中航证券金融研究所
所长　董忠云
证券执业证书号：S0640515120001
证券分析师　成果，CFA
证券执业证书号：S0640520070001
电话：010-59562558
邮箱：chengg@avicsec.com

迎接后疫情时代，重申可选消费配置价值

策略深度报告　　2020 年 09 月 18 日

摘要

- G7 工业国的新增确诊数量已过第二波高峰，并呈下降趋势。每日死亡病例也稳定在每日 1000 人左右。虽然各国未来还会有疫情的反弹，但疫情导致的全面停工停产可能性降低，我们称之为“社会免疫”。
- 高频宏观数据显示全球经济复苏强劲。疫情对经济最恶劣的影响路径在于医疗资源挤兑促使政府当局被迫封锁经济活动。只要医疗资源没有发生挤兑，各国疫情将与各国经济逐渐脱钩。
- 我国受疫情影响严重的可选消费行业（代表人员出行需求的航空、机场和铁路板块，代表线下休闲娱乐需求的电影和旅游酒店板块，以及代表社交和饮食需求的餐饮板块）复苏明显。
- 今年以来，必选消费与可选消费的收益差远大于小盘成长股与大盘价值股的收益差。在经济复苏的背景下四季度 PPI 将继续由负值区间向零回升，站在利率变化的角度低估值板块边际上确实有增配的价值，但我们认为相较于风格的切换，行业上必选向可选的切换可能更值得注意。
- 必选消费估值已经极端化，今年以来的上涨或许透支了未来的增速。申万生物医药指数动态 PE 已经创出 07 年以来新高，申万食品饮料指数的动态 PE 也创出 15 年以来新高。虽然人口老龄化下医疗支出上升以及消费升级的长期逻辑没有问题，但 2020 年必选消费的上涨核心驱动在于疫情冲击下的盈利优势，我们应避免用长逻辑解释短时间内的估值极端化。
- 非常规性质的货币宽松高峰已过，今年权益资产上升最快的阶段已经结束了，四季度指数整体的上升空间有限。相较于疫情时期具备盈利比较优势的必选消费，目前可选消费的配置价值明显。年底疫苗上市对可选消费可能会有进一步的催化作用。我们看好航空、机场、电影、酒店、旅游、餐饮、交通等受疫情影响冲击大的大可选消费板块。

股市有风险入市须谨慎

中航证券金融研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航资本大厦中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59562524
传真：010-59562637

一、 疫情对全球经济冲击最严重的时刻可能已结束

7 月下旬以来，全球新冠疫情步入平台震荡期，出现见顶迹象，主要工业国 G7（美国、英国、法国、德国、意大利、加拿大和日本）的新增确诊数量已过第二波高峰，并呈下降趋势。每日死亡病例也稳定在每日 1000 人左右。

我们认为无论从每日新增病例，还是死亡病例来看，G7 工业国疫情整体向下的趋势不会改变。虽然法国、英国、意大利等国家出现第二波疫情的情况，但预计这三个国家会像日本和美国一样良好地控制住第二波疫情。虽然各国未来还会有疫情的反弹，但疫情导致的全面停工停产可能性降低，我们称之为“社会免疫”。国家在第二波疫情当中充分吸取第一波疫情的经验和教训，使第二波疫情对经济的冲击大幅降低。

图 1：G7 新冠肺炎每日新增病例总和 5 日 MA（人）

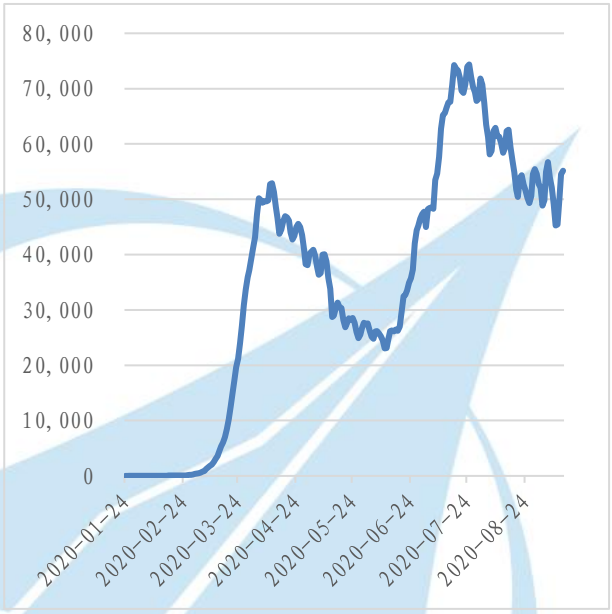
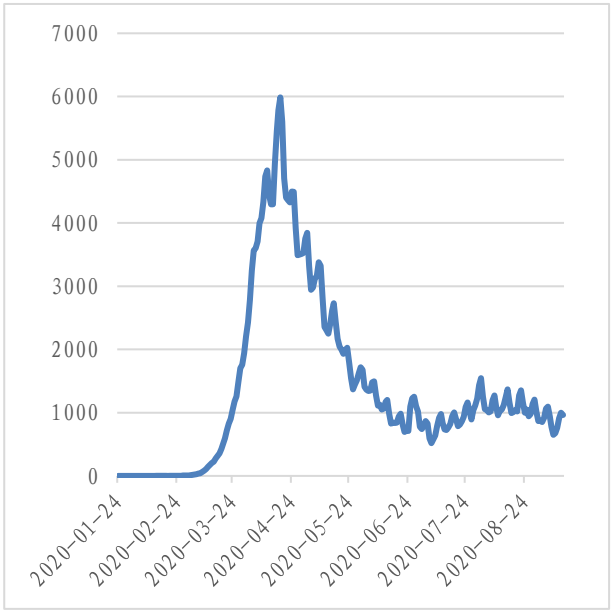


