

# 继续扎实经营，静待估值回归

## 2020年交通运输行业年度策略

分析日期 2019年11月15日

**行业评级：中性(40)**
**证券分析师：朱雨潇**

执业证书编号：S0630519020001

电话：021-20333691

邮箱：zhuyux@longone.com.cn

### ◎投资要点：

◆**2019年交运板块跑输沪深300指数。**截至2019年11月14日，沪深300指数报收3905.86点，较年初上涨29.73%，申万交运指数报收2257.20点，较年初上涨11.16%，涨幅少于沪深300指数18.57个百分点，在申万28个子行业中排名第18。截止2019年11月14日，申万交运板块的PE(TTM)估值为16.51倍、PB(LF)估值为1.36倍，排名均为第20位，估值水平在A股各行业中属中下水平，排名连续两年下跌。

◆**机场为优质核心资产，非航收入为新增长点。**机场板块从传统重资产、稳现金流的防守型转入高消费带动下的成长型。我国机场不仅单机吞吐量达到或接近国际一流水平，机场群也初具世界级规模。然而整体来看，中国机场数只有美国机场数的42%，中国人均乘机次数为0.43次/年，还不到美国人均乘机2.73次/年的一半。估值方面，截止2019年11月13日，首都机场、上海机场、白云机场和深圳机场的PE分别达到11.50、28.96、45.64、35.14倍，与海外机场悉尼(50)、泰国(45.4)、日本(44.1)仍有差距。因此中国机场依然拥有很大的发展空间。

◆**静待外部压力释放，航空估值回归在路上。**今年全球经济增速下滑叠加地区不稳定因素，航空需求增速有所下滑，供给管控严格，供需仍处于紧平衡状态。根据民航局公布的数据，2019年1-10月，全行业共完成旅客运输量5.54亿人次，同比增长8.3%，增速较去年同期下降3.2个百分点；完成运输总周转量1077.5亿吨公里，同比增长7.5%，全行业共完成货邮运输量611.3万吨，同比增长1.0%。另一方面，客座率表现较为稳定。2019年8月，民航客座率达到86.60%，与上年同期持平。油价汇率好于预期。突发事件所导致的油价上涨是暂时的，不会改变国际石油价格长期保持较低价格的大势。行业估值处于历史底部区间，有望迎来估值回归。

◆**消费需求继续高增长，新投资继续看好快递。**体量稳居全球第一的中国快递业，正逐渐步入扩容增效的智能化发展新阶段。2019年前三季度，邮政行业业务总量和业务收入分别增长31.3%和21.3%，快递业务量、收入分别增长26.4%和24.1%。高速发展的背景下，各个快递公司存在低价竞争、人工成本上升、服务质量跟不上等烦恼。因此，想要升级快递服务质量需要进一步探索数智化发展。

◆**投资策略：**非航收入带来新利润增长点，国内机场估值仍比国外机场低，未来有上升空间。重点关注国内机场龙头，跟随强者恒强的逻辑。航空外部压力逐渐释放，静待估值回归。重点关注成本控制力强，受外界影响相对小，票价弹性相对高的低成本航空龙头。快递需求量依旧高增长，为了保持服务质量、控制成本，需要探索数智化发展。重点关注新领域探索先锋、高端快递龙头标的。

◆**风险提示：**宏观经济疲软，全球贸易摩擦升级；政策改革低于预期；油价汇率暴涨或暴跌

### 行业走势图



### 行业研究逻辑

#### 历史回顾

- 2019年以来交运板块跑输大盘，整体表现平平
- 看好优质标的估值回归和需求较好的子板块

#### 基本面研究

- 机场资产优质，非航收入为新增长点
- 航空需等待外部压力释放，估值回归
- 快递需求强+数智化发展

#### 投资策略

- 关注机场龙头
- 关注低成本航空龙头
- 关注高端快递龙头

## 正文目录

<b>1. 2019 年交运行业表现回顾</b>	<b>4</b>
1.1. 走势回顾	4
1.2. 估值回顾	5
<b>2. 机场为优质核心资产，非航收入为新增长点</b>	<b>7</b>
2.1. 国内机场的供与需	7
2.2. 对标国际机场，国内估值有空间	9
2.3. 进入非航收入时代，新机遇新的成长性	10
<b>3. 静待外部压力释放，航空估值回归在路上</b>	<b>12</b>
3.1. 受全球经济下滑影响，需求增速有所回落	12
3.2. 突发事件影响消退，油价汇率逐渐回归	15
3.3. 估值处历史底部区间，对标国际估值有空间	16
<b>4. 消费需求继续高增长，新投资继续看好快递</b>	<b>18</b>
4.1. 行业增速维持高位，消费需求依旧强劲	18
4.2. 快速成长的烦恼，难以避免的价格战	20
4.3. 业务向中西部蔓延，低线城市提供增量	21
4.4. ，探索数智化发展，升级新服务质量	22
<b>5. 投资策略及重点关注公司</b>	<b>23</b>
5.1. 机场	23
5.2. 航空	23
5.3. 快递	23
<b>6. 风险提示</b>	<b>24</b>

## 图表目录

图 1 交运板块指数走势 (2019/1/1-2019/11/14)	4
图 2 交运子版块指数涨跌幅 (2019/1/1-2019/11/14)	4
图 3 申万一级行业涨跌幅对比(2019/1/1-2019/11/14, %)	5
图 4 PE 估值: 申万 A 股指数 V.S.申万交运指数	6
图 5 PB 估值: 申万 A 股指数 V.S.申万交运指数	6
图 6 申万二级行业剔除负值后 PE (TTM, 整体法)和 PB (MQR) 涨跌幅 (2019/1/1-2019/11/14, %)	6
图 7 申万二级行业涨跌幅及行业 PE (TTM) 对比 (2019/1/1-2019/11/14, %)	7
图 8 申万二级行业涨跌幅及行业 PB (MQR) 对比 (2019/1/1-2019/11/14, %)	7
图 9 2018 年机场旅客吞吐量 (万人次)	8
图 10 机场旅客吞吐量年增速 (%)	8
图 11 全国民用机场布局规划分布图 (2020 年)	8
图 12 2018 年美国与中国旅客运输量 (亿人次)	9
图 13 近十年美国与中国人均乘机次数 (次/年)	9
图 14 2019 年上半年国内外机场单机吞吐量	9
图 15 国内外机场上市公司市值情况 (截止 2019/11/13)	10
图 16 国内外机场上市公司 PE 和 PB 估值情况 (截止 2019/11/13)	10
图 17 机场收入框架	11
图 18 2018 年上市公司非航空性收入占比	12
图 19 国内外机场非航空性收入占比	12
图 20 非航空性收入占比与毛利率正相关 (2018 年)	12
图 21 五年间国内机场非航空性收入占比变化	12

图 22	国内市场增速: ASK v.s. RPK	13
图 23	国际市场增速: ASK v.s. RPK	13
图 24	民航正班客座率 (当月值及同比)	13
图 25	民航旅客周转量 (当月值及同比)	13
图 26	民航货邮运量 (当月值及同比)	13
图 27	民航客运量 (当月值及同比)	13
图 28	中国国航: ASK 增速 RPK 增速	14
图 29	南方航空: ASK 增速 RPK 增速	14
图 30	东方航空: ASK 增速 RPK 增速	14
图 31	其他上市航空公司 ASK 当月增速 (%)	14
图 32	三大航 ASK (运力供给) 季度值	15
图 33	三大航 ASK (运力供给) 同比负增长 (%)	15
图 34	国内航空煤油出厂价及同比(2017-2019)	15
图 35	2019 年油价在 50-70 区间震荡	15
图 36	期货结算价(连续):布伦特原油(2017-2019)	16
图 37	期货结算价(连续):WTI 原油 (2017-2019)	16
图 38	中间价: 美元兑人民币走势(2012-2019)	16
图 39	中间价: 美元兑人民币走势(2019 年初以来)	16
图 40	国内上市公司近十年 PB 估值情况	17
图 41	美国航空公司 PB 年均值(2014-2019)	18
图 42	中国三大航 PB 年均值 (2014-2019)	18
图 43	2015-2019 快递业务量当月值及同比	18
图 44	同城快递业务量占比 (2016-2019 年)	18
图 45	异地快递业务量占比 (2016-2019 年)	19
图 46	国际及港澳台快递业务量占比 (2016-2019 年)	19
图 47	网购市场规模的季度值及同比增速	19
图 48	“双十一”支付宝总交易额及同比增速	19
图 49	网购市场规模: B2C 和 C2C 当季值	20
图 50	网购市场规模中 B2C 和 C2C 占比的变化	20
图 51	2016-2019 快递业务收入当月值及同比	20
图 52	2008-2018 全年快递业务平均单价	20
图 53	通达系: 每月快递服务单票收入及增速	21
图 54	直营系: 每月快递服务单票收入及增速	21
图 55	东中西部快递业务量增速 (%)	22
图 56	2019 年 1-9 月东中西部快递业务量占比 (%)	22
图 57	2018 年快递业务量前五城市情况	22
图 58	2018 年各个快递公司机器设备账面价值	23
图 59	2018 年各个快递公司有效申诉率及同比	23
表 1	2019 年交运行业个股涨跌幅排行 (2019/1/1-2019/11/14, %)	5
表 2	航空性收入的收费标准	11
表 3	国内外上市公司估值情况 (截止至 2019/11/13 日数据)	17

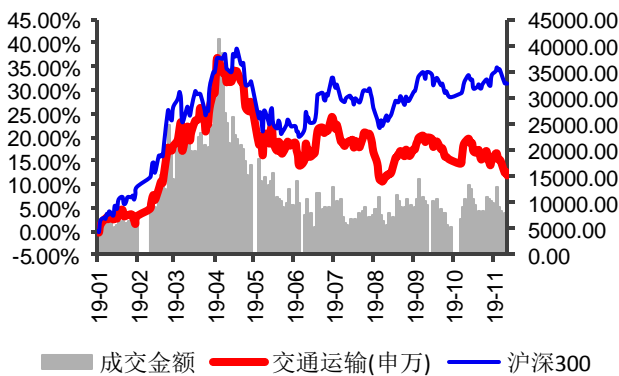
## 1.2019 年交运行业表现回顾

### 1.1. 走势回顾

2019 年交运板块指数跑输沪深 300 指数。春节以后，大盘大幅上涨，走出了一个小开门红。4 月下旬开始回调，进入震荡下行区间。交运指数与大盘走势基本同步，但交运板块下半年整体跌幅更深。截至 11 月 14 日，沪深 300 指数报收 3905.86 点，较年初上涨 29.73%，申万交运指数报收 2257.20 点，较年初上涨 11.16%，涨幅少于沪深 300 指数 18.57 个百分点，在申万 28 个子行业中排名第 18。

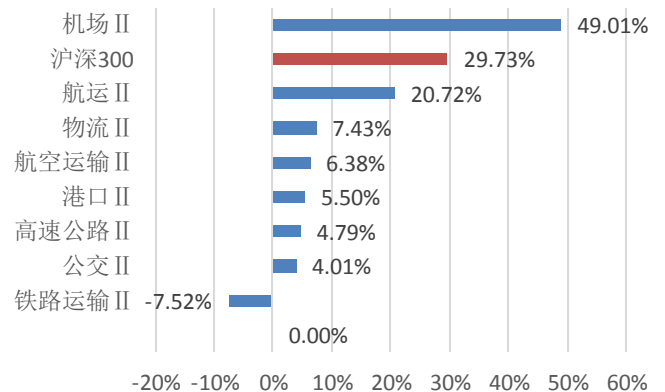
子板块方面，主要是盈利稳健的机场板块涨幅表现优于沪深 300，其他子行业均表现较为平淡。交通运输行业非常依赖于整体经济景气度，近两年国外政治事件频发，美方对贸易战的态度阴晴不定，全球经济趋势不确定性大，连带投资者对交运行业信心不足。除去外部因素，航空板块经历着油价和汇率双重挤压利润，需求数据也有所下滑；物流板块中每个公司覆盖物流种类不同，各个标的跟随其相关行业表现参差不齐；港口整体供大于求，叠加需求不景气；航运行业仍处于供大于求的状态，在黑天鹅事件导致的油价暴涨的影响下，油运有所好转，但干散货航运依旧表现不佳。而公交板块本身业绩增速小，跨界投资前期需求大，回报期长，因此不被市场关注。

