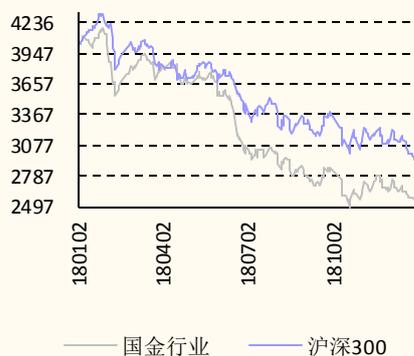


市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金交通运输产业指数	2570.79
沪深300指数	3010.65
上证指数	2493.90
深证成指	7239.79
中小板综指	7336.11



相关报告

1. 《新意见稿保障社会资本新建高速公路回报率，通达系公司经营数据...》，2018.12.24
2. 《高速公路：完善投融资体制，保障社会资本新建高速公路回报率-高...》，2018.12.23
3. 《快递竞争料加剧，高基数影响航空客座率-2018-12-16...》，2018.12.16
4. 《防守为主，优选高股息、业绩稳健标的-2018-12-09交...》，2018.12.9
5. 《准公共物品属性提升，优选龙头优质公司-高速公路行业深度报告》，2018.12.6

黄凡洋 联系人
(8621)61038274
huangfanyang@gjzq.com.cn

徐君 联系人
xu_jun@gjzq.com.cn

唐川 分析师 SAC 执业编号: S1130517110001
tangchuan@gjzq.com.cn

寻找业绩确定增长，等待周期边际改善

投资建议

- 2019年宏观经济不确定性因素多，市场风险偏好下行背景下，交运子行业中的基建板块业绩相对稳健，现金流充沛，我们结合区位优势，挑选业绩确定性高的个股，重点关注公路和机场；另外关注周期类存在边际改善因素的子行业，或将迎来板块性机会，航空油汇利空减弱，自身景气度向上，并且在经济向下的过程中，龙头或将乘机在竞争中扩大优势，实现强者恒强。重点标的：粤高速 A、深高速、东方航空、中国国航、上海机场。

行业点评

- **航空**：需求波动无碍长期趋势，时刻优势愈发凸显。目前航空出行仍处于渗透阶段，需求向上稳健增长，客座率继续提升空间有限，票价的提升逐步成为收益管理的工作重点。受到宏观经济影响，需求会产生短期波动，使得淡季效应更加明显。但同时供给收缩将缓解需求下滑带来的影响，维持航空景气度。航空票价市场化过程中，我们认为航空公司收益水平将持续提高，三大航在主要机场的时刻资源优势明显，并且时刻控制有助于其保持优势，有利于充分享受景气度提升带来的收益水平提高。2019年预计扰动因素边际改善，伴随自身景气度向上，航空板块将迎来信心复苏。
- **机场**：业绩整体稳健，关注产能节奏。上市机场属于垄断资产，区位优势明显，在非航收入爆发逐步反应在估值水平后，业绩增速重新成为投资机场的关注重点。结合各机场公司所属产能周期以及外部事件影响，优选业绩增长稳定的标的。
- **快递**：社零增速放缓或将影响2019年行业业务量增速，预计2018~2020年业务量年复合增速22%。目前，国家政策导向“确保社保现有征收政策稳定”，但具体执行力度仍需观察。若社保从严缴纳，预计行业洗牌将加速，龙头集中度继续提升，单票价格止跌回升时点或将提前到来。若保持现有社保政策不变，预计价格战仍为有效的竞争策略。行业面临诸多不确定性因素，而成本的有效管控和效率的提升是快递企业当前阶段的重要竞争优势，现金流将成为保证快递企业持续发展之重要支撑。
- **公路**：区位决定长期ROE，再投资能力再分化。未来业绩驱动因素在于宏观经济增长带来的公路货运需求及商务交往需求和居民收入水平提高带来的出行需求。珠三角和长三角地区的ROE水平约高出内陆地区4~5个百分点。新修订稿明确政策导向为限制规模、保障合理回报。预计18-20年各省高速公路建设规模CAGR小于7.5%。新政策背景下，上市公司改扩建存量路产，或通过PPP等投融资模式，提升新增路产回报是可行之道。
- **航运**：等待供需边际改善带来的复苏机遇。航运业需求范围来自于全球，周期性明显，需判断供需的相对变化。在2019年全球主要经济体发展边际放缓的预期下，需求能否存在逆周期走势，以及供给趋势成为行业景气度能否边际改善的关键。油运船队供给增速减慢，需求存在加速催化因素，油运价2019年有望中枢提升。
- **铁路**：客运量增速比货运量增速对收益率的弹性更高，但煤炭生产向三西地区集中、叠加“公转铁”带来结构性机会，大秦铁路防守价值高。京沪高铁拟上市，或将催化19年行业资产证券化提速，建议关注铁路改革带来的结构性投资机会。

风险提示

- 高铁分流超预期，政策不达预期，快递发生价格战，油价和汇率大幅波动。

内容目录

概述：基建重视区位优势，周期寻找边际改善	6
航空：需求波动无碍长期趋势，时刻优势愈发凸显	7
需求增长短期存在波动，长期持续性支撑景气度向上	8
总量控制限制供给，时刻优势造就核心竞争力	10
油价关注减产执行，汇率贬值压力减轻	15
投资建议：把握板块机会，关注竞争格局	17
机场：整体稳健，关注产能节奏	18
快递：寻找不确定性中的确定性要素，重视成本与现金流	22
2018年：行业的第一轮分层即将结束	22
2019年：社保从严/从宽下竞争格局演变的两种可能	23
在变化中寻找当前阶段的关键资源禀赋，重视成本与现金流	26
投资建议	33
高速公路：区位决定长期 ROE，再投资能力再分化	34
高速公路车流量数据优于行业整体，具备稳定性	34
驱动因素：区位优势是核心，中西部地区高速路产的社会资本边际效率低	35
政策如何影响高速公路运营模式	37
投资建议	41
航运：等待供需边际改善带来的复苏机遇	42
铁路：资产证券化率提升的可能性机会	46
风险提示	50

图表目录

图表 1：2018 年各版块相对于沪深 300 收益	6
图表 2：交运各子版块 2018 年涨跌幅	6
图表 3：公路具体标的 2018 年涨跌幅	7
图表 4：航空业周期性影响因素	8
图表 5：2018 年国际油价与航空运输指数对比	8
图表 6：2018 年人民币汇率与航空运输指数对比	8
图表 7：金融危机后我国航空业客座率持续上升	9
图表 8：中美航空客座率对比	9
图表 9：三大航月度客座率同比变化	9
图表 10：航空需求与 GDP 增速相关	10
图表 11：固定资产投资对航空需求有一定带动作用	10
图表 12：美国人均乘机次数	10
图表 13：中国人均乘机次数	10
图表 14：主协调机场 1-9 月起降架次同比增速	11

图表 15: 千万级机场计划航班量增长放缓	12
图表 16: 北上广深五大机场市场份额对比	12
图表 17: 北上广深座位数投放占比自身运力	13
图表 18: 不同时刻京沪线价格对比	13
图表 19: 高峰小时座位数投放占比自身运力	14
图表 20: 主要上市公司国内线单位客公里收益对比	14
图表 21: 主要上市公司静态飞机引进计划	15
图表 22: 国际油价将逐步转向利多	16
图表 23: 航司汇兑损益逐步改善	17
图表 24: 申万航空指数 PE Band	17
图表 25: 申万航空指数 PB Band	17
图表 26: 主要周期行业过去 60 个月 beta 值	18
图表 27: 三大航历史 EV/EBITDA	18
图表 28: 重点航空公司估值表	18
图表 29: 上市机场起降架次增速	19
图表 30: 上市机场旅客吞吐量增速	19
图表 31: 上市机场与全国主要机场旅客吞吐量增速对比	19
图表 32: 上海机场人均创造商业收入	20
图表 33: 首都机场人均创造商业收入	20
图表 34: 机场业绩增长具有周期性	20
图表 35: 上海机场保底坪效明显高于同行	21
图表 36: 深圳机场近期资本开支计划	21
图表 37: 上市机场估值对比	22
图表 38: 重点航空公司估值表	22
图表 39: 17 年 10 月至今快递公司业务量增速变动情况	23
图表 40: 2018H1 快递公司单票价格变动 (剔除派费和网点补贴)	23
图表 41: 海外快递市场普遍形成寡头垄断格局	23
图表 42: 2018 年 5 月份之后 CR8 的提升幅度明显放缓	23
图表 43: 快递行业业务量增速测算	24
图表 44: 拼多多贡献了 2017 年快递行业 50% 的增量	24
图表 45: 移动端网购更具高频率的特点	24
图表 46: 社保改革对快递企业影响测算	25
图表 47: 单票价格下降 0.1 元, 对各大上市快递公司影响测算	25
图表 48: 中型规模的加盟商业绩的模拟测算	26
图表 49: 中通 2014~2018H1 营收与净利润情况	26
图表 50: 韵达 2014~2018H1 营收与净利润情况	26
图表 51: 通达系公司单票成本与单票毛利对比	27
图表 52: 顺丰控股预付账款账龄结构	28
图表 53: 顺丰控股应收账款账龄结构	28

图表 54: 顺丰控股采购商品和劳务是现金流流出的主要部分 (2017 年)	29
图表 55: 通达系单件经营性现金流净额对比 (元/件)	29
图表 56: 韵达的营业收入向现金流转化的能力较强	29
图表 57: 通达系预收账款周转天数对比	30
图表 58: 通达系应收账款周转天数对比	30
图表 59: 主要快递企业当前处于资本开支的高峰阶段	30
图表 60: 顺丰处于高投资增长期, 投资现金流大于经营现金流	31
图表 61: 韵达经营性现金流可基本覆盖投资性现金流	31
图表 62: 圆通投资活动现金流明显超过经营活动现金流较多	31
图表 63: 申通经营性现金流可基本覆盖投资性现金流	31
图表 64: 快递企业 ROIC 情况	32
图表 65: 上市快递企业 ROIC 整体趋势向上	32
图表 66: 整体而言, 上市快递企业投资现金流对 ROIC 的边际效应为正	32
图表 67: 通达系筹资性现金流绝对值情况对比	33
图表 68: 申通资产负债率居于行业最低水平	33
图表 69: 上市快递企业融资成本整体水平并不高	33
图表 70: 上市快递公司估值对比	34
图表 71: 重点快递公司估值表	34
图表 72: 2012-2017 我国货物运输量细分市场结构图	34
图表 73: 2012-2017 我国客运运输情况细分市场结构图	34
图表 74: 货运周转量增速有所放缓	35
图表 75: 客运周转量增速整体保持稳健	35
图表 76: 公路货运周转量同比增速与 GDP 增长	35
图表 77: 小型车通行量受经济影响较弱 (宁沪高速)	35
图表 78: 东部地区车流量数据表现更好	36
图表 79: 居民人均出行次数与 GDP 的偏相关性分析	36
图表 80: 上市高速公路的 ROE 水平对比 (2017 年, 剔除非公路资产)	36
图表 81: 周边省市经济的稳步增长驱动宁沪高速车流量稳定增长	37
图表 82: 2013-2017 年累计债务投资总额占收费公路累计建设投资总额的 69%	37
图表 83: 全国收费高速公路建设投资总额及增速	37
图表 84: 我国政府还贷公路收支情况 (亿元)	38
图表 85: 我国经营性公路收支情况 (亿元)	38
图表 86: 各省市“十三五”拟建高速公路的情况	38
图表 87: 单位通行费扣除养护支出和利息支出后余额小于 100 万元的省份测算	39
图表 88: 京津冀、山东、浙江、广东等省份存在路网加密空间	40
图表 89: 深高速外环高速项目 DCF 测算	40
图表 90: 降费对行业重点公司影响测算	41

图表 91: 公路板块标的筛选.....	42
图表 92: 公路行业重点推荐公司估值表.....	42
图表 93: 油运船队规模同比增速放缓.....	43
图表 94: 油运船队交付放缓, 拆解加快.....	43
图表 95: 油运手持订单占比船队规模处于低位.....	43
图表 96: VLCC 年平均期租处于底部.....	43
图表 97: EIA 原油和石油产品库存量.....	44
图表 98: 集运船队规模同比增速.....	44
图表 99: 集运手持订单占比船队规模逐步下降.....	44
图表 100: CCFI 综合指数.....	45
图表 101: 干散货船队规模同比增速下降.....	45
图表 102: 干散货新增订单规模.....	45
图表 103: 波罗的海干散货指数(BDI).....	46
图表 104: 铁路运输(申万二级)指数与沪深 300、货运增速、客运增速的回归结果.....	46
图表 105: GDP 增速与铁路货运、客运增速.....	47
图表 106: 铁路客运量增速.....	47
图表 107: 铁路客运量当月增速.....	47
图表 108: 2017 年煤炭运输量占铁路货运量的 59%.....	48
图表 109: 煤炭产量向三西地区集中.....	48
图表 110: 水路、铁路、公路理论运输成本比较.....	48
图表 111: 大秦铁路产能利用率在高位.....	49
图表 112: 铁路行业重点推荐公司估值表.....	50

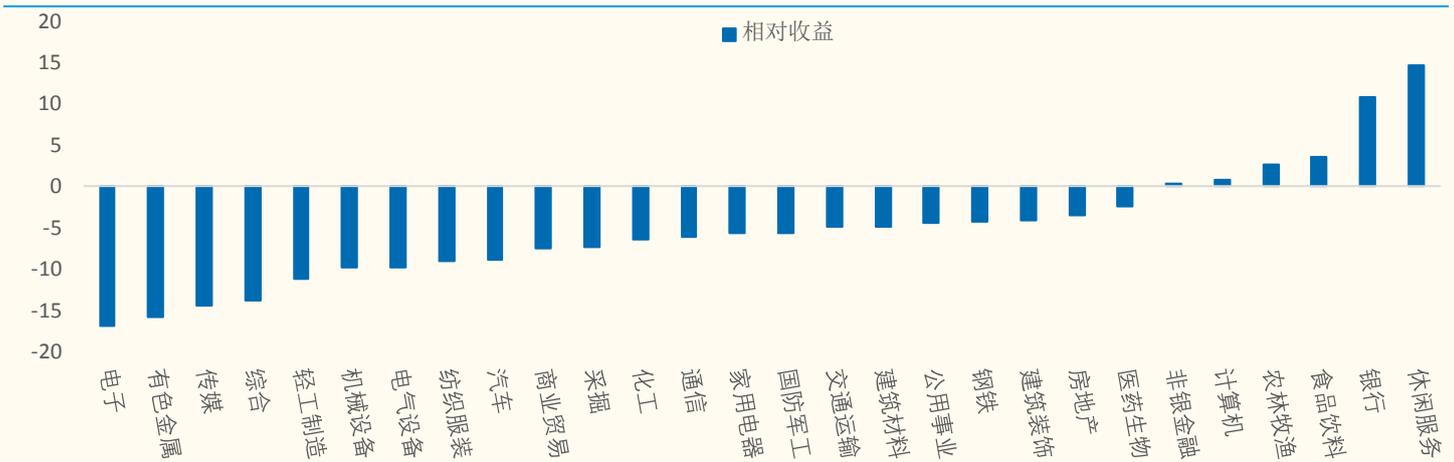
概述：基建重视区位优势，周期寻找边际改善

- 交通运输子版块较多，并且分为属于 1) 基建类的机场、港口、公路、铁路，存在防御属性；2) 属于周期类的航空、航运，存在进攻属性，以及 3) 仍处于成长期的物流快递。

回顾 2018 年，受到市场风险偏好较低，整体弱势，以及外部冲击的影响，交通运输板块整体跑输沪深 300 指数 5.0pct。

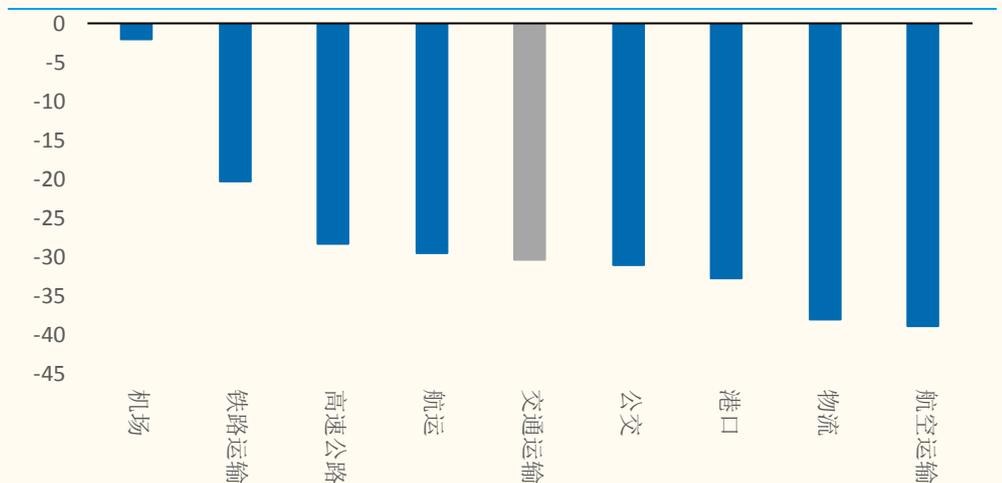
我们发现，2018 年交运子板块中表现较好的为机场、铁路、公路，均为基建板块。周期类子板块中，航运本身处于估值底部，跌幅在交运中稍小，而航空受到油价和汇率的双重冲击，跌幅最大。

图表 1：2018 年各版块相对于沪深 300 收益



来源：Wind，国金证券研究所

图表 2：交运各子版块 2018 年涨跌幅

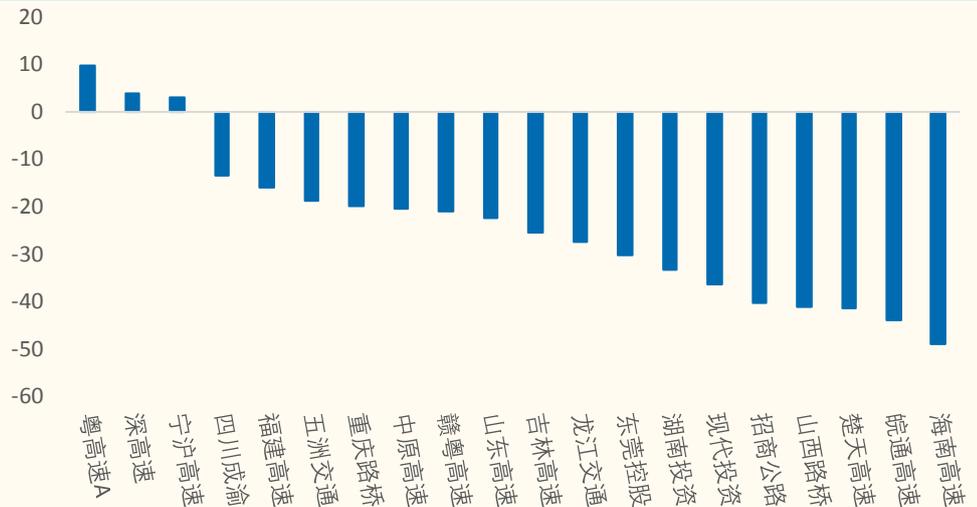


来源：Wind，国金证券研究所

- 对于基建类子版块，我们发现子板块内存在明显分化。以公路为例，2018 年公路标的存在三只实现绝对收益，分别为粤高速 A、深高速、宁沪高速，均为所在区域经济发达地区。机场板块由于全部处于经济发达地区，并且存在商业增量推动，使其在交运子版块中走势领先。我们认为对于基建选股，稳定的业绩是其防御属性的支撑，而所在区域稳定的经济增长能为公司业绩带来保证。所以在挑选交运基建类标的时，需要关注区位优势，自下而上进行选择。
- 对于周期类子版块，供需关系的变化以及拐点的出现，始终是关注要点。2018 年航空本身周期拐点出现，但受到油价和汇率的冲击，并且航空属于高贝塔行业，叠加市场的弱势，造成行业整体下跌。我们认为 2018 年油

价和汇率的冲击边际改善，航空自身供需仍然向上，存在修复动力。航运需要跟踪供需关系的变化带来的复苏机会。

图表 3：公路具体标的 2018 年涨跌幅



来源：Wind，国金证券研究所

- 总结来看，2019 年宏观经济仍然存在不确定性，关注基建板块，结合区位优势，挑选业绩确定性高的个股；另外关注周期类存在边际改善因素的子行业，或将迎来板块性机会，并且在经济向下的过程中，龙头或将在乘机竞争中扩大优势，实现强者恒强。

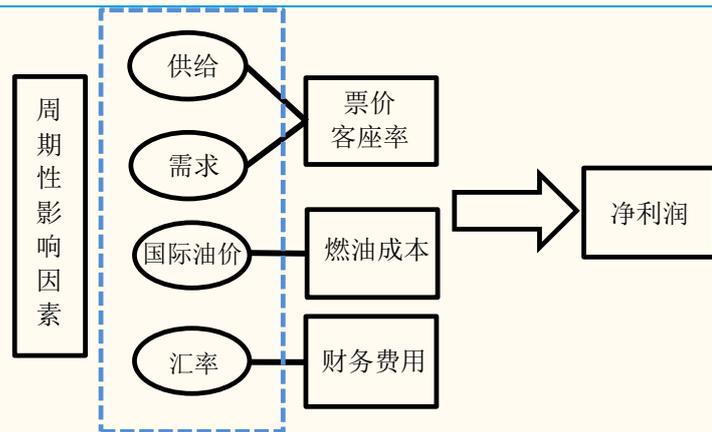
航空：需求波动无碍长期趋势，时刻优势愈发凸显

- 航空属于周期性行业，业绩是供需、油价、汇率三重周期叠加的结果。2018 年航空业供给侧改革效果明显，航空公司收益水平迎来拐点，供需结构性改善。但人民币大幅贬值以及油价大幅上涨，拖累航空公司业绩，拉低股价。

展望 2019 年，OPEC 减产仍需跟踪，油价继续大幅上涨动力不足；宏观经济下行，刺激经济的措施或将对汇率造成压力，但贸易战缓和，大幅贬值概率边际降低，预计汇率将在 2019 年下半年同比转为利好，市场对于两大扰动因素的忧虑逐步减轻。在宏观经济下行的背景下，市场开始重新关注航空基本面，担心航空需求下滑，破坏供需改善推动收益水平提升的逻辑。

