

目录

(一) 中远海控 :	1
(二) 密尔克卫	6
(三) 圆通速递	11
(四) 顺丰控股	18
(五) 东方航空	22
(六) 春秋航空	25
(七) 吉祥航空	30

(一) 中远海控 :

1. 宏观市场及公司未来重点拓展市场

海控目标要打造的是全球化的运输网络,在主要航线和新兴航线上全面开花。目前来看欧洲的航商在南美市场的推进相对更为顺利,而海控在东南亚区域的布局更重,整体来看,东南亚和南美都是近年成长较快的市场,会继续加强布局。

2. 如何看待 12 月以来 SCFI 大幅上涨 ?

(1)欧线 : 12 月 1 日、12 月 15 日两次上涨

欧线淡季停航比例较大,集运航商运力得到控制,因而仓位利用率的情况很好。不但燃油附加费加收顺利,基础运费还涨了。

(2)美线 : 12 月 1 日上涨,最近回落

美线月初的时候有所回升，但是由于大家对 12.15 号的关税加征情况不好判断，因此有很多客户处于观望状态，我们判断这个情况甚至可能会维持到明年一季度。此外就是，去年的抢运带来的高基数，今年要比去年更高的可能性不高。龙头马士基加征燃油附加费后下调基础运费，大部分航商就都跟随了。

3.低硫油附加费加征情况及客户反应？

集装箱运输市场 12 月开始加征低硫油附加费，客户接受程度较高，原因在于：4.5 月份签约时有提前与客户交流后续加征燃油费问题，公司按月调整低硫油附加费(每月公布下月燃油附加费征收情况)；客户相对分散，燃油附加费传导相对容易。

整体来看中远海控虽先于其他公司加征低硫油附加费（有些公司从 2020 年 1 月 1 日开始加征），但仓位利用率无明显降低，客户接受程度较高。整体看，燃油附加费传导成本的能力主要还是取决于行业内的供求关系和马士基定价策略的引领作用

4. 实际低硫油使用情况？

有些长航线的船舶从 11 月底就开始换用低硫油了，其余也都逐步都已经换了。目前看班轮公司遇到低硫油短缺的情况不多，因为之前都基本做到锁量，且到港的时间都相对确定，提前 20 天预约好加油船没有大问题。

5. 目前来看 MGO 与低硫油价位差较小甚至部分地方 MGO 更便宜，航商是否有可能改用 MGO？

MGO 短时间过度没有问题，但是长期使用黏度过低的油可能存在船舶主机故障风险。

6. 公司合同运价锁价比例？

目前只有部分美线是锁价的，其余的地区基本都是即期运价。

7. 目前市场低硫油的质量、参数不稳定，使用低硫油是不是会造成很多问题？

这个主要考验各公司机务管理能力，中远海集团使用集中采购模式，在锁量和议价能力上都占据了优势地位。目前海控很多用的是提前锁量的调和油，在使用前我们还会再做检验检查，确保油品质量符合要求，目前还没有碰到大的问题。

8. 集装箱船舶未来是否可能为了节油而降速航行？

目前航速规划相对经济，平均航速约 16 节，出口航次可能可以达到约 18 节，回程因为时间不是那么紧迫，大概 14-15 节。如果降速势必减少挂港次数，服务质量会下降，集装箱船降速的空间不大。

9. 预期运力供给增速较少？

2019 年目前市场由于加装脱硫塔实际运力减少 1.2%，预计明年实际运力较名义运力减少 2%。主要（1）由于高低硫油价差扩大（Q4 前预期 150-200 美元价差，现在有接近 300），预计明年船加装脱硫塔更多。船舶进坞加装脱硫塔本身预计需要 45 天左右，但是实际下来看都需要 2 个月时间。由于目前船坞安排较紧，现在如果船舶进坞加装脱硫塔可能需要排到明年。（2）老旧船拆解量增大。15 年以上船舶燃油消耗相对一般船舶燃油消耗多 30%，集装箱船舶不同于干散货船，老旧船舶回到船舶租赁公司手上，会权衡加装脱硫塔成本（500-800 万 USD）还是直接拆解更划算。

预计明年净新增运力有限：新船 100 万箱-老旧船拆解=大概 60-70 万箱，预计明年运力增速 2%。整体来看需求端增速略高于供给端增速。如果明年需求端高于预期，预计整体效益

水平将提高。反之如果贸易战不维持缓和趋势，即需求端较弱，前 5 大班轮公司持有市场集装箱船舶约 65%运力，三大联盟利用联合控班方式，运价也不太会跌破大家的盈亏平衡线，现在前四大航商打价格战的意愿不高。

10. 行业内新造 25000TEU 大船及 LNG 船问题：

整个行业对于新造大船比较克制，马士基、海控都公开说过，未来两年未有计划新增 25000TEU 大船订单。IMO 在环保政策上还存在变数，2030 年仍需降低碳排放等指标，目前具体政策还不明朗，因而新造船的投资回报率不明朗，且集运不同于油运、干散，需要网络价值，现在 20000TEU 的船造价约 1.6 亿 USD，经营一组航线需要大概 11 条，巨大的投资额的门槛比较高。

关于 LNG，目前海控的船的设计都选择了 LNG ready，但是 LNG 船还存在几个问题：

- 1、港口的基建和加油条件导致供给无法保证
- 2、双动力系统会占用一定的舱位
- 3、船造价高，公司资本投资对应大幅增加
- 4、LNG 船舶安全管理要求较高，船员需要另外培训。

