

# 交通运输

## 机场非航免税消费属性凸显，看好航空旺季行情

**投资策略：**基于行业景气度，我们重点推荐机场和航空两大板块，机场板块由于新免税协议实施，扣点率提升，业绩增长确定性高，重点关注上海机场、首都机场股份、白云机场、深圳机场；航司受 737max8 停飞供给受限，旺季供需有望改善，票价放开核心航线边际收益提升，看好航空旺季行情，重点关注三大航；快递价格竞争依然激烈，规模效应下龙头持续领跑，重点关注中通快递、韵达股份。

**快递：规模效应远未到天花板，龙头持续领跑。**拼多多驱动快递包裹持续增长，2019年第一季度，快递业务量达到 121.46 亿件，同比增长 22.47%，维持高速增长态势。2019年3月份 CR8 达到 81.7，较 1-2 月上升 0.4，市场集中度提升。各大快递企业加大资本开支力度，中转操作和运输成本仍有很大下降空间，还远未到规模效应的天花板。通达系业绩指引高于行业增速 10%以上，我们建议重点关注市场份额领先的中通快递、韵达股份，关注基本面改善、管理提升的申通快递，以及加大转运中心建设的圆通速递。

**物流（不含快递）：监管趋严，看好化工物流。**2019年4月份中国物流业景气指数（LPI）为 53.5 低于去年同期 54.6，中国仓储指数为 54.3 低于去年同期 55，受经济下行物流业景气下降。3.21 响水爆炸事故发生后，各地加强了化工园区监管，我们判断未来对危化品库的监管会越来越严，由于中小型危化品库企业缺乏高效安全的运营能力，以及承受较大监管压力，纷纷谋求出售，这为密尔克卫这样专业的危化品库运营企业并购发展获得良好的契机，有利于专业危化品库运营企业。

**航空：737max8 停飞供需有望改善，经营租赁并表敏感性放大。**国内共有 96 架 737Max 8 停飞，占到运输飞机比重的 2.64%。我们认为 2019 年全年飞机引进增速将低于往年 10%，短期可通过提高飞机利用率维持 ASK 增速，到旺季很难恢复飞行，届时供给会持续吃紧。5 家及以上航空运输企业参与运营的国内航线，票价实行市场调节价，核心航线票价提升。受益增值税下调，原油影响同比相对较小。经营租赁飞机主要是美元支付，三大航经营租赁占有运输飞机的比重为 32.73%，新会计准则，经营租赁并表，美元负债增加将放大汇兑敞口。旺季供需有望改善，持续看好航空股，叠加民航发展基金减半征收，我们建议重点关注三大航，关注春秋航空、吉祥航空。

**机场：新免税协议实施，非航消费属性凸显。**国际和地区旅客占比稳步提升，2019年1-2月国际和地区客运量达到 1406.10 万人次，国际和地区客运量占民航客运量 13.11%，同比增长 17.53%。各大机场人均免税消费额仍然较低，未来还有很大的提升空间，长期看好机场免税市场。非航免税消费属性强，新免税协议实施，扣点率提升，估值体系逐步向消费股过渡，叠加外资偏好，我们建议重点关注上海机场、首都机场股份、白云机场、深圳机场。

**风险提示：**宏观经济增速低于预期风险、人民币汇率贬值风险、油价大幅上涨风险。

### 重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
603713	密尔克卫	买入	0.87	1.32	1.75	2.33	44.94	29.62	22.34	16.78
002468	中通快递	买入	1.34	1.53	1.89	2.29	15.72	13.76	11.14	9.20

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

增持（维持）

### 行业走势



### 作者

分析师 张俊

执业证书编号：S0680518010004

邮箱：zhangjun1@gszq.com

研究助理 郑树明

邮箱：zhengshuming@gszq.com

### 相关研究

- 《交通运输：北京大兴机场试飞，公路板块防御价值凸显》2019-05-12
- 《交通运输：五一假期航空出行需求明显提升》2019-05-05
- 《交通运输：19Q1 盈利增速提升，航空、航运业绩改善》2019-05-05



## 内容目录

一、快递：规模效应远未到天花板，龙头持续领跑	5
1.1 拼多多等电商驱动行业维持高增长	5
1.2 规模效应下，快递价格持续下行	7
1.3 客户服务质量提升	9
1.4 头部快递企业领跑，京东物流高速增长	10
1.5 投资策略：规模效应下，龙头优势凸显	11
二、物流（不含快递）：监管趋严，看好化工物流	12
2.1 经济下行，物流（不含快递）板块承压	12
2.2 监管趋严，看好第三方化工物流	14
三、航空：737max8 停飞供需有望改善，经营租赁并表敏感性放大	17
3.1 波音 737max8 停飞供给受限，ASK 增速收窄	17
3.2 需求韧性强，供需有望改善	21
3.3 经营租赁并表，汇率敏感性放大	24
3.4 投资策略：供需有望改善，关注三大航	26
四、机场：新免税协议实施，非航消费属性凸显	28
4.1 航空性业务稳定增长	28
4.2 各大机场新扣点政策陆续实施，看好非航性业务	32
4.3 投资策略：新免税协议实施，重点推荐上海机场	35
风险提示	36

## 图表目录

图表 1: 全年社会消费品零售总额	5
图表 2: 全年实物商品网上零售额	5
图表 3: 拼多多用户中三四线城市居民占多	5
图表 4: 2017 年 12 月各地区移动互联网用户同比增速	5
图表 5: 拼多多 GMV 高速增长（十亿元）	6
图表 6: 拼多多市场占有率（按照快递件数测算）	6
图表 7: 拼多多、天猫、淘宝、京东 GMV 及订单数	6
图表 8: 全国快递业务量	7
图表 9: 全国快递业务收入	7
图表 10: 快递价格持续下行	7
图表 11: 快递业务量增速与单价同比变化	8
图表 12: 通达系快件量超过 50 亿票	8
图表 13: 主要快递企业快递收入持续增长（亿元）	8
图表 14: 中转相关成本持续下降（元）	8
图表 15: 面单相关成本持续下降（元）	8
图表 16: 各大快递企业购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金（百万元）	9
图表 17: 各大快递企业固定资产（百万元）	9
图表 18: 2018 年主要快递企业申诉率（件数）	9
图表 19: 2018 年主要快递企业有效申诉率（件数）	9
图表 20: 主要快递企业快递业务量（亿件）	10

图表 21: 按业务量口径市场竞争格局.....	10
图表 22: CR8 持续提升.....	10
图表 23: 京东物流收入及增速.....	11
图表 24: 京东履行费用及占比.....	11
图表 25: 快递板块行情.....	12
图表 26: 快递板块市盈率.....	12
图表 27: 快递板块市净率.....	12
图表 28: 物流板块营业收入及增速 (亿元) .....	13
图表 29: 物流板块净利润及增速 (亿元) .....	13
图表 30: 物流板块财务指标情况 (%) .....	13
图表 31: 社会物流总额.....	13
图表 32: 物流总费用占 GDP 比重 .....	13
图表 33: 中国物流景气指数.....	14
图表 34: 中国仓储指数.....	14
图表 35: 全球化学品市场规模 (万亿欧元) .....	14
图表 36: 中国化学品市场规模 (万亿欧元) .....	14
图表 37: 世界化学品销售分布 (2017 年) .....	15
图表 38: 第三方化工物流市场规模.....	15
图表 39: 我国化工园区按地区分布.....	16
图表 40: 我国化工区按级别分布.....	16
图表 41: 危险化工产品供应链的环节事故分布.....	16
图表 42: 危险货物运输常见国家和行业标准 (条) .....	16
图表 43: 危险化学品运输、仓储相关政策.....	17
图表 44: 民航运输飞机数量及增速 (架, %) .....	17
图表 45: 行业供给同比增速.....	17
图表 46: 主要航司飞机引进计划 (架) .....	18
图表 47: 各航司 ASK 同比增速.....	18
图表 48: 六大航司飞机平均日利用率 (小时) .....	19
图表 49: 大型飞机公共航空运输承运人运行合格审定规则修改对比.....	20
图表 50: 各大航司 ASK 占比.....	21
图表 51: 各大航司 RPK 占比.....	21
图表 52: 民航客运量 (万人次, %) .....	21
图表 53: 民航旅客周转量 (亿人公里, %) .....	21
图表 54: 中国年人均乘坐飞机次数 (次, %) .....	22
图表 55: 美国年人均乘坐次数 (次, %) .....	22
图表 56: RPK 增速与 GDP 增速关系.....	22
图表 57: 民航正班客座率 (%) .....	23
图表 58: 主要航司 2019Q1 客座率.....	23
图表 59: 每周京沪之间的航班次数 (次) .....	23
图表 60: 每周京沪航线总座位数 (个) .....	23
图表 61: 国内航空旅客运输价格改革政策.....	24
图表 62: 布伦特原油价格变化.....	25
图表 63: 航空煤油出厂价 (含税) (元/吨) .....	25
图表 64: 美元兑人民币.....	25
图表 65: 各大航司持有运输飞机数量 (架) .....	26
图表 66: 三大航司资产负债率提升 (%) .....	26

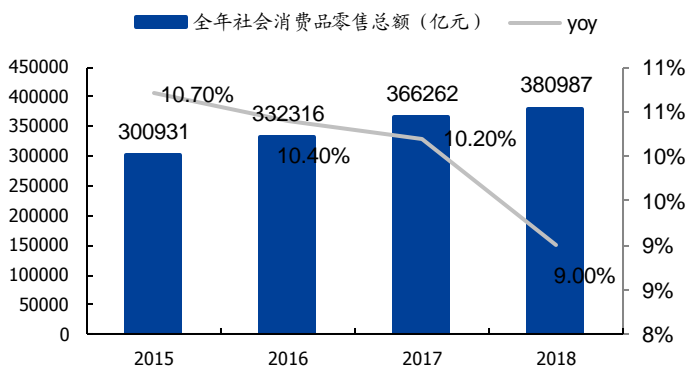
图表 67: 利率、汇率、油价敏感性分析.....	26
图表 68: 航空板块行情.....	27
图表 69: 三大航市盈率.....	27
图表 70: 六大航市盈率.....	27
图表 71: 三大航市净率.....	27
图表 72: 六大航市净率.....	27
图表 73: 主要机场旅客吞吐量(万人次).....	28
图表 74: 主要机场起降架次(万架次).....	28
图表 75: 主要机场货邮吞吐量(万吨).....	29
图表 76: 机场分类.....	29
图表 77: 航空性业务收费标准.....	30
图表 78: 每周客货航班计划(次).....	31
图表 79: 核心机场时刻利用率高.....	31
图表 80: 放行准点率(%).....	31
图表 81: 各大机场国际和地区旅客量.....	32
图表 82: 国际和地区旅客量持续增长.....	32
图表 83: 免税商品价格划算(元).....	33
图表 84: 免税市场空间(亿元).....	33
图表 85: 各类产品税率.....	33
图表 86: dufry 销售渠道.....	34
图表 87: 2018H1 全球免税零售渠道占比.....	34
图表 88: 主要机场人均免税消费额(元).....	34
图表 89: 航站楼面积与非航性收入.....	34
图表 90: 机场面积扩建(万平方米).....	34
图表 91: 主要机场签约免税合同情况.....	35
图表 92: 机场板块行情.....	36
图表 93: 机场板块市盈率.....	36
图表 94: 机场板块市净率.....	36

## 一、快递：规模效应远未到天花板，龙头持续领跑

### 1.1 拼多多等电商驱动行业维持高增长

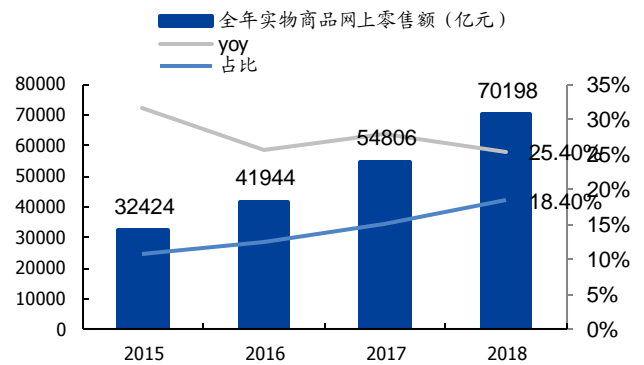
实物商品网上零售额维持高增长。快递按照业务来源，分为电商件、商务件、个人件，其中电商件占据大部分，电商件的增速与实物商品网上零售额息息相关。2018年全年社会消费品零售总额为38.1万亿元，同比增长9%，其中实物商品网上零售额为7.02万亿元，同比增长25.4%，占比为18.4%。实物商品网上零售额高增长进一步带动快递需求增长。

图表 1: 全年社会消费品零售总额



资料来源: wind, 国盛证券研究所

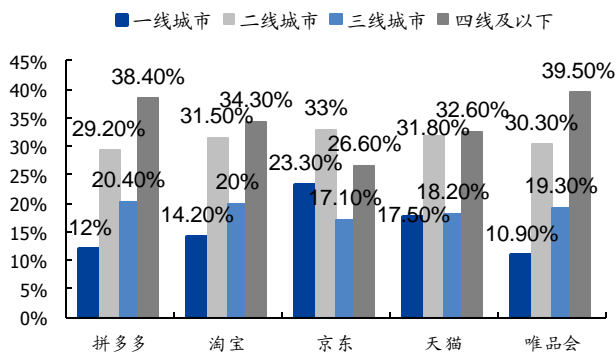
图表 2: 全年实物商品网上零售额



资料来源: wind, 国盛证券研究所

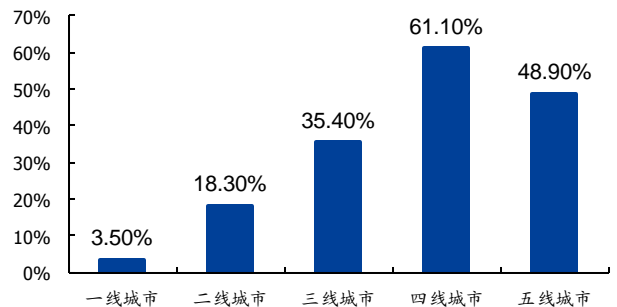
低线城市互联网用户高增长带动拼多多发展。根据 trustdata 数据，三、四、五线城市移动互联网用户同比增速远远高于一、二线城市，其中最高的为四线城市同比增速高达61.1%。拼多多用户中四线及以下占比最高达到38.4%，与唯品会水平一致。随着低线城市互联网用户高增长，由此带动拼多多的高速增长，反映到拼多多 GMV 上，2018 年为 4716 亿元，同比增长 233.99%，订单数为 111 亿件，同比增长 158.14%。

