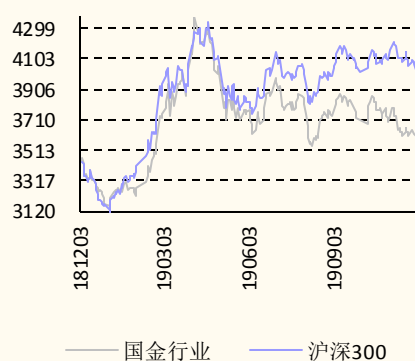


市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金交通运输产业指数	3600
沪深300指数	3829
上证指数	2872
深证成指	9582
中小板综指	8930



相关报告

- 1.《复盘美国快递行业价格战始末，以史为镜映照几何？-《2019-...》，2019.10.15
- 2.《交运行业 Q3 业绩前瞻：快递、机场需求不弱，航空逆向布局正...》，2019.10.14
- 3.《航空货运行业：网络资源塑强者，规模优势定胜负-航空货运行业深...》，2019.9.15
- 4.《航空股高性价比具备配置价值，卫星厅开启上海机场免税业务二次增...》，2019.9.15
- 5.《航空股价利空因素基本出清，快递静待“双十一”-《2019-0...》，2019.9.9

徐君 联系人
xu_jun@gjzq.com.cn

孙春旭 分析师 SAC 执业编号：S1130518090002
sunchunxu@gjzq.com.cn

交通运输行业 2020 年投资策略：确定性为基础，兼顾风险偏好

行业观点

- **机场：分享高端香化增长红利，首选旅客资源变现能力更强的国际枢纽机场。**随着免税业务的市场化招标，免税已经成为机场板块投资的新维度。一线机场新产能投产后，有望改善运营效率，或在新航季迎来时刻增长。由于航空性收入的收费标准不同，我国枢纽机场的非航收入占比被高估。根据比例同等扩大航空性收入，上海机场的非航收入占比从 57.38% 分别下降到约 43%、免税收入占比约 28%，仍有很大成长空间。估值角度，我们认为国外机场往往与航空一起成长形成“基地航空+枢纽机场”，市场化竞争导致供给较多而 ROIC 有限，成为类债券资产；而国内机场直接管控价格和供给，导致不同机场收益率显著分化，龙头枢纽机场拥有更高溢价。
- **快递：在高成长的行业寻找网络效率最优的公司。**19 年初至今，快递板块个股整体跑赢市场，其中尤以中通韵达等头部公司跑赢更多，板块市值效应明显。拼多多领跑下沉市场，我们预计电商件快递市场未来 3 年保持 20% 左右的增速，但价格竞争亦有所加剧，行业二三线公司加速出清。我们将降低成本的路径归为：一方面来自于产能要素的投入、新技术的创新带来的规模效应，另一方面则来自于精细化管理和网络运营效率的提升降低单位变动成本。展望 2020，基于成本优化的价格战，正逐渐从干线到末端转移，制度和效率更优的公司有望脱颖而出。
- **航空：外部扰动或改善，静待供需格局反转。**19 年初至今，宏观经济下行致使航空需求不振，中美贸易摩擦致使人民币贬值，板块整体跑输市场。展望 2020 年，2019 年波音 737MAX 事件对于航空供给的影响或在 2020Q2 更为明显，供给侧改革逻辑趋严但结构有望优化、经济触底预期增强带动需求触底回升，行业供需格局有望反转。一线相关航线的比例上升有望成为航空公司航线结构改善和票价结构改善最关键的因素。

投资建议

- **行业策略：机场板块重点推荐上海机场，**随着机场非航收入占比不断提升，免税业务收入将成为未来机场收入增长的重要引擎。回流空间与量价法测算，我们认为 2025 年上机对应的免税销售额为 290 亿元左右，CAGR 增速为 14.6%，而对应的保底租金增速为 9%。随着出境客流和免税低基数、折旧同比效应消失，基本面的拐点或在 2020 年 Q3 季度出现。快递板块重点推荐中通快递、韵达股份，两家公司分别通过股东分管模式和网格化网点模式提升网络运营效率，精细化管控和网络效率的提升降低单票变动成本，未来有望加速提升市场份额，逐步释放价格弹性。航空板块我们重点推荐春秋航空、吉祥航空，看好低成本航空公司的成长性，受益于持续领先行业的收益水平以及高于三大航的业绩增速，低成本航空公司借助优异的成本管控和优质时刻积累，有望实现超额 α 收益。

风险提示

- 宏观经济持续下滑，致使航空需求不达预期；人民币汇率波动产生汇兑损益；燃油价格对运输成本的冲击；电商增速大幅下滑。

内容目录

1. 机场：首选旅客资源变现能力更强的国际枢纽机场	4
1.1 行情回顾：免税业务成为影响股价表现的重要因素	4
1.2 时刻：产能利用率提升，有望带动上海机场时刻提升	4
1.3 枢纽机场免税回流空间几何？	7
1.4 对标国际机场：统计口径差异导致我国枢纽机场非航收入空间存在误判	8
1.5 个股推荐：首推上海机场，关注首都机场	10
2. 快递：在高成长的行业寻找网络效率最优的公司	11
2.1 行情回顾：个股整体跑赢市场，板块“市值效应”明显	11
2.2 拼多多领跑下沉市场，快递高增速有望延续	11
2.3 竞争：价格战由二三线主导向龙头主导转变	12
2.4 相对估值：建议交易区间 20-30xPE，即期风险收益比具备吸引力	14
2.5 个股推荐：首推中通快递、韵达股份，关注圆通速递	15
3. 航空：外部扰动或改善，静待供需格局反转	15
3.1 行情回顾：需求下行，汇率波动扰动股价表现	15
3.2 优质供给释放在即，供需格局有望好转	15
3.3 个股建议：重点推荐春秋航空、吉祥航空	18
风险提示	19

图表目录

图表 1: A 股主要上市机场股价复盘	4
图表 2: 主要枢纽机场跑道产能利用率对比	5
图表 3: 主要枢纽机场航站楼产能利用率对比	5
图表 4: 主要枢纽机场旅客吞吐量增速对比	5
图表 5: 主要枢纽机场飞机起降架次增速对比	5
图表 6: 浦东机场停机位置图	6
图表 7: 亚特兰大机场停机位置图	6
图表 8: 亚特兰大机场小时容量/单跑道小时容量与国内机场对比	6
图表 9: 亚特兰大机场和浦东机场进出港滑行时间对比	6
图表 10: 上海机场跑道端设置较多停机位	7
图表 11: 亚特兰大机场跑道端设置更多等待坪	7
图表 12: 上海机场目前仅有一组垂直联络道	7
图表 13: 亚特兰大机场共计六条垂直联络道	7
图表 14: 中国消费者奢侈品购买渠道细分	8
图表 15: 18 年国人免税消费额占奢侈品消费总额的 33%	8
图表 16: 上海机场免税消费回流空间敏感性测算（亿元）	8
图表 17: 上海机场非航占比较高	9
图表 18: 上海机场免税收入占比第一	9