因此目前来看 LNG 船舶大量投产的可行性还比较低，业内达飞在这方面的布局比较早。

11. 公司未来主要发展方向？

中远海控未来的发展仍将是围绕集运和码头，我们看好集装箱行业作为最新发展出来的运输方式，前景和未来持续增量的空间还很大。另外受益于近几年欧美的电商发展，带来消费习惯有所改变，淡旺季货量差缩小，对于集运的运力部署来说是一件好事，可以看见行业的改

善。

12.公司今年前三季度利润较高，可能分红概率？

公司过去几年干散货剥离之前有亏损严重情况，所以目前可分配利润为负，无法派息。另外收到东方海外股息主要应用于还贷来减轻财务压力。

13.未来行业一二线航商是否可能分化：

发展方向：未来生存下来的可能有两种班轮公司：1.200万箱以上全球航线公司 2.40.50万箱区域性航线公司。干线+支线配合的方式可能比较合理。

14.公司是否有兼并整合的计划？

我们内部没有说是要去争全球第一，但是如果有机会我们是会考虑的。

(二) 密尔克卫

一、公司介绍

1、2019 年经营情况

密尔克卫是个专注于化工物流细分市场的公司，能根据客户具体的要求提供一站式物流解决方案，从业务模式来看主要分为仓储、货代和运输；相对而言，仓储和货代的毛利率较高，运输的毛利率较低，这两年整体公司的净利润率一直保持在 9%左右，在物流子行业里处于偏高的水平；也是得益于公司的服务，上市之前，我们就累积了 PPT、佐敦、阿克苏、陶氏化学，巴斯夫等 500 强的客户，上市之后公司的竞争力进一步加强，特别是 15 年天津港、

19 年江苏响水爆炸发生之后，行业的监管合规要求越来越高，不合规的公司逐步被淘汰，今年公司业务呈加速增长态势，具体来看：

传统化工：国企里的万华、鲁西都成了我们的客户，譬如万华 2018 年我们的业务合作收入才 2000 万，今年已经增长到 1 亿以上；另外，过去很多没有合作的客户和品类也主动找到我们：

汽车物流：譬如奔驰会把很多进口的配件业务以及国内 4S 店配送的蓄电池、玻璃水、机油和防冻液业务交给我们，8 月份我们签了个约，预计三年会贡献 3.7 亿左右的收入；另外，新能源汽车上下游的很多品类其实也是危化品，譬如电解液这类，所以今年正极、负极、电解液这类业务量也起来了。这类业务看起来简单，但需要我们的仓库、ERP 等系统和甲方对接，公司目前在西部铜川和华南的仓库就是为奔驰提供服务的。

日化物流：妮维雅、鲁道夫这类客户原先是传统日化领域，目前也开始走危化品，这类商品和消费相关，往往需要有贴标服务，周转率快，物流环节的增值服务较多，所以附加值特别高。

另外，公司上市之后还是会减持“双轮”驱动的发展模式，即内生和外延并举，在市场上积极寻找有协同效应、补充能力的资产进行整合，前年说了由于监管更为严苛，政府以及客户对于服务商的筛选更为谨慎，很多同行愿意把资产抛售出来，所以今年 3-6 月份，我们陆续收购了上海振义、天津东旭、无锡宝华等公司，即使在收购过程中，我们要重新安排仓库生产、协调客户更换等细节，但这些项目整体的 ROE 都达到预期，整个公司的 ROE 基本同 18 年持平，在 13%-14%的水平。

综上，公司 19 全年业绩整体是逐季加速的，大家已经看到公司 1-3Q 的业绩增速在 35-40%，所以全年的业绩水平基本也可以做个判断。

2、2020 年及未来展望

公司对于 2020 年的规划刚刚完成，预计整个市场集中度提升的区域会进一步加强，客户业务量将会继续快速增长，公司的核心是筛选适合自身的客户，这其中包含两个维度，一个维度是密尔克卫有操作能力的；其次是附加值高的或者潜力大的客户；所以公司内部对于收入和利润的判断依然是较为乐观坚定的，当然，与业务量增长所匹配的是公司的财务杠杆会略有增加，但由于公司的财务授信成本低于业务本身回报率，叠加今年收购的项目回报率会在未来两年大概率稳步提升，所以整个管理团队对于 ROE 的预期也会比 19 年有显著提升；同时，我们还会继续关注市场上可以收购的标的，危化品仓库类为主，希望能在这两年打造一个全国性的网络仓库，这种网络的打造会利于对于长期客户以及核心客户的拓展，有一些项目已经在最后环节了，若收购顺利的话，这块增量会给 2020 年带来额外的业绩弹性。

如果从一个更长期的角度来看，公司还有两件事情最为关注，一个是行业标准的设立，目前国内对于危化品的监管可能刚刚开始，密尔克卫目前也在积极配合协会和监管机构，设立国标，如果这些标准能够设立，那么密尔克卫的操作和运营管理经验将会成为一个标准，对公司未来的发展将会有积极影响；其次是国际化，由于我们现有客户以及代理业务中有很多涉及海外物流需求，公司也打算在欧美等地设立办事机构，甚至也在观察一些有收购价值的标的，当然，这一块业务的拓展一定是紧密围绕在公司的能力圈，要不是基于现有操作、现有业务用轻资产的模式去拓展，逐步布局核心资产；如果是外延标的，那也是要有协同的业务模式，公司会仔细观察，密尔克卫不是个冒进的公司。

