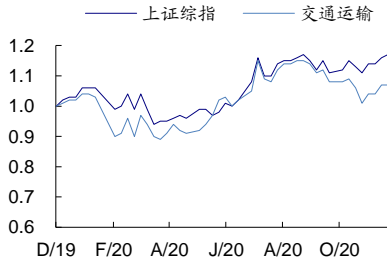


一年该行业与上证综指走势比较



行业投资策略

柳暗花明又一村

相关研究报告:

《行业事件点评：“双十一”周期延长，有利于快递优化运营》——2020-11-12
 《2020 年 9 月快递行业数据点评：看好快递旺季行情，推荐顺丰和韵达》——2020-10-20
 《2020 年 8 月快递行业数据点评：行业增长依然景气，继续看好高端市场寡头顺丰》——2020-09-21
 《8 月快递行业事件点评：京东停止与申通合作是行业竞争背景下偶然中的必然》——2020-08-19
 《2020 年 7 月快递行业数据点评：业务量增速回落符合预期，龙头价格战依然激烈》——2020-08-13

证券分析师：罗丹

电话：
 E-MAIL: luodan4@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号：S0980520060003

● 快递板块：竞争格局变革关键期，或有大机会

得益于疫情改变人群购物习惯、电商新模式层出不穷、电商继续渗透下沉市场以及高端品牌线上化，我们预计 2021 年快递行业将维持较高景气度，业务量规模增速有望维持在 25%左右。从竞争格局变化角度来看，（1）顺丰依托自身品牌效应、直营模式以及航空网络等突出优势，未来 3-5 年维持中高端市场寡头地位的确切性非常高，2021 年公司时效快递业务将继续享受高端消费线上化的红利，新业务整体将继续减亏，但是“丰网”产品正处于培育期，会对利润增长造成一定压力。（2）在中低端市场中，考虑到玩家数量增多且主流玩家产能都较充裕，2021 年大概率继续维持激烈竞争的态势，通达系公司业绩仍然面临较大的下滑压力，但同时竞争格局有望发生较大变化，迎来行业发展拐点。

● 航空机场板块：全球疫情开始恢复后，基本面有望触底反弹

航空机场的盈利恢复将经历三个阶段，目前正处于第一个阶段的后期。第一阶段期间，国内航空需求回升，公司逐步减亏。第二阶段期间，国外航空需求缓慢回升，公司资产利用率逐步恢复正常，航空公司票价和机场免税消费也同步恢复，国际业务相关收入逐步恢复到正常水平，从而带动盈利快速恢复。第三阶段期间，国外航空需求反弹，超过平时正常水平，航空公司票价和机场免税消费有望进一步提升，从而带来较大的盈利弹性。2021 年航空机场有望进入第三阶段。

● 投资策略：持有成长龙头，把握周期拐点

投资主线一，成长股具有长期投资价值。快递板块和机场板块具有长期成长逻辑，建议在合理估值水平布局竞争壁垒高、发展领先的顺丰，有望享受竞争格局优化红利的中通和韵达，免税消费长期仍然具有增长空间的上海机场以及新线刚投产、价格刚开始改革的京沪高铁。

投资主线二，航空周期中短期投资弹性可期。建议在左侧布局春秋航空以及三大航，等待全球疫情拐点确立、宏观经济明显复苏带来的戴维斯双击。

● 重点推荐组合

顺丰控股、中通快递、韵达股份、上海机场、京沪高铁。

● 风险提示

国内外疫情反复、需求增长或恢复低于预期、快递价格战进一步恶化。

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，其结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS		PE	
					2020E	2021E	2020E	2021E
002352	顺丰控股	买入	80.40	3663	1.72	2.05	46.8	39.2
02057	中通快递-SW	买入	186	1588	5.22	5.40	35.2	34.1
002120	韵达股份	买入	17.52	508	0.72	0.90	24.2	19.6
600009	上海机场	增持	79.71	1536	0.05	2.14	1652	37.2
601816	京沪高铁	买入	5.86	2877	0.08	0.24	69.7	24.7

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

投资摘要

关键结论与投资建议

交运行业既包括成长板块也包括周期板块，我们认为明年交运行业的投资逻辑将有两条主线：

(1) 一是成长股的投资机会。快递板块和机场板块具有长期成长逻辑，快递目前正处于竞争格局变革的关键期，未来将成就万亿级别的物流龙头；全球疫情恢复后，机场将继续享受免税消费升级带来的红利。建议在合理估值水平布局竞争壁垒高、发展领先的顺丰，有望享受竞争格局优化红利的中通和韵达，免税消费长期仍然具有增长空间的上海机场以及新线刚投产、价格刚开始改革的京沪高铁。

(2) 二是周期股的投资机会。如果全球疫情得到有效控制，国外航空需求将迎来反弹，很可能超过平时正常水平，从而航空公司票价和机场免税消费有望快速提升，带来较大的盈利弹性。建议在左侧布局春秋航空以及三大航，等待全球疫情拐点确立、宏观经济明显复苏带来的戴维斯双击。

核心假设或逻辑

第一，我们认为得益于疫苗的成功研发和上市，明年全球疫情将逐步得到控制，全球经济逐步开始复苏。

第二，得益于电商新模式、电商向下沉市场渗透、高端品牌线上化等，线上消费依然景气，从而快递需求维持高景气状态。

第三，明年中低端快递市场维持激烈竞争态势，如果落后者不继续融资，将逐步退出第一梯队竞争的牌局，竞争格局优化有望出现拐点。目前，受恶性价格战影响，除中通外，其他通达系市值均处于低点，明年投资者具有较大的左侧投资机会。

第四，长期的全球疫情并没有对办公、消费、出行习惯造成太大的改变，疫情恢复后，商务航空需求将恢复正常、旅游航空需求将出现反弹。

与市场预期不同之处

我们不仅仅对明年快递竞争格局变化做出预测，更注重通过经营数据、财务数据等指标对比，寻找数据支撑。在资本市场普遍担心价格战的背景下，结合上市公司股价表现，目前我们建议逐步对具有竞争优势的快递企业进行左侧投资。对于顺丰控股、上海机场以及京沪高铁这类典型长期成长龙头，我们更重视长期成长空间、更注重其长期投资价值。

