

交通运输行业深度研究报告

优质赛道，管理溢价——交通运输行业 2019 年中报总结

推荐（维持）

- **交运板块综述：收入增速放缓，盈利质量提升，航运利润大增。**统计 108 家上市公司，合计实现收入 1.22 万亿元，同比增长 8%，利润 683 亿元，同比增长 15%，较 18 年整体而言，收入增速有所放缓，但盈利质量得以提升。**2) 利润增速看：**超过 100%：航运（163%）；增速超过 30%：公交（48%）、港口（35%）；增速 10%-30%：快递（24%）、机场（10%）；增速 0-10%：高速（9%）、物流（4%）；利润下滑：铁路（-1%）、航空（-10%）。
- **航空：收入增长 6.4%、利润下滑 11%，春秋实现唯一正增长。**1) 客座率表现：整体 82.8%，同比提升 0.1 个百分点，春秋客座率 91.7%，同比提升 2.4 个百分点。2) 唯春秋客座率与票价双升。综合看座收：三大航下降 1.1%，春秋增长 3.4%。3) 租赁准则变化对三大航当期成本费用影响较为明显。
- **机场：颜值经济黄金时代受益者，免税高景气。**1) 行业收入 121 亿元，同比增长 11.1%，利润 37 亿元，同比增长 10.5%。2) 免税维持高景气。上海机场：国旅中报披露日上上海销售额 73 亿，测算同比增长约 30%，人均免税贡献约 370 元。9 月卫星厅启用后免税面积增加一倍以上，料进一步刺激销售。白云机场：免税销售额 8.44 亿，同比增长近 2 倍，人均免税消费额达到 92 元，在个别月因供货出现瓶颈，预计供给问题改善后，Q4 或进一步发力上台阶。
- **快递：业务量快速增长，竞争有所加剧，龙头集中更显优势。**1) 1-7 月行业业务量增速 26%，超此前预期。上市公司累计增速中通（48%）>韵达（46.5%）>圆通（36.1%）>行业（26.2%）>顺丰（11%）。2) 财务数据：快递公司合计实现收入 895 亿，同比增长 33.3%，利润 61 亿，同比增长 24.3%，顺丰 H1 利润增速 39%，通达系中韵达利润增速 30%领跑，圆通增速 8%，中通下滑 4%。3) 上半年行业竞争激烈，单票毛利普遍下行。单票毛利中通（0.64）>韵（0.47）>圆通=中通（0.38），降幅圆通（3%）<中通（14%）<韵达（15%）<中通（70%），（中通因口径变化，当前毛利更反映经营本质）。4) 顺丰：Q2 单季扣非净利润增速达 25.1%，成本改善进行时，看好公司从优秀走向卓越。
- **投资建议：优质赛道，管理溢价。**1) 行情回顾：1-8 月沪深 300 涨幅 26%，交运指数涨幅 15.4%。机场累计收益 63.5%，快递 4 公司收益 35.5%。我们认为 Q1 普涨行情后，继而展开是优质赛道，管理溢价，体现在为优质赛道：机场、快递，表现优于其他；管理溢价：市场给予各行业管理出众的公司更高的估值水平，典型如春秋获得了明显超过航空业的估值及涨幅；上海机场，连续三年位列板块领先；韵达股份，精细化管理优势体现，公司估值明显溢价。同时市场愿意给予管理改善的公司新的空间：如顺丰控股，7-8 月公司股价上涨 22%，是表现最出色的标的之一，白云机场涨幅第一，我们理解为优质赛道+公司变化推动中长期空间打开。2) 依据交运护城河策略框架下，继续推荐我们认为的优质赛道：机场，快递，航空板块；叠加我们提出+管理溢价：上海机场，韵达股份，春秋航空；+管理正在改善：白云机场、顺丰控股、吉祥航空；+管理具备改善空间：申通快递。此外，对于三大航，当前 PB 水平 1.2-1.3 倍左右，处于历史底部区域，逐步具备配置价值。继续看好 Q4 油运旺季可期。
- **风险提示：**油价大幅上涨，人民币大幅反弹，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		
上海机场	84.05	2.77	3.14	3.9	30.34	26.77	21.55	5.73	推荐
白云机场	18.7	0.44	0.65	0.84	42.5	28.77	22.26	2.48	推荐
春秋航空	44.78	2.16	2.61	3.03	20.73	17.16	14.78	3.08	强推
吉祥航空	12.32	0.84	0.96	1.15	14.67	12.83	10.71	2.35	强推
申通快递	22.89	1.28	1.6	1.89	17.88	14.31	12.11	4.12	推荐

资料来源：Wind，华创证券预测

注：股价为 2019 年 08 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)	117	3.18
总市值(亿元)	22,597.58	3.77
流通市值(亿元)	15,199.74	3.47

相对指数表现

	%	1M	6M	12M
绝对表现	-3.27	-0.98	15.05	
相对表现	-2.34	-4.53	1.1	



相关研究报告

《交通运输行业周报（20190805-20190811）：粤港澳机场群格局推演，持续看好白云深圳国际线开拓；关注 VLCC 运价达到盈亏线》

2019-08-11

《交通运输行业周报（20190812-20190818）：VLCC 运价创今年新高，关注油运 Q4 旺季表现；持续看好粤港澳机场群格局重塑》

2019-08-18

《交通运输行业周报（20190819-20190925）：料油运 Q4 旺季可期；持续看好消费视角下的优质资产》

2019-08-25

目录

一、财务数据回顾：收入增速放缓，盈利质量提升	5
(一) 交运板块综述：收入增长 8%，利润增长 15%	5
(二) 客货运数据回顾：客运下滑 1.5%，货运增长 7.1%。	7
二、重点子行业中报回顾	8
(一) 航空： 民营航空买成长与管理，三大航底部待需求回暖	8
1、航空行业 2019 年中报回顾：收入增长 6.4%，利润下滑 11%	8
2、成本：租赁准则变化对三大航当期成本费用影响较为明显	11
3、半年报公司亮点：春秋逆市双升，吉祥料拐点将至	14
4、投资建议：民营航空买成长与管理，三大航底部待需求回暖	15
(二) 机场：颜值经济黄金时代受益者，粤港澳机场群格局重塑	16
1、收入、利润延续双两位数稳健增长	16
2、颜值经济黄金时代受益者，免税维持高景气	17
3、料粤港澳机场群格局将重塑	18
4、继续推荐上海机场与白云机场，关注深圳机场	18
(三) 快递：电商快递维持景气区间，龙头持续集中；顺丰释放管理红利	19
1、电商快递维持景气区间，龙头持续集中	19
2、上半年行业竞争激烈，单票毛利普遍下行	21
3、顺丰：Q2 单季扣非净利增速达 25.1%，成本改善进行时，看好公司从优秀走向卓越	23
(四) 航运：继续看好 Q4 旺季行情可期	23
三、投资建议：优质赛道，管理溢价	26
(一) 1-8 月行情回顾	26
(二) 优质赛道，管理溢价	28
四、风险提示	29

图表目录

图表 1	各子行业财务数据（按照利润金额排序）	6
图表 2	重点公司业绩汇总	6
图表 3	交运行业客货运量同比	7
图表 4	铁路行业客货运量同比	7
图表 5	公路行业客货运量同比	8
图表 6	航空行业运量同比	8
图表 7	上市公司收入增速	9
图表 8	上市公司财务数据	9
图表 9	航空公司上半年利润增速	10
图表 10	航空公司 Q2 归属净利金额（亿元）	10
图表 11	上市公司座收、客收水平同比	11
图表 12	航空公司上半年客收水平	11
图表 13	航空公司上半年座收水平	11
图表 14	航空公司单位成本比较	12
图表 15	航空公司扣油座公里成本变化	12
图表 16	航空公司单位成本细项变化（国航还原国货航口径）	13
图表 17	航空公司中报汇总表	14
图表 18	上半年机场数据比较	17
图表 19	2019 年 7 月行业增速	19
图表 20	上市公司业务量增速（17 年 10 月-19 年 7 月）	20
图表 21	快递行业业务量增速	20
图表 22	快递行业单票收入	20
图表 23	2019 年 7 月上市公司业务量及收入增速	20
图表 24	二通一达市占率	21
图表 25	2019 年中报数据	21
图表 26	快递公司单票毛利	22
图表 27	快递公司单票数据	23
图表 28	VLCC-TCE	24
图表 29	不同船型油运运价	24
图表 30	安装脱硫塔将有效降低行业活跃运力	24
图表 31	不同船型将在 2020 年安装脱硫塔比例	25
图表 32	VCLL 在手订单	26
图表 33	各子行业涨跌幅	26

图表 34 各子行业涨跌幅.....	26
图表 35 公司涨跌幅.....	27

一、财务数据回顾：收入增速放缓，盈利质量提升

（一）交运板块综述：收入增长 8%，利润增长 15%

相比较 2018 年，收入增速放缓，盈利质量提升

统计 108 家上市公司，2019 年上半年合计实现收入 1.22 万亿元，同比增长 8%，利润 683 亿元，同比增长 15%，2018 年收入增速 14.4%，利润下滑 9%，较 18 年整体而言，收入增速有所放缓，但盈利质量得以提升，与大环境下从规模扩张转向高质量发展相符合。

分季度看：Q2 增速较 Q1 有所放缓。

2019Q2 实现收入 6357 亿元，同比增长 7%，净利 306 亿元，同比增长 13%，

2019Q1 实现收入 5937 亿元，同比增速 9.8%，归属净利 377 亿元，同比增长 15.5%，

1、根据利润增速看子行业：

利润增速超过 100%：航运（163%）

利润增速超过 30%：公交（48%）、港口（35%）

利润增速 10%-30%：快递（24%）、机场（10%）

利润增速 0-10%：高速（9%）、物流（4%）

利润下滑：铁路（-1%）、航空（-10%）

港口、铁路、快递、物流 Q1 利润增速高于 Q1，

航空、高速、机场、公交 Q2 利润增速低于 Q1。

2、根据不同特征看子行业：

净利增速最快：航运。收入增速 41%，净利增速大增 163%。

油运：得益于油运市场运价上半年显著好于去年同期，VLCC-TCE 运价均值为 1.86 万美元/天，同比上涨 215.4%。其中 Q1 运价均值为 2.55 万美元/天，Q2 运价为 1.18 万美元/天，同比分别增 302%及 118%，油轮标的利润大增：

中远海能归母净利润 4.69 亿元，去年同期为亏损 2.16 亿；招商轮船实现归母净利润为 4.74 亿元，同比增长 50.03%

集装箱：中远海控海控并表东方海外，以及单箱价格上行带来业绩同比大幅增长，收入 721 亿元，同比增长 59.96%，归母净利润 12.37 亿元，同比增长 2932.76%。

净利润占比最高：港口，收入增长 8.8%，利润增长 35%，占交运板块利润 22%

主要受招商港口并表湛江港以及土地一次性收益导致，招商港口外其他公司合计收入增速 1.4%，利润增速 15%。

内生增长快：快递。

上半年快递公司实现收入增速 33%，利润增速 24%，受到顺丰增速提升影响，行业 Q2 利润增速快于 Q1。

稳健营收利润双两位数：机场。

收入增速 11%，利润增速 10%，利润增速低于收入主要因白云机场 T2 航站楼折旧以及民航基金返还作为收入政策取消，同时深圳机场计提诉讼预计负债损失导致。

净利下滑：铁路与航空。

铁路板块因成本上升，如大秦铁路量未达满产，价格维持不变，收入小幅增长，不及成本端增长幅度导致利润下滑。

航空板块上半年旅客需求增速仅 8.5%，低于此前预期，票价承压，同时三大航受到租赁准则变化影响当期成本费用，整体利润下滑。但春秋实现唯一正增长。

图表 1 各子行业财务数据（按照利润金额排序）

板块	2019H1		19H1增速		19Q2增速		19Q1增速	
	收入	归属净利	收入	归属净利	收入	归属净利	收入	归属净利
交通运输	12190	683	8%	15%	7%	13%	10%	15%
港口	863	153	9%	35%	9%	47%	4%	16%
高速公路	378	144	14%	9%	21%	-6%	7%	32%
铁路	582	91	7%	-1%	4%	2%	10%	-3%
航空	2505	89	7%	-10%	4%	-204%	9%	1%
快递	895	61	33%	24%	34%	24%	30%	16%
物流	5711	57	1%	4%	1%	22%	2%	-14%
航运	1048	39	41%	163%	37%	183%	45%	154%
机场	121	37	11%	10%	8%	10%	15%	11%
公交	88	12	-1%	48%	1%	-26%	-4%	119%

资料来源：Wind，华创证券

图表 2 重点公司业绩汇总

证券简称	PB	总市值	2019H1				19Q2		2019Q1		2018		
			营业收入	归属净利	收入同比	利润同比	收入同比	利润同比	收入同比	利润同比	收入增速	利润增速	
航空	南方航空	1.30	751	729.4	16.9	8%	-21%	6%	-136%	10%	4%	13%	-50%
	中国国航	1.33	1,066	653.1	31.4	2%	-9%	0%	-50%	3%	4%	13%	1%
	东方航空	1.33	670	587.8	19.4	8%	-15%	4%	-121%	12%	1%	13%	-57%
	春秋航空	2.88	411	71.5	8.5	13%	18%	13%	11%	13%	23%	20%	19%
	吉祥航空	2.24	221	80.6	5.8	16%	-6%	18%	-4%	14%	-7%	16%	-7%
航运	中远海能	1.01	247	71.4	4.7	39%	317%	21%	131%	60%	604%	26%	-94%
	招商轮船	1.43	286	63.8	4.7	137%	350%	150%	231%	125%	496%	79%	90%
	中远海控	1.92	510	721.0	12.4	60%	2933%	60%	493%	60%	280%	34%	-54%
机场	上海机场	5.92	1,620	54.6	27.0	21%	34%	21%	30%	22%	37%	16%	15%
	白云机场	2.48	387	38.6	4.3	4%	-39%	-3%	-24%	11%	-48%	15%	-29%
	深圳机场	1.90	214	18.6	3.1	6%	-17%	4%	-36%	8%	10%	8%	1%
快递	韵达股份	7.33	818	155.5	13.0	164%	30%	173%	22%	152%	40%	39%	70%
	顺丰控股	4.73	1,829	500.7	31.0	18%	39%	19%	48%	17%	27%	28%	-4%
	申通快递	4.57	350	98.7	8.3	49%	-4%	44%	-13%	55%	7%	37%	32%
	圆通速递	3.04	315	139.5	8.6	16%	8%	12%	2%	21%	16%	34%	38%
铁路	大秦铁路	1.12	1,151	402.7	80.4	8%	-2%	7%	-1%	10%	-2%	41%	9%
	广深铁路	0.75	206	101.9	7.6	7%	17%	9%	79%	5%	-12%	8%	-23%
公路	宁沪高速	1.97	499	48.4	22.8	-6%	-8%	7%	-15%	-16%	2%	5%	22%
	招商公路	1.06	489	36.9	23.0	35%	14%	41%	12%	29%	17%	27%	16%
	深高速	1.16	202	27.0	15.8	1%	63%	2%	94%	-1%	18%	20%	141%
港口	上港集团	1.77	1,330	172.0	43.7	-2%	29%	2%	41%	-6%	16%	2%	-11%

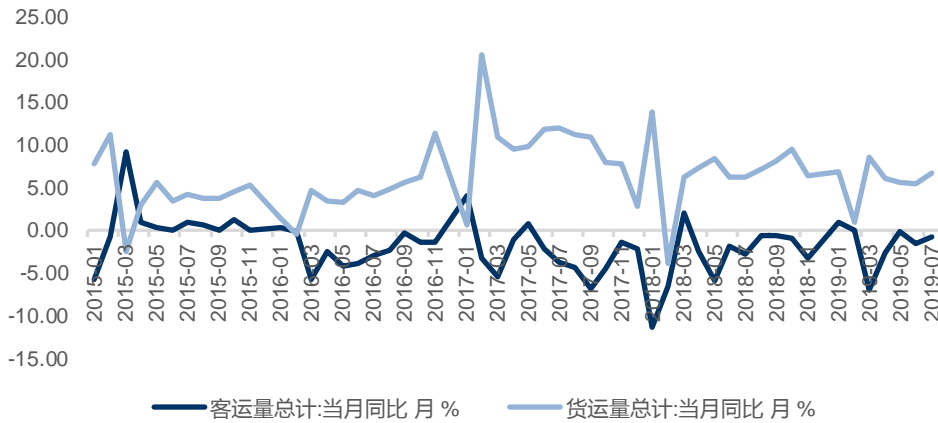
资料来源：Wind，华创证券

(二) 客货运数据回顾：客运下滑 1.5%，货运增长 7.1%。

客运量：1-7 月累计客运量 103 亿人次，同比下滑 1.5%；2018 年全年客运量下滑 3.1%。

货运量：1-7 月 292 亿吨，同比增长 6.2%，2018 年货运量增长 7.1%。

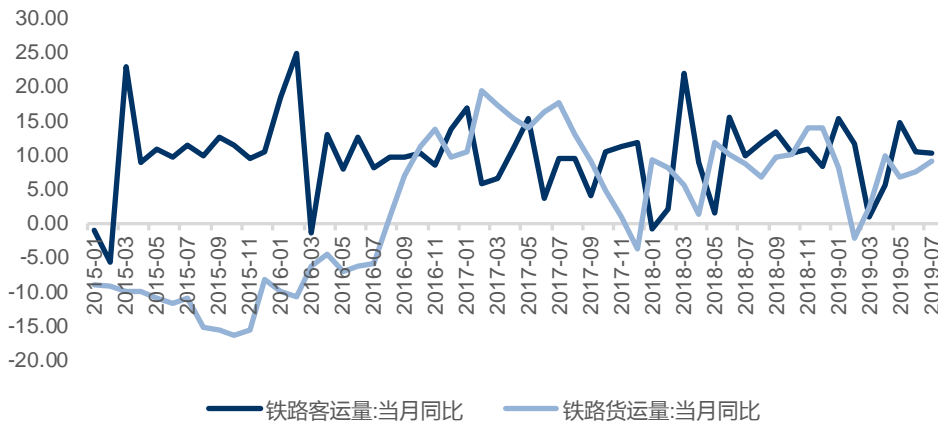
图表 3 交运行业客货运量同比



资料来源：Wind，华创证券

铁路：1-7 月客运量 21.3 亿人，同比增长 9.7%；货运量 24.3 亿吨，同比增长 6%，铁路货运增速提升。

图表 4 铁路行业客货运量同比

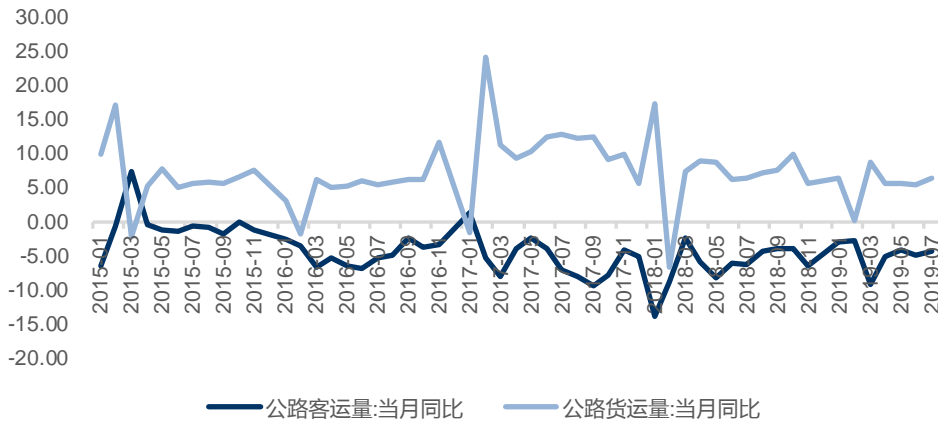


资料来源：Wind，华创证券

公路：客运量 76.3 亿人，同比下降 4.8%，2018 年下降 6.3%

货运量 226 亿吨，同比增长 5.8%，2018 年增长 7.4%。

图表 5 公路行业客货运量同比

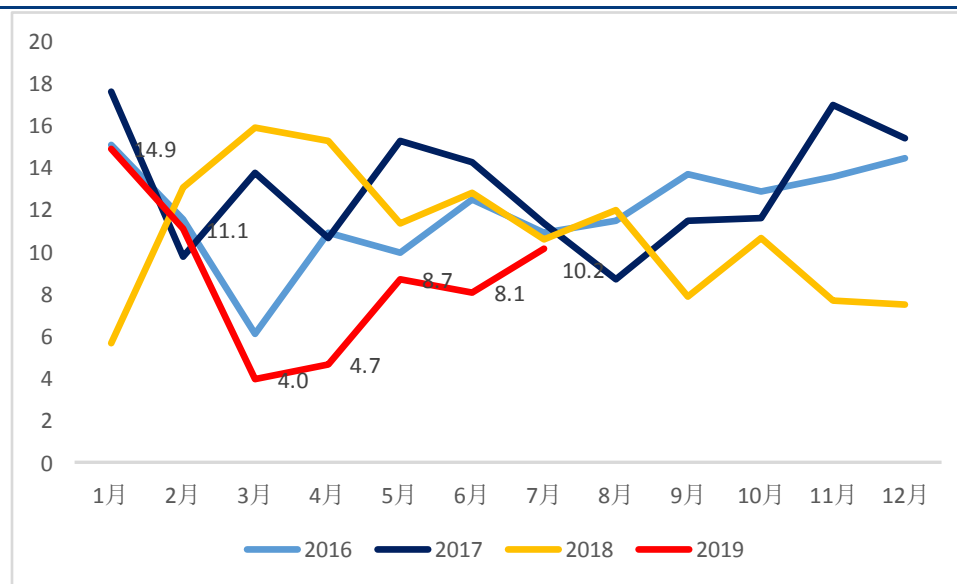


资料来源: Wind, 华创证券

航空:

1-7 月行业旅客增速 8.7%，其中国内 7.8%，国际 16.5%，旅客周转量同比增长 10.2%，上半年行业增速低于年初预期，但亦有特殊因素，包括首都机场的跑道维护，重大活动保障，台风天气因素等，7 月是行业自 3 月以来增速重回两位数；2018 年旅客增长 10.9%，周转量增速 12.6%。

图表 6 航空行业运量同比



资料来源: Wind, 华创证券

二、重点子行业中报回顾

(一) 航空： 民营航空买成长与管理，三大航底部待需求回暖

1、航空行业 2019 年中报回顾： 收入增长 6.4%， 利润下滑 11%

收入端： 吉祥、春秋实现两位数增长

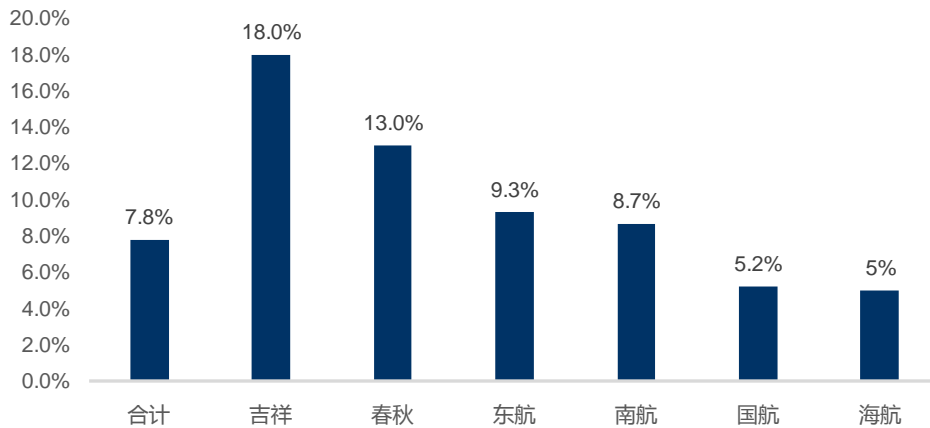
2019 年上半年，6 家上市公司国航、东航、南航、海航、春秋及吉祥合计实现收入 2472.8 亿元，同比增长 6.4%（国

航 18 年底转让国货航)，其中客运收入 2258 亿元，同比增长 7.8%，

三大航收入增长 5.8%，其中客运增速 7.7%，春秋与吉祥分别实现客运收入增长 13% 及 18%，海航增速 5%。

分季度看：三大航 Q2 增速低于 Q1，春秋与吉祥则反之。

图表 7 上市公司收入增速



资料来源：Wind，华创证券

利润：整体下降 11%，春秋实现唯一正增长

上半年，上市公司实现归属净利 87.1 亿元，同比下降 11%。

其中春秋 8.5 亿，同比增长 17.5%，为唯一实现正增长的公司。

三大航合计净利 67.7 亿，同比下滑 14.1%，其中南航下滑 21%，国航下滑 9.5%，东航下滑 15%。

吉祥则下滑 6.4%，海航下滑 8.2%。

扣非角度整体下滑 13.5%，三大航下滑 15%，海航下滑 62%，吉祥下滑 13%，春秋增长 15%。

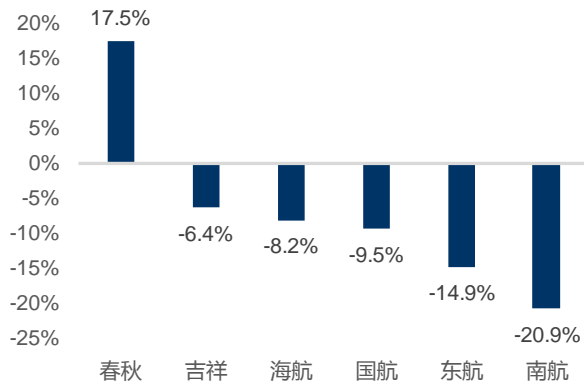
分季度看扣非归属净利：

南航亏损 10.3 亿，同比扩大 4.8 亿亏损，下降 87%，国航 3.7 亿，同比下降 30%，东航亏损 3.7 亿，同比减少 6 亿元利润，春秋 2.6 亿利润，同比增长 10.8%，吉祥 1.7 亿利润，实现 4.5% 增长。

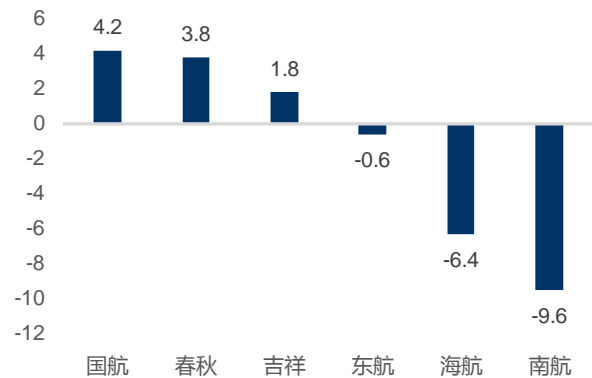
图表 8 上市公司财务数据

H1	合计		南航		国航		东航		春秋		吉祥		海航	
	2019	同比	2019	同比	2019	同比	2019	同比	2019	同比	2019	同比	2019	同比
收入 (亿元)	2,472.8	6.4%	729.4	8.0%	653.1	1.7%	587.8	8.0%	71.5	12.9%	80.6	16.3%	350.4	6.4%
客运收入	2,258.4	7.8%	656.2	8.7%	598.5	5.2%	535.1	9.3%	69.5	13.0%	80.2	18.0%	319.1	5.0%
利润总额	122.9	-11.1%	24.0	-22.6%	45.0	-10.0%	27.1	-14.5%	11.4	18.6%	7.8	-6.5%	7.6	0.3%
归属净利	87.1	-11.0%	16.9	-20.9%	31.4	-9.5%	19.4	-14.9%	8.5	17.5%	5.8	-6.4%	5.0	-8.2%
扣非归属净利	73.0	-13.5%	14.3	-21.9%	30.3	-3.5%	15.6	-26.3%	7.2	15.3%	5.0	-13.0%	0.6	-62.7%
汇兑	-6.1		-3.1		-1.2		-2.0		-0.1		0.0		0.3	
其他收益(补贴)	82.3	8.0%	18.4	0.2%	17.5	4.1%	29.8	5.7%	4.2	-12.6%	2.0	29.9%	10.4	59.5%
其他收益占利润总额比	67%		77%		39%		110%		37%		25%		137%	
扣汇利润总额	129.0	-14.3%	27.1	-23.0%	46.2	-16.3%	29.1	-21.8%	11.5	18.9%	7.8	-4.3%	7.3	42.7%

资料来源：Wind，华创证券

图表 9 航空公司上半年利润增速


资料来源: wind, 华创证券

图表 10 航空公司 Q2 归属净利金额 (亿元)


资料来源: wind, 华创证券

客座率表现: 整体提升, 春秋领先

上半年六家公司 ASK 增速 9.6%, RPK 增速 9.7%, 整体客座率 82.8%, 同比提升 0.1 个百分点, 其中中国内地、中国港澳台地区、国际航线客座率分别为 84.2%、81.3%、80.1%, 同比分别下降 0.2、提升 1.1 及提升 0.7 个百分点, 三大航 ASK 增速 8.8%、RPK 增速 9.2%, 客座率 82.1%, 同比提升 0.3 个百分点,

春秋 ASK 增速 9.3%、RPK 增速 12.2%, 客座率 91.7%, 同比提升 2.4 个百分点, 明显领先,

吉祥 ASK 增速 16.1%, RPK 增速 15.5%, 客座率 85.4%, 同比下降 0.4 个百分点, ASK 增速较快系因公司 787 投入所致。

客公里收益水平: 整体下降, 唯春秋客座率与票价双升

上半年整体客公里收益 0.479 元, 同比下降 1.7%, 三大航下降 1.4%, 春秋提升 0.7%, 吉祥提升 2.2% (有 787 投放因素)

从三大航与春秋披露分航线客收水平看, 三大航中国港澳台地区以及国际航线明显优于中国内地航线, 而春秋则内地航线客收提升, 其他下降。

综合看座收水平:

上半年 6 家公司合计下降 1.6%, 其中三大航下降 1.1%, 春秋提升 3.4%, 吉祥提升 1.7%, 海航下降 6.3% (上半年海航旗下多个子公司转型低成本带来一定影响)

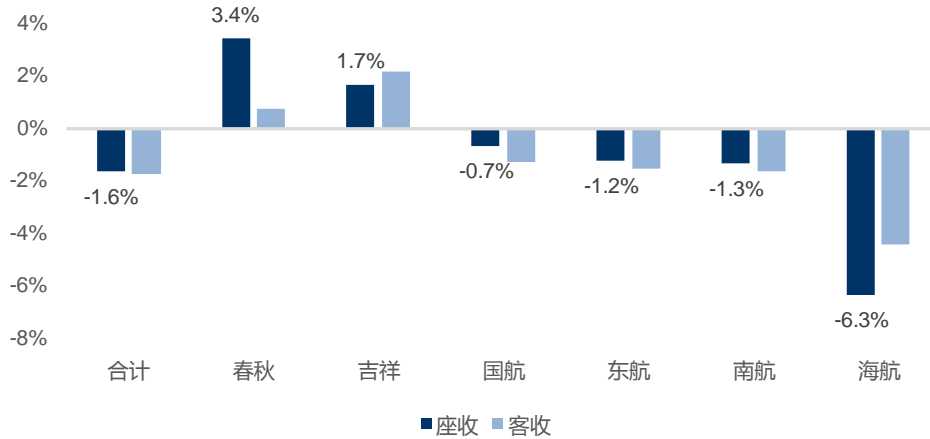
分航线看座收水平:

中国内地航线: 三大航整体下降 2.2%, 其中南航、国航、东航分别为下降 1.7%、1.4% 及 3.2%, 春秋为增长 2.3%

中国港澳台航线: 三大航整体提升 2.4%, 其中南航、国航、东航分别为增长 3.9%、持平及增长 5.3%, 春秋为增长 6.5%

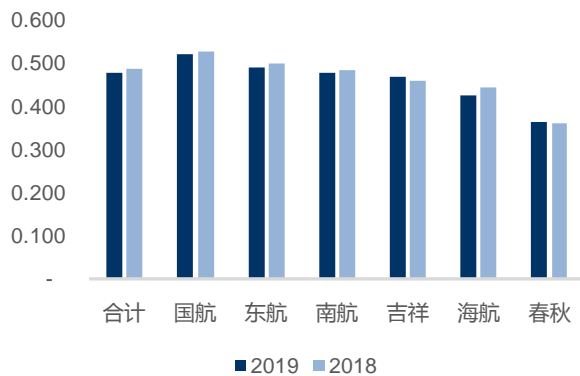
国际航线: 大航整体提升 1.6%, 其中南航、国航、东航分别为增长 0.2%、2% 及增长 2.7%, 春秋为增长 5.5%

图表 11 上市公司座收、客收水平同比



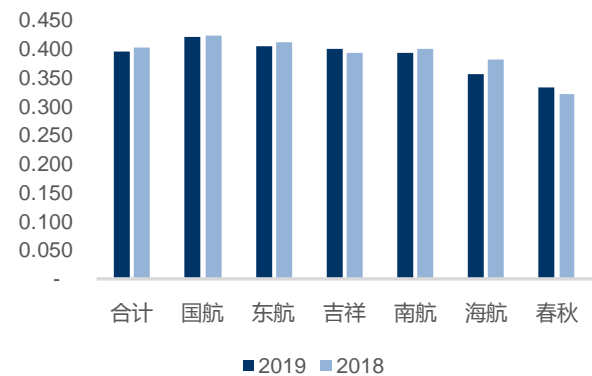
资料来源: Wind, 华创证券

图表 12 航空公司上半年客收水平



资料来源: wind, 华创证券

图表 13 航空公司上半年座收水平



资料来源: wind, 华创证券

2、成本：租赁准则变化对三大航当期成本费用影响较为明显

成本端：

上半年 6 家公司合计成本 2163 亿，同比增长 6.6%，还原国货航影响后成本增长 7.7%，其中三大航增长 7.1%，春秋增长 11.3%，吉祥增长 19.9%。合计单位座公里成本 0.314 元，同比下降 2.1%。

航油成本：

上半年国内综采成本同比下降 2% 左右，还原国货航后航空公司燃油成本同比增长 8.1%，三大航增长 7.4%，

扣油成本：

6 家公司同比下降 1.3%，三大航下降 1.3%，春秋同比增长 2.7%，吉祥因运营 787 同比增长 4.4%。

租赁准则变化对三大航当期成本费用影响较为明显：

从原理上，准则变化在资产端增加使用权资产，负债端增加租赁负债，在成本端使得折旧增加，经营租赁费用以及

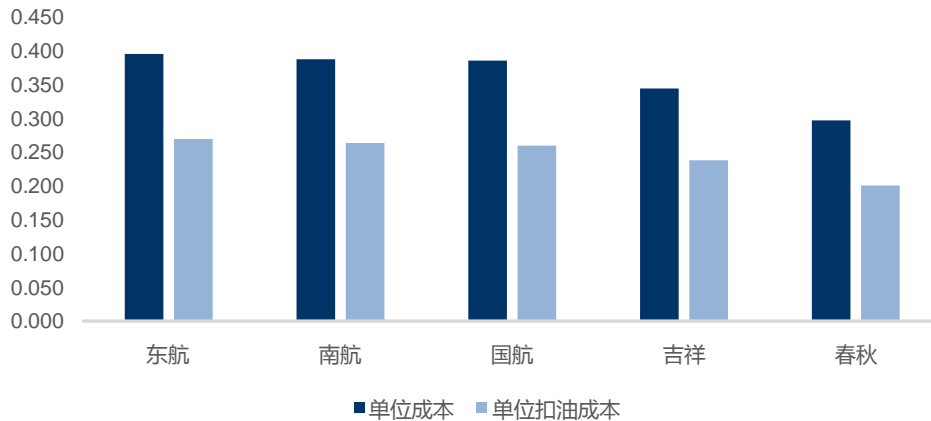
大修费用减少，在费用端会增加租赁负债导致的利息支出。

我们观察，折旧+租赁+维修+租赁负债利息支出，四项单位成本费用南航同比增长 7.8%，国航增长 5.1%。

特别观察其他成本项均大幅下降

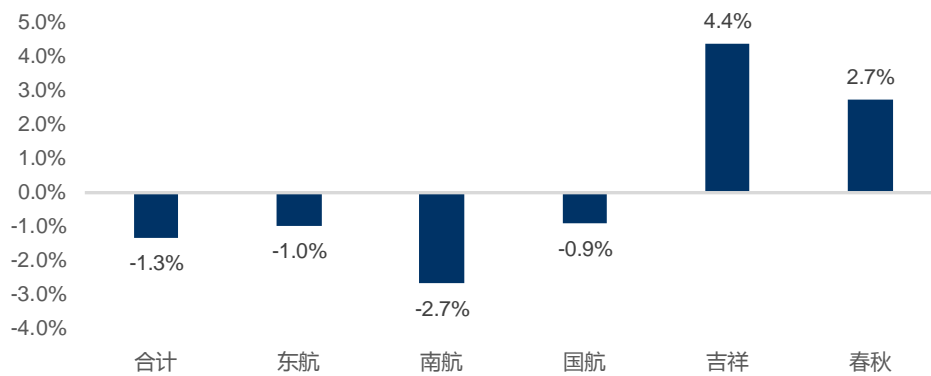
南航、国航、东航、春秋分别下降 6.8%、15.1%、12.9%及 12.5%。该项目占成本比重，三大航从平均 10%降至 8%。

图表 14 航空公司单位成本比较



资料来源: Wind, 华创证券

图表 15 航空公司扣油座公里成本变化



资料来源: Wind, 华创证券

图表 16 航空公司单位成本细项变化（国航还原国货航口径）

	南航			国航			东航			春秋		
	19H1	18H1	同比	19H1	18H1	同比	19H1	18H1	同比	19H1	18H1	同比
单位成本	0.388	0.399	-2.7%	0.386	0.390	-0.9%	0.397	0.401	-1.0%	0.297	0.292	1.8%
航油成本	0.124	0.129	-3.4%	0.129	0.131	-1.2%	0.126	0.128	-1.2%	0.096	0.096	0.0%
单位扣油成本	0.264	0.270	-2.3%	0.260	0.262	-0.5%	0.271	0.273	-0.9%	0.202	0.196	2.7%
折旧、租赁、维修	0.096	0.097	-0.9%	0.094	0.102	-7.6%	0.088	0.087	1.7%	0.059	0.058	2.2%
人工	0.057	0.061	-6.5%	0.064	0.065	-1.9%	0.069	0.067	3.2%	0.063	0.063	-0.6%
起降费用	0.051	0.050	2.6%	0.057	0.055	3.2%	0.060	0.060	0.1%	0.055	0.049	13.0%
餐食	0.012	0.012	1.8%	0.014	0.014	0.8%	0.014	0.014	-0.8%	0.003	0.003	5.4%
民航基金	0.009	0.009	-1.7%	0.008	0.009	-3.5%				0.008	0.008	-0.8%
其他	0.038	0.041	-6.8%	0.025	0.030	-15.1%	0.040	0.046	-12.9%	0.013	0.015	-12.5%

资料来源: Wind, 华创证券

准则变化使得扣汇财务费用率上升。

上半年 6 家公司合计销售费用率 4.5%，同比下降 0.1 个百分点

管理费用率 2.5%，同比下降 0.2 个百分点

扣汇财务费用率 **4.6%**，同比提升 **1.2 个百分点**，三大航提升 1.4 个百分点。南航、国航、东航分别替身 1.6、1.8 及 0.8 个百分点。

因此整体扣汇三费率 11.6%，同比提升 0.9 个百分点。

图表 17 航空公司中报汇总表

合计	H1			三大航			春秋			吉祥		
	2019	2018	同比	2019	2018	同比	2019	2018	同比	2019	2018	同比
收入 (亿元)	2,472.8	2,324.2	6.4%	1,970.4	1,862.2	5.8%	71.5	63.3	12.9%	80.6	69.3	16.3%
客运收入	2,258.4	2,095.5	7.8%	1,789.7	1,662.3	7.7%	69.5	61.5	13.0%	80.2	67.9	18.0%
利润总额	122.9	138.2	-11.1%	96.1	112.7	-14.7%	11.4	9.6	18.6%	7.8	8.3	-6.5%
归属净利	87.1	97.8	-11.0%	67.7	78.9	-14.1%	8.5	7.3	17.5%	5.8	6.2	-6.4%
非经常损益	14.07	13.39	5.1%	7.51	7.99	-6.0%	1.29	0.98	31.7%	0.81	0.46	75.4%
扣非归属净利	73.0	84.4	-13.5%	60.2	70.9	-15.1%	7.2	6.3	15.3%	5.0	5.7	-13.0%
汇兑	-6.6	-17.1		-6.3	-14.8		-0.1	0.0		0.0	0.2	
其他收益(补贴)	82.3	76.2	8.0%	65.7	63.3	3.7%	4.2	4.8	-12.6%	2.0	1.5	29.9%
其他收益占利润总额比重	67%	55%		68%	56%		37%	50%		25%	18%	
扣汇利润总额	129.5	155.4	-16.6%	102.4	127.5	-19.7%	11.5	9.7	18.9%	7.8	8.1	-4.3%
扣非扣汇归属净利	24.6	-34.1	172.1%	11.5	-49.4	123.4%	7.3	6.3	15.7%	5.0	5.6	-10.8%
ASK (亿公里)	5,692	5,195	9.6%	4,392	4,037	8.8%	208	190	9.3%	200	172	16.1%
中国内地	3,745	3,445	8.7%	2,784	2,573	8.2%	136	125	8.9%	166	144	15.5%
中国香港、澳门及台湾	155	136	14.4%	114	101	13.3%	7	6	21.8%	30	25	18.0%
国际	1,792	1,615	11.0%	1,494	1,362	9.6%	65	59	8.8%	3	3	26.2%
RPK (亿公里)	4,715	4,299	9.7%	3,607	3,302	9.2%	191	170	12.2%	171	148	15.5%
中国内地	3,153	2,908	8.4%	2,304	2,134	8.0%	126	114	10.1%	143	124	15.0%
中国香港、澳门及台湾	126	109	16.0%	92	80	14.9%	7	5	29.1%	25	21	17.2%
国际	1,436	1,282	12.0%	1,211	1,088	11.3%	58	51	15.1%	3	2	26.1%
客座率	82.8%	82.8%	0.1%	82.1%	81.8%	0.3%	91.7%	89.3%	2.4%	85.4%	85.8%	-0.4%
中国内地	84.2%	84.4%	-0.2%	82.7%	82.9%	-0.2%	92.5%	91.4%	1.1%	85.9%	86.3%	-0.4%
中国香港、澳门及台湾	81.3%	80.2%	1.1%	80.4%	79.3%	1.1%	91.7%	86.5%	5.2%	82.7%	83.3%	-0.6%
国际	80.1%	79.4%	0.7%	81.1%	79.9%	1.2%	90.1%	85.2%	4.9%	83.5%	83.5%	0.0%
客公里收益 (元)	0.479	0.487	-1.7%	0.496	0.503	-1.4%	0.364	0.362	0.7%	0.470	0.460	2.2%
中国内地				0.533	0.543	-1.9%	0.353	0.349	1.1%			
中国香港、澳门及台湾				0.714	0.708	0.9%	0.414	0.412	0.5%			
国际				0.410	0.410	0.1%	0.383	0.384	-0.3%			
座公里收益 (元)	0.397	0.403	-1.6%	0.407	0.412	-1.1%	0.334	0.323	3.4%	0.401	0.395	1.7%
中国内地				0.441	0.451	-2.2%	0.326	0.319	2.3%			
中国香港、澳门及台湾				0.574	0.561	2.4%	0.380	0.356	6.5%			
国际				0.333	0.327	1.6%	0.345	0.327	5.5%			
成本	2,162.6	2,028.8	6.6%	1,714.5	1,621.6	5.7%	61.8	55.6	11.3%	69.0	57.5	19.9%
单位座公里成本	0.380	0.391	-2.7%	0.390	0.402	-2.8%	0.297	0.292	1.8%	0.345	0.334	3.3%
航油成本	693.3	655.6	5.7%	548.6	522.2	5.1%	19.9	18.2	9.3%	21.3	18.1	17.3%
扣油成本	1,469.3	1,373.2	7.0%	1,165.9	1,099.4	6.1%	41.9	37.3	12.3%	47.7	39.4	21.1%
单位座公里扣油成本	0.258	0.264	-2.4%	0.265	0.272	-2.5%	0.202	0.196	2.7%	0.239	0.229	4.4%
剔除国货航后的成本	2,162.6	2,008.1	7.7%	1,714.5	1,600.8	7.1%						
剔除国货航后的扣油成本	1,469.3	1,359.0	8.1%	1,165.9	1,085.2	7.4%						
剔除国货航后的单位扣油成本	0.258	0.262	-1.3%	0.265	0.269	-1.3%						
三费合计 (扣汇)	287.6	248.8	15.6%	229.5	193.1	18.9%	2.6	2.7	-2.6%	6.6	5.5	19.4%
销售费用率	4.5%	4.7%	-0.1%	4.9%	5.0%	-0.1%	1.8%	2.3%	-0.6%	3.8%	4.2%	-0.3%
管理费用率	2.5%	2.7%	-0.2%	2.7%	2.8%	-0.1%	1.1%	1.2%	-0.1%	2.6%	2.6%	-0.1%
扣汇财务费用率	4.6%	3.3%	1.2%	4.1%	2.6%	1.4%	0.8%	0.7%	0.0%	2.8%	1.8%	0.9%
三费合计	11.6%	10.7%	0.9%	11.6%	10.4%	1.3%	3.6%	4.2%	-0.6%	9.2%	8.6%	0.5%
单位座公里扣油成本及扣汇费用	0.309	0.312	-1.2%	0.318	0.320	-0.8%	0.214	0.210	1.8%	0.272	0.261	4.2%
汇率变化	-0.2%	-1.3%		-0.2%	-1.3%		-0.2%	-1.3%		-0.2%	-1.3%	
国内综采成本	4,912	5,008	-1.9%	4,912	5,008	-1.9%	4,912	5,008	-1.9%	4,912	5,008	-1.9%

资料来源: Wind, 华创证券

3、半年报公司亮点: 春秋逆市双升, 吉祥料拐点将至

春秋: 低成本模式+优秀管控+竞争环境优秀=逆市双升。 利润唯一增长, 座公里同比 3.4%, 公司显著优于行业的座收水平提升反映低成本航空市场的需求稳定性、竞争环境的优化以及公司运营能力的出众。

报告期内实现营业收入 71.49 亿元, 同比增长 12.9%; 归母净利 8.54 亿元, 同比增长 17.5%, 为航空公司中表现最佳。扣非归属净利 7.25 亿元, 同比增长 15%。

分季度看: Q2 实现收入 35 亿, 同比增长 13.4%, 归属净利 3.8 亿, 同比增长 11.2%。

补贴收入减少影响 Q2 单季利润，上半年补贴收入 4.2 亿元，同比减少 0.6 亿，主要发生在 Q2，假设补贴收入无变化，则 Q2 增速 25%。

客座率与票价双升，座公里收益同比增长 3.4%。其中 Q2 公司客座率同比提升 1.8%，测算客收同比提升 1.5%。

公司显著优于行业的座收水平提升反映低成本航空市场的需求稳定性、竞争环境的优化以及公司运营能力的出众，公司上半年实现了除新设的兰州基地以外的其他七大基地国内航线客公里收益的全面提升。

国际航线看：尽管客公里收益较微降 0.1%，但客座率大幅提升 4.9 个百分点达到 90.1%，重回 90% 以上。日韩航线由于运力增投较大且过往票价基数较高而出现回调，客座率水平则有较大幅度上升，整体收益正向贡献明显。实现利润同比两位数增长

吉祥：787 利用率提升体现公司运营效率出色，单位成本拖累减弱，料业绩拐点将至。

上半年 787 利用率达 11.4 小时，18Q4 为 8.7 小时，单位扣油成本 Q2 增长仅 1.6%，相较于 18 年 6.9%，19Q1 测算 7.2% 的单位涨幅明显收窄

1) 787 利用率明显提升。

18 年 10 月引入波音 787 梦想飞机，该机型 324 座（普通窄体机为 160-190 座），因政策限制，半年内只可飞国内线，18 年利用率仅 8.7 小时，而半年报披露利用率达到 11.4 小时，与三大航运营水平相近（6 月底刚执飞上海-赫尔辛基洲际长航线，预计下半年会进一步提升），同时 320 与 737 也有不同程度提升，整体机队飞机利用率 11.2 小时，较 18 年同期提升 0.4 小时。

2) 单位座公里拖累减弱。

上半年公司单位成本 0.345 元，同比提升 3.3%，扣油成本同比提升 4.4%，系因 787 在折旧与起降均显著高于窄体机，但相较于 18 年 6.9%，19Q1 测算 7.2% 的单位涨幅已经明显收窄，Q2 座公里扣油成本增长仅 1.6%。

看好公司业绩拐点将至。随着 787 正式执飞洲际线，单位成本预计将进一步优化，同期 Q3 开始民航发展基金减半，起降相关费用上浮暂停，均利好公司，料业绩拐点将至。

4、投资建议：民营航空买成长与管理，三大航底部待需求回暖

成本项仍是下半年关注点

1) 燃油成本：油价下半年降幅高于上半年利于公司成本下降

上半年综采成本同比微降约 2%，但 Q3 测算同比降幅达 12%。维持当前油价水平，则四季度国内综采成本降幅或达 15%。按照上半年燃油成本测算，假设下半年降幅 12%，则三大航分别减少 24.7、21.1 及 20 亿。

2) 民航发展基金减半执行：7 月 1 日起，民航发展基金减半征收，今年上半年披露民航基金成本的公司中，南航缴纳 15.38 亿，国航 11.9 亿，春秋 1.75 亿，假设下半年同样水平下减半，则分别减少成本为南航 7.2 亿，国航 5.9 亿，春秋 0.82 亿。

这两项相加对于三大航而言，可节省成本 25-30 亿，增加利润 19-22 亿。对于春秋吉祥亦是可观的增厚。

3) 民航局降成本综合措施还包括暂停起降相关费用的上浮，开展空管收费和航空煤油进销差价定价成本监审等。

预计四季度行业旅客增速将出现回暖

1-7 月行业旅客增速 8.7%，其中国内 7.8%，国际 16.5%，上半年行业增速低于年初预期，但亦有特殊因素，包括首都机场的跑道维护，重大活动保障，台风天气因素等，7 月是行业自 3 月以来增速重回两位数。

我们实际观察 2018 年 11-12 月行业旅客增速仅为 7.5% 左右，依据航空自身的行业韧性特征，今年四季度行业旅客增速有概率出现回暖，保持两位数增长。

而相对应的，我们认为供给增速不存在基数效应。

民营航空买成长与管理，三大航底部待回暖

今年 5 月我们发布春秋航空深度《春秋航空：成本优势+竞争环境优化，料将助力低成本龙头“标签”化为业绩，上调评级至“强推”》

7 月发布吉祥航空深度《吉祥航空：跨出舒适圈，拥抱大未来》

我们认为投资民营航空：

- 1) 我们看好行业发展潜力，人均 0.44 次的出行空间依旧巨大。
- 2) 我们看好公司运营品质。增速角度 15-18 年公司加权机队、客运量、收入复合增速，春秋与吉祥均超过三大航，利润角度，吉祥较 15 年增长 18%，春秋增长 13%，三大航中仅国航增长（受油汇大幅波动影响）。
- 3) 公司受外部因素影响相对较弱。汇率敏感性弱，油价因更高的燃油附加费覆盖比例以及不断降低的单位油耗削弱敏感性。

春秋航空：公司低成本优势构筑护城河，而竞争环境较此前优化，预计公司将逐步证明自身业绩更能摆脱周期性扰动，其低成本龙头标签将转化为业绩的稳定性。维持目标价区间 50-52 元，对应 2019 年 23 倍 PE 或 2020 年 20 倍 PE，维持“强推”评级。

吉祥航空：看好公司业绩拐点将至。我们认为中报已体现随着利用率提升，787 成本的拖累出现收窄，后续随时间将进一步优化，料业绩拐点将至，当年公司估值 15 倍，处于上市以来低位，维持目标价区间 16.4-18.4 元，对应 19 年 19-21 倍 PE，“强推”评级。

对于三大航：

各公司在扣油成本管控上依旧在加强，受租赁准则变化影响当期成本费用，但相较此前直线法，存在前高后低的特征，当前 PB 水平 1.2-1.3 倍左右，处于历史底部区域，逐步具备配置价值。维持“强推”评级。

（二）机场：颜值经济黄金时代受益者，粤港澳机场群格局重塑

1、收入、利润延续双两位数稳健增长

四家机场合计收入 121 亿元，同比增长 11.1%，利润 37 亿元，同比增长 10.5%。其中上海机场以 45% 的收入贡献了行业 73% 的利润，凸显超级枢纽的强劲变现能力。

经营数据：

上半年上海、白云、深圳起降架次同比分别为 1.9%、2.6%、2.8%，

旅客吞吐量分别为 4.2%、4.1%、6.2。

财务数据:

收入: 上海、白云、深圳分别增速 21%、4%及 6%

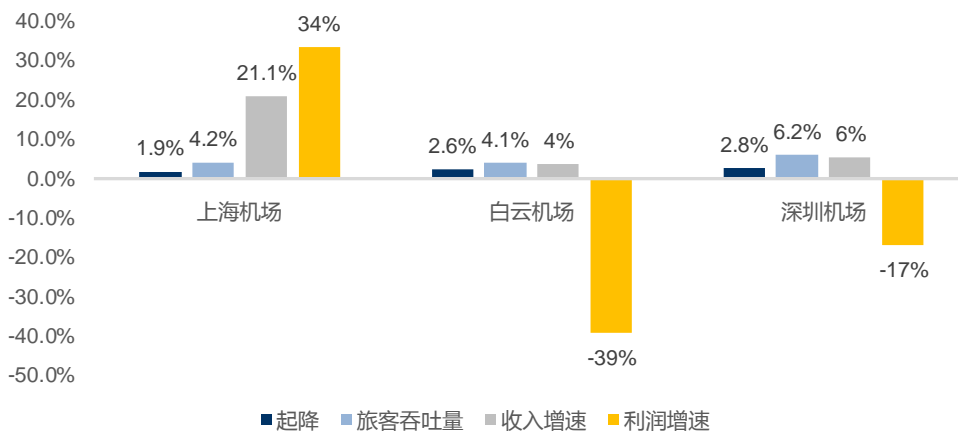
利润: 上海增长 34%，深圳下滑 17%，白云下滑 39%。

注:

白云机场受民航基金返还取消以及 T2 投产带来折旧等影响，上半年归属净利 4.28 亿，同比下降 39.1%，但 Q2 降幅收窄，Q2 利润下滑 24.1%，预计 Q3 起利润增速或将转正。

深圳机场非经亏损 0.62 亿，系计提 AB 航站楼诉讼负债。6 月公司收到法院针对公司与深圳市正宏汽车科技发展有限公司租赁合同纠纷案判决，出于审慎原则，公司全额计提预计负债 6920 万元。由此导致归母净利润 3.08 亿，同比下滑 16.7%，但扣非净利 3.7 亿，同比增长 9.7%。Q1 及 Q2 扣非净利分别为 9.61 及 9.72 亿，同比分别增长 9.6% 及 9.7%。单季度主业盈利基本稳定。

图表 18 上半年机场数据比较



资料来源: Wind, 华创证券测算

2、颜值经济黄金时代受益者，免税维持高景气

此前我们发布深度研究对高档化妆品消费-免税 Vs 有税-境内 Vs 境外-机场 Vs 市内店进行全链条完整分析，我们认为在香化占比接近 80% 的品类设置下，免税销售的源动力核心是对高档化妆品的消费需求。

而对比海棠湾、日上浦东、进口化妆品、雅诗兰黛/欧莱雅亚洲区增速，发现均在 16-17 年明显上台阶。

我们认为：宏观层面到达了消费能力和消费意愿提升的阶段，而新经济模式使得升级出现了跨越式，包括产品与消费群体。

我们同时认为，颜值经济黄金时代开启！人均化妆品消费潜力仍巨大，17 年我国人均 39 美元，而发达国家在 200 美元之上。参考日本 70-80 年代的情况以及当前我国人均潜力，预计颜值经济黄金时代可持续 5-10 年。

境外 Vs 境内：境内免税性价比还会进一步显现。全球比价看，考虑韩国新罗和乐天经常会有大规模促销，总体价格优势明显，但浦东机场在相当多热门品类具有价格优势。而伴随中免收购日上后经营实力、对供应商议价能力的提升，价格优势预计会进一步显现。

静态测算：免税回流大势所趋，空间约 3 倍（1000-1500 亿规模回流规模，18 年国内免税销售仅 395 亿）。

吸引回流重要边际变化：一看免税运营商提升空间可观；二看机场承接能力上台阶。

上半年免税核心数据显示：

上海机场：免税维持高景气。公司披露受免税销售额快速增长及新合同下 T2 航站楼扣点提升至 42.5% 刺激，公司上半年确认免税合同下收入 19.27 亿元（仅对应 T2，相当于免税销售额 45.34 亿元），同时国旅半年报披露日上上海上半年销售额 73 亿，即 T1 约为 T2 的 60% 左右，测算整体销售额同比增长约 30%，人均免税贡献约 370 元。9 月卫星厅启用后免税面积增加一倍以上达 1.6 万平，料进一步刺激销售。

白云机场：免税销售额同比近 2 倍增长。根据中国国旅半年报披露，上半年白云机场实现免税收入 8.44 亿，同比增加 5.56 亿，即去年同期为 2.88 亿，同比增长近 2 倍，人均免税消费额达到 92 元，相比去年同期 34 元大幅增长 170%，相比去年全年约 60 元大幅增长 50%，测算公司上半年确认免税收入约 3 亿，贡献税后利润约 2.3 亿，占公司上半年归母净利润 53%。在个别月因供货出现瓶颈，上半年免税月均达到 1.41 亿销售额，预计供给问题改善后，Q4 或进一步发力上台阶。

3、料粤港澳机场群格局将重塑

粤港澳大湾区需求潜力大：2018 年航空旅客 2.2 亿人，领先于纽约等湾区，但人均 3 次的出行则远低于纽约的 13.8 及东京的 8 次。

当前格局下，香港机场国际资源遥遥领先。2018 年其国际及地区旅客占据湾区的 69%，而白云占 20%。同时香港占湾区通往欧洲及北美地区超过 80% 的份额。

基地航空分布上，国泰航空占香港份额的 50% 以上，而南航在广州与深圳占据相对优势。

我们对新格局推演：料白云扶摇直上，深圳鹏程万里。

1) 香港国际机场：东方之珠，阶段性饱和。受限于 2 座航站楼+2 条跑道的限制，今年 1-6 月累计增速 1.1%。2024 年三跑道系统落成前，预计处于阶段性饱和状态。

2) 白云、深圳建设国际枢纽的战略性机遇期。

a) 或将受益于香港机场饱和期内旅客回流。预计内地赴港出境及海外通过香港中转内地旅客约 1000 万人左右，相当于白云+深圳国际旅客的 50%。

b) 广州+深圳经济总量已为香港的 2 倍。强劲的经济实力催化本地国际线需求。

c) 南航集团与地方政府新型关系料将夯实广深国际线发力基础。（南航集团股权多元化改革，引入广东省三方持股 31.3%）

3) 白云机场：扶摇直上，我们预计 2025 年国际旅客吞吐量将达到 3000-3760 万人，与当前浦东机场相当。

4) 深圳机场：鹏程万里，主基地航空发力将助推国际线上台阶。我们预测深圳机场 2025 年国际旅客或达到 1500 万规模。

4、继续推荐上海机场与白云机场，关注深圳机场

上海机场：继续看好上海机场颜值经济黄金时代受益者，**2025 年 3000 亿市值**，其中预计国际旅客 5948 万人，人均免税贡献 724 元，免税销售额 430 亿，机场确认收入 180 亿，则免税净利 135 亿，其他业务利润 15 亿，150 亿利润，20 倍 PE 对应 3000 亿市值。

白云机场：持续看好粤港澳机场群格局重塑，料白云扶摇直上，看好公司免税持续提升，中期市值 **500-800 亿**。我

们预计 2025 年国际旅客吞吐量将达到 3000-3760 万人，与当前浦东机场相当，看好公司免税提升，预计 2025 年人均贡献可达 200-300 元，则免税销售额达 60-113 亿，机场收入 23-43 亿，整体利润 25-41 亿，给予 20 倍 PE 对应中期市值 500-800 亿，初期免税增速更快市值修复预计或快于均值。持续推荐。

（三）快递：电商快递维持景气区间，龙头持续集中；顺丰释放管理红利

1、电商快递维持景气区间，龙头持续集中

行业数据：

业务量：1-7 月：业务量累计 330 亿件，同比增长 26.2%，其中，异地、国际分别增长 34%、23%，同城件下滑 0.3%；
收入：1-7 月 4005 亿元，同比增长 24.1%；

单票收入均值 12.1 元，同比降 1.6%。

业务量增速超市场年初预期，反映电商红利未结束，下沉市场空间广，电商平台的促销也激发网络购物的需求潜力。

上市公司业务量：

1-7 月累计增速申通（48%）>韵达（46.5%）>圆通（36.1%）>行业（26.2%）>顺丰（11%）。

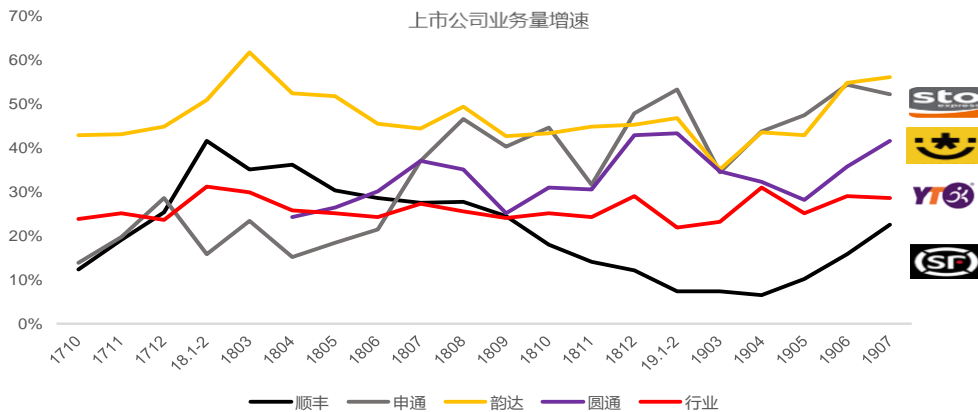
行业集中度：CR8 达 81.7%，较 18 年底提升 0.4 个百分点；二通一达市占率 43.5%，较 18 年底及去年同期分别提升 4.1 及 6.1 个百分点。其中，韵达 7 月市场份额 16.7%、圆通 14.7%、申通 12.1%，较去年同期分别提升 2.9、1.53 及 1.9 个百分点。

图表 19 2019 年 7 月行业增速

	行业数据			
	当月值	同比增速	累计值	累计同比
收入（亿元）	608.4	26.3%	4005.1	24.1%
业务量（亿件）	52.5	28.6%	330.1	26.2%
同城	9.1	-1.0%	59.9	-0.3%
异地	42.2	37.3%	262.7	34.4%
国际/港澳台	1.2	33.4%	7.5	22.9%
单票收入	11.6	-1.8%	12.1	-1.6%

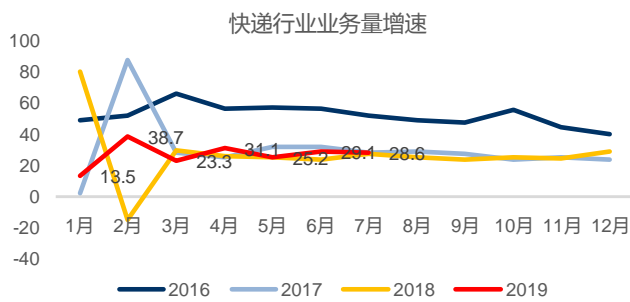
资料来源：Wind、华创证券

图表 20 上市公司业务量增速 (17 年 10 月-19 年 7 月)



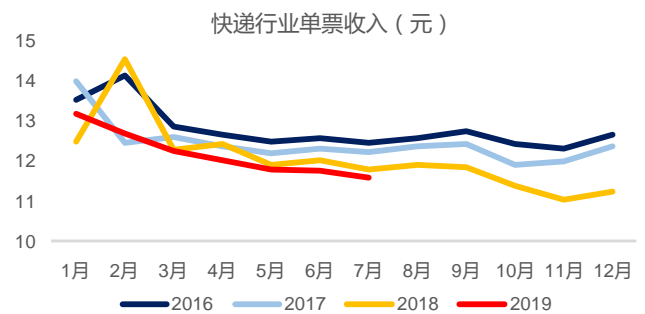
资料来源: Wind, 华创证券

图表 21 快递行业业务量增速



资料来源: Wind, 华创证券

图表 22 快递行业单票收入



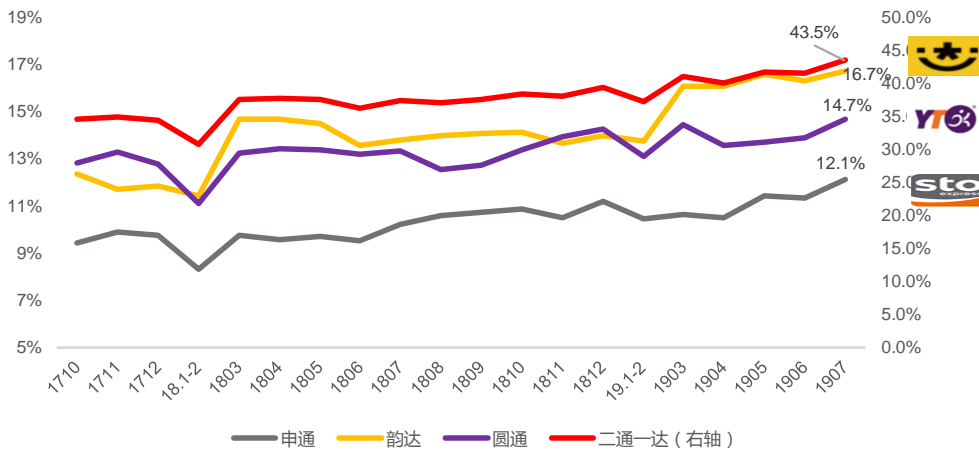
资料来源: Wind, 华创证券

图表 23 2019 年 7 月上市公司业务量及收入增速

公司业务量 (亿件)					
	当月值	份额	同比	超额增速	累计同比
顺丰	3.7	7.0%	22.6%	-6.0%	11.0%
申通	6.4	12.1%	52.2%	23.6%	48.0%
韵达	8.8	16.7%	56.1%	27.5%	46.5%
圆通	7.7	14.7%	41.6%	13.0%	36.1%
全国	52.5		28.6%		26.2%
公司单票收入 (元/件)					
	当月值	同比	环比	累计	累计同比
顺丰	22.6	-2.8%	-2.6%	23.43	2.8%
申通	2.8	-12.5%	-1.8%	3.15	-3.4%
韵达	3.2	104.6%	-0.9%	3.27	91.5%
圆通	2.8	-12.0%	-7.0%	3.12	-11.1%
全国	11.6	-1.8%	-1.6%	12.13	-1.6%
公司收入 (亿元)					
	当月值	同比	环比	累计收入	累计同比
顺丰	83.4	19.1%	-3.9%	561.39	14.2%
申通	17.8	33.2%	0.6%	115.05	43.0%
韵达	27.7	218.9%	-2.1%	170.51	180.6%
圆通	21.7	24.6%	-5.4%	142.50	21.0%
全国	608.4	26.3%	-5.4%	4,005.10	24.1%

资料来源: Wind, 华创证券

图表 24 二通一达市占率



资料来源: Wind、华创证券

中报财务数据:

快递公司合计实现收入 895 亿, 同比增长 33.3%, 利润 61 亿, 同比增长 24.3%,

Q2 收入及利润增速分别为 34%及 24%, Q1 为 30%及 16%

其中通达系 H1 利润增速 12%, Q1 利润增速 21.8%, Q2 利润增速 5.3%;

顺丰 H1 利润增速 39%, Q1、Q2 分别为 48%及 27%。

通达系中: 上半年韵达利润增速 30%领跑, 圆通增速 8%, 申通下滑 4%。

图表 25 2019 年中报数据

	19H1			19Q2			19Q1		
	韵达	申通	圆通	韵达	申通	圆通	韵达	申通	圆通
收入 (亿元)	155.5	98.7	139.5	88.7	53.6	75.1	66.9	45.1	64.4
YOY	163.5%	48.6%	15.6%	173.2%	43.6%	11.7%	151.6%	55.1%	20.7%
业务量(亿件)	43.3	30.1	38.0	25.5	17.3	21.5	17.8	12.8	16.6
YOY	44.7%	47.3%	35.1%	47.1%	48.7%	32.1%	41.5%	45.2%	39.2%
市占率	15.6%	10.9%	13.7%	16.3%	11.1%	13.7%	14.7%	10.5%	13.6%
毛利率	15.1%	13.8%	12.3%	14.8%	13.0%	12.5%	15.6%	14.7%	12.1%
期间费用率	4.4%	3.2%	4.7%	3.7%	3.1%	4.4%	5.3%	2.8%	5.0%
归属净利	13.0	8.3	8.6	7.3	4.3	5.0	5.7	4.1	3.7
YOY	29.6%	-4.0%	7.6%	22.3%	-12.7%	2.4%	40.4%	7.2%	15.7%
扣非归属净利	11.9	7.8	8.3	6.9	4.1	4.7	5.0	3.7	3.6
YOY	27.5%	-5.7%	7.8%	20.7%	-16.8%	0.3%	38.1%	10.6%	19.4%

资料来源: Wind、华创证券

2、上半年行业竞争激烈, 单票毛利普遍下行

单票比较:

上半年韵达调整收入口径，将派费纳入，故使得单票收入同比增长 90% 达 3.3 元，申通 3.19 元，圆通 3.19 元，不含派费口径下收入韵达 1.7 元，同比下降 2%，申通 1.58 元，同比增长 7%（收购转运中心后口径有变化），中通 1.64 元，同比下降 10%

行业竞争体现在：返利增加。

申通：面单返利力度加大

核心单票收入为 3.19 元，同比下降 0.9%。其中单票面单 0.53 元，下降 25.9%（18H1 为 0.71 元），系公司增加了面单返利；单票派费 1.61 元，下降 8%（系公司对派费的计费规则做了细微的调整）；单票中转 1.05 元，提升 38%。

韵达：返利或体现在成本端

单票收入不含派费仅下降 2%，但我们分析其返利或体现在成本端，

单票成本：2.83 元，同比增长 135%，假设派费支出与收入持平，则不含派费支出为 1.23 元，同比增加 2%。因同行单票成本普降，我们分析认为，公司单票成本的上升或包含返利措施。

测算参考：中通单票成本下降 0.09 元（中转+运输+面单），假设韵达保持同样降幅，则韵达单票成本（不含派费和返利）应为 1.12 元，当前高于此 0.11 元，这部分或为返利（或有出入，仅供参考）。

因此我们可以从单票毛利角度进一步观察：

韵达单票毛利 0.47 元，同比下降 15%，减少了 0.07 元

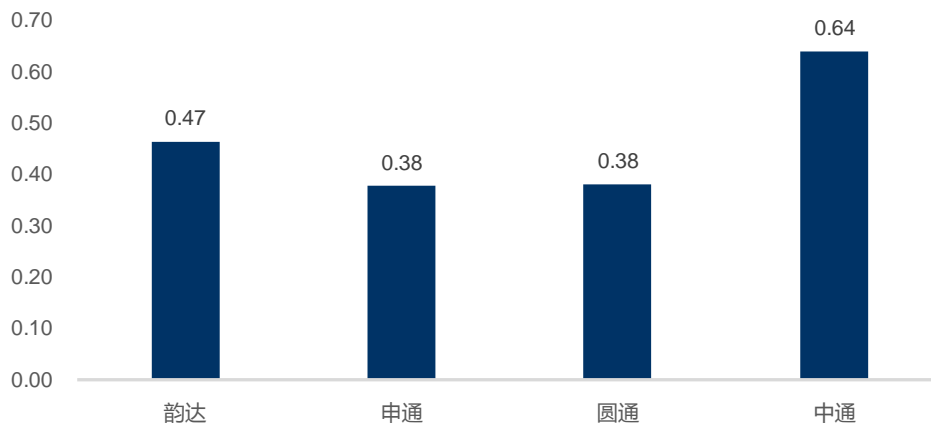
申通单票毛利 0.38 元，同比减少 0.26 元，下降 70%，（收购转运中心后口径变化导致，当前毛利更反映经营本质）

圆通单票毛利 0.38 元，同比下降 3% 最少

中通单票毛利 0.64 元，下降 0.09 元，下降 14%。

当前比较下，中通毛利依旧领先，韵达其次，圆通与申通相仿。

图表 26 快递公司单票毛利



资料来源：Wind，华创证券

图表 27 快递公司单票数据

	H1				同比			
	韵达	申通	圆通	中通	韵达	申通	圆通	中通
单票收入(元)	3.30	3.19	3.19		90%	-1%	-11%	
不含派费单票收入	1.70	1.58		1.64	-2%	7%		-10%
面单费	0.73	0.53			6%	-26%		
中转收入	0.96	1.05			-8%	38%		
有偿派送	1.60	1.61				-8%		
单票成本	2.83	2.81	2.81			8%	0%	-8%
不含派费单票成本		1.18	1.51	1.01				
面单成本		0.05	0.04	0.05		-21%	-21%	-17%
中转成本		1.13	1.47	0.96		25%	-10%	-7%
派送成本		1.63	1.30			-1%	15%	
单票毛利(元)	0.47	0.38	0.38	0.64	-15%	-70%	-3%	-14%
减少(元)	-0.07	-0.26	-0.01	-0.09				

资料来源: Wind, 华创证券

趋势看: 龙头集中尽享电商红利。

1) 快递行业业务量增速超年初预期, 体现行业较高的景气, 我们认为进入天量时代, 对业务量的要求进入质变阶段, 利于精细化管理出效益的韵达进一步提升自身份额以及市场影响力。

典型如韵达上半年公司坚持实施并不断深化基于科技创新和精细化管理的“成本领先型”竞争策略——在快递全周期开展成本管控的基础上, 公司针对分拣、运输等关键环节进一步挖潜。其利润增速明显超过同行。

2) 通达系整体已构筑一定的成本优势护城河, 新进入者威胁已经大幅降低; 行业未来出现格局优化, 将走向良性量价循环, 集中度进一步向头部集中。

3、顺丰: Q2 单季扣非净利增速达 25.1%, 成本改善进行时, 看好公司从优秀走向卓越

1) 业绩逐季提升。

上半年扣非利润 23 亿, 同比增长 11.5%, 其中 Q2 扣非净利 14.9 亿, 增速达 25%。经营数据看, 上半年业务量增速 8.6%, 但自公司 5 月推出特惠转配业务以来, 持续回升, 7 月进一步提升至 23%

2) 成本管控进行时, 红利不断释放。

毛利率同比提升: 上半年毛利率 19.82%, 同比提升了 0.9pct, 其中 Q2 毛利率达 21.5%, 同比提升 1.4pct。改善来自于科技应用+积极成本管控, 尤其运输成本占收入比重明显下降(降低 1 个百分点左右)。成本降低更重要的意义在于可帮助公司拓宽价格带与产品体系, 提升产品性价比, 拓宽价格带与产品体系, 扩大市场空间。

(四) 航运: 继续看好 Q4 旺季行情可期

年度策略我们分析下半年油运将展开进攻属性, 8 月淡季运价超预期, 股价有所体现。

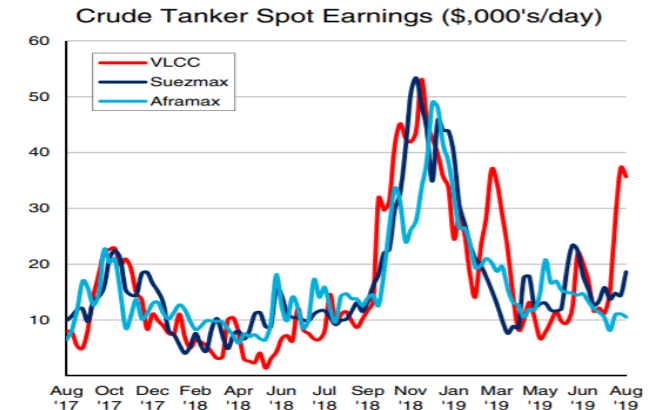
得益于油运市场运价上半年显著好于去年同期, VLCC-TCE 运价均值为 1.86 万美元/天, 同比上涨 215.4%。其中 Q1 运价均值为 2.55 万美元/天, Q2 运价为 1.18 万美元/天, 同比分别增 302%及 118%, 油轮标的利润大增,

中远海能归母净利润 4.69 亿元, 去年同期为亏损 2.16 亿;

招商轮船实现归母净利润为 4.74 亿元, 同比增长 50.03%。

图表 28 VLCC-TCE


资料来源：克拉克森，华创证券

图表 29 不同船型油运运价


资料来源：克拉克森，华创证券

运力端：预计当前运价上涨与船舶淡季前往安装脱硫塔相关

当前所处行业淡季，为符合 2020 年起环保公约，部分船舶前往安装脱硫塔，使得目前淡季运力出现紧张局面；

今年以来，行业交付 44 艘 VLCC，拆解 5 艘，净增 39 艘，行业 VLCC 总量由 18 年底的 741 增加至 780 艘，运力增长 5.3%，若考虑短期 1.4% 运力的“退出”（前往安装脱硫塔，一般脱硫塔进坞安装时间为 4 个星期，对船队进行安装改造将使得船型运力供应量降低 1.4% 的运力。），则实际运力约 3.9%，与实际 VLCC 需求增速相匹配。

图表 30 安装脱硫塔将有效降低行业活跃运力

Fleet growth (capacity)	2016	2017	2018	2019 (f) Total Fleet Growth	2019 (f) 'Active' Fleet Growth*	Estimated Fleet 'Out of Service' For Scrubber Retrofit Across 2019
Bulkcarrier	2.2%	3.0%	2.9%	2.4%	1.6%	0.8%
Crude Tankers	5.9%	5.1%	0.6%	5.0%	3.6%	1.4%
Products Tankers	6.3%	4.3%	1.8%	3.4%	2.9%	0.5%
Containerships	1.3%	3.8%	5.6%	2.7%	1.5%	1.2%

资料来源：克拉克森，华创证券

长期来看，根据克拉克森预计，VLCC 船队安装比例将在 2020 年达到 35%，

图表 31 不同船型将在 2020 年安装脱硫塔比例

Sector	As Of Start July 2019 (%Fleet/Orderbook GT)			Projected Scrubber Fitted Fleet*, End 2019 (% GT)	Projected Scrubber Fitted Fleet*, End 2020 (% GT)
	Scrubber-Fitted	Retrofit Pending	Orderbook		
VLCC (200,000+ Dwt)	8%	16%	70%	23%	35%
Suezmax (125-199,999 Dwt)	6%	14%	42%	16%	21%
Aframax (85-124,999 Dwt)	4%	12%	23%	12%	18%
Total Tanker	5%	11%	51%	14%	20%
Capesize (100,000+ Dwt)	6%	15%	52%	20%	26%
Panamax (65-99,999 Dwt)	2%	4%	8%	6%	10%
Handymax (40-64,999 Dwt)	1%	4%	7%	5%	7%
Total Bulkcarrier	3%	8%	29%	10%	14%
Post-Panamax (15,000+ TEU)	3%	9%	61%	20%	28%
Neo-Panamax (8-14,999 TEU)	4%	20%	51%	14%	21%
Total Containership	3%	11%	50%	10%	15%
LPG	5%	5%	63%	10%	16%
Cruise	62%	3%	25%	74%	77%
Passenger Ferry	9%	1%	11%	13%	17%
Ro-Ro	21%	5%	66%	24%	30%
Total Fleet	4%	8%	33%	11%	15%

资料来源：克拉克森，华创证券

需求端：美国原油出口量增加刺激运价

当前制约美国原油出口的是其内陆原油运输管道，EIA 预期从 19 年 Q3 开始，19 年美国将有 100-150 万桶/天的管道产能释放，2020 年将会有另外 100 万桶管道产能修好；

周度出口看，8 月以来美国原油周度出口量从 180 万桶提升至 280 万桶，出口量提升效应下，导致油运市场运价也出现跳涨。

美国增产影响测算：美国运输至远东距离是中东到远东的 3 倍。美国每替代中东 1%，全球海运周转量提升 2%。（2019 年初美国原油出口 250 万桶，OPEC 地区出口约为 2350 万桶。）

展望：Q4 旺季可期

今年在运力交付压力较大情况下，运价实现同比明显提升反映行业整体结构较为健康，

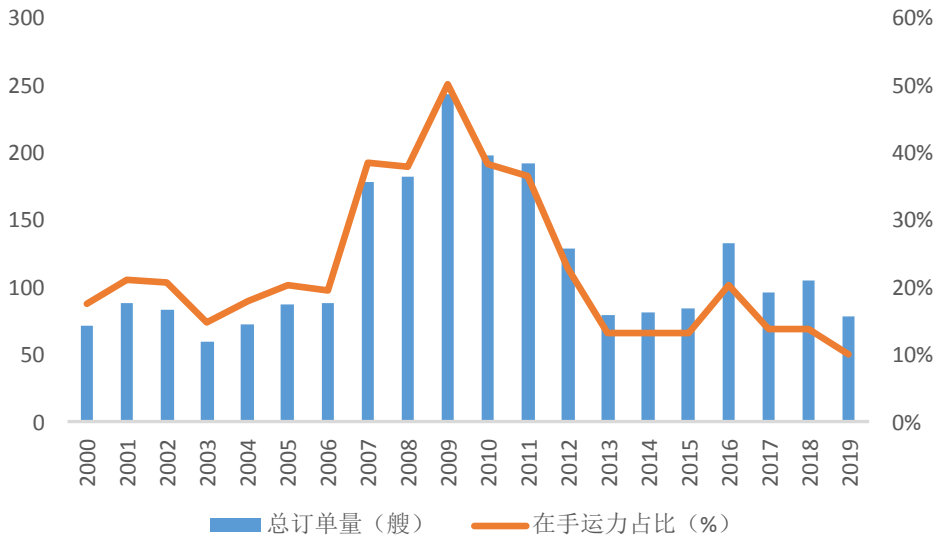
供给端：当前在手订单 78 艘船，占比 10%，为近年来低位，2020 年交付压力相对较小，

需求端：美油预计未来因石油管道及港口产能瓶颈逐步改善后，或加速出口亚洲地区，由此或拉动航距 2-3 倍，有效提升运价水平。

此外，2020 年起，全球低硫油公约将实施，有望对行业运力造成紧缩效应。体现在老旧船燃油非经济性压迫下，船队仍会有运力面临退出；船舶高燃油压力下，或将催生行业降速航行，稀释目前存量运力。

短看 Q4 传统旺季，预计运价水平或超去年同期，18Q4 均价 4 万美元。而 2.5-2.8 万为行业盈亏平衡点，提升 1 万美金，将增厚中远海能、招商轮船约 10 亿利润。

图表 32 VCLL 在手订单



资料来源: Clarksons, 华创证券

三、投资建议：优质赛道，管理溢价

(一) 1-8 月行情回顾

1-8 月沪深 300 涨幅 26%，交运指数涨幅 15.4%，跑输沪深 300 达 10.8 个百分点，列 28 个二级子行业中第 12 名。

其中 Q1-Q3 分别为上涨 25.5%，下跌 3.7% 及下跌 4.4%，

分板块看，机场连续三个季度正收益，目前累计收益 63.5%，实现极好的超额收益；

而其余行业在 Q2 以及当期那 7-8 月均为负收益，铁路全年下跌 6.2% 是唯一下跌板块。

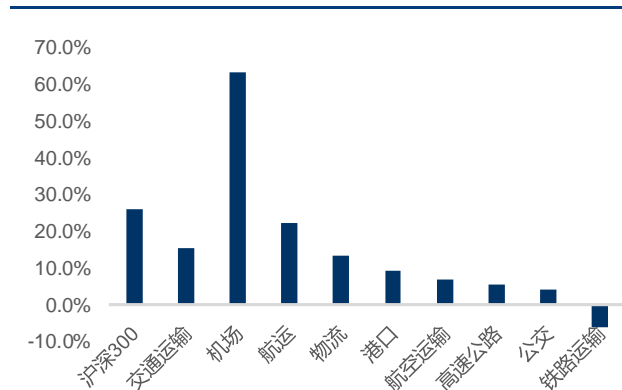
若单看快递 4 公司，平均收益 35.5%，仅次于机场。

图表 33 各子行业涨跌幅

行业	2019年涨跌幅	Q1	Q2	7-8月
沪深300	26.2%	28.6%	-1.2%	-0.7%
交通运输	15.4%	25.5%	-3.7%	-4.4%
机场	63.5%	26.7%	26.7%	1.9%
航运	22.5%	33.2%	-7.3%	-0.9%
物流	13.3%	23.4%	-8.1%	-0.1%
港口	9.5%	35.5%	-10.9%	-9.4%
航空运输	7.0%	30.6%	-7.5%	-11.4%
高速公路	5.4%	22.2%	-7.1%	-7.2%
公交	4.3%	23.8%	-5.5%	-10.8%
铁路运输	-6.2%	6.5%	-7.2%	-5.0%

资料来源: wind, 华创证券

图表 34 各子行业涨跌幅



资料来源: wind, 华创证券

从个股分布看:

涨幅超过 40% 的共有 11 只标的, 其中我们在策略度策略中推荐的华创交运十大金股有 4 只位列前五, 分别是白云、上海、海能与韵达。另外重点推荐的申通与春秋列在第 10 及 11 名。

从标的涨跌幅看, 我们自 18 年 10 月正式提出的交运护城河策略框架, 需求潜力定行业, 护城河要素选公司, 筛选出的机场、航空与快递, 均有标的表现出色。

我们认为 Q1 普涨行情后, 二季度展开的行情是优质赛道, 管理溢价,

体现在:

优质赛道: 机场、快递, 表现优于其他

管理溢价:

市场给予各行业管理出众的公司更高的估值水平,

典型如:

航空板块中的**春秋航空**获得了明显超过行业的估值水平以及涨幅,

机场板块中的**上海机场**, 连续三年位列板块领先,

快递中的**韵达股份**: 精细化管理优势体现, 公司估值同样有明显溢价。

同时, 市场愿意给予管理改善的公司新的空间:

典型如:

顺丰控股, 成本改善+5 月战略性调整后业务量提升, 7-8 月公司股价上涨 22%, 是表现最出色的标的之一,

年初的**申通快递**, 在扭转连续四年下滑的市场份额, 业务量增速处于领先时, 市场给予其修复空间。

白云机场涨幅第一, 我们理解为优质赛道+公司变化 (T2 投产扩大免税店面积, 中免收购日上提升经营实力) 推动中长期空间打开。

图表 35 公司涨跌幅

证券简称	2019年	Q1	Q2	7-8月
白云机场	87.9%	47.1%	23.1%	3.8%
保税科技	76.0%	36.7%	26.2%	2.0%
上海机场	66.9%	22.4%	34.8%	1.1%
中远海能	61.1%	45.7%	0.6%	9.9%
韵达股份	59.5%	27.6%	5.0%	19.1%
五洲交通	58.7%	26.7%	22.9%	1.9%
长航凤凰	45.1%	37.2%	-13.2%	21.9%
中信海直	45.1%	38.1%	-8.3%	14.6%
新宁物流	43.0%	81.1%	-8.2%	-14.0%
申通快递	42.0%	40.9%	9.9%	-8.2%
春秋航空	41.5%	27.6%	11.4%	-0.5%

资料来源: Wind, 华创证券

（二）优质赛道，管理溢价

依据交运护城河策略框架下，继续推荐我们认为的优质赛道：机场，快递，航空板块；叠加我们提出管理溢价，

- 1) 优质赛道：管理溢价：上海机场，韵达股份，春秋航空
- 2) 优质赛道+管理正在改善：白云机场、顺丰控股、吉祥航空
- 3) 优质赛道+管理具备改善空间：申通快递

上海机场：继续看好上海机场颜值经济黄金时代受益者，**2025 年 3000 亿市值**，其中预计国际旅客 5948 万人，人均免税贡献 724 元，免税销售额 430 亿，机场确认收入 180 亿，则免税净利 135 亿，其他业务利润 15 亿，150 亿利润，20 倍 PE 对应 3000 亿市值。

春秋航空：公司低成本优势构筑护城河，而竞争环境较此前优化，预计公司将逐步证明自身业绩更能摆脱周期性扰动，其低成本龙头标签将转化为业绩的稳定性。**维持目标价区间 50-52 元**，对应 2019 年 23 倍 PE 或 2020 年 20 倍 PE，维持“强推”评级。

韵达股份：快递行业进入天量时代，对业务量的要求进入质变阶段，利于精细化管理出效益的韵达进一步提升自身份额以及市场影响力。盈利预测：预计 2019-21 年实现净利为 27.8、35.6、45.8 亿元，对应 19-21 年 PE 分别为 30、24 及 18 倍，强调“推荐”评级。

白云机场：持续看好粤港澳机场群格局重塑，料白云扶摇直上，看好公司免税持续提升，中期市值 **500-800 亿**。我们预计 2025 年国际旅客吞吐量将达到 3000-3760 万人，与当前浦东机场相当，看好公司免税提升，预计 2025 年人均贡献可达 200-300 元，则免税销售额达 60-113 亿，机场收入 23-43 亿，整体利润 25-41 亿，给予 20 倍 PE 对应中期市值 500-800 亿，初期免税增速更快市值修复预计或快于均值。持续推荐。

吉祥航空：看好公司业绩拐点将至。我们认为中报已体现随着利用率提升，787 成本的拖累出现收窄，后续随时间将进一步优化，料业绩拐点将至，当年公司估值 15 倍，处于上市以来低位，维持目标价区间 16.4-18.4 元，对应 19 年 19-21 倍 PE，“强推”评级。

顺丰控股：时效件增速企稳、经济件增速回升且增量有望带来正向毛利贡献，新业务亏损有望逐步收窄，我们认为公司已经在时效件领域形成品牌溢价与网络优势两大护城河，而成本管控执行力超预期，红利正在释放，且公司从快递至多元物流至供应链的布局路径清晰，持续推荐。

申通快递：申通业务量增速维持高位，即意味着保留了成本端较大幅度改善的机会，阿里已经获得购股权，未来的进一步融合料将加速公司改善进程。基于行业的竞争环境，我们预计 2019-21 年分别实现净利 19.7、24.4 及 29 亿，对应 PE19、15 及 13 倍 PE，消费视角看快递，龙头集中尽享电商红利，维持“推荐”评级。

对于三大航：

各公司在扣油成本管控上依旧在加强，受租赁准则变化影响当期成本费用，但相较此前直线法，存在前高后低的特征，当前 PB 水平 1.2-1.3 倍左右，处于历史底部区域，逐步具备配置价值。维持“强推”评级。

四、风险提示

油价大幅上涨，经济大幅下滑，人民币大幅贬值。

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
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	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
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com	
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@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
	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