

交通运输

价值重估，择时而动——交通运输行业 2020 年度策略

投资策略：交运板块从年初至今（20191213）上涨 13.82%，跑输沪深 300 指数 17.98%，位列第 20/29。机场板块一枝独秀（涨幅 54.05%），主要是估值驱动，看好机场免税潜力。展望 2020 年，机场已经实现估值切换，对比海外龙头，我们认为公路、铁路、航空板块龙头估值有折价，有望迎来价值重估，重点关注各板块龙头企业，对于高弹性品种需择时而动。

机场：核心资产属性，枢纽机场免税非航增长确定性强。枢纽机场放行准点率提升，一线机场时刻有望放松，19 冬春航季白云机场、深圳机场国际时刻增长较快，预计 20 夏秋航季浦东机场时刻将有所增长。国家政策促境外消费回流，机场免税受益，随着浦东卫星厅和白云 T2 投入使用，免税店消费环境改善，叠加出境旅客增长促进免税等非航业务增长。机场估值处于较高水平，拔估值空间不大，业绩受免税等非航业务驱动增长确定性强，重点关注上海机场、白云机场。

快递：电商红利仍在，龙头份额提升。我们预计 2020 年全行业包裹量为 763.12 亿件同比增长 20.74%，高基数下包裹量增速自然放缓，拼多多仍是电商快递件最大来源。截止 19Q3 六大快递企业件量占比 79.6%，相较于 2018 年末占比 72.22% 有较大幅度提升，二线快递逐渐出清，由于份额策略预计 2020 年 ASP 仍呈下降趋势但降幅将同比缩小。单票成本仍有下降空间，派费成为降本重点，服务质量预计持续改善。由于竞争格局估值难有提升，但可以赚取龙头快递企业业绩增长，重点关注份额领先的中通快递、韵达股份，综合物流龙头顺丰控股，存在预期差的圆通速递，阿里入股的申通快递。

公路、铁路：防御优选高股息率品种，有望迎来价值重估。ETC 优惠以及收费方式改变对高速企业业绩实质影响较小。三年行动计划，预计 2020 年铁路货运量增速有望提速，关注京沪高铁上市。公路、铁路估值处于历史底部区域，长线资金加码入市高股息价值凸显，其次业绩波动较小增长稳定，重点关注宁沪高速、深高速、粤高速 A、大秦铁路。

航空、航运：择时博弈弹性品种。12 月 13 日中美第一阶段经贸协议文本达成一致，人民币继续贬值概率较小，二叠盆地原油供给，油价大幅上涨概率较低。737MAX 停飞供给受限，出行需求好转将带动航空板块上行，重点关注三大航、春秋航空、吉祥航空。航运重点关注油运板块，2020 年限疏令使得供给压力缓解，美国原油出口加速，有望带动平均行距提升，短期需求供给波动使得板块弹性大，重点关注招商轮船、中远海能。

风险提示：宏观经济增速低于预期风险、人民币汇率贬值风险、油价大幅上涨风险。

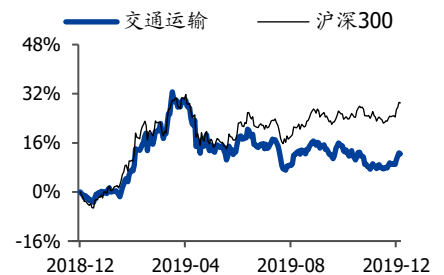
重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
600009	上海机场	买入	2.20	2.76	2.98	3.46	35.65	28.42	26.32	22.67
002352	顺丰控股	买入	1.03	1.32	1.56	1.80	37.08	28.93	24.48	21.22
002120	韵达股份	买入	1.21	1.32	1.64	2.00	25.17	23.07	18.57	15.23
601111	中国国航	买入	0.51	0.51	0.66	0.79	17.65	17.65	13.64	11.39
603713	密尔克卫	买入	0.87	1.19	1.57	2.17	44.74	32.71	24.79	17.94

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 张俊

执业证书编号：S0680518010004

邮箱：zhangjun1@gszq.com

研究助理 郑树明

邮箱：zhengshuming@gszq.com

相关研究

- 《交通运输：中通与日日顺合作，白云机场旅客吞吐量突破 7000 万人次》2019-12-15
- 《交通运输：主要机场放行正常率提升，物流景气度回升》2019-12-08
- 《交通运输：白云机场资产置换，顺丰、唯品会达成业务合作》2019-12-01



内容目录

一、总体观点：2020 核心资产价值重估，优选龙头	7
二、机场：核心资产属性，枢纽机场免税非航增长确定性强	9
2.1 放行准点率提升，一线机场时刻有望放松	9
2.2 枢纽机场免税非航业务有望放量增长	13
2.3 投资策略：优选盈利增长确定的核心枢纽	17
三、快递：电商红利仍在，龙头份额提升	18
3.1 电商红利仍在，快递件量维持较高增速	18
3.2 二线快递逐渐出清，龙头市场份额提升	20
3.3 ASP 降幅有望缩窄	24
3.4 成本仍有下降空间，服务质量明显提升	25
3.5 投资策略：龙头估值偏低，持续推荐	27
四、物流（不含快递）：监管趋严，看好化工物流	28
4.1 经济下行，物流（不含快递）板块承压	28
4.2 监管趋严，看好第三方化工物流	30
五、公路：政策影响弱化，防御优选高股息率品种	32
5.1 客货车流量稳健增长，2020 年有望提速	32
5.2 政策端对公路企业业绩影响有限	33
5.3 投资策略：无风险收益率下行，高股息品种优势凸显	35
六、铁路：关注京沪高铁上市，资产证券化持续推进	36
6.1 铁路货运增速有望提速	36
6.2 京沪高铁上市，铁路资产证券化持续推进	38
6.3 投资策略：关注京沪高铁，高股息率的大秦铁路	39
七、航空：基本面逐步改善，航空出行需求静待复苏	40
7.1 受 737MAX 影响供给增速放缓	40
7.2 需求韧性强，供需有望改善	43
7.3 经营租赁并表，汇率敏感性放大	46
7.4 投资策略：供需有望改善，关注三大航	48
八、航运：供需结构改善，油运周期向上	49
风险提示	52

图表目录

图表 1: 2019 年至今各板块涨跌幅	7
图表 2: 交运板块、沪深 300 涨跌幅	7
图表 3: 2019 年至今交运各子板块股价变动拆分	8
图表 4: 交运各板块动态市盈率、市净率 (倍)	8
图表 5: 交运各板块动态市盈率、市净率所处的百分位	8
图表 6: 铁路公司国际估值对比 (市净率)	9
图表 7: 航空公司国际估值对比 (市净率)	9
图表 8: 主要机场旅客吞吐量 (万人次)	9
图表 9: 主要机场起降架次 (万架次)	10
图表 10: 主要机场货邮吞吐量 (万吨)	10
图表 11: 机场分类	10
图表 12: 航空性业务收费标准	11
图表 13: 每周客货航班计划 (次)	12
图表 14: 近三个航季主要机场客运航班同比变化	12
图表 15: 核心机场时刻利用率高	13
图表 16: 放行准点率 (%)	13
图表 17: 2019H1 各大机场国际和地区旅客量	14
图表 18: 国际和地区旅客量持续增长	14
图表 19: dufry 销售渠道	14
图表 20: 全球免税零售渠道占比	14
图表 21: 2019 人均免税销售额 (元)	15
图表 22: 2019H1 人均免税销售额 (元)	15
图表 23: 《口岸出境免税店管理暂行办法》主要内容	15
图表 24: 2019 冬春航季国际和地区 T1、T2 航班 (次)	16
图表 25: 2019 冬春航季外航 T1、T2 航班 (次)	16
图表 26: 航站楼面积与非航性收入	16
图表 27: 机场面积扩建 (万平方米)	16
图表 28: 机场板块行情	17
图表 29: 主要机场上市企业 2019 至今涨跌幅	17
图表 30: 机场板块市盈率	17
图表 31: 机场板块市净率	17
图表 32: 全年社会消费品零售总额	18
图表 33: 全年实物商品网上零售额	18
图表 34: 2015-2019 年双十一销售额	18
图表 35: 2015-2019 年双十一包裹量	18
图表 36: 拼多多 GMV 高速增长 (十亿元)	19
图表 37: 拼多多市场占有率 (按照快递件数测算)	19
图表 38: 拼多多、天猫、淘宝、京东 GMV 及订单数预测	19
图表 39: 全国快递业务量	20
图表 40: 全国快递业务收入	20
图表 41: 快递企业分类	20
图表 42: 主要快递企业快递业务量 (亿件)	21
图表 43: 按业务量口径市场竞争格局	21
图表 44: 快递与包裹服务品牌集中度指数 CR8	21
图表 45: 菜鸟裹裹中快递服务优选申通快递	22

图表 46: 顺丰 2019 年 1-10 月单票收入及增速	22
图表 47: 顺丰 2019 年 1-10 月业务量及增速	22
图表 48: 顺丰经济件营收及增速	23
图表 49: 顺丰控股月度市占率	23
图表 50: 顺丰 2019 年 10 月日均业务量及占比	23
图表 51: 唯品会订单量 ((百万单))	23
图表 52: 京东物流收入及增速	24
图表 53: 京东履行费用及占比	24
图表 54: 快递业务量增速与单价同比变化	24
图表 55: 同城+异地快递单价降幅	25
图表 56: 义乌单票价格下降幅度收窄	25
图表 57: 主要快递企业中转成本 (元/票)	26
图表 58: 派费成本成为降本重点 (元/票)	26
图表 59: 各大快递企业购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 (百万元)	26
图表 60: 各大快递企业固定资产 (百万元)	26
图表 61: 2019 年主要快递企业申诉率 (件数)	27
图表 62: 2019 年主要快递企业有效申诉率 (件数)	27
图表 63: 2019Q3 主要快递企业单票盈利情况	27
图表 64: 快递板块行情	28
图表 65: 主要快递上市企业 2019 至今涨跌幅	28
图表 66: 快递板块市盈率	28
图表 67: 快递板块市净率	28
图表 68: 物流板块营业收入及增速 (亿元)	29
图表 69: 物流板块净利润及增速 (亿元)	29
图表 70: 物流板块财务指标情况 (%)	29
图表 71: 社会物流总额	29
图表 72: 物流总费用占 GDP 比重	29
图表 73: 中国物流景气指数	30
图表 74: 中国仓储指数	30
图表 75: 全球化学品市场规模 (万亿欧元)	30
图表 76: 中国化学品市场规模 (万亿欧元)	30
图表 77: 2017 年世界化学品销售分布 (十亿欧元)	31
图表 78: 第三方化工物流市场规模	31
图表 79: 公路货运量累计同比 (%)	32
图表 80: 公路客运量累计同比 (%)	32
图表 81: 高速公路客车累计车流量	32
图表 82: 高速公路货车累计车流量	32
图表 83: 深高速车流量情况	33
图表 84: 宁沪高速车流量情况	33
图表 85: 乘用车销量累计同比 (%)	33
图表 86: 商用车销量累计同比 (%)	33
图表 87: 收费公路车辆通行费客车车型分类	34
图表 88: 收费公路车辆通行费货车车型分类	34
图表 89: 收费公路车辆通行费专项作业车车型分类	34
图表 90: 公路板块行情	35
图表 91: 主要公路上市企业 2019 至今涨跌幅 (%)	35

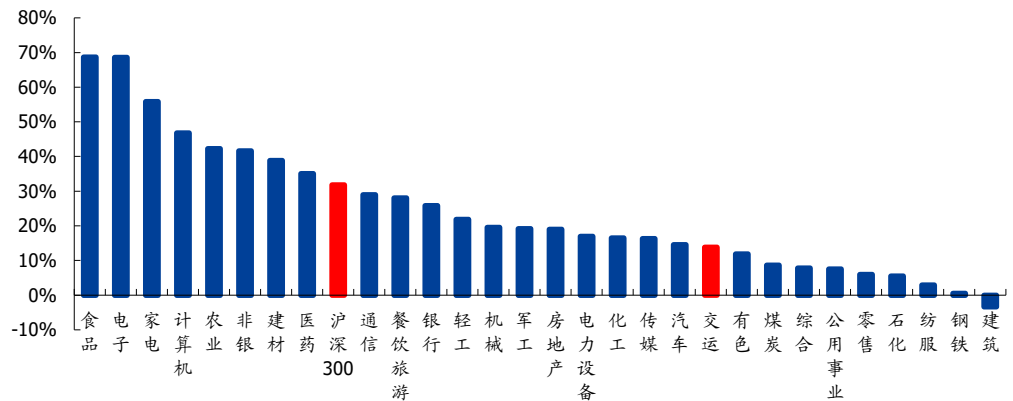
图表 92: 10 年期国债收益率下行 (%)	35
图表 93: 主要高速上市企业股息率	35
图表 94: 公路板块市盈率	36
图表 95: 公路板块市净率	36
图表 96: 全国铁路货运量	36
图表 97: 大秦线货运量	36
图表 98: 全国铁路货物周转量	37
图表 99: 全国铁路旅客周转量	37
图表 100: 大秦铁路货运量 (万吨)	37
图表 101: 大秦铁路日均运量 (万吨)	37
图表 102: 2019 年广深铁路月度旅客发送量	37
图表 103: 2019 年广深铁路月度货运量	37
图表 104: 京沪高铁列车列次 (列)	38
图表 105: 京沪高铁发送人 (万人次)	38
图表 106: 京沪高铁周转量 (亿人公里)	38
图表 107: 京沪高铁客座率	38
图表 108: 七省市人口总数占全国人口总数超过 25%	39
图表 109: 七省市 GDP 占全国 GDP 超过 30%	39
图表 110: 京沪高铁途经七省市总 GDP 增长速度较快	39
图表 111: 京沪高铁途经省市大多人均 GDP 高于全国, 且增长速度更快	39
图表 112: 铁路板块行情	40
图表 113: 主要铁路上市企业 2019 至今涨跌幅	40
图表 114: 铁路板块市盈率	40
图表 115: 铁路板块市净率	40
图表 116: 主要航司飞机引进计划 (架)	41
图表 117: 近 3 年各航司 ASK 同比增速	41
图表 118: 六大航司飞机平均日利用率 (小时)	42
图表 119: 大型飞机公共航空运输承运人运行合格审定规则修改对比	42
图表 120: 2010-2019 年 10 月各大航司 ASK 占比	43
图表 121: 2010-2019 年 10 月各大航司 RPK 占比	43
图表 122: 民航客运量 (万人次, %)	43
图表 123: 民航旅客周转量 (亿人公里, %)	43
图表 124: 中国人均乘坐飞机次数 (次, %)	44
图表 125: 美国人均乘坐次数 (次, %)	44
图表 126: RPK 增速与 GDP 增速关系	44
图表 127: 民航正班客座率 (%)	45
图表 128: 主要航司 2019Q3 客座率 (%)	45
图表 129: 每周京沪之间的航班次数 (次)	45
图表 130: 国内航空旅客运输价格改革政策	46
图表 131: 近 3 年布伦特原油价格变化 (美元/桶)	47
图表 132: 近 3 年航空煤油出厂价 (元/吨)、美元兑人民币中间价	47
图表 133: 各大航司持有运输飞机数量 (架)	47
图表 134: 三大航司资产负债率 (%)	47
图表 135: 利率、汇率、油价敏感性分析	47
图表 136: 2019 年以来航空煤油出厂价变化 (元/吨)	48
图表 137: 2019 年以来美元兑人民币中间价	48

图表 138: A 股航空股 2019 年以来市场表现	48
图表 139: 三大航市盈率	49
图表 140: 六大航市盈率	49
图表 141: 三大航市净率	49
图表 142: 六大航市净率	49
图表 143: BDTI、BCTI 指数	50
图表 144: CTFI 指数	50
图表 145: 美国原油产量 (千桶每天)	50
图表 146: 美国原油出口量 (千桶每天)	50
图表 147: "美湾-远东"与"中东-远东"代表性航线运距对比表	50
图表 148: 航运板块行情	51
图表 149: 主要油运上市企业 2019 至今涨跌幅 (%)	51
图表 150: 招商轮船、中远海能市净率情况	51

一、总体观点：2020 核心资产价值重估，优选龙头

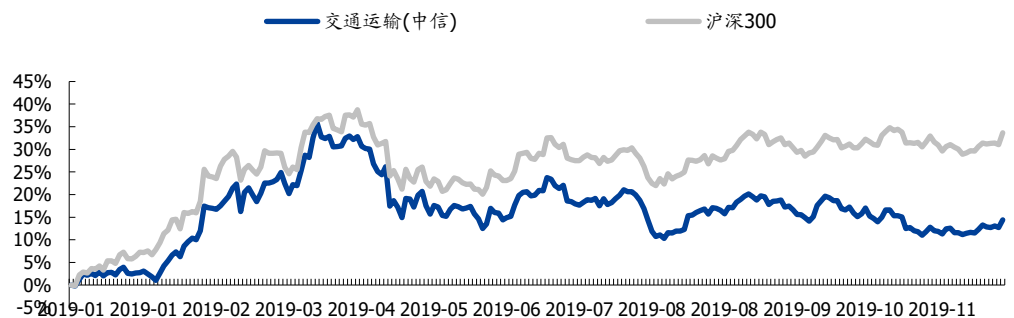
交运板块跑输大盘。交运板块从年初至今（20191213）上涨 13.82%，跑输沪深 300 指数 17.98%，位列第 20/29。交运子板块中机场板块涨幅第一（54.05%），铁路板块跌幅最大（-0.94%）。

图表 1: 2019 年至今各板块涨跌幅



资料来源: wind, 国盛证券研究所 注: 截止为 20191213

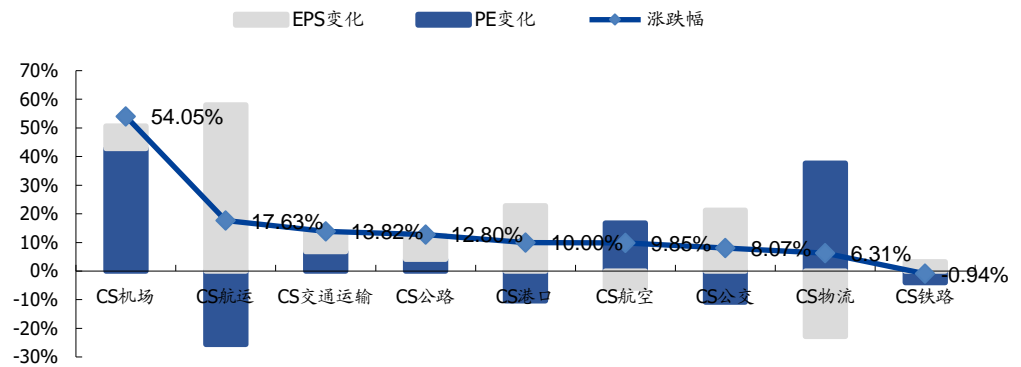
图表 2: 交运板块、沪深 300 涨跌幅



资料来源: wind, 国盛证券研究所

机场板块一枝独秀。我们对交运各子板块股价变动进行分拆，交运板块估值和业绩均驱动（PE 贡献 6.82%，EPS 贡献 6.56%）。具体板块来看：机场板块主要由估值驱动（PE 贡献 42.8%，EPS 贡献 7.88%），航运主要由业绩驱动（PE 贡献-25.56%，EPS 贡献 58.04%），公路主要由估值和业绩共同驱动（PE 贡献 4.16%，EPS 贡献 8.29%），港口主要由业绩驱动（PE 贡献-10.45%，EPS 贡献 22.83%），航空主要由估值驱动（PE 贡献 16.8%，EPS 贡献-5.95%），公交主要由业绩驱动（PE 贡献-10.9%，EPS 贡献 21.29%），物流主要由估值驱动（PE 贡献 37.69%，EPS 贡献-22.79%），铁路主要由业绩驱动（PE 贡献-4.02%，EPS 贡献 3.21%）。

图表3: 2019年至今交运各子板块股价变动拆分

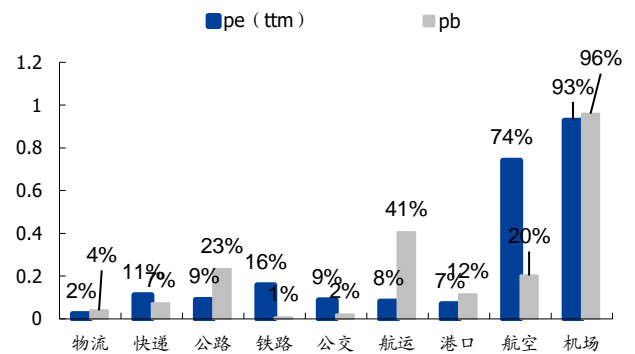
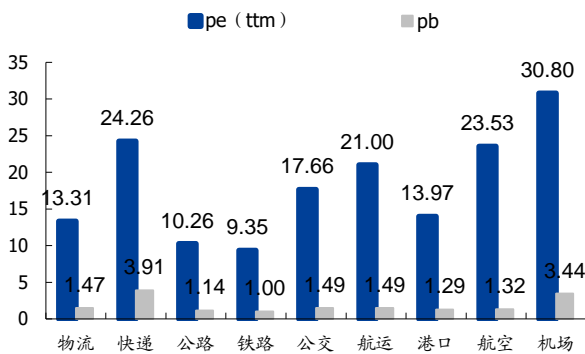


资料来源: wind, 国盛证券研究所 注: 截止到 20191213

目前机场板块处于历史高位 PE 位于 93%, PB 位于 96%; 航运板块处于历史适中位置, PB 位于 41%; 航空 PE 处于历史较高位置达到 74%, 但 PB 处于 20%, 航空偏周期属性, 以 PB 为参考仍然较低; 剩余板块估值皆处于历史较低位置。

图表4: 交运各板块动态市盈率, 市净率 (倍)