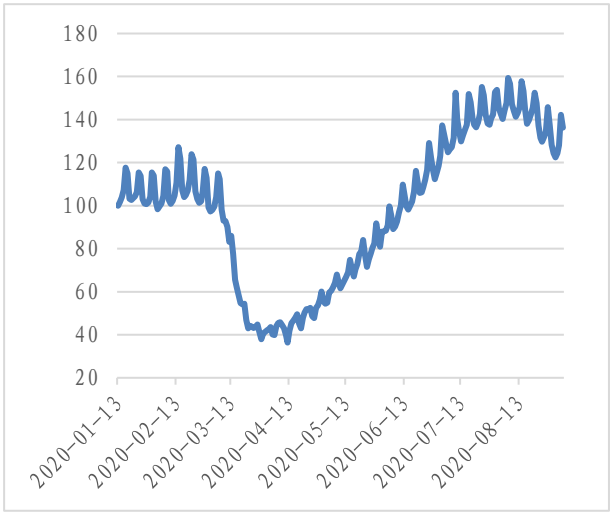
图 2：G7 工业国每日死亡病例 5 日 MA（人）



资料来源：Wind，中航证券金融研究所

4 月份是全球人员流动性的最低点，亦是全球经济活动的最低点。4 月份后，随着各国陆续复工，人员流动性开始回升。“Apple 地图”的全球驾车路线请求也从 4 月 12 日的最低点，回升到现在的 100（2020 年 1 月 13 日的基准量，见图 3）以上，并且超过了今年 1 月份的水平。航空业作为被新冠疫情打击最大的行业之一，也随着人员流动性的增加开始缓慢复苏。彭博数据显示，全球境内航班的收入客公里（RPK）从 4 月份的最低点显著回升。

图 3 全球“Apple 地图”中驾车路线请求趋势变化　　**图 4 全球境内 RPK（单位：百万美元）**



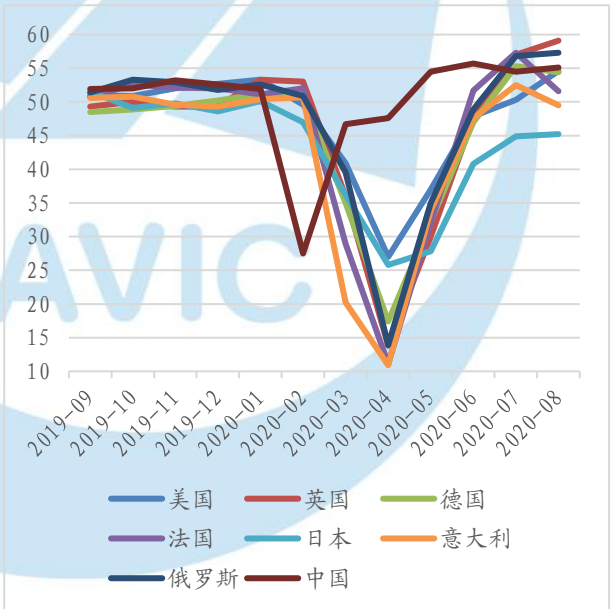


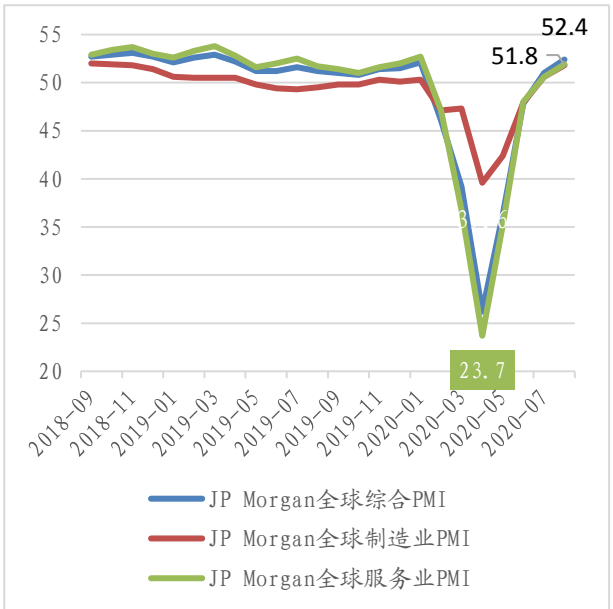
资料来源：Apple，中航证券金融研究所　　*资料来源：Bloomberg，中航证券金融研究所*

注：全球数据为“Apple 地图”所统计的各国家和地区的算数平均值。“Apple 地图”数据以 2020 年 1 月 13 日为基准量 100（泰国 1 月 13 日为 100.25），后续数据均为基准量的相对量。

根据 Markit 数据口径显示，世界 8 个主要国家除日本和意大利外，美、英、法、德、俄、中六国综合 PMI 指数已回升到荣枯线以上。而包含全球 32 个主要经济体的 J.P. Morgan 的全球综合、制造业和服务业三个 PMI 指数也均已从 4 月份的最低点回升到疫情前水平，并稳站在 50%以上，经济景气度向好，全球整体经济处于扩张态势之中。

图 5 世界各主要国家 Markit 综合 PMI（%）　　**图 6J.P. Morgan 全球 PMI（%）**

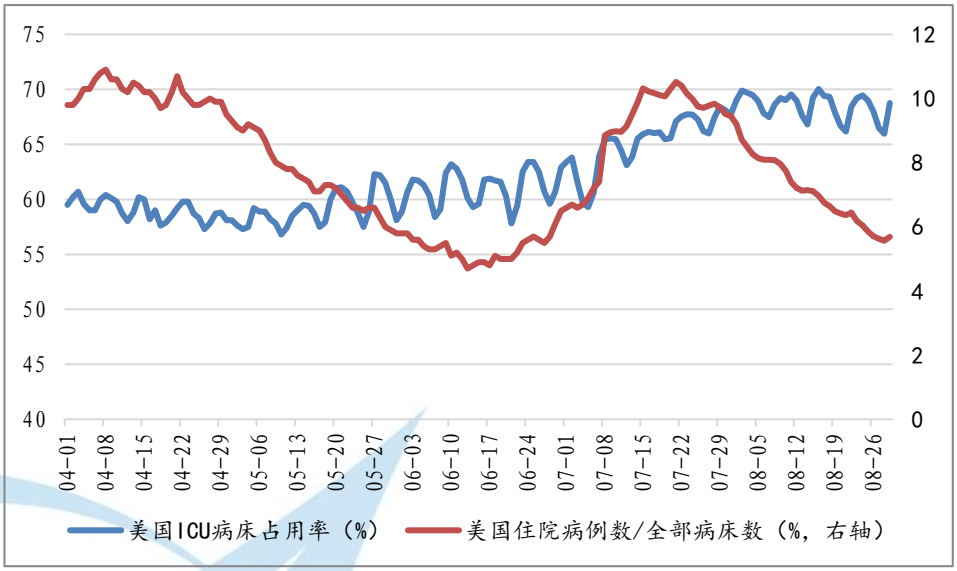




数据来源：Markit，Bloomberg，中航证券金融研究所

疫情对经济最核心的影响路径在于医疗资源挤兑促使政府当局被迫封锁经济活动。我们在 7 月 26 日发布的《美国疫情恶化到什么程度会导致美股下跌》中明确提出只要医疗资源没有发生挤兑，各国疫情将与各国经济逐渐脱钩。