二、Q & A

1、我们观察到公司一直有外延收购，如何判断公司外延和内生增长的贡献？另外，公司未来的外延体现在哪里？

答：19 年公司 ROE 同比并未有下滑，可以判断外延收购首先不会拖我们后腿，19 年收购的标的主要集中在 3-6 月份，考虑到业务重组带来的摩擦成本，你可以大致判断这些业务今年仅体现了一半的业绩，具体数据要等到我们年度数据出来后，我们会逐步披露，可以说的一句是今年的利润增量中外延的占比并不高；未来我们的收购还是集中在危化品仓库领域，天津、山东、江苏一些沿海区域的资产我们都在看，大概率明年都会逐步落地。

2、公司目前仓库情况，危化品仓库的占比如何？

答：公司目前运营 40 多万方的仓库，其中十几万是危化库，其他的是普通化工库；对于前者，我们倾向于重资产的方式自建或者收购；对于后者我们则视市场情况每年都会倾向于通过经营杠杆的方式扩张产能，譬如今年我们在广东租赁布局了很多乙类仓库，掌控了当地绝大多数这类仓库资源；所以公司每年毛利率有波动，就是货代、仓库、运输业务的分版块业务量造成的，有些是主动为之，有些是核心客户的需求，但我们核心判断的是短期 ROE 和长期成长性。

3、怎么理解监管严格之后，密尔克卫如何受益？

答：这个问题我们可以拔高的去理解，首先国内产业都在升级，不敢监管是否严格，环境人口红利都在消失，高端制造和消费都是国家宏观层面在引导，譬如新能源、奔驰汽车这类客户本身是随着消费能力变强，国家产业调整带给我们的机会，我们未来在天津和南京还有两个芯片配套的物流项目，所以我们的定位还是化工物流市场中有高附加值的，我们现在不缺客户，也不做低附加值、价格敏感度高的那部分客户，这也体现在我们的净利润率上，譬如我们的仓库资产毛利能到 40%以上，就是我们更加看重服务附加值，不是单纯的储存费用，一个仓库的回报率高，往往是附加服务，譬如贴标、进出如库这些和周转效率相关的指标能

够维持在高位；其次，我们再来看国家监管，这个行业过去缺乏标准，连续的爆炸之后，监管层也重视起来，接二连三的监管让不合规的公司苦不堪言，所以今年我们的外延收购和很多新的客户都是主动来找我们的，密尔克卫想做的一件事除了是配合监管层制定标准，很大一块是我们也想做标准和管理的输出；如果建立在上面的这些思维模式下，我们还是相信在这个行业中你只要是先进生产力，不仅仅是密尔克卫获利，只要做的优秀的企业都会获利，我们奉行的是把简单的事做成极致，业务量，回报率和股价都是结果。当然，这两年监管会让我们在每次招投标，仓库到期后，有一定程度的价格涨幅，但具体要看是哪些客户群体。

4、公司的营收账款较大，同时资产负债率也仅有 40%，为什么？

答：公司上游客户很多是大型的化工、贸易企业，大客户的信誉是比较好的，这部分账期在 60-90 天，对于小客户来说，账期在 45-60 天，但我们的应收管理是非常好的，坏账非常罕见；杠杆率则是个逐步上行的过程，上市前公司杠杆率只有 30%，原因在于公司的经营比较稳健，此外未上市的融资成本也高于上市公司，上市后客户群体增长，叠加外延收购，所以到 2020 年我们的杠杆会逐步增加，具体要看业务拓展，特别是外延收购的时间点，目前我们银行授信接近 15 亿，才用了 4 个亿，融资成本也低于基准利率，我们在做财务规划时，预计 2020 年杠杆上行后，公司整体 ROE 会突破 18-19 年的水平。

5、之前您提到了芯片物流，能否具体谈一谈？

答：芯片工厂在生产环节会需要惰性气体和产生一些危化液体，目前我们在天津有个仓库项目是配套中芯国际，另外我们在南京有个台积电配套物流仓库项目；我们对于这些项目的判断是前期是逐步放量的过程，随着逐步的深入，我们会不断做大业务量，同时会开辟出这个领域的存量市场；目前这些项目还在前期筹备中，短期还无法贡献利润。

7、危化品物流对于风控要求比较高，公司如何强化风控？

答：宏观点看，我们在操作流程、培训、管理上有一套自己的标准，在管理上我们有一套标准的 IT 流程，目前已经将内部管理、ERP 和仓库管理系统打通，对于 1-9 类的危化品业务，接单过程中我们有个内部设置，就是硬件和操作能力不达标，我们宁愿不做这类客户；

(三) 圆通速递

1、怎么看明年的目标？业务量的目标和业绩的目标，如果一定要二选一，公司最核心考量哪一个指标？

答：发生严重冲突的话，还是要保份额。

目标是希望能够稳定当前的单位毛利水平。明年的增速目标是比市场高 10-15 个点。

对企业来说，是希望和前面的人的差距越来越小，但我们不愿意靠价格来获得市场份额的，第二我们不认为这个行业今明两年就能分出胜负。另外我们产能布局和自动化等等还有很多工作要做。所以明年我们要保证差距不被扩大。

对我们来说，如果价格战很剧烈，我们还是至少希望能够保持住行业的排名，以及与前面的公司的差距。

2、明年的工作重点是什么，中通明年的价格策略可能还是比较激进，明年公司是在价格上做一个跟随，还是有别的策略？

答：依然是服务。

我们的价格策略是跟随为主。今年旺季是 11 月 15 号开始就有降价了。

18 年之前，大家对派费的识别很机械，一票件多少就是多少，现在派费手段会变的精准很多，比如义乌出来的件就是特别便宜，因为义乌出来的件就是比较轻。

3、派费水平横向比较的结果？

答：现在大家整体的派费水平都还是差不多的，大差不差。

4、明年从区域上看，要提升市占率的重点省份是哪里？主要是为了网络平衡性的改善？

答：中通这一点其实就做得很好。所以中西部还是很重要。

我们的考核制定是这样，如果是市场第一了，就考核明年的增长。

5、2020 年的资本开支计划，侧重点是怎么样的？

答：大的资产开支每年 30-40 亿会持续 2-3 年，最主要是转运中心建设和设备的布局以及运能的补充。IT 也会花一点，但是在这当中的比重占比不会很大。

转运中心建设占比会超过 1/3（买地我们是算在转运中心建设里），自动化设备会占到接近 1/3，车子比自动化设备会更少一点，估计一年 2 亿左右。我们最近公告了变更募投项目的投向，改成了投设备。

