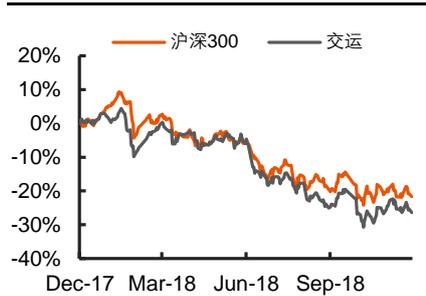


## 2019年交运行业年度策略报告

# 铁路、公路作防御，兼顾具备成长属性的快递

### 强于大市（维持）

行情走势图



#### 相关研究报告

《行业周报\*交运\*铁总更名获准，大秦参与蒙华铁路资本金募集》  
2018-12-09

《行业周报\*交运\*中美贸易协商卓有成效，或利好油运板块》 2018-12-02

《行业周报\*交运\*拼多多高速增长，京东入局快运》 2018-11-25

《行业周报\*交运\*中通继续高歌猛进，南航退出天合联盟》 2018-11-18

《行业周报\*交运\*京沪高铁拟IPO，电商节或提振快递板块》 2018-11-11

#### 证券分析师

王伟 投资咨询资格编号  
S1060518080001  
010-56800251  
WANGWEI230@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

- 回顾 2018 年，整体走弱，板块分化：**2018 年以来，交运板块持续走弱，截至 2018 年 12 月 07 日，交运板块涨跌幅为-26.78%，位居 28 个申万一级行业的第 15 位。子板块走势分化，偏公用事业板块（机场、铁路）跌幅较小，我们认为，一方面是因为市场整体风险偏好较弱，另一方面是北上资金的不断流入导致。从交运板块三季报披露的情况来看，各子板块营业收入增速均为正；利润端，航空运输和航运板块扣除非经常性损益后的净利润增速下滑较大；铁路受益于“公转铁”和新清算办法，业绩稳步提升；快递维持较高增速，申通边际改善明显。此外，根据基金季报数据，2018 年前三季度公募依旧处于超配，但集中度有所下降。
- 铁路：“公转铁”倒逼，新清算办法刺激，业绩稳健增长。**2018 年前三季度，我国铁路的货运量与货运总周转量均实现正增长，分别同比增长 7.9% 与 6.5%。铁路货运单耗逐年降低，货运长途运输的单价低于公路货运，优势明显；然而，我国当前运输体系结构并不合理，公路货运量在全社会货运中占比过高，铁路货运量依然有相当大的空间。另一方面，高铁客运占比的提升将腾挪出铁路货运空间。随着公路治超、公转铁等外部政策的密集出台，铁路货运有望进入繁荣发展期，新的清算办法提高铁路货运企业营销积极性，我们认为铁路上市企业业绩将呈现稳健增长。
- 高速公路：优选业绩稳健、高分红个股。**公路板块整体经营稳健，现金流较好，比较适合当前比较低迷的市场环境，是非常好的抗风险资产。但是公转铁、公路治超、降低物流费用等政策，或许会对高速板块带来一定冲击。我们建议从两个维度来优选个股：（1）处于“公转铁”政策影响小、客车占比高、当地经济发达、汽车保有量高的区域；（2）经营稳健、股息率较高。
- 快递：渐起的壁垒，成长的消费。**2018 年快递行业整体依旧处于成长期，预计 2019 年维持 20%左右的增速。同时，行业集中度进一步提升，市场份额逐步向龙头集聚，行业龙头将取得高于行业平均的增速；快递服务质量改善，有效申诉率呈下降态势。快递企业加大资本开支投入到转运中心、运输以及网络布局，单票成本逐步降低，但同时也带来了价格竞争的加剧，我们认为，价格竞争虽短期内会冲击快递企业利润，但长期利好竞争格局的改善。在行业增速放缓的背景下，成本控制和新业务拓展将成为对比快递企业时主要考量的因素。
- 投资建议：**2019 年交运行业整体投资策略为“防御为主，兼顾成长”，维持“强于大市”评级。具体子板块：首选铁路、高速等偏防御性板块，另外，快递板块依旧具备成长性，值得关注。铁路板块受益于“公转铁”政策的推进，预计铁路板块公司业绩会维持稳定的增长，推荐经营稳健、高股息的大秦铁路，坐拥营口港唯一铁路疏港通道沙鲅铁路的铁龙物流；公路板块经营稳健，是弱市下较好的防御板块，建议优选处于“公转铁”政策影响小、客车占比高、当地经济发达、汽车保有量高的区域，经营稳健、股息率高

的上市公司，建议关注深高速、宁沪高速、粤高速 A；快递行业处于成长期，我们预计增速依然会保持 20%左右的增速，并且快递行业集中度继续提升，2018 年前十个月 CR8 为 81.3%，优秀的企业通过提升市场份额获取远高于行业的增速，虽然价格战风险仍存，短期业绩或会承压，但长期利好格局改善，在行业增速放缓的背景下，成本控制和业务拓展成了对比快递企业时主要考量的因素，我们推荐成本管控能力强的韵达股份，布局航空、打造差异化的圆通速递，理顺经营、边际改善明显的申通快递，建议关注向综合物流服务商转变的顺丰控股。

- **风险提示：**(1) 电商增速不达预期风险：快递行业的发展很大程度依赖于电商，如果电商增速放缓，将会带来快递行业增速下降；(2) 快递行业价格竞争风险：快递公司所提供服务的同质性，如果快递公司间进行价格战抢占份额，将会降低行业盈利水平；(3) 公转铁政策推进不达预期风险：如果公转铁政策不达预期，会导致铁路运量不会如预期提升，影响公司业绩；(4) 宏观经济增速下滑风险：宏观经济增速下滑会导致大宗商品交易需求下降，进而导致货运量降低，影响公司业绩。

股票名称	股票代码	股票价格		EPS					P/E				评级
		2018-12-10	2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E			
铁龙物流	600125	7.24	0.25	0.37	0.45	0.55	29.0	19.6	16.1	13.2	推荐		
大秦铁路	601006	7.98	0.90	0.90	0.96	1.03	8.9	8.9	8.3	7.7	推荐		
韵达股份	002120	28.43	1.31	1.44	1.69	2.33	21.7	19.7	16.8	12.2	推荐		
申通快递	002468	17.09	0.97	1.39	1.43	1.81	17.6	12.3	12.0	9.4	推荐		
圆通速递	600233	10.19	0.51	0.66	0.78	0.88	20.0	15.4	13.1	11.6	推荐		
粤高速 A	000429	7.74	0.72	0.7	0.74	0.79	10.8	11.1	10.5	9.8	未评级		
宁沪高速	600377	9.46	0.71	0.87	0.85	0.89	13.3	10.9	11.1	10.6	未评级		
深高速	600548	8.7	0.65	1.19	0.95	1.09	13.4	7.3	9.2	8.0	未评级		
顺丰控股	002352	35.53	1.08	1.11	1.32	1.66	32.9	31.9	26.9	21.4	未评级		

注：未评级数据采用 wind 一致预期

# 正文目录

<b>一、</b>	<b>回顾 2018 年：整体走弱，板块分化</b>	<b>7</b>
1.1	交运板块走势整体偏弱	7
1.2	前三季度营收均有增长，利润各有千秋	11
1.3	公募依旧超配，但集中度有所下降	13
<b>二、</b>	<b>铁路：“公转铁”倒逼，新清算办法刺激，业绩稳健增长</b>	<b>15</b>
2.1	铁路货运单耗更低，高铁客运占比提升腾挪出铁路货运空间	15
2.2	外部倒逼：公路治超、公转铁等政策密集出台	18
2.3	内生动力：铁总出台新清算办法，有利于调动承运企业揽货积极性	20
2.4	铁路板块投资建议：	21
<b>三、</b>	<b>高速公路：优选业绩稳健、高分红个股</b>	<b>22</b>
<b>四、</b>	<b>快递：渐起的壁垒，成长的消费</b>	<b>26</b>
4.1	行业整体依旧处于成长期，预计 2019 年维持 20%左右增速	26
4.2	竞争格局：市场集中度进一步提升，服务水平改善	28
4.3	快递企业资本开支持续加大，强规模效应带来强者恒强	30
4.4	价格战风险仍存，长期看利好格局改善	32
4.5	快递企业向综合物流转变，新成长、新空间	33
4.6	快递板块投资建议	34
<b>五、</b>	<b>投资建议</b>	<b>35</b>
<b>六、</b>	<b>风险提示</b>	<b>35</b>

# 图表目录

图表 1	2018 年以来交运板块、沪深 300、创业板指增长率情况（截至 2018 年 12 月 07 日）	7
图表 2	2018 年以来各板块涨跌幅排序（截至 2018 年 12 月 07 日）	7
图表 3	交运行业子板块 2018 年以来涨跌幅（截至 2018 年 12 月 07 日）	8
图表 4	交运板块纳入 MSCI 标的	8
图表 5	北向资金累计净买入（单位：亿元）	9
图表 6	沪深港通持股交运板块情况（单位：亿元，截至 2018 年 12 月 7 日）	9
图表 7	申万一级行业估值情况（PEttm，数据截至 2018 年 12 月 07 日）	10
图表 8	交运子板块估值情况（PEttm，数据截至 2018 年 12 月 07 日）	10
图表 9	申万交运板块 2018 年以来涨跌幅前十（截至 2018 年 12 月 07 日）	10
图表 10	2018 年前三季度分板块营收增速	11
图表 11	2018 年前三季度分板块扣非净利润增速	11
图表 12	布伦特原油期货价（单位：美元/桶）	12
图表 13	航空煤油出厂价（单位：元/吨）	12
图表 14	美元兑人民币中间价	12
图表 15	2018 年前三季度 A 股主要上市航空公司利润表主要指标变化情况	12
图表 16	交运板块的基金持股数量基本稳定	13
图表 17	交运板块的基金持仓市值同比上升	13
图表 18	交运板块的基金持仓份额环比下降，但配置力度有所加强	13
图表 19	交运板块的基金持仓集中度维持高位	14
图表 20	Q3 基金持仓市值前 20 位交运（申万）行业上市公司（单位：亿元）	14
图表 21	铁路货运量（单位：亿吨）	16
图表 22	铁路货运周转量（单位：亿吨公里）	16
图表 23	铁路货运单耗相较于公路货运优势明显（单位：吨标准煤/百万换算吨公里）	16
图表 24	中国铁路货运量及增速（单位：亿吨）	17
图表 25	中国铁路货运占比（以货运量计算）	17
图表 26	2016 年美国货运结构（以货运周转量计算）	17
图表 27	2017 年中国货运结构（以货运周转量计算）	17
图表 28	铁路客运量（单位：亿人）	17
图表 29	铁路旅客周转量（单位：亿人公里）	17
图表 30	高铁旅客周转量（单位：亿人公里）	18
图表 31	高铁客运量（单位：亿人）	18
图表 32	“公路治超”政策梳理	18
图表 33	“公转铁”政策梳理	19

图表 34	公转铁政策是顶层推动、目标明确、态度坚决的一项政策 .....	20
图表 35	铁路货运清算内容主要变化情况 .....	21
图表 36	公路、铁路、航空、航运四种运输方式各自优缺点及适用范围 .....	22
图表 37	高速公路车流量（单位：万辆） .....	23
图表 38	高速公路总车流量前三（单位：万辆） .....	23
图表 39	公路板块营业收入增速 .....	23
图表 40	公路板块归母净利润增速 .....	23
图表 41	江沪汽车保有量（单位：万辆） .....	24
图表 42	广东省汽车保有量（单位：万辆） .....	24
图表 43	宁沪高速营业收入（单位：亿元） .....	24
图表 44	宁沪高速归母净利润（单位：百万元） .....	24
图表 45	粤高速 A 营业收入（单位：亿元） .....	24
图表 46	粤高速 A 归母净利润（单位：百万元） .....	24
图表 47	深高速营业收入（单位：亿元） .....	25
图表 48	深高速归母净利润（单位：百万元） .....	25
图表 49	宁沪高速、粤高速 A、深高速基本情况（单位：元） .....	25
图表 50	经营稳健、股息率高的公路标的多数年份跑赢大盘 .....	25
图表 51	实物商品网上零售额累计值（单位：亿元） .....	26
图表 52	“双十一”支付宝交易总额（单位：亿元） .....	26
图表 53	拼多多 GMV（单位：亿元） .....	26
图表 54	拼多多平台活跃买家数（单位：千人） .....	26
图表 55	全国规模以上快递业务收入（单位：亿元） .....	27
图表 56	全国规模以上快递业务量（单位：亿件） .....	27
图表 57	全国快递服务企业单月业务量（单位：亿件） .....	27
图表 58	2016 年全国网购用户占总人口的比例 .....	28
图表 59	2017 年网络零售交易额占比及同比增速情况 .....	28
图表 60	2017 年我国东中西部地区人均快递件数（单位：件） .....	28
图表 61	2018 年前 10 月累计同比增速况 .....	28
图表 62	全国快递服务企业集中度指数 CR8 .....	29
图表 63	各家快递公司市占率变化情况 .....	29
图表 64	主要快递公司的业务量及市占率（单位：亿件） .....	29
图表 65	全国快递行业有效申诉率（单位：1/1000000） .....	30
图表 66	2018 年前三季度主要快递企业有效申诉率 .....	30
图表 67	加盟制和直营制快递公司收入和成本口径对比 .....	30
图表 68	同城、异地单价逐步收敛（单位：元） .....	31
图表 69	韵达股份再融资投向（单位：亿元） .....	31

