

交通运输行业2020年投资策略： 聚焦优质赛道龙头，周期静待拐点

安信证券研究中心 交通运输行业

明兴

SAC执业证书编号 S1450518040004

报告联系人：孙延

2019年11月



目录

快递：变局将至，优选龙头

航空：供给收缩延续，静待需求拐点

机场：免税空间广阔，长期价值凸显

铁路：客货稳健，关注核心资产京沪高铁

变局将至，优选龙头

——快递行业2020年投资策略

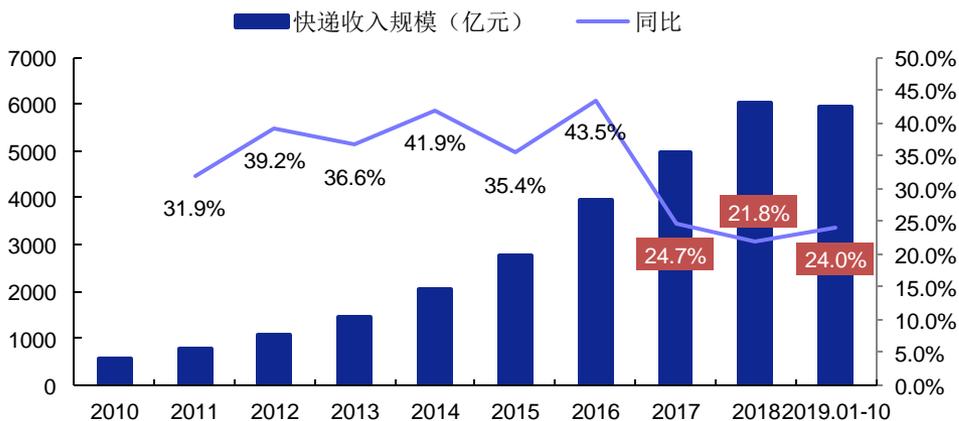
2019年回顾：行业需求维持高景气

- 快递行业保持高景气：2019年1-10月，全国快递服务企业**业务量**累计完成496.6亿件，同比增长**26%**；**业务收入**累计完成5929亿元，同比增长**24%**，行业需求超市场预期。
- 拼多多等社交电商贡献较大增量。根据我们测算，19年拼多多产生包裹量占比**超20%**。

图：拼多多订单行业占比提升明显



图：快递行业收入规模及增速



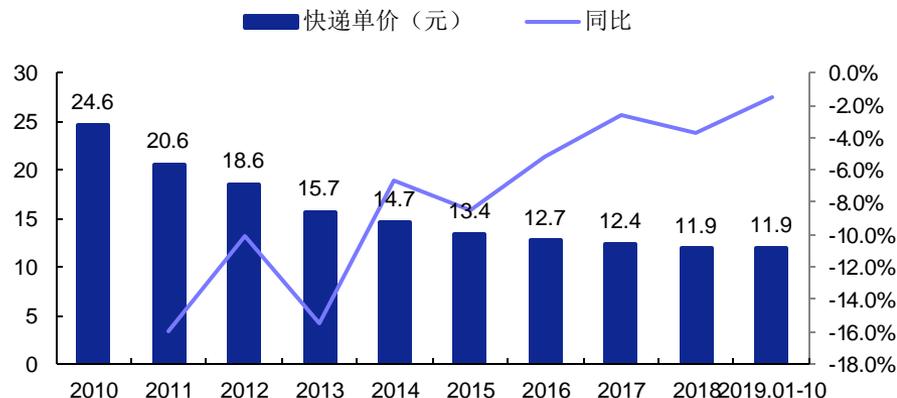
图：快递行业业务量规模及增速



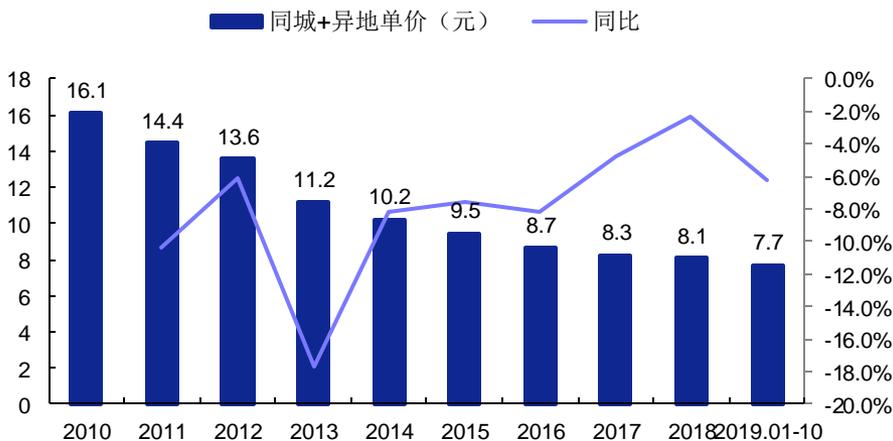
2019年回顾：价格竞争仍激烈

- 全行业单价降幅收窄，但同城+异地单价跌幅扩大。19年1-10月，行业单价11.9元，同比降1.5%；同城+异地单价7.7元，同比降6%，反映电商快递竞争仍激烈。
- 龙头中通单票收入降幅亦有所扩大。

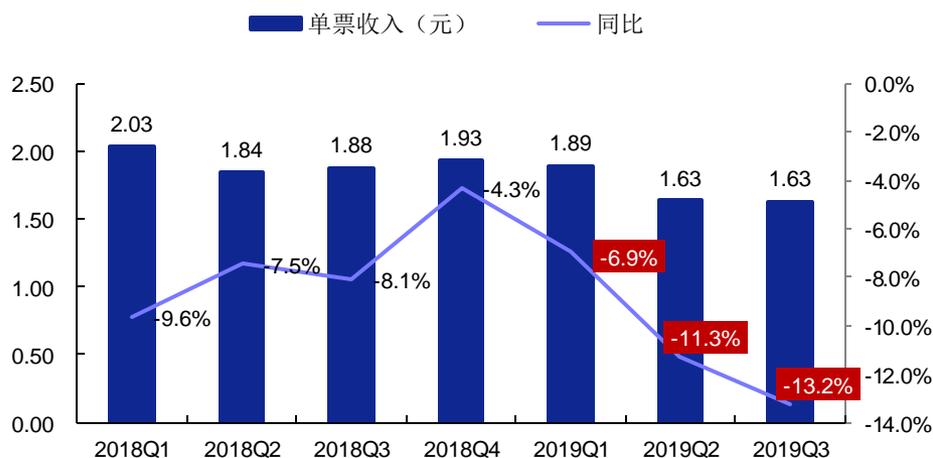
图：行业单价的跌幅在收窄



图：同城+异地件单价走势



图：中通快递单价及同比变化情况



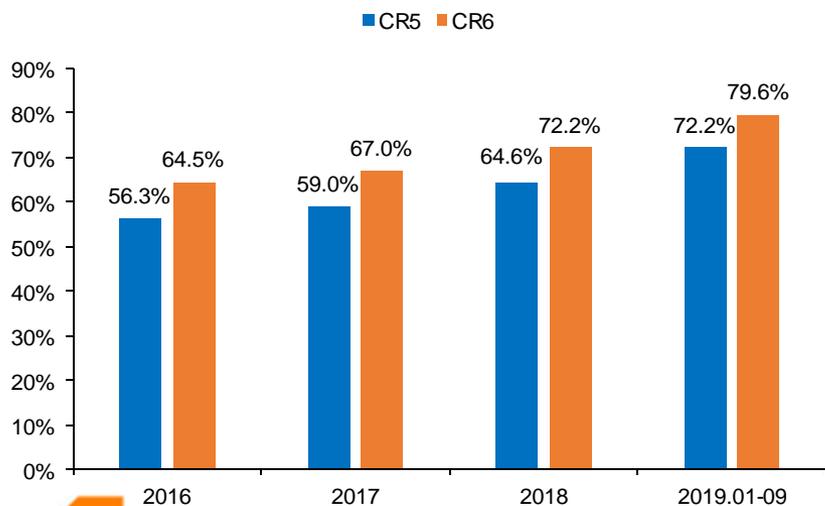
2019年回顾：市场集中度进一步提升

- 行业集中度大幅提升：19年1-9月，六家上市快递企业市场份额（业务量口径）达到**79.6%**，环比18年提升**7.4pct**，头部份额差距逐步拉大。
- 二三线快递企业逐步退出。

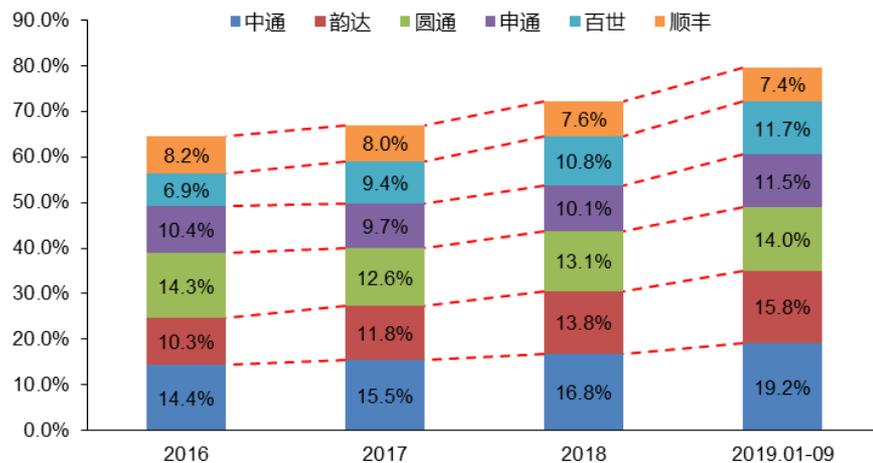
图：二三线快递企业逐步退出



图：行业集中度进一步提升（业务量口径）



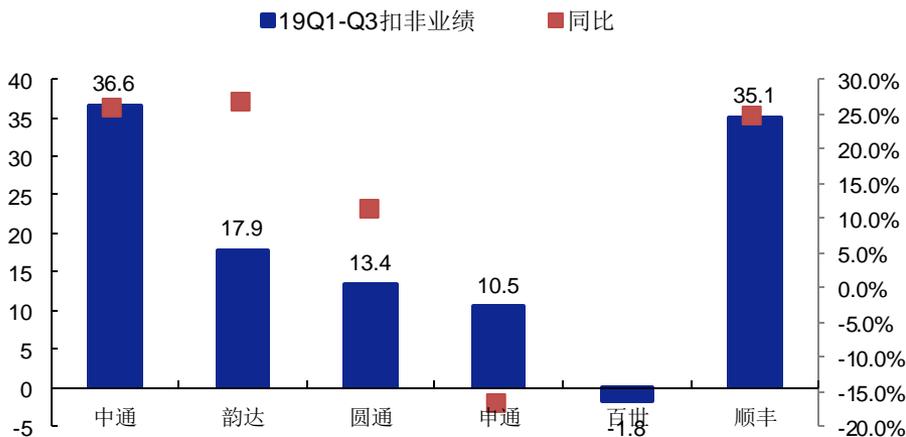
图：快递龙头企业市场份额（业务量）变化



2019年回顾：龙头业绩开始分化

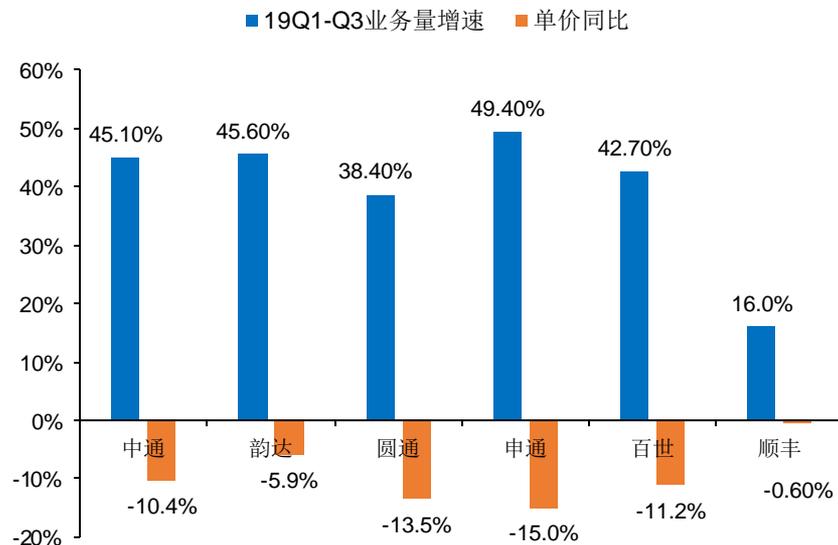
- 19年前三季度上市快递企业业绩出现分化：中通、韵达、顺丰领先同行（业绩增速~25%）；申通扣非业绩首次出现负增长（同比-16.9%），圆通业绩增速有所放缓（同比+11.3%）。
- 业绩分化的背后是价格竞争策略的差异。从前三季度单票收入表现看，我们测算申通单票降幅高于同行，单票下行带来业绩压力。