图表5: 交运各板块动态市盈率, 市净率所处的百分位

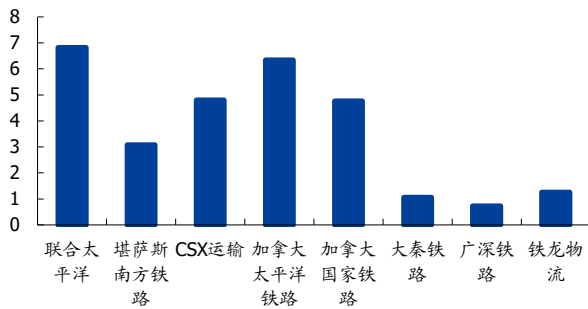


资料来源: wind, 国盛证券研究所 注: 物流不含快递 截止到 20191213

资料来源: wind, 国盛证券研究所 注: 物流不含快递 截止到 20191213

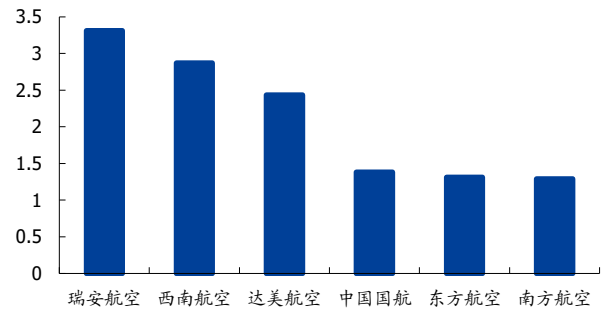
展望 2020 年, 把握核心资产。展望 2020 年, 我们看好机场、航空、快递、公路、铁路板块。机场已经实现估值切换, 对比海外龙头, 我们认为公路、铁路、航空板块龙头估值有折价, 有望迎来价值重估。1) 机场: 估值处于较高水平, 拔估值空间不大, 业绩受免税等非航业务驱动, 属核心资产, 重点关注上海机场、白云机场。2) 快递: 由于竞争格局估值难有提升, 龙头快递企业有望维持较高的业绩增速, 重点关注中通快递、韵达股份、顺丰控股、圆通速递、申通快递。3) 物流: 我们推荐密尔克卫, 仓储业务持续发力, 并购优质仓储资源, 股权激励彰显信心。4) 公路: 估值处于历史底部区域, 长线资金加码入市高股息价值凸显, 其次业绩波动较小增长稳定, 政策影响市场情绪消化, 重点关注宁沪高速、深高速、粤高速 A。5) 铁路: 估值处于历史底部区域, 京沪高铁上市有望提振铁路板块估值, 重点关注高股息标的大秦铁路。6) 航空: 航空板块估值底, 人民币大幅贬值概率低, 油价稳定, 出行需求有望好转, 建议重点关注三大航、春秋航空、吉祥航空。7) 油运: 2020 年限硫令使得供给压力缓解, 美国原油出口加速, 有望带动平均行距提升, 行业步入周期上行区间, 我们建议重点关注: 招商轮船、中远海能。

图表6: 铁路公司国际估值对比(市净率)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表7: 航空公司国际估值对比(市净率)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

二、机场: 核心资产属性, 枢纽机场免税非航增长确定性强

2.1 放行准点率提升, 一线机场时刻有望放松

2018 年全年, 全国旅客吞吐量达到 12.65 亿人次, 同比增长 10.2%, 飞机起降架次 1108.83 万架次, 同比增长 8.2%。2019 年 1-9 月, 全国旅客吞吐量达到 10.19 亿人次, 同比增长 7.5%, 飞机起降架次 871.5 万架次, 同比增长 5.59%。

图表8: 主要机场旅客吞吐量(万人次)

机场	2018年	同比增长率	201901-09	同比增长率
北京首都	10098.33	5.40%	7,516.83	-0.30%
上海浦东	7400.63	5.70%	5,790.72	3.63%
上海虹桥	4362.80	4.20%	3,386.47	4.60%
广州白云	6972.04	5.90%	5,450.71	5.32%
深圳机场	4934.90	8.20%	3,934.66	7.51%
厦门机场	2655.34	8.40%	2,064.69	3.88%
美兰机场	2412.36	6.80%	1,814.15	0.92%
全国合计	126468.87	10.20%	101,860.40	7.50%

资料来源: 中国民用航空局, wind, 国盛证券研究所

图表 9: 主要机场起降架次(万架次)

	2018年	同比增长率	201901-09	同比增长率
北京首都	61.4	8.20%	44.55	-2.49%
上海浦东	50.48	1.60%	38.52	1.95%
上海虹桥	26.68	1.20%	20.27	2.13%
广州白云	47.74	2.60%	36.57	3.12%
深圳机场	35.59	4.60%	27.46	3.74%
厦门机场	19.34	3.70%	14.54	0.27%
美兰机场	16.52	4.90%	12.27	0.52%
全国合计	1108.83	8.20%	871.50	5.59%

资料来源: 中国民用航空局, wind, 国盛证券研究所

图表 10: 主要机场货邮吞吐量(万吨)

	2018年	同比增长率	201901-09	同比增长率
北京首都	207.40	2.20%	143.70	-6.02%
上海浦东	376.86	-1.50%	262.77	-6.26%
上海虹桥	40.72	-0.10%	29.92	1.60%
广州白云	189.06	6.20%	139.50	1.32%
深圳机场	121.85	5.10%	92.47	3.32%
厦门机场	34.55	2.00%	24.08	-6.67%
美兰机场	16.86	9.10%	13.30	2.70%
全国合计	1674.02	3.50%	1,232.40	0.49%

资料来源: 中国民用航空局, wind, 国盛证券研究所

航空性业务收费包括: 起降费、停场费、客桥费、旅客服务费及安检费。航空性收入与国际航线占比、旅客吞吐量和机场级别相关, 作为一类1级的北京首都、上海浦东、广州白云机场的航空性业务收入会更高。

图表 11: 机场分类

机场类别	机场
一类1级	北京首都、上海浦东、广州等3个机场。
一类2级	上海虹桥、深圳、成都等3个机场。
二类	昆明、重庆、西安、杭州、厦门、南京、郑州、武汉、青岛、乌鲁木齐、长沙、海口、三亚、天津、大连、哈尔滨、贵阳、沈阳、福州、南宁等20个机场。
三类	除上述一、二类机场以外的民用机场。

资料来源: 中国民用航空局, 国盛证券研究所

2017年4月1日起, 航空服务业务收费项目的收费标准基准价可在规定的基准价基础上上浮不超过10%, 上浮幅度由机场管理机构与航空公司协商确定, 并通过航空价格信息系统备案。一般国际航班机型是大型机且收费标准高于国内, 国际航班的收费标准是国内航班的2倍以上, 国际航班多为宽体机, 收费标准相对更高。

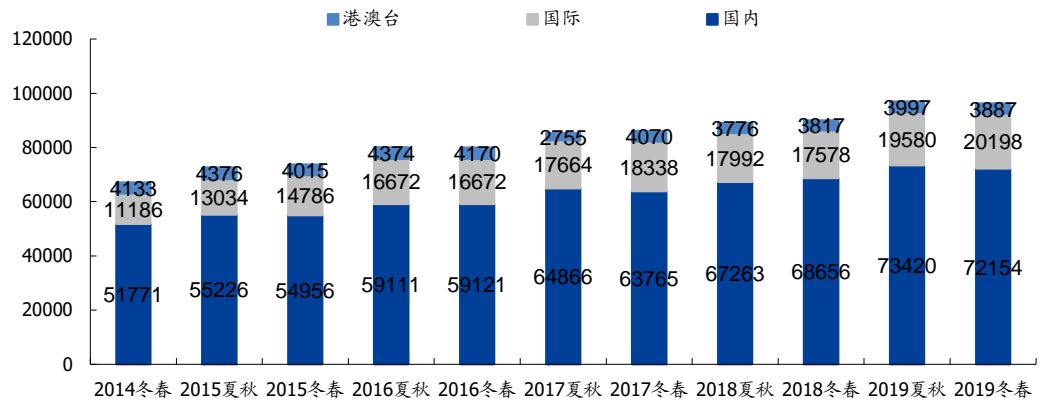
图表 12: 航空性业务收费标准

	起降费 (元/架次) (T: 飞机最大起飞全重)					旅 客 服 务 费 (元 / 人)	安 检 费		停 场 费 (元/架 次)	客 桥 费 (元/ 小时)	
	25 吨 以下	26-5 0 吨	51-10 0 吨	101-200 吨	201 吨以上		旅 客 行 李 (员/ 人)	货 物 邮 件 (元/ 吨)			
国内航班- 分机场类 别	一类 1 级	240	650	1200+ 24×(T -50)	2400+25×(T -100)	5000+32×(T -200)	34	8	53	2 小时以内免 收; 2-6 (含) 小时按照起降 费的 20% 计 收; 6-24 (含) 小时按照起降 费的 25% 计 收; 24 小时以 上, 每停场 24 小时按照起降 费的 25% 计 收。不足 24 小 时按 24 小时计 收。	单桥: 1 小时 以内 200 元; 超过 1 小时 每 半 小 时 100 元。不足 半 小 时 按 半 小 时 计 收。多 桥: 按单桥标 准的倍数计 收。
	一类 2 级	250	700	1250+ 25×(T -50)	2500+25×(T -100)	5100+32×(T -200)	40	9	60		
	二类	250	700	1300+ 26×(T -50)	2600+26×(T -100)	5200+33×(T -200)	42	10	62		
	三类	270	800	1400+ 26×(T -50)	2700+26×(T -100)	5300+33×(T -200)	42	10	63		
	全部	2000	2200	2200+ 40 × (T-50)	4200+44 × (T-100)	8600+56 × (T-200)	70	12	70	2 小时以内免 收; 超过 2 小 时, 每停场 24 小时按照起降 费的 15 计收。 不足 24 小时按 24 小时计收。	单桥: 1 小时 以内 200 元; 超过 1 小时 每 半 小 时 100 元。不足 半 小 时 按 半 小 时 计 收。多 桥: 按单桥标 准的倍数计 收。
国际及港 澳台航班											

资料来源: 中国民用航空局, 国盛证券研究所

19 冬春航季白云机场、深圳机场时刻增长较快。2019 冬春航季每周客货航班数为 96239, 同比增长 6.87%, 其中白云机场和深圳机场同比增长较快, 浦东机场、首都机场小幅下降。我们按照离港航班统计, 19 冬春航季客运航班同比增长 5.04%, 其中国内航班同比增长 5.38%, 国际和地区航班同比增长 3.91%。前十大机场同比增长 1.87% 增速放缓, 部分机场国际和地区航班负增长。

图表 13: 每周客货航班计划 (次)



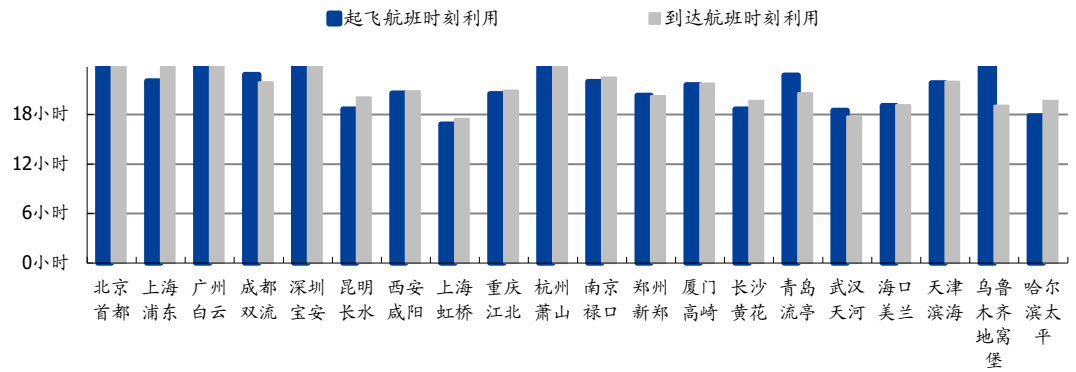
资料来源: 中国民用航空局, 国盛证券研究所

图表 14: 近三个航季主要机场客运航班同比变化

算单边出发	19 冬春 同比	19 冬 春国内 同比	19 冬春 国际地 区同比	19 夏秋 同比	19 夏秋 国内同比	19 夏秋 国际地区 同比	18 冬春 同比	18 冬春 国内同比	18 冬春 国际地区 同比
北京/首都	-6.61%	-4.11%	-14.62%	0.49%	1.40%	-2.19%	-0.14%	-0.99%	2.71%
上海/浦东	-1.62%	1.02%	-4.75%	1.48%	4.62%	-2.22%	2.03%	3.43%	0.41%
广州/白云	7.28%	5.96%	11.85%	6.85%	4.93%	13.24%	2.31%	2.44%	1.86%
成都/双流	2.79%	2.35%	5.84%	4.50%	1.36%	28.46%	5.78%	4.67%	14.13%
深圳/宝安	7.64%	4.66%	30.59%	6.30%	3.57%	27.42%	2.63%	1.37%	13.60%
昆明/长水	3.37%	3.53%	1.89%	3.23%	2.36%	11.30%	0.80%	0.50%	3.58%
西安/咸阳	5.96%	5.29%	12.96%	11.01%	9.13%	35.26%	9.70%	8.59%	22.73%
上海/虹桥	2.21%	2.56%	-3.33%	0.04%	0.00%	0.65%	0.19%	0.29%	-1.32%
重庆/江北	4.03%	4.77%	-4.23%	14.07%	13.28%	22.87%	13.81%	13.37%	18.99%
杭州/萧山	0.90%	4.04%	-15.18%	1.38%	1.56%	0.28%	5.89%	4.72%	12.35%
前十大机场	1.87%	2.58%	-1.24%	4.31%	3.84%	6.33%	3.43%	3.15%	4.64%
其他机场	5.27%	5.07%	5.86%	12.65%	12.58%	12.84%	11.41%	11.79%	10.29%
总体	5.04%	5.38%	3.91%	9.33%	8.94%	10.68%	8.11%	8.03%	8.39%

资料来源: pre-flight, 国盛证券研究所 注: 统计离港班次

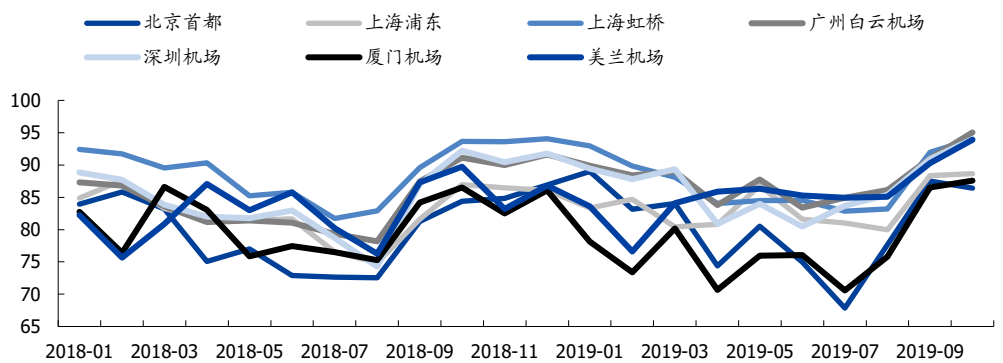
图表 15: 核心机场时刻利用率高



资料来源: 各官网, 国盛证券研究所

放行准点率提升有望带动一线机场时刻增长。以正点率为主要考核指标, 一线机场放行准点率逐步提升, 我们认为后续白云机场、深圳机场时刻有望进一步增长, 预计 2020 年夏秋航季浦东机场时刻将有所增长

图表 16: 放行准点率 (%)

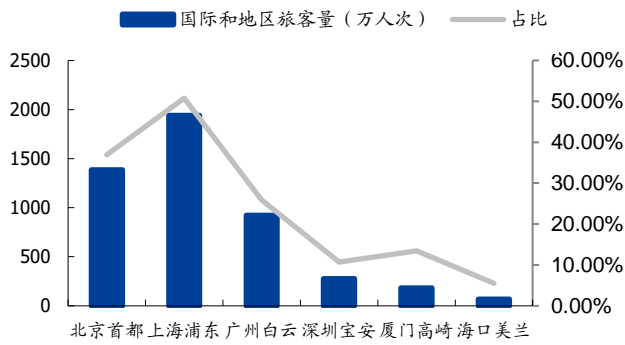


资料来源: wind, 国盛证券研究所

2.2 枢纽机场免税非航业务有望放量增长

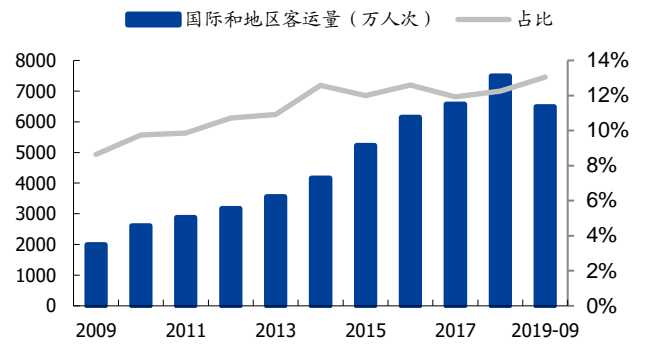
国际和地区旅客占比稳步提升。2018 年国际和地区客运量达到 7494.36 万人次, 同比增长 14.03%, 国际和地区客运量占民航客运量 12.25%。2019 年 1-9 月国际和地区客运量达到 6487.4 万人次, 国际和地区客运量占民航客运量 13.05%, 同比增长 15.52%。具体看机场, 2019 年上半年上海浦东机场国际和地区旅客量达到 1940.78 万人次, 占比 50.78%, 北京首都机场国际和地区旅客量达到 1383.71 万人次, 占比 36.93%。

图表 17: 2019H1 各大机场国际和地区旅客量



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 18: 国际和地区旅客量持续增长

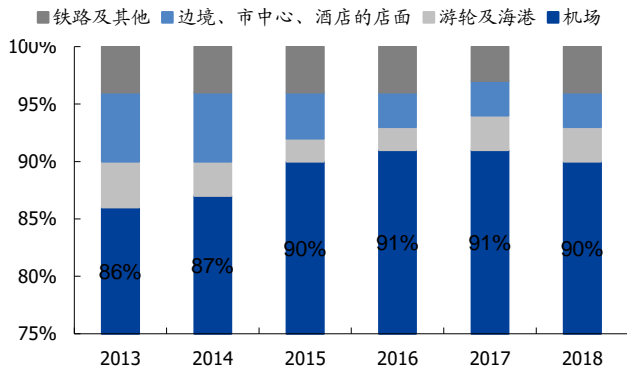


资料来源: wind, 民航局, 国盛证券研究所

免税商品价格优势明显, 发展潜力大。 免税产品主要免去了关税、消费税、增值税, 相当于专柜价格的 70%, 相比而言很具有价格优势。随着出境旅客数量的逐年增长, 相应的消费群体增加进而带动机场免税市场的发展。2018 年免税行业市场规模达到 395 亿元, 市场规模持续增长发展潜力大。

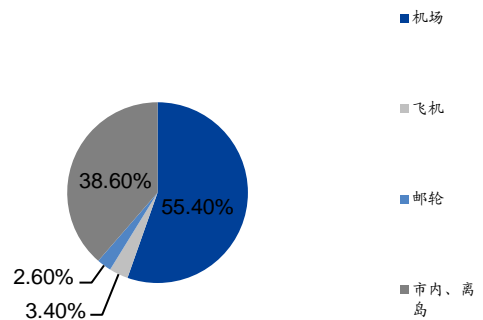
免税渠道中机场占比一半以上。 根据世界最大的免税集团 dufry 年报数据, 机场销售渠道占比 90%以上, Generation Research 数据说明机场在全球免税零售渠道占比高达 55.4%。各大机场人均免税消费额仍然较低, 未来还有很大的提升空间, 长期看好机场免税市场。

图表 19: dufry 销售渠道



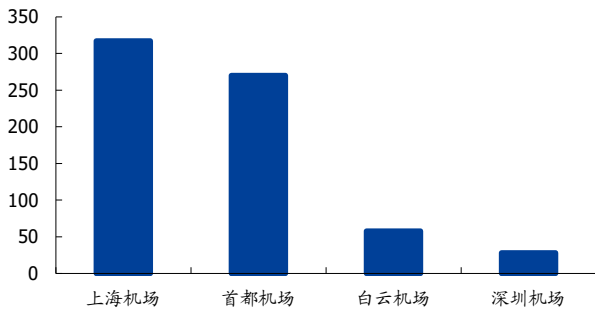
资料来源: dufry, 国盛证券研究所

图表 20: 全球免税零售渠道占比



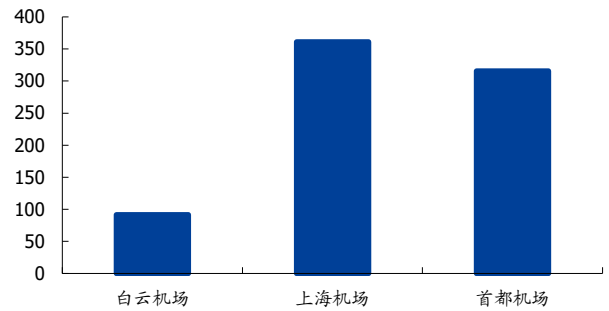
资料来源: Generation Research, 国盛证券研究所

图表 21: 2019 人均免税销售额 (元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 22: 2019H1 人均免税销售额 (元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

出境免税店管理办法对机场影响有限。税务总局等五部门印发《口岸出境免税店管理暂行办法》，租金单价原则上不得高于国内厅含税零售商业租金平均单价的 1.5 倍；销售提成不得高于国内厅含税零售商业平均提成比例的 1.2 倍。我们认为国家出台政策是吸引消费回流，加强免税行业管理，行政指导控制招标价格，防止恶性竞争，维护我国免税行业全球竞争力。

图表 23: 《口岸出境免税店管理暂行办法》主要内容

序号	内容
1	除国务院另有规定外，对原经国务院批准具有免税品经营资质，且近 5 年有连续经营口岸或市内进出境免税店业绩的企业，放开经营免税店的地域和类别限制，准予企业平等竞标口岸出境免税店经营权。口岸出境免税店必须由具有免税品经营资质的企业绝对控股（持股比例大于 50%）。
2	口岸出境免税店由招标人或口岸业主通过招标方式确定经营主体。如果不具备招标条件，比如在进出境客流量较小、开店面积有限等特殊情况下，可提出申请，财政部会同有关部门核准，参照《中华人民共和国政府采购法》规定的竞争性谈判等其他方式确定经营主体。
3	合理规范口岸出境免税店租金比例和提成水平，避免片面追求“价高者得”。财务指标在评标中占比不得超过 50%。财务指标是指投标报价中的价格部分，包括但不限于保底租金、销售提成等。招标人应根据口岸同类场地现有的租金、销售提成水平来确定最高投标限价并对外公布。租金单价原则上不得高于国内厅含税零售商业租金平均单价的 1.5 倍；销售提成不得高于国内厅含税零售商业平均提成比例的 1.2 倍。
4	应综合考虑企业的经营能力，甄选具有可持续发展能力的经营主体。经营品类，尤其是烟酒以外品类的丰富程度应是重要衡量指标。技术指标在评标中占比不得低于 50%。技术指标分值中，店铺布局和设计规划占比 20%；品牌招商占比 30%；运营计划占比 20%；市场营销及顾客服务占比 30%。品牌招商分值中，烟酒占比不得超过 50%。