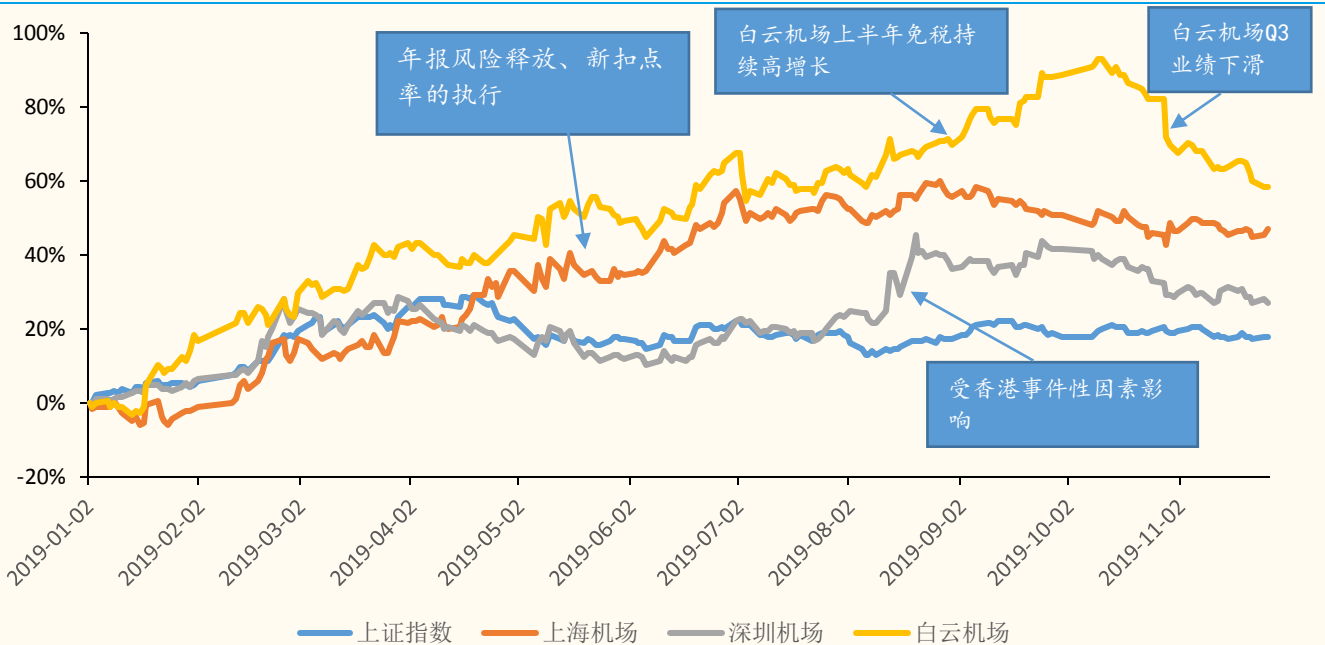
图表 19: 香港和樟宜机场运营和业绩表现.....	9
图表 20: 上机航空收费与国际对标后的情况.....	9
图表 21: 上海机场人均免税消费额全球第一.....	10
图表 22: 中国旅客在海外机场人均免税消费远高于上海机场.....	10
图表 23: 上海机场按品类拆分客单价测算.....	10
图表 24: 主要上市快递公司 19 年以来股价表现.....	11
图表 25: 快递行业件量增速预测.....	12
图表 26: 中通 19 Q2 单价降幅为近年来新低的 11.4%.....	13
图表 27: 中通 19 年件量增长提速.....	13
图表 28: 美国国内细分快递市场件量 (百万件).....	13
图表 29: 美国国内细分快递市场规模 (十亿美元).....	13
图表 30: 美国各时期三大细分快递市场规模年均增速.....	14
图表 31: 三通一达单票运输成本差距缩小.....	14
图表 32: 通达公司单票中心操作成本差距缩小在 0.06 元之内.....	14
图表 33: 三大航空公司股价复盘.....	15
图表 34: 前十大机场时刻增速.....	16
图表 35: 三大航 737 系列引进计划 系列引进计划.....	16
图表 36: 2011-2018 GDP 与 RPK 增速对比.....	17
图表 37: 固定资产投资对航空需求有一定带动作用.....	17
图表 38: 二叠纪盆地 2019 年至 2021 年拟投产的部分输油管线.....	17
图表 39: 油价上涨 20% 三大航净利润影响测算.....	18
图表 40: 2019 年以来人民币兑美元价格走势.....	18
图表 41: 2014 年以来外资持有人民币债券规模 (亿元).....	18

1. 机场：首选旅客资源变现能力更强的国际枢纽机场

1.1 行情回顾：免税业务成为影响股价表现的重要因素

- 随着免税业务的市场化招标，免税已经成为机场板块投资的新维度，对于非航业务占比高的核心枢纽机场而言，免税业务表现成为影响盈利和股价表现的重要因素。

图表 1：A 股主要上市机场股价复盘



来源：Wind，国金证券研究所

1.2 时刻：产能利用率提升，有望带动上海机场时刻提升

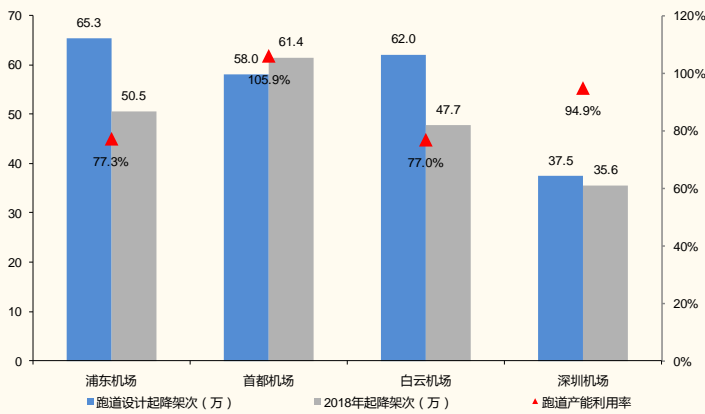
- 产能利用率、地面保障能力及空域资源的紧张程度，是影响机场新时刻投放的重要因素。其中，产能利用率最为重要，是影响时刻容量上调空间，进而决定起降架次、旅客量增速的关键指标。

航站楼及跑道产能扩建对时刻容量调整有明显的正相关性。从历史来看，深圳机场 2011 年 7 月第二跑道启用，11 月批复时刻容量调增至 34 架次，此后不断上升；白云机场 2015 年 2 月第三跑道启用，2016 年 3 月批复时刻容量调增至 71 架次（暂时执行 69 架次）。

- 航站楼率先出现瓶颈，跑道除首都机场外距瓶颈尚有空间。航站楼产能基本饱和，首都、浦东、深圳机场产能利用率均超过 100%，白云机场在 T2 航站楼投用前达 188%，投用后降至 87%，但按年均 6% 增速计算，白云机场到 2020-2021 年也将超过 100%，枢纽机场航站楼基本处于超负荷运转状态。

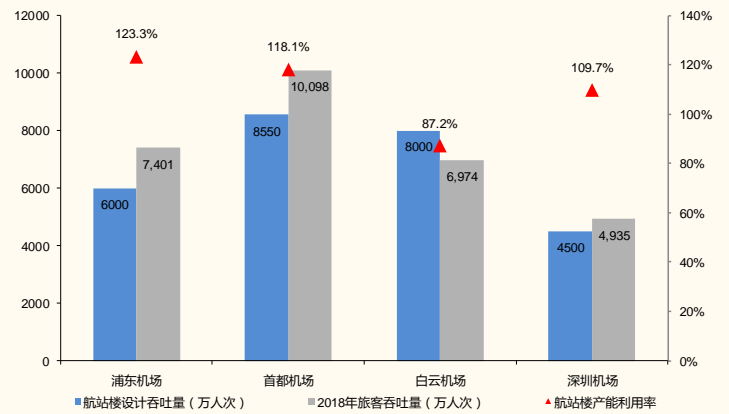
跑道方面，浦东、白云机场利用率约 80%，深圳机场 95%，首都机场超过 100%，产能饱和较为严重，但大兴机场启用后预计将明显下降。

图表 2：主要枢纽机场跑道产能利用率对比



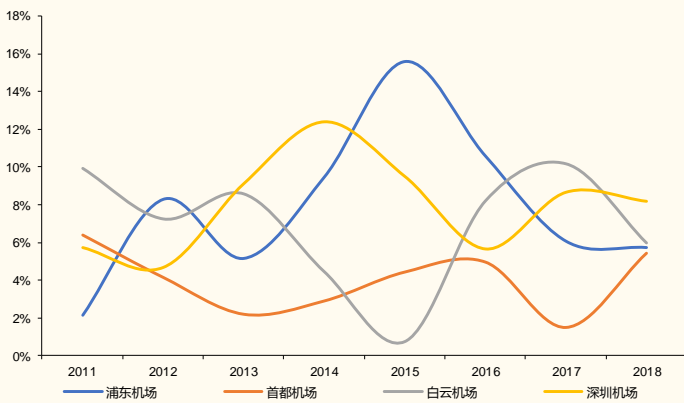
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 3：主要枢纽机场航站楼产能利用率对比



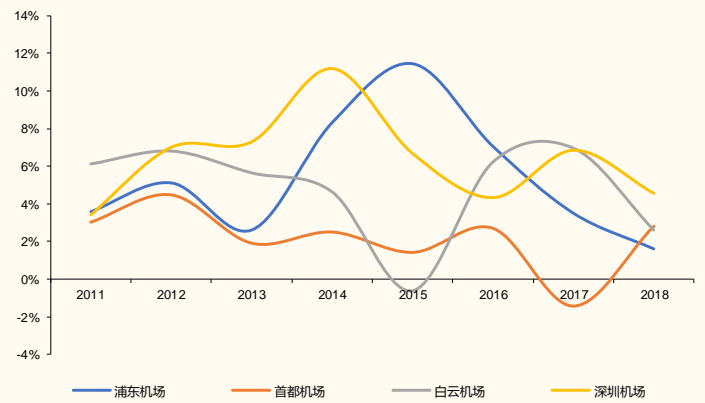
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 4：主要枢纽机场旅客吞吐量增速对比



