

交通运输行业

交通运输行业 2019 年中期策略：伺机而动

行业评级

买入

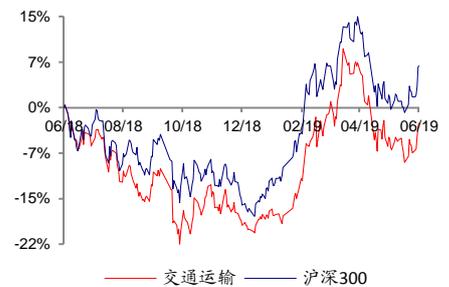
前次评级

买入

报告日期

2019-06-22

相对市场表现



分析师:

关鹏



SAC 执证号: S0260518080003



SFC CE No. BNU877



021-60750602



guanpeng@gf.com.cn

相关研究:

交通运输行业:5月全国快递 2019-06-16

 量同增 25.2%, 铁路货运量
增速逐步恢复

交通运输行业:中通日均单量 2019-06-09

 突破 3000 万件, 19H1 快递
行业增速预计达 24.6%

交通运输行业:中铁特货召开 2019-06-02

 首次股东大会, 关注后续铁
改动向

联系人: 孙瑜 021-60750602

suny@gf.com.cn

联系人: 曾靖珂 021-60750602

zengjingke@gf.com.cn

核心观点:

● 机场: 上海机场 Q4 新卫星厅投产带动免税进入新纪元, 重点关注

19Q4 为上海机场新一轮产能投放周期的起点, 与旧周期需 2-3 年估值消化期不同, 免税市场化充分增厚公司盈利, 投产首年的成本冲击将得到有效覆盖。复盘可见, 上海机场免税扣点率提升及高额保底是带动估值中枢实现阶梯式跨越的核心支撑, 而免税销售增长超预期兑现的亮眼表现则是推动业绩上行突破的持续推手。2020 年新卫星厅免税面积翻倍扩张、进店效率提升对盈利预期的推升将在 Q4 估值切换中逐渐被 price in。

● 快递: 格局加速演变, 重点关注成本核心优势较强的龙头

伴随中小快递退出, 快递 CR5 提至 68% 以上, 行业进入龙头竞争阶段。2019 年以来, 行业增速持续超预期, 1-5 月三通一达均保持 30% 以上业务增速, 快递单件利润环比趋稳。长期来看, 快递单件成本尚未触底价格承压, 快递公司的产能修复节奏差异将导致短期盈利增速分化。快递旺季的价格下行压力弱于淡季, 随着三通一达产能优化的完成、资本开支的趋稳, 下半年旺季有望迎来盈利修复。**重点推荐: 成本优势突出的韵达股份, 以及刚引入阿里战投、业务增速领先的申通快递, 建议关注成本端有望逐月改善的顺丰控股。**

● 国企改革攻坚推进, 两维度寻找投资机会

2019 年是国企改革关键攻坚年, 国企资本运作有所加快, 建议关注改革推进带来风险偏好提振的投资机会: 1) 行业层面, 铁路混改和资产证券化方向有望率先实现突破, 可关注改革推进有望带来估值改善的铁龙物流。2) 公司层面, 参考国有资本投资、运营平台以及“双百行动”名单, 考虑改革向推进国资平台试点及健全市场化经营机制等“综合改革”方向延伸。

● 航空: 静观其变, 择机而动

19H1 行业供需关系受经济周期影响表现相对弱势, 航空股价表现更多受外部因素影响——受供给宽松影响, 原油价格中枢低于去年, 对股价影响相对温和; 受中美贸易谈判预期影响, 汇率因素波动明显, 叠加新租赁准则下航司外汇敞口有所放大, 成为当前主导航空股走势的主要变量。

未来考虑需求韧性逐步体现, 供给端外部约束对供需格局形成催化, 减税降费落地直接减轻航司非油成本负担, 建议耐心等待汇率阶段性走稳、外部环境相对明朗后, 关注航空股的投资机会, **推荐南方航空 (A 股)、中国南方航空股份 (H 股); 吉祥航空。**

● 风险提示:

宏观经济下行致车流、客流增长不达预期; 极端天气造成航班执行率低于预期; 免税消费增速不及预期; 电商增速大幅放缓; 人力、运输成本快速攀升; 资本开支持续大幅提升。

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
招商公路	001965.sz	人民币	8.41	2019/5/11	买入	10.74	0.69	0.77	12.22	10.98	15.23	13.92	8.8	9.3
韵达股份	002120.sz	人民币	31.28	2019/4/29	增持	30.40	1.23	1.49	25.42	21.01	14.72	11.61	17.5	16.6
嘉友国际	603871.sh	人民币	29.25	2019/4/26	买入	44.50	2.24	2.88	13.03	10.15	9.28	7.27	17.8	18.6
南方航空	600029.sh	人民币	7.58	2019/3/31	买入	10.00	0.59	0.79	12.85	9.59	5.49	5.89	10.1	11.9
南方航空 股份	01055.hk	港元	5.56	2019/3/31	买入	8.20	0.69	0.92	8.05	6.01	7.12	9.92	10.1	11.9

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算, 嘉友国际、韵达股份 EPS 已按照除权除息调整

目录索引

一、机场：上海机场 Q4 新卫星厅投产带动免税进入新纪元，重点关注	6
1.1 复盘：免税高增长改变机场投资框架，带动利润高增长	6
1.2 新卫星厅投产为上海机场带来的收入增量大于成本增量，9000 平米新增面积将有效提升进店率	7
1.3 上海市内免税店面积有限，预计更多是对免税回流形成补充	9
1.4 19Q4 上海机场新老产能切换，关注长期投资逻辑	11
二、快递：格局加速演变，成本核心优势助力公司突围，布局龙头公司	13
2.1 19H1：中小快递相继转型退出，快递单件利润环比趋稳	13
2.2 19H2：成本尚未触底价格承压，短期盈利增速或继续分化	16
2.3 直营快递多元化转型，静待新业务破茧	18
2.4 旺季有望开启盈利修复，看好低估值高增长龙头	20
三、国企改革攻坚推进，两维度寻找投资机会	23
3.1 铁路改革持续推进，资产证券化将成主要突破口	23
3.2 试点公司国企改革有望展开，关注改革线索共振	25
四、航空：静观其变，择机而动	27
4.1 汇率冲击压制股价表现，耐心关注外部变化	27
4.2 需求波动与宏观趋势相符，静待韧性提升推动预期修复	28
4.3 供给端的外部约束为行业收益改善提供催化	28
4.4 民航发展基金征收标准减半落地，南方航空税后利润增厚约 9-10 亿	29

图表索引

图 1: 上海机场股价复盘: 非航收入屡超预期, 消费属性溢价渐显, 估值、盈利共同驱动股价上涨	7
图 2: 上市快递公司快递量同比增速	14
图 3: 2018 年以来, 上市快递公司单季市场份额	14
图 4: 全国快递均价同比增速	14
图 5: 三通一达快递单价同比变化 (元)	14
图 6: 2019 年快递增量模拟测算 (CR6)	15
图 7: 三通一达 19Q1 扣非净利同比增速	15
图 8: 三通一达 2018 年动产净值 (百万元)	17
图 9: 三通一达 2018 年不动产净值 (百万元)	17
图 10: 三通一达经营性净现金流 (百万元)	17
图 11: 三通一达流动资产情况 (亿元)	17
图 12: 购建固定资产、无形资产及其他长期资产支付现金 (百万元)	18
图 13: 购建固定资产、无形资产及其他长期资产支付现金同比增幅	18
图 14: 2019 年顺丰控股业务量增速趋稳	18
图 15: 2019 年顺丰控股快递单价增幅收窄	18
图 16: 德邦股份各项业务收入增量 (百万元)	20
图 17: 德邦快递毛利率显著提升	20
图 18: 韵达股份 PEband	22
图 19: 韵达股份 PBband	22
图 20: 申通快递 PEband	22
图 21: 申通快递 PBband	22
图 22: 2016 年中央经济工作会议召开以来, 铁路改革密集推进	24
图 23: 国资平台运作方式及功能目的归纳	25
图 24: 国有资本投资、运营公司平台试点稳步扩容	25
图 25: 人民币兑美元中间价波动幅度, 2019 年 6 月 20 日汇率跌至接近年初水平 (负数表示贬值)	27
图 26: 2019 年 1-6 月布伦特原油均价较 18 年均价处于平稳区间 (美金/桶) ...	27
图 27: 今年以来航空走势主要受汇率波动影响	27
图 28: 人民币对美元中间价季度涨跌幅: 19H1 汇率先升后贬, 波动较大 (负数表示贬值)	27
图 29: 航空需求的波动趋势与宏观同比, 但韧性逐年增强	28
图 30: 需求韧性决定航司收益水平的韧性 (客公里收益: 元/客公里)	28
图 31: 六大航国内航线客座率	28
图 32: 六大航国际航线客座率	28
图 33: 剔除 737MAX 前后三大航供需缺口对比	29
图 34: 六大航国内航线 ASK 同比增速	29
图 35: 上市航司民航发展基金 (百万元)	29
图 36: 上市航司民航发展基金费用占利润总额的比重	29

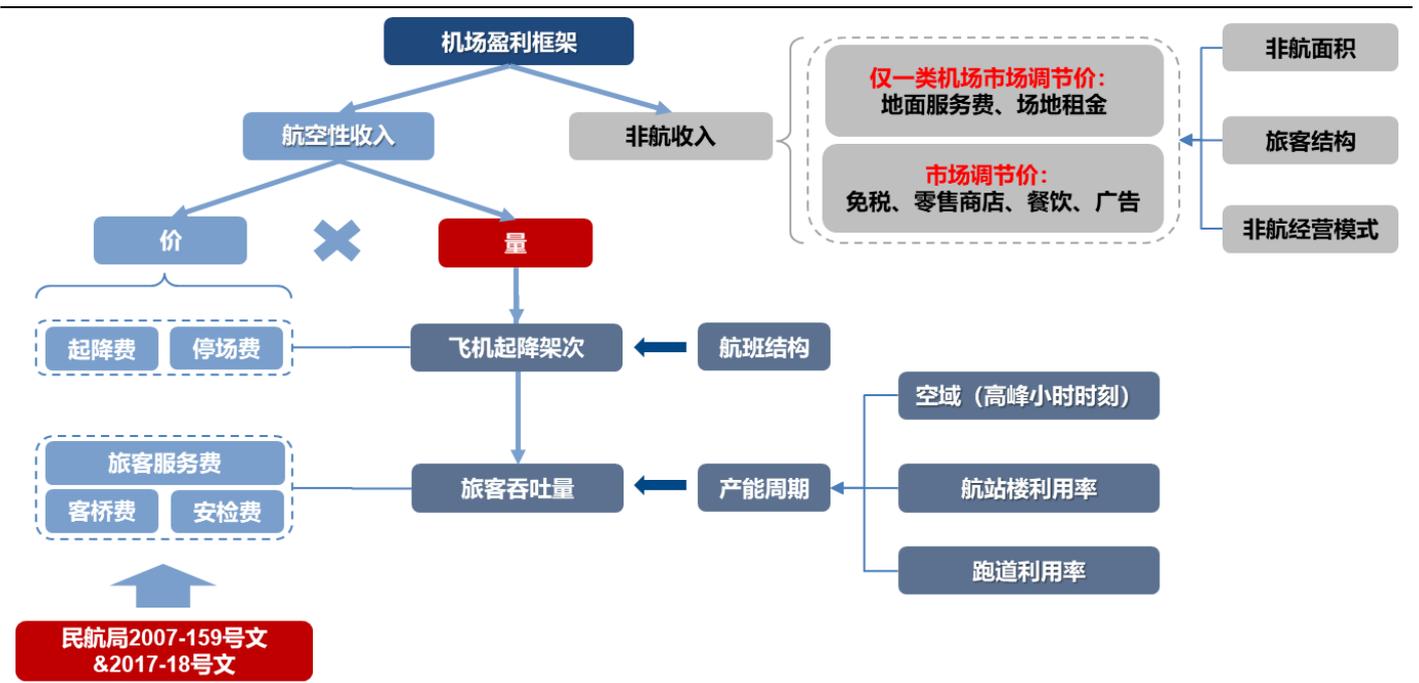
图 37: 上市航司民航发展基金占非油成本的比重	30
图 38: 上市航司单位 ASK 非航油成本 (元)	30
表 1: 基于审慎假设下, 新产能投放周期, 上海机场成本端冲击较为可控	8
表 2: 2018 年三大枢纽机场免税经营面积对比	10
表 3: 三通一达 2018H1、H2 单件业绩同比变化 (考虑自营率: 元/件)	13
表 4: 三通一达单票毛利深度拆分 (元/件) 全部考虑自营率	15
表 5: 三通一达最新单件成本 (考虑自营率)	16
表 6: 三通一达历史单件成本最低值 (考虑自营率)	16
表 7: 三通一达毛利弹性测算	16
表 8: 顺丰控股各项业务的市场情况 (黄色高亮数据为估算)	19
表 9: 德邦快递各项业务的市场情况	19
表 10: 电商旺季全国快递量情况 (亿件)	20
表 11: 加盟快递旺季调价情况	20
表 12: 全国快递量增速测算	21
表 13: 两条国企改革线索下的交运行业上市公司梳理	26
表 14: 未来 2 年三大航飞机引进计划 (架)	29

一、机场：上海机场 Q4 新卫星厅投产带动免税进入新纪元，重点关注

1.1 复盘：免税高增长改变机场投资框架，带动利润高增长

2017年，受益进境免税开闸+一线机场免税合同到期重签，首都机场、上海机场、白云机场股价持续上行，新一轮机场行情自此开启。非航免税招标放开改写了机场投资框架，国际枢纽的客流价值得到合理兑现，有助于在新产能投放周期中有效熨平初期成本端的一次性冲击。

图1：机场盈利框架：盈利增长驱动逐渐由航空性收入转向非航收入



数据来源：广发证券发展研究中心

复盘上海机场股价走势，“免税招标与商业模式革新重塑机场传统框架”这一点体现得淋漓尽致。上海机场非航盈利预期的不断刷新，推动股价持续上行。

2017年3-4月，白云机场进境及首都机场T2、T3免税点经营权相继开标，标底及机场提成比例均大幅上涨，推升上海机场T2免税18年到期重签的盈利预期，上海机场PE(TTM)由19倍上涨至25倍。随后，受益出境游需求回暖、居民消费升级以及机场品牌管理及场地布局优化，17Q2-Q4上海机场商业租赁收入表现持续超出市场预期，盈利增长推动股价稳步上行。18年Q2，在免税收入快速增长的背景下，考虑保底额及扣点率的双重提升，免税重签的盈利预期不断发酵，带动上海机场PE(TTM)由25倍最高上升至30倍。尽管18H2受到盈利增速放缓影响，市场预期下修带动股价有所回调，19年Q1免税收入增长再起预期，刷新市场对上海机场免税消费潜力的认知，预期上修推动上海机场PE(TTM)再度回归至30倍。

通过复盘可以发现，上海机场免税扣点率提升及高额保底是带动估值中枢实现阶梯式跨越的核心支撑，而免税销售增长超预期兑现的亮眼表现则是推动业绩上

行突破的持续推手。

图1：上海机场股价复盘：非航收入屡超预期，消费属性溢价渐显，估值、盈利共同驱动股价上涨



数据来源：wind、公司财报、中国国旅免税中标公告，广发证券发展研究中心

1.2 新卫星厅投产为上海机场带来的收入增量大于成本增量，9000 平米新增面积将有效提升进店率

展望未来免税销售增长空间，考虑卫星厅投产后免税店面积翻番将有效提升进店效率，基于审慎假设，在上海机场新产能周期的首个完整年度（即2020年），收入增量即超出成本增量。

我们将免税收入拆分为国际客流量 × 进店效率 × 平均单客消费金额。其中，国际客流量决定机场免税潜在消费客群规模，平均单客消费金额取决于旅客消费能力，进店效率则描述的是旅客消费概率，受旅客消费意愿、店铺面积分布、销售品类多样性等因素影响。

以海口美兰机场离岛免税为例，2012-2018年期间，美兰机场免税经营面积由3600平米逐渐扩张至30500平米，旅客进店效率相应从2.8%提升至4.8%，年均复合增长9.5%，叠加离岛客流量、平均单客消费金额分别年均复合增长14.5%、6.2%，共同带动海口机场免税销售额实现年均复合增长33.2%。

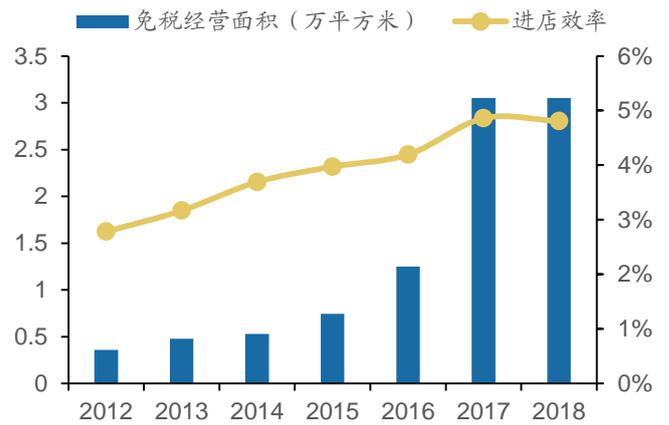
对于上海机场这类成熟机场而言，由于国际旅客吞吐量和旅客免税消费能力通常是慢变量，进店效率的提升将对免税收入弹性实现充分放大。考虑19Q4上海机场卫星厅投产后，免税经营面积将从7853平米提升至16915平米，旅客进店效率有望充分受益，撬动2020年免税销售保持20%以上增速。

图2: 美兰机场旅客流量及其增速



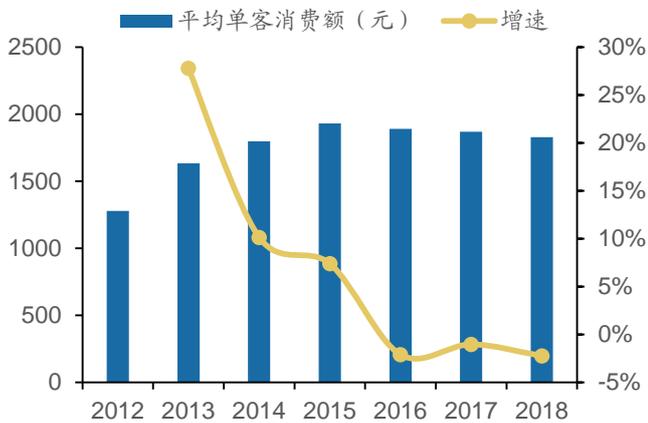
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图3: 美兰机场免税经营面积扩张带动进店效率提升



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图4: 美兰机场平均单客免税消费额变化



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图5: 美兰机场免税购物金额及人数变化



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

具体测算上海机场收入及成本端变化, 相比2018年, 成本端碍于折旧、租金、人工等项目的跳升式上涨, 2019、20年的增量预计分别为10、28亿元; 收入端受益扣点率提升、免税店面积扩张以及国际旅客量增长, 2019、20年的增量预计分别为20、34亿元, 将对成本冲击实现有效覆盖。

表 1: 基于审慎假设下, 新产能投放周期, 上海机场成本端冲击较为可控

	2009A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2019E-2018A	2020E-2018A
免税租金 (亿元)		14.63	16.93	25.56	37.34	57.63	71.57	20.29	34.23
T1		6.38	7.43	13.68	13.07	16.62	20.65	3.55	7.58
T2+卫星厅		8.25	9.5	11.88	24.27	41.00	50.93	16.73	26.65
扣点率									
T1		32.0%	32.0%	32.0%	32.0%	32.0%	32.0%		
T2		32.0%	32.0%	32.0%	32.0%	42.5%	42.5%		
卫星厅						42.5%	42.5%		
销售额 (亿元)		46	53	80	117	148	184	32	68
YOY			15.7%	51.0%	46.1%	27.2%	24.2%		

T1	16	19	28	41	52	65	11	24
T2+卫星厅	30	34	52	76	96	120	21	44
营业成本 (亿元)	33.98	38.14	40.46	44.99	54.89	73.21	9.90	28.21
YOY	5.1%	12.3%	6.1%	11.2%	22.0%	33.4%	22.0%	62.7%
折旧及摊销 (亿元)	8.1	7.7	8.2	8.2	7.6	10.9	17.5	
新增折旧	5.02						9.4	
平均折旧年限	17.9						17	航站楼面积同增约 60%
YOY	-10.8%	5.5%	0.2%	-7.4%	44.3%	60.6%		
员工工资 (亿元)	13.4	14.9	15.6	16.8	18.5	22.1		
YOY	8.4%	11.1%	4.5%	7.5%	10.0%	20.0%	10.0%	32.0%
租赁费 (亿元)	5.0	6.5	7.0	7.0	10.5	13.7		
YOY	31.4%	29.6%	7.7%	-0.3%	50.0%	30.0%	50.0%	95.0%
燃料动力 (亿元)	3.5	3.7	3.6	3.2	3.5	4.9		
YOY	3.0%	6.5%	-4.6%	-10.2%	10.0%	40.0%	10.0%	54.0%
其他 (亿元)	4.3	4.8	6.1	10.4	11.5	14.9		
YOY	5.6%	12.2%	27.2%	71.7%	10.0%	30.0%	10.0%	43.0%

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

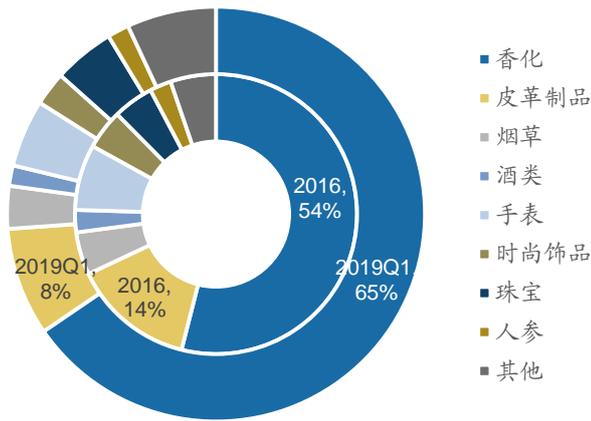
1.3 上海市内免税店面积有限，预计更多是对免税回流形成补充

相对机场免税店天然的端口优势，市内店的商铺选址并不占优，往往需要依靠更丰富的品牌种类、更齐全的热门单品、更舒适的购物体验吸引客流前来。

从品牌种类看，参考韩国经验，由于普遍不具备奢侈品原产地价格优势和渠道优势，**香化品类是亚洲免税销售的主战场**。相比机场店，市内店的优势通常体现在购物时间充裕、商品种类齐全、可提供一站式购物体验等方面，因此单价高、个性化程度强、决策流程长的奢侈品更适于市内店发挥差异化优势。但亚洲地区免税销售由于当地自有奢侈品牌较少、对海外奢侈品供应商的议价能力有限，普遍不具备奢侈品价格和渠道优势，对于不论机场店还是市内店，单价低、标准化程度高的香化品都是决定销售规模的核心品类。

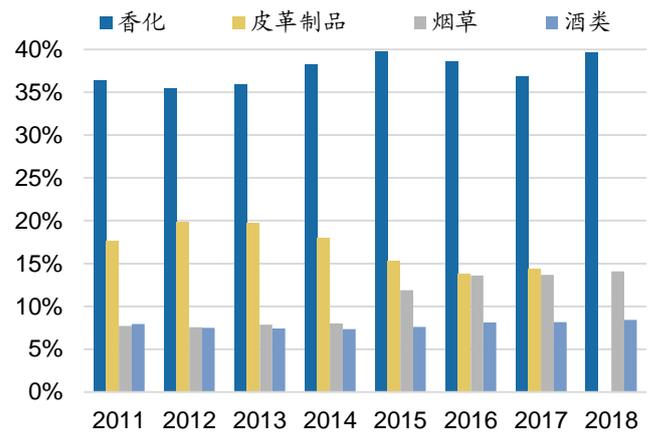
Moodie Davitt数据显示，2016年韩国免税销售金额达128亿美元，其中54%由香化品贡献，在代购业务繁荣发展的促进下，2019Q1韩国免税销售金额达48亿美元，其中香化品销售占比攀升至65%。从仁川机场数据看，香化品类同样占据免税销售额头部交椅，占比稳定在35~40%区间。

图6: 韩国免税销售金额品类占比



数据来源: Moodie Davitt, 广发证券发展研究中心

图7: 仁川机场免税销售金额品类占比



数据来源: Moodie Davitt, 广发证券发展研究中心

如果无法发挥差异化的品类优势, 更宽敞的店铺面积、更齐全的热门单品将是市内店引流的关键因素。上海市内免税店预计将于19H2实现对外开业, 投放面积预计较小, 对比上海机场2020年后约16915平方米的经营规模尚不具备竞争优势, 对机场免税消费的影响或将有限。

表 2: 2018年三大枢纽机场免税经营面积对比

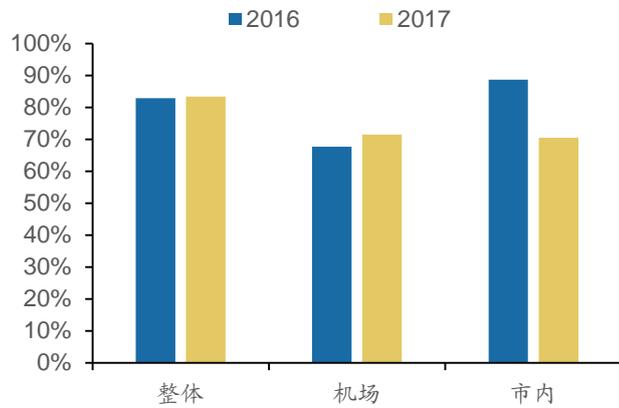
机场	航站楼	面积 (平方米)	免税运营商	注释
首都机场	T2 进港	417		
	T2 出港	3186		日上 (中国) 2017 年 3 月被中免收购 51% 股权
	T3 进港	1939	日上 (中国)	
	T3 出港	9461		新免税合同自 2018 年起执行
	合计	15003		
上海机场	T1 进境/提货点	821		
	T1 出境	2465		
	T2 进境/提货点	1136	日上上海	日上上海 2018 年 2 月被中免收购 51% 股权
	T2 出境	3431		新免税合同自 2019 年起执行
	合计	7853		
白云机场	T1 出境	1300		
	T1 进境	900		
	T2 出境	3544	中免	新免税合同 (进境免税和 T2 出境免税) 自 2018 年起执行
	T2 进境	700		
	合计	6444		

数据来源: 机场免税招标公告, 广发证券发展研究中心

此外, 如果考虑未来市内免税店经营面积扩张的可能, 参考韩国经验, 市内店与机场店两种类型的存在更多是对增量市场实现挖掘。韩国免税消费金额的80%以上发生在首尔地区, 因此韩国整体市内店与机场店销售额增速对比大致可代表首尔地区两种免税店类型的销售竞争情况。从过去销售额增速来看, 二者增速变化趋势

基本保持一致，没有出现增速此消彼长的情况，说明二者销售额变化更多受到作用于免税市场的共同因素影响，两种免税店类型之间的补充关系大于竞争关系。

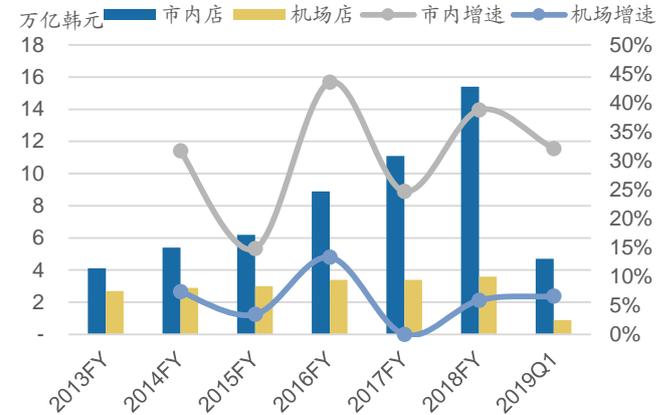
图8: 韩国首尔免税消费额占全国比重达80%以上



数据来源: Moodie Davitt, 广发证券发展研究中心

注: 此处首尔地区含包括仁川

图9: 韩国免税市内店与机场店销售额增速对比



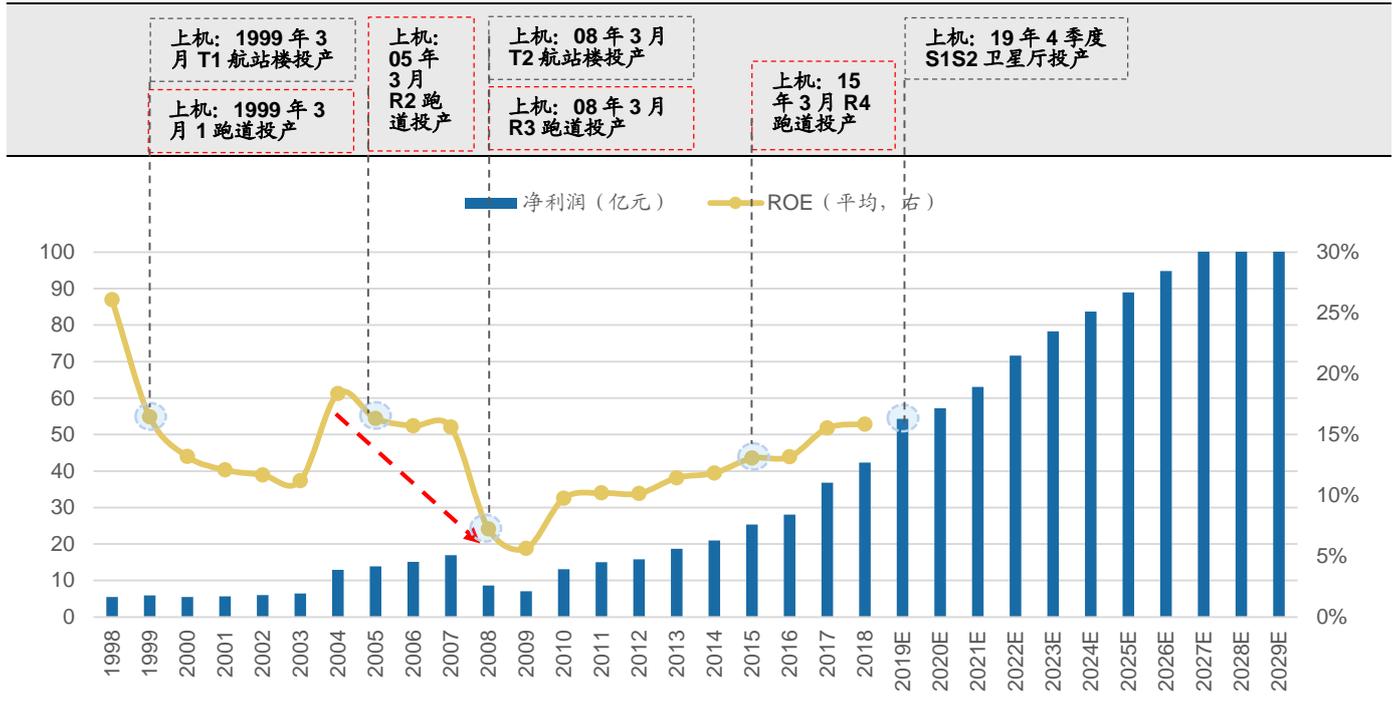
数据来源: Moodie Davitt, 广发证券发展研究中心

1.4 19Q4 上海机场新老产能切换，关注长期投资逻辑

观察上海机场前一轮产能周期，08年T2投产后公司经历了2年盈利修复期，此后ROE进入上升通道，推动股价稳步上行。19Q4作为上海机场新一轮产能投放周期的起点，从上文测算可以看出，与旧周期需2-3年的估值消化期不同，免税市场化充分增厚公司盈利，投产初期的成本冲击预计将得到有效覆盖。

推荐4季度关注上海机场，受益卫星厅投产后免税面积翻倍，2020年旅客进店效率提高将推动免税销售保持较快增长，预计盈利增长预期将在Q4估值切换行情中逐渐被price in。

图10: 上海机场产能周期与资本开支: 净利润(亿元)和ROE(平均: %)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

二、快递：格局加速演变，成本核心优势助力公司突围，布局龙头公司

2.1 19H1：中小快递相继转型退出，快递单件利润环比趋稳

2018年我们在年度策略报告及深度报告中提出：快递公司突围的核心在于成本管控和以经营性现金流为支撑的产能优化，核心逻辑有三点：

- 1、服务同质化下，价格是主要竞争手段；
- 2、成本管控是价格策略得以执行的基础；
- 3、以经营性现金流为支撑的产能优化决定成本管控的水平

伴随行业增速换挡，头部快递的规模优势愈发突出，伴随中小快递的相继退出，行业将步入龙头竞争；与此同时，产能短板修复对业绩增长的边际提升更加重要，产能修复节奏差异将导致快递公司短期分化。

2018H2，三通一达均加速产能优化升级，再次印证了上述核心逻辑：韵达、中通继续保持成本优势，整体增速最快；圆通、申通下半年的单件成本优化幅度最大，快递单价降幅也最大，快递量增速回升最快。

表 3：三通一达2018H1、H2单件业绩同比变化（考虑自营率：元/件）

公司 年份	韵达		圆通		申通		中通	
	18H1	18H2	18H1	18H2	18H1	18H2	18H1	18H2
快递增量（亿件）	10.28	12.37	5.54	10.46	3.19	8.95	10.47	12.54
面单收入	-0.08	-0.05	0.00	0.00	-0.01	-0.12		
中转收入	-0.17	-0.14	-0.12	-0.46	-0.10	-0.35		
小计	-0.25	-0.19	-0.12	-0.46	-0.11	-0.47	-0.19	-0.12
面单成本			-0.01	0.03	0.00	-0.03	0.05	0.04
中转成本			-0.09	-0.55	0.00	-0.46	-0.20	-0.04
其中：运输			-0.10	-0.38	0.02		-0.17	-0.04
其中：中心操作			0.01	-0.16	-0.03		-0.03	0.00
小计	-0.18	-0.14	-0.10	-0.51	-0.01	-0.49	-0.15	0.00
面单毛利			0.01	-0.03	0.00	-0.09		
中转毛利			-0.03	0.09	-0.10	0.11		
小计	-0.07	-0.05	-0.02	0.05	-0.10	0.03	-0.04	-0.13
不考虑自营率								
快递毛利小计	-0.07	-0.05	-0.01	0.06	-0.02	-0.09	-0.05	-0.11
其他业务毛利	-0.04	0.03	0.11	0.01	0.00	0.00	0.02	0.01
总毛利	-0.11	-0.02	0.10	0.07	-0.02	-0.08	-0.03	-0.10

数据来源：公司中报、年报，广发证券发展研究中心

注释：假设圆通单件面单收入和 2017 年持平，派送服务毛利为 2%，单件中转收入和成本均扣除补贴成本。

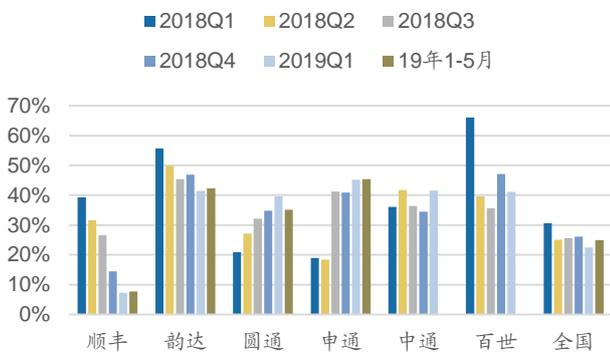
开始19年下半年投资策略之前，我们首先对过去5个月的数据做出再验证，即实际情况是否如我们之前判断的一样在发生。

中小快递相继退出，价格降幅同比扩大

2019年以来，快递行业增速持续超预期，1-5月快递量累计同增24.9%，3-5月每月增量均超过10亿件；公司方面19Q1，韵达、圆通、申通、中通、百世快递量分别同比增长41.5%、39.6%、45.2%、41.6%、41.2%；4-5月，韵达、申通继续延续40%以上的增速。

截止19Q1，韵达、圆通、申通、中通、百世市占率分别为14.7% (+2.0pcts)、13.6% (+1.7pcts)、10.5% (+1.6pcts)、18.6% (+2.5pcts)、11.0% (+1.5pcts)；CR5合计市占率从2017年的59.09%提升至19Q1的68.5%，随着如风达、国通、安能等中小快递相继宣布转型退出，头部快递竞争全面拉开。

图2：上市快递公司快递量同比增速



数据来源：公司公告，wind，广发证券发展研究中心

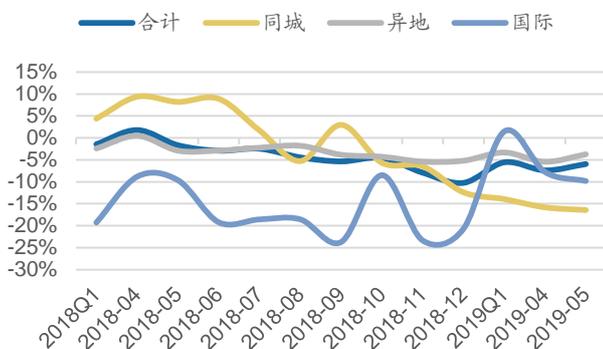
图3：2018年以来，上市快递公司单季市场份额

	顺丰	韵达	圆通	申通	中通	百世	合计	CR8	其余两家
2015Q1					13.5%	5.8%		77.7%	
2015Q2					14.4%	6.8%		77.7%	
2015Q3					14.0%	6.6%		76.9%	
2015Q4					14.8%	7.5%		77.1%	
2016Q1					14.3%	6.5%		76.4%	
2016Q2					14.5%	6.8%		77.3%	
2016Q3					14.0%	6.7%		76.6%	
2016Q4	7.7%	10.3%		10.0%	14.6%	7.4%		76.5%	
2017Q1	8.7%	10.7%	12.9%	9.7%	15.5%	7.5%	65.0%	77.0%	12.0%
2017Q2	7.4%	11.9%	13.1%	10.1%	15.3%	9.4%	67.3%	78.4%	11.1%
2017Q3	7.4%	12.1%	12.2%	9.4%	15.2%	10.0%	66.4%	78.9%	12.5%
2017Q4	7.4%	11.9%	13.0%	9.71%	15.9%	10.0%	68.0%	79.8%	11.8%
2018Q1	9.2%	12.7%	12.0%	8.9%	16.1%	9.6%	68.5%	80.7%	12.2%
2018Q2	7.7%	14.3%	13.4%	9.6%	17.4%	10.5%	72.9%	82.2%	9.3%
2018Q3	7.5%	14.0%	12.9%	10.5%	16.6%	10.8%	72.2%	81.2%	9.0%
2018Q4	6.7%	13.9%	13.9%	10.8%	17.0%	11.7%	74.0%	80.8%	6.8%
2019Q1	8.1%	14.7%	13.6%	10.5%	18.6%	11.0%	76.6%	81.7%	5.1%
19年1-5月	7.4%	15.4%	13.6%	10.7%				81.6%	

数据来源：公司公告，wind，广发证券发展研究中心

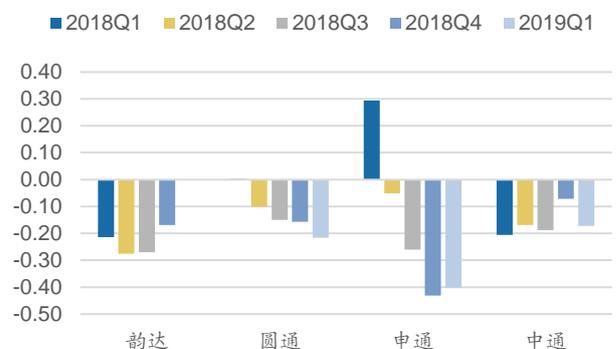
1-5月，同城、异地、国际件单价分别累计下降14.9%、3.9%、2.8%，较2018年有所扩大；公司方面，19Q1，圆通单件收入同减10.81%，考虑补贴收入口径调整，估计实际降幅约为5-6%；申通单件收入同减0.44%，剔除收购加盟商因素，估计实际降幅约为10%（详细测算参考年报总结）；中通单件收入同减7.13%；百世单件收入同减6.3%，加盟快递单价降幅均有所扩大。

图4：全国快递均价同比增速



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图5：三通一达快递单价同比变化（元）



数据来源：公司季报，广发证券发展研究中心，申通18Q3-19Q1、圆通19Q1为测算值

快递单件利润环比趋稳，盈利同比增速短期分化

2019Q1，韵达、申通、顺丰单件毛利均环比18Q4显著提升。韵达单件毛利为0.58元，较18Q4提升0.03元（+5.9%）；申通单件毛利0.52元，较18Q4提升0.06元（+14.34%）；顺丰单票毛利4.4元，较18Q4增长0.4元（+10%）；中通、圆通、百世单件毛利环比下降，降幅均在0.1元以内；快递公司单件毛利基本趋稳，一季度均保持盈利增长。

表 4：三通一达单票毛利深度拆分（元/件）全部考虑自营率

公司 年份	韵达				圆通				申通				中通			
	18H1	18H2	18Q1	19Q1	18H1	18H2	18Q1	19Q1	18H1	18H2	18Q1	19Q1	18H1	18H2	18Q1	19Q1
总毛利	0.58	0.54	0.55	0.58	0.56	0.53	0.55	0.47	0.62	0.49	0.58	0.52	0.67	0.6	0.65	0.56
三费	0.14	0.14	0.17	0.20	0.18	0.15	0.21	0.19	0.07	0.09	0.07	0.12	0.15	0.04	0.25	0.19
销售费用	0.03	0.02	0.03	0.03	0.01	0.01	0.01	0.01	0.02	0.02	0.01	0.03				
管理费用	0.12	0.12	0.14	0.17	0.18	0.15	0.20	0.17	0.07	0.09	0.08	0.11				
财务费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.01	0.01	-0.03	-0.02	-0.03	-0.01				
净利	0.33	0.43	0.31	0.32	0.28	0.29	0.27	0.22	0.42	0.39	0.43	0.32	0.55	0.49	0.35	0.30
单件扣非净利	0.31	0.30	0.29	0.28	0.27	0.28	0.25	0.22	0.41	0.29	0.38	0.29				

数据来源：公司年报、中报、季报，广发证券发展研究中心，管理费用中含研发费用

剔除同城配对同城快递的分流作用，快递需求的内生增速仍有25%以上，能够满足CR6平均30%以上的增速。在快递单件利润趋稳的预期下，快递公司利润有望跟随量的增长维持20-30%的增长，从Q1数据来看，快递公司的利润增速差异明显。

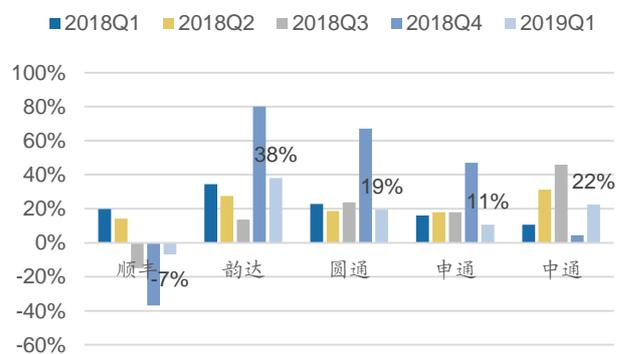
上半年是快递行业的传统淡季，也是竞争热化、格局调整的时期。2019H1，三通一达都在加速产能升级和管理优化，费用和成本端会相对承压，单件快递利润环比趋稳，但同比波动明显，以至于快递公司的盈利同比增速出现短期分化。

图6：2019年快递增量模拟测算（CR6）



数据来源：公司公告，wind，广发证券发展研究中心，假设2019年行业增速为23%

图7：三通一达19Q1扣非净利同比增速



数据来源：公司季报，广发证券发展研究中心

2.2 19H2: 成本尚未触底价格承压, 短期盈利增速或继续分化

快递单件成本可降至1元左右, 价格仍将继续承压

成本端, 韵达、圆通、申通、中通最新公布的快递单件成本分别为1.22元、1.47元、1.36元、1.22元; 韵达的单件中心操作成本最低, 为0.38元, 中通的单件运输成本最低, 为0.79元; 没有一个公司能在各项成本全部领先, 因此三通一达的成本都有继续优化的点。

表 5: 三通一达最新单件成本 (考虑自营率)

元/件	韵达 2018	圆通 2018	申通 2018	中通 19Q1	最小值
面单成本	0.00	0.03	0.05		0.00
中转成本	1.22	1.44	1.31	1.22	1.17
其中: 运输	0.83	0.93		0.79	0.79
其中: 中心操作	0.38	0.51		0.44	0.38
小计	1.22	1.47	1.36	1.22	1.17

数据来源: 公司年报、季报, 广发证券发展研究中心

追溯三通一达的历史单件成本最低值, 单件中心操作成本可降到0.36元, 单件运输成本可降到0.66元, 快递单件成本可降低到1.02元。因此, 长期来看, 快递成本的优化空间犹在, 价格仍将继续承压。

表 6: 三通一达历史单件成本最低值 (考虑自营率)

元/件	韵达	圆通	申通	中通	最小值
面单成本	0.00	0.00	0.04		0.00
中转成本	1.22	1.34	1.26	1.02	1.02
其中: 运输	0.83	0.85	0.81	0.66	0.66
其中: 中心操作	0.38	0.48	0.46	0.36	0.36
小计	1.22	1.34	1.30	1.02	1.02

数据来源: 公司年报、季报, 广发证券发展研究中心

我们测算了2019年三通一达在不同的单件快递毛利降幅情况下, 实现利润同比持平所对应的快递量增速。以圆通为例, 2019年单件快递毛利下降0.1元, 那么快递量增速需要达到36%, 才能实现快递毛利同比持平。

因此, 牺牲单件毛利赢得份额的竞争策略不可持续, 和成本端优化相匹配的价格策略将引导未来的行业格局。快递公司的单件毛利将继续趋稳。

表 7: 三通一达毛利弹性测算

公司	韵达	圆通	申通	中通
2018 快递量 (亿件)	69.85	66.64	51.12	85.2
2018 单件快递毛利 (剔除派送因素: 元)	0.50	0.38	0.49	0.63
2019 单件快递毛利同比下降 (元)	利润同比持平对应的快递量增速			
0.02	4%	6%	4%	3%
0.04	9%	12%	9%	7%

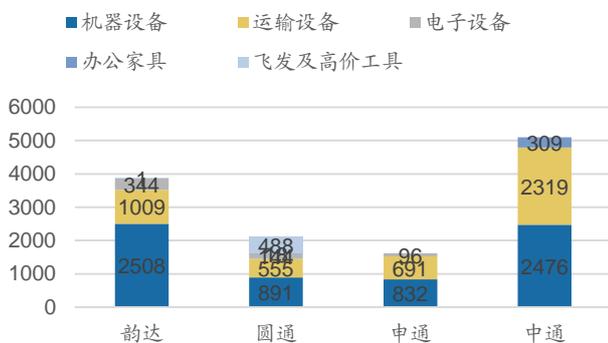
0.06	14%	19%	14%	11%
0.08	19%	27%	20%	15%
0.10	25%	36%	26%	19%

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

产能投入节奏仍有差异，短期盈利增速或继续分化

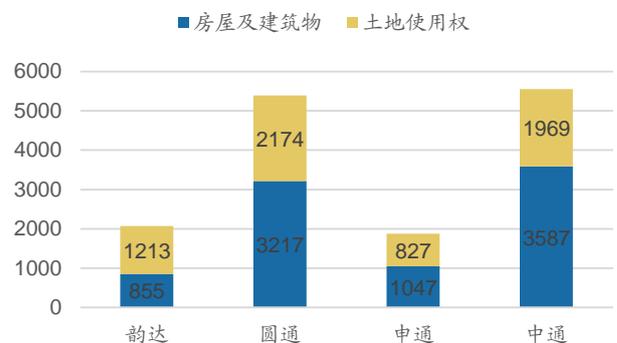
就2018年年末的资产结构情况来看，三通一达的产能短板差异较大，韵达在运力和不动产投入上稍有落后，圆通在设备投入上低于韵达、中通，申通的产能投入较均衡但整体规模不大。在龙头竞争加剧的背景下，修复产能短板对公司的现金流和管理水平提出了更高的要求。

图8：三通一达2018年动产净值（百万元）



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图9：三通一达2018年不动产净值（百万元）



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

受益于利润的持续增长，三通一达2018年的经营性净现金流都有较大幅度改善；同时，2018年，韵达和圆通分别通过定增和发行可转债募资，筹资现金流净流入41亿元和43亿元；

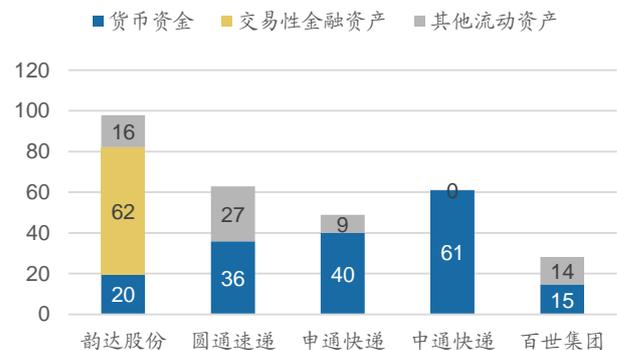
2018年底，申通公布拟发行规模不超过人民币20亿元（含20亿元）的公司债；2019年，韵达申请发行规模不超过人民币20亿元（含20亿元）的超短期融资券和不超过人民币20亿元（含20亿元）的中期票据，顺丰子公司发行不超过20亿元公司债。综合来看，快递公司的现金储备充足，能够继续支撑产能优化。

图10：三通一达经营性净现金流（百万元）



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

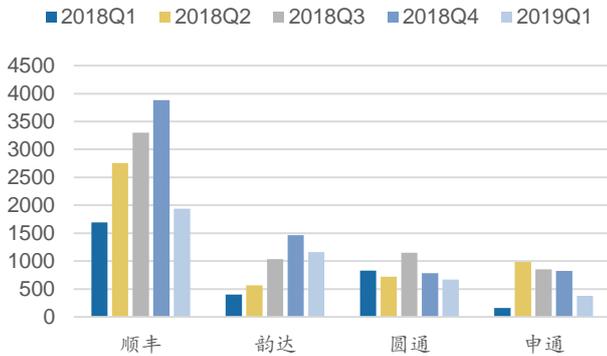
图11：三通一达流动资产情况（亿元）



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

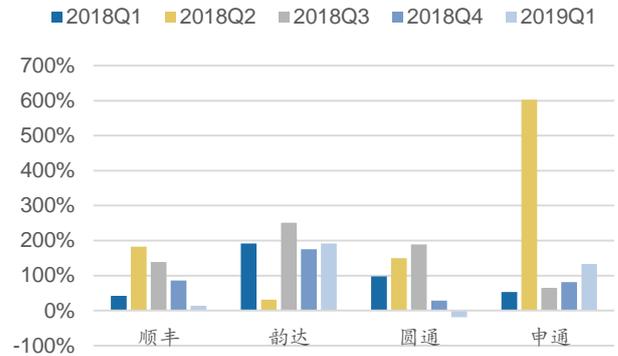
从购建固定资产、无形资产及其他长期资产的增长情况看，顺丰和圆通19Q1明显放慢，韵达和申通的增速仍保持在高位。产能投入与修复的节奏将对公司的成本、费用产生显著影响，预计上市快递公司短期内仍有可能出现分化。

图12: 购建固定资产、无形资产及其他长期资产支付现金 (百万元)



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图13: 购建固定资产、无形资产及其他长期资产支付现金同比增幅



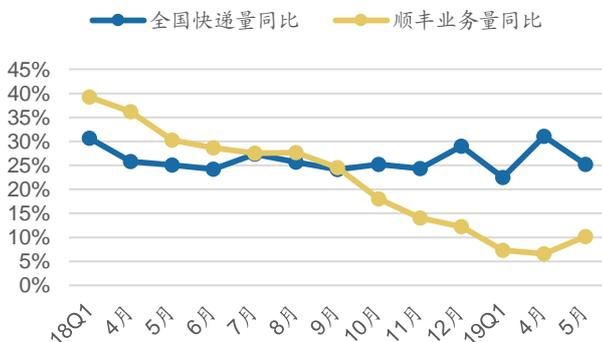
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

2.3 直营快递多元化转型, 静待新业务破茧

2018年, 顺丰和德邦的新业务都在快速扩张。顺丰的重货、冷运、国际、同城业务收入分别同比增长83%、85%、29%、172%; 德邦的快递业务收入同比增长65%, 快递占营收的比超过了快运主业。

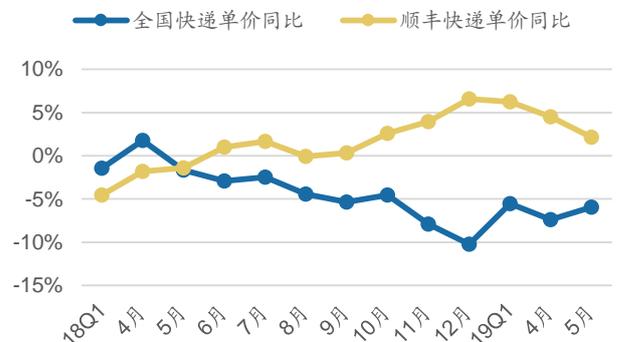
2019H1以来, 受经济增速放缓的影响, 顺丰快递量增速明显放缓, 但单票收入有所提升。伴随规模效应的显现、单票成本的下降, 顺丰单票利润正逐渐修复, 利润增速或将超过量收增速。3月以来, 顺丰并表供应链业务, 带来月均4亿元的增量收入, 供应链正成为顺丰新的业绩增长点。

图14: 2019年顺丰控股业务量增速趋稳



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图15: 2019年顺丰控股快递单价增幅收窄



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

长期来看, 两家直营快递都在经历主业增速放缓, 新业加速扩张的过程, 这对

直营快递的短期利润增长形成了一定压力。随着规模效应的显现，直营快递将逐渐走出多元化扩张的建设期，迎来盈利持续向上的成长期。

表 8: 顺丰控股各项业务的市场情况 (黄色高亮数据为估算)

主要指标	时效业务	经济业务	重货	冷运	国际	同城配	
业务开始时间	2010年前	2010年前	2013	2014	2013	2016	
定价水平	价格水平 (元/单)	23+	20左右	200 (3-4元/KG)	100	55	12
	2018收入 (亿元)	53	20	81	42	26	10
顺丰收入 & 增速	2018增速	14%	38%	83%	85%	29%	172%
	2017增速	18%	23%	80%	60%	44%	636%
	2018H1增速	18%	54%	96%	48%	41%	159%
	2018收入占比	59%	23%	9%	5%	3%	1%
行业规模 & 增速	2018年行业增速预计	13%	35%	6% (前30强12%)	13-17年均17% (前百强24%)	32%	35%
	2018年行业规模 (亿元)		6038	12594	2598 (2017年)	586	1000 (2018E)
市场结构 & 竞争	集中度预计	CR2=40%	CR5=76%	CR30=5%	CR100=10%		
	顺丰市场份额预计	30%	2%	前30强中占8%	前百强中占9%	4%	10%
	顺丰排名 (2017年)	1		3	2		
19年增速 预期	主要竞争对手 (份额)	EMS (15%)	京东物流 (5%); 日日顺	德邦 (20%)、安能 (10%)	希杰荣庆	FedEx、UPS、DHL、EMS	饿了么、美国
	假设	GDP增速的1倍	约为网购增速	据运联传媒, 假设20年赶上德邦零担	延续13-17年增速	预计增速放缓至30%	
	行业增速	6-8%	25-35%	7%	17%	30%	
	顺丰增速	6-8%	30%左右	40%左右	40%左右	35%左右	

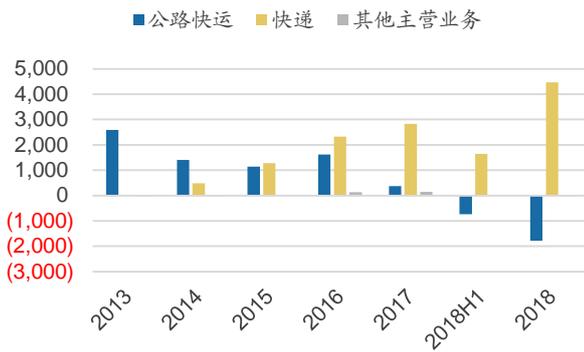
数据来源: 公司公告、运联传媒、艾瑞咨询、中物联、wind、广发证券发展研究中心

表 9: 德邦快递各项业务的市场情况

主要指标	零担-卡航城运	零担-精准汽运	整车	快递	
定价水平	2016年价格水平 (元/吨公里)	1.24	0.84	0.45	2.42
单票重量	2016年单票重量	124-148kg	154kg	14030kg	7.92kg
德邦收入 & 增速	2018收入 (亿元)	112			114
	2018增速	-14%			65%
	2017增速	3%			69%
	2018H1增速	8%			59%
	2018收入占比	49%			51%
行业规模 & 增速	2017年行业增速	6-7% (前30强12%)			25%
	2017年行业规模 (亿元)	11770			30000
市场结构 & 竞争	集中度	CR30=4.85%			CR8=81%
	德邦市场份额	前30强中占20% (17年: 收入口径)			0.79% (18年)
	德邦排名	1			
	主要竞争对手 (份额)	顺丰 (8%)、安能 (10%)			顺丰、京东物流、日日顺
19年增速 预期	行业增速	7%			23%
	德邦增速	8%			40%

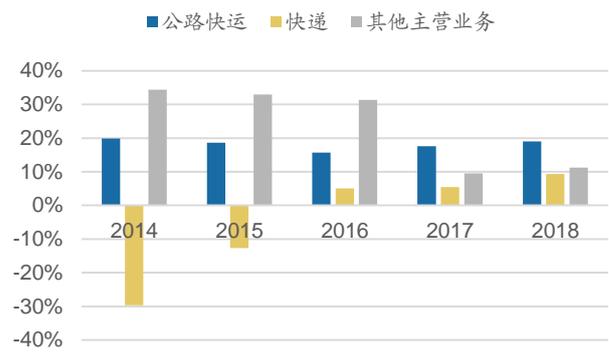
数据来源: 公司公告、运联传媒、中物联、wind、广发证券发展研究中心

图16: 德邦股份各项业务收入增量(百万元)



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图17: 德邦快递毛利率显著提升



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

2.4 旺季有望开启盈利修复, 看好低估值高增长龙头

下半年是快递的传统旺季, 存在业务量集中的特点, 四季度快递量占比超过30%, “双十一”六天快递量占全年的3.7%左右, 日均最高快递处理量可以达到3.3亿件(2017年), 是全年平均水平的近三倍。在这种情况下, 三通一达的竞争不仅仅是单纯的价格竞争, 更是网络、服务、时效、品质、价格的多方位比拼。价格牌在快递旺季的抢单能力会有所减弱。

表 10: 电商旺季全国快递量情况(亿件)

年份	“双12”当日	“双11”当日	总和	同比	11月11-16日	同比	全年同比	占全年比
2018年	3.22	4.16	7.38	28.57%	18.82	25.80%	26.60%	3.71%
2017年	2.43	3.31	5.74	34.43%	14.96	33.57%	28.04%	3.73%
2016年	1.76	2.51	4.27	63.60%	11.2	43.59%	51.37%	3.58%
2015年	1.13	1.48	2.61	64.04%	7.8	44.44%	48.05%	3.77%
2014年	0.71	0.89	1.59		5.4		51.95%	3.87%
2013年					3.46		61.58%	3.77%

数据来源: 国家邮政局, 中国邮政报, 广发证券发展研究中心

从历年情况来看, 快递旺季都伴随快递公司的派费提价。因此, 快递价格在旺季的下行压力将小于上半年。随着三通一达产能优化的完成、资本开支的趋稳, 快递旺季有望迎来盈利修复。

表 11: 加盟快递旺季调价情况

年份	圆通	中通	申通	韵达	百世	
2018	圆通决定2018年11月9日起对快件价格予以调整, 具体调整幅度由客户当地服务网点根据总公司指导价格实施调整。自2018年10月1日起, 调整全国到上海地区的快递费用, 具体费用调整幅度, 由服务地区根据总部指导建议并结合各地区实际情况施行。其他地区调整另行通知。	11月11日全国范围启动旺季中转费和派费调节机制。10月1日起对全国各网点公司到达上海地区的快件派费上调0.5元/票, 并根据上海不同区域特点制定差异化调整政策。	10月1日起对全国各网点公司到达上海地区的快件派费上调0.5元/票, 并根据上海不同区域特点制定差异化调整政策。	韵达速递在春节期间每票快件将加收10元服务费。11月9日上调旺季费用,		

2017	6月1日起提高网点派件费0.15元/件10月出于成本增加的原因对快件价格进行上调。	6月1日起提高网点派件费0.15元/件,10月11日实施快递价格调整	6月1日起提高网点派件费0.15元/件,10月出于成本增加的原因对快件价格进行上调。	6月1日起提高网点派件费0.15元/件,韵达速递在春节期间每票快件将加收10元服务费。
2015	9月派送费上调至2元/单,上调的幅度每单在0.5元-1元之间。	9月派送费上调至2元/单,上调的幅度每单在0.5元-1元之间。	9月派送费上调至2元/单,上调的幅度每单在0.5元-1元之间。	9月派送费上调至2元/单,上调的幅度每单在0.5元-1元之间。
2013	快递运价平均涨幅1-2元/单	快递运价平均涨幅1-2元/单	快递运价平均涨幅1-2元/单	快递运价平均涨幅1-2元/单
2012			3月申通再次提高快递运费	
2011	运费提高	运费提高	运费提高	运费提高

数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

2018年, 拼多多移动平台订单量总计达111亿, 同比增长68亿(+158.1%)。按照111亿件计算, 拼多多快递占全国快递的21.89%, 拼多多对2018年的快递增量贡献达65%; 假设拼多多2019-2021年快递量增速分别为70%、50%、40%, 其他来源快递增速分别为11%、10%、9%, 那么行业增速将分别为24%、22%、20%。

表 12: 全国快递量增速测算

(亿件)	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
拼多多快递	111	189	283	396	535	695
YOY	158%	70%	50%	40%	35%	30%
wind一致预期(营收)		112%	69%	45%		
其他快递	396	440	484	527	569	615
YOY	11%	11%	10%	9%	8%	8%
总快递量	507	628	767	923	1104	1310
YOY	27%	24%	22%	20%	20%	19%

数据来源: wind, 公司年报, 广发证券发展研究中心

保守预计2019年快递量同增23%, 产生约117亿件的快递增量市场。CR5吃掉全部的增量的最低平均增速为高于行业增速约13个点, 在此情况下, CR5将达71%。CR6将达77%。就市场空间看, 行业增长仍能满足CR5平均36%左右增速, CR6平均30%以上的增速。

在当前的竞争格局下, 快递价格虽然承压, 但是快递公司的价格降幅将和成本端优化匹配, 快递单件毛利趋稳, 快递利润有望跟随量的增长维持20-30%左右的增速。19H2, 随着三通一达产能优化的完成、资本开支的趋稳, 快递旺季有望迎来盈利修复。但是, 由于各家公司的产能优化节奏存在差异, 预计短期内或出现分化。

重点推荐成本优势突出的韵达股份，以及刚引入阿里战投、业务增速领先的申通快递，建议关注成本端有望逐月改善的顺丰控股：

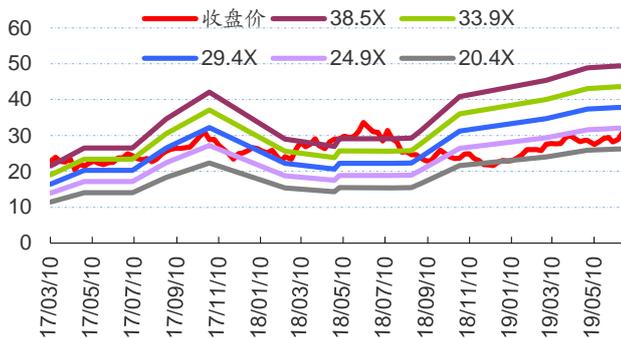
2019年以来，韵达股份和申通快递均保持**40%**以上的业务量增速，远远领先于全行业。据最新披露数据，韵达的单件成本已经下降至**1.22元/件**的行业最低水平（2018年），申通的单件成本也能降至**1.25元/件**的水平（2018H2），两家公司都具备精细化管理的基因。

2019年5月，韵达宣布剥离快运业务，聚焦主业强化核心优势。剥离亏损业务将显著增厚公司利润。据公司公告，2018年韵达股份扣非净利润同增**38.66%**，剔除快运业务的亏损，扣非归母净利同增**50%**；

快运业务体外培养将有利于上市公司专注于优势业务，在竞争中保持领先。在行业价格竞争背景下，韵达利润增速保持在高位，现金流状况优异，形成了成本优化与现金流创造的正循环。我们看好公司成本管控方面的突出优势，建议重点关注。

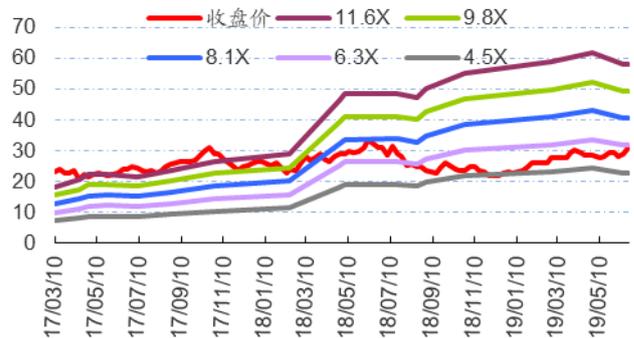
申通的精细化管理出色，但产能密度、资产规模在三通一达中较低。2019年3月，申通宣布与阿里达成框架协议，阿里巴巴拟以**46.65亿元**战略入股申通。阿里入股有望为申通注入活水，对申通的产能扩张和优化提供更多的保障，我们认为，公司具备精细化管理基因，阿里加持下的产能修复有望把公司带回盈利上升通道。

图18: 韵达股份PEband



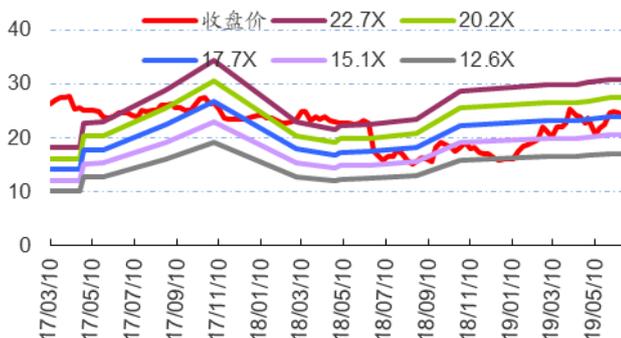
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图19: 韵达股份PBband



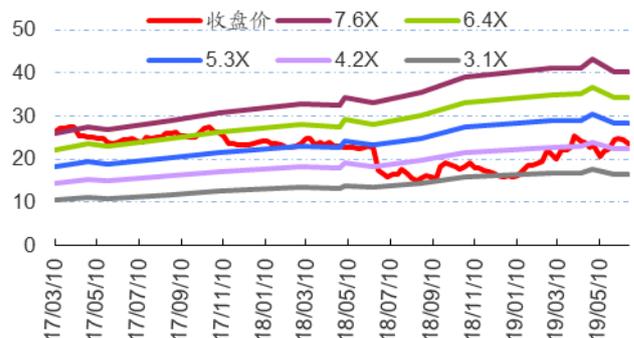
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图20: 申通快递PEband



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图21: 申通快递PBband



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

三、国企改革攻坚推进，两维度寻找投资机会

2019年是国企改革关键攻坚年，国企资本运作有所加快，建议关注改革推进带来风险偏好提振的投资机会：

1) 行业层面，关注铁路行业改革推进，混改和资产证券化方向有望率先实现突破，可关注铁改推进有望带来估值改善的铁龙物流。

2) 公司层面，参考国有资本投资、运营平台以及“双百行动”名单，考虑改革向推进国资平台试点及健全市场化经营机制等“综合改革”方向延伸。

3.1 铁路改革持续推进，资产证券化将成主要突破口

2016年9月，发改委召开国有企业混合所有制改革试点专题会，介绍央企混改“6+1”试点方案，标志混改进入第二轮深化阶段。会上指出，改革的主要任务是开放竞争性业务、破除行政垄断、打破市场垄断，推进政企分开、政资分开、网运分开、特许经营等。允许乃至引入更多的非公资本发展混合所有制经济，是实现改革任务可探索的有效途径。2016年12月，中央经济工作会议上再次强调混改是国企改革的重要突破口，并提出将在电力、石油、天然气、铁路、民航、电信、军工等七大领域迈出实质性步伐。

此后铁路系统密集部署改革事项，在混合制改革、运价改革、土地开发改革方面均取得一定进展。从已完成的铁路改革动作看，铁路混改动作最为频繁，是过去改革推进落实最快的方向。

2017年以来，铁路系统先后针对旗下非运输类企业、18家地方铁路局以及铁路总公司自身实施了公司制改造。2019年6月18日中国铁路总公司改制成立“中国国家铁路集团有限公司”，并正式挂牌，标志着铁路系统从“全民所有制”向“公司制”的转变正式完成。

根据《关于深化国有企业改革的指导意见》顶层规划的阶段性目标，“2020年，在国有企业改革重要领域和关键环节取得决定性成果”，2019年将是国企改革推进的关键攻坚年。2019年3月，两会再次指出“深化电力、油气、铁路等领域改革，自然垄断行业要根据不同行业特点实行网运分开，将竞争性业务全面推向市场”。我们认为，铁路这一重要领域的改革举措仍将持续推进，将围绕丰富投融资渠道、健全市场化经营体制、改善经营效率等目标展开。

图22: 2016年中央经济工作会议召开以来, 铁路改革密集推进



数据来源: 中央人民政府网、发改委官网、人民铁道网、新华网、经济参考报、21世纪经济报, 广发证券发展研究中心

考虑前期铁改铺垫、政策方向及未来推行难度, 我们认为, 混改及资产证券化将是2019年铁路改革最可能实现突破的方向。

此前的中央经济工作会议及铁路年度工作会议, 定调今年铁路系统改革的重点任务将是股份制改造。2018年中央经济工作会议进行2019年重点工作部署, 单独提及“加快推动中国铁路总公司股份制改造”; 铁路年度工作会议上陆东福表示, 2019年的工作重点之一就是股份制改造, 并提到会推动重点项目股改上市, 并推进市场化债转股和上市公司再融资工作。而铁路公司制改革及股份制改革的持续推进, 通过明确债权债务状况、明晰内部收支清算制度、改善市场经营机制、完善内部管理及权责制度, 将为股权多元化、铁路子公司资产证券化形成制度铺垫。

预计铁改动向将提升板块关注度, 推荐关注推进有望带来估值改善的铁龙物流。

铁龙物流: 主业增势维持向好, 中长期基本面趋势乐观。受益“公转铁”推

进，预计沙鲛线盈利可实现平稳增长；受益集装箱运价改革、多式联运基础设施建设完善，特种箱有望保持快速增长。特种箱业务的逐步放量有利于维持公司业绩实现较快增长，给予“买入”评级。

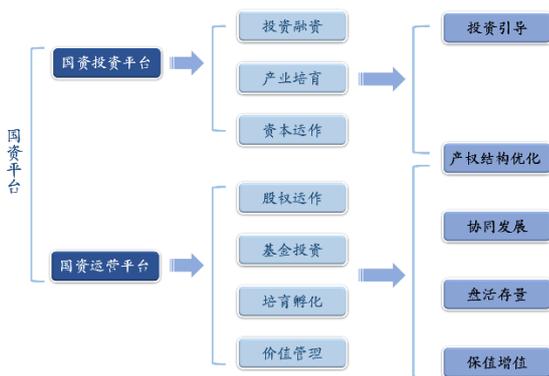
3.2 试点公司国企改革有望展开，关注改革线索共振

从政策路线看，十八大以来，新一轮国企改革度过了13-15年“1+N”制度框架搭建（第一阶段）、16-17年“十项改革试点”推进（第二阶段）两大初期阶段，18年至今以“双百行动”、国资平台试点、世界一流示范企业为标志，国企改革进入了全新的第三阶段。

4月19日中共中央政治局会议指出“外部经济环境总体趋紧，国内经济存在下行压力，这其中既有周期性因素，但更多是结构性、体制性的”。预计伴随国企改革纵深推进，更多深层次的结构性的资本运作及体制性经营改革有望落地，具体可关注国资平台及“双百行动”两条线索。

线索1) 国有资本投资、运营平台加快运作，撬动社会资本优化产业布局。截至目前，共有19家中央企业纳入国有资本投资公司试点，2家中央企业纳入国有资本运营公司试点。根据7月30日国务院《关于推进国有资本投资、运营公司改革试点的实施意见》，建立国有资本投资、运营平台的目的是实现国有资本所有权与企业经营权分离，通过市场化运作促进国有资本合理流动、调整优化国有企业产业结构。通过国有资本在不同领域的进退调整，实现对重要行业及关键领域的集中配置，盘活国有资产存量，引导和带动社会资本共同发展。21家国有资本投资、运营平台中，中国诚通控股集团、招商局集团、中国远洋海运集团在交通运输行业均有重要布局，预计在经营效率、资产证券化率较低的领域将有资本运作可能。

图23: 国资平台运作方式及功能目的归纳



数据来源：国务院《关于推进国有资本投资、运营公司改革试点的实施意见》等，广发证券发展研究中心

图24: 国有资本投资、运营公司平台试点稳步扩容



数据来源：国务院、新华网，广发证券发展研究中心

线索2) “双百行动” 3年期计划突破，强调“综合改革”，有望改善企业经营效率。2018年8月国务院《国企改革“双百行动”工作方案》印发，决定在2018年-2020年期间实施国企改革“双百行动”，名单共涉及224家央企及180家地方国企，

旨在打造一批治理结构科学完善、经营机制灵活高效、创新能力和市场竞争力显著提升的国企改革尖兵。该行动强调“综合改革”，将落实董事会职权、经理层任期制、契约化管理、经理人制度、中长期激励等有关企业治理及经营活力的改革举措，可关注员工持股、管理层选聘等改革预期。

结合以上两条线索，我们将相关上市公司梳理如下，其中，中储股份两线索有望形成共振。

表 13: 两条国企改革线索下的交运行业上市公司梳理

性质	所属央企/地方国企集团	代码	上市公司	二级行业	改革线索
央企	中国诚通控股集团有限公司	600787.SH	中储股份	物流	双百行动-自身入选、国资平台持股
河北	河北省国资委	601326.SH	秦港股份	港口	双百行动-自身入选
广西	广西壮族自治区国资委	000582.SZ	北部湾港	港口	双百行动-自身入选
海南	海南省国资委	603069.SH	海汽集团	公交	双百行动-自身入选
央企	中国诚通控股集团有限公司	603128.SH	华贸物流	物流	双百行动-旗下子公司入选、国资平台持股
央企	招商局集团有限公司	001965.SZ	招商公路	高速公路	双百行动-旗下子公司入选、国资平台持股
央企	中国远洋海运集团有限公司	601919.SH	中远海控	航运	双百行动-旗下子公司入选、国资平台持股

数据来源：中央人民政府网，公司公告，广发证券发展研究中心

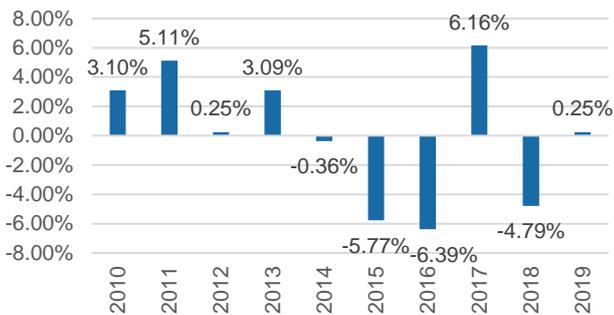
四、航空：静观其变，择机而动

4.1 汇率冲击压制股价表现，耐心关注外部变化

今年以来，行业供需关系受经济周期影响表现相对弱势，航空股价表现更多受外部因素影响——受供给宽松影响，原油价格中枢低于去年，对股价影响相对温和；受中美贸易谈判预期影响，汇率因素波动明显，叠加新租赁准则下航司外汇敞口有所放大，成为当前主导航空股走势的主要变量。

具体来看，原油方面，19年油价中枢大概率低于18年，油价变化对航空公司利润影响相对友好。根据广发宏观预测，在美国原油完井数创4年新高、OPEC剩余产能不断增加的背景下，地缘局势变化对全球原油的供给冲击或较为有限。相机抉择下，伊朗问题若进一步推高油价，OPEC结束减产、美国进一步增产的可能性就更高，未来半年油价或缺乏大幅走强交易动能。

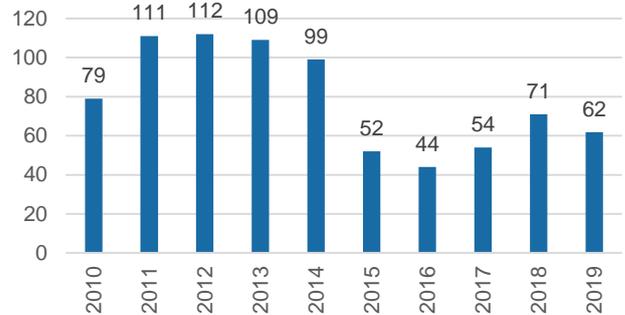
图25：人民币兑美元中间价波动幅度，2019年6月20日汇率跌至接近年初水平（负数表示贬值）



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

注：2019年汇率波动幅度为截至6月20日数据

图26：2019年1-6月布伦特原油均价较18年均价处于平稳区间（美金/桶）



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

汇率方面，中短期受贸易摩擦形势影响，人民币汇率贬值压力阶段性加大，成为目前压制航空走势的关键因素。长期看，考虑美元上行周期触顶，汇率存在升值空间，需耐心等待外部环境明朗化后的汇率压制逐步解除。

图27：今年以来航空走势主要受汇率波动影响



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图28：人民币对美元中间价季度涨跌幅：19H1汇率先升后贬，波动较大（负数表示贬值）



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

注：2019Q2汇率波动幅度为截至6月20日数据

4.2 需求波动与宏观趋势相符，静待韧性提升推动预期修复

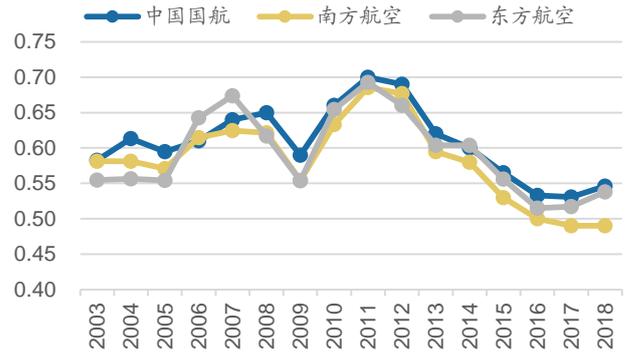
复盘过去20年，航空需求波动趋势与整体宏观波动趋势完全相符，但其相关系数逐步降低。即1997-2012年这个区间来看，航空需求振幅与宏观波动幅度基本完全匹配，呈现非常明显的高波动特征。而从2013-2018这几年来看，航空需求的韧性持续提升显著，以2015年为例，宏观需求持续下探，但航空需求降幅远低于宏观需求降幅。

图29: 航空需求的波动趋势与宏观同比，但韧性逐年增强



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

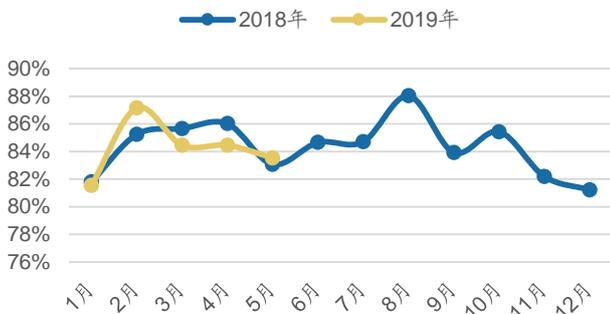
图30: 需求韧性决定航司收益水平的韧性 (客公里收益: 元/客公里)



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

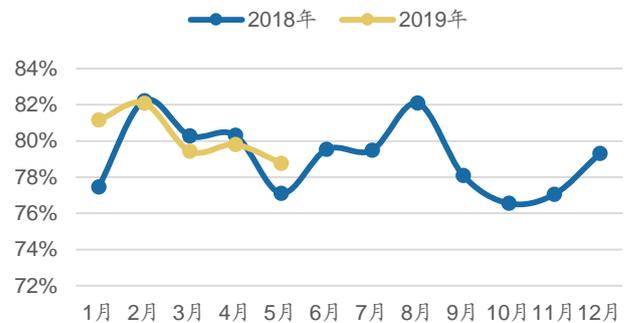
19年1-5月行业客座率的保持在高位再次侧面印证了航空需求韧性，伴随行业月度数据的公布，我们认为19Q3将迎来市场对于航空股需求预期的集中修复。

图31: 六大航国内航线客座率



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图32: 六大航国际航线客座率



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

4.3 供给端的外部约束为行业收益改善提供催化

预计737MAX停飞将影响2.8%的现存运力及32.8%的2019年引进运力，若需求保持稳定，则将为三大航带来约2%的供需缺口，有望提振航司票价及客座率表现，对航司贡献收益弹性。从未来机队引进来看，三大航2019、2020年分别计划引进737机型101、108架，占全部机型引进数量的41.1%、52.2%。假设国内航司2019-2020年引进的737MAX占该系列的比例为80%，则2019、2020年引进的737MAX数量占全部引进总数的比重为32.8%、41.7%。

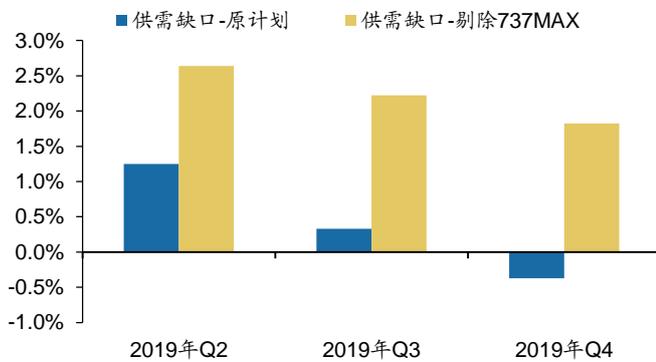
表 14: 未来2年三大航飞机引进计划 (架)

	2019年			2020年		
	B737	全部	占比	B737	全部	占比
南方航空	45	114	39.5%	51	89	57.3%
中国国航	32	72	44.4%	33	57	57.9%
东方航空	24	60	40.0%	24	61	39.3%
合计	101	246	41.1%	108	207	52.2%

数据来源: 公司年报, wind, 广发证券发展研究中心, 南航、国航、东航数据均为公司年报披露

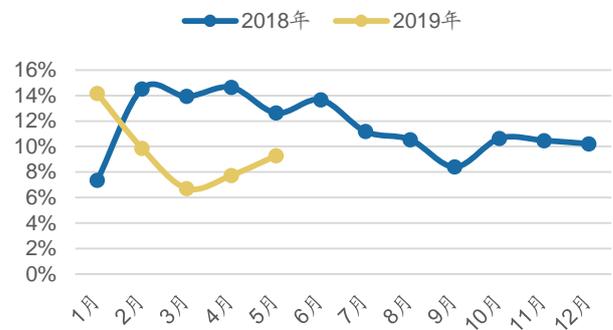
截至19年5月, 受737MAX事件影响, 行业ASK增速明显弱于去年同期。将过去三大航的供需缺口与当年的客公里收益增速及客座率增速进行对比, 均发现明显的正相关关系, 可关注Q3旺季需求表现是否为供需缺口带来超预期催化。

图33: 剔除737MAX前后三大航供需缺口对比



数据来源: 公司年报, wind, 广发证券发展研究中心

图34: 六大航国内航线ASK同比增速

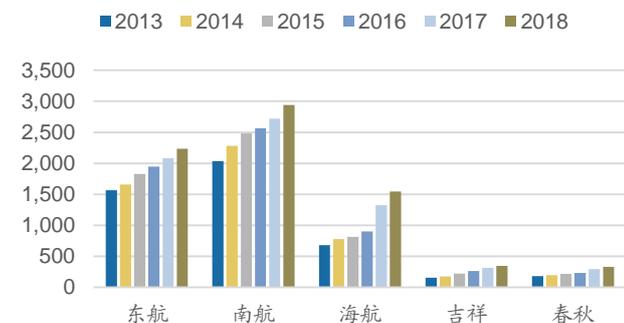


数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

4.4 民航发展基金征收标准减半落地, 南方航空税后利润增厚约 9-10 亿

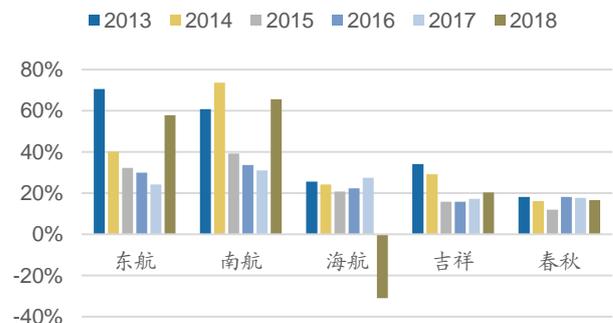
2019年4月3日国常会确定, 将民航发展基金征收标准降低一半, 切实为航空企业减负。据公司年报, 2018年东航、南航的民航发展基金费用分别为22.35亿元、29.40亿元, 假设其他影响民航发展基金的因素不变, 降费实施后, 南航成本预计对应降低14.7亿元, 净利润对应增厚9-10亿元。

图35: 上市航司民航发展基金 (百万元)



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

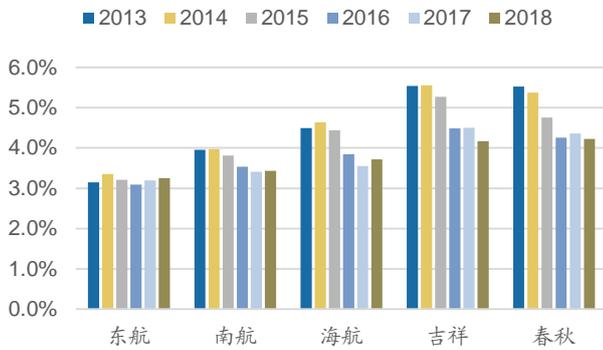
图36: 上市航司民航发展基金费用占利润总额的比重



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

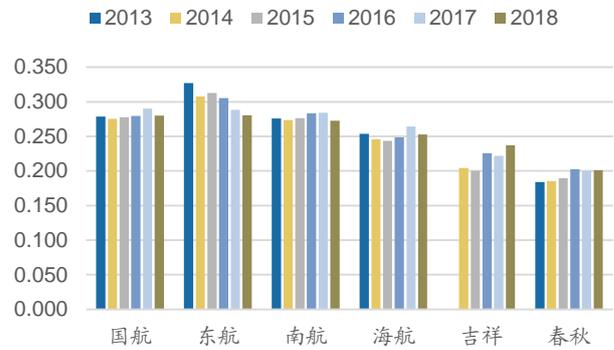
海航、吉祥和春秋2018年民航发展基金分别为15.46亿元、3.44亿元、3.31亿元，假设其他影响民航发展基金的因素不变，降费实施后，海航、吉祥和春秋的成本预计对应降低约7.7亿元、1.7亿元、1.7亿元。民航局对民航业减税降费的决心坚定，未来在空管收费、通航收费等方面的降费措施或将陆续出台，进一步降低公司的单位非油成本。

图37: 上市航司民航发展基金占非油成本的比重



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图38: 上市航司单位ASK非航油成本(元)



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

目前航空股受汇率的大幅贬值经历比较明显的回调, 建议待汇率阶段性走稳、外部环境相对明朗后关注航空股的投资机会, 推荐: 南方航空(A股)、中国南方航空股份(H股); 吉祥航空。

风险提示

宏观经济下行致车流、客流增长不达预期; 极端天气造成航班执行率低于预期; 免税消费增速不及预期; 电商增速大幅放缓; 人力、运输成本快速攀升; 资本开支持续大幅提升。

广发交通运输行业研究小组

关 鹏：分析师，上海财经大学数量经济学硕士，2016 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：guanpeng@gf.com.cn。
孙 瑜：联系人，新加坡国立大学金融工程硕士，2016 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：suny@gf.com.cn。
曾 靖 珂：联系人，上海交通大学管理科学与工程硕士，2018 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：zengjingke@gf.com.cn。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大 厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区世纪 大道 8 号国金中心一 期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密性

务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

- (1) 广发证券在过去 12 个月内与东方航空(600115)公司有投资银行业务关系。
- (2) 广发证券在过去 12 个月内与东方航空(00670)公司有投资银行业务关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。