图 7 美国 ICU 病床占用率与普通病房占用率



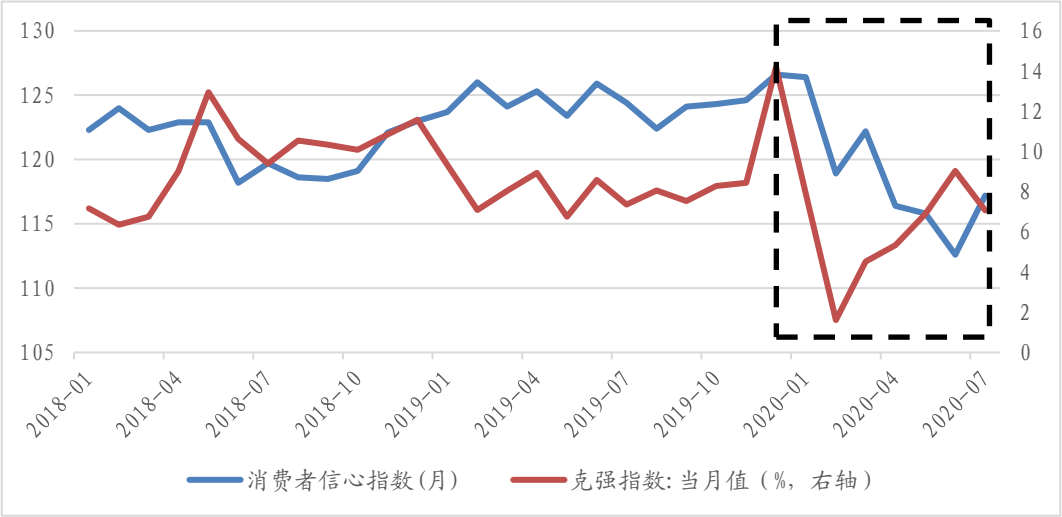
资料来源：HealthData.gov，中航证券金融研究所

新冠疫苗年内或将推出也加强了“疫情对经济冲击最强的时刻已经过去”的判断。目前阿斯利康/牛津大学、Moderna、BioNTech/辉瑞、以及我国的科兴和康希诺等机构研制的疫苗均已进入第三期临床试验阶段。9 月 14 日，我国疾控中心的首席生物安全专家武桂珍表示，中国居民最早将在 11 月或 12 月接种新冠疫苗。疫苗良好的进展使得我们更加确信疫情整体将会呈下降趋势，经济活动也将继续复苏。

二、 可选消费板块跟随经济复苏

可选消费是遭受疫情打击最为严重的板块，但随着我国疫情得到良好控制、国内货币和财政政策逆周期调节的发力，国内消费者信心指数随之回升，可选消费需求也开始逐渐回暖，甚至有一些行业因受疫情时需求的积压，在疫情后经历了“V”字型反弹。我们梳理了受疫情影响严重的几个可选消费类板块，包括：代表人员出行需求航空、机场和铁路板块，代表线下休闲娱乐需求的电影和旅游酒店板块，以及代表社交和饮食需求的餐饮板块，从数据层面来观察和预测可选消费目前以及未来的恢复状况。

图 8 消费者信心随经济的复苏而恢复



资料来源：Wind，中航证券金融研究所

➢ **交运行业中航空、机场和铁路板块**

客运航空需求持续恢复，国内航空业已过“寒冬”。随着国内疫情发展的根本性转变，加之各航司推出各类“随心飞”产品刺激旅客出行需求，国内航线民航客运量已开始“√”型反弹，国航、东航和南航的收入客公里（RPK）也随之回升。

随着航空需求端和供给端的恢复，全国机场客运状况也明显改善。北京首都、广州、上海虹桥、上海浦东、深圳、成都、昆明、西安、重庆和杭州等全国十家主要机场的旅客吞吐量总和也从 2 月份最低点的 814 万人次大幅回升到 6 月份的 2540 万人次，飞机起降架次也从 2 月份的 10.36 万次回升到 6 月份的 23.1 万次。旅客吞吐量和起降架次同比降幅也均有所收窄。

虽然疫情可能会继续在部分地区出现小范围反弹，但由于我国防控疫情力度之大，不会使客运航空需求的上涨趋势出现调转。随着近期全球疫情状况的好转，民航局“五个一”政策的调整，占航空公司 RPK 很大一部分的国际客运需求也将会恢复。