图表 3: 拼多多用户中三四线城市居民占多



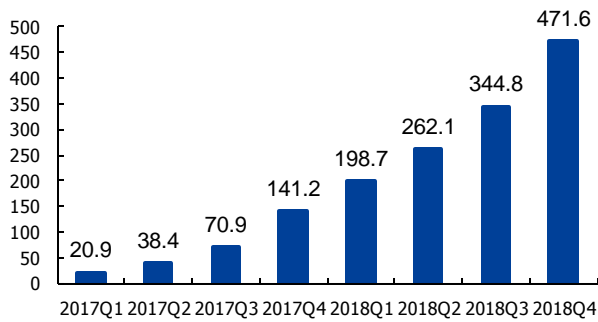
资料来源: 《拼多多用户研究报告》，国盛证券研究所

图表 4: 2017年12月各地区移动互联网用户同比增速



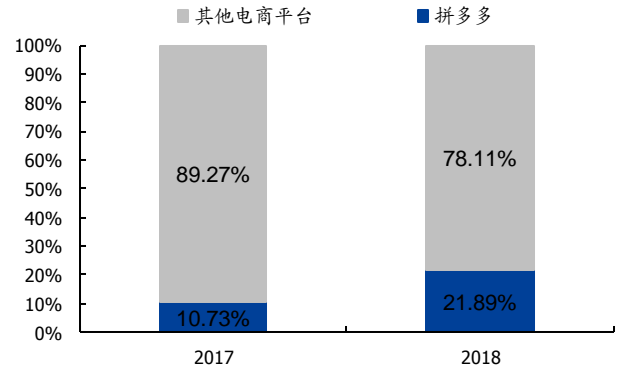
资料来源: trustdata, 国盛证券研究所

图表 5: 拼多多 GMV 高速增长 (十亿元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 注: 拼多多为前 12 个月累计 GMV

图表 6: 拼多多市场占有率 (按照快递件数测算)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 注: 假设订单数为包裹数

拼多多带动下, 2019 年快递量维持 20% 以上增速。我们把订单量近似看作包裹量, 估算天猫、淘宝、京东的 GMV 和订单数, 天猫和淘宝的包裹量占到 6 成以上, 拼多多 18 年包裹量达到 111 亿件, 我们预计拼多多 2019 年 GMV 有望翻番, 其客单价在大型电商平台中是最低的, 拼多多带来的包裹增量也是最大的。

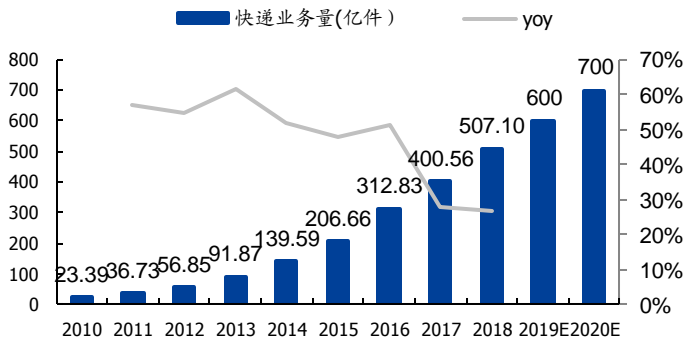
图表 7: 拼多多、天猫、淘宝、京东 GMV 及订单数

拼多多	2014	2015	2016	2017	2018	2019E
GMV (亿元)				1412	4716	9000
客单价 (元)				32.84	42.49	52
订单数 (亿)				43	111	173
天猫						
GMV (亿元)	7635	11419	15650	21310	28000	35000
客单价 (元)	205.40	198.50	183.71	207.14	238.00	255.00
订单数 (亿)	37.17	57.53	85.19	102.88	117.65	137.25
淘宝						
GMV (亿元)	15110	18090	22020	26890	31000	37000
客单价 (元)	135.56	131.01	121.25	136.71	150.00	165.00
订单数 (亿)	111.46	138.08	181.61	196.69	206.67	224.24
京东						
GMV (亿元)	2425	4465	6582	12945	16769	21000
客单价 (元)	371.99	353.50	411.38	440.00	490.00	510
订单数 (亿)	6.52	12.63	16.00	29.42	34.22	41.18

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 注: 客单价为假设数据, 天猫淘宝 2018 年 GMV 为估算数据

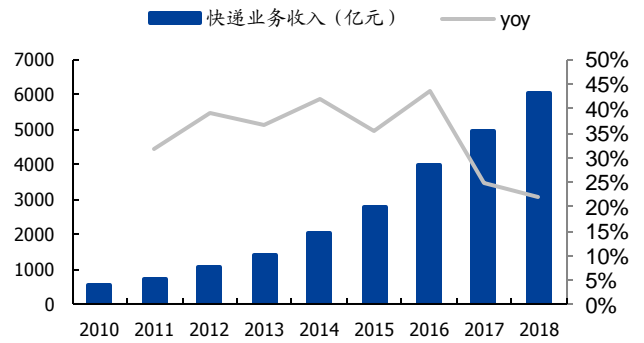
国家邮政局预计 2020 年快递业务量有望突破 700 亿件。国家邮政局预计 2019 年邮政业务总量完成 15000 亿元, 同比增长 22%; 业务收入完成 9300 亿元, 同比增长 18%。其中, 快递业务量完成 600 亿件, 同比增长 20%; 业务收入完成 7150 亿元, 同比增长 19%。根据《邮政业发展“十三五”规划》, 到 2020 年我国快递业务量有望达到 700 亿件。2019 年第一季度, 快递业务量达到 121.46 亿件, 同比增长 22.47%, 维持高速增长态势。

图表 8: 全国快递业务量



资料来源: wind, 《邮政业发展“十三五”规划》, 国盛证券研究所

图表 9: 全国快递业务收入

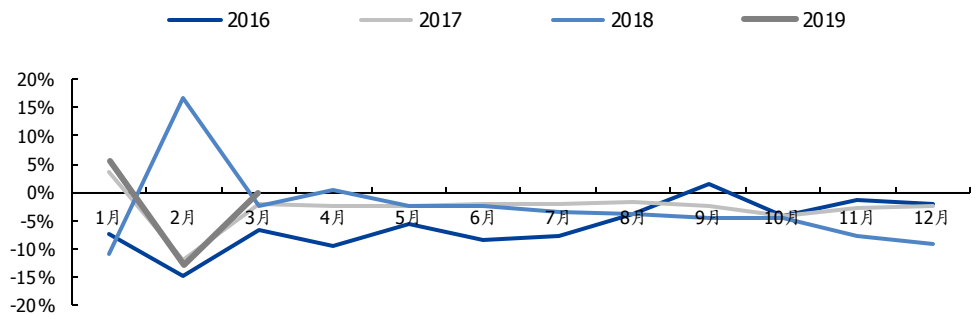


资料来源: wind, 国盛证券研究所

## 1.2 规模效应下, 快递价格持续下行

根据国家邮政局数据, 我们梳理了 2016-2019 年月度快递单件价格同比变化, 基本上每月的数据同比下降, 主要原因是一方面随着各大快递企业资本开支加大, 规模效应下, 单票成本持续下降; 另一方面单票的重量下降导致的单票成本持续下降。

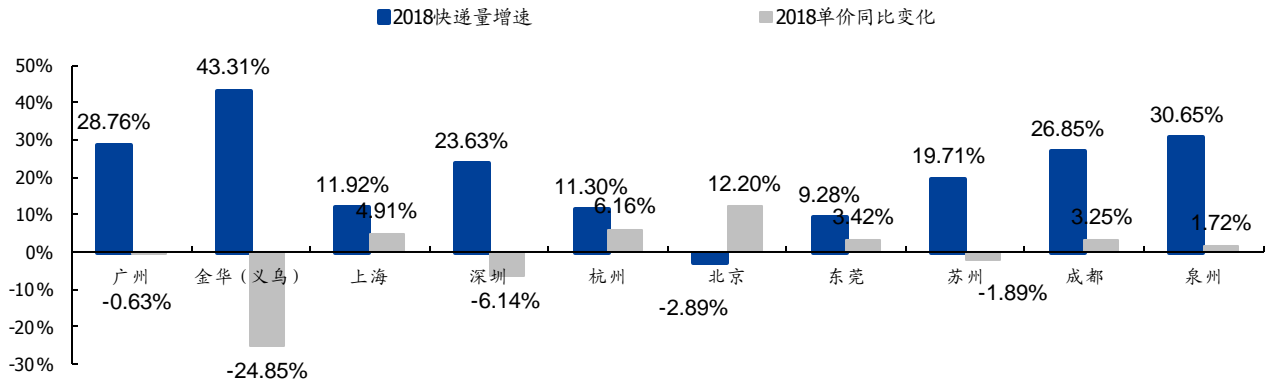
图表 10: 快递价格持续下行



资料来源: 国家邮政局, 国盛证券研究所

我们梳理了 2018 年前十大快递业务量城市, 金华(义乌)市 2018 年快递量增速为 43.31%, 单件同比下降 24.85%, 由于租金和人工成本上涨, 上海、北京地区派费上调导致单价同比有所上涨。

图表 11: 快递业务量增速与单价同比变化

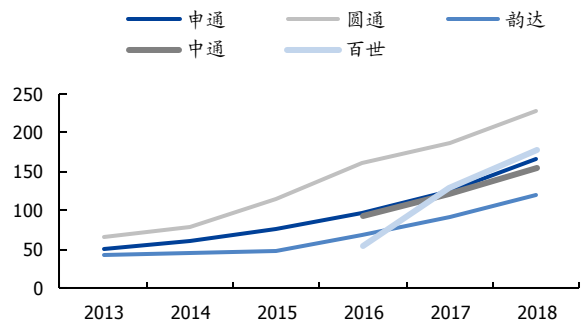
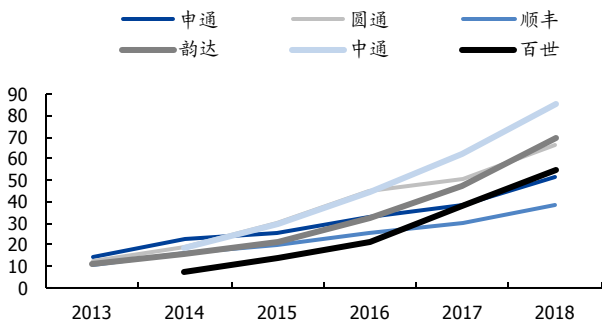


资料来源: 国家邮政局, 国盛证券研究所

2018年通达系快递企业快递业务量均突破50亿票, 其中中通达到85.25亿票, 其次是韵达达到69.85亿票。中通依靠高运力甩挂车、路由线路优化以及自动分拣设备投入, 加上规模效应下单票运输成本和分拣成本2018年共计下降了0.11元。由于各大快递企业面单成本接近0元, 这块成本下降空间不大, 主要依靠运输和分拣环节降低成本。

图表 12: 通达系快件量超过50亿票

图表 13: 主要快递企业快递收入持续增长(亿元)

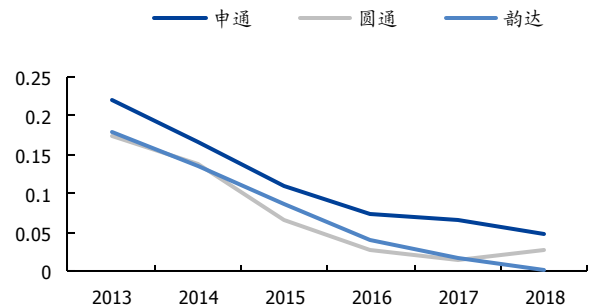
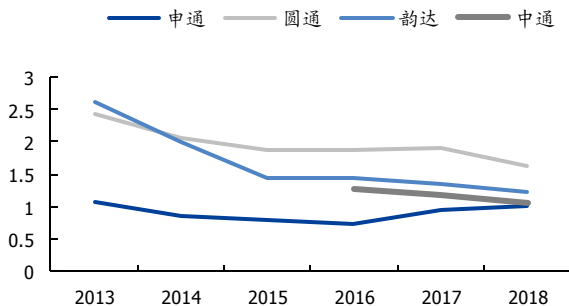


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 14: 中转相关成本持续下降(元)

图表 15: 面单相关成本持续下降(元)



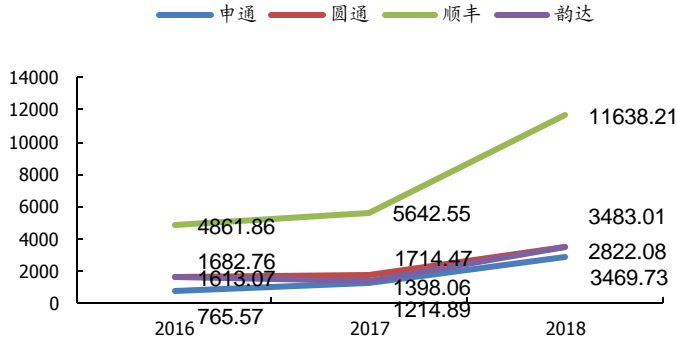
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所



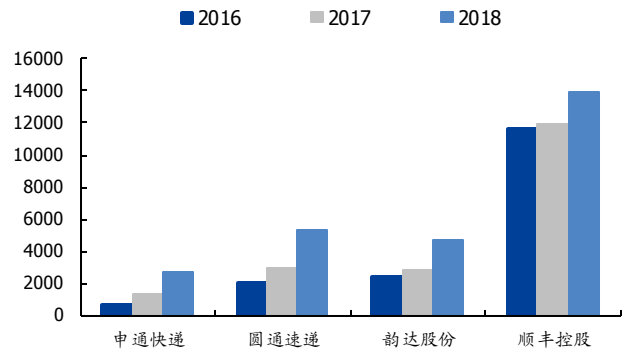
成本仍有很大的下降空间，还远未到规模效应的天花板。成本下降的方法主要通过大车投入以及自动化设备的增加，后发快递企业纷纷加大资本开支力度，申通在2018年基本完成了转运中心直营化，圆通发行可转债发力加强转运中心、航空运能建设，2019年单票成本有望下降10%。

图表 16: 各大快递企业购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 (百万元)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 17: 各大快递企业固定资产 (百万元)