资料来源: 财政部, 国盛证券研究所

市场担心市内免税店对上海机场免税业务产生冲击，我们认为市内免税店冲击有限。海关总署于 2019 年 6 月 4 日批复了中免公司恢复设立上海市内免税店，上海市内免税店，由中免集团北京首都机场免税品有限公司上海市内免税店分公司开展免税品销售业务。其中，免税商店经营场所设在上海市浦东新区即墨路 12-2 号尚悦西广场 S2 商墅，经营场所面积合计 874.4 平方米（地上一层 476.19 平方米、二层 398.21 平方米）；免税品监管仓库设在同一建筑物三层，面积 60 平方米。

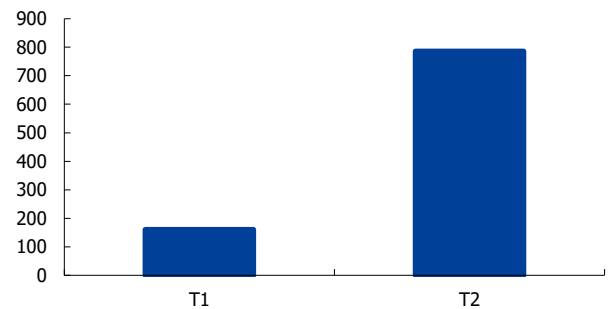
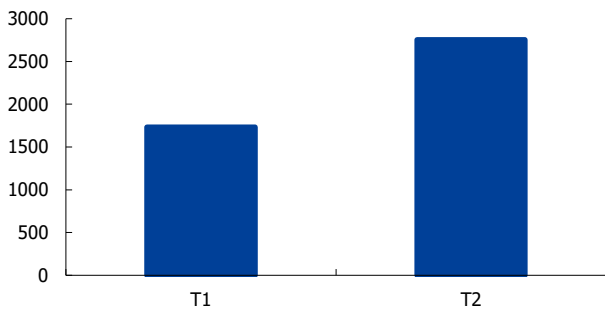
(1) 市内免税店初期服务的是境外人士，2018 年上海接待国际旅游入境者 893.71 万

人次，比上年增长 2.4%。其中，入境外国人 685.90 万人次，增长 2.2%；港、澳、台同胞 207.81 万人次，增长 3.0%。上海机场国际和地区旅客吞吐量为 3757.35 万人次，其中大部分为境内人士，对上海机场冲击较小。

(2) 提货点位于 T1 且面积较小，影响市内免税店销售。口岸隔离区提货点位于上海浦东机场 T1 航站楼国际出发隔离区日上免税行 105 精品香化综合店（出境免税店）内，面积 50 平方米。由于提货点面积较小，以及仅仅位于 T1 航站楼，对于选择在 T2 乘坐飞机的旅客来说就不能够提货，这也会限制在市内免税店消费。根据我们梳理 T2 航站楼国际和地区航班会更多，且境外人士乘坐外航比例会更高。

图表 24: 2019 冬春航季国际和地区 T1、T2 航班 (次)

图表 25: 2019 冬春航季外航 T1、T2 航班 (次)



资料来源: pre-flight, 国盛证券研究所

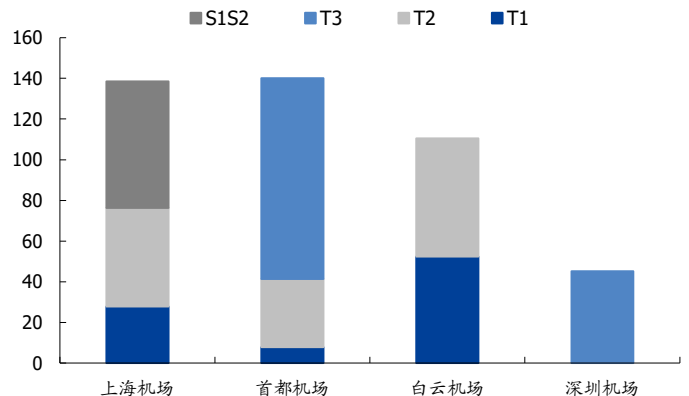
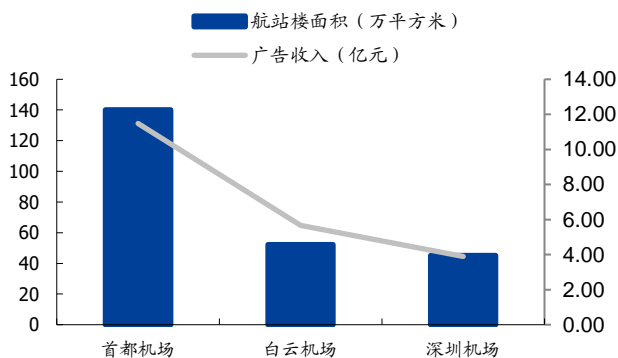
资料来源: pre-flight, 国盛证券研究所

(3) 中免集团在不同渠道产品会有区分，对机场渠道冲击有限。由于上海机场免税店和市内免税店都是中免集团，其不同渠道产品会做区分。旅客乘飞机一般提前 2 小时左右到机场，停留在免税店的时间并不长，一般购买香水、化妆品、烟、酒等标准品为主；而市内免税店由于停留时间相对较长，一般以衣服、包等体验式消费为主。

各大机场扩建，非航收入有望提升。随着旅客的增长，各大机场近几年都有在扩建，非航性收入与航站楼面积有一定关联，可以增加免税店的面积，改善消费体验，提高销售额。随着白云机场 T2 和上海机场卫星厅投产，将显著带动非航收入增长。

图表 26: 航站楼面积与非航性收入

图表 27: 机场面积扩建 (万平方米)



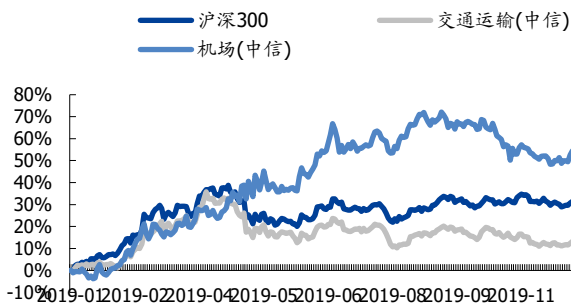
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2.3 投资策略：优选盈利增长确定的核心枢纽

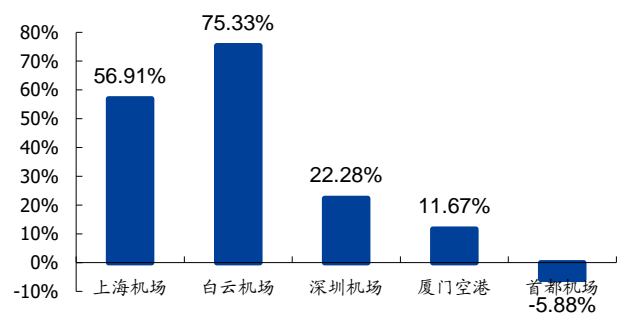
优选枢纽机场核心资产。机场指数 2019 至今上涨 54.05%，跑赢沪深 300 指数和交通运输指数。机场板块目前市盈率 30.55 倍，处于历史 92.8%，市净率为 3.41 倍，处于历史 96%，机场板块估值处于高位，我们认为主要是由公用事业股估值切换到消费股，未来估值提升空间不大，主要依靠业绩驱动。我们重点推荐上海机场（枢纽机场，卫星厅投产时刻将有望增长，免税等非航业务增长动力充足），白云机场（白云机场启动资产置换，扩展业绩增长空间，免税增长潜力大）。

图表 28: 机场板块行情



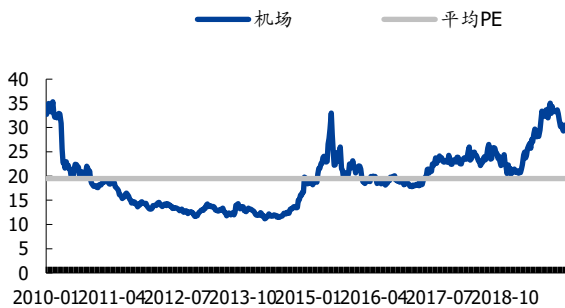
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 29: 主要机场上市企业 2019 至今涨跌幅



资料来源: wind, 国盛证券研究所 注: 截止至 20191213

图表 30: 机场板块市盈率



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 31: 机场板块市净率



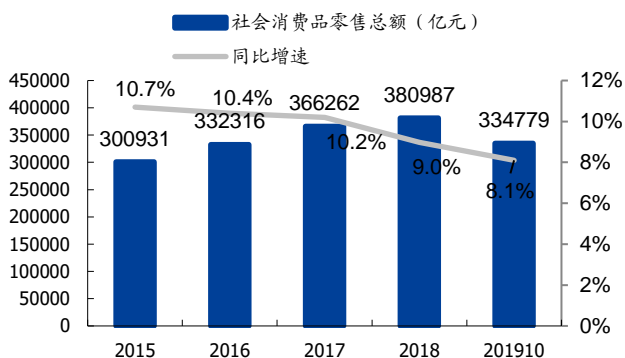
资料来源: wind, 国盛证券研究所

三、快递：电商红利仍在，龙头份额提升

3.1 电商红利仍在，快递件量维持较高增速

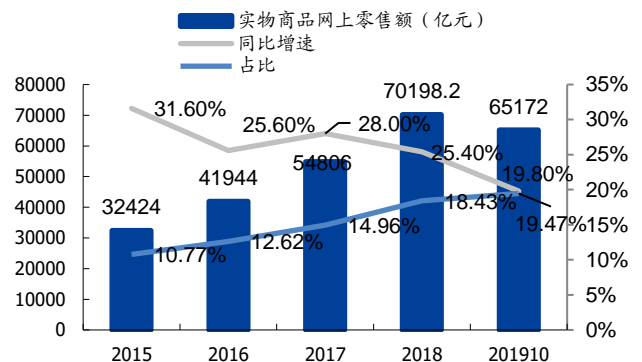
实物商品网上零售额维持高增长。快递按照业务来源，分为电商件、商务件、个人件，其中电商件占据大部分，电商件的增速与实物商品网上零售额息息相关。2019年前10月社会消费品零售总额为33.48万亿元，同比增长8.1%，其中实物商品网上零售额为6.52万亿元，同比增长19.8%，占比为19.47%。实物商品网上零售额高增长进一步带动快递需求增长。

图表 32: 全年社会消费品零售总额



资料来源: wind, 国盛证券研究所

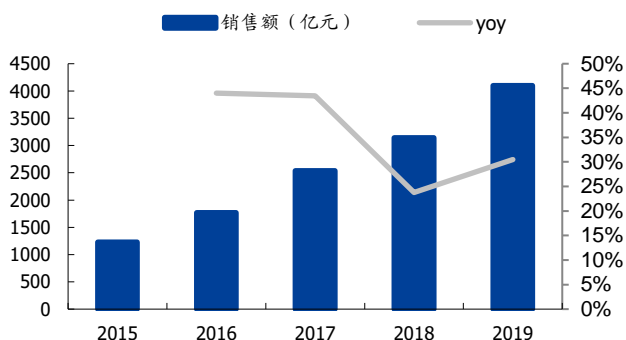
图表 33: 全年实物商品网上零售额



资料来源: wind, 国盛证券研究所

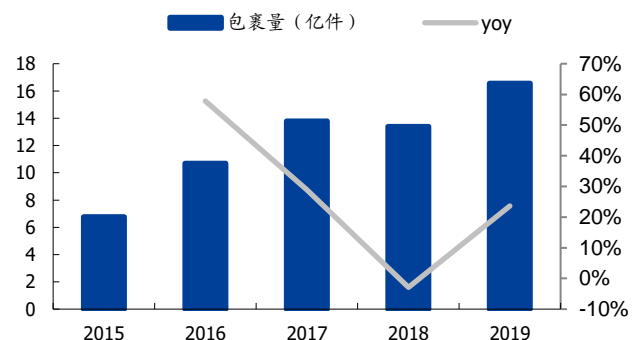
双十一快递件量创新高。根据星图数据，2019年双十一当天，全网销售额为4101亿元，同比增长30.5%，其中天猫占比65.5%，京东、拼多多、苏宁易购分别占比17.2%、6.1%、4.9%，当天共产生16.57亿个包裹。根据国家邮政局监测数据显示，双十一全天各邮政、快递企业共处理5.35亿快件，是二季度以来日常处理量的3倍，同比增长28.6%，再创历史新高。

图表 34: 2015-2019 年双十一销售额



资料来源: 星图数据, 国盛证券研究所

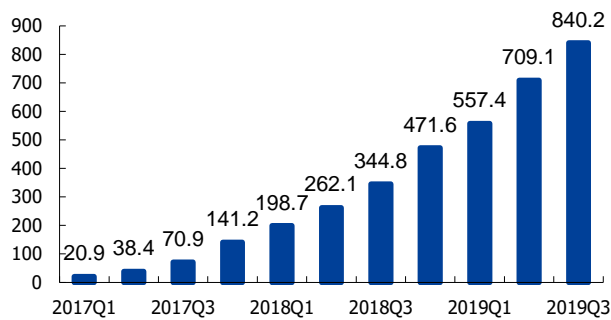
图表 35: 2015-2019 年双十一包裹量



资料来源: 星图数据, 国盛证券研究所

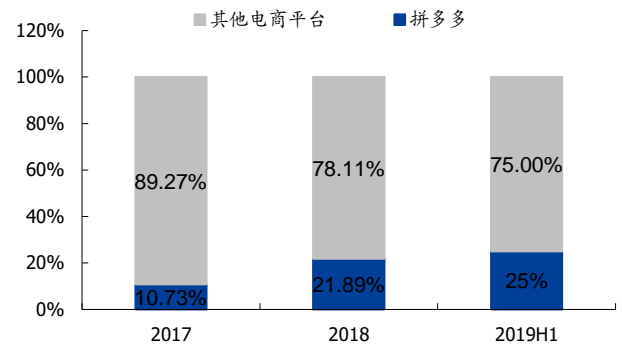
拼多多 GMV 维持高增长，电商件最大的增量来源。拼多多 2019 年 9 月 30 日前 12 个月的 GMV 为 8402 亿元，同比增长 144%，2019 年上半年其包裹占比接近全行业四分之一，是最大的电商快递件的来源。

图表 36: 拼多多 GMV 高速增长 (十亿元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 注: 拼多多为前 12 个月累计 GMV

图表 37: 拼多多市场占有率 (按照快递件数测算)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 注: 假设订单数为包裹数

高基数下, 预计包裹量增速自然放缓。我们把订单量近似看作包裹量, 估算天猫、淘宝、京东的 GMV 和订单数, 预计 2020 年全行业包裹量为 763.12 亿件同比增长 20.74%, 高基数下增速自然放缓, 其中天猫和淘宝的包裹量占到 5 成以上, 拼多多包裹量占比达到 3 成以上。我们预计来自拼多多包裹增速有所放缓, 一方面 GMV 自然增速放缓, 另一方面因为百亿补贴等客单价提升, 但仍然为最大的电商件增量来源。

图表 38: 拼多多、天猫、淘宝、京东 GMV 及订单数预测

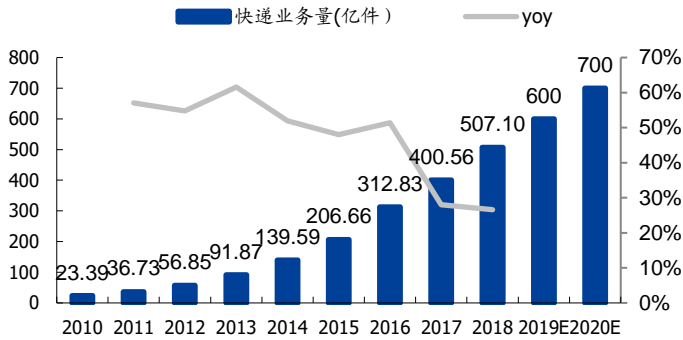
预测年份	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
拼多多								
GMV (亿元)				1412	4716	9600	16320	24480
客单价 (元)				32.84	42.49	53	62	68
订单数 (亿)				43	111	181.13	263.23	360.00
天猫								
GMV (亿元)	7635	11419	15650	21310	28000	35000	42000	47880
客单价 (元)	205.4	198.5	183.71	207.14	238	254	265	273
订单数 (亿)	37.17	57.53	85.19	102.88	117.65	137.80	158.49	175.38
淘宝								
GMV (亿元)	15110	18090	22020	26890	31000	37000	42550	46805
客单价 (元)	135.56	131.01	121.25	136.71	150	165	178	186
订单数 (亿)	111.46	138.08	181.61	196.69	206.67	224.24	239.04	251.64
京东								
GMV (亿元)	2425	4465	6582	12945	16769	22000	26400	30096
客单价 (元)	371.99	353.5	411.38	440	490	510	527	540
订单数 (亿)	6.52	12.63	16	29.42	34.22	43.14	50.09	55.73
其他电商及个人快递数 (亿)					37.56	45.45	52.26	58.54
合计快递数 (亿)					507.10	631.75	763.12	901.29

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 注: 客单价为假设数据, 天猫淘宝 2018 年 GMV 为估算数据

国家邮政局预计 2020 年快递业务量有望突破 700 亿件。国家邮政局预计 2019 年邮政

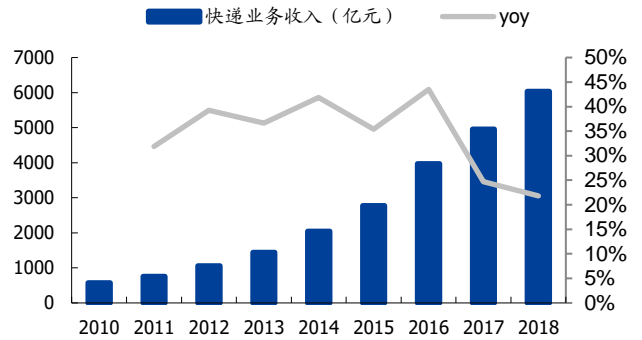
业业务总量完成 15000 亿元,同比增长 22%;业务收入完成 9300 亿元,同比增长 18%。其中,快递业务量完成 600 亿件,同比增长 20%;业务收入完成 7150 亿元,同比增长 19%。根据《邮政业发展“十三五”规划》,到 2020 年我国快递业务量有望达到 700 亿件。2019 年前 11 月,快递业务量达到 567.89 亿件,同比增长 25.38%,维持高速增长态势。

图表 39: 全国快递业务量



资料来源: wind, 《邮政业发展“十三五”规划》, 国盛证券研究所

图表 40: 全国快递业务收入



资料来源: wind, 国盛证券研究所

3.2 二线快递逐渐出清, 龙头市场份额提升

二线快递企业逐渐出清。根据国家邮政局公布的每月邮政行业运行情况, 2018 年快捷快递、全峰快递、全一快递、如风达、卓越亚马逊退出市场, 2019 年安能快递、如风达、国通退出市场, 目前二线快递中还正常运营的快递公司仅有宅急送、天天等。2019 年 11 月 25 日, 顺丰与唯品会达成业务合作, 唯品会将终止旗下自营快递品骏的快递业务, 并委托顺丰提供配送服务。

图表 41: 快递企业分类

快递类型	快递企业
通达快递	中通快递、韵达快递、圆通快递、申通快递、百世快递
二线快递	宅急送、天天
高时效快递	顺丰速运、邮政快递(EMS)、民航快递
大件快递	德邦快递、优速、速尔、跨越速运
电商自营快递	京东、苏宁易购
跨境快递	中外运-空运、递四方
外资快递	DHL、UPS、FedEx、TNT

资料来源: 国家邮政局, 国盛证券研究所

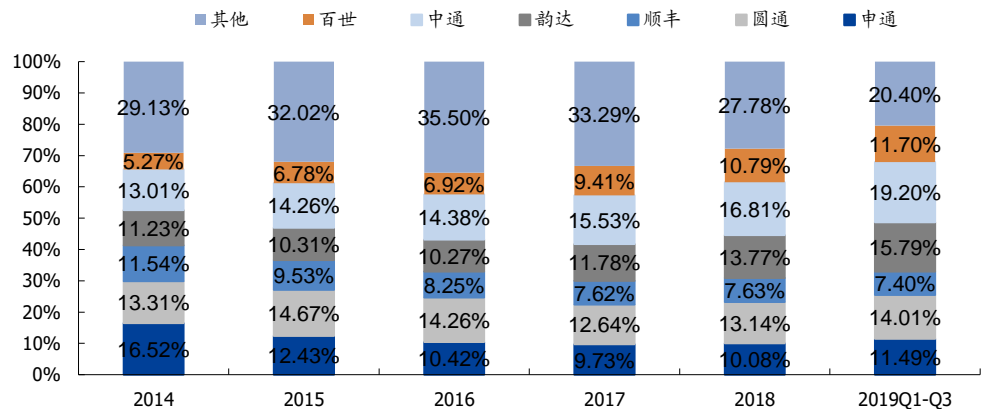
龙头快递企业份额提升。截止到 2019 年 9 月 30 日, 按照业务量口径, 中通占比 19.2%、韵达占比 15.79%、圆通占比 14.01%、百世占比 11.7%、申通占比 11.49%、顺丰占比 7.4%, 6 家快递企业占比 79.6%, 相较于 2018 年末占比 72.22% 有较大幅度提升。1-11 月份, 快递与包裹服务品牌集中度指数 CR8 为 82.3, 较 1-10 月上升 0.3。

图表 42: 主要快递企业快递业务量 (亿件)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019Q1-3
中通	14.73	23.06	25.68	32.6	38.98	51.12	50.47
圆通	12.84	18.57	30.32	44.6	50.64	66.64	61.51
顺丰	10.97	16.10	19.69	25.8	30.52	38.69	32.51
韵达	11.49	15.68	21.31	32.14	47.2	69.85	69.33
中通		18.16	29.46	44.98	62.19	85.25	84.29
百世		7.35	14.02	21.66	37.69	54.70	51.38