图：19年前三季度上市快递企业业绩表现



注：中通与百世为美股上市企业，业绩采用Non-GAAP净利润

图：19年前三季度快递企业业务量增速与单价变化

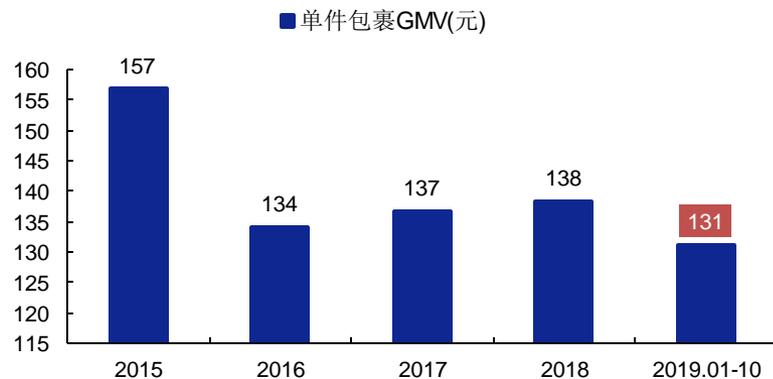


注：单价同比变化为同口径测算值

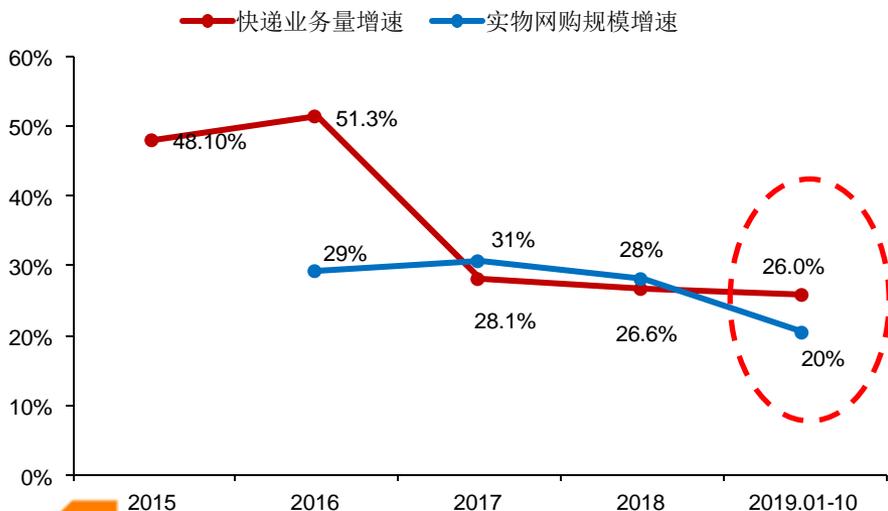
2020年展望：电商下沉红利仍在，预计20年量+21%

- 行业客单价走低，快递业务量规模增速反超网购增速；
- 农村网络购物零售额增速保持快速增长，下沉市场成为主流电商新的发力点。
- 电商整体需求依旧旺盛，2019年双十一全网成交额4101亿元，同比+30.1%，其中，天猫成交额同比+25.7%。

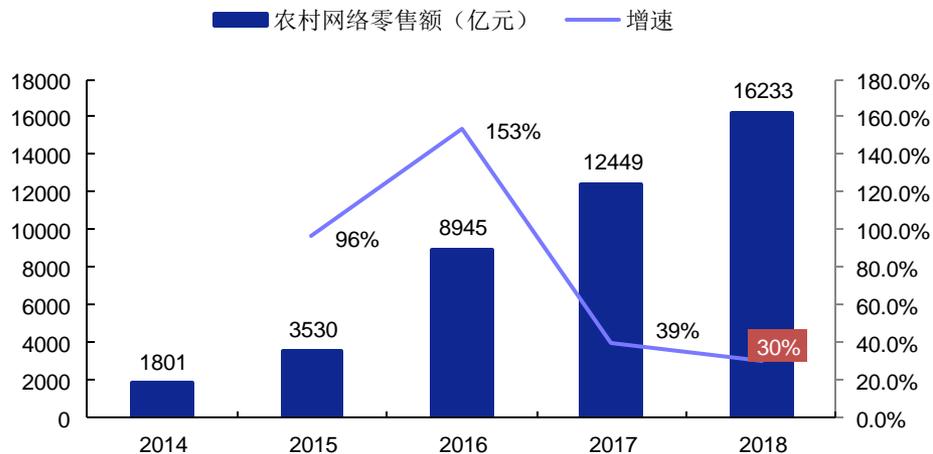
图：单件包裹GMV总体呈下降趋势



图：19年快递业务量增速反超实物网购增速



图：农村网购市场近年快速增长



2020年展望：电商下沉市场红利仍在，预计20年量+21%

- 行业高景气持续：我们预计2020年行业业务量同比+21%，19-21年行业复合增速19.8%，依旧保持较快增长。

表：2019-2021快递业务量拆分预测

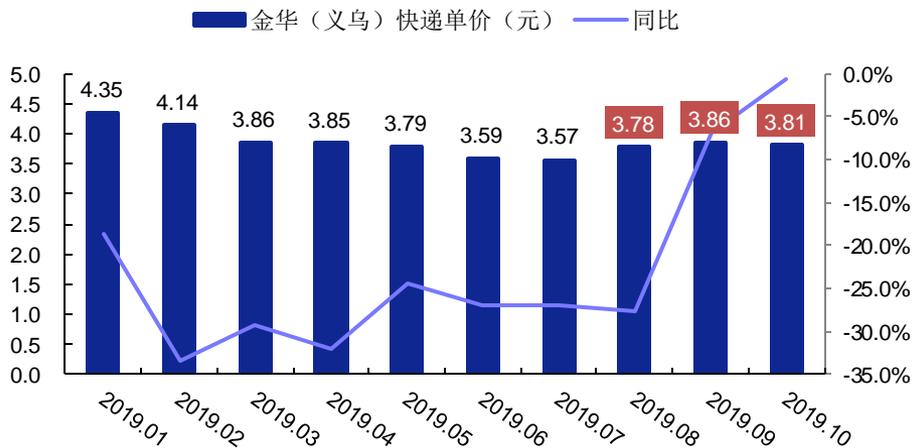
快递业务量预测总表	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
全国快递业务量 (亿件)	91.9	139.6	206.7	312.8	400.6	507.1	637.1	770.9	914.6
YOY	61.6%	52.0%	48.1%	51.3%	28.1%	26.6%	25.6%	21.0%	18.6%
电商快递量 (亿件)	59.50	101.69	149.75	225.43	290.52	392.63	515.73	642.31	778.30
YOY		70.9%	47.3%	50.5%	28.9%	35.1%	31.4%	24.5%	21.2%
阿里 (亿件)	50.00	87.00	122.00	159.77	197.00	239.80	290.18	343.77	403.41
YOY		74.0%	40.2%	31.0%	23.3%	21.7%	21.0%	18.5%	17.3%
拼多多 (亿件)	0.00	0.00	0.00	5.19	34.40	77.56	129.27	179.85	234.59
YOY					563.5%	125.5%	66.7%	39.1%	30.4%
京东 (亿件)	2.59	5.18	10.27	15.93	21.23	26.37	32.19	39.41	46.25
YOY		100.4%	98.2%	55.1%	33.2%	24.2%	22.1%	22.4%	17.3%
其他电商 (亿件)	6.91	9.50	17.48	44.54	37.89	48.90	64.10	79.27	94.05
YOY		37.5%	83.9%	154.7%	-14.9%	29.1%	31.1%	23.7%	18.6%
非电商快递量 (亿件)	32.37	37.91	56.95	87.37	110.08	114.47	121.34	128.62	136.34
YOY		17.1%	50.2%	53.4%	26.0%	4.0%	6.0%	6.0%	6.0%

2020年展望：价格战还能打多久？

加盟商层面盈利微薄，终端价格下降空间有限。

- 根据我们义乌快递市场的草根调研，如果按照2.6元/票的终端揽件价格，加盟商的单票利润仅2分，而且是管理水平较好的加盟商。
- 义乌市场在经历一轮激烈价格战后，目前快递价格已经逐步企稳。

图：义乌单价逐步企稳



网点基本情况（以义乌中型快递网点为例）：

日均揽件量（件/天）	70000
日均派件量（件/天）	4000
日均处理量（件/天）	74000

成本分拆：

1. 网点人工成本

末端快递员工资（元/月）	12000
快递员数量（人）	13
客服+财务工资（元/月）	5000
客服+财务数量（人）	13
分拣人员工资（元/月）	4000
分拣人员数量（人）	35
人工成本合计（元/月）	361000
单票人工成本（元/票）	0.16