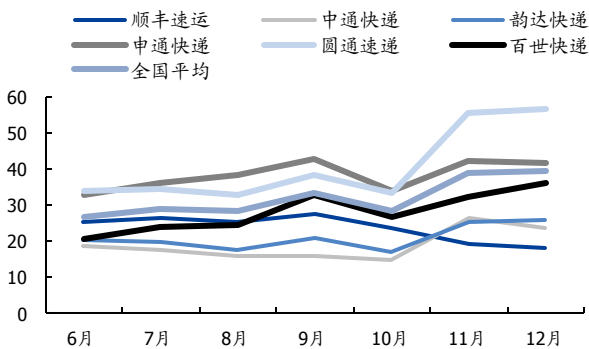


资料来源: wind, 国盛证券研究所

### 1.3 客户服务质量提升

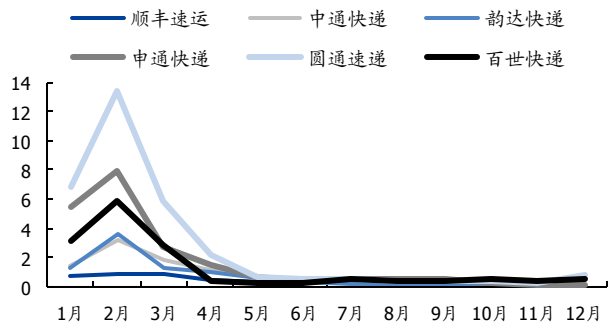
2019年第一季度快递企业有效申诉处理满意率(邮政业消费者对快递企业有效申诉处理满意件数与快递企业有效申诉总量之比)为97.7%，全国快递服务申诉率(快递企业每百万件业务量发生申诉问题的件数)为15.66，顺丰、中通、韵达申诉率较低，有效申诉率中申通最低，各家企业差距缩小。

图表 18: 2018年主要快递企业申诉率(件数)



资料来源: 国家邮政局, 国盛证券研究所

图表 19: 2018年主要快递企业有效申诉率(件数)



资料来源: 国家邮政局, 国盛证券研究所

### 1.4 头部快递企业领跑，京东物流高速增长

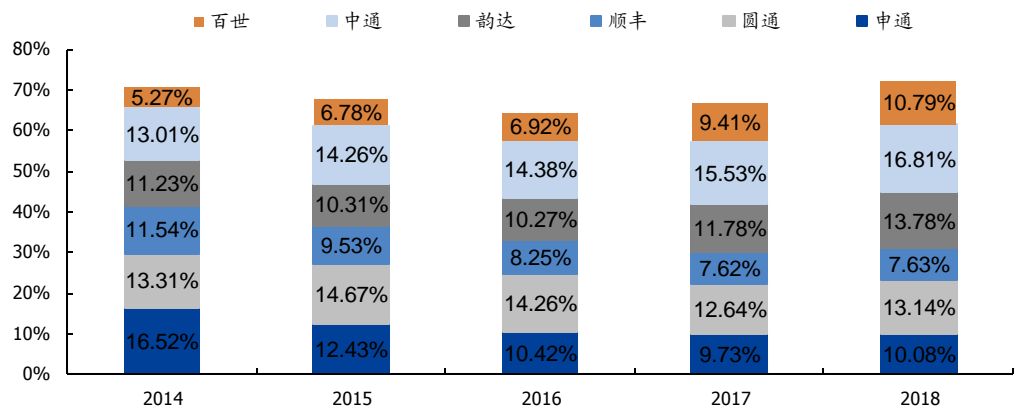
头部快递企业市占率快速提升。按照快递业务量计算，2018年通达系5家加上顺丰占到全行业的72.22%，相比2017年市占率提高5.51%，2019年3月份CR8达到81.7，较1-2月上升0.4。

图表 20: 主要快递企业快递业务量 (亿件)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
申通	14.73	23.06	25.68	32.6	38.98	51.12
圆通	12.84	18.57	30.32	44.6	50.64	66.65
顺丰	10.97	16.10	19.69	25.8	30.52	38.69
韵达	11.49	15.68	21.31	32.14	47.2	69.86
中通		18.16	29.46	44.98	62.19	85.25
百世		7.35	14.02	21.66	37.69	54.70

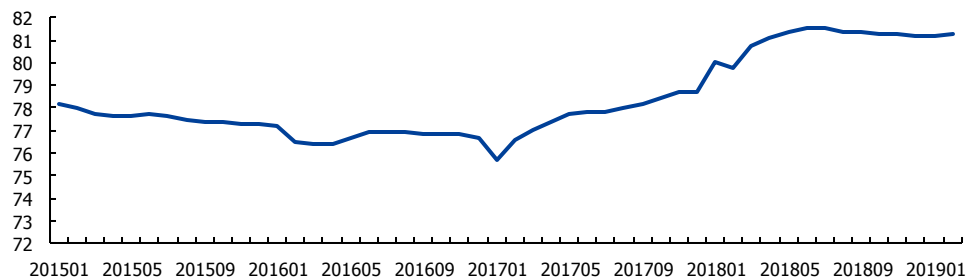
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 21: 按业务量口径市场竞争格局



资料来源: 公司公告, wind, 国盛证券研究所

图表 22: CR8 持续提升

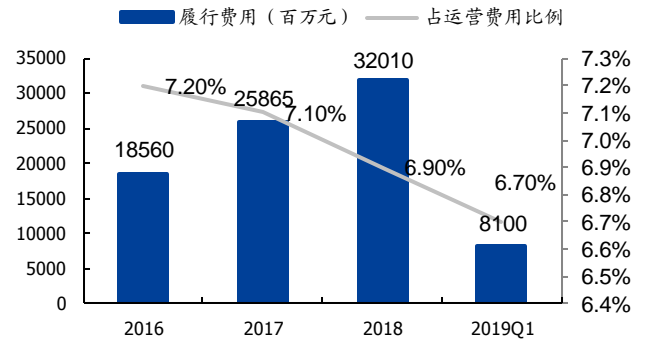
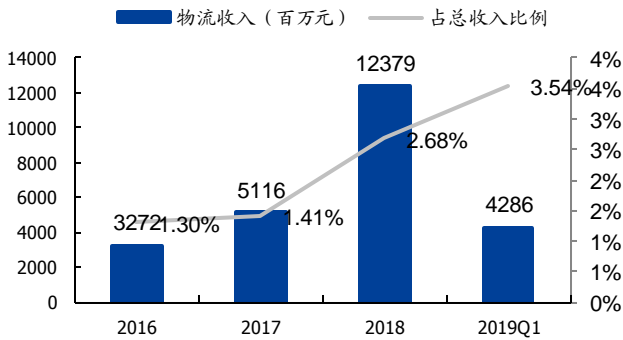


资料来源: 国家邮政局, 国盛证券研究所

**京东物流营收高速增长。**京东在7个城市开设物流中心，28个城市开启前端转运中心，其余46个城市有附加的仓储基地。2018年底，京东合计拥有124277个仓库和转运点，当日达和次日达覆盖2146个国内外不同地区。截止到2019年3月31日，京东在全国运营了超过550个大型仓库，总面积超过1200万平方米，物流规模效应凸显，2019Q1物流及其他服务收入达到42.86亿元，同比增长91.44%。京东履行费用包括采购、仓储、交付、客户服务和支付处理费用，主要是仓储物流费用，由于物流利用率提高和规模效应，占京东运营费用比例逐渐下降。

图表 23: 京东物流收入及增速

图表 24: 京东履行费用及占比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

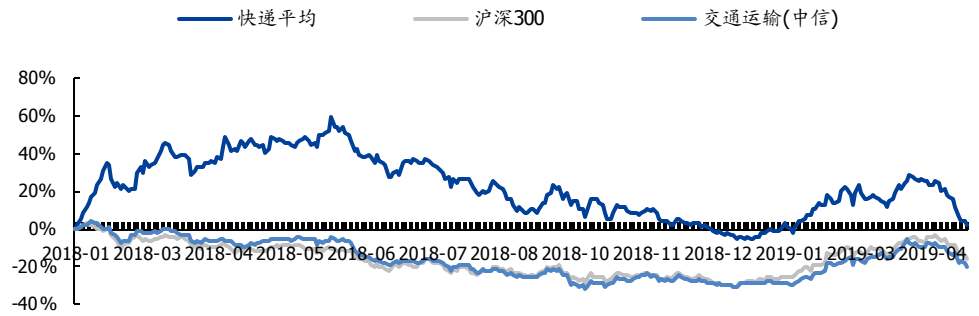
**京东开放物流, 行业竞争加剧。**2019年1月, 电商冷库货到人筛选系统在京东武汉亚洲一号仓库已投入使用, 拣货效率高了3倍以上, 3月京东物流上线了自主研发的机器视觉批量入库系统, 将人工效率提升了10倍以上, 分拣员可在10秒钟内完成近2000件商品的信息采集。我们认为京东在物流方面投入力度很大, 随着开放京东物流, 规模效应下京东物流竞争力增强, 会使得行业的竞争加剧。

### 1.5 投资策略: 规模效应下, 龙头优势凸显

我们按照等权重的方法把A股中快递企业编制成快递指数, 2019至今上涨11.62%, 跑输交运指数。快递板块目前市盈率22.96倍, 低于历史平均市盈率31倍, 市净率为3.79倍, 低于历史平均市净率6.4倍, 估值有吸引力, 持续看好快递板块。

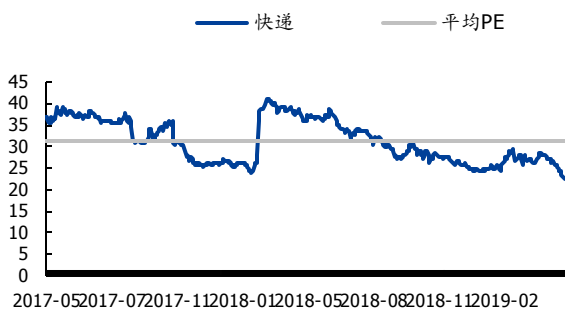
投资策略: 1) 快递行业19年有望维持20%以上的增速, 我们认为由于规模效应存在, 还未到规模的天花板, 快递龙头企业的先发优势仍然很明显, 后发的快递企业仍在追赶中, 建议重点关注市场份额领先的中通快递、韵达股份。2) 降本的方法可复制性, 关注后发低估值快递企业, 建议关注基本面改善、管理提升、阿里入股的申通快递, 以及加大转运中心建设的圆通速递。

图表 25: 快递板块行情



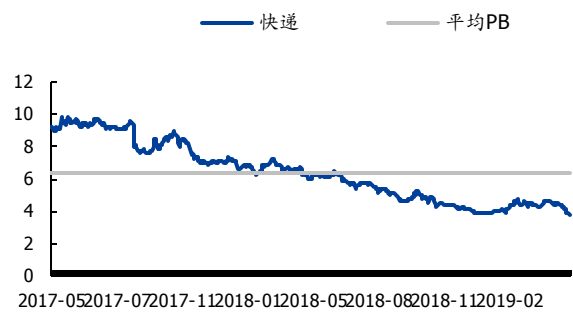
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 26: 快递板块市盈率



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 27: 快递板块市净率



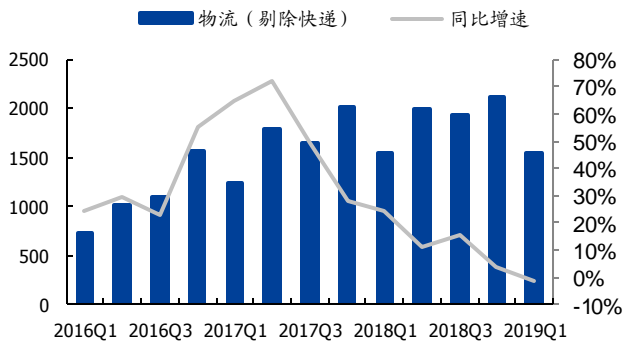
资料来源: wind, 国盛证券研究所

## 二、物流（不含快递）：监管趋严，看好化工物流

### 2.1 经济下行，物流（不含快递）板块承压

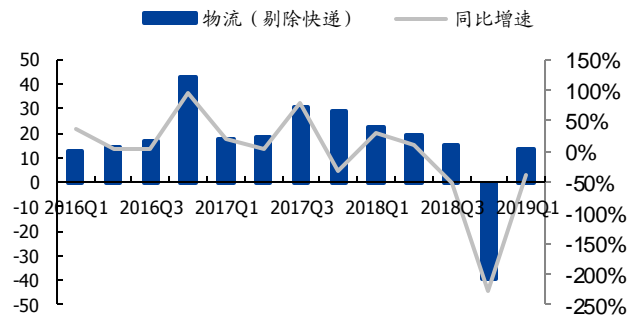
物流（不含快递）板块业绩承压。2019Q1 物流（不含快递）板块营收 1552.56 亿元，同比下降 1%，较 18Q4 下降 4.84pct；归母净利润 13.75 亿元，同比下降 39.72%，其中化工石化物流宏川智慧、密尔克卫等业绩增速较快。2019Q1 毛利率相较于 2018Q1 小幅下滑，期间费用率增加，净利润率水平下降。

图表 28: 物流板块营业收入及增速 (亿元)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 29: 物流板块净利润及增速 (亿元)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

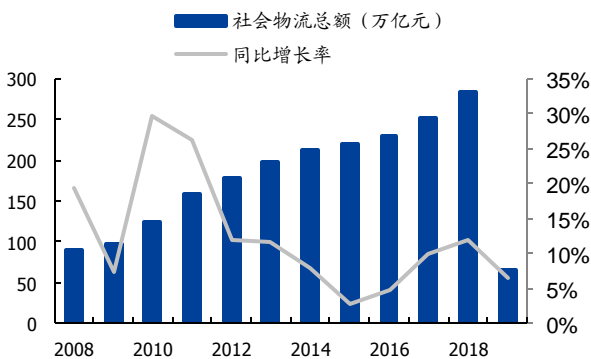
图表 30: 物流板块财务指标情况 (%)

物流(不含快递)	2017	2018	2018Q4	2018Q1	2019Q1
毛利率	5.23	6.05	9.45	5.28	5.07
销售费用率	1.55	1.69	2.12	1.59	1.94
管理费用率	0.93	0.81	0.88	0.96	0.86
财务费用率	0.70	0.90	1.00	0.58	0.84
净利润率	1.73	0.67	-0.80	1.61	1.05

资料来源: wind, 国盛证券研究所

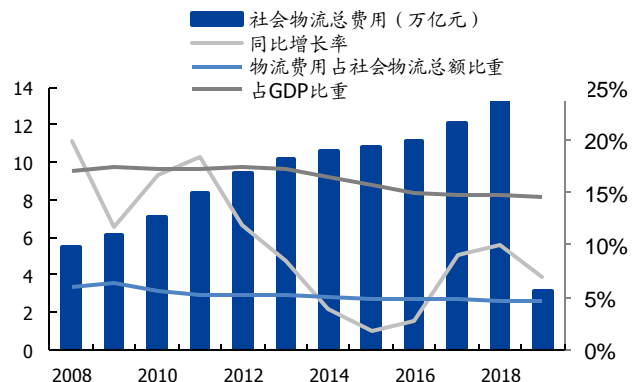
物流费用占 GDP 比重仍然较高, 存在较大发展空间。2019 年第一季度全国社会物流总额达到 66.5 万亿元, 同比增长 6.57%, 社会物流总费用为 3.1 万亿元, 占 GDP 比重为 14.52%, 已连续多年下降, 但是对比美国、日本、德国均不到 10%, 我国物流产业发展还有较大发展空间。