图 1 交运板块指数走势（2019/1/1-2019/11/14）



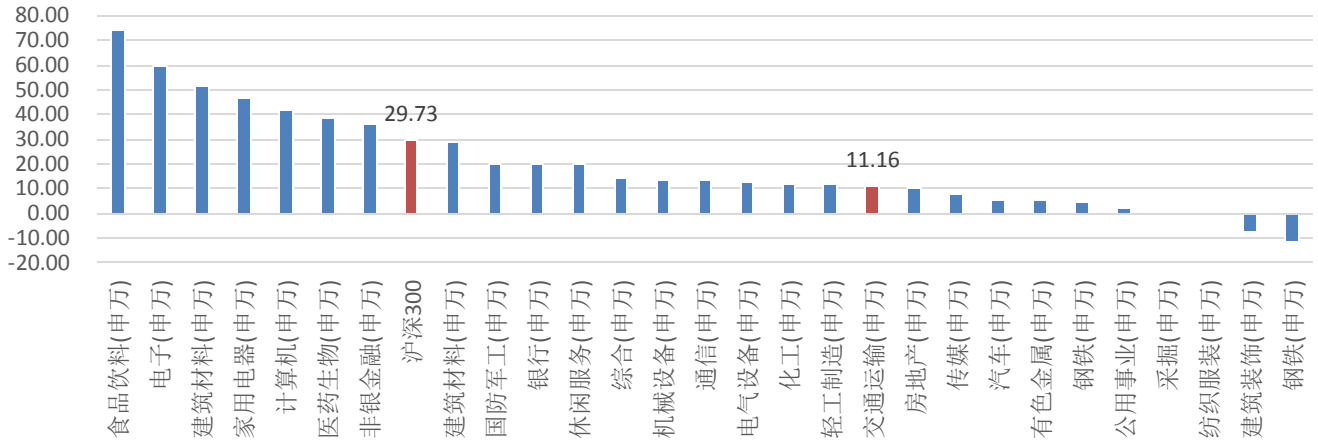
资料来源：Wind，东海证券研究所

图 2 交运子版块指数涨跌幅（2019/1/1-2019/11/14）



资料来源：Wind，东海证券研究所

图3 申万一级行业涨跌幅对比(2019/1/1-2019/11/14, %)



资料来源: Wind, 东海证券研究所

个股方面,从年初至2019年11月14日,申万交通运输板块一共133只股票,有87只上涨,39只下跌,华北高速(退市)、深基地B(退市)、外运发展(退市)停牌。今年交运板块整体表现平平,交运板块中有14只个股涨幅超过30%、7只个股跌幅超过20%。

表1 2019年交运行业个股涨跌幅排行(2019/1/1-2019/11/14, %)

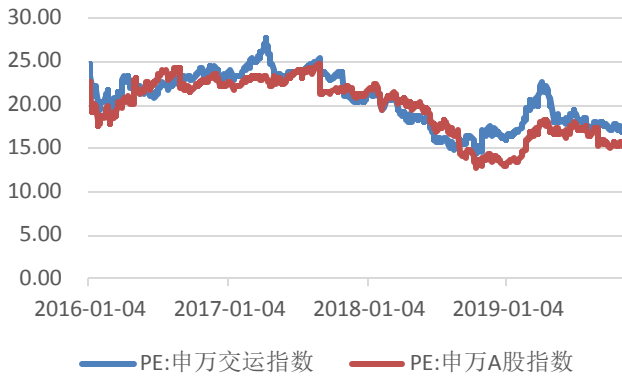
涨幅榜	代码	简称	涨跌幅	主要推动因素	跌幅榜	代码	简称	涨跌幅
1	002800.SZ	天顺股份	77.61%	新疆第三方物流龙头	1	002711.SZ	*ST欧浦	-72.75%
2	600004.SH	白云机场	73.92%	三大机场之一,新免税合约扩大非航收益	2	002210.SZ	*ST飞马	-70.03%
3	300538.SZ	同益股份	62.37%	化工/电子材料供应链服务者	3	600242.SH	中昌数据	-55.26%
4	601872.SH	招商轮船	52.29%	航运龙头之一,油价带动油运价上涨	4	600179.SH	ST安通	-28.72%
5	600009.SH	上海机场	50.76%	A股机场龙头	5	603056.SH	德邦股份	-28.63%
6	600794.SH	保税科技	48.51%	液体化工仓储龙头	6	600119.SH	*ST长投	-28.51%
7	600368.SH	五洲交通	45.42%	“一带一路”相关高速资源	7	900945.SH	海控B股	-23.75%
8	000885.SZ	城发环境	44.77%	河南省内主要高速开发运营商	8	603032.SH	德新交运	-19.40%
9	000520.SZ	长航凤凰	42.01%	干散货航运物流服务商	9	600125.SH	铁龙物流	-19.13%
10	002120.SZ	韵达股份	40.10%	高增速快递标的	10	002930.SZ	宏川智慧	-17.74%

资料来源: Wind, 东海证券研究所

## 1.2.估值回顾

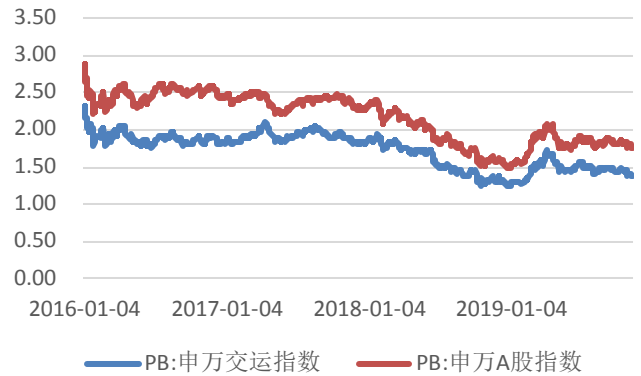
估值方面:横向比较,截止2019年11月14日,申万交运板块的PE(TTM)估值为16.51倍、PB(LF)估值为1.36倍,排名均为第20位,估值水平在A股各行业中属中下水平,排名连续两年下跌。根据申万A股指数和申万交运指数的估值数据,交运板块的PE估值与A股的PE估值相似度高,而交运板块的PB估值一直低于A股的PB估值,表示出交运板块是相对重资产型的行业。

图 4 PE 估值：申万 A 股指数 VS.申万交运指数



资料来源：Wind，东海证券研究所

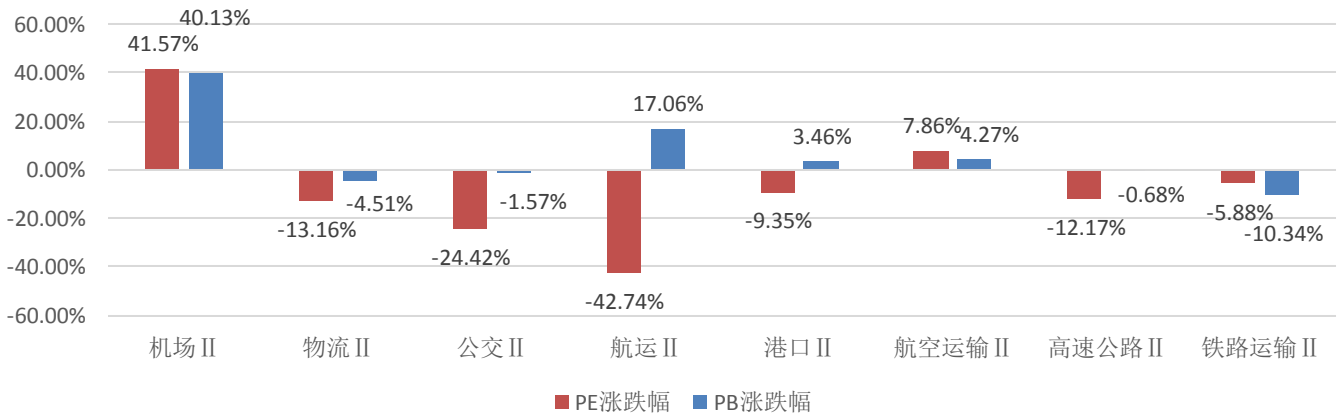
图 5 PB 估值：申万 A 股指数 VS.申万交运指数



资料来源：Wind，东海证券研究所

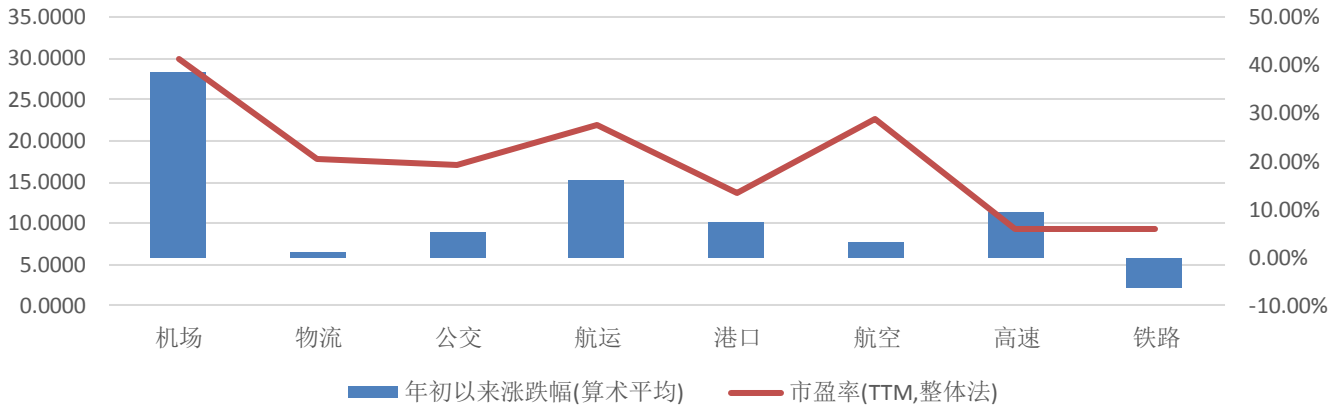
估值方面，纵向比较，2019 年交运子板块估值跌多涨少。在春节后的开门红带领下，交运整体变化不大，主要是机场子板块增长突出。其他子板块中，航运板块虽然凭借油价上涨带动 PB 估值回暖，但是干散货运输整体不景气，整体行业仍在低谷。而物流板块虽有个别涨幅较好的个股，但整体经济不景气造成板块小幅下跌。公交、港口、航空、高速和铁路板块则均表现平平。

图 6 申万二级行业剔除负值后 PE (TTM，整体法) 和 PB (MQR) 涨跌幅 (2019/1/1-2019/11/14, %)



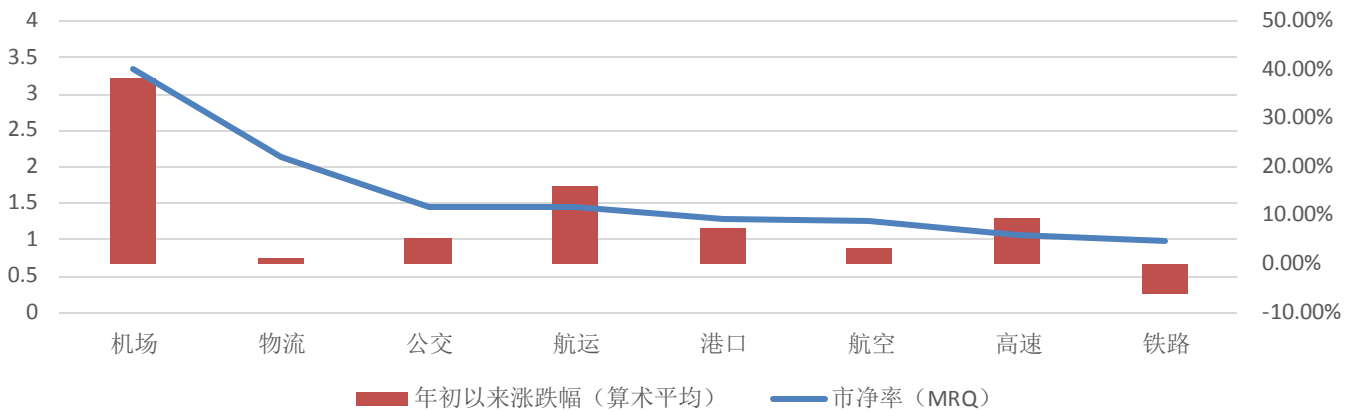
资料来源：Wind，东海证券研究所

图7 申万二级行业涨跌幅及行业 PE (TTM) 对比(2019/1/1-2019/11/14, %)



