

2019-12-24

行业研究 | 深度报告

评级 中性 维持

运输行业

赛道为矛，格局为盾

——交通运输行业 2020 年度投资策略

报告要点

■ 机场：新起点，新机遇

机场板块从 2016 年-2019 年的变化可以概括为：**从公用事业属性到消费属性的跃迁**；展望 2020 年开始机场行业未来 3 年的本质，我们认为：**机场商业内核从“降维”到“匹配”的升华**。随着免税香化产品增速的饱和以及一线机场新产能的投放，机场免税的销售品类，会从以香化为主的“降维”打击战略，逐步过渡到以轻奢为主的“匹配”模式来发展。而且，这一发展趋势符合机场“提效增利”以及免税商兑现“议价权”的内在发展目标。**2020 年将是机场渠道精品发展的元年，也是以上海机场为代表的枢纽机场二次加速增长的起点。**

■ 快递：通达等待时机，顺丰关注 CAPEX

电商快递增长保持韧性，但未来增速趋势性下行已成为市场共识。随着市场对行业增速的钝化，**快递股的投资逻辑将逐步从“行业红利”切换为“格局红利”**。展望 2020 年，非稳态格局背景下，**电商平台的竞争加剧，将增加快递格局演绎的不确定性，快递不仅是基础设施更是战略资源**，对于电商快递，行业竞争逻辑将重于个股改善逻辑；对于顺丰控股，业务下沉与成本管控逻辑仍将贯穿全年，但资本开支节奏将决定盈利趋势。

■ 航空：周期弱化，成长崛起

从 2019 年的供给看飞机并非核心瓶颈，长期看空域等保障条件仍是主要约束，而飞行员的限制将增加新的约束，因此，**即便 B737MAX 回归市场，终端供给的增速依然难以放量**。随着正常率改善和北上广为主的高线市场产能的投放，运力加速回归高线市场，**航线结构的抬升将改善整体的盈利能力，高线市场和低线市场的收益分化也将趋于收敛**。需求是影响航空供需最主要的因素，2020 年航空β有待经济回暖，**长周期里竞争格局优化将增强三大航的安全边际，我们非常看好三大航的胜率**。春秋和吉祥运力扩张加速，**高线市场的拓展深度将决定未来几年的盈利高度，建议买入长期成长的机会。**

■ 油运：确定与风险并存的非典型复苏

美油出口增长的需求逻辑与船舶改造、运力制裁的供给风险使得油运在 2019 一枝独秀。展望 2020 年，**需求端美国原油出口增长提振行业需求的逻辑将持续演绎，供给端新低的订单比例是景气确定向上的保证，IMO2020 实施带来的成本陡升也将主导短期老船的退出**，不过低硫油供给的不确定性带来供给端波动的风险，地缘政治仍有制裁运力返场、贸易需求增长的风险，**但我们看好油运行业全年的供需向好，景气周期中投资无需拘泥旺季，估值对比收益空间仍存。**

分析师 韩轶超

☎ (8621) 61118745

✉ hanyc@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490512020001

分析师 冯启斌

☎ (8621) 61118710

✉ fengqb@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490519080006

联系人 赵超

☎ (8621) 61118710

✉ zhaochao2@cjsc.com.cn

分析师 鲁斯嘉

☎ (8621) 61118710

✉ lusj@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490519060002

联系人 张宜泊

☎ (8621) 61118710

✉ zhangyb1@cjsc.com.cn

联系人 张银哈

☎ (8621) 61118710

✉ zhangyh14@cjsc.com.cn

行业内重点公司推荐

公司代码	公司名称	投资评级
002352	顺丰控股	买入
600009	上海机场	买入
601872	招商轮船	买入
603885	吉祥航空	买入

市场表现对比图（近 12 个月）



资料来源：Wind

风险提示： 1. 欧美经济复苏受阻；2. 原油价格大幅上涨；人民币汇率风险；3. 快递行业爆发恶性价格战。

目录

机场：新起点，新机遇	7
再遇拐点：从资产属性的跃迁，到商业内核的升华	7
渠道潜力：从“降维”走向“匹配”	10
内生激励：机场“提效增利”，免税商兑现“议价权”	12
上海机场：领跑业态升级，前路已在脚下	16
快递：通达等待时机，顺丰关注 CAPEX	20
产业价值与电商责任——通达系效率的正外部性	20
成本优化与利益分配——通达系盈利的内部约束	22
投资建议：通达等待时机，顺丰关注 CAPEX	25
航空：周期弱化，成长崛起	28
B737MAX 将回归市场，但运力增长有限	28
高线市场时刻放量，两极分化现象有望缓解	31
β 等待需求催化， α 有赖高线扩张	33
油运：确定与风险并存的非典型复苏	36
回顾：2019 年面临限硫令的航运业中油运一支独秀	36
需求：美油增产为主的原油运输新格局将持续演绎	37
供给：中期在手订单低位，短期成本主导退出	39
投资建议：择时勿需拘泥旺季，景气周期空间可观	44

图表目录

图 1：2016 年下半年起，国际主要奢侈品及化妆品品牌股价快速上涨	7
图 2：2016 年起，亚太地区销售额增长领跑全球	7
图 3：2016 年开始，中国高端化妆品恢复高增速	8
图 4：2016 年开始，中国内地奢侈品消费市场触底回暖	8
图 5：高端白酒价格在 2016 年下半年开始呈现回暖的趋势	8
图 6：近年来消费趋势逐渐从大众走向高端	8
图 7：2016 年开始，上海机场单客收入快速增长	8
图 8：上海机场免税销售以香化产品驱动为主	8
图 9：免税高增驱动上海机场股价上涨	9
图 10：除受政策影响阶段外，中国国内人均奢侈品消费随经济增长	9
图 11：目前，80 后是我国奢侈品消费的主力	9
图 12：随着主力客群消费能力的提升，奢侈品消费仍将享受人口红利	9
图 13：2017 年中国消费者消费升级的趋势不改	9
图 14：高端旅游客群与普通网友奢侈品预算差异	10
图 15：首都机场客群平均消费超过城市平均水平	10

图 16: 上海机场国际客流量领先上海市内主要商场	10
图 17: 2018 年丝芙兰单店与上海机场坪效及客单价对比	10
图 18: 通过免税渠道购买商品, 相当于含税零售价格的 64 折	11
图 19: 免税渠道下, 中国奢侈品价格与海外基本一致	11
图 20: 目前我国奢侈品消费以 2000 元左右的轻奢为主	11
图 21: 我国奢侈品消费结构呈现低龄化特征	11
图 22: 我国奢侈品消费呈现头部集中的趋势	12
图 23: 国内收入水平的地域差异将持续凸显	12
图 24: 奢侈品的坪效远高于化妆品	12
图 25: 奢侈品商品的价格中枢远超化妆品	12
图 26: 分业态坪效情况对比	13
图 27: 奢侈品单店单日销售额渗透度测算	13
图 28: 上海机场所需渗透度低于国内主要商场目前已实现渗透度	13
图 29: 我国奢侈品购买模式以线上搜集、线下购买为主	14
图 30: 仁川机场精品店铺面积与数量分航站楼占比	14
图 31: 2018 年仁川机场实现免税销售额的高增	14
图 32: 中免+日上占据国内免税市场比重约为 86%	15
图 33: 国旅与其他主要免税运营商毛利率对比	15
图 34: 同款箱包在日上机场店与新罗官网价格差距较大	15
图 35: LVMH 旅游零售销售额发展迅速	15
图 36: 欧莱雅旅游零售销售额发展迅速	15
图 37: 随着卫星厅投产, 上海机场免税面积大幅增加	16
图 38: 奢侈品对店铺装修、商品展示具有较强的要求	16
图 39: 随着机场的不断发展, 免税奢侈品品牌数量将持续增长	16
图 40: 单价在 2000-10000 元之间的奢侈品, 或为奢侈品主要种类	16
图 41: 2018 年国际主要机场奢侈品营业额占比对比	17
图 42: 2018 年国际主要机场单客奢侈品消费额对比	17
图 43: 政策放开利好海南市场免税销售额增长	17
图 44: 海南免税政策呈现逐步放松的趋势	17
图 45: 2018 年中国奢侈品市场规模全球占比超过 30%	18
图 46: 我国奢侈品消费以海外消费为主	18
图 47: 上海机场未来精品百货占比有望持续提升	19
图 48: 上海机场单客非航收入测算值	19
图 49: 拼多多贡献电商包裹占比扩大	20
图 50: 低快递费率支撑低单价电商平台的快速发展	20
图 51: 包裹价值持续下行, 但快递费率稳定在 2.6-2.7%	21
图 52: 快递单价持续下行——电商快递的宿命?	21
图 53: 快递在电商产业链中处于弱势地位	21
图 54: 电商流量接近枯竭, 转型内容+社交电商提升客户粘性	21
图 55: 阿里巴巴货币化率持续提升	22
图 56: 拼多多货币化率持续提升	22
图 57: 电商平台垄断性弱化, 但依旧处于强势地位	22
图 58: 快递仍处于增量博弈, 但格局依旧非稳态	22

图 59: 龙头快递企业成本曲线平坦化+趋同化	23
图 60: 中通自动分拣占比-单票分拣成本散点图 (18Q1-19Q3)	23
图 61: 中通高运力甩挂占比-单票运输成本散点图 (18Q1-19Q3)	23
图 62: 通达系总部与网点单票毛利率	24
图 63: 通达系总部和末端网点承担的价格跌幅情况 (元/件)	24
图 64: 通达系件量增速逐步收敛	24
图 65: 通达系市占率差距并未拉大	24
图 66: 通达系与中通件量差距逐步拉大	25
图 67: 通达系 PB-ROE 模型 (18Q2-19Q3)	26
图 68: 通达系单票扣非净利润同比跌幅	26
图 69: FedEx、UPS 的净利率走势	26
图 70: 格力电器与美的电器的净利率走势	26
图 71: 通达系 Wind 一致预期 PE 走势	26
图 72: 顺丰控股 2019 年 5 月以来件量增速持续回升	27
图 73: 顺丰控股 2019 年 5 月以来快递单价持续下行	27
图 74: B737MAX 事件导致 96 架飞机停飞	28
图 75: B737MAX 事件导致机队引进速度减半	28
图 76: 2019 年国内民航机队规模增速大幅放缓	28
图 77: 三大航通过提升可用飞机的利用率放大终端供给	29
图 78: 三大航的终端增速并未随机队增速显著下行	29
图 79: 目前约 100 架 B737MAX 处于待交付状态	29
图 80: 2020 年新增运输飞机架次	29
图 81: 预计 2020 年飞机引进的速度加速	29
图 82: 航空公司的终端运力受到多重限制	29
图 83: 过去几年时刻资源限制飞机利用率	30
图 84: 未来飞行员飞行小时将成为新的限制因素	30
图 85: 预计 2020 年的飞机利用率降低	30
图 86: 终端供给依旧保持缓慢增速	30
图 87: 计划时刻增速的总量降低	31
图 88: 过往高线市场增速下行, 运力转投低线市场	31
图 89: 北上广等高线市场新增产能陆续投放	31
图 90: 高线市场航班正常率改善显著	31
图 91: 2019 冬春开始, 高线时刻开始释放	31
图 92: 预计北上广等高线市场时刻逐步释放	32
图 93: 日本等高收益国际航线同步释放	32
图 94: 航线结构改善推动收益水平提升	32
图 95: 高线市场和低线市场的收益趋于收敛	32
图 96: 需求是主导供需关系的主要变量	33
图 97: 2020 年航空需求有待经济回暖	33
图 98: 不同于过往, 航空行业的波动性已经大幅降低	33
图 99: 中小航司的机队扩张速度放缓, 竞争有望缓解	33
图 100: 三大航的市占率趋于稳定, 行业格局优化	33
图 101: 春秋航空和吉祥航空的飞机日利用率较高	34

图 102: 春秋航空和吉祥航空的客座率较高.....	34
图 103: 春秋航空和吉祥航空的航油成本较低.....	34
图 104: 春秋航空和吉祥航空的非油成本较低.....	34
图 105: 春秋航空的净利率稳定, 凸显成长属性.....	34
图 106: 吉祥航空的盈利能力将从效率提升中修复.....	34
图 107: 春秋航空的机队引进速度加快.....	35
图 108: 宽体客机利用率提升驱动吉祥航空加速扩张.....	35
图 109: 春秋航空和吉祥航空拓展高线市场.....	35
图 110: 国际化布局加速将提升吉祥航空的飞机利用率.....	35
图 111: 2019 年油轮运价表现明显强于另 2 种船型.....	36
图 112: 3 类船型的在手订单比例均已来到历史低位.....	36
图 113: 美国原油出口持续增长.....	36
图 114: 2019 年仅从油运行业供需增速看并不利于运价提升.....	36
图 115: 截至 9 月 30 日, 2019 年新增破产页岩油公司 33 家.....	37
图 116: 2019 年美国原油钻井数减少的同时产量保持稳步增长.....	37
图 117: EIA 预测 2020 年美国原油日度产量同比增长 7.5%.....	37
图 118: Rystad 认为 2020 年页岩油产量增速具有一定刚性.....	37
图 119: 美国原油出口至远东地区的比例逐步提升.....	38
图 120: OPEC 减产下的美油持续替代.....	38
图 121: 中国炼厂产能增速逐步回升.....	38
图 122: 从目前在建产能看, 远东炼厂产能将保持持续增长.....	38
图 123: 2019-2021 年, 美国原油海运出口周转量测算.....	38
图 124: 2019-2021 年, 全球原油海运出口周转量测算 (仅考虑美国等量替代中东的影响).....	39
图 125: 15Y 以上船龄 VLCC 数量占比已超过 2009 年峰值.....	39
图 126: VLCC 平均拆解年龄稳定于 20 年左右.....	39
图 127: VLCC 在手订单占运力比例已至历史新低.....	40
图 128: 在手订单转化为运力增速有约 2 年左右的滞后.....	40
图 129: 2018Q4-2019Q1 有相对较好的收益.....	40
图 130: 尽管 2019Q2 运价偏低, 但对后市预期使得 4 月后拆船较少.....	40
图 131: 以油价为代表的运营成本压力驱动拆解退出.....	41
图 132: 拆解价格并非运力退出主因.....	41
图 133: 15 年以上和 20 年及以上 VLCC 占比分别为 23%和 4%.....	41
图 134: 20 年及以上的 34 艘 VLCC 中已有 15 艘为专用储存使用.....	41
图 135: 15 年及以上的 185 艘 VLCC 中目前有 130 艘处于运营状态.....	41
图 136: 20、21 年将分别有 20 艘在运 VLCC 进入 20 年船龄期.....	41
图 137: 燃油价格/运价提升时, 航速下降明显.....	42
图 138: 符合标准的燃油价格明显高于目前的高硫油价格.....	42
图 139: VLCC 运力规模中 13.2%仍处于待安装脱硫塔.....	43
图 140: 脱硫塔加装平均时间在 30-40 天.....	43
图 141: 交易量看, 高低硫油转换正逐步加快.....	43
图 142: 脱硫塔的经济性取决于高低硫油价差水平.....	43
图 143: 招商轮船上市以来月度超额收益 (相对沪深 300) 情况.....	44
图 144: 此前运价高峰, 招商轮船 PB (LF) 均高于 4 倍.....	45

图 145: 当前招商轮船 PB (LF) 估值相对值低于 2014-2015 年	45
表 1: 奢侈品消费回流空间测算	18
表 2: 上海机场中长期市值空间测算	19
表 3: 飞行员结构性不足对于终端供给将形成新的限制	30
表 4: 2020 年运力退出市场预测 (不考虑燃油成本变动)	42
表 5: 2020 年运力退出市场预测 (不考虑燃油成本变动)	44

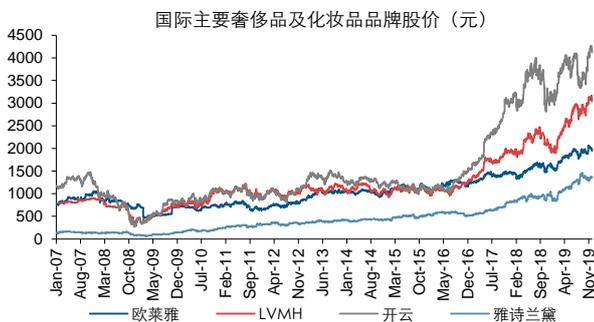
机场：新起点，新机遇

如果用一句话来概括机场板块从 2016 年-2019 年的变化，我们认为是：**从公用事业属性到消费属性的跃迁**；而如果还要用一句话来展望从 2020 年开始机场行业未来 3 年的本质，我们认为是：**机场商业内核从“降维”到“匹配”的升华**。随着免税香化产品增速的饱和以及一线机场新产能的投放，机场免税的销售品类，会从以香化为主的“降维”打击战略，逐步过渡到以轻奢为主的“匹配”模式来发展。而且，**这一发展趋势符合机场“提效增利”以及免税商兑现“议价权”的内在发展目标**。因此，我们倾向于认为，**2020 年将是机场渠道精品发展的元年，也是以上海机场为代表的枢纽机场二次加速增长的起点。**

再遇拐点：从资产属性的跃迁，到商业内核的升华

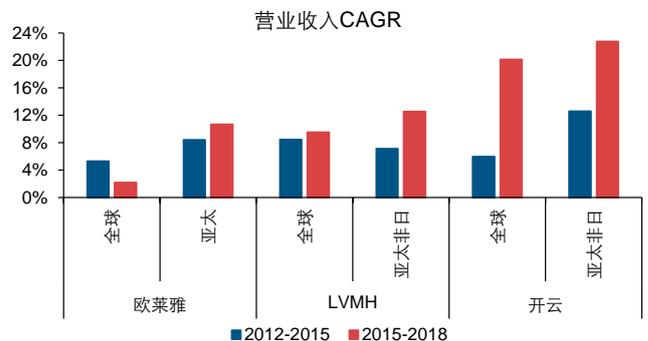
2016 年下半年起，全球主要奢侈品集团及高端化妆品集团股价在经历了接近十年低潮期后同步进入高增阶段：2016 至 2019 年底，LVMH 集团、开云集团、欧莱雅集团以及雅诗兰黛集团股价平均年复合收益接近 30%，其中奢侈品集团表现更为靓丽，LVMH 和开云集团的股价在该阶段分别上涨约 2 倍与 2.8 倍。

图 1：2016 年下半年起，国际主要奢侈品及化妆品品牌股价快速上涨



资料来源：Wind，长江证券研究所

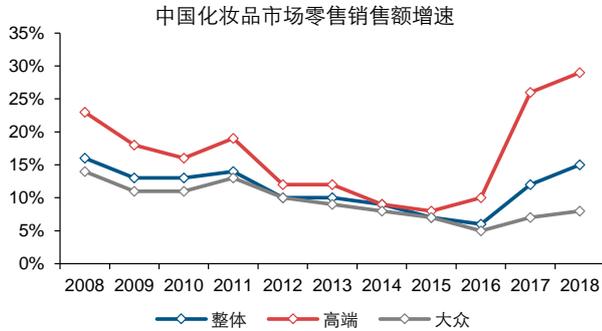
图 2：2016 年起，亚太地区销售额增长领跑全球



资料来源：公司公告，长江证券研究所

营收高速增长是驱动股价上涨的核心原因，分区域来看，2016 年起几大集团亚太地区营收增速均领跑全球，拉动全球整体营收高速增长，其背后的逻辑内核具有一致性：**消费升级叠加国内反腐影响褪去，驱动 2016 年中国国内高端消费需求触底回暖**，2015-2018 年国内市场奢侈品销售额 CAGR 实现了 14.8% 的增长，远高于 2012-2015 年期间-0.3% 的水平。