2. 运输成本

车辆成本（元/月）	15000
9.6m车辆规模（辆）	4
运输成本合计（元/月）	60000
单票运输成本（元/票）	0.03

3. 场地租金

场地租金价格（元/平/天）	1.33
场地面积（平方米）	1200
单票租金成本（元/票）	0.02

5. 折旧与物料成本

机器设备折旧+物料水电（元/月）	100000
单票折旧物料成本（元/票）	0.05

网点自身操作成本合计（元/票）

网点自身操作成本合计（元/票）	0.26
-----------------	------

6. 提交总部成本（元/票）

4.1 面单费	0.83
4.2 中转运输费	0.24
4.3 派费	1.55
单票提交总部成本（元/票）	2.62

单票快递成本合计（元/票）	2.88
---------------	------

揽件价格（1KG以内，元/票）	2.60
-----------------	------

总部超量补贴（元/票）	0.3
-------------	-----

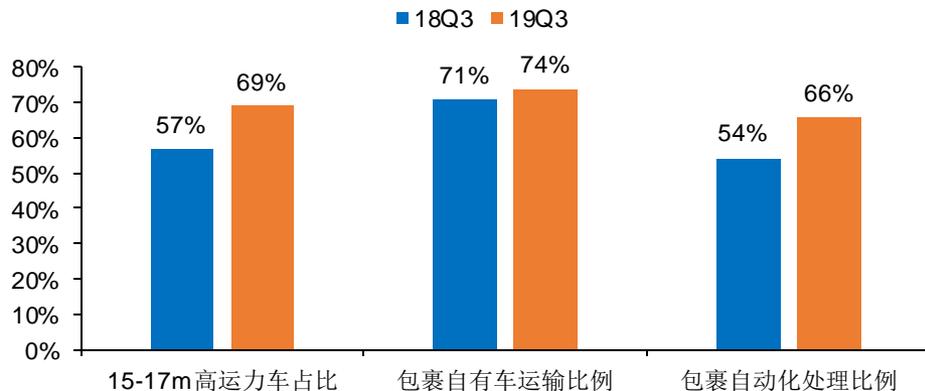
单票盈利（元/票）	0.02
-----------	------

2020年展望：价格战还能打多久？

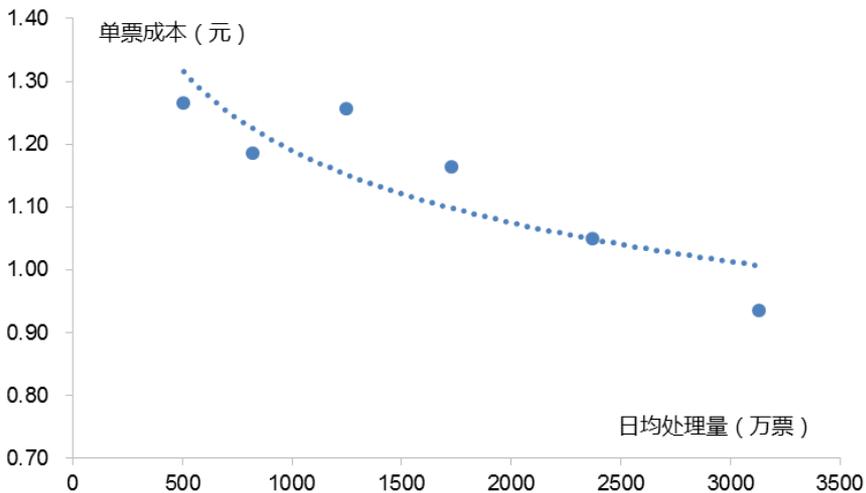
总部层面：单票成本仍有下降空间，但规模效应边际递减。

- 干线运输：高运力车与自有车占比、装载率仍有提升空间；
- 中转操作：自动化设备投入优化人工成本；
- 末端配送：菜鸟驿站推进、快递入柜率提升，提高派件效率。

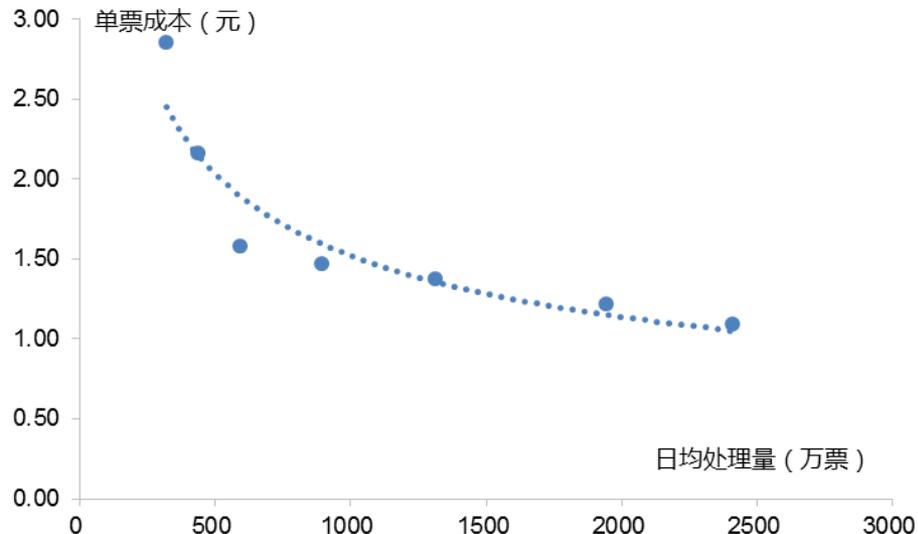
图：中通高运力车、自有车、包裹自动化处理比例仍有提升空间



图：中通单票成本与日均处理量拟合



图：韵达单票成本与日均处理量拟合

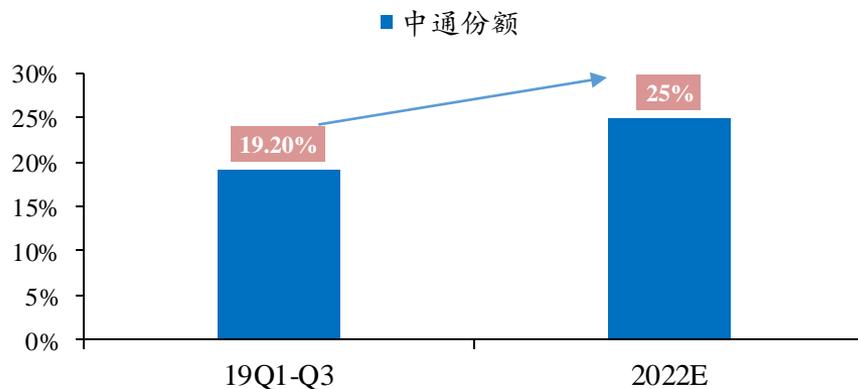


2020年展望：价格战还能打多久？

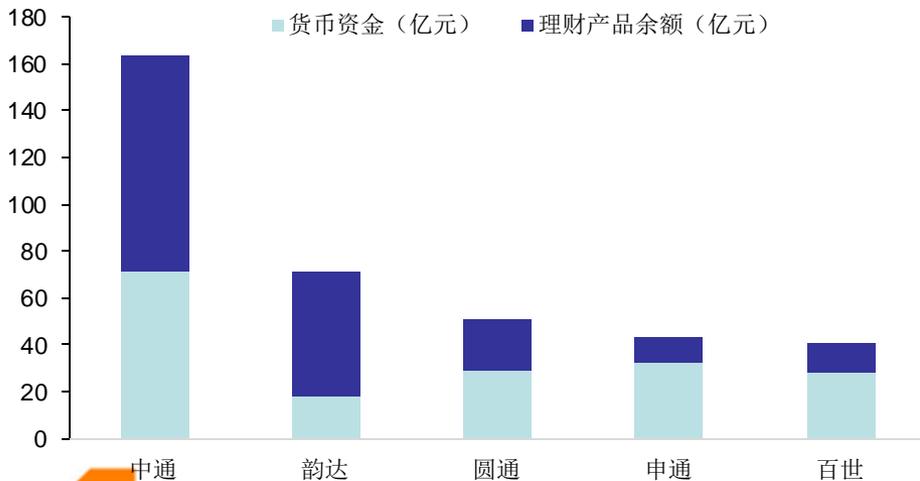
• **预计龙头持续追求市场份额：中通在手资金充裕，成本领先，其2022年份额目标25%（19前三季度份额19.2%）。**

预计行业价格竞争仍将持续，但单价降幅空间有望收窄，关注龙头中通竞争策略。

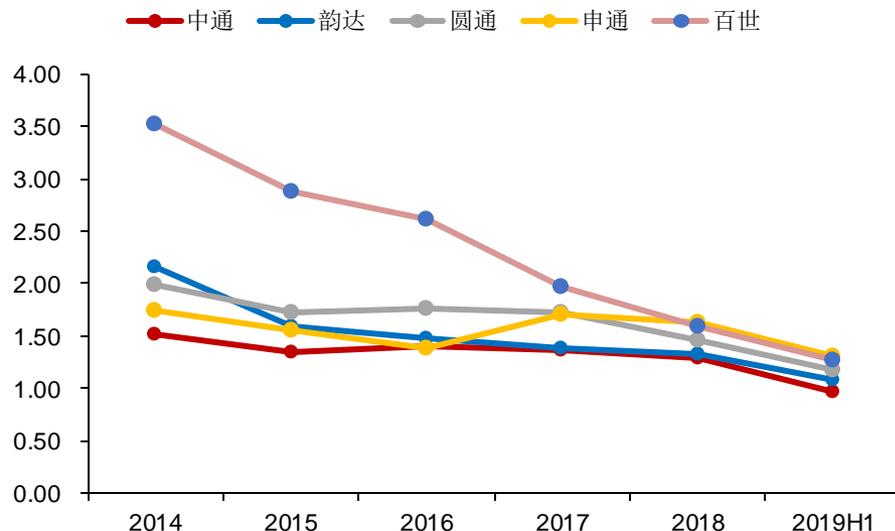
图：中通2022年市场份额目标25%



图：中通在手资金规模领先同行（19H1）



图：各家单票成本变化情况（剔除派费）



2020年展望：顺丰下沉 VS 通达升级

- 顺丰的下沉：**19年5月公司推出特惠专配产品（单价在6-8元），目前该产品持续放量带动公司业务量增速重回高增长（19Q3量+29.5%）。
- 通达产品升级：**龙头企业推出时效产品进入中高端商务件市场。
通达产品/服务分层是趋势，但短期难以撼动顺丰商务件的主导地位，关注顺丰电商件市场策略变化。

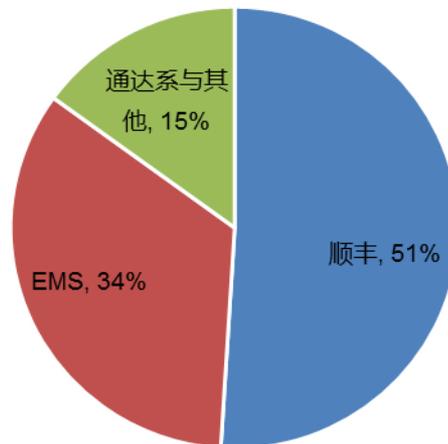
图：顺丰推出特惠专配电商件产品



表：快递同行在商务件/时效件拓展情况

公司	时间	商务件/时效件拓展情况
圆通	2018年7月	圆通B网针对中高端商务客户及个人推出的城市高频配送服务体系，由圆通独立直营。主打产品有同城即时配、同城即日件、同城限时达、跨市即日件、跨市限时达、跨省限时达等。
京东物流	2019年4月	京东在首批30个城市中开发个人寄件服务。
中通	2019年6月	中通推出的“ 星联时效件 ”主要具有时效保证、高辨识度、高品质服务、全链路跟踪等特点。
菜鸟、通达系	2019年9月	菜鸟联合通达系快递公司宣布，将启动对“全国核心经济圈”的快递大提速，以此助力区域经济一体化加快流通。其中在长三角经济圈，快递公司宣布已率先承诺圈内26个城市对发快递次日必达。
韵达	2019年10月	推出“韵达特快”产品，重点围绕服务时效、服务品质、服务体验等方面，打造差异化的时效产品。

表：商务件市场份额（2018）

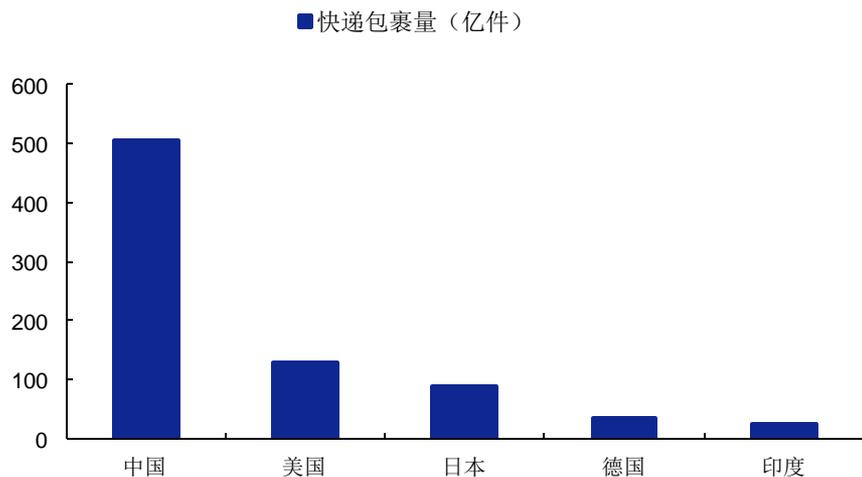


注：商务件份额数据为测算值

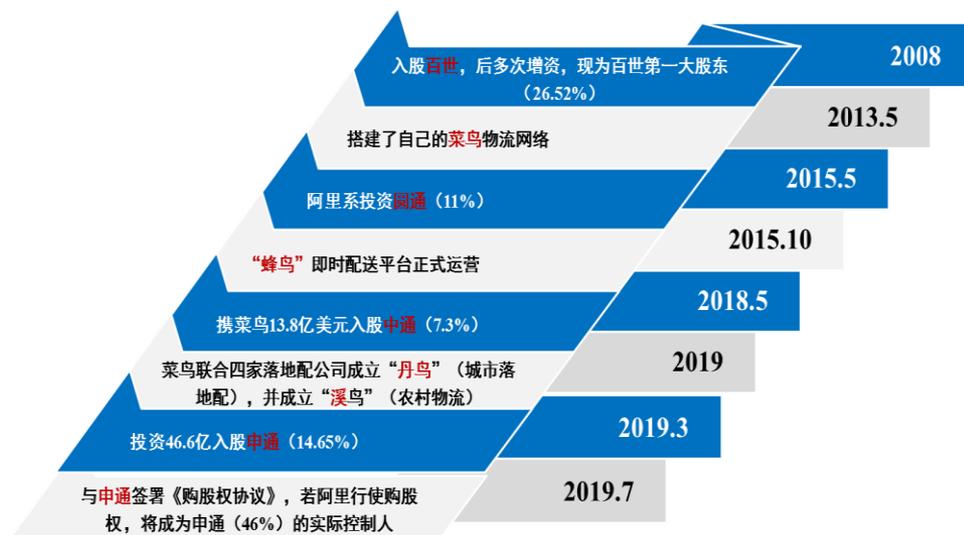
终极竞争格局猜想：共存 or 整合？

- 中国拥有全球最大的电商快递市场，能够容纳**4-5家**大型快递企业。
- 由于阿里的介入，我们认为行业**亦存在整合的可能性**。考虑的通达系网络的重合度较高，市场普遍认为整合意义不大，但我们认为在**干线运输、末端配送**等环节依旧存在整合优化的空间。