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图8 申万二级行业涨跌幅及行业 PB (MQR) 对比(2019/1/1-2019/11/14, %)



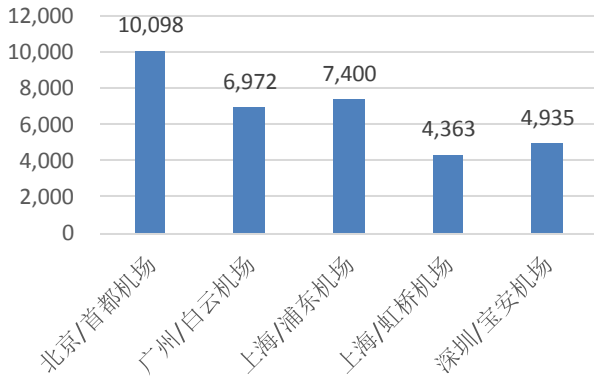
资料来源: Wind, 东海证券研究所

## 2.机场为优质核心资产，非航收入为新增长点

### 2.1.国内机场的供与需

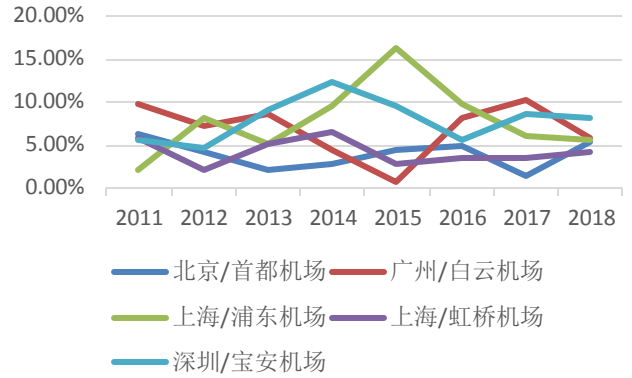
90年初末期以来，中国民航机场事业进入发展速度最快、发展质量最高的时期。机场板块也从传统重资产、稳现金流的防守型转入高消费带动下的成长型。2008年至2018年的十年间，全国机场年旅客吞吐量从4.1亿人次增长到12.6亿人次，货邮吞吐量从883万吨增长到1674万吨，飞机起降架次从423万增长到1109万。截止2018年，首都机场、浦东机场、白云机场和深圳机场的旅客吞吐量分别达到10098万人次、7400万人次、6972万人次和4935万人次，同比增速分别达到5.43%、5.72%、5.95%和8.20%。我国机场不仅单机吞吐量达到或接近国际一流水平，机场群也初具世界级规模。2018年京津冀、长三角、粤港澳、成渝机场群共完成旅客吞吐量6.1亿人次，占全国总量的48%；货邮吞吐量达1221.4万吨，占全国总量的73%。

图9 2018年机场旅客吞吐量(万人次)



资料来源:铁道统计公报,东海证券研究所

图10 机场旅客吞吐量年增速(%)



资料来源:交通运输部统计,东海证券研究所

10年间,中国颁证运输机场从158个增加到238个,机场密度从每10万平方公里1.6个增加到2.5个。颁证通用机场由25个增长到240个,在数量上超过了运输机场。截止2018年,我国共有颁证运输机场数量235个,新建、迁建运输机场9个,乘坐中国民航航班出行的旅客人数达6.1亿人次。因此,2018年我国机场平均使用效率为595万人/机场。而美国截止2018年共拥有555座投入商业运营的民航运输机场,中国机场数只有美国机场数的42%。此外,2018年中国人均乘机次数为0.43次/年,还不到美国人均乘机2.73次/年的一半。中国机场依然拥有很大的发展空间。

11月11日,民航局拟发布《推进四型机场建设行动纲要》,明确了四型机场建设分三个阶段向前推进,并提出到2035年实现标杆机场引领世界机场发展,安全高效、绿色环保、智慧便捷、和谐美好的发展模式全面建成,为全方位建设民航强国提供重要支撑的建设目标。届时,基础设施体系更加完善,运输机场将达到450个左右,地面100公里基本覆盖所有县级行政单元。机场保障能力全面提升,将满足年旅客吞吐量30亿人次以上的发展需求,安全保障能力保持世界一流水平。

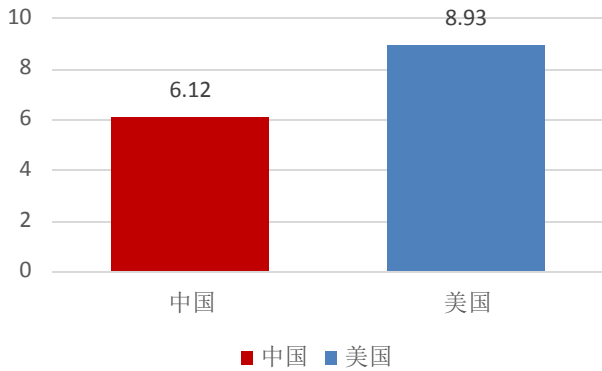
图11 全国民用机场布局规划分布图(2020年)



资料来源:中国民用航空局,东海证券研究所

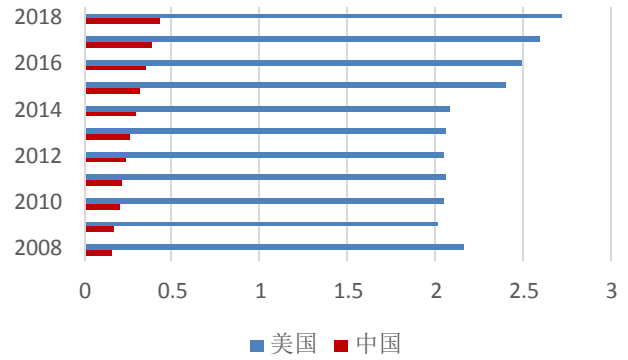


图 12 2018 年美国与中国旅客运输量 (亿人次)



资料来源：铁道统计公报，东海证券研究所

图 13 近十年美国与中国人均乘机次数 (次/年)

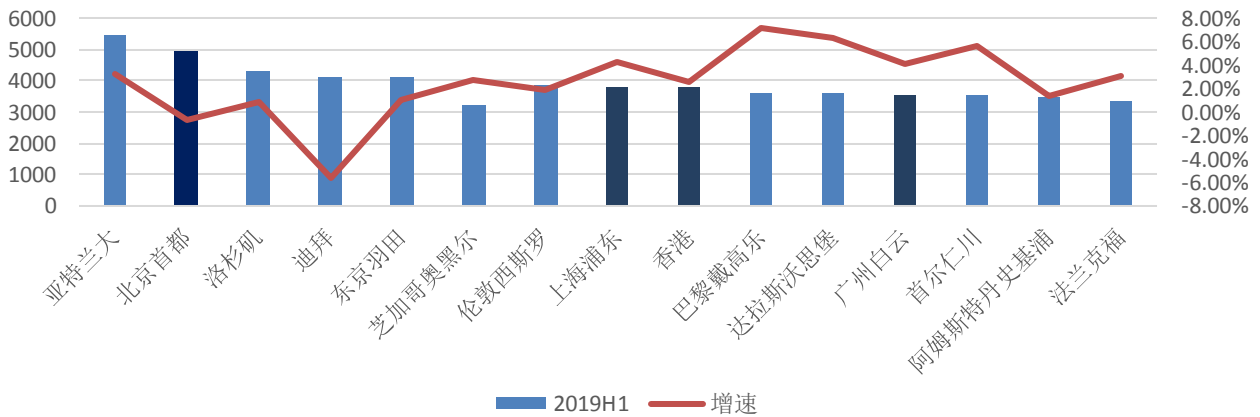


资料来源：交通运输部统计，东海证券研究所

## 2.2.对标国际机场，国内估值有空间

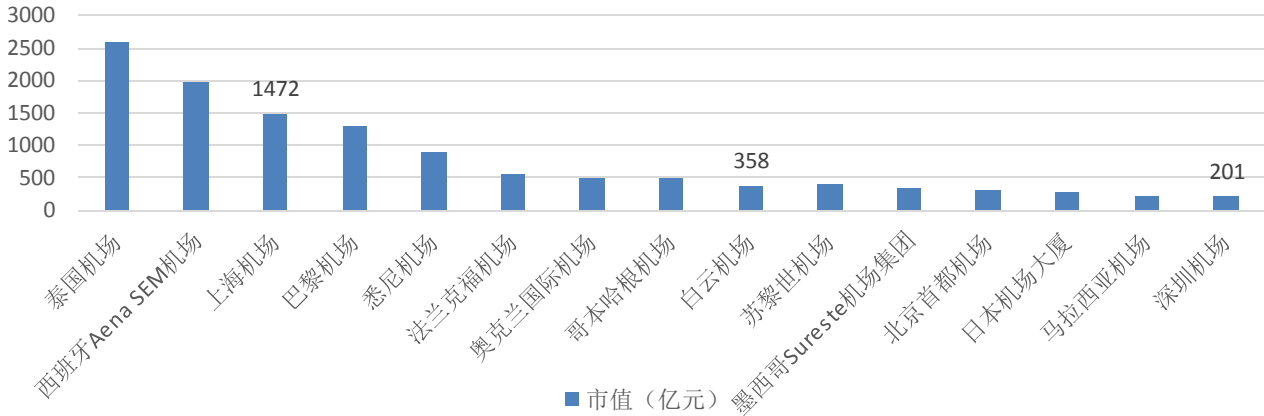
从单机吞吐量的来看，北京首都机场、上海浦东机场和广州白云机场均在今年上半年进入全球单个机场吞吐量排名前十五的榜单。在良好的流量下，我国机场对标国际机场的估值仍有上涨空间。截止 2019 年 11 月 13 日，首都机场、上海机场、白云机场和深圳机场的 PE 分别达到 11.50、28.96、45.64、35.14 倍，与海外机场悉尼 (50)、泰国 (45.4)、日本 (44.1) 仍有差距。

图 14 2019 年上半年国内外机场单机吞吐量



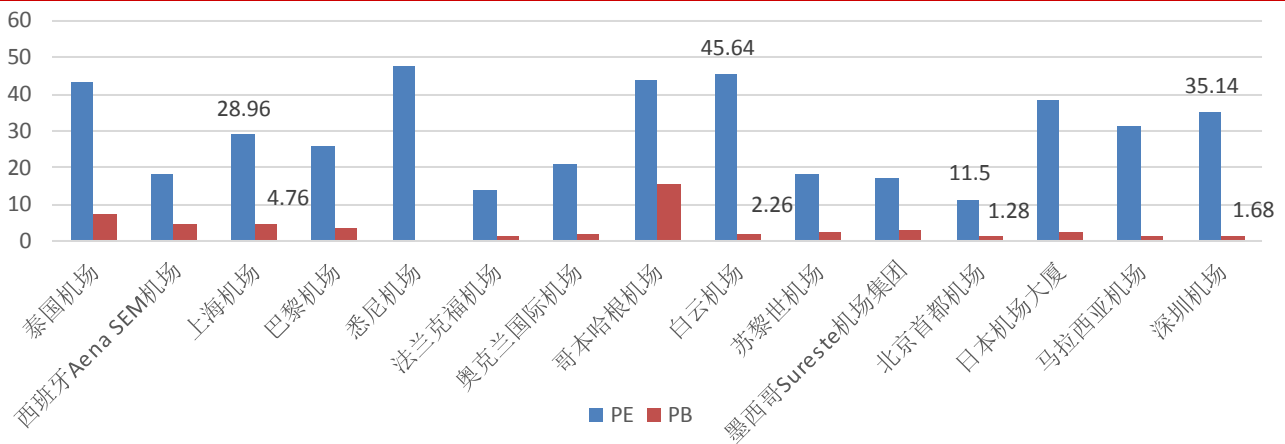
资料来源：CADAS，东海证券研究所

图 15 国内外机场上市公司市值情况（截止 2019/11/13）



资料来源：公司公告，东海证券研究所

图 16 国内外机场上市公司 PE 和 PB 估值情况（截止 2019/11/13）

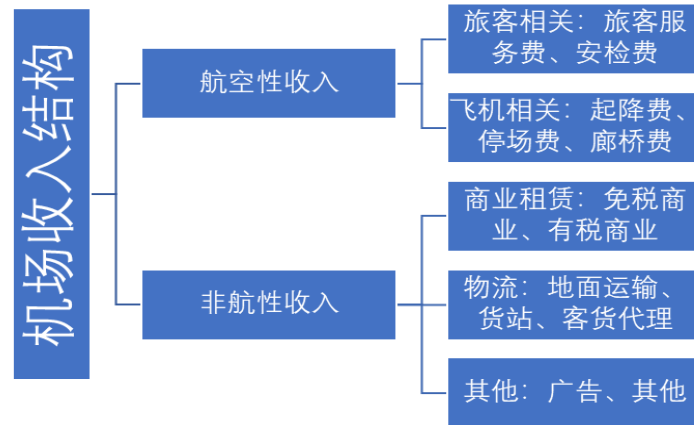


资料来源：公司公告，东海证券研究所

### 2.3.进入非航收入时代，新机遇新的成长性

机场收入主要分为航空收入和非航收入。其中航空性收入包括旅客服务费、起降费、安检费、停场费、廊桥费共 5 项；非航收入包括租赁、广告、货站、地面运输、客货代理、其他。由于机场具有垄断性和交通服务性，全球机场航空业务价格基本都是政府管制的。虽然受民航局 2017 年印发的《民用机场收费标准调整方案》的影响，近年来机场收费价格基本是普涨的，但是航空性收入无法市场化，其增涨是受限的。此外，为保证机场准点率和安全性，从 2018 年民航局开始实施“控总量”政策。该政策限制了吞吐量在 1000 万~3000 万的一线机场的时刻增量，也就限制了一线机场的收入增长。目前 A 股上市的机场标的均属于一线机场。

图 17 机场收入框架



资料来源：东海证券研究所

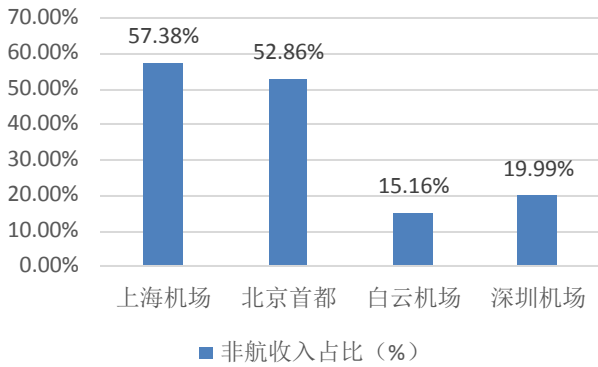
表 2 航空性收入的收费标准

机场类别		一类 1 级	一类 2 级	二类	三类
收费标准					
起降费	25 吨以下	240	250	250	250
	26-50 吨	650	700	700	800
	51-100 吨	1200+24* (T-50)	1250+25* (T-50)	1300+26* (T-50)	1400+26* (T-50)
	101-200 吨	2400+25* (T-100)	2500+25* (T-100)	2600+26* (T-100)	2700+26* (T-100)
	201 吨以上	5000+32* (T-200)	5100+32* (T-200)	5200+33* (T-200)	5300+33* (T-200)
旅客服务费 (元/人)		34	40	42	42
停场费 (元/架次)		2 小时以内免费；2-6 小时以起降费 20% 收费；6-24 小时以起降费 25% 收费			
廊桥费 (元/小时)		1 小时以内 100 元；超过 1 小时以每半小时 100 元收费			

资料来源：Wind，东海证券研究所

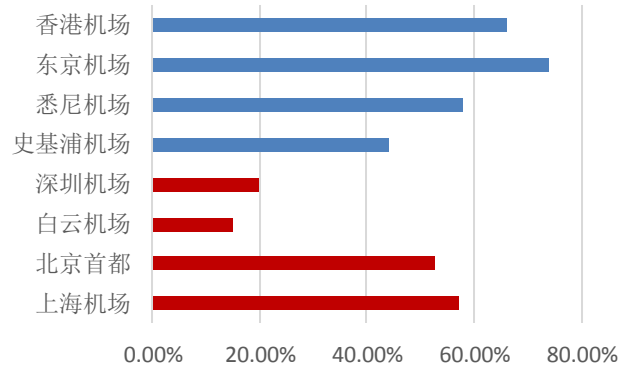
相较于航空性收入，机场的非航空性业务更具有收益性和成长性。对于外国主要机场而言，非航业务经营时间长，因而发展较为充分，非航空性业务已逐渐取代航空性业务，成为外国核心机场盈利的主要来源。核心机场的非航空性收入在机场总收入所占比重在 50% 以上，甚至达 70% 以上，非航空性业务收益率高达 25% 左右。而我国的主要机场也逐渐向全球主要机场靠拢。得益于绝对强势的区位优势 and 流量红利，2019 年前三季度上海机场、首都机场的非航收入占比分别达到 57% 和 53%。而规模相对小一些的白云机场和深圳机场同期非航收入占比为 15% 和 20%，远不如前两大机场。

图 18 2018 年上市公司非航空性收入占比



资料来源: Wind, 东海证券研究所

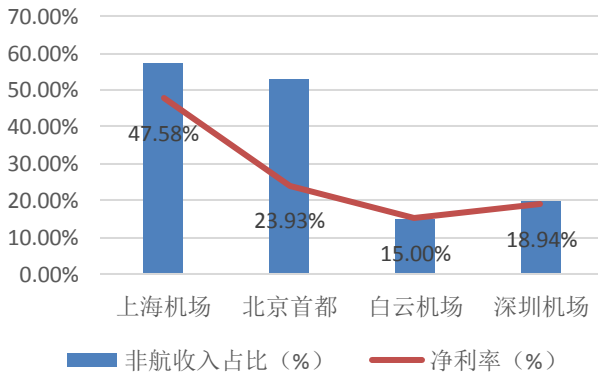
图 19 国内外机场非航空性收入占比



资料来源: 公司公告, Wind, 东海证券研究所

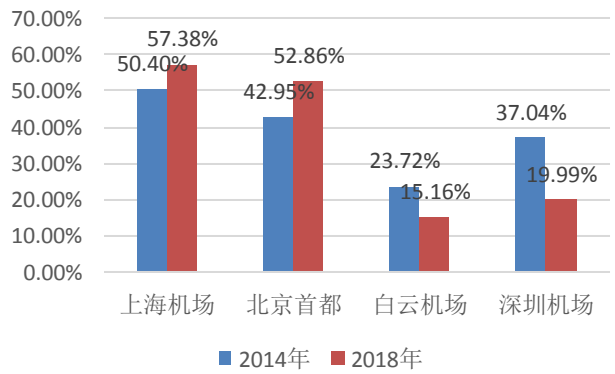
航线结构与非航贡献决定机场的盈利能力。近年来净利润率变动趋势与非航业务收入占比呈现正相关。上海机场、首都机场的非航业务收入占比分别从 2014 年的 50.40%、42.95% 上升至 2018 年的 57.38%、52.86%，与此同时，净利率也在同步增长，从 39.13%、18.39% 上升至 47.58%、23.93%。而白云机场和深圳机场同期非航收入占比下滑，其净利率也与头部机场有差距。由此可见收入结构改善对于利润率具有一定的影响。然而结构差异与非航招标直接挂钩，区位差异及非航收费标准的放开将加速放大机场盈利能力的差异，行业将形成强者恒强局面。

图 20 非航空性收入占比与毛利率正相关 (2018 年)



资料来源: 公司公告, Wind, 东海证券研究所

图 21 五年间国内机场非航空性收入占比变化



资料来源: 公司公告, Wind, 东海证券研究所

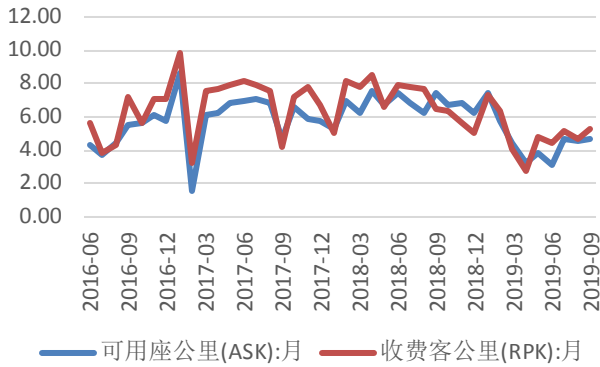
### 3. 静待外部压力释放, 航空估值回归在路上

#### 3.1. 受全球经济下滑影响, 需求增速有所回落

**需求:** 今年全球经济增速下滑叠加地区不稳定因素, 航空需求增速有所下滑, 客座率表现平稳。从 2018 年以来, 中美贸易战始终处于紧张状态, 互相加征关税的政策对双边贸易有一定消极影响。此外, “限台令”和香港地区不稳定因素导致港台出境人次明显下降。2019 年 9 月, 我国民航 ASK、RPK 同比增速下降至 4.70%、5.30%。虽然增速下滑明显, 但是航空业仍处于紧平衡状态。民航旅客运输量和旅客周转量都稳步上升。根据民航局公布的数据, 2019 年 1-10 月, 全行业共完成旅客运输量 5.54 亿人次, 同比增长 8.3%, 增

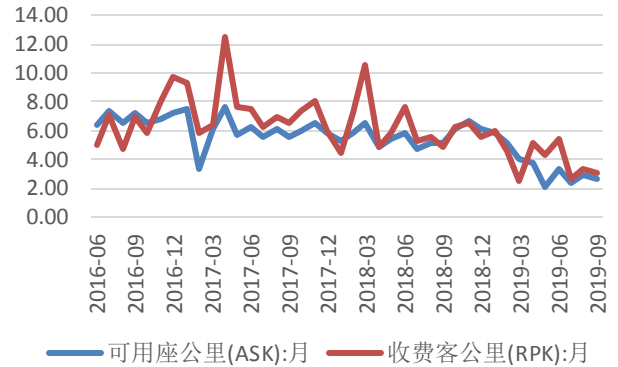
速较去年同期下降 3.2 个百分点；完成运输总周转量 1077.5 亿吨公里，同比增长 7.5%，全行业共完成货邮运输量 611.3 万吨，同比增长 1.0%。另一方面，客座率表现较为稳定。2019 年 8 月，民航客座率达到 86.60%，与上年同期持平。