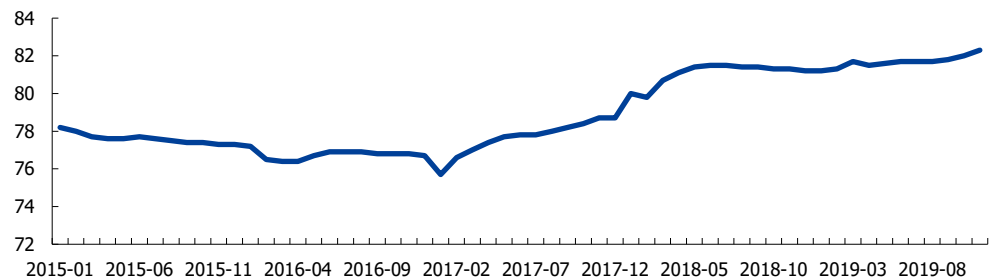
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 43: 按业务量口径市场竞争格局



资料来源: 公司公告, wind, 国盛证券研究所

图表 44: 快递与包裹服务品牌集中度指数 CR8



资料来源: 国家邮政局, 国盛证券研究所

阿里拟增购中通快递, 助力主营业务迭代升级。阿里巴巴拟增购上市公司 31.349% 股权, 自 2019 年 12 月 28 日起三年内收购, 全部行权之后, 阿里巴巴将持有上市公司 46% 的股权。阿里巴巴增购中通快递股权有利于帮助上市公司尽快完成主营业务的迭代升级, 有利于上市公司的长期盈利能力。中通快递 2018 年开始启动裹裹业务, 在同行企业中

并不算早，历经 18 个月，申通快递日订单量突破百万大关，实现弯道超车。

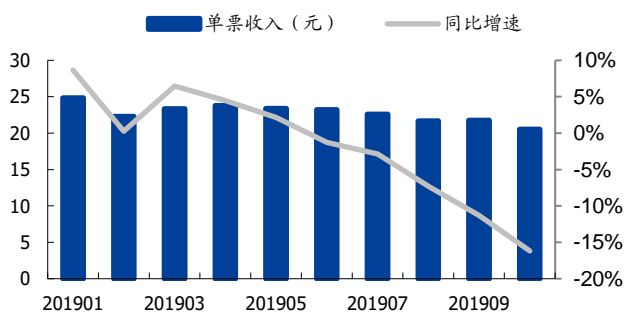
图表 45: 菜鸟裹裹中快递服务优选申通快递



资料来源: 菜鸟裹裹, 国盛证券研究所

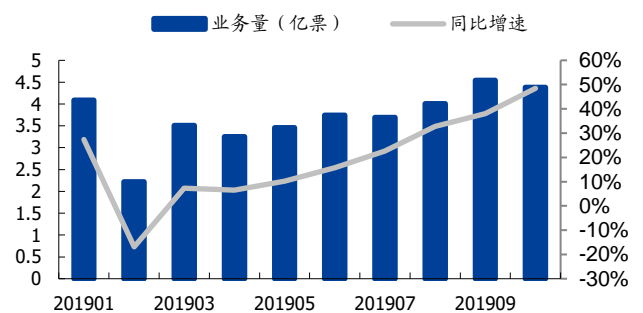
顺丰特惠专配带动经济件增长。顺丰于 2019 年 5 月针对特定市场及客户推出特惠专配等新产品，主要针对的是快速增长的电商件市场，特别是针对日均件量规模较大的 B 端大客户，产品推出后增速迅猛，带动经济产品收入规模及市场占有率加速提升。当前受制于产能限制，10 月份后暂停新签约客户。我们认为顺丰后续会在特惠专配投入产能，推动经济件增长。

图表 46: 顺丰 2019 年 1-10 月单票收入及增速



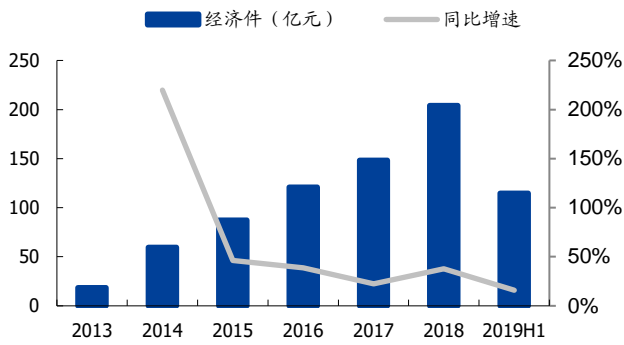
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 47: 顺丰 2019 年 1-10 月业务量及增速



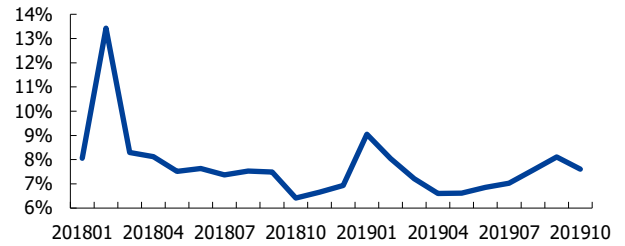
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 48: 顺丰经济件营收及增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

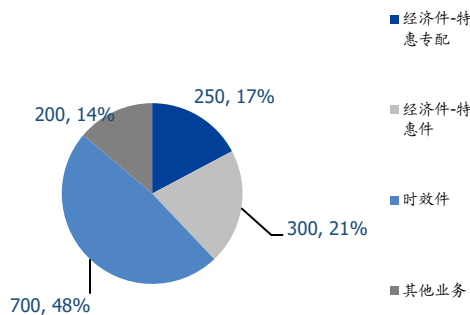
图表 49: 顺丰控股月度市占率



资料来源: wind, 公司公告, 国盛证券研究所

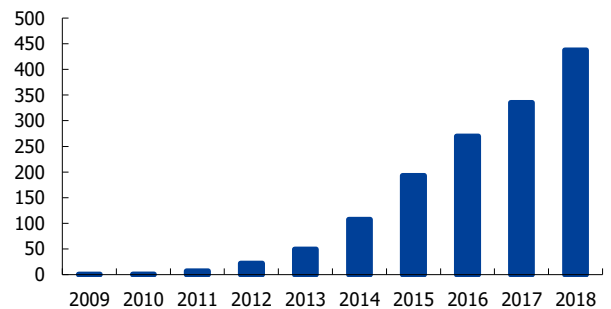
顺丰与唯品会达成合作, 电商件再下一城。11月24日, 唯品会宣布, 自2019年11月下旬起终止旗下自营快递品骏的快递业务, 同时与顺丰达成业务合作, 由顺丰公司提供包裹配送服务。通过业务合作, 顺丰将获得唯品会每年近6亿份的订单量, 新增业务量占到顺丰目前业务量的约15%。

图表 50: 顺丰 2019 年 10 月日均业务量及占比



资料来源: 物流一图, 国盛证券研究所

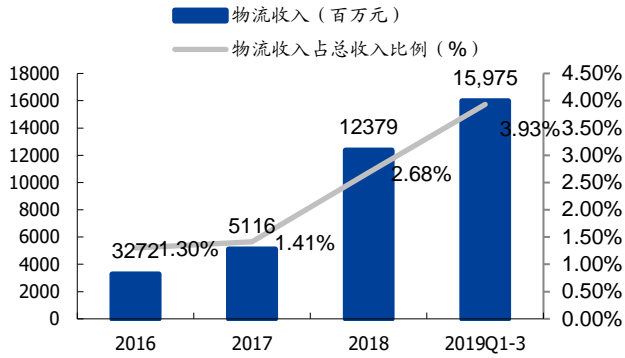
图表 51: 唯品会订单量 ((百万单))



资料来源: wind, 国盛证券研究所

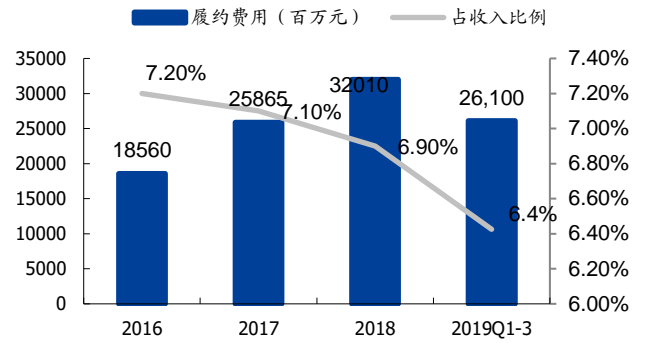
京东物流持续扩展第三方业务, 营收高速增长。京东在7个城市开设物流中心, 在29个城市开设前置配送中心, 70个城市有大型物品仓库。2019年9月底, 京东在全国运营了超过650个大型仓库, 总面积超过1600万平方米, 物流规模效应凸显, 2019前三季度物流及其他服务收入达到159.75亿元, 同比增长93.95%。京东履行费用包括采购、仓储、交付、客户服务和支付处理费用, 主要是仓储物流费用, 由于物流利用率提高和规模效应, 占京东运营费用比例逐渐下降。京东物流持续扩展第三方业务, 外部订单收入占比其总收入接近40%。

图表 52: 京东物流收入及增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 53: 京东履行费用及占比

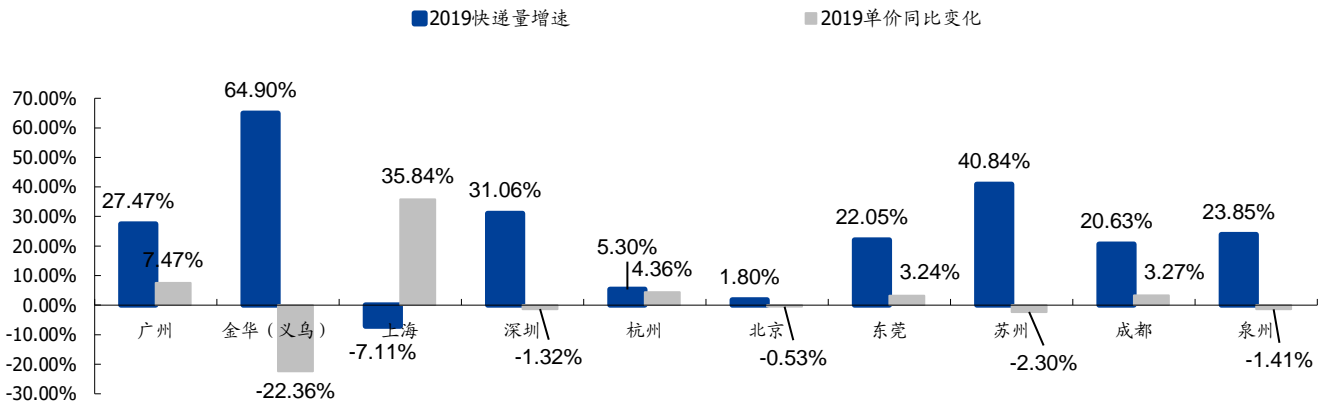


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3.3 ASP 降幅有望缩窄

份额策略导致 19 年快递价格战。各大快递公司的主要目标是市占率, 通达系公司基本要求高于行业增速 10% 以上, 价格是短期有效的武器, 19 年价格战较为激烈。我们梳理了 2019 年以来前十大快递业务量城市, 金华 (义乌) 市快递量增速为 64.9%, 大部分为揽件量, 份额策略使得单价下降幅度较大, 单件同比下降 22.36%。

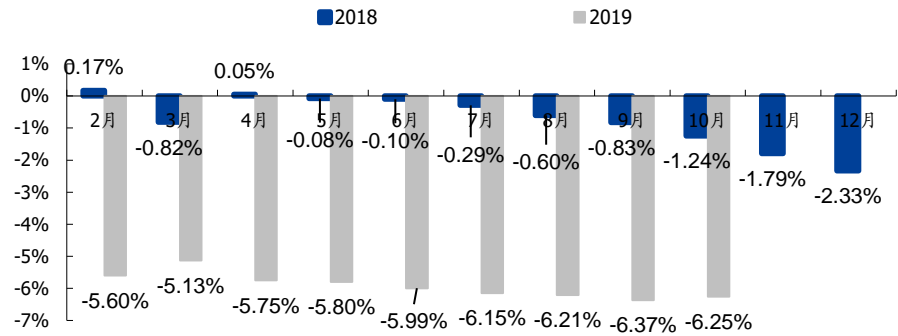
图表 54: 快递业务量增速与单价同比变化



资料来源: 国家邮政局, 国盛证券研究所

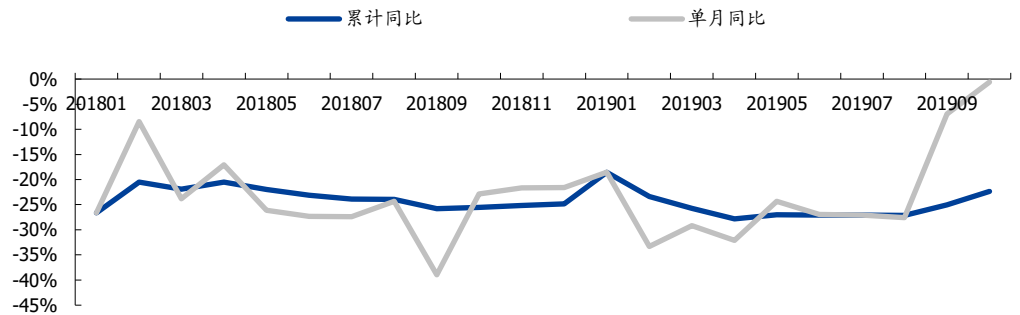
19 年快递价格降幅较大。2019 年前十月同城和异地快递单票价格降幅在 5%-6%, 相较于 2018 年 ASP 降幅扩大。我们认为基于各大快递企业成本下降空间、现金流以及盈利考虑, 近期义乌快递价格有所回升, 预计 2020 年快递单票价格降幅将同比缩小, 价格战将趋缓。

图表 55: 同城+异地快递单价降幅



资料来源: 国家邮政局, 国盛证券研究所

图表 56: 义乌单票价格下降幅度收窄

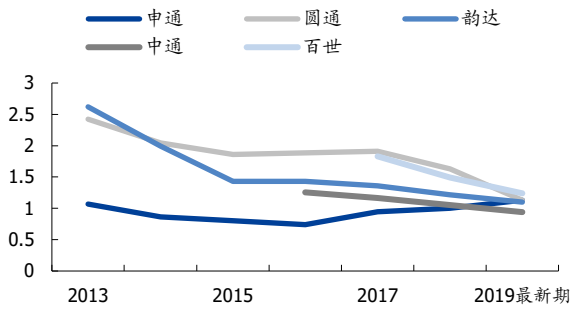


资料来源: 国家邮政局, 国盛证券研究所

3.4 成本仍有下降空间, 服务质量明显提升

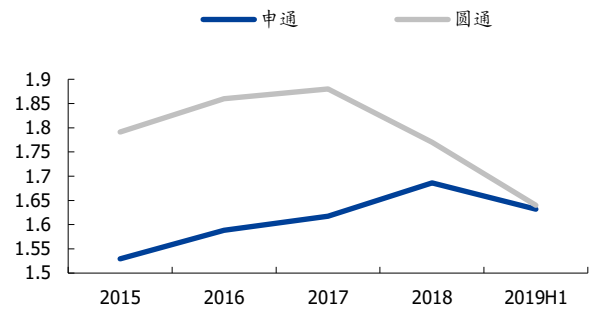
中转成本持续下降, 派费成本成为降本重点。2019年前三季度通达系快递企业快递业务量均突破 50 亿票, 其中中通达到 84.29 亿票, 其次是韵达达到 69.33 亿票。由于各大快递企业面单成本接近 0 元, 这块成本下降空间不大, 主要依靠运输和分拣环节降低成本。中通依靠高运力甩挂车、路由线路优化以及自动分拣设备投入, 加上规模效应下单票运输成本和分拣成本 2019 年前三季度共计下降了 0.11 元。由于派费成本占比一半以上成为降本的重点, 各大快递企业 19 年基本都降低了派费, 圆通 19H1 相较 18 年末下降 0.13 元, 申通下降 0.05 元。

图表 57: 主要快递企业中转成本 (元/票)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 注: 中通、百世为三季度数据, 韵达、圆通、申通为中报数据

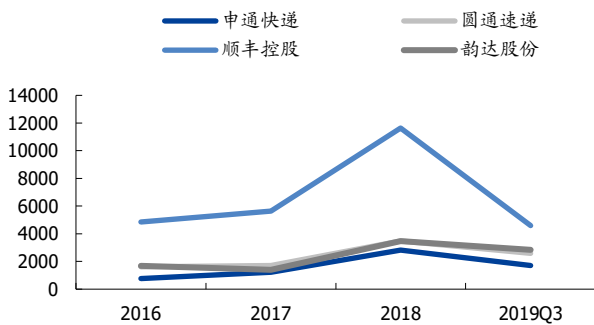
图表 58: 派费成本成为降本重点 (元/票)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 注: 圆通派费含网点中转费

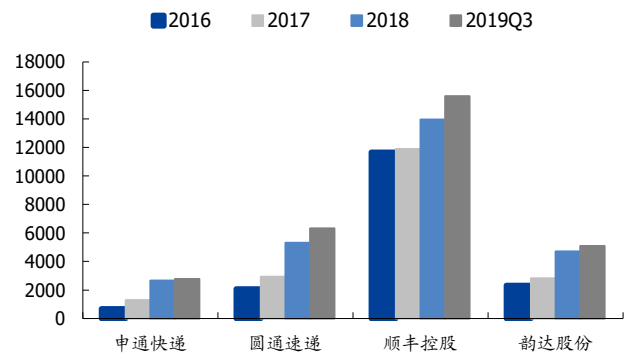
成本仍有很大的下降空间, 还未到规模效应的天花板。成本下降的方法主要通过大车投入以及自动化设备的增加, 后发快递企业纷纷加大资本开支力度, 申通在 2018 年基本完成了转运中心直营化, 圆通发行可转债发力加强转运中心、航空运能建设, 预计 2020 年单票成本有望下降 10%左右。

图表 59: 各大快递企业购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 (百万元)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

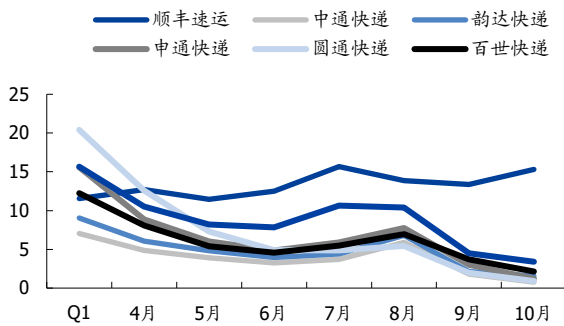
图表 60: 各大快递企业固定资产 (百万元)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

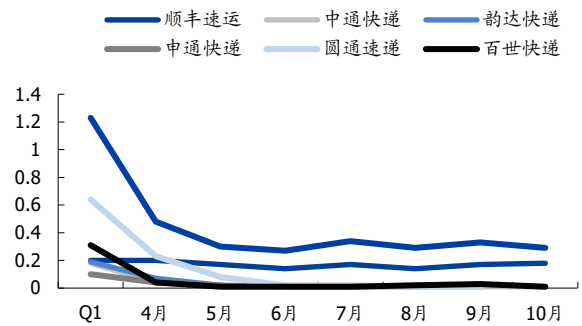
通达系快递企业服务质量持续提升。2019 年 10 月快递企业有效申诉处理满意率 (邮政业消费者对快递企业有效申诉处理满意件数与快递企业有效申诉总量之比) 为 97.8%, 全国快递服务申诉率 (快递企业每百万件业务量发生申诉问题的件数) 平均为 3.4。

图表 61: 2019 年主要快递企业申诉率 (件数)



资料来源: 国家邮政局, 国盛证券研究所

图表 62: 2019 年主要快递企业有效申诉率 (件数)



资料来源: 国家邮政局, 国盛证券研究所

我们测算了 2019 年三季度主要快递企业单票盈利情况, 中通盈利能力最强达到单票 0.4 元, 其次是韵达 0.28 元, 圆通 0.22 元, 申通 0.22 元, 百世-0.05 元。

图表 63: 2019Q3 主要快递企业单票盈利情况

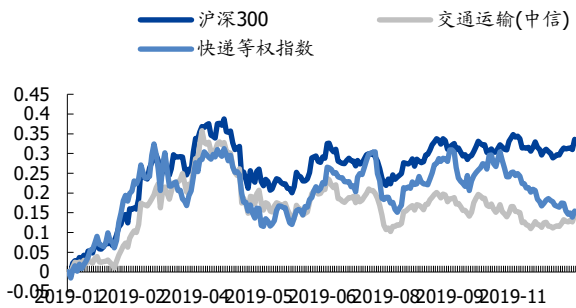
主要快递数据	中通	韵达	圆通	申通	百世
业务量 (百万件)	8428.6	6933	6151	5047	5137.71
单票快递收入 (元)	1.60	3.50	3.51	3.10	2.90
单票快递成本 (元)	0.94	3.00	3.08	2.73	2.78
单票毛利 (元)	0.66	0.50	0.44	0.37	0.12
单票净利润 (元)	0.40	0.28	0.22	0.22	-0.05
单票调整后净利润/扣非净利润 (元)	0.43	0.26	0.22	0.21	-0.03

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 注: 美股中通、百世为调整后净利润, 其他A股快递企业为扣非净利润, 单票数据包含快递以外的其他收入

3.5 投资策略: 龙头估值偏低, 持续推荐

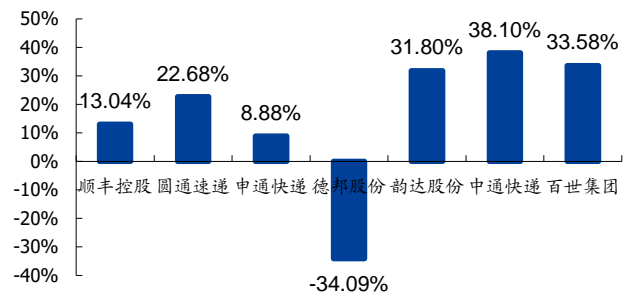
我们按照等权重的方法把快递企业编制成快递指数, 2019 至今上涨 (20191213) 15.48%。快递板块目前市盈率 24.26 倍, 低于历史平均市盈率 29.24 倍, 市净率为 3.91 倍, 低于历史平均市净率 5.63 倍, 估值有吸引力, 持续看好快递板块。