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 5：主要枢纽机场飞机起降架次增速对比

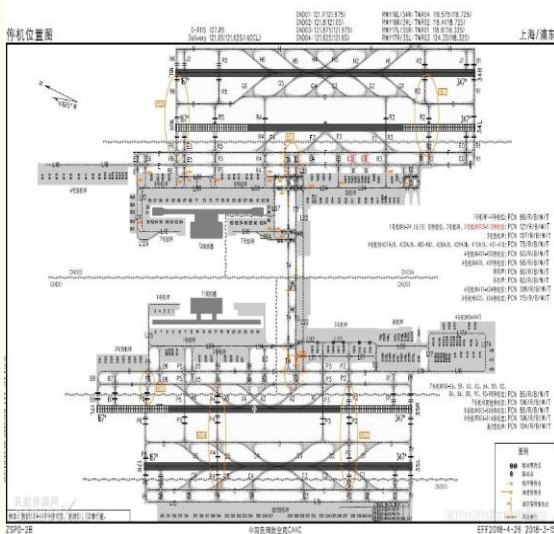


来源：公司公告，国金证券研究所

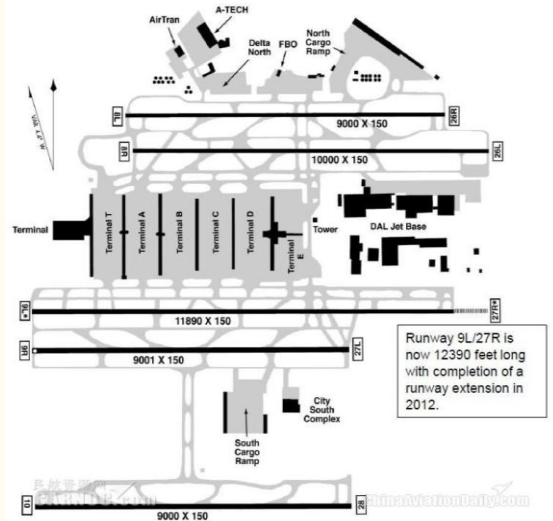
■ 上海机场卫星厅投产后有望改善运营效率，或在新航季迎来时刻增长。跑道系统、滑行道系统和站坪系统之间的运行是密不可分、彼此影响、相互制约。上海机场产能瓶颈在于：起飞等待区域的设置不合理以及垂直联络道过少导致跑道与航站楼产能不匹配。

对比上海机场与亚特兰大机场，二者在地面规划、整体布局、跑道运行策略等方面具有较高的相似性，但两个机场在跑道数量仅相差 1 条的情况下，整体运行效能上相差近 1 倍以上，地面滑行效率方面亚特兰大机场优势则更加明显。

图表 6：浦东机场停机位置图



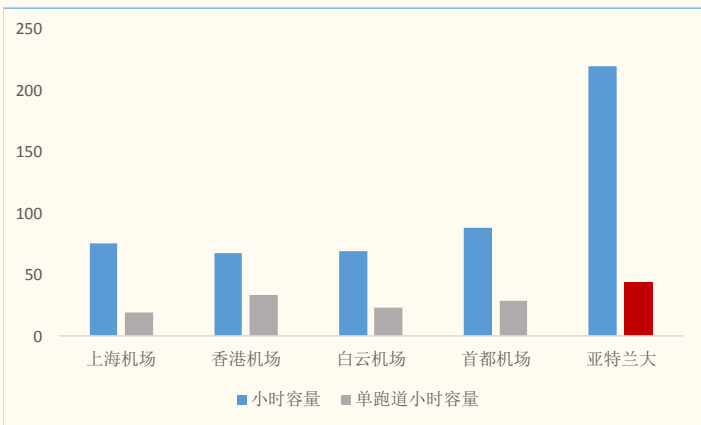
图表 7：亚特兰大机场停机位置图



来源：《中美机场滑行道系统规划对比分析》，国金证券研究所

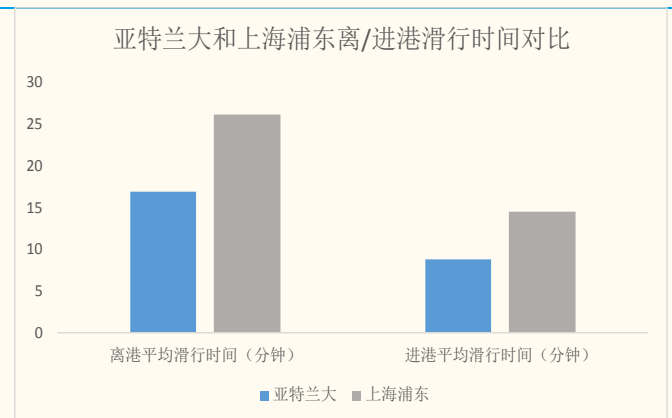
来源：《中美机场滑行道系统规划对比分析》，国金证券研究所

图表 8：亚特兰大机场小时容量/单跑道小时容量与国内机场对比



来源：Bloomberg, 国金证券研究所

图表 9：亚特兰大机场和浦东机场进出港滑行时间对比



来源：Bloomberg, 国金证券研究所

■ 运行效能的根本差异或在于空域，但滑行道系统规划和运行方面亦有影响。对比两个机场的平面布局和运行效率，我们认为两大机场运行效率的差异来源于：起飞等待区域和垂直联络道。

起飞等待区域方面：上海机场的跑道端头的机坪布局较为复杂（16R、17L、35R）跑道端两侧均布置了停机位，不利于跑道端头的运行效率提高。与之形成对比，亚特兰大机场的跑道端加宽跑道端的等待坪，避免在跑道端的两侧布局机位。

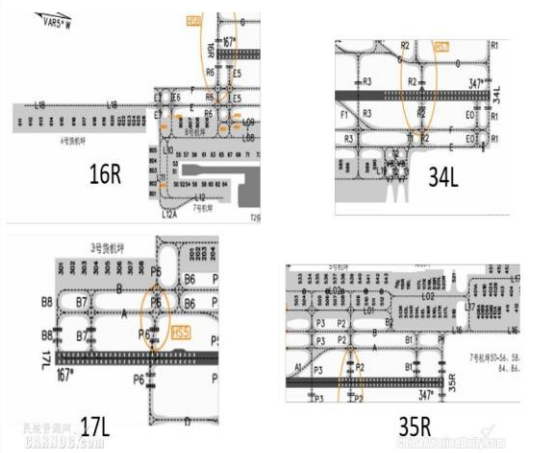
垂直联络道方面：是分流串联跑道系统与站坪系统的重要纽带。浦东机场目前只有垂直联络道 1 组，而亚特兰大机场在两组窄距平行跑道之间一共设置了 6 组垂直联络道。

浦东机场垂直联络道在数量上远低于亚特兰大机场，带来的问题是容量上对外无法匹配跑道数量，对内难以匹配停机位数量，不仅无法疏散跑道间往返和停机位进出航班流，反而形成聚合效应产生拥堵。

卫星厅投产后，将新增加 83 座登机桥和一组垂直联络滑行道，提高跑道运营效率。卫星厅投产后，将新增加 83 座登机桥和一组垂直联络滑行道：其中 45 个是可转换桥位，则 83 个登机桥最多可以组合出 125 个停机位。

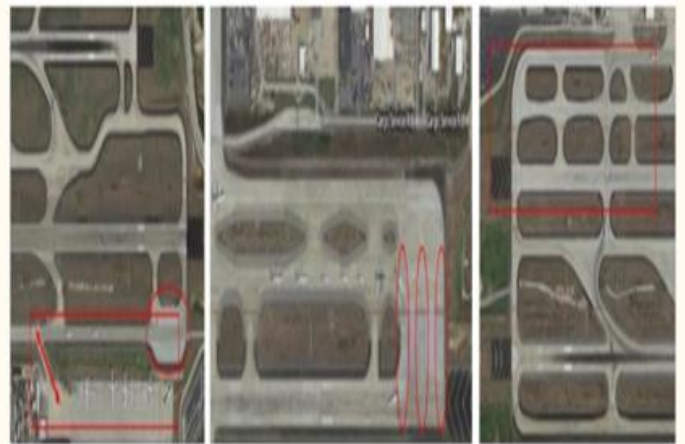
而新增加一组垂直联络滑行道可有效疏散跑道间往返和停机位进出航班流,缩短滑行距离时间。