图 3：2016 年开始，中国高端化妆品恢复高增速



资料来源：Euromonitor，长江证券研究所

图 4：2016 年开始，中国内地奢侈品消费市场触底回暖



资料来源：贝恩，长江证券研究所

图 5：高端白酒价格在 2016 年下半年开始呈现回暖的趋势



资料来源：Wind，长江证券研究所

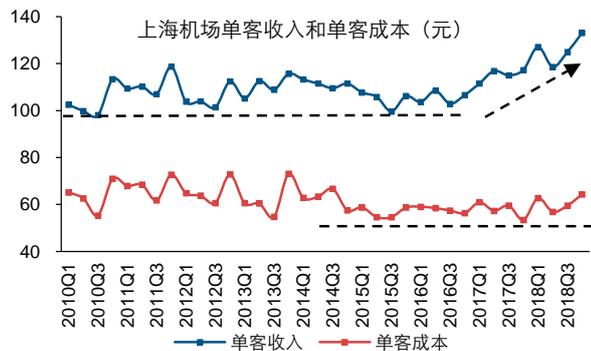
图 6：近年来消费趋势逐渐从大众走向高端



资料来源：麦肯锡，长江证券研究所

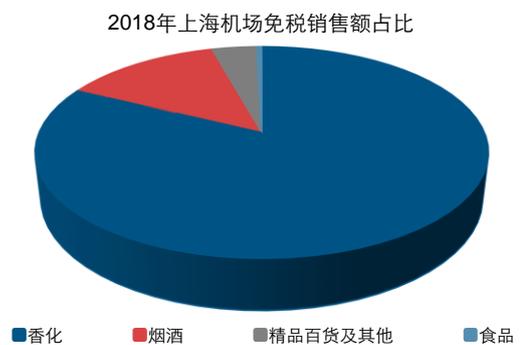
视线从国际转回国内，以上海机场为例，高端化妆品需求复苏的逻辑同样在国内市场得到验证：2016 年下半年起，高端化妆品需求复苏驱动以香化为主的机场免税销售收入的高增，上海机场单客非航收入在本阶段实现拐点向上，催化股价上涨。

图 7：2016 年开始，上海机场单客收入快速增长



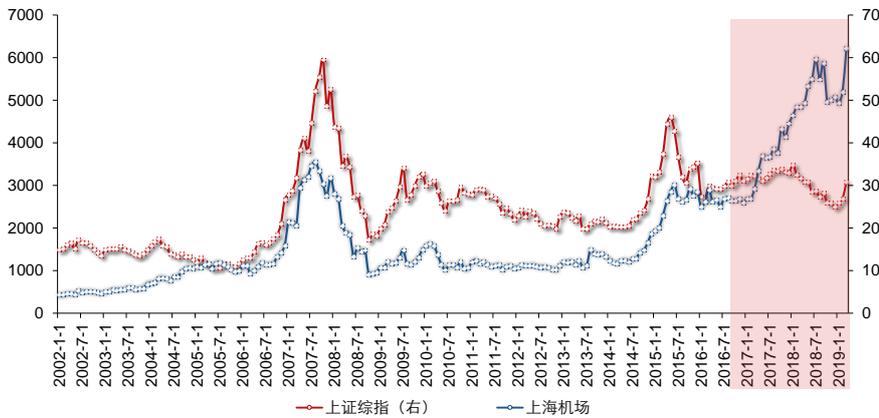
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 8：上海机场免税销售以香化产品驱动为主



资料来源：公司公告，长江证券研究所（注：品类占比为估算值）

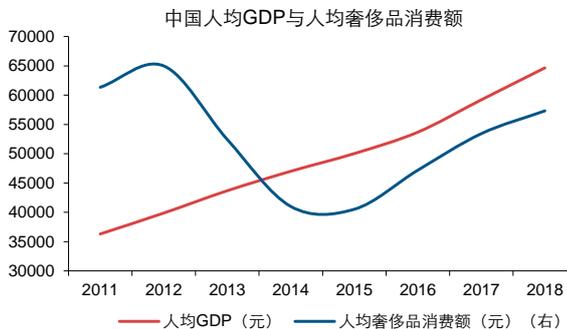
图 9：免税高增驱动上海机场股价上涨



资料来源：Wind，长江证券研究所（注：上海机场股价单位为元）

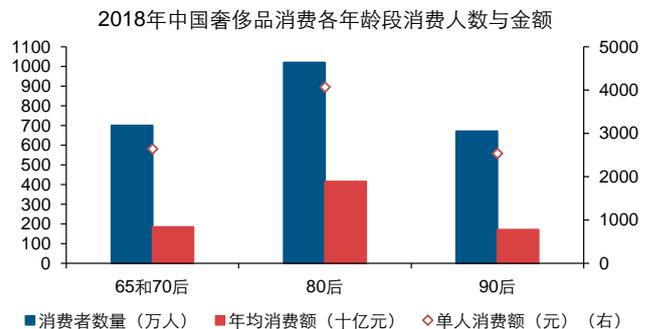
站在当前时点，我国奢侈品消费在经济发展、消费习惯养成以及人口结构红利释放等多重因素的催化下，仍具备极大潜力。随着上海机场等枢纽机场开始布局精品百货，2020年开启了机场渠道精品发展的新纪元，行业再临高增拐点，与机场商业模式更为匹配的高坪效、高单价的精品业态销售占比的提升，将驱动枢纽机场非航收入的二次加速增长。

图 10：除受政策影响阶段外，中国国内人均奢侈品消费随经济增长



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 11：目前，80后是我国奢侈品消费的主力



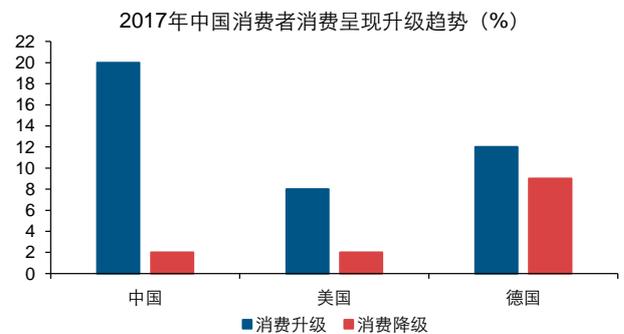
资料来源：麦肯锡，长江证券研究所

图 12：随着主力客群消费能力的提升，奢侈品消费仍将享受人口红利



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 13：2017年中国消费者消费升级的趋势不改



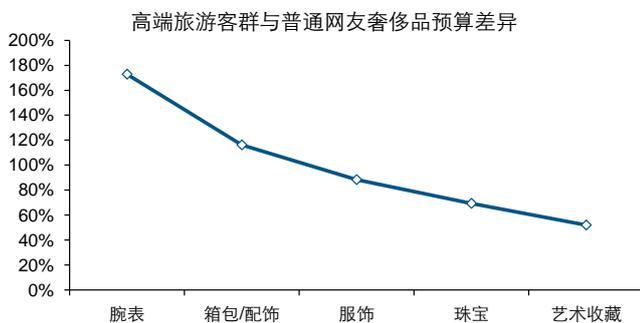
资料来源：麦肯锡，长江证券研究所

渠道潜力：从“降维”走向“匹配”

我国头部枢纽机场免税渠道具备显著的优势，需求增长潜力巨大，随着免税业态从化妆品主导逐步开始向奢侈品拓展，意味着机场免税供给逐步从“降维”走向与需求更为“匹配”的模式。

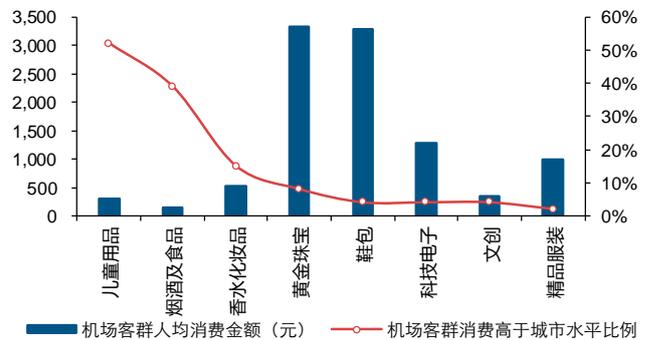
渠道优势一：商业条件优越，消费能力强，客流黏性高。一方面，以上海机场为代表的枢纽机场，垄断我国核心经济区高端消费能力，且免税针对的国际客流消费能力更高，收入水平与消费习惯与奢侈品更为匹配。

图 14：高端旅游客群与普通网友奢侈品预算差异



资料来源：环球日报，长江证券研究所

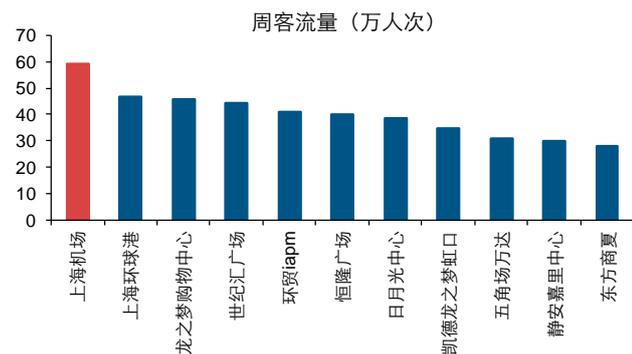
图 15：首都机场客群平均消费超过城市平均水平



资料来源：中商数据，长江证券研究所

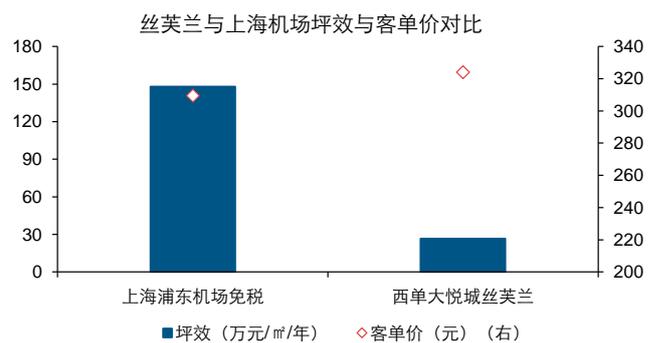
另一方面，机场依托通道类业务，天然具备引流优势，客流凝聚能力及消费渗透度超过国内含税核心商圈。

图 16：上海机场国际客流量领先上海市内主要商场



资料来源：资料来源：腾讯，长江证券研究所（注：上海机场采用 2018 年国际客流量数据的周度平均；市内主要商圈为 2019 年 6 月 3 日-6 月 9 日周度数据）

图 17：2018 年丝芙兰单店与上海机场坪效及客单价对比

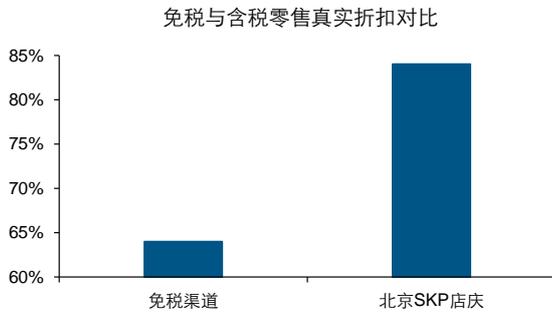


资料来源：环球日报，长江证券研究所（注：坪效与客单价为测算值）

渠道优势二：比价优势明显，吸引主力客群。我国奢侈品销售与海外具有较大的价差，2017 年中国奢侈品价格高出海外主要国家约 35%，考虑国际主要奢侈品品牌基本采用全球统一定价政策，我国较高的税率是导致海内外高价差的核心原因，也是导致国人奢

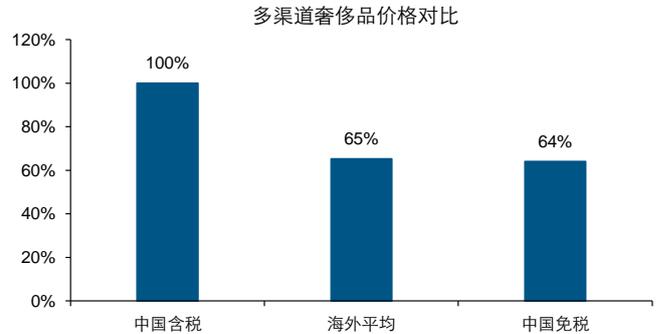
侈品消费外流的主要原因。机场免税渠道通过免除税负，抚平国内外奢侈品平均价差，比价优势明显。

图 18: 通过免税渠道购买商品, 相当于含税零售价格的 64 折



资料来源: 公司官网, 长江证券研究所 (注: 为 2017 年数据; 北京 SKP 店庆以 GUCCI 为代表; 免税渠道以箱包税负情况 (36%) 为代表)

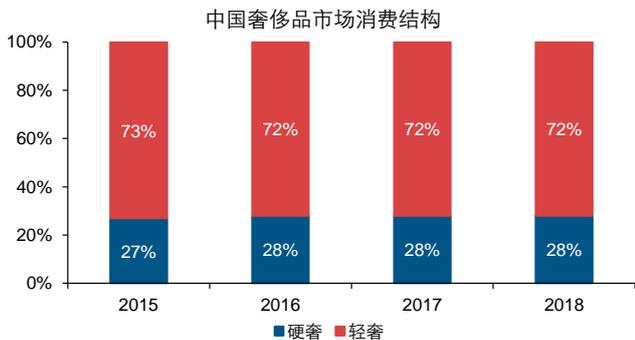
图 19: 免税渠道下, 中国奢侈品价格与海外基本一致



资料来源: 德勤, 长江证券研究所 (注: 假设中国的奢侈品价格为 100%; 采用主要国家平均为对照; 为 2017 年数据)

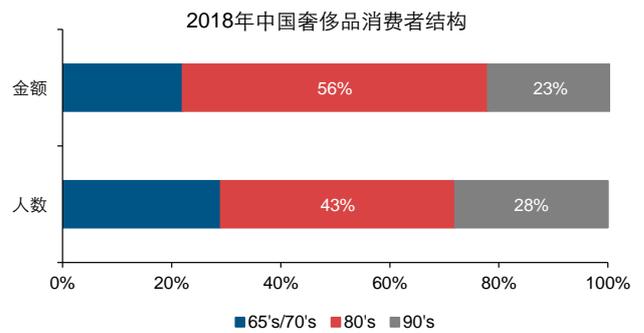
此外, 我国奢侈品市场具备高轻奢占比、低消费者年龄结构的特征, 主力消费客群价格敏感性较高, 意味着免税渠道较高的真实折扣力度对国内消费者具有较强的吸引力。参考 2017 年 SKP 店庆折扣季对销售额的刺激效应, 单日销售额占全年销售额比重的 7.4%, 可见价格优势带来的吸引力极强。

图 20: 目前我国奢侈品消费以 2000 元左右的轻奢为主



资料来源: 德勤, 长江证券研究所 (注: 轻奢价格中枢在 2000 元左右)

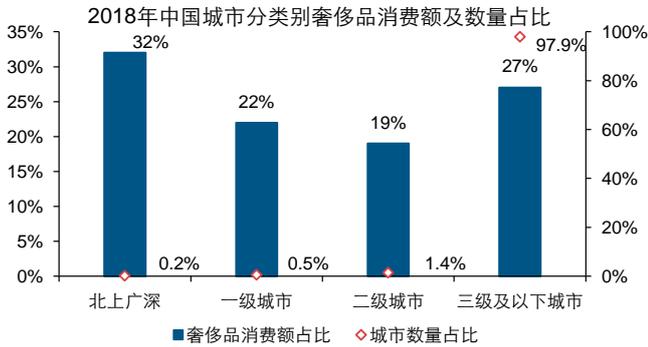
图 21: 我国奢侈品消费结构呈现低龄化特征



资料来源: 德勤, 长江证券研究所

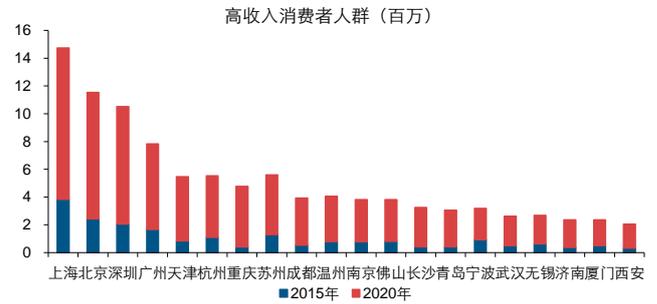
渠道优势三: “二八效应”突出, 市场头部集中。受经济发展结构的影响, 我国奢侈品消费能力也呈现地区分布不均、枢纽市场集中的态势, 在人口聚集于特大型城市和一线城市的背景下, 枢纽机场将优先对接这部分的消费力, 驱动新一轮的机场免税消费动力。

图 22：我国奢侈品消费呈现头部集中的趋势



资料来源：德勤，长江证券研究所

图 23：国内收入水平的地域差异将持续凸显



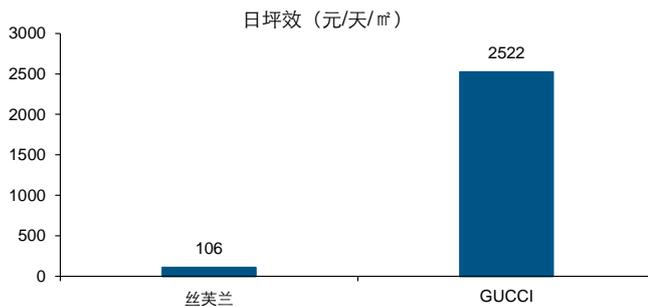
资料来源：国家统计局，经济学者智库，长江证券研究所（注：高收入消费者是指灰色收入调整后、按 2015 年不变价计算年可支配收入超过 20 万元的人群）

内生激励：机场“提效增利”，免税商兑现“议价权”

从结果角度出发，机场与免税运营商布局精品百货，主要具有两重动力：“提效增利”及提升“议价权”，而随着上海机场卫星厅的投产，带来免税面积的扩大及硬件设备条件的改善，结合主客观因素来看，当前是机场渠道精品百货布局的最佳起点。

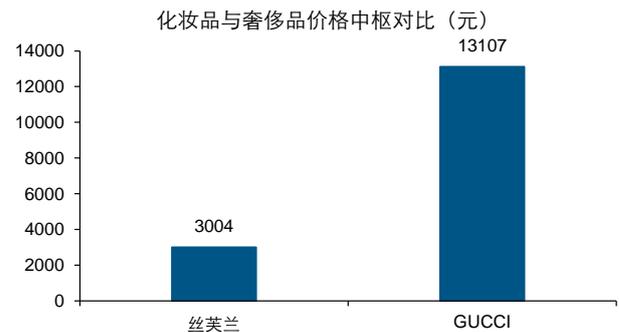
“提效增利”追求：高坪效、高单价、高确定。奢侈品相较其他免税业态具有最高的坪效及单价，与机场的渠道特征更为匹配，即在销售面积、购买时长受限的背景下，高坪效、高单价的产品能够最大限度发挥收入端的弹性优势。

图 24：奢侈品的坪效远高于化妆品



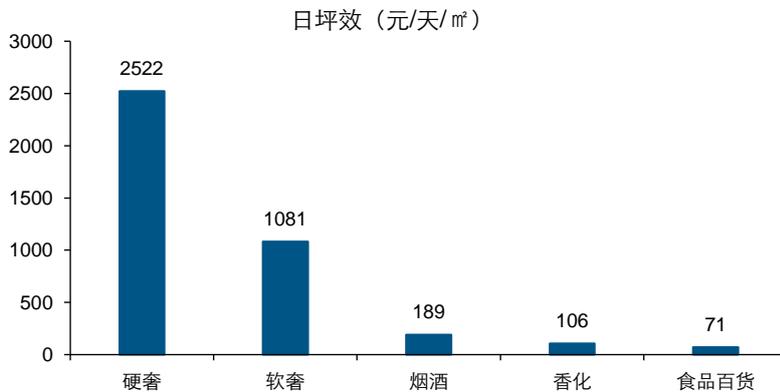
资料来源：公司公告，Euromonitor，长江证券研究所（注：均采用 2017 年数据，GUCCI 为全球自营店数据，丝芙兰为中国数据；汇率采用 2019/11/26 日数据）

图 25：奢侈品商品的价格中枢远超过化妆品



资料来源：公司公告，Euromonitor，长江证券研究所（注：均采用 2017 年数据，GUCCI 为全球自营店数据，丝芙兰为中国数据；汇率采用 2019/11/26 日数据）