图表 64: 快递板块行情



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 65: 主要快递上市企业 2019 至今涨跌幅



资料来源: wind, 国盛证券研究所 注: 截止到 20191213

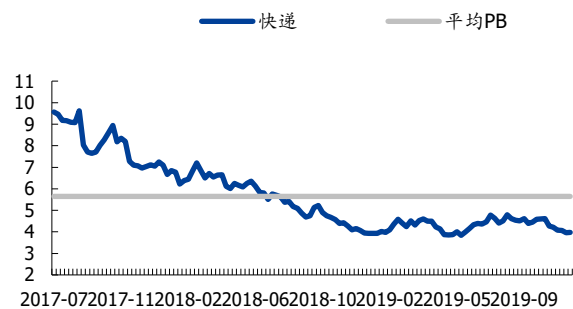
投资策略: 1) 快递行业 2020 年有望维持 20%以上的增速, 我们认为由于规模效应存在, 快递龙头企业的先发优势仍然很明显, 后发的快递企业仍在追赶中, 建议重点关注市场份额领先的中通快递、韵达股份, 综合物流龙头顺丰控股。2) 关注有预期差的圆通速递, 以及阿里拟控股的中通快递。

图表 66: 快递板块市盈率



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 67: 快递板块市净率



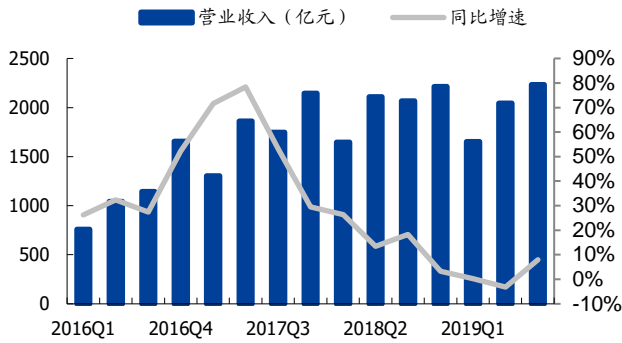
资料来源: wind, 国盛证券研究所

四、物流 (不含快递): 监管趋严, 看好化工物流

4.1 经济下行, 物流 (不含快递) 板块承压

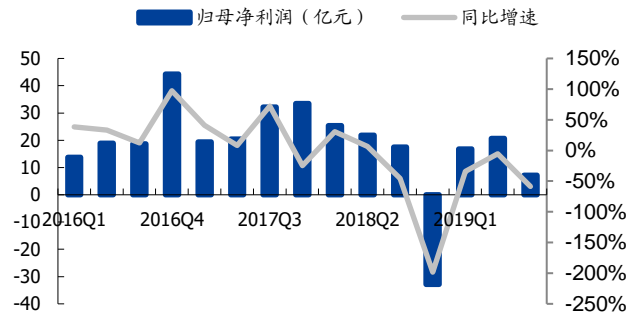
物流 (不含快递) 板块业绩承压。2019Q1-Q3 物流 (不含快递) 板块营收 5927.49 亿元, 同比增长 1.77%; 归母净利润 13.75 亿元, 同比下降 30.91%, 其中化工石化物流宏川智慧、密尔克卫等业绩增速较快。2019Q1-Q3 毛利率相较于 2018Q1-Q3 小幅增长 0.04pct, 期间费用率增加, 净利润率水平下降。

图表 68: 物流板块营业收入及增速 (亿元)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 69: 物流板块净利润及增速 (亿元)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

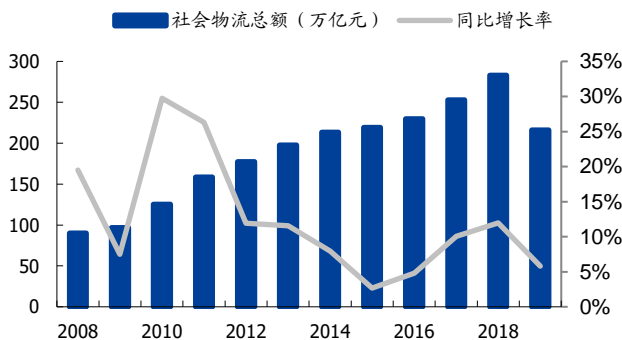
图表 70: 物流板块财务指标情况 (%)

物流(不含快递)	2017	2018	2018Q1-3	2019Q1-3	2018H1
毛利率	5.38	6.19	4.90	4.94	5.39
销售费用率	1.60	1.73	1.57	2.02	2.05
管理费用率	1.06	0.91	0.88	0.86	0.90
财务费用率	0.68	0.91	0.86	0.92	0.92
净利润率	1.81	0.83	1.32	0.92	1.22

资料来源: wind, 国盛证券研究所

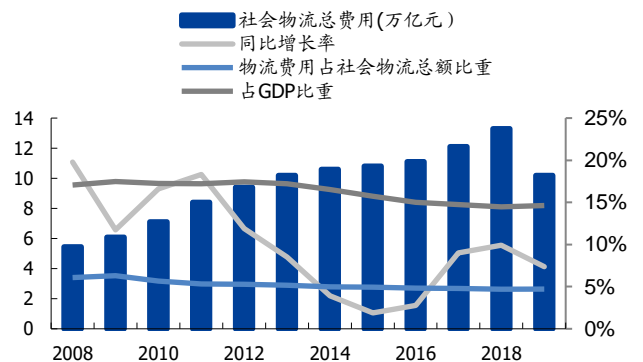
物流费用占 GDP 比重仍然较高, 存在较大发展空间。2019 年前三季度全国社会物流总额达到 215.9 万亿元, 同比增长 5.78%, 社会物流总费用为 10.2 万亿元, 占 GDP 比重为 14.62%, 已连续多年下降, 但是对比美国、日本、德国均不到 10%, 我国物流产业发展还有较大发展空间。

图表 71: 社会物流总额



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

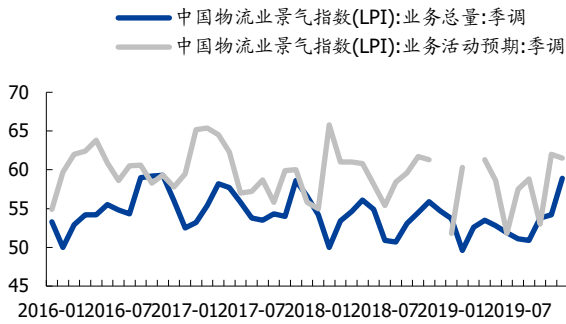
图表 72: 物流总费用占 GDP 比重



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

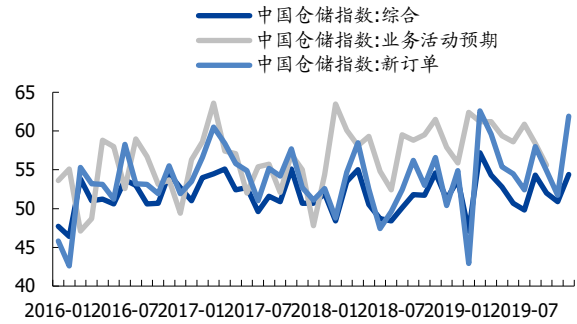
近期物流业景气上行。2019 年 10 月份中国物流业景气指数 (LPI) 为 58.9 高于去年同期 55.9, 中国仓储指数为 54.4 低于去年同期 54.6, 景气上行有望带动物流企业盈利改善。

图表 73: 中国物流景气指数



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 74: 中国仓储指数

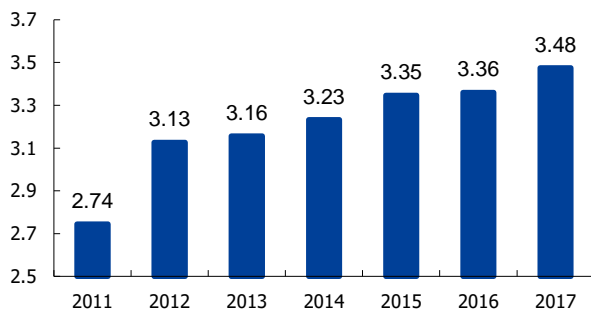


资料来源: wind, 国盛证券研究所

4.2 监管趋严，看好第三方化工物流

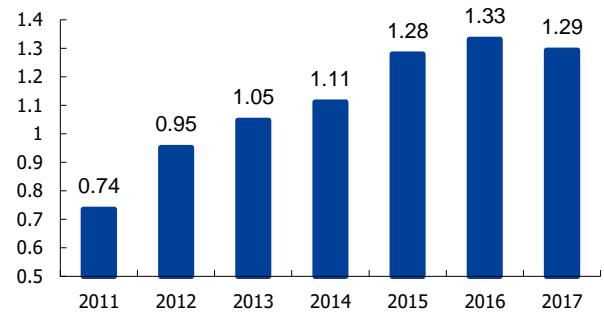
中国为全球最大的化学品市场。根据欧洲化学工业理事会数据，2017年全球化学品市场规模达到 3.48 万亿欧元，2011-2017 年复合增速为 4.01%。我国是公认的化工大国，2017 年中国化学品市场规模达到 1.29 万亿欧元，2011-2017 年复合增速为 9.87%，占全球市场份额约 37.21%，绝大多数化工品产能已居于世界第一。在未来的 5 年里，全球化学品市场 66% 的增长都将来自于中国，仅 15% 来自于北美，其余 8% 来自于中东和非洲市场，4% 来自于亚太地区，2% 来自于拉丁美洲，还有 3% 来自于印度。

图表 75: 全球化学品市场规模 (万亿欧元)



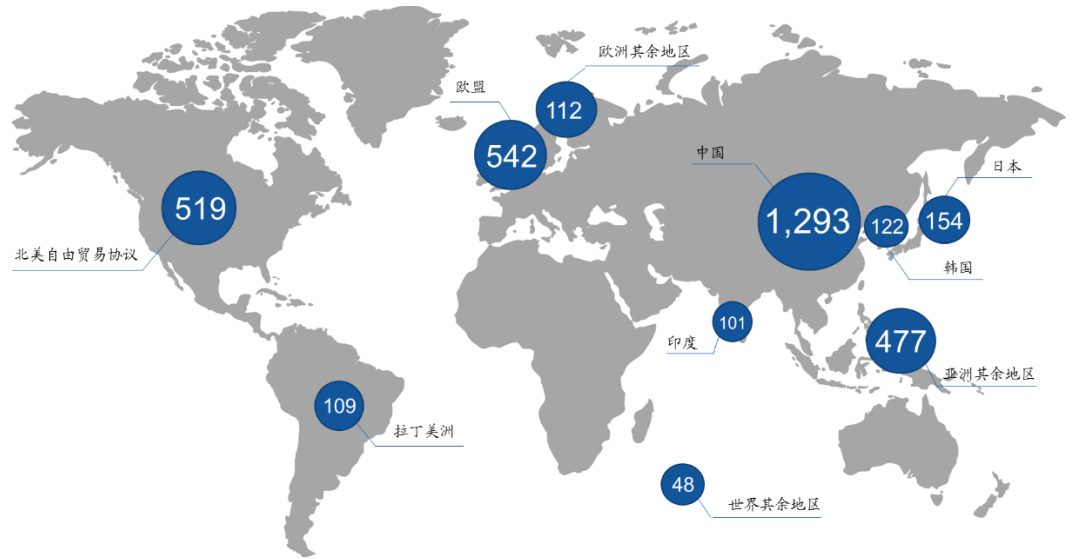
资料来源: cefic, 国盛证券研究所

图表 76: 中国化学品市场规模 (万亿欧元)



资料来源: cefic, 国盛证券研究所

图表 77: 2017 年世界化学品销售分布 (十亿欧元)



资料来源: cefic, 国盛证券研究所

2018 年我国第三方化工物流市场规模达到 3500 亿元。根据中物联危化品物流分会测算, 2018 年整个化工物流市场规模是 1.4 万亿, 第三方物流占的比例 25%, 推算出第三方物流市场规模可达 3500 亿元。目前国内化工行业渗透率大约 25%, 远低于国外化工企业 80% 的外包渗透率, 随着竞争加剧以及外部监管环境趋严, 第三方化工物流外包比例预计会持续提升。我们预计到 2022 年第三方化工物流市场规模达到 6300 亿元, 渗透率提升至 35%, 2018-2022 年第三方化工物流市场的复合增速为 15.83%。

图表 78: 第三方化工物流市场规模

项目/年份	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
化工物流市场规模 (万亿)	1.4	1.5	1.6	1.7	1.8
第三方化工物流的渗透率	25%	28%	31%	33%	35%
第三方化工物流市场规模 (亿元)	3500	4200	4960	5610	6300

资料来源: 中物联危化品物流分会, 国盛证券研究所测算

我们认为基于化工企业降本需求, 监管趋严以及产销分布不均匀等因素, 第三方化工物流外包比例预计会持续提升, 我们估算到 2022 年有望达到 35%。

(1) 市场竞争加剧下, 化工企业降本需求。在化工行业结构调整、竞争不断加剧的情况下, 提高物流管理水平、降低产业链物流成本的第三方物流公司, 成为化工物流企业有效提高企业效益、增强市场竞争力的重要手段。越来越多的化工综合型企业将物流环节的业务剥离, 而选择第三方专业物流服务商。

(2) “天津 812 爆炸事故”、“响水事故”后各地监管趋严, 化工企业加大外包比重。危险事故发生后, 各地加紧了危化品库的管理。由于监管压力加大, 一些化工企业加大物流外包比重。

(3) 原材料与园区产销分布不均匀。我国的危险品行业产销分布非常不均匀, 以石油、天然气等为基础原材料的化工产业集群主要分布在西部地区, 但化工园区更加集中在东部沿海地区。我国 5000 余种化工原料产销分布不均, 全国有 95% 以上的危险货物需要异地运输。

投资策略: 物流板块我们推荐密尔克卫, 公司所处的化工物流领域具有高门槛, 随着化学园区化以及各地监管趋严, 第三方化工物流比例持续提升。公司具有优质客户 (与巴

斯夫、陶氏等百强化工企业合作)，能够提供一体化供应链服务，持续加大仓储、运输投入力度，并购优质仓储资源，具有高成长性。3.21响水爆炸事故发生后，各地加强了化工园区监管，我们判断未来对危化品库的监管会越来越严，由于中小型危化品库企业缺乏高效安全的运营能力，以及承受较大监管压力，纷纷谋求出售，这为公司这样专业的危化品库运营企业并购发展获得良好的契机，有利于密尔克卫这样专业危化品库运营企业。7月18日，张家港化工供应链一体化基地（巴士物流）开业，IPO的募投项目已过半。密尔克卫与天津西青合作，与地方国企合作的模式已经铺开，有利于公司国内业务的布局。公司发布股权激励计划，解锁条件为以2018年净利润为基数，到2022年净利润增长率不低于170.27%，预计复合净利润增速为28%。

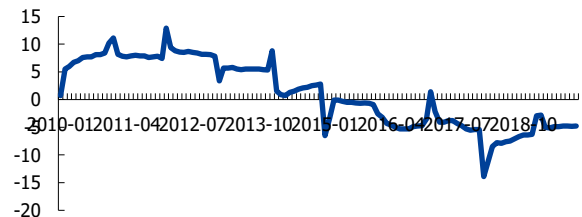
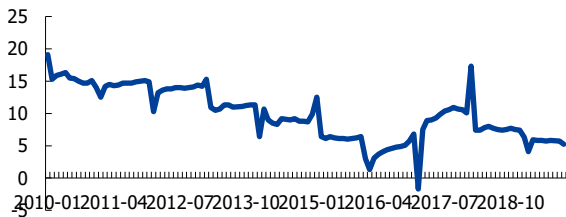
五、公路：政策影响弱化，防御优选高股息率品种

5.1 客货车流量稳健增长，2020年有望提速

客货车流量平稳增长。截止2019年10月，公路货运量累计同比增长5.24%，客运量累计同比下降4.8%，公路客车累计车流量为70.58亿辆，同比增长8%，公路货车累计车流量为20.85亿辆，同比增长6.3%，总体来看客车流量保持稳定，货车流量小幅下降。乘用车和商用车销售累计同比降幅缩窄，预计高速公路车流量将会有所好转。

图表 79：公路货运量累计同比（%）

图表 80：公路客运量累计同比（%）

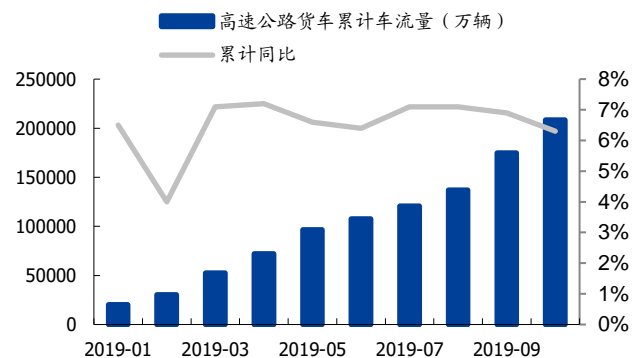
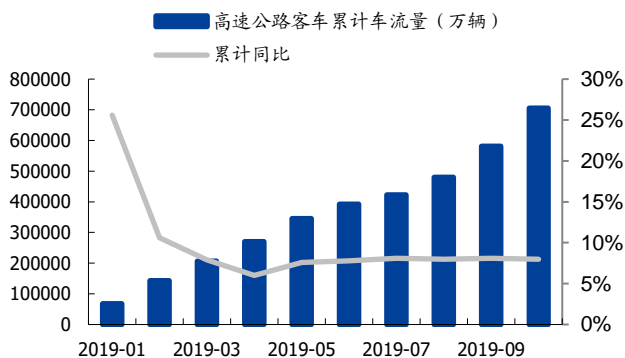


资料来源：wind，国盛证券研究所

资料来源：wind，国盛证券研究所

图表 81：高速公路客车累计车流量

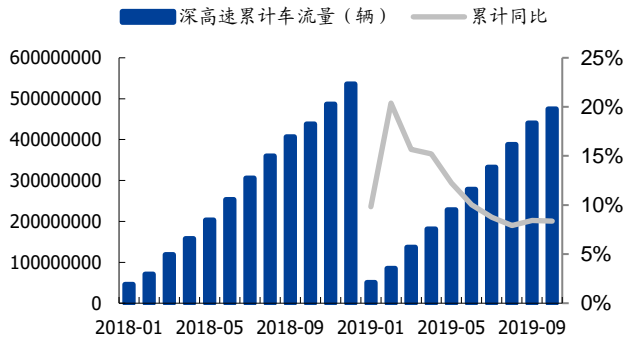
图表 82：高速公路货车累计车流量



资料来源：wind，国盛证券研究所

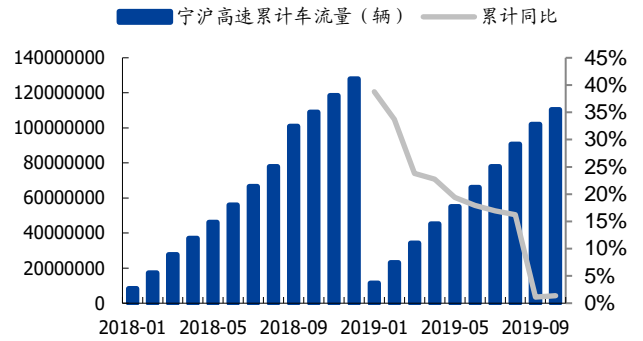
资料来源：wind，国盛证券研究所

图表 83: 深高速车流量情况



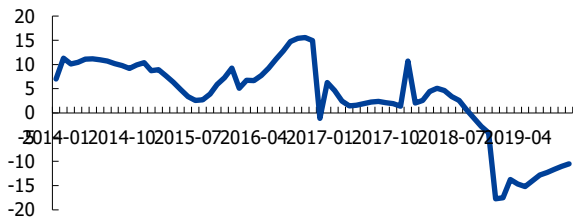
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 84: 宁沪高速车流量情况



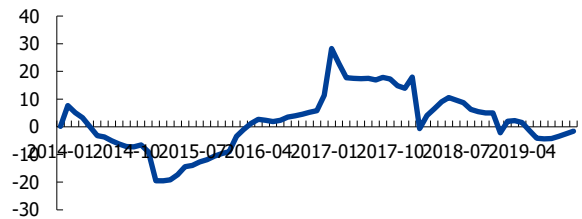
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 85: 乘用车销量累计同比 (%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 86: 商用车销量累计同比 (%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

5.2 政策端对公路企业业绩影响有限

政策端对高速公路企业的影响主要体现在 ETC 普及率提升使得收入端减少, 其次是增设 ETC 设备导致的资本开支增加; 另一方面体现在货车收费方式改变, 由计重收费改变为车型收费。

ETC 优惠对高速企业业绩实质影响较小。自 2019 年 7 月 1 日起, ETC 全国优惠统一为 95 折, 从 2020 年 1 月 1 日起, 启用电子不停车收费功能, ETC 单卡用户 (未安装车载装置的 ETC 用户) 不再享受原则上不小于 5% 的车辆通行费基本优惠政策, 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%。。此前广东省、江苏省 ETC 优惠在 98 折, 有相当部分人群已使用 ETC, 考虑到收费降低会诱增车流量以及人工成本降低, 资本开支摊销年限较长, 政策对高速企业业绩实质影响较小。

收费方式改变对高速企业有一定影响。《收费公路车辆通行费车型分类》对车长小于 6 米的 8 座和 9 座小型客车, 继续按照现有车型分类标准收取车辆通行费, 从 2020 年 1 月

1日起,统一按照1类客车收取车辆通行费;货车由按计重收费改变为车型收费,交通部指出要确保在相同交通流量条件下,不增加货车通行费总体负担,确保每一类收费车型在标准装载状态下的应交通行费额均不大于原计重收费的应交通行费额,车型收费对公司企业业绩有一定影响,但总体相差不会太大。