股价变化的催化因素

第一，疫苗上市进度和效果超预期，全球疫情恢复进度超预期。

第二，全球经济复苏进度超预期。

第三，快递价格战激烈程度低于预期，竞争格局优化超预期。

核心假设或逻辑的主要风险

第一，全球疫情恢复进度明显低于预期，且长期疫情对办公、消费、出行习惯造成影响。

第二，快递竞争仍然激烈，但是竞争格局优化不明朗。

第三，疫情恢复后，高端品牌消费线上化进度低于预期。

内容目录

2020 年回顾：全球疫情拖累，多个板块负增长	6
快递物流板块：疫情催化中低端市场恶价格战，高端市场受益疫情.....	6
航空机场板块：全球疫情导致国际业务停滞，公司由盈转亏.....	10
快递物流板块展望：竞争格局变革关键期，或有大机会	14
行业需求维持高景气，电商格局均衡化.....	14
行业竞争步入龙头向寡头过渡阶段.....	17
明年竞争格局或存大变数，静待价格战拐点.....	21
龙头企业竞争残酷，强者恒强.....	22
快递优则综合发展，顺丰领先优势明显.....	26
快递的投资价值在哪儿？.....	27
航空机场板块展望：全球疫情有望恢复，基本面有望触底反弹	28
航空需求：国内需求将完全恢复，国际需求有望逐步复苏.....	28
机场重点：疫情恢复后，机场免税仍然向好.....	29
航空重点：供需将边际改善，票价弹性可期.....	31
投资建议：持有成长龙头，把握周期拐点	32
顺丰控股：成长龙头，价值优选.....	32
中通快递：积极降价抢量，巩固龙头地位.....	33
韵达股份：持续降价抢量，业绩符合预期.....	33
上海机场：三季度业绩环比改善，期待后续恢复.....	34
京沪高铁：三季度业绩改善，关注票价机制改革红利.....	34
风险提示	35
国信证券投资评级	37
分析师承诺	37
风险提示	37
证券投资咨询业务的说明	37

图表目录

图 1: 快递行业业务量及同比	6
图 2: 快递行业规模以上快递收入及同比	6
图 3: 快递核心城市单票收入同比情况	7
图 4: 快递核心城市业务量同比情况	7
图 5: 近年中国直播电商规模及增速	7
图 6: 拼多多 2020Q1-Q3 GMV 情况	7
图 7: 快递企业 2020Q1-Q3 扣非净利润 (亿元)	9
图 8: 快递企业 2018Q1 至今单季度扣非净利润同比	9
图 9: 韵达、圆通、申通、交运行业指数及大盘指数自 2019 年初以来的累计收益率	9
图 10: 顺丰、交运行业指数及大盘指数自 2019 年初以来的累计收益率	10
图 11: 中通、百世自 2019 年初以来的累计收益率	10
图 12: 春秋航空国内旅客量及同比	10
图 13: 中国国航国内旅客量及同比	10
图 14: 东方航空国内旅客量及同比	11
图 15: 南方航空国内旅客量及同比	11
图 16: 春秋航空国际旅客量及同比	11
图 17: 中国国航国际旅客量及同比	11
图 18: 东方航空国际旅客量及同比	12
图 19: 南方航空国际旅客量及同比	12
图 20: 机场公司 2020Q1-Q3 扣非净利润对比 (亿元)	13
图 21: 机场公司 2018Q1 至今季度扣非净利润同比	13
图 22: 航司 2020Q1-Q3 扣非净利润比较	13
图 23: 航司 2018Q1 至今季度扣非净利润同比	13
图 24: 机场公司、交运行业指数及大盘指数自 2019 年初以来的累计收益率	14
图 25: 航空公司、交运行业指数及大盘指数自 2019 年初以来的累计收益率	14
图 26: 我国网购兴起带动快递行业快速增长	15
图 27: 我国电商渗透率弯道超车成为全球第一	15
图 28: 我国电商销售规模成为全球第一 (2019 年, 亿元)	15
图 29: 近几年我国低线城市快递量增速明显优于一线城市	16
图 30: 近几年我国低线城市快递业务量占比快速提升	16
图 31: 2019 年新兴电商市场交易规模庞大 (亿元)	16
图 32: 拼多多贡献的快递业务量占比快速提升 (亿票)	16
图 33: 欧莱雅电商渠道销售收入增速远高于整体增速	16
图 34: 欧莱雅中国区的高端化妆品销售占比持续提升	16
图 35: 快递加盟模式的各个环节关系图	17
图 36: 顺丰公司快递业务量快速增长	18
图 37: 顺丰是我国国内商务快递的龙头 (业务量占比)	18
图 38: 我国二线快递的市场份额越来越小	19
图 39: 我国快递行业 CR8 集中度指数持续提升	19
图 40: 2020 年我国快递行业单价下降加速	19
图 41: 2020 年我国快递龙头企业采取了更激进的价格策略	19
图 42: 2020 年极兔快递单月日均件量 (百万件)	20
图 43: 2020 年 7 月我国主流电商快递企业日均件量对比 (百万件)	20
图 44: 美国快递行业主流玩家市占率变化趋势	21
图 45: 日本快递行业主流玩家市占率变化趋势	21
图 46: 2019 年通达系干线车辆资产规模对比 (亿元)	22
图 47: 2019 年通达系自动化设备资产规模对比 (亿元)	22
图 48: 2019 年通达系房屋建筑物资产规模对比 (亿元)	23
图 49: 2019 年通达系研发人员数量对比	23
图 50: 2020Q3 通达系固定资产及在建工程规模总和对比 (亿元)	24
图 51: 2020Q3 通达系无形资产规模对比 (亿元)	24
图 52: 2020 年 Q1-Q3 累计资本开支规模对比 (亿元)	24
图 53: 2020Q3 可用资金规模对比 (亿元)	24
图 54: 美国快递行业 90 年代完成整合, 形成三巨头垄断格局	26
图 55: 2013-2019 年顺丰收入拆分及增长 (亿元)	27
图 56: Fedex 股价和标普 500 指数的 1981 年以来累计收益率变化	28

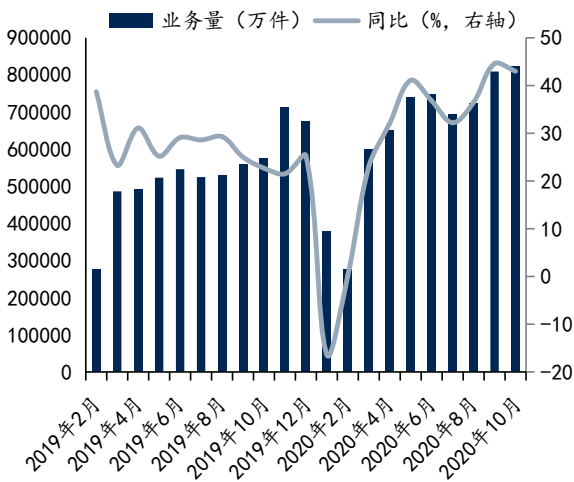
图 57: Fedex1980 年以来净利润增长趋势 (百万美元)	28
图 58: 近几个月一线机场国内旅客吞吐量快速恢复 (同比)	29
图 59: 一线机场国际地区旅客吞吐量仍然没有恢复的迹象 (同比)	29
图 60: 3 月以来国外新增病例情况	29
图 61: 3 月以来国外累计确诊病例情况	29
图 62: 一线机场旅客吞吐量较稳定增长 (万人)	30
图 63: 近几年一线机场免税销售额快速增长 (亿元)	30
图 64: 一线机场国际旅客人均免税消费额变化 (元)	30
图 65: 一线机场免税店面积变化 (平方米)	30
图 66: 受疫情影响, 航空票价客公里收益大幅下滑 (元)	31
图 67: 受疫情影响航空公司归母净利润亏损 (亿元)	31
图 68: 我国整体航空旅客数量与总航空航班数量同比情况	32
图 69: 我国国内和国际航班数量同比变化	32
图 70: 航空公司飞机数量增长情况	32
表 1: 我国二线快递将逐步退出市场竞争	18
表 2: 2021 年快递公司在中低端市场的价格竞争策略预测	21
表 3: 中通快递未来 2 年价格、盈利和资金的变化预测结果	25
表 4: 韵达快递未来 2 年价格、盈利和资金的变化预测结果	25
表 5: 圆通快递未来 2 年价格、盈利和资金的变化预测结果	25
表 6: 申通快递未来 2 年价格、盈利和资金的变化预测结果	26
表 7: UPS 和 Fedex 拓展新物流业务历程	26