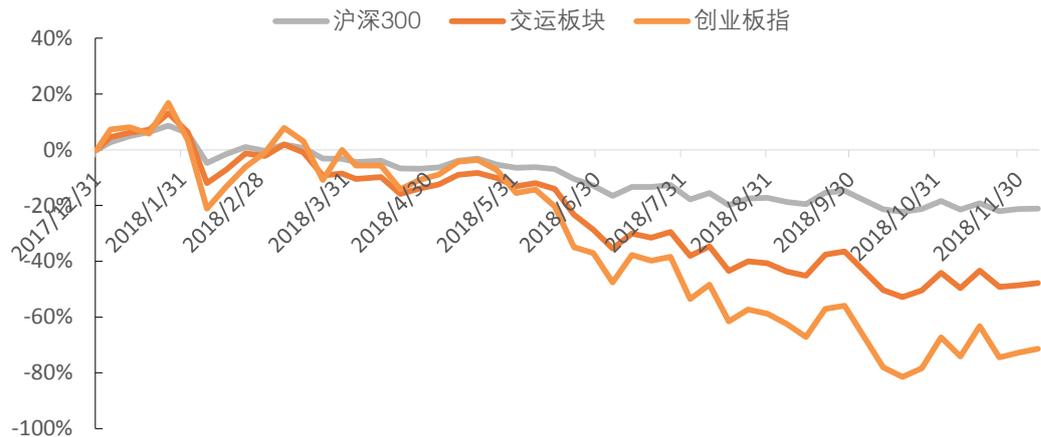
图表 70 圆通速递再融资投向 (单位: 亿元) .....	31
图表 71 申通、韵达、顺丰资金投入情况 (单位: 百万元) .....	31
图表 72 2017 年前三季度和 2018 年前三季度快递单票费用变化 (单位: 元) .....	32
图表 73 2017 年美国快递行业格局 .....	32
图表 74 2017 年日本快递行业格局 .....	32
图表 75 快递行业单月份单票收入 (单位: 元) .....	33
图表 76 A 股四家上市快递企业三年业绩承诺将于 2018 年完成 (单位: 万元) .....	33
图表 77 快递企业逐步开拓新业务向综合物流转变 .....	34
图表 78 顺丰控股多业务布局进展顺利 (单位: 亿元) .....	34

## 一、回顾 2018 年：整体走弱，板块分化

### 1.1 交运板块走势整体偏弱

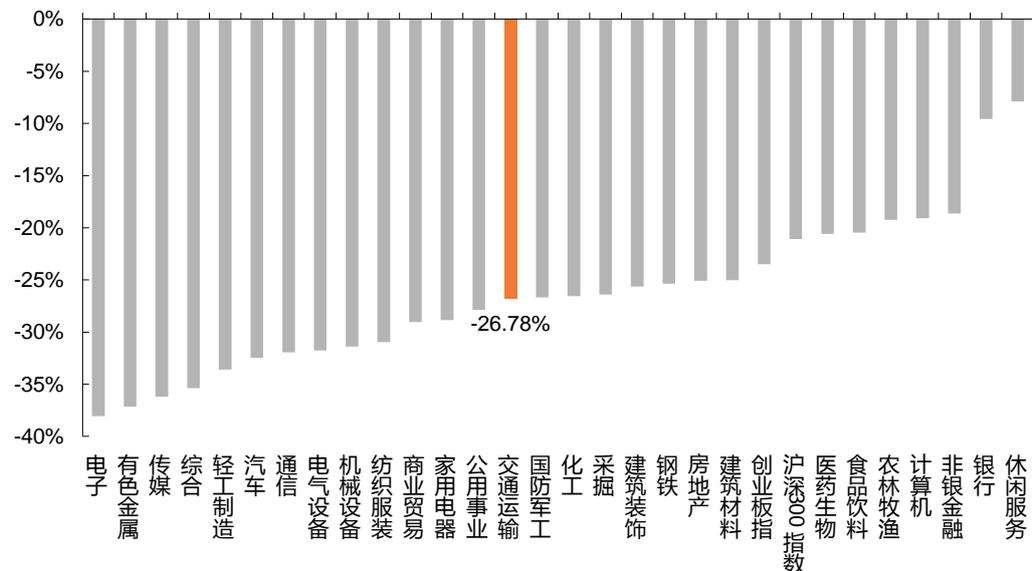
2018 年以来，交运板块持续走弱，截至 2018 年 12 月 07 日，交运板块涨跌幅为-26.78%，位居 28 个申万一级行业的第 15 位，沪深 300 涨跌幅为-21.07%，创业板指涨跌幅为-23.49%，整体来看，交运板块走势较弱。

图表1 2018 年以来交运板块、沪深 300、创业板指增长率情况（截至 2018 年 12 月 07 日）



资料来源：wind、平安证券研究所

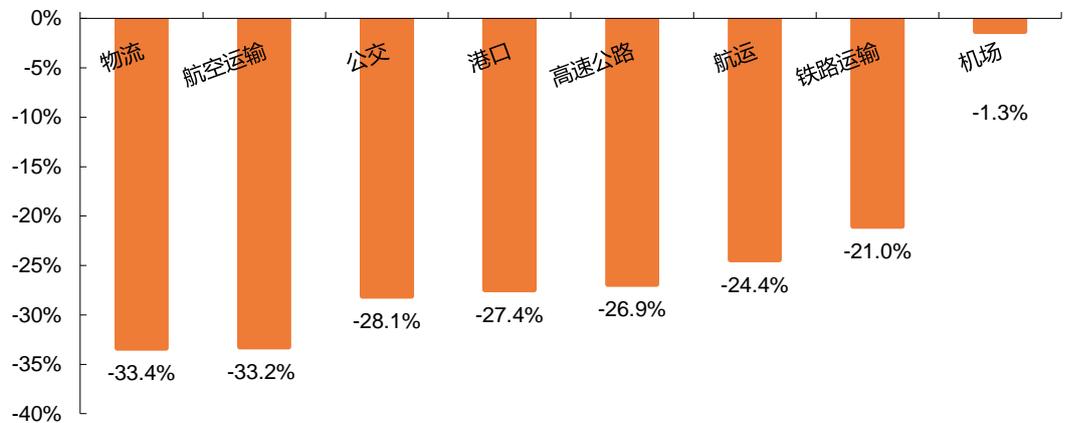
图表2 2018 年以来各板块涨跌幅排序（截至 2018 年 12 月 07 日）



资料来源：wind、平安证券研究所

按申万行业分类，交通运输行业子板块较多，包含公交、高速公路、铁路、航运、航空、港口、物流和机场，2018 年子板块走势分化，机场走出独立行情，截至 2018 年 12 月 07 日，机场板块涨跌幅为-1.3%，其余子板块涨跌幅均低于-20%，物流板块下跌最多，为-33.4%。

图表3 交运行业子板块 2018 年以来涨跌幅 (截至 2018 年 12 月 07 日)



资料来源: wind、平安证券研究所

整体来看,还是偏公用事业板块(机场、铁路)跌幅较小,这与 2018 年市场风险偏好较弱有关,机场板块业绩稳健,非航业务又可带来成长性,是当前市场风格下投资者较为青睐的板块,也是具备较好防御性的板块。

另一方面,外资对 A 股的影响力也不断加大。2018 年 6 月 1 日起, A 股正式纳入 MSCI 新兴市场指数, A 股国际化配置更进一步。6 月 12 日,中国人民银行、国家外汇管理局也发布措施,取消了 QFII 每月资金汇出不超过上年末境内总资产 20%的限制,取消了 QFII、RQFII 本金锁定期要求,解决了困扰 QFII、RQFII 投资机构的操作难点,有利于外资机构更灵活的配置中国股票。我们认为,投资者结构的国际化正在逐步影响 A 股市场的估值体系,北上资金的流入也可能是机场板块高涨的另一原因。

图表4 交运板块纳入 MSCI 标的

子板块	上市公司
航空运输	中国国航、东方航空、南方航空、春秋航空
机场	上海机场
铁路运输	大秦铁路、广深铁路
港口	上港集团、宁波港
物流	建发股份
航运	中远海控、中远海发

资料来源: wind、平安证券研究所

图表5 北向资金累计净买入（单位：亿元）



资料来源：wind、平安证券研究所

从沪深港通持股交运板块的情况看，外资更偏好上海机场、大秦铁路、南方航空、白云机场等稳健型股票，其中持有上海机场流通 A 股的 28.6%，白云机场流通 A 股的 13.7%。

图表6 沪深港通持股交运板块情况（单位：亿元，截至 2018 年 12 月 7 日）

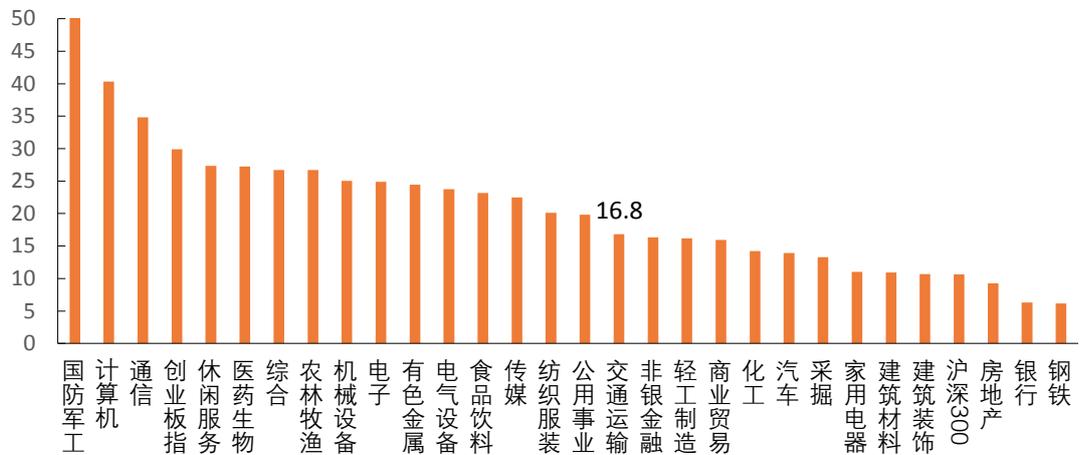
沪深港通持股交运板块市值前十			沪深港通持股交运板块流通股占比前十		
证券代码	证券简称	持股市值	证券代码	证券简称	占流通 A 股(%)
600009.SH	上海机场	155.9	600009.SH	上海机场	28.55
601006.SH	大秦铁路	48.4	600004.SH	白云机场	13.68
600029.SH	南方航空	33.6	600029.SH	南方航空	6.48
600004.SH	白云机场	29.3	600125.SH	铁龙物流	4.39
601021.SH	春秋航空	8.5	601006.SH	大秦铁路	4.11
002352.SZ	顺丰控股	6.5	600787.SH	中储股份	3.68
600018.SH	上港集团	6.0	000089.SZ	深圳机场	3.13
002120.SZ	韵达股份	5.1	601021.SH	春秋航空	3.09
000089.SZ	深圳机场	5.1	601333.SH	广深铁路	2.17
600377.SH	宁沪高速	4.5	600377.SH	宁沪高速	1.25

资料来源：wind、平安证券研究所

对比外资持股标的，特别是前十大持仓标的发现，外资更青睐**市值比较大、估值相对合理、经营情况稳健、高分红**的股票标的。

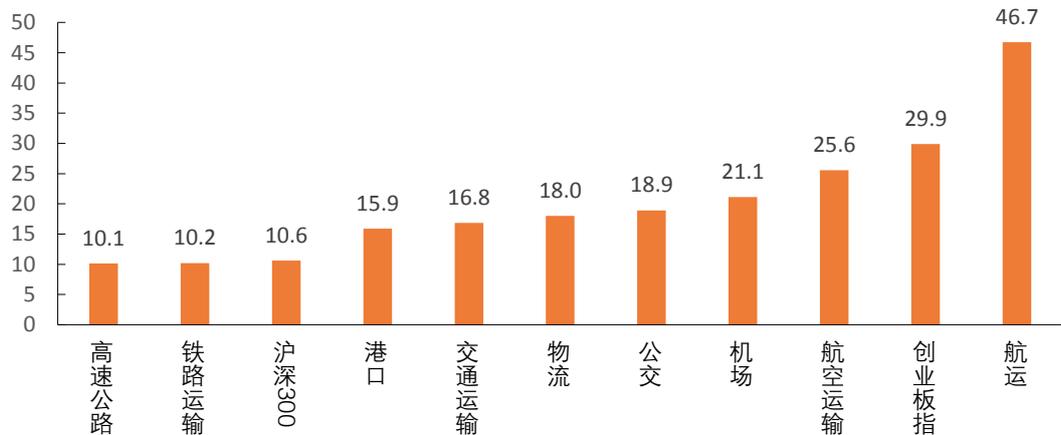
从估值的角度来看，截至 2018 年 12 月 07 日，申万交运行业的估值为 16.8x，高于沪深 300（10.6x），低于创业板指（29.9x）。

图表7 申万一级行业估值情况 (PEttm, 数据截至 2018 年 12 月 07 日)