图表 87: 收费公路车辆通行费客车车型分类

类别	车辆类型	核定载人数	说明
1类客车	微型	≤ 9	车长小于6000mm且核定载人数不大于9人的载客汽车
	小型		
2类客车	中型	10~19	车长小于6000mm且核定载人数为(10~19)人的载客汽车
	乘用车列车	—	—
3类客车	大型	≤ 39	车长不小于6000mm且核定载人数不大于39人的载客汽车
4类客车		≥ 40	车长不小于6000mm且核定载人数不小于40人的载客汽车

资料来源:交通运输部,国盛证券研究所

图表 88: 收费公路车辆通行费货车车型分类

类别	总轴数(含悬浮轴)	车长和最大允许总质量
1类货车	2	车长小于6000mm且最大允许质量小于4500kg
2类货车	2	车长不小于6000mm且最大允许质量不小于4500kg
3类货车	3	—
4类货车	4	—
5类货车	5	—
6类货车	6	—

资料来源:交通运输部,国盛证券研究所

图表 89: 收费公路车辆通行费专项作业车车型分类

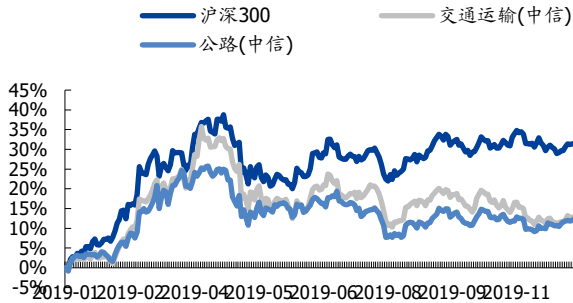
类别	总轴数(含悬浮轴)	车长和最大允许总质量
1类专项作业车	2	车长小于6000mm且最大允许质量小于4500kg
2类专项作业车	2	车长不小于6000mm且最大允许质量不小于4500kg
3类专项作业车	3	—
4类专项作业车	4	—
5类专项作业车	5	—
6类专项作业车	≥ 6	—

资料来源:交通运输部,国盛证券研究所

5.3 投资策略：无风险收益率下行，高股息品种优势凸显

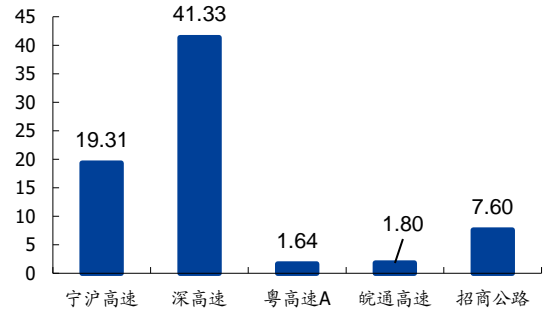
公路板块跑输大盘，深高速领涨。年初至2019年12月13日上涨12.8%，跑输沪深300指数19.01pct，其中深高速上涨41.33%，宁沪高速上涨19.31%，招商公路上涨7.6%，皖通高速上涨1.8%，粤高速A上涨1.64%。

图表 90：公路板块行情



资料来源：wind，国盛证券研究所

图表 91：主要公路上市企业2019至今涨跌幅 (%)



资料来源：wind，国盛证券研究所 注：截止至20191213

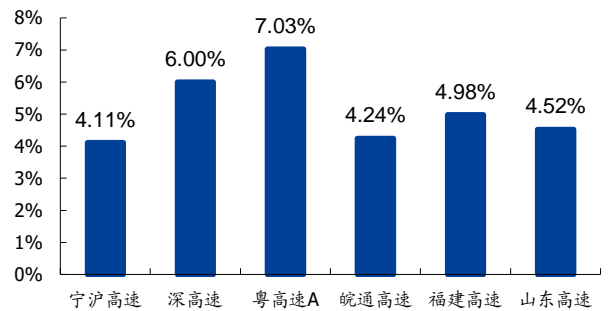
无风险收益率下行，高股息品种优势凸显。货币政策宽松，以10年期国债收益率为代表的无风险收益率下行，高速企业高分红率高股息率优势凸显，粤高速A、深高速、福建高速、山东高速、皖通高速、宁沪高速动态股息率均超过4%，随着长线资金以及社保养老金加大入市，低风险高股息率品种将受益。

图表 92：10年期国债收益率下行 (%)



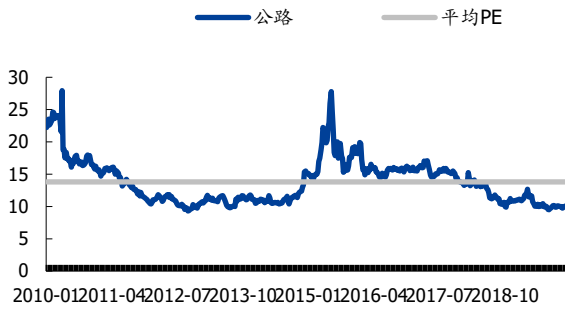
资料来源：wind，国盛证券研究所

图表 93：主要高速上市企业股息率

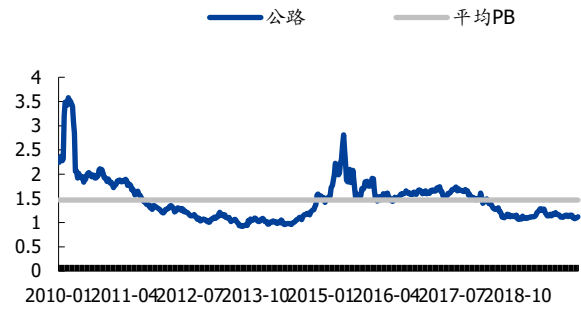


资料来源：wind，国盛证券研究所 注：截止时间20191212

图表 94: 公路板块市盈率



图表 95: 公路板块市净率



资料来源: wind, 国盛证券研究所

资料来源: wind, 国盛证券研究所

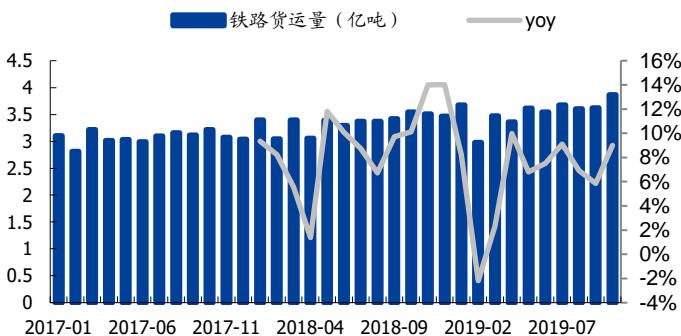
六、铁路: 关注京沪高铁上市, 资产证券化持续推进

6.1 铁路货运增速有望提速

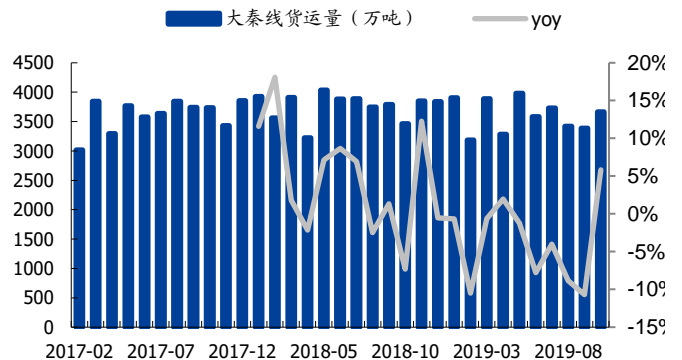
2019 年铁路货运稳健增长。2019 年 1 至 11 月份, 铁路货运实现持续大幅增长, 国家铁路完成货物发送量 31.15 亿吨, 同比增加 1.98 亿吨、增长 6.8%。根据目前铁路货运良好态势, 预计 2018 年和 2019 年国铁集团累计可实现货运增量 5 亿吨, 超铁路货运增量三年行动计划目标进度 5000 万吨。

2020 年铁路货运量增速有望提速。国务院办公厅 2018 年 10 月印发《推进运输结构调整三年行动计划(2018—2020 年)》, 提出到 2020 年将实现全国货物运输结构明显优化, 铁路、水路承担的大宗货物运输量显著提高。铁路总公司将实施《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%。其中, 全国铁路煤炭运量达到 28.1 亿吨, 较 2017 年增运 6.5 亿吨, 占全国煤炭产量的 75%, 较 2017 年产运比提高 15 个百分点; 全国铁路疏港矿石运量达到 6.5 亿吨, 较 2017 年增运 4 亿吨, 占陆路疏港矿石总量的 85%, 较 2017 年提高 50 个百分点。预计 2019 年铁路货运量达到 42.87 亿吨, 要达到 2020 年 47.9 亿吨, 2020 年增速要达到 11.73%。

图表 96: 全国铁路货运量



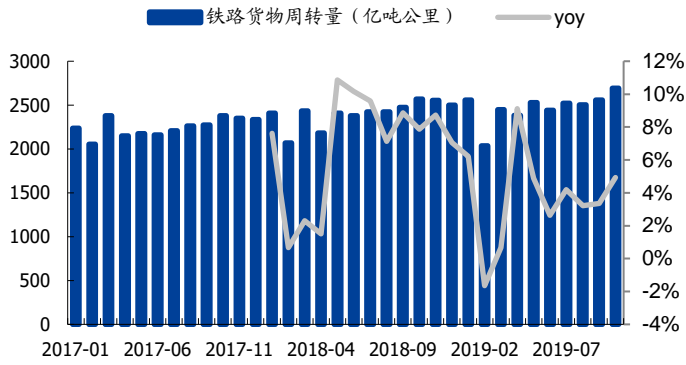
图表 97: 大秦线货运量



资料来源: wind, 国盛证券研究所

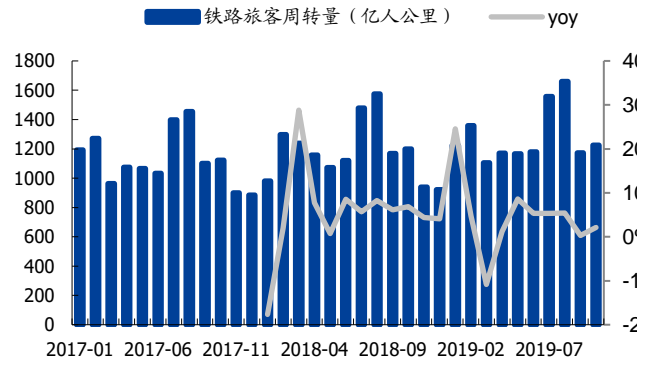
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 98: 全国铁路货物周转量



资料来源: wind, 国盛证券研究所

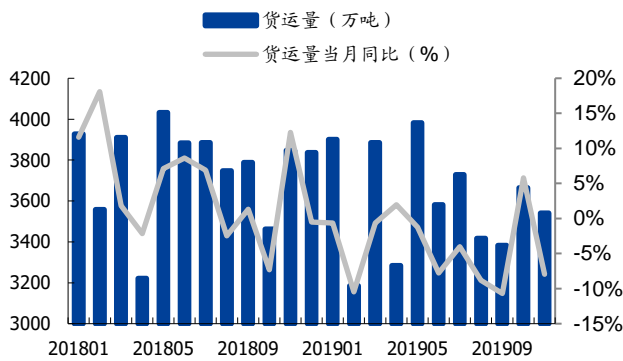
图表 99: 全国铁路旅客周转量



资料来源: wind, 国盛证券研究所

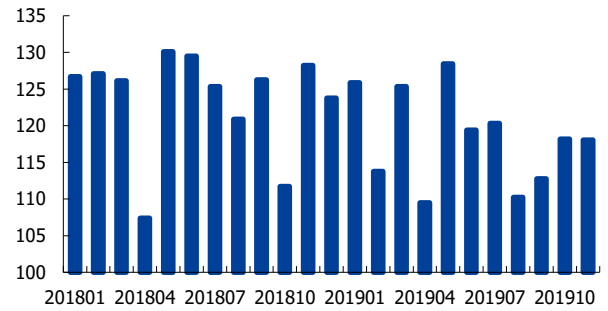
铁路上市公司受分流影响运输量有所下滑。大秦铁路 2019 年前 11 月货运量为 3.96 亿吨, 同比下降 4.15%, 主要受唐呼线等分流影响。广深铁路 2019 年前 10 月货运量为 4535.24 万吨, 同比增长 6.86%, 旅客发送量为 7404.23 万人次, 同比下降 3.38%, 关注后续土地开发。

图表 100: 大秦铁路货运量 (万吨)



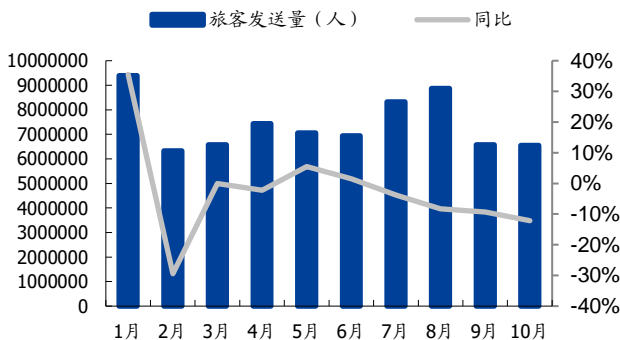
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 101: 大秦铁路日均运量 (万吨)



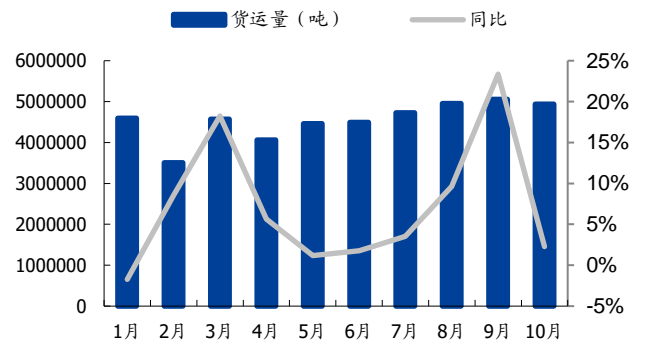
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 102: 2019 年广深铁路月度旅客发送量



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 103: 2019 年广深铁路月度货运量

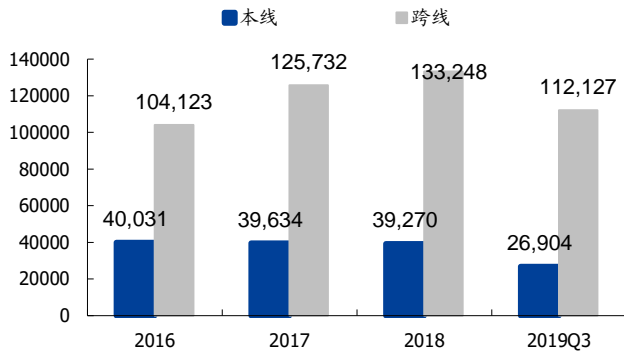


资料来源: wind, 国盛证券研究所

6.2 京沪高铁上市，铁路资产证券化持续推进

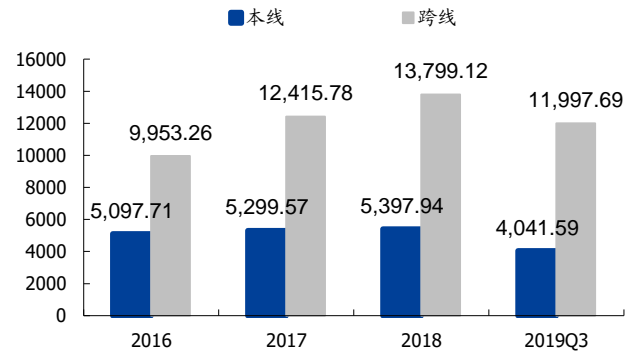
京沪线为全国重要铁路干线，是铁路中的核心资产。京沪高速铁路纵贯北京、天津、上海三大直辖市和河北、山东、安徽、江苏四省，全线共设 24 个车站，大客流及高增长保障运营收入，京沪高铁全线客运量在全国高铁总客运量占比一直稳定在 8% 以上，2018 年达 9.34%。自 2011 年京沪高铁建成通车以来，京沪高铁年客运量从 2400 万人次提升至 1.9 亿人次。日均客流量由 2011 年的 13.4 万人增长到 2018 年的 52.59 万人，年均复合增长率 21.57%。

图表 104: 京沪高铁列车列次 (列)



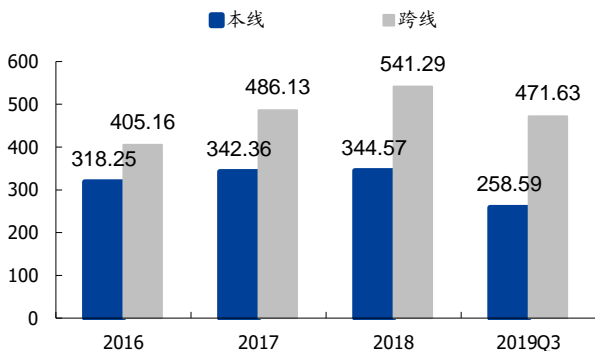
资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 105: 京沪高铁发送人 (万人次)



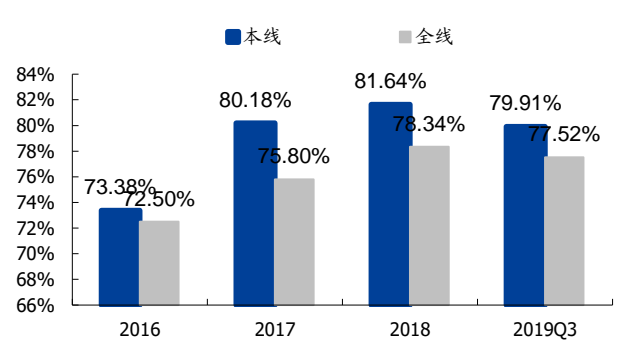
资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 106: 京沪高铁周转量 (亿人公里)



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

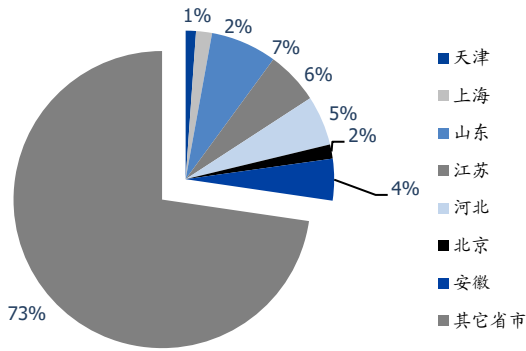
图表 107: 京沪高铁客座率



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

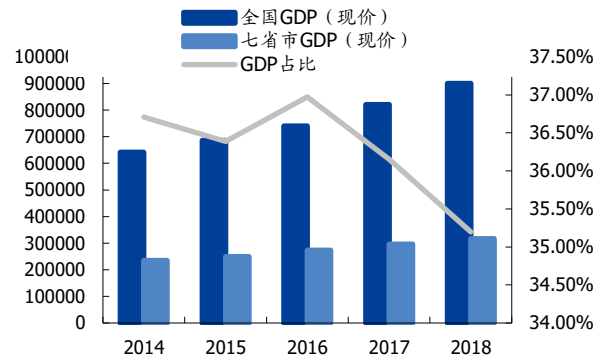
京沪高铁辐射地区经济增长良好稳定，保障客运需求可持续增长。2014 年，京沪高铁通过的七个省市 GDP 总额为 23.54 万亿元，2018 年上升至 31.69 万亿元。年均复合增长率达 7.71%。京沪高铁通过的七个省市中，有五个省市的人均 GDP 高于全国人均。其中上海、北京、江苏的人均 GDP 超过 11 万元。

图表 108: 七省市人口总数占全国人口总数超过 25%



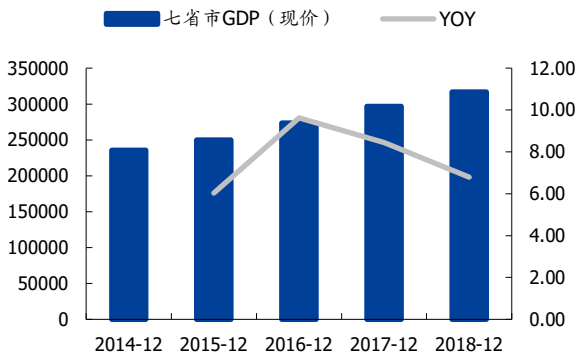
资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

图表 109: 七省市 GDP 占全国 GDP 超过 30%



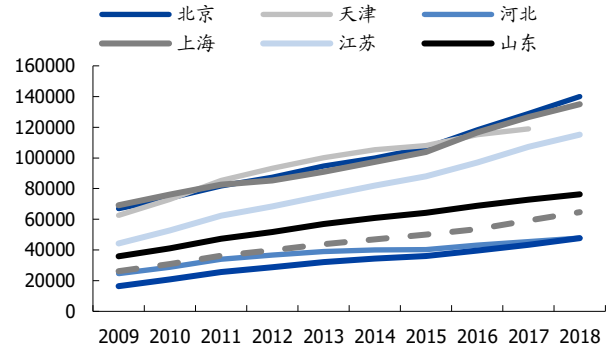
资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

图表 110: 京沪高铁途经七省市总 GDP 增长速度较快



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

图表 111: 京沪高铁途经省市大多人均 GDP 高于全国, 且增长速度更快



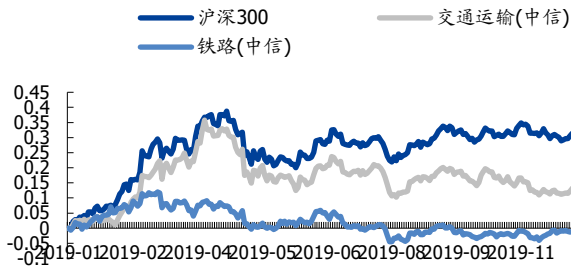
资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

铁路资产证券化持续推进, 京沪高铁将要上市。以铁路总公司股份制改造为牵引, 进一步深化铁路管理体制和运行机制改革。铁路总公司分别与上交所、深交所签署战略合作协议, 推动铁路企业上市融资、铁路建设债券发行、资产证券化等。11月14日, 京沪高铁首发通过, 预计将会尽快上市, 有利提升铁路运输板块估值。