图 26：分业态坪效情况对比

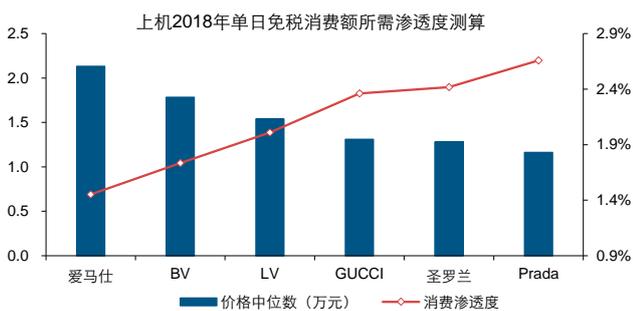


资料来源：公司官网，Euromonitor，长江证券研究所（注：不同业态分别采用 GUCCI、Tod's、1919 酒类直营、丝芙兰以及便利店坪效为代表，奢侈品为全球坪效，其他为全国水平）

考虑机场对于高端消费能力客流的强凝聚能力，以及我国奢侈品消费线上搜索、线下购买的消费习惯，**机场渠道销售高单价的奢侈品对于收入端弹性的释放具有强确定性。**

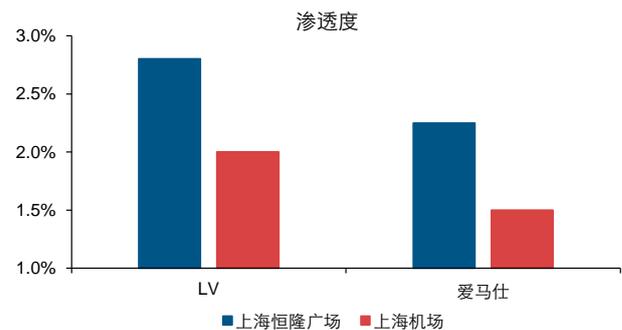
基于 2018 年上海机场国际旅客数量进行测算，奢侈品销售的渗透度仅需达到 1.5%-2.7%（即 100 个人中仅需不到 3 人购买）就可实现全年销售额，低于国内主要奢侈品商场可达到渗透度水平，且大幅低于目前香化所需为 15%-20%的渗透度水平，意味着奢侈品业态的拓展将大幅释放机场免税收入端弹性。

图 27：奢侈品单店单日销售额渗透度测算



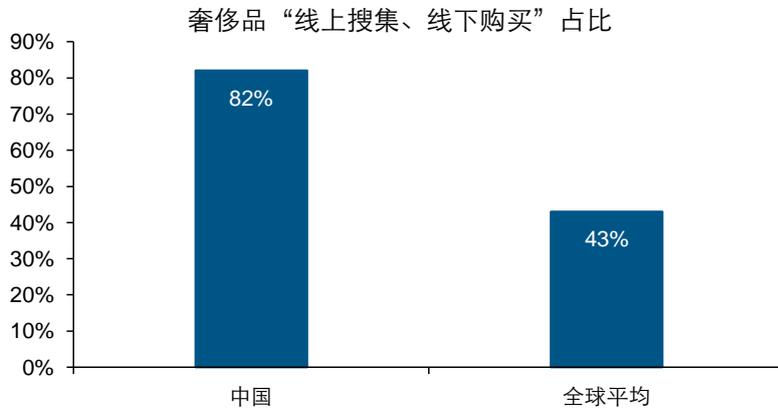
资料来源：Euromonitor，长江证券研究所（注：均为测算值）

图 28：上海机场所需渗透度低于国内主要商场目前已实现渗透度



资料来源：公司官网，长江证券研究所（注：均为测算值）

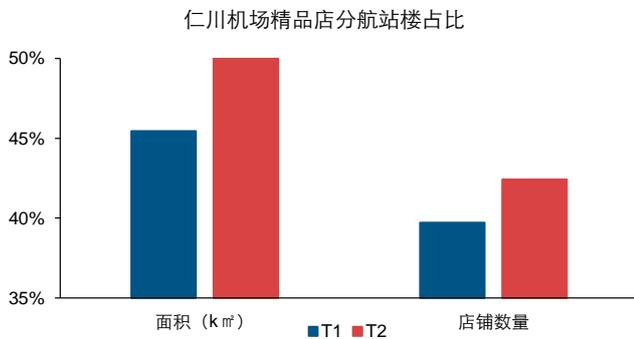
图 29：我国奢侈品购买模式以线上搜集、线下购买为主



资料来源：麦肯锡，长江证券研究所

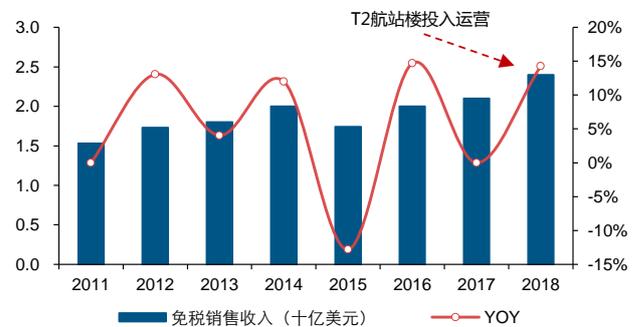
参考仁川机场 T2 航站楼投入运营后，机场积极布局精品业态，在新航站楼进一步提升奢侈品品牌面积和品牌数量占比，催化 2018 年免税销售额的高速增长。

图 30：仁川机场精品店铺面积与数量分航站楼占比



资料来源：Moodie Davitt Report，公司官网，长江证券研究所（注：为根据签署合同内容测算值）

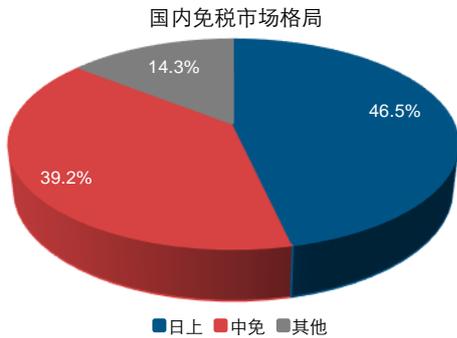
图 31：2018 年仁川机场实现免税销售额的高增



资料来源：Moodie Davitt Report，长江证券研究所

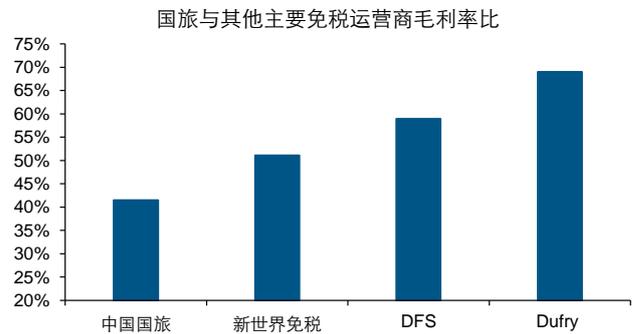
“议价权”追求：博弈成本，提升盈利。从自身长期发展来看，与以 DFS 和 Dufry 为代表的全球一流免税运营商相比，中免目前毛利率水平仍然偏低，其核心在于中免相较一流运营商而言，对品牌商议价权偏低，成本端优势不明显。随着中免完成对日上的收购，其在中国的市场份额接近 90%，一方面通过整合日上的渠道优势，提升了中免针对化妆品品牌的议价权；另一方面，通过积极拓展奢侈品业态，也为中免长期全业态布局奠定了坚实基础，长期利好公司盈利能力的提升。

图 32: 中免+日上占据国内免税市场比重约为 86%



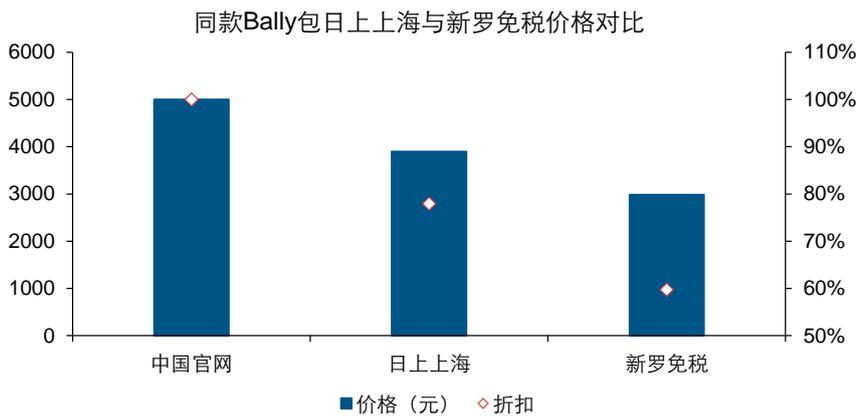
资料来源: Moodie Davitt Report, 公司年报, 长江证券研究所

图 33: 国旅与其他主要免税运营商毛利率对比



资料来源: 公司公告, Moodie Davitt Report, 长江证券研究所 (注: 国旅及 Dufry 为 2018 年数据, DFS 为 2014 年数据)

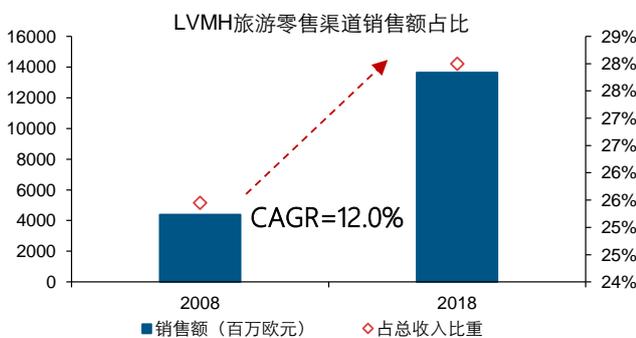
图 34: 同款箱包在日上机场店与新罗官网价格差距较大



资料来源: 公司官网, 长江证券研究所

而从外部因素来看, 近年来奢侈品及化妆品品牌商对旅游零售更加重视, 上海机场卫星厅投产后商业面积的扩大以及硬件设施条件的升级等客观条件也满足了奢侈品的品牌要求。综合主客观因素来看, 当前是中免及上海机场拓展奢侈品业务的最佳时点。

图 35: LVMH 旅游零售销售额发展迅速



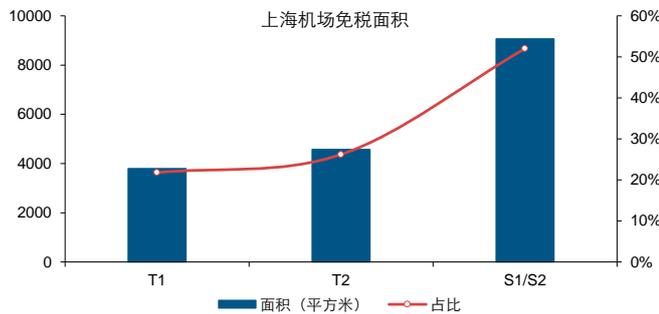
资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 36: 欧莱雅旅游零售销售额发展迅速



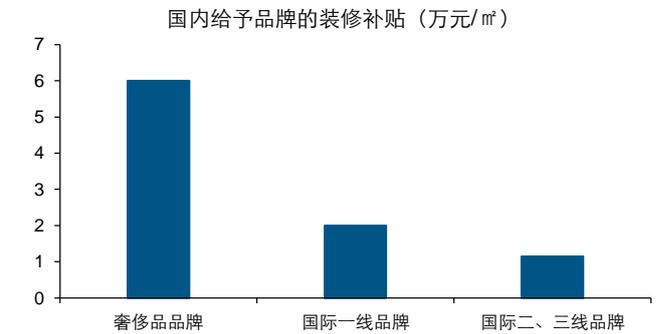
资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 37: 随着卫星厅投产, 上海机场免税面积大幅增加



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 38: 奢侈品对店铺装修、商品展示具有较强的要求



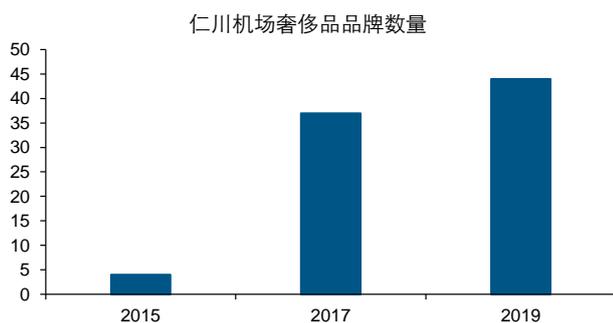
资料来源: 中商数据, 长江证券研究所 (注: 以 2015 年武汉国际广场为例)

上海机场: 领跑业态升级, 前路已在脚下

落地上海机场, 卫星厅投产带来硬件条件的升级, 为 2020 年起奢侈品业态布局提供了新机遇, 在新一轮周期中, 将成为催化上海机场非航收入加速增长的核心动力。展望未来, 我们认为上海机场长期发展将呈现三重主要的趋势。

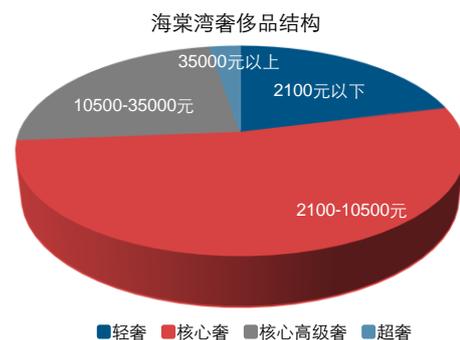
趋势一: 业态结构逐步升级。参考国际主要机场奢侈品品牌的布局, 可见随着机场发展阶段的深入, 奢侈品品牌数量和销售额占比也呈现逐步增长的趋势; 而随着消费者习惯的养成, 机场免税商品的品种结构, 也有望逐步从以低单价的香化向单价适中的轻奢品牌过渡, 并最终向高单价的核心奢、超级奢品牌进化。随着业态结构的升级, 上海机场单客奢侈品消费额有望逐步向国际枢纽机场靠拢, 大幅释放收入弹性。

图 39: 随着机场的不断发展, 免税奢侈品品牌数量将持续增长



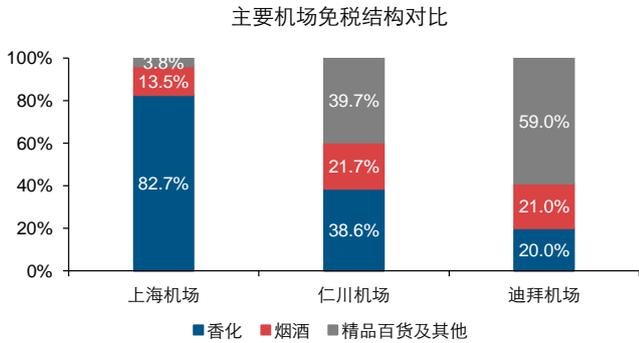
资料来源: Moodie Davitt Report, 公司官网, 长江证券研究所

图 40: 单价在 2000-10000 元之间的奢侈品, 或为奢侈品主要种类



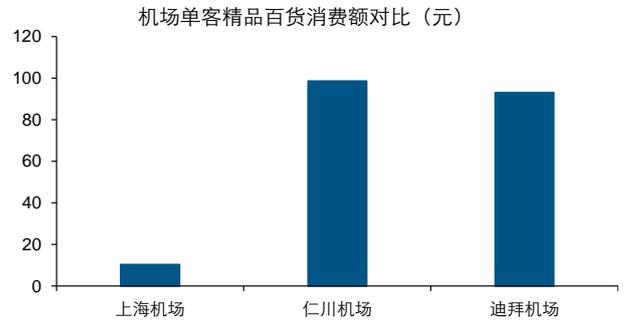
资料来源: 公司官网, 长江证券研究所

图 41：2018 年国际主要机场奢侈品营业额占比对比



资料来源：公司公告，Moodie Davitt Report，长江证券研究所（注：仁川机场为测算值）

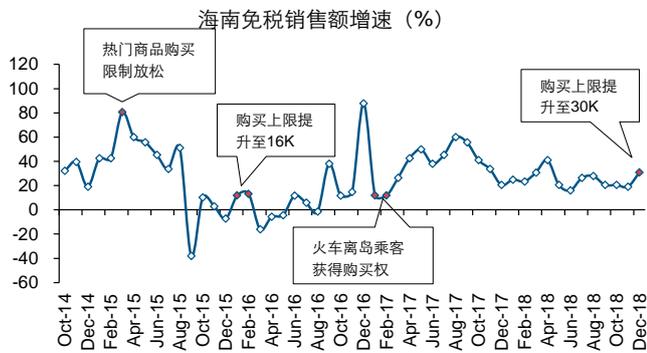
图 42：2018 年国际主要机场单客奢侈品消费额对比



资料来源：公司公告，Moodie Davitt Report，长江证券研究所（注：数据=全年精品百货销售额/全年国际客流量）

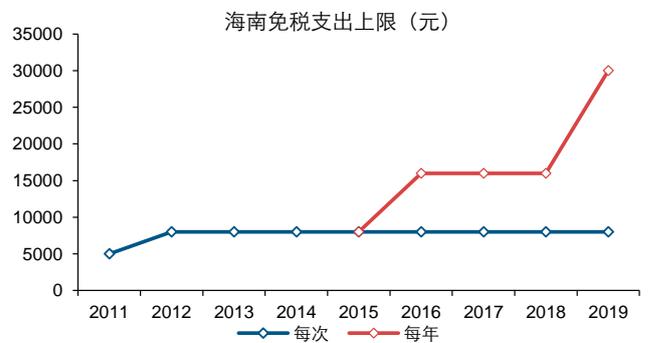
趋势二：政策放开是长期方向。当前我国枢纽机场入境消费额上限为单人单次 8000 元，由于奢侈品具备高单价的特征，消费额度上限的进一步放开有望成为催化奢侈品消费的驱动力。而在消费回流政策主旨下，消费上限额度政策的放开将是长期方向，参考海南免税市场在消费额度政策放开后的表现，政策放松将利好上机免税消费额的加速增长。

图 43：政策放开利好海南市场免税销售额增长



资料来源：Moodie Davitt Report，长江证券研究所

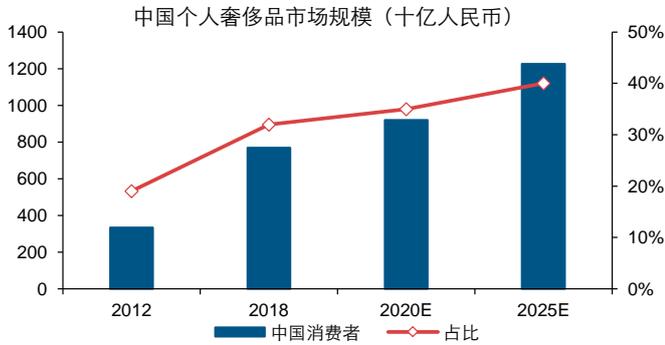
图 44：海南免税政策呈现逐步放松的趋势



资料来源：Moodie Davitt Report，长江证券研究所

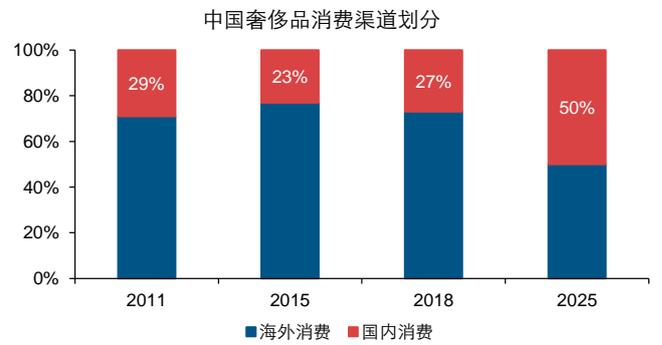
趋势三：消费回流空间广阔。目前我国个人奢侈品消费规模占全球总消费总额超过 30%，其中 73% 的消费额发生在海外，消费回流空间广阔。中性假设之下，长期来看，回流免税空间约为 2018 年中国国内免税奢侈品消费额的 2.3 倍；此外，考虑上海机场头部效应，预计中性假设下上海机场分流免税份额约为 2018 年其免税奢侈品销售额的 25 倍，长期市场空间广阔。