图 22 国内市场增速：ASK v.s. RPK



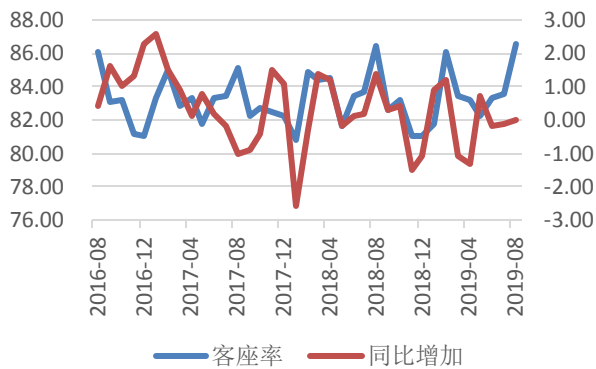
资料来源：Wind，东海证券研究所

图 23 国际市场增速：ASK v.s. RPK



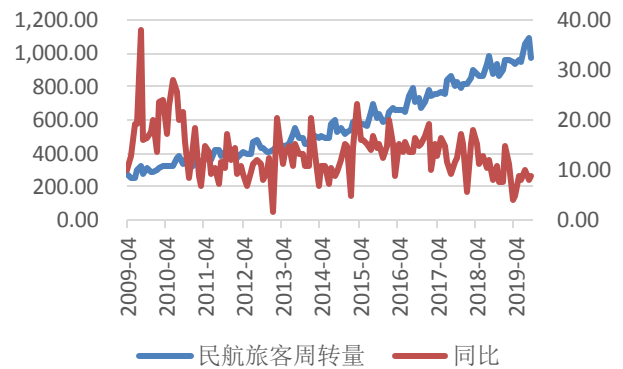
资料来源：Wind，东海证券研究所

图 24 民航正班客座率（当月值及同比）



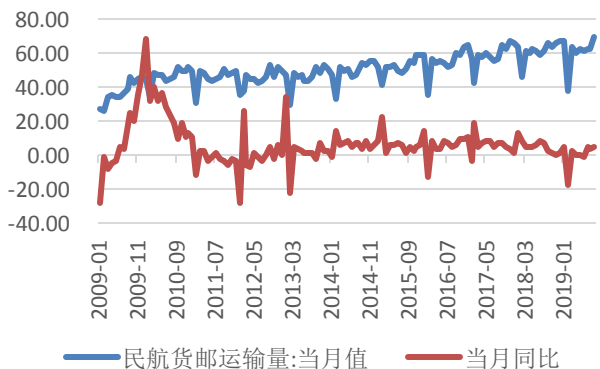
资料来源：Wind，东海证券研究所

图 25 民航旅客周转量（当月值及同比）



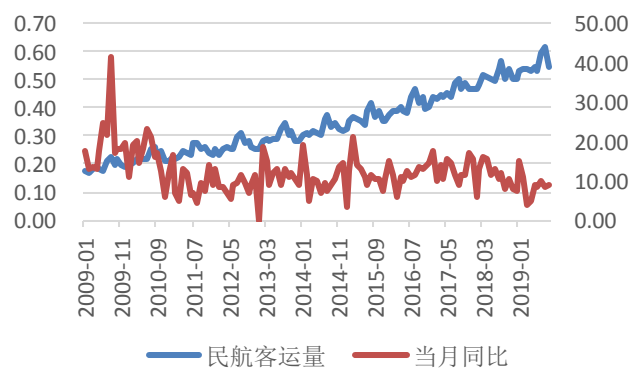
资料来源：Wind，东海证券研究所

图 26 民航货邮运量（当月值及同比）



资料来源：Wind，东海证券研究所

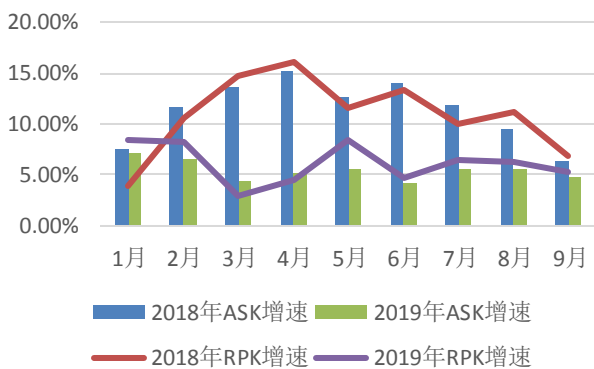
图 27 民航客运量（当月值及同比）



资料来源：Wind，东海证券研究所

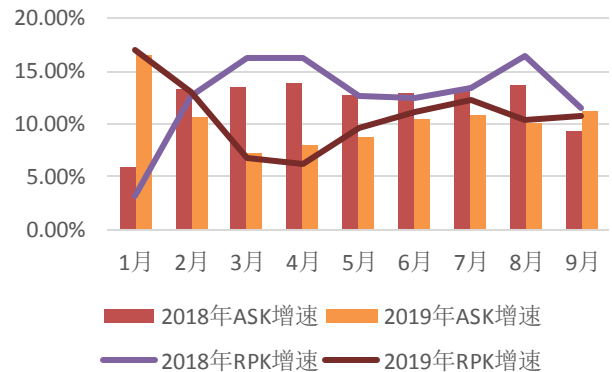
**供给：**2017年以来，民航业通过控制航司数量和机队规模来进行供给侧改革，使得行业供给始终处于可控范围，且将航线资源向头部公司集中。此外，近两年国家层面防范金融风险，前期高速扩张的航空集团或者小的民营未上市航企，遇到资金链的极大压力，航空业供给侧改革一步到位，中国民航业竞争格局进一步集中在三大航和两小航企里。而各个上市公司也对自身运力增长控制严格。根据公司公布的2018年1-9月份累计运营数据，中国国航、南方航空、东方航空、吉祥航空和春秋航空整体ASK（可用座公里）分别同比5.56%、10.35%、11.14%、17.72%和10.68%；RPK（收入客公里）分别同比6.24%、10.56%、10.74%、16.75%和13.66%。2019年，三大航于第一季度、第二季度和第三季度总运力增速分别为-0.48%、-2.05%和-1.16%。2019年以来，数据逐渐表现出了大航客运力增速下降，小航客座运力增速上涨的状况。

图 28 中国国航：ASK 增速 RPK 增速



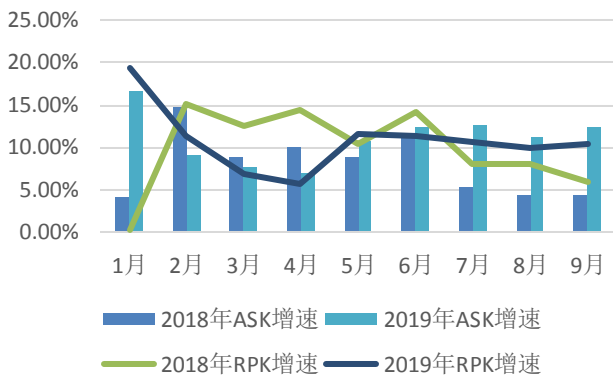
资料来源：Wind，东海证券研究所

图 29 南方航空：ASK 增速 RPK 增速



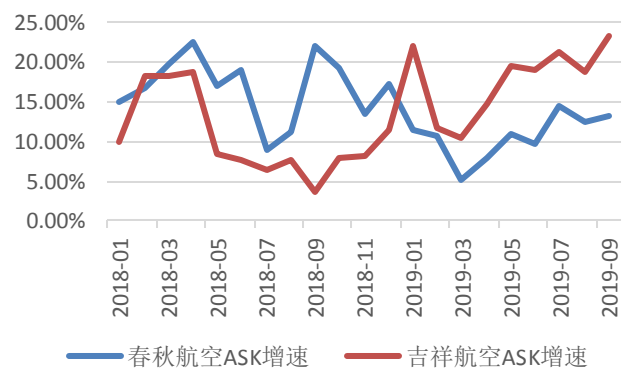
资料来源：Wind，东海证券研究所

图 30 东方航空：ASK 增速 RPK 增速



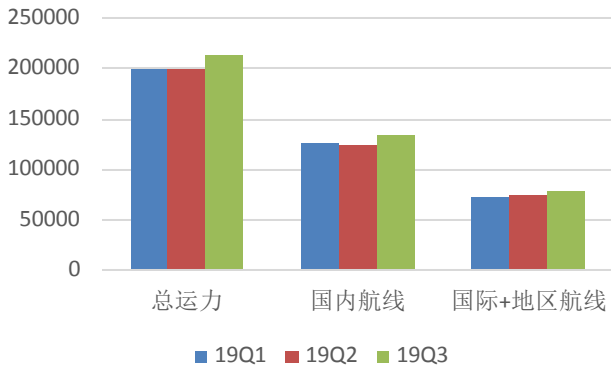
资料来源：Wind，东海证券研究所

图 31 其他上市航空公司 ASK 当月增速 (%)



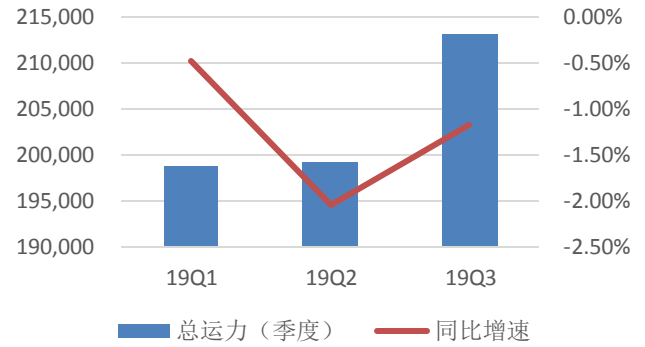
资料来源：Wind，东海证券研究所

图 32 三大航 ASK (运力供给) 季度值



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图 33 三大航 ASK (运力供给) 同比负增长 (%)

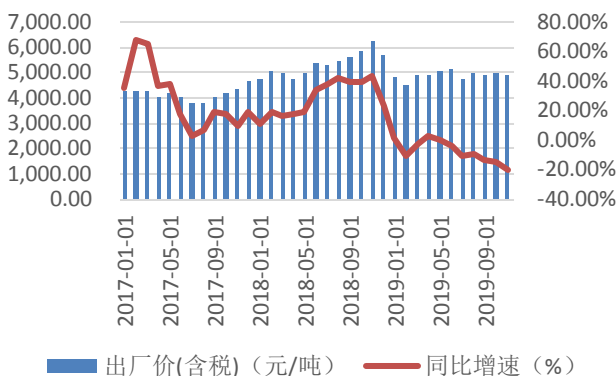


资料来源: Wind, 东海证券研究所

### 3.2. 突发事件影响消退, 油价汇率逐渐回归

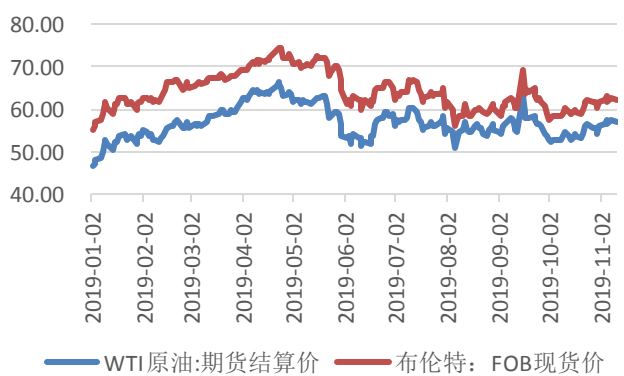
**油价:** 由于沙特延长原油减产计划至 4 月份, 并将其 4 月份产量保持在低于 1000 万桶/日 (低于之前协议的 1031 万桶/日) 的水平, 国际原油价格在 2019 年上半年一路飙升至 70 美元以上。随后, 油价逐步回归市场真正的供需价格。9 月, 沙特再次发生石油设施被袭击炸毁的突发事件, 刺激油价再次上涨。截至 2019 年 11 月 01 日, 航空煤油现货价收于 4956 元/吨, 同比下跌 20.42%。截止 2019 年 11 月 13 日, WTI 原油期货结算价收于 57.12 美元/桶, 同比上涨 1.17%。WTI 原油价格、布伦特原油价格在 4 月和 9 月分别暴涨至 66.30 美元/桶、74.57 美元/桶和 62.90 美元/桶、69.02 美元/桶, 随后油价均逐步下调, 回归供需下的价格。全球原油供应商会继续为利益平衡博弈下去, 但在国际石油市场供应充足的背景下, 突发事件所导致的油价上涨是暂时的, 不会改变国际石油价格长期保持较低价格的大势。

图 34 国内航空煤油出厂价及同比(2017-2019)



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图 35 2019 年油价在 50-70 区间震荡



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图 36 期货结算价(连续):布伦特原油(2017-2019)

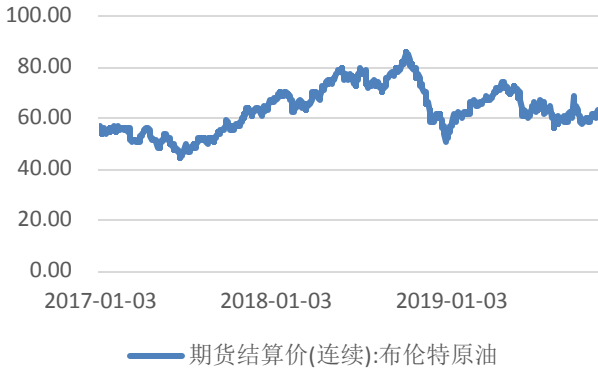
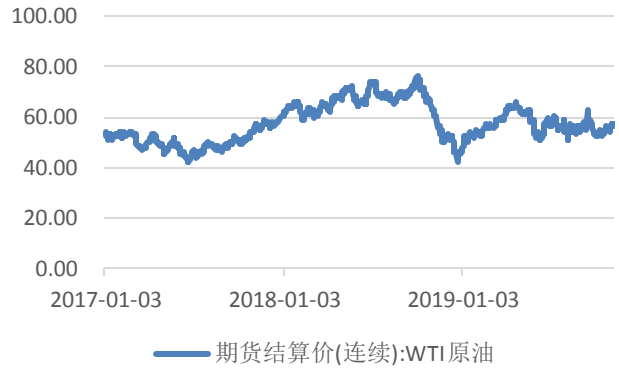