6.3 投资策略: 关注京沪高铁, 高股息率的大秦铁路

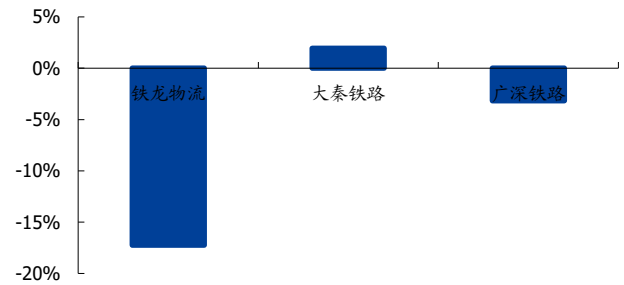
投资策略: 铁路指数 2019 至今 (20191213) 下降 0.94%, 大幅跑输沪深 300 指数和交运指数。铁路板块目前市盈率 9.29 倍, 处于历史 15.9 百分位, 市净率为 0.99 倍, 处于历史 0.7 百分位, 板块明显低估。我们建议重点关注即将上市的京沪高铁, 高股息率的大秦铁路。

图表 112: 铁路板块行情



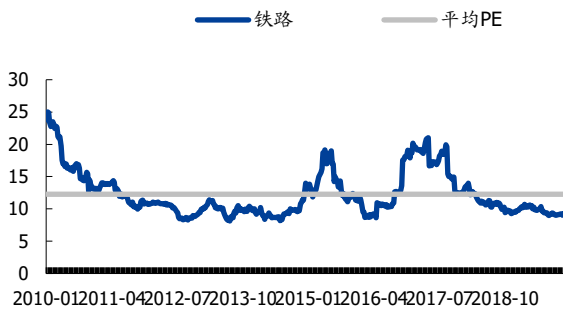
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 113: 主要铁路上市企业 2019 至今涨跌幅



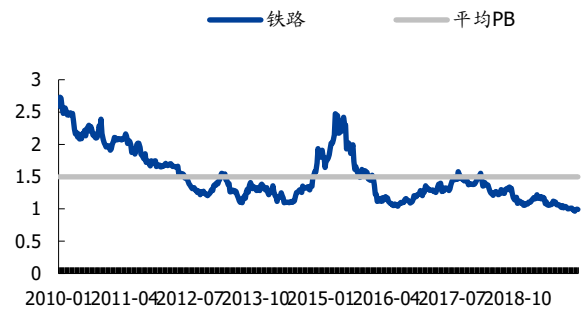
资料来源: wind, 国盛证券研究所 注: 截止至 20191213

图表 114: 铁路板块市盈率



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 115: 铁路板块市净率



资料来源: wind, 国盛证券研究所

七、航空：基本面逐步改善，航空出行需求静待复苏

7.1 受 737MAX 影响供给增速放缓

我们梳理了各航司飞机引进计划，三大航增速相对较慢。2020 年东方航空计划净增加 48 架飞机，南方航空净增加 63 架飞机，中国国航净增加 90 架飞机，引进计划包含 737MAX，实际引进飞机数量要少。春秋航空净增加 10 架，同比增长 11.11%。

图表 116: 主要航司飞机引进计划(架)

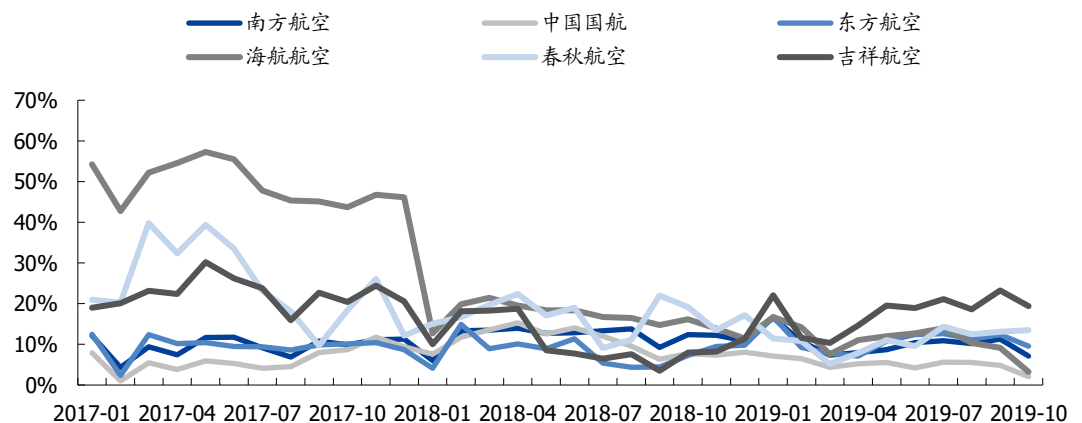
	2017	2018	2019E		2020E		2021E				
	年末机 队规模	年末机 队规模	引入	退出	年末机队 规模	引入	退出	年末机队 规模	引入	退出	年末机队 规模
东方航空	627	680	60	1	739	61	13	787	18	14	791
南方航空	754	840	114	45	909	91	28	972	29	3	998
中国国航	655	684	55	15	724	93	3	814	42	1	855
海航控股	410	463	23	16	470						
吉祥航空	81	90	13	4	99						
春秋航空	76	81	15	6	90	12	2	100	13	8	105

资料来源: wind, 公司公告, 国盛证券研究所

737MAX 停飞, 供给受限。西南航空、美国航空和美联航均将 737MAX 停飞时间推迟到了 2020 年 3 月初。根据第一财经报道, 在复飞时间仍没有时间表的情况下, 美国波音公司 2019 年 12 月 17 日宣布, 将于 2020 年 1 月暂停 737 Max 飞机的生产。空客单通道飞机储备订单超过 6000 架, 2024 年的生产机位已经全部售空, 使得飞机引进更加紧张。国内目前有 13 家航空公司运营 96 架 737Max 8, 其中南方航空 24 架、中国国航 15 架、海南航空 11 架、上海航空 11 架、厦门航空 10 架、山东航空 7 架、深圳航空 5 架、东方航空和祥鹏航空各 3 架、奥凯航空、福州航空及昆明航空各 2 架, 九元航空 1 架, 占到运输飞机比重的 2.64%。计划引进的 737MAX8 不能继续引进, 我们认为 2020 年全年飞机引进增速将低于往年 10%, 短期可通过提高飞机利用率维持 ASK 增速, 旺季供给会持续吃紧。

各大航司 ASK 增速同比收窄。2019 年 10 月份, 东航 ASK 增长 9.52%, 南航 ASK 增长 7.11%, 国航 ASK 增长 2.04%, 海航 ASK 增长 3.22%, 春秋 ASK 增长 13.52%, 吉祥 ASK 增长 19.39%, 相比 2018 年同期增速均显著下降。仅春秋航空、吉祥航空两大民营航空公司保持两位数以上的增长速度。

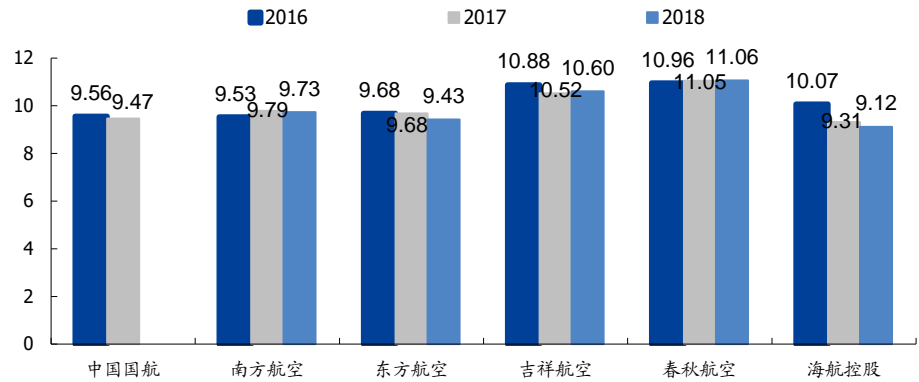
图表 117: 近 3 年各航司 ASK 同比增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所

飞机日利用率小时受限。六大航司的飞机平均日利用率均达到较高水平, 基本维持在 9 个小时以上, 春秋航空日利用率最高达到 11.06 小时, 很难再提高, 三大航相对较低仍有一定的提升空间。

图表 118: 六大航司飞机平均日利用率 (小时)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

R5 政策飞行员飞行小时受限。大型飞机公共航空运输承运人运行合格审定规则 CCAR-121-R5, 应当于 2019 年 12 月 31 日之前完全符合本次修订版的要求。飞行机组成员任一日历年不超过 900 小时的飞行时间, 相比减少 100 小时, 乘务员任一日历年不超过 1100 小时的飞行时间, 相比减少 100 小时。

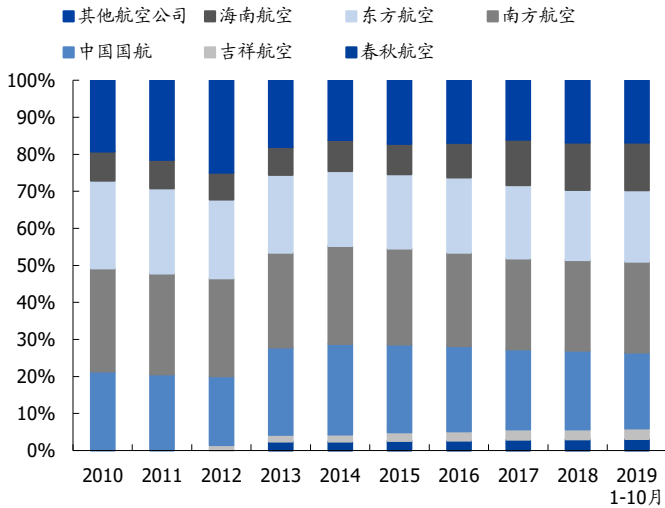
图表 119: 大型飞机公共航空运输承运人运行合格审定规则修改对比

	第五次修订 (2017 年)	第四次修订 (2010 年)
单程执勤期及飞行时间限制	根据报道时间及航段数不同, 非扩编飞行机组最大飞行时间在 8-9 小时之间, 非扩编飞行机组成员最大飞行执勤期限在 9-14 个小时之间。	配备 2 名飞行员时, 值勤期安排不超过 14 小时, 该值勤期内的飞行时间不得超过 9 小时, 值勤期安排超过 14 小时但不超过 16 小时, 该值勤期内的飞行时间不得超过 12 小时。
休息时间保障	两个飞行执勤期之间机组成员必须连续休息至少 10 个小时。如果飞行值勤期的终止地点所在时区与机组成员的基地所在时区之间有 6 个小时以上的时差, 则机组成员必须连续休息至少 48 小时。任一机组成员在实施飞行任务前的 144 小时内, 应至少连续休息 48 小时。	值勤期安排不超过 14 小时, 值勤期后应至少连续休息 10 小时; 但对飞行任务解除的时间是发生在当地时间午夜零点之后的, 则为 12 小时。值勤期安排超过 14 小时但不超过 16 小时, 值勤期后安排至少连续休息 14 小时。
飞行机组成员	飞行机组成员不得超过任一日历年, 100 小时的飞行时间; 及任一日历年, 900 小时的飞行时间。 飞行机组成员不得超过任何连续 7 个日历日, 60 小时的飞行值勤期; 任一日历年, 210 小时的飞行值勤期。	飞行机组成员总飞行时间任何 7 个连续日历日内不得超过 40 小时。任一日历年飞行时间不超过 100 小时, 任何连续三个日历月内的总飞行时间不得超过 270 小时。任一日历年内不得超过 1000 小时。
乘务员	乘务员不得超过任一日历年, 100 小时的飞行时间; 及任一日历年, 1100 小时的飞行时间。乘务员不得超过任何连续 7 个日历日, 70 小时的飞行值勤期; 及任一日历年, 230 小时的飞行值勤期。增加 1 名客舱乘务员, 飞行值勤期不得超过 16 小时; 增加 2 名客舱乘务员, 飞行值勤期不得超过 18 小时; 增加 3 名或者 3 名以上客舱乘务员, 飞行值勤期不得超过 20 小时。	客舱乘务员的总飞行时间在任何连续 7 个日历日内不超过 40 小时, 任一日历年内不得超过 110 小时, 任一日历年内不得超过 1200 小时。
飞行签派员	飞行签派员不得连续值勤超过 10 小时, 在累计执勤达到 10 小时之前至少连续休息 8 小时。在任意连续 7 个日历日内至少连续休息 24 小时的休息期。	与第五次修订相同。

资料来源: 交通运输部, 国盛证券研究所

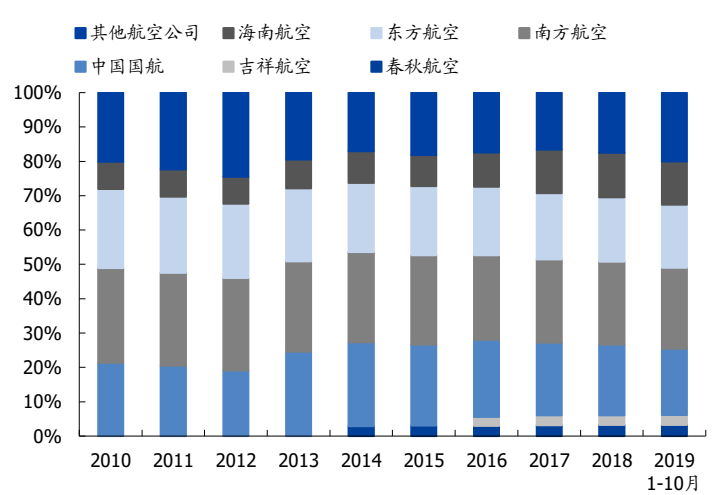
三大航领跑，行业格局趋于稳定。2019年1-9月份，三大航ASK市占率为64.37%，RPK市占率为62.92%，基本维持在60%以上的市场份额。三大航加海航、春秋、吉祥ASK市占率为82.7%，RPK市占率为82.25%，基本维持80%以上的市场份额。由于航线稳定性，行业格局保持稳定。

图表 120: 2010-2019 年 10 月各大航司 ASK 占比



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 121: 2010-2019 年 10 月各大航司 RPK 占比

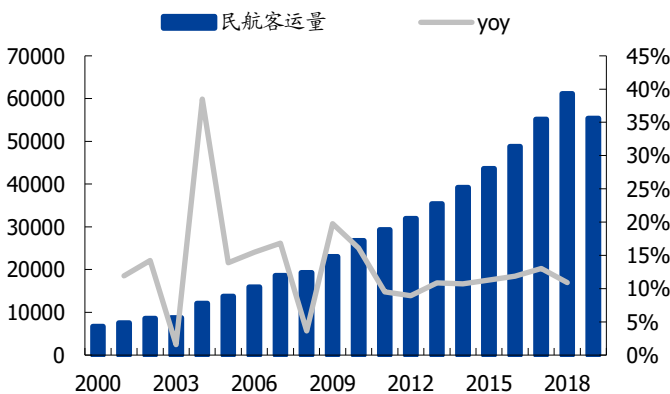


资料来源: wind, 国盛证券研究所

7.2 需求韧性强，供需有望改善

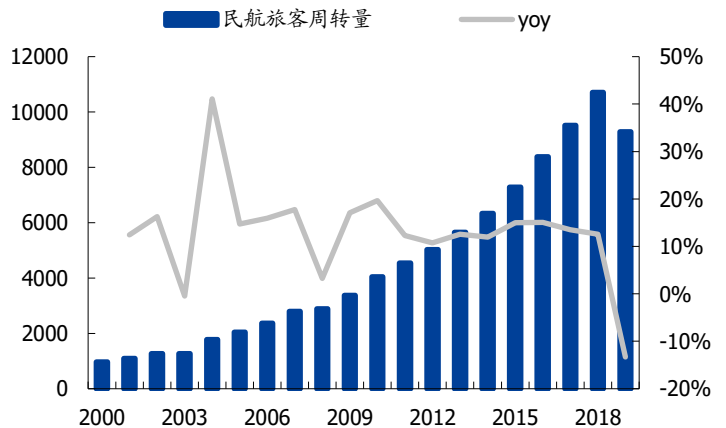
2019年1-10月，全行业共完成民航旅客运输量5.54亿人次，同比增长8.3%；运输总周转量1077.5亿吨公里，同比增长7.5%；货邮运输量611.3万吨，同比增长1.0%。全年RPK有望维持10%以上的增速。

图表 122: 民航客运量 (万人次, %)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

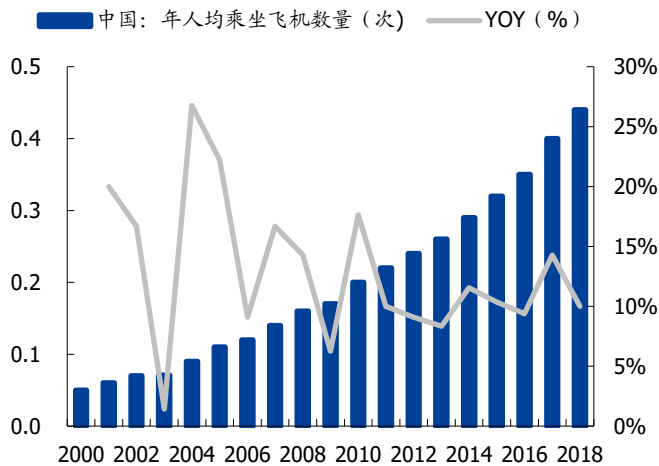
图表 123: 民航旅客周转量 (亿人公里, %)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

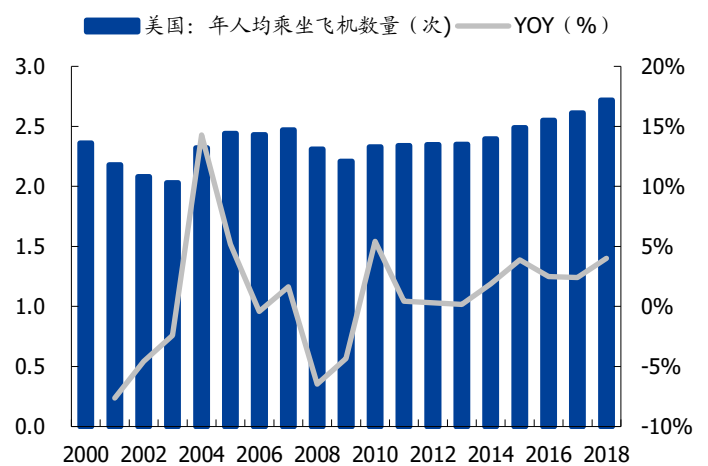
人均乘飞机次数仍然较低，增长潜力大。2018年美国年人均乘坐飞机次数为2.72次，2018年中国年人均乘坐飞机次数为0.44次，相比美国相差6倍，我国仍有很大的提升空间。

图表 124: 中国人均乘坐飞机次数 (次, %)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

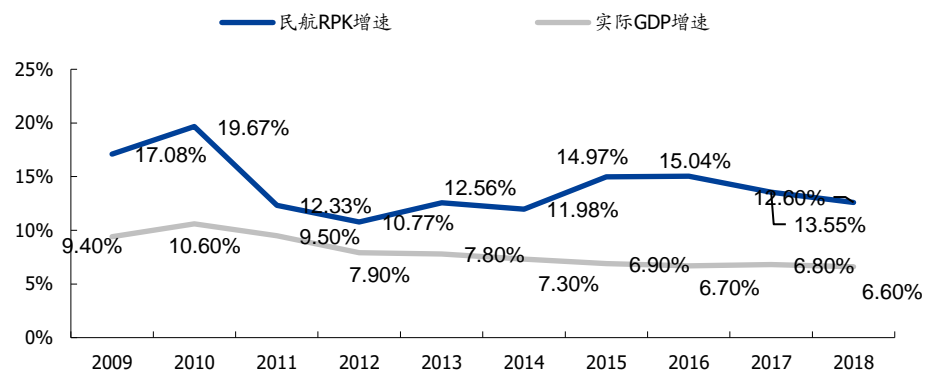
图表 125: 美国年人均乘坐次数 (次, %)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

2020 年 RPK 有望超过 11%。我们分析了 RPK 增速与 GDP 增速的关系，发现 2009 年至 2018 年 RPK 增速是 GDP 增速的 1.8 倍，最近几年比例基本维持在 2 倍以上，随着我国国民经济的发展，民航需求仍持续提升，假设 2020 年 GDP 在 5.5% 以上，则估算 RPK 增速在 11% 以上。

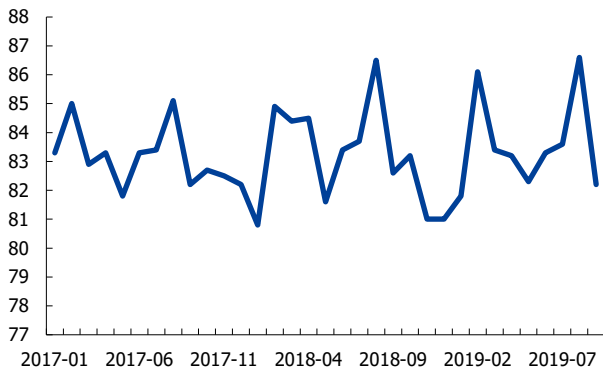
图表 126: RPK 增速与 GDP 增速关系



资料来源: 国家统计局, 民航局, 国盛证券研究所

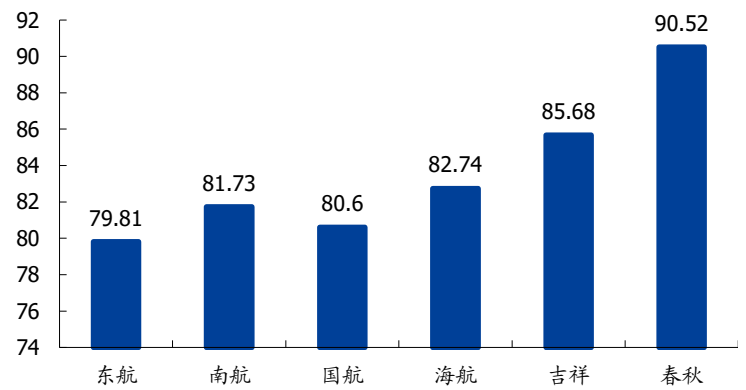
2019Q3 客座率保持平稳。2019 年 9 月份民航正班客座率达到 82.20%，比上年同期下降 0.48%。2019 年 10 月东航客座率为 80.82%，同比下降 1.02%；南航客座率为 83.15%，同比增长 0.55%；国航客座率为 81.6%，同比增长 0.6%；海航客座率为 82.47%，同比下降 0.27%；吉祥航空客座率为 85.97%，同比下降 0.12%，春秋航空客座率为 89.95%，同比增长 2.17%。

图表 127: 民航正班客座率 (%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

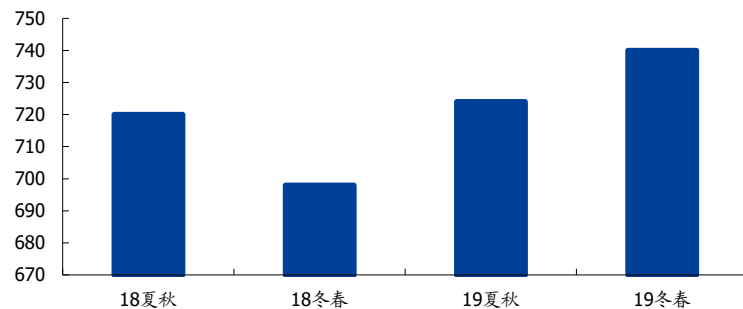
图表 128: 主要航司 2019Q3 客座率 (%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

核心航线供需持续紧张。19年冬春航季京沪每周之间航班次为740较18年春冬航季698班次提高了6.02%。根据CADAS的数据,2018年1-4月京沪航线航班量近1万架次,客运量232.22万人次,平均客座率达到89.95%,由于需求旺盛,核心航线供需持续紧张。

图表 129: 每周京沪之间的航班次数 (次)



资料来源: pre-flight, 国盛证券研究所

票价实行市场调节价,核心航线票价提升。关于进一步推进民航国内航空旅客运输价格改革有关问题的通知,规定5家以上(含5家)航空运输企业参与运营的国内航线,国内旅客运价实行市场调节价,由航空运输企业依法自主制定。每家航空运输企业每航季上调实行市场调节价的经济舱旅客无折扣公布运价的航线条数,原则上不得超过本企业上航季运营实行市场调节价航线总数的15%(不足10条航线的最多可以调整10条);每条航线每航季无折扣公布运价上调幅度累计不得超过10%。我们认为票价放开,对于核心航线票价有望持续提升,例如2018年京沪航线上调了两次经济舱全价由年初的1240元上调至年末的1490元,2019年经济舱全价票达到1630元。

图表 130: 国内航空旅客运输价格改革政策

年份	主要内容	相关条文
2018年	有5家及以上航空运输企业参与运营的国内航线，国内旅客运价要实行市场调节价，由航空运输企业依法自主制定。这次新增市场调节价国内航线306条，如广州往返重庆、成都往返杭州、昆明往返青岛等等	《关于进一步推进民航国内航空旅客运输价格改革有关问题的通知》
2016年	有375条国内航线实行市场调节价	《关于深化民航国内航空旅客运输票价改革有关问题的通知》
2014年	进一步放开相邻省份之间与地面主要交通运输方式形成竞争的101条短途航线旅客运输票价，由现行政府指导价改为实行市场调节价，同时全部放开民航国内航线货物运输价格	《中国民用航空局国家发展和改革委员会关于进一步完善民航国内航空运输价格政策有关问题的通知》
2013年	对31条与地面主要交通运输方式形成竞争，且由两家（含）以上航空公司共同经营的国内航线，旅客运输票价由实行政府指导价改为市场调节价；对旅客运输票价实行政府指导价的国内航线，均取消票价下浮幅度限制	《中国民用航空局国家发展和改革委员会关于完善民航国内航空旅客运输价格政策有关问题的通知》
2010年	头等舱与经济舱实行市场调节价	《民航国内航空运输价格改革方案》
2004年	由航司以基准价为基础，上浮不超过政府规定最高幅度、下浮幅度不限的范围内，确定实际执行的运价水平。最高幅度为25%	《民航国内航空运输价格改革方案》
1997年	民航局推进统一定价。民航局推出“一种票价，多种折扣”的票价改革政策，实行票价幅度管理，票价优惠幅度在40%-50%，在一定程度上给予了航空公司选择价格下浮空间的自主权	
1992年	允许航空公司的票价可以上下浮动10%，航司首次拥有自主权	

资料来源：中国民航网，国盛证券研究所

7.3 经营租赁并表，汇率敏感性放大

原油大幅上涨概率较低。由于地缘政治影响，2019年初至今（12月13日）布伦特原油上涨18.8%，达到65.22美元/桶，平均油价为64.05美元/桶，较2018年同期68.85美元/桶还是处于低位。若二叠纪盆地输油管道运输瓶颈打破使得页岩油产量大幅增加将带来油价下行风险，油价基本冲破80美元/桶继续往上的难度较大。

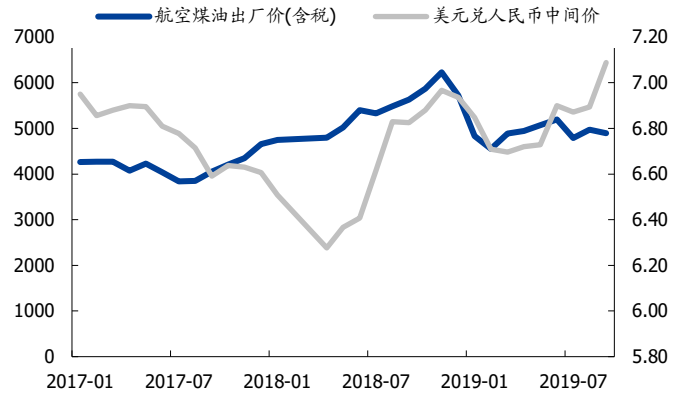
美元兑人民币保持稳定。2019年初至今（20191213）人民币兑美元贬值2.44%，12月13日中美第一阶段经贸协议文本达成一致，人民币汇率提升则利好航空板块。

图表 131: 近3年布伦特原油价格变化(美元/桶)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

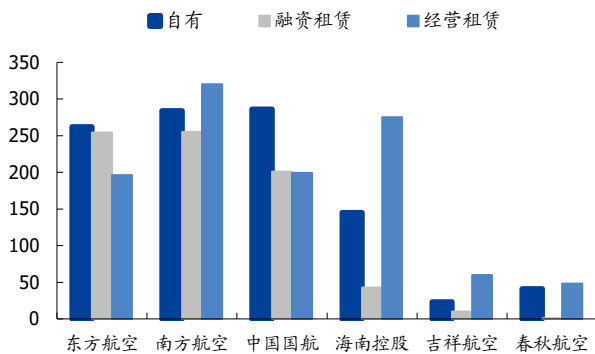
图表 132: 近3年航空煤油出厂价(元/吨)、美元兑人民币中间价



资料来源: wind, 国盛证券研究所

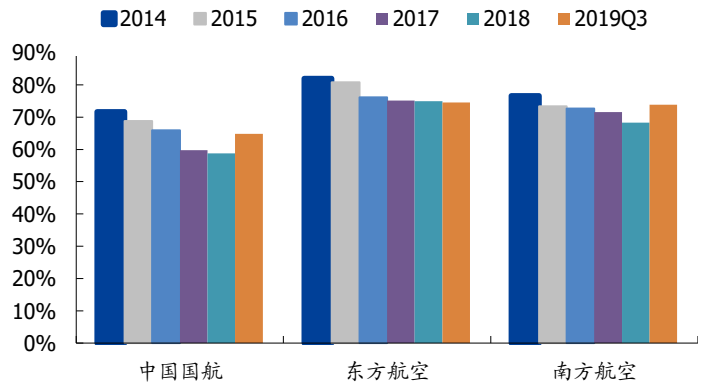
经营租赁并表, 汇率敏感性放大。 IFRS 16 新准则将于 2019 年 1 月生效, IFRS 16 取消了目前对承租人区分资产负债表内融资租赁和资产负债表外经营租赁的双重会计模型, 经营租赁并入表内。经营租赁飞机主要是美元支付, 三大航经营租赁占有所有运输飞机的比重为 32.73%, 美元负债增加将放大汇兑敞口。

图表 133: 各大航司持有运输飞机数量(架)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 134: 三大航司资产负债率(%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 135: 利率、汇率、油价敏感性分析

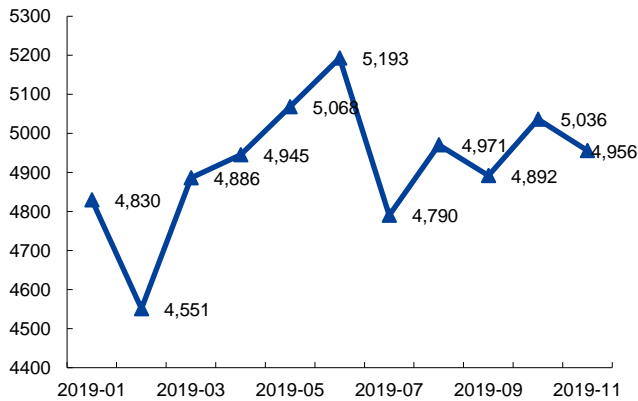
	利率风险	汇率风险		油价风险
(亿元)	借款利率增加 50 个基点	人民币/美元上升 1%	人民币/日元上升 1%	平均燃油价格上升 5%
中国国航	-1.36	2.28	0.1062	-19.24
东方航空	-2.24	1.78	-	-16.84
南方航空	-2.70	1.95	-	-21.46
海航控股	-2.43	3.24	-	-10.28
吉祥航空	-3.73	2.96	-	-3.96
春秋航空	-0.08	0.0058	0.1055	-2.00

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 注: 数据为 2018 年报数据

7.4 投资策略：供需有望改善，关注三大航

航空指数年初至今（20191213）上涨 9.85%，跑输交运指数。各航司增幅差异显著，仅春秋航空一枝独秀、跑赢沪深 300 指数，其余航司均落后于指数涨幅。其中国有三大航平均涨幅为 12.31%，吉祥航空上涨 5.27%，春秋航空涨幅达 34.19%，是三大航的 2.5 倍，吉祥航空的 6 倍。2019 年 4 月以后，随着中美贸易争端重启、人民币持续贬值，以及航空煤油价格的上升，航空股总体走势持续下行，至 8 月份调整至最低点，而 2019 年半年报公布后，航空业整体业绩趋于稳定，股价缓步上升。

图表 136: 2019 年以来航空煤油出厂价变化 (元/吨)



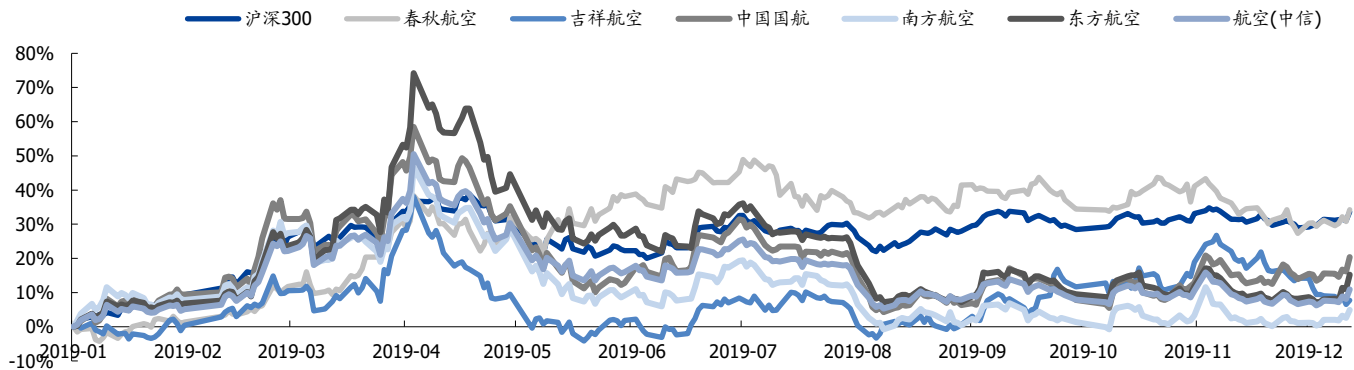
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 137: 2019 年以来美元兑人民币中间价



资料来源: wind, 国盛证券研究所

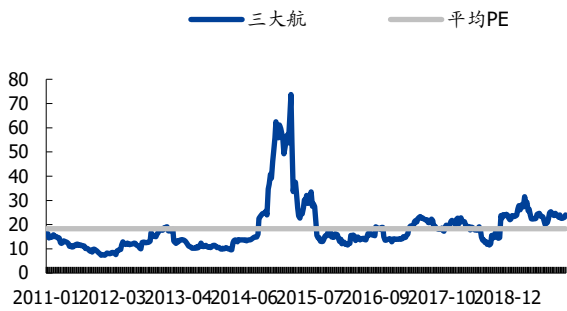
图表 138: A 股航空股 2019 年以来市场表现



资料来源: wind, 国盛证券研究所

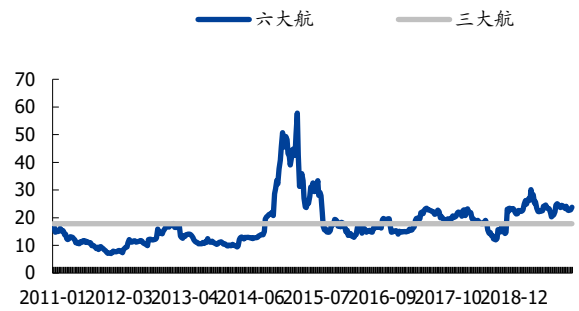
三大航目前市盈率为 23.99 倍，高于历史平均市盈率 18.31 倍，市净率为 1.33 倍，低于历史平均市净率 1.78 倍，估值仍有吸引力。国务院常务会议确定从 2019 年 7 月 1 日起，民航发展基金征收标准降低一半，假设按照减半征收，增厚航司利润。航空板块估值处于底部区域，人民币大幅贬值概率低，油价稳定，出行需求有望好转，建议重点关注三大航、春秋航空、吉祥航空。

图表 139: 三大航市盈率



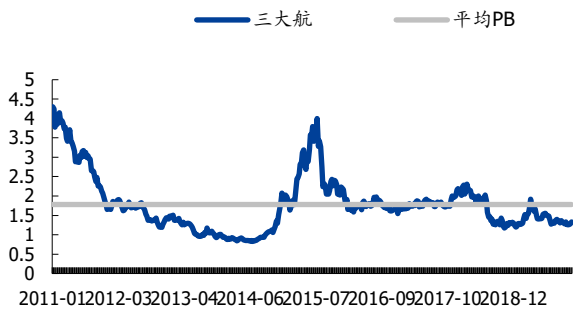
资料来源: wind, 国盛证券研究所 注: 剔除负值, 整体法

图表 140: 六大航市盈率



资料来源: wind, 国盛证券研究所 注: 剔除负值, 整体法

图表 141: 三大航市净率



资料来源: wind, 国盛证券研究所 注: 剔除负值, 整体法

图表 142: 六大航市净率

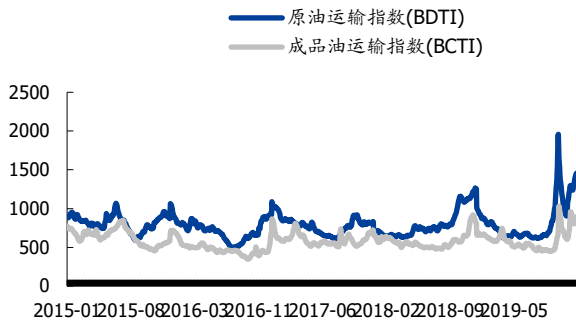


资料来源: wind, 国盛证券研究所 注: 剔除负值, 整体法

八、航运：供需结构改善，油运周期向上

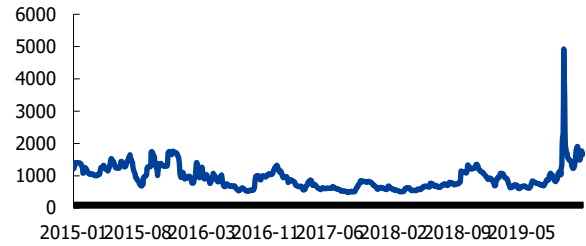
油运景气上行。原油运输指数（BDTI）指数为 1440.00 点，成品油运输指数（BCTI）指数为 892.00 点，CTFI 综合指数为 1675.44 点，三大指数较往年大幅提升，油运景气上行。目前 VLCC TD3C-TCE 在 8.5 万美元/天，预计 2020 年运价仍然维持高位。

图表 143: BDTI、BCTI 指数



资料来源: wind, 国盛证券研究所

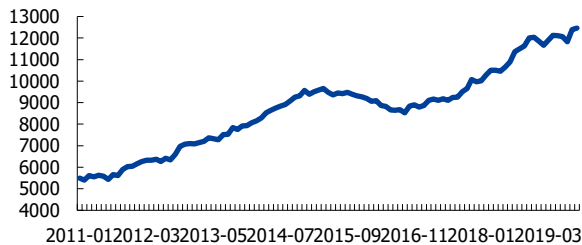
图表 144: CTFI 指数



资料来源: wind, 国盛证券研究所

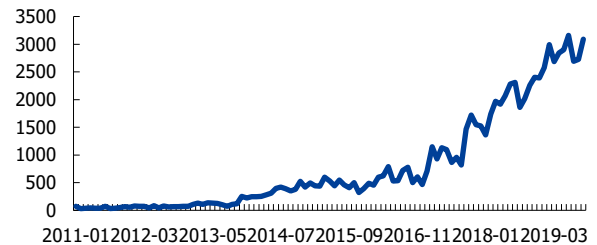
美国原油出口增加, 带动平均行距提升。根据 EIA 的数据, 美国原油出口量从 2011 年 1 月的每天 7.2 万桶提升到 2019 年 9 月的每天 309.2 万桶。美国原油产量从 2011 年 1 月的每天 549.4 万桶提升到 2019 年 9 月的 1246.3 万桶, 预计到 2020 年达到 1309 万桶。从近年出口分布来看, 美国至远东及东南亚地区的原油出口已由 2017 年的 36% 升至 2019 年上半年的 43% 以上, 这意味着美油不仅出口量在持续增加, 远距离出口的比重正在进一步扩大, 而美湾至远东往返的运距是中东至远东的约 2.4 倍之多, 强力刺激运输需求。

图表 145: 美国原油产量 (千桶每天)



资料来源: EIA, 国盛证券研究所

图表 146: 美国原油出口量 (千桶每天)



资料来源: EIA, 国盛证券研究所

图表 147: “美湾-远东”与“中东-远东”代表性航线运距对比表

航线	VLCC 单程海运距离 (海里)
Ras Tanura-Yosu	6,321.20
Loop-Yosu	15,339.64

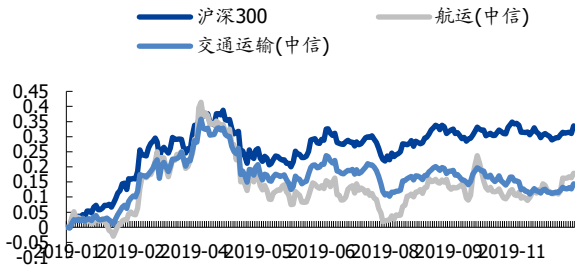
资料来源: 中远海能公司公告, 国盛证券研究所

限硫装置安装有效运力退出。国际海事组织海上环境保护委员会第 70 届会议决定自 2020 年 1 月 1 日起在全球范围内实施船用燃油硫含量不超过 0.50% m/m 的规定, 并出台了相关的《国际防止船舶造成污染公约》修正案、导则和通函等。加装脱硫塔, 将进

一步阶段性减少市场有效运力供给。油轮运输行业已步入新一轮上行周期，国际油运市场供需基本面将持续向好。

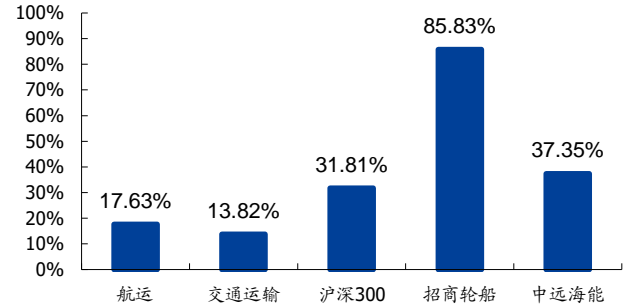
航运板块跑输大盘，油运企业领涨。年初至2019年12月13日航运板块上涨17.63%，跑输沪深300指数，但油运股票领跑，其中招商轮船上涨85.83%，中远海能上涨37.35%。

图表 148: 航运板块行情



资料来源: wind, 国盛证券研究所

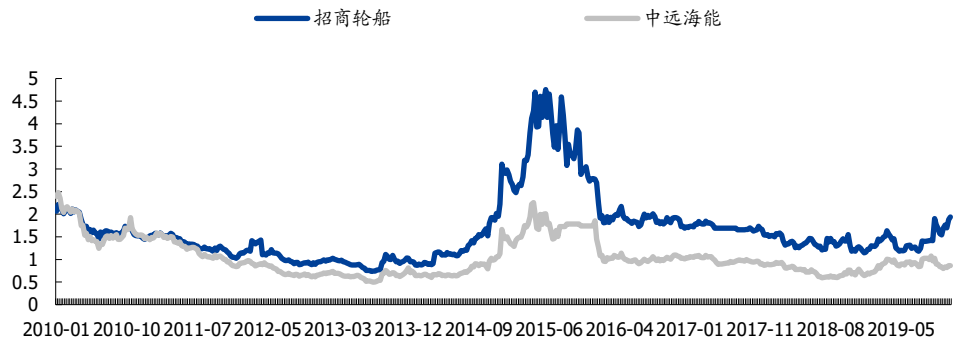
图表 149: 主要油运上市企业 2019 至今涨跌幅 (%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所 注: 截止至 20191213

油运板块估值仍有提升空间。招商轮船目前 PB1.94 倍，处于历史估值 83%，中远海能目前 PB0.87 倍，处于历史估值 37%。2020 年限硫令使得供给压力缓解，美国原油出口加速，有望带动平均行距提升，行业步入周期上行区间，我们建议重点关注：招商轮船、中远海能。

图表 150: 招商轮船、中远海能市净率情况



资料来源: wind, 国盛证券研究所

风险提示

- 1、宏观经济增速低于预期风险。物流业与宏观经济紧密联系，如果宏观经济低于预期则物流亦会承压。
- 2、人民币汇率贬值风险。航空公司存在大量美元负债，人民币汇率贬值则影响航司利润水平。
- 3、油价大幅上涨风险。物流行业成本主要是油价，如果油价持续上行则会影响物流企业利润水平。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com