我们认为，宏观经济下滑势必会影响航空公商务出行，但是航空消费仍处于渗透阶段，渗透率的提升对需求提供支撑，**预计航空需求增速将保持平稳增长**。另外目前航空股超跌，当扰动因素同比转好，增厚业绩，将提供超额收益机会。

图表 4：航空业周期性影响因素



来源：国金证券研究所

图表 5：2018 年国际油价与航空运输指数对比



来源：Wind，国金证券研究所

图表 6：2018 年人民币汇率与航空运输指数对比



来源：Wind，国金证券研究所

需求增长短期存在波动，长期持续性支撑景气度向上

- 回顾我国航空业，2008 年金融危机后，客座率持续上涨（除去 2012 年客座率在连续三年的大幅上升后，同比小幅下降）。民航 2018 年 1-9 月累计客座率 83.6%，同比上升 0.2pct，（其中 2018 年 8 月达到历史最高 86.5%），已经达到美国客座率平台水平。

观察美国经验，美国航空客座率在 2010 年超过 82%后进入平台期，不再有明显爬升，近年于 83.5%水平震荡。我们认为，票价与客座率存在反向变动关系，如果票价太高或太低，将导致客座率反向变化太大，存在客座率的客观理想值，使得航空公司实现收益最大化。另外航空运输存在地点与时间的限制，一味追求高客座率得不偿失。

对比美国，我国客座率继续上涨空间有限，今后难以维持上涨。在票价市场化的进程中，票价的提升逐步成为收益管理的工作重点。

图表 7：金融危机后我国航空业客座率持续上升



来源：Wind，国金证券研究所

图表 8：中美航空客座率对比



来源：AirlinesforAmerica，Wind，国金证券研究所

- 在年度客座率持续上涨的过程中，由于淡旺季、节假日错期以及特殊事件影响，航空公司运力无法充分及时调整，月度客座率存在波动。即使在客座率上升最快的 2015-2017 年，三大航合计仍然每年有 3-4 个月客座率同比下滑。短暂的客座率波动无法确定供需结构是否反转，需要持续跟踪高频数据，判断航空需求是否趋势性下滑。

图表 9：三大航月度客座率同比变化



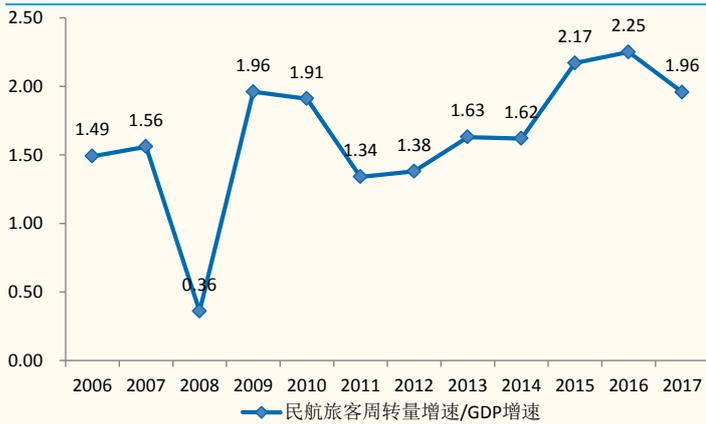
来源：Wind，国金证券研究所

- 我们认为航空需求与宏观经济存在相关关系，并不否认宏观经济下行会拖累公商务出行，增速出现中长期向上趋势中的短暂波动，并且淡季需求下滑会更快。目前我国经济下行压力犹存，进出口增速下滑，基建投资定位“托而不举”，航空需求在淡季如期下滑。

但若将时间跨度拉长，航空公司可以通过改变航线、提前退租经营性租赁飞机等方式，减少运力投放，以适应需求的变化，若航空需求并非断崖式下跌，航空景气度大概率仍将维持。目前经过一年有余的航空业供给侧改革，航空公司执行率继续提升空间有限，供给增速受限，运力增速或将趋近于航班量增速，大幅提升概率较小。

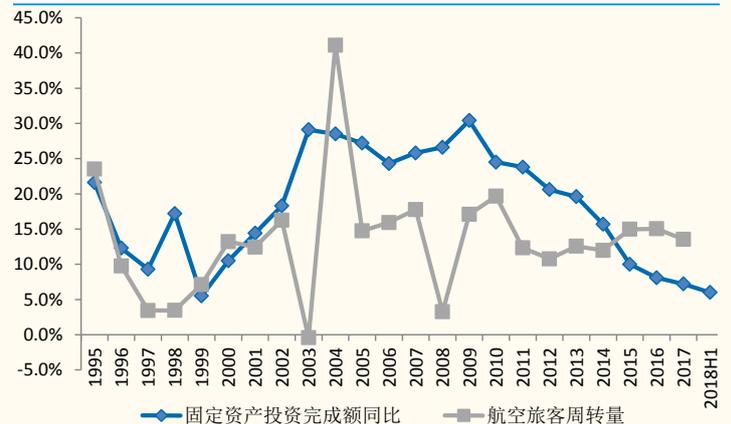
另外，由于航空出行具有快捷和舒适的特点，居民乘坐飞机出行频率提高，航空仍具有消费渗透属性，近期民航旅客周转量增速与 GDP 增速比值提升，我们认为航空消费渗透，将支撑航空需求稳定增长。

图表 10: 航空需求与 GDP 增速相关



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 11: 固定资产投资对航空需求有一定带动作用



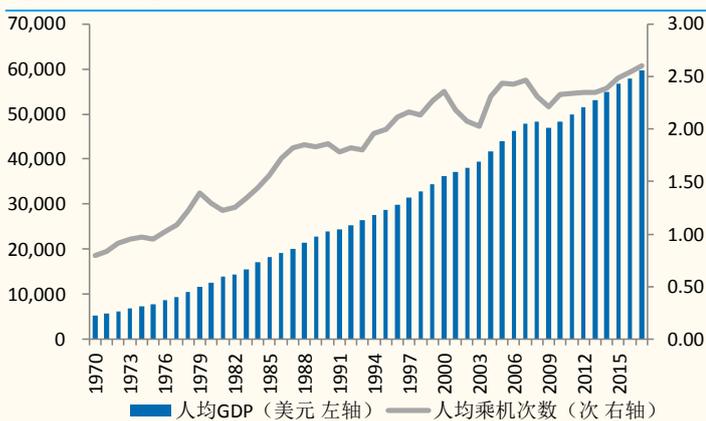
来源: Wind, 国金证券研究所

- 我们选取与中国国土面积可比的发达国家美国作为参照, 美国人均乘机次数呈现稳步增长特点, 1970 年以来, 人均乘机次数复合增长率达到 2.6%, 同时期美国人均 GDP 复合增长率 5.3%, 经济增长推动了航空需求, 2017 年人均乘机次数达到 2.61 次。

观察美国航空发展历史, 人均乘机次数总体随经济平稳增长, 达到约 2.50 次的水平。我国 2017 年人均 GDP 约 9000 美元, 对应美国人均乘机次数约为 1.1 次, 而我国仅为 0.40 次, 与美国和相比我国人均乘机次数较低, 航空需求仍有较大发展空间。这或与我国目前贫富差距较大, 航线网络不够完善有关, 有更大部分居民未激发出航空出行需求, 同时相比美国更为完善的高铁网络分流影响明显。

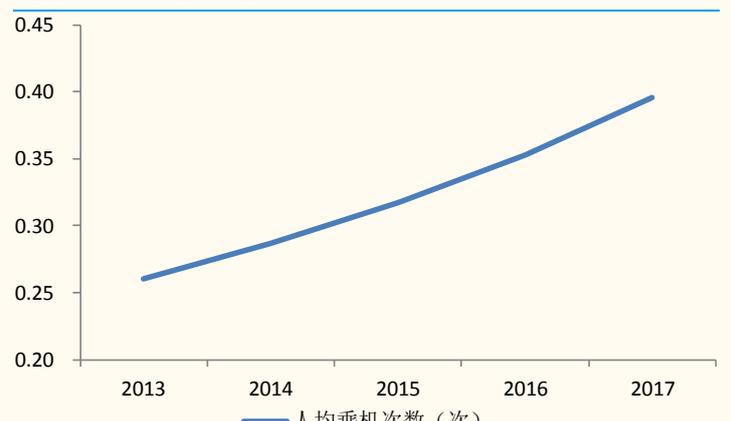
另一方面, 我国人均乘机次数正在高速增长。2013 年-2017 年人均乘机次数复合增速达到 11.1%, 高于此阶段我国人均可支配收入复合增速 9.1%。在我国高铁网络逐渐完善的背景下, 航空出行却愈发成为重要选择。相比美国同时期水平, 伴随我国居民生活水平提高, 航空出行不断渗透, 航空需求预计保持稳定增长。

图表 12: 美国人均乘机次数



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 13: 中国人均乘机次数



来源: Wind, 国金证券研究所

- 总结来看, 我国航空业客座率继续提升空间有限, 票价的提升逐步成为收益管理的工作重点。目前航空出行仍处于渗透阶段, 需求向上稳健增长, 受到宏观经济影响, 会产生短期波动, 使得淡季效应更加明显。但同时供给收缩将缓解需求下滑带来的影响, 维持航空景气度。航空票价市场化过程中, 我们认为航空公司收益水平将持续提高。

总量控制限制供给, 时刻优势造就核心竞争力

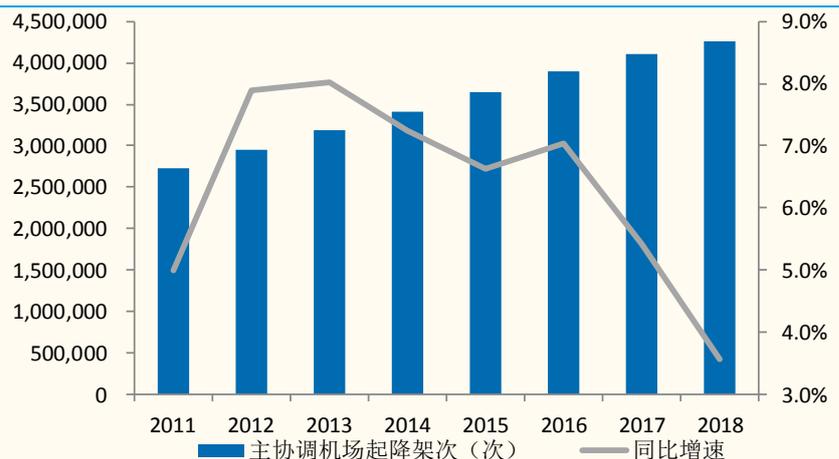
- 2019 年，民航局仍将准点率和安全作为工作重点，预计协调机场时刻总量控制严格，增量稀缺，成为航空公司运力投放的主要瓶颈。
- 2017 年 9 月民航局发布《关于把控运行总量调整航班结构 提升航班正点率的若干政策措施》(下称《措施》)，其中主要限制了主协调机场时刻，导致航空公司在二线城市机场无法获得优质时刻增量。对于三大航来说，机队、时刻资源丰富，供给调配有保障，通过提高执行率、改造增加座位数等措施，三大航 ASK 增速得以维持。

《措施》中重点指出，以上一个同航季的时刻总量为基准，主协调机场和辅协调机场增量控制在 3% 以内，胡焕庸线（黑龙江黑河至云南腾冲线）东南侧机场时刻总量增量控制在 5% 以内。主协调机场实施 24 小时全时段航班时刻协调分配管理，重点机场实施航班时刻总量管理。

- 从机场流量观察，21 个主协调机场起降架次和旅客吞吐量在 2018 年下滑明显。2018 年 1-9 月，主协调机场累计完成起降架次 425.6 万次，同比增长 3.6%，增速是 2008 年以来最低，在《措施》实行后，主协调机场起降架次增速持续下降。

注：主协调机场是指在大部分时间段里，航班时刻需求远大于供给的机场，航班起降架次已经达到或接近机场的保障容量，需要进行时刻协调。目前我国主协调机场共 21 个，辅协调机场是指尚未纳入主协调机场名单、年旅客吞吐量 1000 万人次以上的机场，与主协调机场使用空域存在重叠、运行密切相关的机场。

图表 14：主协调机场 1-9 月起降架次同比增速

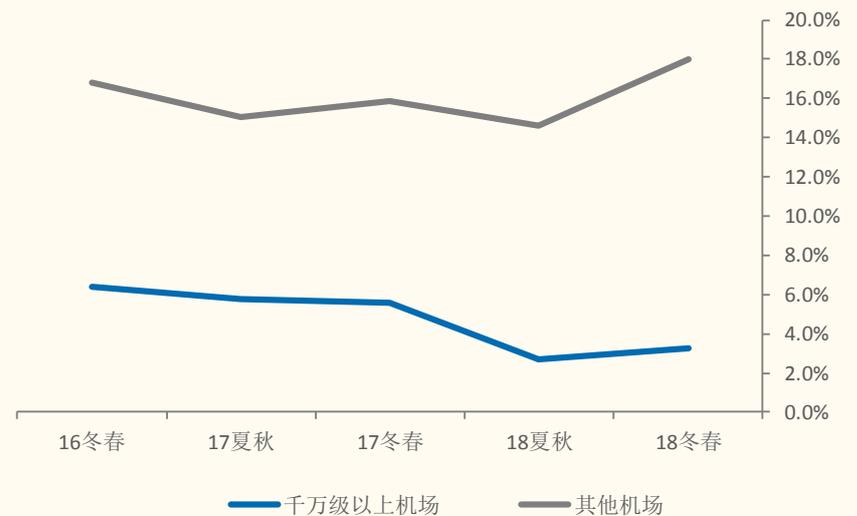


来源：Wind，国金证券研究所

- 对于其余机场，流量增速大幅高于主协调机场，说明相比主协调机场，航空公司依旧会在其余机场高速投入运力。结合民航局发布的 2018 年冬春航季航班计划表，千万级以上机场流量 2018 冬春计划航班量同比增长 3.3%，而其余机场达到 18.0%。

尤其对于枢纽机场，计划航班增量稀缺，2018 年冬春北上广国内线航班量同比增速 0.5%，一线机场难以支撑航空公司 ASK 供给增速提升。经过一年提高存量时刻利用率，我们认为三大航运力投放空间同样存在压力，一二线机场 ASK 增速将向计划航班量增速靠拢，供给下行，维持行业景气度。

图表 15：千万级机场计划航班量增长放缓



来源：民用航空预先飞行计划管理系统，国金证券研究所

- 由于一二线机场时刻控制严格，航空公司运力投放空间有限，我们认为此类机场景气度提升确定性较高。我们希望寻找在此类机场运力占比较高的航空公司，将享受更多的收益水平提升。
- 首先，根据 2018 年冬春航班时刻计划表，按照航班量口径计算，三大航在北上广深五大机场占据绝对优势，航班量占比达到 69.2%，明显高于三大航在全国约 60% 的市场份额。同时由于一线机场时刻控制严格，中小航空公司航班增长受限，三大航市场份额下滑趋势边际减慢，有利于三大航在一线机场提高收益水平。

图表 16：北上广深五大机场市场份额对比

	国航集团	南航集团	东航集团	三大航合计	春秋航空	吉祥航空	其余航司
浦东机场	7.4%	9.6%	38.9%	56.0%	7.0%	10.1%	27.0%
首都机场	41.3%	17.7%	14.0%	73.0%	0.0%	0.1%	26.9%
虹桥机场	7.7%	12.9%	52.1%	72.7%	9.3%	9.4%	8.5%
白云机场	14.8%	49.7%	10.2%	74.7%	1.5%	2.0%	21.7%
深圳机场	35.1%	27.8%	8.4%	71.3%	2.8%	1.3%	24.6%
合计	22.8%	23.8%	22.6%	69.2%	3.5%	4.1%	23.2%

来源：民用航空预先飞行计划管理系统，国金证券研究所

- 再次，我们测算了航空公司在北上广深城市的国内线运力投入，与自身总体投入的占比，从而观察航空公司的航线质量。

测算过程中，我们依然根据 2018 年冬春航班时刻计划表，考虑到三大航宽体机占比较高，为了提高准确性，我们按照机型给予划分，并假设宽体机平均座位数两倍于窄体机。

可以发现，中国国航的航线质量最优，春秋和东航次之。国航有 33.9% 的座位数投放在北上广深四地，另外春秋深耕主基地上海两场，并在另一基地深圳持续扩展，29.0% 的座位数投放在北上广深四地，相比东航 28.5% 的比例略高。南航和吉祥虽然在北上广深投放座位数占比超过 25%，但比国航、东航和春秋稍低，航线布局相比更为分散。

图表 17：北上广深座位数投放占比自身运力

座位数占比	北京	上海	广州	深圳	北上广深合计
国航集团	15.9%	4.2%	4.9%	9.0%	33.9%
南航集团	7.0%	4.7%	10.0%	5.0%	26.6%
东航集团	8.3%	15.4%	3.0%	1.8%	28.5%
春秋航空	0.0%	21.7%	2.6%	4.7%	29.0%
吉祥航空	0.3%	20.9%	3.1%	1.6%	25.9%

来源：民用航空预先飞行计划管理系统，国金证券研究所

- 更进一步，一线机场不同时刻的价值存在差异。我们发现北上广深四地机场，国内线早上 8-10 点以及下午 14-19 点的航班更有可能卖出更高的价格，体现出一线机场优质时刻的时刻价值。

以京沪线为例，我们在携程截取了时间间隔一周后的航班时刻以及对应的价格，可以发现早高峰时段（8-10 点）票价最高，另外下午时段（14-19 点）的票价明显高于其余时段。

图表 18：不同时刻京沪线价格对比

来源：携程官网，国金证券研究所

- 我们继续根据 2018 年冬春航班时刻计划表，并按照机型给予划分，假设宽体机平均座位数两倍于窄体机，计算各航空公司在北上广深高峰时间段运力，自身总体投入的占比。

若占比更高，一线机场景气度提升，航空公司享受票价提高可能性更高，并且在票价市场化的过程中，全票价上涨也会首先反应在需求更多的优质时刻。所以我们认为时刻将成为航空公司的核心竞争力，造成目前收益水平以及今后收益水平提升幅度的差异。

经过测算，我们发现三大航在一线机场高峰时段的座位数投入占比，明显高于中小航空公司，尤其是在票价最高的早高峰时段。中国国航在一线市场国内线高峰时段投入座位数占比达到 15%，东航和南航分别达到 12.1% 和 11.9%。春秋作为低成本航空公司，更多提供大众化产品，对于优质时刻的积累尚需加强，座位数投入占比低于其他上市公司。

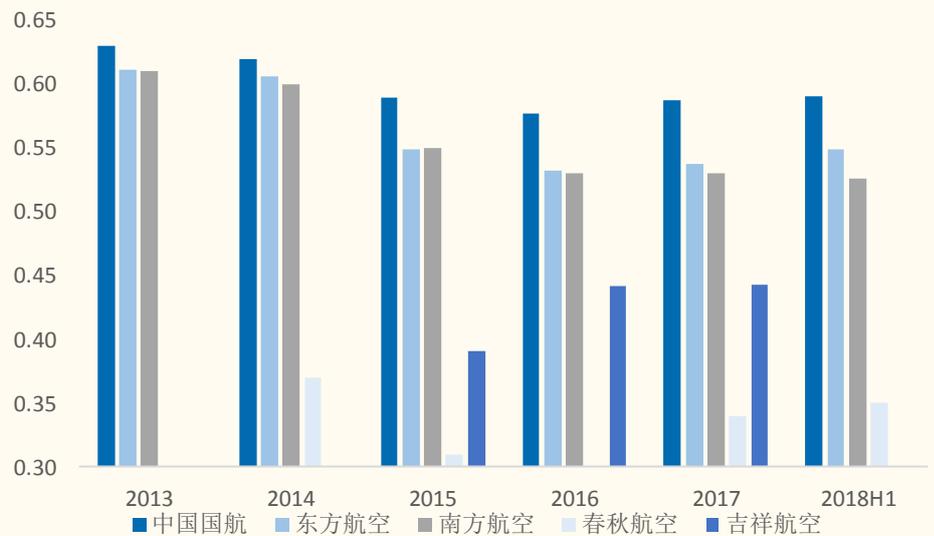
由于一线机场以及优质时刻的禀赋不同，航空公司国内线收益水平形成差异。我们认为在目前一线机场时刻增量稀缺的背景下，优质时刻的资源优势将继续扩大，收益水平的提升更加明显。

图表 19：高峰小时座位数投放占比自身运力

座位数占比	8点-10点	14点-19点	高峰合计
国航集团	5.0%	10.0%	15.0%
南航集团	3.9%	8.0%	11.9%
东航集团	4.5%	7.6%	12.1%
春秋航空	1.2%	7.5%	8.7%
吉祥航空	3.8%	6.8%	10.6%

来源：民用航空预先飞行计划管理系统，国金证券研究所

图表 20：主要上市公司国内线单位客公里收益对比

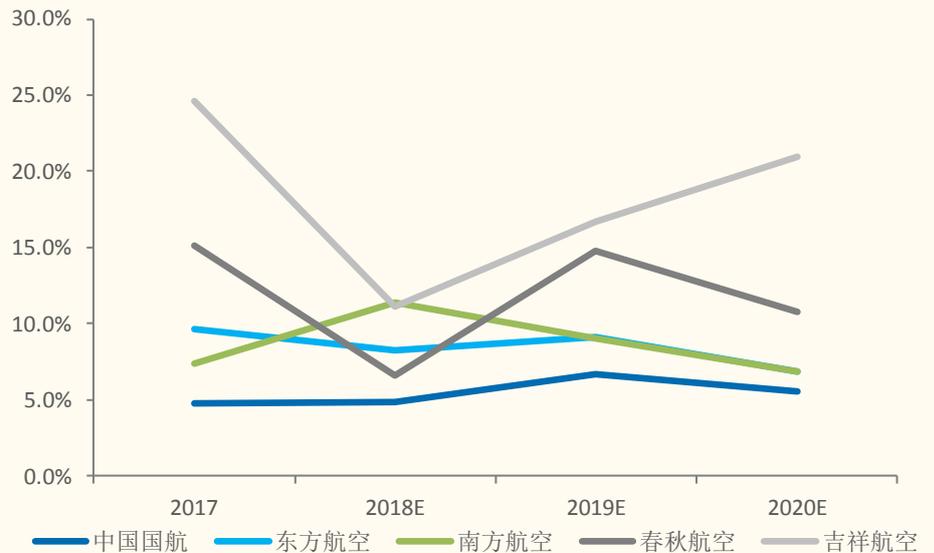


来源：公司公告，国金证券研究所

- 从飞机引进来看，三大航为布局北京新机场等大型机场基础设施投产，静态运力引进增速 2018 年有所提高，但整体较为平稳。2019 年后计划增速再次下滑，2018-2020 年三大航飞机架数分别同比增长 8.3%/8.3%/6.5%。中小航空公司在主要机场时刻增量有限的背景下，2018 年飞机引进速度放缓，有助于三大航边际维持市场份额。2019 年后，中小航空公司飞机引进速度将回升，不过还需跟踪主要机场时刻增量以及航司获取时刻情况。