图 9 民航客运量当月同比（%）

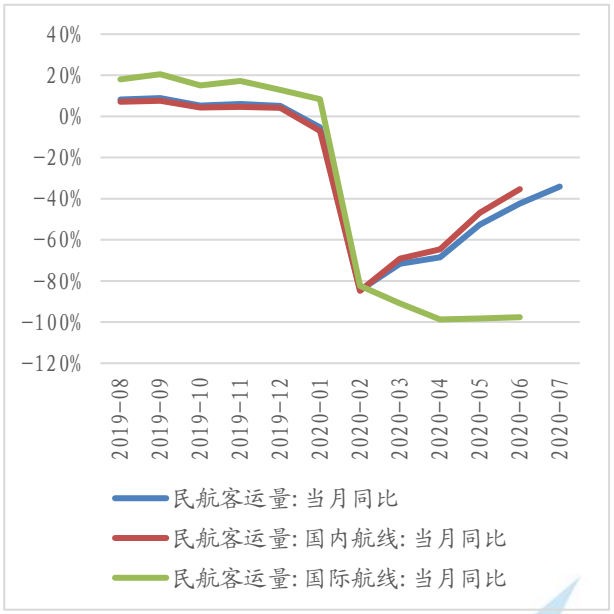
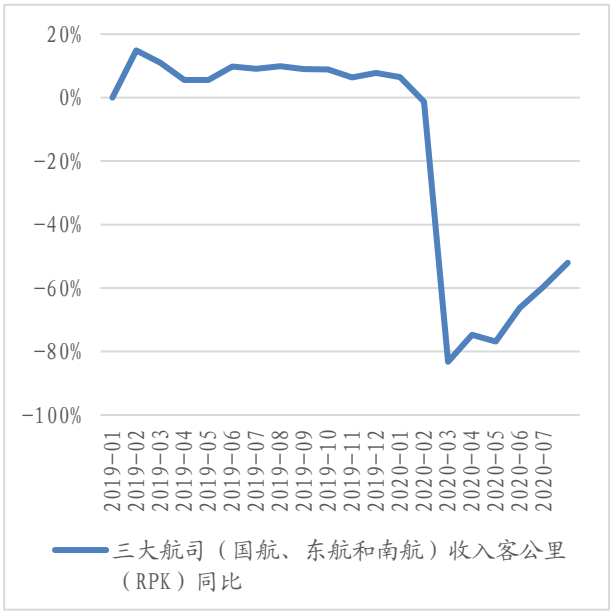
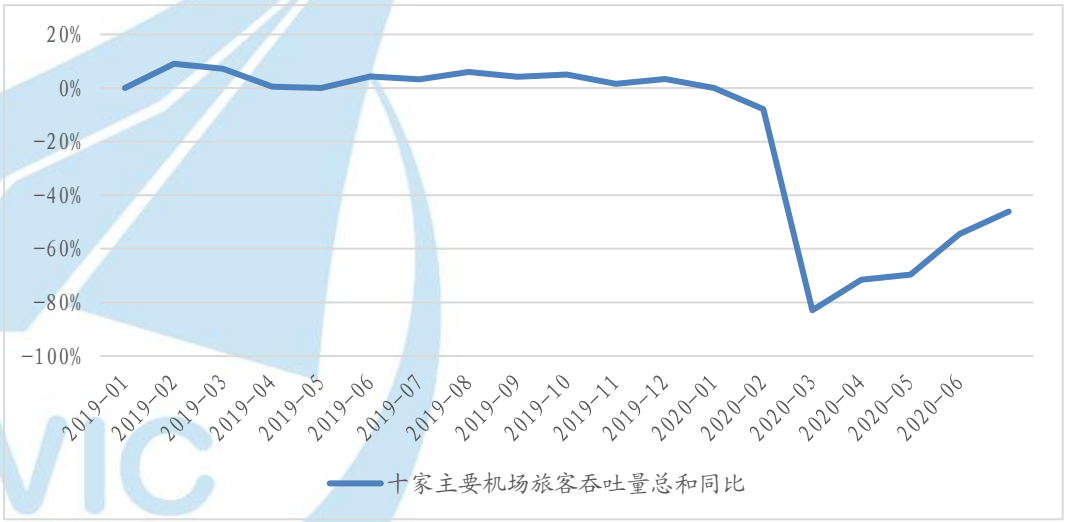


图 10 中国三大航司收入客公里同比（%）



数据来源：Wind，中航证券金融研究所

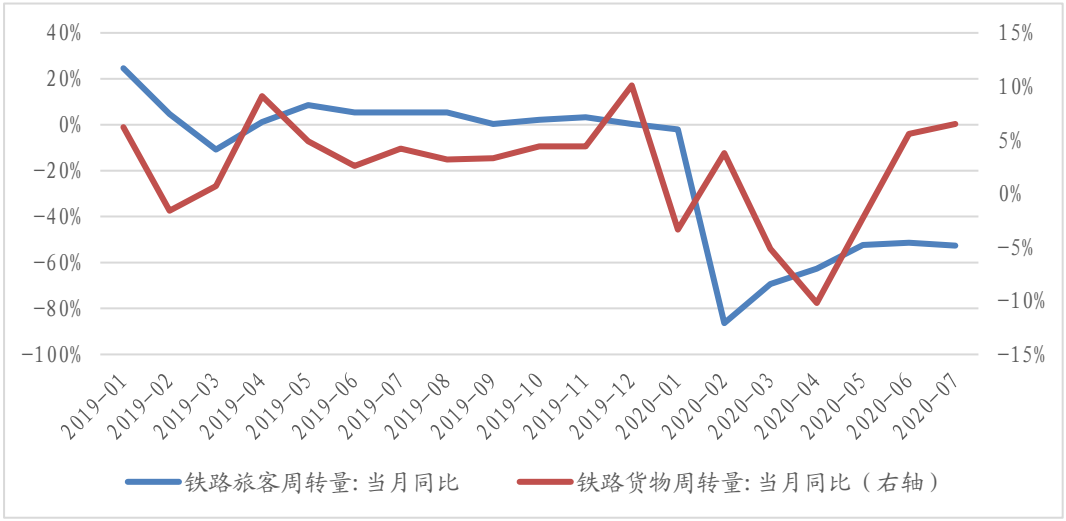
图 11 全国十家主要机场旅客吞吐量总和同比（%）



数据来源：Wind，中航证券金融研究所

全国复产复工的推进使得铁路货运量已经基本恢复常态，2020 年 7 月，铁路货运周转量已经实现同比 6.51%的正增长。而客运的恢复相对滞后，疫情依旧对铁路客运施加影响，截至 7 月的旅客周转量虽已比 2 月的低点有较大幅度的回升，从 185.09 亿人公里回升到 738.33 亿人公里，但仍比去年 7 月同期低 52.56%。但随着国内疫情的好转、复产复工的推进等因素使得出行需求持续回暖，全国铁路客运量预计将继续恢复。

图 12 铁路旅客和货物周转量同比（%）



数据来源：Wind，中航证券金融研究所

➢ **电影市场**

随着国内疫情防控取得阶段性胜利，全国影院自 7 月 20 日起已正式复工，电影行业开始回暖。依据猫眼专业版的数据，截至 9 月 2 日，全国已有 9499 家影院开业复工，复工率达 83.71%。根据灯塔专业版数据显示，截至 2020 年 8 月，全国票房已达 33.94 亿元，上座率达 12.3%，虽全国票房同比增长仍为负 56.4%，但上座率已超过疫情爆发前去年 12 月的水平，显示出全国电影市场已经开始回暖。预计随着后续重量级电影《我和我的家乡》、《姜子牙》、《唐人街探案 3》、《夺冠》等新片的陆续上映，国内电影市场将加速复苏。