图：中国快递包裹量全球领先（2018）



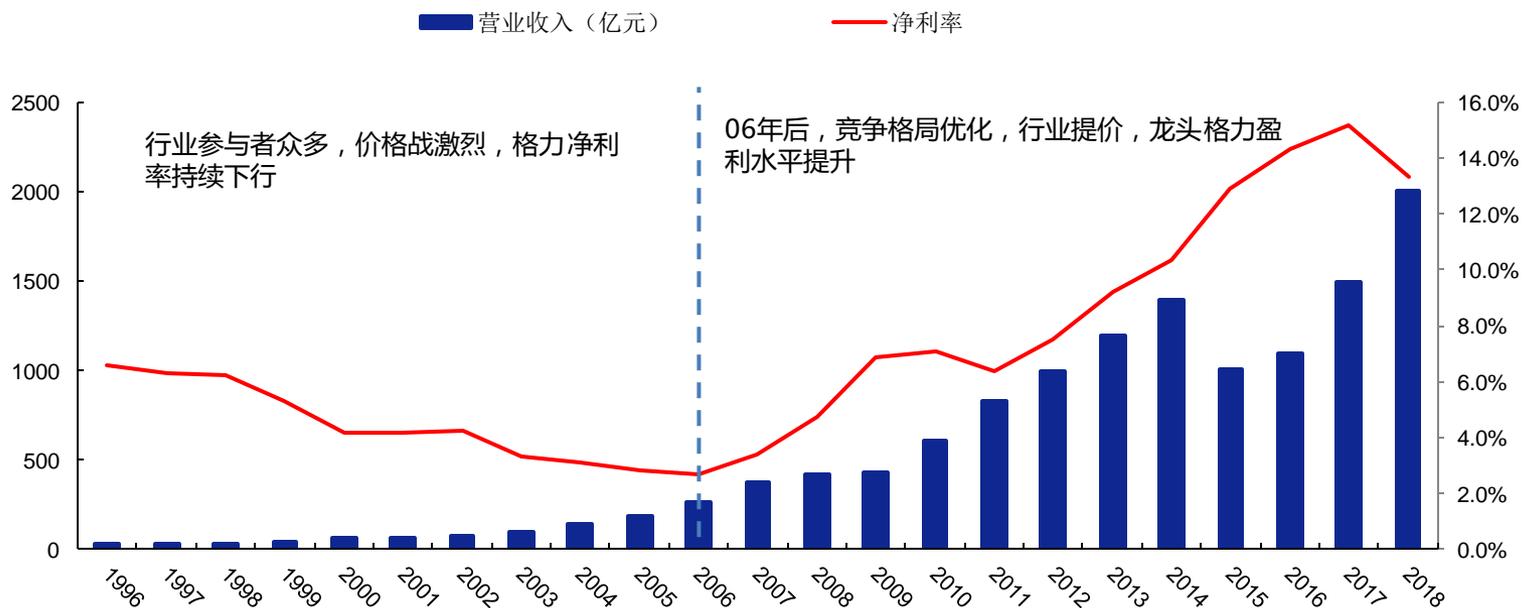
图：阿里巴巴对物流快递布局



终极竞争格局猜想：共存 or 整合？

- 参照空调行业龙头格力发展历程，中国快递业在2-3年后或将达到06年空调行业的竞争格局（06年龙头格力份额28%，美的21%），而后快递行业随着竞争格局的优化以及差异化的服务出现，行业价格与龙头盈利水平将迎来拐点。

图：格力电器上市以来营收与净利率走势



投资建议：变局将至，优选龙头

- **行业维持高景气，龙头快递企业2020年估值具备吸引力**
- **重点推荐：1) 韵达股份**：精细化管理能力强+业绩持续高增长。公司服务质量优异，业务量增速持续超行业平均；成本管控领先同行，单件成本持续下降带动公司业绩持续高增长；
- **2) 顺丰控股**：量增速回升、盈利能力有望逐季改善；关注电商产品的持续放量以及时效件增速回暖的拐点。
- **同时关注**：**圆通速递**（估值低+份额回升）、**申通快递**（阿里入股带来自身变革）、**德邦股份**（基本面有望触底反弹）；
- **美股我们重点推荐电商快递龙头中通快递（ZTO.N）。**

表：重点快递公司盈利预测情况（截止2019.11.25收盘价）

公司	净利润（亿元）				扣非净利润（亿元）				PE	
	2019E	yoy	2020E	yoy	2019E	yoy	2020E	yoy	2019	2020
韵达股份	28.3	5%	35.5	25%	26.5	24%	33.5	26%	25	20
顺丰股份	60.4	32%	69.5	15%	46	32%	59	28%	28	25
中通快递	48.5	10%	58.5	21%	48.5	10%	58.5	21%	23	19
圆通速递	21.2	12%	25.1	18%	20.7	13%	24.6	19%	16	14
申通快递	15.4	-25%	17.3	12%	14.8	-14%	16.7	13%	18	16

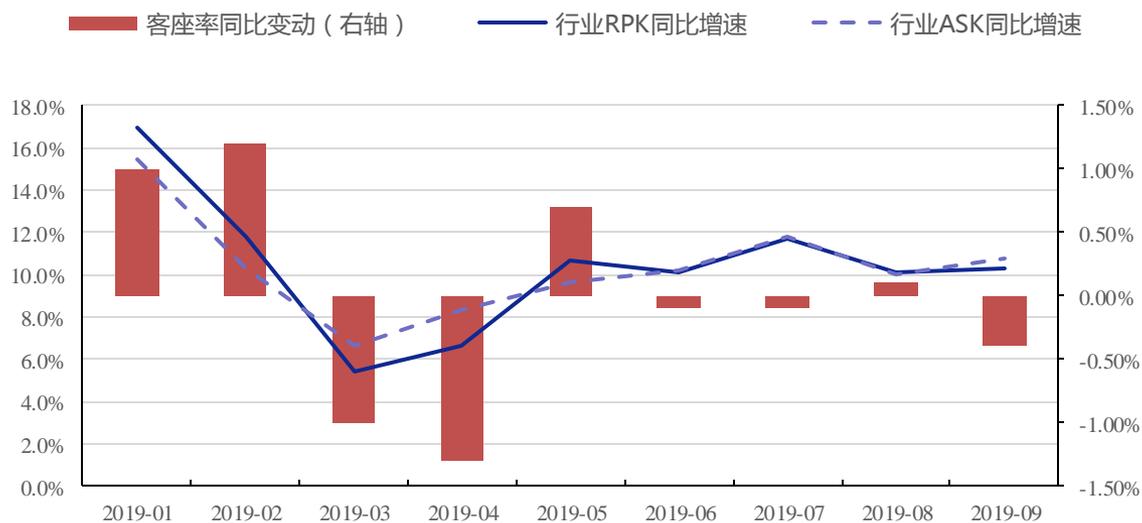
供给收缩延续，静待需求拐点

——航空行业2020年投资策略

2019回顾：受宏观经济影响，航空需求增速放缓

- 2019年1-9月民航需求（RPK）同比+10.3%，运力投放（ASK）同比+10.3%，客座率83.6%，同比持平。受宏观经济影响，航空需求增速创下08年以来最低增速。

图：行业RPK、ASK与客座率变动情况

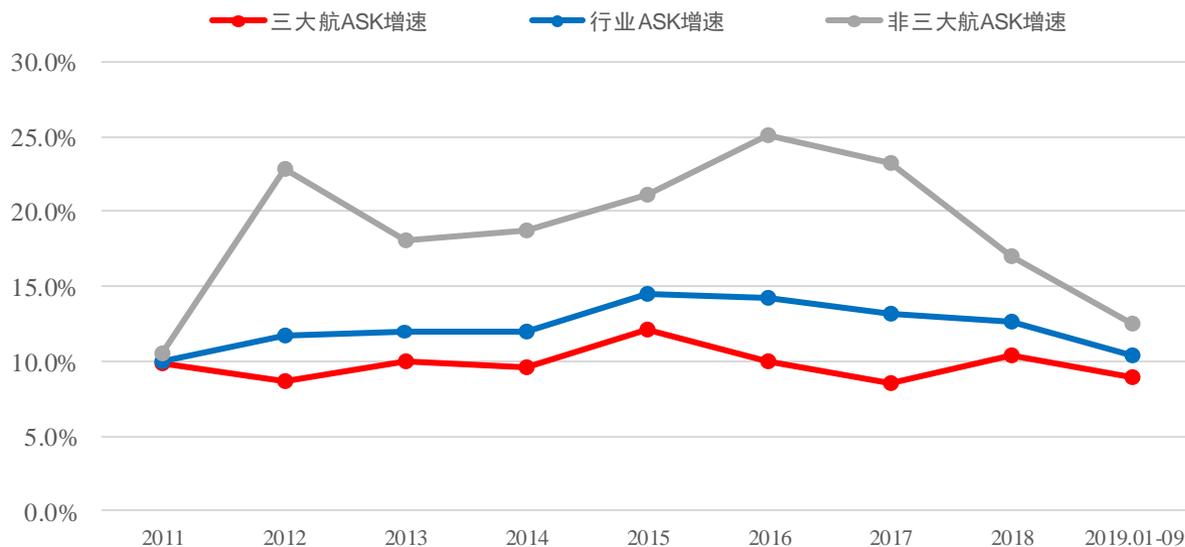


资料来源：Wind，民航局，安信证券研究中心

2019回顾：时刻收缩叠加波音事件，供给增速回落

- 时刻供给维持收缩，波音737MAX机型停飞，19年前三季度行业ASK增速环比回落，分结构看，三大航ASK+9.0%（增速有所下降），非三大航ASK+12.5%（增速放缓明显），大航通过使用宽体机以及机型改造、拉长行距增加ASK投放。

图：ASK增速对比



资料来源：Wind，民航局，安信证券研究中心

2019回顾：供需改善低于预期，客座率普遍承压

- 从上市公司数据看，1-10月航空公司客座率普遍承压，仅春秋、国航、南航录得客座率提升。

表：六大上市航企经营情况

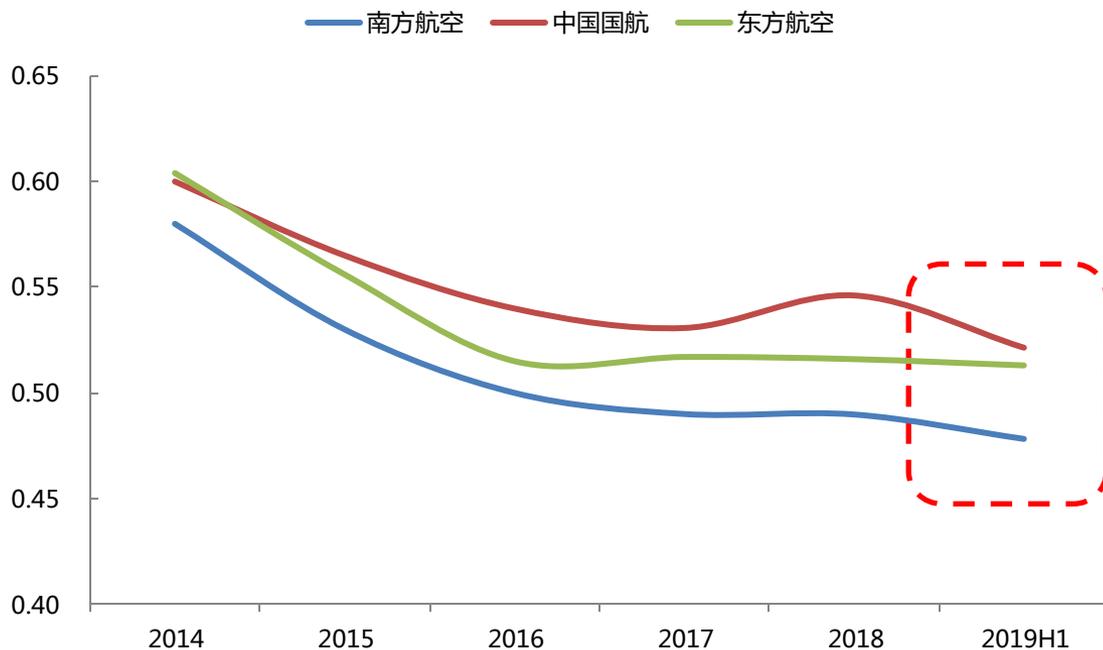
2019年1-10月	东航	南航	国航	海航	春秋	吉祥
ASK同比增速	10.70%	10.02%	5.20%	10.84%	10.97%	17.89%
国内	12.33%	9.36%	4.40%	8.93%	10.62%	13.00%
国际	8.24%	4.01%	5.90%	5.73%	10.94%	48.82%
地区	4.43%	11.83%	11.00%	16.56%	18.52%	25.20%
RPK同比增速	10.17%	10.35%	5.90%	9.28%	13.93%	17.00%
国内	11.18%	9.19%	4.30%	7.97%	11.58%	12.74%
国际	9.04%	4.46%	8.30%	5.76%	18.59%	45.83%
地区	-0.08%	13.34%	8.20%	13.95%	20.26%	20.15%
客座率	82.39%	83.02%	81.40%	83.97%	91.59%	85.94%
国内	83.50%	83.14%	82.90%	88.16%	92.66%	87.00%
国际	80.53%	75.40%	79.40%	75.20%	89.66%	81.11%
地区	79.30%	83.08%	78.30%	72.55%	89.02%	81.44%
客座率同比变动	-0.40pts	0.25pts	0.50pts	-1.21pts	2.38pts	-0.65pts
国内	-0.86pts	-0.13pts	-0.10pts	-0.78pts	0.80pts	-0.21pts
国际	0.59pts	0.33pts	1.70pts	0.02pts	5.79pts	-1.66pts
地区	-3.58pts	1.10pts	-2.00pts	-1.67pts	1.29pts	-3.42pts

资料来源：Wind，安信证券研究中心

2019回顾：供需改善低于预期，单位收益下滑

- 尽管航线票价放开，但由于供需改善低于预期叠加油价下行，行业票价水平仍呈下降趋势。2019上半年，南航/国航/东航单位客公里收益分别同比-1.6%/-1.3%/-3.8%