目前来看，三大航在主要机场的时刻资源优势明显，并且时刻控制有助于其保持优势，有利于享受景气度提升带来的收益水平提高。

图表 21：主要上市公司静态飞机引进计划



来源：公司公告，国金证券研究所

油价关注减产执行，汇率贬值压力减轻

- 航空公司业绩会直接受到油价和汇率波动影响，扰动因素的难以预测性为预测带来难度和风险。我们将尽可能判断扰动因素走势，并分析对于航空公司的业绩影响。

燃油成本：

- 2018 年前三季度国际油价持续爬升，Q1-Q3 均价由 2017 年 52.5 美元/桶提升至 72.7 美元/桶，涨幅达 38.5%，推动供中航油的航空煤油出厂均价同增 24.6%，使得三大航航油成本同比增长均超过 25%。

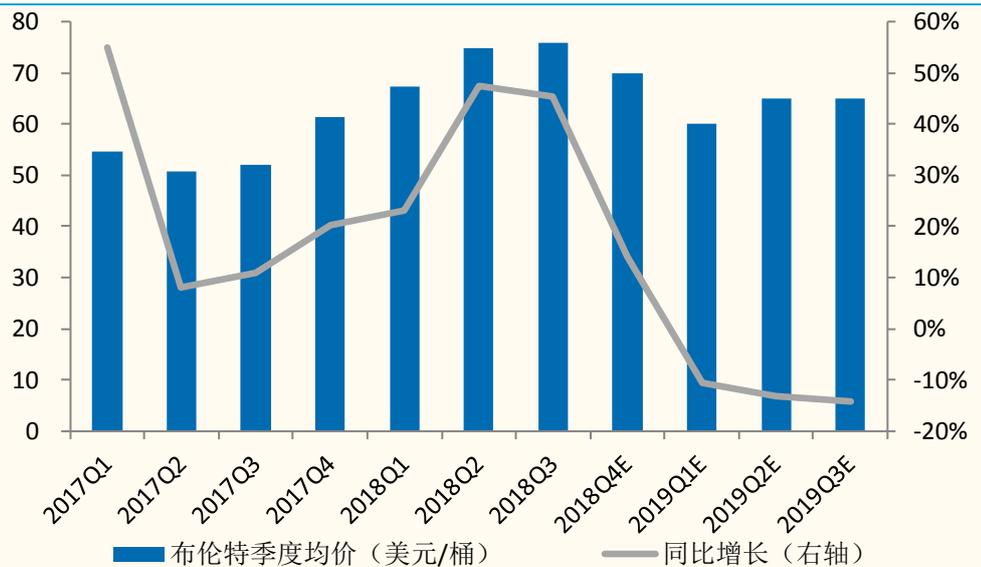
进入 10 月后，国际油价进入下行通道，布伦特油价从高点 86.3 美元/桶下跌至 55 美元/桶，跌幅超过 36%，航空公司燃油成本上涨压力将逐步减小，若维持目前价格，季度均价将在 2019Q1 开始同比下滑。

我们认为供应过剩和对未来需求的担忧是近期油价的压制因素，短期关注原油库存消化，判断油价近期走势。自 5 月美国宣布单方面退出伊核协议以来，OPEC（剔除伊朗以及委内瑞拉）以及俄罗斯的增产幅度较伊朗原油出口量下降多出近百万桶/日，造成市场短期供给过剩。石油输出国组织（OPEC）12 月 7 日发布政策公报，宣布在 10 月的产量基础上减产 80 万桶/日，同时俄罗斯等非 OPEC 产油国将减产 40 万桶/日，双方合计减产 120 万桶/日，1 月起生效，持续至明年 6 月底。此举暂时压低了供给预期，不过仍需观察 2019 年实际建成结果，另外加拿大巴西等非 OPEC 国家依然存在增产可能。

需求方面，欧美逐步替换为天然气取暖，冬季成品油消费低于预期，并且受到美国、中国等主要原油消耗经济体，宏观需求或将边际下降的预期，原油价格高位无法获得支撑。

假设减产如期实施，我们认为油价将在 2019Q1 回升，中枢维持在 65 美元/桶，Q1-Q3 均价分别为 60/65/65 美元/桶，油价同比将在 2019Q1 转为下降。

图表 22：国际油价将逐步转向利多



来源：Wind，国金证券研究所

汇率：

■ **汇率是另一项直接影响航空公司净利润的重要因素。**航空公司采购飞机时，主要通过美元结算，造成美元负债在总负债中占比较高。当存在美元净债务时，若人民币贬值，将产生汇兑损失，反之亦然，汇兑损益将对净利润产生重要影响。人民币汇率双向波动的目标和浮动汇率机制，决定了人民币汇率长期周期性波动。航空公司作为非金融机构，极少利用金融工具对冲。

■ **向前看，我们认为人民币继续大幅贬值压力逐步减轻。**

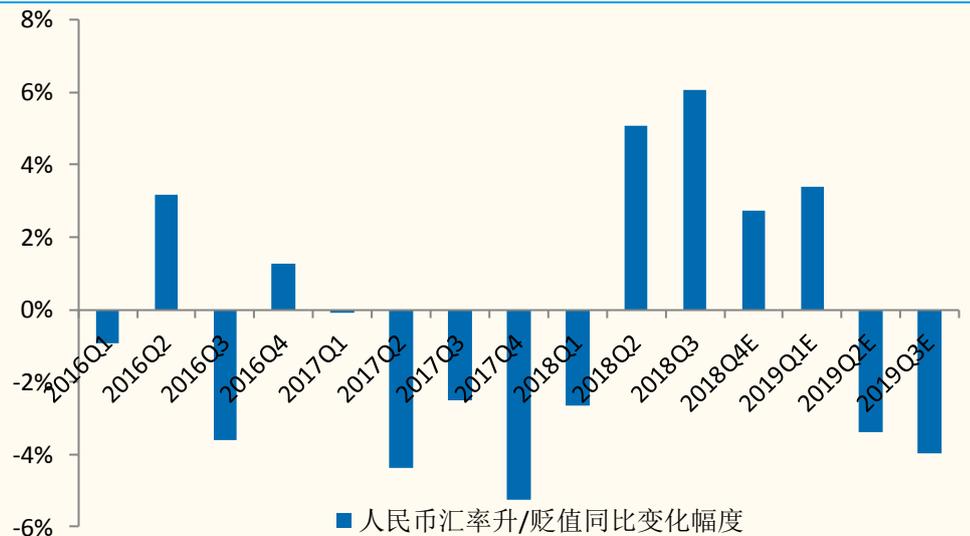
关于贬值压力，首先人民币前期大幅贬值主要是受到中美贸易战的压力，我国需要刺激出口维持经济发展的需求，或将适当放松对于汇率稳定的诉求，试图使经济更加平稳的渡过贸易战和经济转型。不过在前期大幅贬值后，目前贸易战存在缓和迹象，推动人民币冲高回落，仍需观察之后财政和货币政策以及中美贸易战走势。

其次，从外部来说，前期美债收益率上升并且美元指数走强，使得人民币汇率承压。长期来看，汇率本质上是由两国经济基本面决定，人民币贬值压力根源在于中美经济基本面的分化。但随着美国经济边际走弱，中国的最终需求逐渐企稳，中美的分化将逐渐收敛，人民币贬值压力将会减轻。

■ 按照以上对于汇率的分析，我们保守估计人民币窄幅震荡，与美元保持相对稳定。

对于航空公司业绩，汇兑损益的影响需要考虑人民币升值或贬值的同比变化幅度。当人民币变化方向和幅度同比去年有所改善时，会对航司业绩同比产生正面影响。按照以上假设，由于 2017Q4 和 2018Q1 人民币升值幅度较大，2018Q4/2019Q1 季度汇兑损益仍然会对航司业绩产生负面影响，但影响幅度相比 2018Q3 减弱，2019Q2/2019Q3 航司汇兑损益将正面推动航司业绩增长。

图表 23：航司汇兑损益逐步改善



来源：Wind，国金证券研究所

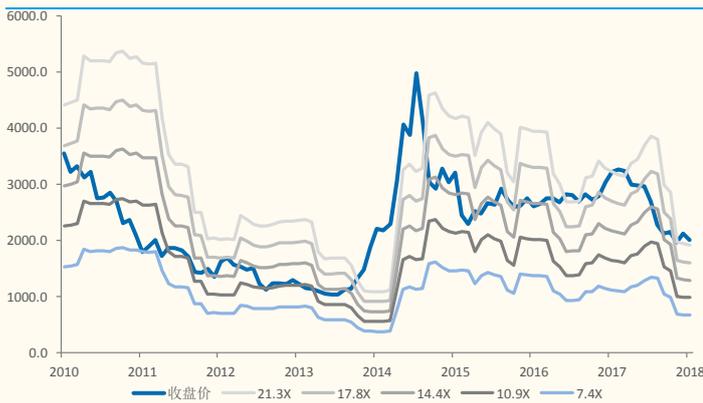
- 总结来看，油价近期超预期下跌有助于航空公司成本端改善，2019 年预计转为同比下滑，汇率有继续贬值可能，但利空影响正逐步减轻，费用端将首先超预期下降，或将提前转为对航空股的利多。届时航司收益水平的提高将充分体现在航司业绩上，航司运输毛利有望大幅提升，伴随景气度向上，航空板块将获得超额收益。

投资建议：把握板块机会，关注竞争格局

- 航空景气度结构性改善，收益水平将持续提升，作为周期行业迎来向上拐点。航空公司将逐步转向票价精细化管理，收益水平进入上升通道。

前期由于中美贸易战预期，人民币急速贬值，以及油价上涨预期，航空股调整幅度超过 50%，估值已处于历史低位。前三季度油价均价上涨 38.5%，航司运输毛利依旧同比增长，前期超跌，行业存在估值修复动力，扰动因素反转后，带来板块机会。目前三大航 PB 估值约为 1.2 倍，而过去 10 年航空板块 PB 均值约为 2.4 倍，有较大修复空间。

图表 24：申万航空指数 PE Band



来源：Wind，国金证券研究所

图表 25：申万航空指数 PB Band

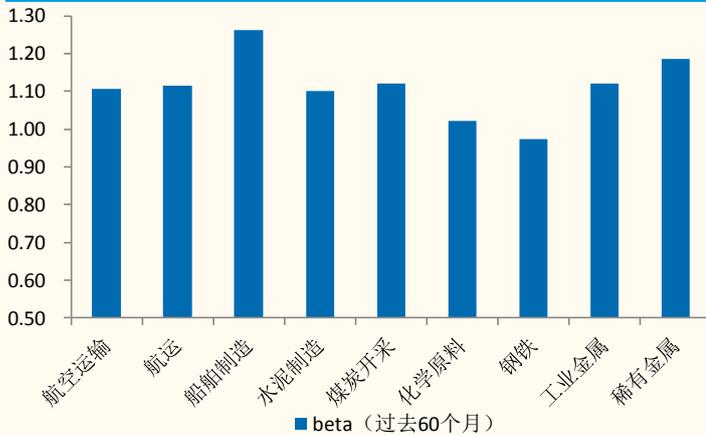


来源：Wind，国金证券研究所

- 航空作为周期行业，标的股价波动性大于上证综合指数，在主要周期行业中处于中游，过去 60 个月航空申万航空运输指数 beta 为 1.1。目前整体市场处于弱势，叠加油价汇率利空，航空板块年初至今跑输大盘约 15pct，结合估值，航空股处于超跌状态。航空短期利空因素已较为充分的反应在股价中，具有较大向上弹性。

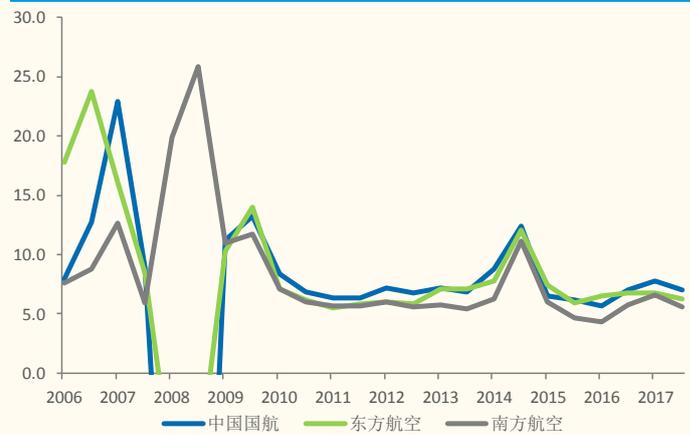
由于航空公司资产负债率较高，EV/EBITDA 估值更为适合。我们回顾三大航历史 EV/EBITDA，除去金融危机前后航司业绩波动较大，以及 2014-2015 年牛市，三大航 EV/EBITDA 维持在 7-8 倍左右的水平，比较稳定。等到油价和汇率向有利于航空业方向发展，航司业绩将得到明显提升，航司企业价值将获得推动，带动股价提升。

图表 26：主要周期行业过去 60 个月 beta 值



来源：Wind，国金证券研究所

图表 27：三大航历史 EV/EBITDA



来源：Wind，国金证券研究所

- 我们认为，航空板块估值处于低位，供需结构向上，前期扰动因素利空影响缓和，基本面迎来向上拐点，板块存在修复动力。整体来看，我国航空行业寡头垄断已经初步形成，作为包含可选消费属性的周期性行业，现金流良好。扰动因素转向利好后，伴随景气度向上，航空板块将获得超额收益。

关注时刻控制以及强监管的行业背景下，行业格局的变化趋势。一二线机场时刻紧张，市场份额边际向头部集中，全票价提升，优质时刻资源的优势将逐步放大。基于航空供需结构性改善、收益水平迎来拐点、扰动因素利空缓和逐步转向的逻辑，我们持续推荐东方航空、中国国航、南方航空。供给侧改革并未影响三大航供给，时刻资源丰富，能够享受协调机场票价提升带来的收益水平提升。

关注春秋航空、吉祥航空，公司受益上海两场供给受限，收益水平提升领先行业，业绩增速好于三大航，受汇率利空影响较小，不过中长期仍需观察我国航空业整体对中小航空公司和低成本航空营造的发展环境。

图表 28：重点航空公司估值表

公司	股价	EPS				PE			评级
		17A	18E	19E	20E	18E	19E	20E	
东方航空	4.75	0.44	0.28	0.58	0.85	17	8	6	买入
中国国航	7.64	0.54	0.42	0.76	1.07	18	10	7	买入
南方航空	6.64	0.60	0.32	0.62	0.91	20	11	7	买入
春秋航空	31.81	1.58	1.65	2.18	2.99	19	15	11	买入
吉祥航空	12.53	0.74	0.82	1.04	1.35	15	12	9	买入

*股价为2018年12月28日收盘价

来源：Wind，国金证券研究所

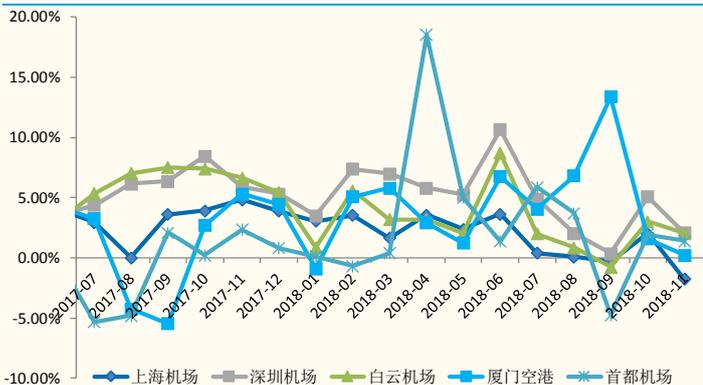
机场：整体稳健，关注产能节奏

- 现阶段，我国上市机场受到时刻限制影响，整体流量增速低位徘徊。分机场来看，流量增速受时刻释放、空域瓶颈等因素，呈现略微差异。2018 年 1-11 月，上市五大机场（上海机场、首都机场、深圳机场、白云机场、厦门空港）累计飞机起降架次同比增长仅为 2.9%，其中深圳机场增速最高，为 4.8%；五大机场旅客吞吐量同增 6.5%。

与我国其他主要机场相比，上市机场多为大型枢纽机场，时刻资源已经非常紧张，航空公司新增运力无法投入一线机场，较多投入二三线城市机场，使得上市机场流量增速明显小于机场行业。2018年1-9月，全国主要机场飞机起降架次同比增长6.1%，旅客吞吐量同比增长9.8%，均明显高于上市五大机场合计。

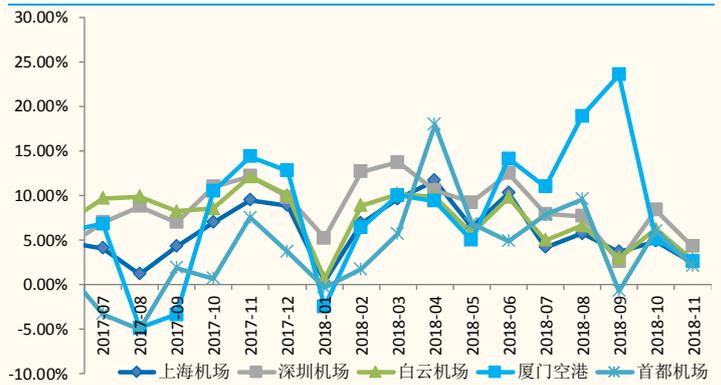
我们认为2019年民航局时刻控制政策将会延续。上市机场虽然存在大型新增产能投产，但仍需经过考核，大幅放量可能性较低，上市机场流量增速将保持低位。

图表 29：上市机场起降架次增速



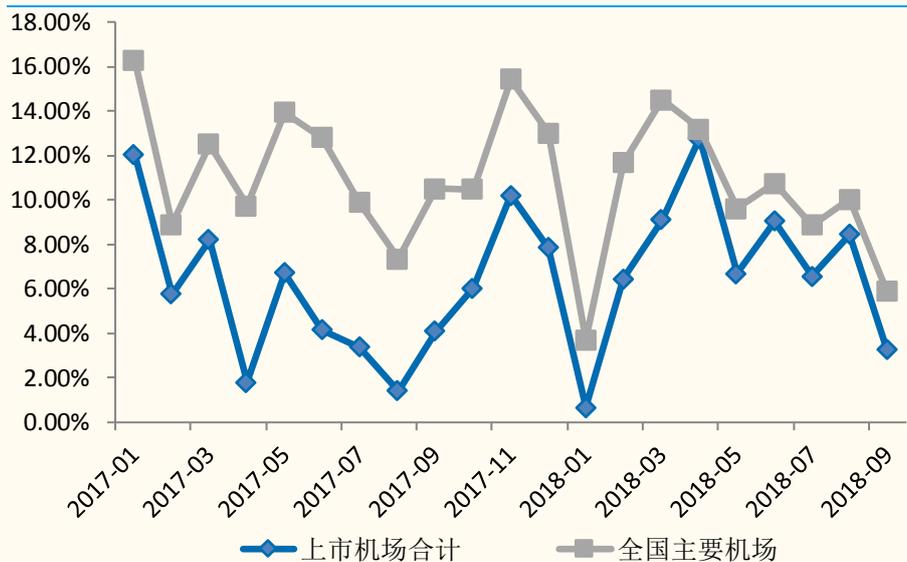
来源：Wind，国金证券研究所

图表 30：上市机场旅客吞吐量增速



来源：Wind，国金证券研究所

图表 31：上市机场与全国主要机场旅客吞吐量增速对比



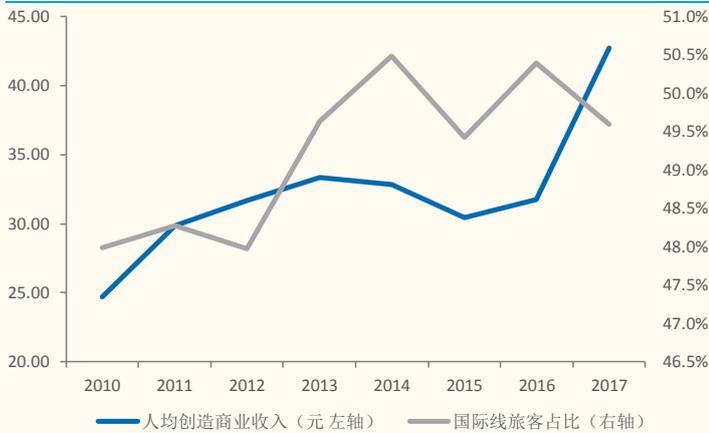
来源：Wind、国金证券研究所

- **上市机场流量增长受限，流量变现是目前主要增长动力。**我们发现，商业收入并不是随机场流量增多而线性提高，而是伴随机场国际线旅客比例提高，机场单旅客创造的商业收入也会提高。由于国际线旅客在机场逗留时间较长，并且免税商品更具价格优势，国际线旅客相比国内线消费贡献更高。所以国际线旅客比例可以提升机场流量变现能力。

观察我国商业收入贡献最高的上海机场和首都机场，随国际线旅客占比提高，人均创造商业收入增多，体现出不断提高的变现能力。上海机场国际旅客占比从2010年48%提升至2017年49.6%，人均创造商业收入从24.7元提高至42.7元。首都机场更为明显，国际旅客占比2010年22.9%提升至2017年26.9%，人均创造商业收入从11.8元提高至32.4元。

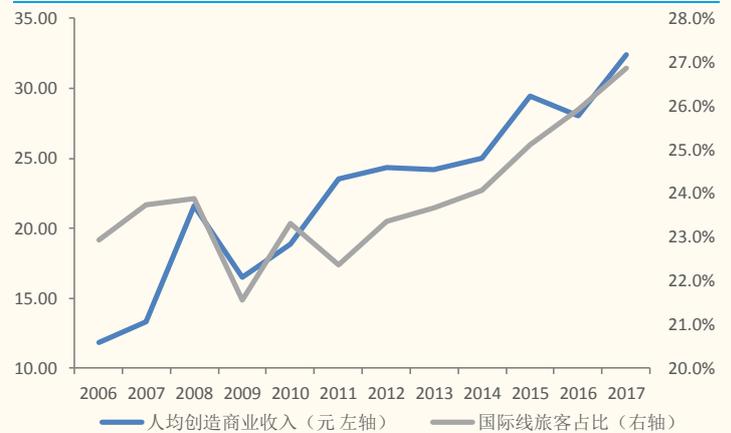
2019 年，上海机场和首都机场免税新协议会提供新的增量，白云机场 T2 航站楼预计显著提高商业经营效率，深圳机场将迎来出境免税招标，**枢纽机场商业变现能力提高仍未结束。**