图表 10: 上海机场跑道端设置较多停机位



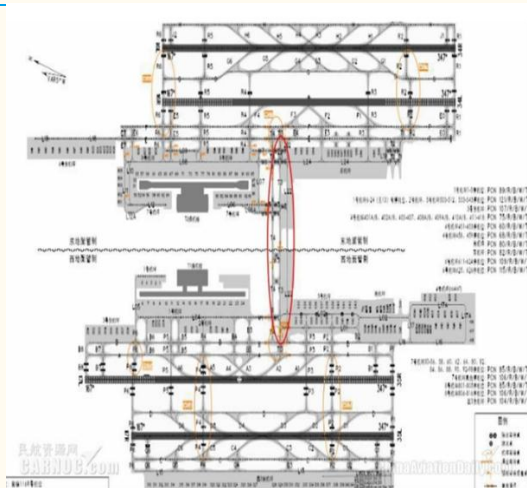
来源: 民航资源网, 国金证券研究所

图表 11: 亚特兰大机场跑道端设置更多等待坪



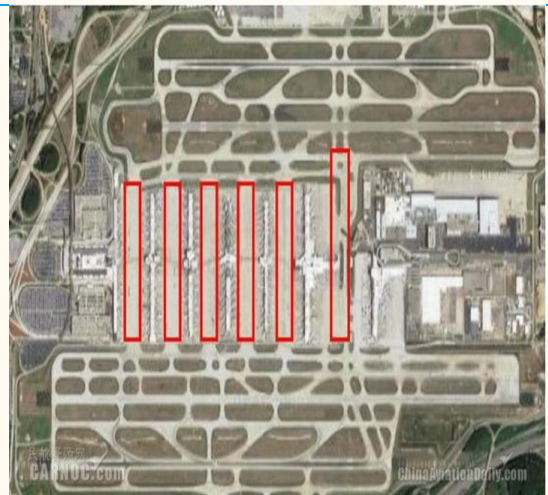
来源: 民航资源网, 国金证券研究所

图表 12: 上海机场目前仅有一组垂直联络道



来源: 民航资源网, 国金证券研究所

图表 13: 亚特兰大机场共计六条垂直联络道

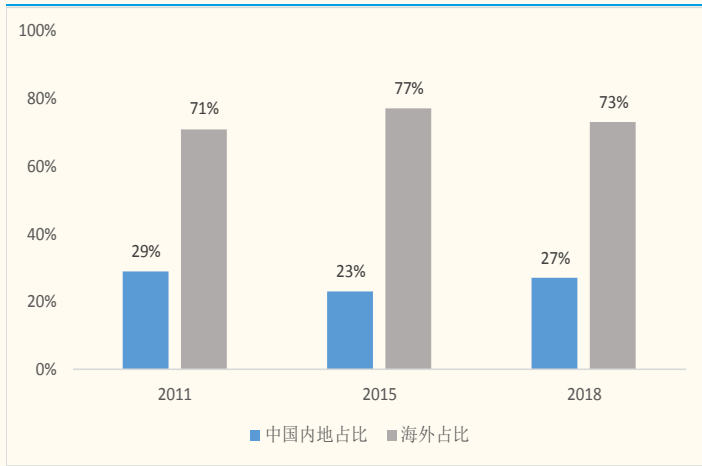


来源: 民航资源网, 国金证券研究所

1.3 枢纽机场免税回流空间几何?

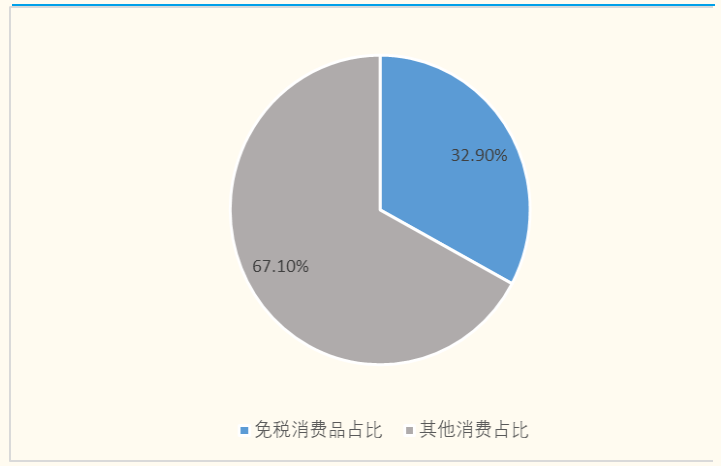
- 中国居民在海外的奢侈品购买金额是免税回流空间测算的较好统计口径。我们在计算海外消费回流空间时, 需要考虑三个统计口径, 包括: 1) 2018 年中国人境外免税品购买规模为 1800 亿元 (vs 国内近 400 亿元); 2) 2018 年中国人奢侈品购物金额为 860 亿欧元, 其中境外消费占比超过 70%, 约为 630 亿欧元, 对应近 5000 亿元; 3) 2018 年中国人境外购物消费额超过 2000 亿美元。
- 考虑到国人海外奢侈品消费很大一部分也是基于价格优势所致, 这部分其实也是吸引回流的潜在客群, 因此空间测算上应更靠近第二个市场规模, 即静态地看海外消费回流空间更贴近 5000 亿元。

图表 14：中国消费者奢侈品购买渠道细分



来源：公开资料整理，国金证券研究所

图表 15：18 年国人免税消费额占奢侈品消费总额的 33%



来源：公开资料整理，国金证券研究所

- 目前，国内 400 亿免税销售额中，日上上海 120 亿约占 30%，假设未来回流过程中这一比例保持不变，则可以测算出上海整体免税消费回流空间；再根据市内店和机场店的比例变化，可以测算出未来上机合理的免税承接回流的空間在 150-300 亿元。
- 此外，如果动态地看假设还有 CAGR10%的消费增长，则到 2025 年的空间为 300-600 亿元，因此我们认为 2025 年上海机场 300 亿元免税销售额是一个合理偏下限的值。

图表 16：上海机场免税消费回流空间敏感性测算（亿元）

		回流比例			
		10%	20%	30%	40%
机场店占比	80%	120	240	360	480
	70%	105	210	315	420
	60%	90	180	270	360
	50%	75	150	225	300
	40%	60	120	180	240

来源：WIND，国金证券研究所

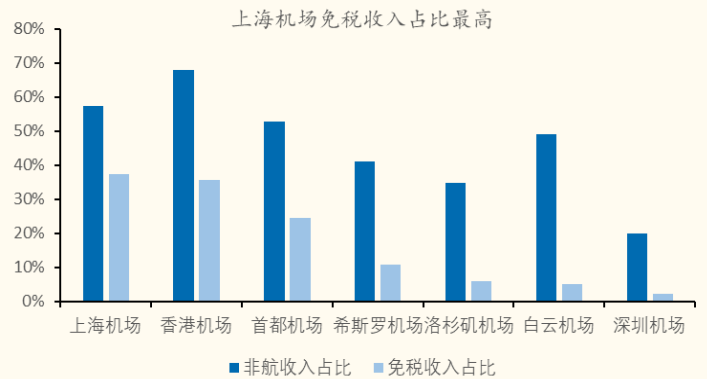
1.4 对标国际机场：统计口径差异导致我国枢纽机场非航收入空间存在误判

- 上海机场的非航收入占比 57.4% 全球领先、免税收入占比 37.5%，全球第一，未来成长空间在哪里？
- **航空性收入收费标准不同，导致非航收入占比被高估。**由于国内机场航空性收费实行价格管制，收费标准较低：国内机场（民航局口径）内航内线的收费水平大幅低于国际一流机场收费水平：一类 1 级机场，即首都机场、上海机场、白云机场，内线收费水平仅为香港机场收费水平的约 30%，外线收费水平仅为香港机场收费水平的约 50%。
- 根据比例同等扩大航空性收入，能得到更准确的非航收入占比。我们选取香港机场和樟宜机场作为参考，计算出平均每架次飞机航空性收入，再把上机的航空性收入按照此比例扩大后可以看到，上海机场的非航收入占比从 57.38% 分别下降到约 43%、免税收入占比约 28%，处于平均水平范围内。

图表 17: 上海机场非航占比较高

	2017	2018
机场免税销售额 (亿元)	82	115
人均消费额 (元)	236.21	319.37
国际旅客吞吐量 (万人)	2843.75	3094.43
非航占比	53.81%	57.38%
免税占比	32.43%	37.52%

图表 18: 上海机场免税收入占比第一



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 19: 香港和樟宜机场运营和业绩表现

	航空性收入 (亿元)	飞机起降架次 (万架次)	非航收入占比	航空性收入/起降架次 (万/次)	
香港机场	2017	52.8	41	65.95%	1.29
	2018	61.2	42.3	68.22%	1.45
樟宜机场	2017	43.3	37.32	61.38%	1.16
	2018	51.5	38.6	60.72%	1.34
上海机场	2017	37.2	49.7	53.81%	0.75
	2018	39.7	50.5	57.38%	0.79

来源: 公司公告, 国金证券研究所

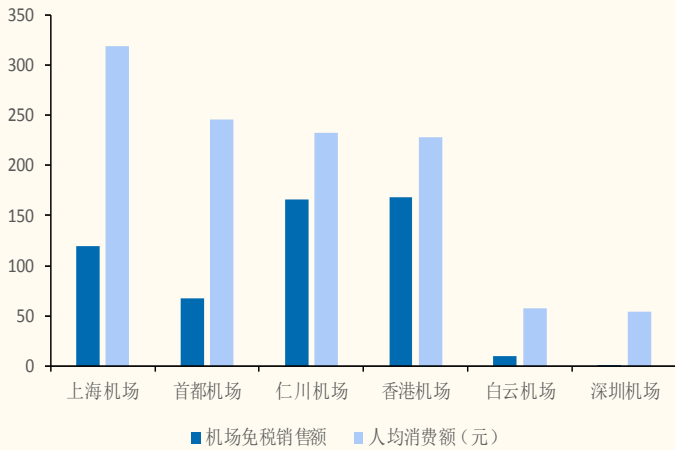
图表 20: 上机航空收费与国际对标后的情况

	调整后航空性收入 (亿元)	调整后营业收入 (亿元)	调整后非航收入占比	调整后免税收入占比	
依据香港机场情况调整	2017	64	108	40.67%	25.60%
	2018	73	126.5	42.23%	27.60%
依据樟宜机场情况调整	2017	57.6	101.5	43.20%	27.20%
	2018	67.4	120.8	44.20%	28.90%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