图 13 全国票房开始回暖

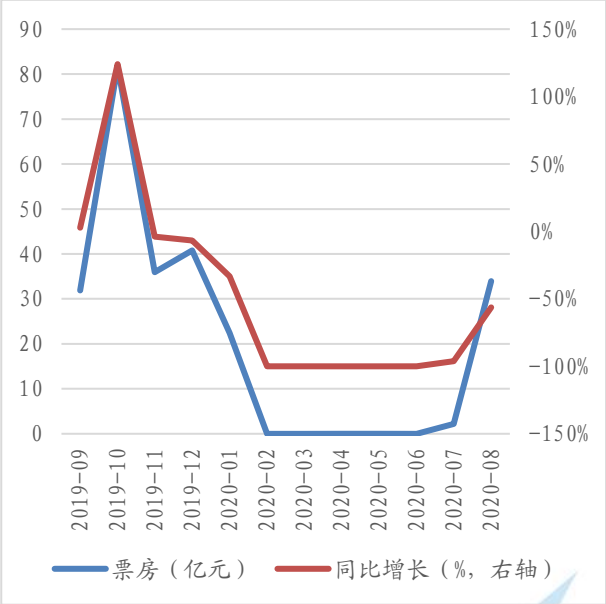
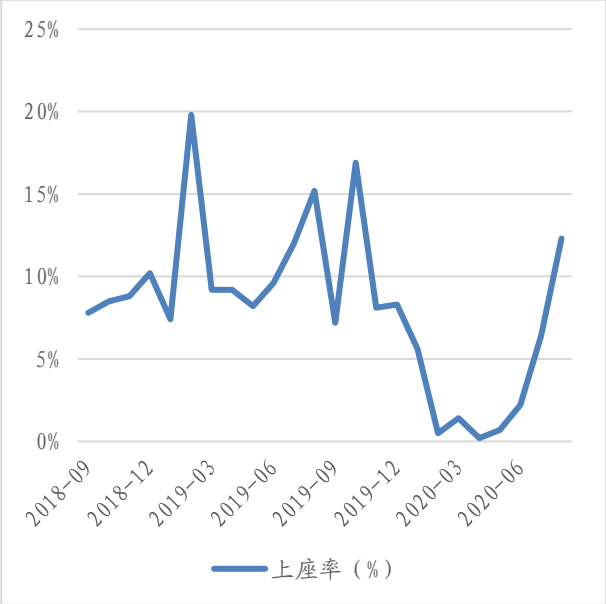


图 14 影院上座率快速提升



数据来源：灯塔专业版，中航证券金融研究所

➢ **旅游和酒店行业**

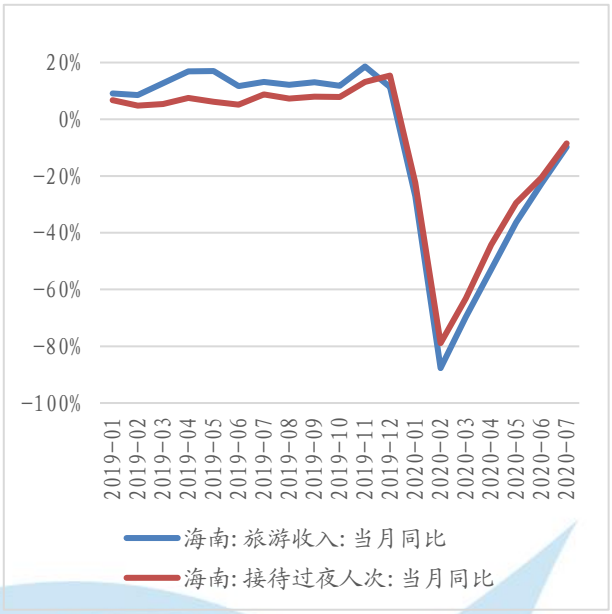
国内疫情的爆发，使得旅游行业也承受了前所未有的压力，旅游系统的工作重心也随之调整为“停组团、关景区、控疫情”。仅海南省而言，旅游收入和接待过夜人次就分别同比大幅下跌 87.7%和 78.9%。而根据各旅游行业公司半年报显示，黄山景区上半年累计接待进山游客 51.6 万人，同比下降 68.2%；桂林旅游上半年游客接待量 118 万人次，同比下降 71.62%；丽江股份的三条索道上半年共接待游客 65.17 万人，同比下降 68.99%。

但随着国内疫情的好转，居民因疫情被抑制的旅游需求得到释放。从海南省的数据可以看出，旅游收入和接待过夜人数从 2 月份开始快速反弹，截至 7 月份，同比减幅已分别收窄至-9.75%和-8.46%，预计 8 月暑假和即将来临的“十一黄金周”将会使国内旅游热度继续回升。

旅游和商务出行需求恢复，也使得酒店行业景气度企稳回升。通过统计华住、锦江和首旅如家三家上市公司的每间可供出租客房收入（RevPAR）可以发现，2020 年第一季度三家连锁酒店的业绩由于疫情的原因骤然下跌，但第二季度的经营业绩已有所回升，RevPAR 同比跌幅分别收窄到-38.35%（该数据为预测值）、-34.48%和-49.30%。