图表 31: 社会物流总额



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

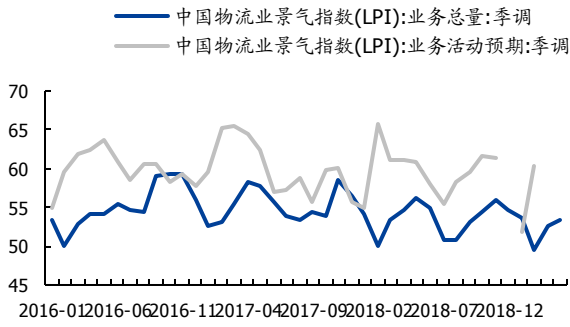
图表 32: 物流总费用占 GDP 比重



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

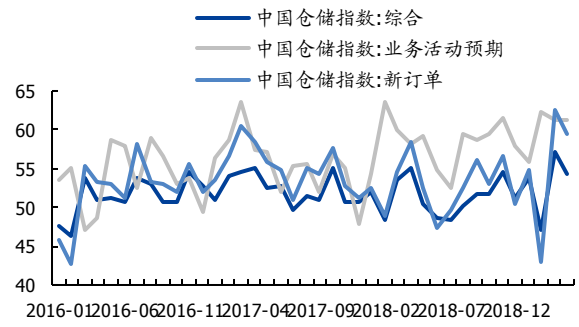
受经济下行物流业景气下降。2019 年 4 月份中国物流业景气指数 (LPI) 为 53.5 低于去年同期 54.6, 中国仓储指数为 54.3 低于去年同期 55。

图表 33: 中国物流景气指数



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 34: 中国仓储指数

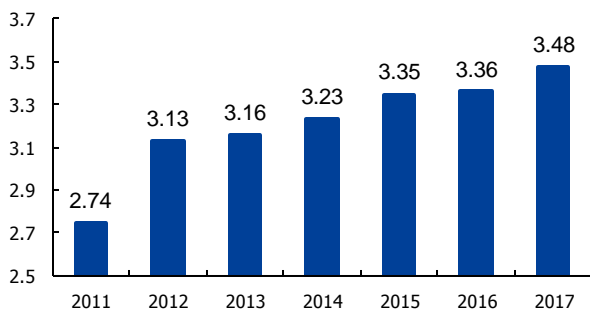


资料来源: wind, 国盛证券研究所

## 2.2 监管趋严，看好第三方化工物流

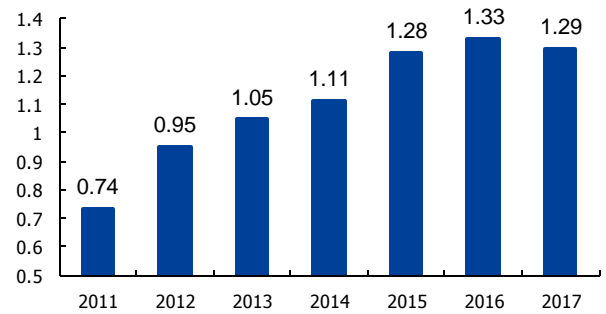
中国为全球最大的化学品市场。根据欧洲化学工业理事会数据，2017 年全球化学品市场规模达到 3.48 万亿欧元，2011-2017 年复合增速为 4.01%。我国是公认的化工大国，2017 年中国化学品市场规模达到 1.29 万亿欧元，2011-2017 年复合增速为 9.87%，占全球市场份额约 37.21%，绝大多数化工品产能已居于世界第一。在未来的 5 年里，全球化学品市场 66% 的增长都将来自于中国，仅 15% 来自于北美，其余 8% 来自于中东和非洲市场，4% 来自于亚太地区，2% 来自于拉丁美洲，还有 3% 来自于印度。

图表 35: 全球化学品市场规模 (万亿欧元)



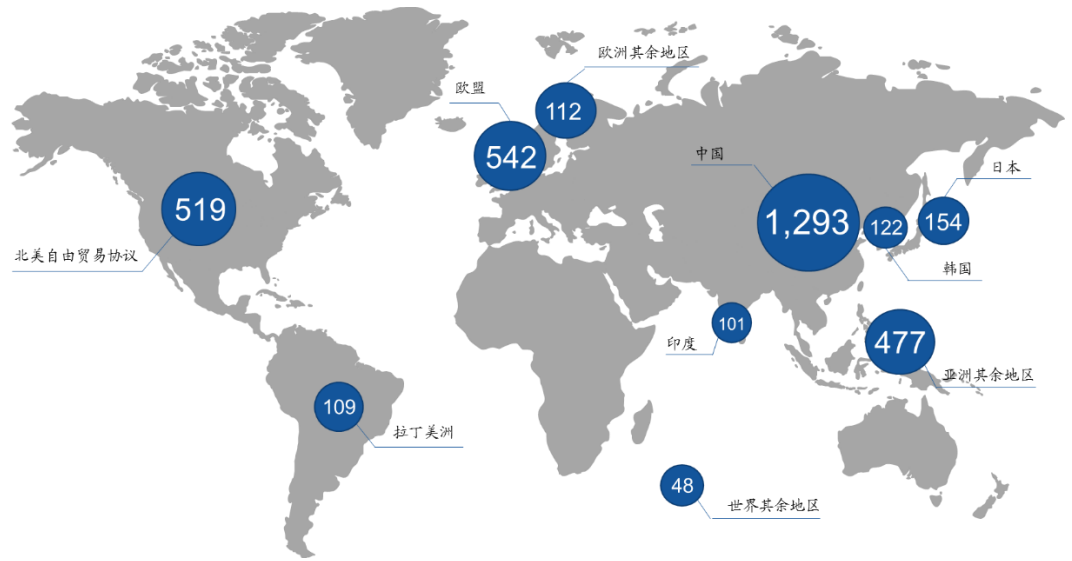
资料来源: cefic, 国盛证券研究所

图表 36: 中国化学品市场规模 (万亿欧元)



资料来源: cefic, 国盛证券研究所

图表 37: 世界化学品销售分布 (2017年)



资料来源: cefic, 国盛证券研究所

**我国第三方化工物流市场规模达到 3500 亿元。**根据中物联危化品物流分会预测, 2018 年整个化工物流市场规模是 1.4 万亿, 第三方物流占的比例 25%, 推算出第三方物流市场规模可达 3500 亿元。目前国内化工行业渗透率大约 25%, 远低于国外化工企业 80% 的外包渗透率, 随着竞争加剧以及外部监管环境趋严, 第三方化工物流外包比例预计会持续提升。我们预计到 2022 年第三方化工物流市场规模达到 6300 亿元, 渗透率提升至 35%, 2018-2022 年第三方化工物流市场的复合增速为 15.83%。

图表 38: 第三方化工物流市场规模

项目 / 年份	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
化工物流市场规模 (万亿)	1.4	1.5	1.6	1.7	1.8
第三方化工物流的渗透率	25%	28%	31%	33%	35%
第三方化工物流市场规模 (亿元)	3500	4200	4960	5610	6300

资料来源: 中物联危化品物流分会, 国盛证券研究所测算

我们认为基于化工企业降本需求, 监管趋严以及产销分布不均匀等因素, 第三方化工物流外包比例预计会持续提升, 我们估算到 2022 年有望达到 35%。

(1) **市场竞争加剧下, 化工企业降本需求。**在化工行业结构调整、竞争不断加剧的情况下, 提高物流管理水平、降低产业链物流成本的第三方物流公司, 成为化工物流企业有效提高企业效益、增强市场竞争力的重要手段。越来越多的化工综合型企业将物流环节的业务剥离, 而选择第三方专业物流服务商。

(2) **“天津 812 爆炸事故”后各地监管趋严, 化工企业加大外包比重。**天津滨海新区 812 爆炸事故, 造成 165 人遇难, 8 人失踪, 798 人受伤, 304 幢建筑物、12428 辆商品汽车、7533 个集装箱受损, 造成直接损失 68.66 亿元。事故发生后, 各地加紧了危化品库的管理。由于监管压力加大, 一些化工企业加大物流外包比重。

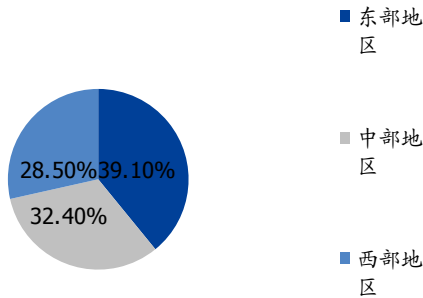
(3) **原材料与园区产销分布不均匀。**我国的危险品行业产销分布非常不均匀, 以石油、天然气等为基础原材料的化工产业集群主要分布在西部地区, 但化工园区更加集中在东部沿海地区。我国 5000 余种化工原料产销分布不均, 全国有 95% 以上的危险货物需要异地运输。

我们认为随着化工物流园区化以及国家加大监管，行业集中度持续提升。

**1) 化工企业园区化，物流市场集中度提升**

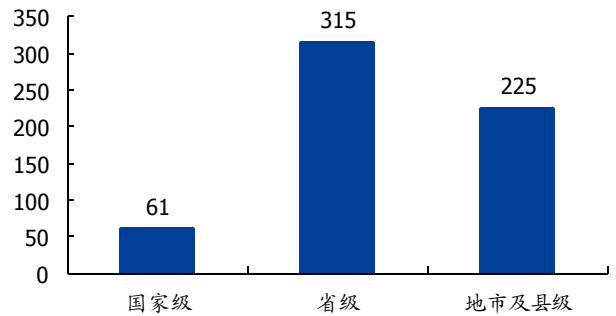
在我国主要沿海经济区的化学工业园区周围，现代化专业码头和化工物流园已经成为园区发展规划的重要组成部分。截至 2017 年底，全国重点化工园区或以石油和化工为主导产业的工业园区共有 601 家。一般化学园区都会配套化工物流园区，化工物流园区是依托于化工园区而形成的，并为化工产业服务，化工物流园区（包括原油码头、储罐、液体化工品管道和储罐等）与化工区（包括炼厂、乙烯厂和其它大型的石化生产装置）互相补充和需要。行业趋势是化工公司进入园区，小企业被关停掉，整个行业从严进一步带来化工物流市场集中度提升。

图表 39: 我国化工园区按地区分布



资料来源: 中国石油和化学工业联合会, 国盛证券研究所

图表 40: 我国化工区按级别分布

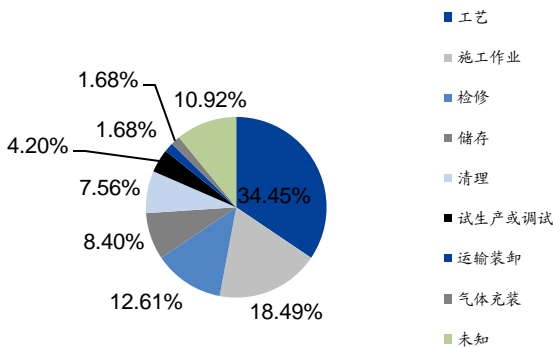


资料来源: 中国石油和化学工业联合会, 国盛证券研究所

**2) 监管趋严，准入门槛提高。**

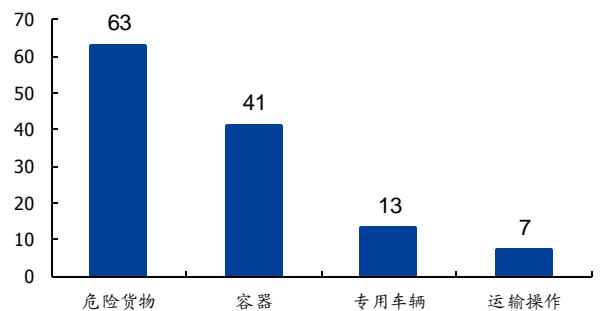
**2015 年天津大爆炸，国家政策收紧，危化品库国家监管比较严格。**一直以来危化品仓储发展的速度跟不上我国的化工石化行业的发展，叠加天津港“8.12”事故，各级政府对于危化品存储管理更加严格，仓储建设审批趋严、建设周期变长，进一步加大了危化品仓储供需缺口。目前，对危险品等特种货物的运输代理具有严格执行审批制度，我国危险货物运输常见国家和行业标准有 100 多个。

图表 41: 危险化工产品供应链的环节事故分布



资料来源: 知网, 国盛证券研究所

图表 42: 危险货物运输常见国家和行业标准 (条)



资料来源: 搜狐网, 国盛证券研究所



图表 43: 危险化学品运输、仓储相关政策

部门	生效时间	相关政策法规
交通运输部	2018年12月	《危险货物道路运输规则》
交通运输部	2013年7月	《道路危险货物运输管理规定》
交通运输部	2013年2月	《港口危险货物安全管理规定》
国家安全生产监督管理总局	2012年9月	《危险化学品经营许可证管理办法》
国务院	2011年12月	《危险化学品安全管理条例》

资料来源: 国务院、交通运输部、国家安全生产监督管理总局, 国盛证券研究所

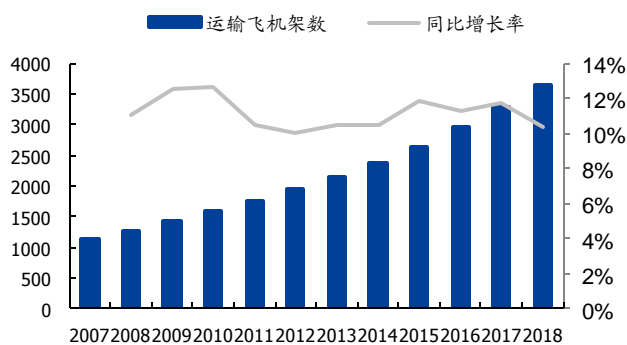
**投资策略:** 我们重点推荐密尔克卫, 公司所处的化工物流领域具有高门槛, 随着化学园区化以及各地监管趋严, 第三方化工物流比例持续提升。公司具有优质客户(与巴斯夫、陶氏等百强化工企业合作), 能够提供一体化供应链服务, 持续加大仓储、运输投入力度, 并购优质仓储资源, 具有高成长性。3.21 响水爆炸事故发生后, 各地加强了化工园区监管, 我们判断未来对危化品库的监管会越来越严, 由于中小型危化品库企业缺乏高效安全的运营能力, 以及承受较大监管压力, 纷纷谋求出售, 这为公司这样专业的危化品库运营企业并购发展获得良好的契机, 有利于密尔克卫这样专业危化品库运营企业。