图：航空公司单位客公里收益（元/人公里）



资料来源：Wind，民航局，安信证券研究中心

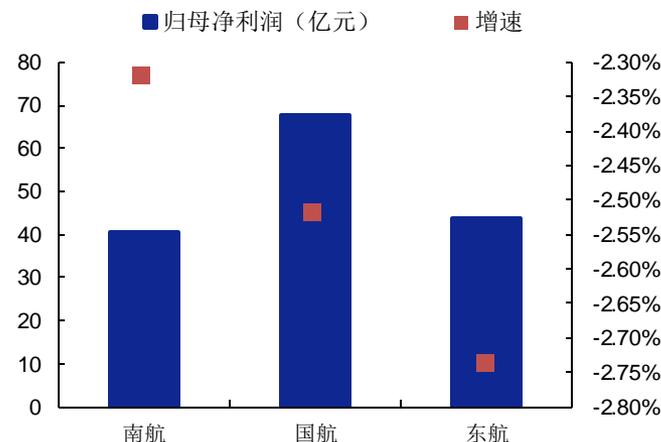
2019回顾：油价利好，人民币贬值，航司盈利下滑

- 2019Q1-Q3国际平均油价64.28美元/桶，同比下降11.2%，人民币兑美元则经历先升值后大幅贬值的不利影响，三大航业绩出现不同幅度下滑。

图：2019年人民币兑美元累计贬值2.3%



图：三大航19Q1-Q3归母净利润



图：2019Q1-3 航空煤油出厂价同比



2020展望：继续严控供给，静待需求回暖

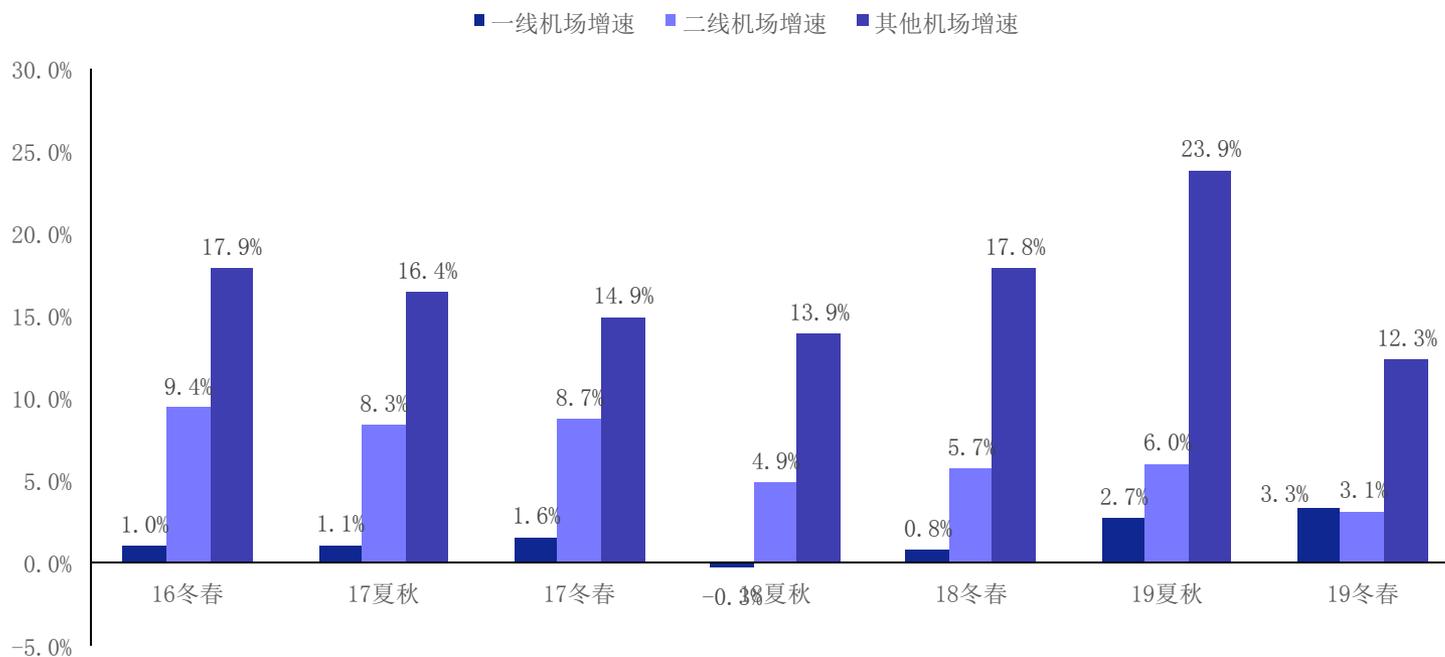
- 19-20年冬春航季时刻总量供给继续严控：19-20年冬春航季计划整体、国内航班量同比+5.7%、5.0%，增速较18年冬春季分别下降1.1pts、1.8pts。

周度航班计划量	19冬春	19夏秋	18冬春	18夏秋	17冬春	17夏秋	16冬春
总体增速	5.7%	9.0%	6.8%	5.6%	7.7%	7.4%	8.2%
内航-国内增速	5.0%	9.0%	6.8%	5.5%	8.1%	8.1%	8.8%
内航-国际增速	16.0%	12.8%	10.4%	6.0%	4.2%	9.5%	5.1%
内航-地区增速	-1.4%	9.0%	0.6%	3.5%	1.3%	2.3%	-15.6%
外航增速	0.6%	4.9%	2.9%	6.3%	8.7%	4.7%	11.2%

2020展望：继续严控供给，静待需求回暖

- 分结构看：19冬春一线、二线、非一二线机场国内航班量同比+3.3%、3.1%、12.3%，增速较18年冬春分别+2.5pts、-2.6pts、-5.5pts。

图：不同类型机场国内航班量增速

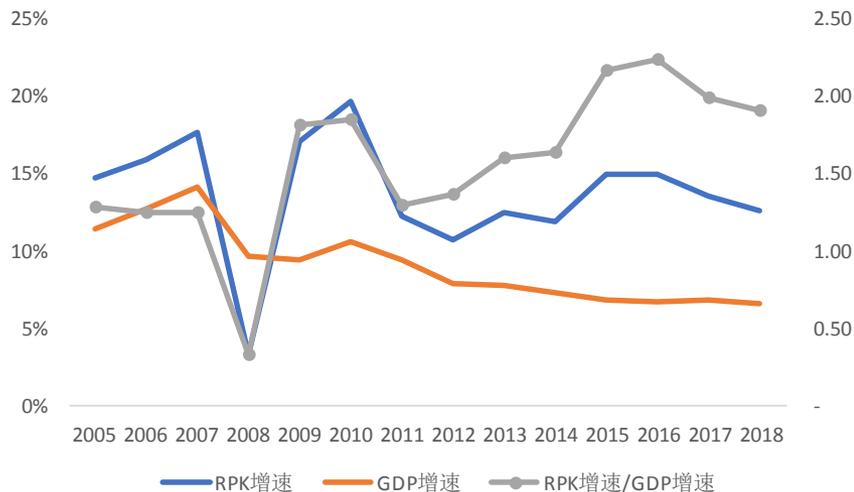


资料来源：Wind，民航预先飞行管理系统，安信证券研究中心

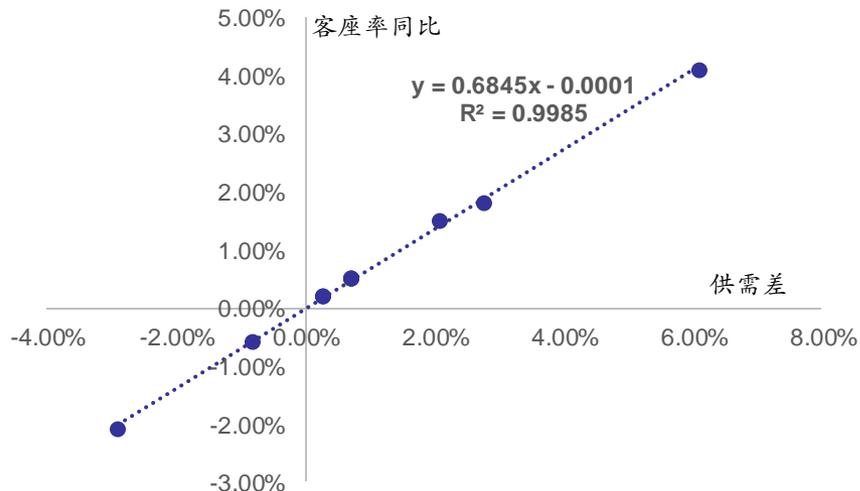
2020展望：供需格局有望边际改善

- 预计2020年行业供需格局较19年边际改善，根据RPK与GDP拟合关系，我们测算2020的需求增速(RPK)为9.6%，考虑新航季时刻进一步收缩，叠加737Max持续停飞，我们测算供给增速(ASK)为9.3%，供需差为0.3pct。
- 根据经验数据弹性，我们预计2020年客座率提升0.2pct。

图：民航旅客周转量(RPK)与GDP增速走势



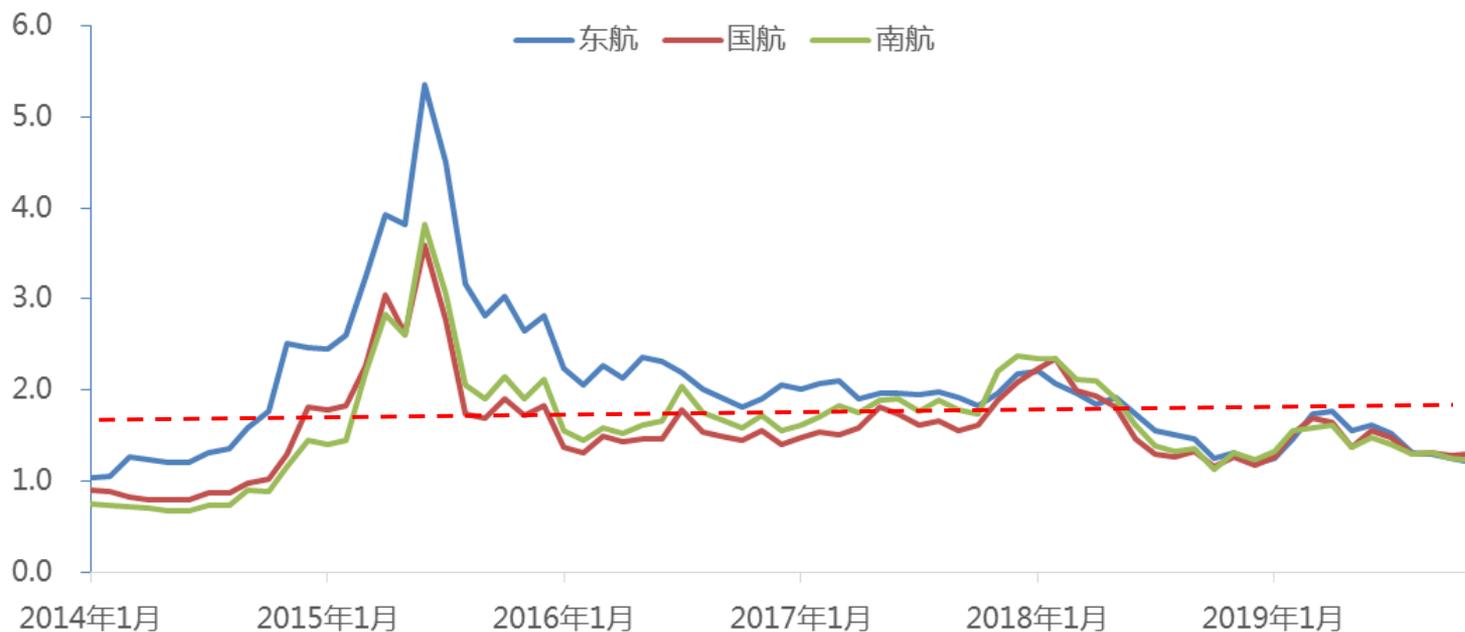
图：行业供需差与客座率率同比拟合度高



三大航估值水平处于近五年底部

- 三大航近五年平均PB在1.7x，当前PB水平在1.2x，低于平均估值，接近底部估值。

图：三大航PB(MRQ)处于近五年底位



资料来源：Wind，安信证券研究中心

投资建议：静待需求弹性释放

展望2020年，我们认为供给侧改革持续推进，一旦需求回暖，供需结构向好将会带来客座率与票价的提升，三大航业绩弹性大。推荐标的上，我们重点推介具备高品质航线的**中国国航**；国内线占比高，业绩弹性大的**南方航空**；以及区位优势明显的**东方航空**，关注**春秋和吉祥**。

表：三大航盈利预测(wind一致预期，截止2019.11.25收盘价)

重点公司	市值(亿元)	归母净利润(亿元)				PE		评级
		2019E	yoy	2020E	yoy	2019E	2020E	
南方航空	825	48.2	62%	71.8	49%	17	11	买入-A
中国国航	1271	78.3	7%	100.0	28%	16	13	买入-A
东方航空	854	52.0	92%	78.0	50%	16	11	买入-A

