8.12经济舱平均票价基本与2019年持平。
- **机场：非航业务短期出现分化，未来底部反转可期。**由于国际客流量恢复尚需一定时日，短期北上广深机场免税租金贡献弱化，营业收入基本随出行流量波动，随着非航业务修复，未来底部反转可期；受益于海南离岛免税市场高景气度，我们预计美兰空港2021年非航业务表现靓丽。

3、免税、酒店：攫取 $\beta+\alpha$ 共振收益

- **免税：**中国人消费实力强劲，疫情下境外消费回流空间大；多元运营商做大离岛免税蛋糕，岛民免税成为另一增长极，海南免税市场潜力巨大。
- **酒店：**疫情加速行业供给出清，当前酒店业已基本走出疫情坑，在轻资产化、中高端化、市场下沉趋势下，连锁酒店龙头具有较大增量空间。

4、重要标的

- **中国中免：**离岛免税持续高增，公司线上渠道整合后将释放协同效应，有望持续贡献较大增量，长期潜力空间巨大。下半年首都机场免税租金协议谈判、美兰机场二期免税店开业、三亚凤凰机场免税店扩容有望给公司业绩带来催化。
- **首旅酒店：**连锁酒店集团龙头享行业 β ，云品牌模式打开下沉市场增量空间，在三年万店目标下21-23年开业酒店数量CAGR有望达到30%。
- **三大航：**旺季票价反弹略超预期，Q2国航、东航或已扭亏，国际客流恢复阶段将显现较大业绩弹性。
- **白云机场、上海机场：**当前股价跌破控股股东定增价格，估值已触底；随着行业需求恢复，看好业绩&估值双重修复。

风险提示

- 1、疫情恢复不及预期；
- 2、行业需求恢复不及预期；
- 3、免税、酒店行业竞争加剧风险；
- 4、汇率、油价大幅波动；
- 5、商誉减值风险等。

目录

CONTENTS

01

行情回溯

交通运输、休闲服务板块年初至今涨幅分别为-7.6%、-7.7%

02

机场、航空

- (1) 量：国内出行市场已基本恢复，局部疫情无碍长期需求向好
- (2) 价：机票价格趋于市场化，反弹程度或超预期
- (3) 顺周期行业防御性配置价值凸显

03

免税

- (1) 离岛+机场+市内共振，免税市场规模具有长期想象空间
- (2) 离岛免税有望持续高增，岛民免税将成补充
- (3) 坚定看好中国中免长期价值

04

酒店

- (1) 行业已基本走出疫情坑
- (2) 行业趋势：连锁化、加盟化、中高端化
- (3) 推荐首旅酒店：兼具行业 β +个股 α ，三年规模有望翻倍

05

投资建议

攫取免税、酒店 β + α 共振收益，逢低布局防御性品种机场&航空

01

行情回溯

航空&机场：关注板块反弹机会

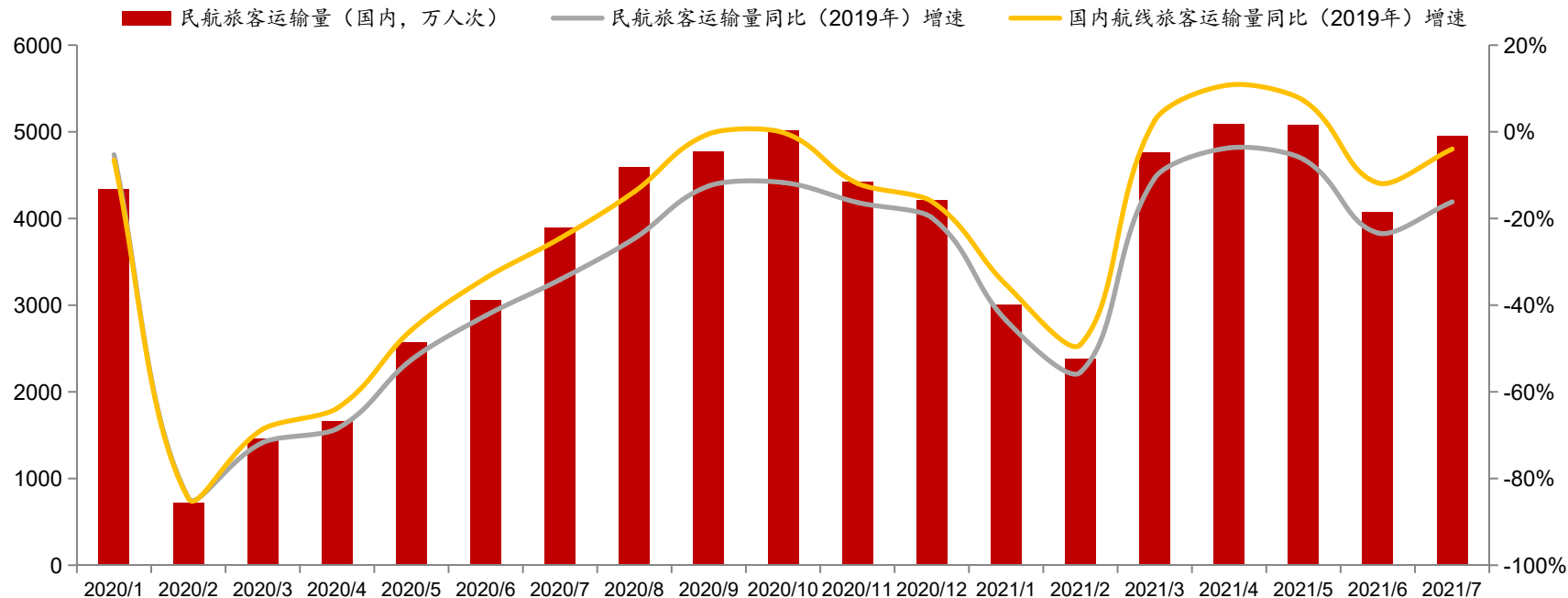
免税：估值具有配置性价比

酒店：龙头估值出现分化

国内基本恢复正常生活、出行秩序，局部疫情影响时间和范围有限，行业需求向好。

- 国内出行需求基本恢复。**根据民航局数据，历经年初就地过年政策后，随着3月中旬疫情防控措施放宽，国内出行市场基本恢复正常秩序，3月旅客运输量同比（2019）增速回正为3%；6月受广深疫情影响，出行恢复势头有所回落；但局部疫情扰动有限，根据航班管家预测数据，7月旅客运输量回升至5月的97%，恢复至2019年同期的96%。因此，基于国内疫情整体形势良好、防控措施较为有效，我们认为局部疫情对出行需求的压制影响基本不超过1个月。
- 国际+地区客流量仍然底部徘徊。**根据民航局统计，2021年5月我国国际及地区航线旅客运输量约21万人，仅为19年同期的3%。当前我国国际航班仍受五个一政策限制，同时民航局严格执行国际客运航班熔断措施，我们认为国际客流量恢复尚需一定时日。

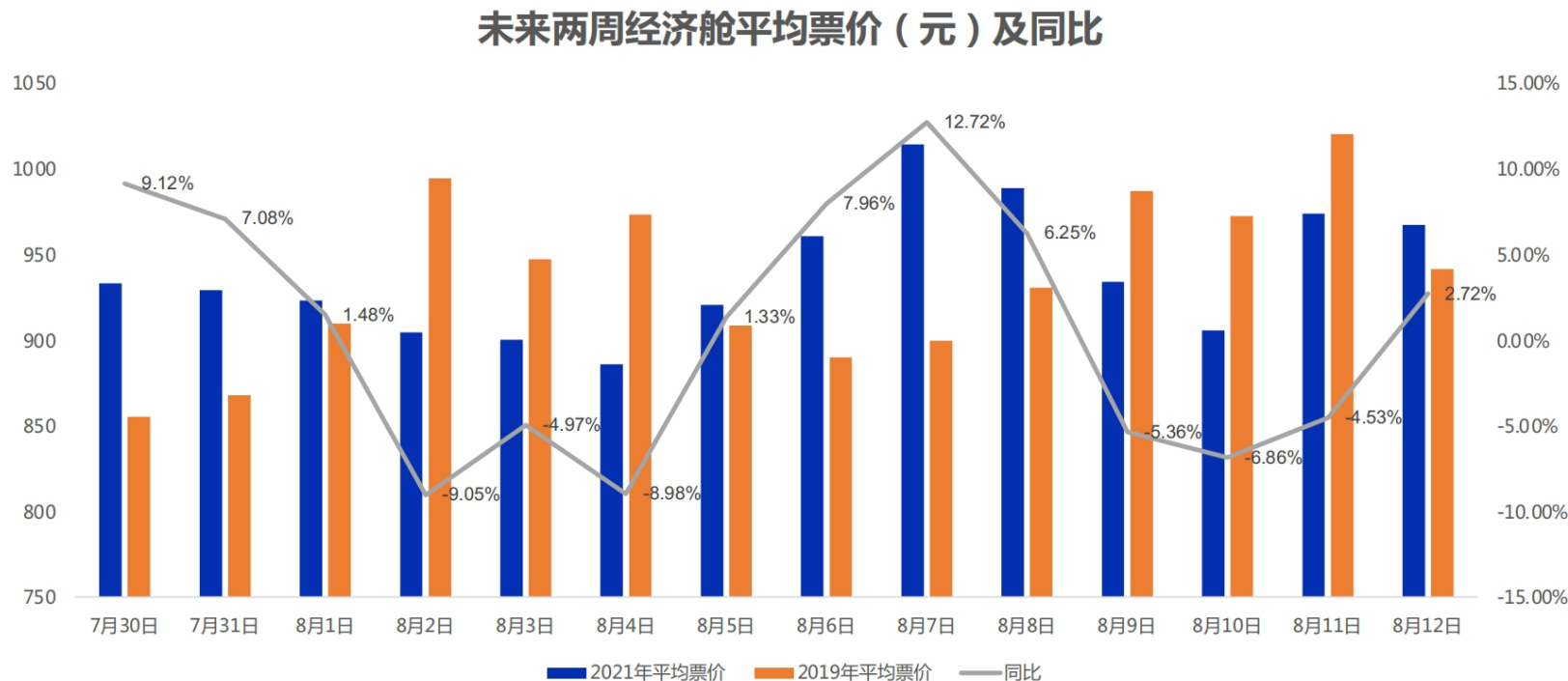
图：我国民航旅客运输量已基本恢复至19年同期



资料来源：民航局，浙商证券研究所；注：2021年1-6月民航旅客运输量为民航局公布数据，7月为航班管家预测数据。

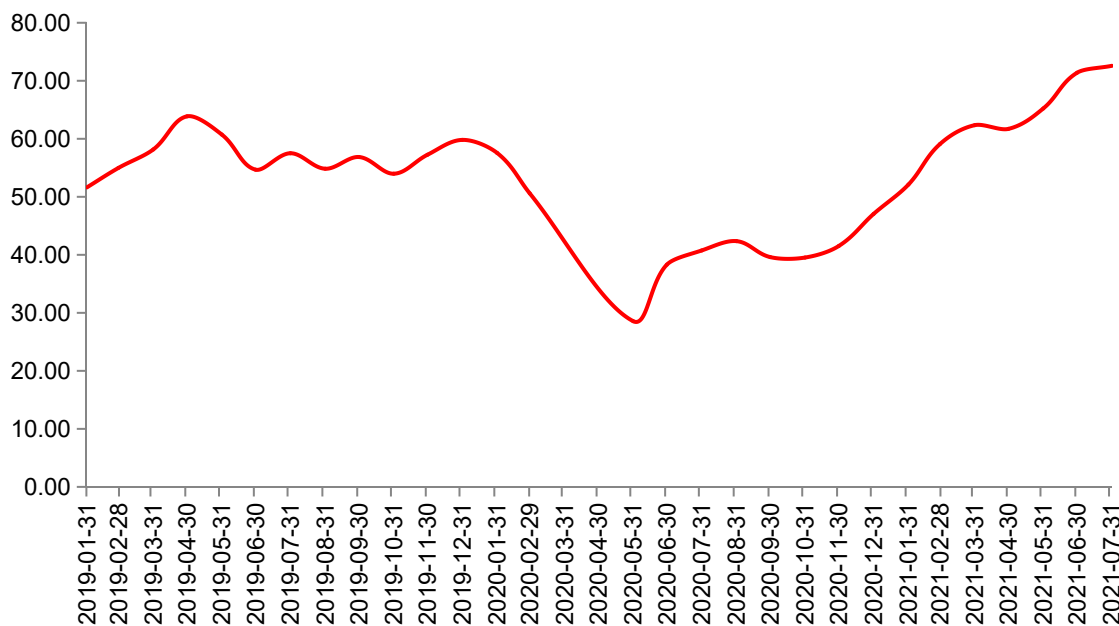
- **票价趋于市场化。**根据航班管家票价数据，7.30-8.12经济舱平均票价为939元（不含机建燃油费），基本与2019年同期持平。
- **文旅部要求出现中高风险区的省市暂停跨省团队旅游，民航局通知8月免费退票，我们预计暑运已基本提前结束。**7月20日南京报告1例本土确诊病例，随后疫情波及近20个省份，截至8月12日，此轮疫情累计报告1176例本土确诊病例。8月3日民航局下发通知，自8月4日起，旅客已购买的乘机日期在8.4-8.31间的国内机票可在航班起飞前免费退票；与此同时，文旅部要求对出现中高风险地区省(区、市)，立即暂停旅行社及在线旅游企业经营该省(区、市)跨省团队旅游及“机票+酒店”业务，我们预计暑运已基本提前结束。

图：7.30-8.12经济舱平均票价及同比（2019）增速



- 油价上行带来一定成本压力。**2021年1-6月，WTI原油平均价格较19年同期上涨8%；7月WTI原油价格为72.6美元/桶，较19年同期上涨26%。根据吉祥航空半年报，21H1燃油成本16亿元，较19年同期增加28%；得益于燃油成本精细化管理，单位ASK燃油成本0.084元，较19年同期下降21%。
- 人民币升值贡献汇兑收益。**截至8月12日，人民币兑美元升值约1%，将为航司贡献汇兑收益。根据吉祥航空半年报，上半年公司汇兑收益约为3.7亿元，去年同期为5061万元的汇兑损失。

图：2019至今WTI原油价格（美元/桶）



图：2021年初至今人民币汇率



上半年仅春秋旅客运输量同比2019年正增长，三大航旅客运输量同比19年下降25%。

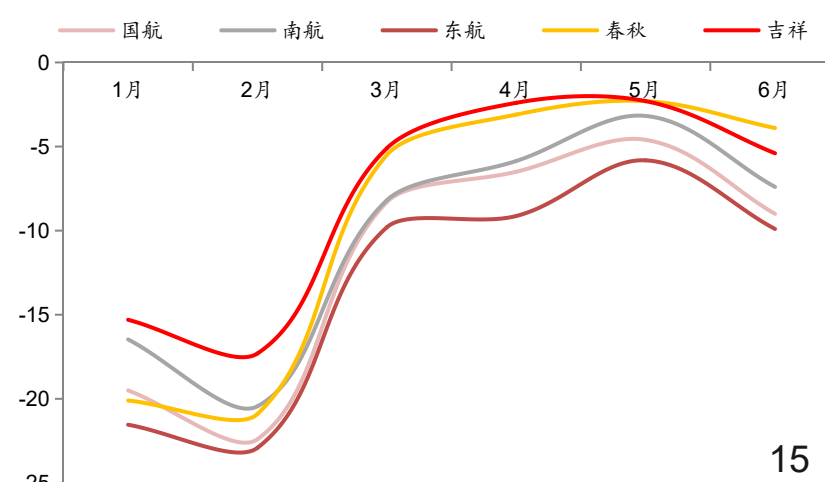
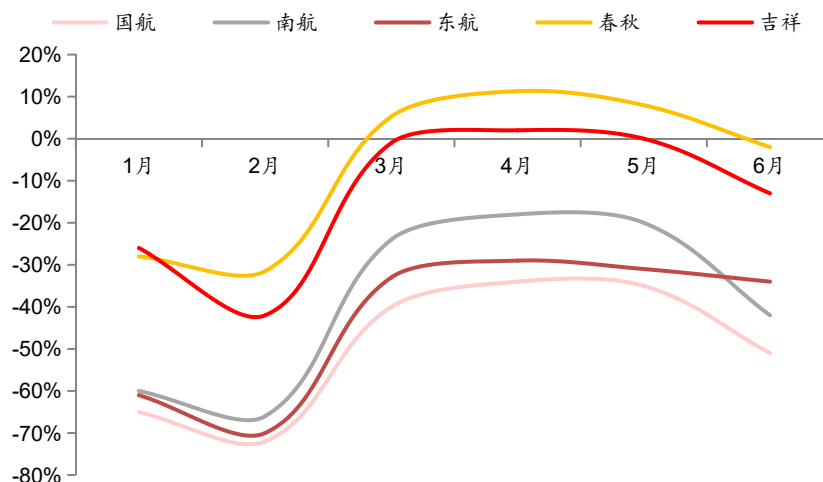
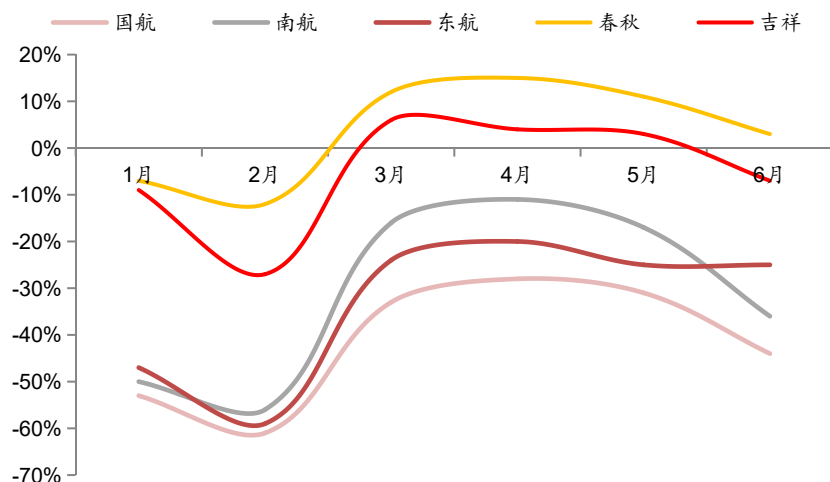
□ **β品种三大航：国航、东航Q2或已扭亏，南航7月反弹较快，三大航具备较大业绩弹性。**上半年三大航合计运输旅客约1.1亿人次，较19年同期下降25%；其中，南航、东航、国航分别运输旅客4163、3744、2700万人次，较19年同期分别下降23%、27%、23%。根据国务院新闻发布会，今年上半年三大航业务量实现营业总收入同比上年增长近30%，净利润比上年同期减亏150亿元以上，基于此我们计算得，21H1三大航整体约亏损140亿元，其中Q2整体实现盈利；结合南航6月受广深疫情影响较大，我们预计国航、东航或已于Q2迎来盈利拐点。

□ **β+α品种春秋、华夏、吉祥：行业景气回升阶段业绩更为稳健，长期具备高成长性。**根据航班管家数据，4月春秋航空、吉祥航空飞机利用率一度达到9.2小时/天，6月受广深疫情影响分别回落至8.2、7.6小时/天。春秋航空、华夏航空的特色商业模式构筑一定壁垒，三大上市民营航司经营管理较为灵活，疫情期间逆势扩张趋势明显；国内市场需求已恢复至疫情前，由于公司国内运力占比较大，将率先恢复盈利，此阶段业绩相对更为稳健，长期具备较高成长性。根据吉祥中报，21H1盈利1亿元。

图：上市航司2021年ASK同比增速

图：上市航司2021年RPK同比增速

图：上市航司2021年客座率同比增速

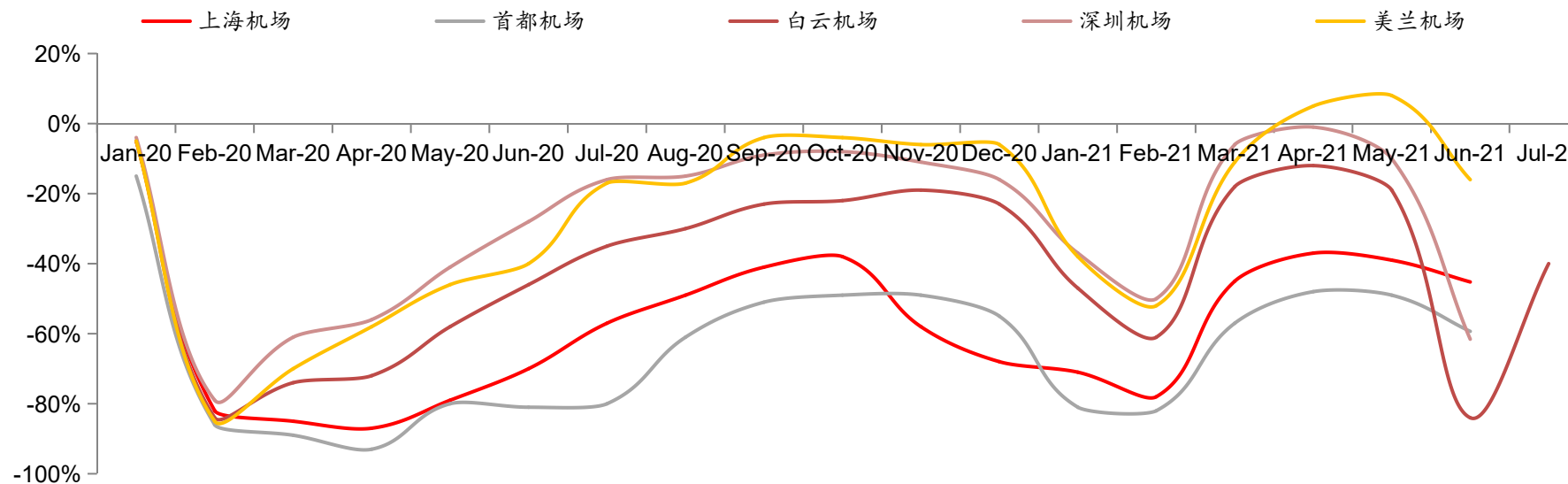


资料来源：公司公告、Wind、航班管家，浙商证券研究所；注：图中同比增速均为2021年同比2019年增速。

02 机场：非航业务短期出现分化，未来底部反转可期

- **北上广深机场收入随出行流量波动，随着非航业务修复，未来底部反转可期。**考虑到当前海外疫情严峻形势，民航局坚持严格执行五个一政策+熔断措施，我们认为国际客流量恢复尚需一定时日。21H1上海机场国际客流量约为75.8万人次，根据上海机场与日上上海签署的免税补充协议，我们预计上海机场2021年免税收入较上年波动不大；首都机场免税合同于2018年2月签署，根据协议，今年3-12月免税收入基于2020年国际客流计算，因此，我们认为今年一线机场业绩增速基本与起飞架次、旅客吞吐量增速保持同步，随着客流量恢复，机场非航收入将出现明显修复，底部反转可期。
- **料美兰空港2021年非航业务表现靓丽。**截至7月1日，海口美兰机场2021年旅客吞吐量突破1000万人次，较19年同期下降20%。2021上半年，离岛免税销售额合计268亿元，环比增加34%，料美兰机场免税店销售额同步出现较大幅度上涨，机场免税收入亦将随之增长。

图：上市机场2021年1-7月客流量同比（2019）增速



03

免税

免税长期规模具备想象空间

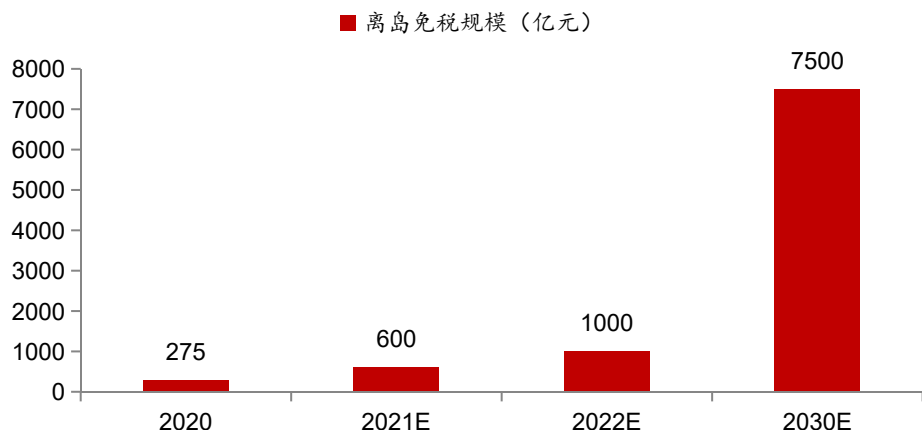
离岛免税持续高增

中免正推进线上渠道整合

坚定看好中国中免长期价值

- 中国人消费实力强劲，疫情下境外消费回流空间大。**根据联合国世界旅游组织数据，中国是最大的国际旅游消费客源市场，2018年消费规模占全球1/5；根据商务部数据，2018年我国免税市场规模为395亿元，而中国居民境外免税商品消费超过1800亿元，即中国人免税消费外流比例超过8成，且消费外流额占当年全球免税市场规模的34%。
- 多元运营商做大离岛免税蛋糕，岛民免税成为另一增长极，海南免税市场潜力巨大。**截至2021年7月，海南已有5家免税运营商经营9家离岛免税店，年内美兰机场二期免税店有望开业，多元免税运营商之间进行良性竞争，共同做大离岛免税蛋糕。根据海南省官方披露目标以及省委书记沈晓明在公开采访中表示，海南离岛免税市场2021年销售额目标为600亿元、2022年为1000亿元（占中国人免税消费的10%）、2030年为7000-8000亿元（占中国人免税消费的50%），即21-30年海南离岛免税市场规模有望超过30%。此外，海南省岛民免税消费清单有望于年内出台，届时免税品类覆盖范围将更广，与离岛免税实现互补。
- 静待市内免税政策出台。**2020年以来，在部委到地方政府的多项文件及多次会议中，频繁提及推动市内免税店新政策落地。与此同时，免税运营商亦在提前布局市内免税市场，中免除了已开业5家市内免税店外，正在推动武汉、西安、广州、长沙、天津等地的市内免税店项目建设；王府井亦正在布局北京以及外地市内免税店项目。基于离岛免税新政策改动方向，我们认为市内免税新政策有望在购物人员范围、购物限额等方面放宽。届时，国内免税市场将出现离岛+机场+市内免税共振局面。

图：海南离岛免税市场目标规模



图：市内免税店项目

运营商	已开业	建设中
中免	上海、北京、青岛、厦门、大连	长沙、广州、天津、西安、成都、武汉、福州
中出服	北京、上海、杭州、重庆、大连、郑州、南昌、南京、哈尔滨、青岛	-
王府井	-	北京、武汉
深免	-	深圳

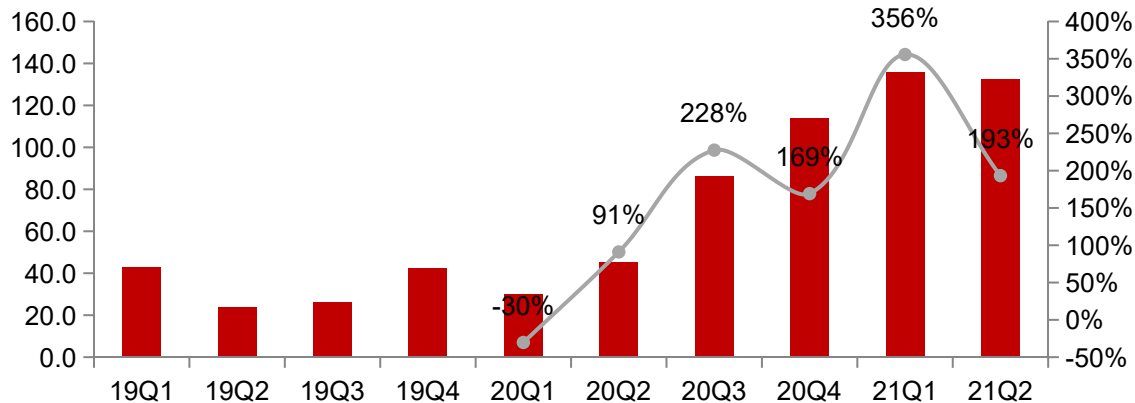
03 政策效应持续释放，海南离岛免税市场有望保持高增

海南离岛免税市场2021年目标销售额600亿元，21H1已完成45%，下半年有望持续高增。

- **离岛免税政策效应持续释放。**根据海口海关数据，21H1离岛免税销售额、购物旅客分别为268.1万元/+258%、382.7万人次/+157%。分季度来看，21Q1、Q2离岛免税销售额分别为135.7亿元/+356%、132.4亿元/+193%；其中，受海南附近经济发达地区广深的局部疫情+旅游淡季影响，6月海南离岛免税销售额环比4-5月出现小幅回落；Q1-2购物旅客分别为178.6、204.1万人次，客单价分别为7598、6487元。
- **淡旺季区分度衰减。**值得注意的是，Q2&Q3历来是海南旅游传统淡季，19Q2离岛免税销售额环比下降45%，Q4销售额环比增加61%，区分较为明显；但是，在疫情影响出境游+免税政策红利释放情况下，21Q2离岛免税销售额环比仅下降2.4%，若无广深疫情影响，我们认为21Q2销售额有望环比上涨，旅游淡旺季区分度出现明显衰减，加速海南离岛免税市场扩容。
- **价格竞争激烈，或逐渐趋于良性。**根据我们对离岛免税市场各免税店的价格跟踪，我们发现海旅投、海发控、中出服紧跟中免，价格竞争加剧；同时，中免以外的其他运营商在海南均刚刚起步，虽然规模差距悬殊，但新店放量短期难免对中免的市场份额造成小幅挤压。由于免税运营商均为国企，我们认为价格竞争将趋于良性，基于规模、渠道、成本等优势，中免强者恒强。

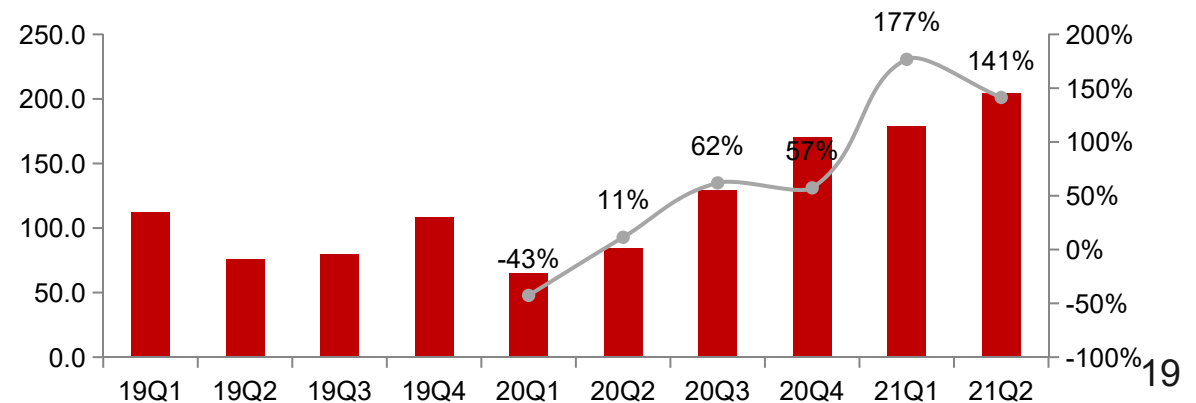
图：海南离岛免税销售额及同比

■ 离岛免税销售额（亿元） — 同比（右轴）



图：海南离岛免税购物旅客及同比

■ 离岛免税购物旅客（万人次） — 同比（右轴）



□ 2020年日上直邮（线上有税）销售额约120亿元，占中免收入的22%。

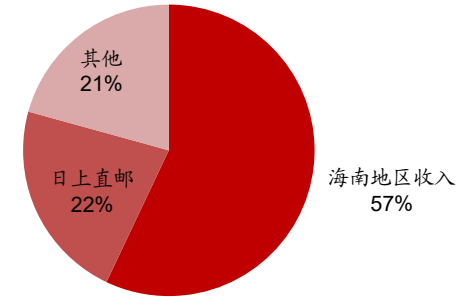
□ 中免、日上合资收购旅购，渠道、平台兼备，线上整合水到渠成。

- 7月20日，CDF会员购海南正式登陆旅购平台，与日上直邮在同一渠道销售，并且可享免券下单、1件包邮。7月23日，日上直邮开放免券下单，单笔订单金额须不低于500元。
- 中免收购较为成熟的旅购平台作为整合载体，旗下北京机场、广州机场、中免集团等运营的主要线上渠道后续有望逐步整合到此平台，最终打造成唯一的中免集团线上平台，汇聚品牌效应，提高消费者黏性。旅购小程序已改名为“中免日上 | 旅购”，新logo亦包含“中免日上”字样，运营主体改为“中免日上互联科技有限公司”。