### 三、航空: 737max8 停飞供需有望改善, 经营租赁并表敏感性放大

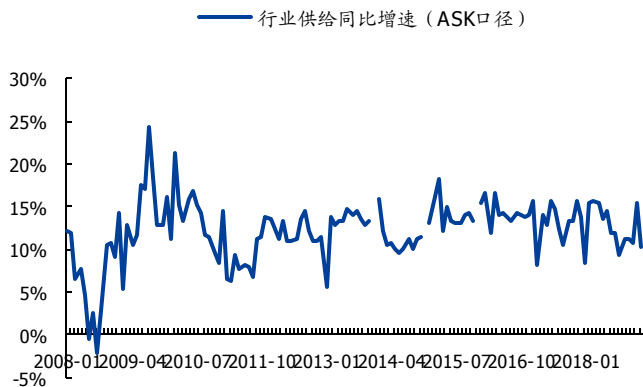
#### 3.1 波音 737max8 停飞供给受限, ASK 增速收窄

2018 年民航运输飞机净增加 343 架达到 3639 架, 同比增长 10.41%, 近几年均维持 10% 以上的增速, 我们预计 2019 年行业增速 ASK 要比飞机引进同比增速更快, 主要由于 A350 系列宽体机的引进, 2019 年 1-2 月 ASK 增速为 12.44%, 达到 2286.05 亿人公里。

图表 44: 民航运输飞机数量及增速 (架, %)



图表 45: 行业供给同比增速 (ASK口径)



资料来源: wind, 中国航空新闻网, 国盛证券研究所

资料来源: wind, 国盛证券研究所

我们梳理了各航司飞机引进计划, 三大航增速相对较慢。2019 年东方航空净增加 59 架飞机, 同比增长 8.68%; 南方航空净增加 69 架飞机, 同比增长 8.21%; 中国国航净增

加 46 架飞机，同比增长 6.73%，吉祥航空净增加 9 架飞机，同比增长 10%；春秋航空净增加 9 架，同比增长 11.11%。

图表 46: 主要航司飞机引进计划 (架)

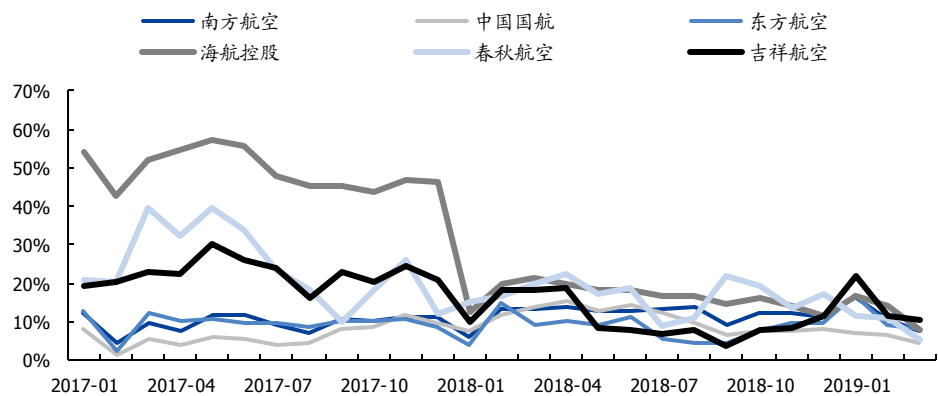
	2017		2018		2019E		2020E		2021E		年末机队规模
	年末机队规模	年末机队规模	引入	退出	年末机队规模	引入	退出	年末机队规模	引入	退出	
东方航空	627	680	60	1	739	61	10	790	18	10	798
南方航空	754	840	114	45	909	91	28	972	29	3	998
中国国航	655	684	63	17	730	53	12	771			
海航控股	410	463									
吉祥航空	81	90	13	4	99						
春秋航空	76	81	15	6	90	12	2	100	13	8	105

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

**737MAX8 停飞, 供给受限。**国内目前有 13 家航空公司运营 96 架 737Max 8, 其中南方航空 24 架、中国国航 15 架、海南航空 11 架、上海航空 11 架、厦门航空 10 架、山东航空 7 架、深圳航空 5 架、东方航空和祥鹏航空各 3 架、奥凯航空、福州航空及昆明航空各 2 架, 九元航空 1 架, 占到运输飞机比重的 2.64%。计划引进的 737MAX8 不能引进了, 我们认为 2019 年全年飞机引进增速将低于往年 10%, 短期可通过提高飞机利用率维持 ASK 增速, 到旺季很难恢复飞行, 届时供给会持续吃紧。

**各大航司 ASK 增速同比收窄。**2019 年 3 月份, 东航 ASK 增长 7.48%, 南航 ASK 增长 7.33%, 国航 ASK 增长 4%, 海航 ASK 增长 7.56%, 春秋 ASK 增长 5.17%, 吉祥 ASK 增长 10.34%, 相比 2018 年同期增速均下降。

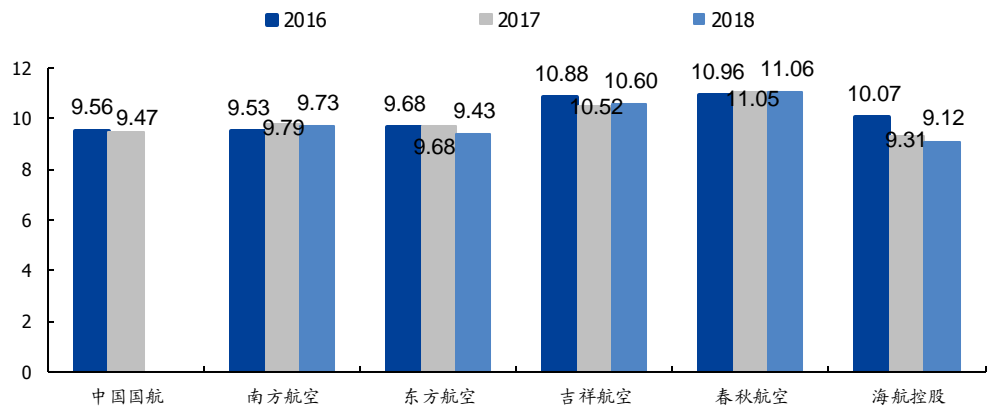
图表 47: 各航司 ASK 同比增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所

**飞机日利用率小时受限。**六大航司的飞机平均日利用率均达到较高水平, 基本维持在 9 个小时以上, 春秋航空日利用率最高达到 11.06 小时, 很难再提高, 三大航相对较低仍有一定的提升空间。

图表 48: 六大航司飞机平均日利用率 (小时)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

**R5 政策飞行员飞行小时受限。**大型飞机公共航空运输承运人运行合格审定规则CCAR-121-R5, 应当于2019年12月31日之前完全符合本次修订版的要求。飞行机组成员任一日历年不超过900小时的飞行时间, 相比减少100小时, 乘务员任一日历年不超过1100小时的飞行时间, 相比减少100小时。

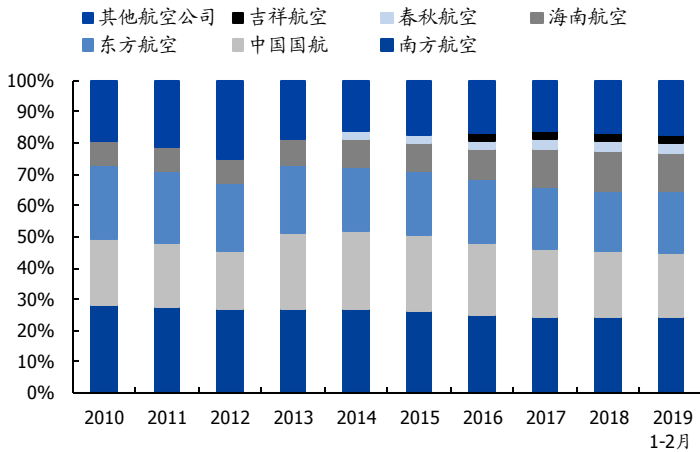
图表 49: 大型飞机公共航空运输承运人运行合格审定规则修改对比

	第五次修订 (2017年)	第四次修订 (2010年)
单程执勤期及飞行时间限制	根据报道时间及航段数不同,非扩编飞行机组最大飞行时间在8-9小时之间,非扩编飞行机组成员最大飞行执勤期限限制在9-14个小时之间。	配备2名飞行员时,值勤期安排不超过14小时,该值勤期内的飞行时间不得超过9小时,值勤期安排超过14小时但不超过16小时,该值勤期内的飞行时间不得超过12小时。
休息时间保障	两个飞行执勤期之间机组成员必须连续休息至少10个小时。如果飞行值勤期的终止地点所在时区与机组成员的基地所在时区之间有6个小时以上的时差,则机组成员必须连续休息至少48小时。任一机组成员在实施飞行任务前的144小时内,应至少连续休息48小时。	值勤期安排不超过14小时,值勤期后应至少连续休息10小时;但对飞行任务解除的时间是发生在当地时间午夜零点之后的,则为12小时。值勤期安排超过14小时但不超过16小时,值勤期后安排至少连续休息14小时。
飞行机组成员	飞行机组成员不得超过任一日历月,100小时的飞行时间;及任一历年,900小时的飞行时间。	飞行机组成员总飞行时间任何7个连续日历日内不得超过40小时。任一日历月飞行时间不超过100小时,任何连续三个日历月内的总飞行时间不得超过270小时。任一历年内不得超过1000小时。
	飞行机组成员不得超过任何连续7个日历日,60小时的飞行值勤期;任一日历月,210小时的飞行值勤期。	无相关规定。
乘务员	乘务员不得超过任一日历月,100小时的飞行时间;及任一历年,1100小时的飞行时间。乘务员不得超过任何连续7个日历日,70小时的飞行值勤期;及任一日历月,230小时的飞行值勤期。	客舱乘务员的总飞行时间在任何连续7个日历日内不超过40小时,任一日历月内不得超过110小时,任一历年内不得超过1200小时。
	增加1名客舱乘务员,飞行值勤期不得超过16小时;增加2名客舱乘务员,飞行值勤期不得超过18小时;增加3名或者3名以上客舱乘务员,飞行值勤期不得超过20小时。	与第五次修订相同。
飞行签派员	飞行签派员不得连续值勤超过10小时,在累计执勤达到10小时之前至少连续休息8小时。在任意连续7个日历日内至少连续休息24小时的休息期。	与第五次修订相同。

资料来源:交通运输部,国盛证券研究所

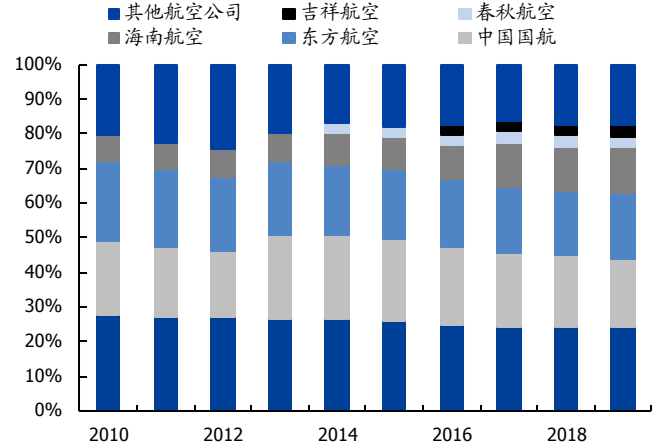
**三大航领跑,行业格局趋于稳定。**2019年1-2月份,三大航ASK市占率为64.37%,RPK市占率为62.99%,基本维持在60%以上的市场份额。三大航加海航、春秋、吉祥ASK市占率为82.8%,RPK市占率为82.34%,基本维持80%以上的市场份额。由于航线稳定性,行业格局保持稳定。

图表 50: 各大航司 ASK 占比



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 51: 各大航司 RPK 占比

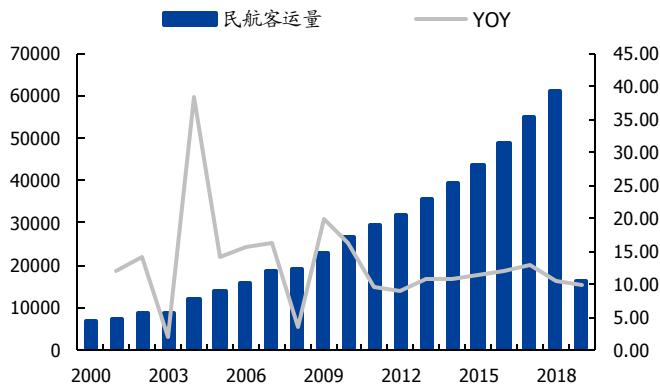


资料来源: wind, 国盛证券研究所

### 3.2 需求韧性强，供需有望改善

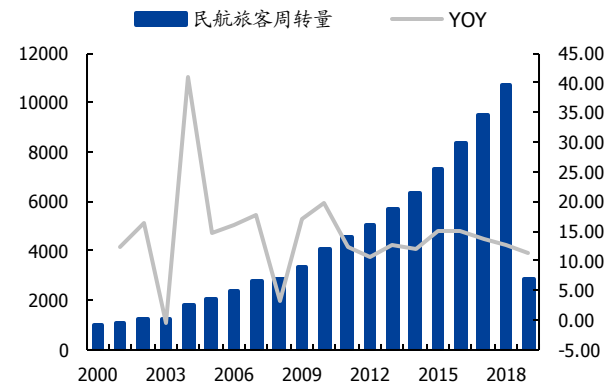
2019 年第一季度，民航旅客运输量 1.61 亿人次，同比增长 9.87%，旅客周转量达到 2862.41 亿人公里，同比增长 11.2%，全年 RPK 有望维持 10% 以上的增速。

图表 52: 民航客运量 (万人次, %)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

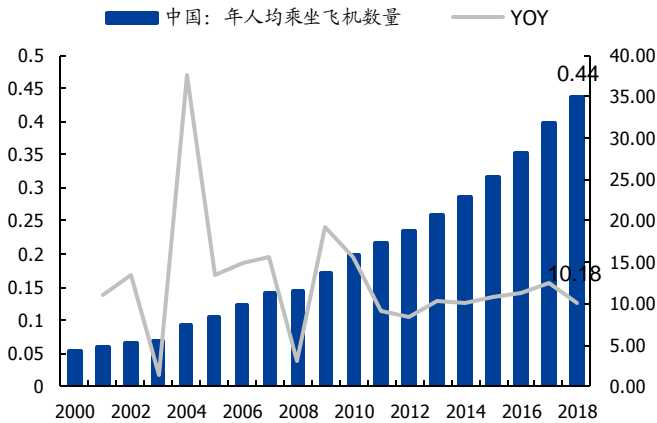
图表 53: 民航旅客周转量 (亿人公里, %)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

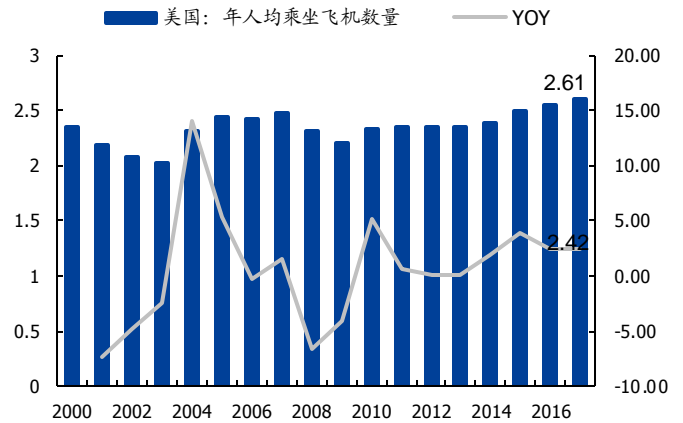
人均乘飞机次数仍然较低，增长潜力大。2017 年美国年人均乘坐飞机次数为 2.61 次，2018 年中国年人均乘坐飞机次数为 0.44 次，相比美国相差 6 倍，我国仍有很大的提升空间。

图表 54: 中国年人均乘坐飞机次数(次, %)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

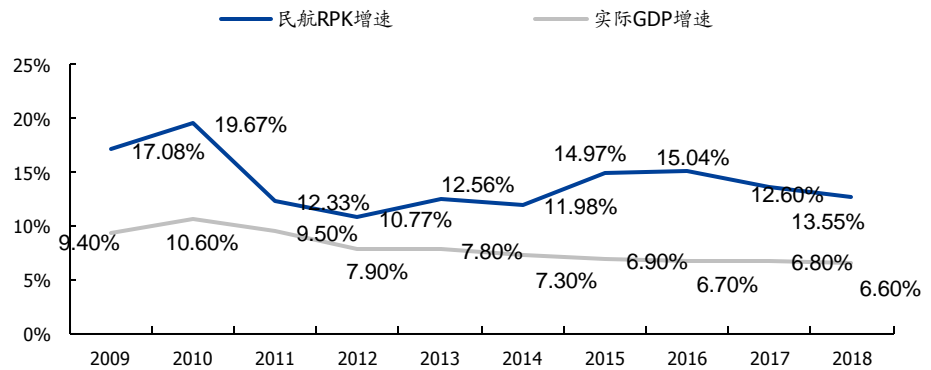
图表 55: 美国年人均乘坐次数(次, %)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

**2019年 RPK 有望超过 12%。**我们分析了 RPK 增速与 GDP 增速的关系,发现 2009 年至 2018 年 RPK 增速是 GDP 增速的 1.8 倍,最近几年比例基本维持在 2 倍以上,随着我国国民经济的发展,民航需求仍持续提升,假设 2019 年 GDP 在 6% 以上,则估算 RPK 增速在 12% 以上。

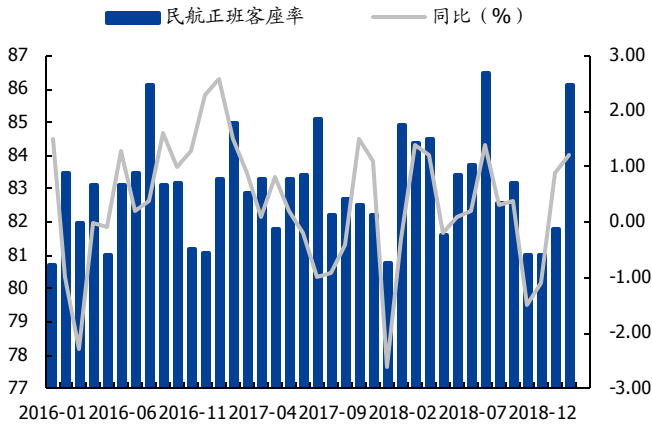
图表 56: RPK 增速与 GDP 增速关系



资料来源: 国家统计局, 民航局, 国盛证券研究所

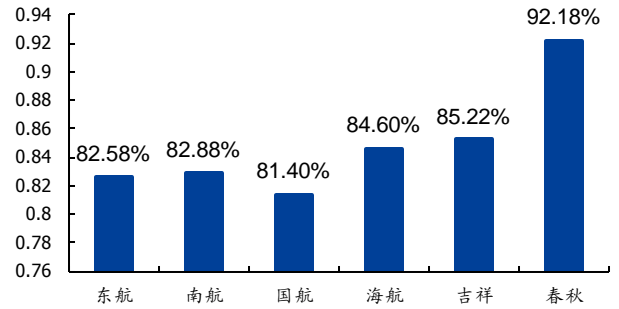
**2019Q1 客座率同比提升。**2019 年 1-2 月份民航正班客座率达到 83.9%, 比上年同期增长 1%。2019Q1 东航客座率为 82.58%, 同比增长 1.02%, 南航客座率为 82.88%, 同比增长 0.47%, 国航客座率为 81.4%, 同比增长 0.3%, 海航客座率为 84.6%, 同比下降 0.31%, 吉祥航空客座率为 85.22%, 同比下降 0.31%, 春秋航空客座率为 92.18%, 同比增长 3.01%。

图表 57: 民航正班客座率 (%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

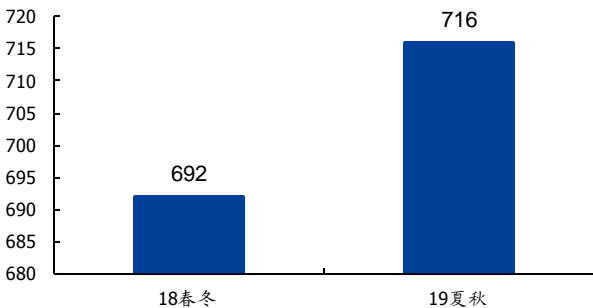
图表 58: 主要航司 2019Q1 客座率



资料来源: wind, 国盛证券研究所

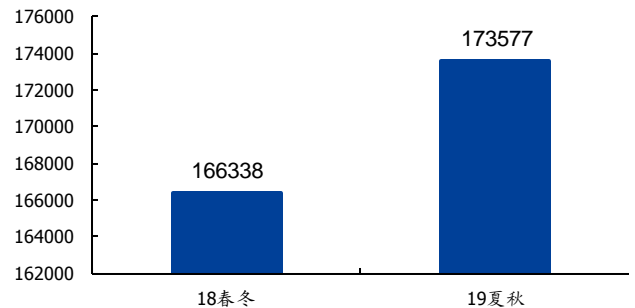
**核心航线供需持续紧张。**19年夏秋航季京沪每周之间航班次为716较18年春冬提高了3.47%，每周总座位数为17.36万较18年春冬提高了4.35%。根据CADAS的数据，2018年1-4月京沪航线航班量近1万架次，客运量232.22万人次，平均客座率达到89.95%，由于需求旺盛，核心航线供需持续紧张。

图表 59: 每周京沪之间的航班次数 (次)



资料来源: pre-flight, 国盛证券研究所

图表 60: 每周京沪航线总座位数 (个)



资料来源: pre-flight, 国盛证券研究所

**票价实行市场调节价，核心航线票价提升。**关于进一步推进民航国内航空旅客运输价格改革有关问题的通知，规定5家以上(含5家)航空运输企业参与运营的国内航线，国内旅客运价实行市场调节价，由航空运输企业依法自主制定。每家航空运输企业每航季上调实行市场调节价的经济舱旅客无折扣公布运价的航线条数，原则上不得超过本企业上航季运营实行市场调节价航线总数的15% (不足10条航线的最多可以调整10条); 每条航线每航季无折扣公布运价上调幅度累计不得超过10%。我们认为票价放开，对于核心航线票价有望持续提升，例如2018年京沪航线上调了两次经济舱全价由年初的1240元上调至年末的1490元。

图表 61: 国内航空旅客运输价格改革政策

年份	主要内容	相关条文
2018年	有5家及以上航空运输企业参与运营的国内航线，国内旅客运价要实行市场调节价，由航空运输企业依法自主制定。这次新增市场调节价国内航线306条，如广州往返重庆、成都往返杭州、昆明往返青岛等等	《关于进一步推进民航国内航空旅客运输价格改革有关问题的通知》
2016年	有375条国内航线实行市场调节价	《关于深化民航国内航空旅客运输票价改革有关问题的通知》
2014年	进一步放开相邻省份之间与地面主要交通运输方式形成竞争的101条短途航线旅客运输票价，由现行政府指导价改为实行市场调节价，同时全部放开民航国内航线货物运输价格	《中国民用航空局国家发展和改革委员会关于进一步完善民航国内航空运输价格政策有关问题的通知》
2013年	对31条与地面主要交通运输方式形成竞争，且由两家（含）以上航空公司共同经营的国内航线，旅客运输票价由实行政府指导价改为市场调节价；对旅客运输票价实行政府指导价的国内航线，均取消票价下浮幅度限制	《中国民用航空局国家发展和改革委员会关于完善民航国内航空旅客运输价格政策有关问题的通知》
2010年	头等舱与经济舱实行市场调节价	《民航国内航空运输价格改革方案》
2004年	由航司以基准价为基础，上浮不超过政府规定最高幅度、下浮幅度不限的范围内，确定实际执行的运价水平。最高幅度为25%	《民航国内航空运输价格改革方案》
1997年	民航局推进统一定价。民航局推出“一种票价，多种折扣”的票价改革政策，实行票价幅度管理，票价优惠幅度在40%-50%，在一定程度上给予了航空公司选择价格下浮空间的自主权	
1992年	允许航空公司的票价可以上下浮动10%，航司首次拥有自主权	

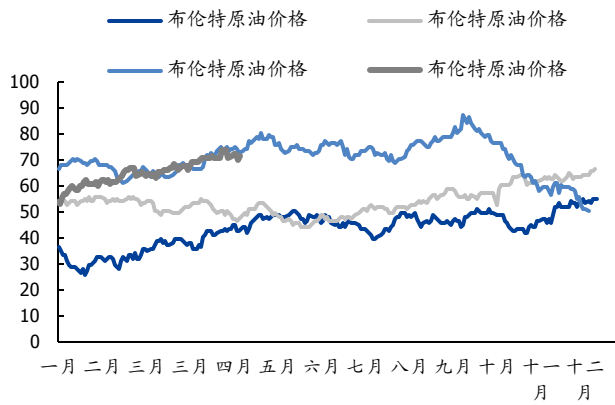
资料来源：中国民航网，国盛证券研究所

### 3.3 经营租赁并表，汇率敏感性放大

受益增值税下调，原油影响同比相对较小。由于地缘政治影响，2019年初至今（5月10日）布伦特原油上涨30.84%，达到70.39美元/桶，平均油价为66.17美元/桶，较2018年同期68.85美元/桶还是处于低位。若二叠纪盆地输油管道运输瓶颈打破使得页岩油产量大幅增加将带来油价下行风险，油价基本冲破80美元/桶继续往上的难度较大。航油出厂价增值税由16%下调至13%，相同因素下航油出厂价相比同期较低。

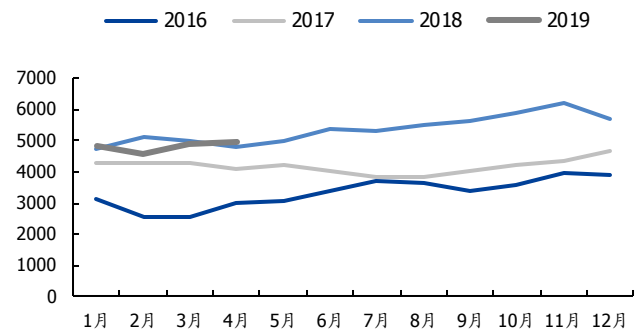


图表 62: 布伦特原油价格变化



资料来源: wind, 国盛证券研究所

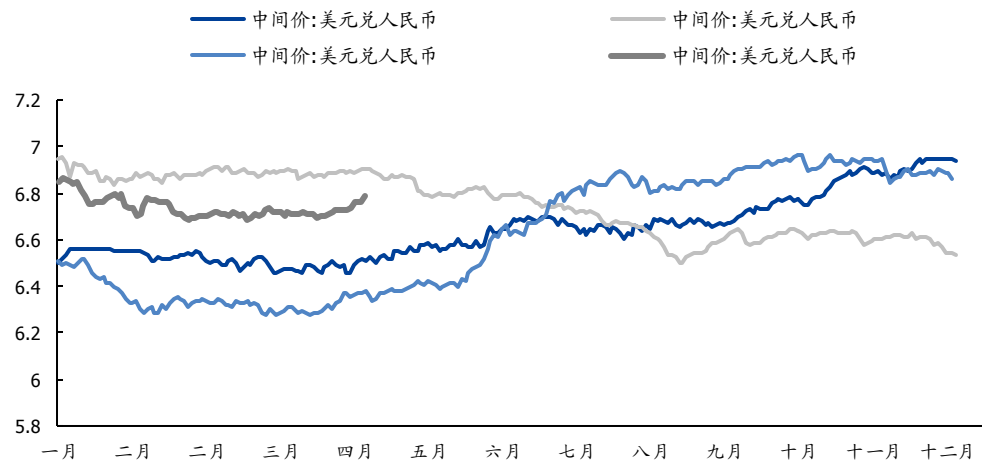
图表 63: 航空煤油出厂价(含税)(元/吨)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

美元兑人民币保持稳定。2019年初至今(5月10日)人民币兑美元升值1.05%，如果不继续贬值维持此趋势则利好航空板块。

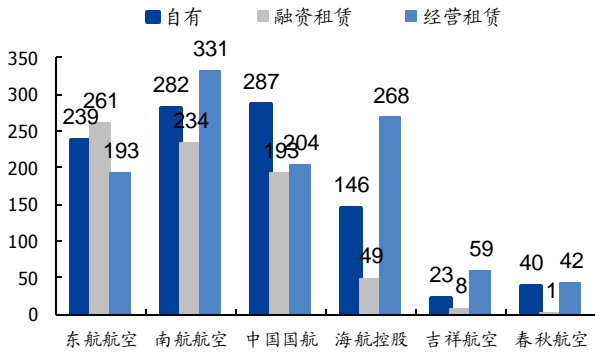
图表 64: 美元兑人民币



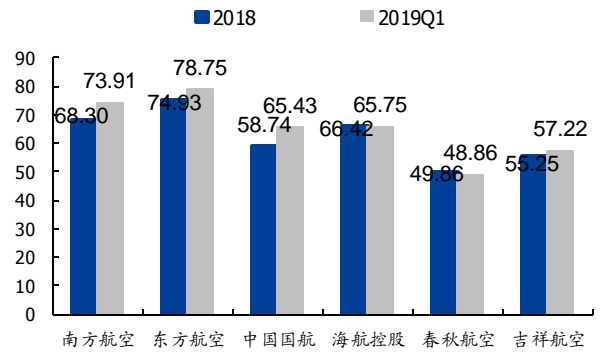
资料来源: wind, 国盛证券研究所

经营租赁并表，汇率敏感性放大。IFRS 16 新准则将于 2019 年 1 月生效，IFRS 16 取消了目前对承租人区分资产负债表内融资租赁和资产负债表外经营租赁的双重会计模型，经营租赁并入表内。经营租赁飞机主要是美元支付，三大航经营租赁占有所有运输飞机的比重为 32.73%，美元负债增加将放大汇兑敞口。

图表 65: 各大航司持有运输飞机数量(架)



图表 66: 三大航司资产负债率提升(%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 注: 国航和海航为 18 年报数据, 其余为 19Q1 季报

资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 67: 利率、汇率、油价敏感性分析

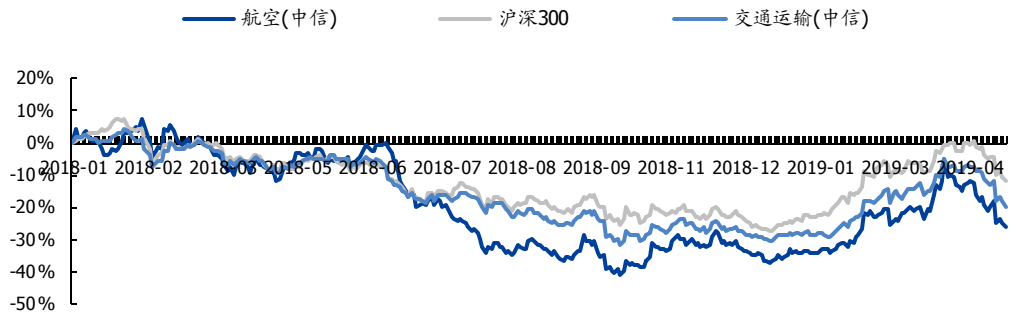
(亿元)	利率风险	汇率风险		油价风险
	借款利率增加 50 个基点	人民币/美元上升 1%	人民币/日元上升 1%	平均燃油价格上升 5%
中国国航	-1.36	2.28	0.1062	-19.24
东方航空	-2.24	1.78	-	-16.84
南方航空	-2.70	1.95	-	-21.46
海航控股	-2.43	3.24	-	-10.28
吉祥航空	-3.73	2.96	-	-3.96
春秋航空	-0.08	0.0058	0.1055	-2.00

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 注: 数据为 2018 年报数据

### 3.4 投资策略: 供需有望改善, 关注三大航

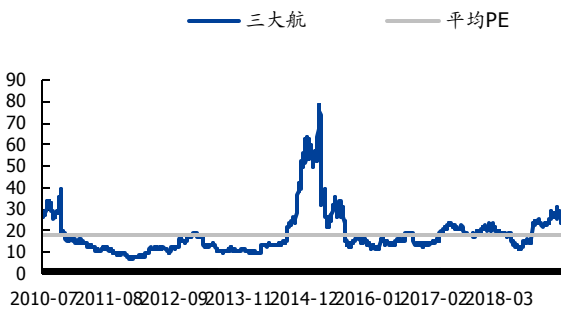
航空指数年初至今上涨 19.09%, 跑赢交运指数。三大航目前市盈率为 23.17 倍, 高于历史平均市盈率 18.36 倍, 市净率为 1.43 倍, 低于历史平均市净率 2.29 倍, 估值仍有吸引力。737MAX8 停飞, 从短期影响来看, 由于 3-6 月处于淡季, 短暂运力不足可以从别的航线抽调, 如果到 7 月份旺季还未恢复好则运力较难抽调, 需求刚性将带来票价上涨。国务院常务会议确定从 7 月 1 日起, 民航发展基金征收标准降低一半, 假设按照减半征收, 则增厚南航、东航、国航、春秋、吉祥税后利润分别为 11.03 亿元、8.38 亿元、8.63 亿元、1.24 亿元、1.29 亿元, 持续看好航空板块。我们建议重点关注三大航, 关注春秋航空、吉祥航空。

图表 68: 航空板块行情



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 69: 三大航市盈率



资料来源: wind, 国盛证券研究所 注: 剔除负值, 整体法

图表 70: 六大航市盈率



资料来源: wind, 国盛证券研究所 注: 剔除负值, 整体法

图表 71: 三大航市净率



资料来源: wind, 国盛证券研究所 注: 剔除负值, 整体法

图表 72: 六大航市净率



资料来源: wind, 国盛证券研究所 注: 剔除负值, 整体法

## 四、机场：新免税协议实施，非航消费属性凸显

机场经营业务主要分为航空性业务和非航空性业务，航空性业务等收费项目的收费标准按照民航局相关文件规定实行政府指导价，该块业务增长相对稳定；非航空性业务收费项目的收费标准实行市场调节价，具有较高弹性。

### 4.1 航空性业务稳定增长

2018年全年，全国旅客吞吐量达到12.65亿人次，同比增长10.2%，飞机起降架次1108.9万架次，同比增长8.2%。2019年1-2月，全国旅客吞吐量达到2.2亿人次，同比增长11.4%，飞机起降架次177.8万架次，同比增长9.1%。浦东机场2019年预计实现飞机起降50.90万架次，旅客吞吐量7680万人次。

图表 73: 主要机场旅客吞吐量(万人次)

机场	2018年	同比增长率	201901-03	同比增长率
北京首都	10098.33	5.40%	2491.8	1.57%
上海浦东	7400.63	5.70%	1882.61	4.93%
上海虹桥	4362.80	4.20%	719.29	9.86%
广州白云机场	6972.04	5.90%	1814.77	4.80%
深圳机场	4934.90	8.20%	1319.65	7.88%
厦门机场	2655.34	8.40%	681.72	5.92%
美兰机场	2412.36	6.80%	720.12	3.56%
全国合计	126468.87	10.20%	21950.20	11.40%

资料来源：中国民用航空局，wind，国盛证券研究所 注：首都机场、虹桥机场、全国合计为1-2月数据

图表 74: 主要机场起降架次(万架次)

机场	2018年	同比增长率	201901-03	同比增长率
北京首都	61.40	8.20%	14.92	-1.08%
上海浦东	50.48	1.60%	12.69	2.39%
上海虹桥	26.68	1.20%	4.46	6.40%
广州白云机场	47.74	2.60%	12.13	2.85%
深圳机场	35.59	4.60%	9.20	4.71%
厦门机场	19.34	3.70%	4.82	0.93%
美兰机场	16.52	4.90%	4.60	2.17%
全国合计	1108.83	8.20%	177.80	9.10%

资料来源：中国民用航空局，wind，国盛证券研究所 注：首都机场、虹桥机场、全国合计为1-2月数据

图表 75: 主要机场货邮吞吐量(万吨)

	2018年	同比增长率	201901-03	同比增长率
北京首都	207.40	2.20%	28.47	-8.46%
上海浦东	376.86	-1.50%	80.49	-9.07%
上海虹桥	40.72	-0.10%	5.64	-7.87%
广州白云机场	189.06	6.20%	43.01	2.09%
深圳机场	121.85	5.10%	27.13	-0.62%
厦门机场	34.55	2.00%	7.49	-7.93%
美兰机场	16.86	9.10%	10.39	5.23%
<b>全国合计</b>	<b>1674.02</b>	<b>3.50%</b>	<b>235.90</b>	<b>-4.20%</b>

资料来源: 中国民用航空局, wind, 国盛证券研究所 注: 首都机场、虹桥机场、全国合计为1-2月数据

航空性业务收费包括: 起降费、停机费、客桥费、旅客服务费及安检费。航空性收入与国际航线占比、旅客吞吐量和机场级别相关, 作为一类1级的北京首都、上海浦东、广州白云航空性业务收入会更高。

图表 76: 机场分类

机场类别	机场
一类1级	北京首都、上海浦东、广州等3个机场。
一类2级	上海虹桥、深圳、成都等3个机场。
二类	昆明、重庆、西安、杭州、厦门、南京、郑州、武汉、青岛、乌鲁木齐、长沙、海口、三亚、天津、大连、哈尔滨、贵阳、沈阳、福州、南宁等20个机场。
三类	除上述一、二类机场以外的民用机场。

资料来源: 中国民用航空局, 国盛证券研究所

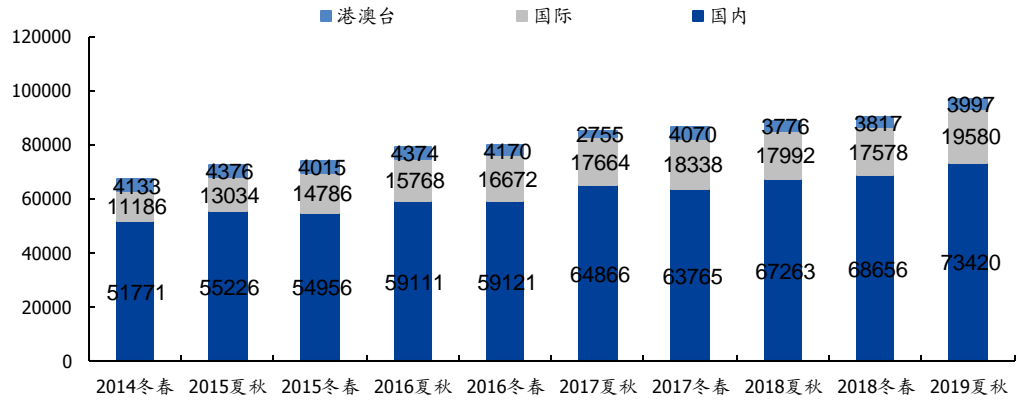
图表 77: 航空性业务收费标准

	起降费 (元/架次) (T: 飞机最大起飞全重)					旅 客 服 务 费 (元 / 人)	安 检 费		停 场 费 (元/架 次)	客 桥 费 (元/ 小时)		
	25 吨 以下	26-5 0 吨	51-10 0 吨	101-200 吨	201 吨以上		旅 客 行 李 (元/ 人)	货 物 邮 件 (元/ 吨)				
国内航班- 分机场类 别	一类 1 级	240	650	1200+ 24×(T -50)	2400+25×(T -100)	5000+32×(T -200)	34	8	53	2 小时以内免 收; 2-6 (含) 小时按照起降 费的 20% 计 收; 6-24 (含) 小时按照起降 费的 25% 计 收; 24 小时以 上, 每停场 24 小时按照起降 费的 25% 计 收。不足 24 小 时按 24 小时计 收。	单桥: 1 小时 以内 200 元; 超过 1 小时 每 半 小 时 100 元。不足 半 小 时 按 半 小 时 计 收。多 桥: 按单桥标 准的倍数计 收。	
	一类 2 级	250	700	1250+ 25×(T -50)	2500+25×(T -100)	5100+32×(T -200)	40	9	60			
	二类	250	700	1300+ 26×(T -50)	2600+26×(T -100)	5200+33×(T -200)	42	10	62			
	三类	270	800	1400+ 26×(T -50)	2700+26×(T -100)	5300+33×(T -200)	42	10	63			
	全部	2000	2200	2200+ 40 × (T-50)	4200+44 × (T-100)	8600+56 × (T-200)	70	12	70		单桥: 1 小时 以内 200 元; 超过 1 小时 每 半 小 时 100 元。不足 半 小 时 按 半 小 时 计 收。多 桥: 按单桥标 准的倍数计 收。	
国际及港 澳台航班											2 小时以内免 收; 超过 2 小 时, 每停场 24 小时按照起降 费的 15 计收。 不足 24 小时按 24 小时计收。	

资料来源: 中国民用航空局, 国盛证券研究所

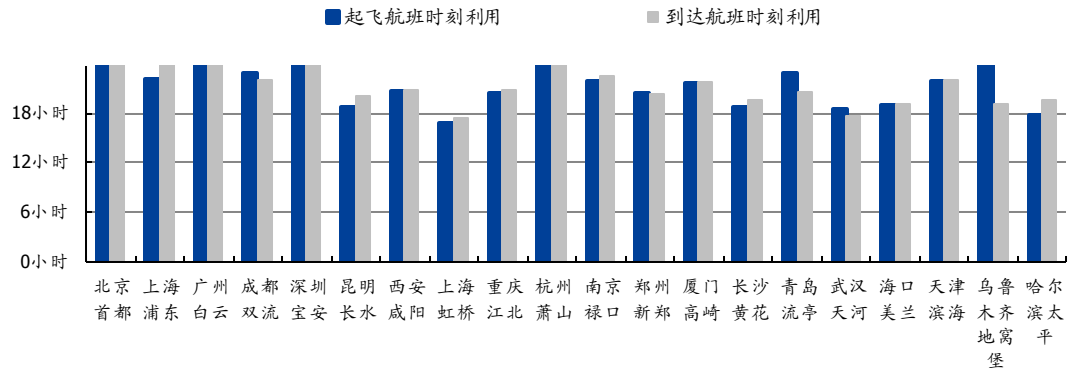
**一线城市机场时刻缓解。**2019 夏秋航季每周客货航班数为 96997, 同比增长 8.95%, 其中白云机场和深圳机场同比增长较快, 浦东机场和首都机场基本持平。以正点率为主要考核指标, 各大机场放行准点率逐步提升, 控总量调结构下, 时刻向支线机场倾斜。

图表 78: 每周客货航班计划 (次)



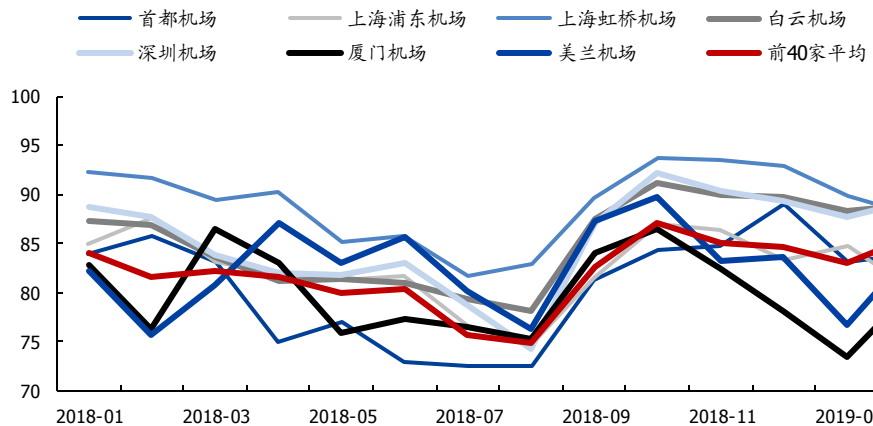
资料来源: 中国民用航空局, 国盛证券研究所

图表 79: 核心机场时刻利用率高



资料来源: 国盛证券研究所

图表 80: 放行准点率 (%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

北京大兴机场将于**9月30日前投入运营**。北京大兴国际机场将于2019年6月30日竣工验收，9月30日前投入运营，确保实现旅客吞吐量到“2022年4500万人次、2025年7200万人次”的运营目标。北京大兴国际机场于5月13日开展试飞工作，参与此次试飞的航空公司为南航、东航、国航和厦航，此次试飞将为大兴机场投运工作奠定坚实基础。