2020 年回顾：全球疫情拖累，多个板块负增长

快递物流板块：疫情催化中低端市场恶性价格战，高端市场受益疫情

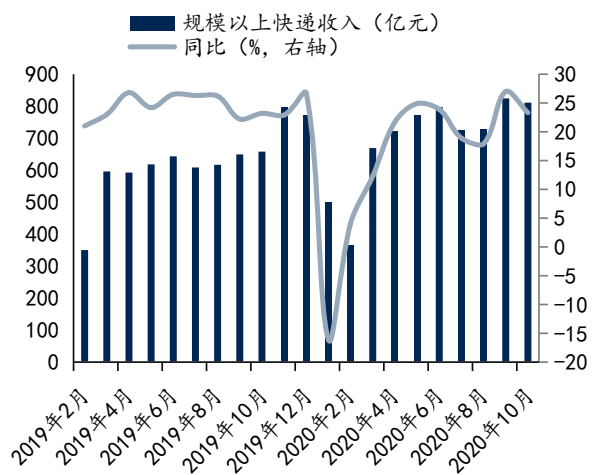
受疫情影响快递行业一季度总体发展受制，二三季度连续实现高增长。快递行业 2019 年全年完成业务量 635.2 亿件，同比增长 25.3%，实现规模以上快递收入 7497.8 亿元，同比增长 24.2%。2020 年一季度完成业务量 125.3 亿件，同比增长 3.4%，实现规模以上业务收入 1534.0 亿元，同比减少 0.6%，主要为疫情爆发后人员短缺、道路管制、区域性封闭等短期非常态化管控所致，3 月份复工复产使得降幅收窄。二季度完成业务量 213.5 亿件，同比增长 36.8%，实现规模以上业务收入 2289.8 亿元，同比增长 23.5%，主要为二季度疫情受控后各地刺激消费，快递企业趁机放价补量所致。三季度完成业务量 222.64 亿件，同比增长 37.9%，实现规模以上业务收入 2275.0 亿元，同比增长 21.4%，市场环境大幅改善。

图 1：快递行业业务量及同比



资料来源：国家邮政局、国信证券经济研究所整理

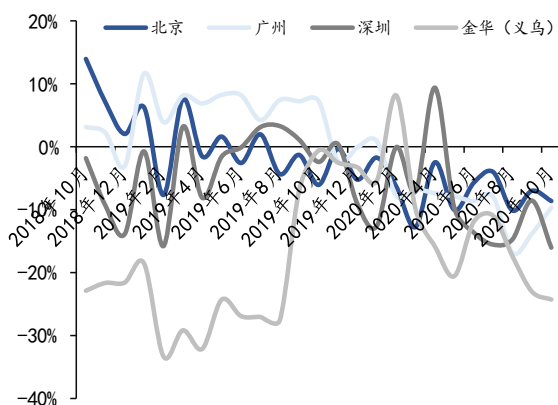
图 2：快递行业规模以上快递收入及同比



资料来源：国家邮政局、国信证券经济研究所整理

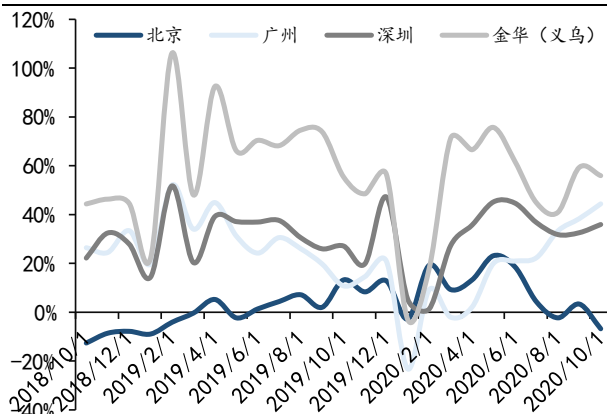
华东华南为业务量主要来源，产量区竞争依旧激烈。根据国家邮政局公布的主要产能区数据，10 月全国快递业务量排名前 10 的城市业务量占全国业务量的 48%，其中多为华东华南城市，如金华（义乌）、上海、杭州、广州等。从业务量来看，前三季度金华（义乌）、泉州、深圳业务量增速领先，分别为 52.12%、37.49%、30.73%。从单票价格来看，10 月以来产量区竞争依旧激烈，其中金华（义乌）、温州、深圳 10 月快递价格降幅分别为 -24.0%、-8.0%、-16.0%，同比降幅居前，价格战仍在持续。