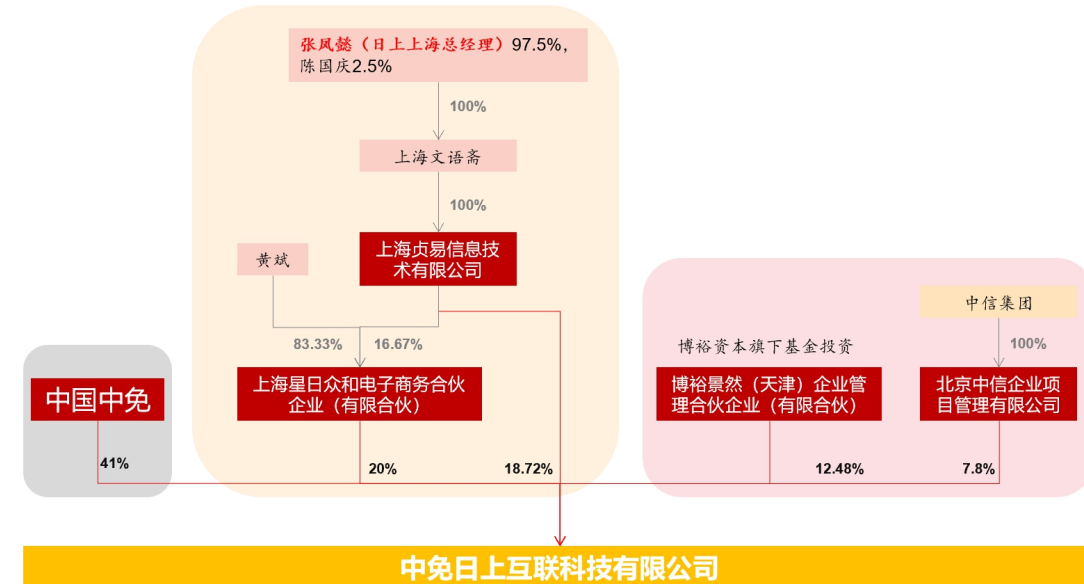
□ 统一运营带来协同效应，对线下形成补充，利于销售额平稳增长

- 合资公司互联科技于2021年4月29日成立，截至7月31日为平台试运营阶段，累计发生交易额1.12亿元，我们预计为按照销售额提点进行收费，基于历史数据，我们预估该期间销售额约25亿元，可测算得费率约为4%。
- 短期来看，局部疫情对线下出行仍有一定影响，整合线上运营平台将对线下形成较好的补充，避免公司业绩在疫情影响下出现较大波动，保持平稳增长趋势。

图：2020年日上直邮销售额占中国中免收入的22%



图：中免日上合资公司互联科技股权架构



04

酒店

酒店行业走出疫情坑

行业三大发展趋势：

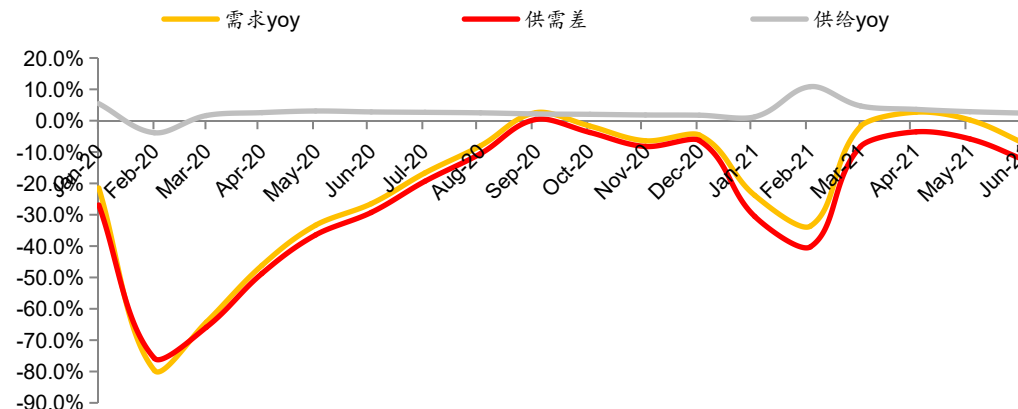
- 疫情加速行业连锁化进程
- 加盟模式提速增利
- 向中高端发展推动结构升级

推荐兼具行业 β +个股 α 的首
旅酒店

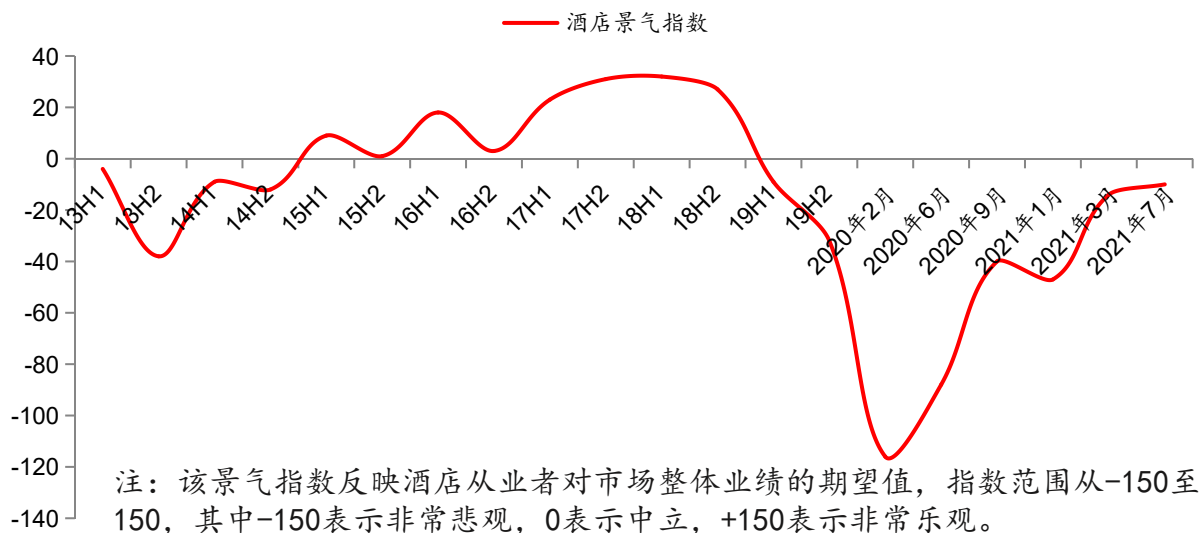
国内商旅出行需求基本恢复，酒店行业走出疫情坑。

- **3月中旬放宽疫情防控措施后，酒店需求已基本恢复。**年初居民出行需求受到就地过年倡议压制，根据STR数据，4月我国酒店业供需差缩窄至3.5pct，5月RevPAR恢复至19年同期的96%。
- **酒店业绩预期持续恢复。**根据浩华发布的全国酒店景气指数趋势报告，随着国内疫情形势转好、疫情防控措施逐渐放宽，行业景气度趋势持续回升，21年7月反弹至-10，背后体现的是国内酒店市场对未来经营业绩的信心持续恢复。

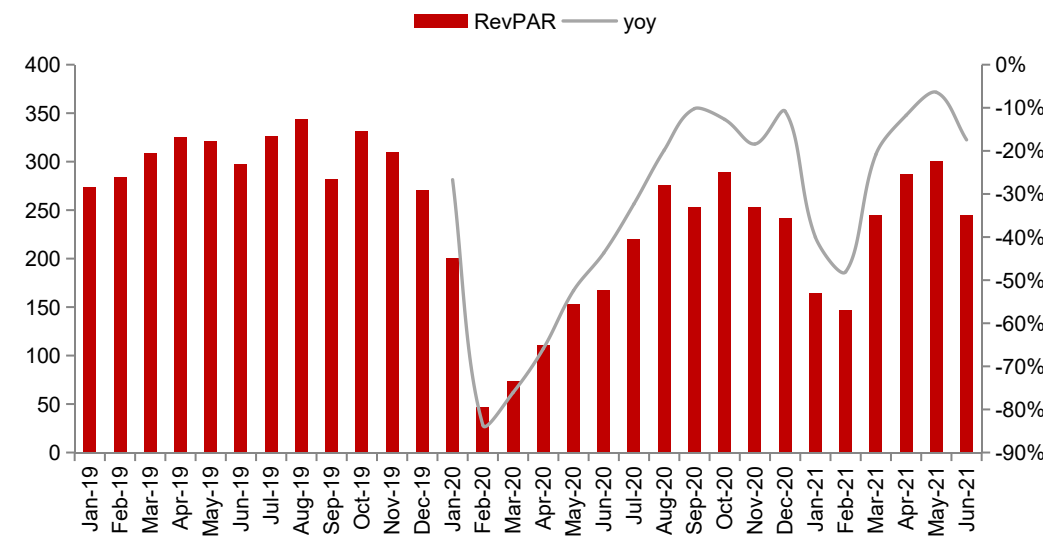
图：国内酒店行业供需差情况



图：疫情后酒店业绩预期持续恢复



图：5月我国酒店RevPAR已恢复至19年的94%

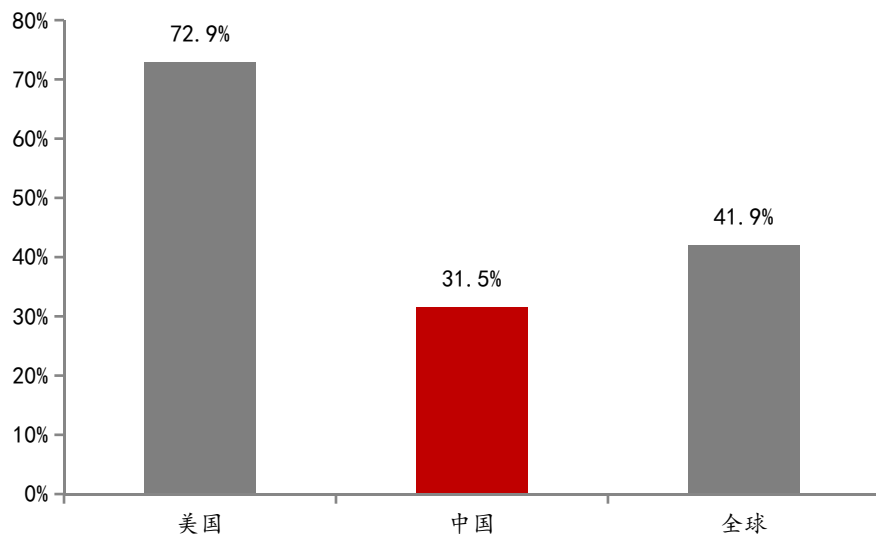


资料来源：STR、浩华，浙商证券研究所；注：2021年增速均为同比2019年增速。

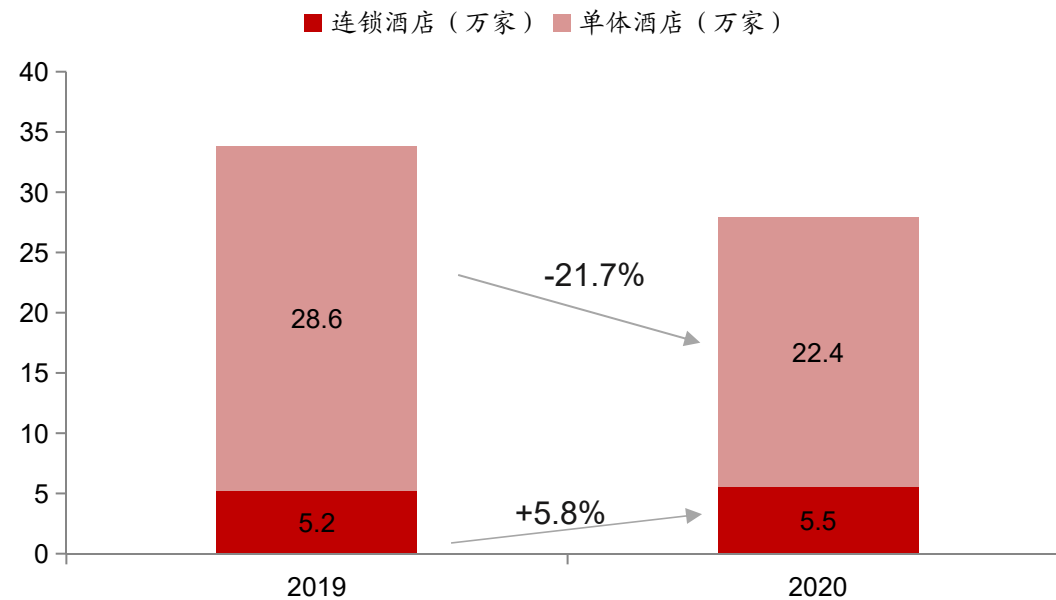
行业发展趋势一：疫情加速供给出清，连锁酒店持续渗透，下沉市场为连锁化蓝海

- **我国酒店业结构分散，连锁化率有待提升。**根据弗若斯特沙利文数据，以客房数量为统计口径，2020年末国内连锁酒店渗透率为31.5%，低于全球平均水平41.9%和美国连锁化率72.9%，尚有较大提升空间。
- **疫情加速行业连锁化进程。**2020年国内连锁酒店渗透率同比提升5.6pct至31.5%，增速快于2016至2019年。根据盈蝶数据，2020年我国酒店数量同比下降17.5%，但连锁酒店数量增加5.8%，相当于单体酒店退出6.2万家；年末我国连锁酒店品牌（开业3家及以上）为2668个，较上年末增加35%。

图：中国连锁酒店渗透率低于美国和世界平均水平



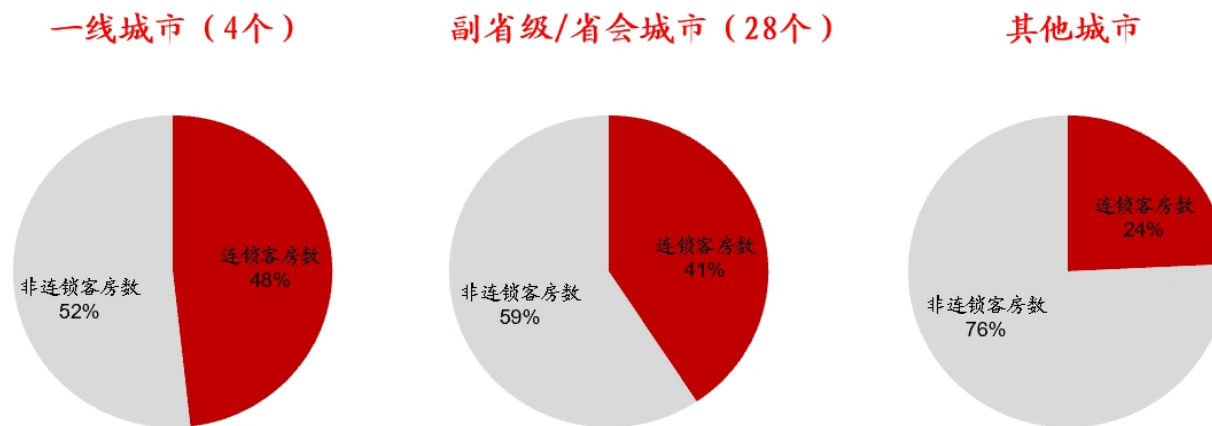
图：2020年连锁酒店、单体酒店yoy分别为5.8%、-21.7%



行业发展趋势一：疫情加速供给出清，连锁酒店持续渗透，下沉市场为连锁化蓝海

□ **低线城市连锁化率相对低，拥有巨大增量空间。**根据盈蝶数据，按照酒店客房数口径，2020年末我国一线城市（北上广深）连锁化率为48%，副省级/省会城市（28个）连锁化率为41%，其他城市连锁化率仅24%。对于连锁酒店集团来说，低线城市扩展空间巨大，一方面可以依靠新增物业展店，另一方面可以通过推动单体酒店加盟实现“从存量要增量”。

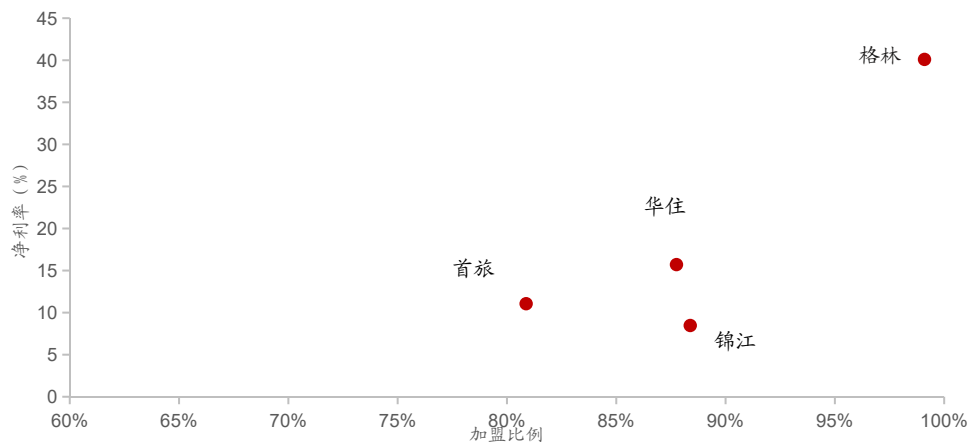
图：我国低线城市连锁化率尚低



行业发展趋势二：龙头集团享行业连锁化 β ，通过轻资产模式提速增利

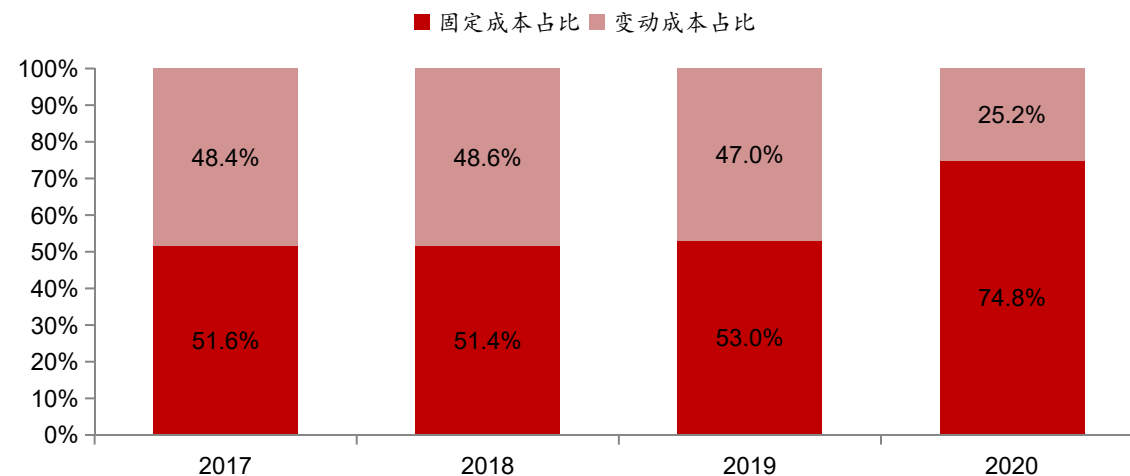
- 直营模式周期性明显。**在直营模式下，品牌方通过在租赁物业或自有物业上独立经营酒店，自负盈亏。当经济下行时，直营店收入明显下降，而固定成本较难控制，因此，酒店收益将快速下滑，同时现金流可能出现短缺，从而影响整个集团的收益水平；当经济复苏时，直营店利润将快速恢复，显现高业绩弹性。
- 加盟模式成长性突出，能有效提升盈利水平。**直营店开业前筹建期往往较长，而基于已有物业改造翻牌的加盟店一般只需几个月即可完成从签约到开业的一系列流程，能有效提升连锁酒店集团的展店速度。此外，由于加盟收入对应的成本费用较低，毛利率可达90%以上，因此，加盟占比提升能有效提高公司盈利水平。

图：加盟比率提升能有效增加酒店集团净利率

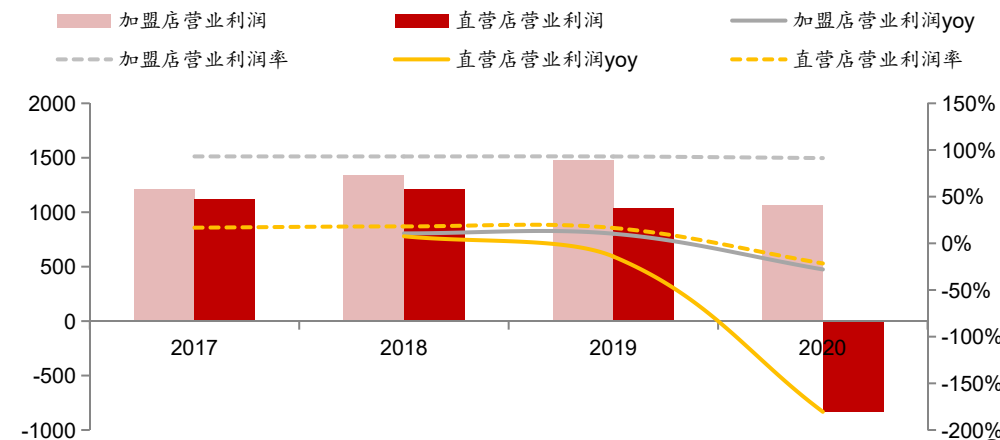


资料来源：亚朵招股说明书、弗若斯特沙利文，浙商证券研究所

图：首旅直营店固定成本占比较大



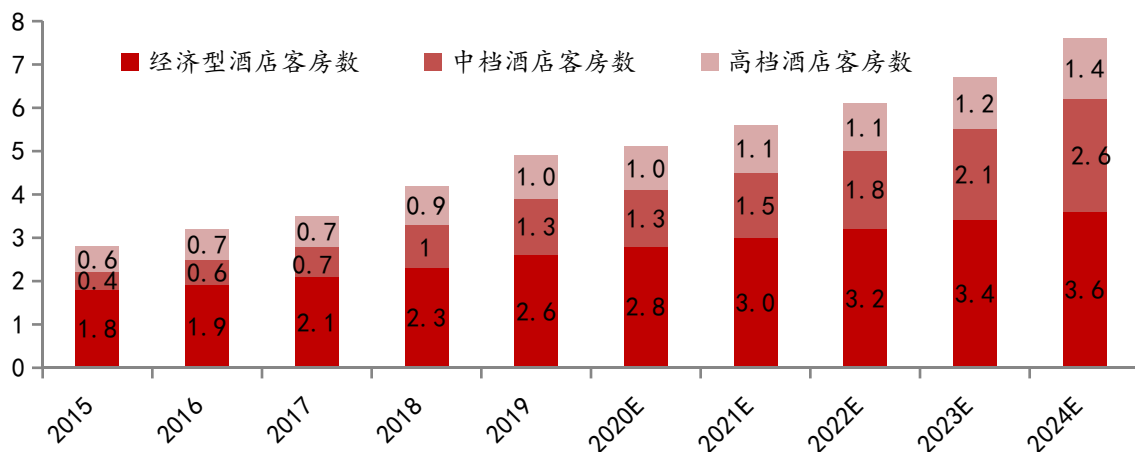
图：首旅直营店营业利润波动较大



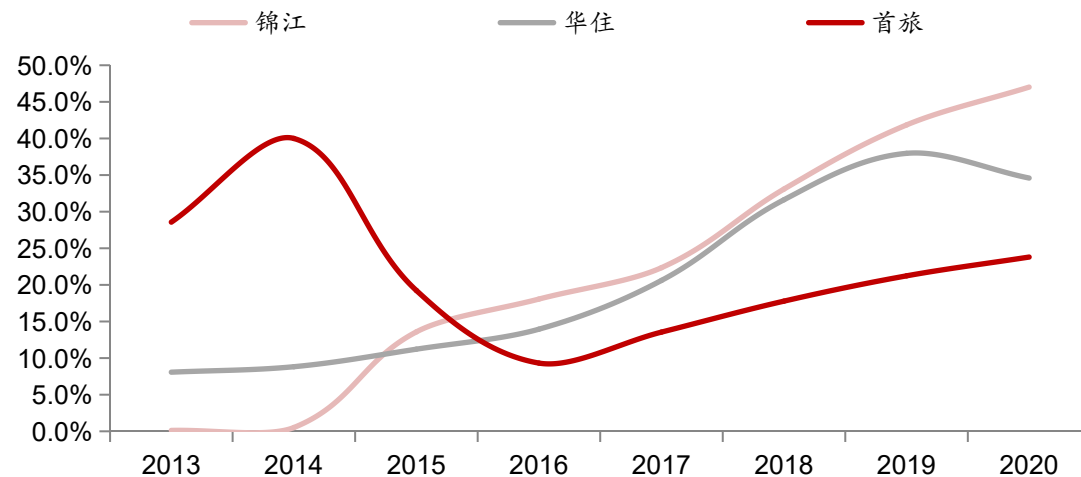
行业发展趋势三：存量结构优化升级，消费升级趋势下中高端成为必争之地，相较经济型能明显提升盈利水平

- 经济型酒店客房数量占比过半，中档及高档酒店客房数增长快于经济型。**根据弗若斯特沙利文数据，2019年全国经济型、中档、高档酒店客房数分别占比53%、27%和20%。2015-2019年，全国中档、高档酒店客房数CAGR分别为34.3%、13.6%，高于经济型酒店客房数9.6%的年化复合增速。弗若斯特沙利文预测，2020至2024年中档酒店和高档酒店客房数的CAGR仍将快于经济型酒店，中档、高档、经济型酒店客房数CAGR分别为18.9%、8.8%和6.5%。
- 连锁酒店龙头持续发力中高端。**根据公司公告，2020年，锦江、华住、首旅中高端酒店占比分别为47.0%、34.6%、23.8%，较2016年分别增加28.9pct，14.0pct、10.2pct。
- 中高端酒店净利润率高于可比条件下的经济型酒店。**相对于经济型酒店而言，中高端酒店房价提升明显，但成本变动幅度相对更小，因此，在同一入住率条件下，中高端酒店净利润率更高。

图：连锁酒店集团龙头中高端酒店占比持续提升



图：连锁酒店集团龙头中高端酒店占比持续提升

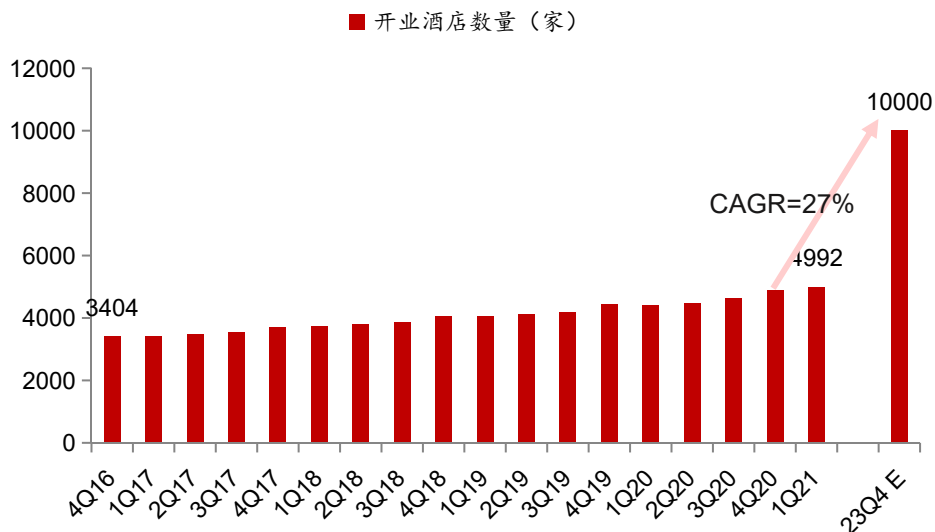


资料来源：公司公告，浙商证券研究所；注：2016年首旅酒店中高端占比骤降是因为并表了当时以经济型为主的如家。

环球影城+冬奥会溢出效应将为北京及周边酒店市场带来明显催化，三年万店目标下公司规模有望翻番，兼具 $\beta+\alpha$ 收益。

- **云酒店契合下沉市场需求，商业模式弹性、稳定兼备：**公司扩张以加盟为主，2016-19年公司加盟占比从71%提高至81%，净利率从5%提升至11%。公司同步推行传统加盟&云酒店扩张模式，其中，传统加盟业务收入与营业额挂钩，业绩弹性较大；而云酒店加盟费主要与总房量、城市级别挂钩，相当于贡献固定收益的“贴牌”生意，综合来看公司业绩弹性、稳定兼具。
- **业绩弹性大：**直营店占比16%，高于锦江、华住（低于10%），且公司只有1家境外酒店，不受境外疫情扰动，在国内酒店行业需求回暖阶段将显现业绩弹性。
- **成长性高：**16-20年开业酒店数量复合增速为9.5%；根据公司三年万店目标，未来3年规模有望翻番，CAGR预计约为27%。
- **催化足：**1) 北京环球影城预计2021年开业，园内2家度假酒店（1200间客房）管理方的50%股权将于2022年底前注入首旅酒店；2) 北京冬奥会将于2022年2月举办，北京及周边地区酒店有望受益。此外，公司发布30亿定增，计划加码北京酒店布局。

图：首旅酒店旗下开业酒店数量



图：北京环球度假区建设规划



05

投资建议

攫取 β 与 α 共振收益：

中国中免、首旅酒店

逢低布局防御性品种：

白云机场、上海机场、三大航

推荐中国中免：坚定看好长期价值，当前估值具备配置性价比。

- 1) 在消费回流趋势下，受益于政策红利，海南离岛免税市场潜力空间较大，2021年离岛免税销售额目标为600亿元，预期下半年销售额将持续高增。凭借明显的领先优势，中免业绩有望快速增长。
- 2) H股IPO融资有望为布局海外、拓展新店、巩固国内免税地位提供资金支持，公司有望稳固在全球旅游零售市场的领导地位。在离岛+线上+机场+市内全方位布局下，公司仍有较大成长空间。
- 3) Q3-4公司有望迎来两大催化，①基于中免与上海机场签署的免税补充协议，我们认为中免与首都机场的免税租金计算方式亦有望变更，2020年高额保底租金或于今年冲回；②美兰机场二期免税店将于年内与机场二期投产同步运营，新增免税面积1万平，公司在海南的销售规模将明显增长，缓和市场份额被持续挤压的趋势。
- 4) 我们预计中免2021-2023年归母净利润分别为120.7、155.8、190.6亿元，不考虑发行H股摊薄影响下，EPS分别为6.18、7.98、9.76元/股，给予22年45倍，对应目标市值为7011亿元，折现到21年，对应目标股价为332.54元/股，维持“买入”评级。

推荐首旅酒店：兼具行业 β +个股 α ，近期催化足。

- 1) 龙头享行业连锁化 β 。2020年我国酒店连锁化率为31.5%，对标美国73%、全球平均水平42%，国内酒店业尚有较大整合空间。
- 2) 个股 α ：三年规模翻倍+高业绩弹性。16-20年开业酒店数量复合增速为9.5%；根据公司三年万店目标，未来3年规模有望翻番，CAGR预计约为27%；此外，公司直营店占比16%，高于锦江、华住（低于10%），且公司只有1家境外酒店，不受境外疫情扰动，在国内酒店行业需求回暖阶段将显现业绩弹性。
- 3) 北京环球影城度假区预计于2021年开业，园内2家度假酒店管理方的50%股权将于2022年底前注入公司；同时北京冬奥会将于2022年2月举办，周边地区酒店市场预计受辐射效应。我们预计公司21-23年归母净利润分别为6、11、15亿元，当前股价对应2021年PE约24x，可比公司估值超过40x，我们给予2022年25x，对应2022年市值约280亿，半年看40%空间。

建议关注上海机场、白云机场：估值见底，具备较强防御性

2021年6月，上海机场发布重大资产重组预案，拟向控股股东发行股份购买虹桥机场、物流公司、浦东第四跑道资产，发行价格为44.09元/股，公司8月12日收盘价为38.23元/股；2020H2，白云机场发行32亿元定增，发行价格为10.90元/股，公司8月12日收盘价为8.74元/股。估值基本见底，随着行业需求持续回暖，我们认为公司有望迎来业绩&估值双重修复。

建议关注三大航（国航、南航、东航）：业绩弹性大

国航、东航Q2迎来盈利拐点，三大航全年业绩有望超预期。3-5月，三大航国内航线RPK超过19年同期，客座率降幅持续收窄；6月，受广深局部疫情影响，国航、南航国内线RPK同比（2019）分别下降17%、17%，东航仍保持3%的增幅。根据国务院新闻发布会数据，21H1三大航营业收入同比增长近30%，净利润较20H1减亏150亿元以上，我们据此推算得21H1三大航净利润约为-144亿元左右，较21Q1合计-151.7亿元的净利润有所减亏，因此，三大航21Q2已迎来盈利拐点，由于南航6月受广深疫情影响较为严重，我们预计国航、东航已于21Q2迎来盈利拐点；在行业需求恢复阶段，国际运力占比较大的三大航将显现较大业绩弹性。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼29层

北京地址：北京市广安门大街1号深圳大厦4楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道2008号凤凰大厦2栋21E02

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>