图 37 期货结算价(连续):WTI原油 (2017-2019)

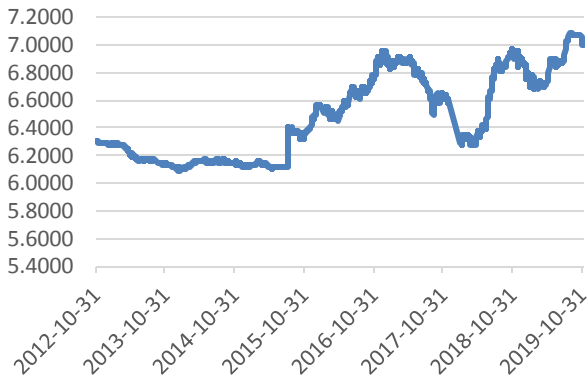


资料来源: Wind, 东海证券研究所

资料来源: Wind, 东海证券研究所

汇率: 今年人民币兑美元汇率累计贬值 2%。2019 年 8 月 5 日, 美元兑人民币汇率报 7.0507, 为 2015 年汇改后首次“破 7”。人民币汇率自 8 月初跌破 7 元关口, 9 月初又创出阶段性低点, 但进入 10 月以来, 人民币汇率持续升值, 11 月人民币汇率重回“6”时代。在全球经济普遍疲软的情况下, 我国经济运行在合理区间。前三季度 GDP 实现 6.2% 的增长, 虽然有所回落, 但仍在主要经济体中保持领先, 全年就业目标基本完成, 物价水平整体可控。人民币稳中有升, 汇率预期有所改善, 或将减弱航空公司的汇兑损益。由于国内航空企业用于购买以及租赁飞机的贷款多以美元计价, 人民币贬值会导致还债成本上升, 汇兑损益也是航空成本中重要的一部分, 因此汇率回升有望减少部分航空成本的压力。

图 38 中间价: 美元兑人民币走势(2012-2019)



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图 39 中间价: 美元兑人民币走势(2019 年初以来)



资料来源: Wind, 东海证券研究所

### 3.3. 估值处历史底部区间, 对标国际估值有空间

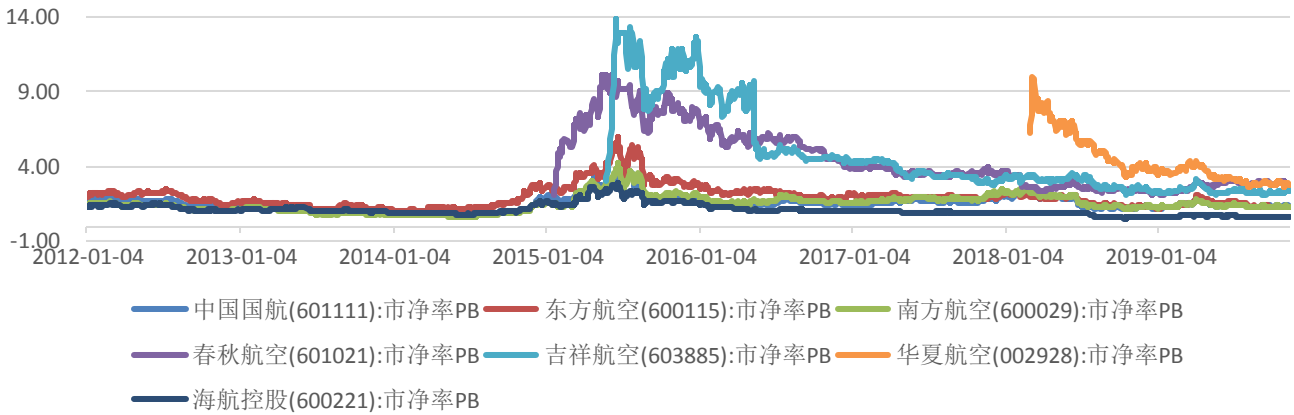
基于航空板块重资产以及强周期的特性, PB 估值比 PE 估值更能稳定体现航空板块的价值。由于航空公司账面净资产价值稳定, 而折旧摊销费用较高, 利润波动剧烈, 因此 PE 指标在航空周期里容易失真。目前, 我国航空业估值处于历史中枢偏低位置。据 Wind 一致预期, 截至 2019 年 11 月 13 日, 国内七家航空公司平均 PB(MRQ) 为 1.56, PE(TTM) 为 19.02, 美国航空公司平均 PB(MRQ) 为 2.54, PE(TTM) 为 9.54。考虑到国内航空业的集中度上升带来的提价预期, 对比国际同业公司和历史估值表现而言, 当前我国航空估值处于历史偏低区间。



与美国不同点：我国航空业正处于成长期。2018 年我国人均乘机次数仅为 0.43 次，远低于美国（2.73 次）。当前我国航空旅客周转量绝对值大约为 10711 亿人公里，基本相当于美国 2004 年的水平，但同比增速较快，近几年保持 12% 左右的增长。

与美国相似点：我国航空业也处于寡头垄断格局。由于我国民航业受政府管制较严，行业进入壁垒较高，2017 年行业集中度 CR4 达 77%，寡头垄断格局与美国相似。长期来看，我国航空业未来竞争格局向好，龙头公司盈利水平提升，三大航整体的 PB 估值有望向美国航空业看齐，达到 2.5-3 倍。

图 40 国内上市公司近十年 PB 估值情况



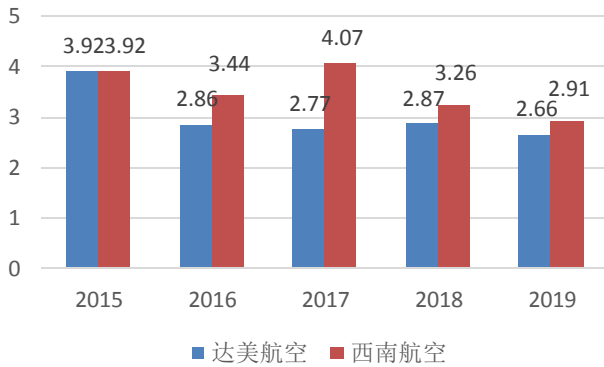
资料来源：公司公告，东海证券研究所

表 3 国内外上市公司估值情况（截止至 2019/11/13 日数据）

	总市值（亿元）	市盈率（PE）		市净率（PB）	十年 PB 估值（年均值）	
		TIM	19E		MRQ	均值
中国国航	1,241.87	17.34	15.81	1.32	2.12	0.78
东方航空	851.73	32.94	16.38	1.25	4.15	1.00
南方航空	824.35	28.56	17.10	1.26	2.01	0.66
春秋航空	390.53	21.58	20.87	2.63	4.45	2.06
吉祥航空	288.43	27.88	20.89	2.31	4.72	2.06
海航控股	280.66	-7.57	--	0.58	1.44	0.52
华夏航空	66.56	16.01	14.60	2.73	4.41	2.67
<b>国内航空均值</b>	<b>446.72</b>	<b>19.02</b>	<b>18.68</b>	<b>1.56</b>	<b>3.33</b>	<b>1.39</b>
达美航空	2591.43	7.89	7.98	2.46	15.74	2.13
United Airline	1642.96	8.27	--	2.08	7.62	1.62
西南航空	2131.95	12.47	--	3.07	2.54	0.82
<b>国外航空均值</b>	<b>2122.11</b>	<b>9.54</b>		<b>2.54</b>	<b>8.63</b>	<b>1.52</b>

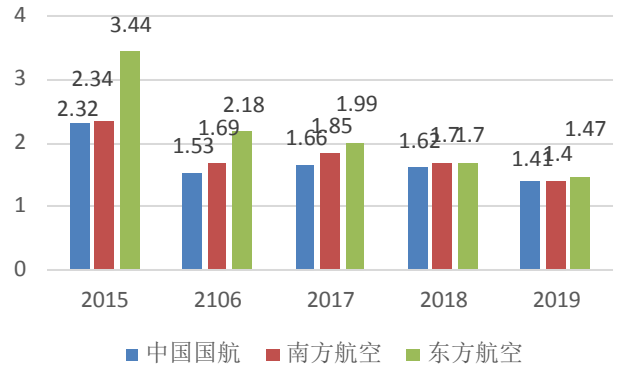
资料来源：Wind，东海证券研究所

图 41 美国航空公司 PB 年均值(2014-2019)



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图 42 中国三大航 PB 年均值 (2014-2019)



资料来源: Wind, 东海证券研究所

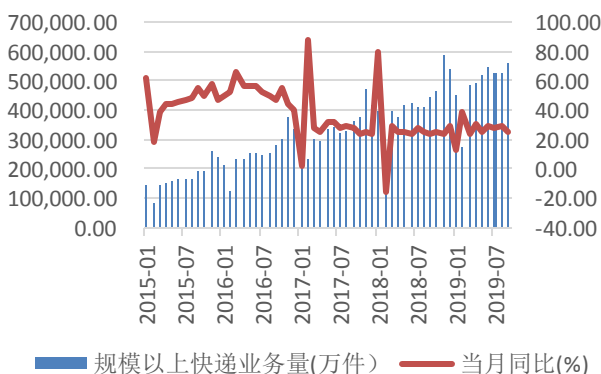
## 4. 消费需求继续高增长，新投资继续看好快递

### 4.1. 行业增速维持高位，消费需求依旧强劲

近几年，网络消费在中国新经济环境中暴风成长。作为打通网络消费上下游的重要环节，快递业务体量已攀升至全球第一，对全球快递业务增长的贡献超过 50%。2008 至 2018 年，我国规模以上快递业务收入从 408.4 亿元增长至 6038.4 亿元，CAGR 高达 30.9%；规模以上快递业务量则从 15.1 亿件增长至 507.1 亿件，CAGR 高达 42.1%。目前，中国快递业务量已超过美、日、欧等发达国家总和，业务量增速也高于上述国家和全球平均水平。

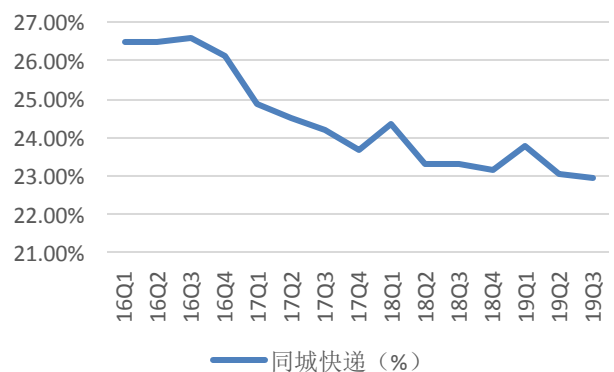
今年以来，行业呈现出快速平稳的发展态势。国家邮政局发布的数据显示，2019 年前三季度，邮政行业业务总量和业务收入分别增长 31.3%和 21.3%，快递业务量、收入分别增长 26.4%和 24.1%。按运输距离由近及远，快递市场可细分为同城、异地和国际及港澳台三大板块。2019 年前三季度，同城、异地和国际及港澳台业务量占比分别为 17.84%、79.88%和 2.28%，同比增速分别为-1.69%、34.99%和 27.23%。数据显示，快递市场发展逐步从短距离运输蔓延至长距离运输，异地和国际及港澳台快递市场占比呈现逐年上升趋势。

图 43 2015-2019 快递业务量当月值及同比



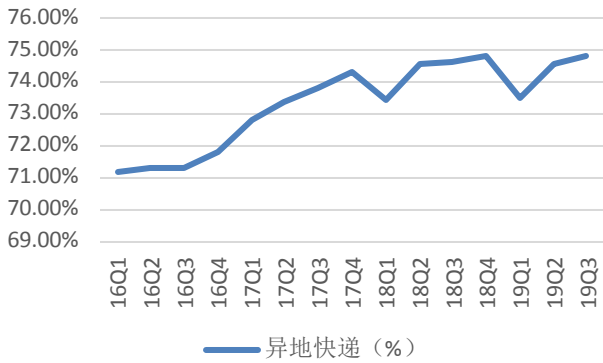
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图 44 同城快递业务量占比 (2016-2019 年)