图 3: 快递核心城市单票收入同比情况



资料来源: 国家邮政局、国信证券经济研究所整理

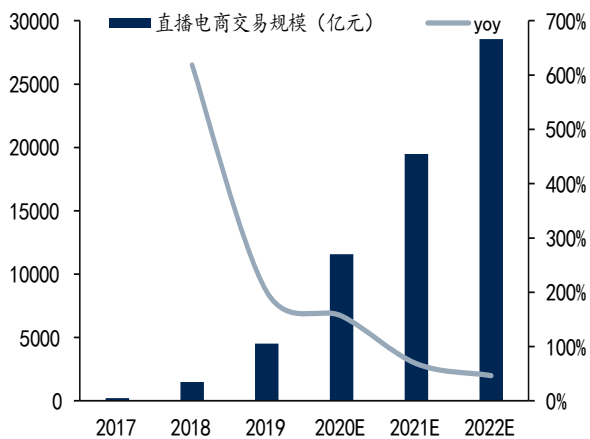
图 4: 快递核心城市业务量同比情况



资料来源: 国家邮政局、国信证券经济研究所整理

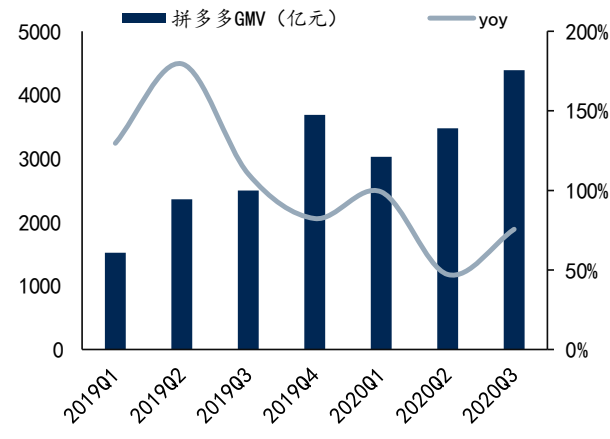
上游电商平台持续发展, 线上销售模式创新带来需求持续增长。自 2014 年微商和跨境进口电商兴起到 2018 年拼多多兴起再到 2020 年直播带货兴起, 线上销售模式不断创新, 不断拓宽消费人群以及消费品类, 拉动电商快递业务量增长。其中新兴的直播电商以内容变现为商业内核, 通过高性价比商品和优质化内容输出吸引消费者, 相对于传统电商具有一定的价格优势和较高的转化效率, 根据艾瑞咨询数据, 2020 年直播电商将达到万亿水平, 且实现了 156% 高增速, 发展空间巨大。疫情也进一步加强了大众的线上消费习惯, 借此契机可进一步提升网购渗透率, 预计中短期电商件量将继续保持良好的增长态势。剔除京东、唯品会、苏宁等小众平台, 未来电商企业的市场份额预计会形成淘宝系、拼多多、以抖音快手为主的电商直播平台三分天下的形势, 行业离散化程度预计有明显提升, 独立第三方快递相对于具有明显平台色彩的快递企业具有明显的获量优势。

图 5: 近年中国直播电商规模及增速



资料来源: 艾瑞咨询、国信证券经济研究所整理

图 6: 拼多多 2020Q1-Q3 GMV 情况



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

价格战进入白热化阶段, 头部五进三小格局初现端倪。基于电商件快递同质化竞争严重, 降价仍为各大快递企业获取市场份额的主要手段。今年以来快递企业单票收入降幅明显, 2020 年 10 月, 行业单票收入 (剔除其他业务影响) 为 7.08 元, 同比下降 13.3%。具体到公司三季度数据来看, 中通快递单票快递收入为 1.25 元, 同比下降 18.2%; 韵达单票快递收入为 2.09 元, 可比口径下同比下降约 24%; 圆通单票快递收入为 2.15 元, 同比下降 22.0%; 申通单票收入为 2.14 元, 同比下降

23.6%。申通、百世连续多月业务量增速跑低行业平均，自下而上整体获量能力有所下降，在今年强竞争环境下有所掉队，市占率环比开始出现下滑。

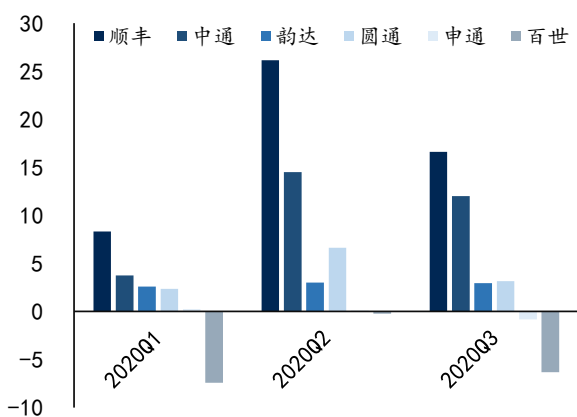
新入者搅局，极兔快速起网。今年以来，极兔快递、众邮快递和丰网的起网、对原本激烈的竞争环境带来了更大的冲击。其中极兔快递凭借原先在东南亚运营的基础、合作伙伴拼多多的货量支持、多次大规模融资、以及烧钱抢量的经营策略，已经完成了全国省市100%覆盖，布局全运输干线数量超过1500条，干线运输车辆超2000台；国内网点数也已超过10000家；双十一期间，日票量超过1500万。考虑到（1）极兔对于单一平台的依赖程度高；（2）烧钱抢量的策略不具有可持续性；（3）头部企业规模效应显著，已形成较高护城河：短时间内极兔快递对于头部快递企业并不能构成显著威胁，竞争力的成长性需要关注其烧钱模式转变后的策略。

高端快递市场受益疫情，顺丰树立时效件标杆。疫情带来的消费习惯改变推动了高端消费的线上化进程，此外国际疫情严重导致出境消费受阻，高端消费人群的消费渠道也限制在国内，同时高端品牌线下门店也主动开启线上服务，越来越多的高端品牌开始在电商平台上设立旗舰店。顺丰时效件受益于此，2020年上半年时效件收入增速接近20%。2020三季度时效件收入增速超过15%。高端市场单价较高，对于快递服务价格并不敏感，同时对快递时效和服务品质要求高，顺丰凭借时效件的服务品质优势获取了很大的高端市场份额，享受了今年疫情带来的快递需求红利。

行业及国内各主要上市公司业绩和股价情况：

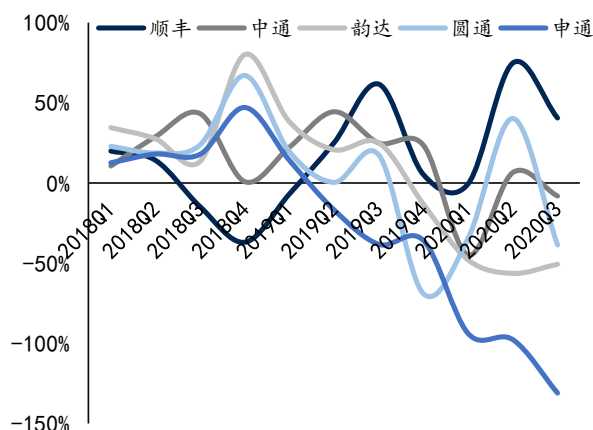
顺丰业绩表现亮眼，通达系业绩受价格战拖累。中高端快递市场龙头顺丰受益于疫情带动的电商消费升级加速以及费用管控，实现业绩高速增长，三季度单季营收384.7亿元（+34.0%），扣非归母净利润16.6亿元（+40.5%），业绩表现符合预期。然后，三季度中低端快递市场价格战激烈，龙一中通快递业绩表现相对稳定，实现营业收入66.4亿元（同比+26.1%，环比+3.69%），实现扣非净利润12.0亿元（同比-8.1%，环比-17.1%）。相比之下，龙二韵达利润同比大幅下降，实现营业收入87.7亿元（同比+0.8%，环比+0.9%），实现扣非净利润2.9亿元（同比-50.7%，环比-1.6%）。百世、申通在价格战下明显掉队，业务量增速明显低于行业平均水平，亏损较为明显，百世实现营业收入86.9亿元（同比-0.6%，环比+3.27%），实现扣非净利润-6.3亿元，去年同期扣非净利润为-0.03亿元，申通实现营业收入54.5亿元（同比-5.7%，环比-5.7%），实现扣非净利润-0.8亿元，去年同期为2.7亿元，与前三名的差距越来越显著。

图 7: 快递企业 2020Q1-Q3 扣非净利润 (亿元)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

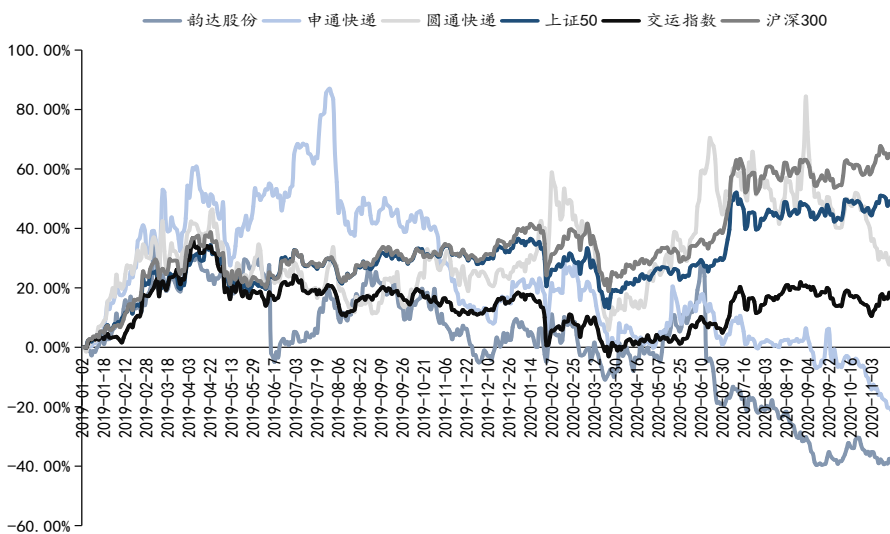
图 8: 快递企业 2018Q1 至今单季度扣非净利润同比



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

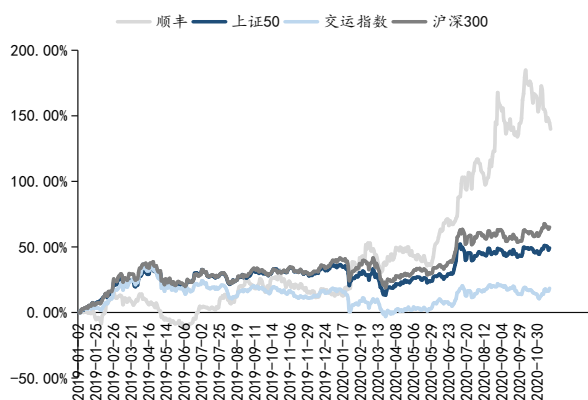
股价方面顺丰控股表现优秀,中通表现次之。从 2020 年初至 2020 年 11 月 17 日, A 股上市快递企业中仅顺丰控股的股价上涨了约 109%, 远超沪深 300 (涨幅为 18%)、上证 50 (涨幅为 9%) 和交运行业指数 (涨幅为 0%)。受益于国际货代和航空业务回暖,圆通速递的股价涨幅为 2%, 跑输大盘指数和行业指数。韵达、申通涨幅分别为-44%、-35%。美股上市快递企业中中通快递涨幅为 40%, 百世集团持续下跌, 较年初已下跌 45%。

图 9: 韵达、圆通、申通、交运行业指数及大盘指数自 2019 年初以来的累计收益率



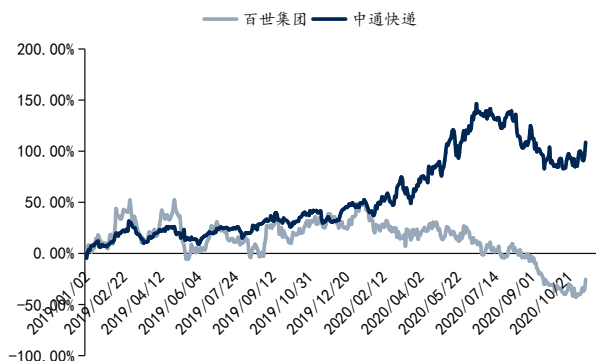
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 10: 顺丰、交运行业指数及大盘指数自 2019 年初以来的累计收益率



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 11: 中通、百世自 2019 年初以来的累计收益率

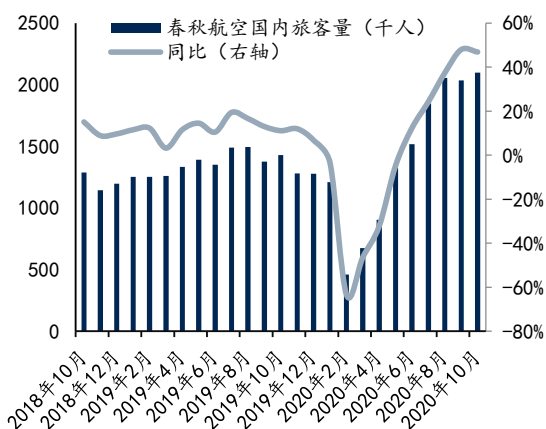


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

航空机场板块: 全球疫情导致国际业务停滞, 公司由盈转亏

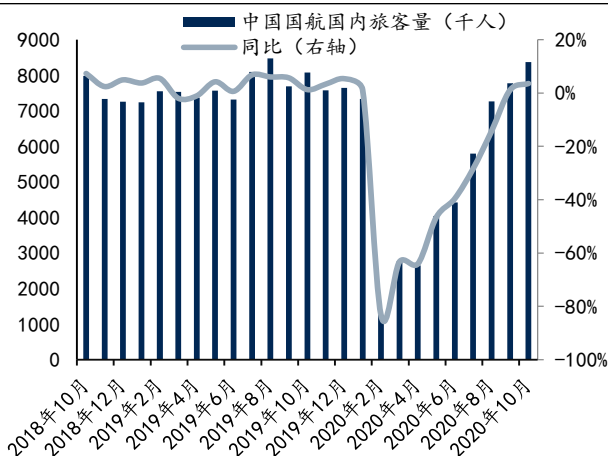
航空客运国内业务上半年受疫情冲击严重, 三季度末恢复至去年同期水平。一月末由于突发疫情, 行业供需开始总体收缩, 省际人员流动受到严格控制, 各公司运力运量大幅下跌。二月进入全面萎缩状态, 全行业运输总周转量同比下降 73.9%, 旅客运输量同比下降 84.5%, 旅客运输量最低点仅为去年同期的 10%, 行业创单月亏损最大纪录, 共亏损 245.9 亿元, 其中航空公司亏损 209.6 亿元。随着国内疫情防控取得显著成效, 三月开始国内需求开始有序恢复, 二季度民航国内运输量降幅持续收窄。三季度是传统暑运旺季, 跨省团队游逐步开放, 各大航司推出“随心飞”产品, 进一步释放国内旅游需求, 八月国内航空客运量已恢复至去年同期的 80% 以上, 超过一月的年度峰值, 九、十月恢复速度进一步提升, 国内航空客运量基本恢复至与去年同期相当的水平。

图 12: 春秋航空国内旅客量及同比



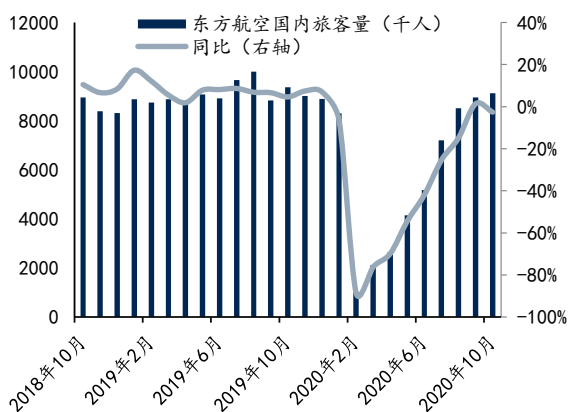
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 13: 中国国航国内旅客量及同比



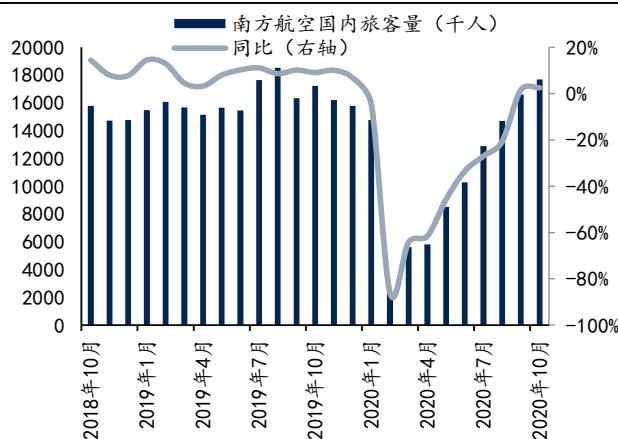
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 14: 东方航空国内旅客量及同比



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

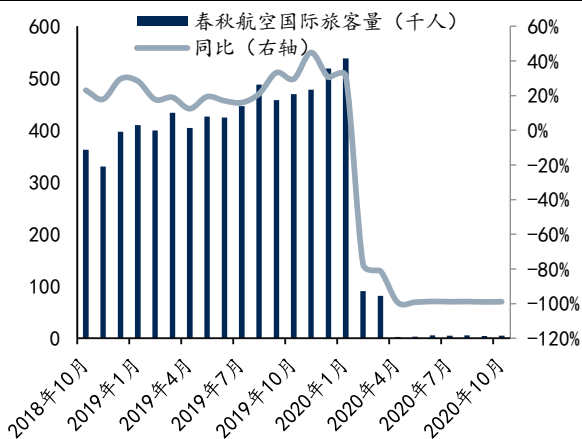
图 15: 南方航空国内旅客量及同比



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

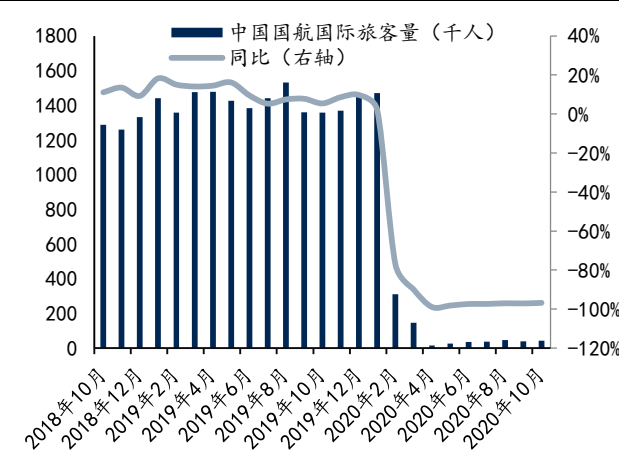
国际业务停滞带来巨大亏损，目前尚无恢复迹象。今年三月国际疫情爆发，民航局 2020 年 3 月 29 日开始实施“一家航空公司一个国家一条航线一周一班”的针对国际航班的“五个一”政策以加强管理，“五个一”政策实施首周国际航班量仅为 108 班次，仅为疫情爆发前的 1.2%，供给触底。五月开始民航局对“五个一”政策进行调整，新增外航申请国际航线，实施航班奖励和熔断措施，此后国家也开始放松对一些国家的入境限制，但截至三季度末国际及地区客流同比降幅仍然超过九成。

图 16: 春秋航空国际旅客量及同比



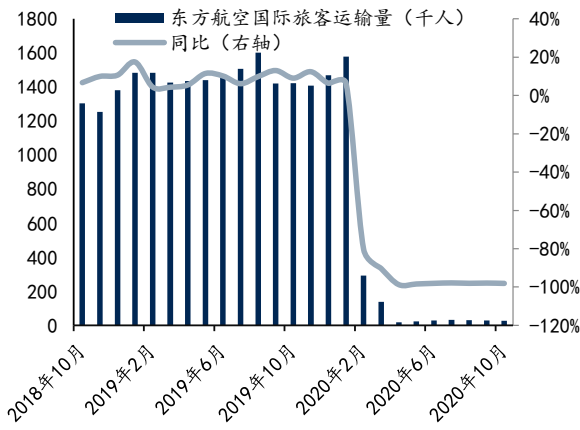
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 17: 中国国航国际旅客量及同比



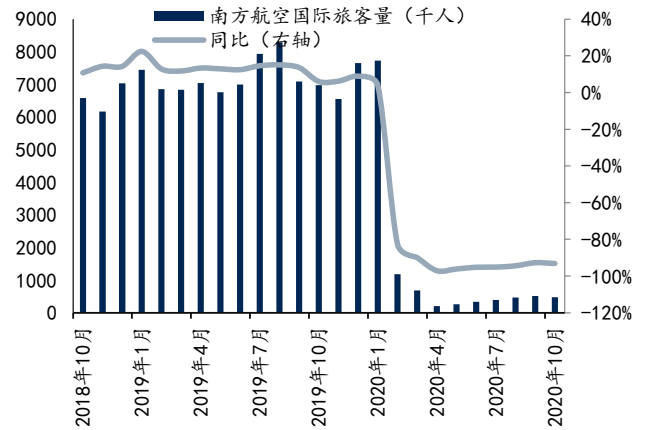
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 18: 东方航空国际旅客量及同比



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 19: 南方航空国际旅客量及同比



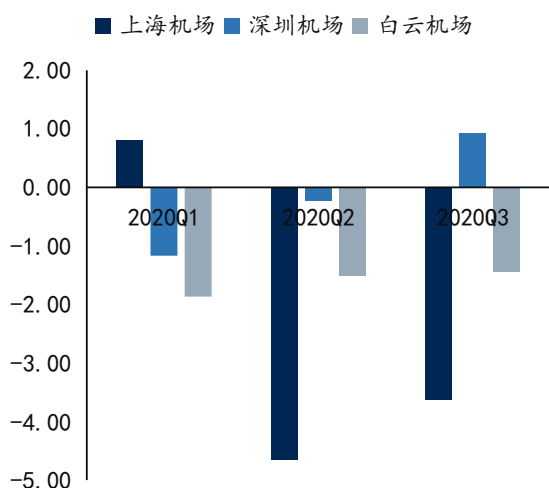
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

目前, 2020年机场免税收入是否按保底租金确认仍然存在较大不确定性。上海机场出于会计审慎原则, 二、三季度根据免税实际销售情况分别暂估免税收入0.9/0.8亿元, 远低于估计的单季度保底租金10亿元。首都机场也出于会计审慎原则, 上半年免税收入仅确认了1.76亿元, 也远低于保底租金。白云机场二、三季度均按保底租金确认了免税收入。而中国中免出于审慎考虑是按照机场保底租金计提了其应付款。因此, 最终今年全年机场免税收入如何确认还有较大不确定性。

