

交通运输行业 2019 年中期投资策略

消费视角看交运，正值潜力释放期

推荐（维持）

- **消费视角看机场：免税红利未完待续。**1) 长期看：免税回流大势所趋，空间约 3 倍。我们测算大陆居民海外免税购物规模约为 2000 亿-3000 亿，中长期假设 50% 可以回流，相当于当前国内免税市场的 2.5-3.5 倍。2) 边际看免税运营商：中免收购日上后实力提升、对供应商议价能力越强，全球比价优势越明显，将构筑消费回流的核心要素。3) 边际看上市机场：虽处于不同阶段，皆有可为。上海机场：新免税合同执行+卫星厅投产，承接消费回流能力更上台阶。按照 28% 的占比测算上海机场免税可承接回流量达到约 280-420 亿/年，综合扣点 42.5%，相当于可为机场带来 120-176 亿/年。白云机场：T2 投产免税面积大幅增加 3.6 倍+中免发力品类扩充与性价比构筑新吸引力。我们预计 19 年白云单人免税消费额或快速提升至 100 元左右，对应免税销售额约 20 亿元（相当 18 年翻倍）。长期看中假设 2025 年白云机场国际旅客量 3000 万，人均免税消费额 200 元，免税销售额可达到 60 亿元，机场可获得提成 23 亿元/年，对应利润 17 亿元。深圳机场当前国际旅客占比低，但增速快，免税业务短期薄弱，但长期看处于潜力释放期。
- **消费视角看航空：供给不匹配掩盖需求稳定性。**1) 2010 年以来需求两位数与价格难增长的矛盾，我们认为是过快的供给导致：10-18 年行业机队复合增速 10.8%，与需求增速基本一致。18 年净增飞机数量从 346 架降至 319 架，增速放缓叠加时刻控总量，行业价格出现了提升。2) 长期看：黄金线的商务需求依旧被低估。价格市场化下京沪线经济舱全价票根据规则由过去的 1240 元提至 1490 元，但依旧是长三角-北京的价格洼地（京杭全价票 2420 元）。东航在京沪线占比超过 50%，若参考京杭定价，假设折扣低至 7 折，利润增厚约 17 亿。（注：提价 10%，不考虑折扣变化，增厚利润约 4 亿元）3) 边际看：超级承运人+超级枢纽机场将共创航线繁荣。4) 破局之变：如果南航转变经营思路？近期随着新领导就任，公司或调整收益管理计划。一旦南航强化对收益品质的提升，那么很可能对于亏损的远程航线等采取减班等策略以降低亏损额，如是将利于行业整体价格水平提升以及局部区域竞争放缓。
- **消费视角看快递：龙头集中尽享电商红利。**1) 需求端：网购渗透率仍在提升，实物商品网上销售额占社零总额比重从 15 年的 8% 提升至 19 年 3 月的 18.2%，同时拼多多等新型电商平台贡献行业新增量（18 年产生订单件量占行业比重的 21.9%）。2) 边际变化：通达系龙头集中。通达系市占率 16 年后见底回升，18 年起加速上行，较低点提升 6.7 个百分点至 54%，一季度行业业务量增速 22.5%，二通一达业务量增速超过 40%，市占率进一步提升。3) 长期看：通达系空间探讨。量：预计 2021 年完成 622 亿件，占比提升至 69%；价：预计未来数年单票价格降幅在 3.5-11.5% 之间。收入：2021 年通达系整体收入料将达 1871-2114 亿元，考虑净利率水平在 10% 左右，利润 187-211 亿，给予行业 20 倍 PE，整体市值水平应于 3741-4228 亿，较当前 53%-73% 空间。相当于年均 18-24% 的空间。4) 破局之变：阿里之于通达系。电商快递 CR5 中，阿里仅韵达未投资，不妨畅想，如果阿里对于物流的布局成为一个行业变数，不仅仅在于业务优化，更广泛的在于业务与价格联盟，那么行业的估值还可以上行。
- **风险提示：**油价大幅上涨、人民币大幅下跌、经济大幅下滑。

重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价(元)	EPS(元)			PE(倍)			PB	评级
		2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E		
东方航空	6.84	0.67	0.82	1.01	10.21	8.34	6.77	1.77	强推
南方航空	8.48	0.73	0.93	1.2	11.62	9.12	7.07	1.6	强推
中国国航	10.15	0.84	0.96	1.06	12.08	10.57	9.58	1.58	强推
上海机场	70.63	2.76	3.09	3.79	25.59	22.86	18.64	4.82	推荐
申通快递	24.05	1.45	1.77	2.21	16.59	13.59	10.88	4.33	推荐

资料来源：Wind，华创证券预测

注：股价为 2019 年 04 月 30 日收盘价

华创证券研究所

证券分析师：吴一凡

电话：021-20572539

邮箱：wuyifan@hcyjs.com

执业编号：S0360516090002

证券分析师：刘阳

电话：021-20572552

邮箱：liuyang@hcyjs.com

执业编号：S0360518050001

联系人：肖祎

电话：021-20572553

邮箱：xiaoyi@hcyjs.com

联系人：王凯

电话：021-20572538

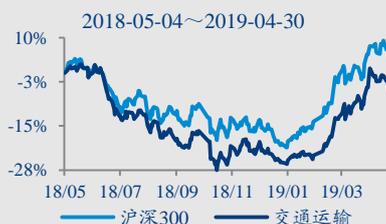
邮箱：wangkai@hcyjs.com

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	115	3.19
总市值(亿元)	24,806.09	4.01
流通市值(亿元)	16,791.58	3.71

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	-1.58	19.23	3.13
相对表现	-0.11	0.29	-0.84



相关研究报告

《交通运输行业周报(20190401-20190407)：民航发展基金减半利好航企，六大利好兑现其一，波音事件逻辑强化，持续推荐航空板块》

2019-04-07

《交通运输行业周报(20190415-20190421)：积极参与航空股汇供需共振机遇；基于护城河策略继续推荐机场、电商快递》

2019-04-21

《交通运输行业周报(20190422-20190428)：继续推荐机场：免税重估未完待续；受油价短期上涨影响，航空股回调是参与机遇》

2019-04-28

目录

一、护城河策略再探讨：消费视角看交运.....	6
二、消费视角看机场：免税红利未完待续.....	7
（一）长期看：免税回流大势所趋，空间约 3 倍.....	7
（二）边际看免税运营商：实力越强，全球比价优势越明显，将构筑消费回流的核心要素.....	11
（三）边际看上市机场：虽处于免税业务不同阶段，皆有可为.....	11
1、上海机场：新免税合同执行+卫星厅投产，承接消费回流能力更上新台阶.....	11
2、白云机场：T2 投产+中免发力，免税业务快速追赶期.....	15
3、深圳机场：国际线潜力大.....	17
附、全球视角看机场：外资最青睐板块之一.....	18
三、消费视角看航空：供给不匹配掩盖需求稳定性.....	19
（一）2010 年以来：需求两位数，价格难增长的矛盾.....	19
（二）长期看：黄金线的商务需求依旧被低估.....	22
（三）边际看：超级承运人+超级枢纽机场将共创航线繁荣.....	26
（四）破局之变：如果南航转变经营思路.....	31
四、消费视角看快递：龙头集中尽享电商红利.....	33
（一）长期看：电商红利仍将待续.....	33
1、电商快递需求分解：网购渗透率仍在提升.....	33
2、拼多多等新型电商平台贡献行业新增量.....	35
（二）边际变化：通达系龙头集中，享受市场红利.....	36
（三）长期看：通达系空间探讨.....	38
（四）破局之变：阿里之于通达系.....	39
五、投资建议：消费视角看交运，正值潜力释放期.....	41

图表目录

图表 1	护城河策略框架	6
图表 2	升级版护城河要素	6
图表 3	全球免税销售额	8
图表 4	中国免税销售额	8
图表 5	国人奢侈品消费金额	9
图表 6	全球免税商品分布：与奢侈品消费结构类似	9
图表 7	2017 全球 Top10 免税集团销售额（百万欧元）	9
图表 8	韩国免税业格局	10
图表 9	全国免税格局	10
图表 10	日上上海价格优势明显（标红项目为在该国家或地区免税店价格最低）	11
图表 11	预计每年保底销售提成	12
图表 12	上海机场免税业务	12
图表 13	浦东机场目的地前十大国家及占全国比重	13
图表 14	2017 年浦东出境大陆居民在目的地免税消费额测算	13
图表 15	上海机场起降架次逐月增速	14
图表 16	上海机场起降增速	14
图表 17	上海机场旅客吞吐量	14
图表 18	公司免税店面积规划	14
图表 19	阿里京东 GMV 及增速对比	15
图表 20	当前白云机场免税店统计	16
图表 21	二线机场进境免税招标结果	16
图表 22	美兰机场离岛免税店销售额	17
图表 23	深圳机场国际+地区通航城市（2019.2.25）	18
图表 24	沪港通持股占流通股比	18
图表 25	Qfii 持股占比	18
图表 26	全球机场估值水平（PE 为 TTM 或 2018E）	19
图表 27	我国旅客人数增速	20
图表 28	分区域旅客增速比较	20
图表 29	2007-2018 客座率水平	20
图表 30	行业平均票价走势	21
图表 31	三大航客公里收益水平	21
图表 32	2018 年，我国人均乘机次数仅为 0.44 次	22
图表 33	07-18 年民航客运周转量占比提升一倍多	22

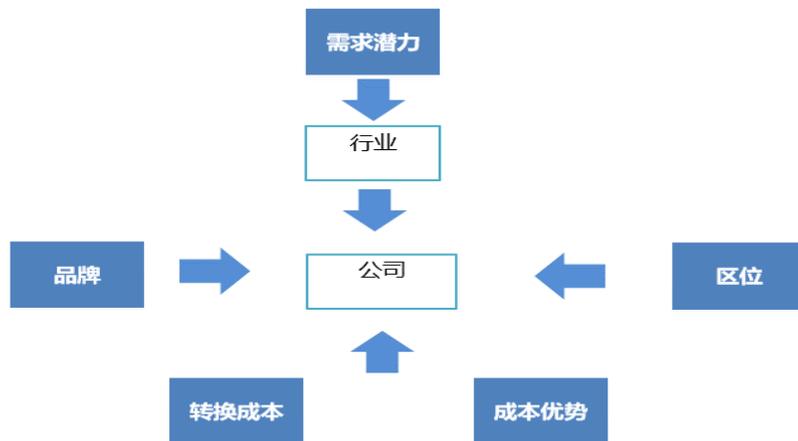
图表 34	京沪线客座率与东航比较.....	23
图表 35	2017 年客座率比较.....	23
图表 36	2008-17 年京沪与国内线客座率比较.....	23
图表 37	京沪线客运量.....	24
图表 38	四纵四横高铁网络开通对沿线客流影响.....	24
图表 39	京沪线票价水平趋势模拟.....	25
图表 40	京沪线与相邻航线价格比较.....	26
图表 41	京沪线与相邻航线价格比较.....	26
图表 42	我国三大航客公里收益水平（元）.....	27
图表 43	美国四大航收益变化（营业收入/ASM）.....	27
图表 44	亚特兰大机场各航司份额.....	27
图表 45	达拉斯机场各航司份额.....	27
图表 46	达美航空在亚特兰大机场份额变化.....	28
图表 47	美航在迈阿密机场份额变化.....	28
图表 48	三大航的枢纽布局.....	28
图表 49	东方航空四大基地市占率.....	29
图表 50	虹桥机场占比.....	29
图表 51	浦东机场占比.....	29
图表 52	东方航空不含油座公里收益水平.....	30
图表 53	东方航空不含油座公里收益水平.....	30
图表 54	东方航空国内枢纽表现 2018 年.....	31
图表 55	东方航空国内枢纽表现 18H1.....	31
图表 56	达美南航单机营收差距分布（示意图）.....	31
图表 57	达美和南航收入端对比汇总表.....	32
图表 58	三大航引进计划.....	32
图表 59	电商快递需求分解图.....	33
图表 60	中国网民渗透率（2007-2017 年）.....	34
图表 61	中国网民的网购渗透率.....	34
图表 62	中国网购交易规模 PC、移动端占比.....	34
图表 63	中国网购频次（2015-2017 年）.....	34
图表 64	网购占社零比重.....	35
图表 65	拼多多 GMV（向前滚动一年累计数）.....	36
图表 66	拼多多贡献快递件量及行业占比（亿件）.....	36
图表 67	拼多多与其他电商平台重合用户比例.....	36

图表 68	拼多多用户年度支出具具备提升空间（元）	36
图表 69	2018 年以来，中小快递企业的融资活跃度下降	37
图表 70	电商快递市占率变化	37
图表 71	13-18 业务量前两名	37
图表 72	通达系与 CR8 市占率	38
图表 73	二通一达市占率（圆通申通韵达）	38
图表 74	快递行业业务量预测	39
图表 75	通达系空间测算	39
图表 76	阿里巴巴（包括通过菜鸟网络和参股云峰基金投资）物流投资汇总	40
图表 77	阿里巴巴（包括通过菜鸟网络和参股云峰基金投资）快递投资汇总	40

一、护城河策略再探讨：消费视角看交运

2017 年起，我们的中期以及年度策略始终围绕一个主题：如何在更加激烈、开放的竞争环境中，寻找尽可能摆脱波动性，（逐步）展现自身盈利稳定性、持续性以及确定性的公司，从而穿越周期。我们从最初重视核心资源到提出护城河策略框架：**需求潜力定行业，护城河要素选公司。**（2019 年年度策略）

图表 1 护城河策略框架



资料来源：华创证券

我们认为需求潜力带来韧性，可以帮助行业迅速或率先摆脱正常的经济低谷，在增量中利于公司拓展业务发展，从这一角度，我们筛选出航空、机场及快递三个景气向上的子行业。对于护城河要素，我们认为包括**品牌、区位、转换成本以及低成本（成本优势）**等，但需要加上强化因子，即：

品牌需要有渠道完备性（过往案例有品牌被收购后遭遇“雪藏”，失去面向消费者的渠道也就不复有品牌价值）；

区位需要具备排他性（在机场的复盘我们会发现当临近机场投产时，市场担忧不可避免）；

成本优势需要竞争格局的稳定，也就是差异化赛道清晰（我国低成本航空所处的环境与美西南发展中不同之处在于全服务航空的网络与低成本航空的航线交织更为密集）。

从上述维度，我们选择航空、机场、顺丰；以及观察廉航代表春秋航空与通达系快递。

图表 2 升级版护城河要素

	品牌	区位	转换成本	成本优势
强化因子	具有渠道完备性	具有排他性		竞争格局稳定，差异化赛道清晰
顺丰控股	快、准时、安全，口碑带来溢价	(鄂州机场投产后将具备区位优势，同时在需要满足时效的市场中保持绝对领先，客户黏性提升)		
航空公司		航线时刻资源的稀缺价值	黄金时刻的溢价 (常旅客会员体系)	
机场		独享的区位垄断		
仍待观察				
(春秋航空)				低成本、高客座率
(通达系快递)				性价比是产品的核心竞争力，具备绝对成本优势方能稳居龙头

注：括号内为我们认为仍待观察，或未来达到某些条件后可具备护城河的要素

资料来源：华创证券

以《交通运输行业 2019 年度投资策略：再论护城河：辨真伪，识危、机；需求潜力定行业，护城河要素选公司》作为开篇，

此后我们连续发布了护城河三大系列报告（航空、机场、快递）：

航空系列：

2018/11 需求潜力为依托，区位（航线时刻）构筑护城河——再论护城河系列之航空

2018/12 南方航空深度研究：全方位比照达美航空，我国大航离世界级超级承运人还有多远？

2019/4 利好在堆积，股价仍滞涨——复盘“牛市”中的航空与当下

2019/4 东方航空深度研究：混改先锋，锐意进取，厚积而薄发，启航正当时

机场：

2018/11 需求潜力决定长期价值，区位护城河推动强者恒强——再论护城河系列之机场

2019/1 外资为何青睐机场板块？——全球视野下的中国机场配置价值分析

2019/4 上海机场深度研究：超级枢纽价值凸显，免税红利未完待续，外资青睐标的，上调目标价至 80 元

快递：

2018/12 城头变换大王旗，成本品质定乾坤——再论护城河系列之复盘通达系快递

2019/2 电商快递再探讨：“价格战的边界”与“通达系”的空间

2019/2 中通快递深度研究：低估值之“谜”及修复路径探讨：被低估的通达系“元老”，依旧存在预期差

此前深度中我们更多是在需求潜力框架下，着重从护城河要素出发探讨行业与公司价值，而本篇我们将重点审视需求要素（探讨长期空间与边际变化），我们认为从消费视角看交运，正值潜力释放期。

二、消费视角看机场：免税红利未完待续

我们认为 2017-18 年机场行情大部分来自于免税扣点提升推动了价值重估，而 2019 年起我们认为免税红利未完待续，免税业务不断超预期将推动机场业绩超预期，同时在外资开放大背景下估值将进一步向全球靠拢。

（一）长期看：免税回流大势所趋，空间约 3 倍

近年来，随着社会经济发展，大陆消费者在全球展现了强有力的消费潜力。海外消费的产生一定程度上是因优质商品在境内供应不足或价格存在较大差异而导致。

刺激消费以及吸引消费回流的趋势下，免税店无疑是重要的一环，其核心竞争力在于丰富的品类与全球比较下的价格优势。（2018 年财政部《关于印发口岸进境免税店管理暂行办法补充规定的通知》中明确指出：“口岸进境免税店的经营主体须丰富经营品类，制定合理价格，服务于引导境外消费回流，满足居民消费需求，加速升级旅游消费的政策目标”）