明年看波音没有什么机位了，所以明年不打算买飞机，后面能有的话，就想把载重吨小、不经济的 737-300 替换掉。

6、淘系和拼多多的占比？

答：现在淘系数件 55%。拼多多 20%左右，大概 21-22%。另外一些是小平台，以及一些零

散件。

以前拼多多件比较少，和我们系统之前和拼多多对接比较松有关系。拼多多在信息传输、加盟商和商家之间沟通上会有些系统，我们 IT 在做的过程中，沟通得不是更明确、开发的结果、二次迭代等等，这块稍微慢了一点之后，量就错过了。

7、明年的成本下降目标是多少？这块怎么实现，有没有给中转端和运输端做一个分割？

答：降 1 毛。运输降 7 分，中转降 3 分。

8、高新技术子公司的落地现在看大概到什么时候？最后对公司的业绩影响是否有测算过？

答：明年落地。对税率有几个点的下降。

9、现在对加盟网点的监控细化到什么程度？能不能做到对加盟商盈利能力的监控？之前公司提到了对加盟商的信息化系统的建设，强化了这方面的工作，现在加盟商的盈利能力大致如何？平均利润率什么的。

答：现在是看不到财务数据，只能看到运营数据，看到揽件率、妥投率，等等。

现在做服务质量，是希望把链路能拉得更长，以前我们管不到加盟商，现在通过系统，通过客户管家，推给电商客户之后，我们对电扇的需求就很清楚，现在监督快递员之后，我们都可以支付给快递员奖金等等，链路管控能力就会越来越强。

我们现在推出了一个叫网点管家，给很多网点带来很多管理上的提升。

10、加盟商的盈利能力？今年趋势怎么看？

答：7 成还是盈利，2 成打平，1 成亏损。

今年义乌 7 月份-10 月份涨价可能是把今年上半年亏损的都赚回来。这块如果加盟商亏损了的话，亏损额就是全网做一个分担。

11、现在对末端建设的计划？

答：快递行业下一波的竞争重点是在末端，快递从揽件端到中转端，这些其实已经做了很多了。

包括现在加盟商的生存状况也压力很大，我们就是总部要考虑更多的投入来支撑末端的运营和派送，以前可能总部只关注揽件和中转，现在要考虑怎么去发挥网点的规模效应，以及如何给网点做赋能。

第二是以前是以罚代管，现在要改成以奖代罚。

第三是怎么提升入库入柜的比例，我们自己做分区，现在看，放柜子放驿站比较高的省区，投诉率反而还是比较低的。另外就是如果有要求要送货上门的，就要精准派送，我们对客户是有打标签的。今年以来潘总来了之后，信息系统能力提升很多，现在每天都能看到，比如几千万件当中有哪些是需要精准派送的。这些监控能力是增强很多了。

11、现在的入库率是多少？

答：现在入库入柜率是 40%。这个比例在提升，今年上半年是 30%+。这个比例我们希望明年能够接近 50%。

我们自己的驿站是 3w 家左右，加上一些合作点比如菜鸟驿站的代办点是 4w 左右。这个数字其实一直是比较稳定的。这块其实是一个超前的工作。

12、网络扁平化的趋势？

答：扁平化是行业一直以来的工作，大家的网点规模是差不多的。现在是要再去探讨怎么管理加盟商。那这块来说系统肯定是最重要的。这块 IT 能力圆通还是有一定的基础的，15 年之后我们的迭代是弱化了一点，今年潘总到位之后，重新把这块抓起来，通过服务质量把它抓起来，其实就是以信息系统为抓手来把这块做一个大的提升。今年圆通 IT 的提升还是有的。

13、潘总来了之后的变化？

答：服务质量。潘总来了之后从关注服务到关注战略。

第二是，从服务从关注指标到真的关注客户体验。

第三是，改善方式方法，从看结果，到做事先事中事后的管理。我们公司内部反而不考核投诉指标，我们考核别的，比如菜鸟指数，比如公司内部的遗失率、破损率，但我们不考虑投诉率，因为投诉率容易扭曲大家的做法。

组织架构上我们做了很多调整，总部成立了 7 个小组，专门来针对服务质量，菜鸟指数、二次投诉的解决等等。这些小组的目标是为了研究分析出现这些问题的原因并且解决。

第二个是在省区和转运中心、末端网点，设立专门服务质量的负责人。省区春风面一般是副总经理。这样确保这个战略能够执行。

第三是我们开发了抓手系统。

14、现在收件到派件的平均时效？

答：50+个小时。揽件比较快，中间运输是比较可控的，最主要的时间是画在派件中心-网

点的支线时间是比较长的。

11 月旺季比较紧张，所以整体市场要接近 70 小时。

15、IT 有多少人？

答：600-700 人。

16、车辆数量？

答：自有 1500 量车，全部的每天调动的车 4-5000 辆。承运商的数量变少，易于管理。现在是成立虚拟车队，把自己的车和承运商的车放在一起管，车和司机不是我的，但是这个管理和直营体系是一样的。

17、装载率？

答：现在是 80-85%。

我们对车子的考虑是，每辆比如有多少票，要比以前多。

18、租的地和买的地的区别？

答：很多事情没法在租赁土地上做，因为比如进港出港的分离、挂车的使用等，买的地还是比较大。我们总共有 6000 多亩地，平均在 100 亩以上。

自有土地当中有一半以上投用了。转运中心当中大概有一半是建立在自有土地上的。

区域上，我们的地在广东、浙江、山东、上海、江苏会比较多。至少到现在升值一半到一倍肯定是有的，比如我们总部当时就是类似半卖半送的。

19、怎么定义腰部客户？

答：几百票以上到几万票是腰部客户。这块是服务要求比较高、价格敏感度较低的客户，几百票可能价格差 1 毛才会换公司，几千票的可能差 5 分就换了。

20、通达系公司之间价格怎么做比较？

答：价格上面看可能还是比较难做横向比较，单票毛利比较可比。对我们来说单票毛利还是比较稳定的。对我们来说还是希望毛利能够稳定在一个比较合理的水平线上。

21、未来的成本下降空间？

答：现在大家的可比成本基本都在一块钱以内。派费一块三四，网点中转费 1 毛 1，运能 6-7 毛，中心操作还是 3 毛多，比三季度高一点。

随着入库入柜的比例提高，未来派费还会有下降的空间。

明年的成本目标，运能+中心操作希望能够再降 1 毛，运能再降 7 分钱，中转再降 3 分钱。

远期看成本，汽车维修、司机工资、过路过桥、油费占运能成本的 2/3 以上了，刚性；中心操作，2 毛多是人工，几分钱摊销和几分钱物料，人工成本还能降一点，折摊能降的空间不是很多。现在降 3 分钱已经是很不容易了。

22、四季度先达那边的情况怎么样？

答：10-11 月还可以，12 月会差一点因为 12 月份圣诞节了。

先达是全球公司，所以数据会比我们这边慢很多。

24、双十一今年的情况如何？

答：今年临时增加了一倍的车和人，环比去年也有比较多的变化。11月是一个非常态。

12月份就很好，我们的车的增加就不显著，人有稍微增加一点。但是比11月的增加还是少了很多。

25、航空业务

答：航空业务有亏损，所以拖累业绩。过去最开始亏3亿，后来亏1-2亿，今年亏1亿。

逐步减亏对业绩还是有好处的，航空这块对公司业绩的影响是在减少的。

26、顺丰对公司客户的蚕食情况？

答：最近有一个案例，我们给2.5的价格，顺丰给3.5，日均几万票。估计这个客户还是有点品牌和价格的。

27、为什么今年双十一之后价格很快就下去了？

答：还是行业的问题。能力提升了，我们还有产能，就需要量。

确实行业参与者变少了之后，大家确实有更激烈一些。这次还是中通第一个降价的。

(四) 顺丰控股

1、明年的CAPEX的指引？

答：2019今年前三季度为止投入了大概有160亿的规模，一块是收购DHL的50+亿；其

次是公司现金头寸更换了科目，换到了新的理财科目里，这个本质不是投资，这块有 40+ 亿。减掉 90 多亿的话，真正的 CAPEX 其实不多，每个季度大概 25 亿规模。

明年预计 8%左右的收入给 CAPEX，公司现在收入已经破 1000 亿，所以不能再像以前收入的 10%那么高。另外公司发完转债之后资产负债率升高，也是另一个束缚的原因。

2、资本开支的细分项？

答：资本开支，第一类和机场有关，这块是机场建设和买飞机，这块大概有几十亿的体量。

第二是公司大网的扩建，以中转场和各地网点为主，这块规模还是很大，去年看我们一天 1100 万单左右，今年现在都快到 1700 万单。另外这块也包含重货、同城配等，尽管这些新业务也在搭建自己的团队，新的中转场、配站等，但他们也会受益于大网运力的增加。

另外就是管理的是 IT 方面的投资。科技投入会控制在收入的 3%以内。

3、公司现在的装在率水平如何？

答：年初干线 50%+，支线 40%+。

现在干线 70-75%，支线在 50%+。

4、现在特惠件有没有新的政策，比如说以前是 1000 票以上是多少钱，现在有没有给更多的价格阶梯，比如你一天发 5000 件，可以给一个更低的价格？或者 300 件，把门槛放得更低（这块是典型的通达系腰部客户），就是对特惠件的产品做一个细化。

答：如果是这种方式，会吸引很多黄牛，所以不会这么做。

我们可以换个方式来处理，我们考虑按照重量来做调整 and 限制，有一些重量比较重的商家，三通一达是不愿意接的。其实我们特惠专配我们现在单票是 2kg 左右（整个顺丰平均是 3kg），

比同行重 1kg 以上。结果是希望产品的盈利能力网上走一点，我们希望能够让重的东西再贵一点。

5、特惠专配现在的体量和明年的指引？

答：明年大的战略来看，电商件一定会继续做。现在我们已经开始停止新的客户加入，因为旧的客户的件量还在增长。现在已经破了 400 万件。所以到明年我们觉得规模效应会放得更快一些。从战略上看，规模效应已经有所体现了。

6、明年如果电商特惠件要做大，那么在运营上要做哪些调整？在转运中心的产能、布置、干线的车辆这块会有什么样的具体的调整？

答：今年给网络做润滑剂，我们想把部分的路线打造成一条河。以前要学习通达很困难，因为加盟体系本身就是注重成本。

明年看调整肯定会有，举个例子，顺丰过去为了能够准时发车，我们的车子就越来越小，50% 左右的车都在 14 吨以下，以 7 吨为主，20-30 吨的也有但是占比不会很高。所以现在看，以后货量变大之后，小车换大车、直发等可以出现，对规模效应的发挥非常有利。

7、现在特惠专配的末端成本还有没有可能下降？

答：末端的成本降幅，通达系可以降派费，但我们比较困难，顺丰现在派费比别人高，我们 2.5 元/件。顺丰和其他的不一样，按照邮政法，派件是要一家一家上门，我们派件的流程还是复杂很多。现在要砍成本还是比较难。

8、特惠专配的成本空间？

答：现在我们在收、转、运这块还是有很大的成本空间的。

现在特惠专配收件是集收，揽件端成本下降明显；

中转端，如果量够，转的次数会比原来平均下降一次。我们现在在考虑集包，转的成本会有很大的下降空间。

运，现在也会有很多空间，这个要取决于公司的转载率能不能保持在比较高的水平。

举例来说，顺丰过去量不够，深圳发盐城，就要在深圳、东莞、无锡、盐城分拣 4 次。

9、现在有单独核算过特惠件的成本么？

答：现在可能比较难，因为是填仓的方式，如果单独给特惠件做成本核算比较不公平。

特惠件现在均价在 5-8 元/件，能够覆盖变动成本。现在的毛利率水平是 10%。

10、机场的需求如何？

答：现在看武汉周边，葛店和产业园的投资额度都很大，现在那边的货其实都是送到上海浦东或者虹桥或者白云，然后走空运，我们可以有吸引这块。

11、现在时效件和商务件的情况？

答：这块和宏观经济是有关系的，今年是开始慢慢爬出来，今年 1 月到现在，基本上时效件是逐月增长，现在最新的一个月是累计超过 9%了，这样看单月的增速恢复比较多。

12、时效件为什么恢复？现在时效件的价格同比去年如何？

答：宏观是一部分原因；我们自身也有。

时效件价格比去年跌了几毛钱到一块钱这样。

13、唯品会的业务？

答：业务量有保底，具体量不能说。

我们要说一下，唯品会一件4块绝对是谣传。你们可以认为，我们给唯品会的价格是特惠专配的价格，这也确实是给特惠专配组来管理，唯品会是仓配为主，基本上是7个大仓发到附近，所以他的物流路径很短，90%的路径是在500km以内；唯品会有2-3成是一点发全国，这个也有一个平均的指导价格，现在来看这个价格是不会亏本的。

我们是不收唯品会的人员和资产，人员可能会接收一些老员工，但我们不会承担这些遣散费。

我们接收的人员不会很多。

14、有息负债的成本？

答：4%多一点。

(五) 东方航空

短期运营情况：整体回暖，国内在回暖，去年有燃油附加费，除附加费收益同比转正，主要干线中，京沪，京广，沪蓉都是转正的。主市场浦东、虹桥都是正向增长。日本我们是最大

承运人，整个日本线市场供给增量增速在 50%左右，但是旅客增速还是在 20%左右，这块还是有压力。大阪和名古屋竞争比较大。欧洲市场运力增幅比较大，但是表现还比较平稳。东南亚市场在恢复，春运要增投东南亚。地区航线澳门增投比较多，但是有边际贡献。香港减了一些运力，而且我们认为明年上半年之前都不会好转。台湾团体客有影响，但整体收益水平还是比较好的。

春运预售情况，产投和客座率还是不错的，加班周五才会出，现在还没出来，估计也不会特别多。

后面看，国内客座率现在是增长的，需求端我们认为不是太大问题。B737MAX 停产，空客的供机速度不会特别快，民航局对时刻放量的态度也没有表现，包括三四线机场的增速也在放缓。R5 或者后面的 R6 也会限制飞行员的飞行小时问题，所以预期明年的供给增速不会特别快。我们自己预期整体 ASK 增速大概 9%左右，国内 7-8%，国际稍微高一点。

提价的速度现在是每周十条，天花板还在往上提。提价对 RASK 有贡献。

国际线两舱方面，美国线还是挺高的，欧洲线不一定能坐满。

整体收益情况，大兴对首都差不多座收差不多在 8 折左右。

Q：票价具体表现

A：11 月含油差不多持平，不含油是涨的。12 月比 11 月还要好一点，都在恢复中。日本

线跌没到 30%那么多，上周跌幅可能连 20%都不到。

Q：737MAX 对静态座位数的影响

A：之前是 3 个点的静态座位数影响，后面还没更新

Q：春运的预期

A：预期节前有高峰叠加还会比较不错，春运后还有待观察。ASK 班次量不会太低，当然也不会太高。

Q：B737NG 的问题

A：民航局私下要求各个航空公司去自查，但是好像没太大问题，如果有问题，真的有问题的话早就要求停飞检修去了。

Q：国际数据变差的原因

A：主要原因就是日本，日本航线占收入比重 9%左右。我们在东京线占比比较高，这块没放开所以还好，部分小航点加的比较多，这块影响比较大。

Q：S1 的搬迁进度

A：我们 12 月初就搬完了，搬走了 60%。

Q：浦东 T3 的情况

A：还在规划中，东航有可能还要去跟上海机场合作，合作模式暂时还不清楚。

Q：十四五规划运力引进计划如何

A：方向上应该是慢的，具体方案还没出来。

(六) 春秋航空

运营状况及展望：

11月ASK涨幅超过20%，一方面是机队逐步到位，一方面利用率得到提升。11月机队利用小时数同比提高超2%。现在我们看到的一些增速是可以贯穿到明年的，比如如果国内的时刻政策继续保持现在的状态，增速不会超过8%，国际增速很快，如果国鸡正常的话，国际地区增速应该在超过30%的增速，整体17-18%增速。静态座位数14-15%增长左右。

现在我们看到国际线增速有50%，不只是日本的增速快，柬埔寨、韩国的增速也还是蛮高的，明年韩国会保持20%以上的运投增速，柬埔寨可能增速会下来一点。泰国今年的运力没什么增长，明年随着市场逐步回升，整个运力也会开始有所提升，目前11月已经看到提升的迹象。

客座率表现，各地区差异还是挺大的，国内线客座率表现还是比较好的，11月商务活动开始回暖，三大航数据也体现出来了，我们也是一样。明年我们更看好国内市场，一方面国内的供给压制比较明确，可能明年夏秋比今年冬春稍微放松一些，但提升的幅度也不会很高，可能就在1-2%左右，因此供给依然是限速，国内的需求还是可以的，各航司对国内航线定

价的掌控性强于国际，考虑到明年经济和今年差不多的话，国内市场应该是不错的，我们对这块会乐观些。

国际航线中，好一点的可能是泰国线，今年估计还是小幅亏损，去年是大幅亏损。今年 11 月客收同比转正，明年泰国线预计开始盈利。泰国线占比占到国际线的 50%，明年即便日本航线放量，泰国线还会有 46-47% 的占比。日本航线现在还是比较清楚的，短期压力肯定还是挺大的，当然这个压力和 15-16 年需求出问题不同，现在需求没什么问题，主要还是供给增速较快，目前我们日本线旅客量同比增速应该要达到 80% 以上。客座率虽然下滑，但是也在 75% 左右的水平，新航线也有 50% 的客座率水平，我们认为已经是不错的表现了。座收下降的幅度短期比较大，也会加速运力出清，我们对明年表现整体保持一个正面的态度。座收降幅在 15-20% 是可以接受的，如果降幅低于 15% 就是一个非常超预期的表现了。我们对明年日本线的情况也不是很确定具体会表现如何，但是长期看会逐步修复，也会是一个比东南亚更高利润率水平的市场。柬埔寨市场我们是第一大承运人，也是我们国际线继泰国、日本航线后第三大国际市场，今年 11 月增速投放同比超 90%，所以明年柬埔寨票价也是向下的趋势。韩国明年的增速会保持在 20% 以上，但运价如果是团客放开，票价可能继续向上走，如果保持现状可能是持平，上升可能性不会很大。所以整体看，今年的这两个月或者明年应该是明显比国内差一些。泰国和日本如果整体能打平，就是一个比较理想的状况，哪怕柬埔寨线和韩国线向下一点，影响也不会很大。

我们对明年的预期应该比较中性，市场出现分化，各个市场都有机会。

Q&A :

Q : 各航线的运力占比

A 国内线占比略低于 65% ,去年 66%左右 ,今年 63-64%。国际中泰国占比去年超过 50% ,今年略低于 50%。日本可能在 25%左右。明年国内线占比会降到 60%-61%。国际线中日本可能达到或超过 30% ,泰国线降到 45-46%。

Q : 四季度运价表现

A : 11 月份下降 ,国内客收下降 2% ,国际线客收下降 5-6%。12 月估计也差不多。

Q : 地区线情况

A : 我们地区线不多 ,之前在台湾航线减了一些航班 ,宁波-高雄、扬州-台北航线减班或者取消。香港航线之前每周三班 ,后面可能会减上海-香港航班 ,香港的客座率还挺高 ,就是票价低 ,现在局方不考核香港航线的执行率 ,所以我们也会有调整。澳门航线有比较大的增投 ,加开了三条航线 ,ASK 增速 11 月超过 40%。明年区域线不会太慢 ,主要是澳门 ,但收益整体尤其是明年上半年还是会下滑。

Q : 日本线情况

A : 11 月座收下滑 35%左右 ,11-12 月现在应该是亏损的 ,去年 11 月是赚钱的。但是这个利润率还是比其他国家的平均利用率水平。明年以量换价 ,利润总额我们觉得是上升的 ,如果 RASK 再 15-20%的降幅 ,我们认为盈利还是比较好的。

Q：泰国线情况

A：持续改善，11月客收转正，客座率提升，快两年的时间首次客收转正，上升10%提升。

整体看泰国还是亏的，收益上已经是历史最低水平。

Q：春运的情况

A：春节预期还可以，三大航那边也说还可以，应该不会差。

Q：空客 A320NEO 延迟问题

A：目前整体延迟 3-4 个月，这就是为什么今年 ASK 增速 13-14%的计划增速，实际 12-13%的增速的原因。明年 A320NEO 机型可能会逐步解决，A321 的问题更严重些，计划延迟在 6 月左右，我们的计划也是从引进 12 架变成了 6 架，同时要租 1 架，变成 7 架 A321。

Q：大兴的计划会不会有什么变化

A：现在没有对新进航空公司形成标准，所以还有变数。明年的夏秋季预留的增量很小，可能明年的冬春才会明朗。暂时可以不用考虑大兴机场的问题。

Q：与南航的合作

A：主要精力在探索低成本航空领域合作的可能性，可能成功也可能不成功，如果低成本领域难以合作，可能会转向传统业务的开发。

Q：辅收情况

A：一季度人均辅收同比基本持平，后面有逐步增长，主要来自于行李，我们把经济自由行的产品中免费行李托运去掉了，其他的有增有减，整体增加不多。如客舱销售，广告，金融服务，但保险、选座没什么增长。辅收的路还是比较长，我们还需要探索。

Q：基地拓展情况

A：后面两三年是高线市场的机会，我们在做一些准备工作。具体是否能进入，进多少，还需要看实际情况。

Q：老基地的运营情况，补贴的情况

A：现在四个老基地，上海、深圳、石家庄、沈阳都是赚钱的，只有石家庄有补贴，只有不到一个亿，明后天差不多还是这个水平。揭阳、扬州可能维持两三年的高位补贴的情况。补贴航线的运力投放在减少，现在我们投放的一些国际线补贴是低于国内线的。兰州、宁波两个基地也没有补贴，但是未来两年运投增速还会比较快。未来三年我们认为补贴还是会平稳下降的过程，降幅多大还需要具体运营状况。2018年是补贴的顶峰，今年和去年应该差不多，可能年底冲量的话还会略高点，但是明年预期会下降。

Q：未来两年市场展望

A：过去高线市场增速低高收益，市场下沉，未来两三年可能是高线市场竞争加剧的格局，短期会有压力，但是恢复起来比较快。未来高线市场持续提升，竞争会加剧一些，三四线的情况会改善。这对航空公司也是挑战，我们会一如既往的布局自己的航线网络。高线市场我

们更在乎的是能否进入市场，如果能进入市场，对我们来说就是好事，因为相比于三四线市场，高线市场的收益爬坡过程会比较快。

Q：目前商务时刻占比大概多少

A：整体看差不多 20%左右，国内稍微高一些，大概 30%左右。

Q：单位非油成本预期

A：预算上是稍微降了一些，实际能不能做到还要看实际运行。航线结构对成本影响比较大，尤其日本航线的各方面成本相对比较高。油方面，新飞机的节油性能也会更好一些。

Q：和华夏的差异

A：华夏是支线航空公司，主要是政府采购运力模式，价格不随市场波动。这是价格体系的最大差别。客群也不一致，支线航班航程更短，市场更为下沉，销售端也不太一样。

Q：明年飞机引进的节奏

A：主要是二三四季度，一季度两架飞机，二季度有四架飞机，两架 A321，三季度两架 A321，四季度三架 A321，下半年 5 架，上半年 6 架。

Q：收入划分问题

A：行李还算客运收入，其他业务收入中可能有客舱销售、广告、金融服务等。

(七) 吉祥航空

吉祥航空现在 93 架飞机，68 架是 A320，6 架 B787，还包括九元的 19 架 B737。过去几年每年 ASK 增速都是 20%左右的增速，还算维持了高速发展。最近三年飞机利用率整体相比以前还是有点下降，所以 ASK 增速下来了一点。B787 去年进了 3 架，今年进 3 架，明年有 4 架。刚开始 B787 进来时候利用率较低，也就 8 个小时出头，现在在 19 年一季度后逐步改善，现在已经有 12.5 小时左右。上海-赫尔辛基航线略亏，几百万的水平。赫尔辛基用一架飞机，明年 3 月份开始飞上海-都柏林，上海-冰岛，上海-曼彻斯特，明年 6 月份飞上海-希腊，是希腊的第一条直飞航线。

赫尔辛基过去只有芬兰航在飞，我们票价还是比他们便宜。其他 B787 在飞京沪，沪广，沪深航线，未来 B787 肯定是长航线短航线结合去飞。赫尔辛基航线是有补贴的，只是公司确认补贴是收付实现制，现在还没有确认。这块补贴差不多 6000 万，分三年给，飞一年给 3000 万，第二年是 2000 万，第三年 1000 万，加补贴应该是不亏的。深圳鼓励洲际线，我们计划开深圳-赫尔辛基航线，这个肯定有补贴，深圳补贴是两条线补一亿，开了就给。

北京-上海，上海-广州航线时刻改善很大，对我们受益改善很明显，后面有机会再加班。

明年 A320 要进 12 架，都是 A320NEO，比现在的 A320 多 6 个座位，存量 320 退租 4 架，B787 净增 4 架。九元那边存量订单都是 737MAX，现在延迟交付，本来计划还会有 6-7 架，如果持续引进不了的话，可能在市场上租其他航空公司的 B737-800。

今年九元在广州拿到了广州-大阪、广州-茨城的航线，对他来说已经是好航线了。民航局对

新航空公司管制很多，运行了三年多没有重大安全事故才允许飞国际，18年3季度才开始开广州-仰光、广州-曼德勒的航线，未来运力规划，九元国际线占比应该占到他自己40%的运力，利于提高利用率摊薄成本。

与东航的合作方面，我们在互相的官网、APP互相可以看到对方航班，全面代码共享，双方已经在互派董事。还在谈的就是会员，积分打通，这块双方的体量差距比较大，所以要精细化谈判，这个还需要等后续进展。东航年底开股东会，对他的投资收益明年并表。

国际线方面，11月我们的国际线ASK增速是翻倍的，国际线客座率确实也下降了比较多，二三显示出飞大阪需要一定培育期，但对于航空公司来说，时刻放量后要抢份额，如果不拿后面就拿不到了。如果后面真的运营不行，无非是把运力撤出来。日本线运力占公司运力就20%多，这个月国内表现非常好，票价和客座率都好，可以覆盖掉国际的下跌。国内线座收应该有5个点的上升。京沪线的客座率大概有95%以上了。

如果明年B737MAX能够正常引进，ASK增速可能在30%朝上，如果不引进，预计ASK增速大概在20%不到。明年A320引进节奏比较平均，B787三季度之前都会进来，一季度两架，二季度一架，三季度靠前的时段一架。

今年四季度成本应该要比去年有所改善。去年四季度787利用率低，退出两架飞机，退出飞机要维修恢复到原始状态，有额外成本，一架大概3000多万。今年也退了两架，在三季度消化的，明年退4架。