资料来源：Wind，安信证券研究中心

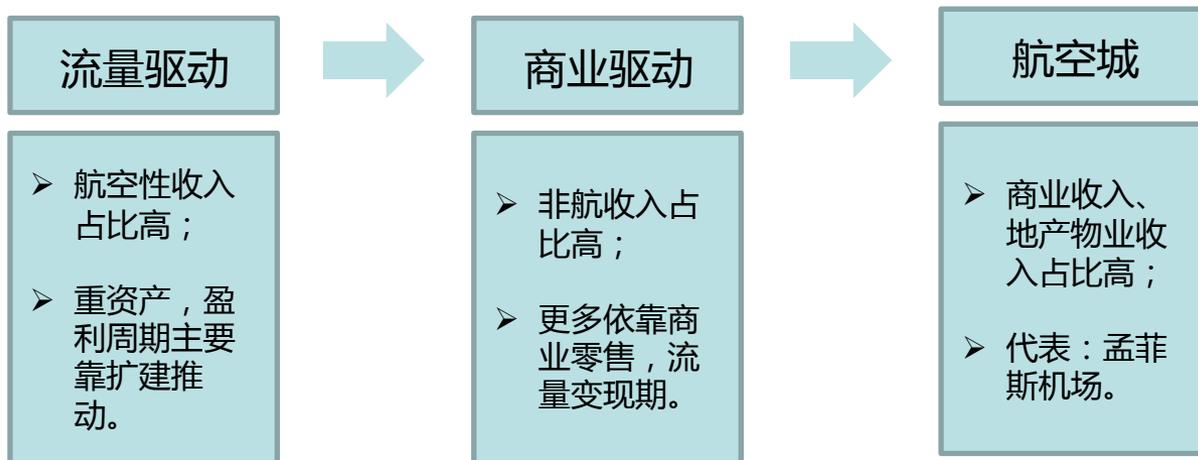
免税空间广阔，长期价值凸显

——机场行业2020年投资策略

一线机场从流量驱动过渡到商业驱动，长期投资价值凸显

- 机场长生命周期决定其长期投资价值：机场生命周期可分为流量驱动、商业驱动、航空城等三个发展阶段；
- 国内一线机场逐步从流量驱动过度到商业驱动阶段：核心枢纽机场具备强大的流量吸附效应，逐步走向流量变现阶段（如首都机场、上海机场等）

图：机场生命周期发展三大阶段



资料来源：安信证券交运组整理

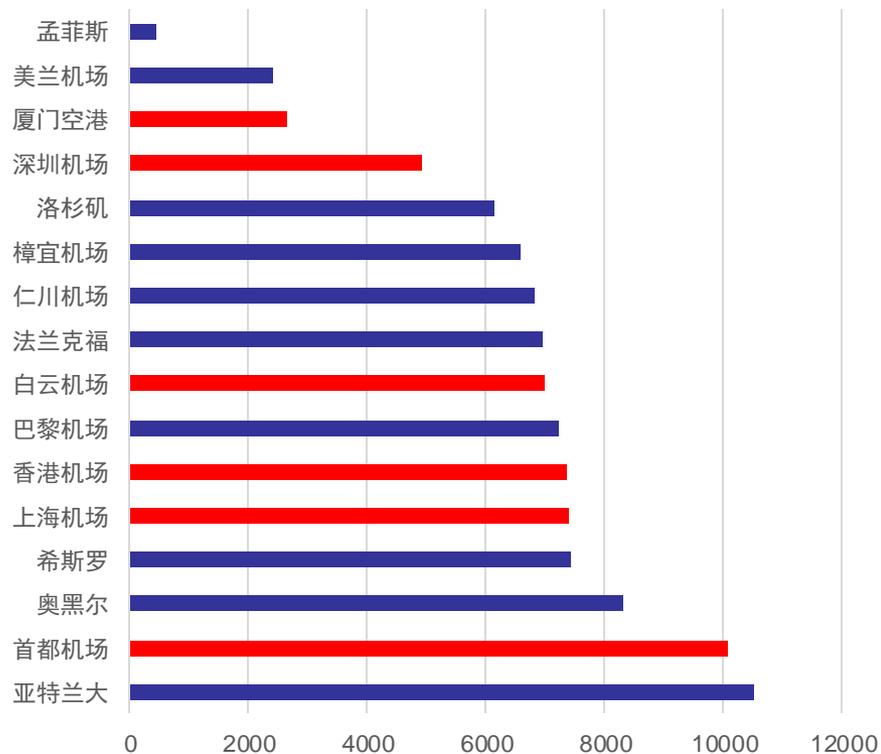
航空性业务仍具备成长性，非航收入空间巨大

- 2019上半年，国内机场旅客吞吐量达到6.6亿人次，同比增长7%，中国一线枢纽机场具备天然垄断性，机场航空性收入仍具备成长性，同时非航收入空间巨大，进入流量变现阶段。

图：国内机场旅客吞吐量保持稳健增长



图：国内机场旅客吞吐量在全球领先（2018，万人次）

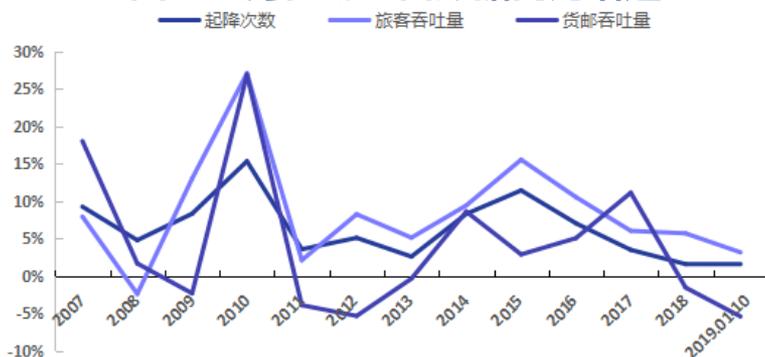


资料来源：Wind,安信证券研究中心

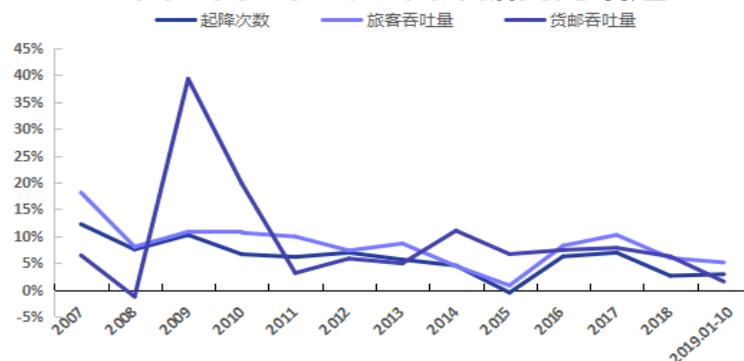
2019年一线机场客流增长稳健

- 四大上市机场运营数据表现稳健。2019年1-10月四大上市机场旅客吞吐量分别为：上海机场+3.2%，白云机场+5.1%，深圳机场+7.2%，厦门空港+3.6%。

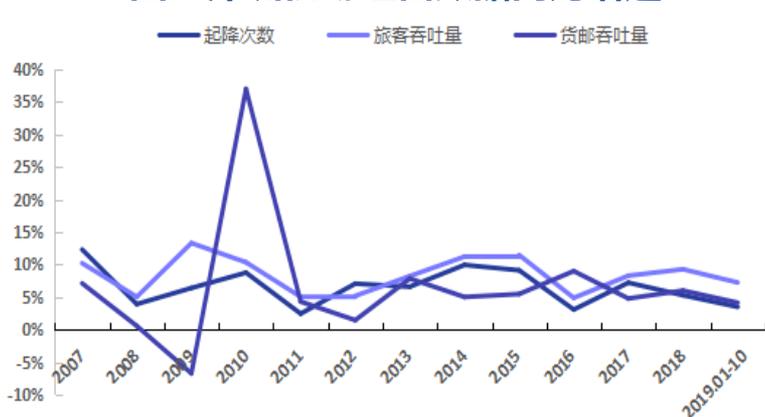
图：上海机场经营数据同比增速



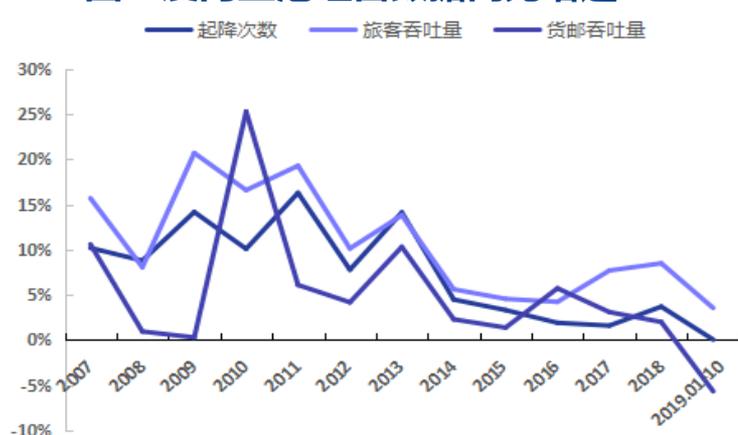
图：白云机场经营数据同比增速



图：深圳机场经营数据同比增速



图：厦门空港经营数据同比增速



资料来源：wind，安信证券研究中心

新航季北京、上海机场时刻结构调整

- 19-20冬春新航季，**首都机场**各航线航班量均下滑，主要受部分航班搬迁至大兴机场影响；
- 19-20冬春新航季，**浦东机场**国际线增长明显，但其他类型时刻严控。

表：19-20冬春航季首都机场时刻增速

北京首都	19冬春	19夏秋	18冬春	18夏秋	17冬春	17夏秋	16冬春
国内-国内	-4.10%	1.30%	-1.06%	-2.09%	2.16%	-0.07%	-2.03%
国内-国际	-6.18%	-4.66%	-0.07%	10.43%	3.26%	6.60%	3.14%
国内-地区	-5.88%	0.00%	6.25%	6.25%	6.25%	0.00%	0.00%
外航	-9.27%	-1.88%	2.63%	-2.30%	-4.94%	6.65%	10.45%
总计	-4.96%	0.14%	-0.52%	-0.58%	1.48%	1.45%	-0.09%

表：19-20冬春航季浦东机场时刻增速

上海浦东	19冬春	19夏秋	18冬春	18夏秋	17冬春	17夏秋	16冬春
国内-国内	1.04%	3.62%	1.44%	-0.50%	-1.17%	2.12%	4.22%
国内-国际	2.85%	-2.93%	-3.98%	0.64%	5.68%	6.76%	-1.90%
国内-地区	-4.79%	-1.08%	2.17%	8.77%	6.36%	-5.00%	-3.08%
外航	-7.71%	-1.61%	-2.20%	-0.61%	3.24%	3.96%	9.90%
总计	-0.67%	0.51%	-0.83%	0.07%	1.86%	3.50%	3.50%

新航季广、深两场时刻放量，国际线增长明显

- 19-20冬春新航季，白云机场内线增速+4.5%，国际线增速+20.8%，总计增速达6.8%；
- 19-20冬春新航季，宝安机场内线增速+2.1%，国际线增速+42.5%，总计增速达5.6%。

表：19-20冬春航季白云机场时刻增速

广州白云	19冬春	19夏秋	18冬春	18夏秋	17冬春	17夏秋	16冬春
国内-国内	4.48%	5.27%	1.86%	0.03%	1.52%	2.80%	4.25%
国内-国际	20.84%	14.96%	2.19%	7.96%	9.50%	18.19%	15.29%
国内-地区	5.88%	5.88%	0.00%	0.00%	0.00%	-29.17%	0.00%
外航	3.65%	3.18%	1.86%	5.43%	6.67%	12.31%	15.54%
总计	6.80%	6.48%	1.90%	1.74%	3.16%	5.54%	6.75%

表：19-20冬春航季深圳机场时刻增速

深圳宝安	19冬春	19夏秋	18冬春	18夏秋	17冬春	17夏秋	16冬春
国内-国内	2.09%	3.15%	1.83%	0.91%	3.28%	3.22%	0.40%
国内-国际	42.52%	36.27%	21.78%	19.09%	28.21%	79.06%	75.50%
国内-地区	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
外航	10.75%	6.62%	-5.66%	8.46%	8.44%	-3.23%	3.99%
总计	5.57%	5.64%	2.63%	2.41%	4.84%	5.48%	2.87%