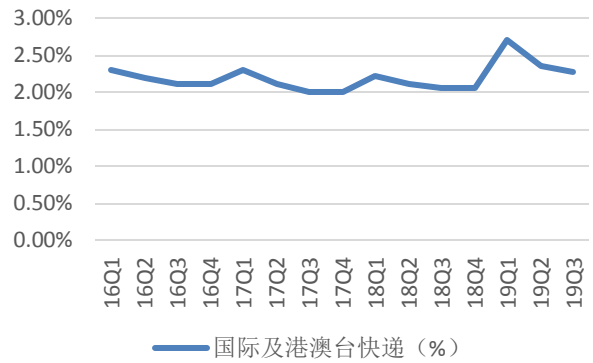
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图 45 异地快递业务量占比（2016-2019 年）



资料来源：Wind，东海证券研究所

图 46 国际及港澳台快递业务量占比（2016-2019 年）

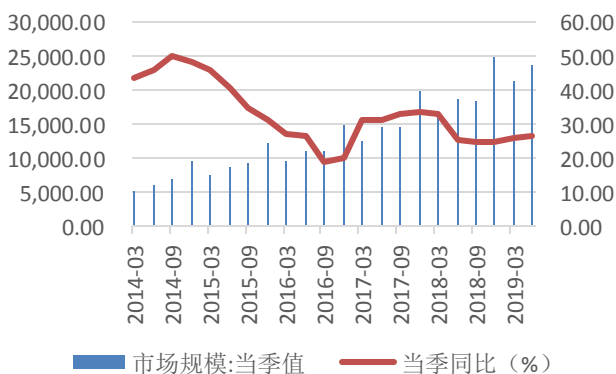


资料来源：Wind，东海证券研究所

快递高增速的背后是持续增长的网购需求。2019 年第一季度和第二季度的网购规模分别达 2.13 万亿、2.36 万亿，分别同比增长 26%、26%。在巨大的网购需求下，个人快递业发展十分可观。2019 年上半年，快递业日均快件处理量 1.5 亿件，最高日处理量超过 2.4 亿件，同比增长 54.8%。现单月快递业务量规模达到 50 亿件以上，单月增量在 10 亿件以上。细分网购市场来看，B2C 业务量逐步提升，在 2015 年 6 月超过 C2C，2017 年下半年之后增速加快，网购消费升级趋势明显。2018 年，中国的 B2C 跨境电子商务交易额超过 200 亿美元，比上一年增长了 50%。其中，出口贸易额为 80 亿美元，比上一年增长 67%，进口贸易额约为 120 亿美元，同比增长 40%，远高于网购整体增速。虽然受国际形势不稳定的影响，2019 年 B2C 在网购市场的占比有所下滑，但是中国对外开放的政策大方向不变，跨境消费市场仍然拥有上升空间。

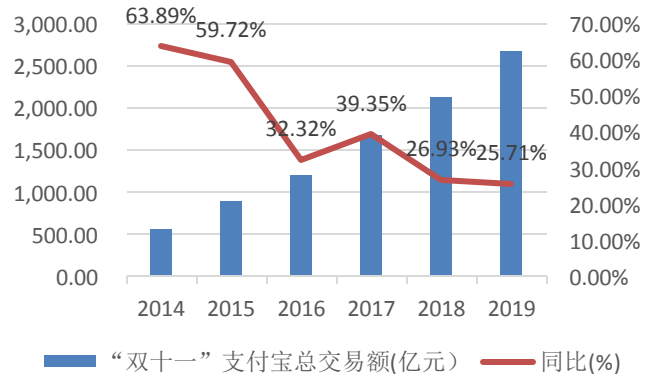
此外，双十一的销售速度也再创新高。作为双十一的霸主，天猫在 11 月 11 日当天实现销售额 2684 亿元。京东在 11 月 1 日至 11 月 11 日期间累计实现销售额 2044 亿元。根据星图数据显示，双十一期间三大电商天猫、京东和拼多多销售额增速分别为 26%、30%、165%，销售额占全网比例分别为 65.5%、17.2%、6.1%。增速均超出预期。虽然天猫双十一的增速有所下降，但越来越多的线上电商参与到网络购物节的狂欢中。受益于双十一电商大促，快递业务量维持高增长。星图数据统计显示，双十一快递业务量为 16.57 亿件，同比增长 24%。当日菜鸟网络物流订单数为 12.92 亿单，同比增长 24%。根据邮政局公布数据，全天各邮政、快递企业共处理 5.35 亿件快件，同比增长 28.6%

图 47 网购市场规模的季度值及同比增速



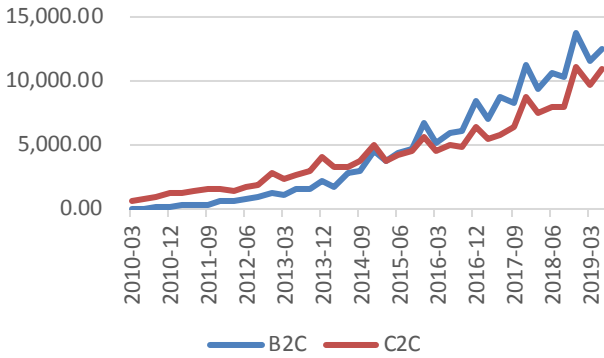
资料来源：Wind，艾瑞，东海证券研究所

图 48 “双十一”支付宝总交易额及同比增速



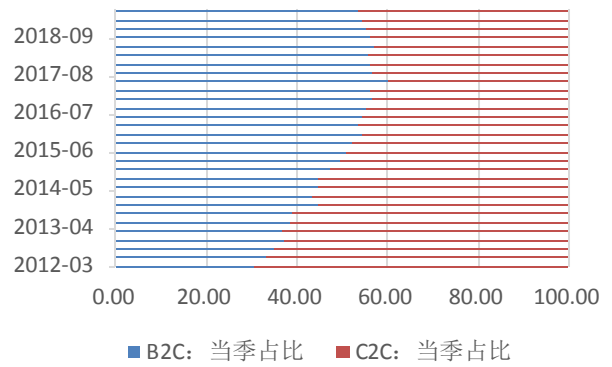
资料来源：Wind，东海证券研究所

图 49 网购市场规模：B2C 和 C2C 当季值



资料来源：Wind，艾瑞，东海证券研究所

图 50 网购市场规模中 B2C 和 C2C 占比的变化

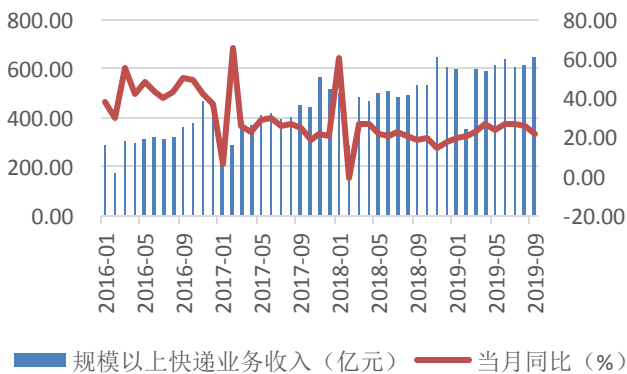


资料来源：Wind，艾瑞，东海证券研究所

## 4.2.快速成长的烦恼，难以避免的价格战

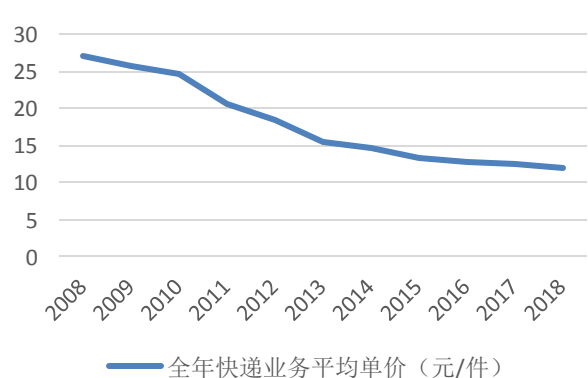
受益于消费升级及网购规模爆发，快递行业一直处于高速增长状态。通过规模效应及价格战的竞争，各快递上市公司形成了高增速，低毛利的盈利模式。2019 年前三季度，全国快递业务收入累计完成 5271 亿元，同比增长 24.10%。快递业务收入增速与去年持平，然而快递业务平均单价递减态势不变。我们认为，快递公司难以避免用价格战的方式在市场增量中占据一席之地。无论是加盟制快递（韵达股份、申通快递和圆通速递等），还是直营系（顺丰控股、德邦股份等）都面临因杀价竞争和市场扩容而导致的客单价下降以及毛利率下降的情况。其中，韵达股份因调整收入口径（增加派费收入）导致营收大幅增加。可比口径下，2019 年单票收入实际下滑。考虑到通达系快递公司仍处于互相学习与竞争的过程中，在行业进入存量博弈前，服务质量、成本管控和市场份额竞争中谁胜谁负有待观察。相较之下，直营系快递专注于高端服务或者“零担”运输，更注重个性化服务，拥有更强的定价能力，在客单价方面（顺丰控股）是加盟系快递客单价的 7 倍。