图 45: 2018 年中国奢侈品市场规模全球占比超过 30%



资料来源: 麦肯锡, 长江证券研究所

图 46: 我国奢侈品消费以海外消费为主



资料来源: 贝恩, 长江证券研究所

表 1: 奢侈品消费回流空间测算

情景: 乐观假设	2018 年中国人在海外奢侈品消费金额 (亿元)	回流比例假设	市场规模增加空间 (亿元)	为 2018 年中国国内奢侈品消费额倍数
分流整体份额	5621	30%	1686	0.81
	5621	50%	2811	1.35
	5621	70%	3935	1.89
情景: 中性假设	2018 年中国人在海外免税店奢侈品消费金额 (亿元)	回流比例假设	市场规模增加空间 (亿元)	为 2018 年中国国内免税奢侈品消费额倍数
分流免税店份额	3766	30%	1130	1.4
	3766	50%	1883	2.3
	3766	70%	2636	3.2
上海机场分流假设:	上海机场全行业占比	免税渠道占比	销售额增加规模 (亿元)	为 2018 年上海机场免税奢侈品消费额倍数
分流免税店份额	10%	20%	23	6
	20%	25%	94	25
	30%	30%	237	62

资料来源: Moodie Davitt Report, 长江证券研究所

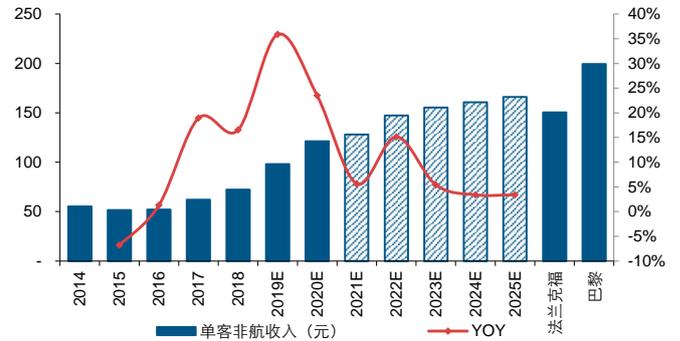
总结来看, 随着 2019 年卫星厅投入运营, 上海机场将迎来新一轮的生命周期: 航班时刻产能面临释放的窗口, 预计旅客流量将保持较高增速; 而随着商业面积扩大, 高单价、高坪效精品业态布局的推进, 消费升级和海外消费回流背景下, 单客非航收入提升具备充分的动能。

图 47: 上海机场未来精品百货占比有望持续提升



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 48: 上海机场单客非航收入测算值



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所 (注: 汇率采用 2018 年底数据; 法兰克福与巴黎单客非航收入为 2018 年数据)

在新周期中, 上海机场将步入业绩确定性增长的新阶段。中性假设下, 我们预计到 2025 年上海机场 EPS 可达到 6.04 元/股, 市值有望突破 2900 亿, **即高确定性下, 上海机场市值较目前仍有翻倍空间, 长期持有价值显著。**

表 2: 上海机场中长期市值空间测算

时点	归属净利润率	PE	市值 (亿元)	市值空间	EPS (元/股)
当前	45.4%	23.1	1447.7		2.20
2023E	52.3%	24.0	2255.2	155.2%	4.88
2025E	55.4%	25.0	2912.2	200.4%	6.04

资料来源: Wind, 长江证券研究所 (注: 当前市值数据为 2019/12/2)

快递：通达等待时机，顺丰关注 CAPEX

尽管电商快递增长依旧保持韧性，但未来增速趋势性下行已成为市场共识。随着市场对行业增速的钝化，快递股的投资逻辑将逐步从“行业红利”切换为“格局红利”。**展望 2020 年**，对于电商快递，行业竞争逻辑将重于个股改善逻辑；对于顺丰控股，业务下沉与成本管控仍将贯穿全年，但资本开支节奏将决定盈利趋势。

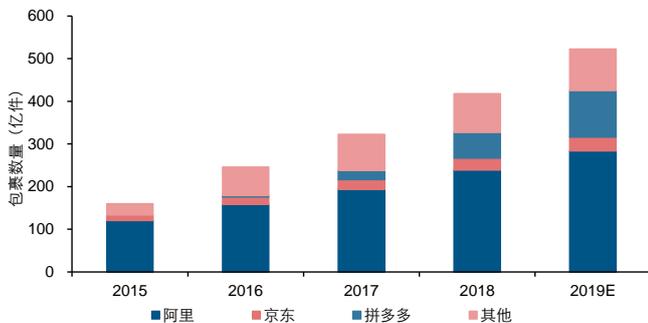
产业价值与电商责任——通达系效率的正外部性

加盟制快递的效率提升对电商产业链具备显著的正外部性，这使得快递行业承担了更多电商产业降本增效的责任。加盟制快递与电商的发展可谓相辅相成，但由于加盟制快递在电商产业链中的弱势地位，其利润空间被持续挤压。

组织效率提升产业价值

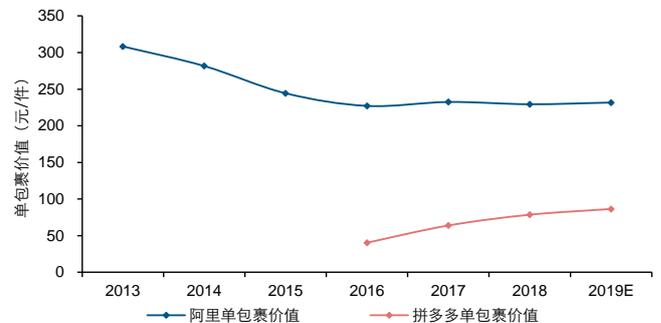
中国特色的加盟制快递，以低廉的外部交易成本，取代高昂的内部组织成本，实现了组织效率的大幅提升。加盟制快递效率的正外部性创造了电商下沉的奇迹，供给端的成本下行刺激了低线市场的需求，而需求增长带来的规模经济进一步推升供给端效率。尽管低客单价的拼多多崛起，使得过去四年电商行业包裹价值下降 13%，但不断下行的快递成本令快递费用率得以维持 2.6% 的极低水平，远低于美国 8% 的物流成本占 GDP 比重。

图 49：拼多多贡献电商包裹占比扩大



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 50：低快递费率支撑低价电商平台的快速发展



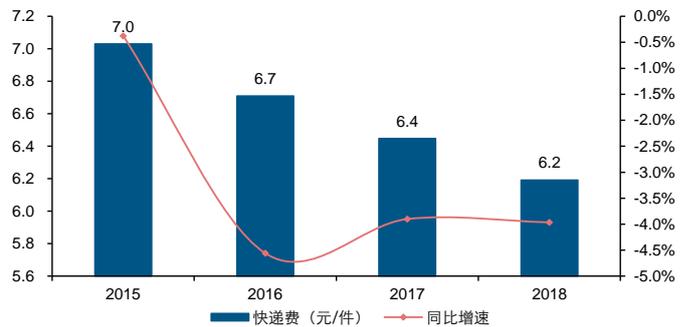
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 51: 包裹价值持续下行, 但快递费率稳定在 2.6-2.7%



资料来源: Wind, 长江证券研究所 (计算口径为: 阿里+京东+拼多多平台)

图 52: 快递单价持续下行——电商快递的宿命?

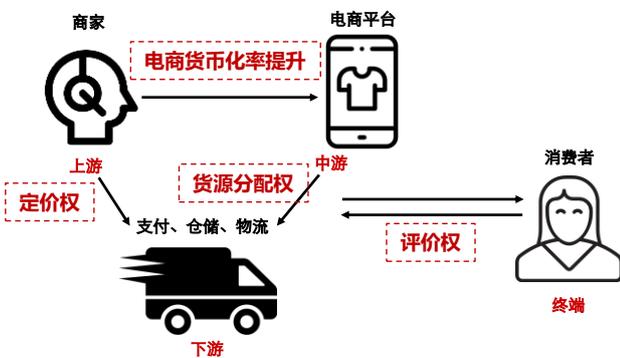


资料来源: Wind, 长江证券研究所 (计算口径为: 阿里+京东+拼多多平台)

议价能力决定利润分配

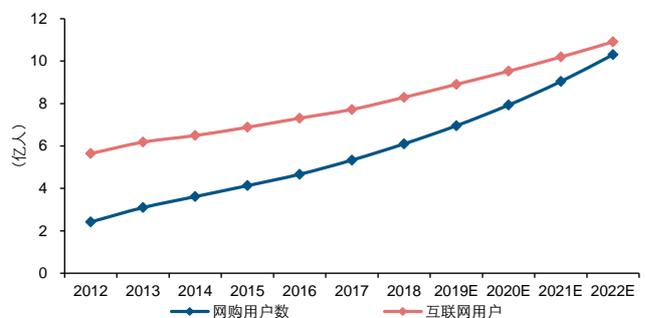
在“上游/商家-中游/电商平台-下游/支付/仓储/快递物流-终端/消费者”这一条典型的电商产业链条中，产业链话语权的顺序：电商平台>商家>消费者>快递，快递处于弱势地位。中国电商快递本质上是 toB 业务，快递企业（加盟商）客户是电商商家，而非最终付费的消费者。因此，快递企业（加盟商）对商家缺乏定价权，而商家对电商平台缺乏定价权。

图 53: 快递在电商产业链中处于弱势地位



资料来源: 长江证券研究所

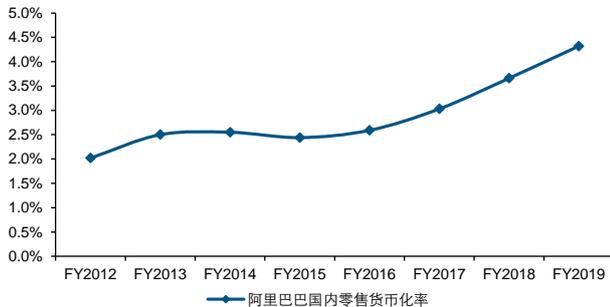
图 54: 电商流量接近枯竭, 转型内容+社交电商提升客户粘性



资料来源: CNNIC, 长江证券研究所

电商平台的头部效应显著，推动产业链上议价能力和利润分配持续性地从品牌商（商家）、物流商（快递企业）向渠道端（阿里、京东、拼多多电商平台）倾斜。可以观察到，电商平台的货币化率¹在持续提升，快递企业的平均单价也在持续下行，在普遍包邮的制度下，商家往往将部分成本压力传导给下游快递企业。

¹ 货币化率=营业收入/GMV，其中营业收入是指电商平台向第三方卖家收取广告费、交易佣金的直接收入。

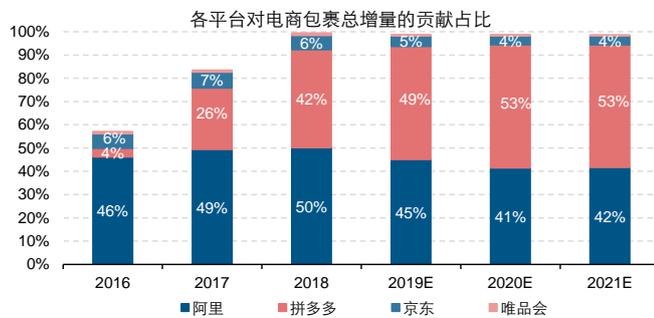
图 55: 阿里巴巴货币化率持续提升


资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

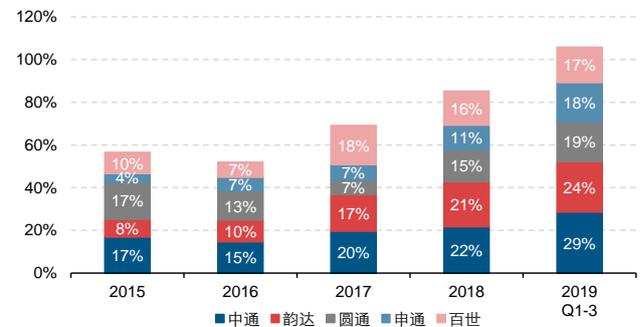
图 56: 拼多多货币化率持续提升


资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

电商平台竞争加剧背景下, 快递不仅是基础设施更是战略资源。根据我们的估算, 2019 年拼多多对电商包裹的增量贡献 (约 49%) 或将超过阿里 (约 45%), 这意味着电商平台的垄断性有所弱化, 但依然保持相对下游快递行业的强势地位。不过, 随着电商产业链的竞争加剧, 电商平台将加大包括快递在内的基础设施资源的争夺, 快递的产业链价值有望提升。

图 57: 电商平台垄断性弱化, 但依旧处于强势地位


资料来源: Wind, 公司公告, 长江证券研究所

图 58: 快递仍处于增量博弈, 但格局依旧非稳态


资料来源: 公司公告, 国家邮政局, 长江证券研究所

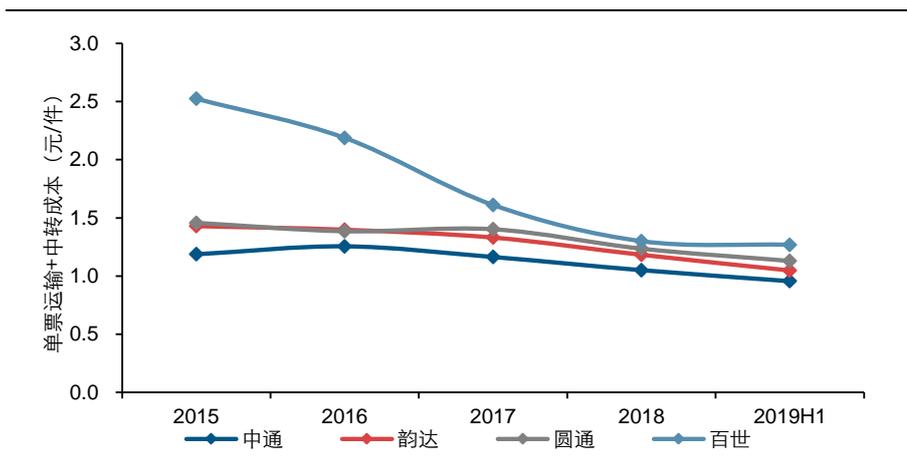
成本优化与利益分配——通达系盈利的内部约束

成本优化幅度和总部-加盟商利益分配是通达系盈利的内在约束条件。成本下行的边际递减, 以及未来潜在的优化瓶颈, 将对未来行业盈利构成压力; 当前加盟商的利润空间已被大幅挤压, **在非稳态竞争格局下, 总部将不可避免地承担更多的价格降幅。**末端成本的优化将成为通达系成本改善的核心关注点。

成本优化边际效应递减

快递行业的凹型成本曲线，以及设备投资的后发优势，使得快递成本优化的边际效应递减。2018年下半年以来，通达系单票成本趋于收敛，尤其圆通在2019年三季度单票成本的加速改善，意味着中通、韵达的成本领先优势有所弱化。

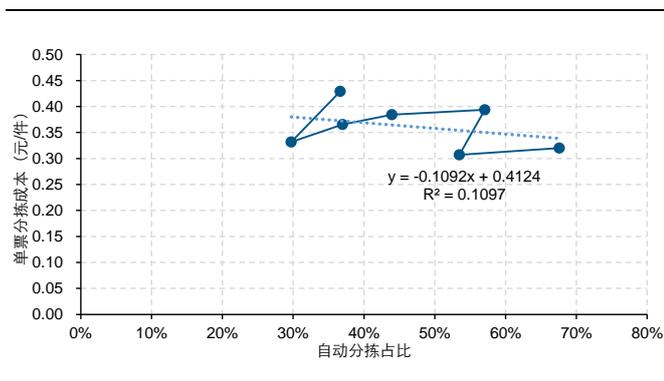
图 59：龙头快递企业成本曲线平坦化+趋同化



资料来源：公司公告，长江证券研究所

中通快递的成本曲线及其优化路径对行业具备指导意义。我们测算 2019 年三季度中通的自动分拣和高运力甩挂的占比分别接近 70%和 60%，参照过往的设备投资周期，2020 年底中通自动分拣和高运力甩挂的占比有望接近 90%和 70%，这或许意味着中通在未来 1-2 年后的成本优化将面临阶段性瓶颈。

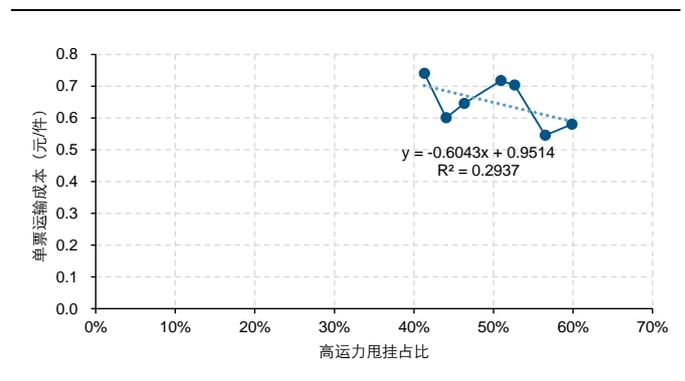
图 60：中通自动分拣占比-单票分拣成本散点图（18Q1-19Q3）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

注：自动分拣占比和实际值可能存在误差

图 61：中通高运力甩挂占比-单票运输成本散点图（18Q1-19Q3）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

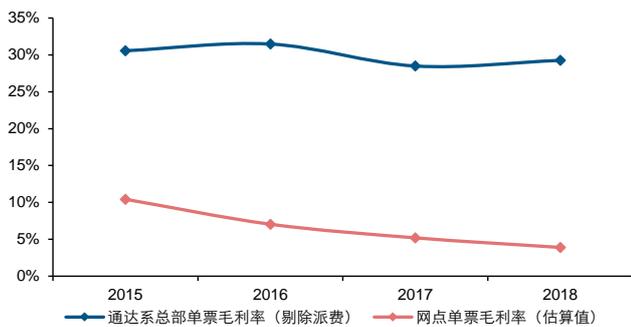
注：高运力甩挂占比和实际值可能存在误差

成本优化幅度是通达系价格降幅的内在约束之一。如果快递在电商产业链的相对弱势地位不变，那么成本下行的边际递减，以及未来潜在的优化瓶颈，将对未来行业盈利构成压力。当前末端成本已是快递的最大成本项，未来末端成本的优化（例如提升快递入柜入站比例）将成为通达系成本改善的核心关注点。

利益分配束缚总部竞争

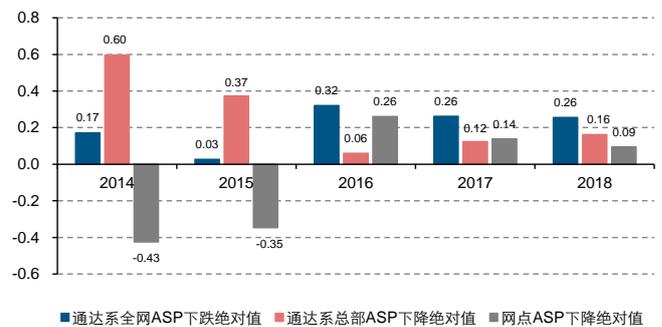
随着通达系上市前后完成了对加盟转运中心的直营化，以及加盟商体系的扁平化改造，快递总部确立了对于加盟商的强势地位。2016 年以来，总部承担的中转、运输环节享受了自动化设备和运能升级带来的规模红利，而加盟商承担的末端揽派则承受了末端人工成本的刚性上涨和市场竞争下的价格降幅。总部和加盟商的盈利能力近年来呈现显著分化，这对总部的竞争策略同样构成约束。

图 62：通达系总部与网点单票毛利率



资料来源：公司公告，长江证券研究所

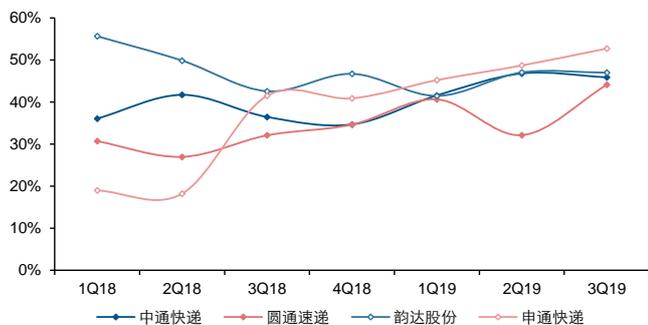
图 63：通达系总部和末端网点承担的价格跌幅情况（元/件）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