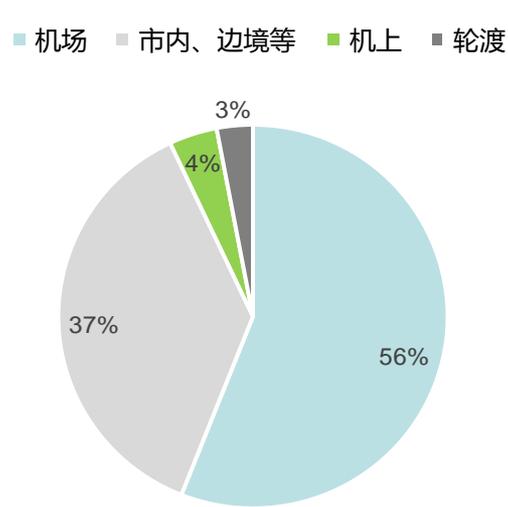
国内免税市场规模快速增长，机场享受红利

- 随着收入水平提升以及境外奢侈品消费回流，中国免税市场迎来爆发期。根据中免以及商务部数据，2018年国内免税市场销售规模约395亿，增速达到27%，而同期国人在境外购买免税商品规模超过1800 亿，我们认为随着高端消费品消费回流国内，机场是主要的销售渠道，将充分享受免税增长红利。

图：中国免税市场销售规模

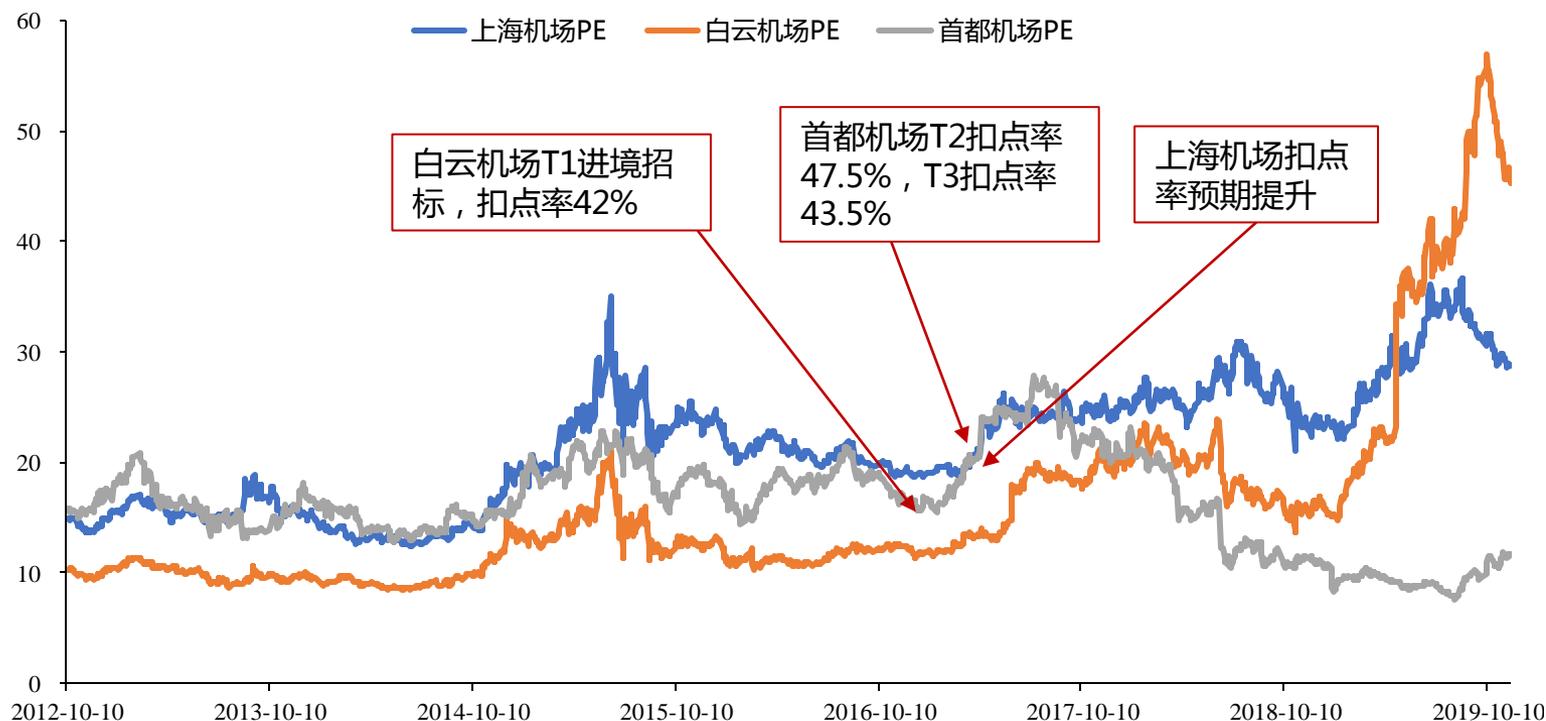


图：各类免税渠道销售额占比



新一轮免税招标提升扣点率，机场估值重构

- 自2017年以来，国内一线机场迎来新一轮免税招标，扣点率显著提升。
- 得益于非航业务的快速拓展，机场的消费属性强化，对标海外成熟机场迎来估值重构。



国内一线机场进入流量变现阶段，配置价值凸显

- 非航流量变现兑现阶段，一线机场配置价值凸显。未来一线机场受制于时刻收紧政策，起降架次增速有所放缓，但免税招标落地将带来非航业务确定性增长。

表：各大机场新一轮免税招标情况

	免税店	面积（平方米）	中标单位	首年保底租赁费	提成率
上海机场	T1	出境2465.3 进境821	日上	7年总保底额410亿	综合提成率42.5%， 其中香化类45%， 百货类25%
	T2	出境3431.07 进境1136			
	S1卫星厅 S2卫星厅	4678 4384			
首都机场	T2	进港416.56 出港3186.09	中免	8.3亿	47.50%
	T3	进港1938.72 出港9461.43	日上	22亿	43.50%
白云机场	T1进境	400	中免	T2启用前3.89亿	39%
	T2进境	700		T2启用后2.83亿	42%
	T2出境	3544		4.24亿	35%
深圳机场	T3进境	377	深免	2018年8月1日前按 实际销售额	35%
				2018年8月1日后 3.95亿	
				0.45亿	

投资建议：重点关注上海机场、白云机场

- 我们认为机场板块不受太多外界因素的干扰，经营现金流稳定，配置价值凸显，重点推荐国际线占比高，区位优势明显的上海机场，关注国际时刻放量的白云机场。
- **上海机场**：1) 国际旅客占比高，旅客消费能力强；2) 卫星厅19H2投产，免税面积大幅增长，未来非航增速值得期待。对标海外龙头机场，上海机场仍处于快速成长期，可享受估值溢价。
- **白云机场**：1) T2启用，打开产能空间，国际战略加速推进。2) 商业招标带来非航发展契机，东南亚需求增长触发免税业务加速变现。对于机场建设费返还、T2投产成本上升等负面因素市场已经充分反映。

交通运输行业2020年投资策略

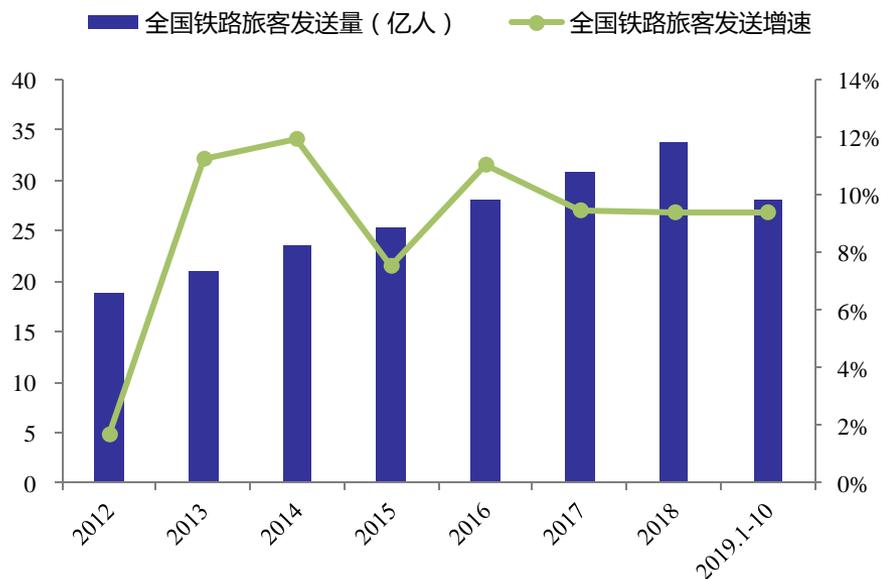
客货稳健，关注核心资产京沪高铁

——铁路行业2020年投资策略

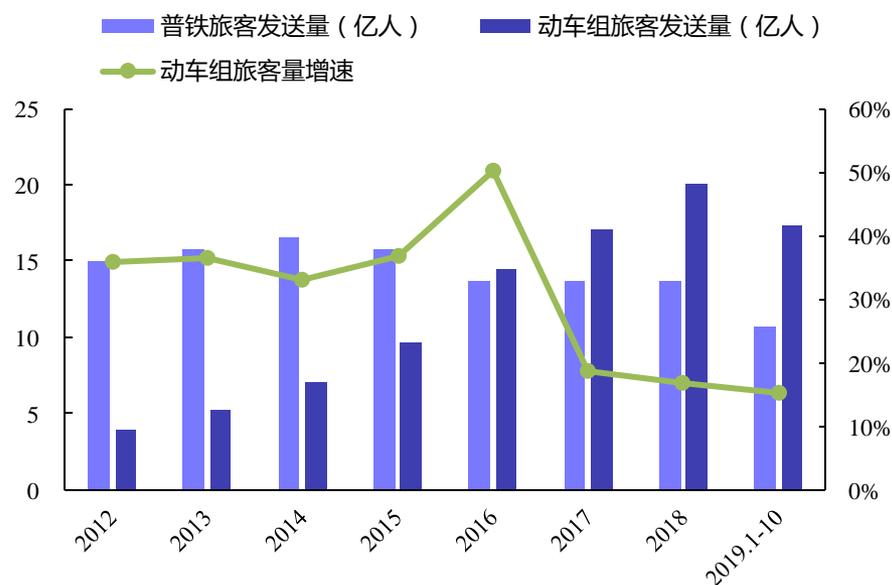
客运：客运量平稳增长，高铁为主要增长源

- **铁路客运量平稳增长。** 2019年1-9月全国铁路完成旅客发送量28.07亿人，同比增长9.4%，与2017/2018年客运增速基本持平。
- **高铁成旅客主要增长源，运力投放显著。** 2019年1-9月动车组发送17.34亿人次，同比增长15.3%，占全国旅客量的61.8%。2018年底高铁营业里程达到2.9万公里，近10年复合增长率达45%。

图：全国铁路客运量及增速



图：动车组旅客为主要客流增长驱动力

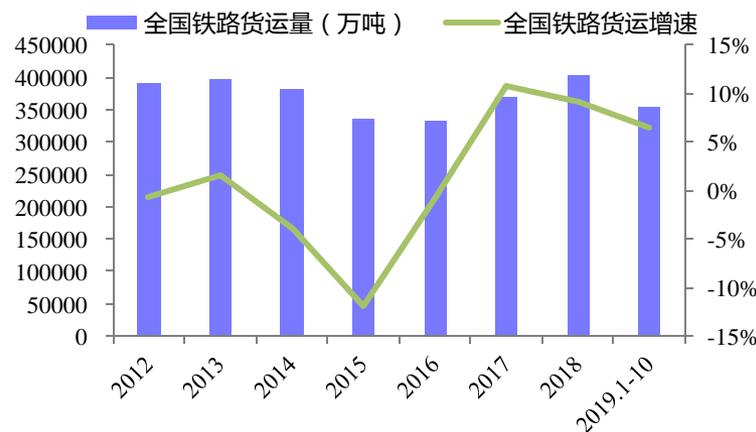


资料来源：Wind，安信证券研究中心

安信证券
ESSENCE SECURITIES

货运：公转铁持续推进，铁路货运迎来中期升势

- 2018年以来“公转铁”政策密集出台，铁路货运持续受益。铁总计划到2020年，全国铁路货运量达47.9亿吨，较2017年增长30%，年复合增速9.1%。
- 2019年受宏观经济影响，铁路货运增速略有下滑。2019年1-10月，全国铁路货运量完成35.4亿吨，同比+6.4%。



表：公转铁政策梳理

2018/5/12	交通运输部等	2018年7月1日起全面禁止不合规车辆运输车通行。
2018/5/17	生态环境部	2018年9月底前， 山东、长三角地区沿海港口煤炭集疏港运输全部改由铁路 ，2019年底前， 京津冀及周边、长三角地区沿海港口的矿石、钢铁、焦炭等大宗货物全部改由铁路运输 。
2018/6/13	国务院常务会议	国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，部署实施蓝天保卫战三年行动计划。
2018/6/25	交通运输部	到2020年底，京津冀及周边地区淘汰国三及以下营运中重型柴油货车100万辆以上。全国重点港口集装箱铁水联运量年均增长10%以上。
2018/6/27	国务院	国务院印发《 打赢蓝天保卫战三年行动计划 》，提出大幅提升铁路货运比例。
2018/7/2	铁总	制定《 2018-2020年货运增量行动方案 》：到2020年，全国铁路货运量将达到47.9亿吨，较2017年增长 30% 。全国铁路煤炭运量达到28.1亿吨，较2017年增运6.5亿吨。