我们对国内免税空间进行了测算：

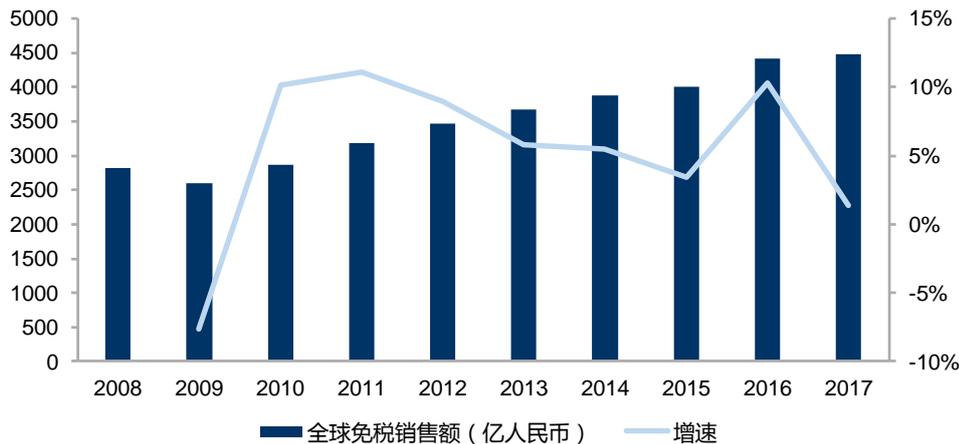
1.我国境内免税销售额占全球 7-8% Vs 内地居民海外免税消费额占全球 40-60%

1) 我国境内免税销售额仅占全球的 7-8%左右。

2017 年全球免税销售额为 686 亿美元，约合 4500 亿人民币，我们预计 2018 年约为 5000 亿元。

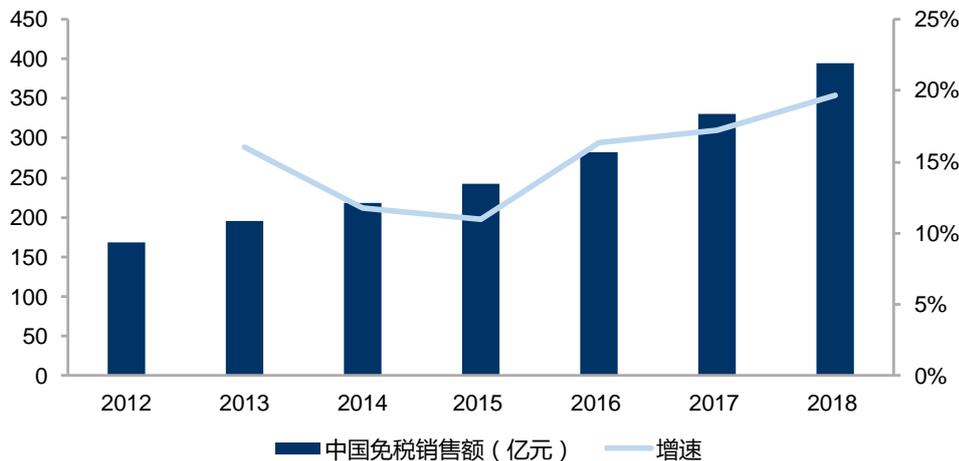
2017 年我国免税总销售额为 321 亿人民币，仅占全球免税行业的 7%左右。2018 年为 395 亿，占比 8%左右。

图表 3 全球免税销售额



资料来源: TFWA Asia Pacific Conference, 华创证券

图表 4 中国免税销售额



资料来源: Generation Research, 华创证券

2) 我们测算内地居民海外免税购物规模约为 2000 亿-3000 亿，占全球免税销售额的 40%-60%。

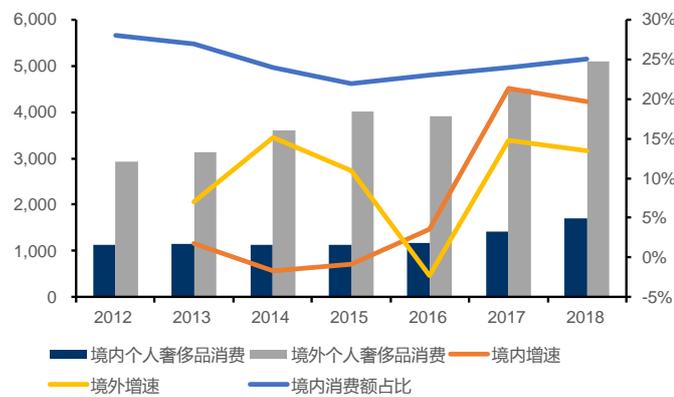
1) 2018 年内地居民出境购物消费超过 1200 亿美元，约 8200 亿人民币，出境人次 1.48 亿人次，人均消费额约 5500 元。根据中国出境旅行者调查，我国内地消费者海外消费约 37%发生在免税店。以此测算内地居民在海外免税店共消费约 3000 亿元，占全球的 60%；

2) 因奢侈品市场与免税品的销售品类/目标受众/购买渠道重合度较高，我们以全球奢侈品市场消费结构作为参考，

贝恩咨询发布研究测算 2018 年全球个人奢侈品消费约为 2600 亿欧元, 约合 18000 亿元, 其中内地消费者占比 33%, 约合 6700 亿元。我们预计免税占比将高于奢侈品消费占比, 或达 4 成左右。

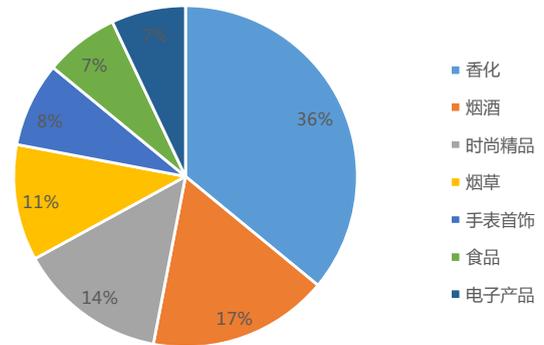
综上, 我们测算认为内地居民海外免税购物规模约占全球免税销售额的 40-60%, 即 2000-3000 亿规模。

图表 5 国人奢侈品消费金额



资料来源: 贝恩咨询, 华创证券

图表 6 全球免税商品分布: 与奢侈品消费结构类似

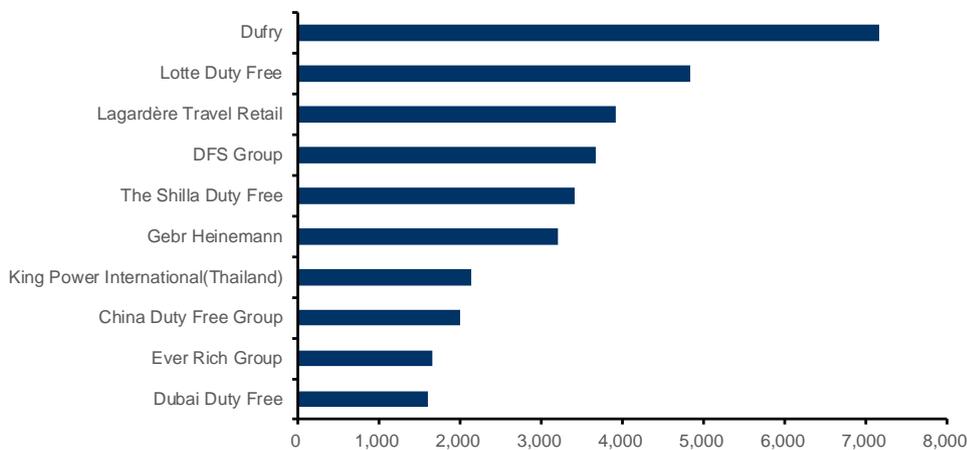


资料来源: 贝恩咨询, 华创证券

2. 中免集团免税销售额全球排名第八

根据 Moodie Davitt 数据, 全球前十大免税集团合计销售 336.1 亿欧元, 约合 2600 亿人民币, 占全球比重 58%。

图表 7 2017 全球 Top10 免税集团销售额 (百万欧元)

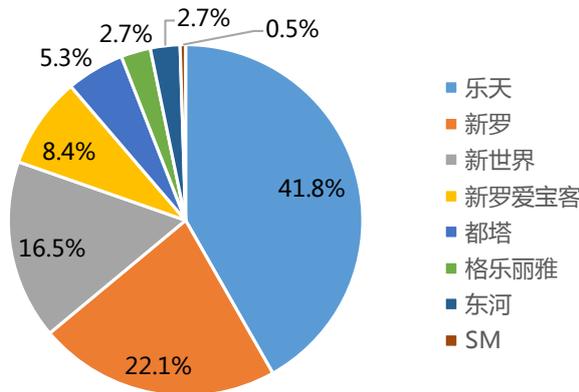


资料来源: Moodie Davitt, 华创证券

Dufry: 免税销售额全球排名第一, 90% 的销售额由机场店创造。我们查阅其旗下规模最大的伦敦希斯罗机场店, 2018 年特许零售收入 3.23 亿英镑, 约合 30 亿人民币, 总零售金额在 60-80 亿左右, 中国旅客消费额约 44 亿, 占比 50-70% 左右;

韩国: 全球最大的免税市场。2018 年销售额 172.38 亿美元, 约合 1200 亿, 占全球比重 24%, 2015 年销售额仅 78.3 亿美元, 年复合增速 22%, 远超同期全球免税业增速, 而中国游客占韩国免税业 50%-60%, 为其最大贡献。韩国免税店的构成主要为全球排名第二的乐天免税集团 (Lotte) 和排名第五的新罗免税店 (The Shilla), 其他还包括新世界免税店和都塔免税店等。

图表 8 韩国免税业格局



资料来源：韩国免税店协会，华创证券

排名第四的 DFS 介绍公司目前 70% 的业绩由内地消费者贡献。DFS 17 年销售额为 36.70 亿欧元，则内地旅客贡献销售额约 200 亿元。

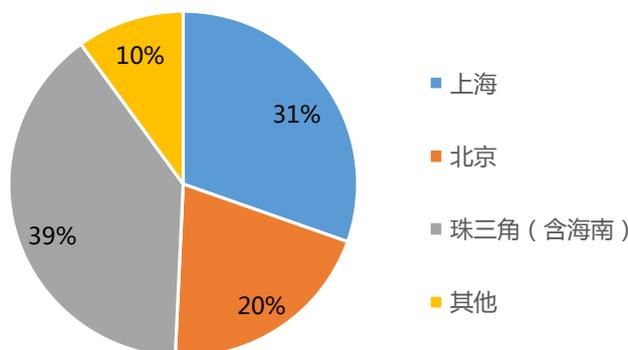
我国最大的免税集团中免集团销售额排名全球第八。但其销售额仅相当于 Dufry 的三分之一，乐天免税店一半不到水平。

3. 消费回流空间可观：假设 50% 海外回流，即相当于当前免税市场的 2.5-3.5 倍

1) 前述测算的内地居民境外免税消费 2000-3000 亿人民币/年可视为当前吸引海外消费回流的极大值，相当于 18 年国内免税销售额的 5-7 倍左右。假设中长期来看，其中 50% 可以回流，即 1000-1500 亿规模的回流，相当于当前免税市场的 2.5-3.5 倍。

2) 从国内免税格局分布来看，北京、上海、珠三角（含海南）合计占全国免税销售额 90% 左右，其他机场、口岸等占比较小。预计上海浦东机场免税 2018 年销售额约为 112 亿，占全国 28% 左右。

图表 9 全国免税格局



资料来源：公司公告，公司官网，华创证券

（二）边际看免税运营商：实力越强，全球比价优势越明显，将构筑消费回流的核心要素

伴随中免收购日上后经营实力、对供应商议价能力的提升，以上海机场为例，对比全球主要免税店，在众多热门品类均具有显著价格优势。

我们认为随着未来中免集团实力进一步提升，其可提供的产品或更具比价效应，使得国内吸引消费回流大背景下，境内免税吸引力愈发增强。

图表 10 日上上海价格优势明显（标红项目为在该国家或地区免税店价格最低）

	内地					中国香港		韩国		新加坡	日本		英国	澳大利亚		美国
	日上上海	日上北京	杭州萧山	海口美兰	三亚海棠湾	莎莎	DFS	新罗	乐天	樟宜机场	关西KIX	大丸	伦敦机场	DUFREY	戴维琼斯	ishoppes
Dior迪奥小姐喷雾EDT100ml	820	820	770		863			905	1075			999				681
HR赫莲娜绿宝瓶夜间回超膜精华30ml (绿宝瓶)		1198		1178				1103		1192	1169		541	504		
MARC JACOBS雅菊女士淡香水100ml	488			596	596		775	572	572	560						
SK-II R.N.A微肌因赋活修护精华霜100g	850	850		970	970	850		966			919		1384			
SK-II 护肤精华露 (神仙水)	1383	1257		1516		1366	1574	1546	1546		1590					
SK-II 护肤面膜 (前男友面膜)	673	714	750	813	813		761	746	746		785					
SK-II 肌因光蕴祛斑精华露 (小银瓶)	1022	974		1035		1035		1133	1133		810	1002				
SK-II 肌因光蕴祛斑精华露50ml (小灯泡)	974	974		1035				1137	1137	1301	814	932				
YSL 圣罗兰明彩亮颜粉底液 30ml	317	317						422		409						
YSL 黑管唇釉	211			232	232	255		231	231	219	229	374				237
YSL 圣罗兰莹亮纯魅唇膏 4.5g	211	211		230	232	205	204	231	231					247		225
黛珂高技能保湿祛斑紫苏水 150ml	250				278	258		278	289	271	278					
黛珂牛油果乳液 150ml	250				273					271	280					
海蓝之谜精华面霜 60ml (奇迹面霜)	1869	1869	2160	2146	2146		2082		2403			2237			1906	1991
纪梵希高级定制小羊皮唇膏 3.4g (小羊皮)	205	195	225	215			265	245	245	234	230	285				
娇韵诗黄金双瓶双萃焕活修护精华露 50ml	643						781	783	783	741		1007	574	523		
娇韵诗纤柔塑身霜	374	374		429	429	404	475	441	441		420					
科颜氏高保湿面霜 50ml	205	205		230	233			204	204	195				174		201
兰蔻精华肌底液 100ml (小黑瓶)	883	883		990		900	894	1233	1423		1163		997			1049
兰蔻新高级精华肌底眼霜 50ml	1078	1078	1085	1135			1250	1233	1233		1094					
缪斯淡香氛	1016	1016						803	640							
倩碧黄油乳液	218	218	225	190		156	255	237	237		434	231				190
倩碧卓越润肤乳 125ml		218	225	190		156	295	238	238			404	234			170
雅诗兰黛 ANR 特润修护肌透眼霜 15ml (小棕瓶)	371	390	390	385	385		429	497			503	340	387	508		
雅诗兰黛 ANR 特润修护肌透精华 50ml (小棕瓶)	589	620	630	645	645	499	720	750	789	830	833	499	637	640	599	
雅诗兰黛 Double Wear 持妆粉底液 30ml	267	281		290	278			354	354		373	262		281		
伊莉莎白雅顿绿茶香水 30ml*2	199			200			243	218		201						
伊莉莎白雅顿绿茶蜜滴舒体霜 250ml	139			155	121	72	186	183	183	127	148					
悦木之源灵芝焕能精华乳 50ml	488	488		535			536	434		526			418			
悦木之源灵芝焕能精华水 200ml*2 (菌菇水)	414	414		460				361								
资生堂新红妍肌活精华露 (红腰子)	599	599	675	675		551	743	719		702			645			
资生堂新透白美白肌精华液	538	538	462	625			657	658	658	621	657	735				
祖马龙蓝风铃小水	447		469		475	441	519		447							

资料来源：公司官网，机场官网，华创证券

（三）边际看上市机场：虽处于免税业务不同阶段，皆有可为

不同上市公司所处不同发展阶段：

上海机场作为超级枢纽和独特区位优势，上海市场消费力强劲提升，免税仍将快速发展；

白云机场扩面积、增品类、运营商提供更具性价比的产品后，正处于免税业务爆发阶段；

深圳机场深耕国际线，基础薄弱，增速最快，处于潜力释放期。

1、上海机场：新免税合同执行+卫星厅投产，承接消费回流能力更上台阶

1) 免税合同 2019 年开始正式执行：

2018 年 9 月公司与中免签订免税经营权合同，为期 7 年、综合提成 42.5%、保底价值高达 410 亿的全球单笔最大的免税经营合约。

图表 11 预计每年保底销售提成

合同期间	预计每年保底销售提成 (亿元)
2019	35.25
2020	41.58
2021	45.59
2022	62.88
2023	68.59
2024	74.64
2025	81.48
合计	410

资料来源: 公司公告, 华创证券

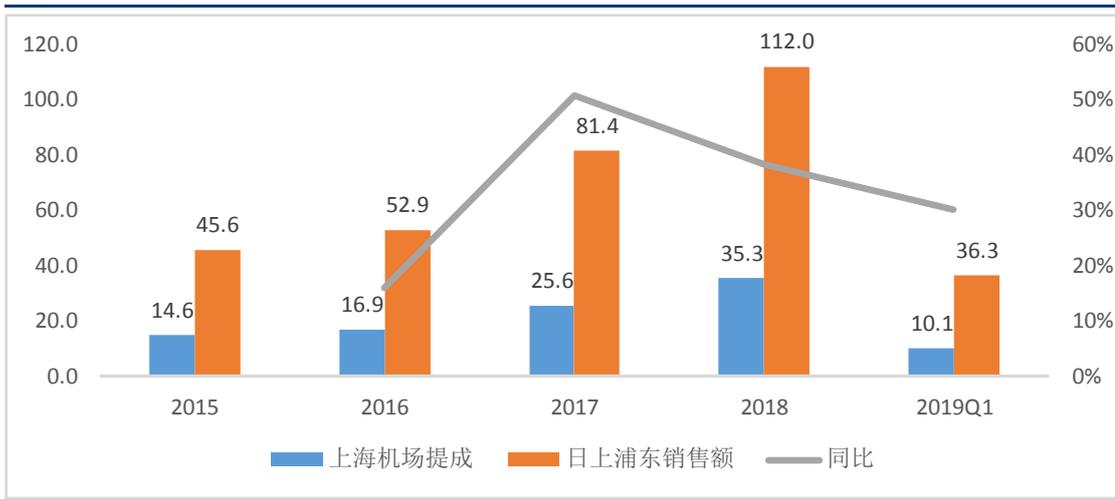
我们预计最终实际销售收入和提成大概率将超过保底水平:

2018 年日上上海销售收入约 120 亿, 对应浦东机场销售收入约 112 亿, 2022 年 T1 免税店纳入合同, 保底提成 62.88 亿, 综合提点率 42.5%, 对应保底销售收入 147.95 亿, 则 2018-2022 年销售收入复合增速仅为 7.2%, 参考历史增速 (2016 年 18%、2017 年 40%、2018 年 37%), 同时考虑未来随着卫星厅启用, 免税面积大增后带来客单价和国际旅客增速提升, 我们认为最终销售收入和保底提成大概率超过保底水平。

公司一季报同比增长 36.7%, 小幅超预期, 免税业务延续快速增长:

2019 年一季报披露公司新合同下实现营业收入 10.1 亿元, 我们测算对应 T2 免税销售额 23.8 亿元, 考虑 T1 销售额约为 T2 的 50% 左右, 则预计一季度浦东机场免税销售额约为 36 亿, 同比增长约 30%。国际旅客人均免税消费额达到约 377 元 (18 年为 300 元), 同比超过 25% 增长。

图表 12 上海机场免税业务



资料来源: 公司公告, 华创证券

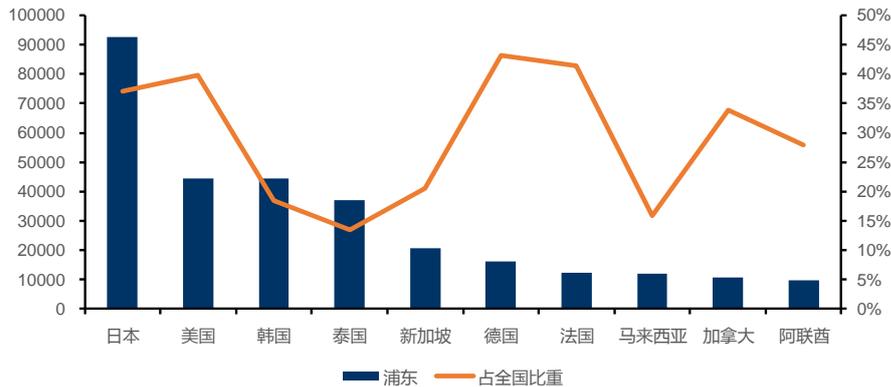
2) 上海机场可承接回流空间: 贡献公司提成收入远期可达 120-176 亿元/年

按照 28% 的比例测算上海机场免税可承接回流体量达到约 280-420 亿/年, 而上海机场综合扣点 42.5%, 相当于可为机场带来 120-176 亿/年。(中免与上海机场合同保底提成在 2025 年可达 81.5 亿元)

浦东机场 2018 年旅客吞吐量 7400 万人次（上海两场合计 1.17 亿人次），按照远期浦东机场 1 亿人次吞吐考虑，55% 的国际旅客占比，5500 万人，人均贡献 700-1000 元（相当于兰蔻小黑瓶 883 元，至 SKII 神仙水 1300 元，2018 年上海机场国际旅客人均贡献 298 元）。

附数据佐证：从出境旅客目的地角度，除港澳台外，浦东机场前五大目的地分别为日本（座位数投放口径占全国 37%，下同）、美国（39.8%）、韩国（18.5%）、泰国（13.5%）和新加坡（20.5%）。

图表 13 浦东机场目的地前十大国家及占全国比重



资料来源：民航预先飞行计划，华创证券

假设前往同一国家的内地游客人均消费额相同，参考公开资料测算前五大目的地内地旅客消费额：

图表 14 2017 年浦东出境内地居民在目的地免税消费额测算

国家	浦东旅客数占全国比重	内地居民在目的地免税零售购物消费额 (亿元)	测算浦东客流消费额 (亿元)
日本	37.1%	510	189
美国	39.8%	188	75
韩国	18.5%	509	94
泰国	13.5%	524	71
新加坡	20.5%	179	37
合计		1,909	465

资料来源：各国交通部及旅游观光厅，华创证券

按照座位投放口径，前五大目的占浦东总出境座位投放的 58.8%，则预计浦东出境游客购物消费额合计约 800 亿元，假设 50% 回流，为 400 亿，落在前述测算 280-420 亿元区间内。

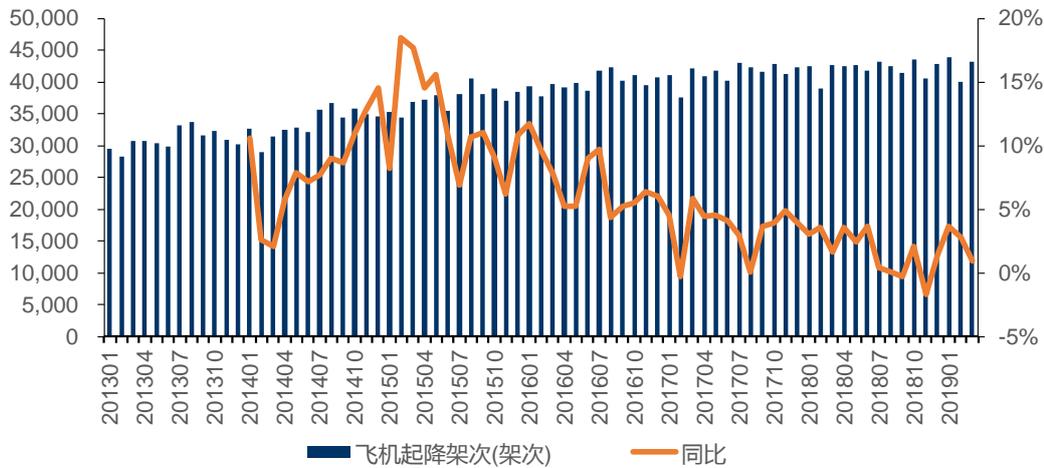
3) 卫星厅 9 月投产，更强资源保障，更大购物面积

公司三期扩建中的主体工程两座相连的卫星厅（S1 和 S2），预计将于 2019 年 9 月建成启用，可满足年旅客吞吐量 8000 万人次需求（规划设计产能，通常可超设计负荷运营）。

卫星厅启用后公司客流量有提速可能。

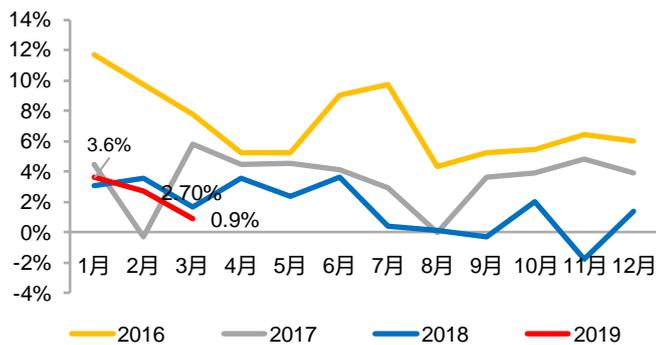
公司上一轮时刻释放后的增速高点在 15 年初（起降架次 18.5%，旅客 26.8%），后受控总量调结构影响，公司 17 年连续多月被限制加班和新航线申请，起降架次增速自 17 年初至今增速均不足 5%，旅客增速不足 10%。

图表 15 上海机场起降架次逐月增速



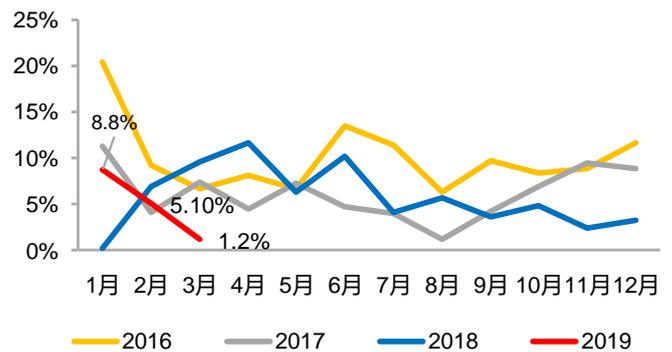
资料来源: Wind, 华创证券

图表 16 上海机场起降增速



资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 17 上海机场旅客吞吐量



资料来源: 公司公告, 华创证券

随着卫星厅投产, 公司有望迎来时刻增量。参考白云机场 18 年 4 月底投产, 19 年 3 月底夏秋航季时刻放量, 总时刻增速达到 6.5%, 远超此前各航季 2% 以内时刻增速。一旦浦东机场时刻出现增量, 将提高公司航空性业务增速, 特别是国际旅客增速预计比此前有明显提高。更为重要的是, 卫星厅免税店面积大幅增加, 品牌品类更加丰富, 购物体验改善, 有望进一步带动免税销售大幅增加。(卫星厅启用后面积大幅增加 9062 平, 为此前面积的 115%)

图表 18 公司免税店面积规划

所属区域	区域性质	面积 (平方米)	合同期
T1 航站楼	进境店/提货点	821	2022 年 1 月 1 日-2025 年 12 月 31 日
	出境店	2465.3	2022 年 1 月 1 日-2025 年 12 月 31 日
T2 航站楼	进境店/提货点	1136	2019 年 1 月 1 日-2025 年 12 月 31 日
	出境店	3431.07	2019 年 1 月 1 日-2025 年 12 月 31 日
S1 卫星厅	出境店	4678	启用日-2025 年 12 月 31 日
S2 卫星厅	出境店	4384	启用日-2025 年 12 月 31 日
总计	-	16915.37	-

资料来源: 公司公告, 华创证券

此外，2019 年 4 月初新开 T1 入境免税店，亦解决面积瓶颈

根据日上免税行上海微信公众号披露，浦东机场 T1 航站楼 4 月 3 日新开 500 平米入境免税店，经营品类包括烟酒、香化和精品，此前面积仅有 100 多平米，总面积增加至 600 多平米。此外预计 T2 航站楼后续也将增加 500 平米入境店面积，此前仅有 300 多平米，总面积增加到 800 平米左右，即不考虑卫星厅，T1 与 T2 合计入境店由此前 400 多平米增加至 1400 多平米左右

经过多年培育，中国消费者已经习惯在入境前，在入境免税店做最后的购物，此前浦东免税店瓶颈在于过小的入境店，品类备货严重不足，排队较长，购物体验较差，本次面积大幅增加，在品类、品牌、存货量方面的增加，都将极大缓解入境购物的拥挤状况，继而刺激单客贡献提升。

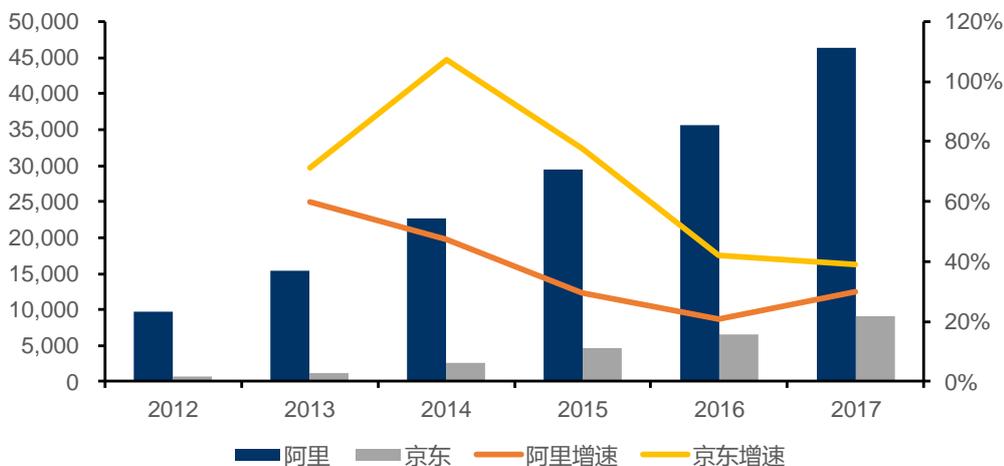
4) 市内免税店即将落地：做大总量，分流或非常有限

市场此前担忧选址浦东的中免市内免税店会对机场产生分流。虽然当前市内店经营模式尚不明确，但我们预计在做大总量的局势下，对机场分流冲击有限：

当前我国免税业格局并非存量争夺，而是在以吸引国人消费回流为抓手，共同做大国内免税市场的过程。考虑当前国内免税的巨大空间和国人消费热情，我们认为市内免税店开业对于机场免税的冲击非常有限。

一个可类比的过程或是阿里和京东的竞争历程，二者共同受益电商崛起，均保持高速增长，并未出现明显此消彼长。

图表 19 阿里京东 GMV 及增速对比



资料来源：公司年报，华创证券

市内店购物需要在机场提货，机场有一定谈判能力。与常规购物不同，市内店购物不能当场提货需要在机场出境时完成提货，而在此过程中机场有一定的谈判能力，市内店或在机场提点和经营模式等方面做出让步。

价格优势或不明显。若市内店位于繁华商圈，过于明显的价格优势会极大冲击周边普通含税商品销售，预计品牌供应商定价会做出相应调整。

2、白云机场：T2 投产+中免发力，免税业务快速追赶期

2018 年之前，白云机场免税业务长期处于较低水平，年免税销售额仅约 3-4 个亿。人均免税消费额仅 20 元左右，远

低于浦东和首都机场 200+水平，与深圳机场基本相同，并没有体现出三大门户复合枢纽应有的水平。2018 年预计公司免税销售额达到约 10 亿元，人均消费约 60 元，较此前的明显提速，我们认为**随着 T2 投产以及中免收购日上后的发力**解决了过往两大压制因素：一是免税面积低，二是免税产品性价比不够（与上海不同，广州临近香港易被分流）

1) 伴随 T2 投产，免税面积大幅增加

白云机场 T1 出境免税和 T2 出入境免税店 18 年先后开业，增加入境免税店 1100 平米（T1 400 平米，T2 700 平米），以及 T2 出境 3544 平米，合计 5944 平米，面积增加 3.6 倍。

图表 20 当前白云机场免税店统计

航站楼		开业时间	面积（平方米）
T1	出境	2008 年 1 月	1300
	进境	2018 年 2 月 1 日	400
T2	出境	2018 年 7 月	3544
	进境	2018 年 7 月	700
	合计		5944

资料来源：公司公告，华创证券

面积增加为免税品类、备货和营销方式改进、购物体验提升奠定基础。此外中免收购日上北京和日上上海后，销售规模大增，极大提高了对品牌供应商的议价能力，可发挥规模效应，并整合日上原有的采购、零售运营、市场营销等优势，最终反映在终端免税品价格、品类、供应保障等上的优势。此外原机场自营免税部分移交中免，有助于提升机场整体免税实力。

2) 中免发力，品类扩充与性价比构筑白云吸引力

前文我们分析，比较全球主要免税渠道价格，中免/日上渠道在相当多品类上具有价格竞争力，特别在亚洲区域具有**明显优势**，其价格优势将最终反映在包括白云机场在内的各个终端渠道。

我们认为短期白云机场单人免税消费额有望快速修复至 100 元左右，总销售额达到约 20 亿元。

考虑客源结构差异和当前经营场地、价格等因素，我们认为白云机场短期单人免税消费额有望先快速修复至 100 元左右，之后伴随国际旅客增长、旅客结构调整、渗透率提高等因素持续提升并逐步向首都、浦东靠拢。虽然最终完全匹敌难度较大，但目前空间已经极大。

统计近年进境免税新招标的二线机场，保底单人消费额介于 20-60 元之间，平均在 40 元以上，且数据尚未包含原有出境免税销售额。白云机场出入境旅客数和免税经营面积远大于二线机场，形成较强的规模效应和价格优势，人均消费额应高于二线机场。

图表 21 二线机场进境免税招标结果

	中标公司	进境免税店 招标面积	保底租金（万元/年）	提成 比例	坪效(万元/平米)	保底销售额	2017 年出 入境旅客	单人销 售额
西安咸阳机场	深免	576	885	8%	1.54	1.11	203	54
昆明长水机场	中免	489	619	9%	1.27	0.69	340	20
重庆江北机场	中出服	572	1373	27%	2.40	0.51	270	19
大连周水子机场	中出服	295	2159	34%	7.32	0.64	151	42

	中标公司	进境免税店 招标面积	保底租金（万元/年）	提成 比例	坪效(万元/平米)	保底销售额	2017 年出 入境旅客	单人销 售额
天津滨海机场	珠免	110	6000	39%	54.55	1.54	245	63
南京禄口机场	中免	600	3300	33%	5.50	1.00	315	32
杭州萧山机场	中免	111	7992(有提货点)	45%	72.00	1.78	450	39
			11055.6（无提货点）	46%	99.60	2.40		53

资料来源：公司公告，机场官网，华创证券

对比美兰机场离岛免税，2017 年美兰机场离岛免税店销售额 20.52 亿元，旅客吞吐量 2258 万人，平均单人贡献 91 元；2018 上半年销售额 11.75 亿元，旅客吞吐量 1235 万人，平均单人贡献 95 元。考虑客源质量、购买条件和价格优势（离岛免税价格一般高于机场），白云机场平均单人免税销售额应当高于海南离岛免税。

图表 22 美兰机场离岛免税店销售额

	2017	2018H1
销售额	20.52	11.75
旅客吞吐量	2258.48	1234.59
购物人数	109.75	64.46
单人免税消费额	90.84	95.13

资料来源：公司年报，华创证券

综合对比，我们认为白云机场单人免税消费额短期有望快速修复至 100 元左右。18 年白云机场出入境旅客为 1730 万人，假设 19 年人均达到 100 元，出入境旅客增长 10%-15%至 1900-2000 万人，则免税销售额提升至约 20 亿元。（相当于较 2018 年翻倍水平）

假设当前 T1 出境免税提点为 35%，鉴于入境提货计为入境销售额，则假设整体出入境销售额比例为 1:1，综合提点为 38.5%，预计公司可获得免税收入 7.7 亿。实际 T1 出境提点或略小于 35%，考虑 T1 国际旅客较少，总免税收入略小于前述数字。

长期看，中性假设 2025 年白云机场国际旅客量 3000 万，人均免税消费额 200 元，白云机场免税销售额可达到 60 亿元（相当于 5 倍于 2018 年），与首都机场 2017 年水平（55.44 亿）接近，机场可获得免税提成 23 亿元/年，对应利润 17 亿元。

3、深圳机场：国际线潜力大

2018 年公司全年完成起降 35.6 万架次，旅客吞吐量 4934.9 万人次，同比增长 4.6%和 8.2%，旅客吞吐量增速在前十大机场中排名第一。全年新开通 15 个国际客运通航城市，其中新开通伦敦、巴黎、苏黎世等 9 个洲际通航点，加密国际客运航线 12 条。国际（含地区）旅客吞吐量达到 458.4 万人次，同比增长 27.4%，占比由 7.9 提升至 9.3%。国际旅客增幅、洲际航线新开数量均为全国第一，实现国际航线开拓数量、质量双提升。

2019 年一季度新开至约翰内斯堡、特拉维夫、都柏林等航线，参考公司公众号，一季度公司国际旅客量达到 119.6 万人次，同比增长 31.2%，延续高速增长趋势。占公司总旅客吞吐量比重达到 9.1%，预计 1 季度国际+地区合计占比 10%左右，较 2018 年全年提升 0.7 个百分点。航线数量方面目前国际通航城市 48 个，公司 18 年年报提出公司将加快推进纽约、旧金山等重点城市洲际航线开通，2019 年完成新开国际航线不少于 8 条，力争尽早实现国际航线总数突破 50 条。公司未来 5-7 月已规划开通名古屋、罗马、德黑兰等航线，预计上半年即突破 50 条航线。

图表 23 深圳机场国际+地区通航城市 (2019.2.25)

航线	城市
洲际 (20 个):	悉尼、洛杉矶、法兰克福、西雅图、奥克兰、墨尔本、布里斯班、莫斯科、凯恩斯、布鲁塞尔、马德里、圣彼得堡、温哥华、达尔文、苏黎世、维也纳、伦敦、巴黎、约翰内斯堡、都柏林。
亚洲 (28 个):	新加坡、首尔、吉隆坡、曼谷、沙巴、普吉、巴厘岛、大阪、胡志明、东京、迪拜、雅加达、岷港、芽庄、清迈、金边、河内、琅勃拉邦、万象、清莱、古晋、西哈努克、宿务、曼德勒、海防、仰光、马尼拉、特拉维夫。
地区 (4 个):	澳门、台北、高雄、台中。

资料来源: 公司官网, 华创证券

此前深度报告我们认为公司处于潜力释放期, 来自于国际枢纽定位的确立、竞争环境改善、三区叠加战略期以及更为重要的是主基地航司发力进行时。

虽然目前国际线占比仍远低于北上广, 也正因国际旅客绝对数量低以及运营商深免集团在实力上与中免集团差距较大, 免税业务尚无明显起色, 但我们认为公司枢纽机场价值明确, 从免税消费角度而言, 会是时间换空间的过程, 值得未来期待。

附、全球视角看机场: 外资最青睐板块之一

机场板块长期为外资最青睐板块之一, 尤其上海机场作为全 A 股最早 (2015 年 5 月 19 日) 因境外持股比例超过 28%, 而被港交所暂停买盘的标的, 该记录直到近 4 年后的 2019 年 3 月 5 日才由大族激光再次达成, 其对外资吸引力可见一斑。

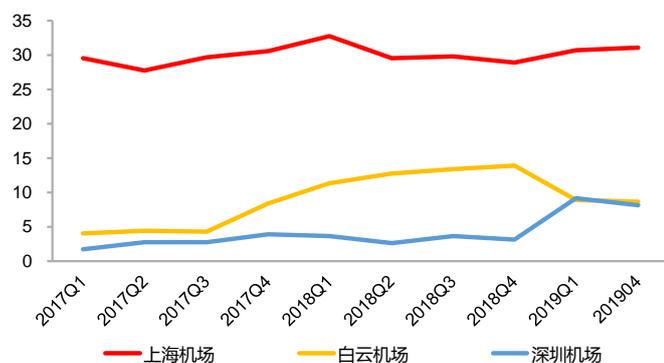
沪港通资金:

2014 年开通, 2017 年披露沪港通持股比例, 机场板块始终为为交运行业最重仓板块。截止 2019 年 4 月 30 日, 陆股通持有上海机场、白云机场、深圳机场流通股本比例达 30.3%、8.49% 和 8.25%。其中持有上海机场 3.3 亿股, 占总股本比例的 17%。

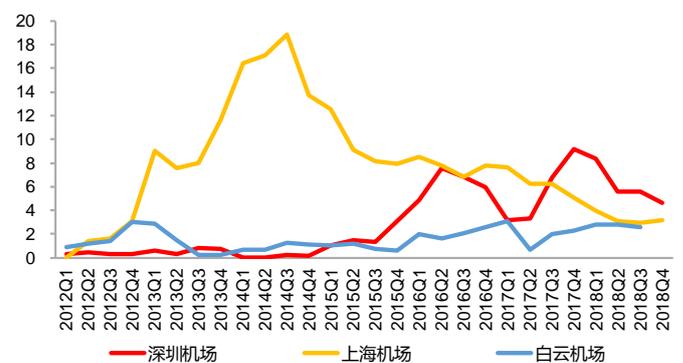
Qfii 资金:

截止 2018Q4 (前十大股东) 披露, 持股深圳机场 (4.7%)、上海机场 (2.6%)、白云机场 (2%)。

因 2014 年开通沪港通, 因此上海机场自 2014 年 Q3 后 Qfii 持股比例下降, 预计部分转移至沪港通道。

图表 24 沪港通持股占流通股比


资料来源: Wind, 华创证券

图表 25 Qfii 持股占比


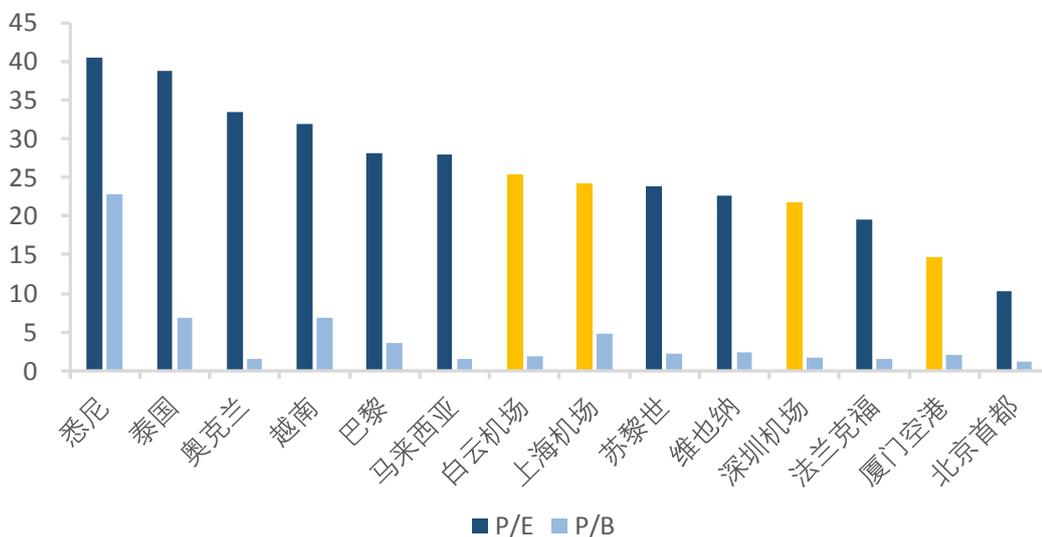
资料来源: Wind, 华创证券

我们在此前《外资为何青睐机场板块？——全球视野下的中国机场配置价值分析》中分析，外资青睐机场板块主要基于三大因素：

- 1) 全球视角看，中国机场整体处于潜力释放期；
- 2) 全球视角看，中国机场估值更为便宜；
- 3) 全球视角看，中国机场分红比例仍有提升空间。

估值比较：PE 角度，上海、深圳、白云 2019 预计分别为 25、22、29 倍，海外机场平均 PE27 倍，我国机场与欧洲苏黎世（24）、维也纳（23）和法兰克福（20）较为接近。但与悉尼（40.6）、奥克兰（33.4）、巴黎（28.1）相比差距较大。

图表 26 全球机场估值水平（PE 为 TTM 或 2018E）



资料来源：公司年报，Bloomberg，华创证券

三、消费视角看航空：供给不匹配掩盖需求稳定性

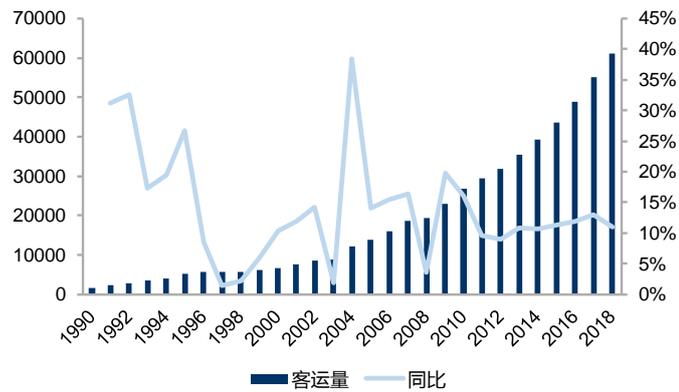
（一）2010 年以来：需求两位数，价格难增长的矛盾

1) 两位数增长延续

1990 年至今，航空客运量由 1660 万人次，增长至 18 年 6.1 亿人次，增长 36 倍，年复合增速 13.7%，本世纪以来复合增速 13.1%，2010 年以来复合增速 10.9%，保持快速增长势头。

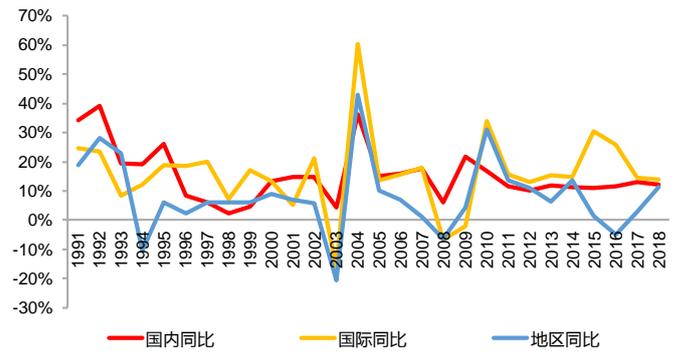
同时航空需求逐步显现出较强的韧性，1990 年至今仅在 96-99 年（期间亚洲金融危机）、03 年（非典）、08 年（金融危机）、12 年（GDP 首次跌破 8%）个位数增长，但此后年份均显现出较强的修复趋势。

图表 27 我国旅客人数增速



资料来源: wind, 华创证券

图表 28 分区域旅客增速比较



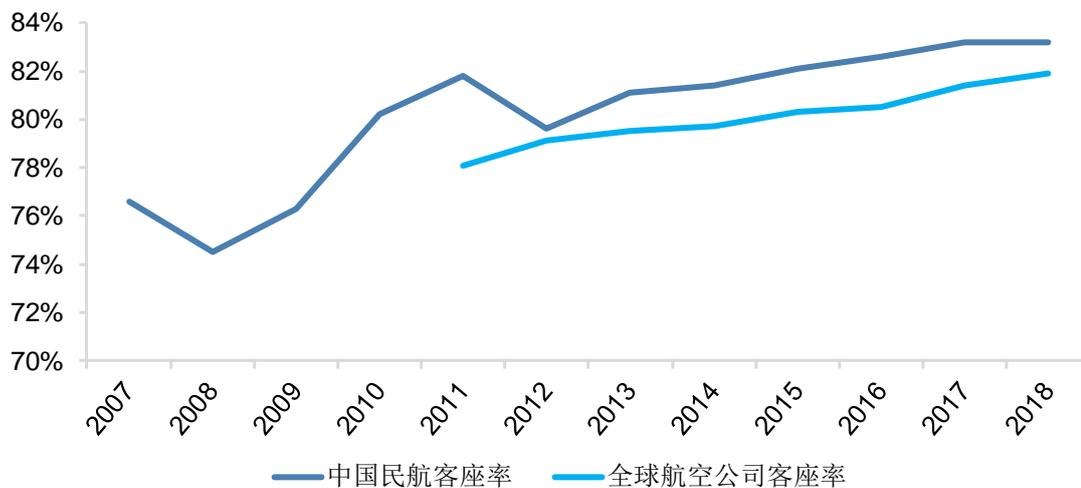
资料来源: wind, 华创证券

2) 客座率持续上行

近年来我国航空客座率水平逐年提升:

2010 年航空客座率首次突破 80%，此后未曾跌破这一水平，2015-2018 年，我国航空客座率分别为 82.1%、82.6%和 83.2%及 83.2%，保持在较高水平，并逐年提升；2018 年全球航空客座率为 81.9%。

图表 29 2007-2018 客座率水平



资料来源: Wind, 华创证券

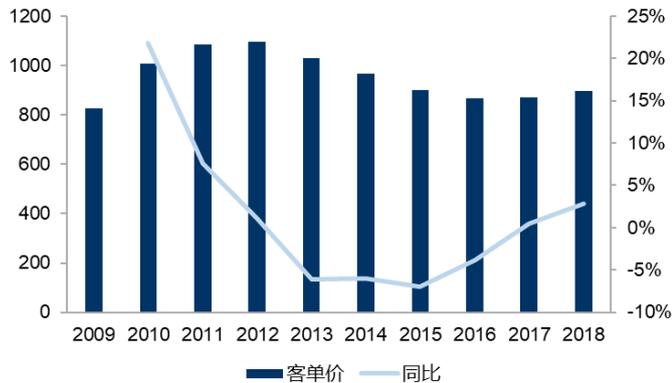
3) 但价格至 2017 年方才止跌，18 年开始回升

2017 年全行业航空公司收入 5334 亿元，同比增速 13.6%，按照客运收入占比 90%来测算，2017 年人均票价 870 元，同比止跌微涨 0.5%，

我们测算 2018 年客单价为 895 元，同比增长 2.8%（含燃油附加费影响）。

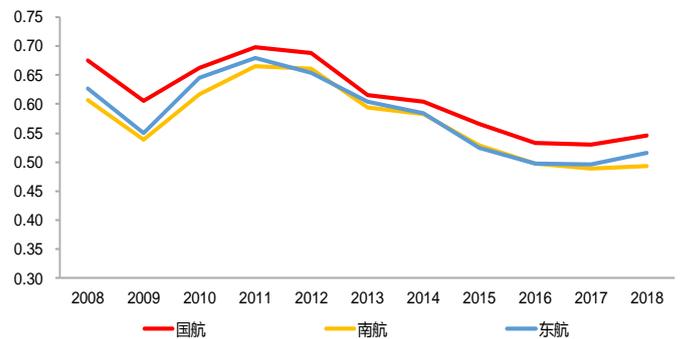
从三大航客公里收益水平看，同样 2018 年出现了集体回升，合计上涨 2.5%，其中东航 4.1%、国航 2.9%、南航 1%。

图表 30 行业平均票价走势



资料来源: wind, 华创证券

图表 31 三大航客公里收益水平



资料来源: wind, 华创证券

4) 过快供给掩盖了需求潜力

飞机引进: 飞机引进为供给增速的硬约束, 决定了航司基本的运力增幅水平, 虽然航司可通过提高飞机利用率、拉长航距等方式提高 ASK 供给增速, 但可调整空间较小, 通常合计仅可在飞机引进增速 $\pm 2\%$ 以内调整;

时刻增速: 时刻增速为软约束, 以各航司换季申请时刻增速为基础增速, 但考虑时刻执行率、航季中临时时刻增加、新机场投产等因素, 时刻表增速对于判断航司最终供给增速误差较大, 且指引期偏短。

我们以飞机引进增速为供给增速预测的主要依据, 时刻增速作为辅助。

飞机引进增速

2010-18 年, 行业机队由 1597 架上升至 3615 架, 复合增速 10.8%, 与 2010 年以来需求复合增速 10.9% 基本一致, 同期全行业 ASK 增速 12.4%;

飞机引进/退出角度, 15 年至今飞机引进增速介于 13-15% 之间, 退出占比 2.5%-3.5% 之间, 净增复合增速 11.1%。

根据上市公司披露机队规划测算, 未来 19-20 年机队和座位增速均由 18 年 12% 左右降至 10% 和 8% 左右。

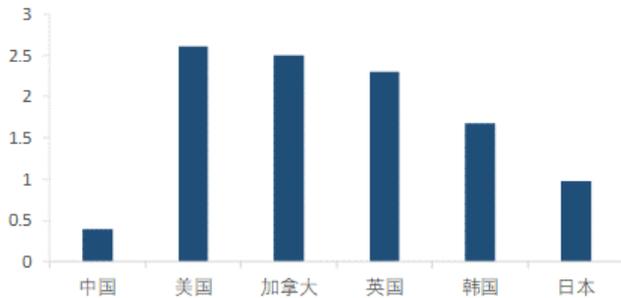
2015-18 年行业机队规模增速分别为 11.8%、11.3%、11.7% 及 9.7%,

2018 年净增飞机数量从 17 年的 346 架降至 319 架, 飞机增速放缓叠加时刻控总量, 使得行业供需较为匹配, 即便在四季度经济下滑对航空需求产生冲击情况下, 行业整体价格水平回暖提升。

5) 看潜力: 我国航空出行渗透率仍处低位

国际比较看人均乘机次数: 提升空间巨大。 2018 年我国航空客运量为 6.12 亿人次, 人均乘机 0.44 次, 仅相当于美国上世纪 60 年代水平, 目前美国、加拿大、英国该比率为 2.5 左右, 亚洲国家中韩国 1.7 次, 日本 0.98 次, 均数倍于我国。

航空出行占比提升显著: 从综合交通运输体系的演变看, 民航客运周转量占比已由 2007 年的 12.9% 提升至 2017 年的 29.0%, 提升幅度超过铁路, 航空逐渐成为大众出行方式。

图表 32 2018 年，我国人均乘机次数仅为 0.44 次


资料来源: wind, 华创证券

图表 33 07-18 年民航客运周转量占比提升一倍多


资料来源: wind, 华创证券

预计未来我国旅客人数可保持两位数增长

- 1) 民航局战略规划: “到 2020 年, 中国人均乘机次数达到 0.47 次; 到 2030 年, 人均乘机次数达到 1 次, 旅客运输量达到 15 亿人次”。相当于未来十年保持年均 10% 左右的增长速度。
- 2) 从中美航空需求与 GDP 的系数来看, 我国航空业维持 1.5-2 的比例关系是大概率事件, 在 GDP 不低于 6 的情况下, 两位数增长可持续。

空间: 按照我国人口 14 亿计, 占全球 76 亿人口的 18%, GDP 占全球约 17%, 航空旅客人数 6.12 亿次, 占全球航空出行人数 43 亿人次的 14%, 低于人口及经济总量占比。

(二) 长期看: 黄金线的商务需求依旧被低估

我们以京沪航线这一代表性的商务干线来分析: 运输量大、商务性强、稳定性高, 因北京与上海两大核心机场繁忙程度高, 京沪线难以增加航班运力, 而需求始终稳中有增, 客座率维持高位, 折扣普遍较少。

运量来看: 需求具备韧性, 短暂冲击后, 与高铁共生发展

2001-2016 年, 京沪线客运量由 283 万人增至 777 万人, 增长 1.7 倍, 复合增长 7%, 增速下滑的年份主要在 2003 年非典 (下滑 5.7%), 2008 年金融危机 (下滑 0.6%), 以及 2011-13 年京沪高铁开通后带来的分流效应 (11-13 年分别下跌 5%、3.6% 及 1.6%)。

在非典及金融危机后反弹力度均较大, 2004 年增速 36%, 2009 年增速 12.8%, 而在 09 年四万亿效果体现在经济向上的 2010 年间, 京沪线旅客增速达到 15.2%。

高铁的分流影响消化 3 年, 到 2016 年已经超过开通前水平 4%, 体现了航空需求潜力带来的韧性。

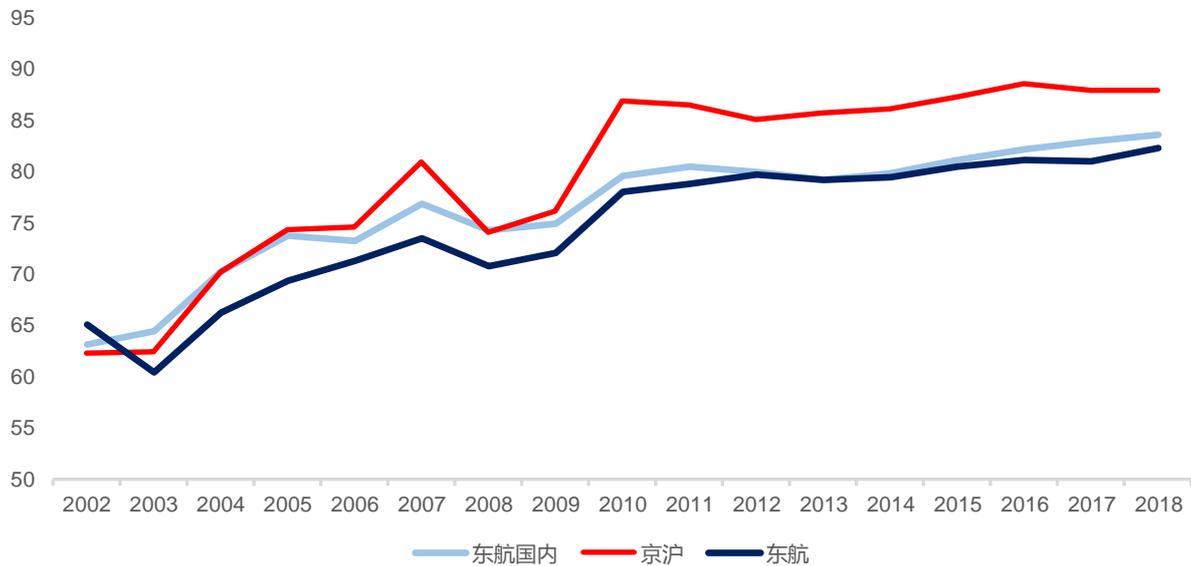
客座率角度: 2010 年以来明显高于行业

京沪线从 2002 年的 62.3% 提升至 2017 年的 88% 之上, 预计 2018 年京沪线客座率维持在 88% 左右的高位, 全行业客座率由 2002 年的 63.2% 提升至 2018 年的 83.2%, 国内航线客座率 2017 年为 84.8%, 2018 年东航整体客座率 82.3%, 其中国内 83.7%。

京沪线客座率的下降主要发生在 2008 年金融危机, 但之后的 2010 年达到了 86.9% 的第一个高位, 此后高铁开通的 2011-12 年略有下降, 至 2016 年开始维持在 88% 的高位水平。

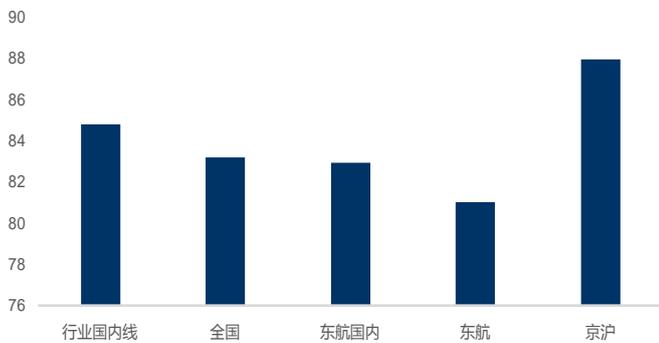
整体而言，除 2008 年金融危机外，京沪线的客座率水平始终高出行业国内线以及东航水平，2010 年以来比行业国内线客座率高出 3-4 个百分点左右，比东航国内线水平高出 5-6 个百分点左右。

图表 34 京沪线客座率与东航比较



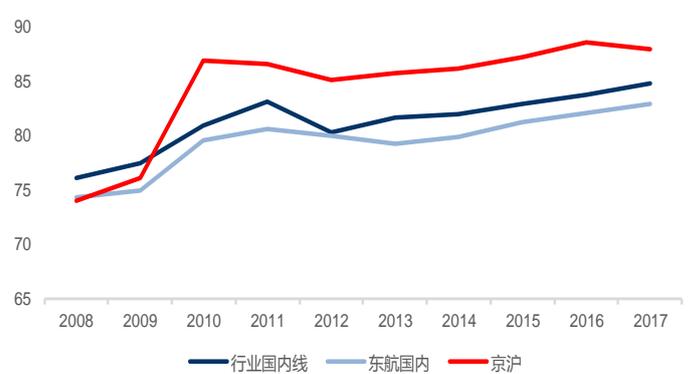
资料来源: Wind, 华创证券

图表 35 2017 年客座率比较



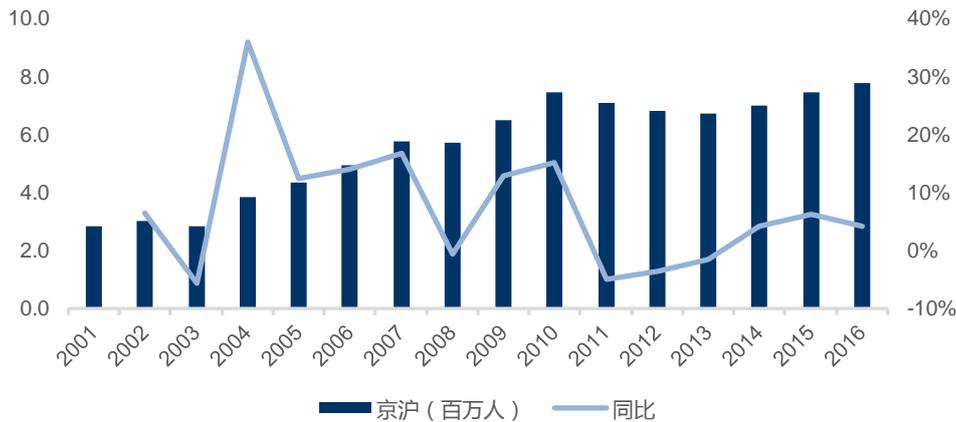
资料来源: Wind, 华创证券

图表 36 2008-17 年京沪与国内线客座率比较



资料来源: Wind, 华创证券

图表 37 京沪线客流量



资料来源: Wind, 华创证券

注: 2011-14, 高铁迅速成网期, 对相应线路航空旅客产生短期冲击, 高铁 4 小时以内通达线路冲击最大, 长航线则极少受影响, 而即便受冲击后, 以 2016 年数据看, 已经恢复到开通前的水平或更高。京沪线因时间效率是受高铁冲击表现最为剧烈的线路, 但 2011 年开通后的三年内下滑了 10% 的客流量, 到 2016 年已经超过开通前水平 4%, 体现了航空需求潜力带来的韧性。

图表 38 四纵四横高铁网络开通对沿线客流影响

线路	里程	飞行小时	高铁历时	高铁开通年份	高铁开通前最高客流	最大下滑比例	最新客流	相比开通前高点客流	
京沪线	北京-杭州	1,200	2小时20分	4小时18分	2011	237	-6.8%	248	4.6%
	北京-上海	1,080	2小时20分	4小时18分	2011	747	-9.9%	777	4.0%
	北京-南京	981	2小时	3小时13分	2011	105	-19.0%	90	-14.3%
京港线	北京-深圳	2,077	3小时50分	8小时35分	2012	306	0.0%	407	33.0%
	北京-广州	1,967	3小时35分	8小时1分	2012	352	0.0%	468	33.0%
	广州-武汉	873	2小时	3小时38分	2009	116	-39.7%	99	-14.7%
京哈线	北京-武汉	1,133	2小时25分	4小时17分	2012	175	-24.0%	141	-19.4%
	深圳-武汉	938	2小时5分	4小时11分	2011	106	-50.0%	70	-34.0%
	北京-哈尔滨	1,010	2小时5分	7小时	2012	163	0.0%	194	19.0%
东南沿海高铁	北京-大连	579	1小时30分	4小时32分	2012	183	-2.2%	182	-0.5%
	北京-沈阳	649	1小时30分	3小时58分	2012	129	-24.0%	98	-24.0%
	上海-深圳	1,343	2小时30分	7小时56分	2013	385	0.0%	506	31.4%
沪昆线	深圳-杭州	1,179	2小时	7小时3分	2013	138	0.0%	179	29.7%
	上海-福州	678	1小时35分	3小时40分	2013	104	-2.9%	124	19.2%
	上海-厦门	878	1小时55分	5小时16分	2013	245	-1.2%	261	6.5%
沪蓉线	广州-厦门	567	1小时30分	3小时51分	2013	120	-35.0%	78	-35.0%
	上海-贵阳	1,702	3小时5分	8小时19分	2015	124	0.0%	134	8.1%
	上海-昆明	2,042	3小时35分	10小时39分	2016	187	0.0%	194	3.7%
沪蓉线	上海-长沙	964	2小时	4小时25分	2014	157	-8.9%	143	-8.9%
	上海-成都	1,782	3小时30分	11小时8分	2014	240	0.0%	340	41.7%
	上海-重庆	1,537	3小时10分	10小时34分	2013	195	0.0%	263	34.9%
沪蓉线	上海-武汉	761	2小时10分	3小时56分	2010	121	-11.6%	148	22.3%

资料来源: Wind, 携程网, 华创证券

价格角度: 旺季锦上添花, 淡季雪中送炭, 长期依旧被低估

2018 年 1 月民航局发文推动客运价格市场化, 黄金航线经济舱上限得以在规则内, 每航季上浮不超过 10%, 此举有助于航空公司在供需结构紧张的旺季充分实现航线收益的最大化。

2018 年 4 月中旬开始提价, 黄金航线价格于 6 月中开始调整, 价格提升更多体现在 2018 年下半年。

2018 年报表显示: 国内含油客公里收益, 东航、国航、南航分别同比增长 4.1%、2.6%及 1.9%; 上半年为 1.44%、3.39%、持平。下半年表现好于上半年。

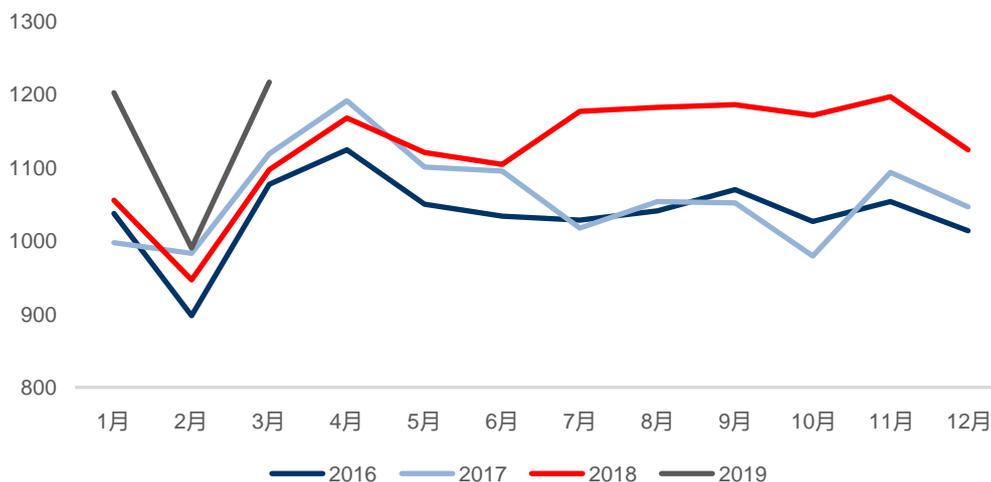
从上市公司披露数据看：国航提价航线 57 条，带来收益贡献 14 亿，上半年包括 99 条两舱航线及 22 条国内经济舱价格合计增收 3.56 亿元，因此我们可以理解为价格市场化政策给国内下半年带来的收入增长至少 11 亿元左右，国内客运收入 796 亿，上半年 383 亿，下半年 413 亿，占比 2.7%，**即 57 条航线提价推动整体国内收入增长 2.7%，贡献边际利润 8 亿元左右，占下半年利润的 22%**。为公司抵御外部风险带来了帮助。单四季度单季公司含油座收同比提升超过 6%，更是反应运价提升带来的效果。

我们从携程网等平台抓取数据做模拟测算（与实际值或存在出入），我们发现京沪线的典型特征：

- 1) 春运所在月以及 12 月为其淡季：**2016-19 年 1-3 月间因春节分布不同，2 月均为价格最低水平，每年末的 12 月同样是价格低点
- 2) 正点率会影响其票价水平：**体现在 2017 年的暑运 7-8 月，行业极低的正点率水平导致京沪线商务旅客转而从高铁出行，而当年的低正点率也直接引发了民航局控总量、调结构政策的出台，历经三个航季的调整，行业正点率的提升也增强了航空出行对商务旅客的吸引力。
- 3) 2017 年：**4 月价格水平走高系因北京首都机场中跑道维修导致，而 10 月的价格走低系因当年当月有十九大会议的召开，需求在 11 月集中释放。
- 4) 2018 年：**6 月中京沪线价格从 1240 元提升至 1360 元，18 年 11 月进一步提升至 1490 元，在 18 年 7-9 月的暑运旺季中效果明显，我们观察实际票价提升幅度均达 10% 或以上（意味着折扣减少），但在 18 年 11-12 月因受到经济环境影响，第二轮调价效果并不十分明显，但较提价前仍能带来 10% 左右的有效提升。

我们测算 2017 年京沪线平均折扣约 86 折，2018 年调整两次价格后的经济舱全价票均价 1327 元，折扣 85 折。2019 年当前运行全价票价格 1490 元，因所处春运淡季，平均实际价格预计在 1140 元附近，相当于 76 折。随着后续经济回暖，预计京沪线价格将得以提升。

图表 39 京沪线票价水平趋势模拟



资料来源：携程旅行网，华创证券

长期价格依旧被低估：

京沪线历经两次调价至 1490 元经济舱全价票，最早市场化的北京-杭州亦提价 10% 至 2420 元，而北京-无锡，北京-南京航线均提了 20%，因此京沪线依旧是长三角地区与北京往来的价格洼地。同时与高铁的比较中，我们发现除京沪外，均高出高铁商务座水平。