图 51 2016-2019 快递业务收入当月值及同比



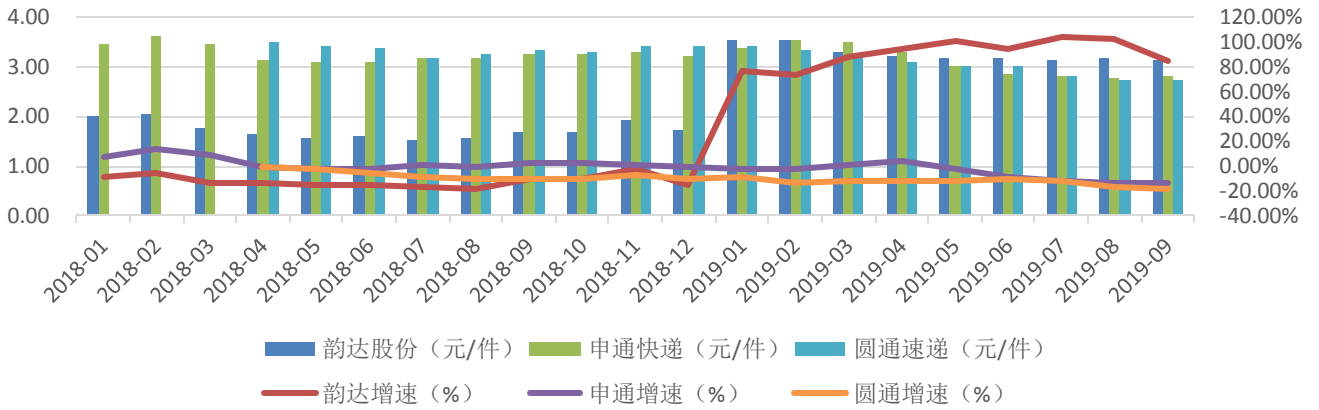
资料来源：Wind，东海证券研究所

图 52 2008-2018 全年快递业务平均单价



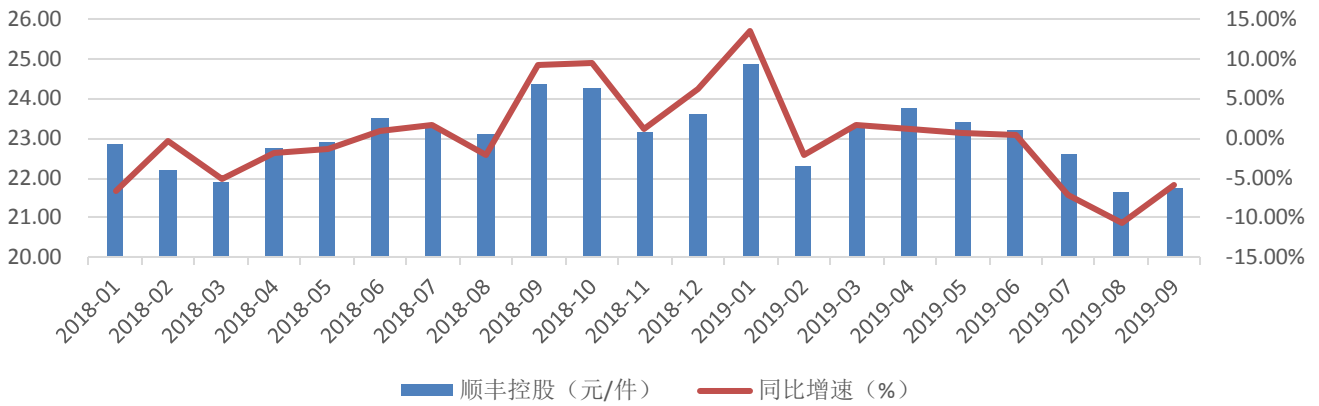
资料来源：Wind，东海证券研究所

图 53 通达系：每月快递服务单票收入及增速



资料来源：公司公告，东海证券研究所

图 54 直营系：每月快递服务单票收入及增速



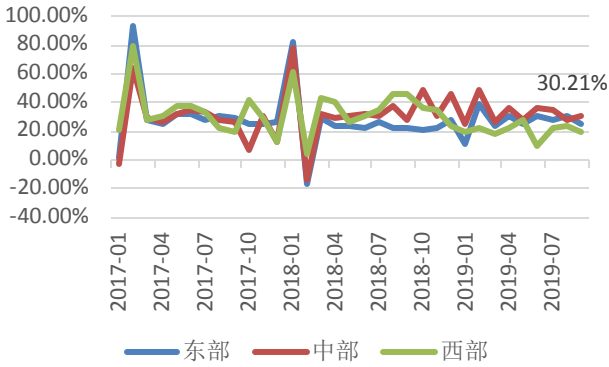
资料来源：公司公告，东海证券研究所

### 4.3.业务向中西部蔓延，低线城市提供增量

快递市场需求以东部地区为主，目前有逐步向中、西蔓延的趋势。2019 年前三季度，我国东部地区快递业务收入和业务量占比分别为 80%及 79.9%，是快递行业最主要的需求来源。同期，东、中、西部快递业务收入增速分别为 24.75%、23.02%和 19.88%，业务量增速分别为 26.24%、31.62%及 20%。我们认为，伴随中西部经济的快速崛起及低线城市电商渗透率快速提升，中西部地区快递需求有望进一步释放。从快递业务量排名城市来看，2018 年快递业务量排名前五位的城市依次是广州、金华（义乌）、上海、深圳和杭州，其快递业务量合计占全部快递业务量的比重达到 67.5%，其他地区的上升空间大。

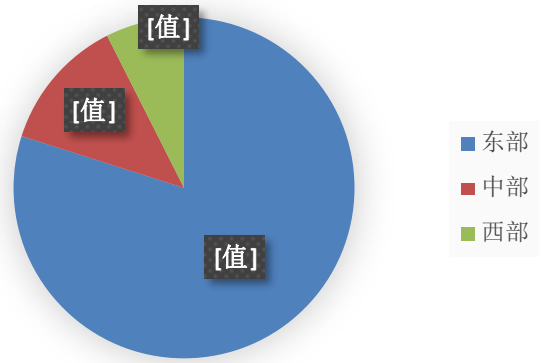
专注低线城市市场的拼多多以及相似电商 APP 的发展证明了快递渠道下沉正在进行。截至 2019 年 6 月，淘宝平台用户 46.2%安装了拼多多，高于其他平台；京东平台用户中 46.6%安装了拼多多，仅次于手机淘宝。此外，社交、内容分享型电商加速渗透导流，蘑菇街 2018 年 GMV 达到 144 亿元，值得买与小红书 GMV 均突破 100 亿，值得买 17 年、18 年增速达到 80%、67%。

图 55 东中西部快递业务量增速 (%)



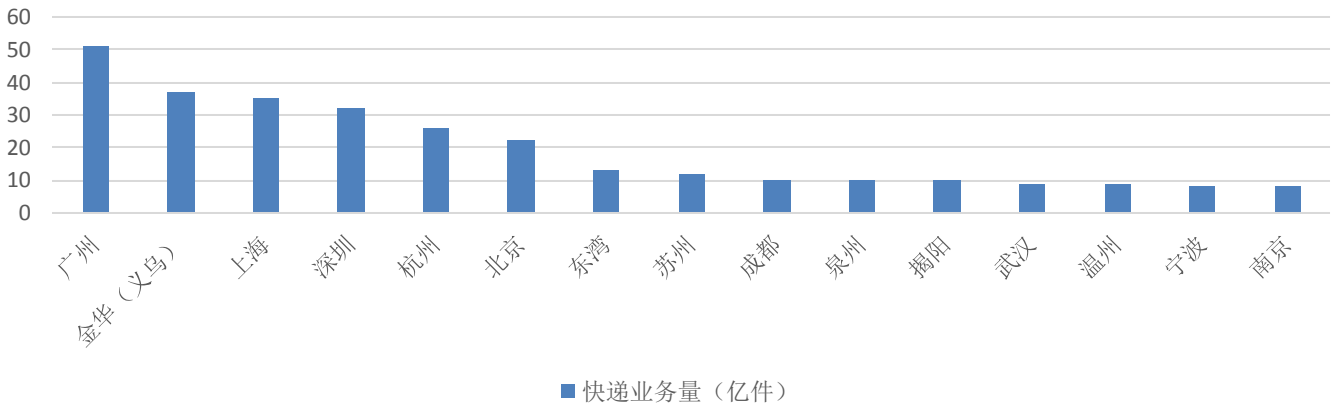
资料来源：Wind，东海证券研究所

图 56 2019 年 1-9 月东中西部快递业务量占比 (%)



资料来源：国家邮政局，东海证券研究所

图 57 2018 年快递业务量前五城市情况



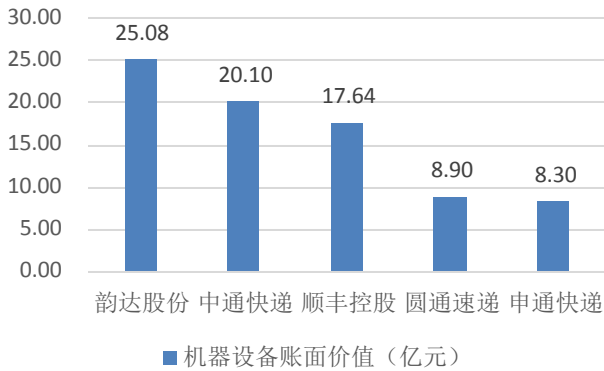
资料来源：国家邮政局，东海证券研究所

#### 4.4. 探索数智化发展，升级新服务质量

体量稳居全球第一的中国快递业，正逐渐步入扩容增效的智能化发展新阶段。在我国快递公司的发展初期，递送能力曾经跟不上包裹数量的爆发式增长。年来随着菜鸟裹裹的数据化、智能化发展，以及快递企业自身的成长，行业普遍实现了对个人快递市场的覆盖和服务完善。即便是“天猫双 11”等个人快递业务集中爆发的时间节点，快递企业也己能够从容应对。但是，快递行业也经历着增长下的烦恼，人工成本的上升、单件价格的下跌等都在提醒着快递服务升级的重要性。从 2018 年各快递公司的经营数据可见，拥有更多自动化分拣器资产的公司，其有效胜诉率越低、服务质量越好。升级快递服务质量需要行业进一步探索数智化发展。

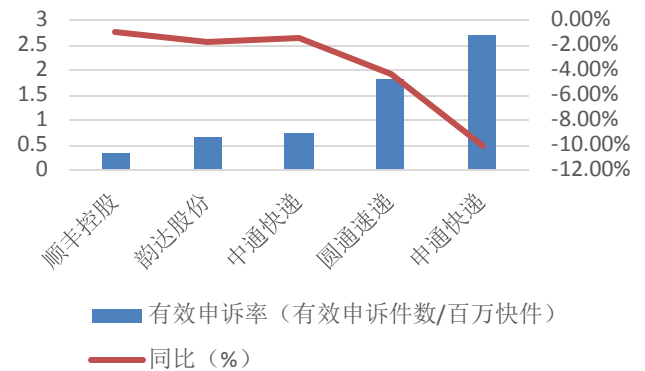
11 月 8 日，阿里巴巴集团宣布完成对菜鸟网络新一轮增资。阿里巴巴通过增资和购买老股的方式，投入人民币 233 亿元，持有菜鸟股权从约 51%增加到 63%。对应估值水平 1942 亿元。官方表示菜鸟将继续加大技术投入，推动物流行业数字升级；打造智慧供应链；加快建设全球智能物流骨干网。我们认为菜鸟作为阿里巴巴集团内物流业务与投资的主体。本次增资体现了阿里巴巴对物流业关注度的持续提升。

图 58 2018 年各个快递公司机器设备账面价值



资料来源：公司公告，东海证券研究所

图 59 2018 年各个快递公司有效申诉率及同比



资料来源：公司公告，东海证券研究所

## 5. 投资策略及重点关注公司

### 5.1. 机场

机场板块从传统重资产、稳现金流的防守型转入高消费带动下的成长型。我国机场不仅单机吞吐量达到或接近国际一流水平，机场群也初具世界级规模。然而整体来看，中国机场数只有美国机场数的 42%，中国人均乘机次数为 0.43 次/年，还不到美国人均乘机 2.73 次/年的一半。估值方面，截止 2019 年 11 月 13 日，首都机场、上海机场、白云机场和深圳机场的 PE 分别达到 11.50、28.96、45.64、35.14 倍，与海外机场悉尼(50)、泰国(45.4)、日本(44.1) 仍有差距。因此中国机场依然拥有很大的发展空间。

跟随强者恒强的逻辑，重点关注国内机场龙头。

### 5.2. 航空

今年全球经济增速下滑叠加地区不稳定因素，航空需求增速有所下滑，供给管控严格，供需仍处于紧平衡状态。根据民航局公布的数据，2019 年 1-10 月，全行业共完成旅客运输量 5.54 亿人次，同比增长 8.3%，增速较去年同期下降 3.2 个百分点；完成运输总周转量 1077.5 亿吨公里，同比增长 7.5%，全行业共完成货邮运输量 611.3 万吨，同比增长 1.0%。另一方面，客座率表现较为稳定。2019 年 8 月，民航客座率达到 86.60%，与上年同期持平。油价汇率好于预期。突发事件所导致的油价上涨是暂时的，不会改变国际石油价格长期保持较低价格的大势。行业估值处于历史底部区间，有望迎来估值回归。

寻找成本控制力强，受外界影响相对小的标的，重点关注票价弹性相对高的低成本航空龙头，春秋航空。

### 5.3. 快递

体量稳居全球第一的中国快递业，正逐渐步入扩容增效的智能化发展新阶段。2019 年前三季度，邮政行业业务总量和业务收入分别增长 31.3%和 21.3%，快递业务量、收入分别增长 26.4%和 24.1%。高速发展的背景下，各个快递公司存在低价竞争、人工成本上升、服务质量跟不上等烦恼。因此，想要升级快递服务质量需要进一步探索数智化发展。

紧跟新领域探索先锋，重点关注高端快递龙头标的，顺丰控股。

## 6.风险提示

宏观经济疲软，全球贸易摩擦升级；政策改革低于预期；油价汇率暴涨或暴跌



## 分析师简介:

朱雨潇，美国密西根州立大学供应链管理专业，两年以上证券行业研究经验，主要研究交通运输板块和钢铁板块。

## 附注:

### 一、市场指数评级

看多——未来6个月内上证综指上升幅度达到或超过20%

看平——未来6个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间

看空——未来6个月内上证综指下跌幅度达到或超过20%

### 二、行业指数评级

超配——未来6个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过10%

标配——未来6个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间

低配——未来6个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 三、公司股票评级

买入——未来6个月内股价相对强于上证指数达到或超过15%

增持——未来6个月内股价相对强于上证指数在5%—15%之间

中性——未来6个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间

减持——未来6个月内股价相对弱于上证指数5%—15%之间

卖出——未来6个月内股价相对弱于上证指数达到或超过15%

### 四、风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证，建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

### 五、免责条款

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司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，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

分析师承诺“本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在利益关系”。本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

### 六、资格说明

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

## 上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦

网址：Http://www.longone.com.cn

电话：（8621）20333619

传真：（8621）50585608

邮编：200215

## 北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F

网址：Http://www.longone.com.cn

电话：（8610）66216231

传真：（8610）59707100

邮编：100089