资料来源：Wind，安信证券研究中心

京沪高铁上市，强力推动铁路资产证券化

- **股份制改造是19年重点，铁总强力推动京沪高铁、中铁特货等重点项目IPO。**2019年初，铁总提出中国铁路总公司股份制改革系统建议方案，推动重点项目股改上市，市场化债转股和上市公司再融资工作。
- **京沪高铁即将登陆A股，打造铁路资产证券化样板。**2019年11月14日，京沪高铁通过发审委审核，作为铁路系统内最优质资产，旅客质量和盈利能力均处领先地位，本次IPO将强力推动铁路资产证券化，对铁路行业改革带来积极示范作用。

表：近年来铁路混合所有制改革事件

日期	事件
2017年5月15日	中铁总与 阿里巴巴 就深化路企国际国内合作举行会谈。
2017年7月14日	中铁总与 腾讯 就铁路企业混合所有制改革，进一步放大高铁的溢出效应会谈。
2017年7月20日	中铁总与 一汽集团 签署战略合作协议。
2017年7月26日	中铁总与 中远海运 集团达成并签署了战略合作协议。
2017年8月	在上海、北京两次召开铁路 土地综合开发项目推介会 。
2018年4月1日	动车网络科技有限公司 49%股权挂牌转让，转让底价30.4900亿元。
2018年4月2日	中国铁路总公司与 上交所 签署战略合作协议，双方将围绕铁路建设债券、铁路资产证券化、铁路下属企业上市等多个方面开展合作。
2018年4月3日	海南铁路混合所有制改革项目 已通过上海联合产权交易所发布预公告

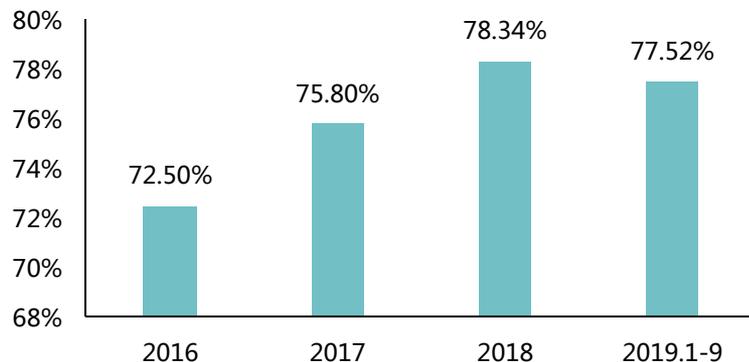
资料来源：Wind，安信证券研究中心

京沪高铁上市，强力推动铁路资产证券化

京沪高铁资源禀赋领先：总投资2209亿，资产负债率14.6%，连接发达的北京、上海及沿线城市，沿线的人口占比达27.3%，GDP占比达35.9%。

盈利水平较高，客座率接近80%：2018年营业收入311.58亿（+5.4%），净利润102.48亿（+13.2%），利润率32.9%，平均客座率达77.5%。

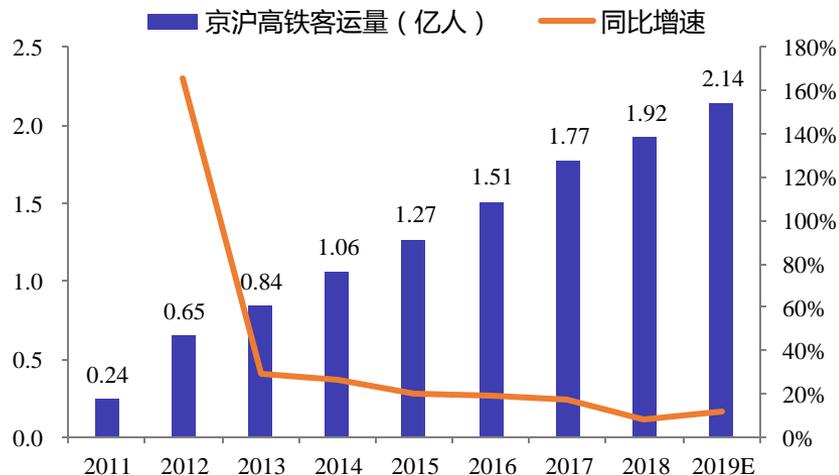
图：京沪高铁客客座率



图：京沪高铁客营业收入



图：京沪高铁客运量

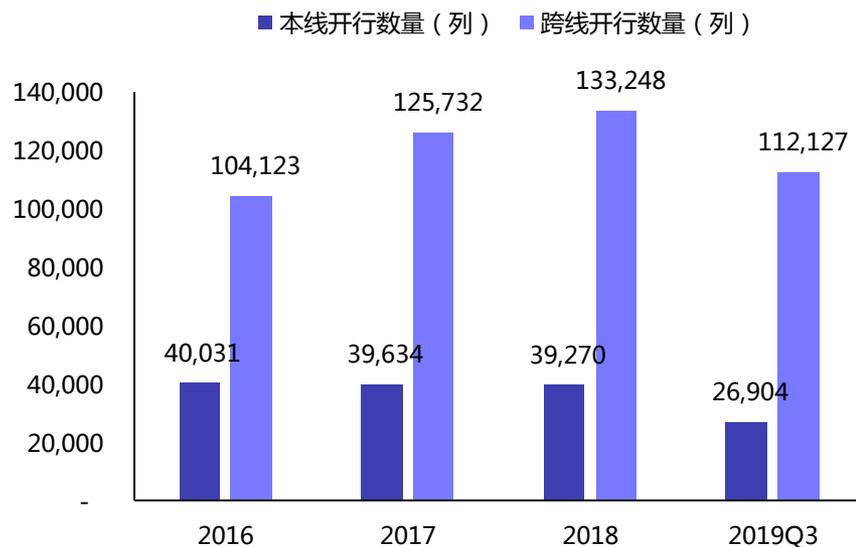


京沪高铁上市，强力推动铁路资产证券化

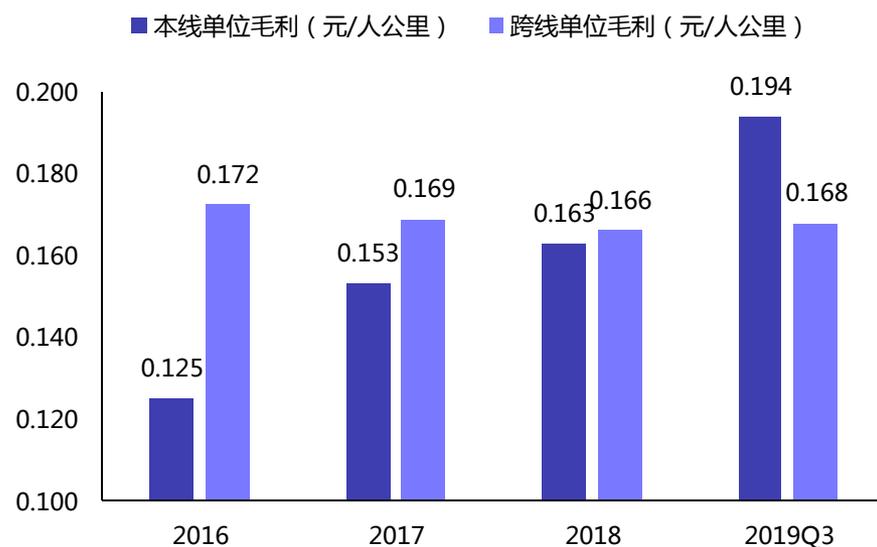
京沪高铁运营模式包括担当与非担当：（1）担当模式：为乘坐担当旅客列车旅客提供高铁运输服务，并收取票价，向受托铁路集团支付运输相关费用；（2）非担当模式：其他铁路运输企业担当的列车在京沪高铁上运行时，公司提供线路使用、接触网使用等服务并收费。

本线与跨线车比例约1：4，本线单位毛利润超过跨线：2019年1-9月，京沪高铁共开行列车13.9万列，其中本线车2.7万列，本线/跨线车毛利分别为0.194/0.168元/人公里。

图：京沪高铁每年开行列车数量



图：京沪高铁本线和跨线盈利情况

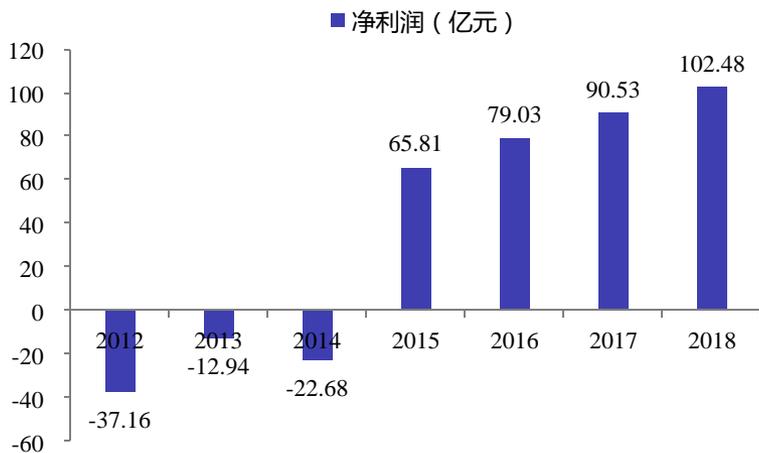


京沪高铁盈利能力领先A股铁路企业

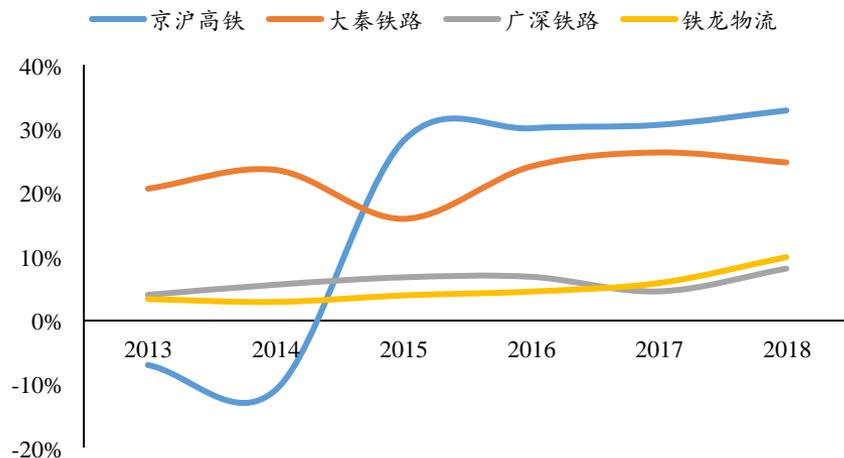
图：京沪高铁VS京沪航线

	京沪高铁	京沪航线
里程（公里）	1318	1088
单位票价（元/人公里）	0.42（二等座）	1.37（经济舱全票价）
耗时	4小时18分钟-6小时17分钟	约2小时15分钟
2018年客运量	1.9亿	~830万

图：京沪高铁净利润



图：京沪高铁利润率领先A股铁路运营企业



投资建议：重点关注铁路客运

- 我们预期随着京沪高铁的上市，铁路改革将加速推进，尤其是在**铁路客运价格、铁路货运组织改革以及铁路资产证券化**等方面。同时，铁路客运板块的估值有望提升，建议重点关注：
 - 京沪高铁：客流量稳健增长；盈利能力强；产能仍有释放空间。
 - 广深铁路：铁路客运稀缺标的，普客提价弹性大；公司铁路土地储备丰富，地段较好，有望受益土地综合开发。
 - 大秦铁路：煤炭运量维持历史高位，公司现金流充沛，高股息具备吸引力。
 - 铁龙物流：受益公转铁，沙鲛线量价齐升；传统特种箱业务逐步放量。



资料来源：wind，安信证券研究中心

安信证券
ESSENCE SECURITIES

风险提示

- **快递**：业务量增速不及预期；人力、租金等成本大幅增长；行业大规模价格战。
- **航空**：宏观经济下行，行业需求低于预期；油价、汇率大幅波动。
- **机场**：宏观经济下行，旅客吞吐量低于预期；免税等非航收入低于预期。
- **铁路**：宏观经济下行，铁路货运量低于预期；公转铁政策推进不及预期

分析师声明

■ 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

销售联系人

上海联系人

朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn
孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn
王银银	021-35082985	wangyy4@essence.com.cn
陈盈怡	021-35082737	chenyy6@essence.com.cn
温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
曹琰	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
袁进	010-83321345	yuanjin@essence.com.cn
胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
聂欣	0755-23919631	niexin1@essence.com.cn
杨萍	13723434033	yangping1@essence.com.cn
巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
黄秋琪	0755-23987069	huangqq@essence.com.cn
王红彦	0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
黎欢	0755-23984253	lihuan@essence.com.cn

北京联系人

深圳联系人

公司地址

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道2008号中国凤凰大厦1栋7层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街2号楼国投金融大厦15层

邮编： 100034