资料来源: wind、平安证券研究所

图表8 交运子板块估值情况 (PEttm, 数据截至 2018 年 12 月 07 日)



资料来源: wind、平安证券研究所

从个股来看,截至 2018 年 12 月 07 日,行业涨幅前三的个股分别为:德邦股份 (165.8%)、上海雅仕 (31.2%)、外运发展 (24.7%),行业跌幅前三的个股分别为:飞马国际 (-62.8%)、欧浦智网 (-61.2%)、安通控股 (-60.7%)。

图表9 申万交运板块 2018 年以来涨跌幅前十 (截至 2018 年 12 月 07 日)

股票名称	年度涨跌幅	市盈率 (TTM)	股票名称	年度涨跌幅	市盈率 (TTM)
德邦股份	165.8%	27.3	飞马国际	-62.8%	31.0
上海雅仕	31.2%	35.3	欧浦智网	-61.2%	35.0
外运发展	24.7%	14.8	安通控股	-60.7%	14.7
上海机场	12.0%	23.3	澳洋顺昌	-57.2%	13.5
厦门空港	1.7%	14.0	中储股份	-49.8%	59.5

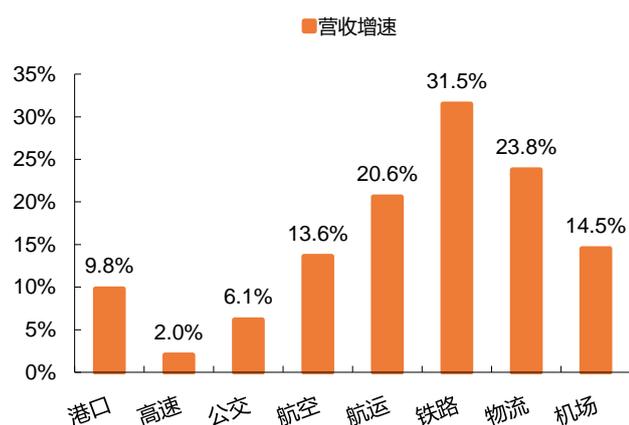
股票名称	年度涨跌幅	市盈率 ( TTM )	股票名称	年度涨跌幅	市盈率 ( TTM )
宁沪高速	1.0%	11.0	天海投资	-49.8%	12.0
粤高速 A	0.4%	11.0	皖通高速	-46.5%	8.4
深高速	-1.5%	10.7	秦港股份	-46.3%	17.5
北部湾港	-4.8%	20.4	畅联股份	-46.0%	29.0
招商轮船	-5.6%	70.8	海南高速	-44.8%	28.7

资料来源: wind、平安证券研究所

## 1.2 前三季度营收均有增长，利润各有千秋

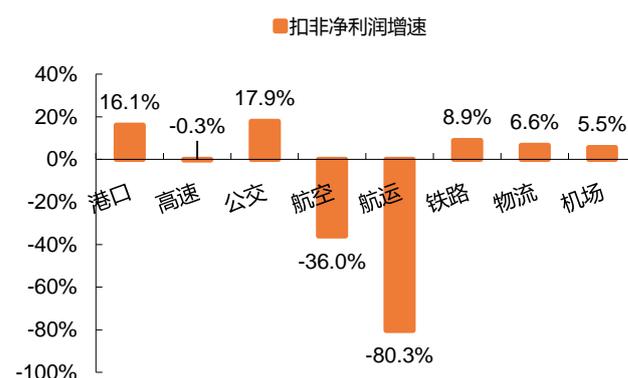
从交通运输板块三季报披露的情况来看，交通运输行业按申万一级分类，各子板块营业收入增速均为正，港口同比 9.8%，高速公路同比 2.0%，公交同比 6.1%，航空运输同比 13.6%，航运同比 20.6%，铁路运输同比 31.5%，物流同比 23.8%，机场同比 14.5%。利润端，航空运输和航运板块扣除非经常性损益后的净利润增速下滑较大，分别为-36.0%、-80.3%，其他板块，港口同比 16.1%，高速公路同比 -0.3%，公交同比 17.9%，铁路同比 8.9%，物流同比 6.6%，机场同比 5.5%。

图表10 2018 年前三季度分板块营收增速



资料来源:wind、平安证券研究所

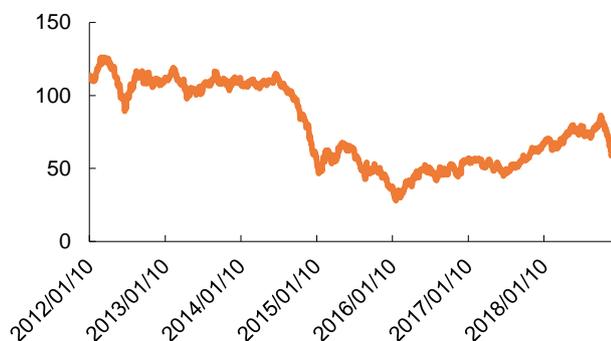
图表11 2018 年前三季度分板块扣非净利润增速



资料来源:wind、平安证券研究所

其中，从收入端来看，航空经营状况良好，但成本端受油价、汇率双杀。2018 年前三季度，我们看到了航空行业的供需改善，并且票价改革也逐步落地，这一点在航司收入端也有明显体现。但是从成本端来看，截至 2018 年 9 月 30 日，布伦特原油均价为 73.6 美元/桶，同比提升 37.2%，航空煤油同比提升 25.5%。燃油成本占据航空公司总成本三成左右，油价的提升一定程度冲击了航空公司的利润。此外，美元兑人民币中间价从年初的 6.5079 升到 6.8792(9 月 30 日)，人民币贬值 5.7%，三大航持有美元负债较多，人民币贬值造成的汇兑损失带来财务费用的同比大幅提升，最终影响航司利润。

图表12 布伦特原油期货价 (单位: 美元/桶)



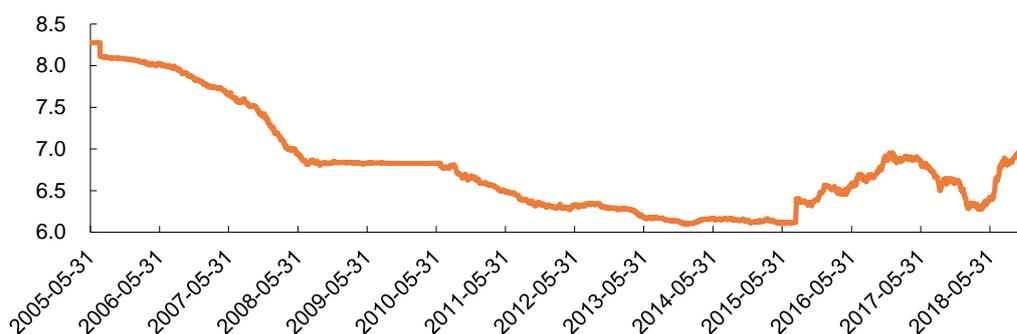
资料来源:wind、平安证券研究所

图表13 航空煤油出厂价 (单位: 元/吨)



资料来源:wind、平安证券研究所

图表14 美元兑人民币中间价



资料来源: wind、平安证券研究所

图表15 2018年前三季度 A 股主要上市航空公司利润表主要指标变化情况

	营业收入增速	营业成本增速	财务费用	扣非净利润增速
南航	13.3%	16.2%	402.3%	-44.1%
东航	13.4%	13.4%	357.0%	-25.1%
海航	15.9%	21.8%	109.4%	-92.0%
春秋	20.8%	20.5%	-43.4%	19.2%
国航	10.6%	15.3%	6717.0%	-19.9%
吉祥	14.8%	19.0%	-8.7%	11.6%

资料来源: wind、平安证券研究所

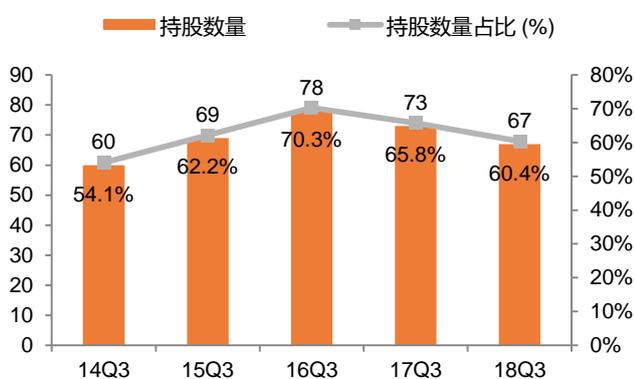
铁路受益于“公转铁”和新清算办法, 业绩稳步提升。2018年6月, 国务院印发《打赢蓝天保卫战三年行动计划》, 2018年7月, 铁总制定《2018-2020年货运增量行动方案》, 对公转铁的品类进行了明确, 并对目标进行了量化, 提出“到2020年, 全国铁路货运量将达到47.9亿吨, 较2017年增长30%。”当前铁路货运量占比仅为7.8%, 公转铁潜力很大。除了受益于公转铁政策, 年初施行

的新的清算办法导致铁路企业的营业收入增速要高于其运输量增速。从我们覆盖的两家铁路公司来看，铁龙物流、大秦铁路的营业收入增速分别为 40.93%、36.23%，扣除非经常性损益后的净利润增速分别为 43.60%、7.76%。

### 1.3 公募依旧超配，但集中度有所下降

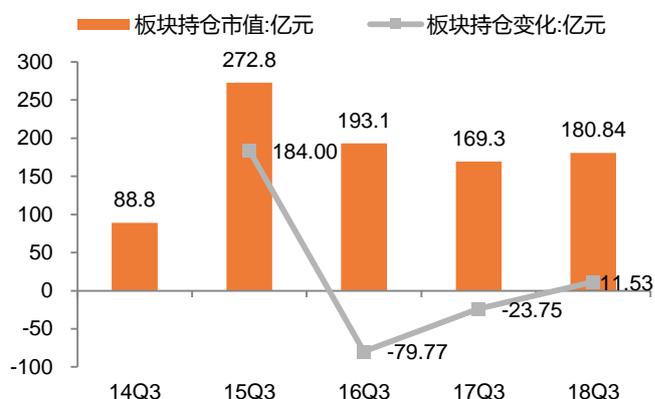
根据 Wind 汇总数据，基金季报所披露的 Q3 板块持股数量与 Q1 统计结果相比减少 13 只，具体来看，基金持仓股票数量由 Q1 的 80 只减少至 Q3 的 67 只；在申万交运行业成份股中的数量占比从 72.1% 下降至 60.4%，发生较明显变动；相应持仓市值由一季度 202.0 亿元降至 180.8 亿元，减少 21.2 亿元，但是同比略有提升，由 2017 年第三季度的 169.3 亿元升至 180.8 亿元。

图表16 交运板块的基金持股数量基本稳定



资料来源：wind、平安证券研究所

图表17 交运板块的基金持仓市值同比上升



资料来源：wind、平安证券研究所

如以申万一级交运行业的基金持仓市值与全部行业基金持仓市值的比值作为衡量指标，三季度基金对交运行业的持仓份额为 1.9%，相比一季度下降 0.1 个百分点；从配置强度（板块持仓市值与全部持仓市值的比值/板块流通市值与 A 股流通市值的比值）来看，三季度板块持仓份额占比 1.9%，高于申万交运行业流通市值在全部 A 股流通市值中的占比 0.9%，处于超配区间；配置力度有所加强，较一季度提高 0.08 个百分点。

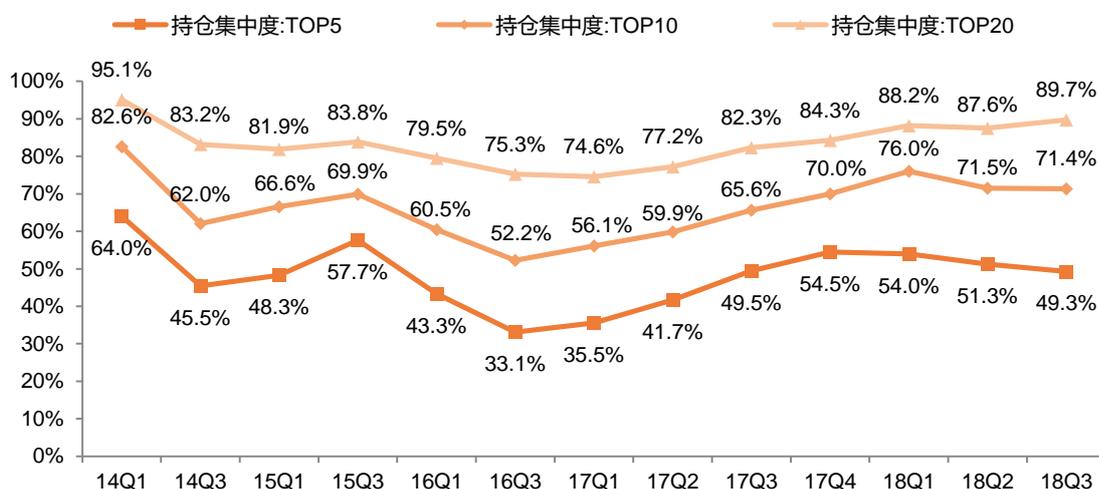
图表18 交运板块的基金持仓份额环比下降，但配置力度有所加强



资料来源：wind、平安证券研究所

持仓结构方面，如以持仓市值排名前 5 位、前 10 位、前 20 位股票市值之和与全部持仓股票市值之和的比值作为持仓集中度的度量，较之二季度，三季度 TOP5 持仓集中度降低 2.0 个百分点，TOP10 持仓集中度变化不明显，TOP20 持仓集中度提升 2.1 个百分点。总体来看，持仓集中度有所下降。

图表19 交运板块的基金持仓集中度维持高位



资料来源: wind、平安证券研究所

比较 Q3 与 Q2 交运行业个股持仓情况，持仓市值排名前 20 位公司中，约半数公司的排名发生了显著的变动：1) 海航控股、建发股份、广深铁路、宁波港、外运发展跌出前 20 位，粤高速 A、铁龙物流、中储股份、广州港、招商轮船取而代之进入榜单；2) 继续留在榜单中的 15 只个股中，申通快递、中国国航、怡亚通排名强势上升，春秋航空、韵达股份排名也有较为明显的抬升；3) 大秦铁路、南方航空排名明显下滑；4) 上海机场稳居首位，排名未发生变动，上港集团、顺丰控股等其余个股的排名变动均未超过 2 位。

图表20 Q3 基金持仓市值前 20 位交运（申万）行业上市公司（单位：亿元）

证券代码	公司名称	持股基金数	持股市值	占流通股比例 (%)	占板块持仓市值比例 (%)	排名变化
600009.SH	上海机场	95	44.49	6.92	24.60	0
601111.SH	中国国航	60	12.25	1.59	6.77	4
002120.SZ	韵达股份	22	12.23	15.28	6.76	2
600115.SH	东方航空	39	10.44	1.90	5.77	0
600029.SH	南方航空	51	9.76	2.06	5.40	-3
600004.SH	白云机场	20	9.75	3.69	5.39	1
600018.SH	上港集团	6	9.57	0.76	5.29	1
601006.SH	大秦铁路	62	8.15	0.67	4.51	-5
601021.SH	春秋航空	32	6.62	2.30	3.66	3

证券代码	公司名称	持股基金数	持股市值	占流通股比例 (%)	占板块持仓市值比例 (%)	排名变化
603885.SH	吉祥航空	21	5.78	2.42	3.20	0
002352.SZ	顺丰控股	34	5.71	1.11	3.16	-2
002468.SZ	申通快递	24	5.48	8.43	3.03	5
000089.SZ	深圳机场	32	5.35	3.10	2.96	0
000429.SZ	粤高速 A	18	3.80	10.49	2.10	新进
002183.SZ	怡亚通	4	2.96	2.26	1.64	4
603056.SH	德邦股份	11	2.85	13.04	1.58	-2
600125.SH	铁龙物流	15	2.48	2.17	1.37	新进
600787.SH	中储股份	4	1.94	1.51	1.07	新进
601228.SH	广州港	6	1.37	1.88	0.76	新进
601872.SH	招商轮船	3	1.24	0.71	0.69	新进

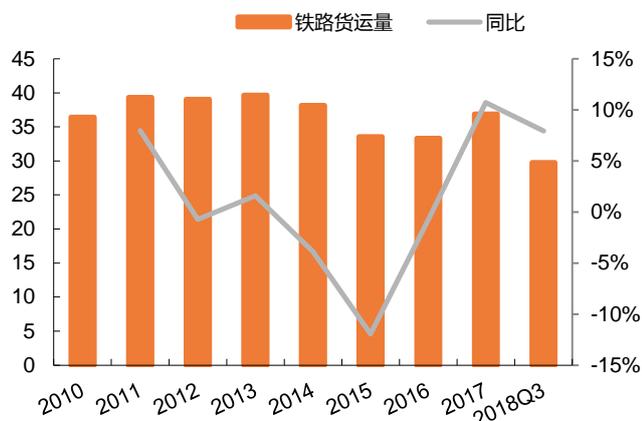
资料来源: wind、平安证券研究所

## 二、铁路：“公转铁”倒逼，新清算办法刺激，业绩稳健增长

### 2.1 铁路货运单耗更低，高铁客运占比提升腾挪出铁路货运空间

2017年，我国铁路货运量为36.89亿吨，同比增长10.7%，货运周转量为26962.2亿吨公里，同比增长13.2%。2018年，前三季度的货运量与货运总周转量也同样实现了正增长，分别同比增长7.9%与6.5%。

图表21 铁路货运量 (单位: 亿吨)



资料来源: wind、平安证券研究所

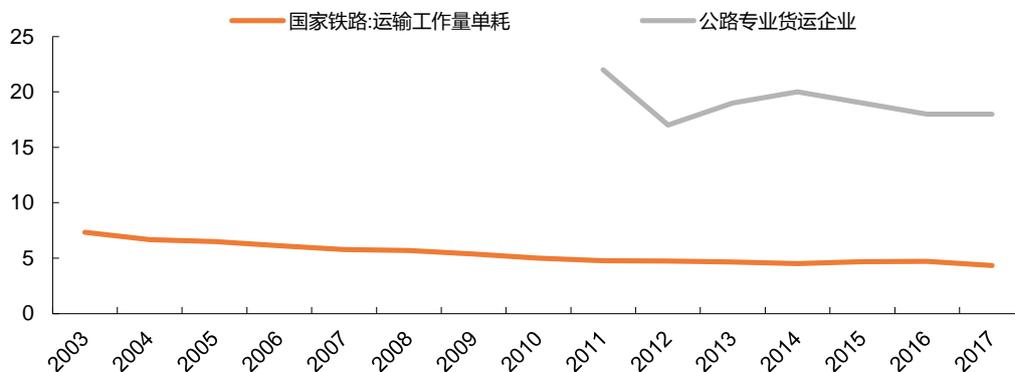
图表22 铁路货运周转量 (单位: 亿吨公里)



资料来源: wind、平安证券研究所

铁路货运具备公路货运难以企及的优势。铁路货运单耗逐年降低, 由 2003 年的 6.67 吨标准煤/百万换算吨公里降低到 2017 年的 4.33 吨标准煤/百万换算吨公里, 是公路货运单耗的 25%, 明显偏低。并且, 在当前宏观经济增速下行的背景下, 政府更有动力降低物流成本, 铁路货运长途运输的单价也要低于公路货运, 优势明显。

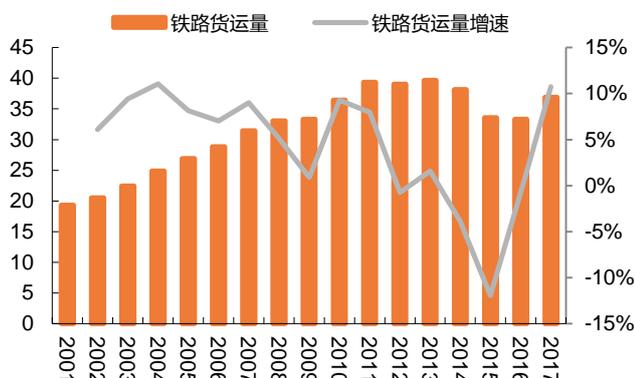
图表23 铁路货运单耗相较于公路货运优势明显 (单位: 吨标准煤/百万换算吨公里)



资料来源: wind、平安证券研究所

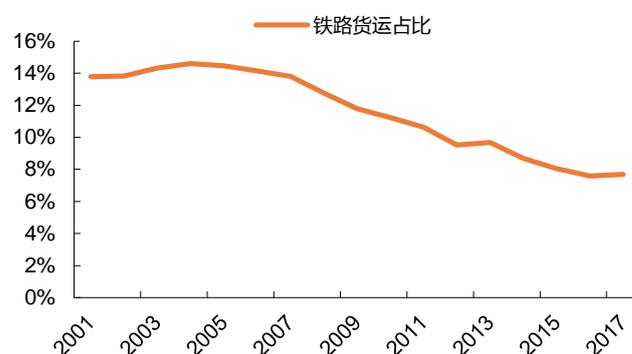
但是, 我国当前运输体系结构并不合理。2008 年-2017 年, 公路货运量占比由 47.1% 上升到 78%, 公路货运量在全社会货运中占比过高。铁路货运量虽然有所增加, 但占比却由 13.2% 下降到 7.8%。2008 年的铁路货运量是 33 亿吨, 到 2017 年的铁路货运量是 36.9 亿吨, 增加了 11%。但公路货运量增加近 1 倍, 增加了 91%。公路运输往往存在着超速超载、非法改装等问题, 存在着安全隐患, 而且易受到极端天气的影响。而铁路运输安全性更高, 能耗低, 不易受到极端天气的影响。跟美国的运输结构相比, 我国铁路货运依然有相当大的空间。

图表24 中国铁路货运量及增速（单位：亿吨）



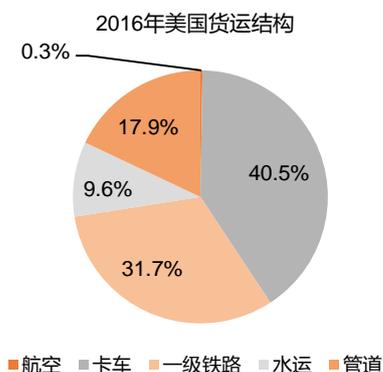
资料来源:wind、平安证券研究所

图表25 中国铁路货运占比（以货运量计算）



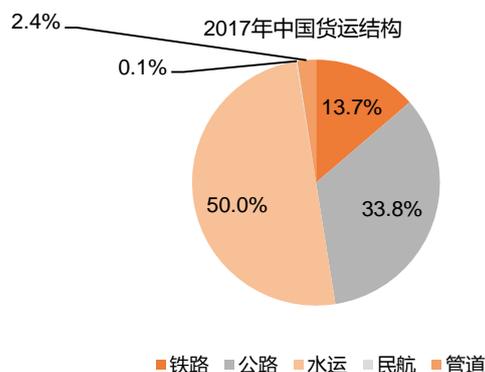
资料来源:wind、平安证券研究所

图表26 2016年美国货运结构（以货运周转量计算）



资料来源:wind、平安证券研究所

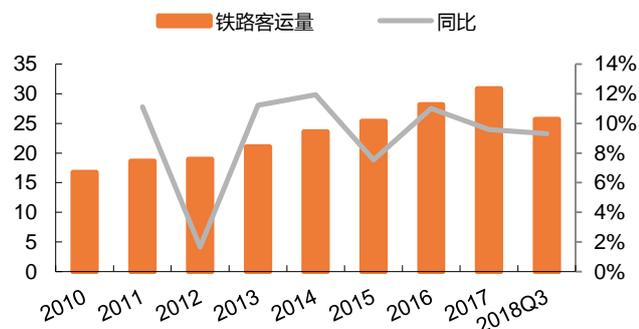
图表27 2017年中国货运结构（以货运周转量计算）



资料来源:wind、平安证券研究所

另一方面，随着高铁网络的逐步完善，高铁客运量呈现高速增长态势，2017年我国铁路客运量为30.8亿人，同比9.59%，实现旅客周转量13456.9亿人公里，同比6.98%，其中高铁客运量17.5亿人，占铁路客运量总数的56.8%。铁路客运逐渐向高铁转移，将释放部分原有的客运铁路线路用于货运，如此一来，货运铁路专业化、网络化的趋势更加明确，“公转铁”的推进也更具设施基础。

图表28 铁路客运量（单位：亿人）



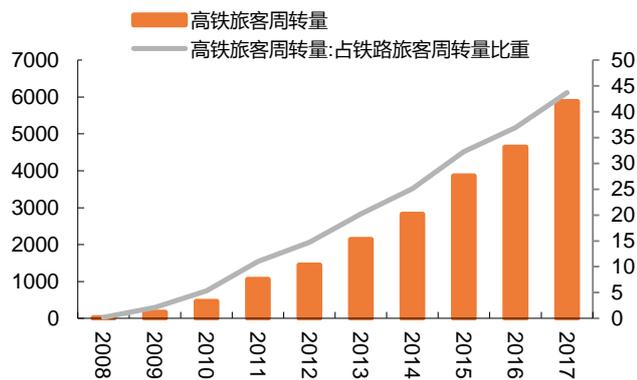
资料来源:wind、平安证券研究所

图表29 铁路旅客周转量（单位：亿人公里）



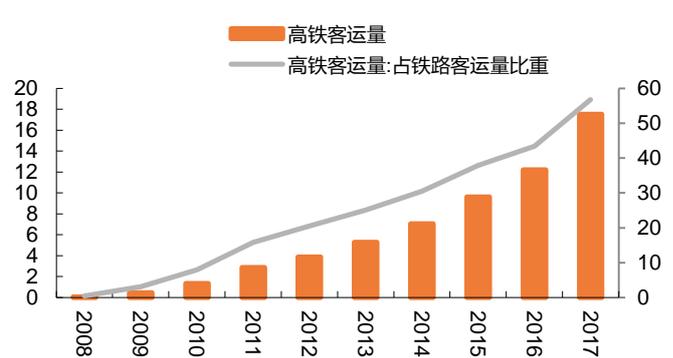
资料来源:wind、平安证券研究所

图表30 高铁旅客周转量（单位：亿人公里）



资料来源：wind、平安证券研究所

图表31 高铁客运量（单位：亿人）



资料来源：wind、平安证券研究所

## 2.2 外部倒逼：公路治超、公转铁等政策密集出台

从能源消费和环境保护的角度，近几年来，我国不断出台“公路治超”、“公转铁”的政策，我们将其列举如下：

图表32 “公路治超”政策梳理

时间	文件及相关内容
2016年8月	交通运输部出台《超限运输车辆行驶公路管理规定》，对公路运输超载做了全方位的规定，其中明确“煤炭、钢材、水泥、砂石、商品车等货物集散地以及货运站等场所的经营人、管理人，应当在货物装运场(站)安装合格的检测设备，对出场(站)货运车辆进行检测，确保出场(站)货运车辆合法装载。”
2016年8月	交通运输部、工业和信息化部、公安部、工商总局、质检总局联合发布《关于进一步做好货车非法改装和超限超载治理工作的意见》，统一超限超载执法标准；狠抓车辆生产改装和货运装载两个源头治超；构建路面联合执法协作机制。
2017年9月	交通部办公厅、公安部办公厅联合下发《规范公路治超执法专项整治行动工作方案》，自2017年9月8日至12月31日，在全国范围内开展为期4个月的规范公路治超执法专项整治活动。
2017年11月	交通运输部、公安部联合下发《关于治理车辆超限超载联合执法常态化制度化工作的实施意见（试行）》，严格规范查处车货总质量超过《公路货运车辆超限超载认定标准》的违法超限超载运输行为
2018年4月	交通运输部下发《2018年全国之类车辆超限超载工作要点》，全方位、全面的对治超工作进行了规定和指导。
2018年6月	全国治超管理信息化研讨会在北京召开，提出构建全国统一规范的治超信息化平台，实现“全过程记录、全业务上线、全网网监控、全链条管理、全方位服务”的目标，是建立科学长效治超工作格局的重要抓手。
2018年9月	交通部办公厅下发《关于严格执行全国超限超载认定标准的通知》，提出“加强高速公路治超执法管理、加强超限监测站执法管理、加强治超信息化建设”。

资料来源：政府网站整理、平安证券研究所

图表33 “公转铁”政策梳理

时间	相关内容
2017年2月	京津冀及周边地区大气污染防治协作小组第9次会议指出,2017年10月底前,天津港煤炭转运全部调整为海铁联运方式,此后不再接收公路运输煤炭。
2017年2月	<b>环保部</b> 发布《京津冀及周边地区2017年大气污染防治工作方案》,要求 <b>天津港等环渤海港口9月底前逐步停止接收汽运煤炭集疏港</b> 。
2017年12月	<b>中央经济工作会议</b> 指出,深化铁路等行业改革,调整运输结构,增加铁路运量,降低用能、物流成本。
2017年12月	<b>交通部</b> 发布《交通运输行业质量提升行动实施方案》,提出“推进多式联运发展,以多式联运示范工程为依托,推动运输服务设施改善,加强物流标准化建设,推进服务物流业‘降本增效’”。
2018年1月	<b>交通部</b> 发布《2018年深化交通运输供给侧结构性改革工作要点》,提出“进一步推动降费,加快发展多式联运,重点推进铁水联运发展,推动主要港口集装箱铁水联运量增长15%以上”。
2018年2月	<b>中铁总工作会议</b> 指出:实现“铁路与公路、水运、航空等多种运输方式”的有机衔接、优势互补、联程运输,有效加强铁路在大宗商品货物运输,专特运及多式联运物流体系中的骨干、枢纽作用。
2018年4月	<b>中央财经委员会</b> 第一次会议上,习总书记指出,要调整运输结构,减少公路运输量,增加铁路运输量。
2018年5月	<b>国家发展改革委、工业和信息化部、财政部、人民银行</b> 发布《关于做好2018年降成本重点工作的通知》,提出深化铁路改革,提升运输效率和服务水平,发展集装箱等成组化运输,发挥铁路在多式联运中的突出作用,积极提升铁路货运比例。
2018年6月	<b>国务院</b> 出台《打赢蓝天保卫战三年行动计划》,部署实施蓝天保卫战三年行动计划,要求大幅提升铁路货运比例,到2020年,全国铁路货运量比2017年增长30%,全国重点港口集装箱铁水联运量年均增长10%以上。2020年采暖季前,沿海主要港口大宗货物原则上主要改由铁路或水路运输。
2018年6月	<b>国务院常务会议</b> 指出,调整运输结构、提高综合运输效率,降低全社会物流成本,对提升实体经济竞争力至关重要。会议确定,循序渐进、突出重点,优化交通运输结构,更好发挥铁路在大宗物资运输、长距离运输中的骨干作用。
2018年7月	<b>铁总</b> 配套下发《2018-2020年货运增量行动方案》,到2020年,全国铁路货运量达47.9亿吨,大宗货物运量占铁路货运总量的比例稳定保持在90%以上。其中,全国铁路煤炭运量达到28.1亿吨,较2017年增运6.5亿吨,占全国煤炭产量的75%,较2017年产运比提高15个百分点;全国铁路疏港矿石运量达到6.5亿吨,较2017年增运4亿吨,占陆路疏港矿石总量的85%,较2017年提高50个百分点;2018至2020年,集装箱多式联运年均增长30%以上。
2018年10月	<b>国务院办公厅</b> 发布《推进运输结构调整三年行动计划(2018-2020年)》,通过三年集中攻坚,实现全国铁路货运量较2017年增加11亿吨,全国水路货运量较2017年增加5亿吨,全国沿海港口大宗货物公路运输量减少4.4亿吨。

资料来源:政府网站整理、平安证券研究所

其中,2018年6月27日,国务院印发《打赢蓝天保卫战三年行动计划》,对**目标、执行主体**等都做了详细规定:

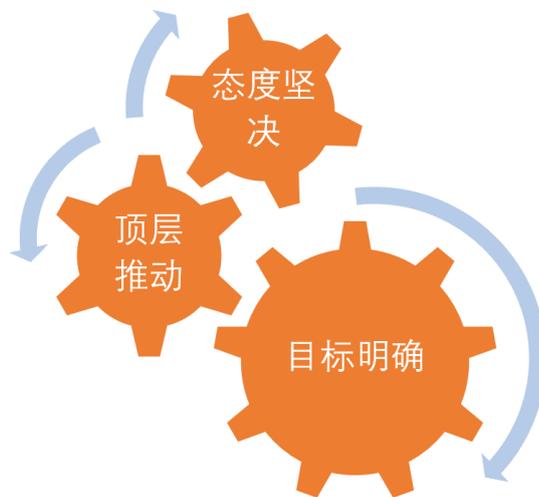
- 优化调整货物运输结构。大幅提升铁路货运比例。**到2020年,全国铁路货运量比2017年增长30%**,京津冀及周边地区增长40%、长三角地区增长10%、汾渭平原增长25%。**大力推进海铁联运,全国重点港口集装箱铁水联运量年均增长10%以上**。制定实施运输结构调整行动计划。**(发展改革委、交通运输部、铁路局、中国铁路总公司牵头,财政部、生态环境部参与)**
- 推动铁路货运重点项目建设。加大货运铁路建设投入,加快完成蒙华、唐曹、水曹等货运铁路建设。大力提升张唐、瓦日等铁路线煤炭运输量。**在环渤海地区、山东省、长三角地区,2018年底前,沿海主要港口和唐山港、黄骅港的煤炭集港改由铁路或水路运输;2020年采暖季前,**

沿海主要港口和唐山港、黄骅港的矿石、焦炭等大宗货物原则上主要改由铁路或水路运输。钢铁、电解铝、电力、焦化等重点企业要加快铁路专用线建设，充分利用已有铁路专用线能力，大幅提高铁路运输比例，2020年重点区域达到50%以上。(发展改革委、交通运输部、铁路局、中国铁路总公司牵头，财政部、生态环境部参与)

- 大力发展多式联运。依托铁路物流基地、公路港、沿海和内河港口等，推进多式联运型和干支衔接型货运枢纽（物流园区）建设，加快推广集装箱多式联运。建设城市绿色物流体系，支持利用城市现有铁路货场物流货场转型升级为城市配送中心。鼓励发展江海联运、江海直达、滚装运输、甩挂运输等运输组织方式。降低货物运输空载率。(发展改革委、交通运输部牵头，财政部、生态环境部、铁路局、中国铁路总公司参与)

我们总结“公转铁”政策：顶层推动、目标明确、态度坚决。

图表34 公转铁政策是顶层推动、目标明确、态度坚决的一项政策



资料来源：平安证券研究所

### 2.3 内生动力：铁总出台新清算办法，有利于调动承运企业揽货积极性

2017年年底，中国铁路总公司出台了《铁路货物运输进款清算办法（试行）》，确立了基于承运企业付费清算为核心的货运承运清算机制。

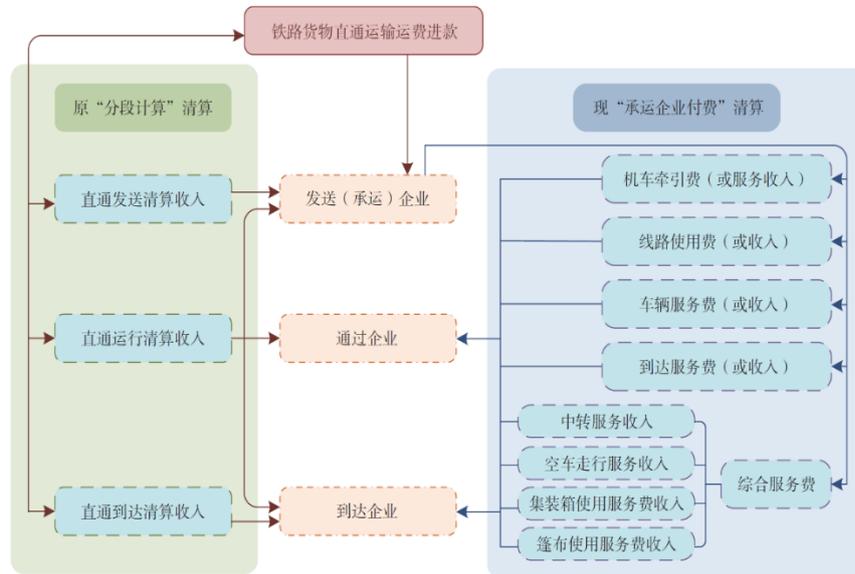
原有铁路货运清算体系依据《铁路运输进款清算办法》(铁财[2005]16号)，总体思路为“收入来自市场，旅客运输、专业运输承运结算，普通货运分段计算，提供服务相关清算”。针对普通货物运输，在不同铁路类型的企业主体之间按“分段计费、分段清算”的方式进行清算，铁路局之间按照“管直”清算，即管内货运进款全部归己，直通货运按运行(周转量×统一单价)、发送(直通发送收入×统一比例)、到达(直通到达吨数×统一到达单价)分别清算。

新的铁路货运承运清算办法于2018年1月1日起实施，重点对铁路货物直通运输清算进行了改革，将铁路货运原有的“分段计算”调整为以货物承运企业为核心的直通付费清算模式。适用于铁路局集团公司、合资铁路公司、铁路上市公司以及地方铁路公司。

在原有“分段计算”清算模式下，以及不考虑直通运输企业之间相互提供服务的情况下，运输(运费)收入进款按照发送、运行、到达这3项在发送、通过和到达企业之间直接进行分配清算。而在“承运企业付费”清算模式下，运费收入归属承运企业，由承运企业按票向其他参与直通运输的通过企业和到达企业支付机车牵引费、线路使用费、车辆服务费、到达服务费和综合服务费等5项费

用，以抵补相应的运输成本。提供服务的企业按照相应的计费工作量和清算单价从这 5 项付费中获取该票直通运输收入。其中，综合服务费又划分为**中转服务、空车走行服务、集装箱使用服务和篷布使用服务**等 4 项收入。

图表35 铁路货运清算内容主要变化情况



资料来源：《基于模拟测算的铁路货运承运清算激励导向效果研究》 平安证券研究所

在新的承运清算模式下，发送（承运）企业能够显著获得更多的清算收入，激励效果明显。新清算模式不仅体现出明确的货运市场营销激励导向，同时有利于改善我国综合交通运输体系结构的合理性，以及有效促进铁路市场发展的可持续性。

**(1) 提高运输企业货运市场营销积极性。**实施按照“承运企业付费”清算方式，一方面，能够显著提高铁路运输企业开展货运市场营销、开拓货源、承揽货物的积极性，有效提升企业市场经营意识和服务意识；另一方面，通过确定合理清算标准，能够确保提供服务企业抵补基本成本。铁路运输行业投资规模较大、投资回收期长，具有显著的规模效应，运量规模的提升对于降低企业运营成本十分关键，实施货运承运清算模式能够建立起明确的市场营销激励导向，利用经济手段加强运输企业市场主体地位。

**(2) 改善综合交通运输体系结构合理性。**铁路具有运能大、运距长、成本低和节能环保等相对优势，将铁路货运市场份额进一步提升，能够充分发挥铁路在我国综合交通运输体系中的骨干作用和比较优势，对降低社会综合物流成本发挥重要的作用。同时，作为综合交通运输体系的重要组成部分，在货运承运清算模式下，铁路货运通过与其他运输方式的有机结合，开展高附加值货物的多式联运也能有效提高承运企业的清算收入，这对于加强综合交通运输体系中多种运输方式优势互补意义重大。

## 2.4 铁路板块投资建议：

(1) 有主题：2018 年 11 月 8 日，中国铁路总公司透露，目前京沪高速铁路股份有限公司上市已选定券商，由多家券商负责。11 月 22 日，新浪财经报道，京沪高铁拟 2019 年 A 股上市，计划募资约 300 亿元人民币，中信建投证券为牵头主承销商，中信证券和中金公司为联合主承销商。京沪高铁上市，将使得铁路板块获得较高关注度。

(2) 有业绩：高层发声，密集推进“公转铁”，目标明确（年复合增速接近 10%），铁路货运有望进入繁荣发展期，新的清算办法提高铁路货运企业营销积极性，我们认为铁路上市企业业绩将呈现稳健增长；

(3) 有估值提升空间：投资者风险偏好的降低，以及投资者中外资占比的提升，都将利好铁路货运这样经营稳健的板块，最终可能带来估值中枢的上移。

具体标的方面，推荐经营稳健、高股息的大秦铁路，坐拥营口港唯一铁路疏港通道沙鲅铁路的铁龙物流。

### 三、高速公路：优选业绩稳健、高分红个股

我国目前固有运输方式主要包括公路、铁路、航空、航运四种方式，各有优势，也各有其适应的资源条件，比如在治理超重之后，公路相较于铁路运输价格上处于劣势，但是具备灵活、能够实现门对门的短途运输这一优势。只有在三者分工明确的前提下，才能降低物流成本，实现高效率服务，从而满足不同市场需求。

图表36 公路、铁路、航空、航运四种运输方式各自优缺点及适用范围

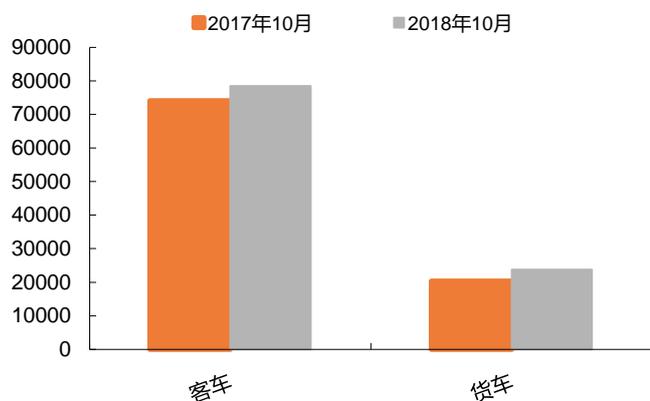
运输方式	优点	缺点	适用范围
铁路	运量大、运价低	建设周期长、运输范围受限	大宗货物的长途运输
公路	机动灵活、速度快	运输成本高、运输效率较低	内陆地区短途运输
航空	时效高	运输量小、成本高	体积小价值高追求时效的货物
航运	运量大、运价低	运输时效差	大宗货物的长距离运输

资料来源：智研咨询、平安证券研究所

我们前面提到“公转铁”利好铁路板块，但是并不能说明利空 A 股的整个高速公路板块。因为从前面的论述中可以看到，当前“公转铁”的政策主要是从煤炭入港及铁矿石疏港方面入手，从当前运输格局看，煤炭入港及铁矿石疏港主要集中在北方，对大多数的南方公路运输影响不大。另外，“公路治超”的施行，对于超载的重灾区域内的高速公路公司可能短期相对利空，但对于其他地区，特别是通行车辆以客车为主的地区，影响并不大。

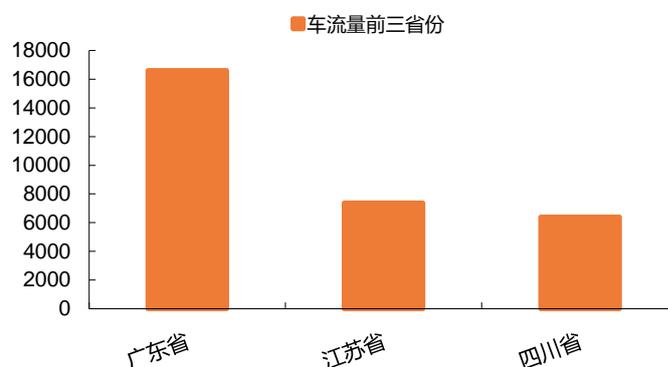
我们从 2018 年 10 月高速公路运输检测情况来看，中国高速公路车流量依然呈现相对稳定的增速在增长。2018 年 10 月份，高速总车流量 10.21 亿辆，同比提升 8.1%，客车流量为 7.8 亿，同比增长 5.8%，货车流量为 2.4 亿，同比增长 16.6%。总车流量前三分别是广东省（16609 万辆）、江苏省（7366 万辆）、四川省（6387 万辆）。

图表37 高速公路车流量（单位：万辆）



资料来源：wind、平安证券研究所

图表38 高速公路总车流量前三（单位：万辆）



资料来源：wind、平安证券研究所

从公路板块的营收增速和归母净利润增速来看，公路板块经营比较稳健，现金流较好，比较适合当前比较低迷的市场环境，是非常好的抗风险资产。

图表39 公路板块营业收入增速



资料来源：wind、平安证券研究所

图表40 公路板块归母净利润增速



资料来源：wind、平安证券研究所

考虑到规避前面的“公转铁”、“公路治超”等不利因素，我们对于高速公路板块整体的选股思路为“精选个股”：

- (1) 处于“公转铁”政策影响小、客车占比高、当地经济发达、汽车保有量高的区域；
- (2) 经营稳健、高股息率。

基于此，建议关注：宁沪高速、粤高速 A、深高速。

图表41 江沪汽车保有量（单位：万辆）



资料来源:wind、平安证券研究所

图表42 广东省汽车保有量（单位：万辆）



资料来源:wind、平安证券研究所

图表43 宁沪高速营业收入（单位：亿元）



资料来源:wind、平安证券研究所

图表44 宁沪高速归母净利润（单位：百万元）



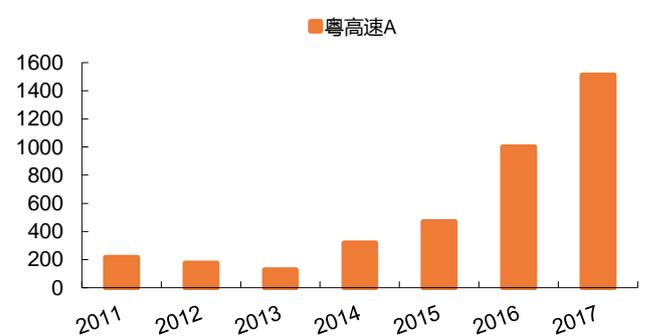
资料来源:wind、平安证券研究所

图表45 粤高速 A 营业收入（单位：亿元）



资料来源:wind、平安证券研究所

图表46 粤高速 A 归母净利润（单位：百万元）



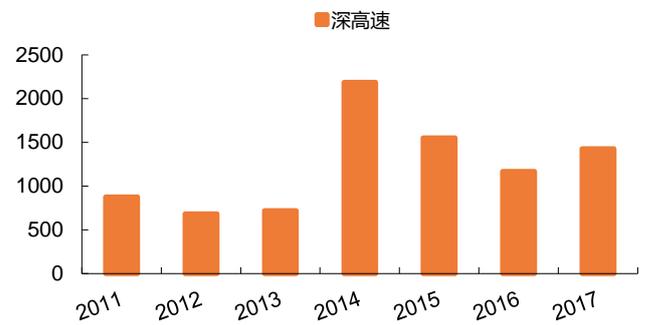
资料来源:wind、平安证券研究所

图表47 深高速营业收入（单位：亿元）



资料来源:wind、平安证券研究所

图表48 深高速归母净利润（单位：百万元）



资料来源:wind、平安证券研究所

图表49 宁沪高速、粤高速 A、深高速基本情况（单位：元）

证券代码	证券简称	ROE (2017)	每股股利	股价	股息率
600548.SH	深高速	10.9	0.30	8.11	3.7%
600377.SH	宁沪高速	16.1	0.44	9.05	4.9%
000429.SZ	粤高速 A	17.7	0.51	7.53	6.8%

资料来源: wind、平安证券研究所

注: 股价选取“预案公告日”收盘价

我们去复盘 2005 年以来，上证综指、公路板块、粤高速 A、深高速、宁沪高速的走势，可以看到，大多数年份，特别是近五年来，我们选取的三家上市公司标的在绝大多数年份取得了正的相对收益。

图表50 经营稳健、股息率高的公路标的多数年份跑赢大盘

	上证综指	公路板块	粤高速 A	深高速	宁沪高速
2005	-8.3%	-3.5%	-4.4%	-13.5%	18.5%
2006	130.4%	56.9%	34.2%	74.5%	10.4%
2007	96.7%	131.6%	122.3%	156.7%	107.7%
2008	-65.4%	-58.6%	-60.1%	-63.9%	-46.0%
2009	80.0%	83.7%	49.4%	37.3%	36.6%
2010	-14.3%	-16.6%	-9.9%	-14.7%	-2.8%
2011	-21.7%	-33.8%	-31.0%	-19.2%	-9.6%
2012	3.2%	0.0%	-1.1%	-8.5%	-2.5%
2013	-6.7%	-1.1%	-6.2%	3.1%	14.7%
2014	52.9%	62.1%	72.1%	156.7%	39.8%
2015	9.4%	36.1%	42.1%	23.2%	26.0%
2016	-12.3%	-15.3%	1.7%	-9.6%	2.5%
2017	6.6%	-0.6%	23.1%	8.3%	20.3%

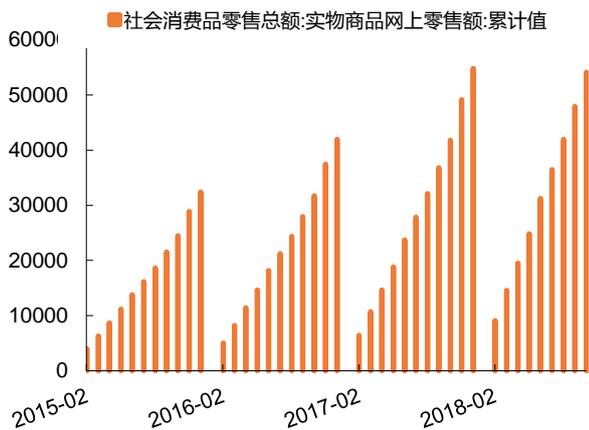
资料来源: wind、平安证券研究所

## 四、 快递：渐起的壁垒，成长的消费

### 4.1 行业整体依旧处于成长期，预计 2019 年维持 20%左右增速

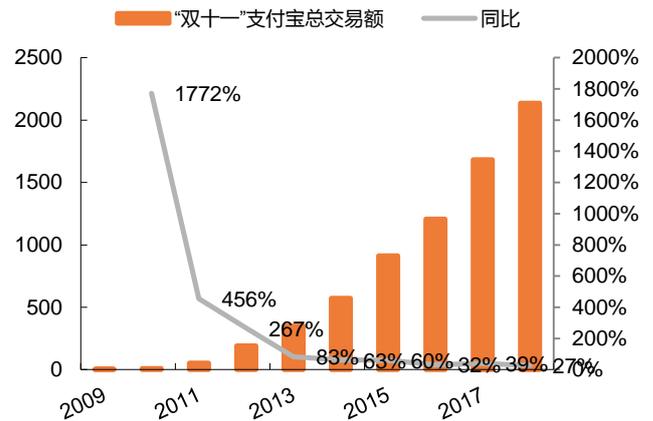
2018 年前三季度，我国社会消费品零售总额——实物商品网上零售额增速 29.6%。快递业务量增速与电商业务增速紧密相关，前三季度全国快递服务企业业务量累计完成 347.4 亿件，同比增长 26.8%。特别是新型电商如拼多多的迅速崛起，带动了快递行业的增速。并且，跨境电商、微商等业态的发展，也会为我国快递带来新的增长点。

图表51 实物商品网上零售额累计值（单位：亿元）



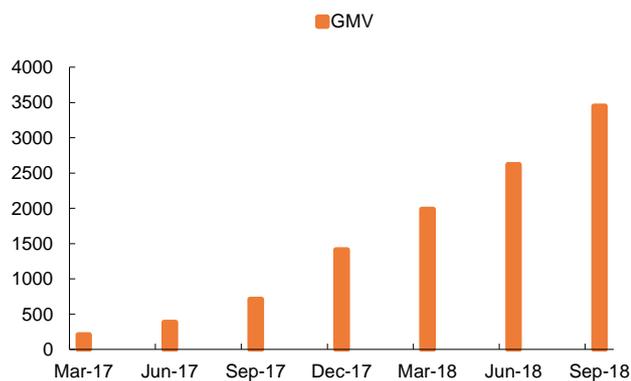
资料来源:wind、平安证券研究所

图表52 “双十一”支付宝交易总额（单位：亿元）



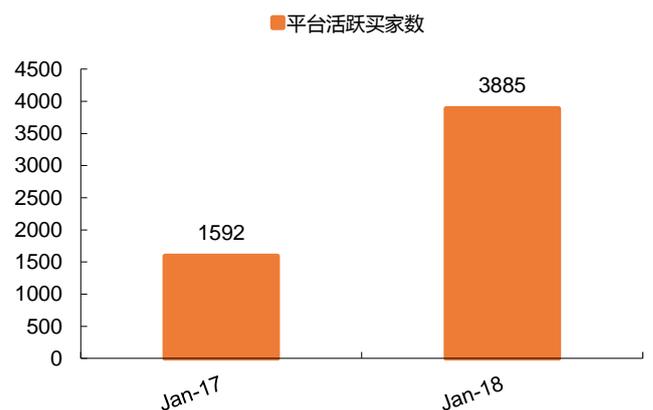
资料来源:wind、平安证券研究所

图表53 拼多多 GMV（单位：亿元）



资料来源:wind、平安证券研究所

图表54 拼多多平台活跃买家数（单位：千人）



资料来源:wind、平安证券研究所

图表55 全国规模以上快递业务收入（单位：亿元）



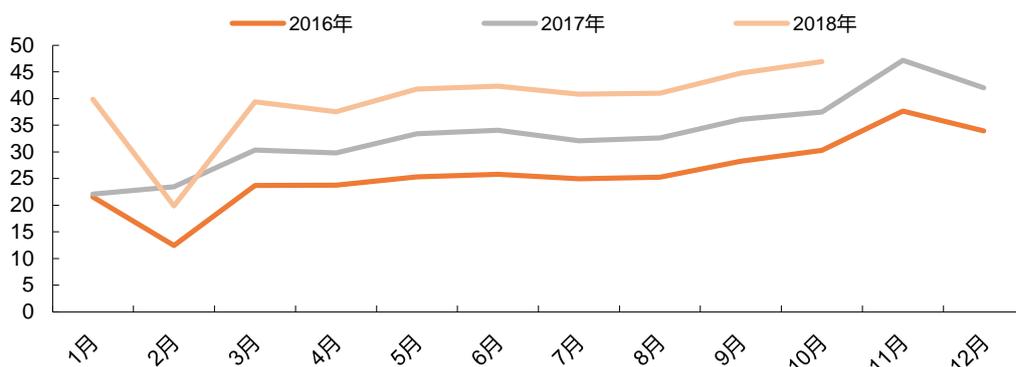
资料来源:wind、平安证券研究所

图表56 全国规模以上快递业务量（单位：亿件）



资料来源:wind、平安证券研究所

图表57 全国快递服务企业单月业务量（单位：亿件）

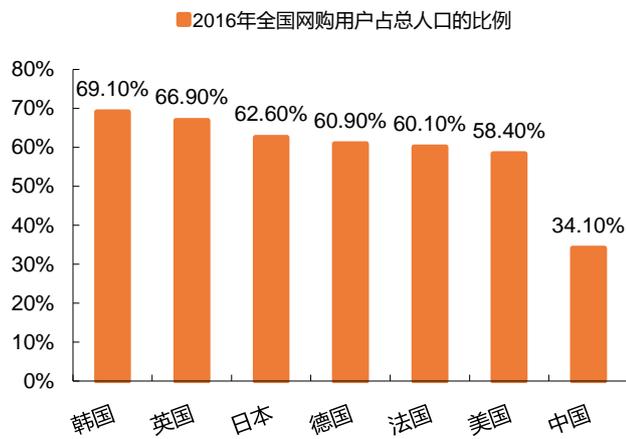


资料来源:wind、国家邮政局、平安证券研究所

此外，分区域来看，我国网购用户人数与全球发达国家相比仍然占比较低，未来存在较大的提升空间。对于我国本身来讲，我国东中西部区域快递发展极不均衡，虽然2017年西部、中部地区网络零售交易额增幅达到45.2%和37.9%，比东部地区分别高出12个百分点和4.7个百分点，但从交易规模来看，东部省市占比高达85.3%。从快递件数来看，2017年全国人均快递件数为28.8件，其中，东部为52.9件，中部为10.7件，西部为7.8件。我们认为中西部省份蕴藏巨大潜力，随着未来中西部地区人均收入水平的提高，未来中西部地区快递业务量仍有巨大的增长空间，从2018年前十月的快递业务量累计同比来看，中西部的业务量增速分别为33%、37%，远高于东部25%的增速。

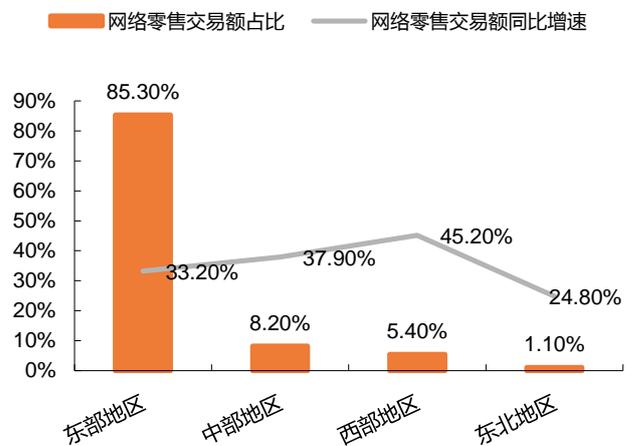
我们认为，2019年快递行业依然会维持20%左右的较高增速。

图表58 2016年全国网购用户占总人口的比例



资料来源: 商务部《2017年度电子商务发展报告》、平安证券研究所

图表59 2017年网络零售交易额占比及同比增速情况



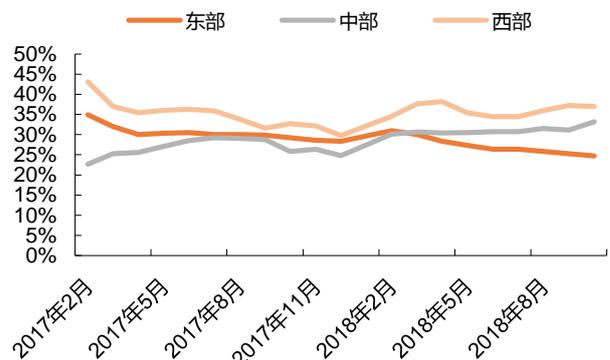
资料来源: 商务部官网、平安证券研究所

图表60 2017年我国东中西部地区人均快递件数(单位:件)



资料来源: wind、国家邮政局、平安证券研究所

图表61 2018年前10月累计同比增速况



资料来源: wind、国家邮政局、平安证券研究所

## 4.2 竞争格局: 市场集中度进一步提升, 服务水平改善

### ■ 行业集中度再创新高, 市场结构优化

首先, 快递行业壁垒已起, 新的快递公司进入搅局的可能性已近乎为零, 据了解, 重新搭建起类似中通全国性的快递网络并使其正常运转耗资至少需上千亿元, 圆通上海转运中心的建造需要 15.7 亿元。如此高额的进入成本, 为快递行业构建了较深的护城河。

其次, 对于现存的快递企业来讲, 行业份额也在逐步向龙头集聚。2018年10月, 我国快递行业 CR8 达到 81.3%, 环比略降 0.1 个百分点, 同比提升 2.9 个百分点。集中度的创新高反映了快递行业第一梯队优势明显, 业务量增速高于行业。

图表62 全国快递服务企业集中度指数 CR8



资料来源: wind、平安证券研究所

从 2018 年上半年来看, CR6(顺丰+四通一达)的市占率也有相应提升, 内部结构也发生一定调整, 韵达超越圆通, 百世超过申通。CR6 提升幅度高于 CR8, 或许可以认为是市场份额进一步向龙头集中的表现。

图表63 各家快递公司市占率变化情况

	顺丰	圆通	申通	韵达	中通	百世	合计
2014	11.5%	13.3%	16.5%	11.2%	13.0%	5.3%	70.8%
2015	9.5%	14.7%	12.4%	10.3%	14.3%	6.8%	68.0%
2016	8.2%	14.3%	10.4%	10.3%	14.4%	6.9%	64.5%
2017	7.6%	12.6%	9.7%	11.8%	15.5%	9.4%	66.6%
2018H1	8.4%	12.7%	9.3%	13.6%	16.8%	10.1%	70.9%

资料来源: 公司公告、平安证券研究所

图表64 主要快递公司的业务量及市占率(单位: 亿件)

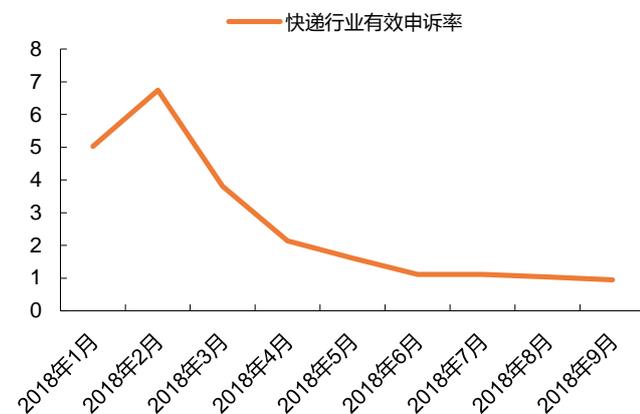
	顺丰	韵达	申通	圆通	百世	中通	行业整体
2018Q1	9.2	12.6	8.8	11.5	9.5	16.0	67.6
2018Q2	9.4	17.3	11.7	16.6	12.8	21.2	89.0
2018Q3	9.5	17.7	13.3	16.3	13.7	21.0	126.6
	顺丰	韵达	申通	圆通	百世	中通	占比合计
2018Q1	9.2%	12.7%	8.9%	11.6%	9.6%	16.1%	68.1%
2018Q2	7.7%	14.3%	9.6%	13.7%	10.5%	17.4%	73.2%
2018Q3	7.5%	14.0%	10.5%	12.9%	10.8%	16.6%	72.3%

资料来源: 公司公告、平安证券研究所

■ 服务改善, 有效申诉率呈下降态势

随着快递行业的发展, 服务质量和时效的重要性逐步凸显, 提供更好的服务质量和更高的运营效率的快递公司有望获得市占率的进一步提升。2018 年 5 月 1 日, 快递业行政法规《快递暂行条例》正式施行, 对快递行业做出了规范, 有利于服务质量的提升。从中国快递发展指数——有效申诉率来看, 有效申诉率总体呈现下降态势, 2018 年 9 月全国快递服务有效申诉率为百万分之 0.95, 服务质量持续改善。具体到各公司, 顺丰排名第一, 韵达、中通紧随其后。

图表65 全国快递行业有效申诉率（单位：1/1000000）



资料来源: wind、国家邮政局、平安证券研究所

图表66 2018年前三季度主要快递企业有效申诉率



资料来源: wind、国家邮政局、平安证券研究所

### 4.3 快递企业资本开支持续加大，强规模效应带来强者恒强

从行业自身角度来看，快递是一个强规模效应的行业。从加盟制快递的角度来分析，快递公司的收入主要来自于中转环节，也即面单费和中转费（圆通、申通比较特别，包含派送费，但一般可以将其认为是一项快递企业、加盟商之间的转移支付）。成本主要是转运过程的成本，包含机器设备的折旧、干线运输的费用、人工等，整个转运过程由于转运中心自动化率的提升、自有车占比的提升、大型运输车辆的使用，规模效应容易实现。另外就是主要在公司总部产生的管理费用、营销费用等。对于这部分成本，规模效应也是十分明显的。

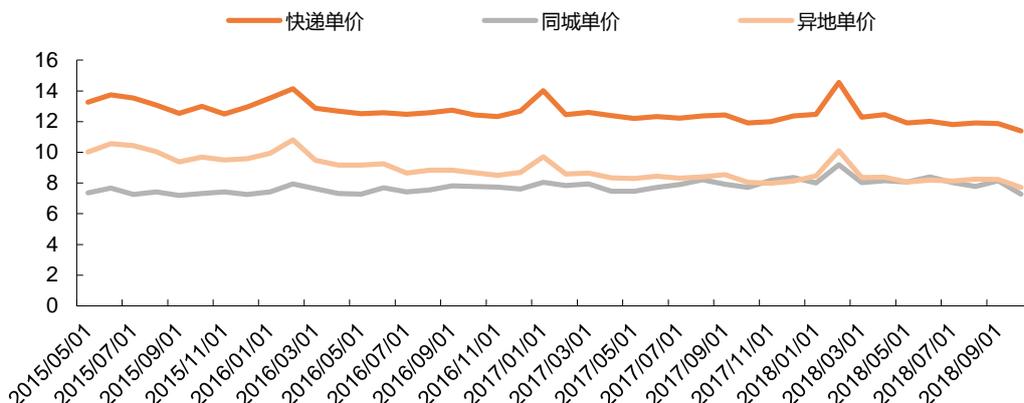
图表67 加盟制和直营制快递公司收入和成本口径对比

公司	收入口径	成本口径
顺丰	快递服务收入	人工、运输成本、折旧摊销等
圆通	面单费、中转费、派送费	派送费、运输成本、中心操作成本、中转费、面单成本等
申通	面单费、中转费、派送费	派送费、运费、材料、人工、折旧摊销等
韵达	面单费、中转费	运输成本、人工、装卸扫描、面单、折旧摊销、办公及租赁等
中通	面单费、中转费 (仅含自行派送费)	运输、分拣中心等

资料来源: 公司网站, 平安证券研究所

我们对比同城快递和异地快递的平均单价发现，同城快递平均单价近几年没有太大变化，基本保持平稳，甚至有些月份会略有提升，而异地快递平均单价整体是下降趋势，两者之间的这种收敛代表了在没有转运中心的“收”、“派”端已近乎无降价空间，那么快递的价格竞争的倚仗主要是转运过程中快递企业控制成本的能力，转运成本越低，可让渡给终端加盟商的利润才会越多，才能维持末端网点的稳定。

图表68 同城、异地单价逐步收敛 (单位: 元)



资料来源: wind、平安证券研究所

所以, 实现规模效应、降成本成为快递企业的重中之重。我们也能观察到, 快递企业资本开支持续加大, 主要投向是构建直营干线运输车队、智能化的自营分拨中心等。

图表69 韵达股份再融资投向 (单位: 亿元)

	项目名称	总投资	募集资金拟投入
1	智能仓配一体化转运中心建设项目	19.7	1.4
	-宁波转运中心建设项目	1.7	1.4
	-其他转运中心建设项目	18.0	
2	转运中心自动化升级项目	20.5	20.5
3	快递网络运能提升项目	12.6	10.3
4	供应链智能信息化系统建设项目	7.0	7.0
	合计	59.8	39.2

资料来源: wind、平安证券研究所

图表70 圆通速递再融资投向 (单位: 亿元)

	项目名称	投资总额	拟投入募集资金
1	多功能转运及仓储一体化建设项目	31.5	23.0
2	转运中心自动化升级项目	22.2	10.0
3	航空运能提升项目	5.8	3.5
	合计	59.5	36.5

资料来源: wind、平安证券研究所

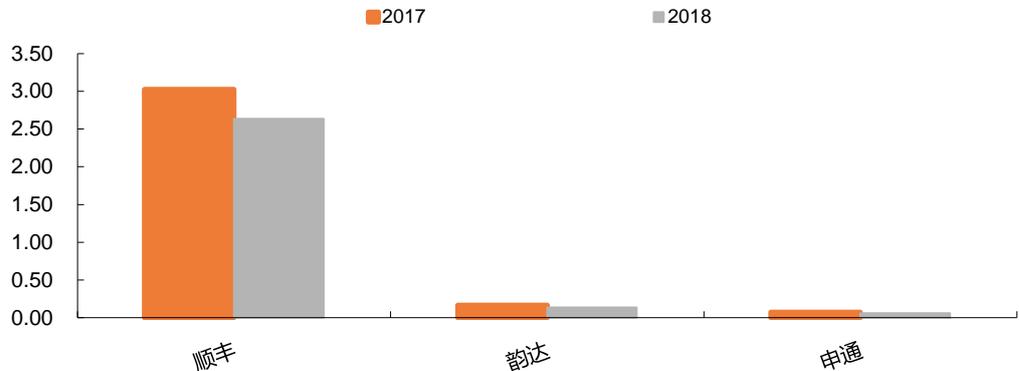
图表71 申通、韵达、顺丰资金投入情况 (单位: 百万元)

	申通		韵达		顺丰	
	2017	2018H			2017	2018H
信息设备	61.8	22.9	41.2	土地	480.3	120.5
车辆	407.8	32.7	401.8	仓库	141.8	68.8
转运中心	471.0	1,153.0	721.8	分拣中心	978.0	372.7
土地	225.9	76.8	142.2	飞机	1680.1	703.7
其他	211.8	466.3	352.3	车辆	816.1	517.5
				信息技术设备	338.6	280.1
				办公及综合楼	0.0	1,598.7
				其他 (含股权投资)	2201.8	1,924.7
合计	1378.4	1,751.5	1659.3	合计	6636.7	5,586.7

资料来源: 公司公告、平安证券研究所

快递企业的资本开支和规模化效应，带来了单票费用（三费合计/业务量合计）的降低，对比 2018 年前三季度和 2017 年前三季度，顺丰控股同比下降 12.9%，韵达股份同比下降 15.9%，申通快递同比下降 15.4%。这里三费中还包含快递企业开拓新业务的费用，所以实际降低更多。

图表72 2017年前三季度和2018年前三季度快递单票费用变化（单位：元）

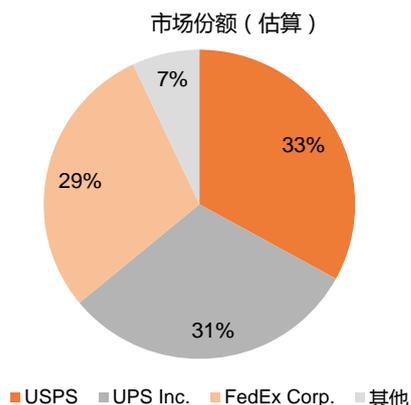


资料来源: wind、平安证券研究所

#### 4.4 价格战风险仍存，长期看利好格局改善

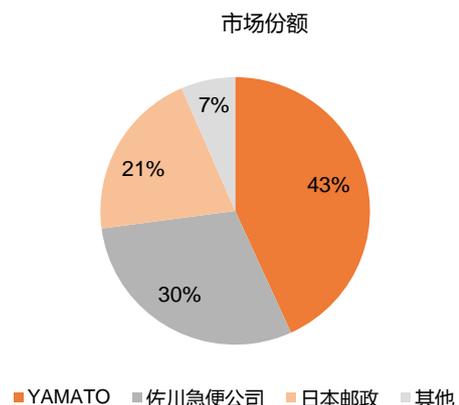
对比美国、日本的快递行业市场格局情况：美国快递行业巨头垄断市场现象非常明显，三大快递企业 USPS（美国邮政）、UPS、FedEx 占领美国本土快递市场份额约为 93%，行业高度集中化。日本同样，2017 年，YAMATO 市场份额 43%，佐川急便市场份额 30%，日本邮政市场份额为 21%，合计 93%，同样是三巨头垄断快递市场的局面。考虑到中国快递市场相对更大，未来或许会存在 3-5 家快递企业共存的局面。我们预计，未来我国的快递行业也会逐渐趋向于集中化。

图表73 2017年美国快递行业格局



资料来源: wind、平安证券研究所

图表74 2017年日本快递行业格局



资料来源: 日本国土交通省、平安证券研究所

2018 年 10 月，全国快递单月平均单价为 11.4 元，同比-4.5%，跌幅持续扩大，价格战加速了三线快递企业被淘汰的速度。

图表75 快递行业单月份单票收入（单位：元）



资料来源: wind、平安证券研究所

快递企业业绩承诺期即将结束，从 A 股主要上市快递公司披露的全年业绩指引来看，业绩承诺完成几乎无压力，我们认为业绩承诺期的结束，或将导致价格竞争的进一步恶化，虽短期内对快递企业业绩带来压力，但长期来讲，有利于快递行业格局的进一步改善。

图表76 A 股四家上市快递企业三年业绩承诺将于 2018 年完成（单位：万元）

	顺丰控股		申通快递		圆通速递		韵达股份	
	承诺	实际	承诺	实际	承诺	实际	承诺	实际
2016 年	218,500	264,321	117,000	118,285	110,010	130,902	113,039	115,307
2017 年	281,500	365,038	140,000	145,196	133,290	136,224	136,037	158,593
2018 年	348,800	43.6-52.6 亿元，同比增长 -8.6%-10.3%	160,000	20.1-22.3 亿元，同比增长 35%~50%	155,250	未披露	155,960	23.8-27.8 亿元，同比增长 50%~75%

资料来源: 公司公告、平安证券研究所

#### 4.5 快递企业向综合物流转变，新成长、新空间

随着物流行业的发展，不断催生出新的业务需求，比如同城速配、快运、冷链等，现在的快递企业也需要去提供更专业更综合的服务以增加客户的粘性。对于快递公司本身，具备网络布局优势，在这方面业务的拓展上更为便捷，而这些新业务的发展将会给快递企业带来新的成长和空间。

我们对几家大的快递物流企业的新业务进行了总结，可以看到：一方面，产业向上下游延伸，拓展电商快递以外的业务领域，实现快递、快运、冷运、跨境、仓配一体等领域多元化布局，向综合物流转变；另一方面，业务上进一步扩展国际业务、二三线城市、乡镇领域业务，加速其网点布局实现渠道下沉。所以未来即使快递行业进入成熟阶段，对于这几家上市的快递企业而言，依然会有新的业务增量。

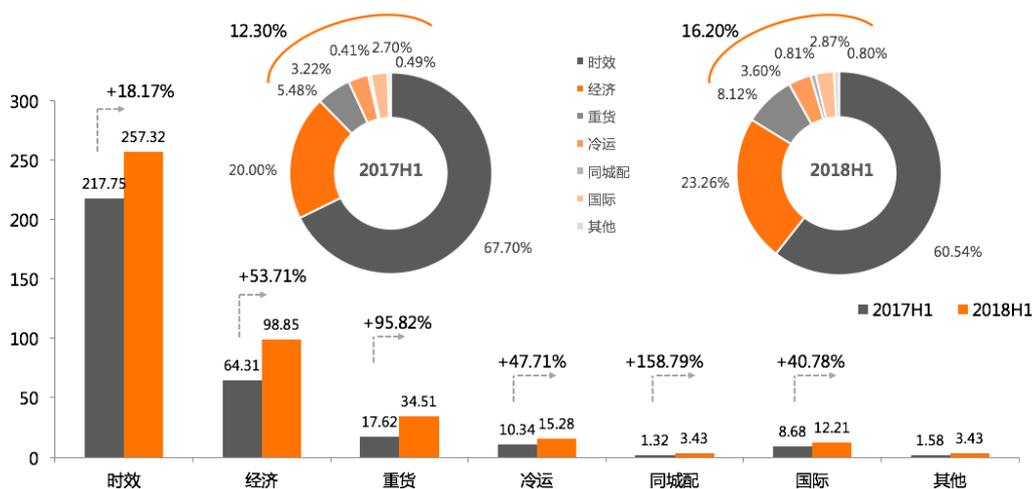
图表77 快递企业逐步开拓新业务向综合物流转变

公司	进展
顺丰	冷运、同城 O2O 配送、仓配一体化、重货、国际快递等
EMS	合同物流、同城即配、冷链等业务
中通	快运、冷链、国际、仓储等业务
百世	快运、供应链、国际等业务
圆通	圆通 A 网普快（经济型快递业务）、圆通 B 网速配（高品质快递）、圆通 C 网重货快运、圆通航空和圆通冷链
韵达	快运、云速配（同城即配）、国际业务等
申通	快运、冷链、国际等业务

资料来源：wind、公司公告、平安证券研究所

以下是顺丰控股多业务布局的进展：

图表78 顺丰控股多业务布局进展顺利（单位：亿元）



资料来源：wind、平安证券研究所

#### 4.6 快递板块投资建议

- (1) 行业处于成长期，我们预计增速依然会保持 20%左右的增速；
- (2) 行业格局改善，服务水平改善：集中度继续提升，2018 年前十个月 CR8 为 81.3%，优秀的企业通过提升市场份额获取远高于行业的增速；
- (3) 价格战风险仍存，短期业绩或会承压，长期利好格局改善；
- (4) 行业增速放缓的背景下，**成本控制和业务拓展**成了对比快递企业时主要考量的因素，我们推荐成本管控能力强的**韵达股份**，布局航空、打造差异化的**圆通速递**，理顺经营、边际改善明显的**申通快递**，建议关注向综合物流服务商转变的**顺丰控股**。

## 五、投资建议

2019 年交运行业整体投资策略为“防御为主，兼顾成长”，维持“强于大市”评级。具体子板块：首选铁路、高速等偏防御性板块，另外，快递板块依旧具备成长性，值得关注。

铁路板块受益于“公转铁”政策的推进，预计铁路板块公司业绩会维持稳定的增长，推荐经营稳健、高股息的大秦铁路，坐拥营口港唯一铁路疏港通道沙鲅铁路的铁龙物流。

公路板块经营稳健，是弱市下较好的防御板块，建议优选处于“公转铁”政策影响小、客车占比高、当地经济发达、汽车保有量高的区域，经营稳健、股息率高的上市公司，建议关注深高速、宁沪高速、粤高速 A。

快递行业处于成长期，我们预计增速依然会保持 20%左右的增速，并且快递行业集中度继续提升，2018 年前十个月 CR8 为 81.3%，优秀的企业通过提升市场份额获取远高于行业的增速，虽然价格战风险仍存，短期业绩或会承压，但长期利好格局改善，在行业增速放缓的背景下，成本控制和业务拓展成了对比快递企业时主要考量的因素，我们推荐成本管控能力强的韵达股份，布局航空、打造差异化的圆通速递，理顺经营、边际改善明显的申通快递，建议关注向综合物流服务商转变的顺丰控股。

## 六、风险提示

(1) 电商增速不达预期风险：快递行业的发展很大程度依赖于电商，如果电商增速放缓，将会带来快递行业增速下降；

(2) 快递行业价格竞争风险：快递公司所提供服务存在一定的同质性，如果快递公司间进行价格战抢占份额，将会降低行业盈利水平；

(3) 公转铁政策推进不达预期风险：如果公转铁政策不达预期，会导致铁路运量不会如预期提升，影响公司业绩；

(4) 宏观经济增速下滑风险：宏观经济增速下滑会导致大宗商品交易需求下降，进而导致货运量降低，影响公司业绩。

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在  $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在  $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代替行使独立判断。

平安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。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2018 版权所有。保留一切权利。



**平安证券**  
PINGAN SECURITIES

### 平安证券综合研究所

电话：4008866338

#### 深圳

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融  
融中心 62 楼  
邮编：518033

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融  
大厦 25 楼  
邮编：200120  
传真：(021) 33830395

#### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街  
中心北楼 15 层  
邮编：100033