我们预计京沪线长期看，会向当前的北京-杭州靠拢（实际执行票价会存在折扣），而东航在京沪线的占比超过 50%，测算达到 52% 左右，因过往京沪线全年平均折扣在 85 折左右，但提价至京杭线后实际折扣会降低，保守预计低至 7 折左右，则对东航带来收入增厚 22 亿，利润增厚约 17 亿，相当于 2018 年扣汇利润的 30% 以上。

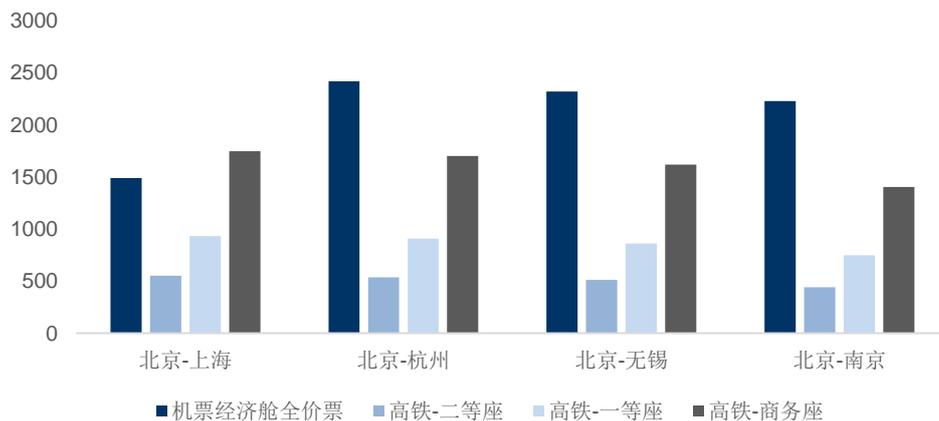
提价 10%，不考虑折扣变化，则增厚收入约 5 亿元，利润 3.9 亿元。

图表 40 京沪线与相邻航线价格比较

	航空出行			高铁出行					
	调价前	2019年	较京沪线	时间	二等座	一等座	商务座	最快	最慢
北京-上海	1240	1490		2小时10分	553	933	1748	4小时18分	6小时13分
北京-杭州	2200	2420	62%	2小时20分	538.5	907	1701	4小时54分	6小时40分
北京-无锡	1920	2320	56%	2小时15分	513.5	863.5	1618.5	5小时2分	5小时34分
北京-南京	1850	2230	50%	2小时	443.5	748.5	1403.5	3小时33分	4小时30分

资料来源：携程旅行网，华创证券

图表 41 京沪线与相邻航线价格比较

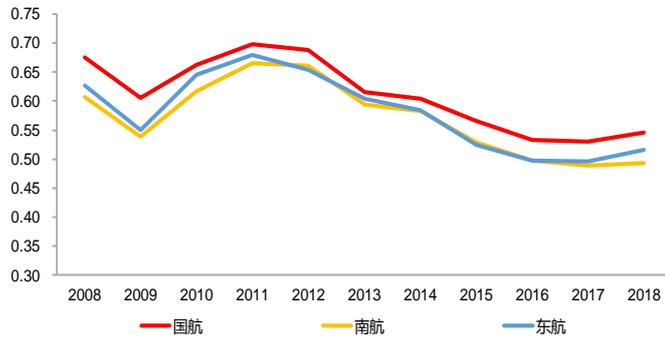


资料来源：携程旅行网，华创证券

（三）边际看：超级承运人+超级枢纽机场将共创航线繁荣

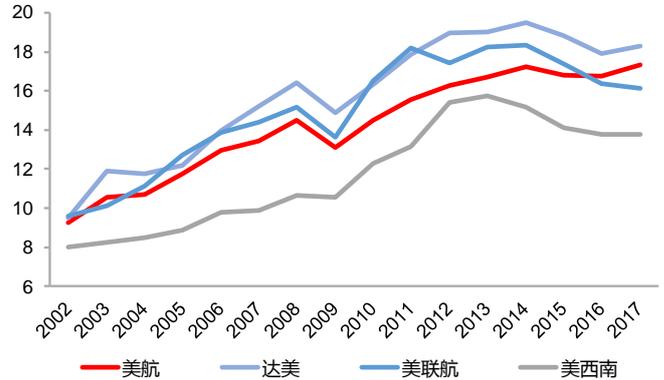
此前深度中，我们分析美国大航在其枢纽机场市占率的提升推动了价格水平上行，而中美大航的市占率差异就在枢纽机场的份额之差。对比中美头部航空份额，差距并不明显，但从收益水平上，美国四大航连年上行，而我国三大航在 2010 年后连跌数年。

图表 42 我国三大航客公里收益水平（元）



资料来源: Wind, 华创证券

图表 43 美国四大航收益变化（营业收入/ASM）



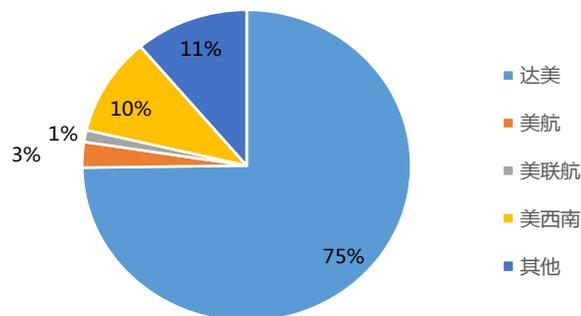
资料来源: Wind, 华创证券

枢纽机场集中度是核心: 相比国内航司, 美国航司非常强调在大型枢纽的掌控力, 市场份额至少都在 50% 以上, 一般能达到 60%-70%, 以求在高度控制的市场获取超额利润。

例如达美航空在亚特兰大、明尼阿波利斯、盐湖城、底特律四大枢纽占比分别达到 74.8%、53.7%、52.6% 和 50.4%, 而对于亚特兰大机场, 除达美外, 其他航司最多仅占比 10% (美西南), 因此达美在亚特兰大机场拥有绝对掌控力。

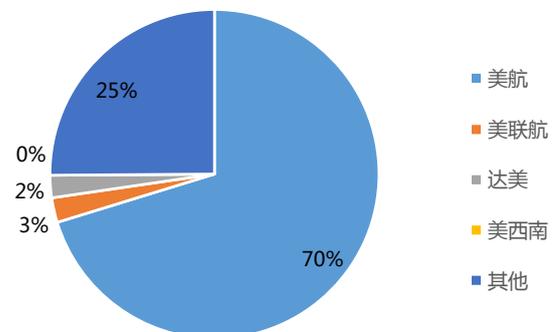
同样美国航空在最大枢纽达拉斯占比 70.26%; 美西南在休斯敦占比超过 90%

图表 44 亚特兰大机场各航司份额



资料来源: Wind, 华创证券

图表 45 达拉斯机场各航司份额



资料来源: Wind, 华创证券

伴随整体市场集中度提升, 各航司在各自核心枢纽份额同样不断提升。观察各大航司主要枢纽机场份额, 总体呈提升趋势。而美国四大航收益水平也呈逐年走高趋势, 期间金融危机虽经历波折但此后又呈升势, 近年由于油价下跌, 略有回调, 总体仍处于高位。

自 1990 至 2017 年, 美航、达美、美联航、美西南收益年均复合增速分别为 4.3%、4.5%、3.5% 和 3.7%

图表 46 达美航空在亚特兰大机场份额变化



资料来源: BTS, 华创证券

图表 47 美航在迈阿密机场份额变化

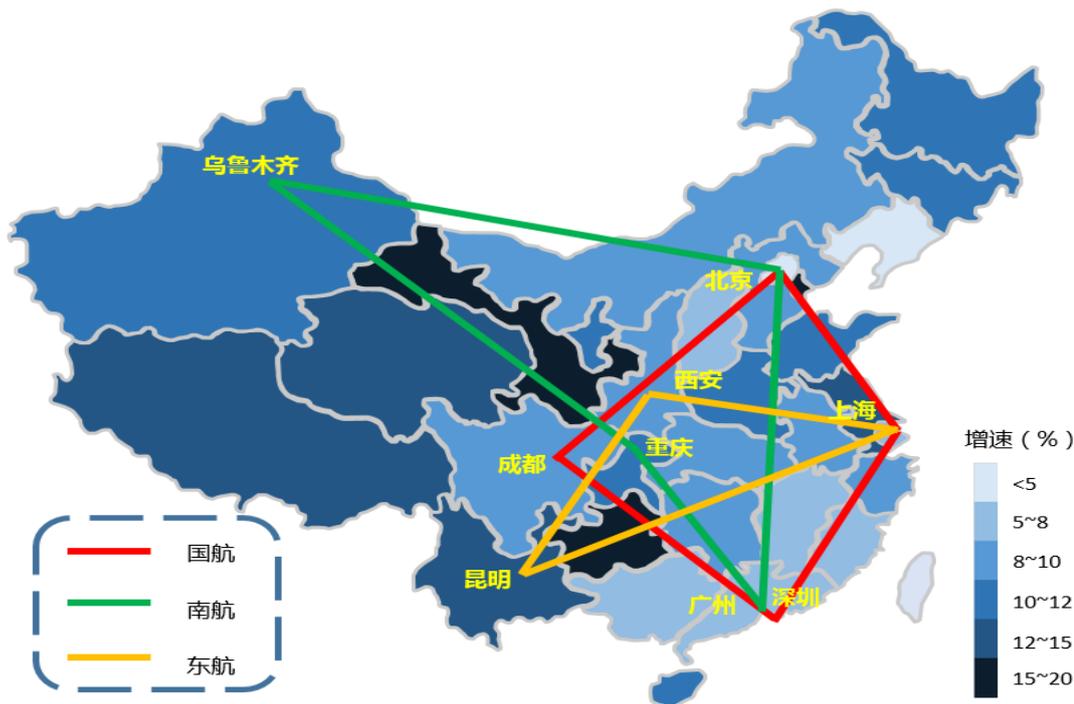


资料来源: BTS, 华创证券

东方航空为例: 核心枢纽份额提升使得客运价格市场化的效果叠加发酵

东方航空在国内四大基地: 上海两场, 北京两场, 昆明及西安, 2018 年以旅客运输量计分别市占率为 41%, 18%, 37% 及 29%。

图表 48 三大航的枢纽布局



资料来源: Wind, 华创证券

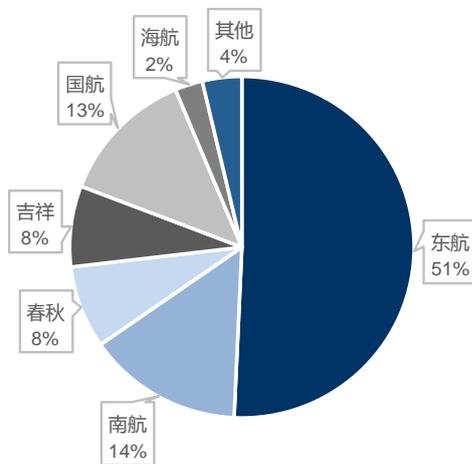
图表 49 东方航空四大基地市占率



资料来源: Wind, 华创证券

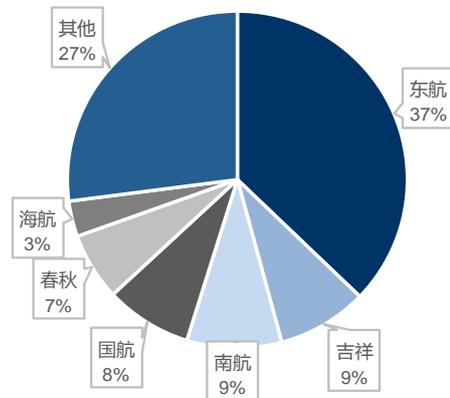
我们测算公司在虹桥机场市占率达到 51%，在浦东机场市占率达到 37%（系因国际航空公司在浦东机场有更高的占比），前文我们所述虹桥机场是全国最高收益水平市场，利于东航提升收益水平。

图表 50 虹桥机场占比



资料来源: Wind, 华创证券

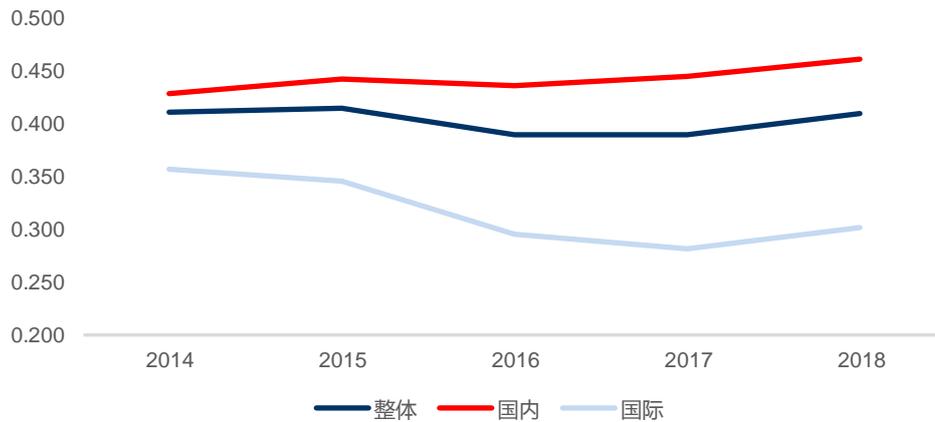
图表 51 浦东机场占比



资料来源: Wind, 华创证券

从座公里收益水平看: 公司 2018 年收益水平相比 2015 年, 整体下降了 1.3%, 但分结构看, 国内座收同比增长 4.3%, 国际下降 12.7%, 主要为 2015-16 年争抢欧美航权, 全行业加投欧美线导致收益水平拖累, 最为激烈的 2016 年公司国际线座收同比下降 14.4%。

但 2018 年随着日韩线的繁荣, 以及欧美的复苏, 整体国际线涨幅 7.4%, 而国内航线受益于客运价格市场化的推进, 同比提升 3.7%。国内线的稳定一定程度也反应公司国内枢纽基地份额提升成为了稳定剂。

图表 52 东方航空不含油座公里收益水平


资料来源: Wind, 华创证券

图表 53 东方航空不含油座公里收益水平

	不含油座收			同比		
	整体	国内	国际	整体	国内	国际
2015	0.415	0.444	0.346	1.0%	3.4%	-3.1%
2016	0.390	0.437	0.296	-6.1%	-1.5%	-14.4%
2017	0.390	0.446	0.281	0.0%	2.1%	-5.0%
2018	0.410	0.463	0.302	5.1%	3.7%	7.4%
2018vs2015	-1.3%	4.3%	-12.7%			

资料来源: Wind, 华创证券

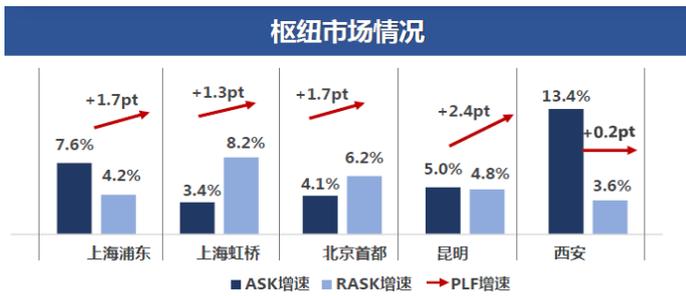
提价的 2018 年，与公司枢纽市场集中度提升共生：

2018 年上海两场、北京两场、昆明、西安市场份额分别为 41.0%、18.2%、37.4% 和 28.5%，同比提升 0.6pt、0.4pt、0.8pt，西安基本持平。

国内市场：座公里收入增长达到 4.9%。上海浦东、上海虹桥、北京首都、昆明、西安的座收提升分别为 4.2%、8.2%、6.2%、4.8% 和 3.6%。

上半年公司座公里收益水平提升幅度整体弱于全年。尤其上海市场中，虹桥座公里收益上半年提升 4.3%，全年提升达到 8.2%，北京市场由 2.8% 提升至 6.2%，西安增长，昆明增速下降，整体来看，核心枢纽份额提升也使得客运价格市场化的效果叠加发酵。

图表 54 东方航空国内枢纽表现 2018 年



资料来源: Wind, 华创证券

图表 55 东方航空国内枢纽表现 18H1



资料来源: Wind, 华创证券

未来先机: 与吉祥(均瑶集团)交叉持股, 共同做大做强上海市场。 超级承运人+超级枢纽的配置, 将是我国未来龙头发展方向。我国航空业格局有望复制美国航空业的集中度提高、枢纽机场份额提高, 继而带动票价走高的路径。随着东航与吉祥联手在上海份额超过 50%, 国航在天合联盟搬迁至二机场后将在首都机场份额达到 60-70%左右, 超级承运人+超级枢纽的迹象将显现, 由此或提高航线质量稳定性, 巩固并提高航线收益水平。

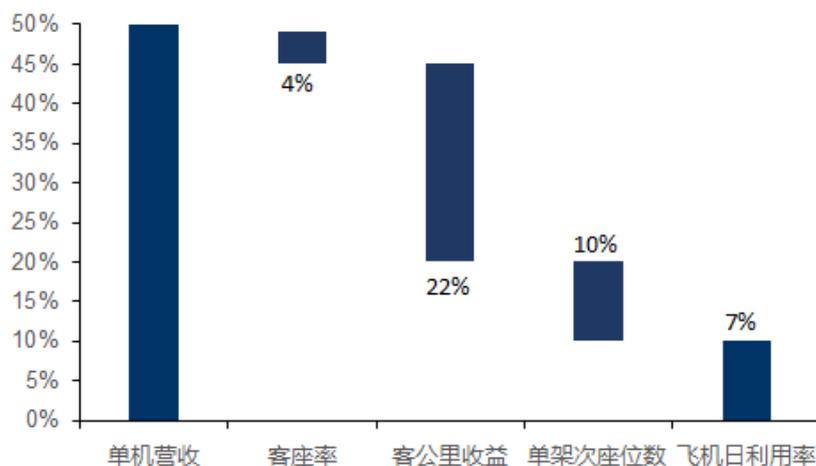
(四) 破局之变: 如果南航转变经营思路

此前深度报告我们对比南航与达美, 发现承运规模计: 南航客运量为达美的 87%, 但可用座公里为达美的 70%。收入规模: 南航仅为达美的 47%, 利润角度 17 年达美利润为我国三大航之和的 120%, 达美最高利润 2016 (剔除特殊项后 303 亿) 是国航 2010 年 (扣汇 108 亿) 的 2.8 倍。

差距因何而起? 达美相比南航单机营收高约 50%, 主要来自于平均客座率高 4-5%, 客公里收益高 20-25%, 单架次平均座位数高 10%, 飞机日利用率高 8-10%。

达美单机营收 2.2 亿, 比南航 (1.5 亿) 高约 50%, 分解看, 平均客座率高 4% (达美 86.2%, 南航 82.2%), 客公里收益高 23% (达美 0.6, 南航 0.49 元), 单架次座位数高 10% (达美 137, 南航 125), 飞机日利用率高 8% (达美 10.5, 南航 9.8)。

图表 56 达美南航单机营收差距分布 (示意图)



资料来源: Bloomberg, 公司公告, 华创证券

图表 57 达美和南航收入端对比汇总表

2017	达美	南航	差距	原因
客座率	86%	82%	4PTS	行业发展阶段、供需格局、航司在主基地份额、收益管理水平等
客公里收益	0.6	0.49	22.4%	行业发展阶段、供需格局、航司在主基地份额、收益管理水平等
平均单机座位数	137	125	9.6%	更高的宽体机占比和国际航线占比
日利用率	10.5	9.79	7.3%	更高的远程航线占比和运行效率

资料来源：公司公告，华创证券

南航近两年为备战北京大兴机场，以打造广州-北京双枢纽，在运力引进与投放上领先于行业，

2018 年公司 ASK 增速 12%，高于东航的 8.3% 及国航的 10.4%，

2019Q1 公司 11.3% 的 ASK 增速亦为三大航最快（国航 6.6%，东航 10.9%）

我们观察 2019 年南航拟净增飞机 75 架，占比 9.4%，高于东航的 8.7% 及国航的 8.3%，2020 年净增增速 8.2% 亦为最快。

但近期公司随着新领导就任，或调整收益管理计划，进行统筹规划。

一旦南航对于收入体量的追求从投放量的动力转为价格动力，那么对于亏损的远程航线或采取减班等策略以降低亏损额，对于优质航线争取加密班次获得较好收益。那么我们认为公司拥有国内最大机队规模，一旦经营策略由规模扩张转向收益品质提升，将在旺季释放业绩弹性。

同时南航在追求收益品质目标后，对于局部市场的竞争将得以有效缓解，利于春秋、九元（吉祥旗下）等低成本航空的发展。

图表 58 三大航引进计划

客运机队 不含公务机等	计划引进					计划引进增速（不考虑退出）				净增（考虑退出）				剔除MAX后净增增速	
	所有机型	其中737MAX				所有机型	剔除MAX增速			数量	增速			数量	增速
2018	2019	2020	2019	2020	2019	2020	2019	2020	2019	2020	2019	2020	2019	2020	
国航 664	72	57	32	33	11%	9%	6%	4%	55	46	8.3%	6.4%	23	3.5%	
东航 680	60	61	11	24	9%	9%	7%	5%	59	51	8.7%	6.9%	48	7.1%	
南航 800	114	89	45	51	14%	11%	9%	5%	75	72	9.4%	8.2%	30	3.8%	
合计 2144	246	207	88	108	11%	10%	7%	5%	189	169	8.8%	7.2%	101	4.7%	

资料来源：Wind，华创证券测算

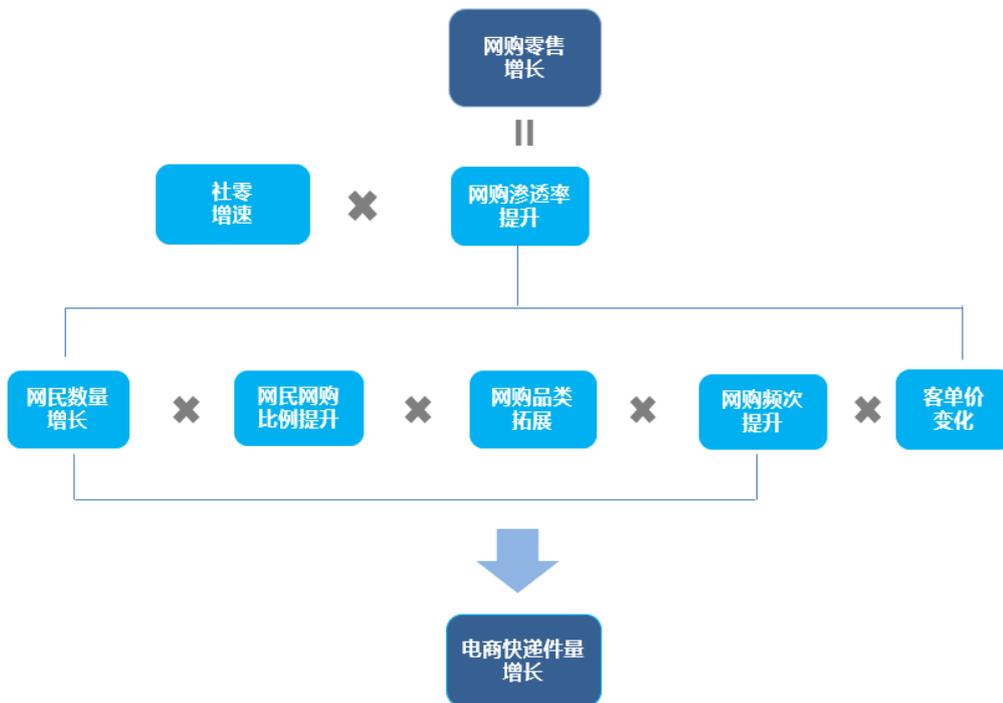
四、消费视角看快递：龙头集中尽享电商红利

(一) 长期看：电商红利仍将待续

1、电商快递需求分解：网购渗透率仍在提升

此前深度报告中，我们将快递行业需求潜力框架定义为：网民数量增长*网购渗透率提升*购买频次增加*网购品类拓展。

图表 59 电商快递需求分解图



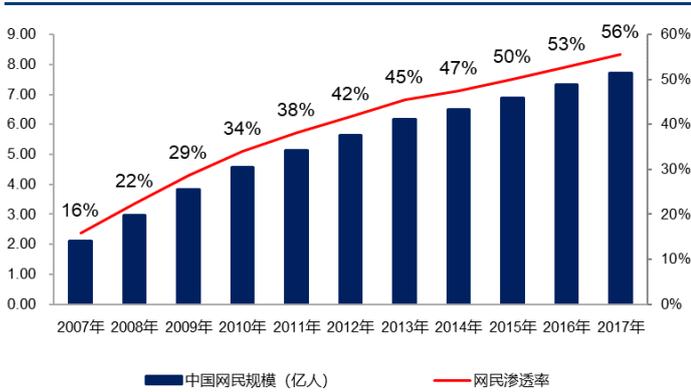
资料来源：Wind、华创证券

网民数量增长和网民网购渗透率提升

2007-17 年，中国网民渗透率从 16% 提升至 56%，其中网购用户渗透率从 22% 提升至 71%。

2014 年以来尽管网民规模增速降至 6% 左右，但智能手机的使用比例提升、移动支付的便捷，使得手机购物超越 PC 端成为主流购物模式，从而拓展了更多的网络购物场景，使得网购频率从低频向高频转变。

图表 60 中国网民渗透率（2007-2017 年）



资料来源: Wind、华创证券

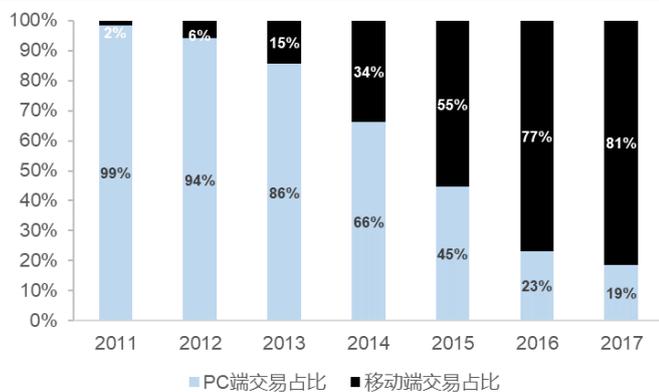
网购频次提升

2010-15 年人均交易次数由 20 次提升至 62 次，增长 2.1 倍

移动端网购占比由 2011 年的 2% 已经提升至 17 年的 81%，而移动端购买频率高于 PC 端，半个月內发生购买行为的占比 50.2%，PC 端为 44.6%。

15-17 年每月购买 2 次以上的比例从 83% 提升到了 98%。

图表 62 中国网购交易规模 PC、移动端占比

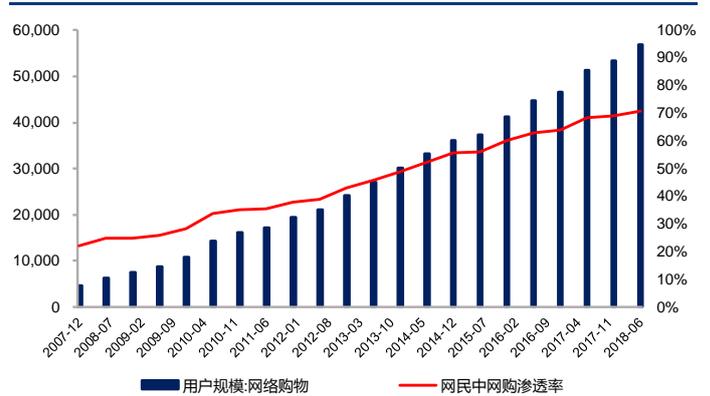


资料来源: 普华永道咨询, 艾瑞咨询, 华创证券

由上述因素，我们观察实物商品网上销售额占社零总额的比重从 2015 年的 8% 提升至 19 年 3 月的 18.2%（约相当于韩国 2016 年的水平）。

2018 年社零增速 8.98%，网购增速 25%，2019 年截止 3 月社零累计增速 8.3%，网上实物购买销售额增速依旧维持 20% 以上增速。

图表 61 中国网民的网购渗透率

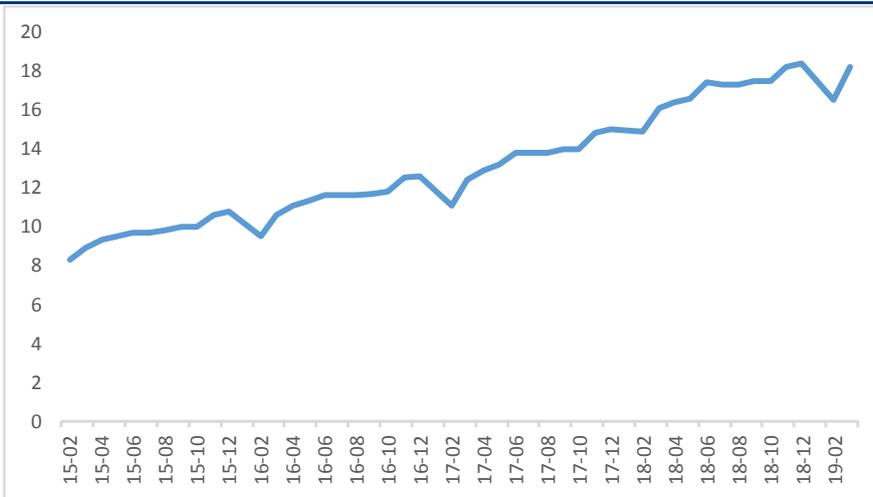


资料来源: Wind、华创证券

图表 63 中国网购频次（2015-2017 年）



资料来源: Wind、华创证券

图表 64 网购占社零比重


资料来源: Wind、华创证券

2、拼多多等新型电商平台贡献行业新增量

拼多多的增长: 2018 年平台 GMV 达 4716 亿元, 同比增长 234%, 活跃买家数达到 4.19 亿, 同比 71%。

对快递单量贡献: 2017 年拼多多客单价约 32.8 元, 产生订单量约 43 亿件, 占行业比重的 11% (行业 401 亿件), 2018 年产生订单量 111 亿件, 占行业比重的 21.9% (行业 507 亿件), 平均客单价提升至 42.5 元,

我们测算, 2018Q1 客单价已提至 38.9 元, 单量占行业比重为 17%, 假设 Q3 客单价 40 元, 则产生单量占行业 24%, Q4 达到了 43.8 亿件, 占比 27.4%, 是行业非常重要的增量贡献。

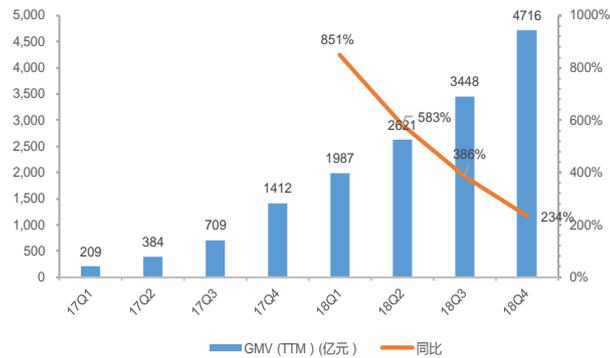
拼多多的潜力: 测算 2018 年拼多多单用户贡献 1127 元, 同比增长 102%, 但距离京东 (5130 元) 及阿里 (8854 元) 还有极大的空间, 同时拼多多目前与其他平台的用户重合比例还较低。

拼多多的占比提升, 为行业带来两大变化:

一是由于占比不断提升, 其增速超越传统阿里系等, 快递行业业务量增速得到支撑, 尤其我们认为在 19 年上半年, 特别一季度尤为明显;

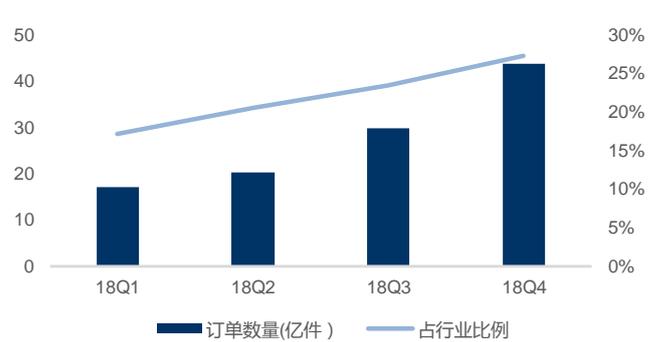
其二在于拼多多平台产品以日用品为主, 轻量化会使得行业终端价格呈现下降 (快递收费是首重+续重模式), 但终端价格下降并不意味着价格战加剧 (18 年 11 月有明显的行业与公司单票收入背离的现象, 行业单票价格跌幅扩大而上市公司收窄, 即有相当因素为拼多多占比提升带来)。

图表 65 拼多多 GMV (向前滚动一年累计数)



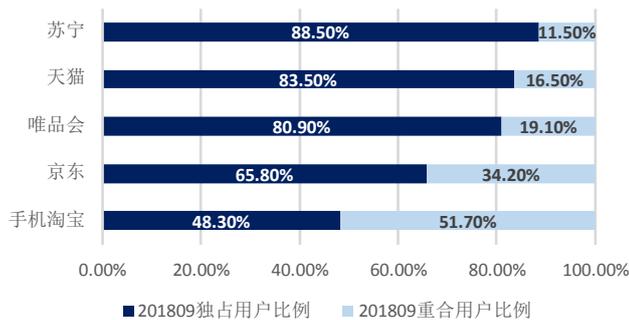
资料来源: Wind、华创证券

图表 66 拼多多贡献快递件量及行业占比 (亿件)



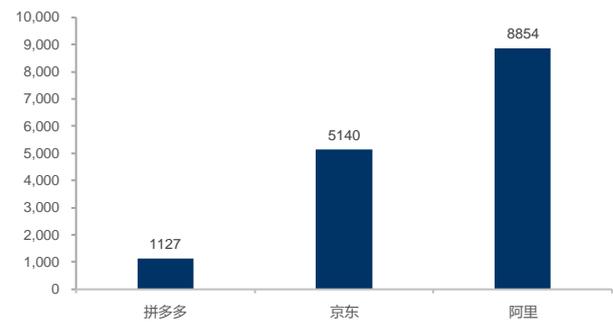
资料来源: Wind、华创证券

图表 67 拼多多与其他电商平台重合用户比例



资料来源: Wind、华创证券

图表 68 拼多多用户年度支出具备提升空间 (元)



资料来源: Wind、华创证券

(二) 边际变化: 通达系龙头集中, 享受市场红利

1、当前阶段, 电商快递驱动核心仍是“以量为先”, 而新进入者威胁降低

我们认为, 当前阶段下, 电商快递的驱动核心仍是“以量为先”, 性价比是电商快递的核心竞争力, 在此基础上, 电商快递企业的量价循环: 降价→业务量增加→单位成本下降→降低价格

这样的循环走良性(单票价格下降与成本下降幅度相匹配, 即单位毛利率水平不受明显影响)有两个前提: 其一是行业本身增量可观, 其二是没有竞争者采取价格杀手式的低价竞争策略。

我们认为百世为代表的低价竞争策略的后来者因规模优势难以充分再现, 未来也难有新公司出现, 新进入者的威胁降低, 通达系作为整体已经构筑了一定程度的成本优势护城河。

此外, 一级市场对快递行业的融资热度也趋于下降。根据公开报道, 我们观察到安能物流、全峰快递、快捷快递、国通物流、远成物流等中小型快递, 2018 年至今均未再融资事件消息。未来预计难以有新低价竞争者出现。

而如风达快递官网新闻: 为达到战略转型, 2019 年 3 月 11 日起暂停公司部分业务。

图表 69 2018 年以来，中小快递企业的融资活跃度下降

公司	近况
安能物流	创建于 2010 年 6 月，在 2013 年接连获得红杉资本和华平资本的 A、B 轮融资;2014 年，华平投资集团继续追加投资 5000 万美元;2015 年，凯雷、高盛和华兴增资安能 1.7 亿美元;2016 年，鼎辉投入 1.5 亿美元后，此后无安能物流融资的消息。
全峰快递	2018 年 3 月，全峰快递出现个别地区网络瘫痪、分拨停工、员工讨薪等新闻。7 月 11 日，北京二中院执行法官对北京全峰快递有限责任公司进行强制执行。此后无全峰快递融资的消息。
快捷快递	2018 年 5 月，快捷快递发布《关于快捷快递近期重组情况的公告》。此后无快捷快递融资的消息。
国通快递	2018 年，根据《每日经济新闻》报道：在安徽、四川等地，出现了部分国通末端网点暂停运营的现象。
远成物流	2018 年 11 月，供销大集公告终止发行股份收购远成物流股权。
如风达	为达到战略转型，我司于 2019 年 3 月 11 日起暂停公司部分业务。

资料来源：运联传媒、物流沙龙、《每日经济新闻》，华创证券整理

2、龙头集中趋势明显：通达系市占率 16 年后见底回升，18 年起加速上行

在《复盘通达系快递》报告中，我们提出：看过往，城头变幻大王旗。

2014 年之前申通十年王者，2015 年圆通取而代之，2016-18 年的中通三连冠，同时 18 年韵达从通达系小弟追至榜眼，百世超越了申通。

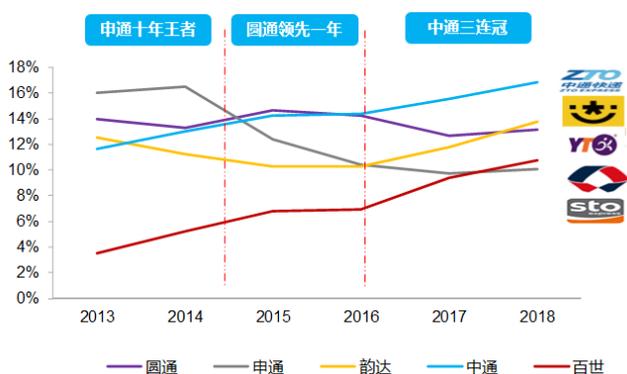
申通：率先成网，网络优势构筑十年王者。

圆通：规模效应降低成本，电商最火时代的受益者。

中通：精细化管理推动降本增效下的领军者。

2018 年，中通市占率 16.8%、韵达市占率 13.8%、圆通 13.1%，申通 10.1%、百世 10.8%。

图表 70 电商快递市占率变化



资料来源：Wind、华创证券

我们认为应将通达系作为一个整体来观察，会发现：

2013-2018 年，CR8 从 80%先降至 16 年的 76.7%，而后升至 18 年的 81.2%，

通达系整体市占率则由 54.2%降至 16 年的 49.3%，而后升至 54%，

两者的趋势相同，而 16 年开始出现集中度提升的拐点，一个重要因素是通达系在 16 年纷纷登陆资本市场，最晚的中通在 2016 年 10 月上市。

图表 71 13-18 业务量前两名

	市占率第一	市占率	市占率第二	市占率	差距
2013	申通	16.0%	圆通	14.0%	2.0%
2014	申通	16.5%	圆通	13.3%	3.2%
2015	圆通	14.7%	中通	14.3%	0.4%
2016	中通	14.4%	圆通	14.3%	0.1%
2017	中通	15.5%	圆通	12.6%	2.9%
2018	中通	16.8%	韵达	13.8%	3.0%

资料来源：Wind、华创证券

这轮提升中，通达系较低点提升 6.7 个百分点，而 CR8 提升 4.5 个百分点，通达系的提升超越 CR8。

进一步去比较，我们以披露月度数据的圆通、申通与韵达来看，二通一达市占率的低点在 2017 年的 34.2%，但到 18 年底已经提升至 39.5%，一年之内提升了 5.3 个百分点，远超 CR8 提升的 2.5%，同时我们观察到在 18 年下半年开始明显提速，半年提升了 3.89 个百分点，而 CR8 在下半年下降了 0.3。

这其中有申通在直营化提速后带来的改善，也有拼多多占比越来越高对通达系的增量贡献，同时也意味着通达系之外公司的件量增速放缓，包括前文提及的百世，以及商务件市场受经济影响后对顺丰业务量的影响。

因此，我们认为将通达系作为整体来观察的意义也会越来越强。

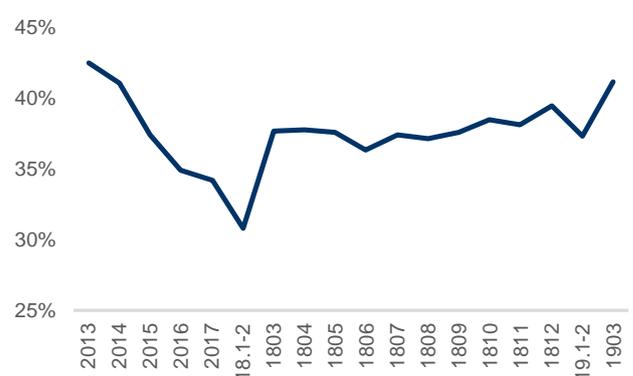
2019 年 3 月：CR8 指数达到 81.7%，较 18 年底进一步提升 0.5 个百分点，同时二通一达市占率达到 41.2%，较 18 年底提升 1.7 个百分点。2019 年一季度行业业务量增速 22.5%，而二通一达业务量增速超过 40%（申通、韵达、圆通分别为 45.2%、41.5%、39.2%），超越行业增速达约 18 个百分点。市占率进一步提升。

图表 72 通达系与 CR8 市占率



资料来源：Wind、华创证券

图表 73 二通一达市占率（圆通申通韵达）



资料来源：Wind、华创证券

（三）长期看：通达系空间探讨

1、通达系业务量的预测：预计 2021 年占比可由当前的 54% 提升至 69%

2018 年快递行业 507 亿件，收入 6038 亿元，单票价格 11.91 元，我们预计商务件占比约 14%，（类）电商件占比 86%，则（类）电商件业务量 436 亿件，通达系市占率 56%，为 284 亿件，

假设 2019-2021 年行业增速分别为 22%、21%、20%，同时假设商务件增速分别为 8%、9% 及 10%，则电商件增速为 24.3%、22.7% 及 21.3%，

同时我们预计通达系整体增速较行业分别高出 15、10 及 7 个百分点，

则 2019-2021 年行业件量分别为 619、748 及 898 亿件，通达系业务量分别为 374、490 及 622 亿件，占行业比重则分别为 60.4%、65.4% 及 69.2%。

图表 74 快递行业业务量预测

亿件	2018	2019E	2020E	2021E
行业业务量	507	619	748	898
增速	26.6%	22%	21%	20%
其中：电商件	436	542	665	806
增速		24.3%	22.7%	21.3%
其中：商务件	71	77	84	92
增速		8%	9%	10%
通达系	273	374	490	622
增速		37%	31%	27%
通达系占比	54%	60.4%	65.4%	69.2%

资料来源：Wind、华创证券

2、通达系价格水平的预测：预计未来数年单票价格的终极降幅在 3.5-11.5% 之间

2018 年快递行业终端单票价格 11.91 亿元，其中国内内件（同城及异地）为 8.09 元，商务件约 22 元左右，我们测算国内电商件终端价格在 5.5-6 元区间。

我们以包含派费的口径来测算，预计通达系含派费单票收入约 3.4 元，此前我们假设行业价格战的边界会在 0.12-0.39 之间，即百世为代表的二线快递单票毛利至圆通可承接的最大毛利变动，相当于终端价格降低 3.5%-11.5%（不考虑成本端的变化）。

3、通达系市值的区间预测

假设三年后行业单票价格降低到该水平，则介于 3-3.28 元之间，

我们做分类假设，分别降幅 0、3.5% 及 11.5%，

2021 年通达系整体收入将分别为 2114、2040 及 1831 亿元，考虑净利率水平在 10% 左右，即与 FDX Ground 业务类似，利润分别为 211、204 及 187 亿元，（因口径不同，2018 年申通、圆通净利率水平分别为 12%、7%）

给与行业 20 倍 PE，则通达系市值水平应于 3741-4228 亿，当前市值 2444 亿元，较当前 53%-73% 空间。

相当于年均 18-24% 的空间。

图表 75 通达系空间测算

价格	价格			通达系			市值		
	降价	降幅	单票价格	业务量（亿件）	收入（亿元）	净利润（亿元）	20倍PE	当前市值	空间
	0	0	3.40		2114	211	4228		73%
3.4	0.12	3.50%	3.28	622	2040	204	4080	2444	67%
	0.39	11.50%	3.01		1871	187	3741		53%

资料来源：Wind、华创证券

（四）破局之变：阿里之于通达系

2019 年，申通公告阿里拟支付对价 46.65 亿元，从而间接获得 14.65% 上市公司股权。这是阿里在百世、圆通、中通（2018 年投资入股）后对于电商快递 5 大龙头企业中第四家的投资，目前仅韵达未入股。

图表 76 阿里巴巴（包括通过菜鸟网络和参股云峰基金投资）物流投资汇总

物流领域	标的
国内快递	百世、圆通、全峰、苏宁物流、中通、申通
国内大件物流	日日顺物流
跨境物流	递四方
国际快递	新加坡邮政
干线运输/平台	卡行天下、运满满
仓储	心怡科技、快仓、北领科技
城市配送	万象物流、晟邦物流、喵递宅配
即时配送	饿了么
末端设施	速递易
智慧物流网	易流科技
物流枢纽	香港国际机场

资料来源：Wind、华创证券

图表 77 阿里巴巴（包括通过菜鸟网络和参股云峰基金投资）快递投资汇总

公司名称	股东名称	持有数(万股)	占股份总数比例(%)
百世	Alibaba Group Holding Limited	10407.5	27.8
圆通	杭州阿里创业投资有限公司	31299.6	11.1
	上海云锋新创股权投资中心	16867.3	6.0
中通	Alibaba Group Holding Limited	6620.2	8.4
申通	阿里巴巴（中国）网络技术有限公司将通过新公司A间接持有	22427.78 (将通过新公司A间接持有)	14.65 (将通过新公司A间接持有)

资料来源：Wind、华创证券

阿里为什么要连续投资快递公司？网络快递为新零售与新物流最佳结合点。物流效率提升才能支撑零售业运转效率提升。从业务能力来看：网络型快递公司具备稀缺的全国性大网基础，在干线运输、干线分拨、末端派送等各业务环节均具有强大优势，已经是全程物流提供商，在发展云仓、跨境、同城配送等新业务方面，具备良好的网络基础和物流运营经验。从合作历程来看，通达系快递一路与阿里巴巴引领的新经济相伴成长，是阿里巴巴和菜鸟的重要合作伙伴。

对快递公司影响：主业改善进度有望加快。行业角度，打开通达系长期成长空间。通达系快递与阿里的紧密协同，有助于积极参与阿里生态圈的新业务，如申通在冷链和仓储已积极探索，本身具备完善的网络和完备的基础物流能力，有望成为阿里发展生鲜业务和仓干配业务的重要合作伙伴。公司角度：引入阿里，有助于结合阿里的技术优势，加快改善进度。阿里的数字化技术能力能够为快递企业重新设计快递路由、提升快递收寄端口安全系数；阿里后台系统和快递公司连网及数据共享后，还可更快地分配给快递员业务，提升效率、降低经营成本。

更为重要：市场对于电商快递的中期担忧集中在竞争环境与价格战，我们可以畅想，如果阿里对于物流的布局成为一个行业变数，不仅仅在于业务优化，更广泛的在于业务与价格联盟，那么行业的估值还可以上行。

五、投资建议：消费视角看交运，正值潜力释放期

2017 年起，我们的中期以及年度策略始终围绕一个主题：如何在更加激烈、开放的竞争环境中，寻找尽可能摆脱波动性，（逐步）展现自身盈利稳定性、持续性以及确定性的公司，从而穿越周期。我们从最初重视核心资源到提出护城河策略框架：**需求潜力定行业，护城河要素选公司。**（2019 年年度策略），此后我们连续发布了护城河三大系列报告（航空、机场、快递）共 10 篇着重从护城河要素出发探讨行业与公司价值，本篇我们再度聚焦需求要素（探讨长期空间与边际变化），我们认为从消费视角看交运，正值潜力释放期。

1、消费视角看机场：免税红利未完待续

1) 长期看：免税回流大势所趋，空间约 3 倍。我们测算大陆居民海外免税购物规模约为 2000 亿-3000 亿，中长期假设 50% 可以回流，相当于当前国内免税市场的 2.5-3.5 倍。

2) 边际看免税运营商：中免收购日上后实力提升、对供应商议价能力越强，全球比价优势越明显，将构筑消费回流的核心要素。

3) 边际看上市机场：虽处于不同阶段，皆大有可为。

上海机场：新免税合同执行+卫星厅投产，承接消费回流能力更上新台阶。按照 28% 的占比测算上海机场免税可承接回流量达到约 280-420 亿/年，综合扣点 42.5%，相当于可为机场带来 120-176 亿/年。

白云机场：T2 投产免税面积大幅增加 3.6 倍+中免发力品类扩充与性价比构筑新吸引力。我们预计 19 年白云单人免税消费额或快速提升至 100 元左右，对应免税销售额约 20 亿元（相当 18 年翻倍）。长期看中性假设 2025 年白云机场国际旅客量 3000 万，人均免税消费额 200 元，免税销售额可达到 60 亿元，机场可获得提成 23 亿元/年，对应利润 17 亿元。

深圳机场当前国际旅客占比低，但增速快，免税业务短期薄弱，但长期看处于潜力释放期。

2、消费视角看航空：供给不匹配掩盖需求稳定性

1) 2010 年以来需求两位数与价格难增长的矛盾，我们认为过快的供给导致：10-18 年行业机队复合增速 10.8%，与需求增速基本一致。18 年净增飞机数量从 346 架降至 319 架，增速放缓叠加时刻控总量，行业价格出现了提升。

2) 长期看：黄金线的商务需求依旧被低估。价格市场化下京沪线经济舱全价票根据规则由过去的 1240 元提至 1490 元，但依旧是长三角-北京的价格洼地（京杭全价票 2420 元）。东航在京沪线占比超过 50%，若参考京杭定价，假设折扣低至 7 折，利润增厚约 17 亿。注：提价 10%，不考虑折扣变化，增厚利润约 4 亿元。

3) 边际看：超级承运人+超级枢纽机场将共创航线繁荣。

4) 破局之变：如果南航转变经营思路？近期随着新领导就任，公司或调整收益管理计划。一旦南航强化对收益品质的提升，那么很可能对于亏损的远程航线等采取减班等策略以降低亏损额，如是将利于行业整体价格水平提升以及局部区域竞争放缓。

3、消费视角看快递：龙头集中尽享电商红利

1) 需求端：网购渗透率仍在提升，实物商品网上销售额占社零总额比重从 15 年的 8% 提升至 19 年 3 月的 18.2%，同时拼多多等新型电商平台贡献行业新增量（18 年产生订单件量占行业比重的 21.9%）。

2) 边际变化：通达系龙头集中。通达系市占率 16 年后见底回升，18 年起加速上行，较低点提升 6.7 个百分点至 54%，一季度行业业务量增速 22.5%，二通一达业务量增速超过 40%，市占率进一步提升。

3) 长期看：通达系空间探讨。量：预计 2021 年完成 622 亿件，占比提升至 69%；价：预计未来数年单票价格降幅在 3.5-11.5% 之间。收入：2021 年通达系整体收入将达到 1871-2114 亿元，考虑净利率水平在 10% 左右，利润 187-211

亿，给与行业 20 倍 PE，整体市值水平应于 3741-4228 亿，较当前 53%-73%空间。相当于年均 18-24%的空间。

4) 破局之变：阿里之于通达系。电商快递 CR5 中，阿里仅韵达未投资，不妨畅想，如果阿里对于物流的布局成为一个行业变数，不仅仅在于业务优化，更广泛的在于业务与价格联盟，那么行业的估值还可以上行。

风险提示：油价大幅上涨、人民币大幅下跌对航空公司成本及财务费用带来压力；经济大幅下滑对航空、机场、快递需求产生冲击。

交通运输组团队介绍

组长、首席分析师：吴一凡

上海交通大学经济学硕士。曾任职于普华永道会计师事务所、上海申银万国证券研究所。2016 年加入华创证券研究所。2015 年金牛奖交运行业第五名，2017 年金牛奖交运行业第五名。

分析师：刘阳

上海交通大学工学硕士。2016 年加入华创证券研究所。2017 年金牛奖交运行业第五名团队成员。

研究员：肖祎

香港城市大学经济学硕士。曾任职于华泰保险资管、中铁信托。2017 年加入华创证券研究所。2017 年金牛奖交运行业第五名团队成员。

助理研究员：王凯

华东师范大学经济学硕士。2017 年加入华创证券研究所。2017 年金牛奖交运行业第五名团队成员。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售助理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售助理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	沈晓瑜	资深销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	杨晶	高级销售经理	021-20572582	yangjing@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjian@hcyjs.com
	乌天宇	高级销售经理	021-20572506	wutianyu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	sheny@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	张敏敏	销售经理	021-20572592	zhangminmin@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com	

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500