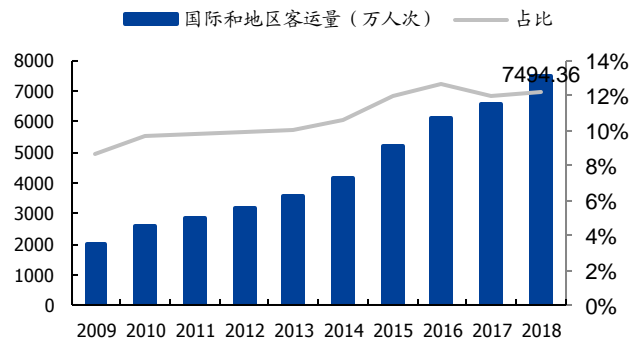
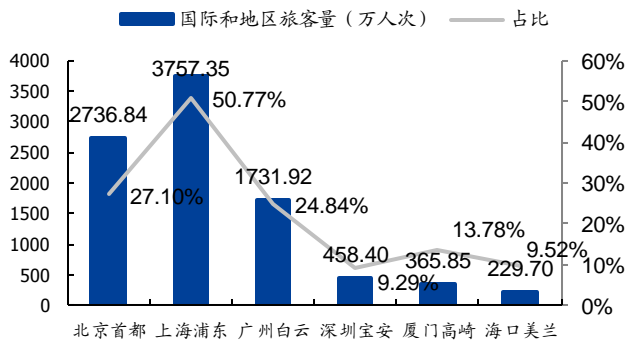
**浦东机场三期扩建工程项目**。卫星厅工程是三期工程的主体工程，为目前世界上最大单体卫星厅。工程的设计目标年是2025年，卫星厅建成后，浦东机场可满足年旅客吞吐量8000万人次的运行需求。预计卫星厅将于2019年9月份建成投产，目前与之配套的机场捷运系统已经安排列车入轨调试。

## 4.2 各大机场新扣点政策陆续实施，看好非航性业务

**国际和地区旅客占比稳步提升**。2018年国际和地区客运量达到7494.36万人次，同比增长14.03%，国际和地区客运量占民航客运量12.25%。2019年1-2月国际和地区客运量达到1406.10万人次，国际和地区客运量占民航客运量13.11%，同比增长17.53%。具体看机场，上海浦东机场国际和地区旅客量达到3757.35万人次，占比50.77%，北京首都机场国际和地区旅客量达到2736.84万人次，占比27.1%。

图表 81: 各大机场国际和地区旅客量

图表 82: 国际和地区旅客量持续增长



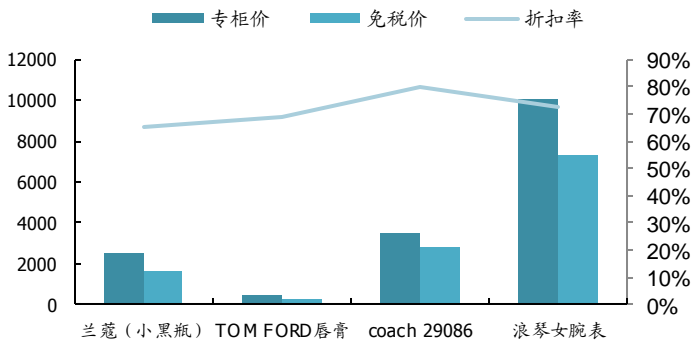
资料来源: wind, 国盛证券研究所

资料来源: wind, 国盛证券研究所

**免税商品价格优势明显，发展潜力大**。免税产品主要免去了关税、消费税、增值税，相当于专柜价格的70%，相比而言很具有价格优势。随着出境旅客数量的逐年增长，相应的消费群体增加进而带动机场免税市场的发展。2018年免税行业市场规模达到395亿元，市场规模持续增长发展潜力大。

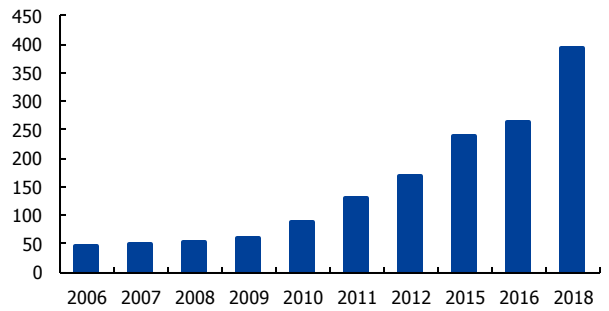


图表 83: 免税商品价格划算(元)



资料来源: 日上上海公众号, 国盛证券研究所

图表 84: 免税市场空间(亿元)



资料来源: 前瞻产业研究院, 国盛证券研究所

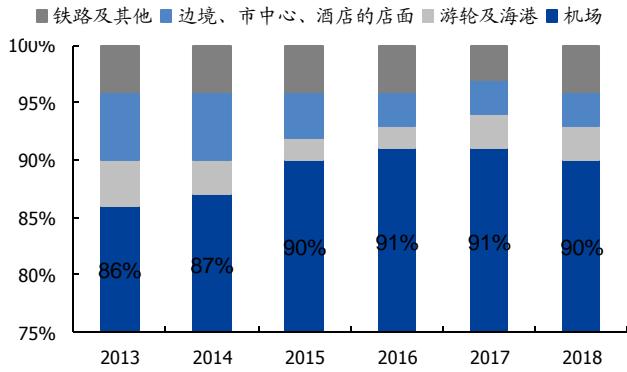
图表 85: 各类产品税率

类别	关税	消费税	增值税
烟	卷烟、雪茄烟、烟丝及其他烟 50%	甲类卷烟 (出厂价 70 元/条 (含) 以上)、税率为 56%加 0.003 元/支, 乙类卷烟 (出厂价 70 元/条以下) 税率为 36%加 0.003 元/支; 雪茄烟的税率为 36%; 烟丝的税率为 30%。另外, 在卷烟批发环节按 5% 的税率予以征收	销售或进口货物: 13% 销售或进口农产品、部分能源产品、出版物类: 9%
酒及酒精	啤酒 50%, 葡萄酒 50%, 清酒 50%	白酒按 20%比例税率加 0.5 元/500 克, 黄酒按 240 元/吨, 甲类啤酒按 250 元/吨, 乙类啤酒按 220 元/吨, 其他酒按 10%税率	
化妆品	完税价格 >10 元/毫升 (克), 税率 50%; 完税价格 <10 元/毫升 (克), 税率 25%	高档护肤类化妆品税率为 30%	
贵重首饰及珠宝玉石	金银 15%, 钻石及钻石首饰 25%, 贵重首饰及珠宝玉石 50%	金银首饰、铂金首饰、钻石及钻石饰品税率为 5%; 其他贵重首饰和珠宝玉石税率为 10%	
高档手表	高档手表 50%, 其他手表 25%	销售价格 (不含增值税) 每只在 10000 (含) 元以上的各类手表, 税率为 20%	

资料来源: 财政部, 中国海关, 国盛证券研究所

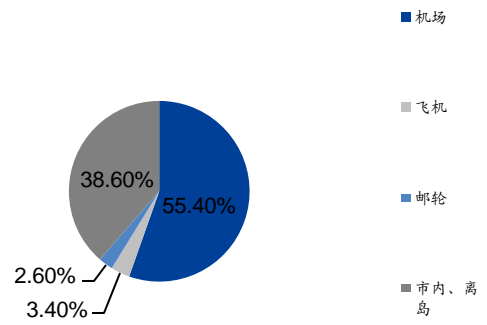
免税渠道中机场占比一半以上。根据世界最大的免税集团 dufry 年报数据, 机场销售渠道占比 90%以上, Generation Research 数据说明机场在全球免税零售渠道占比高达 55.4%。各大机场人均免税消费额仍然较低, 未来还有很大的提升空间, 长期看好机场免税市场。

图表 86: dufry 销售渠道



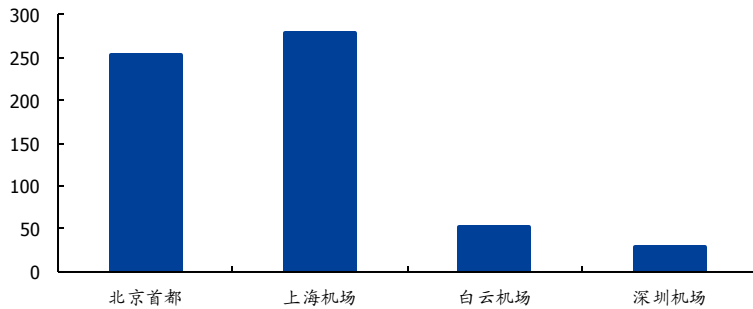
资料来源: dufry, 国盛证券研究所

图表 87: 2018H1 全球免税零售渠道占比



资料来源: Generation Research, 国盛证券研究所

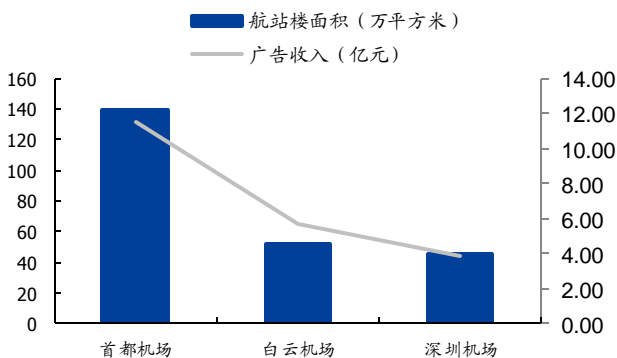
图表 88: 主要机场人均免税消费额 (元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

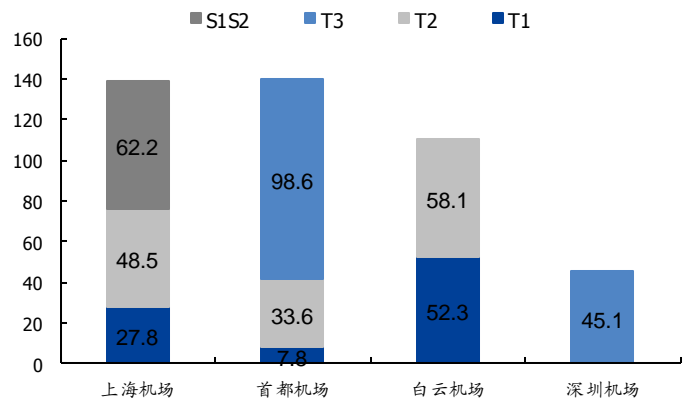
**各大机场扩建, 非航收入有望提升。**随着旅客的增长, 各大机场近几年都有在扩建, 非航性收入与航站楼面积有一定关联, 可以增加免税店的面积, 改善消费体验, 提高销售额。随着白云机场 T2 和上海机场卫星厅投产, 将显著带动非航收入增长。

图表 89: 航站楼面积与非航性收入



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 90: 机场面积扩建 (万平方米)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

机场扣点率提高，带动非航性收入增长。近几年各大机场完成免税业务招标，扣点率明显提升，将显著增厚机场的非航收入。

图表 91: 主要机场签约免税合同情况

机场	航站楼	进境免税店面 积 (平方米)	出境免税店面 积 (平方米)	免税商	首年保底金 额 (亿元)	合同期	扣点率
首都机场	T2	416.56	3186.09	中免	8.3	2018年2月11日-2026年2月10日	47.50%
	T3	1938.72	9461.43	日上中国	22	2018年2月11日-2026年2月10日	43.50%
浦东机场	T1	821	2465.3	日上上海	35.25	2022年1月1日-2025年12月31日	42.50%
	T2	1136	3431.07	日上上海		2019年1月1日-2025年12月31日	42.50%
	S1 卫星厅	-	4678	日上上海		启用日-2025年12月31日	42.50%
	S2 卫星厅	-	4384	日上上海		启用日-2025年12月31日	42.50%
虹桥机场	T1	546	1534	日上上海	合计 20.71 亿元	2019年1月1日-2025年12月31日	42.50%
白云机场	T1	400	-	中免	3.27		42%
	T2	700	-	中免	2.47		42%
	T2	-	3544	中免	1.42		35%
深圳机场	T3	-	1442				
	T3	377	-	深免	0.45	2017年8月-2020年+2年	35%

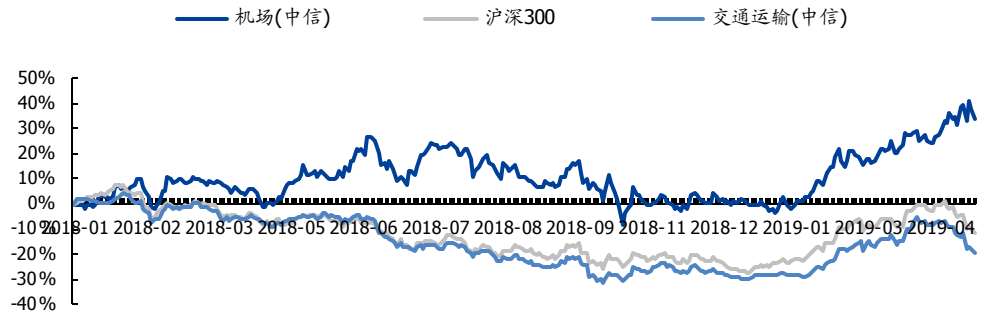
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

#### 4.3 投资策略: 新免税协议实施, 重点推荐上海机场

机场板块年初至今(5月10日)上涨41.88%, 大幅跑赢交运指数。机场板块目前市盈率为29.67倍, 高于历史平均市盈率18.04倍, 市净率为3.27倍, 高于历史平均市净率1.95倍, 估值较历史水平偏高。

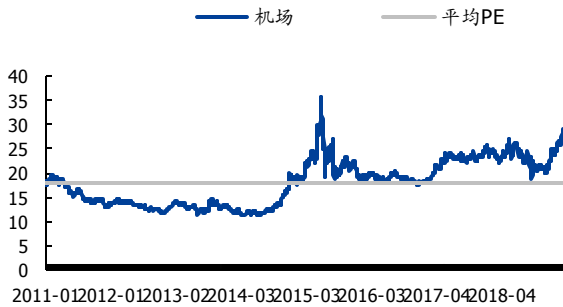
我们认为非航免税消费属性强, 新免税协议实施, 扣点率上行, 业绩增长确定性强, 比如: 上海机场19Q1归母净利润13.91亿元, 同比增长36.67%。估值体系逐步向消费股过渡, 叠加外资偏好, 我们建议重点关注上海机场、首都机场股份、白云机场、深圳机场。

图表 92: 机场板块行情



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 93: 机场板块市盈率



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 94: 机场板块市净率



资料来源: wind, 国盛证券研究所

## 风险提示

- 1、宏观经济增速低于预期风险。物流业与宏观经济紧密联系，如果宏观经济低于预期则物流亦会承压。
- 2、人民币贬值风险。航空公司存在大量美元负债，人民币贬值则影响航司利润水平。
- 3、油价大幅上涨风险。物流行业成本主要是油价，如果油价持续上行则会影响物流企业利润水平。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区锦什坊街35号南楼

邮编：100033

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区益田路5033号平安金融中心101层

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com