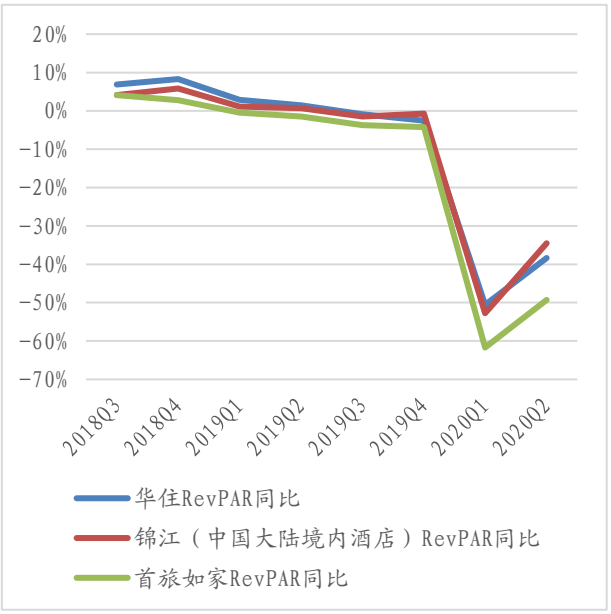
我们之前所分析的交运板块中民航铁路客运量数据持续向好，国内宏观经济形势也在持续恢复，虽 8 月 PMI 小幅回落，但仍在荣枯线以上，处于扩张区间，因此我们预计国内酒店行业将会继续回暖。

图 15 海南省旅游行业景气度稳步回升



数据来源：Wind，中航证券金融研究所

图 16 华住、锦江和首旅如家三大连锁酒店每间可供出租客房收入（RevPAR）同比



数据来源：公司财报，Bloomberg，中航证券金融研究所

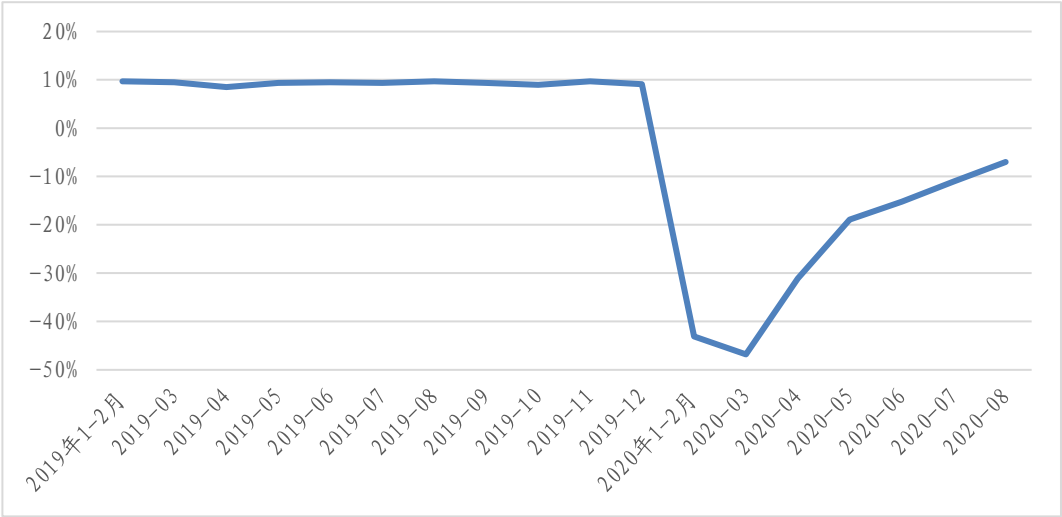
注：如家、华住 RevPAR 均为当季度值，锦江第二季度和第四季度 RevPAR 为当年累计值；华住 2020Q2 的 RevPAR 为预测值。

➢ **餐饮行业**

餐饮也是受疫情影响最为严重的行业之一，根据国家统计局的社零数据显示，2020 年上半年，全国餐饮收入 14609 亿元，同比下降 32.8%。但随着疫情的好转，国内餐饮需求开始回升，社零中餐饮收入同比降幅持续收窄，已从 3 月份的-46.8%收窄到 8 月份的-7%。

8 月 6 日，央行发布的《2020 年第二季度中国货币政策执行报告》中表示，“通过加大信贷、租金、税费等方面的扶持政策激发餐饮企业活力”。政策上表明将助力餐饮行业供给端的恢复，这也将进一步推动餐饮行业从疫情的打击中复苏。

图 17 社会消费品零售总额中餐饮收入当月同比（%）



数据来源：国家统计局，中航证券金融研究所

三、 可选消费板块配置价值明显

以可选消费为整体来看，可选消费类的限额以上零售额当月同比在疫情后开始上涨或跌幅收敛，并在 6 月份达到增速修复的峰值。虽然在 7 月份同比增幅随克强指数的下跌有所修正，但 8 月份增速再次恢复，景气度攀升。**全球疫情继续好转的预期不会改变，消费者信心指数预计会继续上涨，带动消费行业，尤其是前期遭受严重打击的可选消费行业继续增长。**

图 18：限额以上社会零售额同比增速（%）

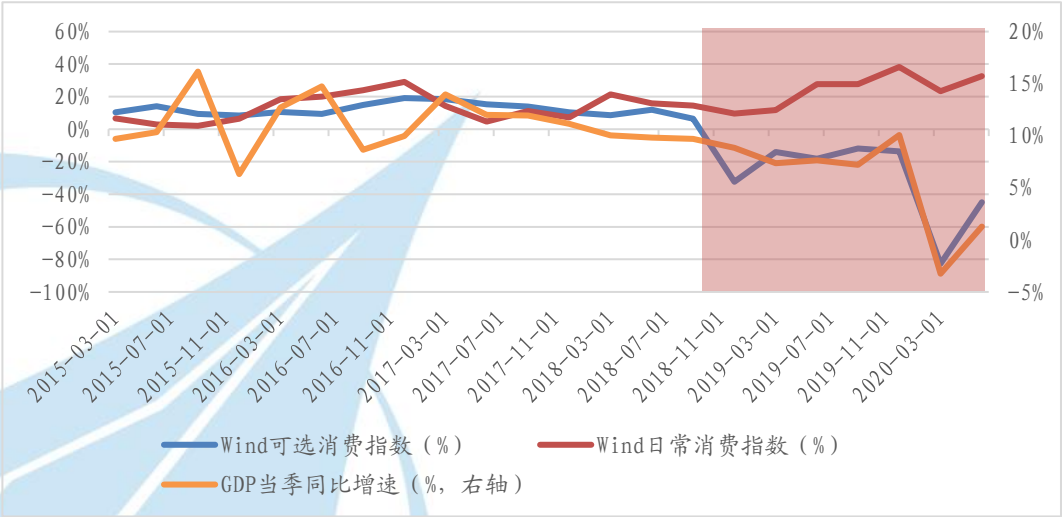
		2020 年 1-2 月	2020 年 3 月	2020 年 4 月	2020 年 5 月	2020 年 6 月	2020 年 7 月	2020 年 8 月
必选消费	粮油、食品类	9.70	19.20	18.20	11.40	10.50	6.90	4.20
	饮料类	3.10	6.30	12.90	16.70	19.20	10.70	12.90
	烟酒类	-15.70	-9.40	7.10	10.40	13.30	5.00	3.10
	中西药品类	0.20	8.00	8.60	7.30	9.70	5.30	6.20
可选消费	日用品类	-6.60	0.30	8.30	17.30	16.90	6.90	11.40
	体育、娱乐用品类	-4.00	-7.10	11.60	15.40	19.80	7.60	8.90
	通讯器材类	-8.80	6.50	12.20	11.40	18.80	11.30	25.10
	文化办公用品类	-8.90	6.10	6.50	1.90	8.10	0.50	9.40
	书报杂志类	-32.70	3.60	-11.50	10.80	17.00	12.80	15.20
	化妆品类	-14.10	-11.60	3.50	12.90	20.50	9.20	19.00
	汽车类	-37.00	-18.10	0.00	3.50	-8.20	12.30	11.80
	建筑及装潢材料类	-30.50	-13.90	-5.80	1.90	2.20	-2.50	-2.90
	家用电器和音像器材类	-30.00	-29.70	-8.50	4.30	9.80	-2.20	4.30
	金银珠宝类	-41.10	-30.10	-12.10	-3.90	-6.80	7.50	15.30

	服装鞋帽针纺织品类	-30.90	-34.80	-18.50	-0.60	-0.10	-2.50	4.20

数据来源：Wind，国家统计局，中航证券金融研究所

整体盈利修复或带动可选消费行业上涨。可选消费的周期性比较强，2017 年底到 2018 年第一季度开始，我国 GDP 累计同比增速开始持续下降，Wind 可选消费指数的归母净利润同比增长率也跟随 GDP 增幅的降低，在 2018 年年报阶段迈入同比负增长区间。而疫情好转后，经济的恢复和需求的增长，使得 2020 年中报阶段可选消费指数归母净利润同比增速开始上升。**预计随着经济恢复常态增长率，可选消费行业公司的盈利能力将继续恢复。**

图 19Wind 可选消费指数归母净利润增速从 2018 年开始进入同比负增长区间



数据来源：Wind，中航证券金融研究所

注：中报和年报数据为累计值

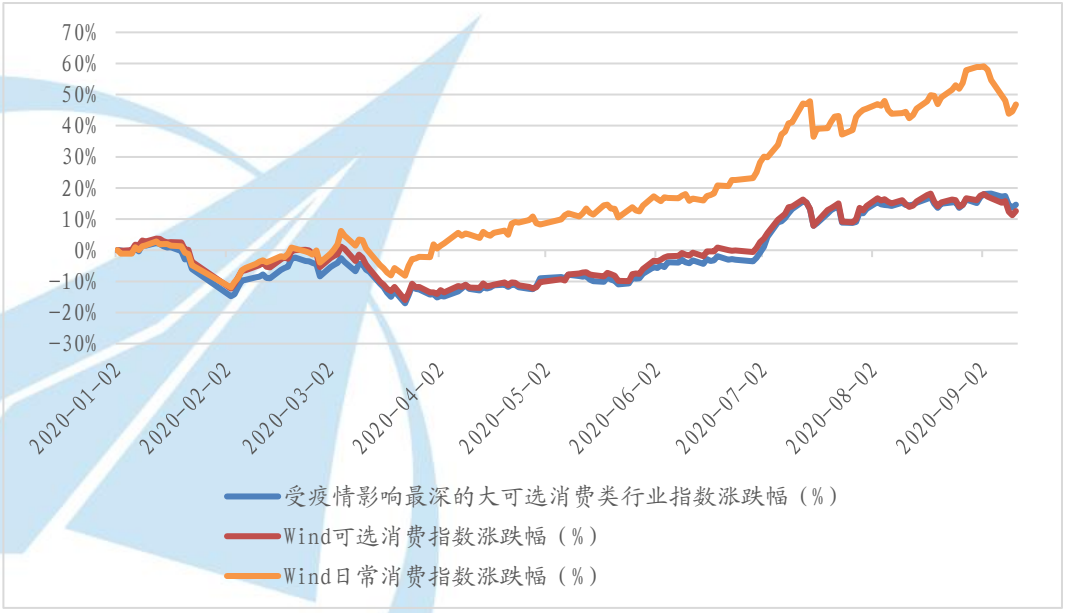
我们对申万二级行业 2020Q1 归母净利润同比增速进行排序。从中挑选出表现最差的可选消费（包括：餐饮Ⅱ、航空运输Ⅱ、酒店Ⅱ、景点、专业零售、汽车服务Ⅱ、公交Ⅱ、高速公路Ⅱ、旅游综合Ⅱ、文化传媒、汽车整车和机场Ⅱ），并从这 12 个二级行业中提取全部的成分个股，总计 192 只股票以 2020 年 1 月 2 日为基期市值加权编制了指数（按申万行业分类，12 个行业总计有 195 只股票，但因阿尔特、同庆楼和西域旅游三家公司在 1 月 2 日之后上市，所以未被纳入）。我们编制的“大可选消费行业消费指数”和 Wind 可选消费指数一样，因受疫情的影响跑输 Wind 日常消费指数，涨跌幅剪刀差日益走阔。截止 2020 年 9 月 11 日，“大可选消费行业指数”今年累计涨幅为 14.63%，远低于同期日常消费指数涨幅的 46.8%，两者相差 32.17%。必选消费与可选消费 32.17%的收益差远大于小盘成长股与大盘价值股的收益差。截止 9 月 11 日，小盘成长股指数累计涨幅减去大盘价值股指数累计涨幅为 19.49%。

必选消费估值已经极端化，今年以来的上涨或许透支了未来的增速。申万生物医药指数动态 PE 已经创出 07 年以来新高，申万食品饮料指数的动态 PE 也创出 15 年以来新高。虽然人口老龄化下医疗支出上升以及消费升级的长期逻辑没有问题，但 2020 年必选消费的上涨核心驱动在于疫情冲击下的盈利优势，我们应避免用长逻辑解释短时间内的估值极端化。

在经济复苏的背景下四季度 PPI 将继续由负值区间向零回升，站在利率变化的角度低估值板块边际上确实有增配的价值，但我们认为相较于风格的切换，行业上必选向可选的切换可能更值得注意。

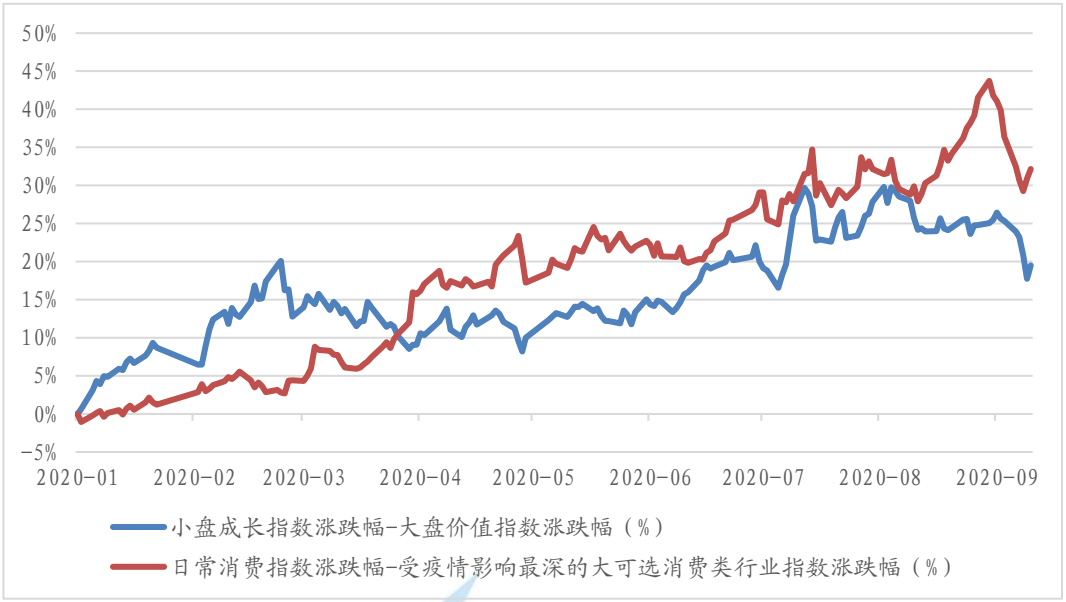
非常规性质的货币宽松高峰已过，今年权益资产上升最快的阶段已经结束了，四季度指数整体的上升空间有限。相较于疫情时期具备盈利比较优势的必选消费，目前可选消费的配置价值明显。若疫苗年底上市则可能对可选消费会有进一步的催化作用。我们看好航空、机场、电影、酒店、旅游、餐饮、交通等受疫情影响冲击严重的大可选消费板块。

图 20：可选大幅跑输必选



数据来源：Wind，中航证券金融研究所

图 21 必选消费与可选消费的收益差远大于小盘成长股与大盘价值股的收益差



数据来源：Wind，中航证券金融研究所

图 22 申万生物医药指数历史 PE-TTM

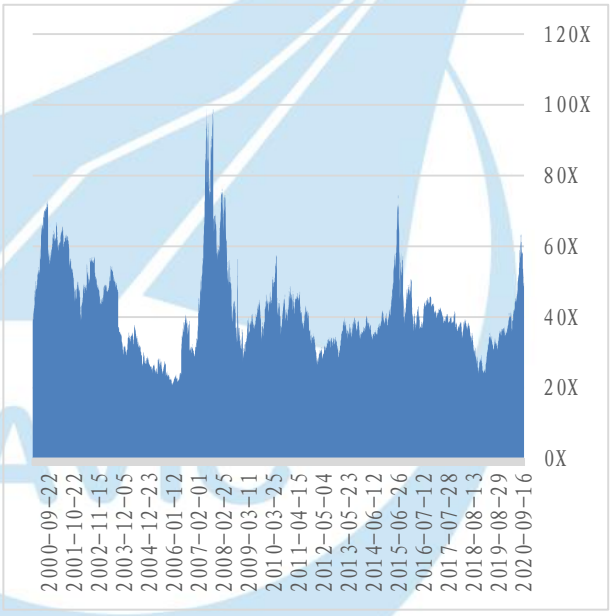
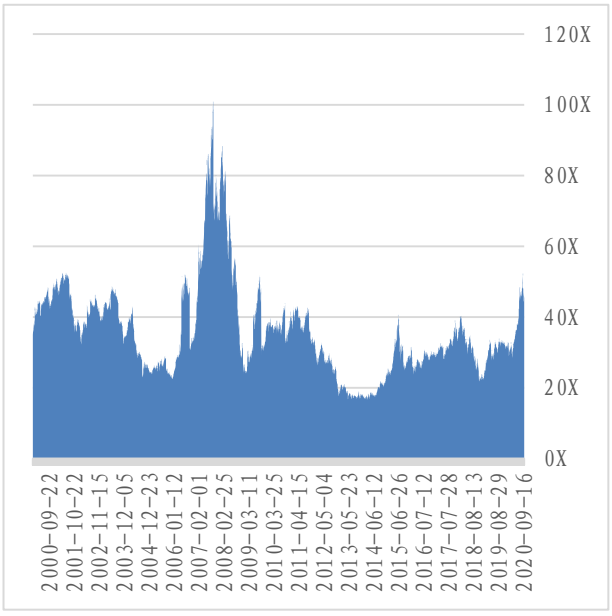


图 23 申万食品饮料指数历史 PE-TTM



数据来源：Wind，中航证券金融研究所

风险提示：疫情反复、中美贸易摩擦加剧、经济恢复不及预期

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

买入　：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
持有　：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间
卖出　：未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下：

增持　：未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
中性　：未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
减持　：未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

分析师简介

董忠云，SAC 执业证书号：S0640515120001，中国社会科学院金融学博士，中航证券首席经济学家，金融研究所所长。
成果，CFA，SAC 执业证书号：S0640520070001，波士顿大学工商管理硕士，中航证券金融研究所首席策略分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明：

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析员个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。