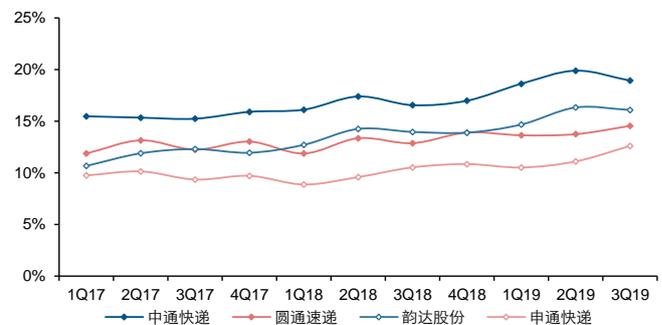
当前快递公司增速趋于收敛，从市占率来看，通达系差距并未拉开，而从件量绝对规模来看，由于基数影响，通达系正逐渐拉开差距。**非稳态竞争格局下，通达系间的价格竞争仍将持续，总部将不可避免地承担更多的价格降幅。**部分地区甚至通过牺牲派费的形式实现降价，更加体现了当前价格战的激烈程度。

图 64：通达系件量增速逐步收敛



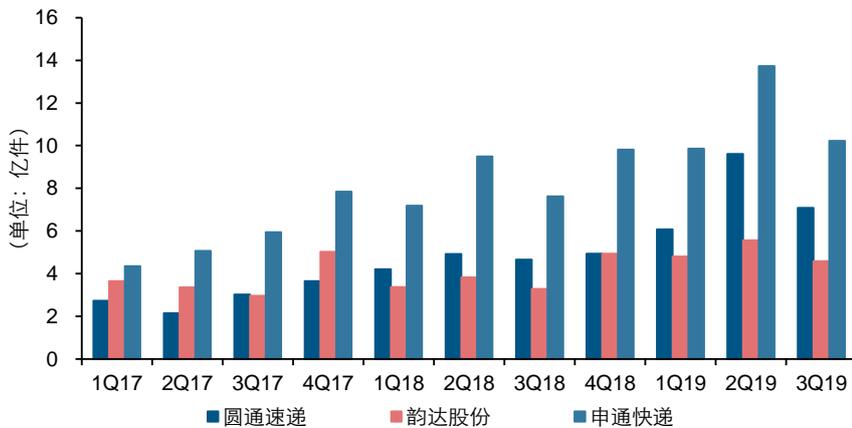
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 65：通达系市占率差距并未拉大



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 66: 通达系与中通件量差距逐步拉大



资料来源: Wind, 长江证券研究所

投资建议：通达等待时机，顺丰关注 CAPEX

尽管电商快递增长依旧保持韧性，但未来增速趋势性下行已成为市场共识。随着市场对行业增速的钝化，快递股的投资逻辑将逐步从“行业红利”切换为“格局红利”。

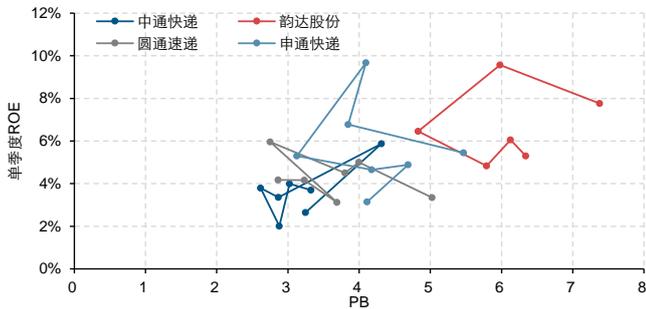
展望 2020 年，对于电商快递，行业竞争逻辑将重于个股改善逻辑，鉴于通达系明年的竞争策略目前尚不明晰，且电商平台对快递资源的争夺亦为行业发展带来不确定性，建议投资者不妨保持耐心；对于顺丰控股，业务下沉与成本管控仍将贯穿全年，但资本开支节奏将决定盈利趋势，在稳健的资本开支节奏假设下，顺丰依然能够获得电商件发展带来的业绩弹性。

加盟快递：行业竞争逻辑重于个股改善逻辑

市场尚待出清，博弈仍将持续。竞争格局的优化，是快递产业价值能否向投资价值传导的关键。从长期来看，与制造、消费行业不同的是，快递行业近 50% 的人工成本占比以及降本增效的产业使命，决定了其稳态净利率难以持续提升。当前通达系处于从“龙头竞争”过渡到“寡头竞争”的关键节点，可观的行业增速、趋同的成本曲线以及充沛的现金储备，决定了通达系间的博弈未来仍将持续。

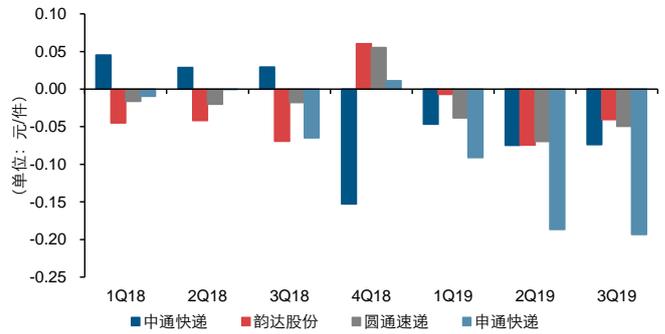
展望 2020 年，通达系的行业竞争逻辑将重于个股改善逻辑，鉴于通达系明年的竞争策略目前尚不明晰，且电商平台对快递资源的争夺亦为行业发展带来不确定性，建议投资者不妨保持耐心。不过，当前通达系的即期估值已初步反映了非稳态格局下的盈利不确定性，风险收益比开始具备吸引力。长期推荐精细化管理突出的韵达股份，关注成本改善带动估值修复的圆通速递，以及阿里赋能推动效率提升的申通快递。

图 67: 通达系 PB-ROE 模型 (18Q2-19Q3)



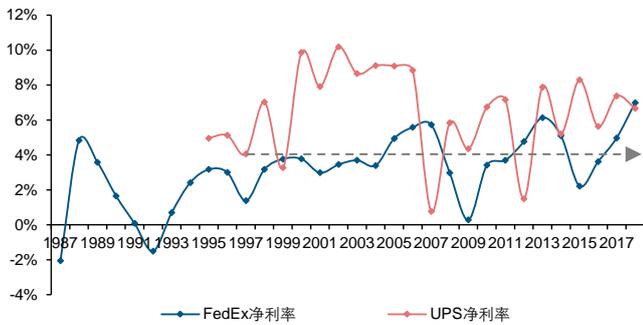
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 68: 通达系单票扣非净利润同比跌幅



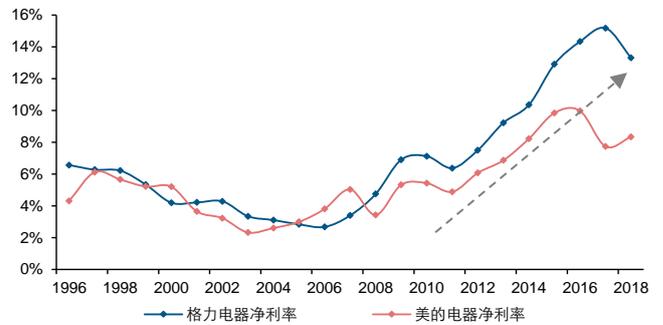
资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 69: FedEx、UPS 的净利率走势



资料来源: Wind, 长江证券研究所

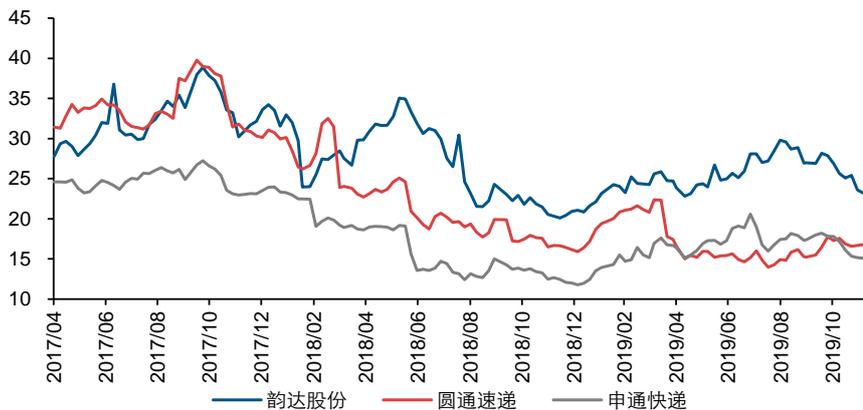
图 70: 格力电器与美的电器的净利率走势



资料来源: Wind, 长江证券研究所

注: 2013-2018 年采用美的集团净利率数据

图 71: 通达系 Wind 一致预期 PE 走势



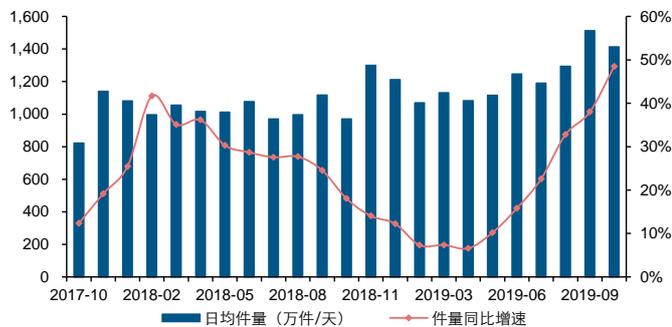
资料来源: Wind, 长江证券研究所

注: PE=交易日收盘价/最近预测年度 Wind 一致预期 EPS

顺丰控股：资本开支节奏决定盈利趋势

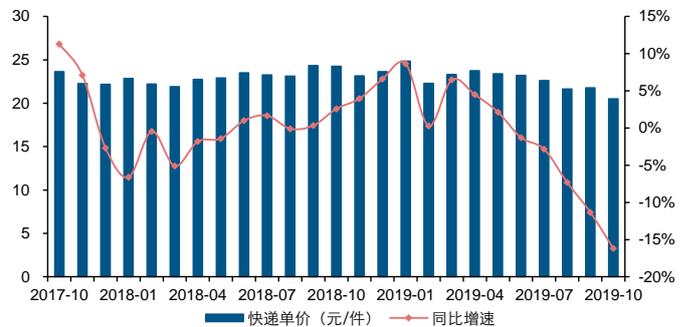
我们长期看好中国产业结构升级，给顺丰产业供应链发展带来的新机遇。业务下沉与成本管控仍然是顺丰贯穿明年的投资主线。与唯品会的战略合作，将为顺丰提供更多的包裹增量和更优质的客户结构；同时，电商平台的品牌化战略也为顺丰的中高端电商件发展带来契机。未来几年将是顺丰控股资本开支高峰期，资本开支节奏将决定盈利趋势。在稳健的资本开支节奏假设下，顺丰控股依然能够享受特惠专配业务发展带来的业绩弹性。

图 72：顺丰控股 2019 年 5 月以来件量增速持续回升



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 73：顺丰控股 2019 年 5 月以来快递单价持续下行



资料来源：公司公告，长江证券研究所

风险提示

- 1、若拼多多补贴大幅退坡，或造成快递需求超预期下滑；
- 2、若 J&T 快递大规模起网，顺丰、京东启动低成本网络，将对现有快递格局造成较大冲击；
- 3、若总部与加盟商利益分配失衡，或造成大规模网络动荡；
- 4、若阿里整合通达系，将对现有快递格局造成重大影响。

航空：周期弱化，成长崛起

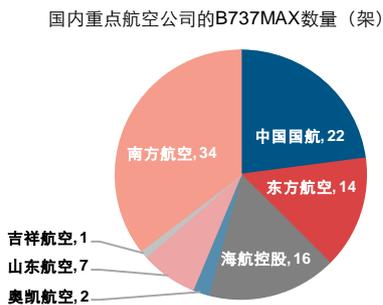
从 2019 年的供给看飞机并非核心瓶颈，长期看空域等保障条件仍是主要约束，而飞行员的限制将增加新的约束，因此，即便 B737MAX 回归市场，终端供给的增速依然难以放量。随着正常率改善和北上广为主的高线市场产能的投放，运力加速回归高线市场，航线结构的抬升将改善整体的盈利能力，高线市场和低线市场的收益分化也将趋于收敛。需求是影响航空供需最主要的因素，2020 年航空β有待经济回暖，长周期里竞争格局优化将增强三大航的安全边际，我们非常看好三大航的胜率。春秋和吉祥运力扩张加速，高线市场的拓展深度将决定未来几年的盈利高度，建议买入长期成长的机会。

B737MAX 将回归市场，但运力增长有限

B737MAX 什么时候复飞悬而未决，引发市场对于中期供给冲击的担忧，我们认为，即便停飞运力回归市场，终端供给增速也难以放量。

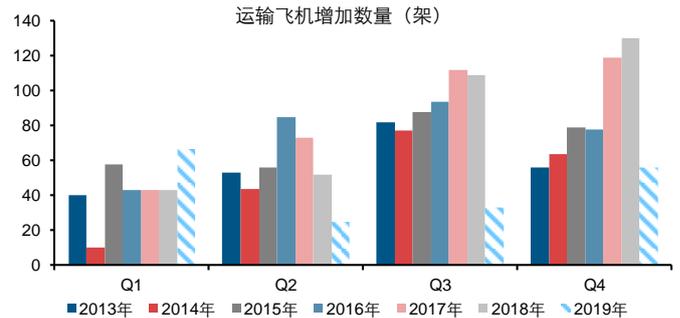
由于空难原因，目前约 100 架 B737MAX 的供给暂时退出市场，除此之外，停飞也带来新增运力引进放缓，2019Q2 以后，运输飞机增加数量相较过去几年几乎减半。

图 74：B737MAX 事件导致 96 架飞机停飞



资料来源：planespotters，长江证券研究所

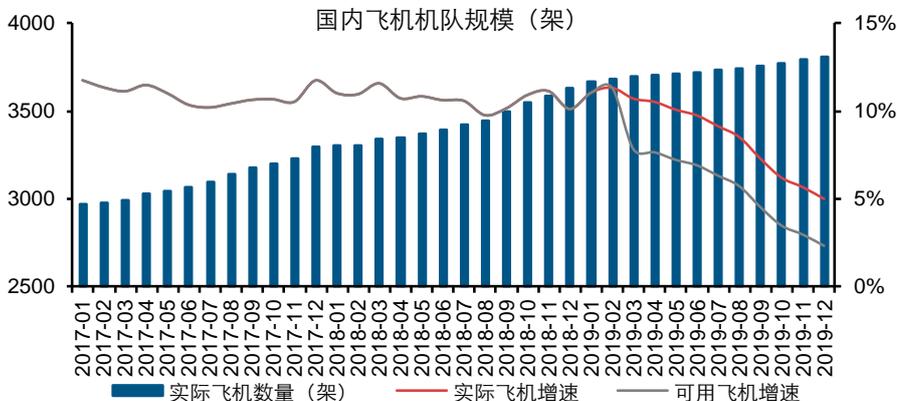
图 75：B737MAX 事件导致机队引进速度减半



资料来源：民航局，长江证券研究所（注：2019Q4 为预测值）

存量运力的短期出清和新增运力的引进放缓，带来机队规模扩张增速放缓，预计实际的机队规模增速降低至约 5%，而可用飞机规模增速降低至约 2%。

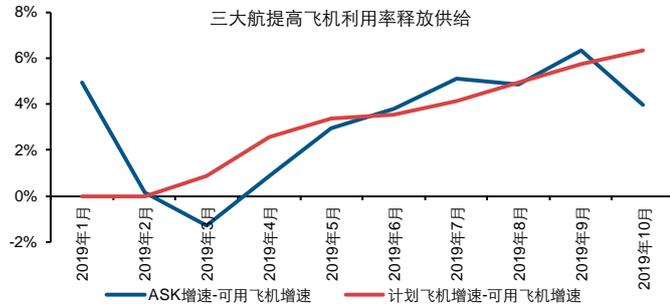
图 76：2019 年国内民航机队规模增速大幅放缓



资料来源：民航局，长江证券研究所（注：2019 年 11 月之后为预测值）

在飞机短缺的背景下，航空公司提升可用飞机的利用率，释放供给弹性，因此，ASK 增速并未随可用机队规模增速显著下行，这也侧面印证了，飞机并非最紧缺的资源。

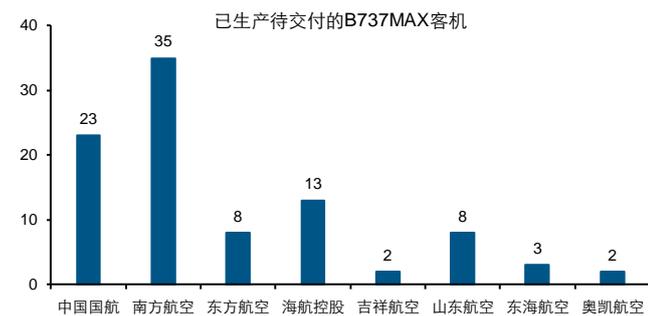
图 77：三大航通过提升可用飞机的利用率放大终端供给



资料来源：Wind，民航局，公司公告，长江证券研究所

目前，波音并未停止 B737MAX 的生产，已生产待交付给中国的飞机约 100 架，考虑到波音产能从 52 架/月降低至 42 架/月，预计延迟交付的飞机约 115 架。

图 79：目前约 100 架 B737MAX 处于待交付状态



资料来源：planespotter，长江证券研究所

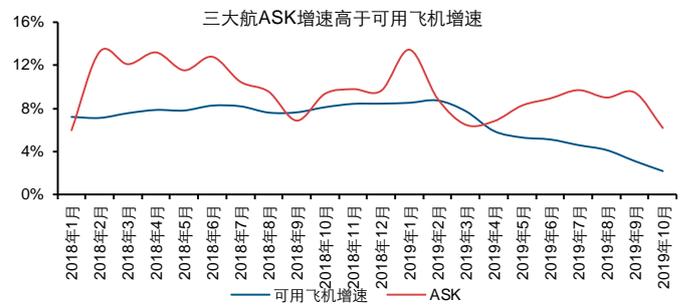
另一方面，在 2019 年策略报告《大寒之后，必是立春》中，我们建议关注行业竞争格局的变化，目前看，三大航以外的中小航司运力引进速度趋缓，行业的竞争秩序改善，2020 年表现的或许更加明显。在这种背景下，即便考虑 B737MAX 在 2020 年恢复市场运行，积压的运力集中交付，国内运输飞机架次增速 12%，与过去几年基本持平。

图 81：预计 2020 年飞机引进的速度加速



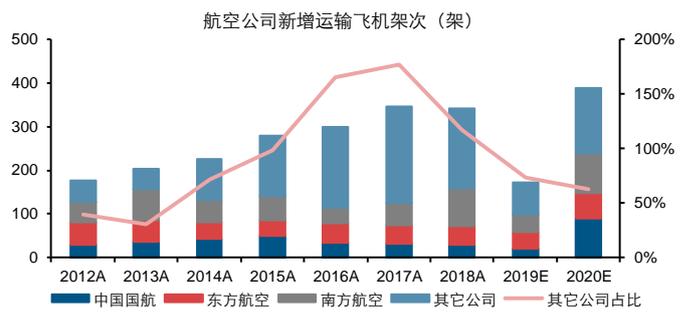
资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

图 78：三大航的终端增速并未随机队增速显著下行



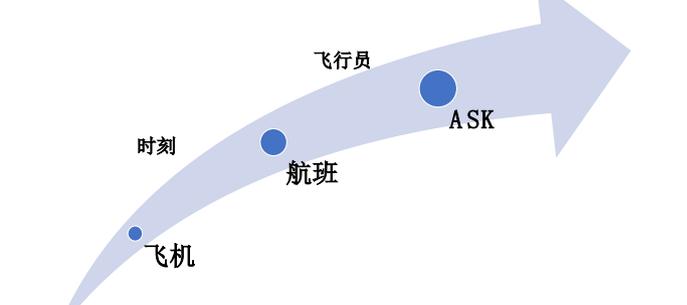
资料来源：Wind，民航局，长江证券研究所

图 80：2020 年新增运输飞机架次



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

图 82：航空公司的终端运力受到多重限制



资料来源：民航局，长江证券研究所

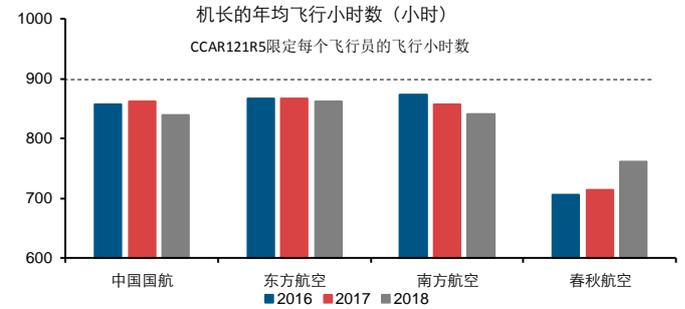
航空公司的终端运力——可用座公里（ASK）增速，受到多重因素的制约，飞机、时刻和飞行员等保障资源皆有物理约束，最短板是决定终端运力增速的核心。过去几年，受到行业对于安全和正点的管控，时刻资源的管制措施压制航班增速持续低于飞机增速。

图 83：过去几年时刻资源限制飞机利用率



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 84：未来飞行员飞行小时将成为新的限制因素



资料来源：公司公告，长江证券研究所

未来几年，随着《大型飞机公共航空运输承运人运行合格审定规则》（CCAR121R5）落地实施，飞行员的飞行小时限制将从原有的 1000 小时降低到 900 小时。依据各家公司披露的年报，飞行员的平均飞行小时数并未超过政策限制，但考虑到部分飞行员超负荷运行，预计政策实施将带来结构性的飞行员供给不足，对行业供给形成新的约束。

表 3：飞行员结构性不足对于终端供给将形成新的限制

飞行小时限制 对供给的影响	超过飞行小时限制的飞行员占比				
	5%	10%	15%	25%	45%
1000	0.5%	1.0%	1.5%	2.5%	4.5%
975	0.4%	0.8%	1.2%	1.9%	3.5%
950	0.3%	0.5%	0.8%	1.3%	2.4%
925	0.1%	0.3%	0.4%	0.7%	1.2%
900	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：民航局，长江证券研究所

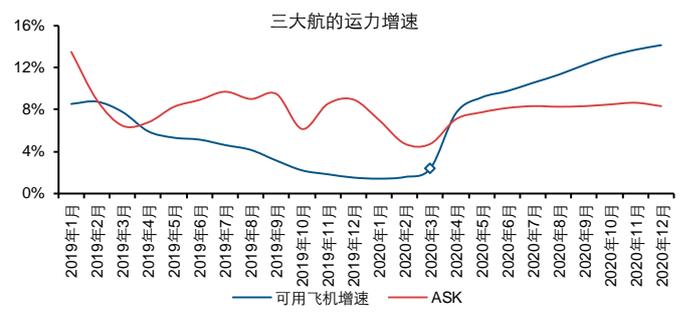
飞机并非紧缺的资源，2019 年停飞导致可用飞机短缺，但飞机利用率的提升释放了供给弹性，从单位非油成本大幅下行可以验证。限制终端供给的是时刻和飞行员等保障资源，因此，即便 B737MAX 回归市场，终端供给依旧难以放量，预计可用飞机利用率下行，部分公司或许加速淘汰老旧飞机，借此缓解非油成本压力。

图 85：预计 2020 年的飞机利用率降低



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 86：终端供给依旧保持缓慢增速



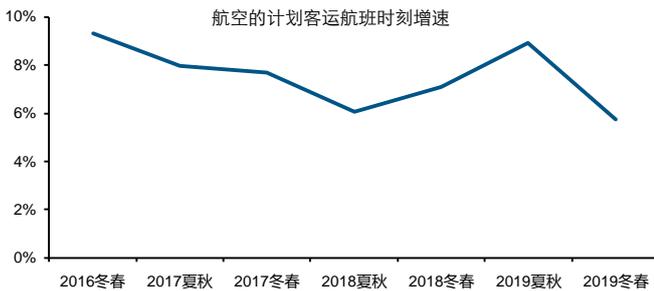
资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

高线市场时刻放量，两极分化现象有望缓解

高线市场增量有限，低线市场加速增长，过去几年国内市场两极分化的现象加剧。随着北上广等机场的产能陆续投放，高线市场增量逐步释放，市场结构有望优化。

受空域限制，资源瓶颈对国内航空业的影响日益加深，在高线市场尤其如此，过去几年前十大机场的飞机起降架次增速不断放缓，2018年同比仅增长3.2%。在控总量调结构的背景下，航空公司的运力加速下沉到低线市场。

图 87：计划时刻增速的总量降低



资料来源：民航局，长江证券研究所

图 88：过往高线市场增速下行，运力转投低线市场



资料来源：民航局，长江证券研究所

随着广州白云、上海浦东和北京大兴的新增产能投产，及青岛胶东、成都天府、大连金州湾和厦门翔安等机场新/扩建产能的陆续投放，预计高线市场将迎来时刻释放的窗口。

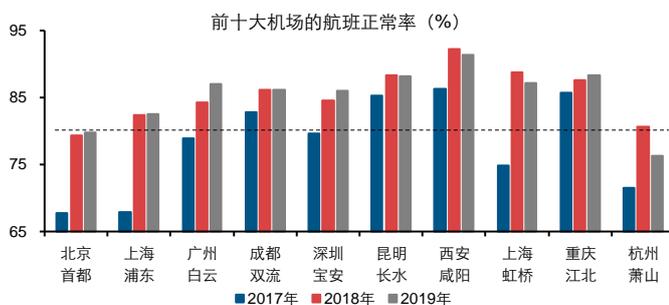
图 89：北上广等高线市场新增产能陆续投放



资料来源：公司官网，长江证券研究所（注：从左到右，依次为北京大兴机场、上海浦东机场以及广州白云机场）

另一方面，供给侧改革改善了行业效率，高线市场的正常率改善，预示着空域条件改善，2019年冬春航季开始，高线市场的优质时刻开始释放，我们预计后续仍将持续。

图 90：高线市场航班正常率改善显著



资料来源：Wind，长江证券研究所

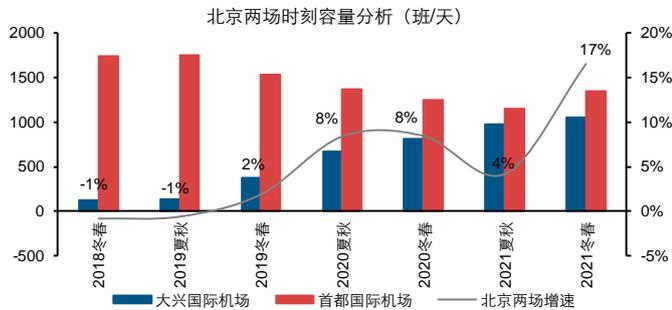
图 91：2019 冬春开始，高线时刻开始释放



资料来源：民航局，长江证券研究所

按照民航局的规划，2020年之后北京两场的时刻容量将会逐步扩容；而伴随着两国关系改善，中日航权也迎来新一轮释放的窗口。

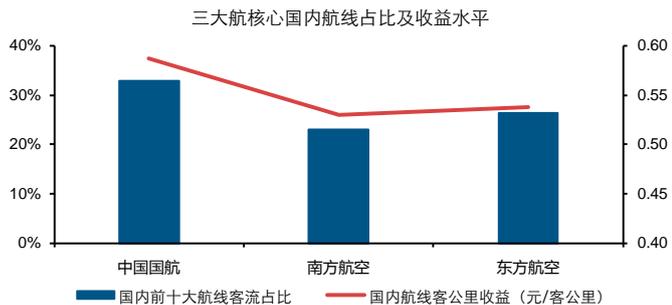
图 92：预计北上广等高线市场时刻逐步释放



资料来源：民航局，长江证券研究所

高线市场时刻放量或许带来局部市场的短期收益品质下滑，但是长期来看，航空公司的航线结构决定收益品质，航线结构的改善将推动收益水平提升。

图 94：航线结构改善推动收益水平提升



资料来源：民航局，公司公告，长江证券研究所

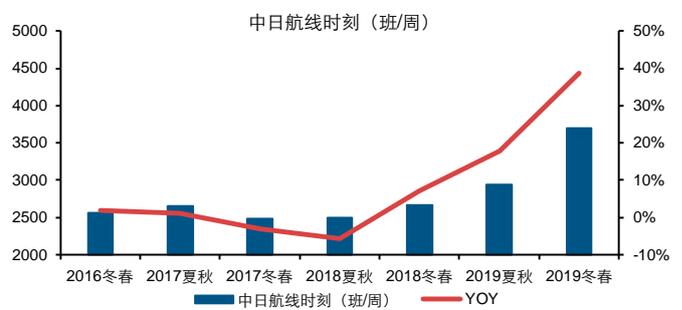
国内民航市场的持续增长，笼罩着两团乌云：1) 高线市场的资源瓶颈；2) 低线市场的效率压力。按照现有的商业模式，国内航空公司的规模高速扩张，在这种背景下：

- 如果高线市场资源瓶颈长期难以克服，大部分的飞机将加速下沉至低线市场，高线市场景气度上升，需求溢出至其它交通工具，丢掉的是份额；
- 低线市场的边际成本递增，而航空需求相对稀薄，因此，前期市场培育需要忍受亏损的压力，持续的投入毁灭增长的价值。

2020 年我们将看到高线市场资源的释放，运力回归高线市场，高线市场和低线市场的收益趋于收敛，航线结构的抬升将改善整体的盈利能力。

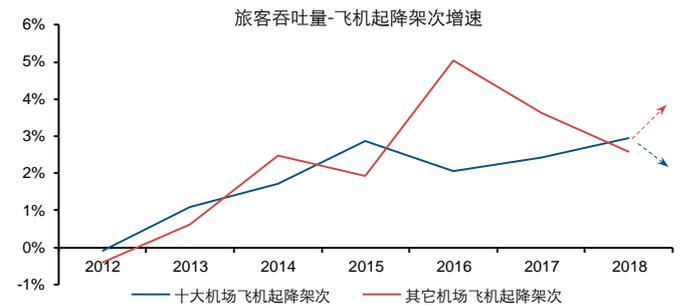
更长期来看，高线市场的资源瓶颈依旧存在，低线市场的效率提升或许更为重要，只有采用更优秀的商业模式才能破局。结合美国的经验，航空公司经历了从同质化到差异化的转变，通过服务收费来保证盈利。2019 年，从航空公司增加品牌运价体系，到民航局减少餐食的要求，商业模式的转变悄然而至，“一减一加”之间改善的是盈利。

图 93：日本等高收益国际航线同步释放



资料来源：民航局，长江证券研究所

图 95：高线市场和低线市场的收益趋于收敛

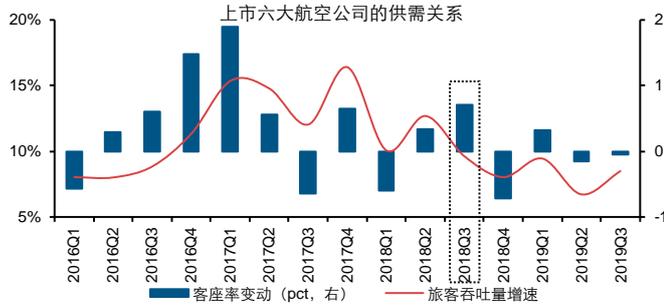


资料来源：民航局，长江证券研究所

β 等待需求催化，α 有赖高线扩张

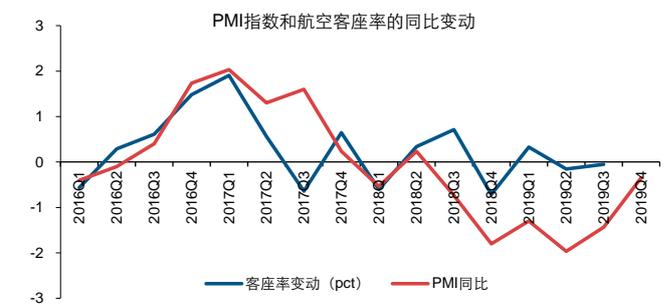
从 2016 年以来，行业供需变化由旅客吞吐量增速驱动，需求是主导供需关系的主要变量。参考过往几个季度航空供需和 PMI 的同比变动趋势，行业β 依然有待需求催化。

图 96：需求是主导供需关系的主要变量



资料来源：Wind，长江证券研究所

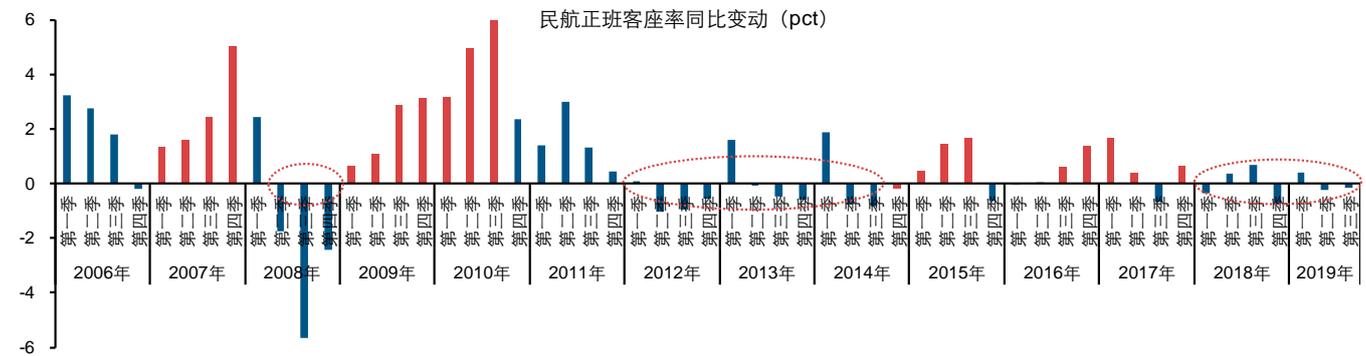
图 97：2020 年航空需求有待经济回暖



资料来源：Wind，长江证券研究所（注：2019Q4 采用 10 月和 11 月同比测算）

不同于过往，本轮周期航空行业的韧性凸显，客座率的波动性大幅降低，背后映射的是行业格局的改善。

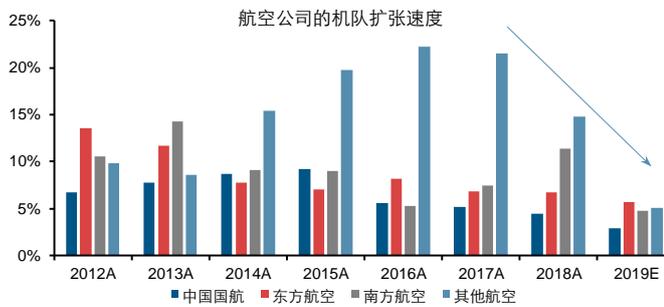
图 98：不同于过往，航空行业的波动性已经大幅降低



资料来源：Wind，长江证券研究所

往后看，中小航司运力扩张放缓的趋势明显，三大航的市占率趋于稳定，结合我们之前的报告《朝阳初升，格局渐成》，行业秩序的改善将提升龙头公司的盈利能力。

图 99：中小航司的机队扩张速度放缓，竞争有望缓解



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 100：三大航的市占率趋于稳定，行业格局优化

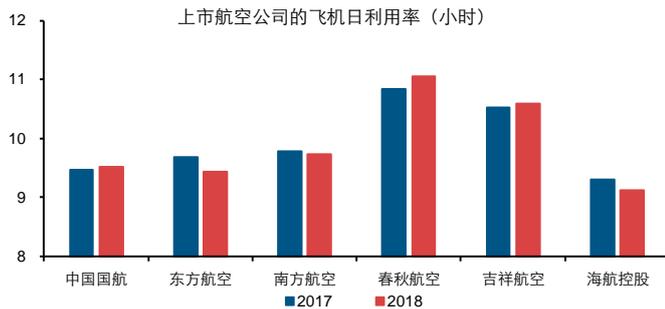


资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

需求是影响航空供需最主要的因素，2020年航空的 β 依旧需要等待经济回暖，PMI好转的趋势需要关注。长周期里，中小民营航空加速扩张的效应减退，竞争格局优化将增强三大航的安全边际。当前三大航的PB估值处于历史低位，我们非常看好三大航的胜率。

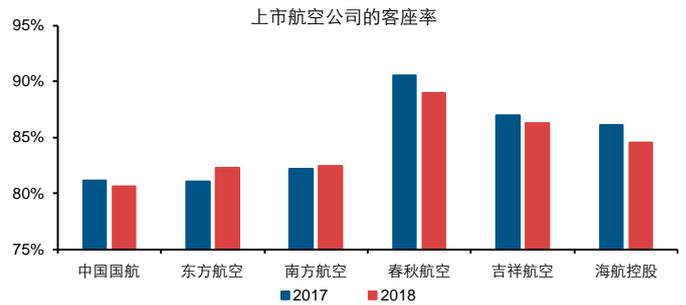
相较于国有的三大航，春秋和吉祥的飞机利用率和客座率更高，单位航油成本和非油成本更低。更高的效率意味着超额的盈利能力，投资春秋航空和吉祥航空赚的是效率的钱。

图 101：春秋航空和吉祥航空的飞机日利用率较高



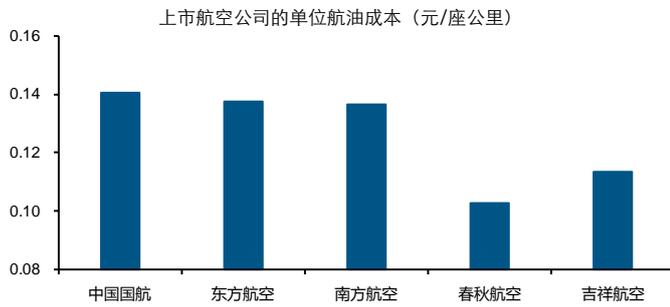
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 102：春秋航空和吉祥航空的客座率较高



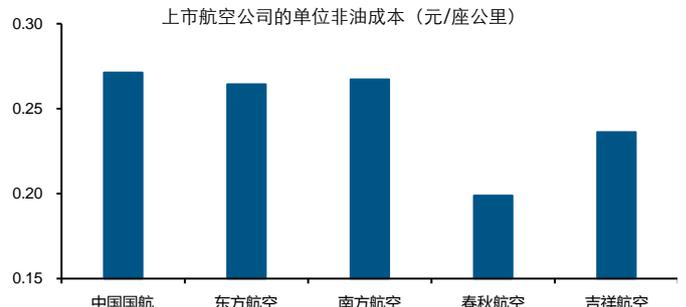
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 103：春秋航空和吉祥航空的航油成本较低



资料来源：公司公告，长江证券研究所

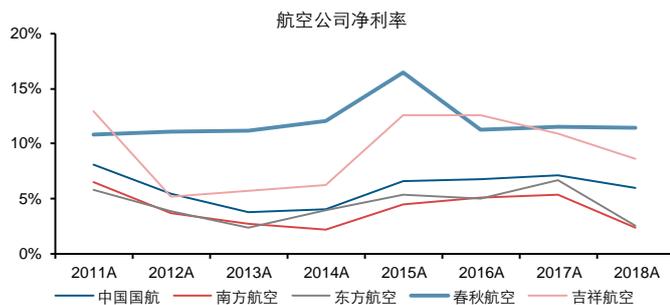
图 104：春秋航空和吉祥航空的非油成本较低



资料来源：公司公告，长江证券研究所

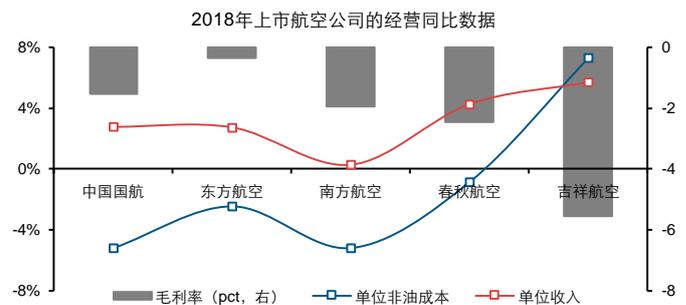
从过往的盈利能力来看，春秋航空不同于其它航空公司，净利率稳定凸显成长属性；而吉祥航空受到 B787 引进的波动，短期效率降低拖累毛利率大幅下行，呈现底部特征。

图 105：春秋航空的净利率稳定，凸显成长属性



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 106：吉祥航空的盈利能力将从效率提升中修复



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

展望未来，春秋航空和吉祥航空的运力扩张速度都将加快，成长的速度一方面将随规模扩张而提升，另一方面，盈利能力也有额外弹性。

图 107：春秋航空的机队引进速度加快



资料来源：公司公告，长江证券研究所

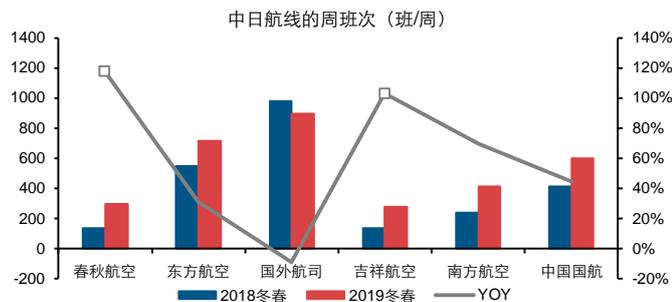
图 108：宽体客机利用率提升驱动吉祥航空加速扩张



资料来源：公司公告，长江证券研究所

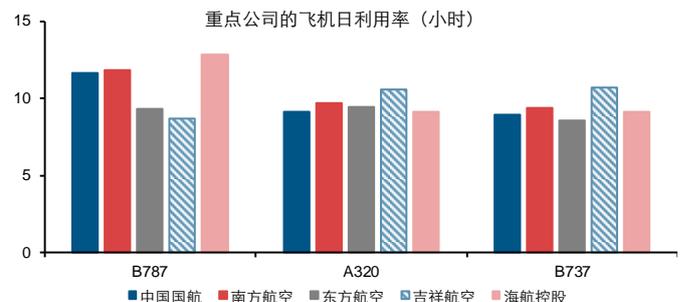
过去几个航季，控总量调结构的政策，压制了成长性公司的发展，2019 冬春开始，高线市场的时刻放量将为成长性的公司提供修复的机遇，改善利润率弹性。目前，中日航线放量春秋航空和吉祥航空拿到更多的增量，吉祥航空已经加密京沪和沪广等“黄金航线”，春秋航空或许在 2020 年进入大兴机场。伴随着北上广等高线市场的时刻放量，春秋航空和吉祥航空的高度将取决于未来几年高线拓展的深度。（详细参考春秋航空深度报告《再读春秋：拓宽边界，超越成长》）

图 109：春秋航空和吉祥航空拓展高线市场



资料来源：民航局，长江证券研究所

图 110：国际化布局加速将提升吉祥航空的飞机利用率



资料来源：公司公告，长江证券研究所

2020 年，吉祥航空的远程化布局将更加清晰，计划于 2020 年夏秋航季起在上海-赫尔辛基航线基础上，利用第五航权延伸至英国曼彻斯特、爱尔兰都柏林及冰岛雷克雅未克；新开的英国曼彻斯特和希腊雅典的直飞航线。欧洲航线的密集投放将会显著提升公司的运行效率，伴随着飞机利用率的提升，吉祥航空的利润率拥有成本修复的弹性。（详细参考吉祥航空深度报告《成长的烦恼——吉祥航空的远程国际化布局》）

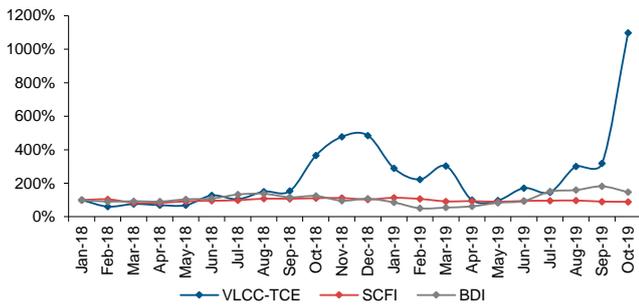
油运：确定与风险并存的非典型复苏

美油出口增长的需求逻辑与脱硫塔加装、运力制裁的供给风险使得油运在 2019 一枝独秀。2020 年来看，需求端美国原油出口增长提振行业需求的逻辑将持续演绎，供给端历史新低的在手订单比例是行业景气确定向上的保证，IMO2020 正式实施带来的成本陡升也将主导短期老船的退出。但低硫油供给的不确定性带来供给端波动的风险，不过我们看好一年的供需向好，历史看景气周期投资勿需拘泥旺季，估值对比收益空间仍存。

回顾：2019 年面临限硫令的航运业中油运一支独秀

回顾 2019，全球宏观经济的下行压力使得航运业整体承压，但结构性机会仍存，其中油运业在 3 类主要船型中表现突出。供给端看，行业长熊抑制产能扩张意愿，3 类船型在手订单比例（占现有运力）均已至历史低位，供给端压力并无差异。但美国原油出口增加带来平均运距提升使得真实需求较高，同时船队老龄化以及脱硫塔的安装给予了船东高运价的预期，兼有风险事件多发下有效运力变动较大，使得油运 2019 年表现更好。

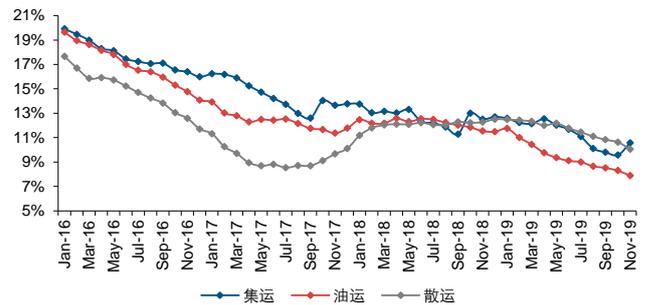
图 111：2019 年油轮运价表现明显强于另 2 种船型



资料来源：Clarksons, 长江证券研究所

注：运价或指数均以 2018 年 1 月归一化处理；

图 112：3 类船型的在手订单比例均已来到历史低位



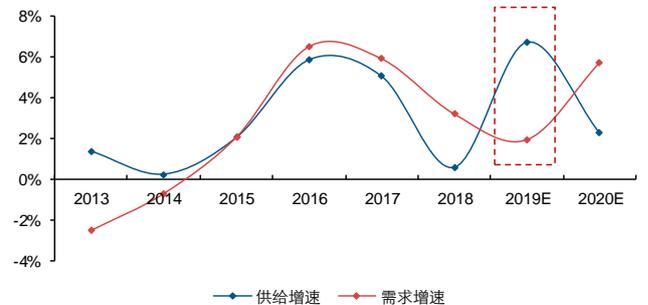
资料来源：Clarksons, 长江证券研究所

图 113：美国原油出口持续增长



资料来源：Wind, 长江证券研究所

图 114：2019 年仅从油运行业供需增速看并不利于运价提升



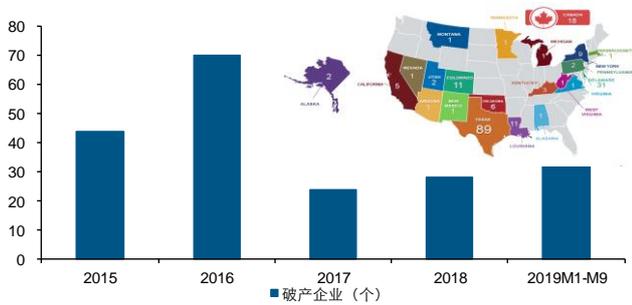
资料来源：Clarksons, 长江证券研究所

需求：美油增产为主的原油运输新格局将持续演绎

2020年，全球宏观经济下行压力犹存，预计原油消费量增长承压，但生产端、需求端的要求使得美国原油出口增长提升平均运距，从而推涨周转量需求的逻辑仍将持续演绎。

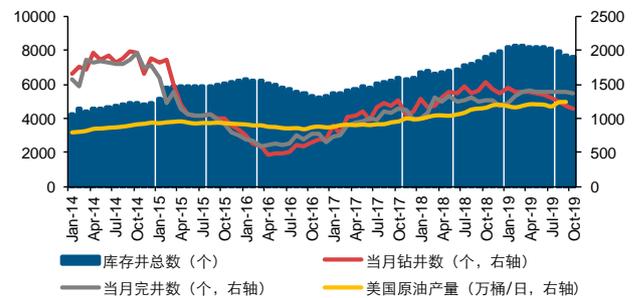
生产端：尽管页岩油企业在债券超发下面临债务压力，但效率提升与财务纪律将支撑美国原油产量。2019年运输瓶颈明显改善，不过页岩油企业前三季度新增33家破产案例，且Q3以来大批石油钻探商申请破产，致今年美国原油钻井数的明显减少。但同期美国原油产量仍稳步增长，可见生产效率逐步提升。行业对财务纪律性不断加强，投资缩减并不影响供给增加，EIA、Rystad均认为油价的变动并不会扰动明年页岩油产量增长趋势。

图 115：截至 9 月 30 日，2019 年新增破产页岩油公司 33 家



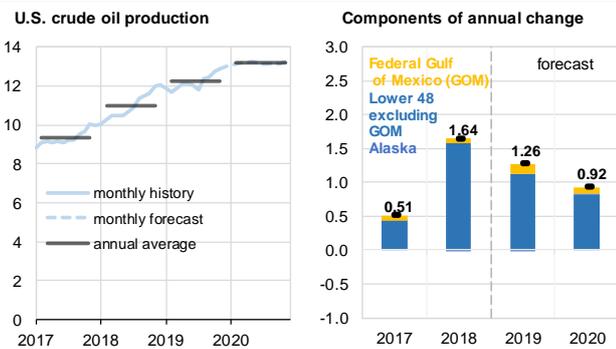
资料来源：Hynes And Boone，长江证券研究所

图 116：2019 年美国原油钻井数减少的同时产量保持稳步增长



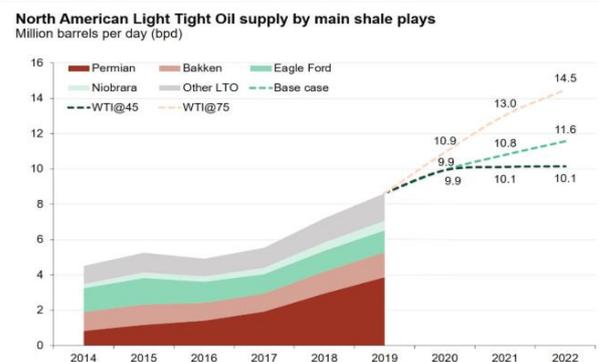
资料来源：EIA，Wind 长江证券研究所

图 117：EIA 预测 2020 年美国原油日度产量同比增长 7.5%



资料来源：EIA，长江证券研究所

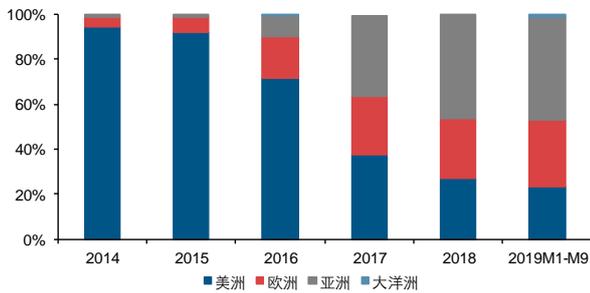
图 118：Rystad 认为 2020 年页岩油产量增速具有一定刚性



资料来源：Rystad Energy，长江证券研究所

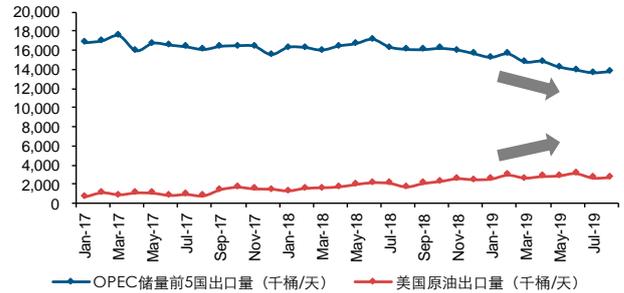
出口端：美国原油出口增量可延续，将主要由远东地区承接。美油替代性出口提升平均运距仍是需求端的核心逻辑，远东地区能够持续承接美油出口是在产量增长之外需求逻辑能够在 2020 年持续演绎的重要原因。OPEC 减产协议在目前油价水平及全球经济压力下有一定的延续性，但相应美国原油出口也因此具有增加延续性。同时远东地区作为过去美国原油增量出口的主要目的地，在炼厂产能增长背景之下仍有较强的承接能力。

图 119: 美国原油出口至远东地区的比例逐步提升



资料来源: EIA, 长江证券研究所

图 120: OPEC 减产下的美油持续替代



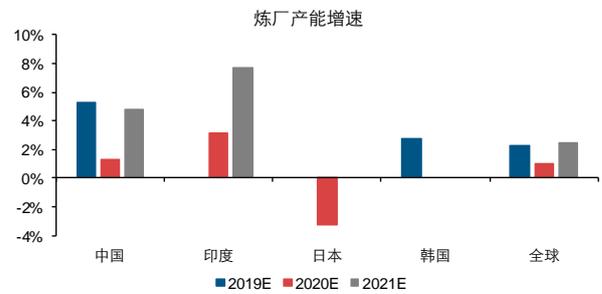
资料来源: EIA, 长江证券研究所

图 121: 中国炼厂产能增速逐步回升



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 122: 从目前在建产能看, 远东炼厂产能将保持持续增长



资料来源: Clarksons, 长江证券研究所

2000 年至今, 除 08-09 年金融危机期间, 全球原油消费量未曾出现过负增长情况。保守假设, 2020 年全球原油消费并无增长, 美国原油出口增加背后是中东地区原油出口量的等量减少, 并按照目前的出口目的地结构, 增量部分 6 成出口至亚洲, 3 成出口至欧洲, 预计美国原油出口增长将带动 2020 年油运行业需求同比增长 4.1%。

图 123: 2019-2021 年, 美国原油海运出口周转量测算

项目	美国出口原油海运量&周转量										
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	
海运量	美国原油出口量 (千桶/天)	67	134	351	465	591	1158	2004	3000	4447	6447
	美国原油出口增量 (百万吨)		3	11	6	7	30	44	52	75	104
	美国原油海运量 (百万吨)	2	4	12	16	16	47	92	144	219	323
	YOY		100%	169%	34%	2%	193%	97%	57%	53%	48%
周转量	美国原油海运周转量 (十亿吨海里)	6	13	34	50	90	371	827	1415	2269	3450
			104%	166%	49%	80%	312%	123%	71%	60%	52%
	美国出口亚洲航距 (海里)	15200	15200	15200	15200	15200	15200	15200	15200	15200	15200
	美国出口亚洲原油增量 (百万吨)								31	45	63
	周转量增量 (十亿吨海里)								474	688	951
	美国出口亚洲原油 (百万吨)	0.0	0.0	0.3	0.2	2.8	21.6	47.3	78.5	123.8	186.3
	YOY			631%	-13%	1038%	681%	119%	66%	58%	51%
	美国出口欧洲航距 (海里)	5500	5500	5500	5500	5500	5500	5500	5500	5500	5500
	美国出口欧洲原油增量 (百万吨)								21	30	42
	周转量增量 (十亿吨海里)								114	166	229
	美国出口欧洲原油 (百万吨)	0.0	0.0	0.8	1.6	5.8	15.6	29.8	50.6	80.8	122.5
YOY				110%	257%	170%	91%	70%	60%	52%	

资料来源: Clarksons, EIA, 长江证券研究所

图 124：2019-2021 年，全球原油海运出口周转量测算（仅考虑美国等量替代中东的影响）

原油出口国家		原油海运周转量									
		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
中东	周转量 (十亿吨海里)	5054	5084	4908	4844	5280	5127	5012	4729	4319	3752
	YOY		0.6%	-3.5%	-1.3%	9.0%	-2.9%	-2.2%	-5.6%	-8.7%	-13.1%
	运输量 (百万吨)	868	875	842	857	941	917	921	869	794	690
	YOY		0.7%	-3.7%	1.7%	9.8%	-2.6%	0.5%	-5.6%	-8.7%	-13.1%
	航距 (海里)	5823	5814	5826	5651	5610	5591	5440	5440	5440	5440
	YOY		-0.2%	0.2%	-3.0%	-0.7%	-0.3%	-2.7%	0.0%	0.0%	0.0%
美国	周转量 (十亿吨海里)	6	13	34	50	90	371	827	1415	2269	3450
	YOY		104.5%	165.7%	49.2%	80.2%	311.9%	122.8%	71.1%	60.4%	52.0%
其他	周转量 (十亿吨海里)	4080	3815	3908	4139	4249	4692	4665	4665	4665	4665
	YOY		-6.5%	2.4%	5.9%	2.7%	10.4%	-0.6%	0.0%	0.0%	0.0%
全球原油海运总周转量 (十亿吨海里)		9140	8912	8850	9033	9619	10190	10504	10809	11253	11866
YOY			-2.5%	-0.7%	2.1%	6.5%	5.9%	3.1%	2.9%	4.1%	5.4%

资料来源：Clarksons, EIA, 长江证券研究所

供给：中期在手订单低位，短期成本主导退出

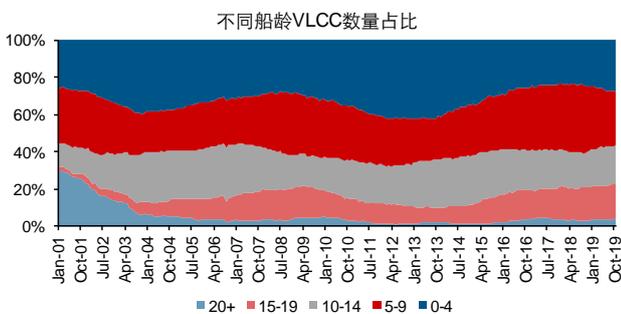
供给是本轮油运周期振幅的主要决定因素，中期看在手订单处于历史低位，确保行业景气上行，短期看限疏令执行后的成本因素将主导 2020 年的运力集中退出市场。

中期：历史新低的订单比例是确定性的保证

从船队结构看，全球 VLCC 船队已步入老龄化阶段，15Y 以上船龄的 VLCC 数量占比已超过 2009 年峰值，当前 VLCC 平均拆解年龄逐步稳定于 20 年左右，中期来看产能置换的需求较强。同时在 2019 年大幅交船后，VLCC 在手订单占运力比例为 7.8%（截至 2019 年 12 月初），为 2000 年以来的新低，历史看在手订单转化为运力增速有约 2 年的时滞，目前的低位在手订单比例确保未来 2 年的供给增速将保持低位。

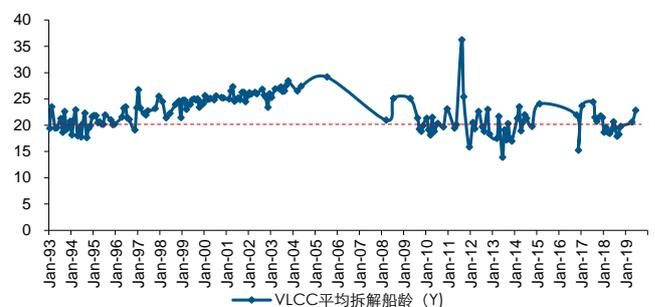
另一方面，由于加装脱硫塔、老龄船舶特别检查的增多，船厂产能或有不足，同时受全球宏观经济下行与航运行业此前长熊影响，船东资产负债表尚待修复以及融资端的收紧也使得订单新增存在阻力。中期看，历史新低的订单比例是行业景气上行确定性的保证。

图 125：15Y 以上船龄 VLCC 数量占比已超过 2009 年峰值



资料来源：Clarksons, 长江证券研究所

图 126：VLCC 平均拆解年龄稳定于 20 年左右



资料来源：Clarksons, 长江证券研究所

图 127: VLCC 在手订单占运力比例已至历史新低



资料来源: Clarksons, 长江证券研究所

图 128: 在手订单转化为运力增速有约 2 年左右的滞后

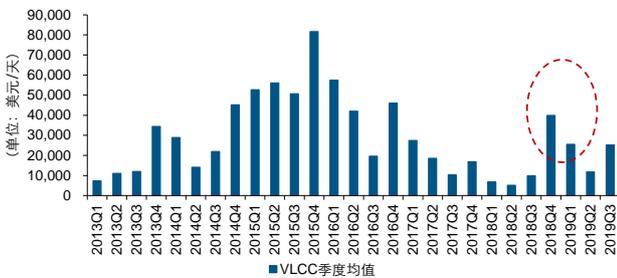


资料来源: Clarksons, 长江证券研究所

短期: 成本陡升将主导老旧船舶的退出

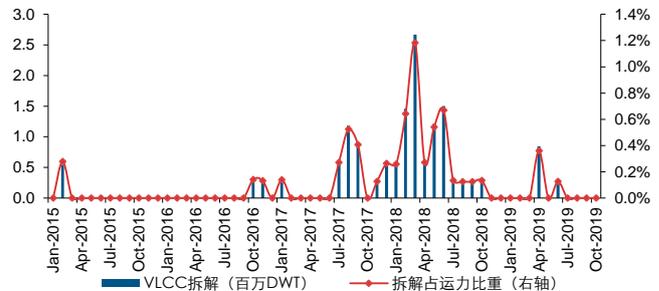
回顾 2019, 0.5%的拆解比例(拆解量/现有运力)为 2009 年以来的行业低点, 与 2015、2016 年的 0.3%基本相同, 导致运力拆解的根本原因是 2018Q4-2019Q1 的相对较高运价水平以及低硫油新政实施前对于市场收益的乐观预期。因此, 尽管 2019Q2 运价偏低, 但 4 月后几乎无运力拆解, 尤其对于老船船东, 在行业具有较高的一致预期时取得实际收益是核心经营策略, 所以 2019 年行业的供给侧改革仍以预期为主, 并未实际发生。

图 129: 2018Q4-2019Q1 有相对较好的收益



资料来源: Clarksons, 长江证券研究所

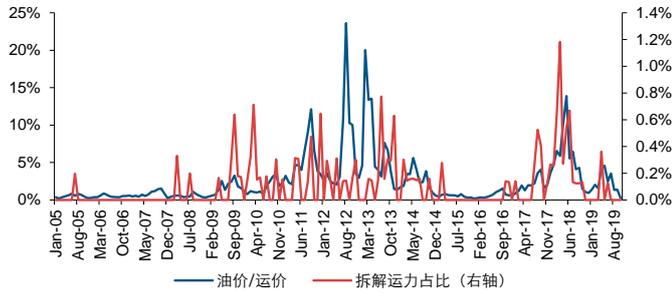
图 130: 尽管 2019Q2 运价偏低, 但对后市预期使得 4 月后拆船较少



资料来源: Clarksons, 长江证券研究所

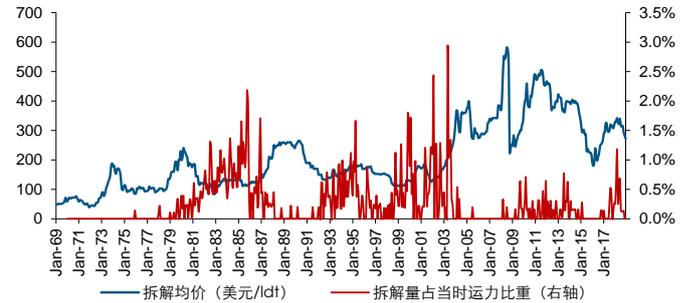
短期来看, 燃油成本上涨、脱硫塔安装费将驱动运力有明显退出。由于油运行业构成较为单一, 并无金融船东的存在, 因此现金流的回报是船东的主要着眼点。复盘历史, 运营成本压力是运力退出的主要驱动力, 例如 2011-2013、2017-2018 年, 油价/运价比例升至较高水平时均有明显的运力拆解发生。另一方面, 由于油运运价弹性显著强于拆解价格弹性, 历史看, 拆解比例对拆解价格并不敏感, 即拆解价格并非运力退出的主因。IMO2020 将于明年 1 月 1 日开始执行, 参考此前类似案例(欧盟限定排放), 严格的管控导致船东必须选择合规燃油或加装脱硫塔应对, 由于合规燃油的相对高价以及脱硫塔安装的一次性资本开支成本, 短期成本陡升的压力将主导经济性较差的老船退出市场。

图 131: 以油价为代表的运营成本压力驱动拆解退出



资料来源: Clarksons, 长江证券研究所
注: 油价/运价以 2005 年初值归一化处理

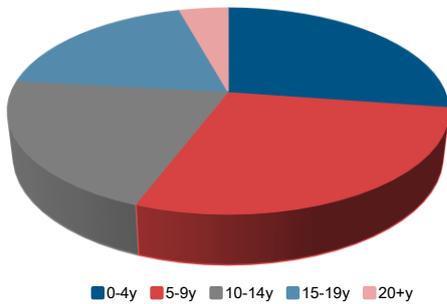
图 132: 拆解价格并非运力退出主因



资料来源: Clarksons, 长江证券研究所

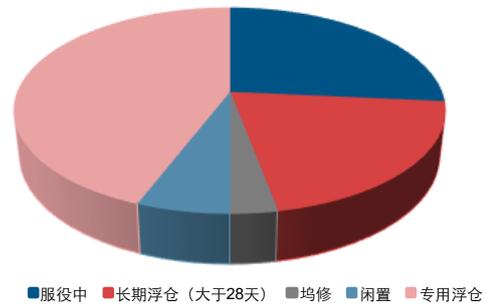
在当前的全球 VLCC 船队中, 15 年及以上船龄的 VLCC 数量占比已达到 23%, 其中 20 年以上达到 4%, 考虑油轮 25 年的一般自然寿命, 20 年及以上 VLCC 已处于生命周期末端, 而事实上目前 20 年及以上的 34 艘 VLCC 中已有 15 艘转为专用浮仓, 已处于不活跃状态, 在预期运营成本大幅上涨的当下, 剩余 VLCC 退出可能性较大。

图 133: 15 年以上和 20 年及以上 VLCC 占比分别为 23%和 4%



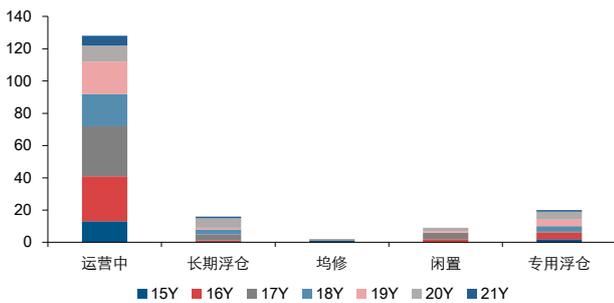
资料来源: Clarksons, 长江证券研究所 (注: 按船舶数量计算占比)

图 134: 20 年及以上的 34 艘 VLCC 中已有 15 艘为专用储存使用



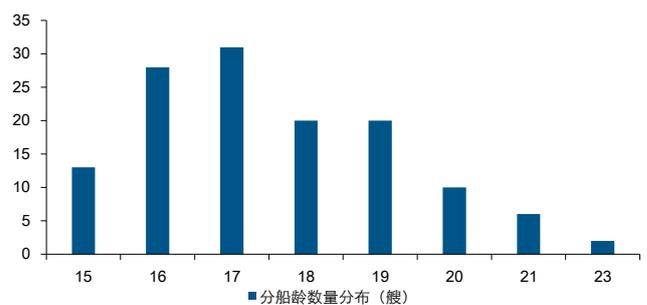
资料来源: Wind, 长江证券研究所 (注: 按船舶数量计算占比)

图 135: 15 年及以上的 185 艘 VLCC 中目前有 130 艘处于运营状态



资料来源: Clarksons, 长江证券研究所

图 136: 20、21 年将分别有 20 艘在运 VLCC 进入 20 年船龄期



资料来源: Clarksons, 长江证券研究所

对于 15 年及以上的 VLCC，根据船级社规定将在 5 年内接受 2 次特别检查（17.5Y 和 20Y 船龄），压载水公约的延后要求船舶进坞时加装压载水装置，特别检查的维修费用与压载水装置的资本开支对于老船来说是限硫令以外的额外费用，因此对于特检窗口期的老旧 VLCC 有在限硫令执行阶段退出市场的可能。

另一方面，仍运营的 15 年及以上的 130 艘 VLCC 中将分别有 20 艘将于 2020、2021 年进入 20 年船期，结合目前的成本压力、资本开支以及老船的运价折扣，18-19Y 船龄的船舶同样存在一定的退出预期。**不考虑燃油成本变动，中性假设下有 2.8% 运力退出。**

表 4：2020 年运力退出市场预测（不考虑燃油成本变动）

退出预测	退出可能性			退出运力 (百万DWT)	在运运力 (百万DWT)	拆解运力 占在运运力比例
	20Y+	17-18Y	18-19Y			
乐观	100%	20%	15%	8.3	237.1	3.5%
积极	100%	15%	10%	7.5	237.1	3.2%
中性	100%	10%	5%	6.7	237.1	2.8%
消极	95%	5%	3%	5.8	237.1	2.4%
悲观	90%	0%	0%	4.9	237.1	2.0%

资料来源：Clarksons，长江证券研究所（注：剔除已转为专用浮仓的运力）

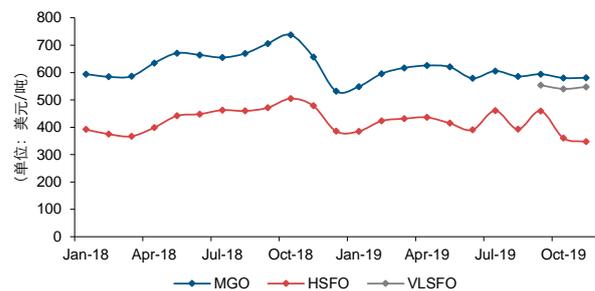
此外，高低硫油价差或使得航速下降，降速有望减少运力供给。以当前的油价看，符合标准的燃油价格将会明显高于目前的高硫油价格，平均超出幅度达 50%，燃油价格高企以及新型燃料油与旧式发动机或有兼容性问题，在燃油价格一次性抬升过程中，如果运价未满足 50% 的涨幅，也将有平均航速的下降使得单次航程时间拉长，减少运力供给。

图 137：燃油价格/运价提升时，航速下降明显



资料来源：Clarksons, Wind, 长江证券研究所

图 138：符合标准的燃油价格明显高于目前的高硫油价格



资料来源：Clarksons，长江证券研究所

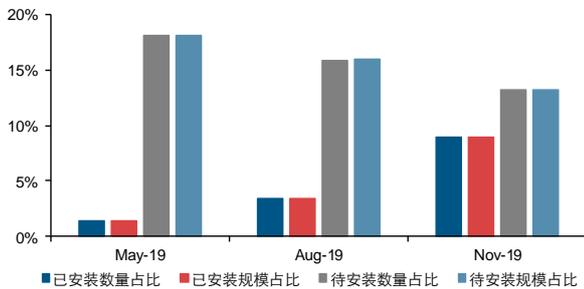
风险：低硫油供给的不确定带来可用运力收缩的不确定性

截至 2019 年 11 月，计划并尚待安装脱硫塔的 VLCC 运力规模占比为 13.2%，除去新建船舶中已加装脱硫塔部分，计划安装（包含已安装及未安装）脱硫塔的 VLCC 数量较 8 月净增加 12 艘，在目前的高低硫油约 200 美元/吨的价差之下，经济性使得 VLCC 加

装脱硫塔意愿较强。保守假设下，脱硫塔加装占用 30 运营天，目前 13.2% 的待加装规模将使得有效运力有 1.1% 的收缩（2020 年全年）。

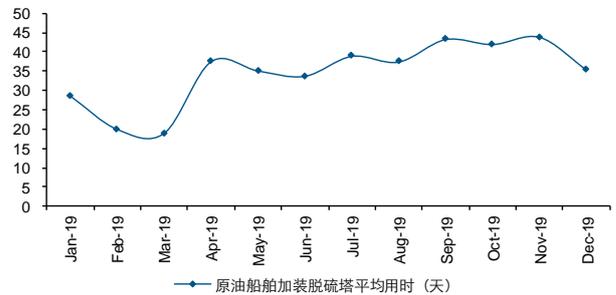
但当前市场，船舶对高低硫油的转换正在进行，低硫油供给的不确定性已经逐步显现，由于新加坡驳船不足致该港低硫油加油船舶排队拥堵，使得即期可用运力不足。展望 2020 年来看，低硫油供给的不确定性将在 2 个方面体现：1) 如果炼厂增加低硫油产能势必使得高低硫油价差缩小，燃油成本的降低与脱硫塔经济性减弱将使得老船退出和脱硫塔加装数量减少，可用运力收缩低于预期；2) 反之，如果低硫油供给长期不足，现有高低硫油价差大概率将延续，成本压力将加速老船退出以及增大脱硫塔安装比例。

图 139: VLCC 运力规模中 13.2% 仍处于待安装脱硫塔



资料来源: Clarksons, 长江证券研究所 (数据截至 2019 年 11 月)

图 140: 脱硫塔加装平均时间在 30-40 天



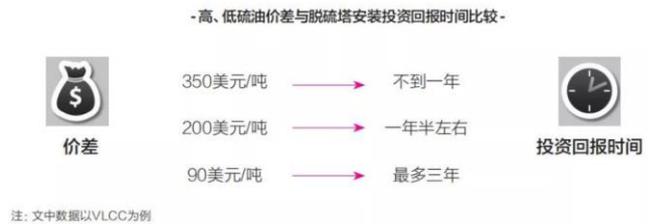
资料来源: Clarksons, 长江证券研究所

图 141: 交易量看, 高低硫油转换正逐步加快



资料来源: 新加坡海事及港务管理局, 长江证券研究所

图 142: 脱硫塔的经济性取决于高低硫油价差水平



资料来源: Drewry, 长江证券研究所

考虑到合规燃油价格、运力退出与运价水平的动态均衡关系，我们试图在静态视角下以营业利润（不考虑折旧）为锚给出燃油成本和平均运价对于船东退出的影响，根据历史数据对船舶造价、融资比例、融资利率以及老船燃油效率等作出假设后，测算下 500 美元/吨的合规燃油平均价格及 6 万美元/天的平均运价水平下运力退出比例为 2.8%。

表 5：2020 年运力退出市场预测（不考虑燃油成本变动）

运力退出比例敏感性分析		年均运价水平（万美元/天）				
		4	5	6	7	8
合规燃油 平均价格 (美元/吨)	400	3.8%	2.7%	2.5%	2.3%	2.3%
	450	4.7%	3.1%	2.7%	2.4%	2.3%
	500	5.7%	3.7%	2.8%	2.5%	2.4%
	550	6.7%	4.5%	3.0%	2.6%	2.5%
	600	7.9%	5.1%	3.7%	2.6%	2.5%

资料来源：Clarksons，长江证券研究所

此外，1、前期受美伊政治风险影响而退出市场的船队，无论大连中远或是伊朗国家油轮回归与否以及回归时点均存在不确定性，由于相应运力规模较大，若回归或有较为显著的不利影响。2、贸易关系的缓和将是短期内的催化剂，尽管目前假设下未考虑中美原油贸易部分，但美油出口中国的占比若恢复至 18 年早期水平，将对需求有向上风险。

投资建议：择时勿需拘泥旺季，景气周期空间可观

诚然，由于行业季节性特征十分显著，全年盈利更多取决于旺季表现，同时风险事件易于使得行业产生较大波动，而行业高度信息不对称性决定了股价往往以运价为锚，也因此形成油运投资更多选择以旺季为主进行布局的特点。但历史来看，2013 年至 2015 年的景气上行周期中，拥有业绩支撑下的油运股能够在较长的时间周期中取得超额收益，因此对于确定性的景气上行周期，看好全年表现，投资择时勿需拘泥旺季。

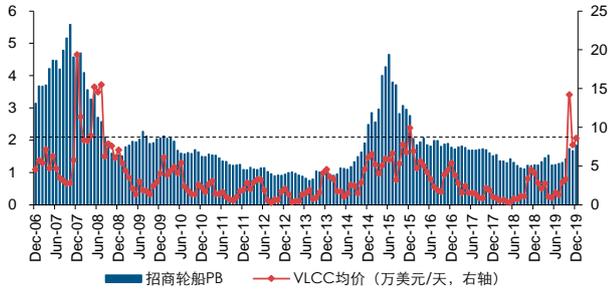
图 143：招商轮船上市以来月度超额收益（相对沪深 300）情况

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
1月	-3.8%	-6.0%	-1.5%	12.9%	9.0%	3.9%	-4.5%	-2.8%	-5.8%	-12.0%	0.1%	-7.4%	6.1%
2月	-3.7%	0.8%	2.2%	-3.5%	-4.6%	-3.1%	0.1%	2.4%	-3.5%	0.0%	2.8%	-1.7%	-3.5%
3月	-10.9%	-5.6%	8.2%	-3.0%	-3.1%	-2.7%	2.1%	5.9%	3.9%	-1.3%	2.4%	-3.9%	0.3%
4月	-4.9%	17.4%	-13.0%	-3.5%	-1.4%	0.1%	-6.1%	0.3%	34.2%	0.3%	-4.5%	5.0%	-1.5%
5月	-19.0%	-5.4%	-3.5%	0.0%	1.9%	9.2%	-5.6%	1.8%	-13.8%	-3.6%	-1.5%	2.5%	-10.5%
6月	11.7%	-3.3%	-7.6%	-2.4%	-4.9%	-0.4%	0.4%	-3.3%	40.3%	-2.4%	-5.0%	0.0%	3.6%
7月	-15.8%	4.0%	-3.7%	1.6%	-3.1%	-10.6%	-1.2%	3.4%	-22.8%	10.4%	-1.9%	-2.9%	-3.9%
8月	-2.3%	-3.0%	-0.8%	-3.4%	-0.2%	1.4%	19.1%	12.7%	5.5%	-5.4%	-2.3%	0.3%	14.7%
9月	-2.1%	1.8%	-5.8%	0.0%	4.7%	-5.9%	2.6%	9.1%	-3.8%	1.1%	-2.6%	9.3%	0.9%
10月	3.5%	1.7%	-4.0%	-9.9%	1.9%	5.2%	-3.3%	14.1%	7.4%	2.9%	-1.8%	16.1%	13.6%
11月	-5.1%	-3.4%	2.6%	-3.9%	-1.8%	2.2%	0.1%	0.3%	-6.3%	-1.6%	-11.4%	0.6%	9.3%
12月	2.5%	-4.3%	-0.6%	-3.5%	-3.3%	-8.0%	1.7%	17.8%	-5.5%	-5.7%	-3.1%	-4.0%	

资料来源：Wind，长江证券研究所

估值角度看，受运价大幅上涨等情绪影响，招商轮船当前 PB 估值处于近年高位，历史来看招商轮船 PB 估值跟随运价变动较为明显，考虑到景气上行周期将带动全年运价中枢上移，当前无论估值绝对值与相对值较此前景气周期仍有距离，而运价水平大概率相近，08、15 年运价高峰期招商轮船均有达到 5 倍 PB 的表现，本轮周期具有较强的确定性，尽管或有风险可能扰动周期振幅，但无论绝对或是相对估值看，仍存收益空间。

图 144: 此前运价高峰, 招商轮船 PB (LF) 均高于 4 倍



资料来源: Clarksons, Wind, 长江证券研究所

图 145: 当前招商轮船 PB (LF) 估值相对值低于 2014-2015 年



资料来源: Wind, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明： 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；香港市场以恒生指数为基准。

联系我们

上海

浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层（200122）

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼（430015）

北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层（100032）

深圳

深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼(518048)

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告仅限中国大陆地区发行，仅供长江证券股份有限公司（以下简称：本公司）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。