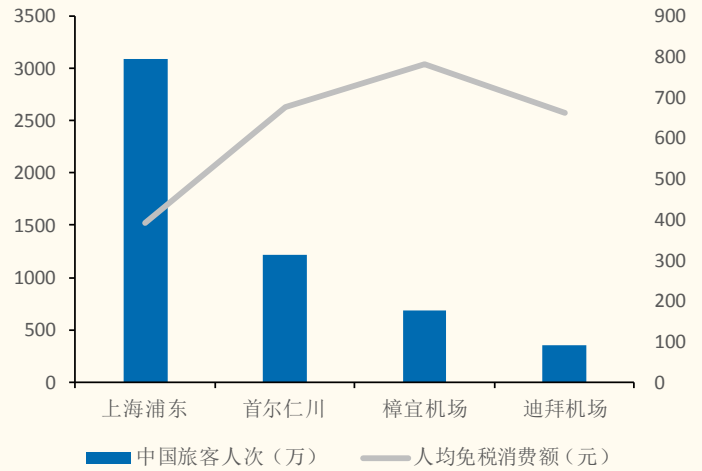
- 上海机场人均免税销售额超过 300 元, 已经处于全球第一, 未来空间在哪里?
- 以出入境总旅客数来计算客单价实则抹去了购买转化率这一指标。我们在调研中, 了解到目前上机购买转化率约 20%, 对应实际客单价 1500 元左右。对标韩国, 仁川机场本国旅客购买转化率在 30%左右、中国人在韩国购买客单价高达 1.2 万元, 仍有很大成长空间。
- 此外, 目前全球免税基本由中国旅客驱动, 仁川、泰国机场的免税高增长都是由中国出入境旅客高增带来, 而出入境中内地旅客占比超过 80%的上机, 其客单当然应该远领先其他机场。

图表 21: 上海机场人均免税消费额全球第一



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 22: 中国旅客在海外机场人均免税消费远高于上海机场



来源: 公司公告, 国金证券研究所

■ **量价分析: 上海机场卫星厅将会开设大量精品店, 带来客单持续提升。**

我们认为, 精品店开设的意义不仅在于提客单, 还能使上机的免税经营摆脱单纯依赖香化(目前占比 85%)而与电商、市内店激烈竞争的局面, 能形成更高端的差异化竞争。

参考目前仁川机场本国旅客 30%的购买渗透率, 上机 2025 年购买转化率为 27.5% (假设市内店对机场的影响指标主要在购买旅客量(购买转化率)上, 即转化率提升速度较慢), 假设 2025 年客单价达到 2000 元(对应客单的 CAGR 增速为 4.5%), 则综合测算 2025 年上机对应的免税销售额为 290 亿元, CAGR 增速为 14.6%, 而对应的保底租金增速为 9%。

图表 23: 上海机场按品类拆分客单价测算

	香化占比	客单 (元)	精品百货	客单 (元)	烟酒	客单 (元)	综合客单 (元)
2018	85%	1400	3.50%	3000	11.50%	1500	1460
2022	80%	1350	10%	3500	10%	1500	1580
2025	74%	1300	18%	4000	8%	1500	1830

来源: 公司公告, 国金证券研究所

1.5 个股推荐: 首推上海机场, 关注首都机场

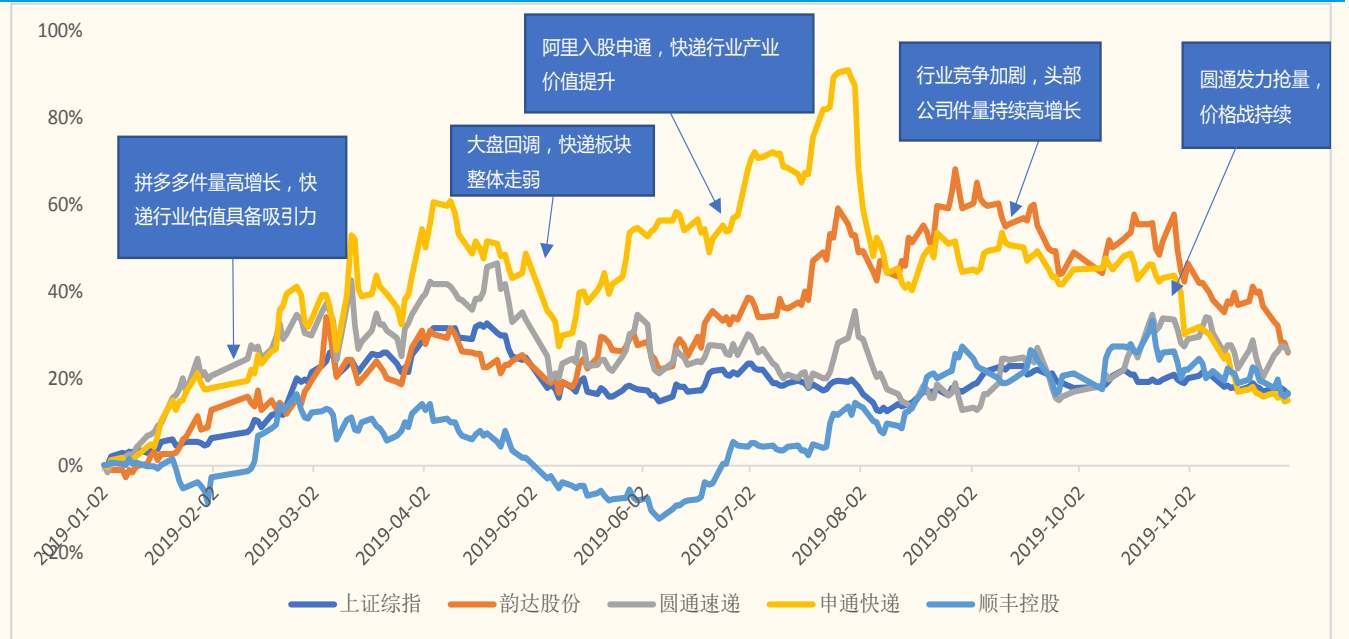
- 我们重点推荐上海机场, 随着机场非航收入占比不断提升, 免税业务收入将成为未来机场收入增长的重要引擎。我们认为随着出境客流和免税低基数、折旧同比效应消失, 基本面的拐点或在 2020 年 Q3 季度出现。关注首都机场, 看好大兴机场分流后首都机场航线结构的优化和长期免税成长空间。

2. 快递：在高成长的行业寻找网络效率最优的公司

2.1 行情回顾：个股整体跑赢市场，板块“市值效应”明显

- 19 年至今，快递板块个股整体跑赢市场，其中尤以中通韵达等头部公司跑赢更多。驱动因素包括：1) 件量增速超预期；2) 电商平台竞争加剧，提升快递行业产业价值；3) 龙头规模优势明显，带动成本持续下行。

图表 24：主要上市快递公司 19 年以来股价表现



来源：公司公告，国金证券研究所

2.2 拼多多领跑下沉市场，快递高增速有望延续

- **时势造就拼多多**。电商行业成长的本质在于在供需的不断配与适配之间呈现螺旋式发展。从“货品多样性”、到“购物性价比选择”再到“好货精准推荐”和“个性化场景推荐”，用户的需求不断变化的同时，电商行业也在不断推陈出新。电商 3.0 时代，我们认为行业面临着新一轮的供需错配，现有的平台和自营模式已很难一站式全面覆盖到日趋碎片化的用户场景。

凭借：1) 基于人性打造激励体系 2) 低价包邮促转化 3) 微信流量东风加持 4) 创始人特质决定精益化成长轨迹，拼多多回归理性、另辟蹊径：借微信下沉流量东风和电商基础设施的成熟，通过巨头释放的溢出效应敏锐捕捉到错配需求，摸索出下沉市场成功路径，巧妙实现弯道超车。

- **预计电商件快递市场未来 3 年保持 20% 增速**。未来快递行业增量空间来自于：1) 低线城市电商人群渗透空间（约有 2.5 亿人）；2) 网购频次提升（包括网购代替线下和人均购买频次提升）。我们根据电商行业 GMV 测算未来 3 年电商件复合增速约为 20% 左右，2023 年业务量规模达 1068 亿。

图表 25：快递行业件量增速预测

单位: 亿	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
全国快递业务量	312.8	400.6	507.1	637.6	774.2	903.6	1044.0	1189.2
yoy	51%	28%	27%	26%	21%	17%	16%	14%
国内快递业务量	306.6	392.3	496.0	623.3	755.8	880.6	1015.9	1156.1
yoy	52%	28%	26%	26%	21%	17%	15%	14%
电商GMV	47000	62000	80000	102488	128961	159474	194541	234109
yoy	24%	32%	29%	28%	26%	24%	22%	20%
电商件	263.7	343.3	440.5	561.6	687.6	805.6	934.2	1067.9
yoy	57%	30%	28%	27%	22%	17%	16%	14%
GMV/快递量	178	181	182	182	188	198	208	219
拼多多快递量	3.2	29.7	70.4	134.8	198.4	251.0	310.9	376.3
yoy		822%	137%	91%	47%	27%	24%	21%
拼多多GMV	100	1412	4717	11321	19245	28868	40415	54561
yoy			234%	140%	70%	50%	40%	35%
非拼多多快递量	260.5	313.6	370.1	427	489	555	623	692
yoy	55%	20%	18%	15%	15%	13%	12%	11%
淘宝天猫+其他电商GMV	46900	60588	75283	91167	109716	130606	154126	179549
yoy	23%	29%	24%	21%	20%	19%	18%	16%
GMV/快递量	180	193	203	214	224	235	247	260
淘宝天猫GMV	37670	48200	57270	67750	79742	93139	108041	124247
yoy	28%	28.0%	18.8%	18.3%	17.7%	16.8%	16.0%	15.0%
其他电商GMV	9230	12388	18013	23417	29974	37467	46084	55301
yoy	9%	34%	45%	30%	28%	25%	23%	20%
商务件	42.9	49.0	55.6	61.7	68.1	75.0	81.7	88.2
yoy	25%	14%	13%	11%	11%	10%	9%	8%
国际/港澳台快递业务递量	6.2	8.3	11.1	14.4	18.4	23.0	28.1	33.1
yoy	41%	34%	33%	30%	28%	25%	22%	18%

来源：公司公告，国金证券研究所

2.3 竞争：价格战由二三线主导向龙头主导转变

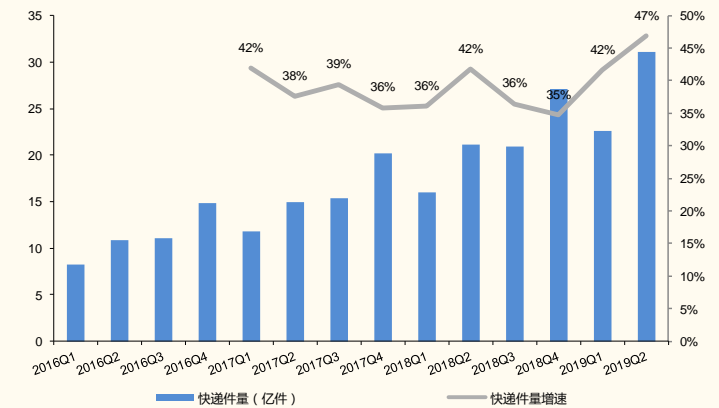
- 价格战的发起者由二三线快递企业向一线企业转变，行业集中度快速提升。中通今年初向市场发出信号，件量增速目标从超出行业 10pct 提高到 15pct，随之而来的是强势、积极的价格策略。截至 19Q3 季度，CR5（件量口径）接近 72.2%，较 18 年提升 7.5pct，二三线快递退出留下的市场份额基本瓜分殆尽。

图表 26: 中通 19Q2 单价降幅为近年来新低的 11.4%



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 27: 中通 19 年件量增长提速

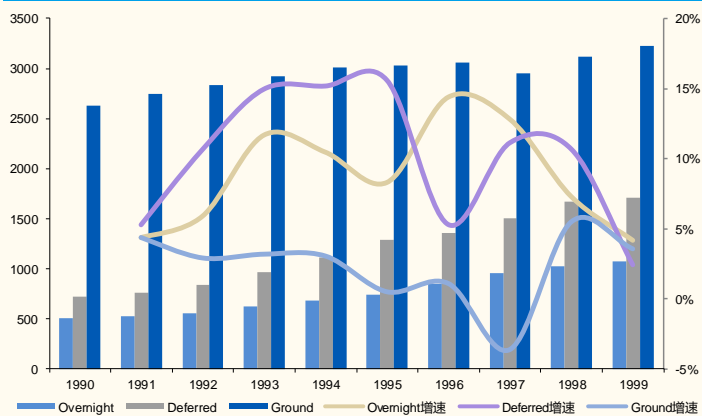


来源: 公司公告, 国金证券研究所

■ 一线企业价格战或更加常态化, 竞争焦点由干线向末端转移。美国快递 1982、1992 年的两轮价格战均由 UPS 发起并由其终止, 价格战第 5 年就有末位公司出局, 耗时 10 年 CR3 达 70%, 可以说是最快最有效的出清方式。与美国相比, 1) 中国电商市场更大的市场空间; 2) 加盟制快递企业更好的现金流表现 (客户多为小 B, 账期短)、更低的现金保本点; 3) 总部公司更加明显的规模效应, 使得一线快递企业的竞争更加常态化。(详见行业报告:《复盘美国快递行业价格战始末, 以史为镜映照几何?》)

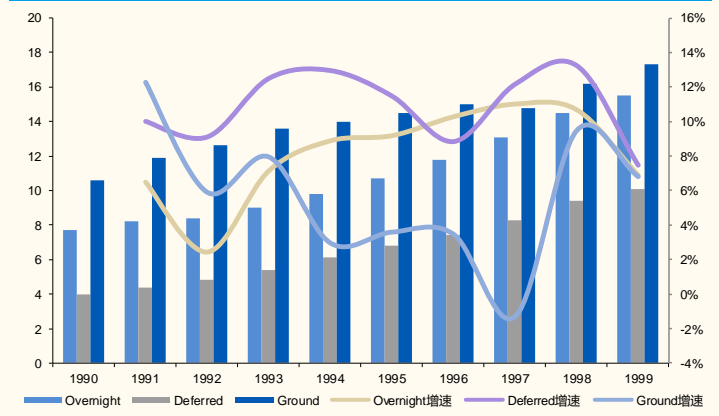
基于成本优化的价格战, 正逐渐从干线到末端转移。我们将降低成本的路径归为两方面: 一方面来自于产能要素的投入、新技术的创新带来的规模效应, 另一方面则来自于精细化管理和网络运营效率的提升降低单位变动成本。前者的比较优势源于产能和技术投入, 后者的比较优势则源于制度和运营, 网络运营的稳定性和效率牵一发而动全身。

图表 28: 美国国内细分快递市场件量 (百万件)



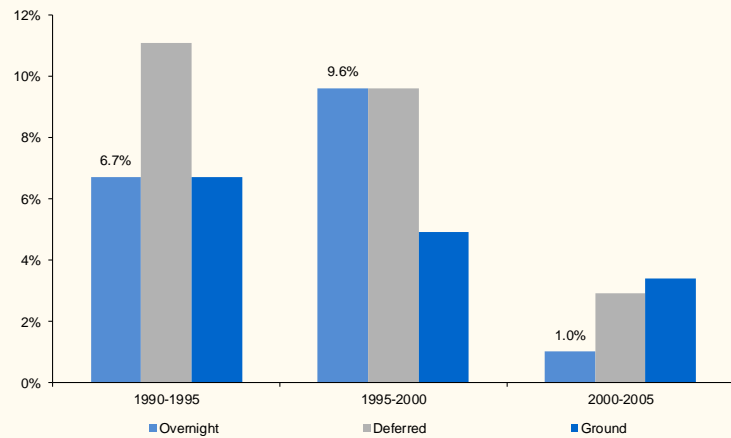
来源: SJ Consulting Group, 国金证券研究所

图表 29: 美国国内细分快递市场规模 (十亿美元)



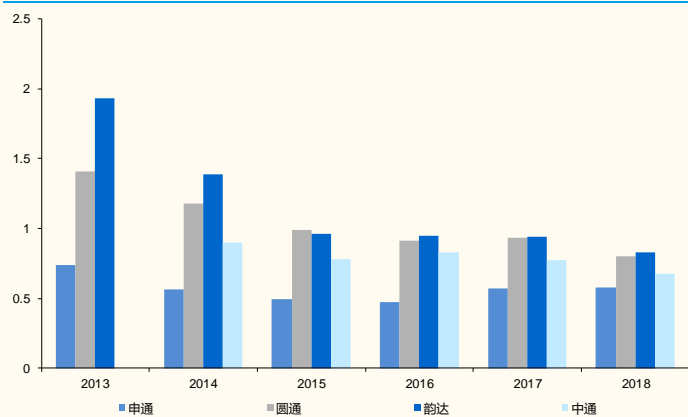
来源: SJ Consulting Group, 国金证券研究所

图表 30: 美国各时期三大细分快递市场规模年均增速



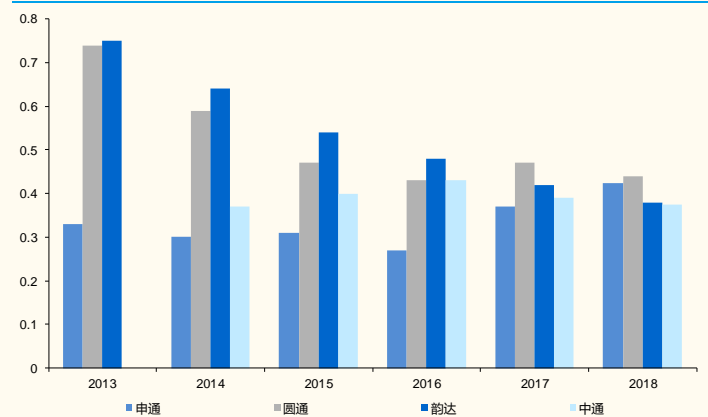
来源: SJ Consulting Group, 国金证券研究所

图表 31: 三通一达单票运输成本差距缩小



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 32: 通达公司单票中心操作成本差距缩小在 0.06 元之内



来源: 国金证券研究所

2.4 相对估值: 建议交易区间 20-30xPE, 即期风险收益比具备吸引力

- **快递是能够诞生大市值的好生意。**大空间、规模效应以及高壁垒是诞生大市值业态的必要条件, 快递均满足。迄今为止, 我们尚未观察到通达系企业盈利的周期性变化。我们认为, 当前中国快递行业正处于由寡头竞争向寡头垄断过渡的初步阶段。特殊的加盟和包邮制度, 在成就全球最大网购市场的同时, 也表现出更好的现金流、更低的现金保本点等财务特征。综合考虑以上因素, 我们认为中国快递行业的价格战或许会更加常态化。
- **相对估值: 建议交易区间 20-30xPE, 即期风险收益比具备吸引力。**

竞争格局的不确定性, 加大了资本市场对于通达公司现金流预测的难度。相对估值的本质是一个选美游戏。我们分析连锁消费企业不同业态的不同估值, 当前估值: 海天 (60xPE) > 伊利 (25xPE) > 永辉 (37xPE) > 众信 (19xPE) > 首旅 (18xPE) > 老板电器 (17xPE) > 格力 (12xPE)。快递行业空间大、扩张的边际成本低、周期性弱, 但资产的专用化程度低、定价权弱, 合理估值区间理应介于永辉 (大空间、规模效应、高壁垒) 和众信 (大空间、规模效应弱、进入壁垒低)、首旅 (大空间、规模效应中等、进入壁垒低) 之间, 建议交易区间 20-30xPE。

2.5 个股推荐：首推中通快递、韵达股份，关注圆通速递

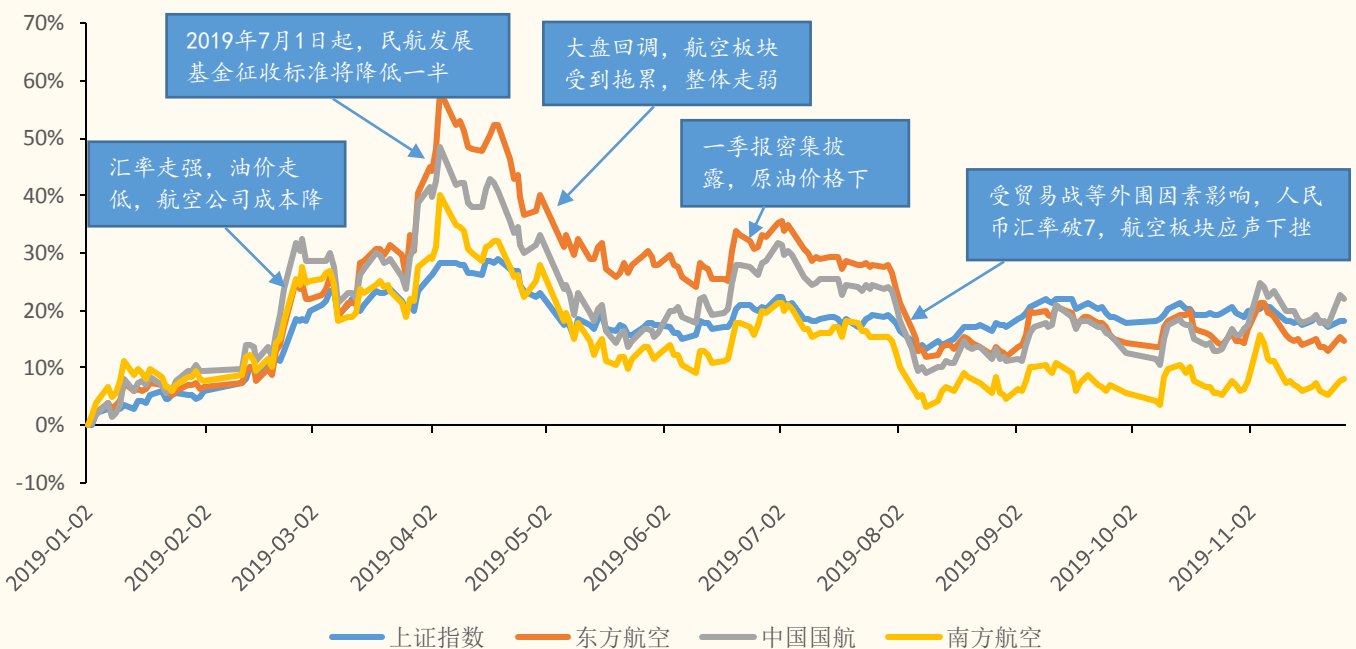
- 我们重点推荐中通快递和韵达股份，两家公司分别通过股东分管模式和网格化网点模式提升网络运营效率，精细化管理和网络效率的提升降低单票变动成本，未来有望加速提升市场份额，逐步释放价格弹性。我们建议关注圆通速递，公司今年以来持续优化加盟商网络，并带动服务质量和成本优化的明显改善，存在估值修复空间。

3. 航空：外部扰动或改善，静待供需格局反转

3.1 行情回顾：需求下行，汇率波动扰动股价表现

- 航空属于周期性行业，是供需、油价、汇率三重周期叠加的结果。年初至今，宏观经济下行致使航空需求不振，中美贸易摩擦致使人民币贬值，双重利空使得航空板块在 2019 年初至今跑输沪深 300 指数 25pct。

图表 33：三大航空公司股价复盘



来源：Wind，国金证券研究所

3.2 优质供给释放在即，供需格局有望好转

- 展望 2020 年，供给侧改革逻辑趋严但结构有望优化、经济触底预期增强带动需求触底回升，行业供需格局有望反转。
- 从供给端看，2019 年波音 737MAX 事件对于航空供给的影响或在 2020Q2 更为明显，主要是由于飞机生产周期和审核程序的交错。假设 737MAX 的审核能够在 2019 年四季度顺利完成，那么原计划在 2019 年四季度交付三大航的 84 架 737MAX 最早也要到明年年中才能下线（假设总装线生产周期半年），而这部分缺口很难在短时间内从空客得到弥补。尽管波音公司称在进展顺利的情况下，可能于 2020 年 12 月恢复交付，但由于中国民航局尚未明确何时才能结束审查并颁发认可批准，我们认为我国航空公司从重新开始制定 737MAX 运行计划到恢复未交付的订单，时间上大概率需要延后到 2020 年中旬。因此，随着明年夏秋航季的到来，航空供给的缺口在第二季度或更为明显。
- 新航季控总量政策不变。从 19-20 年冬春航季航班计划来看，同比增速进一步放缓至 5.8%。整体而言，冬春航季局方控总量政策持续，国内及港澳台地区线同比增速放缓、国际线加快。

一线机场产能投产，时刻质量和结构有望改善。随着一线机场（广州白云、上海机场卫星厅、北京大兴机场）相继投产新产能，此前更加繁忙的主协调机场的流量增速有望提升，供给结构优化带来航空业盈利能力提升。展望 2020 年，我们认为一线相关航线的比例上升有望成为航空公司航线结构改善和票价结构改善最关键的因素。

- B 端商务出行构成航空主要需求来源。作为商务等高端出行的首选方式，航空需求增速与 GDP 增速比例关系较为固定，民航旅客周转量增速/GDP 增速基本落在 1.4-2.0 的范围内。过去十年航空业 RPK 对 GDP 的平均弹性系数为 1.7，若 2020 年 GDP 增速为 6.0，对应 RPK 增速有望达到 10.2%。

图表 34：前十大机场时刻增速

	19年冬春	19年夏秋	18年冬春	18年夏秋	17年冬春	17年夏秋	16年冬春
北京/首都	-4.80%	0.14%	-0.52%	-0.59%	-0.09%	1.45%	1.49%
上海/浦东	-0.51%	0.61%	-0.75%	0.13%	3.97%	3.54%	1.54%
广州/白云	6.84%	6.48%	1.90%	1.74%	6.43%	5.54%	3.47%
成都/双流	3.73%	4.95%	5.46%	5.39%	7.59%	5.52%	2.66%
深圳/宝安	5.65%	5.64%	2.64%	2.41%	5.21%	5.48%	2.50%
昆明/长水	1.85%	0.74%	0.19%	3.64%	13.19%	10.13%	2.15%
上海/虹桥	2.66%	0.04%	0.19%	-0.27%	-0.38%	-0.42%	-0.23%
西安/咸阳	3.94%	5.41%	5.82%	3.75%	14.52%	12.74%	0.70%
重庆/江北	1.99%	8.15%	8.93%	3.17%	4.89%	1.03%	1.76%
杭州/萧山	0.52%	2.27%	2.78%	1.39%	9.54%	1.79%	0.11%
其他机场	8.02%	12.15%	9.47%	8.06%	21.27%	9.53%	1.30%

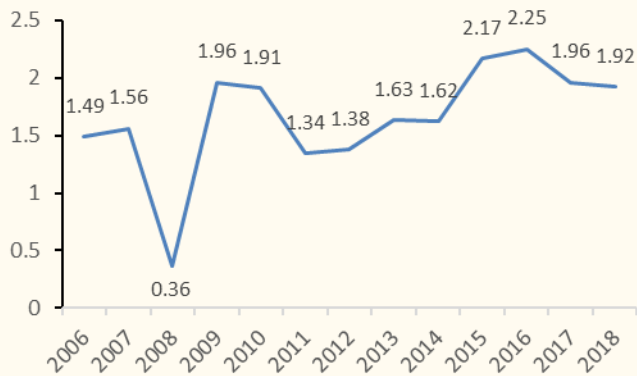
来源：pre-flight，国金证券研究所

图表 35：三大航 737 系列引进计划系列引进计划

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
中国国航						
引进	21	24	25	32	33	5
退出	10	18	11	11	3	0
净增加	11	6	14	21	30	5
中国国航						
引进	29	50	61	45	51	25
退出	5	12	14	2	2	0
净增加	24	38	47	43	49	25
中国国航						
引进	35	35	37	24	24	12
退出	12	15	1	0	10	10
净增加	23	20	36	24	14	2
三大航737MAX						
计划引进				88	108	42
已交付				4	-	-
待交付				84	108	42
待交付737MAX相当于2018年末全行业机队规模比例				2.3%	3.0%	1.2%

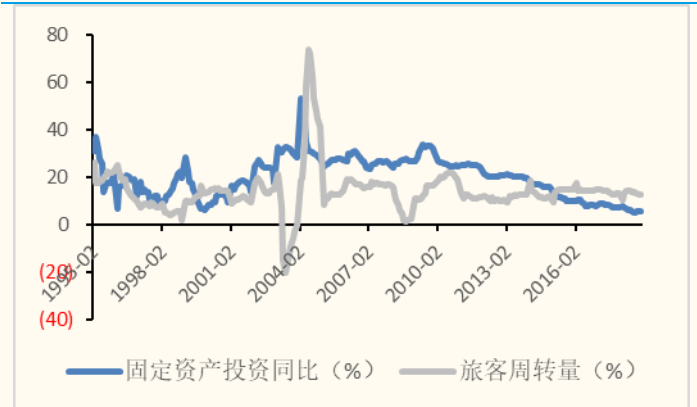
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 36: 2011-2018 GDP 与 RPK 增速对比



来源: WIND, 国金证券研究所

图表 37: 固定资产投资对航空需求有一定带动作用



来源: WIND, 国金证券研究所

- **油价: 短期宽幅震荡, 长期有望下行。**19 年上半年, 国际油价呈现先仰后抑的走势。1-4 月国际油价单边上行, 一是由于 2018 年四季度国际油价出现断崖式下跌, 超跌之后有企稳反弹的需求; 二是由于 OPEC 与减产联盟于 2018 年底达成新一轮减产协议, 且执行力度超出市场预期, 对油价回升提供了较强支撑。进入下半年, 中美贸易谈判举步维艰、沙特阿美原油处理设施遇袭、伊朗石油出口全面受限等不稳定因素使得原油期货价格在 60-70 美元区间大幅震荡, 面临方向选择。展望 2020 年, 美国二叠纪页岩油产能有望在新建或扩建基础设施的帮助下进一步扩大, 巴西的石油产量有望保持增长, 中美贸易争端增加了全球经济增长放缓的可能性, 尽管 OPEC 开启了新一轮的减产协议, 但是由于欧洲国家对于石油的需求停滞不前, 亚洲主要石油进口国需求增长的概率较低, 市场整体将呈现供大于求的格局, 长期来看油价有望下行。

图表 38: 二叠纪盆地 2019 至 2021 年拟投产的部分输油管线

管道名称	新建/扩建	新增运能 (万桶/天)	投产时间
Basinsunrise	扩建	12	2019年Q1 (已投产)
EPDNGL管道转换	改建	20	2019年4月 (已投产)
Cactus2	新建	67	2019年Q3 (部分投油)
GrayOak	新建	90	2019年Q4
EPIC	新建	59	2020年Q1
Jupiter	新建	100	2020年Q4
PermianPipeline	新建	100	2021年H1
合计	-	448	-

来源: 公开资料整理, 国金证券研究所

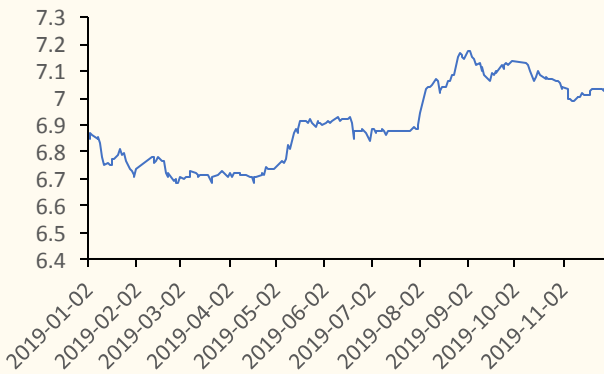
图表 39：油价下降 10%对三大航净利润影响测算

	中国国航	南方航空	东方航空
2018年耗油量(万吨)	742	859	680
2018年航空煤油进口到岸完税价格均价(元/吨)	5389		
航油均价下降10%(元/吨)	4850		
预计2019年航油成本下降(百万元)	1386	1480	1055
税率	25%		
2018年净利润(百万元)	8201	3456	2941
净利润敏感性	12.7%	32.1%	26.9%

来源：公开资料，国金证券研究所

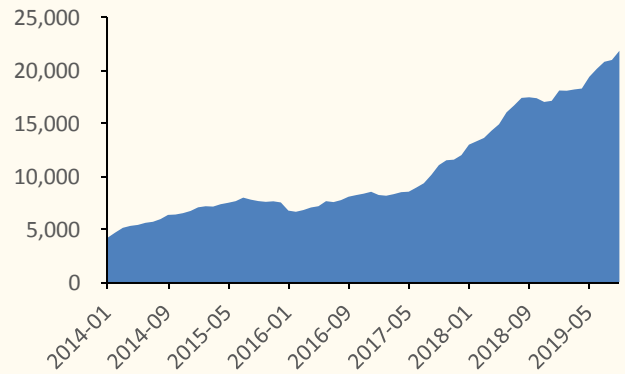
- **汇率：“破 7”后走势趋稳，扰动或减弱。**19 年下半年，在中美贸易摩擦不断加剧的背景下，人民币兑美元持续走弱，并于 8 月跌破重要整数关口“7”，市场对于人民币进一步贬值的预期升温，境外机构对境内债券购买需求减弱。但随后人民币却保持了相对稳健的走势，并且重新回到“7”以下，缓解了市场对于政府主动引导人民币贬值的担忧，境外投资者又重启了对于中国债市的配置。展望 2020 年，在中美利差持续处于较高水平、中国政府不断扩大对外开放程度、鼓励外资流入资本市场以及中国经济下行担忧放缓的背景下，人民币资产的吸引力将不断增强，境外资本对股债市场的投资，逐渐成为中国国际收支的重要组成部分，对人民币汇率形成支撑。同时，随着美联储开启新一轮扩表、减税政策对美国经济的刺激作用逐步消退以及特朗普政府企图通过扩大出口来为 2020 年大选造势，美元“筑顶”的趋势越发明显，走弱概率不断增强。综合以上两点，我们认为 2020 年，人民币汇率有望实现稳重有升。

图表 40：2019 年以来人民币兑美元价格走势



来源：Wind，国金证券研究所

图表 41：2014 年以来外资持有人民币债券规模(亿元)



来源：Wind，国金证券研究所

3.3 个股建议：重点推荐春秋航空、吉祥航空

- 我们重点推荐**春秋航空、吉祥航空**，看好低成本航空公司的成长性，受益于持续领先行业的收益水平以及高于三大航的业绩增速，低成本航空公司借助优异的成本管控和优质时刻积累，有望实现超额 α 收益。
- 我们建议关注**东方航空、中国国航和南方航空**，看好航空供给收缩、波音 737MAX 事件影响逐步显现、宏观经济企稳叠加一线机场产能扩大等因素带动的行业利润水平好转，同时在国际油价有望震荡下行、人民币汇率趋稳的双重作用下，三大航经营成本有望进一步降低，或在 2020 年 Q2 出现业绩拐点，整体盈利能力出现明显回升。

风险提示

- 宏观经济持续下滑，致使航空需求不达预期。
- 人民币汇率波动产生汇兑损益。
- 燃油价格对运输成本的冲击。
- 电商增速大幅下滑。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH