

# 交通运输行业

## 2020 年投资策略：选优质赛道，择精细管理

### 核心观点：

- **上海机场：三重要素低点，从香化到精品再跨越。**考虑到收入端免税销售额降速，成本端卫星厅投产冲击；预计上海机场将在 19Q3-20Q1 迎来免税、业绩、预期的三重低点，伴随着免税扰动的逐步消除以及多次换季后卫星厅人流改善，公司业绩将于 2020 年 Q2 重新步入改善通道。精品开发将成日上在上海机场卫星厅的重大战略方向，预计精品店将在 2020 年底逐步开启。
- **航空：2019 弱需求+强外部扰动（汇率贬值），2020 年估值具备吸引力，向上待需求转暖。**根据 19-20 年冬春航季的调控思路，2020 年可见的是供给调控逻辑持续兑现；弱需求的改善需等待宏观信号，当前板块估值完全包含弱需求与外部冲击预期处于历史底部区域；重点关注：南方航空、中国南方航空股份、吉祥航空；建议关注：春秋航空。
- **快递：格局分化在即，龙头演绎强者恒强。**2019 年中小快递纷纷退出，头部六家快递的份额与利润增速均明显分化。2020 年将是龙头（CR6）正面交锋之年，业务增速分化将加速格局集中。存量博弈下，成本对价格策略的制约加强，份额竞争需要更依赖总部对末端的赋能。龙头现金尚且充裕，行业增速仍在 20% 左右，短期出清不易。三通一达的产能投放和优化节奏不同，价格策略存在季节性差异，格局会有阶段性调整；韵达、中通具备成本和现金流的核心壁垒，突围潜力较大，具备长期配置价值；重点关注：韵达股份、圆通速递；建议关注：中通快递。
- **高速：三因素筛选优质标的，关注取消省站政策落地影响。**2020 年是 ETC 推广及货车收费调整等政策的落地元年，预计政策变化带来的收入增长压力将主要体现在上半年，龙头路企的防御性相对更强。从再投资能力、盈利稳定性和股利支付率三因素来看，2020 年可关注盈利表现稳定的龙头路企，如宁沪高速、深高速，内生盈利成长性较好并有望实现外延扩张的招商公路，以及改扩建再投资有望迎来价值重估的皖通高速、山东高速。
- **铁路：资产证券化预计将持续推进，关注优质标的相关投资机会。**从微观现金流状况看，未来铁路基建投资及还本付息压力居高不下，而全国铁路自身盈利造血能力仍有明显不足，中铁总亟需通过铁路改革丰富投融资渠道、改善主业盈利能力，缓解自身资金收支压力。预计资产证券化将是铁路改革阻力较小的首要方向，高铁资产具备业绩增长预期稳定、盈利能力良好等特征，可关注京沪高铁等标的上市动向。
- **风险提示。**宏观经济下行超预期；“公转铁”推进及基建不及预期；极端天气造成航班执行率大幅低于预期；电商增速大幅下滑、人力成本快速攀升等。

行业评级

买入

前次评级

买入

报告日期

2019-12-09

### 相对市场表现



分析师：

关鹏



SAC 执证号：S0260518080003



SFC CE No. BNU877



021-60750602



guanpeng@gf.com.cn

### 相关研究：

交通运输行业:高速客车 ETC 2019-12-08

使用率达 68%，东航计划增开上海巴黎每周 3 班

交通运输行业:顺丰接手唯品会包裹配送，预计带来日均

160 万件的业务增量

交通运输行业:顺丰 10 月单量同增 48.5%，中通 19Q3

净利同增 24.6%

联系人：孙瑜 021-60750602

suny@gf.com.cn

联系人：曾靖珂 021-60750602

zengjingke@gf.com.cn

**重点公司估值和财务分析表**

| 股票简称         | 股票代码      | 货币  | 最新<br>收盘价 | 最近<br>报告日期 | 评级 | 合理价值<br>(元/股) | EPS(元) |       | PE(x) |       | EV/EBITDA(x) |       | ROE(%) |       |
|--------------|-----------|-----|-----------|------------|----|---------------|--------|-------|-------|-------|--------------|-------|--------|-------|
|              |           |     |           |            |    |               | 2019E  | 2020E | 2019E | 2020E | 2019E        | 2020E | 2019E  | 2020E |
| 上海机场         | 600009.sh | 人民币 | 77.46     | 2019/10/29 | 买入 | 84.42         | 2.71   | 2.93  | 28.58 | 26.44 | 21.21        | 17.87 | 15.6   | 14.4  |
| 深高速          | 600548.sh | 人民币 | 10.82     | 2019/3/25  | 买入 | 11.60         | 0.92   | 1.10  | 11.76 | 9.84  | 8.21         | 7.12  | 11.4   | 12.6  |
| 招商公路         | 001965.sz | 人民币 | 8.40      | 2019/11/4  | 买入 | 9.58          | 0.70   | 0.77  | 12.00 | 10.91 | 16.66        | 15.30 | 9.0    | 9.3   |
| 皖通高速         | 600012.sh | 人民币 | 5.73      | 2019/7/12  | 增持 | 6.44          | 0.64   | 0.51  | 8.95  | 11.24 | 3.84         | 3.61  | 10.0   | 7.6   |
| 韵达股份         | 002120.sz | 人民币 | 29.88     | 2019/10/31 | 买入 | 37.80         | 1.26   | 1.56  | 23.71 | 19.15 | 13.83        | 10.87 | 20.1   | 19.9  |
| 圆通速递         | 600233.sh | 人民币 | 12.34     | 2019/10/29 | 增持 | 14.80         | 0.74   | 0.85  | 16.70 | 14.50 | 10.65        | 8.59  | 15.5   | 15.1  |
| 嘉友国际         | 603871.sh | 人民币 | 28.20     | 2019/10/29 | 买入 | 46.00         | 2.30   | 2.71  | 12.26 | 10.41 | 9.04         | 7.64  | 18.7   | 18.1  |
| 吉祥航空         | 603885.sh | 人民币 | 13.35     | 2019/4/15  | 增持 | 14.41         | 0.85   | 1.01  | 15.71 | 13.22 | 14.09        | 12.80 | 13.9   | 14.2  |
| 南方航空         | 600029.sh | 人民币 | 6.67      | 2019/8/30  | 买入 | 8.90          | 0.36   | 0.55  | 18.53 | 12.13 | 7.65         | 6.59  | 6.5    | 9.1   |
| 中国南方<br>航空股份 | 01055.hk  | 港元  | 4.84      | 2019/8/30  | 买入 | 5.85          | 0.42   | 0.64  | 11.49 | 7.52  | 11.55        | 6.25  | 6.5    | 9.1   |

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

## 目录索引

|   |    |
|---|----|
| 上海机场：三重要素低点，从香化到精品再跨越 .....                         | 8  |
| 1. 新扣点率与销售超预期是 2019 年上海机场超额收益的来源 .....              | 8  |
| 2. 19Q3-2020Q1 将处在三重要素（免税、业绩、预期）低点 .....            | 9  |
| 3. 2020Q2 将重新进入改善通道：1、免税扰动消除，2、卫星厅导流成熟 .....        | 12 |
| 4. 精品战略预计 2020 年底落地，香化高峰后迎新增长动力 .....               | 13 |
| 5. 短期看 1800 亿市值，中期看 3000-3500 亿市值 .....             | 14 |
| 航空：2019 弱需求+强外部扰动（汇率贬值），2020 年估值具备吸引力，向上待需求转暖 ..... | 16 |
| 1. 需求的宏观敏感是航空过去 10 年较明显的特征 .....                    | 16 |
| 2. 2019 年行业最明显的特征是：弱需求+强外部因素（汇率贬值）扰动 .....          | 17 |
| 3. 2019/20 年冬春航季延续紧调控，737MAX 延迟复飞加速供给收缩 .....       | 18 |
| 快递物流：演绎强者恒强，择机布局龙头 .....                            | 24 |
| 1. 快递板块：业务增速分化加快格局集中，布局白马龙头 .....                   | 24 |
| <b>1.1 2019 年：份额与利润增速分化，龙头突围信号初现</b> .....          | 24 |
| <b>1.2 2020 年：龙头业务增速分化，行业格局转折之年</b> .....           | 27 |
| 2. 供应链板块：兼具高增长和高利润率，首选跨境工程供应链 .....                 | 32 |
| 高速公路：三因素筛选优质标的，关注取消省站政策落地影响 .....                   | 34 |
| 1. 行业 BETA 弹性相对较小，个股超额收益主要由业绩贡献 .....               | 34 |
| 2. 绝对估值框架下，三因素筛选投资标的 .....                          | 35 |
| <b>2.1 主业再投资：破解路产经营年限约束的关键因素</b> .....              | 36 |
| <b>2.2 经营稳定性：关注区位优势及辅业扩张审慎性</b> .....               | 37 |
| <b>2.3 股息率：关注分红率及业绩增长预期</b> .....                   | 39 |
| 3. 取消省站政策步入落地元年，关注 ETC 推广及车型收费影响 .....              | 40 |
| 铁路：资产证券化预计将持续推进，关注优质标的相关投资机会 .....                  | 44 |
| 1. 中铁总投资负担居高不下，铁路改革仍待推进 .....                       | 44 |
| 2. 预计资产证券化将是铁路改革阻力较小的首要方向，关注京沪高铁等优质标的上市动向 .....     | 46 |
| 风险提示 .....  | 47 |

## 图表索引

|  |    |
|--|----|
| 图 1: 2017 年-2019 年交运各子板块累计收益率对比, 机场超额收益显著 .....                | 7  |
| 图 2: 免税增速+提扣点带来的业绩提速是前三季度超额收益的核心催化 .....                       | 8  |
| 图 3: 受免税增速放缓, 上海机场 Q3 业绩增速同步放缓 .....                           | 9  |
| 图 4: 2019 年 8 月开始地区旅客同比下滑 20% .....                            | 10 |
| 图 5: 香港航班占上海机场国际航班比重约 11% .....                                | 10 |
| 图 6: 2019 年双十一, 天猫全球化妆品销售同比增幅 .....                            | 10 |
| 图 7: 2019Q4-2020Q1 业绩增速预计将显著放缓 .....                           | 12 |
| 图 8: 市场对上海机场的预期同步修正 (PE TTM) .....                             | 12 |
| 图 9: 当前卫星厅人流导流效果有限, 预计 2020 年夏秋航季开始改善 (班次/日) .....             | 12 |
| 图 10: 白云机场 T2 投产 (18 夏秋航季) 后两个航季开始增加时刻 .....                   | 12 |
| 图 11: 目前上海日上免税主要由化妆品贡献, 精品品类覆盖齐全 .....                         | 13 |
| 图 12: 日上精品品牌种类有限, 仍处于待开发状态 .....                               | 13 |
| 图 13: 从仁川机场消费结构来看: 精品基本占比在 30%左右 .....                         | 14 |
| 图 14: 过去十年三大航的票价趋势体现出的需求变动有显著的宏观敏感性 (左轴客公里收益: 元; 右轴克强指数) ..... | 16 |
| 图 15: 航空容量增速创近 10 年新低, 弱需求特征显著 .....                           | 17 |
| 图 16: 受需求增速放缓影响, 三大航收益质量下滑 (预估客公里收益同比变化) .....                 | 17 |
| 图 17: 人民币对美元贬值幅度 (负为贬值) .....                                  | 17 |
| 图 18: 三大航汇兑损失 (亿元) .....                                       | 17 |
| 图 19: 全国周航班总量同比与环比增速 .....                                     | 18 |
| 图 20: 全国国内、国际、地区周航班量同比增速 .....                                 | 18 |
| 图 21: 全国国内、国际、地区周航班量环比增速 .....                                 | 18 |
| 图 22: 全国 21 主协调机场周离港航班量同比增速 .....                              | 19 |
| 图 23: 全国 21 主协调机场周离港航班量环比增速 .....                              | 19 |
| 图 24: 全国非主协调机场周离港航班量同比增速 .....                                 | 19 |
| 图 25: 全国非主协调机场周离港航班量环比增速 .....                                 | 20 |
| 图 26: 六大航国内航班量同比增速 .....                                       | 21 |
| 图 27: 六大航国内航班量环比增速 .....                                       | 21 |
| 图 28: 六大航国际航班量同比增速 .....                                       | 22 |
| 图 29: 六大航国际航班量环比增速 .....                                       | 22 |
| 图 30: 2019 年全国快递量增速逐月提升 .....                                  | 24 |
| 图 31: 2019 年“双 11”件量增速提升 (亿件) .....                            | 24 |
| 图 32: 2019 年全国快递单价降幅扩大 .....                                   | 24 |
| 图 33: 单季度单件价格同比变化 (元/件) .....                                  | 24 |
| 图 34: 2018 年以来, A 股快递公司单季快递量增速 .....                           | 25 |
| 图 35: 2018 年以来, 上市快递公司单季市占率 .....                              | 25 |
| 图 36: 单季度单件毛利同比变化 (元/件) .....                                  | 25 |

|  |    |
|--|----|
| 图 37: 单季度扣非净利同比增速.....                               | 25 |
| 图 38: CR6 提至 80%.....                                | 27 |
| 图 39: 2019Q3 快递市场格局.....                             | 27 |
| 图 40: 三通一达单月快递单价 (元).....                            | 28 |
| 图 41: 三通一达快递同比增量 (亿件).....                           | 28 |
| 图 42: 三通一达现金情况 (19Q3: 亿元).....                       | 28 |
| 图 43: 快递公司单季度份额.....                                 | 29 |
| 图 44: 购建固定资产等支付的现金流出 (亿元).....                       | 29 |
| 图 45: 顺丰控股分季度利润率、费用率.....                            | 30 |
| 图 46: 顺丰控股日均快递量及同比增速.....                            | 30 |
| 图 47: A 股物流供应链公司 2013-2018 年供应链收入复合增速.....           | 32 |
| 图 48: A 股物流供应链公司 2013-2018 年净利润复合增速.....             | 32 |
| 图 49: A 股物流供应链企业的综合物流毛利率 (按最新披露数据).....              | 33 |
| 图 50: A 股物流供应链企业的供应链贸易毛利率 (按最新披露数据).....             | 33 |
| 图 51: 高速公路行业 beta 弹性相对较小.....                        | 34 |
| 图 52: 高速个股涨跌幅 50%分位数与市场涨跌幅比较.....                    | 34 |
| 图 53: 宁沪高速在多数年份跑赢大盘.....                             | 35 |
| 图 54: 宁沪高速涨幅主要由业绩贡献.....                             | 35 |
| 图 55: 高速行业绝对估值框架映射.....                              | 35 |
| 图 56: 路产剩余经营年限与 PE 估值呈现正相关关系, 区位优势更好的龙头路企具备估值溢价..... | 36 |
| 图 57: 龙头路企路产毛利率相对较高, ROE 表现相对较好.....                 | 36 |
| 图 58: 东部地区客运密度明显高于中西部 (2017 年).....                  | 36 |
| 图 59: 从人均密度看, 东部地区路网仍存增长空间 (2017 年).....             | 36 |
| 图 60: 沪宁高速: 客车车流增速稳定性好于货车.....                       | 38 |
| 图 61: 合宁高速: 客车车流增速稳定性好于货车.....                       | 38 |
| 图 62: 龙头路企现金流情况良好, 股息支付率稳定.....                      | 39 |
| 图 63: 高速个股 2019 股息率 (截止 2019 年 12 月 9 日).....        | 39 |
| 图 64: 中铁总基建投资与还本付息的资金压力居高不下 (现金支出结构).....            | 44 |
| 图 65: 铁总经营现金流无法覆盖现有基建及本息支出.....                      | 44 |
| 图 66: 中铁总资金来源主要依赖国内外银行借款.....                        | 45 |
| 图 67: 中铁总运输业务营业利润连年亏损.....                           | 45 |
| 图 68: 铁总分项收入占比.....                                  | 45 |
| 图 69: 长期负债率持续走高, 财务风险扩大.....                         | 46 |
| 图 70: 有息负债率逐年攀升, 未来举债空间有限.....                       | 46 |
| 图 71: 京沪高铁与国内同类公司毛利率对比.....                          | 46 |
| 图 72: 京沪高铁与国内同类公司净利率对比.....                          | 46 |
| 图 73: 高铁运线净利率对比.....                                 | 47 |
| 图 74: 高铁运线负债率对比.....                                 | 47 |



|  |    |
|--|----|
| 表 1: 上海机场免税保底协议 .....                                    | 8  |
| 表 2: 上海机场免税保底协议 .....                                    | 11 |
| 表 3: 上海机场免税保底协议 .....                                    | 14 |
| 表 4: 21 个主协调机场国内离港航班量增速 .....                            | 20 |
| 表 5: 未来 2 年三大航飞机引进计划 (架) .....                           | 22 |
| 表 6: 航空可比公司 PE\PB 估值情况可比 (股价统计截至 2019.12.09 收盘) ...      | 23 |
| 表 7: 快递公司单件利润拆分 (元/件) .....                              | 25 |
| 表 8: 快递公司单件成本拆分 (元/件) .....                              | 26 |
| 表 9: 三通一达、百世经营性现金流分析 (亿元) .....                          | 26 |
| 表 10: 三通一达毛利弹性测算 .....                                   | 27 |
| 表 11: 顺丰控股业务概览 (截止 2019H1) .....                         | 29 |
| 表 12: 快递可比公司 PE\PB 估值情况可比 (股价统计截至 2019.12.06 收盘) .       | 30 |
| 表 13: 2003-2019 年共 17 年中, 高速公路行业个股涨跌幅分位数与市场涨跌幅对比 .....   | 34 |
| 表 14: 2018-19 年, 主要上市公司高速主业再投资情况 .....                   | 37 |
| 表 15: 部分高速公司逐步剥离多元化业务 .....                              | 38 |
| 表 16: 龙头路企跨界布局相对更为审慎.....                                | 39 |
| 表 17: 取消高速公路省界收费站相关政策梳理.....                             | 40 |
| 表 18: 各省此前 ETC 折扣优惠及 ETC 使用率情况 .....                     | 41 |
| 表 19: ETC 推广及设施改造对主要路企利润影响测算.....                        | 42 |
| 表 20: 高速公路可比公司 PE\PB 估值情况可比 (股价统计截至 2019.12.06 收盘) ..... | 43 |
| 表 21: 铁路可比公司 PE\PB 估值情况可比 (股价统计截至 2019.12.09 收盘) .       | 47 |

“选优质赛道，择精细管理”是以近三年为周期来看交运板块投资策略最核心的结论。

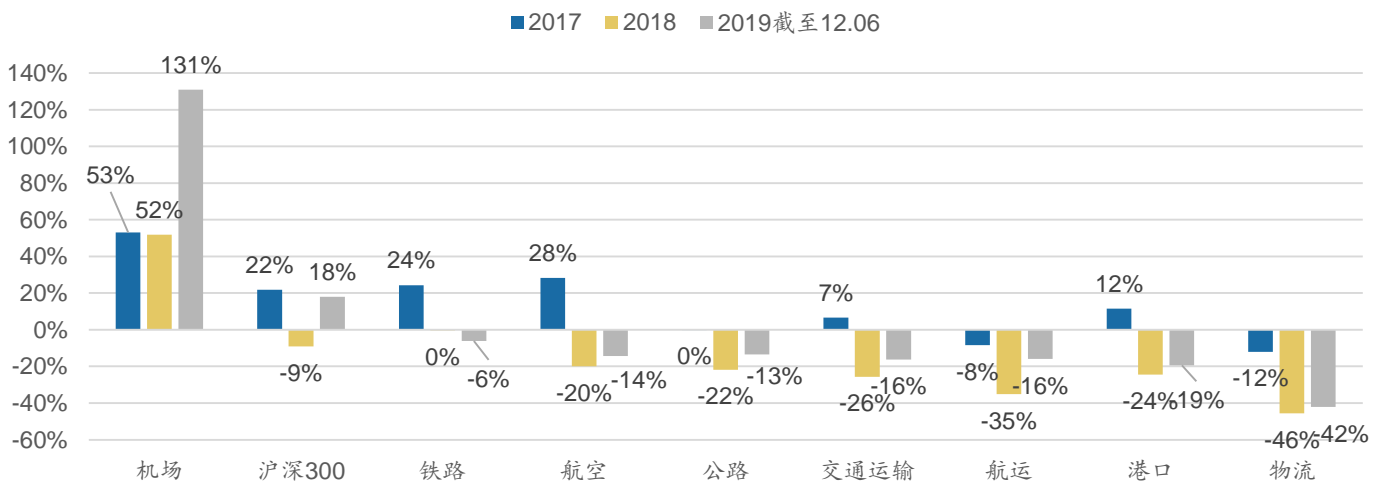
机场板块连续三年跑赢沪深300指数，截至2019年12月6日，3年累计收益率达131%，而同期交通运输板块和沪深300累计收益率分别为-16%和18%；除物流子板块之外，交运各子板块行业属性突出，个股与行业属性高度挂钩，变化基本同步，大多自上而下选股，行业赛道选择是投资重点；物流板块个股差异极大，挑选快递细分来看，3年累计收益率最高的中通和韵达分别是两家精细管理分列1、2名的公司，行业注重内部自下而上选股，更突出公司自身管理经营差异；

2020年我们提出以下三条投资思路和标的：

- 1、上海机场：三重要素低点，从香化到精品再跨越，全板块首推
- 2、韵达股份：短期行业扰动不改管理致胜长逻辑
- 3、招商公路：有望复制宁沪高速，公路板块新增年化10%-15%稳定收益品种

当前强周期底部航空板块估值同样具备吸引力，重点关注：南方航空、中国南方航空、吉祥航空；建议关注：春秋航空。

图1：2017年-2019年交运各子板块累计收益率对比，机场超额收益显著



数据来源：wind，公司年报，广发证券发展研究中心

## 上海机场：三重要素低点，从香化到精品再跨越

### 1. 新扣点率与销售超预期是 2019 年上海机场超额收益的来源

19年上海机场开始实行新免税合同，扣点率由32%提升至42.5%；并具备至2025保底增长协议。中长期盈利增长的确定性大幅提升。合同的长期确定性特征在18年中已被市场认知，而19年持续超预期的免税增速+提扣点带来的业绩提速才是前三季度超额收益的核心催化。

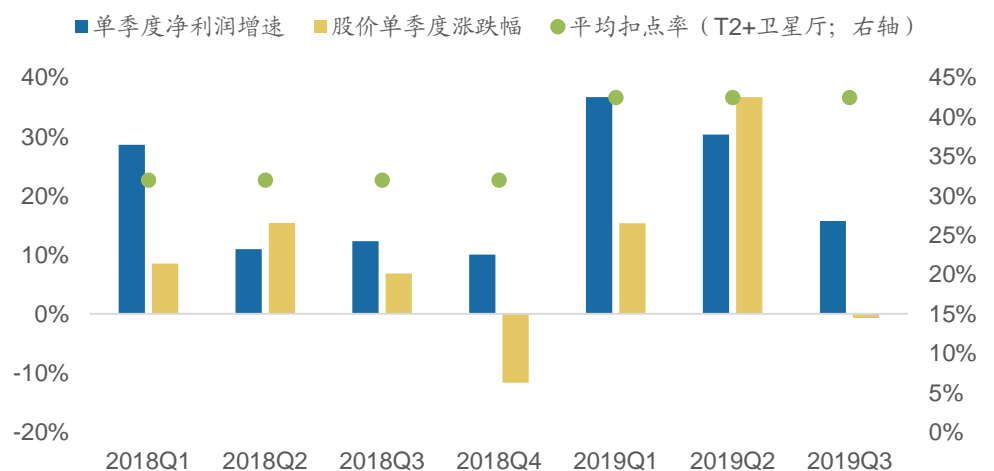
表1：上海机场免税保底协议

| 上海机场<br>免税保底协议   | 合同期限                  | 面积 (m²) | 保底销售提成总额 (亿元) |       |       |       |       | 扣点     |
|------------------|-----------------------|---------|---------------|-------|-------|-------|-------|--------|
| T1               | 2022-1-1 至 2025-12-31 | 16915   | 410           |       |       |       |       | 42.50% |
| T2               | 2019-1-1 至 2025-12-31 |         |               |       |       |       |       |        |
| 卫星厅              | 启用日至 2025-12-31       |         |               |       |       |       |       |        |
| 合同期间             | 2019                  | 2020    | 2021          | 2022  | 2023  | 2024  | 2025  |        |
| 预计每年保底提成<br>(亿元) | 35.25                 | 41.58   | 45.59         | 62.88 | 68.59 | 74.64 | 81.48 |        |

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

将单季度业绩增速、股价单季度涨幅、扣点率几个要素叠加起来，可以很清晰的看出2019年前三个季度公司超额收益的来源；2019年提升的扣点率叠加销售额增速的超预期让上海机场19Q1、19Q2单季度业绩增速超过30%，较18年再上一个台阶，在业绩的强支撑与长期确定性双重催化下，截至2019年三季度末上海机场实现累计56.55%的收益率。

图2：免税增速+提扣点带来的业绩提速是前三季度超额收益的核心催化



数据来源：wind，公司年报，广发证券发展研究中心



## 2. 19Q3-2020Q1 将处在三重要素（免税、业绩、预期）低点

考虑到：1、收入端：免税销售额降速、2、成本端：卫星厅投产（19年9月16日）冲击；预计上海机场将在19Q3-2020Q1迎来：免税、业绩、预期的三重低点：

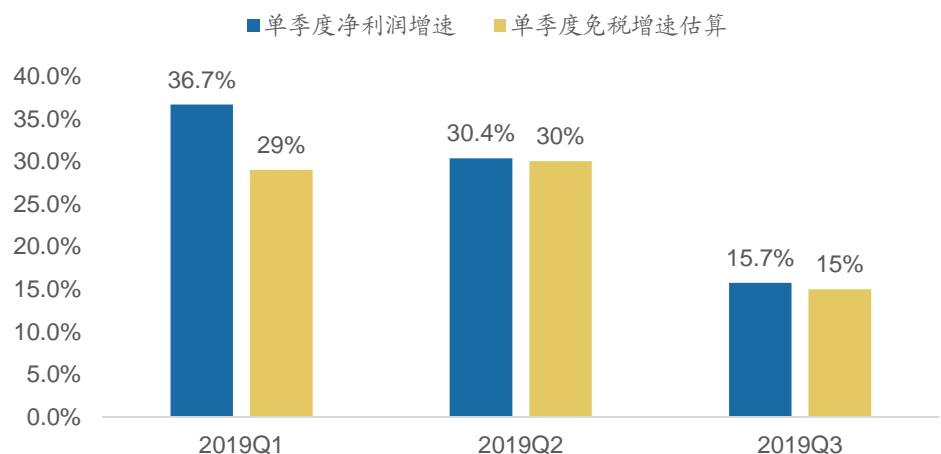
### 第一重：免税增速—多因素扰动叠加，预计2020年Q2逐步开始恢复

根据上海机场的业绩拆分来看，通常免税利润的贡献占比在80%左右，因此免税增速的快慢直接决定了业绩增速；上海机场Q3业绩降速的背后是免税的降速。

免税增速的放缓，预计主要有三方面原因：

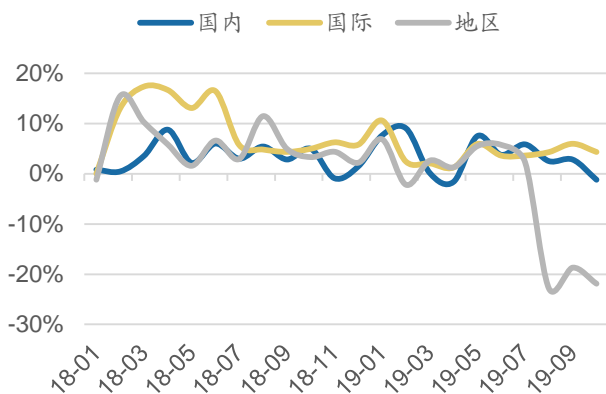
- 1、受香港地区动荡影响，上海机场飞往香港地区旅客自8月份开始每月下滑20%左右，而香港地区航班占整体上海机场国际及地区航班的比重为10%；
- 2、2019年双十一电商在香化价格优惠力度加大，电商渠道的分流同样形成了对机场免税渠道的冲击。
- 3、卫星厅投产初期的负面冲击；由于卫星厅登机流程较原来T1/T2登机时间拉长，对原旅客的消费行为会形成短期负面冲击，通常需要半年左右的过渡才能逐步恢复并实现正向贡献。

图3：受免税增速放缓，上海机场Q3业绩增速同步放缓



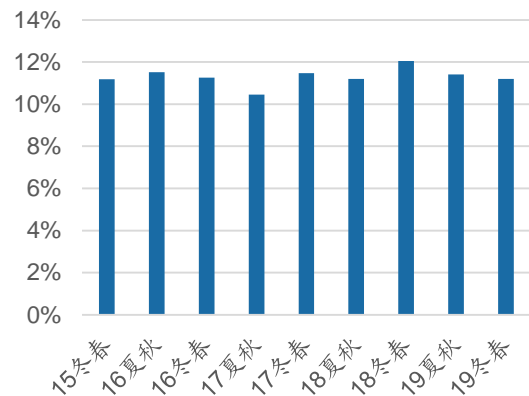
数据来源：wind，公司年报，广发证券发展研究中心

图4: 2019年8月开始地区旅客同比下滑20%



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

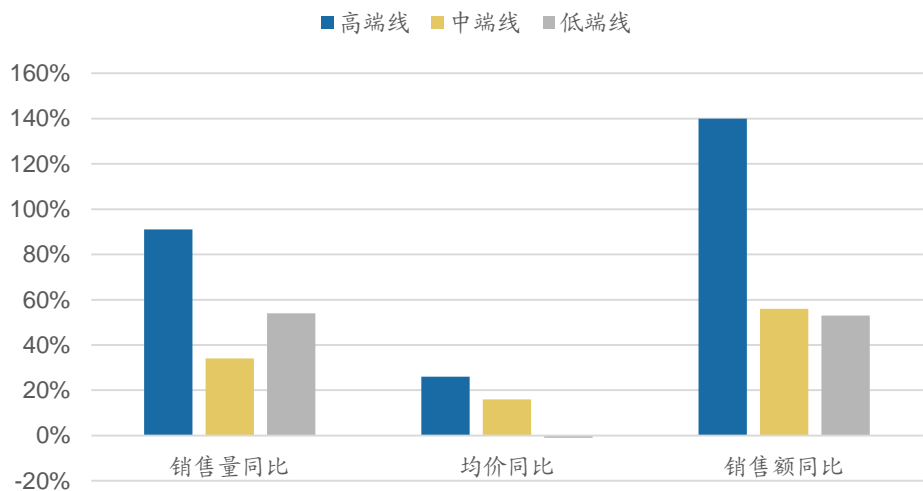
图5: 香港航班占上海机场国际航班比重约11%



数据来源: 民航预先飞行计划网, 广发证券发展研究中心

2019年双十一电商在香化价格优惠力度加大, 电商渠道的分流同样形成了对机场免税渠道的冲击。

图6: 2019年双十一, 天猫全球化妆品销售同比增幅



数据来源: 维恩咨询, 广发证券发展研究中心

**第二重因素——卫星厅投产2019年9月16日——成本冲击: 19Q4、2020Q1将成为成本端一次性冲击最主要季度**

根据三季报, 卫星厅投产上海机场合计新增转固约118亿, 考虑到四季度可能的一些设备采购, 谨慎原则下, 假设最终新增固定资产150亿元, 在给予更高的设备占比下, 假设平均折旧年限约为16年, 2020年同比18年增加9亿折旧; (2008年航站楼平均折旧年限17.9年);

卫星厅新增面积约52.2万平方米, 给予员工工资、租赁费分别24%、57%增

幅，燃料及其他54%增幅；2020总成本相对18年增加21.40亿元。由此可见，2019Q4、2020Q1将是上海机场业绩受成本冲击最显著的两个季度。

表2：上海机场免税保底协议

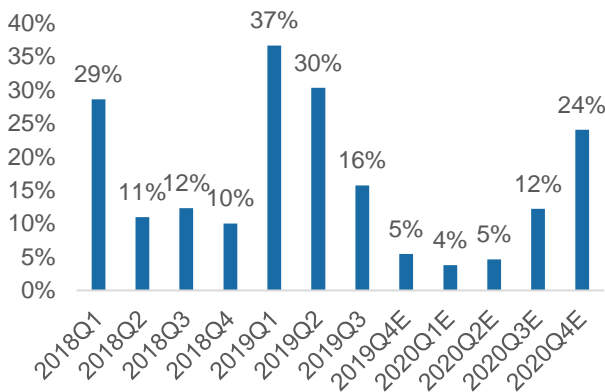
|           | 2018A   | 2019E  | 2020E  | 2019E-2018E | 2020E-2018E |
|-----------|---------|--------|--------|-------------|-------------|
| 免税租金 (亿元) | 37.34   | 52.26  | 63.71  | 14.9        | 26.4        |
| T1        | 13.07   | 15.08  | 18.38  | 2.0         | 3.3         |
| T2+卫星厅    | 24.27   | 37.19  | 45.33  | 12.9        | 8.1         |
| 扣点率       |         |        |        |             |             |
| T1        | 38.00%  | 38.00% | 38.00% |             |             |
| T2        | 32.00%  | 42.50% | 42.50% |             |             |
| 卫星厅       |         | 42.50% | 42.50% |             |             |
| 销售额 (亿元)  | 117     | 135    | 164    |             |             |
| T1        | 41      | 47     | 57     | 6.3         | 10.3        |
| T2+卫星厅    | 76      | 87     | 107    | 11.7        | 19.2        |
| 营业成本 (万元) | 44.99   | 53.09  | 66.40  | 8.1         | 21.4        |
| YOY       | -99.99% | 17.99% | 25.07% | 15.24%      | 32.24%      |
| 折旧及摊销     | 0.0     | 0.0    | 0.0    |             |             |
| 新增折旧      |         |        | 0.0    |             |             |
| 平均折旧年限    |         |        | 16     |             |             |
| YOY       | -1.20%  | 24.78% | 72.24% |             |             |
| 员工工资      | 16.8    | 19.0   | 20.9   |             |             |
| YOY       | 7.50%   | 13.00% | 10.03% |             | 24.33%      |
| 租赁费       | 7.0     | 10.5   | 11.1   |             |             |
| YOY       | -0.32%  | 49.86% | 5.04%  |             | 57.41%      |
| 燃料动力      | 3.2     | 3.5    | 4.9    |             |             |
| YOY       | -10.17% | 9.97%  | 39.94% |             | 53.89%      |
| 其他        | 10.4    | 10.6   | 13.3   |             |             |
| YOY       | 56.70%  | 2.01%  | 25.00% |             | 27.52%      |

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

### 第三重：预期低点，业绩放缓后预期的放缓

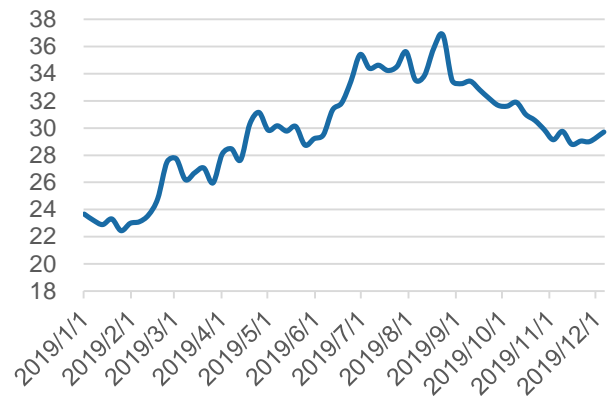
免税增速放缓叠加卫星厅投产成本冲击，上海机场必然迎来2-3个季度的业绩降速，伴随于此市场对公司的预期也在同步修正，19Q3之后公司估值的回落即是市场最直观的回音，但同时也为2020年的布局提供了良好位置。

图7: 2019Q4-2020Q1业绩增速预计将显著放缓



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图8: 市场对上海机场的预期同步修正 (PE TTM)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

### 3. 2020Q2 将重新进入改善通道: 1、免税扰动消除, 2、卫星厅导流成熟

预计伴随着免税扰动的逐步消除以及多次换季后卫星厅人流改善, 公司业绩将于2020年Q2重新步入改善通道:

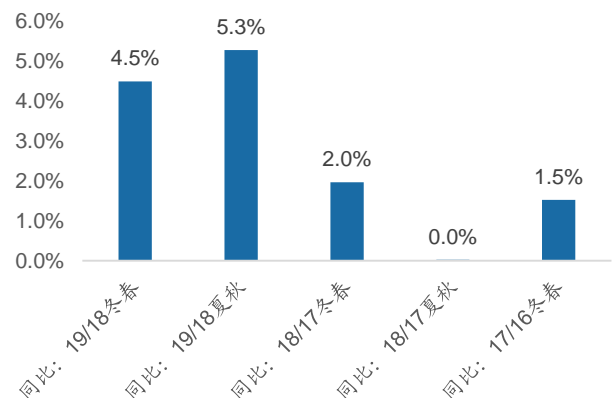
- 1、电商渠道分流冲击消除, 双十一网上促销更多为一次性优惠, 冲击效果很难全年持续, 19Q4过后线上渠道分流影响将减弱。
- 2、根据统计, 当前卫星厅整体国际离港航线占比仅为30%, 导流效果有限; 参考通常新航站楼导流节奏, 2个换季约半年以后才能够实现较好的转移。2020年Q2经历3月底夏秋换季 (第二次), 整体人流量有望大幅改善。

图9: 当前卫星厅人流导流效果有限, 预计2020年夏秋航季开始改善 (班次/日)

| 出港航班数 | 国内  | 国际  | 国际占比 |
|-------|-----|-----|------|
| T1    | 115 | 62  | 100% |
| T2    | 144 | 102 | 59%  |
| S1    | 114 | 0   | 0%   |
| S2    | 0   | 70  | 41%  |
| 航站楼合计 | 259 | 164 | 70%  |
| 卫星厅合计 | 114 | 70  | 30%  |

数据来源: 航旅纵横, 广发证券发展研究中心

图10: 白云机场T2投产 (18夏秋航季) 后两个航季开始增加时刻



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

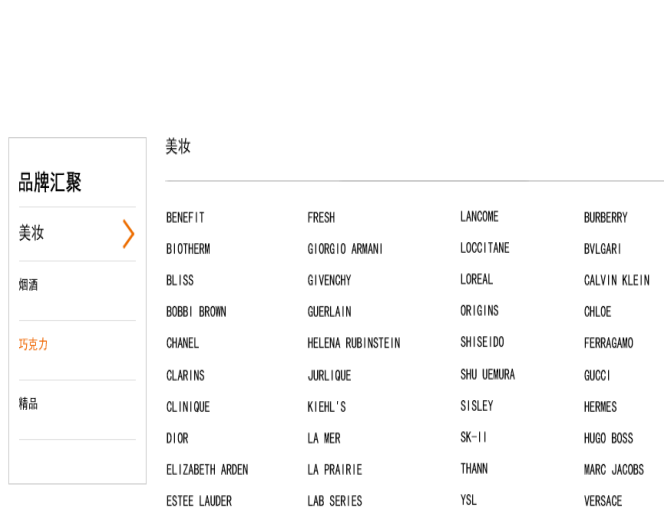
#### 4. 精品战略预计 2020 年底落地，香化高峰后迎新增长动力

##### 机场免税渠道化妆品已经维持3年高增速，寻找新动力是上海机场是当务之急；

根据从目前上海机场“日上免税”商品目录以及品牌目录来看，化妆品是最主要的品类，基本包含了所有的高端国际品牌；而精品基本处于未开发状态，而对比日本及韩国成熟机场消费结构来看：精品基本占比都在50%左右；因此未来精品的开发将成为公司免税重要的增速补充。

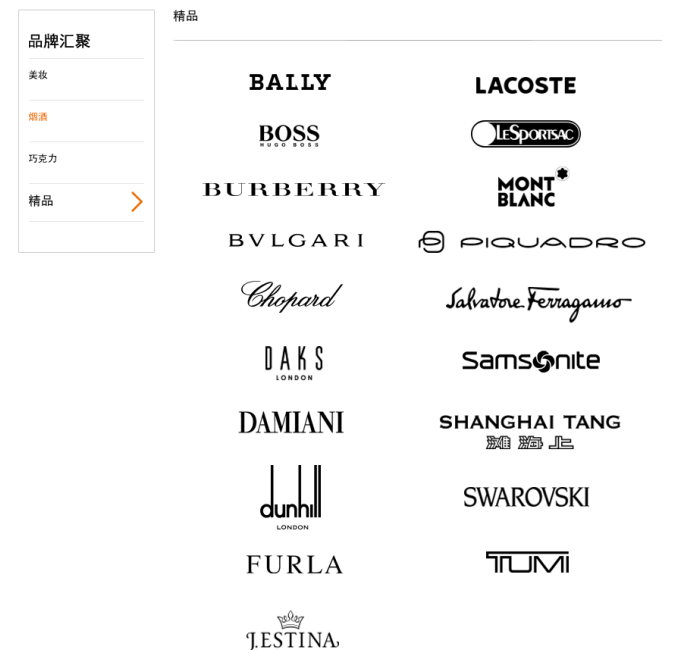
根据2019年9月9日上海市政府新闻发布会公司反馈：2022年底前，浦东机场将陆续引进2个~多个时装、皮具、珠宝、腕表等百货品种。价格力争实现“亚洲机场免税店最佳价格”；精品开发将成日上在上海机场卫星厅的重大战略方向，预计精品店将在2020年底逐步开启。精品的从无到有将实现对公司免税销售额增速的重要补充。

图11：目前上海日上免税主要由化妆品贡献，精品品类覆盖齐全



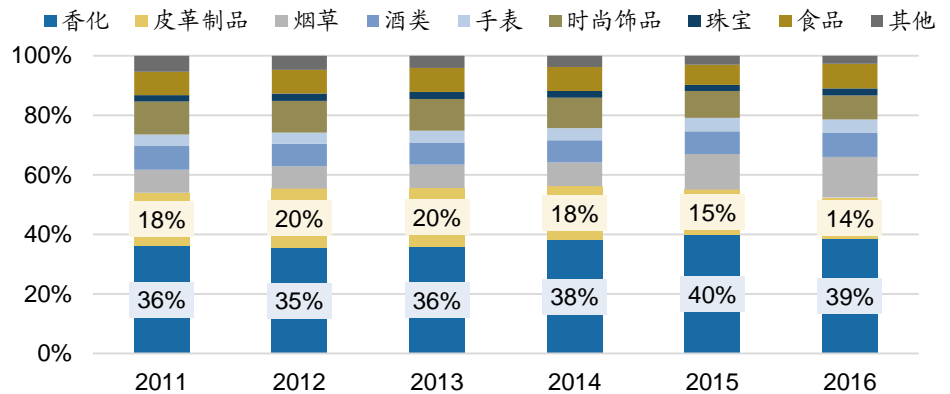
数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

图12：日上精品品牌种类有限，仍处于待开发状态



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

图13: 从仁川机场消费结构来看: 精品基本占比在30%左右



数据来源: wind, 公司年报, 广发证券发展研究中心

## 5. 短期看 1800 亿市值, 中期看 3000-3500 亿市值

免税波动及成本冲击将导致公司在19Q4-2020Q1迎来业绩降速, 也因此近期市场对公司预期下修, 我们认为当前即是公司三重要素的低点;

**短期来看:** 伴随免税扰动因素消除以及2020Q2后卫星厅流量提升, 免税销售额增速的大概率恢复将是下一个股价催化剂;

**中期来看:** 精品战略的实施将是公司免税增速的重要补充, 有望为公司在2020年之后带来新的动力;

2008-2018公司净利润实现7亿向40亿的跨越, 2019-2025新产能周期有望实现50亿到120亿的跨越; 在中性测算下2020年公司实现56亿利润, 看1800亿市值; 2025年公司有望实现124亿利润, 中期看3000-3500亿。

表3: 上海机场免税保底协议

|          | 2018A | 2019E | 2020E  | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E  | 2025E  |
|----------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 净利润(亿元)  | 42.31 | 50.10 | 56.20  | 65.75 | 83.68 | 99.68 | 111.59 | 124.25 |
| 营业收入(亿元) | 93.1  | 109.1 | 130.9  | 145.7 | 170.5 | 190.9 | 205.4  | 221.2  |
| YOY      |       | 17.1% | 20.0%  | 11.3% | 17.0% | 12.0% | 7.6%   | 7.7%   |
| 航空及相关收入  | 39.7  | 40.7  | 42.9   | 45.3  | 47.9  | 50.6  | 52.8   | 55.1   |
| YOY      |       | 2.5%  | 5.3%   | 5.7%  | 5.7%  | 5.7%  | 4.3%   | 4.3%   |
| 商业租赁收入   | 39.9  | 54.8  | 71.8   | 83.3  | 105.2 | 122.5 | 134.4  | 147.6  |
| YOY      |       | 37.4% | 31.0%  | 16.0% | 26.3% | 16.5% | 9.7%   | 9.8%   |
| 免税租金     | 37    | 52    | 64     | 75    | 97    | 114   | 125    | 138    |
| YOY      |       | 40.0% | 21.9%  | 17.7% | 28.8% | 17.7% | 10.3%  | 10.3%  |
| 其他租赁收入   | 3     | 3     | 8      | 8     | 9     | 9     | 9      | 9      |
| YOY      |       | 0.0%  | 220.0% | 3.0%  | 3.0%  | 3.0%  | 3.0%   | 3.0%   |
| 营业成本(亿元) | 45.0  | 53.1  | 66.4   | 69.5  | 72.3  | 74.2  | 76.0   | 78.4   |
| YOY      |       | 18.0% | 25.1%  | 4.7%  | 4.0%  | 2.7%  | 2.4%   | 3.2%   |



|       |      |       |       |       |      |       |       |      |
|-------|------|-------|-------|-------|------|-------|-------|------|
| 折旧及摊销 | 7.6  | 9.4   | 16.3  | 16.4  | 16.5 | 15.9  | 15.4  | 15.4 |
| YOY   |      | 24.8% | 72.2% | 0.8%  | 0.8% | -3.7% | -3.1% | 0.0% |
| 员工工资  | 16.8 | 19.0  | 20.8  | 22.9  | 24.8 | 26.5  | 28.1  | 29.8 |
| YOY   |      | 13.0% | 10.0% | 10.0% | 8.0% | 7.0%  | 6.0%  | 6.0% |
| 租赁费   | 7.0  | 10.5  | 11.1  | 11.2  | 11.3 | 11.4  | 11.5  | 11.6 |
| YOY   |      | 50.0% | 5.0%  | 1.0%  | 1.0% | 1.0%  | 1.0%  | 1.0% |
| 燃料动力  | 3.2  | 3.5   | 4.9   | 5.2   | 5.3  | 5.5   | 5.6   | 5.8  |
| YOY   |      | 10.0% | 40.0% | 5.0%  | 3.0% | 3.0%  | 2.5%  | 2.5% |
| 其他    | 10.4 | 10.6  | 13.3  | 13.8  | 14.4 | 14.9  | 15.4  | 15.9 |
| YOY   |      | 2.0%  | 25.0% | 4.0%  | 4.0% | 4.0%  | 3.0%  | 3.0% |

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

## 航空：2019 弱需求+强外部扰动（汇率贬值），2020 年估值具备吸引力，向上待需求转暖

航空需求具有显著的宏观敏感性，2019年行业最明显的特征是：弱需求+强外部因素（汇率贬值）扰动。

外部因素冲击对股价的影响取决于当前是需求周期还是供给周期：

需求周期带来的错配相对更彻底，票价提升幅度更大，从而能更有效转移外部负面冲击（2010年为例）。

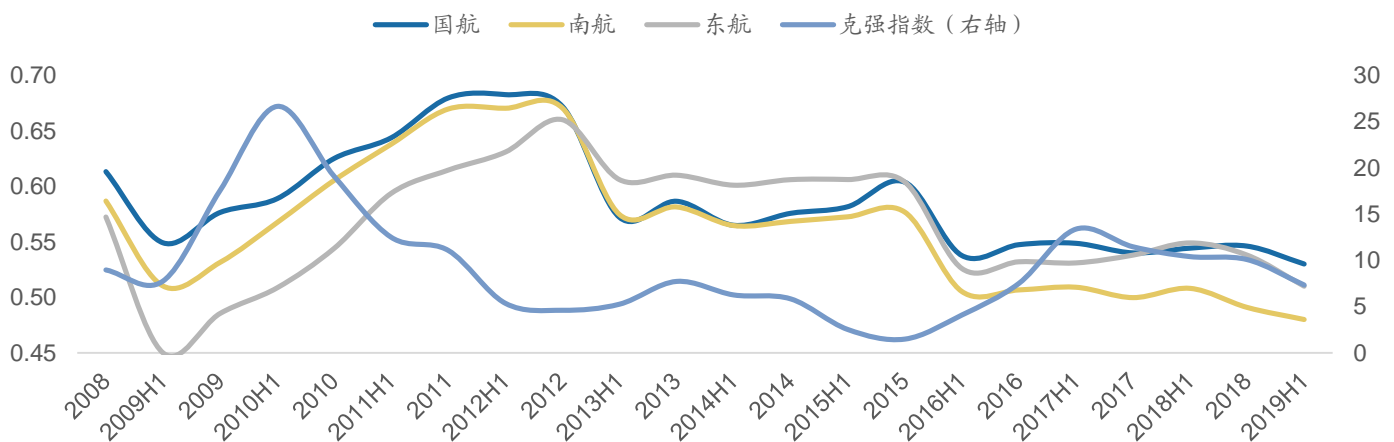
供给周期特征在于周期时间更长但幅度稍弱的改善；航司内生的防御能力并不如需求周期突出（2018年为例）。外部因素好转并非航空价值增长的关键，核心在于需求趋势判断。

根据19-20年冬春航季的调控思路，2020年可见的是供给调控逻辑持续兑现；弱需求的改善需等待宏观信号，当前板块估值完全包含弱需求与外部冲击预期处于历史底部区域；重点关注：南方航空、中国南方航空、吉祥航空；建议关注：春秋航空。

### 1. 需求的宏观敏感是航空过去 10 年较明显的特征

相对于客座率，我们偏向于认为票价是供需最直观的体现，票价更多体现航司决策，而客座率提升可以基于供需好，同样也可以基于低票价刺激，更多是供需与票价政策共同的结果。过去十年三大航的票价趋势体现出显著的宏观敏感性，而非RPK的简单线性外推趋势。

图14：过去十年三大航的票价趋势体现出的需求变动有显著的宏观敏感性（左轴客公里收益：元；右轴克强指数）

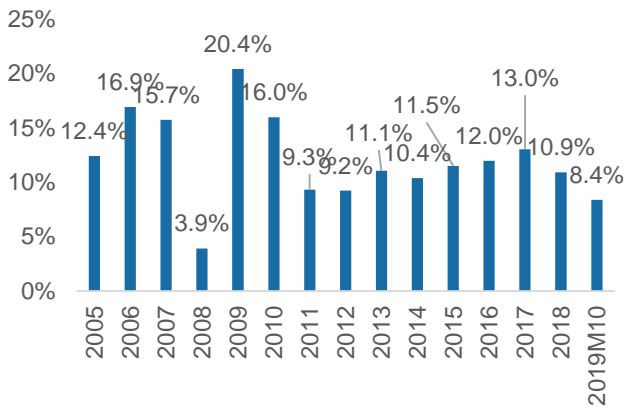


数据来源：WIND，公司公告，广发证券发展研究中心

## 2. 2019 年行业最明显的特征是：弱需求+强外部因素（汇率贬值）扰动

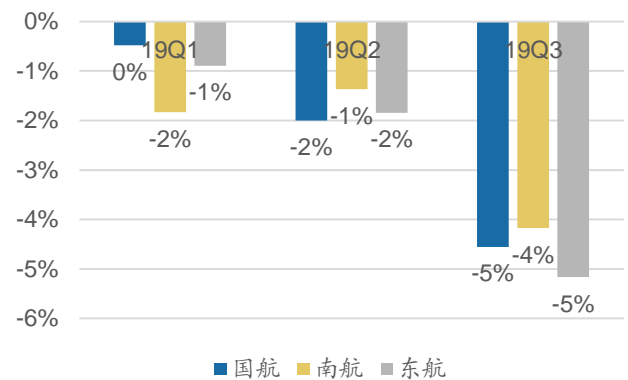
受宏观需求放缓影响，截至2019年10月航空旅客量（需求）增速仅为8.4%，创近10年新低，较17、18年的13%、10.9%%显著放缓，受此影响三大航收益水平普遍下行。弱需求成为今年航空第一个特征。

图15: 航空客量增速创近10年新低，弱需求特征显著



数据来源：民航预先飞行计划，广发证券发展研究中心，根据航空时刻计划表估算

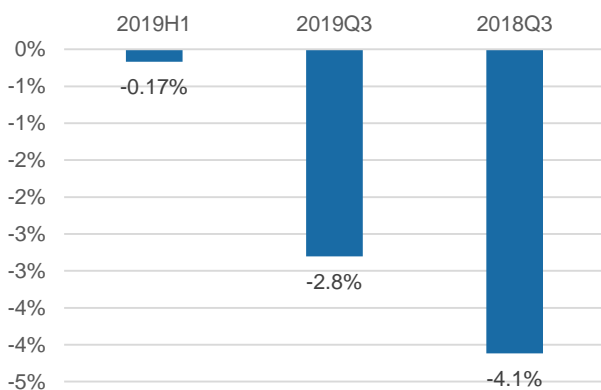
图16: 受需求增速放缓影响，三大航收益质量下滑（预估客公里收益同比变化）



数据来源：民航预先飞行计划，广发证券发展研究中心，根据航空时刻计划表估算

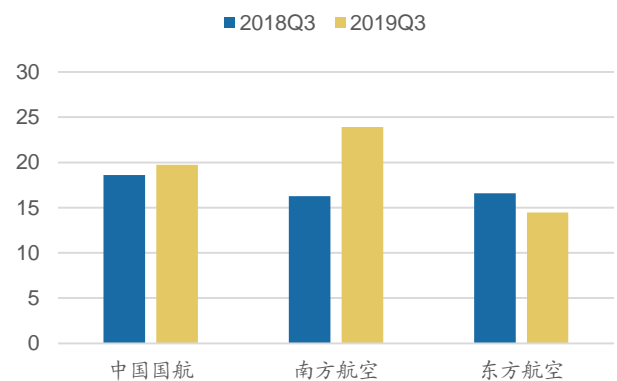
其次，受外部环境扰动，截至2019年三季度末，人民币兑美元累计贬值2.8%；幅度较19年上半年的0.17%扩大，结合汇率敏感性的提升，国航、南航、东航汇兑损失分别约为：19.76、23.91、14.48亿元。

图17: 人民币对美元贬值幅度（负为贬值）



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图18: 三大航汇兑损失（亿元）



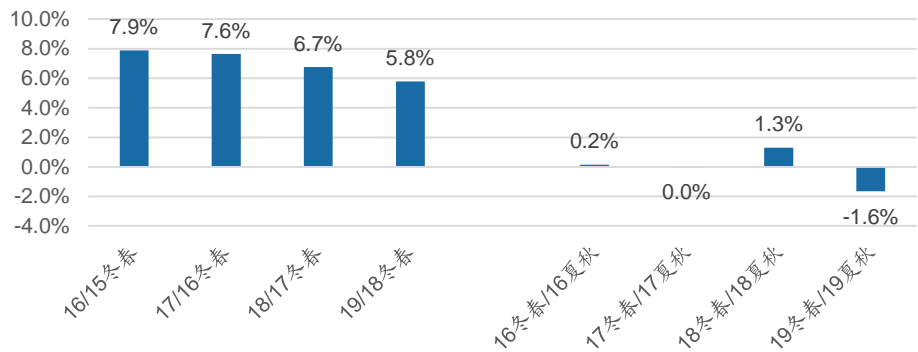
数据来源：公司季报，广发证券发展研究中心

### 3. 2019/20 年冬春航季延续紧调控，737MAX 延迟复飞加速供给收缩

#### 1、内线同增5.0%，增速较18年冬春下降1.8pcts

19 年冬春航班总量同比增长 **5.8%**，同比增速较 18 年冬春增速下降 **0.9 pcts**；环比 19 年夏秋下降 1.6%，较 18 年环比增速下降 2.9pcts。

图19：全国周航班总量同比与环比增速



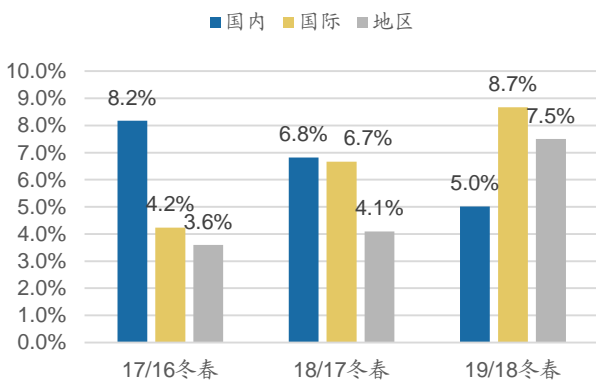
数据来源：民航预先飞行计划，广发证券发展研究中心

注：根据航空时刻计划表估算，存在误差的可能

其中，国内航班同比增长 **5.0%**，同比增速较 18 年冬春增速下降 **1.8 pcts**；环比 19 年夏秋下降-2.4%，较 18 年环比增速下降 3.7pcts。

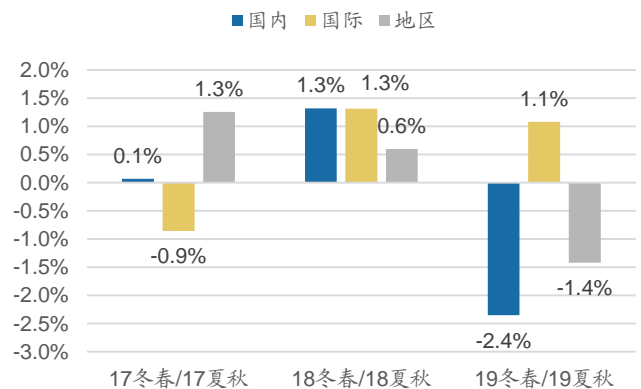
国际航班总量（含外国及港澳台航司）同比增长 **8.7%**，同比增速较 18 年冬春增速提升 **2.0pcts**；环比 19 年夏秋增长 1.1%，较 18 年环比增速下降 0.2pcts。

图20：全国国内、国际、地区周航班量同比增速



数据来源：民航预先飞行计划，广发证券发展研究中心，根据航空时刻计划表估算

图21：全国国内、国际、地区周航班量环比增速



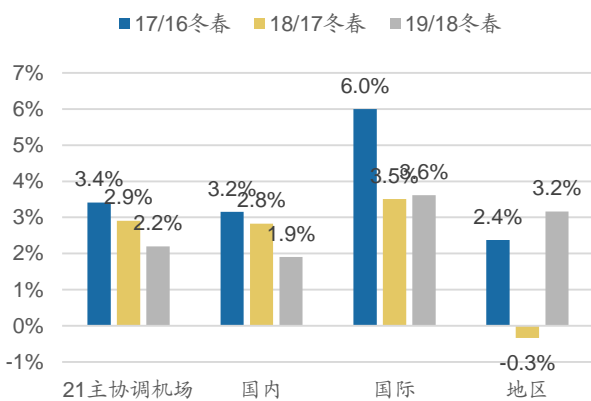
数据来源：民航预先飞行计划，广发证券发展研究中心，根据航空时刻计划表估算

## 2、21大主协调机场内线同增1.9%，增速下降

前21大主协调机场航班量同增**2.2%**，增速较18年冬春同比下降0.7pcts；环比增速为**3.5%**，增速较18年夏秋环比增速提升0.9pcts。

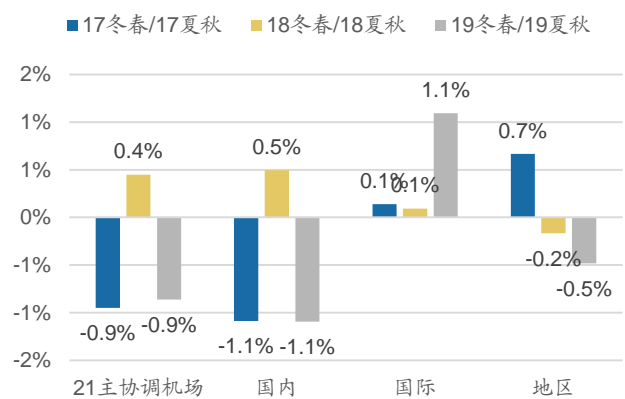
其中，国内航班量同增**1.9%**，增速较18年冬春下降0.9pcts；环比增速为**-1.1%**，增速较18年冬春环比增速下降1.6pct；国际航线同比增长**3.6%**，增速较18年冬春提升0.1pcts，环比增速为**1.1%**，增速较18冬春环比增速提升1.0pcts。

图22：全国21主协调机场周离港航班量同比增速



数据来源：民航预先飞行计划，广发证券发展研究中心，根据航空时刻计划表估算

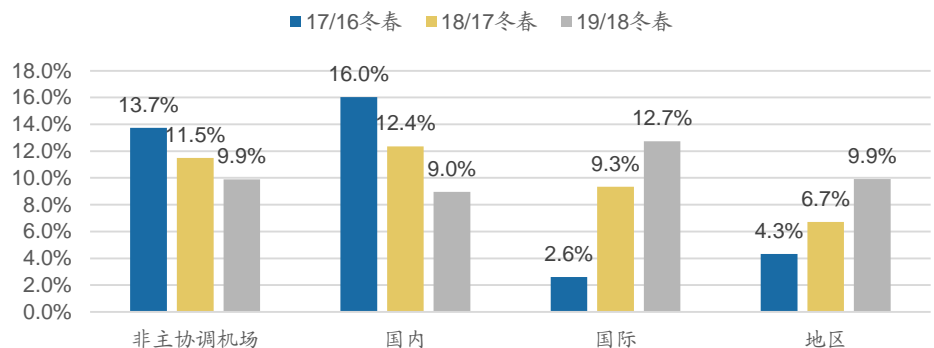
图23：全国21主协调机场周离港航班量环比增速



数据来源：民航预先飞行计划，广发证券发展研究中心，根据航空时刻计划表估算

非主协调机场合计同比增速由18年冬春的**11.5%**下降至**9.9%**，环比增速由18年冬春的**2.7%**下降至**-1.9%**。其中，国内航班同比增长**9.0%**，较18年冬春下降**3.4pcts**，国际航班同比增长**12.7%**，较18冬春提升**3.4pcts**。

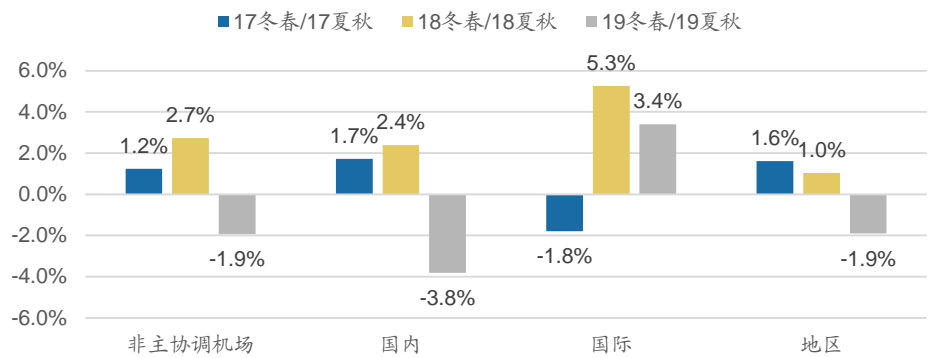
图24：全国非主协调机场周离港航班量同比增速



数据来源：民航预先飞行计划，广发证券发展研究中心

注：根据航空时刻计划表估算，存在误差的可能

图25: 全国非主协调机场周离港航班量环比增速



数据来源: 民航预先飞行计划, 广发证券发展研究中心

注: 根据航空时刻计划表估算, 存在误差的可能

表4: 21个主协调机场国内离港航班量增速

| 机场名      | 19/18 冬春 | 19/18 夏秋 | 18/17 冬春 | 18/17 夏秋 | 17/16 冬春 |
|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 北京/首都    | -3.97%   | 1.36%    | -1.10%   | -2.06%   | 1.95%    |
| 上海/虹桥    | 2.53%    | 0.00%    | 0.29%    | 0.00%    | -0.33%   |
| 上海/浦东    | 1.03%    | 3.62%    | 1.48%    | -0.50%   | -1.15%   |
| 广州/白云    | 4.48%    | 5.27%    | 1.97%    | 0.03%    | 1.53%    |
| 成都/双流    | 2.44%    | 2.23%    | 4.81%    | 6.35%    | 2.30%    |
| 昆明/长水    | 1.63%    | -1.35%   | -0.37%   | 0.82%    | -0.77%   |
| 深圳/宝安    | 1.98%    | 3.15%    | 2.02%    | 0.91%    | 3.11%    |
| 西安/咸阳    | 2.77%    | 4.11%    | 4.87%    | 2.27%    | 5.79%    |
| 重庆/江北    | 3.25%    | 7.92%    | 8.02%    | 2.43%    | 1.51%    |
| 杭州/萧山    | 2.03%    | 2.54%    | 1.95%    | 0.35%    | 5.38%    |
| 厦门/高崎    | 1.42%    | 1.94%    | 2.81%    | 1.25%    | 0.37%    |
| 南京/禄口    | 2.78%    | 6.34%    | 6.78%    | 3.67%    | 11.90%   |
| 长沙/黄花    | 3.20%    | 11.00%   | 2.80%    | 0.23%    | 0.06%    |
| 武汉/天河    | 5.09%    | 13.72%   | 5.94%    | -0.86%   | -1.85%   |
| 青岛/流亭    | -0.33%   | -2.28%   | 6.55%    | 3.22%    | 1.92%    |
| 乌鲁木齐/地窝堡 | 2.18%    | 1.93%    | 4.48%    | 5.57%    | 5.77%    |
| 海口/美兰    | 2.44%    | 2.91%    | 3.70%    | -2.76%   | 4.58%    |
| 三亚/凤凰    | 7.73%    | 0.47%    | 0.42%    | -1.03%   | 0.84%    |
| 天津/滨海    | 0.26%    | 2.56%    | -2.63%   | 3.69%    | 25.55%   |
| 大连/周水子   | 0.70%    | 11.17%   | 14.76%   | 1.75%    | 3.97%    |
| 福州/长乐    | 3.08%    | 1.03%    | -1.16%   | 4.18%    | 12.93%   |

数据来源: 民航预先飞行计划, 广发证券发展研究中心

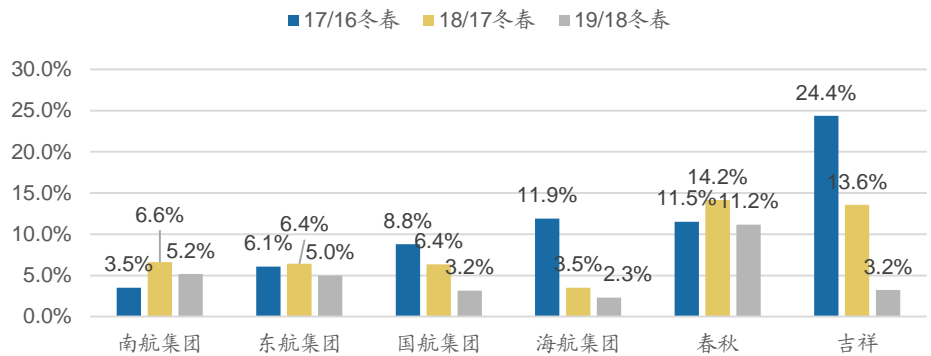
注: 根据航空时刻计划表估算, 存在误差的可能



### 3、三大航内线航班量增速与行业同步放缓

从集团口径看，19年冬春，南航、东航、国航、海航、春秋、吉祥国内航班分别同增**5.2%、5.0%、3.2%、2.3%、11.2%、3.2%**，继续保持低增速；环比增速为**-2.9%、-0.9%、-2.8%、-4.7%、-4.1%、-6.4%**。此外，非六大航的内线航班量同比增速为10.5%，和2018冬春基本持平。

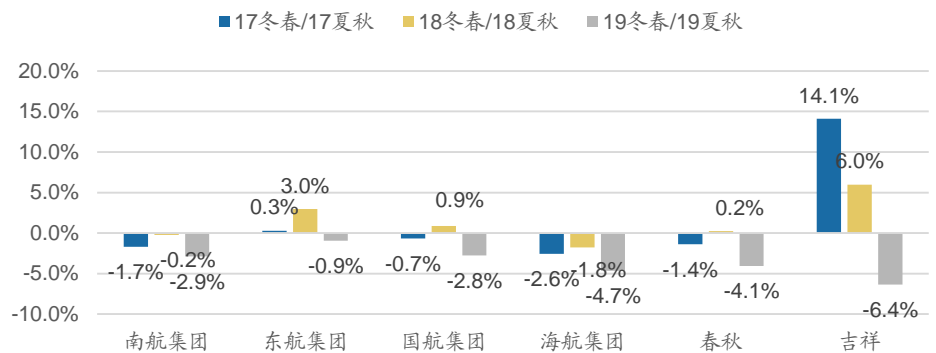
图26：六大航国内航班量同比增速



数据来源：民航预先飞行计划，广发证券发展研究中心

注：根据航空时刻计划表估算，存在误差的可能

图27：六大航国内航班量环比增速



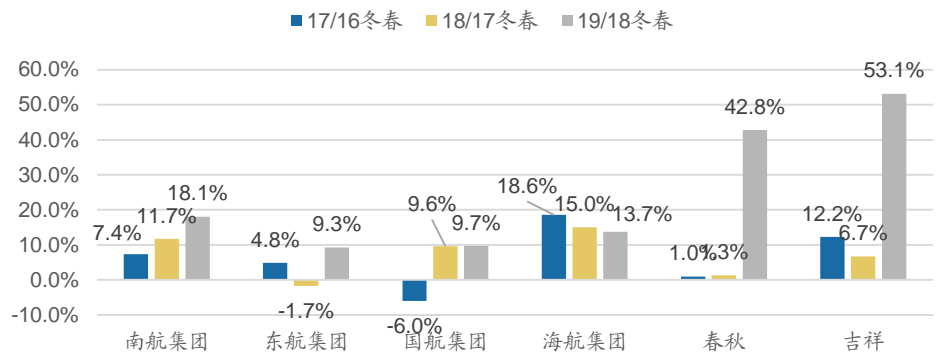
数据来源：民航预先飞行计划，广发证券发展研究中心

注：根据航空时刻计划表估算，存在误差的可能

国际航线方面，19年冬春，南航、东航、国航、海航、春秋、吉祥国内航班分别同增**18.1%、9.3%、9.7%、13.7%、42.8%、53.1%**，环比增速为**5.6%、5.4%、-1.1%、-5.3%、25.4%、32.1%**。

此外，非六大航的外线航班量同比增速为18.7%，和2018冬春比大幅降速。

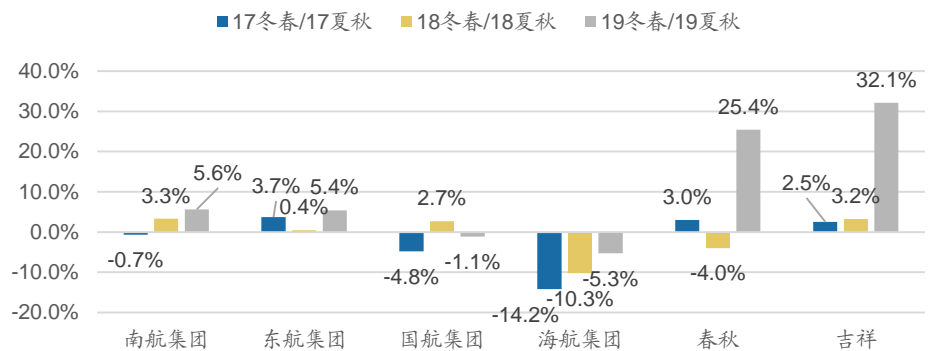
图28: 六大航国际航班量同比增速



数据来源: 民航预先飞行计划, 广发证券发展研究中心

注: 根据航空时刻计划表估算, 存在误差的可能

图29: 六大航国际航班量环比增速



数据来源: 民航预先飞行计划, 广发证券发展研究中心

注: 根据航空时刻计划表估算, 存在误差的可能

#### 4、737MAX延迟复飞加速供给收缩

12月6日, 美国飞机制造商波音公司在信件中表示, 重大的额外监管要求或737 MAX飞机延迟复飞, 可能会导致其削减或暂时停止737 MAX的生产。

参考2018年引进情况, 我们保守假设国内航司2019-2020年引进的737MAX占该系列的比例为80%, 则2019、2020年引进的737MAX数量占全部引进总数的比重为32.8%、41.7%。

考虑飞机运力投放变化对座位数及飞行利用小时的综合影响, 预计737MAX停飞将导致2019、2020年三大航ASK增速分别下降3.3pcts、6.9pcts。

表5: 未来2年三大航飞机引进计划(架)

|      | B737 | 2019年 |       | 2020年 |       |
|------|------|-------|-------|-------|-------|
|      |      | 全部    | 占比    | 全部    | 占比    |
| 南方航空 | 45   | 114   | 39.5% | 51    | 57.3% |
| 中国国航 | 32   | 72    | 44.4% | 33    | 57.9% |
| 东方航空 | 24   | 60    | 40.0% | 24    | 39.3% |

|    |     |     |       |     |     |       |
|----|-----|-----|-------|-----|-----|-------|
| 合计 | 101 | 246 | 41.1% | 108 | 207 | 52.2% |
|----|-----|-----|-------|-----|-----|-------|

数据来源：公司年报，wind，广发证券发展研究中心，南航、国航、东航数据均为公司年报披露，根据现有订单数计算

2019年冬春航季国内时刻增速显著放缓体现民航局控总量政策的延续，对航空整体供给端约束明显，整体上半年航空板块受需求走弱影响整体收益水平有所下滑，展望冬春航季在供给端持续紧约束下，行业供需关系有望进一步改善。伴随减税降费的落实，航司成本端将迎来减负，但三大航当前处于外部汇率扰动和基本面双杀阶段，绝对PB估值处于历史底部区域，建议低位布局：南方航空、中国南方航空、春秋航空、吉祥航空。

表 6：航空可比公司 PE/PB 估值情况可比（股价统计截至 2019.12.09 收盘）

| 公司名称        | 公司代码      | 单位  | 股价         |       | EPS (元/股) |       |       |              |              | PE           |              |             |  | PB (LF) |
|-------------|-----------|-----|------------|-------|-----------|-------|-------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|--|---------|
|             |           |     | 2019/12/09 | 2018A | 2019E     | 2020E | 2021E | 2018A        | 2019E        | 2020E        | 2021E        |             |  |         |
| 南方航空        | 600029.SH | 人民币 | 6.67       | 0.28  | 0.39      | 0.59  | 0.71  | 13.77        | 16.98        | 11.39        | 9.40         | 1.25        |  |         |
| 海航控股        | 600221.SH | 人民币 | 1.67       | -0.23 | -         | -     | -     | 9.51         | -            | -            | -            | 0.58        |  |         |
| 春秋航空        | 601021.SH | 人民币 | 41.51      | 1.67  | 2.04      | 2.47  | 2.91  | 23.12        | 20.34        | 16.84        | 14.25        | 2.56        |  |         |
| 吉祥航空        | 603885.SH | 人民币 | 13.35      | 0.69  | 0.70      | 0.93  | 1.10  | 16.99        | 19.01        | 14.40        | 12.13        | 2.10        |  |         |
| <b>平均水平</b> |           |     |            |       |           |       |       | <b>14.92</b> | <b>17.68</b> | <b>13.17</b> | <b>11.14</b> | <b>1.56</b> |  |         |

数据来源：wind，广发证券发展研究中心，可比公司 EPS 采用 wind 一致预期

**风险提示：**油价大幅上行，人民币对美元大幅贬值，时刻管制强度不及预期

## 快递物流：演绎强者恒强，择机布局龙头

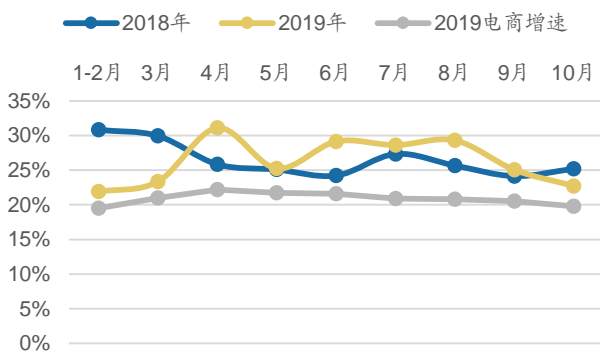
### 1. 快递板块：业务增速分化加快格局集中，布局白马龙头

#### 1.1 2019年：份额与利润增速分化，龙头突围信号初现

##### 1. 行业维持高景气，龙头竞争加剧

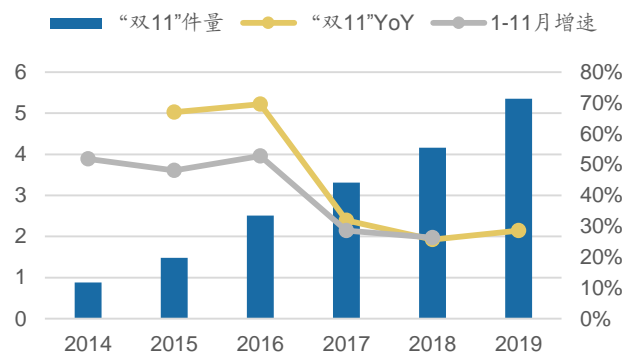
2019年，受益于拼多多的快速增长，全国快递量增速持续超预期，1-10月累计增速达26%，和2018年基本持平，其中，异地件同增35%，占比从2018年的75%提升至80%。“双11”当日快递量同比增长28.6%，高于去年同期，据国家邮政局预计，11月快递量将达70亿件，同比增长23%，综合预计全年增速将在25%左右。

图30：2019年全国快递量增速逐月提升



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

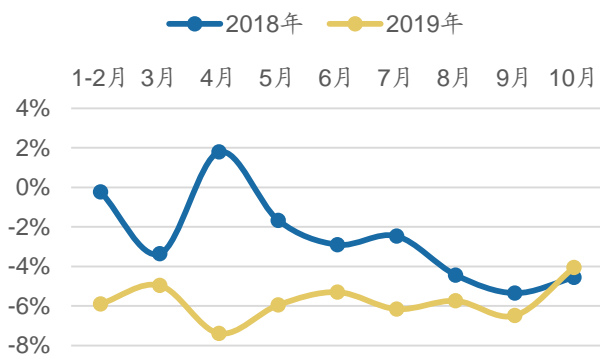
图31：2019年“双11”件量增速提升（亿件）



数据来源：国家邮政局，广发证券发展研究中心

伴随行业持续高景气，快递价格战加剧，剔除附加收入的价格降幅较2018年明显扩大。1-10月，全国快递平均单价（含附加收入）同比下降1.5%，其中，同城、异地、国际件单价分别同比下降14.5%、4.6%、4.1%。圆通、申通、百世的总部价同比降幅逐季扩大，Q3单季降幅均超0.4元，韵达、中通的总部价降幅在0.3元以内。

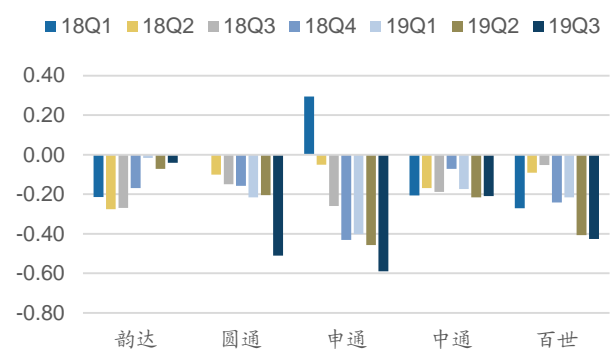
图32：2019年全国快递单价降幅扩大



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

注：剔除附加收入

图33：单季度单件价格同比变化（元/件）

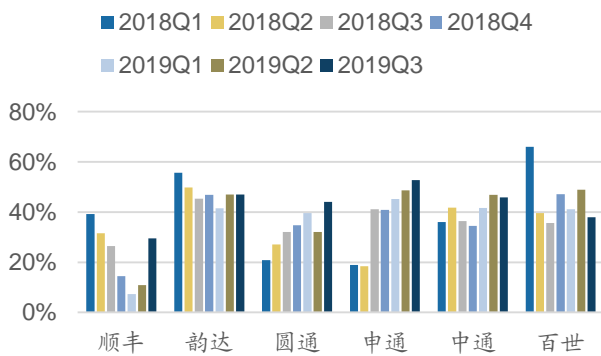


数据来源：公司季报，广发证券发展研究中心

## 2. 业务增速尚未分化，短期格局存不确定性

在圆通、申通、百世的加速追赶下，头部5家快递的业务量增速均超行业增速15pcts以上；韵达、圆通、申通、中通、百世Q1-3市占率分别同比提2.08pcts、1.23pcts、1.77pcts、2.47pcts、1.34pcts，CR5、CR6已经分别提至72.2%、79.6%。虽然份额增速已开始分化，但业务增速尚未明显分化，这使得行业短期格局存在不确定性。

图34：2018年以来，A股快递公司单季快递量增速



数据来源：公司季报、月度报告，广发证券发展研究中心

图35：2018年以来，上市快递公司单季市占率

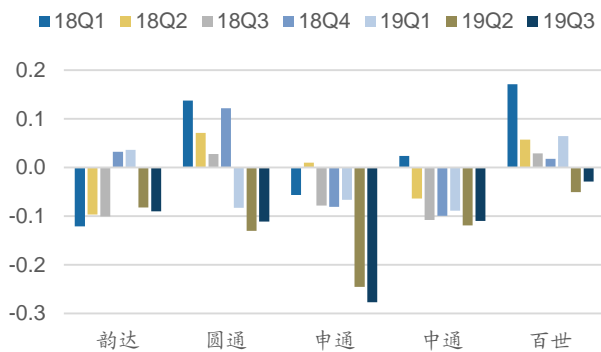
|        | 顺丰   | 韵达    | 圆通    | 申通    | 中通    | 百世    |
|--------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 2016Q4 | 7.7% | 10.3% | 14.2% | 10.0% | 14.6% | 7.4%  |
| 2017Q1 | 8.7% | 10.7% | 12.9% | 9.7%  | 15.5% | 7.5%  |
| 2017Q2 | 7.4% | 11.9% | 13.1% | 10.1% | 15.3% | 9.4%  |
| 2017Q3 | 7.4% | 12.1% | 12.2% | 9.4%  | 15.2% | 10.0% |
| 2017Q4 | 7.4% | 11.9% | 13.0% | 9.71% | 15.9% | 10.0% |
| 2018Q1 | 9.2% | 12.7% | 12.0% | 8.9%  | 16.1% | 9.6%  |
| 2018Q2 | 7.7% | 14.3% | 13.4% | 9.6%  | 17.4% | 10.5% |
| 2018Q3 | 7.5% | 14.0% | 12.9% | 10.5% | 16.6% | 10.8% |
| 2018Q4 | 6.7% | 13.9% | 13.9% | 10.8% | 17.0% | 11.7% |
| 2019Q1 | 8.1% | 14.7% | 13.6% | 10.5% | 18.6% | 11.0% |
| 2019Q2 | 6.7% | 16.3% | 13.7% | 11.1% | 19.9% | 12.2% |
| 2019Q3 | 7.6% | 16.1% | 14.5% | 12.6% | 18.9% | 11.7% |

数据来源：公司季报、月度报告，广发证券发展研究中心

## 3. 净利润增速差距拉开，龙头突围长期趋势不破

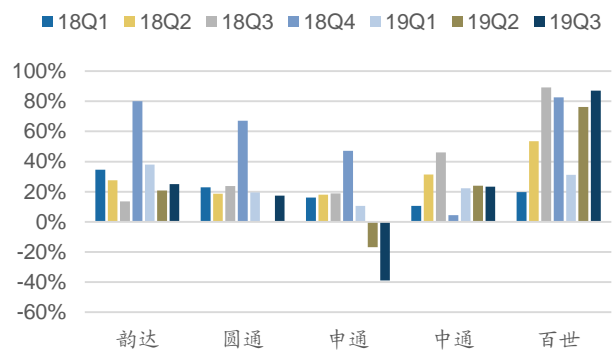
从盈利能力看，2019Q1-3，仅韵达和中通的单件毛利保持在0.5元以上，且扣非净利增速保持在20%以上；而其它快递公司的单件毛利均有较大幅度下降，扣非净利甚至出现0增长或负增长。份额与利润增速同时分化，龙头突围的长期趋势不破。

图36：单季度单件毛利同比变化（元/件）



数据来源：公司中报、季报，广发证券发展研究中心

图37：单季度扣非净利同比增速



数据来源：公司中报、季报，广发证券发展研究中心

表7：快递公司单件利润拆分（元/件）

| 公司      | 韵达   |      |      | 圆通   |      |      | 申通   |      |      | 中通   |      |      | 顺丰   |      |      |
|---------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
|         | 19Q1 | 19Q2 | 19Q3 | 19Q1 | 19Q2 | 19Q3 | 19Q1 | 19Q2 | 19Q3 | 19Q1 | 19Q2 | 19Q3 | 19Q1 | 19Q2 | 19Q3 |
| 总毛利     | 0.58 | 0.51 | 0.44 | 0.47 | 0.44 | 0.42 | 0.52 | 0.40 | 0.25 | 0.56 | 0.57 | 0.51 | 4.40 | 5.41 | 4.32 |
| 三费      | 0.20 | 0.13 | 0.13 | 0.18 | 0.14 | 0.13 | 0.12 | 0.10 | 0.08 | 0.30 | 0.04 | 0.04 | 3.14 | 3.36 | 2.96 |
| 销售      | 0.03 | 0.02 | 0.02 | 0.01 | 0.01 | 0.01 | 0.03 | 0.02 | 0.02 |      |      |      | 0.43 | 0.44 | 0.44 |
| 管理(含研发) | 0.17 | 0.11 | 0.11 | 0.16 | 0.13 | 0.12 | 0.11 | 0.09 | 0.06 |      |      |      | 2.53 | 2.77 | 2.34 |

|         |      |      |      |      |      |      |       |       |      |      |      |      |      |      |      |
|---------|------|------|------|------|------|------|-------|-------|------|------|------|------|------|------|------|
| 财务      | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.01 | 0.00 | 0.01 | -0.01 | -0.01 | 0.00 |      |      |      | 0.18 | 0.15 | 0.17 |
| 净利      | 0.32 | 0.28 | 0.25 | 0.22 | 0.23 | 0.22 | 0.32  | 0.25  | 0.13 | 0.30 | 0.44 | 0.43 | 1.25 | 1.75 | 0.94 |
| 扣非净利    | 0.28 | 0.27 | 0.23 | 0.22 | 0.22 | 0.22 | 0.29  | 0.24  | 0.13 |      |      |      | 0.85 | 1.44 | 0.96 |
| 经营性净现金流 | 0.17 | 0.53 | 0.36 | 0.14 | 0.40 | 0.38 | -0.13 | 0.57  | 0.12 | 0.28 | 0.64 | 0.46 | 1.45 | 3.28 | 2.31 |

数据来源：公司季报，广发证券发展研究中心

#### 4. 韵达、中通的成本和现金流优势突出，具备长期竞争潜力

利润增速分化的原因在于，份额争夺中成本优化和价格策略的不匹配。从中报和三季度报看，韵达、中通分别在中心操作成本和运输成本上保持绝对优势，圆通、申通的单件成本降幅较大，但单价降幅也较大。

**表8：快递公司单件成本拆分（元/件）**

| 公司<br>年份    | 韵达   |      |       | 圆通   |      |       | 申通   |      |       | 中通   |      |       |      | 百世   |      |       |      |
|-------------|------|------|-------|------|------|-------|------|------|-------|------|------|-------|------|------|------|-------|------|
|             | 18H1 | 19H1 | 同增    | 18H1 | 19H1 | 同增    | 18H1 | 19H1 | 同增    | 18H1 | 19H1 | 同增    | 19Q3 | 18H1 | 19H1 | 同增    | 19Q3 |
| 快递量<br>(亿件) | 30   | 43   | 13    | 28   | 38   | 10    | 20   | 30   | 10    | 37   | 54   | 17    |      | 22   | 32   | 10    |      |
| 中转自营<br>率   | 100% | 100% |       | 80%  | 90%  |       | 59%  | 88%  |       | 92%  | 90%  |       |      | 100% | 100% |       |      |
| 面单成本        |      |      |       | 0    | 0.04 | 0.04  | 0.07 | 0.05 | -0.01 |      |      |       |      |      |      |       |      |
| 中转成本        | 1.21 | 1.03 | -0.18 | 1.6  | 1.25 | -0.35 | 1.53 | 1.26 | -0.27 | 1.13 | 1.07 | -0.06 | 1.00 | 1.62 | 1.27 | -0.35 | 1.19 |
| 其中：运输       |      | 0.72 |       | 1.05 | 0.82 | -0.23 | 0.84 | 0.65 | -0.19 | 0.72 | 0.68 | -0.04 | 0.65 | 0.9  | 0.76 | -0.14 | 0.75 |
| 其中：中心操作     |      | 0.31 |       | 0.55 | 0.43 | -0.12 | 0.69 | 0.6  | -0.09 | 0.41 | 0.38 | -0.02 | 0.36 | 0.72 | 0.51 | -0.21 | 0.44 |
| 小计          | 1.21 | 1.03 | -0.18 | 1.6  | 1.29 | -0.31 | 1.6  | 1.31 | -0.29 | 1.13 | 1.07 | -0.06 | 1.00 | 1.62 | 1.27 | -0.35 | 1.19 |
| 派送成本        |      | 1.6  |       | 1.39 | 1.3  | -0.09 | 1.65 | 1.63 | -0.02 |      |      |       |      | 1.58 | 1.61 | 0.03  | 1.43 |
| 快递小计        |      | 2.83 |       | 2.99 | 2.59 | -0.4  | 3.25 | 2.94 | -0.3  |      |      |       |      | 3.2  | 2.88 | -0.32 | 2.62 |

数据来源：公司中报，广发证券发展研究中心

现金流层面，中通、韵达的经营性净现金流保持稳健增长，能覆盖较大部分的投资现金流出。韵达的应收、应付项伴随业务量的增长合理扩张，营运资本的略微增长，反映出加盟商仍具备较好的现金流。两家公司具备长期竞争潜力。

**表9：三通一达、百世经营性现金流分析（亿元）**

| 公司             | 韵达    |       |       | 圆通    |       |      | 申通    |       |       | 中通    |       |       | 百世   |      |       |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|------|-------|
|                | 18H1  | 19H1  | YOY   | 18H1  | 19H1  | YOY  | 18H1  | 19H1  | YOY   | 18H1  | 19H1  | YOY   | 18H1 | 19H1 | YOY   |
| 毛利             | 17.3  | 23.5  | 6.3   | 15.8  | 17.2  | 1.4  | 12.7  | 13.6  | 0.9   | 24.9  | 30.3  | 5.4   | 5.3  | 8.1  | 2.9   |
| +营运资本变化小计      | -3.5  | -0.4  | 3.1   | -3.9  | -2.2  | 1.8  | -6.7  | -3.0  | 3.8   |       |       |       |      |      |       |
| 其中：经营性流动资产减少   | -5.3  | -3.6  | 1.7   | -2.7  | -0.1  | 2.6  | -13.4 | 0.2   | 13.6  |       |       |       |      |      |       |
| 其中：经营性流动负债增加   | 1.8   | 3.2   | 1.4   | -1.2  | -2.1  | -0.8 | 6.6   | -3.2  | -9.8  |       |       |       |      |      |       |
| 经营活动产生的现金流量净额  | 8.8   | 16.5  | 7.7   | 6.2   | 11.0  | 4.7  | 3.6   | 8.1   | 4.6   | 16.9  | 26.3  | 9.4   | -1.8 | 1.3  | 3.1   |
| 其中：支付给职工的现金    | 4.9   | 5.5   | 0.7   | 10.8  | 11.2  | 0.4  | 6.2   | 5.7   | -0.4  |       |       |       |      |      |       |
| 筹资活动产生的现金流净额   | 45.3  | 1.6   | -43.8 | 0.9   | -6.9  | -7.9 | -2.0  | 0.0   | 2.0   | 58.2  | -25.1 | -83.2 | 0.8  | 6.6  | 5.8   |
| 投资活动产生的现金流净额   | -61.9 | -19.4 | 42.5  | -28.2 | -16.2 | 12.0 | -5.4  | -16.0 | -10.6 | -72.5 | 23.9  | 96.4  | 2.7  | -8.3 | -10.9 |
| 其中：购建固定、无形资产等  | -9.7  | -19.1 | -9.4  | -15.5 | -16.4 | -0.8 | -11.5 | -8.0  | 3.5   |       |       |       |      |      |       |
| 其中：其他投资活动现金流净额 | -52.2 | -0.3  | 51.9  | -12.7 | 0.1   | 12.8 | 6.1   | -8.0  | -14.1 | -72.5 | 23.9  | 96.4  | 2.7  | -8.3 | -10.9 |

数据来源：公司中报，广发证券发展研究中心

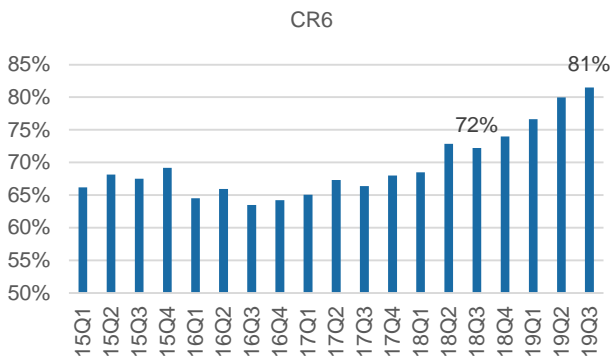


## 1.2 2020年：龙头业务增速分化，行业格局转折之年

### 1. 龙头正面交锋，业务量增速分化将加速格局集中

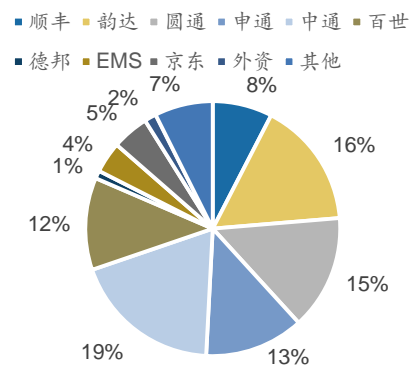
2019Q3的CR6已经提至80%。据《2018年快递市场监管报告》，外资快递仍有1.5%的份额，据公司年报，2018年EMS、德邦、京东物流的市占率为分别约为4%、1%、5%，且仍在增长，剩余的8.5%的份额中大都是电商自营物流以及规模效应更弱的大件，CR6继续提升的空间有限。因此，2020年难以出现6家公司业务增速均超行业10个点的情况，龙头业务增速将迎来分化。

图38: CR6提至80%



数据来源：公司中报、季报，广发证券发展研究中心

图39: 2019Q3快递市场格局



数据来源：公司中报、季报，邮政局，广发证券发展研究中心

### 2. 成本对价格策略制约加强，份额竞争更依赖末端赋能

结合单件毛利水平看，三通一达继续让利的空间都相对有限。据测算，三通一达牺牲0.1元的单件毛利，需要20%以上的增量快递磨平利润损失，以利换量对总利润的边际贡献太低，因此，单件毛利将趋稳，价格策略受成本优化的制约加强。

伴随龙头走向“存量博弈”，“价格战抢量+规模效应降本”的传统策略，容易陷入价格降幅高于成本降幅的窘境。因此，成本优化将更依赖于精细化管理，即通过效率提升降低单位成本。依赖规模效应的落后产能将在竞争中被加速淘汰。

表10: 三通一达毛利弹性测算

| 公司                  | 韵达              | 圆通    | 申通    | 中通    |
|---------------------|-----------------|-------|-------|-------|
| 2019Q1-3 快递量 (亿件)   | 69.33           | 61.51 | 50.47 | 84.29 |
| 2019Q1-3 单件毛利 (元/件) | 0.50            | 0.44  | 0.37  | 0.55  |
| 2020 单件毛利同比下降 (元/件) | 毛利润同比持平对应的快递量增速 |       |       |       |
| 0.02                | 4%              | 5%    | 6%    | 4%    |
| 0.04                | 9%              | 10%   | 12%   | 8%    |
| 0.06                | 14%             | 16%   | 19%   | 12%   |
| 0.08                | 19%             | 22%   | 27%   | 17%   |
| 0.10                | 25%             | 30%   | 37%   | 22%   |

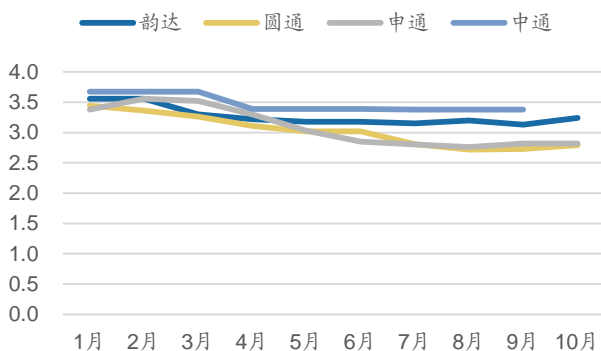
数据来源：公司季报，广发证券发展研究中心

中长期来看，行业增速仍将维持在两位数，份额竞争仍将继续，但其竞争形式将逐渐脱离价格战的主导。2019年7月以来，中通和韵达的快递单价都较同行高0.3-0.4元左右，但中通、韵达的快递同比增量并不逊于同行，这反映出快递龙头的品牌溢价在逐渐显现。

价格因素外，时效、服务、品质都是商家选择快递品牌的重要参考。从全流程来看，时效主要取决于总部的干线中转，而服务、品质则主要取决于直接和客户接触的末端，尤其是派件端。因此，份额竞争将更需要总部对末端赋能。

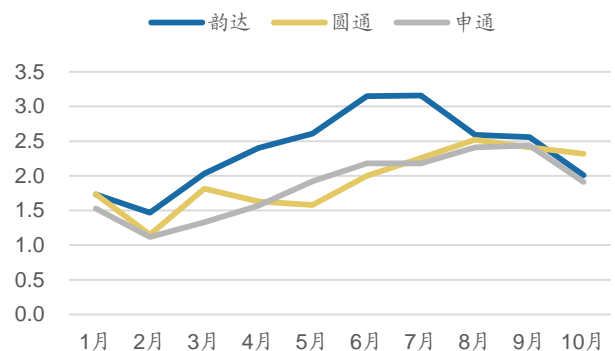
随着快递柜、驿站等末端解决方案的推广，快递小哥的派件效率大幅提升，规模效应下，三通一达的单件派费都有所下降，而韵达和中通在绝对额上仍高出同行0.1-0.2元。对派件端的激励和赋能，将加强网络稳定性，提升品牌力和龙头溢价。

图40：三通一达单月快递单价（元）



数据来源：公司月度数据公告，广发证券发展研究中心

图41：三通一达快递同比增量（亿件）

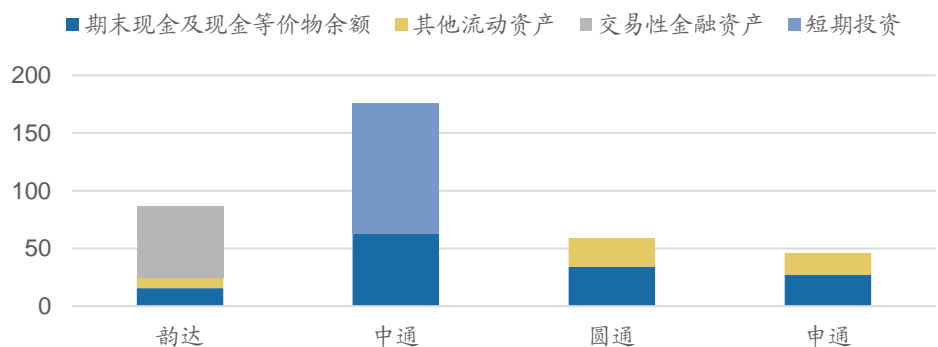


数据来源：公司中报、季报，广发证券发展研究中心

### 3. 行业短期出清不易，龙头有望实现平稳式突围

三通一达每年的资本开支在20-30亿（中通预计更高）。截止2019年9月30日，三通一达的类现金余额均在40亿以上，经营性净现金流在10亿以上，在不考虑外部融资的情况下，预计仍能支撑2-3年的产能扩张，行业短期出清不易实现，因此，爆发自损利润式价格战的可能性较小。伴随业务、份额、利润、现金流的逐步分化，龙头有望实现平稳式突围。

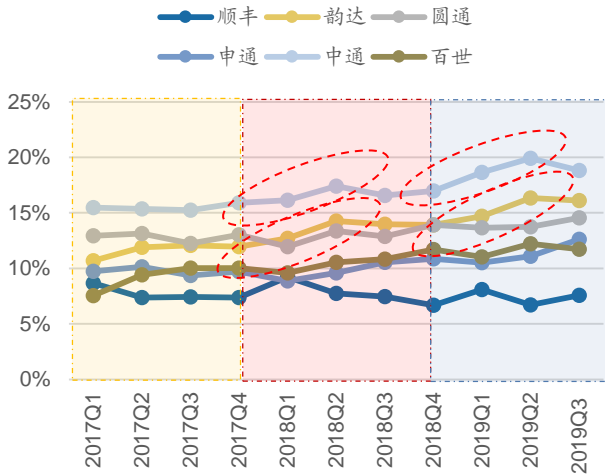
图42：三通一达现金情况（19Q3：亿元）



数据来源：公司季报，广发证券发展研究中心

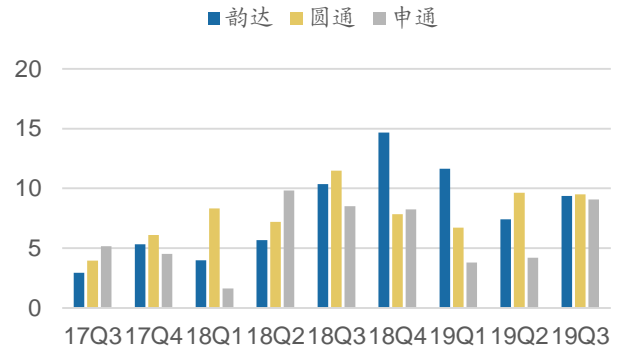
短期来看，三通一达的产能投放和优化节奏不同，价格策略也存在季节性差异，格局会有阶段性调整；长期来看，韵达、中通具备成本和现金流的核心壁垒，突围潜力较大，具备长期配置价值；2020年将是行业格局转折的关键之年，2020Q2有望看到龙头份额加速分化，重点关注：韵达股份、圆通速递；建议关注：中通快递。

图43: 快递公司单季度份额



数据来源：公司中报、季报，广发证券发展研究中心

图44: 购建固定资产等支付的现金流出 (亿元)



数据来源：公司中报、季报，广发证券发展研究中心

#### 4. 顺丰产能利用率已在高位，新产能扩张将对业绩形成短期冲击

顺丰处在业务多元化转型期，新业务收入占总营收比重仅为24%(包括供应链)，且利润率仍处在爬升期，短期内对公司的业绩贡献能力有限；2019年，顺丰发力成本端，通过人员精简、线路优化、经济件填仓三大措施，优化快递成本，并带动业务增速大幅回升，扣非净利润率恢复至4%以上。

表11: 顺丰控股业务概览 (截止2019H1)

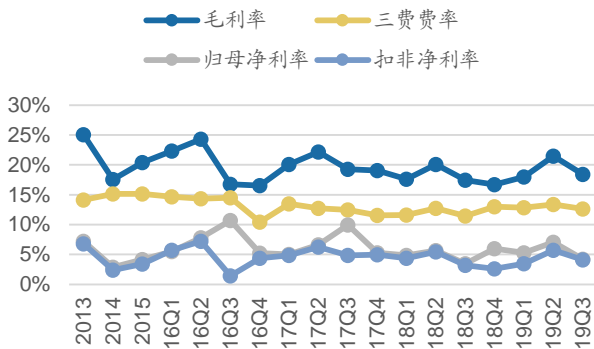
| 主要指标      | 时效业务           | 经济业务      | 重货               | 冷运                | 国际                 | 同城配               |        |
|-----------|----------------|-----------|------------------|-------------------|--------------------|-------------------|--------|
| 业务开始时间    | 2010年前         | 2010年前    | 2013             | 2014              | 2013               | 2016              |        |
| 定价水平      | 价格水平 (元/单)     | 23+       | 20左右, 特惠12-13元   | 200 (3-4元/KG)     | 100                | 55                | 12     |
| 顺丰收入&增速   | 2018收入 (亿元)    | 534       | 204              | 81                | 42                 | 26                | 10     |
|           | 2018收入占比       | 59%       | 22%              | 9%                | 5%                 | 3%                | 1%     |
|           | 2018收入增速       | 14%       | 38%              | 83%               | 85%                | 29%               | 172%   |
|           | 2017增速         | 18%       | 23%              | 80%               | 60%                | 44%               | 636%   |
| 2019H1 增速 | 4%             | 16%       | 47%              | 54%               | -2%                | 129%              |        |
| 行业规模&增速   | 2018年行业增速估计    | 13%       | 35%              | 6%(前30强12%)       | 13-17年均17%(前百强24%) | 32%               | 35%    |
|           | 2018年行业规模 (亿元) |           | 6038             | 12594             | 2598 (2017年)       | 586               | 1000+  |
| 市场结构与竞争   | 市场集中度          | CR2=45%   | CR5=78%          | CR30=5%           | CR100=10%          |                   |        |
|           | 顺丰市场份额预计       | 30%       | 2%               | 前20强中占13%         | 前百强中占10%+          | 4%                | 10%    |
|           | 顺丰排名 (2018年)   | 1         |                  | 2                 | 1                  |                   |        |
| 19年增速预期   | 主要竞争对手 (份额)    | EMS (15%) | 京东物流 (2-5%); 日日顺 | 德邦 (20%)、安能 (11%) | 希杰荣庆               | FedEx、UPS、DHL、EMS | 饿了么、美团 |
|           | 假设             | GDP增速的1倍  | 约为网购增速           | 据运联传媒, 假设20年赶上德邦  | 延续13-17年增速         | 预计增速放缓至10%        |        |
|           | 行业增速           | 6-8%      | 25-35%           | 7%                | 17%                | 30%               |        |
|           | 顺丰增速           | 3-5%      | 30%左右            | 40-50%            | 50%左右              | 10%左右             |        |

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

自2019年5月推出特惠专配，公司业务增速从3月的7.34%回升至9月的38%，预计该增速将持续至2020Q1末；公司目前的产能阈值在1500-1600万件/日，9月的日均单量已经突破1500万件/日。

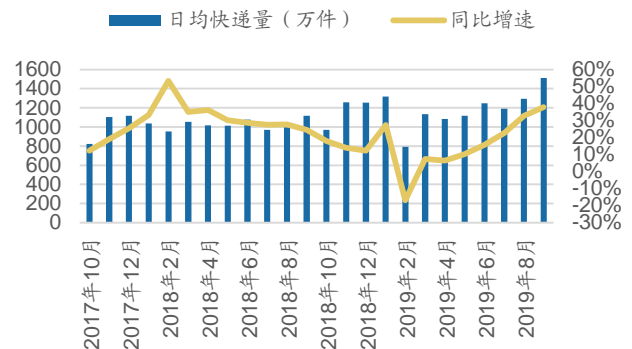
11月，公司接手唯品会配送服务，日均单量将再增加约160万单。因此，2020年大概率将继续投产，下沉电商件；短期来看，产能扩张或将降低公司的产能利用率，提升单位成本，对公司业绩形成短期冲击，长期来看，伴随多业协同的共振，公司业务增速和利润率有望走出长期趋势。

图45: 顺丰控股分季度利润率、费用率



数据来源: 公司中报、季报, 广发证券发展研究中心

图46: 顺丰控股日均快递量及同比增速



数据来源: 公司中报、季报, 广发证券发展研究中心

**投资建议:**

伴随2019年中小快递纷纷退出，2020年将是龙头（CR6）正面交锋之年，大概率不会出现CR6增速均大幅高于行业平均增速的情况，因此，2020年将开启业务增速分化，份额差距或将加速扩大。

从趋势上来看，加盟快递的单件利润已经下降到历史最低位，成本对价格策略的制约进一步加强，成本优化和价格策略不匹配的公司已经表现出利润负增长，以及经营性现金流恶化。

成本与现金流的精细化管理是龙头突围的核心壁垒，CR2优势突出，具备长期配置价值；产能投入和价格策略的季节性差异会导致格局的阶段调整，关注头部快递短期机会。重点关注成本优势突出的：韵达股份，以及增速显著回升，估值较低的：圆通速递

顺丰、德邦、京东都在向多元业务拓展，新产能投入带来的成本波动将对公司盈利产生震荡，此时，现金流优异的主业是公司发展的稳定器。随着物流技术的应用、平台效率的提升，成本端的优化将带来巨大的利润弹性。

表12: 快递可比公司PE/PB估值情况可比（股价统计截至2019.12.06收盘）

| 公司名称 | 公司代码      | 单位  | 股价        |       | EPS (元/股) |       |       |       | PE    |       |       |      | PB (LF) |
|------|-----------|-----|-----------|-------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|---------|
|      |           |     | 2019/12/6 | 2018A | 2019E     | 2020E | 2021E | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |      |         |
| 韵达股份 | 002120.SZ | 人民币 | 29.88     | 1.60  | 1.27      | 1.54  | 1.86  | 32.65 | 23.52 | 19.40 | 16.09 | 5.21 |         |
| 圆通速递 | 600233.SH | 人民币 | 12.34     | 0.67  | 0.74      | 0.87  | 1.04  | 19.61 | 16.71 | 14.22 | 11.90 | 2.93 |         |

A股: 采用wind一致预期EPS, 统计截止2019年12月06日收盘。

|  |           |     |        |       |       |       |       |              |              |              |              |             |
|--|-----------|-----|--------|-------|-------|-------|-------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|
| 中通快递   | 002468.SZ | 人民币 | 18.14  | 1.34  | 1.20  | 1.43  | 1.72  | 16.93        | 15.07        | 12.66        | 10.54        | 3.14        |
| 德邦股份   | 603056.SH | 人民币 | 10.91  | 0.74  | 0.52  | 0.71  | 0.96  | 29.07        | 20.81        | 15.35        | 11.41        | 2.69        |
| 顺丰控股   | 002352.SZ | 人民币 | 37.90  | 1.03  | 1.28  | 1.51  | 1.79  | 30.33        | 29.49        | 25.11        | 21.21        | 4.21        |
| <b>平均水平</b>  |           |     |        |       |       |       |       | <b>25.72</b> | <b>21.12</b> | <b>17.35</b> | <b>14.23</b> | <b>3.24</b> |
| <b>美股：采用彭博一致预期 GAAP EPS，统计截止 2019 年 12 月 07 日收盘。</b> |           |     |        |       |       |       |       |              |              |              |              |             |
| 中通快递   | ZTO.N     | 美元  | 20.92  | 0.85  | 0.87  | 1.05  | 1.28  | 25.77        | 24.18        | 19.91        | 16.29        | 3.19        |
| 百世集团   | BEST.N    | 美元  | 5.88   | -0.19 | -0.02 | 0.20  | 0.42  | -            | -            | 28.76        | 13.97        | 4.22        |
| FedEx  | FDX.N     | 美元  | 156.61 | 17.08 | 14.60 | 16.50 | 17.50 | 9.22         | 10.73        | 9.49         |              | 2.25        |
| UPS  | UPS.N     | 美元  | 117.53 | 5.53  | 7.34  | 7.98  | 8.70  | 17.07        | 16.02        | 14.74        | 13.51        | 18.14       |
| <b>平均水平</b>  |           |     |        |       |       |       |       | <b>17.35</b> | <b>16.97</b> | <b>18.22</b> | <b>14.59</b> | <b>6.95</b> |

数据来源：wind，广发证券发展研究中心，可比公司 EPS 采用 wind 或 bloomberg 一致预期

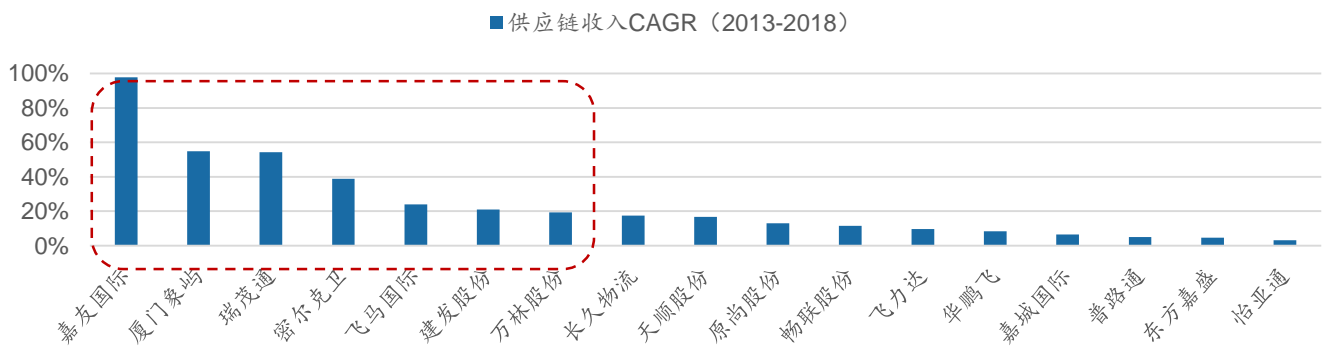
**风险提示：**精细化管控不达预期，运输、人力等成本大幅上涨，价格战恶化，电商增速不达预期，新业务发展拖累主业。

## 2. 供应链板块：兼具高增长和高利润率，首选跨境工程供应链

供应链板块，我们重点推荐具备高增长与高利润率双重基因的跨境工程供应链。

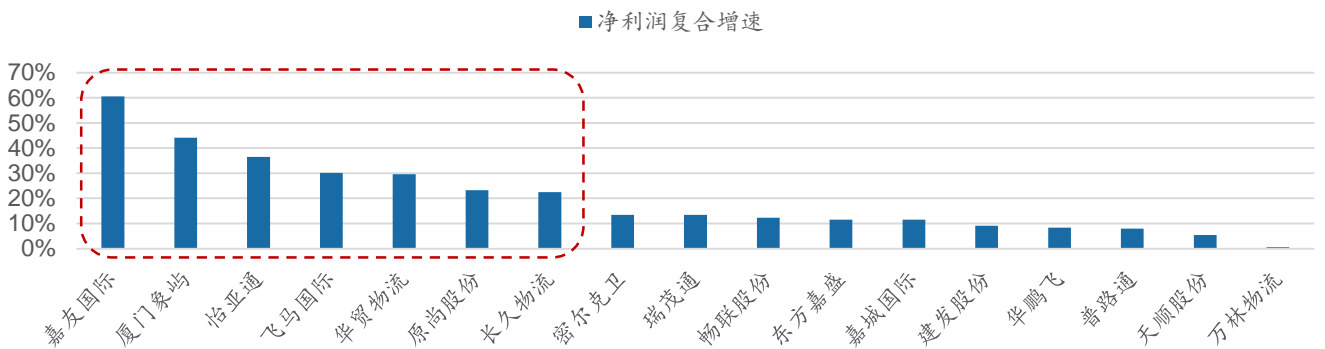
高增长物流供应链公司通常聚焦需求规模大的行业，形成标准化的业务模式；一方面跟随现有大客户拓展新市场；另一方面布局新的物流节点，复制成熟模式赢得持续增长；从A股物流供应链看，高增长的公司通常大宗品更多。

图47：A股物流供应链公司2013-2018年供应链收入复合增速



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图48：A股物流供应链公司2013-2018年净利润复合增速



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

高利润率的供应链通常具备（1）高技术复杂性；（2）关键物流节点。技术复杂性意味着更高的定制化和议价权，从而带来更高的利润率；关键物流资源本身具有高利润率，同时，凭借其聚集效应，关联业务的整体价值也能被抬升。

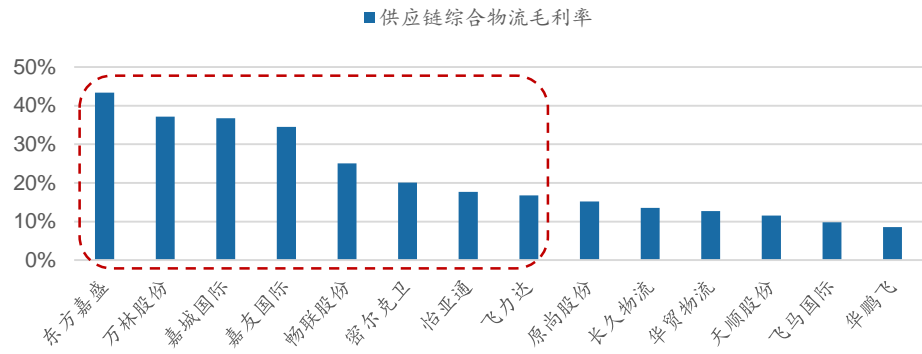
跨境工程供应链的运输需求复杂、技术要求较高，受承运人航线、靠港和国际贸易限制等影响，需要多式联运，这要求承运人具备很强的物流资源整合能力，其利润率较高；同时，跨境工程一般涉及大宗品的逆向物流，项目订单的周期长，规模大，具备持续增长的潜力。

因此，跨境工程物流供应链是供应链板块难得的兼具高增长与高利润率的优质



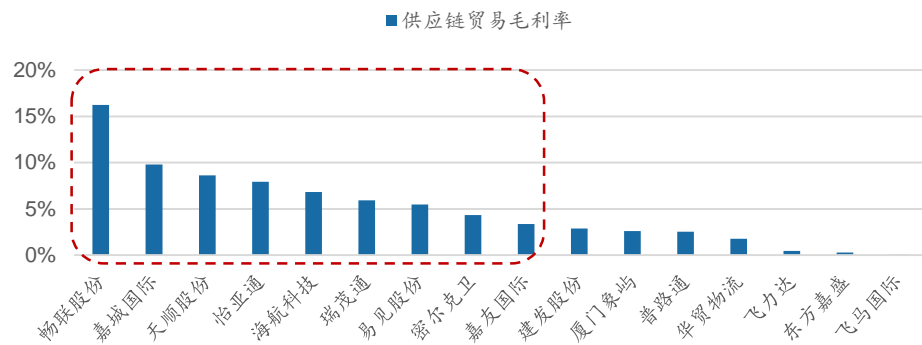
赛道。

图49: A股物流供应链企业的综合物流毛利率(按最新披露数据)



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图50: A股物流供应链企业的供应链贸易毛利率(按最新披露数据)



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

伴随供应链行业的发展, 传统的赚取商品价差的贸易模式已经逐渐被淘汰, 未来的供应链将更加聚焦于服务本身。赛道的选择、技术的积累以及物流节点的先发布局将是决定供应链公司价值增长的核心要素, 重点关注: 嘉友国际。

**风险提示:** 大宗商品价格大幅波动、汇率波动、地缘政治

## 高速公路：三因素筛选优质标的，关注取消省站政策落地影响

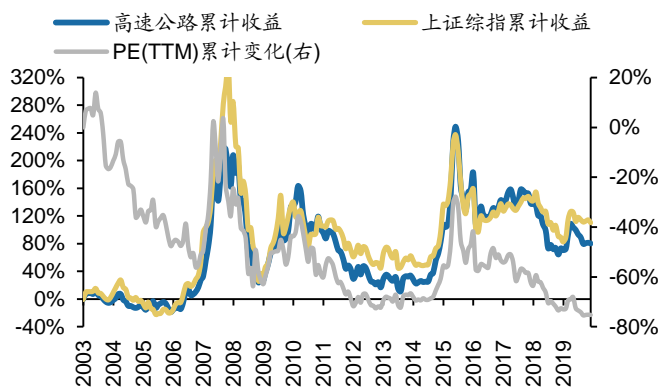
### 1、行业 beta 弹性相对较小，个股超额收益主要由业绩贡献

复盘高速行业过去涨跌幅可以发现：

1、高速公路行业整体走势与大盘相近，涨跌幅度相对弱于大盘，说明行业beta弹性相对较小。

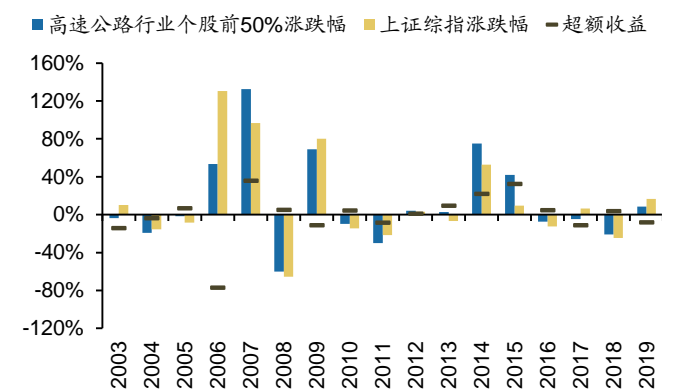
2、从个股收益来看，将每年高速公路行业个股涨跌幅分位数与大盘涨跌幅进行比较，可以发现在过去17年高速公路个股涨跌幅分布相对右偏，行业个股多具备较好的alpha收益。

图51：高速公路行业beta弹性相对较小



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图52：高速个股涨跌幅50%分位数与市场涨跌幅比较



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

表13：2003-2019年共17年中，高速公路行业个股涨跌幅分位数与市场涨跌幅对比

|           | 前 20% | 前 30% | 前 50% | 前 70% |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 取得正超额收益年数 | 13    | 12    | 10    | 5     |
| 取得正超额收益概率 | 76%   | 71%   | 59%   | 29%   |

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

注：2019年涨跌幅计算截至11月29日

弱周期性特征下，盈利稳定增长的路产龙头存在较大概率在业绩驱动下跑出超额收益。

以宁沪高速为例，对宁沪过去12年股价做PE(ttm)\*EPS(ttm)拆分，选取2007年1月作为起点，对比上证综指各年收益及估值表现，可以发现：

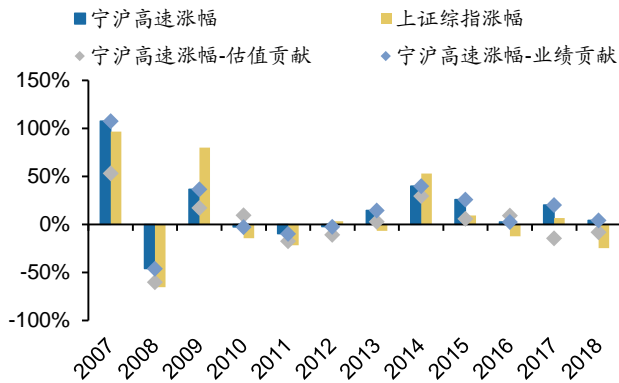
1、公司股价在大多数年份跑赢大盘（9/12），并且在大多数年份股价涨幅主要由盈利贡献（9/12）。

2、公司估值波动幅度与大盘基本一致，宁沪股价的超额收益基本由每股收益单边驱动。

3、自2012年4季度股价累计上涨239%，相对沪指超额收益达198%。其中，业

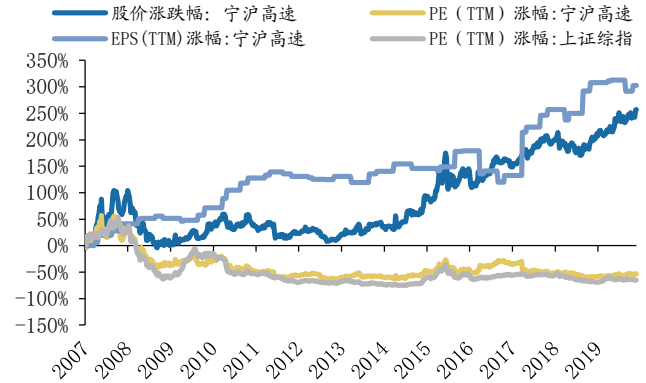
绩端增长约159%（EPS增长79%，其余为股息贡献）。

图53: 宁沪高速在多数年份跑赢大盘



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图54: 宁沪高速涨幅主要由业绩贡献

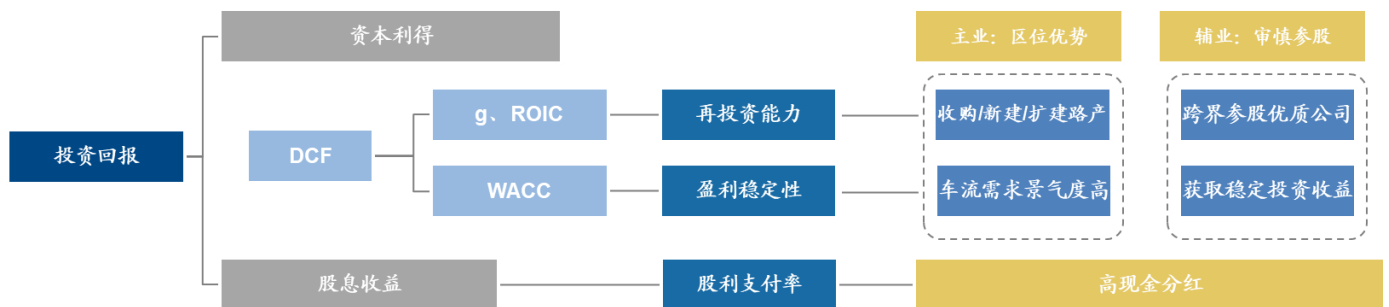


数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

## 2、绝对估值框架下，三因素筛选投资标的

在绝对估值体系下，收费主业成长性（对应自由现金流增长率 $g$ 和再投资回报率ROIC）、经营表现风险（对应WACC）、在手现金价值（对应股息率）是投资者对行业个股的主要关注点。这三点映射到投资逻辑中，分别强调公司再投资能力、盈利稳定性和股利支付率；进一步落实到选股层面，则表现为主业路产的区位优势、辅业扩张的审慎性以及高现金分红比例三个要素。

图55: 高速行业绝对估值框架映射

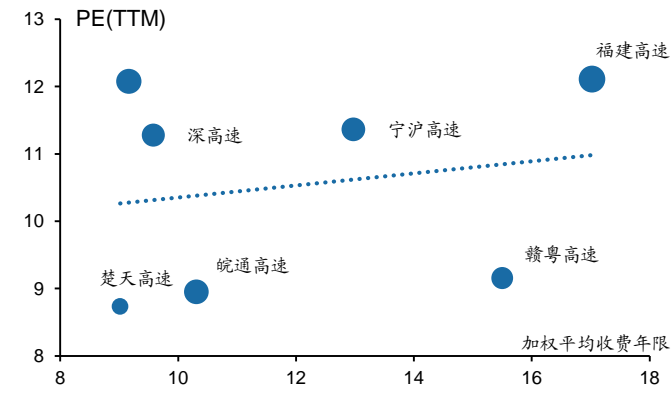


信息来源: 广发证券发展研究中心

## 2.1 主业再投资：破解路产经营年限约束的关键因素

路产剩余年限越短、盈利能力越差，路企的估值压制就越为明显，而主业再投资正是破解路企经营年限约束、强化主业盈利性的关键因素。

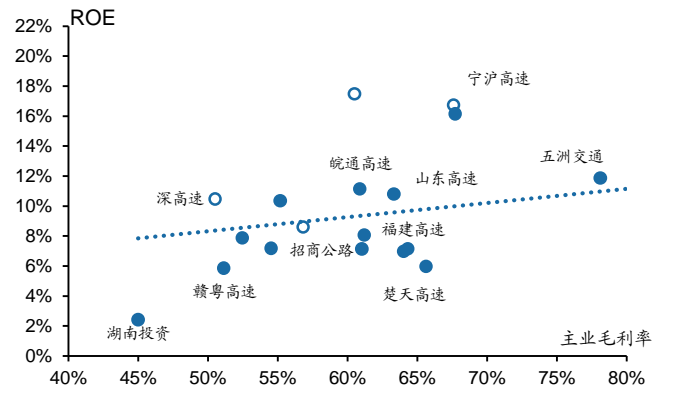
图56：路产剩余经营年限与PE估值呈现正相关关系，区位优势更好的龙头路企具备估值溢价



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

注：PE(TTM)及剩余收费年限取2018年12月31日数据

图57：龙头路企路产毛利率相对较高，ROE表现相对较好



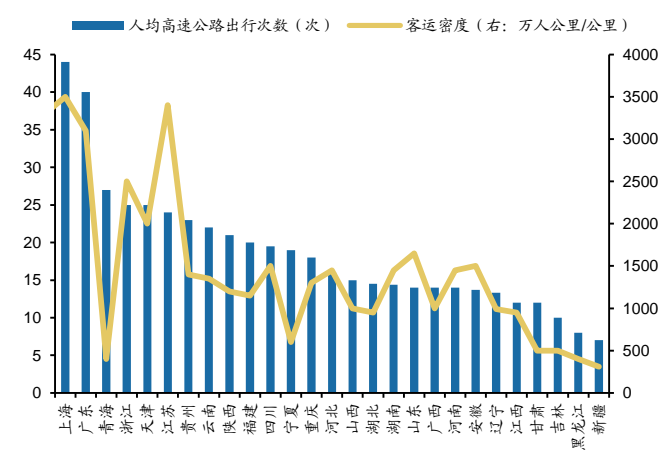
数据来源：wind，广发证券发展研究中心

注：在此以空心气泡标注龙头路企，数据为2018年报数据；为剔除一次性收益影响，深高速ROE取2017年报数据。

属地经营模式下，区位优势可以保障路企具备更大的再投资空间及更可观的再投资回报率。具备强区位优势的发达地区，新路投资焦虑相对较弱，主要源于：

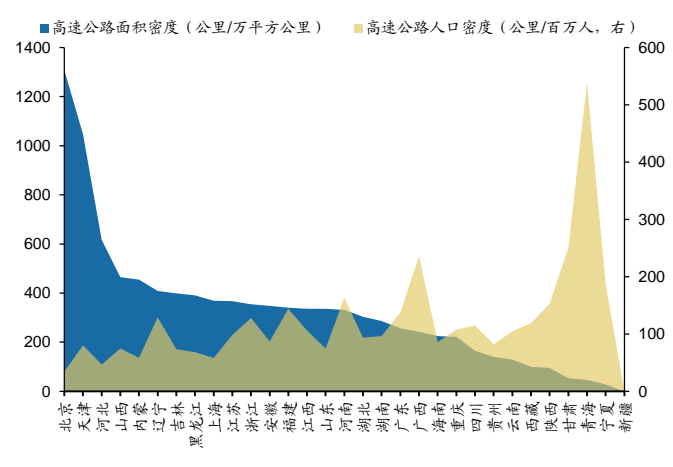
- 1) 路产供需格局较好，广东、江苏等地高速公路客运密度居前，但人均覆盖密度靠后；
- 2) 存在地方财政支持可能，例如深圳政府对深高速沿江、外环的PPP模式建设支持，在一定程度上帮助缓解公司建设负担，从而保障了路企的投资回报率。

图58：东部地区客运密度明显高于中西部（2017年）



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图59：从人均密度看，东部地区路网仍存增长空间（2017年）



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

从2018-19年高速行业主要上市公司的主业再投资情况来看，2020年可重点关

注山东高速济青改扩建及收费标准上调落地、皖通高速合宁改扩建年限延长带来的价值重估，2021-22年可关注深高速、宁沪高速新建路产投产后的扭亏贡献。

表 14: 2018-19 年，主要上市公司高速主业再投资情况

| 公司   | 路产     | 再投资 | 投产/并购时间  | 经营到期日      | 持股比例   | 投资金额 (亿元) | 里程 (公里) | 所在区位  |
|------|--------|-----|--|------------|--------|-----------|---------|-------|
| 山东高速 | 武荆高速   | 收购  | 2018-11-01   | 2040-05    | 60%    | 27.66     | 185.339 | 武汉-荆门 |
|      | 济晋高速   | 收购  | 2018-09-12   | 2035-10    | 90%    | 6.55      | 20.566  | 济源-晋城 |
|      | 济青高速   | 改扩建 | 小许家枢纽以东 291 公里: 2019-07-26<br>小许家至零点立交 18 公里西向: 2019-09<br>小许家至零点立交 18 公里西向: 2019-12 | 2044-12    | 100%   | 260*      | 318.3   | 济南-青岛 |
|      | 德齐高速   | 改扩建 | 2022-09*   | 2022-11**  | 100%   | 119.55*   | 93.143  | 德城-齐河 |
| 招商公路 | 沪渝高速   | 收购  | 2018-04-30   | 2043-12-22 | 60%    | 9.18      | 84.33   |       |
|      | 渝黔高速   | 收购  | 2018-04-30   | 2037-03-16 | 60%    | 19.92     | 90      | 重庆    |
|      | 成渝高速   | 收购  | 2018-04-30   | 2024-12    | 49%    | 22.21     | 108.8   |       |
|      | 亳阜高速   | 收购  | 2018-07-12   | 2035-01-08 | 100%   | 16.88     | 101.3   | 亳州-阜阳 |
| 深高速  | 沿江二期   | 新建  | 会展中心立交互通: 2019-11-03<br>宝安机场立交互通: 2020*<br>深中通道连接点: 2021*                            | 2038-12    | 100%   |           | 5.7     |       |
|      | 外环高速   | 新建  | 2020*  |            | 100%   | 65        | 60      | 沙井-凤岗 |
| 宁沪高速 | 镇丹高速   | 新建  | 2018-09-30   |            | 70%    | 18.26*    | 21.6    | 镇江-丹阳 |
|      | 五峰山大桥  | 新建  | 2020*  |            | 64.50% | 120.67*   | 36.1    |       |
|      | 常宜高速   | 新建  | 2020*  |            | 51%    | 38*       | 18.09   | 常州-宜兴 |
|      | 宜长高速   | 新建  | 2020*  |            | 51%    | 39.78*    | 26      | 宜兴-长兴 |
|      | 龙潭过江通道 | 新建  | 2024*  |            | 53.6%  | 57.93     | 4.963   |       |
| 皖通高速 | 合宁高速   | 改扩建 | 大蜀山至陇西立交段 42.6km: 2009-09<br>周庄至陇西立交段 87km: 2019 年底                                  | 2026.08**  | 100%   | 63.75*    | 134     | 合肥-南京 |

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

\*: 为预计数据; \*\*: 改扩建经营年限延长核准尚未批复。

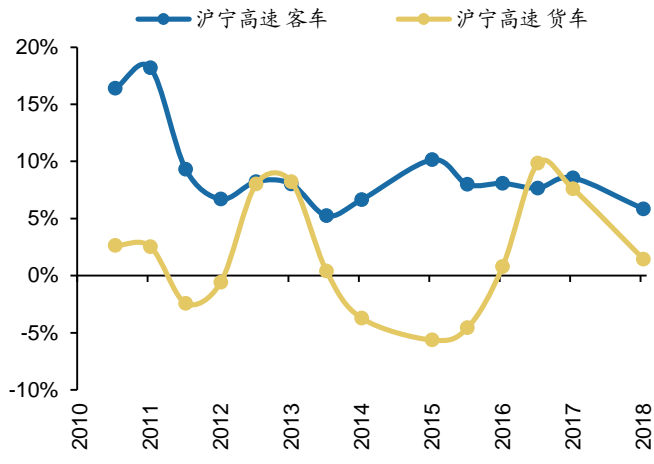
## 2.2 经营稳定性: 关注区位优势及辅业扩张审慎性

高速公司经营稳定性主要源于两个层面: 1) 高速公路客车流量的增长稳定性远胜货车, 区位优势有助于平抑车流下滑风险; 2) 高速主业的经营稳定性远胜辅业, 无辅业包袱拖累的公司业绩经营波动相对更小。

1、从高速主业经营稳定性来看, 随着经济增长步入存量模式、路网铺设逐步加密, 区位优势将成为未来驱动车流增长的主要动力, 受益区域资源禀赋的虹吸效应, 发达地区车流增长波动相对较小。此外, 货车流量因其经济关联度高、成本敏感性强的特征, 更易受到经济周期、路网格局、收费政策的变化对货车流量的影响, 增长波动性要大于客车。

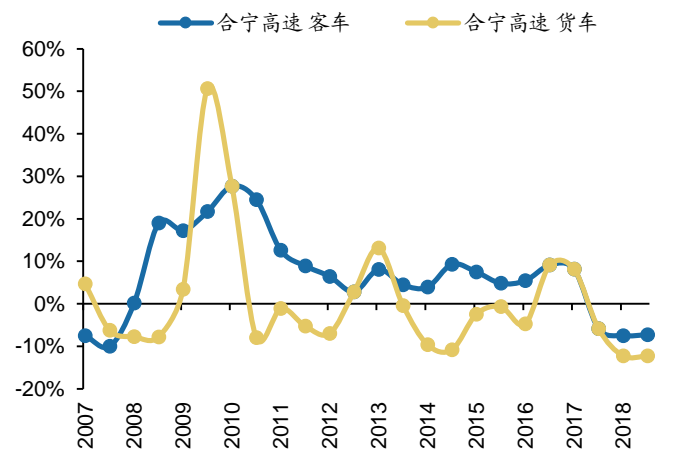
核心区域龙头公司路产由于区域经济发展较好、客车流量占比更高——例如，宁沪高速沪宁高速客车流量占比达78.91%（2018年），深高速机荷东、机荷西高速一类车占比达88.6%、89.8%（2018年）——业绩经营稳定性通常表现更好。

图60：沪宁高速：客车车流增速稳定性好于货车



数据来源：宁沪高速财报，广发证券发展研究中心

图61：合宁高速：客车车流增速稳定性好于货车



数据来源：皖通高速财报，广发证券发展研究中心

2、从辅业经营稳定性来看，跨业经营的管理劣势导致公路公司辅业经营表现往往较为被动，近年来不少公司的多元化经营有所收缩。通过审慎参股，获取其他行业优质公司的稳定投资收益，将是风险较低、波动较小的多元化扩张方式。

随着经济增长红利褪去，各行业均面临竞争加剧、集中度提升的局面，此时高速公路公司应对市场波动的管理劣势开始逐渐暴露，辅业经营较为被动，部分公司开始逐步整理并剥离辅业业务。

表 15：部分高速公司逐步剥离多元化业务

| 公司   | 板块   | 进入时间 | 退出时间 | 进入原因                          | 退出事件  |
|------|------|------|------|-------------------------------|---|
| 湖南投资 | 辐照加工 | 2004 | 2017 | 合资成立辐照公司，进入辐照产业，公司技术壁垒显著、垄断性强 | 辐照中心连续亏损，为降低公司经营风险，以 620 万元价格转让所有辐照中心 64% 股权        |
|      | 能源业务 | 2014 | 2017 | 合资修建黄花机场加油站项目                 | 为聚焦主营业务，公司将所持有全部长沙昆仑 49% 股权转让                       |
| 五洲交通 | 矿产业务 | 2014 | 2015 | 入股堂汉公司、成立南星公司，涉足矿产业务          | 2015 年 12 月转让堂汉公司全部 67%、南星公司 100% 股权，全面退出矿产业务。      |
| 山东高速 | 房地产  | 2011 | 2016 | 寻求业务转型，把握地产红利                 | 2016 年起公司完成绿城华景、滨州置业、盛邦置业、汇博置业、火山岛置业、璞园置业等公司的股权转让工作 |
| 皖通高速 | 信息技术 | 2002 | 2010 | 合资成立信息投资公司，从事信息基础设施投资和信息技术服务  | 2010 年转让所有 18% 权益                                   |

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

龙头路企由于主业业绩压力相对有限，在寻求跨界布局时普遍更为审慎，并且基本采用参股及设立股权投资基金的形式进行扩张，参股收益相对稳定，更为符合当前市场的风险偏好。



表 16: 龙头路企跨界布局相对更为审慎

| 公司   | 时间         | 领域   | 参股对象     | 持股比例/份额比例 | 投资金额 (亿元) |
|------|------------|------|----------|-----------|-----------|
| 深高速  | 2017 年 7 月 | 环保   | 水规院      | 15%       | 0.62      |
|      | 2017 年 5 月 | 环保   | 德润环境     | 20%       | 44.09     |
|      | 2019 年 3 月 | 环保   | 南京风电     | 51%       | 5.1       |
|      | 2019 年 9 月 | 环保   | 包头南风     | 67%       | 13.52     |
| 宁沪高速 | 2011 年 5 月 | 金融   | 江苏租赁     | 9.97%     | 2.71      |
|      | 2013 年 6 月 | 金融   | 江苏银行     | 1.92%     | 10        |
|      | 2016 年 8 月 | 金融   | 国创开元二期基金 | 9.51%     | 7.43      |
|      | 2016 年 8 月 | 地产金融 | 洛德地产基金   | 33%       | 1.5       |
|      | 2019 年 4 月 | 地产金融 | 地产母基金二期  | 30%       | 3         |

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

### 2.3 股息率: 关注分红率及业绩增长预期

不考虑估值变化, 未来的预期股息率主要由分红率和业绩增长预期决定。

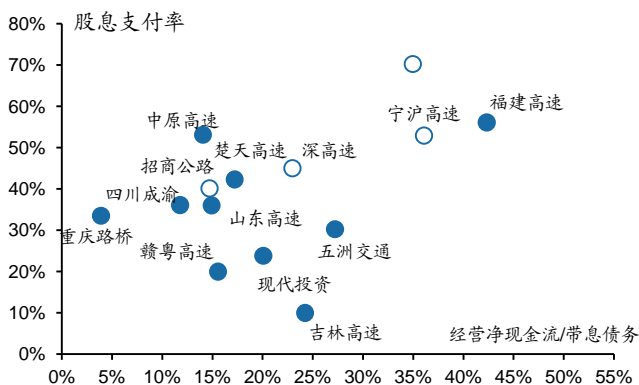
1、关注分红率及业绩增长保持稳定的龙头路企, 如宁沪高速、深高速、招商公路。

从分红率看, 核心区域龙头路企经营现金流对有息负债的覆盖能力更强, 现金流相对充沛, 公司股息支付政策预计将保持稳定; 从业绩增长预期看, 受益当地稳定的经济发展带动, 预计车流增长保持平稳。

2、关注改扩建完成后有望实现分红率及业绩增速双升的路企, 如皖通高速、山东高速。

从分红率看, 公司再投资完成, 大额资本支出阶段性告一段落, 伴随投资现金流需求减少, 未来分红比率有望提升; 从业绩增长预期看, 改扩建路产项目投运后有望实现车流的大幅增长或/及收费标准的提升, 从而对业绩增长形成明显贡献。

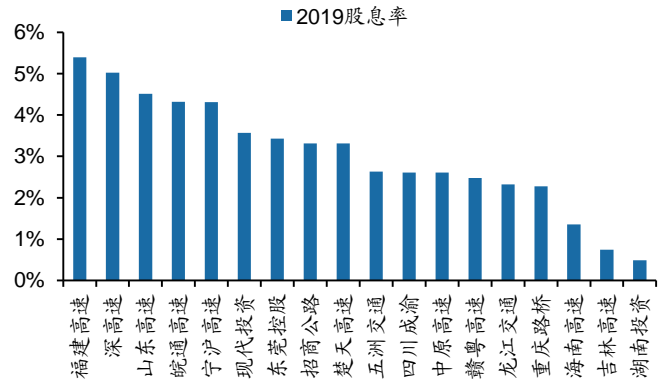
图62: 龙头路企现金流情况良好, 股息支付率稳定



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

注: 在此以空心气泡标注龙头路企, 数据为2018年报数据

图63: 高速个股2019股息率 (截止2019年12月9日)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

### 3、取消省站政策步入落地元年，关注 ETC 推广及车型收费影响

2019年5月，在物流降本增效的政策目标统筹下，国务院办公厅印发《深化收费公路制度改革取消高速公路省界收费站的实施方案》，取消省站、实现不停车快捷收费，共需落实完善收费体系（制定技术方案、软硬件改造等）、加快ETC系统推广、修订完善收费政策法规、推动收费公路存量债务置换4方面工作。此后相关配套政策陆续出台。

表17：取消高速公路省界收费站相关政策梳理

| 时间      | 政策/事件                       | 主要内容  |
|---------|-----------------------------|---|
| 2018.05 | 国务院常务会议                     | 确定进一步降低实体经济物流成本的措施，包括推动取消高速公路省界收费站，简化物流企业分支机构设立手续等。                                 |
| 2018.12 | 苏鲁川渝 4 省取消 15 个高速公路省界收费站    | 4 省作为试点率先取消两两间所有高速公路省界收费站，交通运输部将总结省份试点经验，优化完善方案，扩大试点范围，在全国逐渐推广。                     |
| 2019.03 | 2019 年政府工作报告                | 两年内基本取消全国高速公路省界收费站，实现不停车快捷收费，减少拥堵、便利群众。   |
| 2019.05 | 国务院常务会议                     | 将《政府工作报告》提出的两年内基本取消全国高速公路省界收费站的任任务提前至力争今年底实现，要求推广电子不停车快捷收费系统，优化货车通行费计费方式，完善相关制度和政策。 |
| 2019.05 | 《收费公路车辆通行车型的分类》标准修订         | 进一步统一、规范和完善全国收费公路车型分类   |
| 2019.05 | 《深化收费公路制度改革取消高速公路省界收费站实施方案》 | 推广电子不停车快捷收费系统；修订《收费公路车辆通行车型的分类》；全面清理规范地方性车辆通行费减免；进一步优化鲜活农产品运输“绿色通道”                 |
| 2019.05 | 《关于大力推动高速公路 ETC 发展应用工作的通知》  | 全面实施 ETC 车载装置免费安装，并增加安装服务网点；开展互联网发行服务；分类推进车辆安装；加大 ETC 车辆通行优惠，优化 ETC 产品服务。           |
| 2019.08 | 《关于全面清理规范地方性车辆通行费减免政策的通知》   | 各省根据清理内容自行出台实施车辆通行费减免政策并形成书面报告，以维护公平规范的公路收费秩序，减少拥堵，便利群众                             |
| 2019.08 | 《关于进一步优化鲜活农产品运输“绿色通道”政策的通知》 | 严格免收车辆通行费范围；优化鲜活农产品运输车辆通行服务。  |
| 2019.08 | 《关于切实做好货车通行费计费方式调整有关工作的通知》  | 加快货车车型分类调整；科学测算大件运输车辆收费系数；加强收费标准调整监管；全面推广高速公路差异化收费；加快货车 ETC 车载装置安装。                 |

数据来源：人民政府网、交通部官网，广发证券发展研究中心

取消省站的各项配套政策中，主要需关注ETC推广及货车按车型收费对路企收支带来的影响。

ETC推广方面，根据交通部规划，各省（区、市）汽车ETC安装率达到80%以上，通行高速公路的车辆ETC使用率达到90%以上。目前从交通部ETC推广情况通报数据来看，年底目标基本可以顺利完成——截至12月4日，全国ETC客户累计达到18101.24万，完成发行总目标19085.56万的94.84%。其中，北京、辽宁、江苏、江西、湖北、广东和贵州等7个省份已完成发行任务。全国高速公路入口客车ETC平均

使用率为68.12%

表18: 各省此前ETC折扣优惠及ETC使用率情况

| 省市  | 客车 ETC 折扣 | 货车 ETC 折扣                  | ETC 使用率     |              |
|-----|-----------|----------------------------|-------------|--------------|
|     |           |                            | 2019 年 7 月底 | 2019 年 11 月底 |
| 北京  | 5%        | 5%                         | 55.81%      | 67.91%       |
| 天津  | 5%        | -                          | 47.62%      | 65.86%       |
| 河北  | 5%        | 5%                         | 49.04%      | 62.83%       |
| 山西  | 5%        | 部分路段 20-50%                | 47.02%      | 65.09%       |
| 内蒙古 | -         | -                          | 30.64%      | 36.95%       |
| 辽宁  | 3%        | -                          | 46.40%      | 75.87%       |
| 吉林  | -         | -                          | 27.94%      | 41.16%       |
| 黑龙江 | 5%        | 5%                         | 24.13%      | 60.29%       |
| 上海  | 5%        | 5%                         | 42.89%      | 58.63%       |
| 江苏  | 2%        | 储值卡 2%，运政卡 15%             | 39.67%      | 83.54%       |
| 浙江  | 3%        | 国资路段 15%                   | 52.55%      | 68.56%       |
| 安徽  | 5%        | 15%                        | 43.93%      | 58.04%       |
| 福建  | 5%        | 记账卡 2%，储值卡 5%              | 53.02%      | 78.78%       |
| 江西  | 5%        | 记账卡 7%，储值卡 10%，<br>运政卡 14% | 33.38%      | 70.23%       |
| 山东  | 5%        | 5%                         | 32.60%      | 69.09%       |
| 广东  | 2%        | 2%，国资路段 15%                | 38.57%      | 64.21%       |
| 河南  | 5%        | 5%，分时段 10%                 | 53.42%      | 73.37%       |
| 湖北  | 5%        | 15%，部分路段 20%               | 43.15%      | 60.84%       |
| 湖南  | 5%        | 10%                        | 41.89%      | 59.08%       |
| 广西  | 5%        | 5%                         | 36.06%      | 57.53%       |
| 重庆  | 3%        | 3%                         | 48.86%      | 64.04%       |
| 四川  | 5%        | 5%                         | 45.20%      | 73.74%       |
| 贵州  | 5%        | 5%                         | 48.04%      | 59.53%       |
| 云南  | 5%        | 20%                        | 48.82%      | 63.37%       |
| 陕西  | 5%        | 5%                         | 51.16%      | 64.02%       |
| 甘肃  | 5%        | 部分路段 10%                   | 56.49%      | 59.57%       |
| 青海  | 5%        | 部分路段、时段 20-30%             | 35.10%      | 76.61%       |
| 宁夏  | 5%        | 5%                         | 37.91%      | 53.79%       |
| 新疆  | 5%        | 5%                         | 27.25%      | 60.96%       |

数据来源：地方发改委、交通运输部，广发证券发展研究中心

推广ETC对高速路企的短期影响主要体现在：

1) ETC用户通行费95折优惠。此前路企的ETC收费占比约为40%，客车用户主要享受ETC储值卡或记账卡优惠，不同省市折扣不同，主要有为95折、97折、98折几种；货车用户ETC折扣主要有9折、95折、97折、98折几种，另在部分路段、时段实行差异化收费政策。以2019年底ETC使用率达到90%来进行测算，此次推广的无差别优惠预计对主要上市路企2020年的通行费收入影响在2.5%~3.7%左右。

2) ETC推广工程建设资本开支。上市路企需要对ETC车道增设、门架安装、电子化收费系统升级等进行资本投入,相应增加折旧成本。主要路企的改造投资约1~4亿,将根据所属路产剩余路龄进行资本化摊销。

考虑以上两方面影响,我们估算主要路企2019年归母净利润所受影响约在0.6%~2.6%,2020年影响约为2.9%~13.8%。实际情况还需综合考虑通行效率提升对车流量的潜在诱增、收费标准调整以及ETC按实际里程收费的影响。

根据交通运输部科学研究院数据分析结果,使用ETC对拥堵缓解明显:在非拥堵状态下ETC专用车道通行率是人工收费时间的1/4,在拥堵状态下,这一时间能够到达1/9。可以说高速公路收费站车流量越大,ETC发挥的作用就越显著,预计ETC使用率大幅提升将对龙头路企拥堵路段车辆通行效率形成显著改善,进一步挖掘优质路产的收入增长潜力。

**表19: ETC推广及设施改造对主要路企利润影响测算**

| 股票简称 | 股票代码      | 2019E            |       | 2020E            |        |
|------|-----------|------------------|-------|------------------|--------|
|      |           | 归母净利润影响<br>(百万元) | 占比    | 归母净利润影响<br>(百万元) | 占比     |
| 招商公路 | 001965.SZ | -27.0            | -0.6% | -138.5           | -2.9%  |
| 宁沪高速 | 600377.SH | -72.4            | -1.7% | -380.3           | -8.3%  |
| 深高速  | 600548.SH | -43.7            | -1.7% | -318.8           | -13.8% |
| 皖通高速 | 600012.SH | -28.8            | -2.6% | -145.3           | -13.2% |

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

货车计费调整方面,预计实际收入下浮影响相对较小,主要源于:

1) 养护成本上升叠加投资建设负担较重,各省收费公路普遍面临现金收支及还本付息压力,通行费的大幅下调并不具备现实基础。

2) 参考目前部分省市已出台方案,新收费标准回溯测算得到的通行费收入整体影响较小,主要影响在于超载加收部分不再收取。但考虑超载超限治理全面从严,“多装少跑”变“少装多跑”带来的货车流量提升有望对收入实现部分对冲。

综合判断ETC优惠及货车计费调整影响,预计收入增长压力将主要体现在上半年,考虑龙头路企核心路产更加受益ETC普及带来的通车效率提升,并且货车车流占比相对较小,对政策影响的防御性相对更强。

### 投资建议:

根据主业再投资、经营稳定性及股息率三因素,2020年可关注盈利表现稳定的龙头路企,如宁沪高速、深高速,内生盈利成长性较好并有望实现外延扩张的招商公路,以及改扩建再投资有望迎来价值重估的皖通高速、山东高速。

表20: 高速公路可比公司PE/PB估值情况可比 (股价统计截至2019.12.06收盘)

| 公司名称   | 公司代码      | 单位  | 股价        |       | EPS (元/股) |       |       | PE           |             |             |             | PB<br>(LF)  |
|--|-----------|-----|-----------|-------|-----------|-------|-------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
|  |           |     | 2019/12/6 | 2018A | 2019E     | 2020E | 2021E | 2018A        | 2019E       | 2020E       | 2021E       |             |
| <b>A 股: 采用 wind 一致预期 EPS, 统计截止 2019 年 12 月 06 日收盘。</b> |           |     |           |       |           |       |       |              |             |             |             |             |
| 宁沪高速   | 600377.SH | 人民币 | 10.82     | 0.87  | 0.85      | 0.91  | 0.96  | 13.76        | 12.80       | 11.94       | 11.33       | 1.97        |
| 深高速  | 600548.SH | 人民币 | 10.82     | 1.58  | 1.27      | 1.08  | 1.19  | 13.73        | 8.55        | 10.02       | 9.07        | 1.31        |
| 招商公路   | 001965.SZ | 人民币 | 8.40      | 0.63  | 0.70      | 0.78  | 0.86  | 14.73        | 11.95       | 10.79       | 9.78        | 1.09        |
| 皖通高速   | 600012.SH | 人民币 | 5.73      | 0.68  | 0.67      | 0.66  | 0.68  | 9.16         | 8.54        | 8.63        | 8.45        | 0.91        |
| 山东高速   | 600350.SH | 人民币 | 4.82      | 0.61  | 0.60      | 0.69  | 0.71  | 8.30         | 8.03        | 7.02        | 6.79        | 0.82        |
| <b>平均水平</b>  |           |     |           |       |           |       |       | <b>11.94</b> | <b>9.97</b> | <b>9.68</b> | <b>9.08</b> | <b>1.22</b> |
| <b>港股: 采用 wind 一致预期 EPS, 统计截止 2019 年 12 月 06 日收盘。</b>  |           |     |           |       |           |       |       |              |             |             |             |             |
| 江苏宁沪高速公路   | 00177.HK  | 港元  | 10.40     | 0.99  | 0.93      | 0.98  | 1.07  | 12.82        | 11.14       | 10.63       | 9.72        | 1.71        |
| 深圳高速公路股份   | 00548.HK  | 港元  | 10.70     | 1.80  | 1.34      | 1.11  | 1.31  | 11.03        | 7.96        | 9.62        | 8.18        | 1.17        |
| 安徽皖通高速公路   | 00995.HK  | 港元  | 4.48      | 0.77  | 0.72      | 0.56  | 0.61  | 5.99         | 6.23        | 7.95        | 7.38        | 0.64        |
| <b>平均水平</b>  |           |     |           |       |           |       |       | <b>9.95</b>  | <b>8.44</b> | <b>9.40</b> | <b>8.43</b> | <b>1.17</b> |

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心, 可比公司 EPS 采用 wind 一致预期

### 风险提示

宏观经济下行导致车流量增长未达预期, 公路收费政策调整对企业通行费收入造成负面影响。



# 铁路：资产证券化预计将持续推进，关注优质标的的相关投资机会

## 1、中铁总投资负担居高不下，铁路改革仍待推进

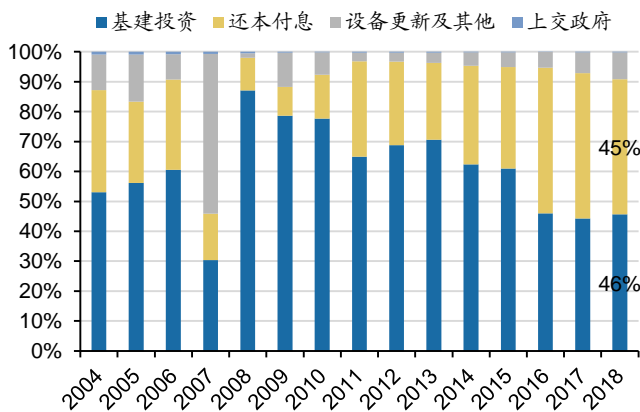
从微观现金流状况来看，未来铁路基建投资及还本付息压力居高不下，而全国铁路自身盈利造血能力仍有明显不足，中铁总亟需通过铁路改革丰富投融资渠道、改善主业盈利能力，缓解自身资金收支压力。

### 1) 铁路投资持续高位，还本付息压力较大

近年来，由于铁路投资持续维持较高强度，中铁总贷款需求不断增长，还本付息压力持续扩大。中铁总还本付息总支出由1501.17亿元（2010年）增长至5405.07亿元（2017年），还本付息在年度现金支出中的占比由14.7%（2010年）攀升至48.6%（2017年）。还本付息支已经超过基建支出，成为年度现金支出中的主体部分。

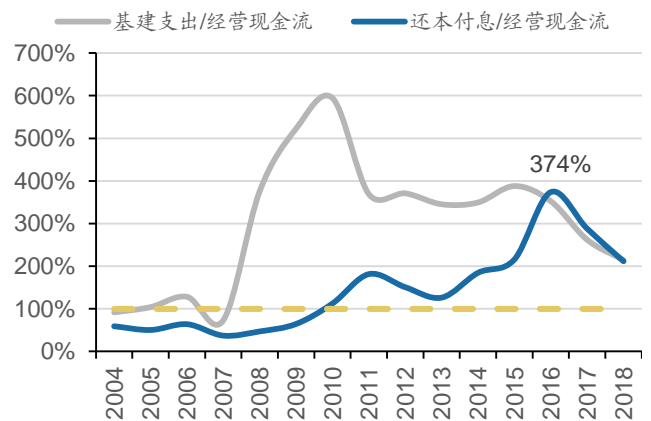
若以自有经营性现金流作基准进行对比，2004-2008年，自有经营现金流的还本付息覆盖率在50%上下波动，2009年起，伴随基建投资加大，中铁总还本付息压力显著提升，2016年还本付息压力达到顶峰（374%）。显然，中铁总自有现金流难以覆盖还本付息庞大的支出需求。

图64：中铁总基建投资与还本付息的资金压力居高不下（现金支出结构）



数据来源：中铁总，广发证券发展研究中心

图65：铁总经营现金流无法覆盖现有基建及本息支出



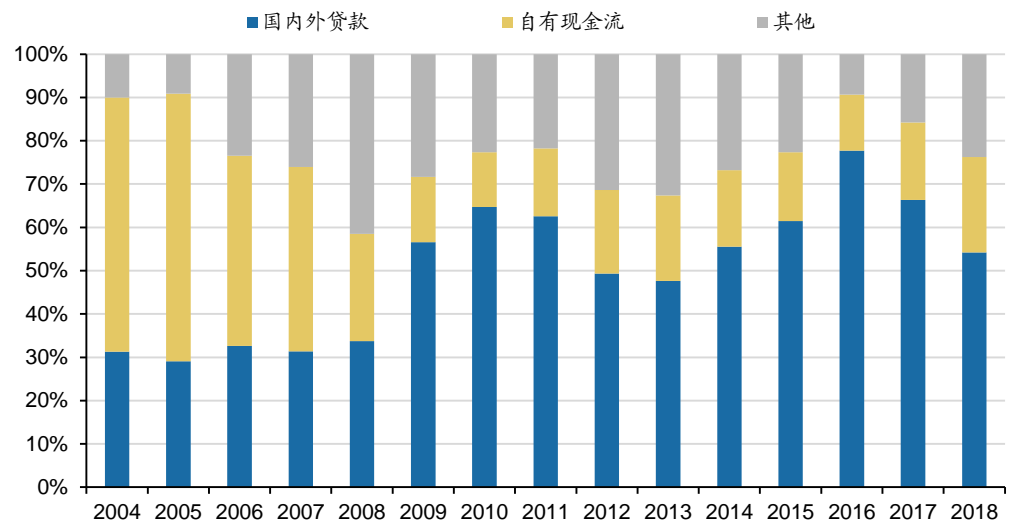
数据来源：中铁总，广发证券发展研究中心

### 2) 中铁总盈利造血能力有限，主要依赖举债，但举债空间吃紧

铁总资金来源主要分为三部分：自有经营现金流（税后利润+铁路建设基金+折旧）、国内外贷款及其他。据中铁总财报数据，2018年中铁总资金流入共计1.05万亿，其中国内外银行贷款占比高达54.2%，自有现金流仅占22.0%。从资金来源结构来看，2010年以来，国内外贷款占比长期保持高位，自有经营现金流占比逐年缩小。



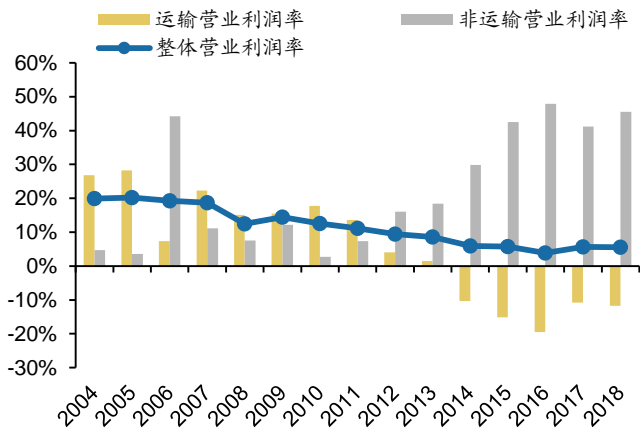
图66: 中铁总资金来源主要依赖国内外银行借款



数据来源: 中铁总公司公告, 广发证券发展研究中心

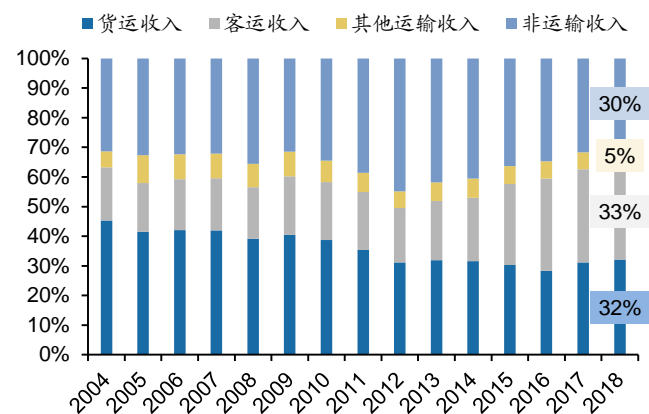
铁总经营现金流表现弱势, 主要源于运输业务营业利润率整体趋势性下行, 盈利造血能力孱弱。作为中铁总的主要业务, 运输业务的利润率自2004年起逐年下降, 2014年后更是出现了入不敷出的局面, 出现连年亏损, 2018年运输业务亏损达899亿元。非运输业务表现较好, 2018年营业利润率高达46%, 但收入占比较低, 2018年仅占总营收的30%, 对中铁总整体盈利带来的改善有限。

图67: 中铁总运输业务营业利润连年亏损



数据来源: 中铁总, 广发证券发展研究中心

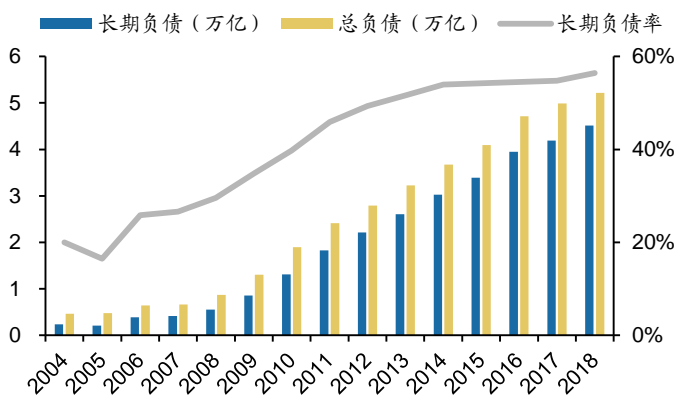
图68: 铁总分项收入占比



数据来源: 中铁总, 广发证券发展研究中心

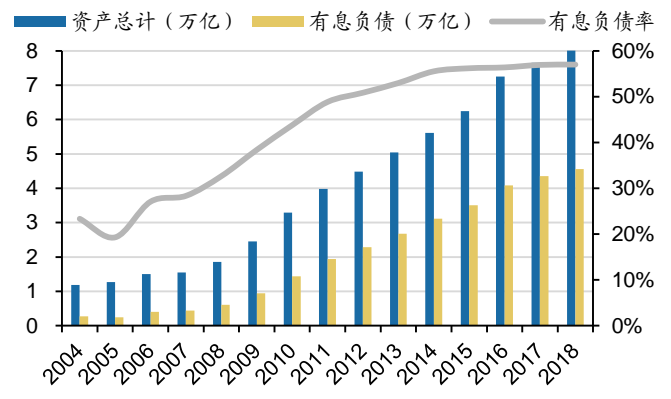
从趋势看, 铁总长期负债率走高, 有息负债持续攀升, 未来进一步举债空间吃紧。具体而言, 国内外贷款以长期负债为主, 2005年以来, 中铁总长期负债占总负债的比重逐年增大, 长期负债率由34.79% (2010年) 增长至56.43% (2017年), 由于长期负债利率高于短期负债且缺乏弹性, 长期负债率走高意味着铁总的财务负担较大。从有息负债角度看, 2010-2017年, 铁总有息负债率逐年攀升, 从57.44% (2010年) 提高到65.21% (2017年), 铁总的高负债率显示未来进一步举债空间较为吃紧。特别是, 2014年以来国家加强金融风险管控, 强调国企去杠杆化, 在经营效益无法显著提升的情况下, 预计未来举债空间相当有限, 投融资困境亟待解决。

图69: 长期负债率持续走高, 财务风险扩大



数据来源: 中铁总年度报告, 广发证券发展研究中心

图70: 有息负债率逐年攀升, 未来举债空间有限



数据来源: 中铁总, 广发证券发展研究中心

## 2、预计资产证券化将是铁路改革阻力较小的首要方向, 关注京沪高铁等优质标的上市动向

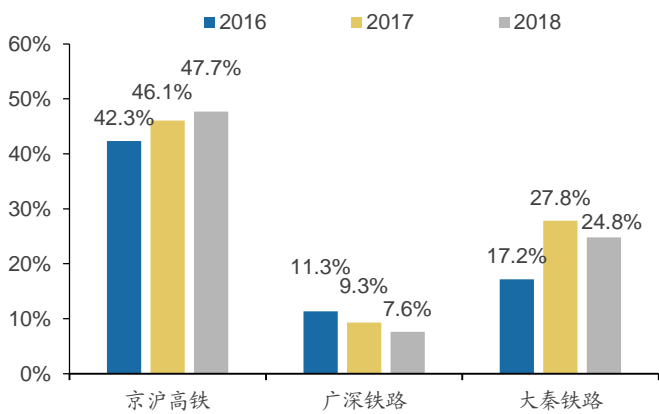
2018年, 中铁总先后与深交所、上交所签署战略合作协议, 有望加快铁路资产证券化等领域的改革尝试。

资产证券化有助于盘活存量优质资产, 打通社会资本参建合资铁路的进出渠道一方面, 铁总对存量资产实行改制上市, 有利于股权变现, 缓解铁路建设融资压力。另一方面, 近年新建铁路基本采用合资方式, 引入地方政府、交通产业投资基金及其他社会资本, 通过委托经营方式分享运线经营效益, 资产证券化也是打通资金进出渠道的有效措施。

从资产证券化标的看, 11月14日京沪高铁首发顺利过会, 成为首只高铁上市标的。

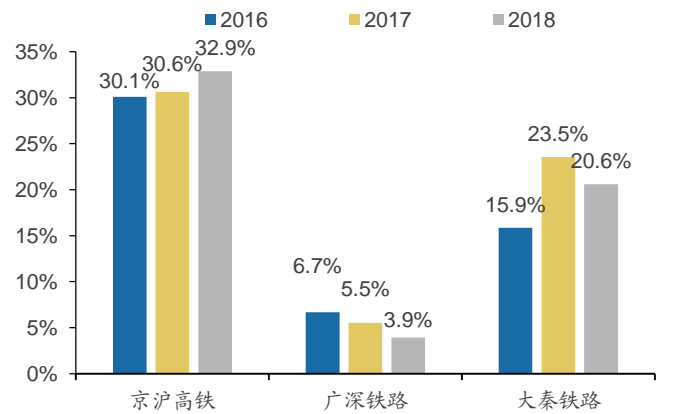
京沪高速铁路于2008年4月18日全线正式开工建设, 2011年6月30日建成通车, 正线长1318千米, 是世界上一次建成里程最长、技术标准最高的高速铁路。从公司盈利能力来看, 2016-2018年公司毛利率分别为42.3%、46.1%、47.7%, 净利率分别为30.1%、30.6%、32.9%, 盈利水平远好于上市铁路可比公司。

图71: 京沪高铁与国内同类公司毛利率对比



数据来源: 京沪高铁招股说明书, 公司年报, 广发证券发展研究中心

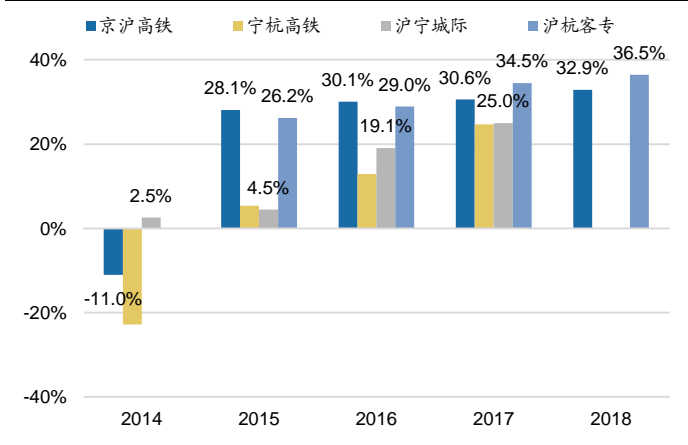
图72: 京沪高铁与国内同类公司净利率对比



数据来源: 京沪高铁招股说明书, 公司年报, 广发证券发展研究中心

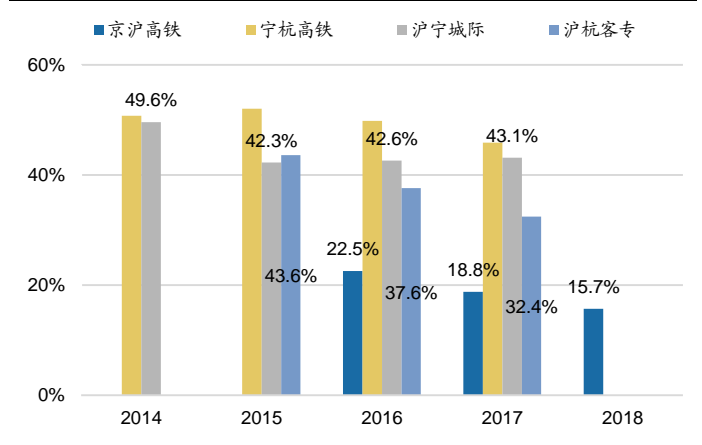
此外，我国东南沿海地区高铁运线同样具有良好的盈利表现，具备较好的资产证券化基础，预计未来高铁标的上市进程有望持续推进。以沪宁城际为例，该运线2010年投入运营，贯穿长三角核心区域，在与京沪高铁（2011年开通）共线的情况下，2017年净利率达25.0%，显著高于同类对标上市公司广深铁路的6.7%。

图73：高铁运线净利率对比



数据来源：京沪高铁招股说明书，天眼查，广发证券发展研究中心

图74：高铁运线负债率对比



数据来源：京沪高铁招股说明书，天眼查，广发证券发展研究中心

表21：铁路可比公司PE/PB估值情况可比（股价统计截至2019.12.09收盘）

| 公司名称                                   | 公司代码      | 单位  | 股价          |       | EPS (元/股) |       |       |              |              | PE           |              |             |  | PB (LF) |
|--|-----------|-----|-------------|-------|-----------|-------|-------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|--|---------|
|  |           |     | 2019/12/9   | 2018A | 2019E     | 2020E | 2021E | 2018A        | 2019E        | 2020E        | 2021E        |             |  |         |
| A股/港股：采用wind一致预期EPS，统计截止2019年12月09日收盘。 |           |     |             |       |           |       |       |              |              |              |              |             |  |         |
| 大秦铁路                                   | 601006.SH | 人民币 | 7.89        | 0.98  | 0.94      | 0.95  | 0.95  | 9.17         | 8.36         | 8.34         | 8.34         | 1.05        |  |         |
| 广深铁路                                   | 601333.SH | 人民币 | 2.99        | 0.11  | 0.22      | 0.17  | 0.18  | 22.05        | 13.86        | 17.90        | 16.36        | 0.72        |  |         |
| 铁龙物流                                   | 600125.SH | 人民币 | 5.67        | 0.39  | 0.39      | 0.43  | 0.50  | 27.63        | 14.66        | 13.10        | 11.29        | 1.25        |  |         |
|  |           |     | <b>平均水平</b> |       |           |       |       | <b>19.61</b> | <b>12.29</b> | <b>13.12</b> | <b>12.00</b> | <b>1.01</b> |  |         |
| 广深铁路股份                                 | 00525.HK  | 港元  | 2.46        | 0.13  | 0.21      | 0.18  | 0.21  | 17.20        | 11.76        | 13.32        | 11.73        | 0.54        |  |         |

数据来源：wind，广发证券发展研究中心，可比公司EPS采用wind一致预期

### 风险提示

宏观经济下行导致客流增长未达预期，企业人力、物料成本快速攀升；铁路清算政策调整对公司收入成本带来负面影响。

### 风险提示

宏观经济下行；极端天气造成航班执行率大幅低于预期；“公转铁”政策实施、铁路基础设施建设不及预期；电商增速大幅下滑、人力成本快速攀升等。

## 广发证券交通运输仓储研究小组

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

## 广发证券—行业投资评级说明

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

## 广发证券—公司投资评级说明

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

## 联系我们

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

## 法律主体声明

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

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

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

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

## 重要声明

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## 权益披露

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

## 版权声明

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