图表 32：上海机场人均创造商业收入



来源：公司公告，国金证券研究所

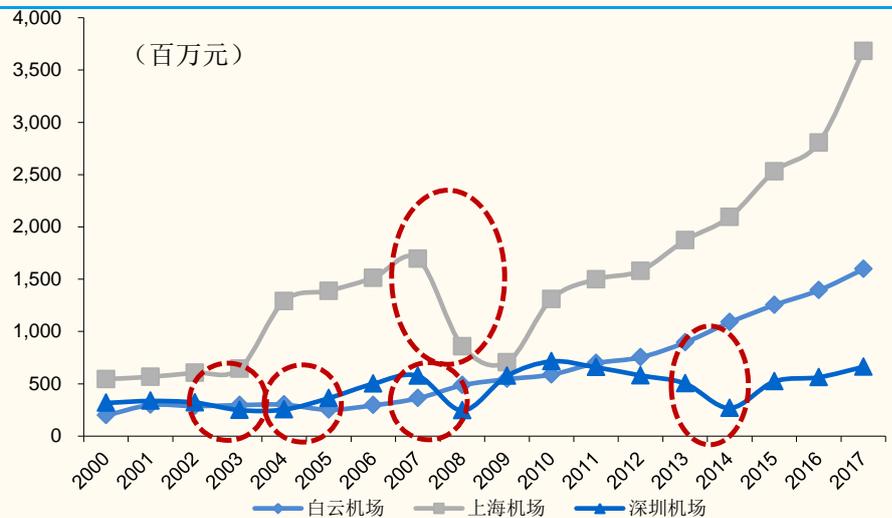
图表 33：首都机场人均创造商业收入



来源：公司公告，国金证券研究所

- 2019 年，我国上市机场处于周期不同阶段，叠加外部事件冲击，对于业绩预期产生分化。由于新增产能，将使得机场折旧和运营成本阶梯式增长，并且新建航站楼的资本支出同样将在投产之前对业绩造成一定压力。而新建产能后，流量的培育需要一段时间，才能使产能充分得到使用。所以盈利在新产能投产后将先有所降低，再逐渐增长，超过前一峰值，呈现锯齿状增长特点。

图表 34：机场业绩增长具有周期性



来源：公司公告，国金证券研究所

- 对于机场公司，属于垄断资产，在非航收入爆发逐步反应在估值水平后，业绩增速重新成为投资机场的关注重点。结合各机场公司所属周期以及外部事件，重点推荐上海机场、深圳机场，关注主业业绩增速明年重新转正的白云机场。

上海机场：免税新协议推动业绩，新产能一年后投产

- 虽然经济下行，免税经营存在风险，但与中免签订的新免税协议，总保底额达到 410 亿，成为公司明年业绩的支撑，业绩有望继续高速增长。

我们测算了近期一线机场免税新合约保底额对应坪效，发现上海机场坪效 181.5 万/平米/年，遥遥领先我国其他上市机场。即使在卫星厅投产、T1 并

入合同框架，免税商业面积跳升后，坪效仍仅次于广州白云机场进境免税店。高比例的国际线旅客，免税经营商愿意赋予其更高的免税价值。

上海机场作为长三角国际枢纽，盈利水平有保障，ROE 在我国上市机场中领先。中期投资价值显著，仍然具有成长空间，旅客吞吐量将达到 1 亿人次，免税业务价值持续体现，经营模式向航空商业城靠拢。

2019 年底卫星厅投产，将产生成本的阶梯式增长，或将在 2020 年反应在业绩中。

图表 35：上海机场保底坪效明显高于同行

	保底销售额 (亿元)	保底提成额 (亿元)	扣点率	免税店面积 (平米)	坪效 (万元/平米/年)
上海机场T2	82.89	35.23	42.5%	4567	181.5
上海机场T1+T2+卫星厅*	147.95	62.88	42.5%	16915	87.5
北京T2	17.47	8.30	47.5%	3603	48.5
北京T3	50.57	22.00	43.5%	11400	44.4
广州T2出境	11.29	3.95	35%	3544	31.8
广州T1+T2进境	16.83	7.07	42%	1100	153.0

来源：公司公告，国金证券研究所

深圳机场：估值合理，业绩稳定，处于产能建设周期

- 深圳机场位于粤港澳大湾区中心，流量增长无忧，国际枢纽定位，将逐步提升公司盈利能力。国际线比例较低，但近年稳定增长，增速将维持 30%。2019 年出境免税将迎来重新招标，或将提供明显业绩增量。

公司现金流健康，估值经过过去 3 年消化，已达到合理水平。产能接近瓶颈暂时无须担心，公司处于新产能建设周期，积极扩建新增产能及时打破瓶颈，资本开支产生的资金压力对于业绩拖累较小，投产计划于 2020 年底，成本增长近期无忧，业绩增长稳定。

图表 36：深圳机场近期资本开支计划

时间	2017/10	2018	2019	2020	合计
T3适应性改造工程					
资本开支(亿元)	0.16	2.06	2.06	2.06	6.34
T3卫星厅*					
资本开支(亿元)		13.19	26.4	26.4	65.9
卫星厅配套工程*					
资本开支(亿元)		集团和政府出资，无资本开支			
第三跑道*					
资本开支(亿元)		集团和政府出资，无资本开支			
合计资本开支	0.16	15.2	28.4	28.4	72.3

*项目为预计开工时间

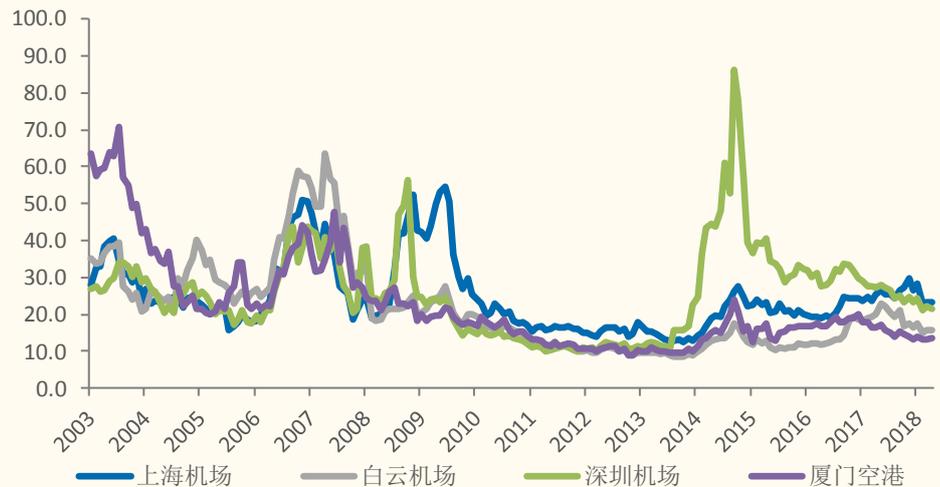
来源：公司公告，国金证券研究所

白云机场：新产能投产，等待利空出尽

- 受到 T2 投产以及民航发展基金取消，2019 年公司业绩预计将下滑，并对于估值产生压制，引发戴维斯双杀。

等待 2019 年下半年，T2 投产产生的成本阶梯式增长放缓，并且伴随产能开始逐步释放，主业业绩增速或将同比转正。T2 建设过程中，着重考虑商业规划及运营效率，商业收入增量或将超预期。

图表 37：上市机场估值对比



来源：Wind，国金证券研究所

图表 38：重点航空公司估值表

公司	股价	EPS				PE			评级
		17A	18E	19E	20E	18E	19E	20E	
上海机场	50.76	1.91	2.18	2.68	2.79	23	19	18	买入
深圳机场	7.79	0.32	0.37	0.42	0.45	21	19	17	买入
白云机场	10.05	0.77	0.64	0.52	0.56	16	20	18	买入
厦门空港*	21.29	1.38	1.57	1.68	N.A.	14	13	N.A.	N.A.

*为Wind一致预期 股价为2018年12月28日收盘价

来源：Wind，国金证券研究所

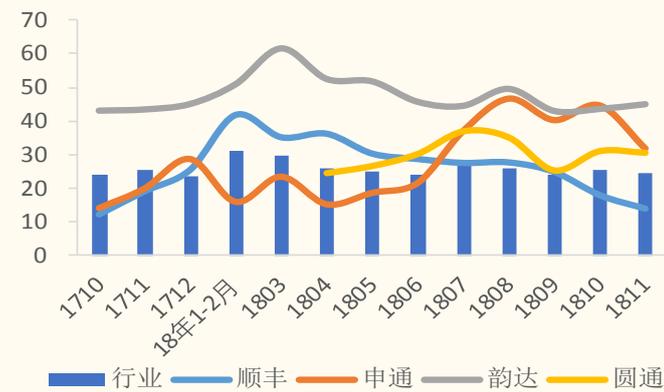
快递：寻找不确定性中的确定性要素，重视成本与现金流

2018年：行业的第一轮分层即将结束

- 2018年1-11月：业务量增速放缓，单票价格跌幅收窄。2018年前十一月，国内快递业务量达452.9亿件/+26.3%，较去年同期28.6%的累计增速下滑2.3pcts；1-11月均价11.99元/-3.15%，其中异地件平均单价同比下降2.8%，跌幅略好于去年同期的-7.2%和去年全年的-7.1%。

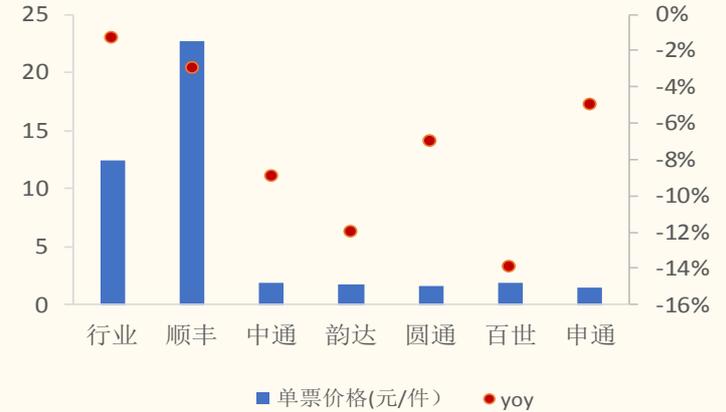
一线快递企业业务量增速明显好于同业，但价格降幅高于全网。自7月份以来，除顺丰受商务件影响，业务量增速有所放缓以外，韵达、申通和圆通业务量增速持续超越行业平均水平。在对单票价格统一计算口径后（剔除派费和网点补贴），2018H1，中通、韵达、圆通和申通的单票收入分别下滑了0.18元/0.25元/0.06元/0.19元，或下滑9.0%/12.6%/1.7%/5.04%；而同期行业单票价格为12.43元/-1.3%。

图表 39：17 年 10 月至今快递公司业务量增速变动情况



来源：wind，国金证券研究所

图表 40：2018H1 快递公司单票价格变动 (剔除派费和网点补贴)

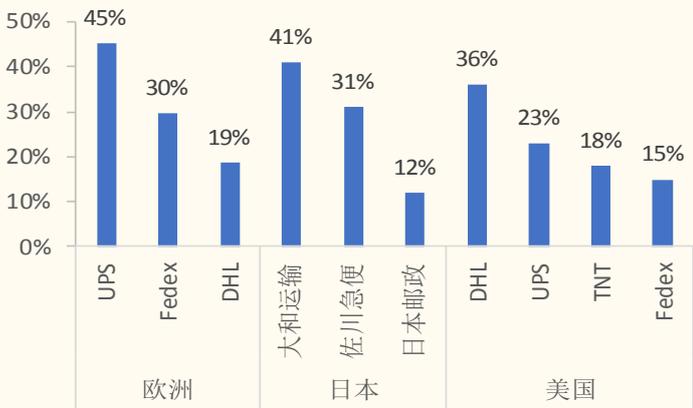


来源：wind，国金证券研究所

- 集中度仍有提升空间，但提升速度放缓。单票价格的下降，一方面存在快递企业主动调整产品结构的因素。上半年，韵达将其战略重心调整至重量较轻的小件，带来单票重量同比-13.7%，单票价格下滑 12.5%，下降幅度通达系首位。另一方面，也预示着以局部地区的价格战为主要策略的竞争格局或将进一步加剧。

观察可作为印证指标的 CR8 集中度，发现自今年 5 月份 CR8 达到 81.4% 之后，提升幅度边际上明显放缓，11 月 CR8 集中度为 81.3%。

图表 41：海外快递市场普遍形成寡头垄断格局



来源：wind，国金证券研究所

图表 42：2018 年 5 月份之后 CR8 的提升幅度明显放缓



来源：wind，国金证券研究所

2019 年：社保从严/从宽下竞争格局演变的两种可能

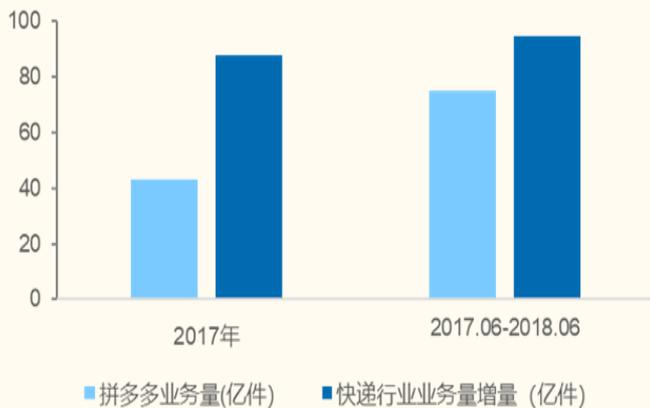
- 行业：业务量增速随基数变大而趋缓，预计 2018~2020 年业务量年复合增速 22%。增量主要来自于以拼多多和微商为主的社交电商，传统电商的购买品类随移动网购渗透率提高而逐渐呈现日常化、高频低价的特点。

图表 43：快递行业业务量增速测算

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
传统电商	30	58	95	150	226	280.00	341.60	406.50	479.67
yoy		93.33%	63.79%	57.89%	50.67%	24.00%	22.00%	19.00%	18.00%
拼多多					2.97	20.76	47.08	70.62	88.27
每订单价格						34	47.6	57.12	68.544
yoy						606%	130%	60%	25%
微商		2.05	7.31	12.13	22.54	30.74	40.65	54.87	71.33
yoy			256.76%	65.94%	85.90%	36.36%	32.22%	35.00%	30.00%
跨境	1.82	2.62	3.3	4.3	6.2	8.3	11.29	15.24	19.81
yoy		43.96%	25.95%	30.30%	44.19%	33.87%	36%	35%	30%
个人		14.00	16.80	20.16	24.19	29.03	34.84	41.80	50.16
yoy			20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
企业		15.20	17.18	20.08	30.93	31.72	36.48	41.95	48.25
yoy			13.06%	16.83%	54.05%	2.57%	15%	15%	15%
快递量合计	57	91.87	139.59	206.66	312.83	400.56	511.93	630.99	757.51
yoy		61.17%	51.95%	48.05%	51.37%	28.04%	27.80%	23.26%	20.05%

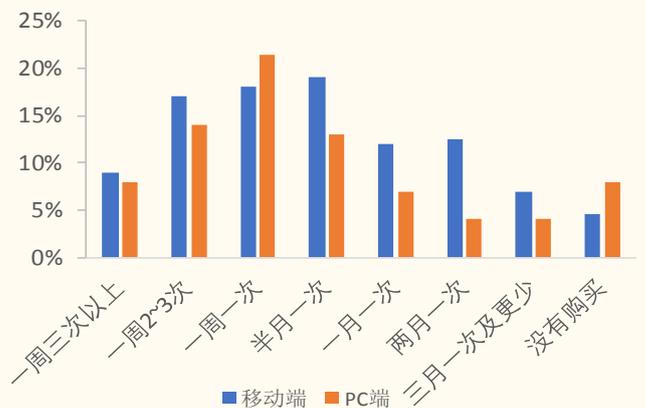
来源：Wind，国金证券研究所

图表 44：拼多多贡献了 2017 年快递行业 50% 的增量



来源：wind，国金证券研究所

图表 45：移动端网购更具高频率的特点



来源：wind，国金证券研究所

可能的演变路径之一：若社保从严缴纳，预计行业洗牌将加速，龙头集中度持续提升，单票价格止跌回升时点或将提前到来。

- 2018 年 7 月，中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《国税地税征管体制改革方案》，方案明确从 2019 年 1 月 1 日起，将基本养老保险费、基本医疗保险费、失业保险费、工伤保险费、生育保险费等各项社会保险费交由税务部门统一征收。

快递是典型的人力密集型行业，若 19 年社保改革严格执行，行业整体将面临较大冲击。我们测算，对加盟制快递公司总部而言，若按照工资总额的 20% 计算养老保险，需要多缴的金额在 0.7~1.5 亿元之间，对 2017 年净利润的影响幅度在 4%~8% 之间。另外，从加盟制快递公司的全网来看，一线快递公司的全网从业人员在 30 万人左右，而末端加盟商的社保缴纳比例远低于上市公司，若末端快递员每月需要补足 5000 元的基数缺口，则全网需要负担 40 亿元左右的社保成本。

图表 46：社保改革对快递企业影响测算

	韵达	圆通	申通	顺丰
2017年五险费用占工资比例	13.6%	15.9%	12.8%	8.9%
17年支付给职工以及为职工支付的现金（亿元）	8.9	19.0	9.5	160.1
理应缴纳的五险费用比例	30%	31%	31%	16%
费改税，企业需补缴比例	18%	15%	18%	7%
若费改税，企业新增费用（亿元）	1.6	2.9	1.7	10.6
2017年利润总额（亿元）	21.5	19.1	19.9	65.0
新增费用占2017年利润总额比例	7.1%	15.2%	8.8%	16.2%

来源：公司公告，国金证券研究所

- 若社保改革严格执行，则顺丰和通达系平均单票价格上涨 0.8 元和 0.4 元，可基本抵消负面影响。然而，另一个问题在于：对于通达系公司而言，是通过涨价覆盖负面冲击还是选择暂不涨价（甚至继续降价），在行业出现利空冲击的情况下，借机扩大市场份额？

我们认为，若社保从严缴纳，则一线快递企业选择暂不涨价的可能性更大。正如我们前文所述，CR8 在今年 5 月份达到 81.4% 之后，提升幅度在边际上明显放缓。电商快递作为规模经济明显的行业，在竞争格局尚未稳定以前，企业对市占率的诉求天然高于对收益的诉求。在寡头垄断的格局之后，龙头往往能够形成较强的议价能力，业绩的驱动因素也会由包裹量增速向盈利表现转换。

我们以 2017 年通达系业务数据为基础，假设各公司业务量情况不变，单票成本不变，测算其单票收入变动的敏感性。结果表明：单票收入每下浮 0.1 元，中通、圆通、韵达、申通、申通的毛利润变动幅度分别为 -12.6%、-25.1%、-17.9%、-17.6%、-107.5%。即若单票收入下降 0.1 元，百世将转盈为亏。

图表 47：单票价格下降 0.1 元，对各大上市快递公司影响测算

	中通	圆通	韵达	申通	百世
2017年业务量(亿件)	62.2	50.6	47.2	39	37.7
2017年快递企业毛利润（亿元）	49.4	20.2	26.5	22.2	3.5
单票收入下降0.1元，毛利变动幅度（亿元）	6.3	5.1	4.7	3.9	3.8
对毛利润影响	-13.1%	-25.1%	-17.9%	-17.8%	-108.5%
单票成本（元）	1.3	1.42	1.38	1.02	1.98
可承受的价格盈亏平衡点（元）	0.796	0.402	0.58	0.54	0.093

来源：公司公告，国金证券研究所

可能的演变路径之二：若保持现有社保政策不变，预计价格战仍为有效的竞争策略，价格战难言结束。

- 从供需两方面分析，需求侧的规模经济、供给侧的技术水平与效率提升以及“包仓”、“包邮”的交易制度，使得价格战成为抢夺市场份额的有效工具。

需求端，网络零售和快递都是规模经济显著的行业，在发展初期，都需要迅速扩大规模，快递价格的下降在其中起到至关重要的撬动作用，走出一

条价格、规模与成本良性循环之路。供给侧，资本投入和管理提升带来降本增效，主要体现在分拣处理、干线运输、末端投递等环节。

此外，包邮制度下，消费者支付的费用包含送货服务，但对送货服务缺乏选择权，致使快递价格向消费者传导的信号失灵。即使愿意为更好的快递服务支付更高的费用，也没有相关途径和方式来实现。包仓制度下，加盟商需要支付给总部的成本从可变成本变成了固定成本，使其必须用更大的规模冲抵这部分固定成本，使加盟商对业务量的诉求远高于对单价的诉求。

(注：“包仓”是指快递公司将在中转和干线运输的处理能力按照固定容量分解给加盟企业，每天按照固定费用直接扣除，而非按照实际件量进行结算。)

因此，价格战的趋缓，尚需：1) 低效产能的进一步出清，市场集中度继续提升，市场由竞争走向竞合；2) 包邮制度得到改善，快递价格可以反映出服务的价值，价格的信号传导作用重新得以发挥。

图表 48：中型规模的加盟商业绩的模拟测算

发货量（万件）	4000
单票价格（元/件）	3.5
收入（万元）	14000
总部价格（元/件）	1.8
快递员揽（元/件）	0.35
派费成本（元/件）	1.4
单票成本（元/件）	0.15
单票毛利（元/件）	0.15
净利润（万元）	400
净利率	2.86%

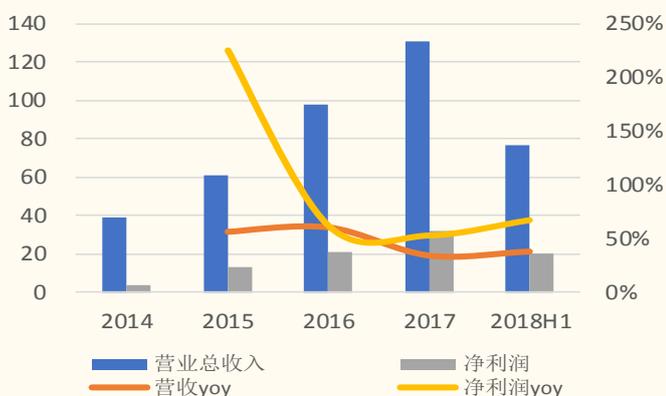
来源：公司公告，国金证券研究所

在变化中寻找当前阶段的关键资源禀赋，重视成本与现金流

成本管控与效率提升仍为当前阶段的竞争之核心，而良好的现金流将构成当前阶段快递企业持续发展的重要支撑。

- 当前：中通和韵达已经基本步入“成本下降—份额提升—规模效应—更低成本”的正向循环中。18Q2,中通的净利润为 14.9 亿元/+108%；非通用准则净利率为 26%，同比提升 1.0pct。2014-2017 年，公司净利润 CAGR 为 94%，远高于 2014-2017 年的营收复合增速 50%。韵达 2014-2017 的净利润复合增速达 64%，同样显著高于营收的复合增速。

图表 49：中通 2014~2018H1 营收与净利润情况



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 50：韵达 2014~2018H1 营收与净利润情况



来源：公司公告，国金证券研究所

- 成本：中通的综合成本优势明显，圆通单票运输成本较高，中通单票操作成本仍有较大下降空间。2018H1 通达系的单票成本从高到低依次是中通、圆通、韵达、中通，低成本的公司拥有更强的降价能力和盈利能力，进而保障业务量增速。目前中通单票成本最高，但与上年同期相比，降幅较大，

表明直营化改造成效已经显现；韵达成本管控能力强劲，单票成本降幅也较快。圆通若考虑直营率对中转成本的影响，则成本应为 1.73 元/票，略逊色于其他 3 家，但考虑到圆通的航空件占比最高，其单票成本存在虚高的可能。

- **毛利：2018H1 三通一达的单票毛利从高到低依次是中通、申通、韵达和圆通，若不考虑派送，则排序为中通、韵达、申通、圆通。**中通的单票毛利稳坐第一把交椅，且在上半年其他 3 家单票毛利出现不同程度下滑时（反映出龙头间竞争的加剧）仍有微升。韵达的单票毛利下降幅度较大，主要是单票收入降幅大于单票成本降幅所致，而单票收入下降主要受包裹轻量化影响。

将三项成本对应到资本开支，则面单成本可以看做是零资本开支，运输成本对应的是车辆投资，而中转成本则对应的是人工操作、场地租金/购地建房以及自动化设备支出，其中人工成本占比最大。

因此，通达系“成本下降-利润提升”的路径为：增加房屋/土地（开支规模大、传导时间长）、自动化设备、车辆（开支规模小、传导时间短）等资本开支—降低单票中转和运输成本—扩大业务量规模—保障面单收入和毛利。

图表 51：通达系公司单票成本与单票毛利对比

	韵达				圆通				申通				中通			
	2015	2016	2017	2018H1	2015	2016	2017	18H1	2015	2016	2017	18H1	2015	2016	2017	18H1
中转自营率	100%	100%	100%	100%	73%	73%	73%	73%	58%	59%	59%	74%	92%	92%	93%	93%
面单成本	0.09	0.04	0.02		0.07	0.03	0.01	0.00	0.11	0.07	0.07	0.07	0.12	0.09	0.14	0
中转成本	1.5	1.43	1.36		1.99	1.84	1.92	1.28	1.38	1.26	1.61	1.32	1.29	1.36	1.26	1.03
其中：运输	0.96	0.95	0.94		1.35	1.25	1.28	0.84	0.84	0.81	0.98	0.72	0.86	0.9	0.83	0.66
其中：中心操作	0.54	0.48	0.42		0.64	0.59	0.64	0.44	0.54	0.46	0.64	0.6	0.44	0.47	0.42	0.37
快递成本(除派送/补贴)	1.59	1.47	1.38	1.21	2.06	1.87	1.93	1.28	1.49	1.33	1.68	1.39	1.41	1.45	1.4	1.03
面单毛利	0.84	0.87	0.71		0.84	0.81	0.86		0.62	0.59	0.64	0.64	-0.02	0.05	0.05	
中转毛利	-0.14	-0.22	-0.15		0.40	0.31	0.50		-0.15	-0.03	-0.14	0.20	0.78	0.75	0.65	
派送或特许经营	0.01	0.01	0.00	0.00	0.01	0.02	0.03	0.03	-0.05	0.02	0.03	0.1				
快递毛利小计	0.71	0.66	0.56	0.53	0.45	0.52	0.39	0.40	0.42	0.58	0.53	0.54	0.76	0.8	0.7	0.79
不考虑自营率																
快递毛利小计	0.71	0.66	0.56		0.45	0.46	0.39		0.48	0.59	0.59		0.7	0.74	0.66	
其他业务毛利	0.03	0.06	0.05		0.1	0.05	0.08		0.03	0.01	0.01		0.01	0.03	0.04	
总毛利	0.74	0.71	0.61		0.55	0.51	0.47		0.51	0.6	0.6					
三费	0.35	0.21	0.16	0.14	0.21	0.12	0.13	0.18	0.11	0.09	0.08	0.07	0.2	0.15	0.11	0.19
销售费用	0.05	0.05	0.03	0.03	0.02	0.02	0.01	0.01	0.03	0.02	0.02	0.02				
管理费用	0.3	0.16	0.13	0.12	0.19	0.1	0.12	0.18	0.09	0.07	0.08	0.07				
财务费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.01	0.00	0.02	0.03				
净利	0.25	0.37	0.34	0.33	0.24	0.31	0.28	0.28	0.30	0.39	0.38	0.42	0.45	0.46	0.51	0.55

来源：公司公告，国金证券研究所

未来，各上市快递企业的成本将如何变动？

- **预计中通和韵达的成本下降幅度会收窄，但享有更大的成本-利润弹性。**由于目前各大公司的电子化面单的比例已经接近 90%以上，成本部分可以近似看成为 0，而由于面单采取按件收费的方式，即面单毛利与业务量成正相关，规模更大的中通和韵达享有更大的成本-利润弹性。我们认为，未来中通和韵达的成本下降幅度将放缓，但得益于业务量规模大且增速快的优势，仍可继续获得稳健的业绩增长动力。

申通此前在车辆上的资本开支投入较多，而在自动化设备和土地/房屋方面的投入都较少。今年以来，公司陆续收购了多处转运中心，预计直营率已达 90%以上，打开了未来的成本下降空间。

圆通近两年以来，将资本开支的重点投向了土地、转运中心建设等，而在自动化设备和车辆等方面的投入均较少，而这也正是圆通眼下的当务之急。自动化设备理论上可降低单票中转成本 0.1 元左右，对应圆通 2018H1 单票毛利的影响为 25%。圆通 2017 年的人力成本在 18 亿元左右，假设全部转运中心使用自动化分拣设备，保守估计可以节省至少 40% 的人力成本，即 7.2 亿元。一台设备大约 1500 万一台，64 个自营转运中心，按 5 年计提折旧，则每年折旧费用 1.92 亿元，每年可以节省成本 5.2 亿元，单票中转成本降低至少 0.1 元。

现金流将成为保证快递企业持续发展之重要支撑。

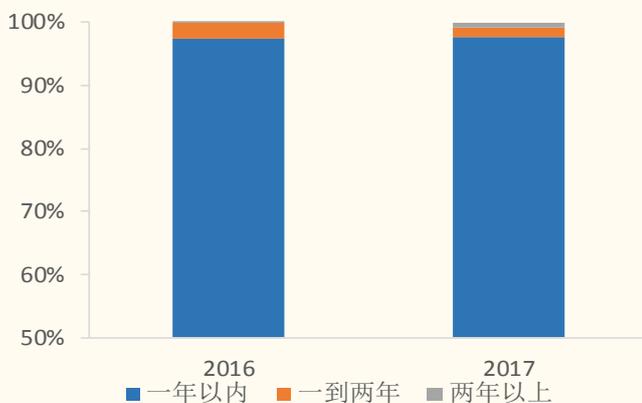
- 行业的发展阶段（增速或将放缓）、竞争格局（第一轮分层即将结束）以及投资者风险偏好的降低会导致对现金流量表的关注度持续提升。低风险偏好下，因为会计准则中应计制、折旧摊销等因素影响造成的净利润与投资者所能够获得的实际利益之间的扭曲，投资者对业绩的认知将突破利润表的下限，表现为对现金流的高度重视，并通过衡量自由现金流的质量转化为对企业价值的认知。

经营性现金流：直营制顺丰产业链地位高，资源壁垒高，议价能力强；加盟制快递企业中，韵达营运资金相对宽裕，对加盟商的议价能力好，可根据市场竞争环境灵活调整资金周转节奏。

- 总体而言，直营制快递公司的资产重但高壁垒，稀缺性强，因此高利润率；加盟制快递公司资产相对轻，但对加盟商的议价能力较强，因此预收和应付款项多。

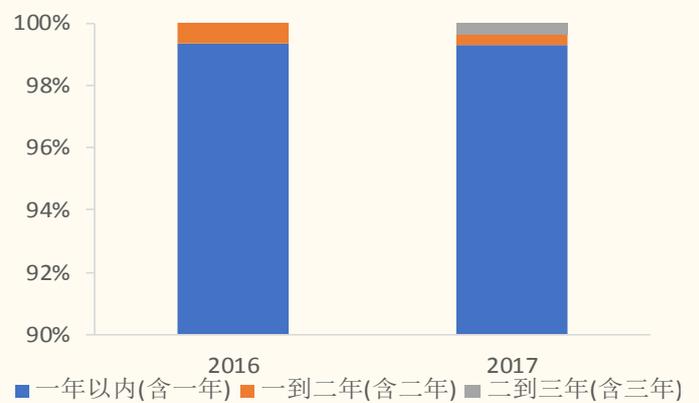
直营制快递公司的经营性现金流流动路径：直营制快递公司需要租赁房产（转运中心）、油卡（运输车辆）等，由此形成预付账款；针对 B 端客户一般会视其规模和信用程度等要素给予一定的账期，从而构成相应的应收账款，而由于客户集中度不高，且单票业务价格低、货值远高于快递费用，消费者容易形成品牌忠诚度，且越是对公的业务，忠诚度越高。

图表 52：顺丰控股预付账款账龄结构



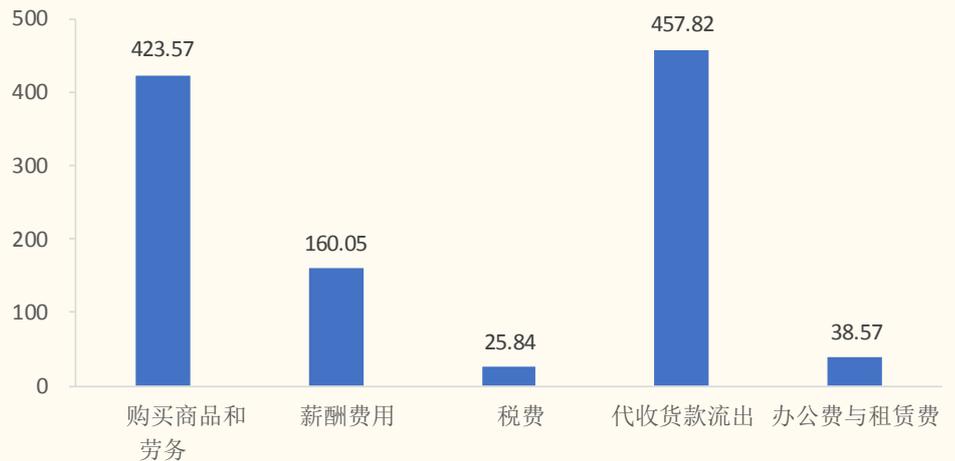
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 53：顺丰控股应收账款账龄结构



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 54：顺丰控股采购商品和劳务是现金流流出的主要部分（2017 年）



来源：公司公告，国金证券研究所

注：代收货款流出是顺丰为客户提供的增值服务

■ 加盟制快递公司的经营性现金流流动路径：

经营性现金流的流入路径：加盟制快递公司由加盟商负责揽件，加盟商的揽件能力决定全网的业务量和单件收入，快递公司针对信用度不同的客户施以不同的信用周期，快递公司的经营策略（针对大客户 or 小 B 商户）以及加盟商的规模大小决定快递公司应收账款的规模和回收期限。一般而言，总部公司与加盟商之间主要采取预存款的模式进行结算，对于经营状况和信用状况良好的加盟网点则给予一定的信用政策。

经营性现金流的流出路径：与直营制快递公司不同，加盟制快递公司通过收取“面单费”平衡对加盟商的掌控，以此形成加盟快递公司的预收款项科目。加盟制快递公司预付账款数额的大小，则视快递公司的资产轻重而产生差异，资产相对较重的中通和韵达的预付账款主要流出方向为预付房租（转运中心）、油卡（运输车辆）等。此外，在加盟制快递企业运营过程中，其外包车辆的运费及其押金余额、仓储服务等费用构成应付账款的主要部分。

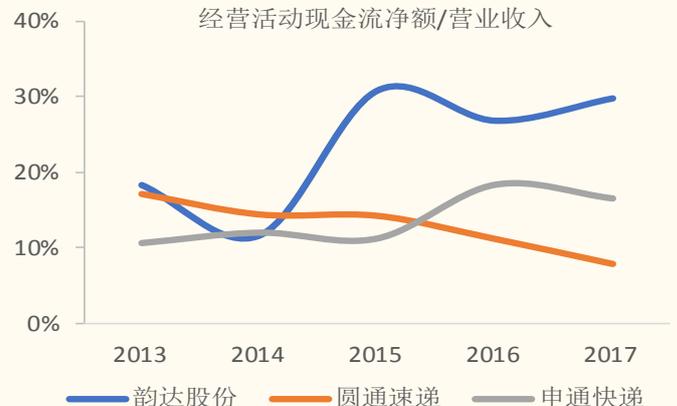
横向对比，韵达的经营性现金流具备相对优势，营运资金相对宽裕，并持续通过内生的现金扩充产能，成为其产能优化和扩张的最重要来源。这与其小加盟商的管理体制有关，使其对加盟商的议价能力好，可根据市场竞争环境灵活调整资金周转节奏。

图表 55：通达系单件经营性现金流净额对比（元/件）



来源：wind, 国金证券研究所

图表 56：韵达的营业收入向现金流转化的能力较强



来源：wind, 国金证券研究所

图表 57：通达系预收账款周转天数对比



来源：wind, 国金证券研究所

图表 58：通达系应收账款周转天数对比



来源：wind, 国金证券研究所

注：圆通 2017 年主要受到并表先达国际的影响

投资性现金流：对 ROIC 的边际效应为正，顺丰和韵达增加投资活动现金对 ROIC 提升作用更明显。

- 产业链位置与行业格局、资源能力禀赋与竞争优势、企业商业模式与生命周期共同决定企业投资活动现金流。其中商业模式和生命周期对投资现金流影响最大。对快递企业而言，需要通过持续的资本投入构筑庞大的网络并形成高昂的进入壁垒。即使是初期以加盟制模式起家的电商快递企业，上市以来资产也纷纷“由轻变重”，降低中长期成本。

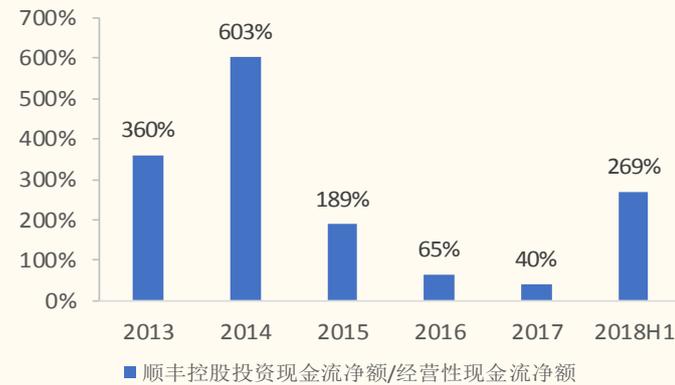
图表 59：主要快递企业当前处于资本开支的高峰阶段



来源：公司公告, 国金证券研究所

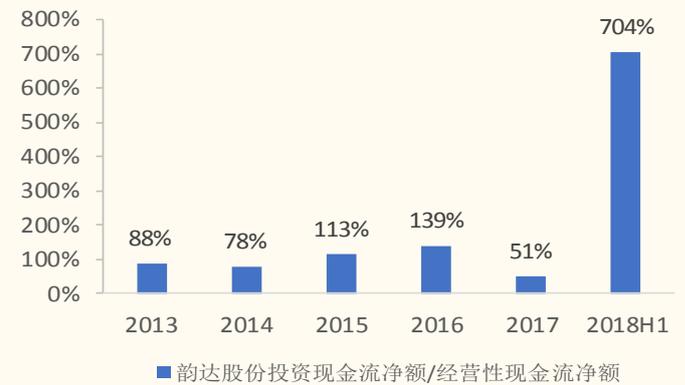
- 主要快递企业仍需要经营性以外的现金流满足公司发展。分析各快递公司经营活动现金流对投资活动现金支出的覆盖程度，结果表明：行业目前整体处于通过资本开支构筑竞争壁垒阶段，主要快递公司经营性现金流净额并不能满足投资活动现金流出，因此需要经营性以外现金流满足公司发展。其中，圆通高举高打，投资活动现金流超过经营活动现金流较多；韵达较为稳健，投资活动现金净流出基本靠经营活动现金流支持；申通 2017 年之前投资活动现金流出较少，近年来明显加速。

图表 60: 顺丰处于高投资增长期, 投资现金流大于经营现金流



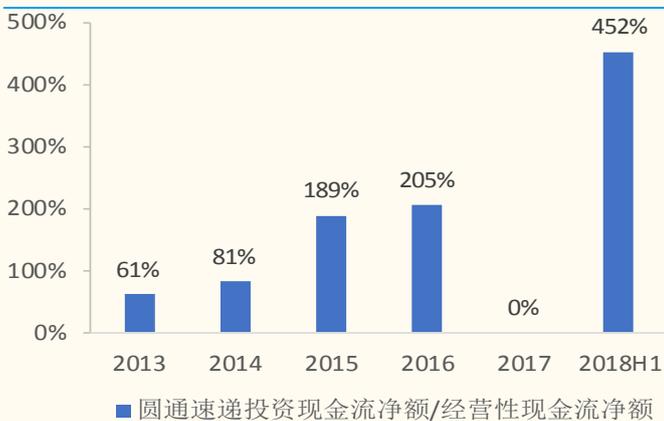
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 61: 韵达经营性现金流可基本覆盖投资性现金流



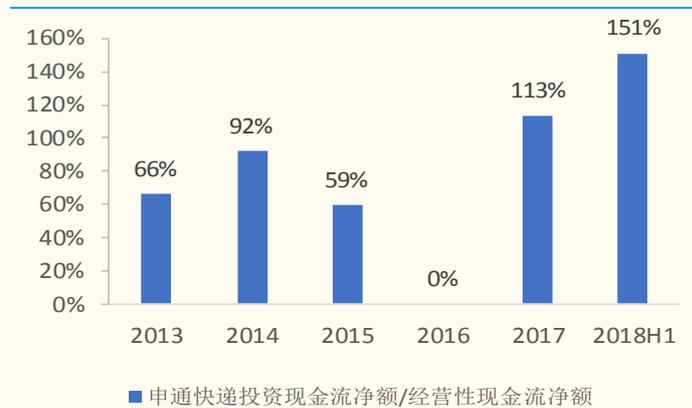
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 62: 圆通投资活动现金流明显超过经营活动现金流较多



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 63: 中通经营性现金流可基本覆盖投资性现金流



来源: 公司公告, 国金证券研究所

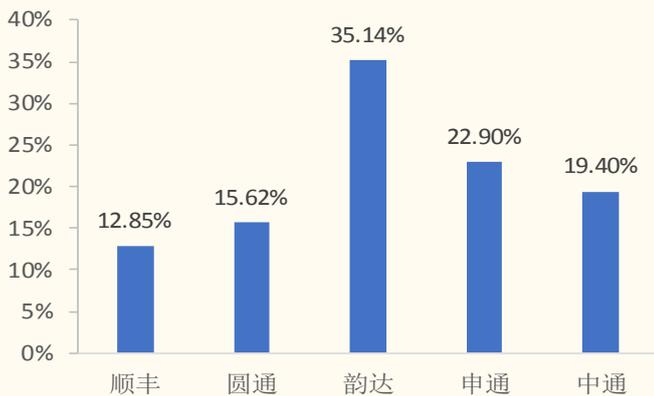
注: 2017年, 圆通投资活动产生的现金流净额为正, 为求可比, 将其剔除。

注: 2016年, 中通投资活动产生的现金流净额为正, 为求可比, 将其剔除。

投资回报率如何, 投资是否具有边际上的正效用?

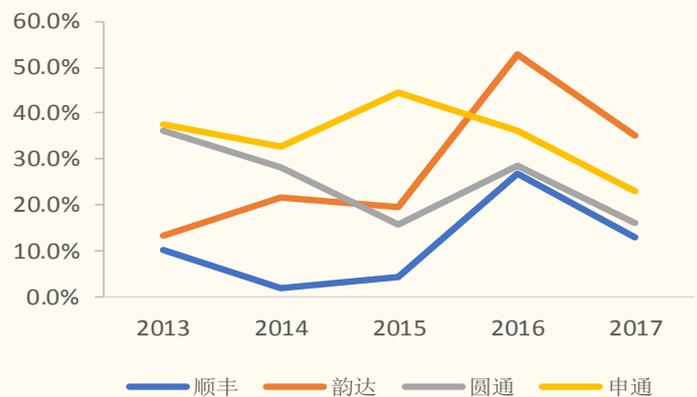
- 行业 ROIC 整体趋势向上, 顺丰因其模式最重, ROIC 较低但含金量更高。从截面数据及时间序列维度分别考察行业主要标的 ROIC 情况, 我们发现: 横向比较各快递公司的 ROIC, 韵达和申通水平居前, 顺丰因其资产较重, ROIC 较低但含金量更高。时间序列分析电商快递企业 ROIC 水平, 主要标的 ROIC 水平趋势向上。

图表 64：快递企业 ROIC 情况



来源：wind, 国金证券研究所

图表 65：上市快递企业 ROIC 整体趋势向上

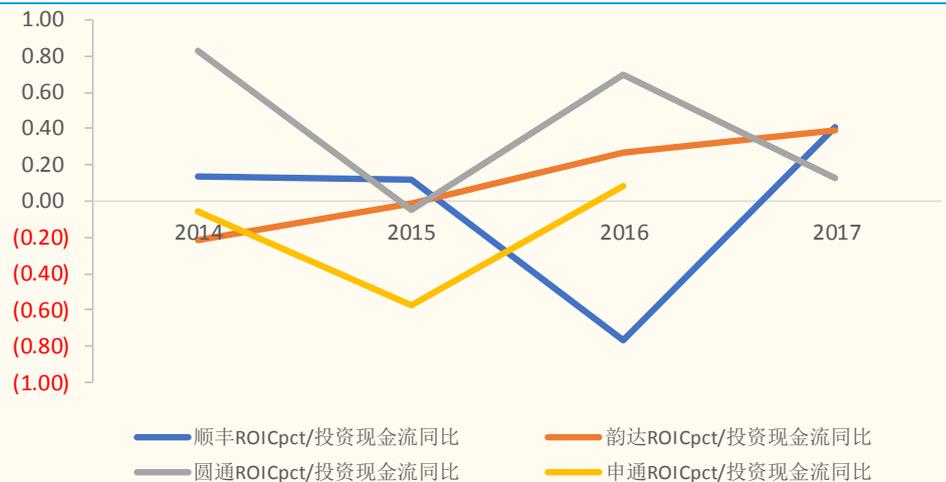


来源：wind, 国金证券研究所

- 投资现金流对 ROIC 的边际效应为正，顺丰和韵达增加投资活动现金流对 ROIC 提升作用更明显。我们测算了 ROIC 变动百分比与投资活动现金流同比百分比的比值，来度量投资活动现金流每增加 1%，对 ROIC 的边际影响（提升百分点情况）。

结果表明：整体而言，上市快递企业的投资活动现金流对 ROIC 具有正的边际效用，其中圆通投资活动现金流每增加 1%，最高可带来 0.7pct 的 ROIC 提升；顺丰和韵达最高则可带来 0.40pct 和 0.39 的 ROIC 提升。

图表 66：整体而言，上市快递企业投资现金流对 ROIC 的边际效应为正



来源：Wind, 国金证券研究所

筹资性现金流：韵达、圆通在手现金相对充裕，行业整体融资成本合理。

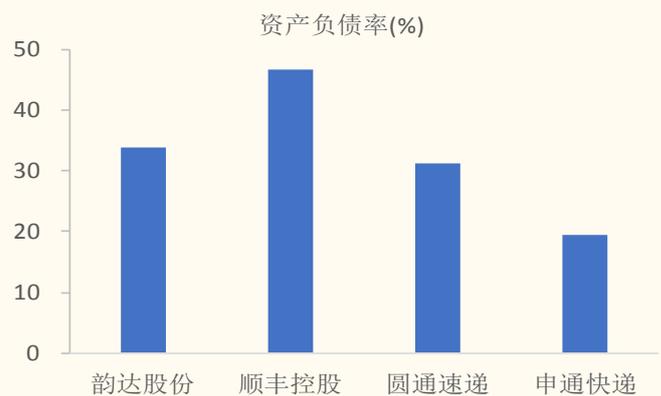
- 从筹资性现金流的绝对值看，韵达和申通近两年的筹资活动现金净流入不高，投资活动现金净流出基本可以依靠经营活动现金流来支持。资产负债情况看，在韵达和圆通相继完成定增和发行可转债之后，在手现金均较为充裕；申通资产负债率居于最低水平，未来或存在一定的融资需求。

图表 67：通达系筹资性现金流绝对值情况对比



来源: wind, 国金证券研究所

图表 68：申通资产负债率居于行业最低水平



来源: Wind, 国金证券研究所

- **融资成本有多高?** 我们采用公司的财务费用/有息负债的方式测算实际利率, 结果表明: 主要快递企业的融资成本在 2.5%~5% 之间, 整体融资成本并不高, 或源于快递企业现金流状况良好, 且普遍为信用状况良好的企业, 说明民企身份并不使其存在显著的信贷歧视。

图表 69：上市快递企业融资成本整体水平并不高

	顺丰		圆通		韵达		申通	
	2016	2017	2016	2017	2016	2017	2016	2017
利息费用 (亿元)	3.97	4.64	0.005	0.13	0.025	0.000	0.117	0.013
短期借款 (亿元)	54.66	46.19		6.57			2.00	0.05
一年内到期的非流动负债 (亿元)	13.16	27.88		0.01				
长期借款 (亿元)	47.61	23.45						
应付债券 (亿元)		5.29						
长期应付款 (亿元)	0.27	0.21	0.13	0.38				
应付账款 (亿元)	52.59	69.05	15.37	20.53	14.72	18.05	6.01	8.06
其他应付款 (亿元)	34.86	32.56	3.54	5.12	6.85	10.95	1.35	1.50
假设 应付账款+其他应付款的10%为有息负债时, 有息负债合计数 (亿元)	143.36	150.70	2.49	11.17	2.17	3.26	2.36	0.70
对应实际利率水平	2.77%	3.08%	0.21%	1.16%	1.18%	0.00%	4.96%	1.88%
假设 应付账款+其他应付款的20%为有息负债时, 有息负债合计数 (亿元)	175.46	178.78	16.41	28.71	16.29	20.44	8.48	8.61
对应实际利率水平	2.26%	2.60%	0.03%	0.45%	0.16%	0.00%	1.38%	0.15%

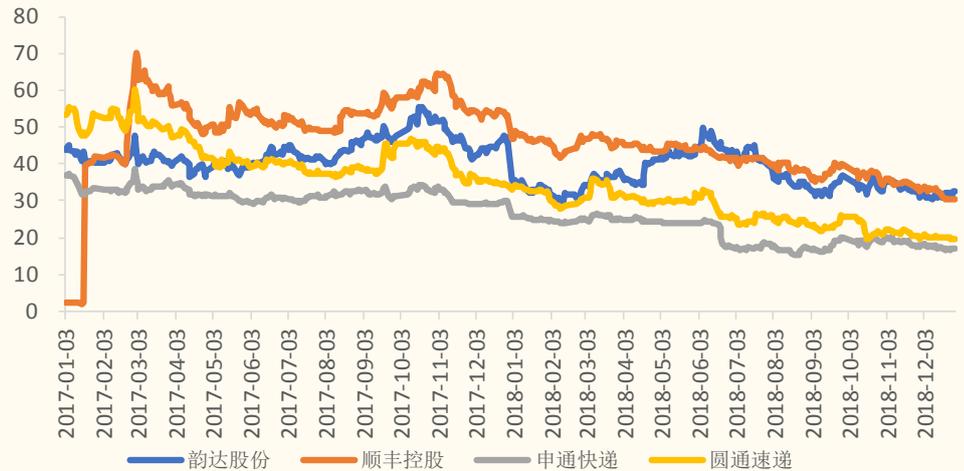
来源: 公司公告, 国金证券研究所

注: 由于应付账款和其他应付款中有息负债占比为假设, 企业实际利率水平或略有差异。

投资建议

- 社零增速放缓或将影响 2019 年行业业务量增速, 价格战仍是提升市场份额的有效办法。目前, 国家政策导向“确保社保现有征收政策稳定”, 但具体执行力度仍需观察。行业面临诸多不确定性因素, 而成本的有效管控和效率的提升仍是快递企业当前阶段的重要竞争优势, 现金流将成为保证快递企业持续发展之重要支撑。推荐综合物流业务发展顺利, 具备高客户忠诚度的**顺丰控股**、兼具管理优势与成本优势的**中通快递**以及业务量增速持续领跑、信息化管理和自动化设备投入方面走在行业前列的**韵达股份**, 关注**申通快递**和**圆通速递**经营层面改善带来的预期差。

图表 70：上市快递公司估值对比



来源：Wind，国金证券研究所

图表 71：重点快递公司估值表

	股价	EPS				PE			评级
		17A	18E	19E	20E	18E	19E	20E	
申通快递	16.45	0.97	1.20	1.45	1.79	14	11	9	买入
圆通速递	10.00	0.51	0.67	0.83	1.01	15	12	10	买入
顺丰控股	32.75	1.12	1.24	1.51	1.83	26	22	18	买入
韵达股份	30.30	1.31	1.65	2.17	2.96	18	14	10	买入
中通快递	16.00	4.05	5.56	7.56	9.73	27	20	15	买入

*股价为2018年12月28日收盘价 股价单位为交易所所在地货币

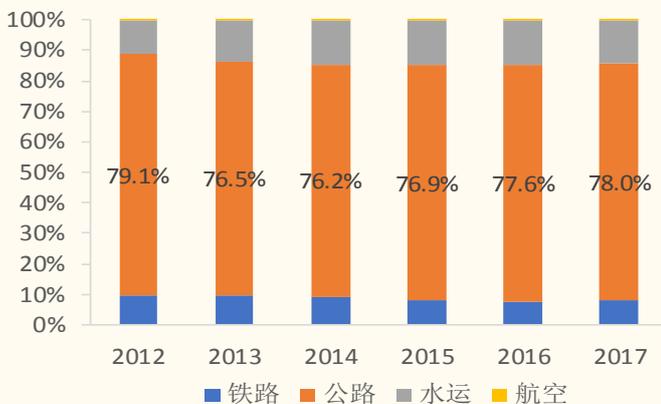
来源：Wind，国金证券研究所

高速公路：区位决定长期 ROE，再投资能力再分化

高速公路车流量数据优于行业整体，具备稳定性

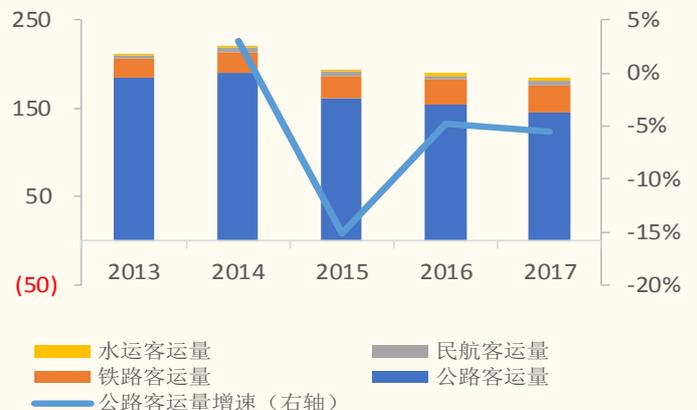
- 目前，公路运输仍在我国的交通运输体系中占据主导地位，2017 年承担了国内约 78% 的货物运输和 81% 的旅客运输量。受宏观经济放缓、高速铁路网连通、航空出行提升等因素影响，2012~2015 年国内公路货运量增速持续下降，16~17 年增速有所回升；随着铁路网络的扩大以及高铁的投运，2014 年开始公路客运量出现明显下降，虽然到 2016 年公路客运量仍占据主导地位，但 2015 年以来铁路客运周转量已完成对公路的反超。

图表 72：2012-2017 我国货物运输量细分市场结构图



来源：wind，国金证券研究所

图表 73：2012-2017 我国客运运输情况细分市场结构图



来源：wind，国金证券研究所

- 客车流量较货车整体表现更为稳健。2018年1-11月，公路旅客周转量8593.39亿人公里，同比-5.1%，较去年同期放缓0.5pct；货运周转量6.46万亿吨公里，同比增长6.7%，较去年同期放缓2.8pct。

图表 74：货运周转量增速有所放缓



来源：wind，国金证券研究所

图表 75：客运周转量增速整体保持稳健



来源：wind，国金证券研究所

高速公路车流量数据明显优于行业整体。2018年1-8月，高速公路客车流量4.76亿辆次，同比增长9.3%；货车流量14.24亿辆次，同比增长9.6%。同期，公路客运和货运累计同比分别为-7.5%和7.5%。我们认为，原因在于：1)“十一五”和“十二五”期间大规模的公路建设，分流效应逐步显现；2)2001年以来“计重收费”的方式和“公路治超”的政策，致使货车车流量占高速公路车流量比重降低，而小型车随经济周期波动较小。

图表 76：公路货运周转量同比增速与 GDP 增长



来源：wind，国金证券研究所

图表 77：小型车通行量受经济影响较弱（宁沪高速）



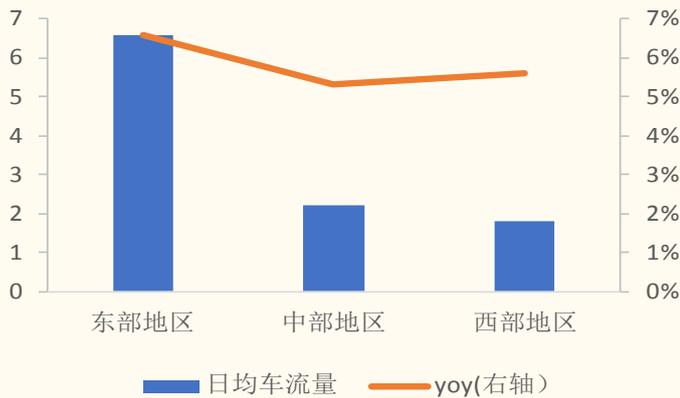
来源：wind，国金证券研究所

驱动因素：区位优势是核心，中西部地区高速路产的社会资本边际效率低

- 目前而言，整个高速公路行业已经步入平稳增长长期，未来主要的业绩驱动因素在于宏观经济增长带来的公路货运需求及商务交往需求和居民收入水平提高带来的出行需求。

区位上的优势，使得沿海地区的 GDP 和汽车保有量增速推动公路货运和客运车流量的稳定增长。我们认为，中国经济发展在地区间的不均衡性将会维持下去，而世界经济发展史也证明，崛起的区域总是集中在极小的地理范围内，从而使生产要素获得最佳配置。

图表 78：东部地区车流量数据表现更好



来源：wind，国金证券研究所

图表 79：居民人均出行次数与 GDP 的偏相关性分析

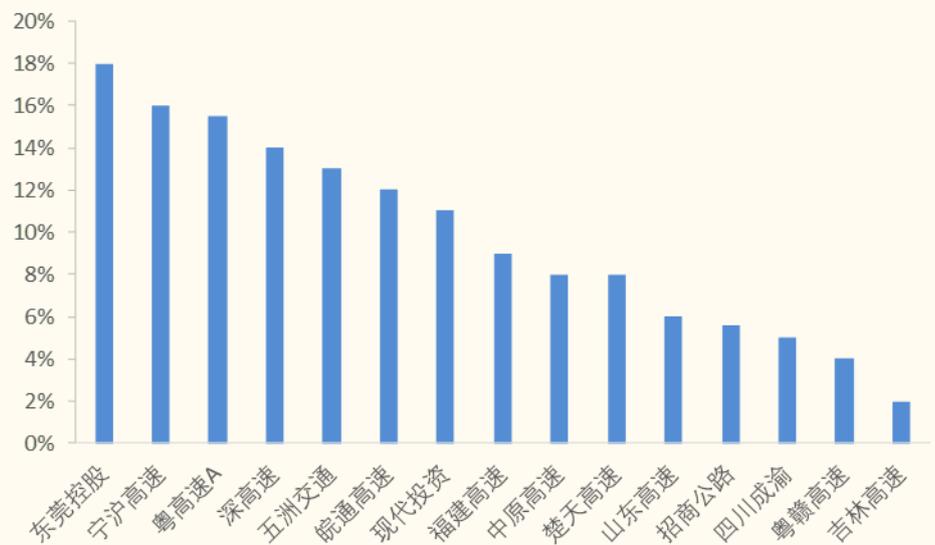
相关性			
		人均出行次数	GDP (亿元)
人均出行次数	Pearson相关性	1	0.994
	显著性 (双侧)	0	0.01
	N	23	23
GDP (亿元)	Pearson相关性	0.994	1
	显著性 (双侧)	0	0.01
	N	23	23

来源：《居民出行人数和出行距离与经济社会发展的相关性分析》，国金证券研究所

注：①选取数据为中国 1990-2014 年的客运量。旅客周转率、人口数间接得出出行次数；②当相关系数为 0.8-1 时，二者具备高度相关性。

- **区位优势，决定高速公路资产长期回报率。**剔除非公路资产后，各上市高速公路公司的 ROE 水平分化明显，珠三角和长三角地区的 ROE 水平大约高出内陆地区 4~5 个百分点。

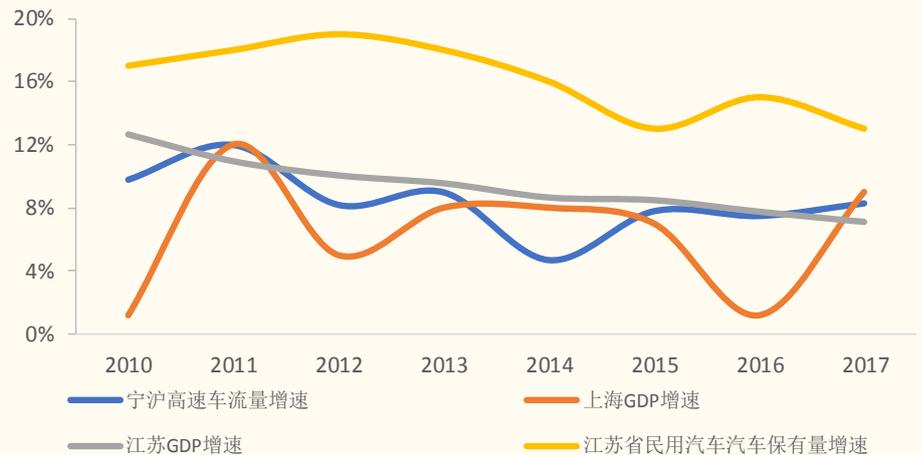
图表 80：上市高速公路的 ROE 水平对比 (2017 年，剔除非公路资产)



来源：wind，国金证券研究所

- 以宁沪高速为例，17 年南京和上海汽车保有量分别同比增长 16.4% 和 11.8%，沿线城市保有量也保持两位数的增速，拉动公司高速车流量全年实现 8.34% 的增速。历史上看，宁沪高速车流量增速与 GDP 增速弹性集中于 0.6-0.8 之间，经济的稳步增长驱动车流量和收入保持同步增长。

图表 81：周边省市经济的稳步增长驱动宁沪高速车流量稳定增长



来源：Wind，国金证券研究所

政策如何影响高速公路运营模式

■ 政策背景：高负债修路，资金压力大，盈利状况不容乐观。

高负债修路，资金压力显现。2013~2017年，全国固定资产投资年均复合增长 9.48%，其中公路建设投资年均复合增长 11.50%，高速公路建设投资年均复合增长 6.13%。截至 2017 年底，全国高速公路建设累计投资额 7.63 万亿元，较上年底增长 9.6%，其中政府还贷高速公路累计建设总额 3.80 万亿元，较上年底增加 3,868 亿元；经营性高速公路累计建设总额 3.83 万亿元，较上年底增加 2,915.7 亿元。

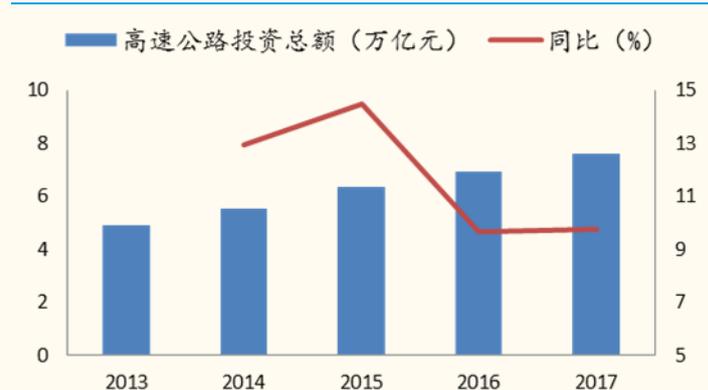
在“贷款修路、收费还贷”模式下，这些投资都转变为高额负债。2017 年，在累计建设投资总额中，累计资本金投入 2.56 万亿元，资本金比例 31.1%；累计债务性资金投入 5.67 万亿元，债务性资金比例 68.9%。即高速公路行业 70% 左右的建设资金来自银行贷款，多数省份高速公路投资主体资产负债率超过了 60%。

图表 82：2013-2017 年累计债务投资总额占收费公路累计建设投资总额的 69%



来源：wind，国金证券研究所

图表 83：全国收费高速公路建设投资总额及增速



来源：wind，国金证券研究所

■ 盈利状况不容乐观。2017 年，收费公路付的利息占路费收入 49%，还本付息金额占收入的 145%，仅考虑还本付息收支缺口达 45%。经营性高速公路经营质量通常优于政府还贷高速公路，但仍旧不容乐观。2017 年，政府还贷公路通行费收入 2004.4 亿元，占收费公路通行费收入总额的 39.1%，净增 193.7 亿元，增长 10.7%；经营性公路通行费收入 3125.8 亿元，占收费公路通行费收入总额的 60.9%，净增 388.0 亿元，增长 14.2%。建设成本、常规和阶段性维护以及庞大的财务费用致使成本增速高于收入增速。

图表 84：我国政府还贷公路收支情况（亿元）



来源：wind，国金证券研究所

图表 85：我国经营性公路收支情况（亿元）



来源：wind，国金证券研究所

■ 政策导向：限制规模、保障合理回报。

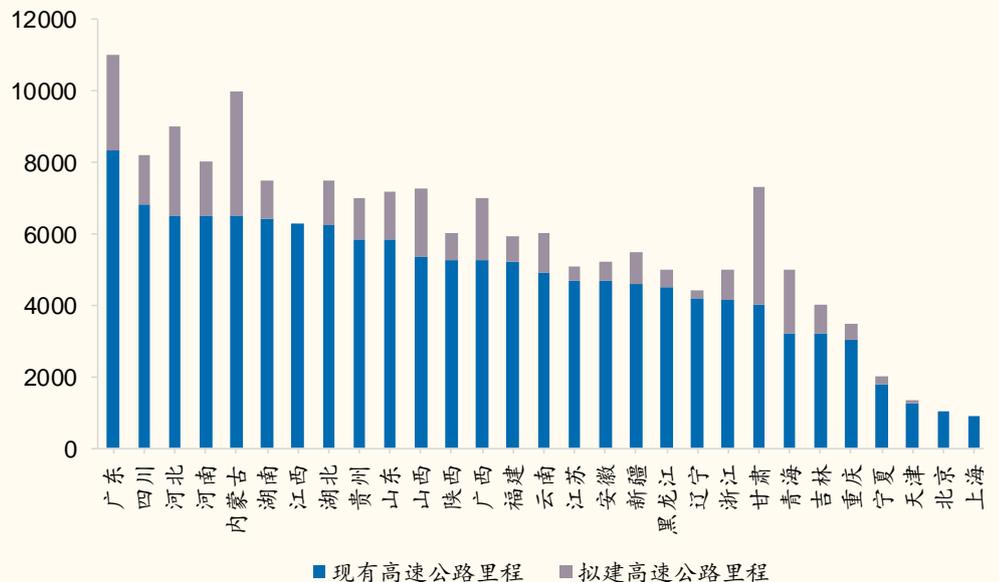
未来是否仍会见证大规模路产建设？

截至 2017 年底我国高速公路总里程为 13.87 万公里，较 2016 年增加 0.77 万公里。2017 年 2 月，交通运输部发布了《关于印发“十三五”现代综合交通运输体系发展规划》，根据规划，到 2020 年，国家高速公路网基本建成，总里程达到 15 万公里，基本覆盖城区常住人口 20 万以上的城市。

根据我们对各省市“十三五”拟建高速公路的统计情况，预计 18-20 年各省总的规划建设规模超过 3.38 万公里，高于交通部规划里程 1.13 万公里，年均复合增长率为 7.51%。

但新修订稿草案强调提高收费公路建造门槛、严控规模，对财政压力大、通行费收入难以覆盖债务利息和养护管理支出需求的省份而言，高速公路投资额和规模难言高增长。因此，实际增长情况应小于这一比率。

图表 86：各省市“十三五”拟建高速公路的情况



来源：交通运输部，国金证券研究所

- 由于各省份未单独披露利息支出的比例，我们以全国高速公路支出中利息支出的占比（27%），测算全国主要的省/直辖市的通行费收入覆盖利息和养护支出情况，结果表明：2017 年，仅青海省的通行费未能覆盖其养护支出和利息支出的合计数，而甘肃、黑龙江、天津等地通行费覆盖其养护支出和利息支出后，单公里余额小于 20 万元。

考虑到：1) 条例中未明确说明利息是财务费用还是实际支出的费用；2) 各省份利息支出占总支出的比例不一；3) 中西部地区路产的养护成本将随道路步入成熟期，增速或将提升，实际被限制新建路产规模的省份应高于我们的测算。

图表 87：单位通行费扣除养护支出和利息支出后余额小于 100 万元的省份测算

	高速公路通车里程 (公里)	通行费收入 (亿)	单公里通行费收入	养护支出 (亿)	单公里养护支出 (万)	年高速公路支出总计 (亿元)	单公里支出 (万)	预计利息支出	单位通行费扣除养护支出和利息支出余额
云南	4920.0	159.0	323.2	10.1	20.6	333.0	676.8	203.0	99.5
新疆	4578.0	74.0	161.6	6.0	13.1	77.0	168.2	50.5	98.1
辽宁	4212.0	121.0	287.3	17.2	40.8	210.0	498.6	149.6	96.9
河南	6522.0	303.0	464.6	16.0	24.5	799.0	1225.1	367.5	72.6
贵州	5833.0	172.0	294.9	13.4	23.0	389.0	666.9	200.1	71.8
吉林	3218.0	53.0	164.7	8.3	25.9	73.0	226.8	68.1	70.7
宁夏	1768.0	24.0	135.7	3.7	21.2	27.0	152.7	45.8	68.8
山西	5334.0	212.0	397.5	24.9	46.6	506.0	948.6	284.6	66.3
陕西	5279.0	141.0	267.1	20.3	38.5	306.0	579.7	173.9	54.7
甘肃	4014.0	74.0	184.4	16.8	41.9	171.0	426.0	127.8	14.7
黑龙江	4512.0	52.0	115.2	11.0	24.4	118.0	261.5	78.5	12.4
天津	1248.0	65.0	520.8	5.7	46.0	196.0	1570.5	471.2	3.7
青海	3223.0	19.0	59.0	3.8	11.6	69.0	214.1	64.2	-16.9

来源：wind，国金证券研究所

注：由于单个省份未将还本和付息部分分拆列示，我们以全国高速公路支出中利息支出的占比（27%）为测算假设。

政策明确保障社会资本合理回报，将如何影响上市公司行为？

- 除建设规模外，新修订草案在收费期限、费率、补偿机制等方面，做出一定调整，主要体现为：①**收费年限**：政府公路偿债年限可突破此前的 15 年（特殊地区 20 年）的限制；经营性高速公路到期后需由政府无偿收回，但改扩建可延长收费，新增路产可突破 30 年限制。②**费率**：收费标准差异化。新增加“收费公路可以根据车辆类型、通行路段、通行时段、支付方式、路况水平、服务质量、交通流量等因素实行差异化收费”的表述。③**补偿机制**：新增加“基于公共利益需要，政府政策给经营性公路造成损失的，应当通过延长经营期限、给予财政补贴等方式予以补偿”的表述。

A 股主要上市公司加权剩余收费年限约在 9~18 年之间，到期后由政府无偿收回。2018 年 11 月，深高速旗下南光、盐排、盐坝三条高速路产由深圳交委提前收回。对收费年限尚未到期的路产而言，回购是否带来股东价值的增厚，应当取决于收购价格和路产贴现价值的差异，以及新增投资收益的再投资回报。对比而言，对于到期应被收回的存量路产，上市公司需要在改扩建（从而拉长资产久期）和新建路产之间进行权衡。

但新建路产的造价成本不断上升，ROE 超过存量路产的可能性较小。2017 年，全国收费公路单公里造价为 5029 万元/公里，同比提升 13.4%，考虑到新建路产建设难度高、桥隧比上升、人工费用上升等原因，施工成本不断增加，道路修建可能带来的拆迁成本也不断提高，单公里造价成本呈上升趋势。预计未来单公里造价成本仍将呈上升趋势。收入端，目前我国高速公路基础干线基本建设完毕，新增路产主要为满足道路加密需求，投资回报超过存量路产的难度较大。

预计上市公司改扩建存量路产，或通过 PPP 等投融资模式，降低造价成本，提升新增路产回报是可行之道。

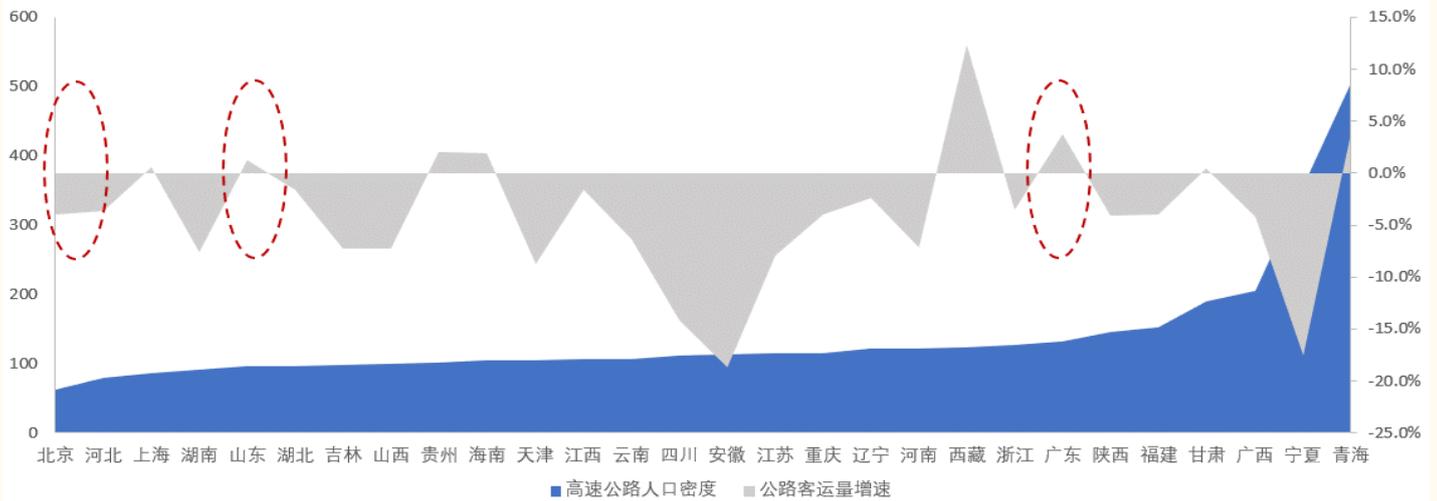
新增路产空间在哪里，是否会导致投资回报率下降？

- 东部沿海地区新路投放仍有空间，回报率仍有吸引力。我们认为，新路投放空间，应当同时具备运量基数大且增速快、人均覆盖密度低等条件，若同时存在降低造价成本的可能，则有望带来较大超预期空间。

我们以各大省份的高速公路的人均覆盖密度作为供给端指标，以客运量增速作为需求端指标，结果表明：京津冀、山东、浙江、广东等省份基本符合上述标准，仍存在路网加密空间。

此外，深圳市政府在探索路产建设的投融资模式上亦有较大突破。深高速的沿江、外环项目的总投资额预计分别为 167 亿元和 206 亿元，深高速实际出资分别为 64 亿元和 65 亿元，在新建路产的造价成本不断攀升的背景下，投资回报的确定性更大。

图表 88：京津冀、山东、浙江、广东等省份存在路网加密空间



来源：wind，国金证券研究所

图表 89：深高速外环高速项目 DCF 测算

外环项目	2018	2019	2020	2025	2030	2035	2040	2044	测算结果	
日均车流量 (辆/日)			34900	62549.59	86901.55	108808.3	124902.2	131260.6	现值	2254
yoy				10%	6%	4%	2%	1%	净现金	231
单车收入			40	42.88	43.31	42.02	39.96	38.39	股东权益价值	2485
yoy				1%	0%	-1%	-1%	-1%	每股价值	1.14
收入(百万)			509.5	978.9	1373.6	1668.8	1821.8	1839.1	投资回报率	8.40%
yoy				11.1%	6.0%	3.0%	1.0%	0.0%		
成本			323.8	504.0	609.3	685.9	778.3	844.2		
毛利			185.7	475.0	764.3	982.9	1043.5	994.8		
净利润	-210.8	-201.8	-69.5	210.7	474.9	687.1	728.0	690.9		
净利率			-14%	22%	35%	41%	40%	38%		
EBIT	0.0	0.0	165.35	435.79	709.39	916.12	970.63	921.26		
资本开支	-1,284	-2,052	-1,397	-31	-31	-31	-31	-31		
自由现金流	-1284.0	-2052.0	-1046.0	613.8	876.8	1091.7	1202.0	1228.3		

来源：公司公告，国金证券研究所

以“降低实体经济物流成本”为目的的降费，对上市公司影响几何？

- “降费”执行空间并不大，且对上市公司利润几乎无影响。高速公路“控规模”的政策执行力度仍需观察，还本付息的压力仍大，不断增加的养护费用，都使得“降费”的政策执行空间大打折扣。但舆论的压力、国家“提高运输效率，降低实体经济物流成本”的政策导向，又使得提高收费标准压力颇大。上下皆难之下，我们判断，《收费公路管理条例（修订草案）》落实差异化收费政策具备落地可行性。“降低物流成本”为目的的降费主要针对货车，而对以城市居民轿车为主的通行车辆结构的高速公路公司则几乎无影响。

修订稿中对于降费的补偿机制，提出“通过延长经营期限、给予财政补贴等方式予以补偿”，受限于地方政府的财力限制，未来通过延长经营期限的方式进行补偿的可能性更大。

图表 90：降费对行业重点公司影响测算

	深高速	山东高速	宁沪高速	粤高速
通行费收入（亿元）	42.85	60.76	71.04	29.79
估算货车通行费占比	22%	25%	24%	23%
货车收费标准下降幅度	10%	10%	10%	10%
毛利率	50.52%	63%	67.60%	60.50%
利润总额影响（亿元）	0.48	0.96	1.15	0.41
所得税率	19.30%	28.09%	21.82%	9.80%
对净利润影响（亿元）	0.38	0.69	0.9	0.37
17年净利润（亿元）	15.46	28.77	36.85	17.1
占17年净利润的比重	2.49%	2.39%	2.45%	2.19%
降费15%对净利润影响/17年净利润	3.73%	3.59%	3.67%	3.28%
降费20%对净利润影响/18年净利润	4.97%	4.78%	4.89%	4.37%

来源：wind，国金证券研究所

估值更加看重什么？

- 高速公路的母公司多为地方交通系统的下属企业，时常充当地区交通建设的融资窗口，而高速公路类项目制公司的属性，使其除分红外的自由现金流在公司未必能够带来新增收益，留存现金用于再投资的风险导致贴现结果需要给予折扣，是此前压制公路股估值的重要因素。市场对公路股的估值体系伴随着行业发展阶段的变化经历了从 PE 到 DDM 的转变，PE 的关键假设是企业将未分配利润投资于与社会平均资本回报率接近的项目，而市场对高速公路再投资能力的质疑，使得高速公路公司的股票价值目前大多体现为对股利的贴现。

我们认为，新修订稿对打通公路投融资体制、降低债务风险具备重要意义，再投资能力优异的公司可能会逐步被市场认可其 DCF 的价值。从绝对估值的角度上看，高速公路公司治理的重要性将在未来两年凸显。

投资建议

- 综合路产的区位因素（决定长期 ROE）、公司治理结构（推荐 A+H 股上市公司，治理结构更加完善）、分红率（减少再投资风险、构筑安全边际），推荐深高速、粤高速 A。

图表 91：公路板块标的筛选

名称	省份	市盈率PE	股息率	分红比例 2017年	经营活动产生的 现金流量净额/ 营业收入	GDP增速	资产负债率 (%)
粤高速A	广东	10.43	6.72	70.07	60.10	7.5%	40.0
宁沪高速	江苏	13.45	4.59	61.78	55.56	7.2%	37.5
五洲交通	广西	10.65	4.31	34.01	65.44	7.3%	67.2
赣粤高速	江西	9.99	4.05	40.42	41.22	7.3%	51.9
楚天高速	湖北	9.79	3.99	39.08	19.37	7.7%	41.7
山东高速	山东	8.33	3.89	32.39	42.72	7.4%	49.9
中原高速	河南	8.43	3.82	32.19	72.10	7.8%	76.0
福建高速	福建	13.22	3.80	50.19	73.01	8.1%	37.5
皖通高速	安徽	9.50	3.68	34.96	62.80	8.5%	28.6
深高速	深圳	12.78	3.59	45.87	56.27	8.8%	62.2
东莞控股	广东	9.10	3.22	29.30	153.52	7.5%	40.9
四川成渝	四川	11.94	2.88	34.42	43.60	8.1%	57.9
吉林高速	吉林	12.97	2.60	30.26	63.41	5.3%	43.0
龙江交通	黑龙江	12.05	2.51	30.21	67.69	6.4%	15.3
现代投资	湖南	7.70	2.28	17.55	9.05	7.0%	60.9
海南高速	海南	44.14	1.19	52.42	57.27	7.0%	15.3
湖南投资	湖南	18.49	1.04	19.14	17.82	7.0%	20.5

来源：公司公告，Wind，国金证券研究所

图表 92：公路行业重点推荐公司估值表

	股价	EPS				PE		评级	
		17A	18E	19E	20E	18E	19E		20E
深高速	8.98	0.65	1.31	0.96	1.10	7	9	8	买入
粤高速A	7.33	0.72	0.70	0.74	0.79	10	10	9	买入
宁沪高速*	9.80	0.71	0.87	0.85	0.89	11	11	11	N.A
山东高速*	4.56	0.55	0.64	0.43	0.47	7	10	9	N.A

*为wind一致预期 股价为2018年12月28日收盘价

来源：Wind，国金证券研究所

航运：等待供需边际改善带来的复苏机遇

- 航运业需求范围来自于全球，周期性在交运各板块中最为明显。虽然存在集运、散运、油运三个子版块，所运物品的需求和供给船型重叠较少，但总体思路均为分析和判断供需的相对变化，以及对于运价的传导。

在 2019 年全球主要经济体发展边际放缓的预期下，各子版块的需求是否存在逆周期走势，以及供给趋势成为行业景气度能否向上的关键。

油运：

- 航运子板块中，油运供给增速在 2019 年预计迎来明显收缩，或将催生油运运价提升，有望进入复苏期。

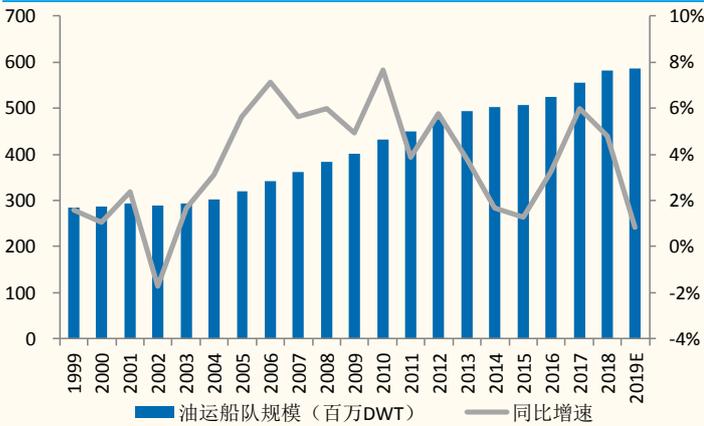
2014-2016 年油价大幅下跌，原油消费改善，并且进入补库存周期，带动运价提升。运价的提升又带动了造船投资需求，使得 2017 年开始油运船队规模增速加快，2017 年和 2018 年同增 6.0%和 4.8%。

但是油运需求并未持续增长，供给的单边提高造成了之后油运运价的低迷。船东造船意愿逐步降低，手持订单占比船队规模处于历史低位，老旧船舶拆解加快，我们预计 2019 年油运船队规模同比增速为 0.8%。

另外，IMO（国际海事组织）将在 2020 年 1 月实行限硫令，所有船舶的二氧化硫排放标准将下降到 0.5%。为达到这一标准，航运船队必须使用低硫燃料，或者安装脱硫塔。低硫燃料价格更高，而老旧船舶燃油效率较低，

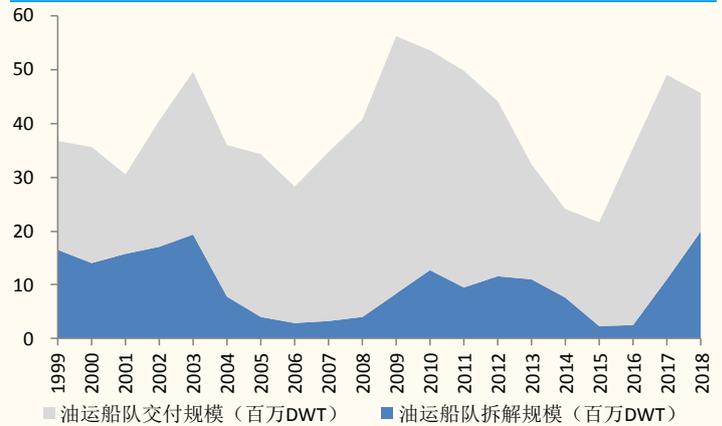
预计将边际加快其拆解量；安装脱硫塔需要返回船坞进行安装 30 天，并且脱硫塔将部分占据原有运输空间。

图表 93：油运船队规模同比增速放缓



来源：Clarksons, 国金证券研究所

图表 94：油运船队交付放缓，拆解加快



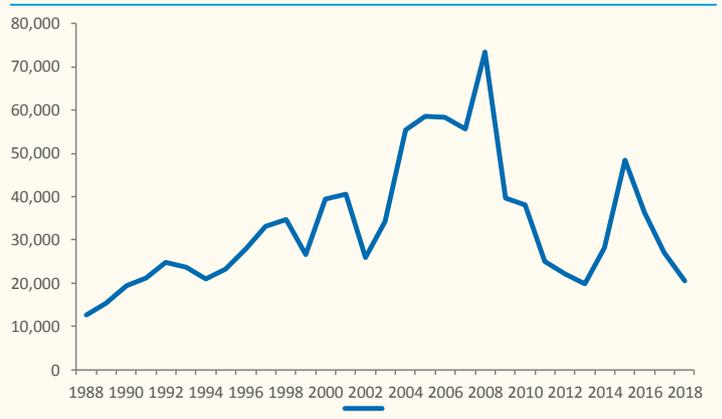
来源：Clarksons, 国金证券研究所

图表 95：油运手持订单占比船队规模处于低位



来源：Clarksons, 国金证券研究所

图表 96：VLCC 年平均期租处于底部



来源：Clarksons, 国金证券研究所

- 油运需求方面，我们认为存在催化因素，但整体增速将保持平稳。虽然预计下游原油消费需求增长放缓，但油价中枢下移或推动原油进入补库存周期，推高原油运输需求。

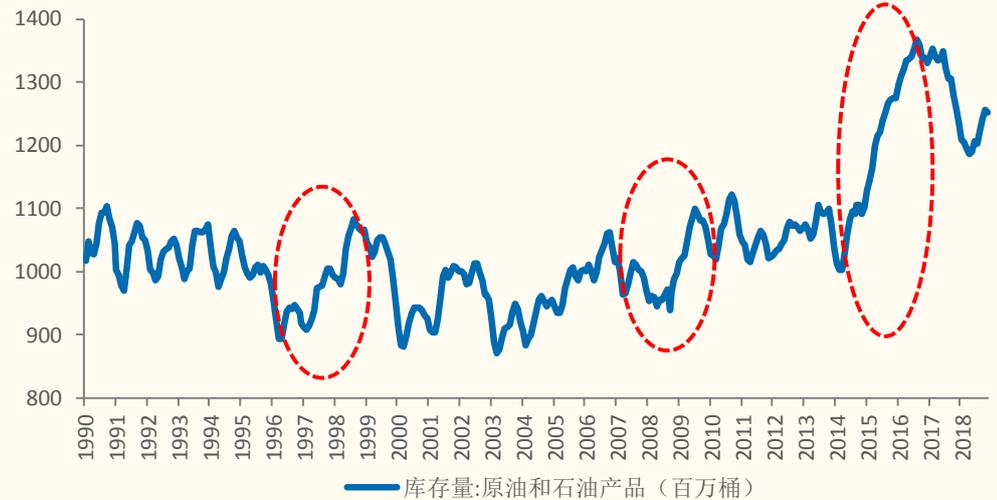
历史上，油价大幅下跌均对应原油补库存周期，除去 2008 年金融危机期间，原油消费断崖下跌导致原油库存被动上升，其余原油补库存均带动油运运价提升。

2014 年的油价断崖下跌，叠加页岩油的开发以及之前长期的高油价抑制，激发了原油补库存周期，EIA 原油库存从 10.0 亿桶提高至 2017 年高点 13.5 亿桶，2017 年油价稳步攀升，原油库存逐步消化。目前原油库存稍高于近五年均值，此轮油价下跌或将推动新一轮补库存周期，提高油运需求。

另外，美国 Permian 产区页岩油管道计划于 2019 年下半年建成使用，届时美国的原油出产量或将跳升，并且美国至中国和日本的航距明显大于中东至中国和日本的，这是另一推高油运需求的因素。

- 整体来说，油运船队供给增速减慢，带来油运行业供需的边际变化，需求存在加速催化因素，油运运价 2019 年有望中枢提升。

图表 97: EIA 原油和石油产品库存量



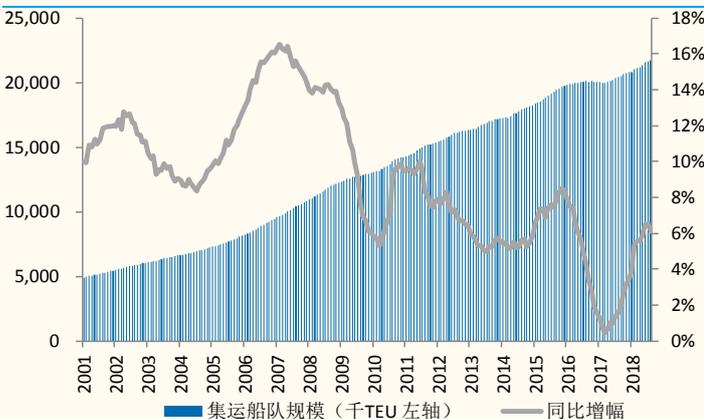
来源: EIA, 国金证券研究所

集运:

- 2017 年由于拆船集中, 全球经济持续向上, 集运运价迎来复苏。2018 年受到新船集中交付影响, 集运船队规模同比增速提升, 截止 2018 年 10 月, 集运船队规模同增 6.0%, 使得运价小幅回调, CCFI 均值同比下滑 1.2%。

目前集运手持订单占比船队规模正逐步下滑, 预计 2019 年新船交付速度下降, 并且限硫令或加快老旧船只拆解, 集运船队规模同比增速或将在 2019 年有所下降, 供给边际改善。但考虑到贸易战对集运行业需求的不确定性, 以及 2019 年全球主要经济体增长存在下行风险, 集运需求增长并不乐观, 我们暂对集运行业的复苏维持谨慎态度。

图表 98: 集运船队规模同比增速



来源: Clarksons, 国金证券研究所

图表 99: 集运手持订单占比船队规模逐步下降



来源: Clarksons, 国金证券研究所

图表 100: CCFI 综合指数



来源: Wind, 国金证券研究所

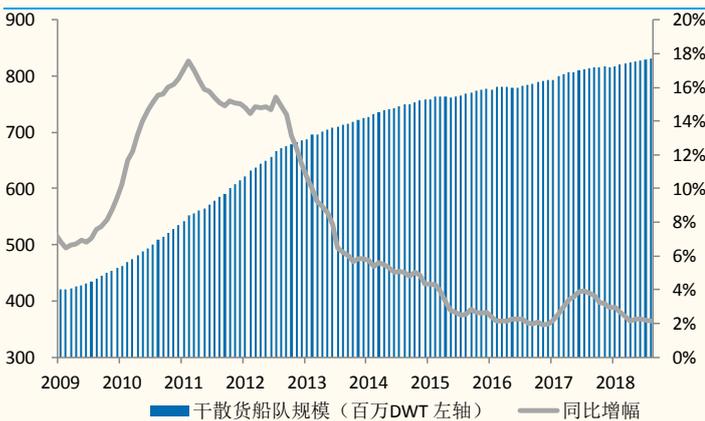
干散运:

- 受益于 16 年初以来大宗商品市场的繁荣, BDI 指数进入上升通道。虽然 2019 年全球经济增速预计边际放缓, 但国常会推出补短板政策, 加大基建投资增速, Q4 预计房地产开发增速虽预期回落, 但基建投资加速, 钢铁、煤炭需求仍具有韧性, 对干散运价具有支撑。

供给方面, 2018 年干散货船队增速重回较低水平, 截止 2018 年 10 月同增 2.6%。目前干散货市场随着造船技术的进一步发展, 船舶交付周期被大幅度缩减。另外虽然限硫令或加快老旧船只拆解, 但由于市场长期低迷, 相关方投机存在“抄底”造成运力的动力, 前期运价的提升带来干散货船队新增订单, 市场恢复周期持续拉长。

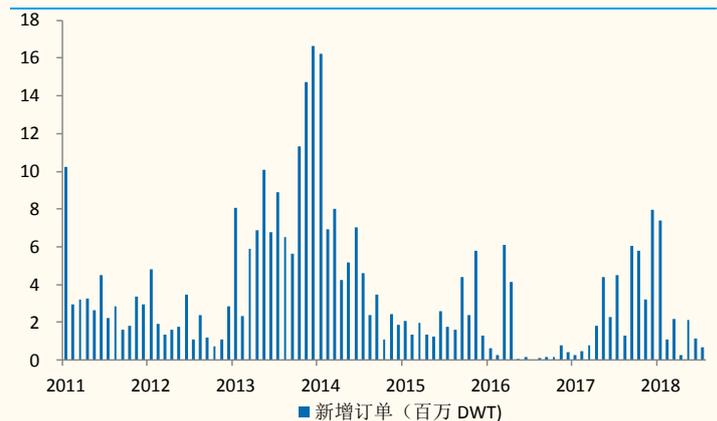
整体来看, 目前干散货市场仍处于历史低位, 全球需求不足, 干散货运输市场缺少爆发的客观条件, 我们对后期回升仍需持谨慎乐观态度。

图表 101: 干散货船队规模同比增速下降



来源: Clarksons, 国金证券研究所

图表 102: 干散货新增订单规模



来源: Clarksons, 国金证券研究所

图表 103：波罗的海干散货指数(BDI)



来源：Wind，国金证券研究所

铁路：资产证券化率提升的可能性机会

■ 典型防御性板块，客运量增速比货运量增速对收益率的弹性更高。

沪深 300、客运增速、货运增速可以解释收益率波动的 93%。我们采用铁路运输（申万二级）指数收益率与沪深 300 收益率、货运增速、客运增速的 2004-2018 年年度数据数据进行回归，回归方程为： $\text{铁路运输收益率} = -0.274 + 0.776 * \text{沪深 300 收益率} + 0.626 * \text{货运量同比增速} + 2.377 * \text{客运量同比增速}$ 。

回归方程的 R-SQUARE 为 0.93，表明沪深 300、客运增速、货运增速可以解释 93% 的收益率波动的原因，分析这三个因素可以较为准确的预测铁路运输未来的收益率。其中货运与客运增速可以解释 30%，沪深 300 的波动可以解释 60% 的波动，铁路运输的收益率与沪深 300 收益率变化更加相关。

货运增速对收益率弹性较小。沪深 300 对其影响为 beta 小于 1，即大盘涨跌 1%，铁路变动 0.78%。客运增速对收益率的影响较大，且显著，客运增速每增长 1%，收益率提高 2.38%。货运影响较小，客运增速每增长 1%，收益率提高 0.63%。

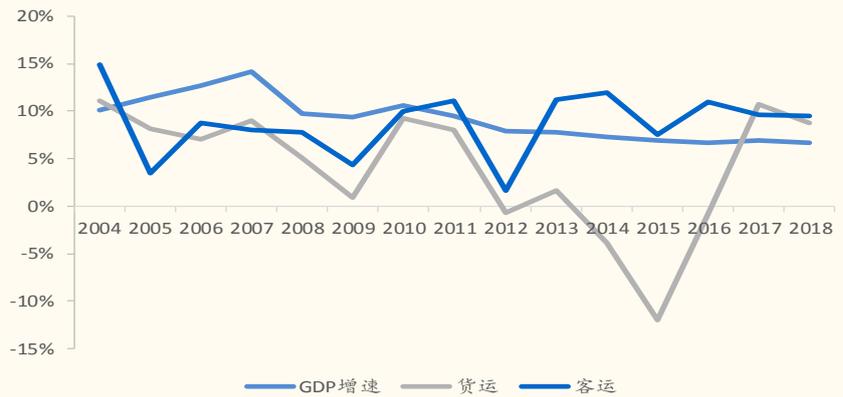
图表 104：铁路运输（申万二级）指数与沪深 300、货运增速、客运增速的回归结果

	回归系数	标准误差	t Stat	P-value
常数项	-0.274	0.110	-2.484	0.03
沪深 300	0.776	0.065	12.014	0.00
货运量同比增速	0.626	0.621	1.008	0.34
客运量同比增速	2.377	1.179	2.016	0.07

来源：wind，国金证券研究所

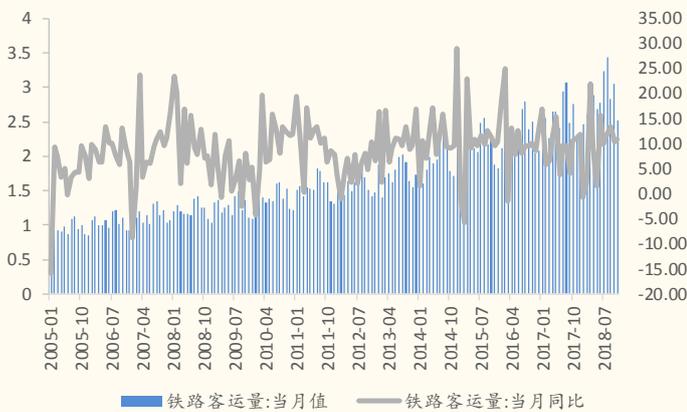
■ 从相关系数来看，货运与 GDP 增速相关性较大，为 0.5，客运与 GDP 增速相关性较小，甚至有微弱的负相关关系。

图表 105: GDP 增速与铁路货运、客运增速



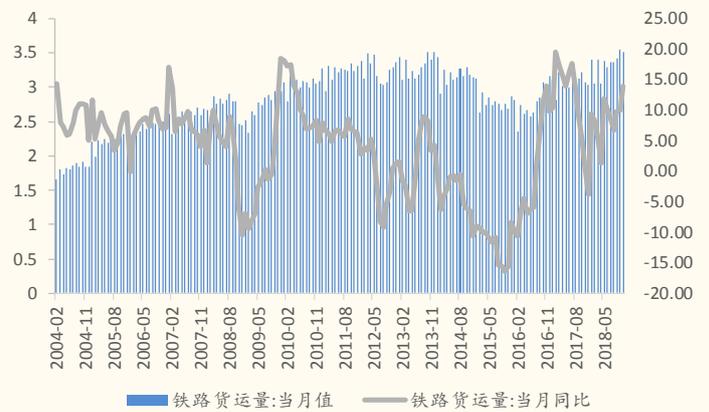
来源: wind, 国金证券研究所

图表 106: 铁路客运量增速



来源: wind, 国金证券研究所

图表 107: 铁路货运量当月增速

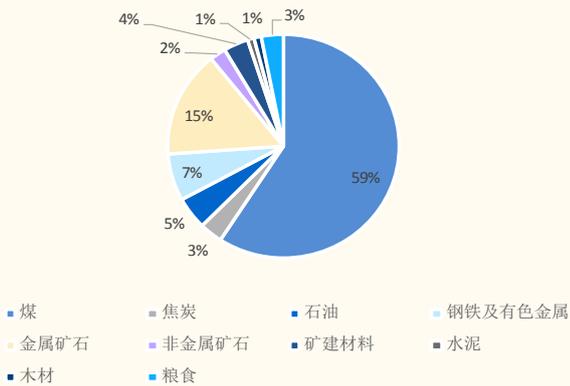


来源: wind, 国金证券研究所

- 煤炭生产向三西地区集中、叠加“公转铁”保障货运稳健增长，对冲经济增速放缓对货运影响，增强货运对收益率弹性。煤炭生产向三西地区集中，以及“公转铁”保证货源充足，保障货运增速稳健增长，进一步降低货运增速对经济的敏感性，同时可以提高货运对收益率敏感性，货运增速的稳健增长，波动降低，使得估值得以提升，提高铁路板块收益率。

铁路货运运输以煤炭为主，煤炭生产向三西地区集中。铁路货运分类结构中，主要为煤炭运输，2017 年占总货运量的 59%。随着煤炭供给侧改革的逐步推进，2017 年以来，煤炭产量逐渐向晋陕蒙集中，东北、华东、中南、西南等地煤炭产能持续减少。截至 2018 年 11 月底，内蒙古、山西、陕西三省区煤炭产量占全国的 77%。

图表 108：2017 年煤炭运输量占铁路货运量的 59%



来源：Wind, 国金证券研究所

图表 109：煤炭产量向三西地区集中

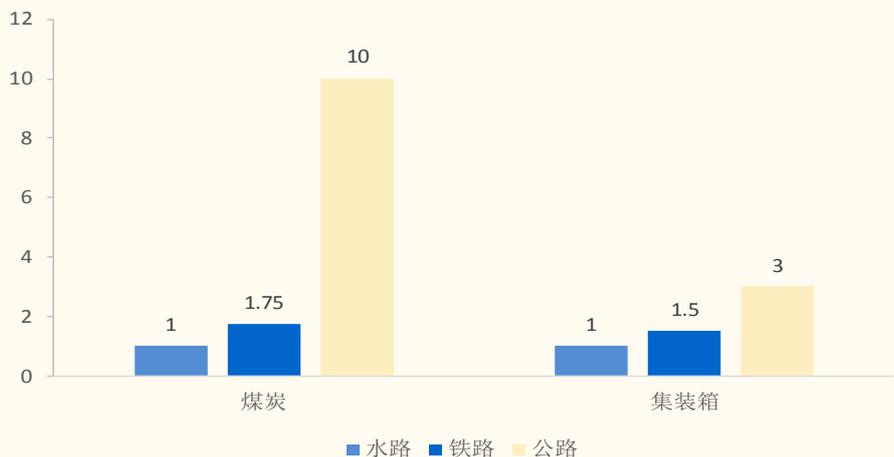


来源：Wind, 国金证券研究所

- 公转铁，目标在于调结构、降成本、提效率。物流降本增效，需要提高铁路运输结构占比。我国从货物量公路运输占比 80%、铁路 14%、水运 5%。铁路货运在美国各类运输方式中排名第一，占货运总量的 39.5%，比公路运输占比高出 10pct。中国铁路货运在货运中占比较低，且铁路成本仅为公路的 1/6-1/2，因此提高铁路货运占比势在必行。

交通运输部推进运输结构调整三年行动计划，铁的的总体目标为到 2020 年全国铁路货运量 47.9 亿吨，较 2017 年增加 11 亿吨，增长 30%，保持年均增幅 9% 水平。2010-2017 年铁路货运量年均复合增速 1.62%，过去三年年均复合增速-1.1%。铁总的目标远远超过过去铁路货运量增速，铁路货运量占比将显著提升。另外，铁总目标对国际铁路与煤炭运量提出明确要求。国家铁路，2020 年货运量增加 8 亿吨，达到 37.18 亿吨。国家铁路货运 2018 年增运 2 亿吨，2019 年 2.5 亿吨，2020 年增运 3.5 亿吨。分类货运目标方面，煤炭到 2020 年增运 4.5 亿吨，达 19.4 亿吨，每年同比增运 1.5 亿吨。

图表 110：水路、铁路、公路理论运输成本比较



来源：观研天下，国金证券研究所

- 京沪高铁拟上市，高铁迎资本市场检验。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，虽然具体上市细节均尚未定论，但作为第一只上市的高铁资产，对于铁路优质资产混改吸引投资具有里程碑意义，对铁路行业发展具有提振效果。京沪高铁现在主要股东为中铁总、平安资管和社保基金等。铁总整体经营虽然长期亏损，但京沪高铁早已实现盈利，2017 年运输收入为 296.0 亿元，利润达到 127.2 亿元。京沪高铁开通 7 年有余，共发送旅客超过 8 亿人次，年均增长超过 20%。京沪两地来往商务旅客需求旺盛，为京沪高铁盈利带来保障。

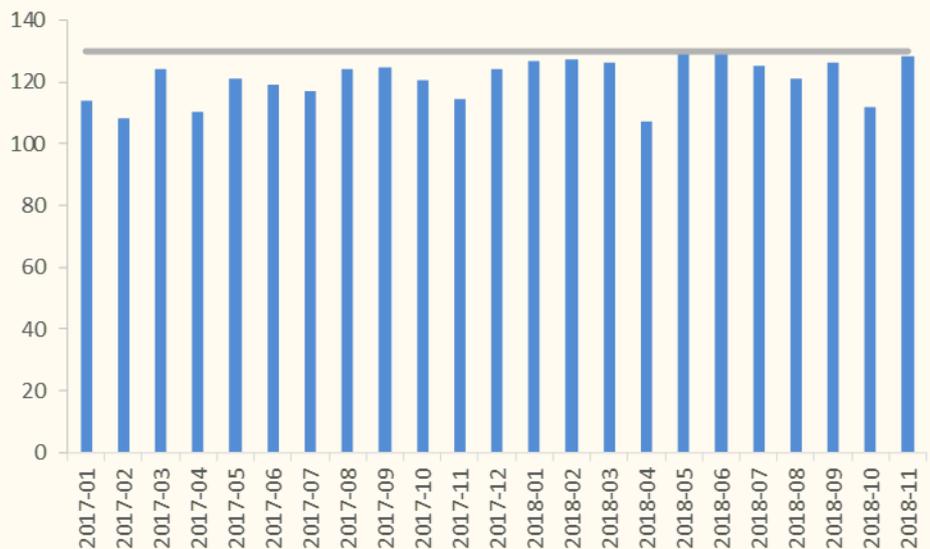
京沪高铁上市是铁路向社会资本开放的重要一步，未来中铁总将全面开展资本运作，挑选优质资产，吸引社会资本。另外预计铁总改革其他方向也将持续推进，已经上市的铁路资产或将迎来业绩和估值的双重推动。

大秦铁路：运量高位运行，看好景气延续。

- Q3 大秦线完成货运量 1.14 万吨/+1.8%，运量依然维持高位，日均运量达 124.14 万吨，其中 8 月份隧道维修对运量造成一定拖累，若排除该因素影响，日均运量更高。2018 年前 3 季度大秦线总计完成货运量 3.40 万吨，同比增长 5.38%，全年运量大概率超出 4.5 亿吨。我们认为，受煤源向“三西”地区集中、“公转铁”持续推进以及其他线路分流有限等方面的影响，大秦铁路已经基本摆脱下游需求周期，西煤东运需求偏紧，大秦线未来将维持高景气状态，年运量可维持在运能上限。

收购唐港铁路 19.73% 股权，投资收益或对冲分流影响。公司近期公布三项收购事项，拟以自有资金 17.47 亿元收购唐港铁路 19.73% 股权；拟出资不超过 20 亿元（含）参与蒙华铁路增资，持股比例不超过 3.34%；拟出资 4.5 亿元收购太原通信段。唐港铁路 2017 年营业收入和净利润分别为 37.1 亿元和 11.7 亿元，预计收购唐港铁路股权将增厚 18/19 年盈利约 2.5 亿元。长期看，由于大秦铁路重要下水下水港秦皇岛港搬迁概率上升，原大秦线承运至秦皇岛港的 2 亿吨煤炭将转移至曹妃甸港下水外运，公司入股唐港铁路，将成为分流通道迁曹铁路的第一大股东，长期可保障煤运网络完整性，保障东煤西运主通道地位。假设公司维持此前 50% 现金分红比率，18 年股息率将达 6.1%，目前 18 年利润预测对应 PE 不到 9 倍，当前市场环境下具备较高的防守价值。

图表 111：大秦铁路产能利用率在高位



来源：wind，国金证券研究所

广深铁路：普客提价若落地，将大幅增厚公司业绩

- 18Q3 公司客运依旧受到 2017 年 9 月 21 日新开两对广州东至潮汕跨线动车组，以及广州（东）至深圳的部分城际车采用大运能动车组利好影响，旅客发送量同增 9.3%，客运收入预计稳步增长。货运方面，在新货运承运制清算体制下，货运营收为发送货物的全程运费收入，Q3 单季公司货物发送量同降 5.7%，叠加客运 9 月最后十天基数效应和增开班次的翘尾原因，预计是单季营收增速下滑主要原因，Q3 单季营收同增 6.3%，增速环比 Q2 下滑 7.1pct。

同时成本端，虽然 2018H1 公司完成今年计划五级大修的 7 组动车组，但工资和设备租赁费等成本项较为刚性，2018Q3 单季营业成本同增 9.0%，高于营收增速，使得毛利率同比下滑 2.3pct，毛利 5.0 亿，同比下滑

13.5%。公司若在未来无法积极组织发运，提高货物发送量，主业增速有继续下滑风险。

三季度，公司获得持有待售资产预付款，使得预收款项相比期初提高 5.7 亿。公司仍有大量土地可供交储开发，若能借助铁改机遇，盘活公司铁路用地，价值巨大。另外普客提价预期不断升温，公司将大幅收益与普客提价。

投资建议

- 预计 2019 年行业资产证券化将提速，建议关注铁路改革带来的结构性投资机会，个股层面，关注大秦铁路（分红收益高、年运量可维持在运能上限）、广深铁路（普票提价与土地开发受益标的）。

图表 112：铁路行业重点推荐公司估值表

	股价	EPS				PE			评级
		17A	18E	19E	20E	18E	19E	20E	
大秦铁路	8.23	0.90	0.95	1.01	1.05	9	8	8	买入
广深铁路	3.16	0.14	0.24	0.17	0.19	13	18	17	买入

*股价为 2018 年 12 月 28 日收盘价

来源：Wind，国金证券研究所

风险提示

- **高铁分流影响超预期。** 将对于航空客运需求带来明显削弱，对公司业绩将产生利空影响。
- **政策实施不达预期。** 若航空时刻总量控制提前放松，相关标的推荐逻辑或将被打破。
- **快递行业发生价格战。** 目前业务量增速掉队的快递公司不排除再次进行价格战，抢占市场份额，对行业盈利带来打击。
- **极端事件发生。** 快递出现连锁反应，负面事件持续发酵；油价持续攀升，拖累业绩增长；集运进入大船交付高峰，拆船速度不及预期等。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH