

交通运输 2020 年度投资策略

海外经验，本土实践

- 2019 年年度策略提出护城河策略框架：需求潜力定行业，护城河要素选公司；中期策略进一步提出消费视角看交运，正值潜力释放期。本次 **2020 年度策略中，我们希望从海外经验看本土实践**：两个维度，其一是海外明星公司的商业模式及发展历程对国内公司的借鉴，其二是海外资本市场在各阶段对明星股的反馈，希望能对国内市场投资带来参考。
- **机场：泰复盘国机场十年 40 倍涨幅，上海机场市值具备提升空间。** 1、**泰国机场是典型国资+外资锁定的泰国核心资产**，其下辖六家机场，几乎垄断了泰国出入境流量口，而旅游业又是泰国支柱产业；旅客吞吐量增速看，韧性足，近十年复合增速 12%。从利润表看，收入增速与业务量增速基本一致，而极度克制的固定资产投资以及相对更低的人工水平，使得十年成本增速仅 5.4%，利润增速远超收入（10 年复合 49%，近 5 年复合 23%。）2、**回溯股价**：典型盈利与估值双升，净利润由 09 年 1.5 亿人民币增长至 18 年 53 亿，增长 34 倍，估值由 20 倍增长至目前近 40 倍。分阶段看：09-16 年：业绩提升驱动；2017 年以来：非航预期（免税重招）推动估值提升。3、**我们对比上海机场与泰国机场**：核心资产属性上，泰国机场略胜于上机；但上机经营环境的稳定性、以及免税增长的潜力则好于泰国；从公司治理角度，泰国机场极其克制的资本开支一定程度铸就了成本优势，但上海机场凭借管控得力亦使得成本可控。两者接近的盈利水平，各有千秋的管理与经营环境，但估值的显著差异。4、**上海机场具备市值提升的空间**。颜值经济黄金时代开启下机场免税业务的明显受益；近期来看，上海机场近期股价的回调因素来自对免税增速放缓以及卫星厅投产后的成本担忧，我们认为地区航线的影响在冬春季后或减弱，而中日航线的放量，以及未来浦东时刻上调的可能，均对未来免税客流的增长带来新支撑；此外三季报看转固金额 120 亿左右，明显低于此前预算，由此也带来成本可控。我们给予上海机场一年期目标价 94 元，1800 亿市值；而中长期依旧看好上海机场 2025 年达到 2400-3000 亿市值。
- **快递：复盘联邦快递三十年最高 50 倍涨幅，探索顺丰棋局。** 1、**复盘联邦快递**：发现美国市场在公司打造并独立 Gound 地面服务这一高营业利润率及高业务量增速业务后的十年时间里给予了持续的估值提升及明显超额收益。对顺丰可借鉴的 2 点：一是空中优势，孟菲斯的助力；二是 Gound 业务，更接地气，联邦快递在该业务上采取了区域合伙制的方式以融合入电商的潮流。2、**探讨顺丰棋局**，我们认为：棋局一即在于公司再度发力电商件市场的特惠专配产品，有 FDX 到发展地面业务的意味，而我们认为这或许在未来成为公司独立的持续增长点；棋局二是公司鄂州机场 2021 年投产后，时效件领域的高壁垒，轴辐式枢纽网络的降成本，以及对产业集群的憧憬。3、**投资建议**：参考联邦快递，当前业务量与毛利率回升阶段是较好的投资期。
- **航空：差距即空间，潜力仍在。** 1、中美航司巨大的单机收入背后是供需结构以及主基地机场份额的差异。2、料均值回归之路将开启，航空板块预计可实现超额收益。三大航中优选国航，而吉祥业绩拐点之际市值仍明显低估，长期看好春秋航空的稳定成长。
- **风险提示**：经济大幅下滑、油价大幅上涨、人民币大幅贬值。

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	77.87	2.67	2.92	3.49	29.16	26.67	22.31	5.31	推荐
顺丰控股	39.62	1.33	1.63	1.97	29.79	24.31	20.11	4.78	推荐
吉祥航空	15.2	0.71	0.95	1.16	21.41	16.0	13.1	3.17	强推
中国国航	8.87	0.53	0.71	0.89	16.74	12.49	9.97	1.38	强推

资料来源：Wind，华创证券预测

注：股价为 2019 年 11 月 08 日收盘价

推荐（维持）

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

证券分析师：肖祎

电话：021-20572553
邮箱：xiaoyi@hcyjs.com
执业编号：S0360519100002

证券分析师：王凯

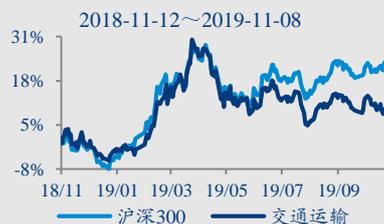
电话：021-20572538
邮箱：wangkai@hcyjs.com
执业编号：S0360519090002

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	117	3.15
总市值(亿元)	22,765.68	3.64
流通市值(亿元)	15,640.74	3.41

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	-0.38	-1.07	11.22
相对表现	-3.76	-11.44	-14.21



相关研究报告

《交通运输行业周报（20191014-12019020）：9月数据综述：航空国际线高景气，机场粤港澳重塑，快递顺丰连续5个月业务量提速》

2019-10-20

《交通运输行业周报（20191021-20191027）：冬春航季开启，时刻延续控总量；京沪高铁披露招股书，黄金线路强盈利》

2019-10-27

目录

一、海外经验、本土实践.....	6
二、复盘泰国机场十年 40 倍，上海机场市值具备提升空间.....	8
(一) 国资+外资锁定的泰国核心资产.....	8
1、国资持股 75%，外资持股约 15%，合计约 90%.....	8
2、下辖六家机场，几乎垄断旅客出入口，是泰国核心资产.....	9
(二) 经营数据分析：韧性足，总体保持较快增长.....	11
1、曼谷两场为公司核心资产.....	11
2、韧性足，总体保持较快增长.....	12
(三) 利润表分析：收入与流量趋势一致，成本优势推动利润增速更快.....	13
1、收入结构：非航收入占比 44%，近十年复合增速 12.7%，与业务量增速基本一致.....	13
2、免税运营商主要为王权免税店，模拟测算免税销售额增速更多由客流量推动.....	15
3、利润：明显超过收入增速.....	16
4、分红、资本开支及其他.....	17
(四) 股价回溯：40 倍涨幅的明星股.....	20
(五) 国内机场现阶段主逻辑：颜值经济黄金时代受益者.....	23
(六) 上海机场：优质赛道，管理溢价，市值具备提升空间.....	27
二、复盘联邦快递三十年最高 50 倍，探索顺丰棋局.....	29
(一) 业务结构：Express 与 Ground 构成业务双子星.....	29
1、2019 财年，Ground 地面业务营业利润首次超过 Express 部门.....	29
2、成本构成：Ground 部门具备区域合伙制明显特征.....	31
3、业务量与价格：.....	32
(二) 超额收益及估值.....	34
(三) 探索顺丰棋局.....	36
1、棋局一：踏准节奏，再度发力电商件市场.....	37
2、棋局二：鄂州机场，时效体系点睛之笔.....	40
(四) 投资建议.....	43
三、中美大航，差距即空间.....	44
(一) 达美航空：利润与市值显著领先国内大航.....	44
(二) 料航空均值回归之路将开启.....	48
四、风险提示.....	50

图表目录

图表 1	交运护城河策略框架.....	6
图表 2	护城河要素.....	6
图表 3	泰国机场股东结构.....	8
图表 4	外资持股比例变化（15-18 年为测算值）.....	9
图表 5	泰国机场发展脉络.....	9
图表 6	泰国机场集团 6 大机场分布.....	10
图表 7	泰国入境旅客增速.....	10
图表 8	入境旅客与整体机场旅客增速比较.....	11
图表 9	入境旅客与国际航线旅客增速.....	11
图表 10	各机场旅客吞吐量占比.....	12
图表 11	各机场国际旅客吞吐量占比.....	12
图表 12	旅客吞吐量增速.....	13
图表 13	国际旅客吞吐量增速及占比.....	13
图表 14	泰国机场各项收入占比.....	14
图表 15	泰国机场航空性业务与非航业务占比.....	14
图表 16	公司各项收入比重.....	14
图表 17	泰国机场主要收入占比.....	15
图表 18	泰国机场各项收入增速.....	15
图表 19	泰国机场各机场免税扣点.....	16
图表 20	新合同与 18 年实际经营比较.....	16
图表 21	新合同公司保底收入和提点情况.....	16
图表 22	免税业务拆分模拟.....	16
图表 23	净利润高速增长.....	17
图表 24	净利率提升明显.....	17
图表 25	资本开支同比.....	18
图表 26	资本开支占营收比.....	18
图表 27	资本开支细项.....	18
图表 28	资本开支预计.....	18
图表 29	其他收益占利润比.....	19
图表 30	分红率.....	19
图表 31	股息率.....	19
图表 32	股价复盘.....	20
图表 33	上市 16 年，仅 4 年负收益.....	21

图表 34	股价涨跌幅与财务、估值比较	21
图表 35	泰国机场和上海机场走势	22
图表 36	泰国机场业务分拆	23
图表 37	机场免税需求链条	23
图表 38	三亚海棠湾免税销售额增速	24
图表 39	上海机场免税业务	24
图表 40	欧莱雅区域结构	25
图表 41	欧莱雅区域增速	25
图表 42	人均 GDP	25
图表 43	人均化妆品	25
图表 44	日上上海价格优势明显（标红项目为在区域的免税店价格最低）	26
图表 45	回流规模测算	26
图表 46	国内免税格局	26
图表 47	上海机场免税预测	28
图表 48	上海机场与泰国机场比较	28
图表 49	2019 年联邦快递各分部业务收入占比	30
图表 50	2019 年联邦快递各分部业务营业利润率	30
图表 51	联邦快递各业务明细	30
图表 52	营业利润率	31
图表 53	公司各项成本结构	31
图表 54	公司各项成本占比	31
图表 55	Express 部门成本结构	32
图表 56	Ground 部门成本结构	32
图表 57	业务量	32
图表 58	单票价格	33
图表 59	Ground 业务单票营业利润	33
图表 60	Express 业务单票营业利润	34
图表 61	联邦快递与标普 500 走势图	34
图表 62	单票营业利润变化	35
图表 63	联邦快递估值变化	35
图表 64	顺丰收入结构	36
图表 65	顺丰收入增速	36
图表 66	上市公司业务量增速（17 年 10 月-19 年 9 月）	37
图表 67	顺丰单票收入月度情况（17 年 10 月-19 年 9 月）	38

图表 68	客单价与物流总成本及商品毛利率的敏感性测试	38
图表 69	使用顺丰快递的典型高货值品类、品牌列表	39
图表 70	使用顺丰快递的典型高端定位品牌列表	39
图表 71	非高货值、非高端定位商品使用顺丰的原因分析	40
图表 72	顺丰中高端电商件与特惠电商件的需求特征分析	40
图表 73	我国主要机场 18 年货运吞吐量及鄂州 2030 年规划量比较 (万吨)	41
图表 74	鄂州机场投资结构	41
图表 75	公司分区域收入分布 (2018 年, 单位: 亿元)	42
图表 76	鄂州机场对公司经营影响	42
图表 77	美国快递业客户群以非零售业务为主	43
图表 78	中国快递业客户群以线上零售业为主	43
图表 79	鄂州机场毗邻武汉“光谷”	43
图表 80	公司毛利率与扣非归属净利率变化 (2017Q1-2019Q3)	44
图表 81	美国航司和三大航最高利润 (扣汇) 比较	45
图表 82	东航、达美机队对比	45
图表 83	机龄比较	45
图表 84	达美东航单机营收对比 (单位: 百万元)	46
图表 85	达美东航单机营收差距分布 (示意图)	46
图表 86	达美东航客公里收益对比	46
图表 87	客座率比较	46
图表 88	亚特兰大机场各航司份额	47
图表 89	达美航空在亚特兰大机场份额变化	47
图表 90	美国四大航座英里收益变化 (干线口径, 美分)	47
图表 91	行业旅客增速	48
图表 92	行业客座率	48
图表 93	行业国内旅客增速	49
图表 94	行业国际旅客增速	49
图表 95	行业旅客增速 2010-2019	49
图表 96	国内旅客增速	49
图表 97	国际旅客增速	49
图表 98	三大航 PB 估值	50

一、海外经验、本土实践

2017 年起，我们的投资策略始终围绕一个主题：如何在更加激烈、开放的竞争环境中，寻找尽可能摆脱波动性，展现自身盈利稳定、确定的公司，从而穿越周期。

从最初重视核心资源到 2019 年年度策略提出**护城河策略框架：需求潜力定行业，护城河要素选公司**；中期策略进一步提出消费视角看交运，正值潜力释放期。

我们认为需求潜力带来韧性，可以帮助行业平稳度过或可迅速、率先摆脱经济低谷，并实现长期增长；

对于护城河要素，我们认为包括品牌、区位、转换成本以及低成本（成本优势）等，但需要加上强化因子，即：品牌需要有渠道完备性、区位需要具备排他性、成本优势需要竞争格局的稳定。

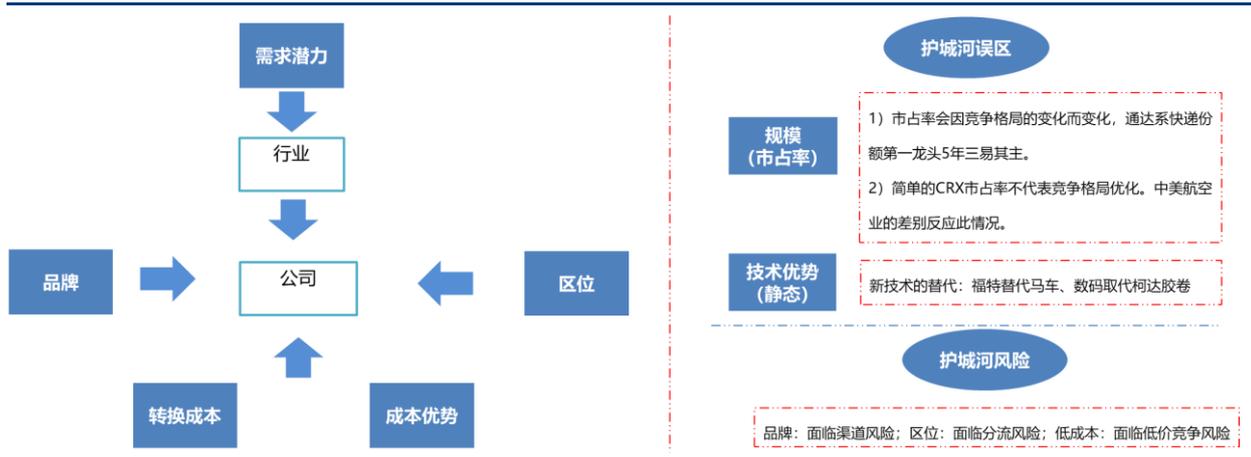
从上述角度，我们综合筛选出**机场、快递、航空**三个景气向上的子行业。

在本次 2020 年度策略中，我们希望从**海外经验看本土实践**，两个维度：

其一是海外明星公司的商业模式及发展历程对国内公司的借鉴，

其二是海外资本市场在各阶段对明星股的反馈，希望能对国内市场投资带来参考。

图表 1 交运护城河策略框架



资料来源：华创证券

图表 2 护城河要素

	品牌	区位	转换成本	成本优势
强化因子	具有渠道完备性	具有排他性		竞争格局稳定，差异化赛道清晰
航空		航线时刻资源的稀缺价值	黄金时刻的溢价 常旅客会员体系	
机场		独享的区位优势		
通达系快递整体				性价比是核心竞争力 成本优势正在使得行业向龙头集中
顺丰控股	快、准时、安全，口碑带来溢价	(鄂州机场投产后将具备区位优势，同时在需要满足时效的市场中保持绝对领先，客户黏性提升)		
春秋航空				低成本、高客座率

资料来源：华创证券

附：

《交通运输行业 2019 年度投资策略：再论护城河：辨真伪，识危、机；需求潜力定行业，护城河要素选公司》作为开篇，此后我们连续发布了护城河三大系列报告：

机场系列：颜值经济黄金时代受益者，免税红利加速释放期

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

2019/1 外资为何青睐机场板块？——全球视野下的中国机场配置价值分析

2019/4 **上海机场**深度：超级枢纽价值凸显，免税红利未完待续，外资青睐标的 2019/5 **白云机场**深度：传统机场投资时点与免税红利加速释放期共振，首次覆盖给予“推荐”评级

2019/6 机场免税红利再探讨：“颜值经济”黄金时代受益者

2019/8 粤港澳机场群格局推演：料白云扶摇直上，深圳鹏程万里

2019/11 **上海机场**深度：复盘泰国机场十年 40 倍涨幅之路；上海机场优质赛道、管理溢价，仍有估值提升空间

航空系列：需求潜力筑长期增长基础，供给过快或告一段落

2018/11 需求潜力为依托，区位（航线时刻）构筑护城河

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

2019/4 **东方航空**深度：混改先锋，锐意进取，厚积而薄发，启航正当时

2019/5 **春秋航空**深度：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

2019/7 **吉祥航空**深度：跨出舒适圈，拥抱大未来

快递系列：龙头集中将尽享电商红利，天量时代待格局优化

2018/12 城头变换大王旗，成本品质定乾坤——复盘通达系快递

2019/2 电商快递再探讨：“价格战的边界”与“通达系”的空间

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

2019/6 快递行业猜想：破局者“阿里”？能否求得最优解？

2019/7 电商快递探讨：量变到质变的三维度

2019/10 **顺丰控股**深度研究：复盘联邦快递，探索顺丰棋局

二、复盘泰国机场十年 40 倍，上海机场市值具备提升空间

泰国机场（AOT），在泰国证券交易所上市，目前市值达到约 2300 亿，是世界上市值最大的机场上市公司。公司 2004 年上市，近 10 年走出了 40 倍涨幅之路，成为明星标的，我们对其进行全方位复盘，以发掘内在动因。

（一）国资+外资锁定的泰国核心资产

1、国资持股 75%，外资持股约 15%，合计约 90%

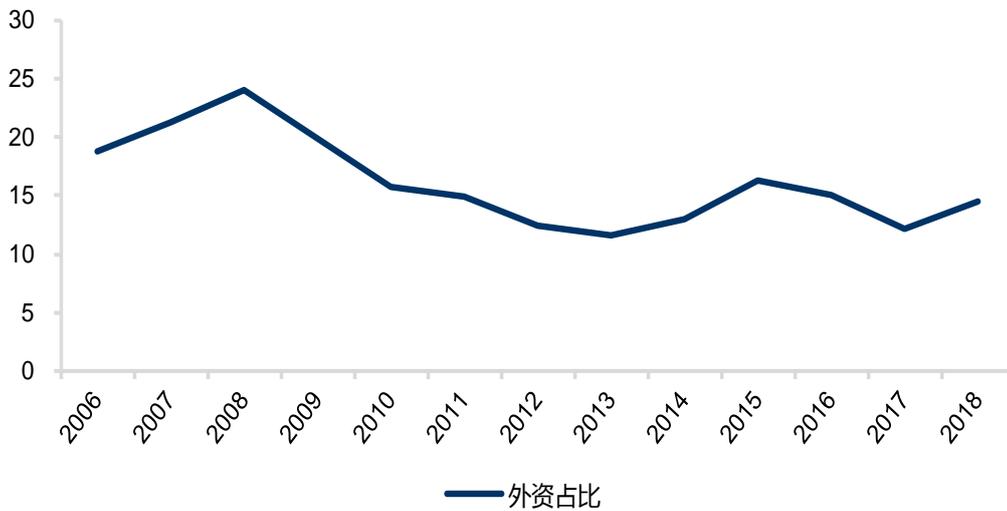
国资持股 75%：泰国机场（大众）有限公司（AOT），前身是泰国机场管理局，2002 年公司化，2004 年初在泰国上市，控股股东为泰国财政部（持股 70%），泰国国资合计占比 75.4%，其他前十大股东基本为外资。

外资持股变化：上市后外资即大量流入，2008 年顶峰接近 24%。泰国政府 2007 年修订外商投资相关法规，对外资持股等方面进行了一定限制，同时 2008 年金融危机后外资大量撤离泰国股市，目前预计稳定在 15% 左右（公司仅披露 06-14 年外资占比）。

图表 3 泰国机场股东结构

股东	持股数量 (亿)	占比
1 泰国财政部	100.00	70.0%
2 Thai NVDR Company Limited (泰交所下属)	6.11	4.3%
3 东南亚英国(代理人)有限公司	4.06	2.8%
4 道富(欧洲)有限公司	2.83	2.0%
5 社会保险办公室	1.61	1.1%
6 大通(代理人)有限公司	1.28	0.9%
7 美国纽约银行梅隆(代理人)有限公司	0.79	0.6%
8 汇丰新加坡(代理人)私人有限公司	0.75	0.5%
9 美国纽约银行梅隆公司	0.73	0.5%
10 美国道富银行及信托公司	0.69	0.5%
11 其他持股人	23.98	16.8%
合计	142.86	100.0%

资料来源：公司年报，华创证券

图表 4 外资持股比例变化（15-18 年为测算值）


资料来源：公司年报，华创证券

2、下辖六家机场，几乎垄断旅客出入口，是泰国核心资产

1) 下辖六家机场

公司经营泰国境内六家国际机场，分别为：曼谷两大国际机场（素万那普机场，廊曼机场）以及四个区域国际机场（普吉、清迈、合艾和清莱）。

图表 5 泰国机场发展脉络

时间	事件
1911	廊曼机场开建，并于 1914 年 3 月 8 日首飞，当时由泰国陆军航空分部负责机场运营。
1955	廊曼国际机场的名字被正式改为“曼谷国际机场”，并受泰国皇家空军监管。
1979	国民议会颁布《泰国机场管理局法》，泰国机场管理局（AAT）成为机场法定运营方。
1988	泰国民航局（CAAT）陆续将 4 个区域国际机场移交机场管理局负责： 清迈国际机场（1988 年 3 月 1 日移交）、 合艾国际机场（1988 年 8 月 26 日移交）、 普吉国际机场（1988 年 10 月 8 日移交）、 清莱国际机场（1998 年 10 月 2 日移交）
2002	机场管理局于 2002 年公司化，命名为泰国机场（公共）有限公司（AOT）名义运营。
2006	曼谷素万那普机场于 2001 年 12 月动工，2006 年 9 月 28 日启用。

资料来源：公司公告，Bloomberg

目前公司 6 个机场，合计航站楼 7 座，跑道 8 条，分别为：

素万那普机场：航站楼 1 座，2 条宽距跑道；

廊曼机场：航站楼 2 座 T1（国际航班）/T2（国内航班），2 条窄距跑道；

普吉、清迈、合艾、清莱机场均为 1 座航站楼+1 条跑道。

图表 6 泰国机场集团 6 大机场分布

	航站楼	跑道	起降架次(万)	旅客吞吐量(万)	其中国际旅客	国际旅客占比
曼谷素万那普机场	1	2	36.4	6,281.5	5,115.4	81%
曼谷廊曼机场	2	2	27.0	4,056.0	1,583.0	39%
普吉机场	1	1	11.6	1,826.1	1,039.8	57%
清迈机场	1	1	7.6	1,080.9	254.3	24%
合艾机场	1	1	2.9	426.6	34.7	8%
清莱机场	1	1	2.0	280.5	21.5	8%
合计	7	8	87.5	13,951.5	8,048.7	58%

资料来源：公司公告，华创证券

2) 机场集团资产几乎垄断泰国出入境游客，是泰国最核心资产

旅游业泰国支柱产业：

20 世纪 80 年代泰国旅游业开始进入黄金期，稳居创汇收入行业第一位，旅游业就业人口占劳动力总数的 10% 以上。

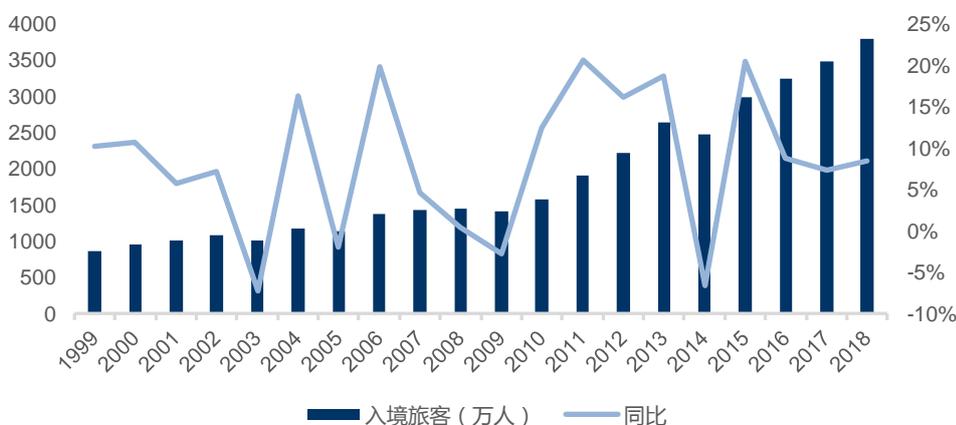
根据彭博新闻社统计数据：2018 年泰国旅游业收入超过 570 亿美元，赶超日本，位居亚洲国家排名第一，全世界第 4 名。1-3 名分别为美国（2110 亿美元）、西班牙（680 亿美元）、法国（610 亿美元）。

2018 年，入境泰国的外国游客再创历史新高，达到 3800 万人次，其中中国大陆旅游突破 1000 万人次，近十年入境旅客复合增速达到 11.6%。此外泰国出境旅客人数预计约 700-800 万人次。

泰国机场集团下属公司几乎垄断出入境流量：

简单测算（假设出入境人数在机场计两次吞吐），以泰国机场集团下属机场合计 8000 万国际航线旅客吞吐来看，占据泰国出入境游客的 86%，因此泰国机场资产是泰国核心支柱产业旅游业最重要的载体之一，与旅游业的发展一脉相承，故为泰国核心资产。

图表 7 泰国入境旅客增速



资料来源：Wind，华创证券

通过比较，我们发现，泰国机场的旅客增速与泰国入境旅客增速趋势基本一致，从披露国际航线旅客增速的 10 年（素万那普 06 年投产）里，13 年以来完全一致，18 年吞吐量增速略高于入境游。

图表 8 入境旅客与整体机场旅客增速比较


资料来源: Wind, 华创证券

图表 9 入境旅客与国际航线旅客增速


资料来源: 公司公告, 华创证券

(二) 经营数据分析: 韧性足, 总体保持较快增长

1、曼谷两场为公司核心资产

集团旅客吞吐量 1.4 亿人次, 其中国际旅客占比为 58%。2018 年 6 家机场合计起降架次 87.50 万架次, 同比增长 6.24%, 旅客吞吐量 1.395 亿人, 同比增长 7.99%。其中国际旅客 8048.95 万人, 同比增长 10.96%, 占比 57.69%, 国内旅客 5902.90 万人, 同比增长 4.18%。

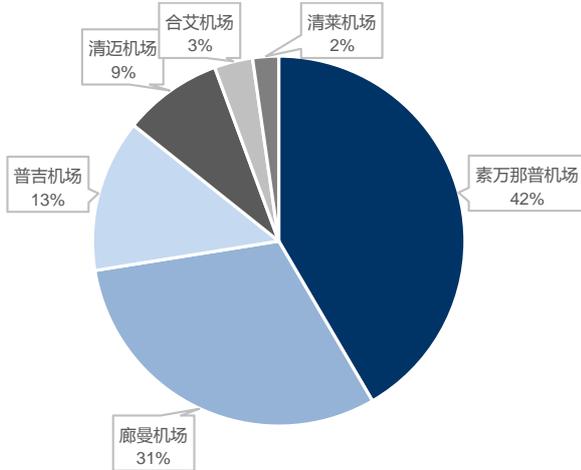
曼谷两大机场素万那普与廊曼是核心资产。合计占公司 72.5% 的起降架次以及 74% 的旅客人数, 更为重要的是, 占据了国际旅客的 83.2%。

其中素万那普机场起降 36.40 万, 旅客吞吐量 6281.46 万人次, 占全公司比重分别为 41.6% 和 45%, 国际旅客 5115.44 万, 占比达到 81%, 同时占公司国际旅客比重 63.6%。素万那普机场为集团最重要机场。

廊曼机场, 起降架次 27 万, 旅客吞吐量 4056 万, 占公司比重分别为 30.9% 及 29.1%, 其中国际旅客 1583 万, 占比 19.7%, 为公司第二大机场。

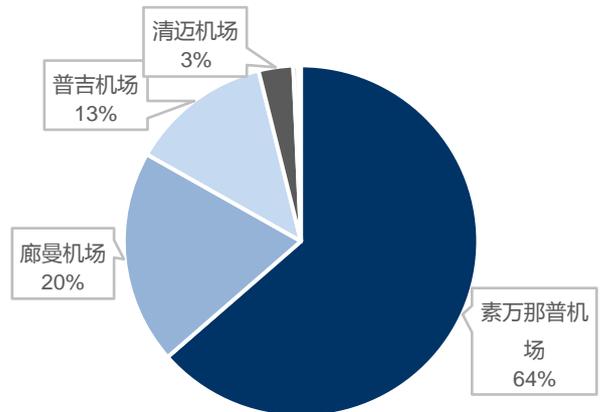
注: 06 年素万那普机场启用后, 廊曼曾部分停用, 2012 年, 泰国政府将所有低成本航空的非经停航班迁往廊曼机场, 帮助缓解素万那普机场的压力, 16 年进一步启用廊曼 T2 航站楼。

图表 10 各机场旅客吞吐量占比



资料来源：公司年报，华创证券

图表 11 各机场国际旅客吞吐量占比



资料来源：公司年报，华创证券

2、韧性足，总体保持较快增长

旅客吞吐量保持较快增速。公司 1996 年以来旅客吞吐量复合增速 7.1%，2004 年上市以来增速 8.4%，近 10 年复合增速 12.1%。

四次旅客增速为负均为重大环境变化所致：

98 年亚洲金融危机（-2.51%）、02-03 年非典（-0.56%、-4.75%）、08 年金融危机（2009 年下滑 14.1%）。此外，2014 年泰国政治危机导致当年旅客增速降至 1.7%。

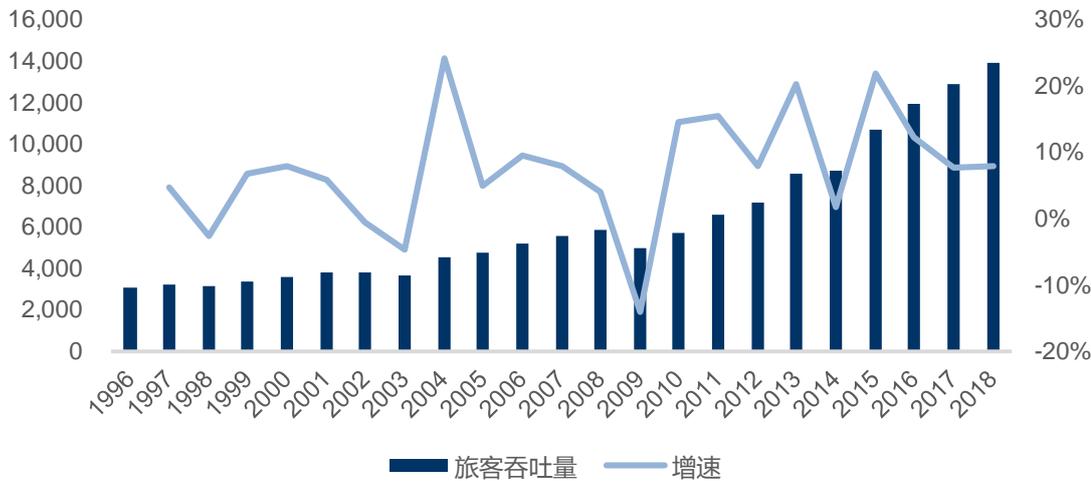
泰国旅游韧性十足：

非典之后，04 年增速 24%；金融危机后，10-11 年连续两年超 15%；14 年政治危机后 15 年增速 22%。

国际旅客占比处于高位：近十年，泰国机场国际旅客占比维持在 60% 附近的高位，14 年政治危机后由此前的均值 63% 降至 57%。

整体而言：我们认为泰国机场是一个易受外部环境影响的机场，而国内局势的不确定性也会造成干扰，但整体泰国旅游处于景气阶段，泰国机场经营数据的韧性十足。

图表 12 旅客吞吐量增速



资料来源：公司年报，华创证券

图表 13 国际旅客吞吐量增速及占比



资料来源：公司年报，华创证券

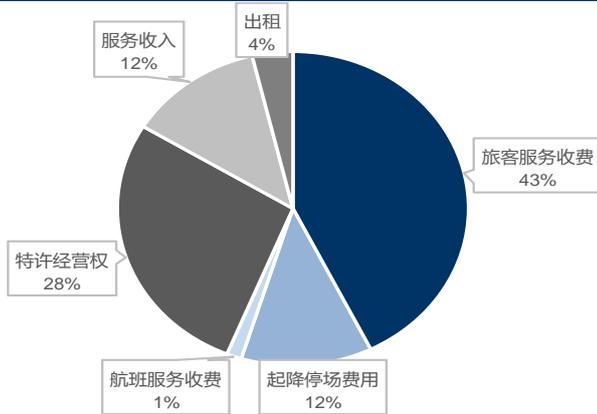
(三) 利润表分析：收入与流量趋势一致，成本优势推动利润增速更快

1、收入结构：非航收入占比 44%，近十年复合增速 12.7%，与业务量增速基本一致

2018 年公司收入 128.54 亿人民币，其中航空性业务（旅客服务费，起降停场费，航班服务费）72.2 亿元人民币，占比 56%；非航业务（特许经营权收入、服务收入以及办公室和物业租赁）56.38 亿元，占比 44%。

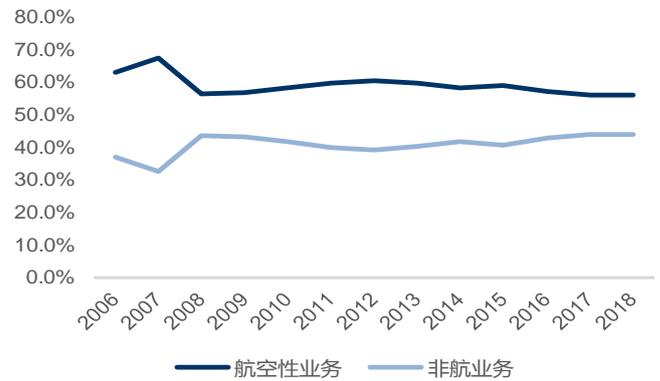
各业务占比：06 年素万那普机场启用后，非航业务占比由此前 35% 左右提高至接近 45%，其中特许经营权收入占比提升最快，由 09 年 21.9% 提升至 18 年 27.6%。

图表 14 泰国机场各项收入占比



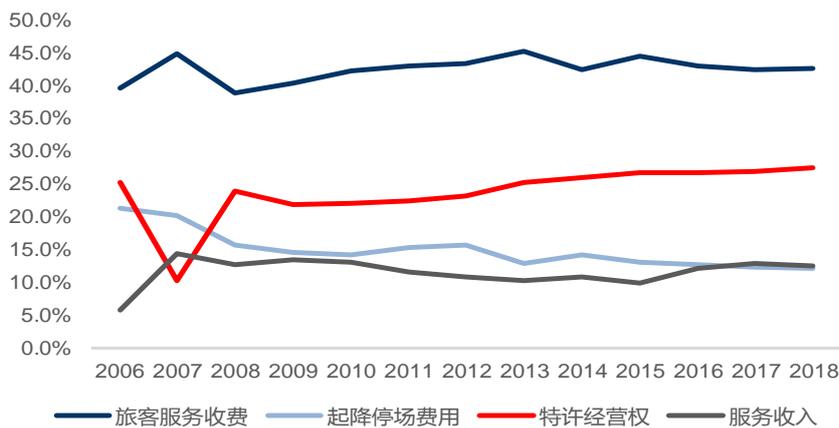
资料来源：公司年报，华创证券

图表 15 泰国机场航空性业务与非航业务占比



资料来源：公司年报，华创证券

图表 16 公司各项收入比重



资料来源：公司公告，华创证券

公司收入增速与旅客吞吐量趋势基本一致,近 10 年复合增速 12.7%,其中航空性业务增速 12.6%,非航业务增速 12.9%

航空性业务增速与业务量增速接近:

旅客服务收费十年复合增速 12.9%，对应公司总旅客吞吐量 12.1%；

起降停车场费用复合增速 9.9%，对应起降架次增速 10.8%。

非航收入中特许经营权收入复合增速 15.1%，为各项业务收入中增速最快，快于业务量增速，主要得益于免税等业务高速增长。服务收入复合增速 11.3%，办公室和物业出租增速 3.3%。

图表 17 泰国机场主要收入占比


资料来源：公司年报，华创证券

图表 18 泰国机场各项收入增速


资料来源：公司年报，华创证券

2、免税运营商主要为王权免税店，模拟测算免税销售额增速更多由客流量推动

1) 免税运营商主要为王权免税店，新合同带来新增受益

过去：王权免税店给予机场扣点明显低于国际机场平均水平。2002 年公司化以来，主要免税特许经营商即为泰国王权国际集团，初期免税扣点仅为 15%，近年逐步提升至 2018 年为 20%，但仍远低于同等级国际机场平均扣点水平。

新合同：扣点未提升，保底租金大幅提升。

19 年 2 月，公司决定将旗下 4 个机场（素万那普、合艾、清迈、普吉）共 20000 平米免税零售空间打包招标，但同时各个机场的商业活动独立。

4 月公司最终决定将素万那普机场免税店独家经营权分拆出来 1 张牌照竞标，而将合艾、清迈、普吉三个机场打包竞标。同时公司备注要求最终合约必须确保 AOT 收益不低于目前水平。

a) 王权免税店锁定未来 10 年：19 年 5 月底，公司宣布泰国王权免税成功中标素万那普未来 10 年独家经营权（2020 年起），6 月，公司宣布合艾、清迈和普吉三大地区机场免税店招标结果，王权再度以绝对优势得标。

b) 扣点虽未提升，保底租金大幅提高。

披露部分首年最低保证金 235 亿泰铢（55 亿人民币，含素万那普机场免税/含税+三家地区机场免税），18 年公司全部特许经营权收入为 167 亿泰铢（35 亿人民币，除新合同包括内容外，还包括廊曼机场免税/含税及全部 4 家地区机场含税收入）。

因此预计同口径下，合同保底租金相比老合同当前租金提高 1 倍以上，意味着在销售额没有明显增长下，王权集团实际给到机场的扣点率超过 40%（两者取其高），与主流国际机场一致。

c) 2019 年 9 月下旬，公司宣布廊曼机场免税店特许经营权竞标将于 10 月启动，随后 12 月份对免税取货柜台经营权举行竞标。（现合同廊曼机场免税店分布在 2 个航站楼，占地面积 4000 平米，由王权经营，合同将于 2022 年 9 月结束）。

图表 19 泰国机场各机场免税扣点

	2007	2013	2014	2015	2016	2017	2018
素万那普	15%	15%	16%	17%	18%	19%	20%
廊曼	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
其他区域机场	15%	15%	16%	17%	18%	19%	20%

资料来源：公司年报，华创证券

图表 20 新合同与 18 年实际经营比较

机场	新合同披露部分 (年保底租金)				2018 年实际经营	
	免税	有税	免税	有税	免税	有税
素万那普	√	√	36	13.6	√	√
廊曼					√	√
普吉	√		5.4		√	√
清迈	√				√	√
合艾	√				√	√
合计	55亿人民币				35亿人民币	

资料来源：公司年报，公司公告，华创证券

图表 21 新合同公司保底收入和提点情况

	当前扣点	新扣点	首年最低保证金 (十亿泰铢)	新合同期间
素万那普免税	20%	20%	15.4	2020 年 9 月 28 日-2031 年 3 月 31 日
清迈/普吉/合艾免税	20%	20%	2.3	2020 年 9 月 28 日-2031 年 3 月 31 日
素万那普含税商业	15%	15%	5.8	2020 年 9 月 28 日-2031 年 3 月 31 日
合计			23.5	

资料来源：公司公告，Bloomberg

2) 模拟测算免税销售额增速更多由客流量推动

公司未拆分免税与含税收入，据王权新合同（免税租金占比 72%），我们模拟测算免税业务情况：2018 年约 128 亿，略高于浦东机场销售额；而不同的是，其免税销售额增速更多由国际旅客增速来推动。测算泰国机场人均免税贡献约 140-160 元之间，基本保持稳定状态，为上海浦东机场的一半左右。

图表 22 免税业务拆分模拟

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
特许经营收入	12.88	9.56	11.58	13.17	14.43	18.10	18.60	20.52	26.18	29.44	35.48
增速		-25.8%	21.2%	13.7%	9.5%	25.4%	2.8%	10.3%	27.6%	12.5%	20.5%
假设免税收入占比	67%	67%	67%	67%	67%	67%	68%	69%	70%	71%	72%
免税收入	9.27	6.88	8.34	9.48	10.39	13.03	13.39	14.77	18.85	21.20	25.55
扣点	15%	15%	15%	15%	15%	15%	16%	17%	18%	19%	20%
免税销售额	61.82	45.89	55.60	63.23	69.27	86.86	83.68	86.90	104.71	111.58	127.73
增速		-25.8%	21.2%	13.7%	9.5%	25.4%	-3.7%	3.8%	20.5%	6.6%	14.5%
国际旅客	3,684	3,061	3,928	4,211	4,432	5,426	5,120	6,134	6,807	7,254	8,049
增速		-16.9%	28.3%	7.2%	5.2%	22.4%	-5.7%	19.8%	11.0%	6.6%	11.0%
人均贡献	168	150	142	150	156	160	163	142	154	154	159
同比		-10.7%	-5.6%	6.1%	4.1%	2.4%	2.1%	-13.3%	8.6%	0.0%	3.2%

资料来源：公司年报，华创证券测算

3、利润：明显超过收入增速

2018 年公司利润 53.44 亿元，同比增长 29.5%，净利率水平 42%。上市以来收入增长 348%，利润增长 446%，利润增速明显超过收入。反应公司收入端特别是特许经营权等高毛利业务快速增长，以及成本端支出增速克制。

复合增速快：04 年上市以来利润复合增速 12.9%，超过收入复合增速 11.3%，近十年利润复合增速高达 49.2%，远超收入增速的 12.7%，近 5 年复合增速依旧高达 23.1%。

利润剧烈波动年份：

下滑年份：

2007 年利润下滑 89%（下降 20 亿），系因素万那普机场投产后新增巨额折旧（约 15 亿）以及相关成本费用；

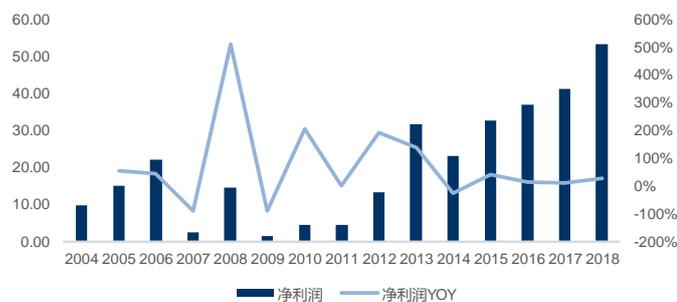
2009 年利润下滑 90%，系因金融危机后旅客量出现明显下滑，当年收入下降 18%，而机场产能仍在爬坡中；

2014 年政治危机后利润下滑 27%；

注：2008 年金融危机下，公司因获取法律补偿金致当年盈利，扣除该部分，当年为亏损。

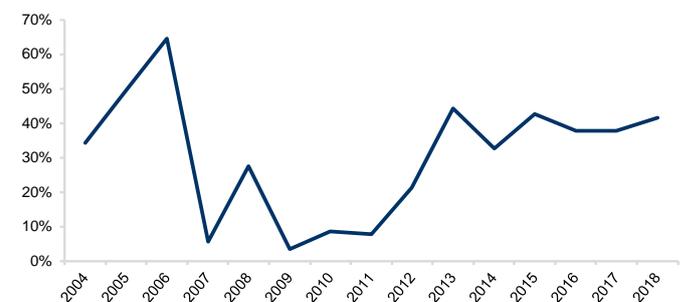
上涨年份：2010 年，大幅下滑后的强劲反弹增速；2012-13 年连续两年增速翻倍以上，来自于廊曼机场国际线规模重启后旅客流量与收入增速提升。

图表 23 净利润高速增长



资料来源：公司公告，华创证券

图表 24 净利率提升明显



资料来源：公司公告，华创证券

4、分红、资本开支及其他

1) 资本开支：极度克制，但即将迎来新一轮开支周期

过往极度克制的开支：公司在 2006 年投产素万那普机场外，长达十多年时间内没有进行过大规模资本开支，这也使得公司成本增速明显低于收入增速。

但当前为新一轮资本开支高峰期：各机场资本开支合计 476 亿人民币，改扩建如期完成后公司产能将由现在 1 亿提升至 1.8 亿吞吐量左右。

图表 25 资本开支同比



资料来源：公司公告，华创证券

图表 26 资本开支占营收比



资料来源：公司公告，华创证券

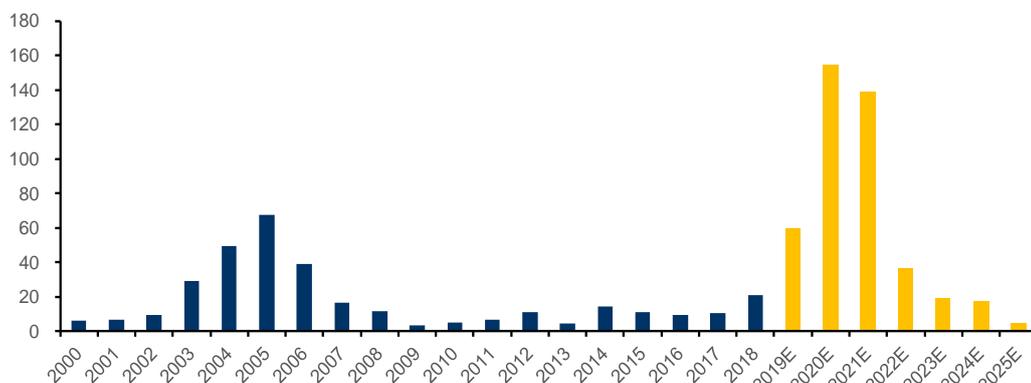
图表 27 资本开支细项

	设计吞吐量	当前吞吐量	扩建预算	扩建后吞吐量	提升比例	扩建周期
素万那普	4500	6281	295	9,000	100%	至2021年
廊曼	3000	4056	82	4000	33%	至2024年
普吉	1250	1826	28	1800	44%	至2022年
清迈	800	1081	24	1650	106%	至2025年
合艾	255	427	35	1050	312%	2021-2025年
清莱	250	280	12	300	20%	至2022年
合计	10055	13952	476	17800	77%	

资料来源：公司公告，华创证券

参考公司规划，我们尝试将总资本开支划分至各年份，则未来几年资本开支测算如下图。从今年开始至 21 年，为最重要的素万那普机场改扩建阶段，相应为资本开支高峰期，之后至 25 年将快速减少。

图表 28 资本开支预计



资料来源：公司公告，华创证券

2) 其他收益：外汇损益波动剧烈

公司其他收益包括外汇损益、利息、资产处置以及其他项目。2018 年其他收益 3.4 亿人民币，占利润比 6.4%，2015 年之后维持在 10% 以内的比重。

外汇损益波动剧烈，其他项目相对稳定。公司利息收入稳定在 2-3 亿元之间，但外汇损益波动剧烈，从-4 亿到 9 亿，造成了过去其他收益的大幅波动。其中 2006 年外汇收益 9 亿，占当年利润的 40%，13 年收益 6 亿，占利润 19%；而 09 及 11 年分别亏损 4 亿及 3 亿。

2008 年公司因获得法律诉讼收益约 17 亿元，导致当年利润转正（14.68 亿），扣除该部分为亏损约 3 亿元。

图表 29 其他收益占利润比



资料来源：公司公告，华创证券

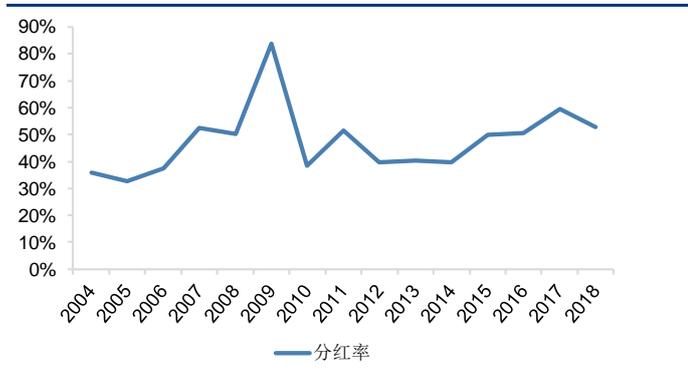
3) 分红保持较高水平

分红保持较高水平：公司近年分红率维持在 50% 左右较高水平。

公司估值近年呈提升趋势：自 10 年之后，公司估值已由 20 倍附近升至 18 年 40 倍附近。（若考虑后续获得确定性保底租金上调，对应 2020 年 33 倍左右）

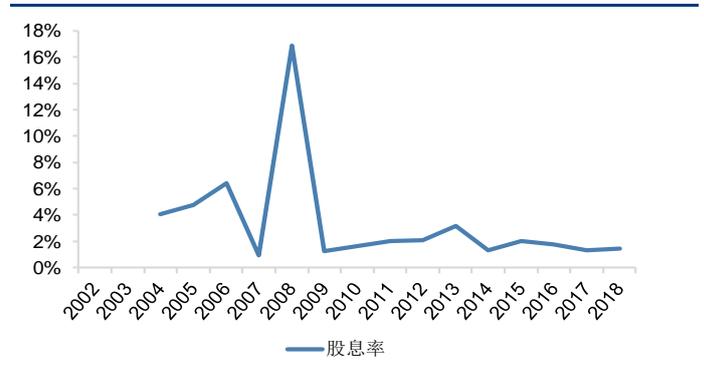
股息率：自上市以来总体呈下行趋势，主要由于公司估值逐步提升。

图表 30 分红率



资料来源：公司公告，Bloomberg

图表 31 股息率



资料来源：公司公告，Bloomberg

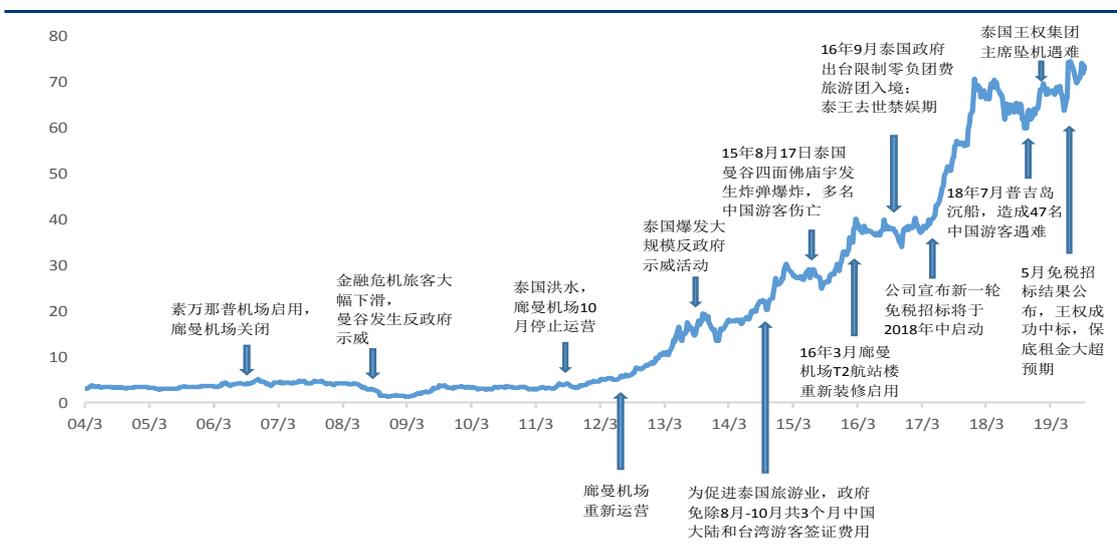
(四) 股价回溯：40 倍涨幅的明星股

泰国机场股价从最低 1.17 泰铢（2008 年 10 月 27 日），最高涨至 75.5 泰铢（2019 年 6 月 24 日），最大涨幅超过 60 倍，市值由最低 170 亿泰铢（35 亿人民币）涨至最高 10786 亿泰铢（2290 亿人民币），成为全球市值第一机场，同时在泰国市场市值位列前五。

以近十年（2008 年 7 月到 2009 年 6 月股价均值 1.94 泰铢）来看，涨幅达到 40 倍。

泰国机场长牛首先基于盈利的高速增长，净利润由 09 年 1.5 亿人民币增长至 18 年 53 亿，增长 34 倍，此外估值由 09-10 年约 20 倍增长至目前近 40 倍，盈利和估值双升。

图表 32 股价复盘



资料来源：公司公告，Bloomberg

1) 上市 16 年，仅 4 年收益为正

上市 16 年间，泰国机场仅 4 年收益为正：

2007-08 年，06 年素万那普机场投产后折旧等成本增加致利润受到影响，以及 08 年金融危机公司客运量增速出现下滑，扣非利润为亏损；

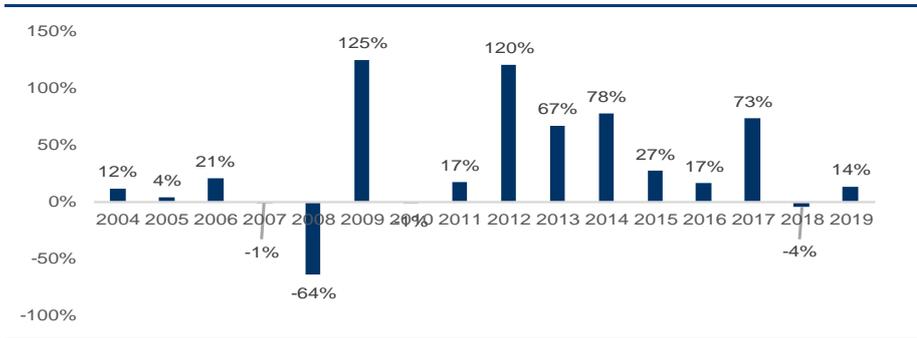
2010 及 18 年均均为大幅上涨后的微幅调整。

2) 市值与估值：

百亿市值以内，利润不稳定，估值波动极大

100-400 亿市值的区间内，扣非估值在 18 倍左右，

400 亿市值朝上，估值也在整体上升，部分体现大市值公司溢价

图表 33 上市 16 年，仅 4 年负收益


资料来源: Bloomberg, 华创证券

图表 34 股价涨跌幅与财务、估值比较

年份	股价涨跌幅	泰国综指	旅客吞吐量增速	收入增速	利润	利润增速	扣非利润	扣非利润增速	PE (年度平均)	PE (扣非)	亿元 (平均市值)	备注
2004	12%	-13%	24.4%		9.8				8.6		85	
2005	4%	7%	4.9%	5.5%	15.1	53.8%	11.0		6.2	8.6	94	
2006	21%	-5%	9.6%	13.0%	22.1	46.4%	10.2	-7%	5.5	11.9	121	
2007	-1%	26%	7.9%	25.3%	2.4	-89.1%	0.2	-98%	56.9	596.5	136	素万那普机场06年投产后新增成本导致利润明显下降
2008	-64%	-48%	4.1%	25.2%	14.7	513.2%	-3.7	-1720%	6.1	-24.2	89	金融危机系统性熊市+当年扣非利润为亏损
2009	125%	63%	-14.1%	-18.4%	1.5	-90.1%	0.3	108%	48.3	242.5	71	
2010	-1%	41%	14.7%	20.5%	4.5	206.5%	1.7	471%	22.7	61.0	101	
2011	17%	-1%	15.5%	11.2%	4.5	1.3%	5.8	249%	22.0	17.2	100	业绩驱动牛市: 09-16年公司业绩快速增长, 收入复合增速13.1%, 成本增速5.4%, 净利润增速60.1%, 净利润实现25倍增长, 市值增长13倍。估值中枢20-24倍。
2012	120%	36%	7.9%	5.8%	13.2	192.5%	9.2	58%	13.0	18.8	172	
2013	67%	-7%	20.4%	15.6%	31.8	140.2%	22.4	144%	12.5	17.7	396	
2014	78%	15%	1.7%	-0.2%	23.2	-26.9%	19.1	-15%	22.9	27.9	533	
2015	27%	-14%	21.9%	7.6%	32.8	40.9%	30.1	58%	21.4	23.3	702	
2016	17%	20%	12.3%	27.4%	37.1	13.4%	33.6	12%	27.5	30.4	1,021	
2017	73%	14%	7.7%	11.9%	41.3	11.2%	37.7	12%	32.9	36.1	1,360	
2018	-4%	-11%	8.0%	17.3%	53.4	29.5%	50.1	33%	37.3	39.8	1,994	估值提升驱动: 17年宣布拟重新免税招标至19年宣布落地, 非航推动估值提升。估值提升至30-40倍。
2019	14%	4%							42.5	48.8	2,269	

资料来源: Bloomberg, 华创证券

3) 2009-16 年: 业绩提升驱动; 2017 年以来: 估值提升为主驱动

2009-2016: 旅客快速增长和克制的资本开支推动业绩持续上行

09-16 年公司业绩快速增长, 公司 09-16 年旅客吞吐量复合增速 13.3%, 收入复合增速 13.1%, 成本增速 5.4%, 净利润增速 60.1%, 净利润实现 26 倍增长。

股价涨幅 18 倍, 即考虑业绩和估值波动, 公司股价上行几乎全部由业绩增长带来。

也得益于公司成本端严格管控。

09-16 年公司运营成本、工资薪酬、折旧摊销、国有资产租赁和维修维护 5 项成本复合增速仅为 5.4%, 远低于营收增速 13.1%, 带动公司毛利率由 13.8% 增长至 47.3%。

分项成本中, 运营成本复合增速 9.1%, 工资薪酬 8.8%, 折旧摊销-3.0%, 国有资产租赁 14.7%, 维修维护 10.7%, 即折旧摊销大幅节省, 对于成本节约贡献最大。

折旧摊销节省与公司同期极低的资本开支密切相关。自 06 年素万那普机场启用至今, 公司始终没有重大资本开支, 资本开支占营收比重由 05 年最高的 223%, 降至目前 10-20%。

这一阶段 AOT 市值快速增长主要得益于业绩增长, 估值基本维持在 20-30 倍附近。

2017 年以来：非航业绩（预期）带动估值提升推动上行

17 年年初至今，AOT 股价涨幅接近翻倍，而同期泰国综合指数涨幅 10%，AOT 显著超越市场。我们认为主要由于非航业务及预期驱动，及估值提升较大带来。

17 年之后，公司旅客吞吐增速趋于平缓，17-18 年分别增长 7.73% 和 7.99%，国际旅客分别增长 6.6% 和 11.0%，均远低于 09-16 年增速。

同时业绩放缓也较为明显。收入端公司 17-18 年收入增速分别为 7.7%、10.3%，其中航空性收入 5.6%、10.3%，非航空性收入 10.6%、10.3%，成本增速 8.1%、2.5%，净利润增速 7.1%、21.7%。18 年净利润相比 16 年仅增长 30%，同期年底估值由 28.6 倍涨至 36.5 倍，涨幅接近 30%，二者共同贡献股价 70% 涨幅，即该阶段业绩和估值对股价贡献基本相等。

观察泰国机场和上海机场走势，17 年行情启动点和之后走势非常相似，考虑上机和泰国机场均为外资重仓股，我们认为二者上涨依赖于同样的逻辑，即免税业务驱动。

图表 35 泰国机场和上海机场走势



资料来源：Bloomberg，华创证券

总结：

优质核心资产属性：泰国机场集团持有泰国最优质的机场资产，曼谷、普吉、清迈等，处于机场的垄断地位，同时在旅游产业为支柱产业的泰国是最核心资产，也是泰国股市中市值前五的大企业。

市值的增长分为两阶段：09-16 年业绩驱动的股价上行以及 17 年以来估值提升行情，而与上海机场估值提升逻辑类似：均来自于非航（免税）推动估值提升。

图表 36 泰国机场业务分析

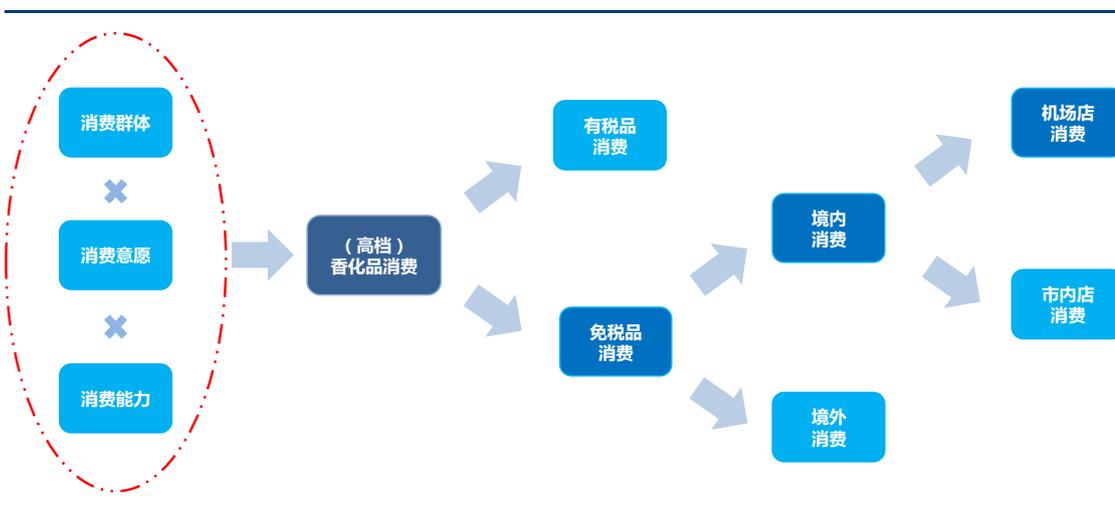
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	10年复合增速	5年复合增速
收入	43.7	52.7	58.6	62.0	71.6	71.5	76.9	97.9	109.6	128.5	13%	16%
增速		20%	11%	6%	16%	0%	8%	27%	12%	17%		
航空性收入	24.8	30.7	35.1	37.6	42.8	41.6	45.5	56.1	61.5	72.2	13%	15%
增速		24%	14%	7%	14%	-3%	9%	23%	10%	17%		
非航收入	18.9	22.0	23.5	24.4	28.9	29.8	31.4	41.9	48.1	56.4	13%	17%
增速		16%	7%	4%	18%	3%	5%	33%	15%	17%		
其中：特许经营权收入	9.6	11.6	13.2	14.4	18.1	18.6	20.5	26.2	29.4	35.5	16%	18%
增速		21%	14%	10%	25%	3%	10%	28%	12%	21%		
非航收入占比	43%	42%	40%	39%	40%	42%	41%	43%	44%	44%		
成本	37.7	43.0	45.0	40.2	42.3	42.4	41.2	51.6	57.9	63.2	6%	11%
增速		14%	5%	-11%	5%	0%	-3%	25%	12%	9%		
其中：折旧摊销	16.1	16.7	16.1	9.5	9.3	10.7	10.8	12.3	11.3	12.0	-3%	3%
增速		4%	-4%	-41%	-2%	16%	1%	14%	-8%	6%		
其中：人工	6.7	8.5	8.5	9.4	10.3	9.5	9.9	11.4	13.0	14.9	9%	12%
增速		28%	0%	11%	10%	-8%	4%	15%	14%	15%		
其他收益	1.2	2.8	-1.3	4.1	9.5	4.2	2.7	3.5	3.6	3.4		
增速		141%	-145%	-423%	132%	-56%	-35%	30%	2%	-5%		
利润	1.5	4.5	4.5	13.2	31.8	23.2	32.8	37.1	41.3	53.4	49%	23%
增速		206%	1%	192%	140%	-27%	41%	13%	11%	29%		
其他收益占利润比	80%	63%	-28%	31%	30%	18%	8%	9%	9%	6%		
旅客	5008	5743	6630	7152	8613	8757	10679	11992	12920	13952	12%	12%
增速		15%	15%	8%	20%	2%	22%	12%	8%	8%		
国际旅客	3061	3928	4211	4432	5426	5120	6134	6807	7254	8049	11%	12%
增速		28%	7%	5%	22%	-6%	20%	11%	7%	11%		
国际旅客占比	61%	68%	64%	62%	63%	58%	57%	57%	56%	58%		
起降架次	35	39	44	48	56	61	71	78	82	87	11%	9%
增速		11%	14%	9%	16%	9%	16%	10%	6%	6%		
免税收入(测算)	6.9	8.3	9.5	10.4	13.0	13.4	14.8	18.8	21.2	25.5	16%	18%
免税销售额	45.9	55.6	63.2	69.3	86.9	83.7	86.9	104.7	111.6	127.7	12%	11%
人均贡献	150	142	150	156	160	163	142	154	154	159		
增速		-6%	6%	4%	2%	2%	-13%	9%	0%	3%		

资料来源：公司年报，华创证券

(五) 国内机场现阶段主逻辑：颜值经济黄金时代受益者

深度报告《机场行业：颜值经济黄金时代受益者》中，我们提出在香化占比接近 80% 的品类设置下，免税销售的源动力核心是对高档香化品的消费需求，并对高档化妆品消费-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。

图表 37 机场免税需求链条



资料来源：华创证券整理

观察 2016-17: 中国高端化妆品-免税销售额大爆发

三亚海棠湾: 离岛免税随额度提升明显刺激销售额

海棠湾免税店 2011 年设立, 2012 年 11 月起额度提升至每人每年累计不超过 8000 元, 16 年 2 月提升至 1.6 万, 2018 年 12 月起进一步提升至 3 万元, 2016-18 年销售额同比增速分别为 25%、28%及 32%, 明显进入提速阶段。

2018 年海棠湾销售额 77.7 亿元, 占全国免税比重的 19.7%。

上海机场免税店(日上浦东): 人均贡献明显提升期

2016-18 年增速分别为 19%、40%、38%, 测算 2019 年前三季度累计免税销售额仍有超过 20%以上的增速。

国际旅客人均贡献明显提升: 2015 年测算约 164 元, 18 年已经达到 298 元, 16-18 年增速分别为 10%、30%及 27%。

2018 年浦东机场免税销售约 112 亿, 占全国免税比重的 28.4%。

图表 38 三亚海棠湾免税销售额增速



资料来源: Wind, 华创证券

图表 39 上海机场免税业务



资料来源: 公司公告, 华创证券

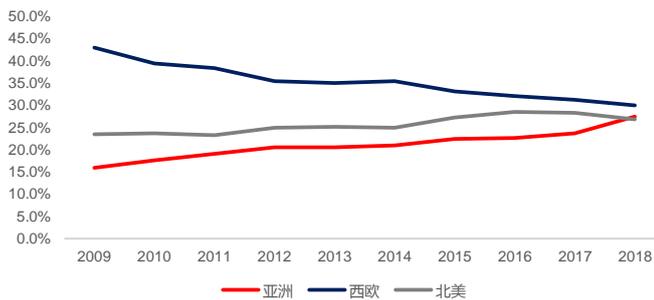
欧莱雅亚太区同样快速增长

产品结构: 2018 年公司销售额 318 亿美元, 其中大众产品占比 45%、高端产品占比 35%, 此外为专业产品及活性化妆品占比共 20%。

区域结构: 北美占比 27%, 西欧占比 29%, 亚洲占比 28% (09 年为 16%)。

增速: 2018 年财年收入增速 8.2%, 分品类看, 高端品增速 15.6%, 大众品增速 3.8%, 16 年开始加速提升。分区域看, 亚洲增速达到 26%最快。

图表 40 欧莱雅区域结构



资料来源: Wind, 华创证券

图表 41 欧莱雅区域增速



资料来源: 公司公告, 华创证券

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。

其一, 人均 GDP 达到了高端化妆品消费爆发点, 参考日本经验, 5000-10000 美元阶段, 化妆品快速增长, 在我国也可得以验证。

其二, 房地产财富效应、棚改货币化效应、人均收入水平提升、减税带来的消费意愿提升, 16Q3 之后消费者信心指数在提升, 而恩格尔系数已经降至 30% 以下。

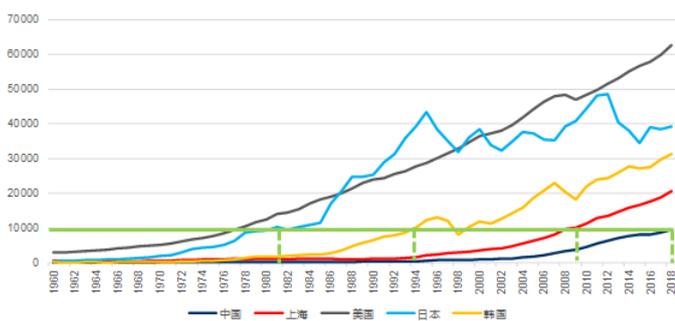
其三, 新经济模式 (粉丝经济+热门 IP+KOL 强势种草, 小红书、抖音短视频等新获取信息的全新渠道与业态), 使得消费出现年龄层, 产品层的跨越式升级。

我们认为, 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。

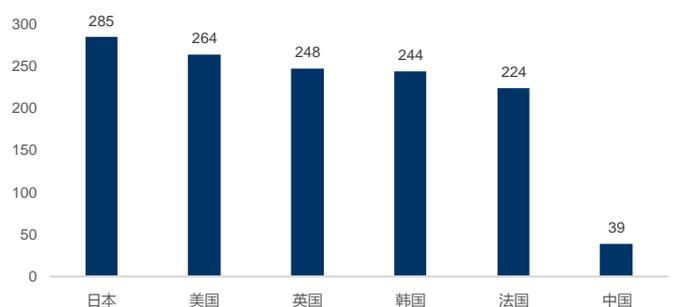
参考日本 70-80 年代的情况以及当前我国人均潜力, 预计颜值经济黄金时代可持续 5-10 年。

图表 42 人均 GDP



资料来源: Wind, 华创证券

图表 43 人均化妆品



资料来源: 公司公告, 华创证券

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

境外 Vs 境内: 境内免税性价比还会进一步显现

从境内免税店的全球比价看, 日上浦东通常有 95 折优惠, 而韩国新罗和乐天得益于较大的销售体量, 经常会有大规模促销, 因此总体价格优势明显, 但浦东机场在相当多热门品类具有价格优势。

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。

图表 44 日上上海价格优势明显（标红项目为在区域的免税店价格最低）

品牌	品类	品名	中国内地			中国香港		韩国		新加坡	泰国	日本	美国	美国
			日上上海	日上北京	三亚海棠湾	莎莎	DFS	新罗	乐天	樟宜机场	KingPower	关西KIX	伦敦机场	ishoppes
迪奥	香水	迪奥小姐喷装EDT100ml	779	820	863		962	744	876					
	彩妆	迪奥烈艳蓝金唇膏	215	226	230		265	224	224			886		692
	彩妆	迪奥恒久钻肌粉底液30ml	342	360			415	375	375			257		
	彩妆	迪奥魅惑润唇膏	208	219	223	175	247	217				241		
MARC JACOBS	香水	MARC JACOBS雏菊花语女士淡香水EDT125ml	551			530	577	369		631	717			671
SK-II	护肤	SK-II护肤精华露330ml(神仙水)	1314	1257	1516	1394	1716	1410	1289		1753	1646		
	护肤	SK-II护肤面膜(前男友面膜)	639	673	813			605	622	742	870	813		
	护肤	SK-II肌因光蕴采钻白精华露50ml(小银瓶)	1085	1142	1199	1218		1035	1035		1294	1287		1232
	护肤	SK-II肌因光蕴祛斑精华露50ml(小灯泡)	971	1022	1106			944	944		1155	839		
雅诗兰黛	护肤	雅诗兰黛ANR特润修护肌透眼霜15ml(小棕瓶)	371	390	385		437	372		421	491	384	351	
	护肤	雅诗兰黛ANR特润修护肌透精华50ml(小棕瓶)	589	620	645	501	732	437	533	836	855		500	623
	彩妆	雅诗兰黛倾慕唇膏魅色系列			227			120	115	250	238			
海蓝之谜	护肤	海蓝之谜全新修护精华液150ml	854	854	880	715	935	863	863		928			934
	护肤	海蓝之谜精华面霜60ml(奇迹面霜)	1776	1869	2146	1544	2030	1546	1343	1201	2457			2024
纪梵希	彩妆	纪梵希轻盈无瑕明星四色散粉12g	327	344	365	388		340	414		458	416		
	彩妆	纪梵希高级定制小羊皮唇膏3.4g(小羊皮)	195	205	219	236	282	244	199	233		250		
娇韵诗	护肤	娇韵诗黄金双瓶双萃焕活修护精华露50ml		643	768		794		620	757	829		492.73	
	护肤	娇韵诗纤柔塑身霜200ml	355	374	429	413	485					436		
	护肤	娇韵诗抚纹身体霜200ml	316	333	429	405		279	247		477		303	353
科颜氏	护肤	科颜氏牛油果眼霜14ml	193	203	222	214	247	154	189	215	255	211		208
	护肤	科颜氏高保湿面霜125ml	332	349	419	325		404	334	382	419	397		346
	护肤	科颜氏金盏花植物爽肤水500ml	335	353	413			353	344	384	493	379		429
兰蔻	护肤	兰蔻精华肌底液100ml(小黑瓶)	839	883	995	840	900	972	972		1307	1198	982	1066
	护肤	兰蔻眼部精华液20ml	406	430	495	395	463		322	576	530	501		457
倩碧	护肤	倩碧紫晶卸妆膏125ml	188	198	212		238	119	119	221	284		186	
	护肤	倩碧匀净卓研淡斑双效精华露50ml	571	601	556	459	635	369	383	577	623		484	

资料来源：公司官网，机场官网，华创证券

境外 Vs 境内：长期看免税回流大势所趋，静态测算空间约 3 倍

1) 我国境内免税销售额仅占全球的 8% 左右。

我们预计 2018 年全球免税销售额约为 5000 亿元，我国免税总销售额为 395 亿，占比 8% 左右。

我们测算内地居民海外免税购物规模在 2000-3000 亿左右，占全球 40%-60%。

2018 年内地居民出境购物消费超过 1200 亿美元，人均消费额约 5500 元。根据中国出境旅行者调查，约 37% 发生在免税店。以此测算内地居民在海外免税店共消费约 3000 亿元，占全球的 60%

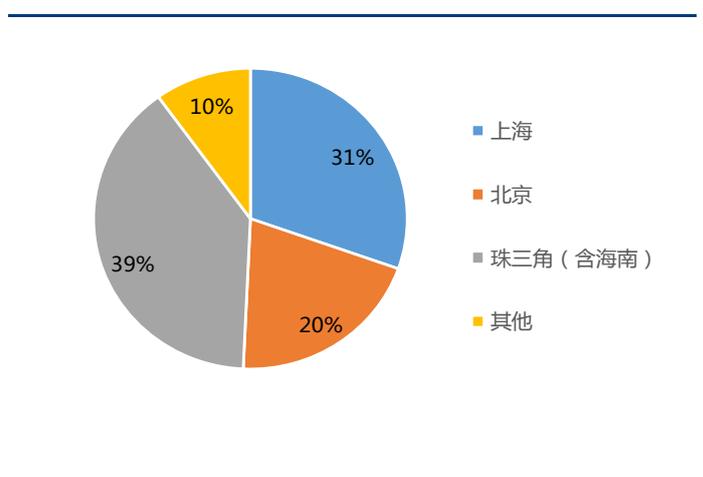
静态看：假设中长期 50% 可以回流，即 1000-1500 亿规模，相当于当前免税市场的 2.5-3.5 倍。

图表 45 回流规模测算

	规模 (亿元)	占全球比重
全球免税销售	5000	
我国境内免税销售	395	8%
我国居民海外免税消费	2000-3000	40%-60%
假设回流	50%	
回流量	1000-1500	
相当于当前	2.5-3.5倍	

资料来源：Wind，华创证券

图表 46 国内免税格局



资料来源：公司公告，华创证券

（六）上海机场：优质赛道，管理溢价，市值具备提升空间

近期导致股价回调的因素在减弱

我们认为近期上海机场股价的部分回调因素来自于对免税增速的预期降低，以及对卫星厅投产后成本增加影响利润的担忧：

其一：Q3 免税增速放缓的扰动因素预计将削弱

测算浦东机场 Q3 免税销售额增速 14% 左右，人均消费额约 346 元，同比 12%，较上半年增速有所放缓，市场对免税预期有所下降，导致了股价的回调。但我们分析认为，Q3 的经营表现存在多重扰动因素：

a) 港台地区航线客流量在 8-9 月下滑近 20% 导致浦东机场 Q3 国际+地区旅客增速仅 2%，免税店客流量增速显著放缓；

b) 多发台风天气（上海、日本等地）导致客流放缓。

但我们观察：地区航线减班+中日航线放量+机场时刻未来或存上调可能

a) 冬春换季后上海-香港航班量下降 4.8%，地区航线占比结构性下降，由此其影响会逐步削弱；

b) 中日航线大规模放量，2020 年东京奥运会或刺激赴日旅游客源增加，从而为浦东机场免税销售带来刺激

c) 浦东机场卫星厅投产后，地面保障能力大幅增加，我们预计或参考白云机场 T2 投产后时刻总量得以提升，浦东机场 2020 年标准容量亦有可能从现在的 76 架次/小时有所提升，

上述因素或减弱当前扰动因素的负面影响，同时对浦东机场尤其 2020 年国际+地区旅客的增速带来新的支撑。

其二：市场担忧的卫星厅投产后的成本增加或更为可控。

此前市场普遍担忧卫星厅投产后带来的成本增加，但三季报中，观察实际在建工程转固规模仅 120 亿左右，明显低于预算值（最初 186 亿，后降至 160 亿）。

整体三期工程的规模可控，即体现公司管理能力：从转固规模来看，三季度末为 200.8 亿，环比 Q2 增加 118 亿，对应在建工程由 93.5 亿降至 3.8 亿，意味着三期工程实际决算在 120 亿左右，可控的资本开支使得公司折旧将低于初期预算，目前测算年折旧摊销约为 6-7 亿。

看好上海机场市值具备提升空间：

1) 维持盈利预测：2019-21 年公司净利润分别为 51、56、67 亿元，对应 PE27.6、25.2 和 21 倍。

2) 看好颜值经济黄金时代可持续 5-10 年；静态测算免税回流空间约 3 倍（1000-1500 亿规模）。

参考海外机场，基于上海机场 2020 年因卫星厅折旧新增成本导致利润增速放缓，2021 年预计重回 20% 增速，给予上海机场一年期目标价，2021 年 27 倍 PE，对应 1800 亿市值，94 元目标价（相当于 2020 年 32 倍 PE），较现价预计 24% 空间，强调“推荐”评级。

3) 看好中长期市值空间：

2025 年，国际旅客保守达到 5600 万（相较 19 年，6 年复合增速 6.2%），人均贡献 600 元（相较 19 年，6 年复合增速 9%），则 2025 年免税销售额可达到 330 亿，公司提成收入 141 亿，该部分贡献利润 105 亿，其他业务贡献利润 15 亿，则上海机场可达到 120 亿利润体量，给予 20-25 倍 PE，价值 2400-3000 亿市值，较当前 66%-106% 空间。

图表 47 上海机场免税预测

免税预测	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
日上浦东销售 (亿元)	81	112	138	167	202	234	267	299	332
yoy	40%	38%	23%	21%	20%	16%	14%	12%	11%
机场免税收入	26	35	55	68	83	99	113	127	141
同比	50.8%	36.3%	58.6%	23.2%	21.7%	20.1%	14.0%	12.0%	11.0%
合同保底数 (2022年起为全口径)						63	69	75	81
合同保底-测算对应销售额						148	161	176	192
旅客人数(万人次)	7,000	7,401	7,677	8,209	8,764	9,185	9,583	9,958	10,394
yoy	6%	5.7%	3.7%	6.9%	6.8%	4.8%	4.3%	3.9%	4.4%
国际+地区旅客人数	3472	3757	3877	4200	4555	4807	5074	5313	5564
yoy	4.4%	8.2%	3.2%	8.3%	8.5%	5.5%	5.6%	4.7%	4.7%
国际+地区旅客占比	49.6%	50.8%	50.5%	51.2%	52.0%	52.3%	52.9%	53.4%	53.5%
人均消费	234	298	356	399	443	487	526	563	596
yoy		27.2%	19.5%	12.0%	11.0%	10.0%	8.0%	7.0%	6.0%

资料来源: 公司官网, 机场官网, 华创证券

附: 上海与泰国机场比较

核心资产属性: 泰国机场略胜于上海。泰国机场集团持有泰国最优质的机场资产, 处于垄断地位, 在以旅游为支柱产业的泰国是最核心资产。

经营环境的稳定性: 上海机场明显超过泰国机场。泰国机场经营环境存在两个不确定性: 其一是泰国的政治环境的不稳定会带来经营的波动; 其二是东南亚国家在金融危机背景下抵御外部的风险也较弱。

公司治理: 各有千秋。泰国机场集团属于极端克制的资本开支动力, 优于国内机场, 但上海机场尽管在资本开支投入期, 但通过管控力以及多元化融资, 实际的压力相比较其他同行更小。

投资收益角度: 上海机场更为稳健,航油、广告等均为较稳定的投资项目, 而泰国机场的外汇损益则是高波动影响。

非航业务: 免税业务上海机场更优。泰国免税品定价相比较浦东日上没有太大的吸引力, 消费群体为全球入境人士, 人均贡献约为上海的一半。

单位成本比较: 泰国具备优势。单位人工成本明显低, 主要由于泰国机场产能过于饱和, 以及总体较低的工资水平; 单位折旧较低主要由于泰国机场固定资产建设较早, 成本更低, 规模更小, 折旧较少。

图表 48 上海机场与泰国机场比较

项目	泰国机场	上海机场	备注
核心枢纽资产	√		旅游业为泰国支柱产业, 泰国机场垄断出入境流量, 相对更强的核心属性
经营环境稳定性		√	过去看, 泰国存在政治环境不稳定性以及对外部金融风险抵抗力偏弱的情况
固定资产投资	√	√	泰国机场过去具有极度克制的资本开支, 但当前属于投资周期; 上海机场成本管控得力, 卫星厅刚投产
单位成本	√		泰国机场的超负荷以及十年未有大规模建设, 叠加人工优势, 单位成本相对更低
非航业务		√	上海机场的免税业务, 从产品性价比以及未来海外消费回流的逻辑上, 空间均大于泰国机场
投资收益		√	上机航油公司、广告业务均为稳健型, 而泰国机场的外汇损益波动较大

资料来源: 华创证券

二、复盘联邦快递三十年最高 50 倍，探索顺丰棋局

联邦快递 FedEx，成立于 70 年代，凭借航空快递弯道超车，成为世界级快递巨头。

2019 财年实现收入 697 亿美元，营业利润 44.66 亿美元，净利 5.4 亿美元（因退休计划福利调整减少约 30 亿美元），按照非美国通用准则调整净利润 41.3 亿美元。

公司最高市值在 2018 年 1 月，700 亿美元；当前最新截止 2019 年 10 月 4 日，市值 373 亿美元。

联邦快递 1980 年到 2019 年股价上涨 28 倍，最高涨幅 50 倍，同期标准 500 指数上涨 20.5 倍，公司显著跑赢指数。

（一）业务结构：Express 与 Ground 构成业务双子星

1、2019 财年，Ground 地面业务营业利润首次超过 Express 部门

公司四项主营业务为 FedEx Express（联邦快递，含 2017 年并购 TNT，提供全球快递服务）、FedEx Ground（联邦地面，提供北美小包裹地面运输）、FedEx Freight（提供北美零担货运等）以及 FedEx service 联邦服务与其他。

收入看：Express 占比约 54%，与 Ground 合计占比 83%。

2019 财年（截止 2019 年 5 月 31 日），联邦快递实现营业收入 696.93 亿美元，同比增长 6.5%，公司四项主营业务 Express、Ground、Freight 以及 Service 等分别实现收入 373.31、205.22、75.82 及 42.58 亿美元，Express 业务收入占比 53.6%，Ground 地面服务收入占比 29.4%，两者合计占比 83% 为核心业务。

营业利润看：Ground 部门业务营业利润首次超过 Express。

2019 财年联邦快递 44.66 亿美元，同比增长 4.5%，Express、Ground、Freight、Service&others 分别实现 21.23、26.4、6.15 及 -9.12 亿美元，Ground 部门业务营业利润首次超过 Express 部门。

营业利润率看：Ground 部门达到 12.9%，为各业务中最高。

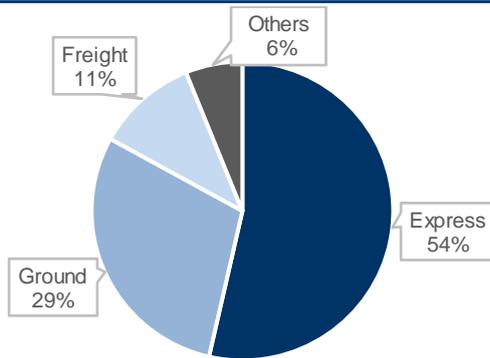
2019 财年整体营业利润率 6.4%，其中 Express、Ground、Freight 营业利润率分别为 5.7%、12.9% 及 6.4%。Ground 部门营业利润率最高。从历史数据看，Express 的营业利润率中枢在 6% 左右，而 Ground 营业利润率中枢约 13%。

经营数据看：Ground 业务量占比 59%，单票价格远低于 Express 部门。

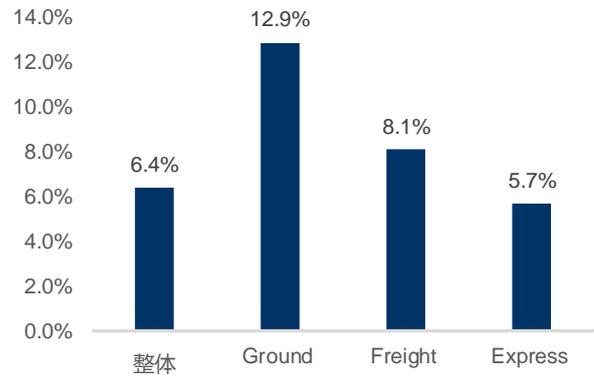
业务量：2019 财年，公司日均包裹量 0.15 亿件，同比增长 5.8%，

其中 Express 部门日均 0.06 亿件，同比增长 3.6%，Ground 部门日均 0.09 亿件，同比增长 7.4%，Ground 部门业务量占比 59%，Express 部门占比 41%。

单票收入：Express 部门平均单票 18.4 美元，同比基本持平，Ground 部门单票价格 8.97 美元，同比增长 3.9%。

图表 49 2019 年联邦快递各分部业务收入占比


资料来源：公司年报，华创证券

图表 50 2019 年联邦快递各分部业务营业利润率


资料来源：公司年报，华创证券

图表 51 联邦快递各业务明细

业务分部 (百万美元)	2019	2018	2017	19Vs18
收入				
整体	69,693	65,450	60,319	6%
Express	37,331	36,172	33,824	3%
Ground	20,522	18,395	16,503	12%
Freight	7,582	6,812	6,070	11%
Service & Others	4,258	4,071	3,922	5%
营业利润				
整体	4,466	4,870	5,037	-8%
Express	2,123	2,578	2,769	-18%
Ground	2,640	2,605	2,279	1%
Freight	615	517	390	19%
Service & Others	-912	-830	-401	10%
营业利润率				
整体	6.4%	7.4%	8.4%	-1.0%
Ground	12.9%	14.2%	13.8%	-1.3%
Freight	8.1%	7.6%	6.4%	0.5%
Express	5.7%	7.1%	8.2%	-1.4%
日均业务量 (百万件)				
整体	15.2	14.3	13.8	6%
Express	6.2	6.0	5.9	4%
Ground	9.0	8.3	7.9	7%
单票价格 (美元)				
整体	12.8	12.7	12.2	1%
Express	18.4	18.4	17.4	0%
Ground	9.0	8.6	8.2	3.9%

资料来源：公司年报，华创证券

图表 52 营业利润率


资料来源: Wind、华创证券

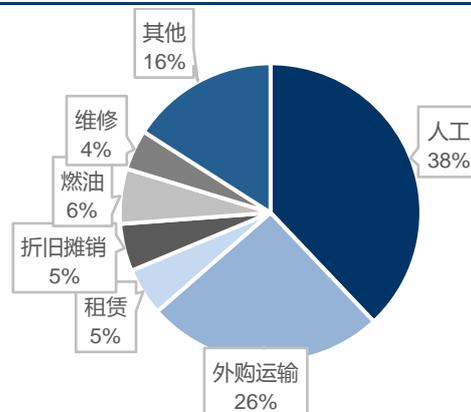
2、成本构成: Ground 部门具备区域合伙制明显特征

2019 财年, 公司营运成本费用 652.27 亿美元, 其中人工 247.76 亿美元, 占比 38%, 外购运输服务 166.54 亿美元, 占比 25.5%, 租金、折旧各自 36 亿美元, 占比 5.2%及 5.1%, 燃油成本 38.9 亿, 占比 6%, 维修费用 28.3 亿, 占比 4.3%, 上述核心项目占比 84%, 尤其人工+外购运输占比 64%, 是最重要成本项。

图表 53 公司各项成本结构

	2019	2018	2017	19Vs18	占比
人工	24,776	23,795	21,989	4.1%	38%
外购运输	16,654	15,101	13,630	10.3%	26%
租赁	3,360	3,361	3,240	0.0%	5%
折旧摊销	3,353	3,095	2,995	8.3%	5%
燃油	3,889	3,374	2,773	15.3%	6%
维修	2,834	2,622	2,374	8.1%	4%
其他	10,361	9,830	8,752	5.4%	16%
合计	65,227	61,178	55,753	6.6%	100%

资料来源: 公司年报, 华创证券

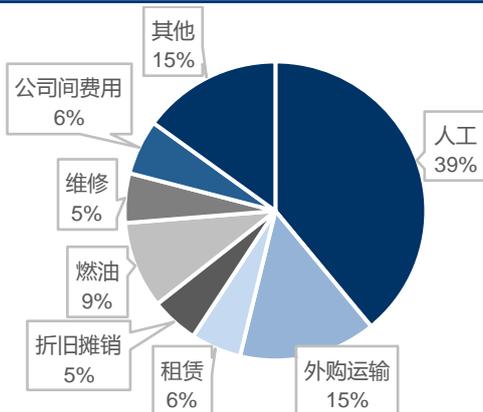
图表 54 公司各项成本占比


资料来源: 公司年报, 华创证券

不同业务部门看: Express 部门成本费用 352 亿美元, 占比 54%, Ground 部门成本费用 179 亿美元, 占比 27.4%, Freight 部门成本占比 10.7%。

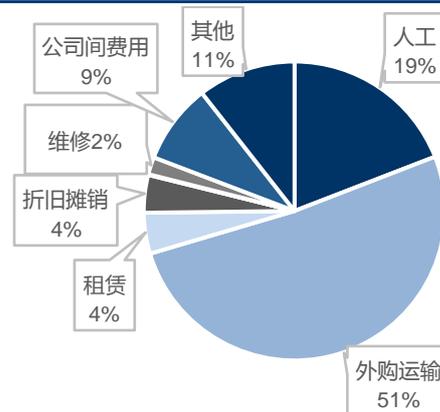
具体来看: Express 部门人工+外购运输+燃油三项合计 63%, Ground 人工+外购运输合计 70%, 值得注意的是, Ground 部门燃油费用占比仅 0.1%, 而外购运输占比达到 51%, 人工 19% 亦远低于 Express 部门, 这样的结构反映该部门通过区域合伙制方式将相关成本外包。

图表 55 Express 部门成本结构



资料来源：公司年报，华创证券

图表 56 Ground 部门成本结构



资料来源：公司年报，华创证券

3、业务量与价格：

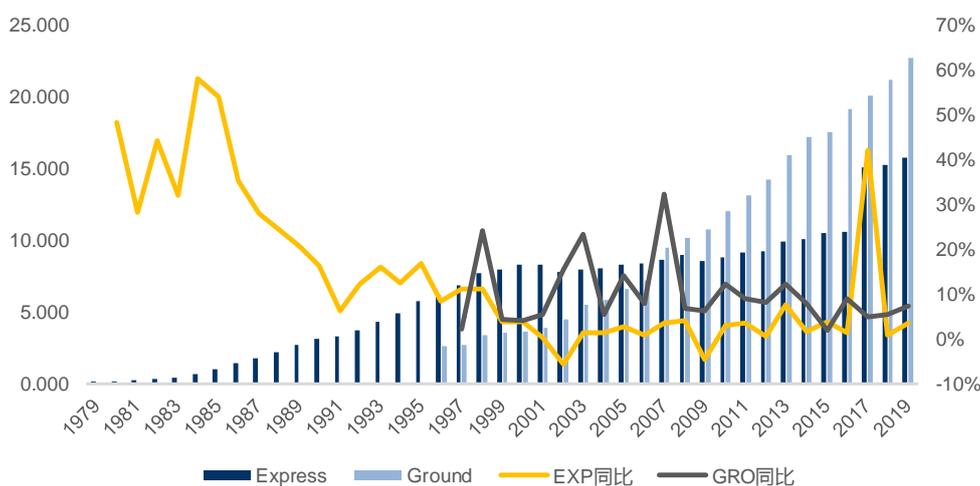
1) 业务量

Express: 进入低增速的成熟期。公司 Express 业务自 1999 年起进入个位数增长时代，99-16 年年均增速仅 2%，其中 911 事件后的 02 年以及金融危机后的 09 年增速为负。2017 年因收购 TNT 导致一次性跳升，19 年增速为 3.6%。

Ground 业务: 支撑公司业务量增速的主要部门。自 96 年独立开展以来，维持 10% 的年均增速，2018 年仍有 7.4% 的增长。

公司第一阶段凭借航空件实现弯道超车，成为美国快递巨头，第二阶段则凭借加码陆运件实现二次增长。但整体而言，美国快递进入低速增长期。

图表 57 业务量



资料来源：Wind，华创证券

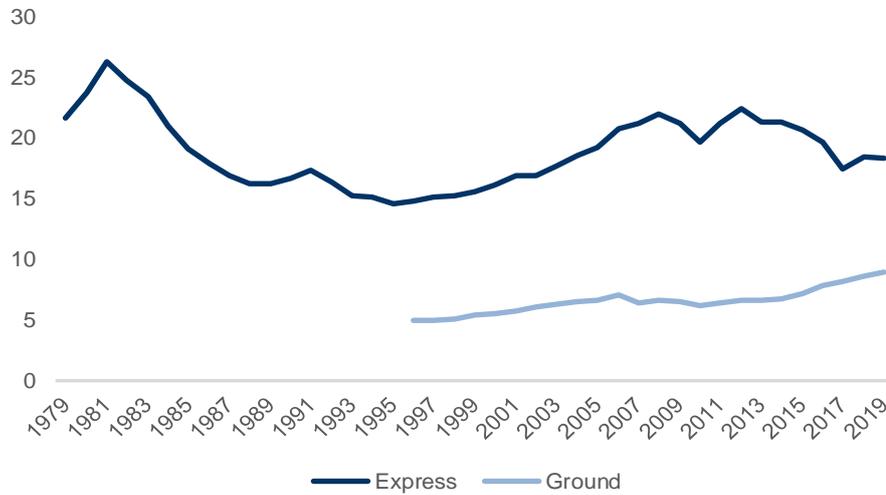
2) 单票价格

Express 与 Ground 部门单票价格呈现不同的状态：

Express 单票价格在上市之后不久达到 25 美元的高点后连续下行 1996 年的 14.9 美元，此后开始提升 2012 年的 22.4 美元，近年来维持在 18 美元左右。

Ground 部门单票价格自独立后则几乎连续走升，从 5 美元不到提升至 19 财年的 8.97 美元，增长了 82%。

图表 58 单票价格

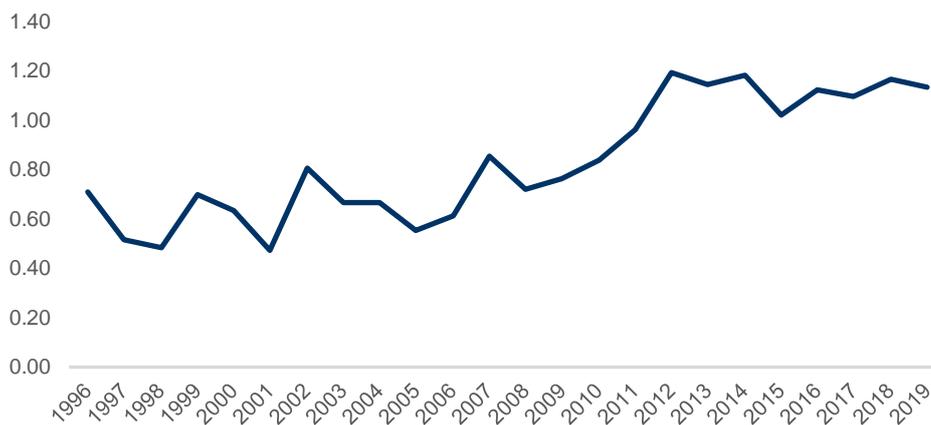


资料来源: Wind、华创证券

3) 单票营业利润

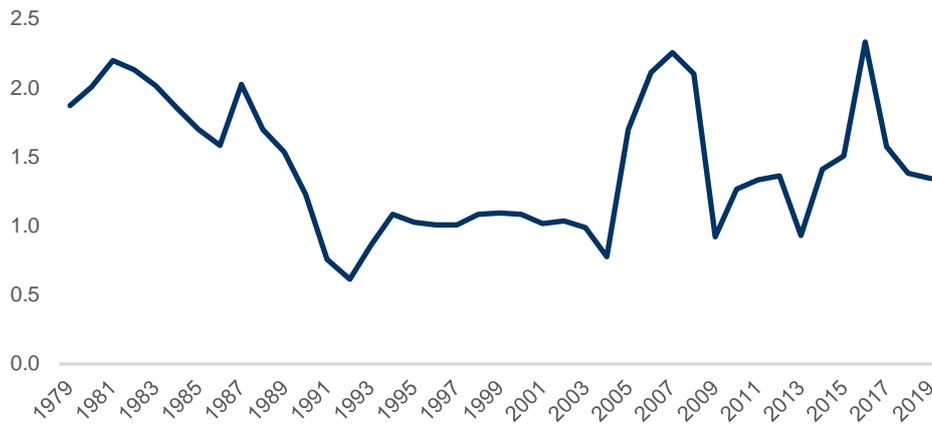
Ground 业务在单票价格不断提升过程中，单票营业利润呈现不断上升趋势，由最初的 0.5 美元左右提升至 1.1-1.2 美元区间。从价格与成本的变化中，可以发现公司可以较好的将成本压力传导至价格端。而 Express 部门的单票营业利润则呈现区间波动。

图表 59 Ground 业务单票营业利润



资料来源: Wind、华创证券

图表 60 Express 业务单票营业利润



资料来源: Wind、华创证券

(二) 超额收益及估值

联邦快递 1980 年到 2019 年股价上涨 28 倍，最高涨幅 50 倍，同期标准 500 指数上涨 20.5 倍，公司显著跑赢指数。

我们划分为几个阶段：

80-92 年：公司初创期，依靠航空件高增长实现弯道超车，业务量 20 倍，收入 17 倍，但重资产投入致利润处于盈亏之间，单票毛利下行，股价跑输；

93-04 年：业务量 2 倍，收入 2 倍，利润 14 倍，时效 Express 业务单票毛利基本持平，利润上行系 96 年开始大力发展高毛利的 Fdx Ground 业务，跑赢指数；

05-18 年：全球化并购，业务量 1.5 倍，收入 1.6 倍，利润 3 倍，单票毛利上行期，股价跑赢指数。

从另一个角度看，公司股价跑赢指数的区间也是公司资本开支占收入比重下台阶的区间。

图表 61 联邦快递与标普 500 走势图



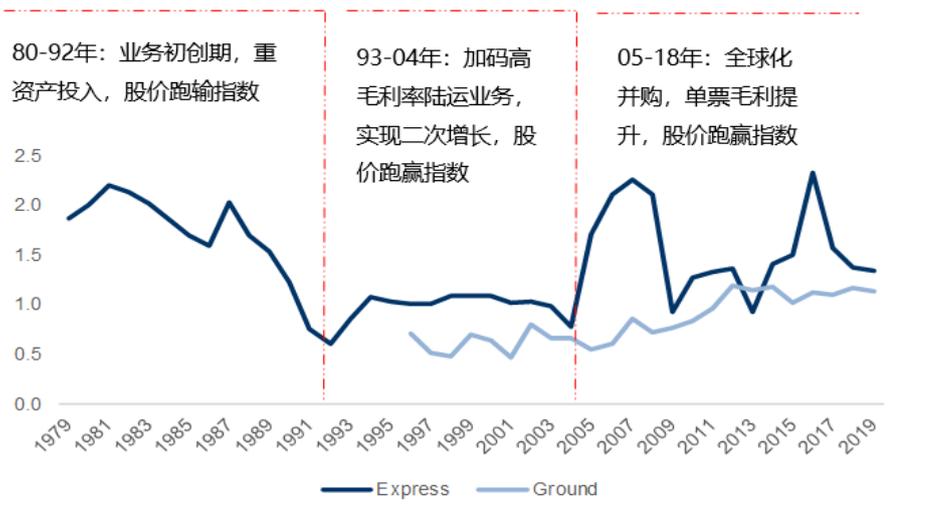
资料来源: Wind、华创证券

由此我们认为资本市场对于联邦快递超额收益主要体现在几个角度：

93-04 年传统时效 Express 业务单票营业利润保持稳定情况下，公司加码更高营业利润率的 Ground 业务(陆运为主)，利润快速增长，受到市场认可，股价跑赢；

05-17 年，全球化并购后，美国 CR3 市占率达到 97%左右，公司单票毛利处于上行期，股价跑赢指数。
美股市场的表现与单票毛利、营业利润率有明显相关性。

图表 62 单票营业利润变化



资料来源：Wind、华创证券

估值变化：

初创期公司投入大，一些年份利润为负，故不作参考

93-04 年，公司凭借更高营业利润率的 Ground 业务实现二次增长，PE 估值从 20 倍提升至 35 倍，PS 从 0.5 倍提升至 1.2 倍

05-17 年，公司单票营业利润上行趋势，但业务量增速整体放缓，PE 估值中枢在 20 倍附近，但波动变大，PS 在 0.6-1 倍之间波动。

我们认为市场在“高营业利润率+业务量较快增长”环境下，持续提估值，对于业务量放缓后的成熟期，估值在中枢区间波动。

图表 63 联邦快递估值变化



资料来源：Wind、华创证券

(三) 探索顺丰棋局

19H1收入结构看:

时效件收入268亿元，同比增长4%，占比53.4%；经济件收入115亿元，同比增长16%，占比22.9%，两者合计76.3%
新业务中：

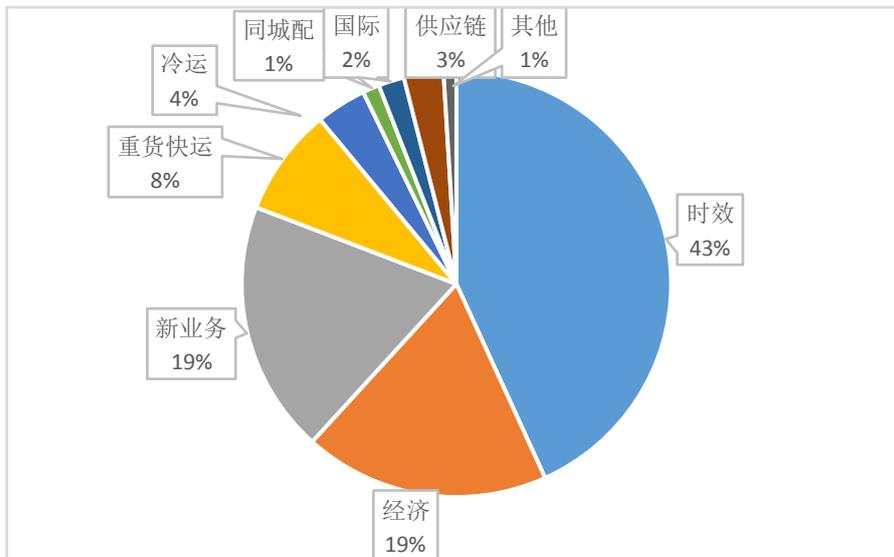
快运收入51亿，冷运收入24亿、同城急送7.9亿，分别实现47.0%、53.9%和129.1%的高速增长；

国际业务，外部环境存不确定性，公司调整国际业务策略，下滑1.6%至12亿收入；

供应链业务主要是顺丰DHL供应链、新夏晖等，上半年实现18.4亿。

新业务合计118.5亿收入，占比23.66%，较18H1占比16.3%，18年占比18.9%持续扩大。

图表 64 顺丰收入结构



资料来源：公司公告、华创证券

图表 65 顺丰收入增速



资料来源：公司公告、华创证券

而通过对联邦快递的复盘，我们认为特别对顺丰有借鉴意义的 2 点，
其一在于如何迎合电商件市场的发展，
其二在于充分利用货运枢纽机场的战略作用。

1、棋局一：踏准节奏，再度发力电商件市场

推出特惠专配产品，“填仓”模式踏准切入节奏

电商件的高增速支撑我国快递业务量的高景气，如国家邮政局局长所述：我国快递量已超美国、日本和欧洲等发达经济体总和。电商件市场是不可忽视的重要业务战场。

历史上电商件发力失败的经验：

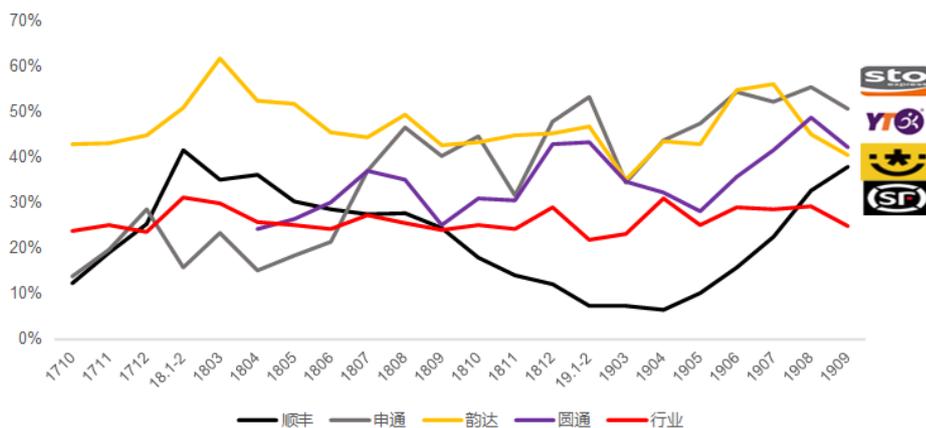
- 1) 第一次尝试：13年公司推出相对低价产品，定价约15元左右，明显低于自身标准件，由于直营制的成本投入，以及装载率不高等因素，导致毛利率下降。
- 2) 第二次尝试：18年上半年公司再度发力，经济件产品业务在18H1取得了54%的收入增长，但因运力投入较大，装载率下降，公司下半年对规模进行了控制。

此次切入点的不同：

2019年5月第三次切入电商件市场，策略性推出针对电商大客户的特惠专配产品（预计单位价格降至5-10元），着力于不新增投入的情形下，充分利用过去的产能，以“填仓件”的模式，提升装载率，从而降低成本。

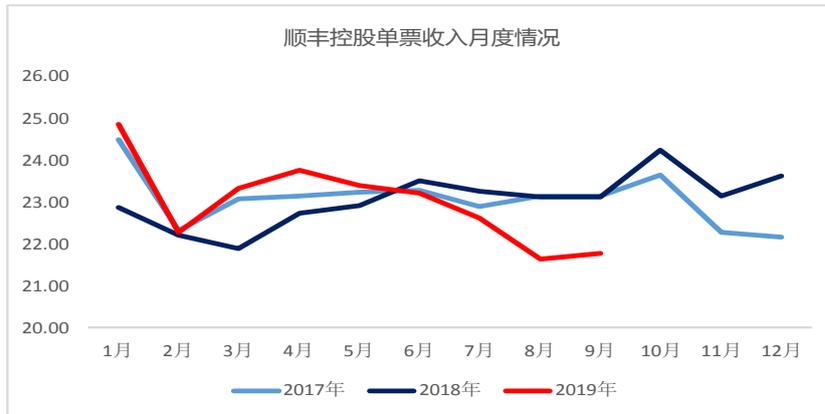
效果：业务量快速提升，保持良好增长势头。从5月起，业务量增速连续4个月提升，9月达到39%，该项业务帮助公司提升装载率，带来边际正贡献，助力公司成本红利释放。（成本主要是收转派+折旧，借助大网富裕运力开设产品，没有增加资本开支，故可以有效摊薄开支，从而使得整体毛利率水平可以提升。）

图表 66 上市公司业务量增速（17年10月-19年9月）



资料来源：Wind、华创证券

图表 67 顺丰单票收入月度情况（17 年 10 月-19 年 9 月）



资料来源: Wind、华创证券

我们认为顺丰有概率将其发展为可持续的增长点

在发展获得市场认可后，我们认为该产品不仅仅是阶段性产品，而是公司要发力的持续增长点。

从公司近期战略看，认为中国快递业的快速增长主要原因在电商件市场，所以特惠专配主要针对这块需求，不会只是短期的填仓产品。

1) 我们认为电商件的诉求为性价比，客单价与物流配送成本的系数直接影响着商品的物流选择。

物流配送成本高低是相对而非绝对，根据物流总成本和商品毛利率，我们做了“客单价”的敏感性测试。如：当总物流成本为8元，商品毛利率为12%的情况下，“客单价”至少为67元才能达到盈亏平衡点。当物流总成本下降时，所需盈利的“客单价”也会下降，换言之，可进入网络渠道的商品越来越多。

图表 68 客单价与物流总成本及商品毛利率的敏感性测试

		物流成本(单位: 元)													
		2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
商品毛 利率	4%	50	75	100	125	150	175	200	225	250	275	300	325	350	375
	6%	33	50	67	83	100	117	133	150	167	183	200	217	233	250
	8%	25	38	50	63	75	88	100	113	125	138	150	163	175	188
	10%	20	30	40	50	60	70	80	90	100	110	120	130	140	150
	12%	17	25	33	42	50	58	67	75	83	92	100	108	117	125
	14%	14	21	29	36	43	50	57	64	71	79	86	93	100	107
	16%	13	19	25	31	38	44	50	56	63	69	75	81	88	94
	18%	11	17	22	28	33	39	44	50	56	61	67	72	78	83
	20%	10	15	20	25	30	35	40	45	50	55	60	65	70	75
	22%	9	14	18	23	27	32	36	41	45	50	55	59	64	68
	24%	8	13	17	21	25	29	33	38	42	46	50	54	58	63

资料来源: 华创证券

2) 顺丰做电商件的优势市场

针对高货值商品的壁垒: 安全稳定, 保证货值不受损

商品品类整体货值较高, 对物流费用敏感性下降, 可以适用顺丰的物流费用。

为了保证货物安全性, 该品类中高端品牌、普通品牌甚至杂牌, 均倾向于使用顺丰。

图表 69 使用顺丰快递的典型高货值品类、品牌列表

品类	平均客单价	品牌	使用快递
保健品-冬虫夏草	2000-10000	香港楼上、北京同仁堂、天猫淘宝大量第三方卖家	顺丰
珠宝-钻石	1500-15000	蒂凡尼、I do、珂兰钻石	顺丰
珠宝-黄金、珍珠	500-2500	周生生、周大福、周大生、潮宏基珠宝、六福珠宝、老凤祥珠宝、千叶珠宝	顺丰
珠宝-人造	500-2500	施华洛世奇、通灵珠宝、潘多拉	顺丰
珠宝-普通品牌	300-1000	京润珠宝满1000元发顺丰、卡蒂罗珠宝满300元发顺丰、	顺丰、EMS或通达系快递
服装-国产中高端品牌	2000-10000	宝姿、朗姿、娜尔思、歌力思（圆通、顺丰）、蓝地、雅莹（顺丰或圆通）、诗篇（上海仓申通、深圳仓顺丰）	顺丰
服装-进口中高端品牌	2000-10000	加拿大鹅、MaxMara、Theory、Club Monaco、Massimo Dutti	顺丰
鞋帽-中高端品牌	2000-10000	Stella Luna、Ecco、Stuart Weitzman、UGG、BALLY	顺丰
箱包-中高端品牌	2000-20000	LV、巴宝莉、GUCCI、TB、MK、Coach、kadeSpade、Fion、Kipling、tumi(优先使用顺丰、其次为fdx、宅急送、菜鸟物流、EMS)、Furla	顺丰
化妆品-中高端品牌	2000-10000	lamer、La Prairie、雅诗兰黛、兰蔻、cpb、资生堂、Fresh、dior、chanel	顺丰
小家电-中高端品牌	2000-10000	戴森、Foreo、clarisonic	顺丰

资料来源：华创证券整理

针对高端定位商品的壁垒：

某些品类整体货值不高，但品类中部分品牌定位相对中高端，具备较高毛利率，对物流费用敏感性下降，可以适用顺丰的物流费用。

为了得到较高品质的快递服务，匹配品牌定位与使用体验，倾向于使用顺丰。

图表 70 使用顺丰快递的典型高端定位品牌列表

品类	平均客单价	品牌	平均客单价	使用快递
彩妆	100-200	丝芙兰	200-400	顺丰（偏远地区发EMS）
水杯	20-100	星巴克	50-150	顺丰
保健品-蜂蜜	100-300	新西兰康维他蜂蜜	200-500	顺丰
送礼食品-月饼	50-100	美心月饼	150-250	顺丰
送礼食品-茶叶	100-1000	小罐茶、竹叶青满800元发顺丰	400-2000	顺丰（罐装茶顺丰，袋装茶韵达）
送礼日用品	50-200	野兽派	200-800	顺丰（或中通）
墨镜	100-5000	雷朋	500-1000	顺丰
积木	50-200	乐高	300-1500	顺丰（江浙沪发中通）

资料来源：华创证券整理

针对部分快消长尾商品的壁垒：优化库存管理，降低供应链成本

某些商品品类整体货值不高，品类中品牌定位普通

但商品轻薄短小，物流费用天然更低，对物流费用敏感性下降，可以适用顺丰的物流费用。

作为快消长尾商品，库存成本高，对库存管理要求高，顺丰较好的物流指标可以降低退换货率，降低因错发、破损、遗失、退换货率提升引起的额外物流成本、降低影响二次销售时间导致的库存成本，降低因退换货、错发、延误影响的库存管理成本。此外，顺丰的数据灯塔等服务有助于企业更好管理库存。

典型品牌如：快消类服装：优衣库、ZARA；运动类服装：Nike、Adidas、Under Armour 等。

图表 71 非高货值、非高端定位商品使用顺丰的原因分析



资料来源：华创证券

被忽略的物流成本：因错发、破损、遗失、退换货率提升引起的额外物流成本。可以看到，电商卖家的物流成本除，支付的快递成本外，还有电商卖家自身的仓储费用和人工薪酬（出入库操作）。

被忽略的库存跌价成本：因错发、破损、遗失、退换货率提升，影响二次销售时间导致的库存跌价成本。时装新上市VS换机打折之间的巨大价差。

被忽略的库存管理成本：快消长尾商品的库存管理大：品类多、渠道多、时间敏感，流转速度要求快、库存要求尽量少。

而顺丰高品质有助于降低退换货率：

时效快：卖家配送物流速度慢，造成买家没有耐心再等包裹，从而提出退货申请。

破损率低：破损率高，导致需要退换货比例提升。

图表 72 顺丰中高端电商件与特惠电商件的需求特征分析



资料来源：华创证券

2、棋局二：鄂州机场，时效体系点睛之笔

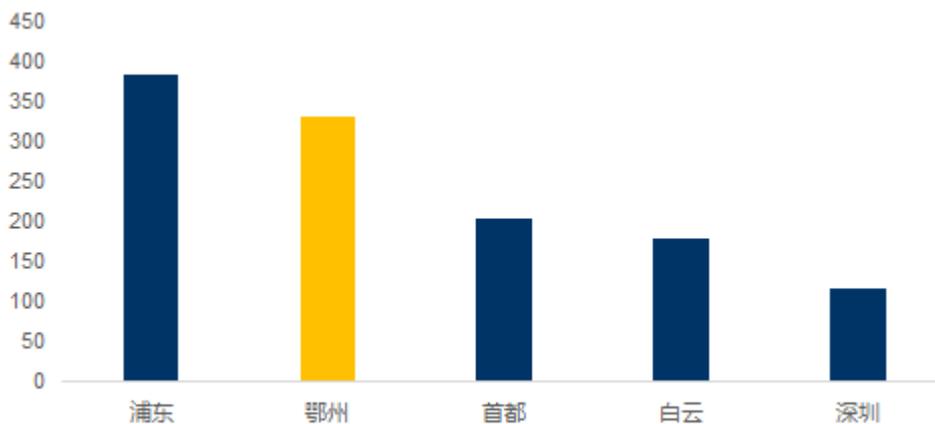
鄂州机场定位：机场性质为客运支线、货运枢纽机场。按满足2030年旅客吞吐量150万人次、货邮吞吐量330万吨的目标设计，航站楼、转运中心等设施计划按满足2025年旅客吞吐量100万人次、货邮吞吐量245万吨的目标设计。

2018年浦东机场、首都、白云分别以377万吨、207万吨及189万吨货邮吞吐量列全国前三。鄂州机场2030年规划330万吨水平仅次于目前的浦东机场，可见其建设规格之高。（注：孟菲斯机场货运量446万吨。）

项目进度：2018年打基础、2019年出形象、2020年基本建成、2021年投入运营

顺丰需要承担筹措部分包括资本金25.2亿，转运中心工程115.3亿以及航空基地37.5亿，合计178亿，将分数年完成

图表 73 我国主要机场 18 年货运吞吐量及鄂州 2030 年规划量比较（万吨）



资料来源：wind，华创证券

图表 74 鄂州机场投资结构

项目	金额	占比	投资主体
总投资	320.63		
机场工程	158.57	49%	
项目资本金	79.29		发改委 8.2
			民航基金 16.4
			其余资本金 54.7
			—湖北省政府 26.8
			—农银空港投资 2.7
			—顺丰泰森 25.2
银行贷款	79.28		三方合资公司
转运中心工程	115.29	36%	
顺丰航空基地工程	37.52	12%	顺丰泰森
供油工程	9.25	3%	中航油

资料来源：国家发改委，华创证券

鄂州机场项目是国内唯一货运枢纽机场，有助于增强机场、航空的一体化协同。

国家发改委批复指出：

工程飞行区跑道滑行道系统按满足 2030 年旅客吞吐量 150 万人次、货邮吞吐量 330 万吨的目标设计；

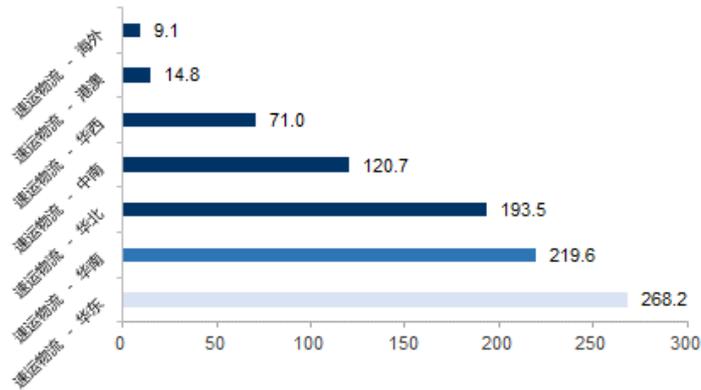
航站区、转运中心等设施按满足 2025 年旅客吞吐量 100 万人次、货邮吞吐量 245 万吨的目标设计，飞行区等级指标 4E。

运营模式的再升级：

从联邦快递的发展启示中，轴辐式网络可以有效提升飞机装载率，精简航线、优化航班，是航空货运降本增效的核心。

1) 从成本角度，枢纽结构将使得成本下降成为可能

- a) 通过装载率的有效提升降低成本。全货机机队装载率仅为50-60%。区域不均衡亦导致装载率不足。顺丰华南、华北、华东三大区域的营业收入占比为74.90%，其余国内区域的营业收入占比为20.78%
- b) 通过枢纽结构+周辐射网络将使得成本下降成为可能

图表 75 公司分区域收入分布（2018 年，单位：亿元）


资料来源：公司公告、华创证券

图表 76 鄂州机场对公司经营影响

	当前	鄂州机场投产后
简化航线	点对点，覆盖N个城市需要N*(N-1)条航线	轴辐式，2*(N-1)条航线
时刻资源	繁忙机场对飞空域紧张	货运优先，集散模式缓解时刻约束
覆盖范围	60+个城市的覆盖	预计可覆盖250个经济城市
提升装载率	50-60%	有望提升至70%以上
分拣效率和后勤保障效率提升	各城市或机场均需分拣操作中心和后勤人员	中小城市可以统一发往鄂州机场进行分拣
大飞机化	装载率低，故小飞机更多	装载率提升后可以使用大飞机，B767是737的装载能力的4倍，油耗仅为2倍，同时可降低机组成本

资料来源：华创证券

2) 从业务角度：可以通过供给创造新的需求

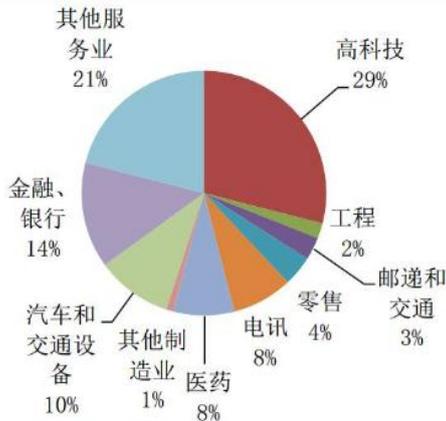
- a) 将覆盖范围扩大，稳定性提升。对于时效快递业务，部分区域会存在覆盖不经济、通过散航飞但供给不稳定、供给受限、时效性不强等缺陷；通过新机场，可以达到更稳定覆盖、提高时效等效果，通过增量供给创造新的需求。
- b) 通过帮助客户提高效率增强黏性，创造新业务。对于一些全国性客户，全国集中大仓+机场模式可以降低客户的仓储管理成本甚至进一步降低供应链成本，这也会使得仓储+运输揽收配送需求的增加。
- c) 关键在于鄂州周边产业是否能形成强有力的产业集群。

美国空运快递物流的发展历程，是基于美国高新技术产业的崛起诞生了巨大的快递服务需求。80年代，电子、医药、生物技术、企业、互联网企业蓬勃崛起与联邦快递的隔夜快递模式所代表的高时效性、精准性、安全性恰好契合。

根据2018年武汉市出台的高新技术产业倍增计划，到2020年，武汉高新技术产业产值将达到1.65万亿元。顺丰鄂州机场恰好毗邻武汉市东南部，得天独厚的地缘优势，叠加顺丰高效的物流体系，顺丰有望获取该物流市场的可观份额。

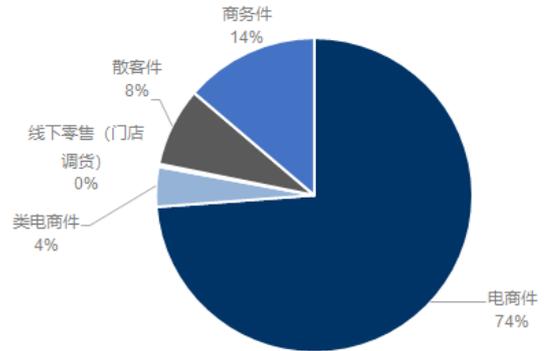
根据产值*物流费用率*顺丰占比来简单测算，假设物流费用占比10%，至少是年1650亿的蛋糕，顺丰切入30%，即可获得约500亿的增量收入市场，并具备黏性。

图表 77 美国快递业客户群以非零售业务为主



资料来源: Economics Research, 华创证券

图表 78 中国快递业客户群以线上零售业为主



资料来源: 国家邮政局, 华创证券

图表 79 鄂州机场毗邻武汉“光谷”



资料来源: 楚天都市报, 华创证券

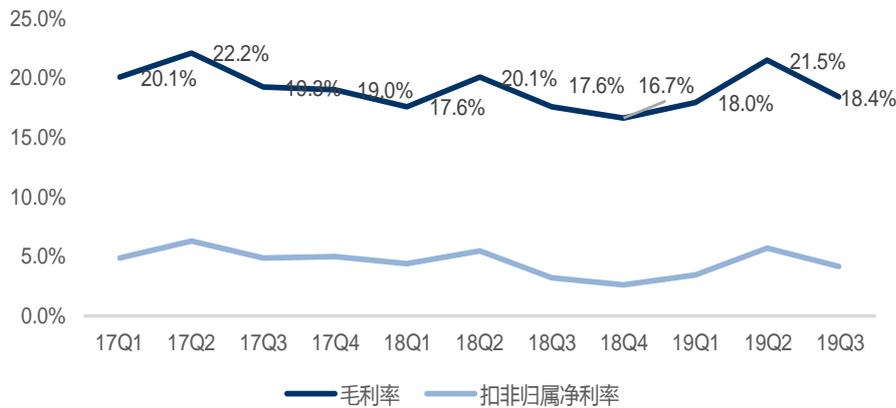
(四) 投资建议

1、参考联邦快递，当前业务量与毛利率回升阶段是较好的投资期

前文我们复盘联邦快递，发现在公司加码Ground业务，单票收入低，但单票营业利润率更高，业务量增速更快，更符合市场发展趋势，市场给予其明显的估值提升。

同样的，顺丰当前踏准节奏，再度推出电商件新产品，业务量增速得到明显提升，尽管该业务单项毛利率水平不如传统业务，但因其帮助有效单薄整体成本，公司全口径下毛利率得以提升，类似于联邦快递当时阶段，故我们认为当前是顺丰控股较好的投资期。

更长维度看，联邦快递的资本开支占比下降的情形下，亦或得了明显的超额收益，顺丰当前属于资本开支投入期，但在控成本下，以及未来鄂州机场投产后，预计公司资本开支也会面临下降周期，同样具备跑赢市场的可能。

图表 80 公司毛利率与扣非归属净利率变化 (2017Q1-2019Q3)


资料来源: Wind、华创证券

2、估值：分部估值预计市值至少可达约2200亿

传统核心盈利业务给予30倍PE：

我们预计2019年归属净利54亿，扣非净利48亿，其中传统盈利业务（时效件+经济件）盈利约60亿，随着业务量增速重新回到30%并呈现上升趋势，且公司成本管控发力，可以给予30倍PE，价值1800亿市值；

新业务虽尚未盈利，但快速增长有盈利曙光，可给予2倍PS

但我们认为重货快运板块，保持快速增长，预计2019年收入体量可达到120亿左右，预计2020年有望实现盈亏平衡。冷运板块，公司处于行业领先地位，收入增速预计超过50%，达到50亿左右，尤其在农产品上行的大趋势下，公司在生鲜产品的运输中有望获得更好表现。

同城急送方面，市场潜力及空间巨大，2019年市场规模达到1200亿，且预计未来三年可维持30%以上的复合增速，顺丰单量及收入保持高速增长，翻倍的增速远高于行业增长，预计收入可达16亿左右，但占比还处于较低的水平，仍处于投入期。

国际板块方面，由于市场的不确定性，公司对产品做出调整，收入存在一定波动。收入体量预计维持20亿左右。

我们认为对于顺丰的重货+冷运+同城可按照PS给予2倍估值，收入体量186亿，对应372亿市值。

综合，在不考虑顺丰科技投入还原情况下，我们认为公司市值至少可以达到2172亿，对应目标价50元，持续推荐。

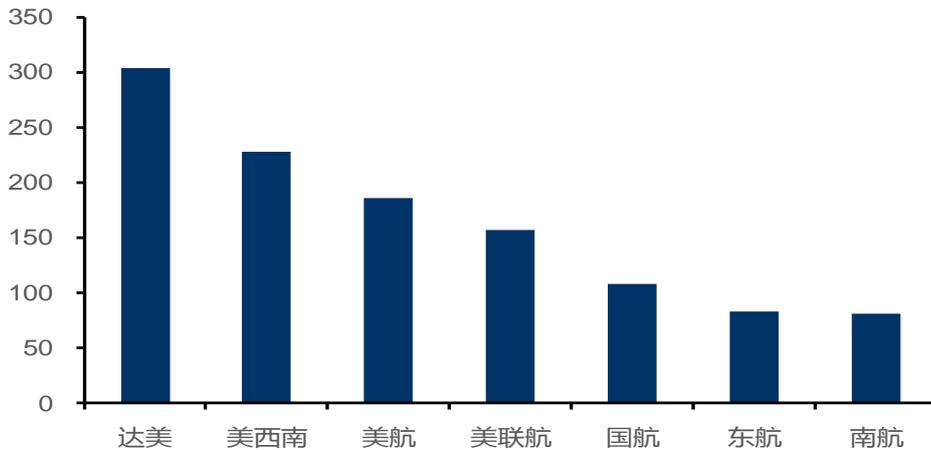
三、中美大航，差距即空间

（一）达美航空：利润与市值显著领先国内大航

达美航空无论从利润体量（2018年260亿人民币），还是市值规模（约2600亿元），均为全球龙头；

我们比较美国航空公司和我国三大航历史最高扣汇利润水平，发现：国航为2010年107.9亿，2015年106.4亿次之，东航南航均为2015年最高82.8和81.3亿，而达美2016年利润为303.4亿元，为国内最高利润水平（国航，2010）的2.8倍。

图表 81 美国航司和三大航最高利润（扣汇）比较



资料来源: Wind, 华创证券

东航与达美同属于天合联盟，并且作为战略投资者，达美持有东航 3.22% 股权，股权合作后，双方在经营层面进行更深层次探讨。我们以东航与达美的比较作为参照。

1) 达美 Vs 东航: 达美机队多，机龄长

机队对比: 2018 年达美航空干线机队规模 1025 架，东航 680 架

达美航空 08 年收购美国西北航空后机队规模大增，随后金融危机经历整合和出清，运力规模逐年减少，自 2012 年重拾增长。

机队结构: 达美航空自有有机队比例明显较高，融资租赁和经营租赁仅作为补充。

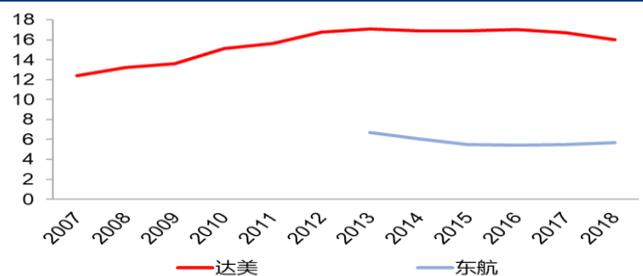
平均机龄角度: 达美目前平均机龄约 16-17 年，而东航为 6 年以下

图表 82 东航、达美机队对比



资料来源: 公司年报, 华创证券

图表 83 机龄比较



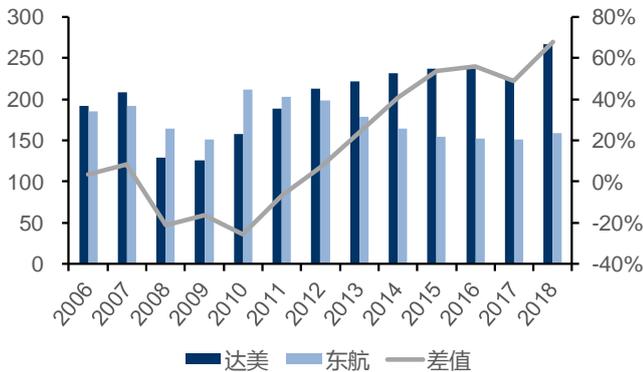
资料来源: 公司年报, 华创证券

2) 单机营收: 高出东航约 50%

以年中机队规模均值计算，达美单机营收近五年约 2.4 亿元，比东航 1.6 亿高约 50%。

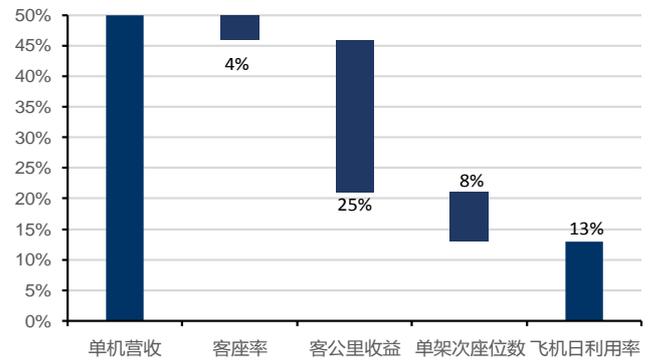
我们细致拆分其差距来源，发现达美相比东航单机营收高约 50%，主要来自于平均客座率高 4%，客公里收益高 25%，单架次平均座位数高 8%，飞机日利用率高 13%

图表 84 达美东航单机营收对比 (单位: 百万元)



资料来源: 公司年报, 华创证券

图表 85 达美东航单机营收差距分布 (示意图)



资料来源: 公司年报, 华创证券

客座率: 高出东航约 4 个百分点。东航 18 年客座率为 82.3%，达美为 86.0%，近年来东航与达美客座率差距整体呈逐步缩小趋势，已由 08-09 年 11-12 个百分点缩小至 18 年 3.7 个百分点。

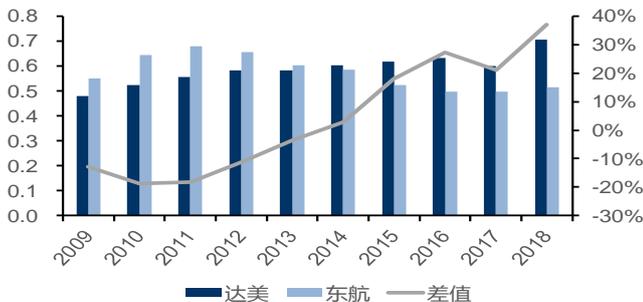
客公里收益: 18 年达美比东航高 37%，平均高约 25%

达美 18 年客公里收益为 0.71 元，东航为 0.52 元，达美比东航高 37%，其中国内航线高 48.2%，国际高 26.0%。近三年东航平均客收与达美相差约 28%，考虑 18 年的突增，总体平均高约 25% 左右

近 10 年来我国航司客公里收益总体呈下降趋势，而达美等美国航司则自 08 年金融危机后持续增长。这一收益趋势的分化，与行业格局分布：即航企在主基地机场份额变化相关。

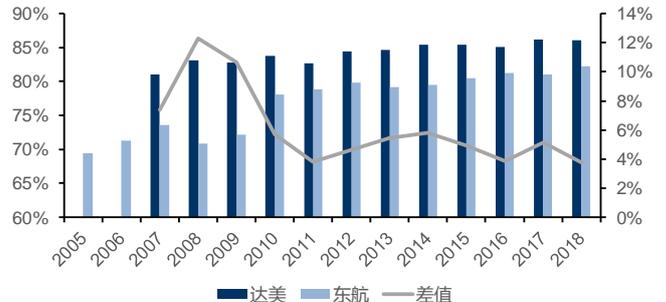
日利用率: 达美高约 13%。近三年达美平均飞机利用率约为 10.6 小时左右。东航 17 年飞机利用率为 9.79 小时

图表 86 达美东航客公里收益对比



资料来源: 公司年报, 华创证券

图表 87 客座率比较



资料来源: 公司年报, 华创证券

我们认为收入端差距可以从几方面弥补:

1) 提高国际化占比。伴随航距的拉长和宽体机占比的提升，可以提升飞机日利用率和单架次座位数。

2) 客座率和客公里收益差距较大，特别是国际航线。

国内航线未来几年受益于票价市场化推进，预计整体票价企稳回升，票价差距将逐步收窄；国际航线则需在拓展节奏、客源分析、网络布局规划、海外枢纽机场支点等方面加强，并逐步摆脱补贴依赖。

3) 提高整体市场集中度，特别是枢纽机场集中度水平。

《新时代民航强国建设行动纲要》中指出，“打造世界级超级承运人。鼓励航空公司联合重组、或者所有制改造，加大对主基地航空公司航线航班资源配置。”我们认为政策引导正是有利于三大航做大做强主基地。正如此前我们报告指出，中美之间差距相当程度是由于整体市场集中度走低，以及在枢纽机场集中度较低导致。

附：超级承运人+超级枢纽机场格局的深化演绎

美国大航在其枢纽机场市占率的提升推动了价格水平上行，而中美大航的市占率差异就在枢纽机场的份额之差。美国航司集中度自 08 年金融危机后进入份额提升期，以全部乘客数计，2017 年四大航合计占比 57.3%；仅计算美国承运人，合计占比 66.2%；以 ASM(可用座英里)计，四大航合计占比 49.3%，仅计算美国承运人，合计占比 74.3%。对比中美头部航空份额，差距并不明显，但从收益水平上，美国四大航连年上行，而我国三大航在 2010 年后连跌数年。

枢纽机场集中度是核心

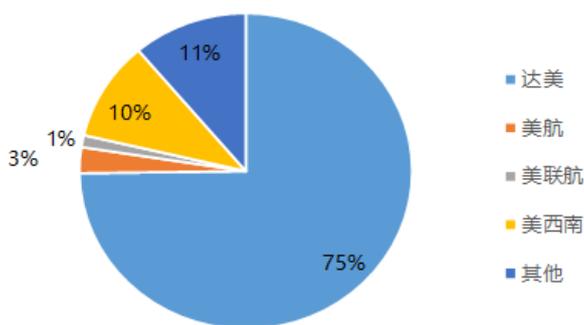
美国航司非常强调在大型枢纽的掌控力，市场份额至少都在 50% 以上，一般能达到 60%-70%，以求在高度控制的市场获取超额利润。

伴随整体市场集中度提升，各航司在各自核心枢纽份额同样不断提升。

观察各大航司主要枢纽机场份额，总体呈提升趋势。达美 1990 年在亚特兰大机场 57%，91 年美国东方航空（占比 35%）倒闭，公司占比飙升至 86%，此后由于竞争逐年降低，金融危机后重新恢复升势，至目前约 75% 占比；伴随市场集中度和主要枢纽机场份额提升，四大航收益水平呈逐年走高趋势，期间金融危机虽经历波折但此后又呈升势，近年由于油价下跌，略有回调，总体仍处于高位。

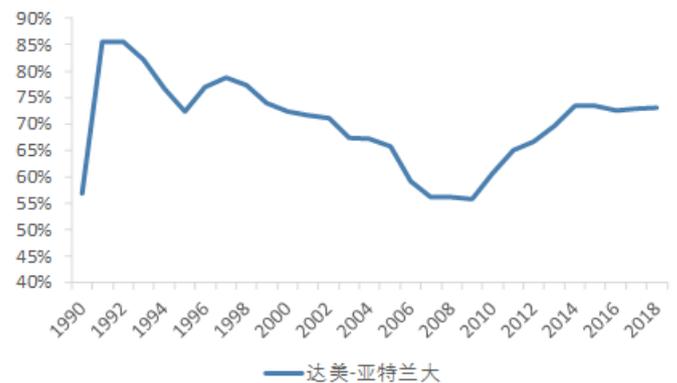
自 1990 至 2017 年，美航、达美、美联航、美西南收益年均复合增速分别为 4.3%、4.5%、3.5%和 3.7%。

图表 88 亚特兰大机场各航司份额



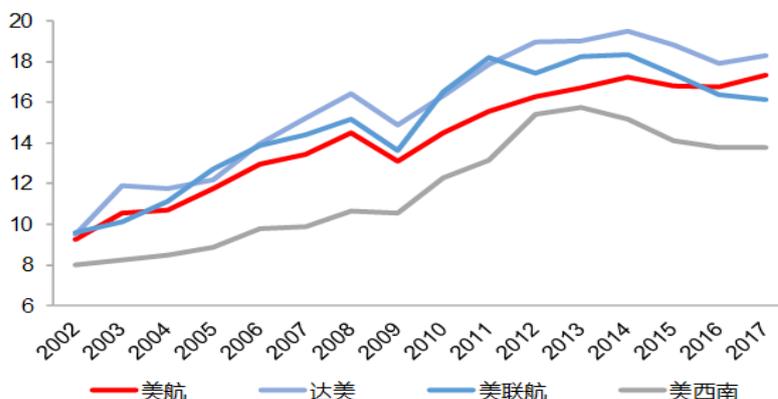
资料来源：公司年报、华创证券

图表 89 达美航空在亚特兰大机场份额变化



资料来源：公司年报、华创证券

图表 90 美国四大航座英里收益变化（干线口径，美分）



资料来源：Wind、华创证券

（二）料航空均值回归之路将开启

我们从两个维度看待航空板块的均值回归：

1、需求看：我们料自 19 年 11 月将开启均值回归之路

1) 年度看：2010-19 年行业旅客增速均值为 11.1%，2019 年 1-9 月增速仅为 8.7%，此前最低为 2012 年 8.9% 的增速。

2) 月度看，需求增速下台阶始于 18 年 11 月。18 年 1-10 月行业旅客增速 11.7%，但 11 月降至 7.7%，12 月 7.5%，19 年剔除春运外的 3-4 月分别为 4% 及 4.7% 的增速。

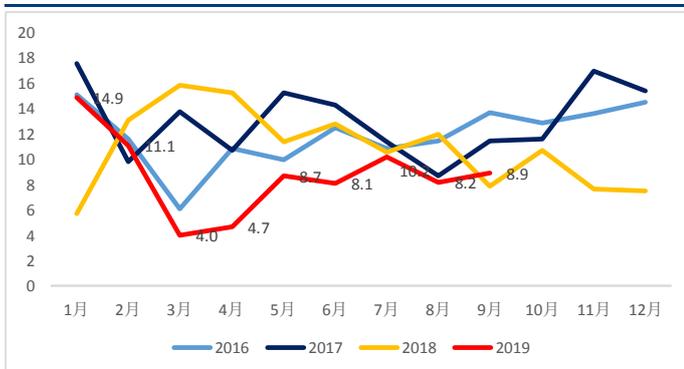
3) 分结构看：国内线月度均值 11%，今年 9 月为 7.6%，国际线均值 18%，当前达到中枢位置，国内走弱的因素存在各项重大活动保障下对公务需求的影响（商务需求则还需关注经济活动），当前预计会逐步释放，而国际高增速以及民营航空春秋吉祥的高增长反映了因私出行的基本盘仍可观。

2、估值角度看：我们认为均值回归仍可观

1) 三大航 10 年年度平均 PB1.8 倍，最低 PB1.15 倍，最高 PB2.5 倍，2015 年牛市之后的平均 PB 中枢在 1.6 倍，当前 1.3 倍处于历史低水平且明显低于中枢。

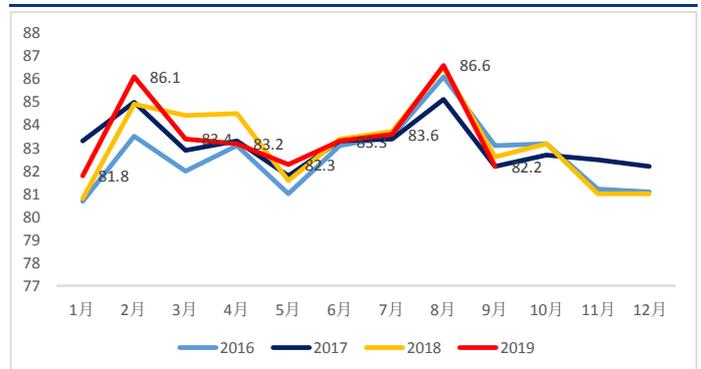
2) 吉祥航空横向比较春秋，低于春秋 100 亿市值，市值比为其 75%，上市以来均值为 85%，纵向比较对应 2020 年（可确认东航部分权益下）15 倍 PE，低于自身 18 倍估值中枢，拐点之际被低估。

图表 91 行业旅客增速



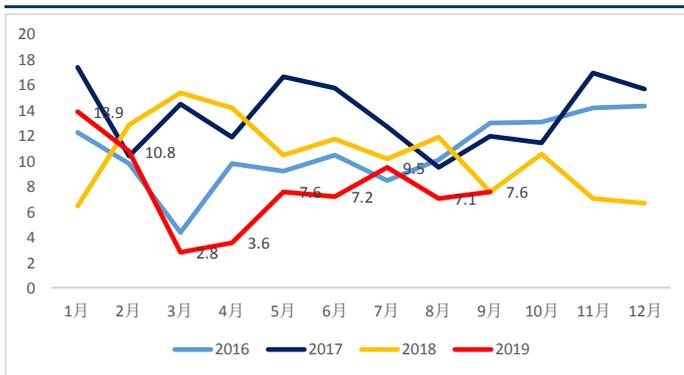
资料来源：Wind，华创证券

图表 92 行业客座率



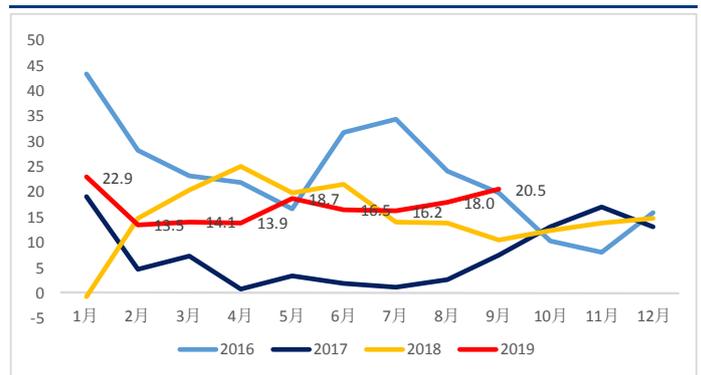
资料来源：Wind，华创证券

图表 93 行业国内旅客增速



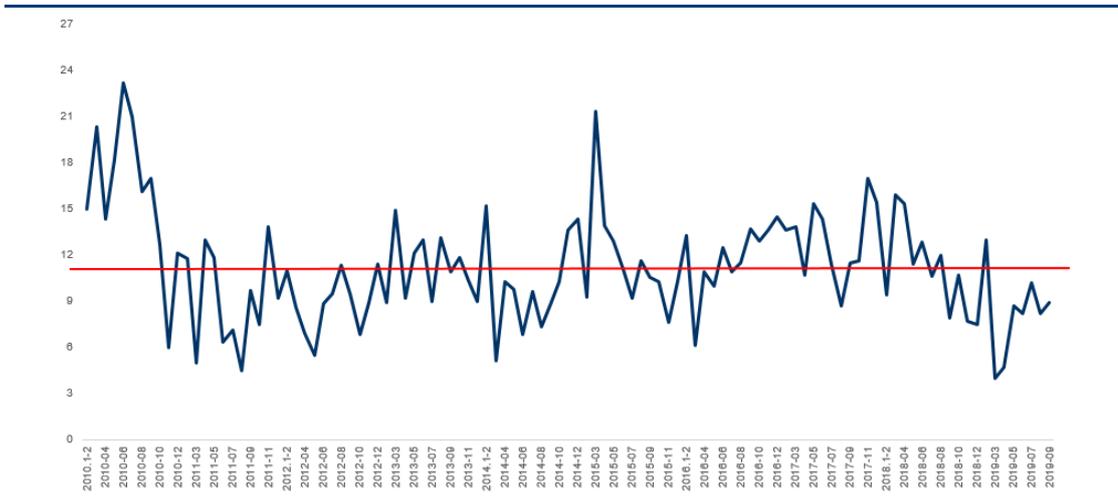
资料来源: Wind, 华创证券

图表 94 行业国际旅客增速



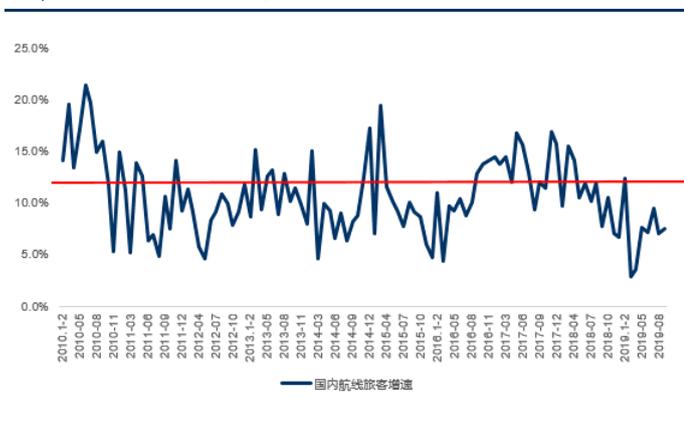
资料来源: Wind, 华创证券

图表 95 行业旅客增速 2010-2019



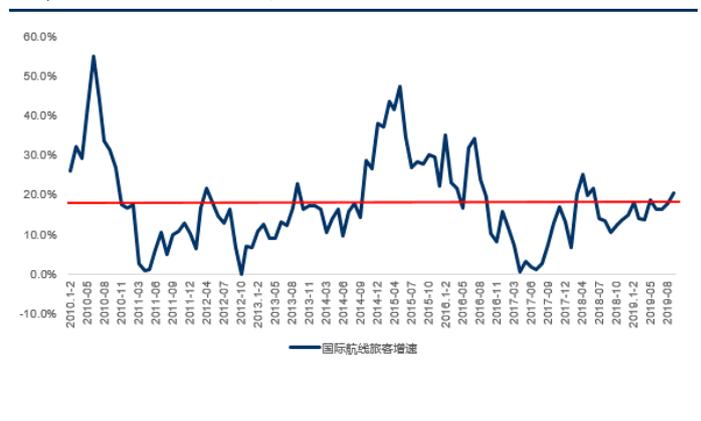
资料来源: Wind, 华创证券

图表 96 国内旅客增速



资料来源: wind, 华创证券

图表 97 国际旅客增速



资料来源: wind, 华创证券

图表 98 三大航 PB 估值

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	十年均值	五年均值	最新
	最高市值/净资产 (时点值)										均值		
中国国航	5.36	3.88	1.89	1.50	2.05	3.36	1.65	2.15	2.27	1.91	2.40	2.27	
东方航空	7.17	3.91	2.19	1.95	2.84	5.23	2.44	2.28	2.30	1.99	3.05	2.85	
南方航空	4.77	1.86	1.82	1.75	1.68	4.22	2.03	2.53	2.44	1.82	2.06	2.61	
	平均市值/净资产										均值		
中国国航	3.80	2.89	1.52	1.14	1.27	2.29	1.41	1.58	1.57	1.42	1.74	1.52	1.28
东方航空	5.59	3.15	1.85	1.57	1.96	3.34	2.06	1.93	1.80	1.46	2.21	1.81	1.25
南方航空	2.98	2.39	1.32	0.94	1.07	2.47	1.64	1.77	1.74	1.45	1.73	1.72	1.25
	最低市值/净资产 (时点值)										均值		
中国国航	2.88	1.59	1.15	0.90	0.77	1.43	1.14	1.21	1.05	1.14	1.20	1.19	
东方航空	4.12	1.97	1.41	1.19	1.03	1.71	1.66	1.75	1.14	1.11	1.40	1.47	
南方航空	0.83	1.35	0.98	0.73	0.62	1.10	1.28	1.42	1.04	1.21	1.10	1.21	

资料来源: Wind、华创证券

四、风险提示

油价大幅上涨、人民币大幅贬值，经济大幅下滑。

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。

分析师：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。

助理分析师：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	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@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
	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	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	汪莉琼	销售经理		wangliqiong@hcyjs.com
吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@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