行业及国内各主要上市公司业绩和股价情况

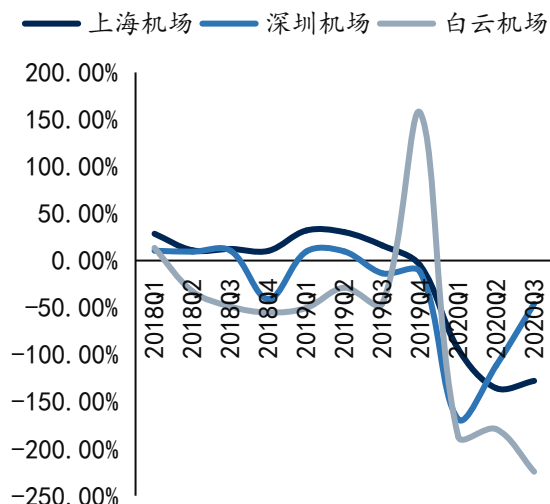
机场板块: 随着国内航空需求快速恢复, 三季度业绩有所改善。由于疫情原因国际航班量锐减, 一线机场盈利能力大幅受损。上海机场前三季度实现营业总收入34.4亿元, 同比下降58.1%, 实现归母净利润-7.4亿, 同比下降118.6%。北京首都机场前三季度实现营业收入28.6亿元, 同比下降64.7%, 净亏损10.9亿元, 同比下降156.8%。白云机场前三季度实现营业收入37.6亿元, 同比下降38.5%, 归属于上市公司股东的净利润-3.0亿元, 同比下降146.3%; 深圳机场前三季度实现营业总收入21.3亿, 同比下降24.1%, 实现归母净利润-6156.7万元, 同比下降112.8%。

图 20: 机场公司 2020Q1-Q3 扣非净利润对比 (亿元)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

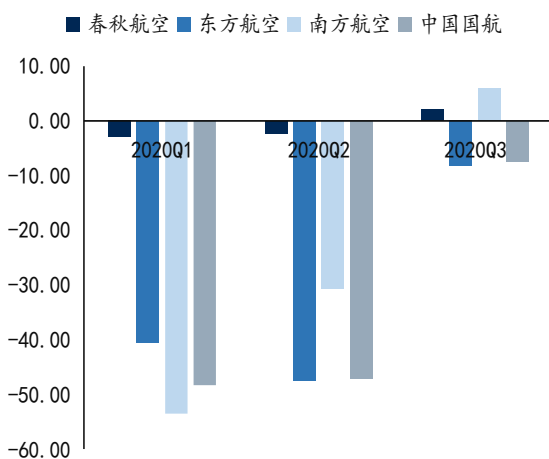
图 21: 机场公司 2018Q1 至今季度扣非净利润同比



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

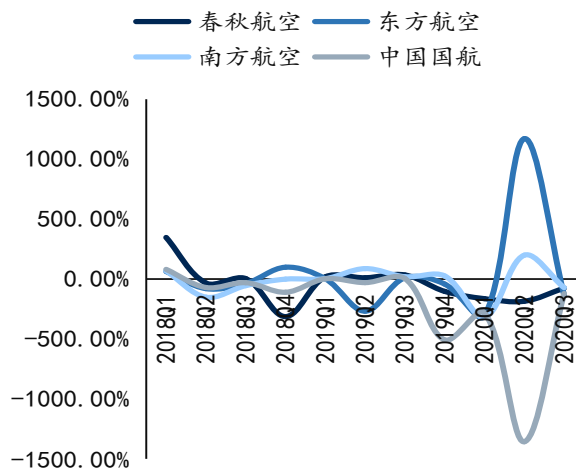
航空板块: 国内需求继续恢复, 春秋航空领跑上市航司。截至 2020 年三季度, 各主要上市航司国内航线的需求延续恢复态势, 三季度春秋航空 ASK 达到 3654.8 百万座公里 (同比-3.9%, 环比+38.8%), 其中国内 ASK 为 3624.3 百万座公里 (同比+46.2%, 环比+38.8%), 持续领跑上市航司, 东方航空、南方航空、中国国航 ASK 较去年同期分别下降 36.2%、33.3%、43.0%, 环比增长 78.7%、60.6%、69.5%。前三季度航空公司利润均亏损, 其中春秋航空亏损幅度最小, 实现营业总收入 68.3 亿元, 同比下降 41%, 实现归母净利润-1.5 亿元, 同比下降 108.7%; 中国国航前三季度营业收入 484.5 亿元, 同比下降 53.0%, 实现归母净利润-101.1 亿元, 同比下降 249.5%; 南方航空实现营业总收入 653.5 亿, 同比下降 44.0%, 实现归母净利润-74.6 亿元, 同比下降 282.8%; 东方航空实现营业总收入 423.0 亿, 同比下降 54.7%; 实现归母净利润-91.1 亿元, 同比下降 308.5%。

图 22: 航司 2020Q1-Q3 扣非净利润比较



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 23: 航司 2018Q1 至今季度扣非净利润同比



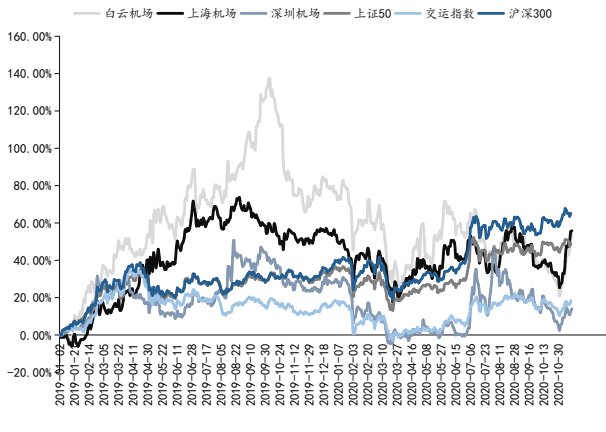
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

机场航空股价情况

从2020年初至2020年11月17日，上海机场、白云机场和深圳机场的涨幅分别为1.5%、-12.7%和-11.9%，明显低于上证50（涨幅为9%）和交运行业指数（涨幅为0%）。

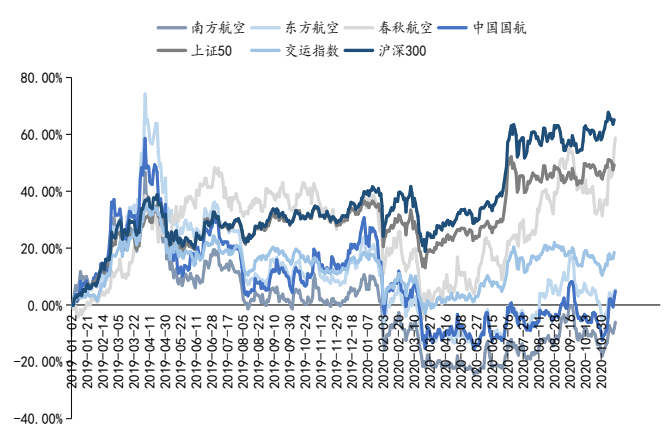
从2020年初至2020年11月17日，春秋航空跑赢上证50（涨幅为9%），涨幅为14.1%；东方航空、南方航空、中国国航涨幅分别为-15.0%、-15.1%、-19.8%，还未能跑赢交运行业指数（涨幅为0%）。

图 24：机场公司、交运行业指数及大盘指数自 2019 年初以来的累计收益率



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 25：航空公司、交运行业指数及大盘指数自 2019 年初以来的累计收益率



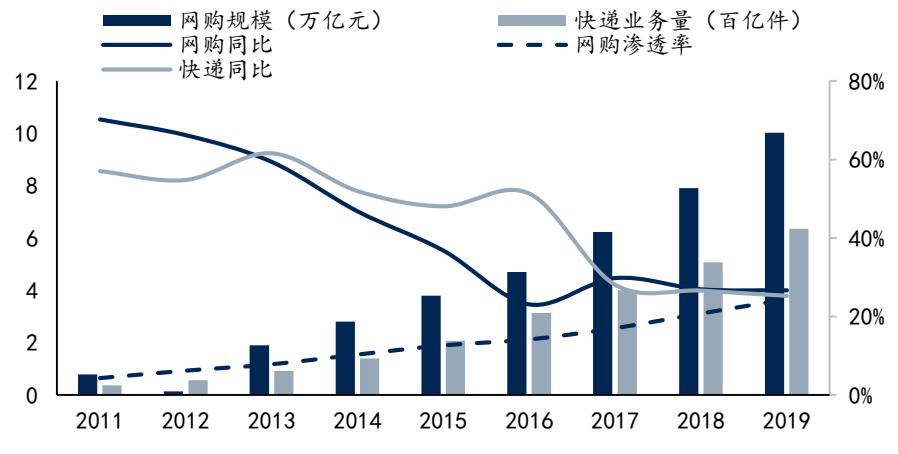
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

快递物流板块展望：竞争格局变革关键期，或有大机会

行业需求维持高景气，电商格局均衡化

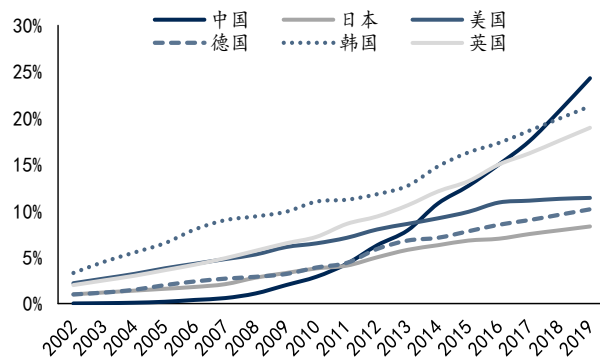
我国电商于2010年进入高速发展期，截止2019年，我国网购市场不论是规模还是渗透率均是全球第一。得益于我国电商市场的蓬勃发展，我国快递行业快速增长，业务量规模成为全球第一。在电商高速发展的十年里，快递需求也开始爆发增长。我国快递业务量自2010年的23.4亿件增长至2019年的635亿件，年复合增速达到44%。2017年以来，虽然快递业务量增速有所放缓，但仍然稳定在20%至30%的较高增速区间。

图 26: 我国网购兴起带动快递行业快速增长



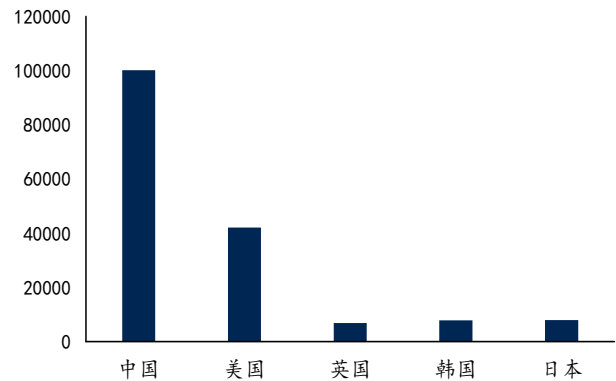
资料来源: 艾瑞咨询、国家邮政局、国信证券经济研究所假设

图 27: 我国电商渗透率弯道超车成为全球第一



资料来源: Euromonitor、国信证券经济研究所整理

图 28: 我国电商销售规模成为全球第一 (2019 年, 亿元)



资料来源: 艾瑞咨询、美国商务部、韩国统计厅、国信证券经济研究所整理

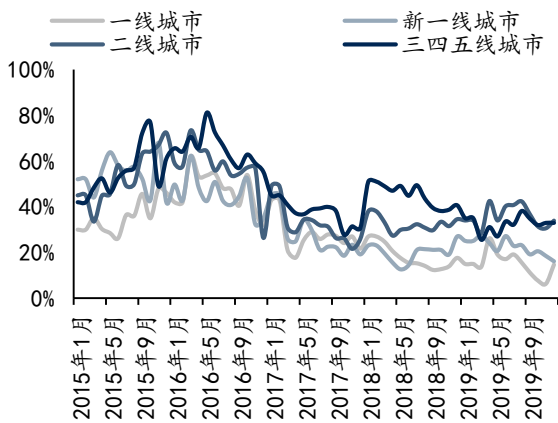
由于我国是电商大国，快递市场增长核心驱动力也是电商，截止 2019 年，我们估计国内电商贡献了 80% 以上的全国快递业务量。**我们认为中期来看，我国快递市场仍然可维持较快的增长，驱动力主要来自于：**

一是电商继续向低线城市和农村渗透，根据国家邮政局数据，我们可以看到目前三、四、五线城市的快递业务量增速明显高于一线和新一线城市；

二是高端品牌继续加大力度推进线上销售，2020 年 3 月以来，我们可以看到渠道和品牌纷纷加码中国电商渠道投入。

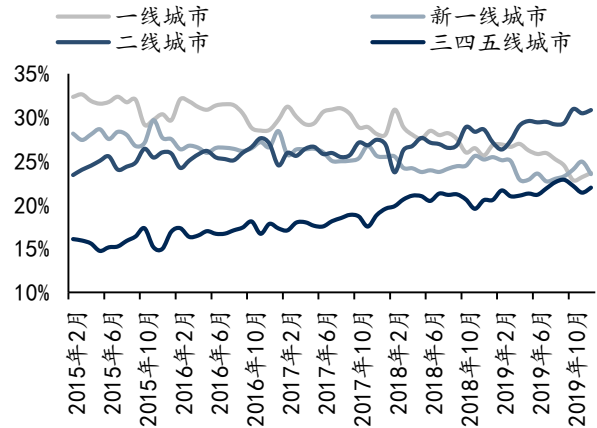
三是自 2014 年微商和跨境进口电商兴起到 2018 年拼多多兴起再到 2020 年直播带货兴起，线上销售模式不断创新，不断拓宽消费人群以及消费品类。

图 29: 近几年我国低线城市快递量增速明显优于一线城市



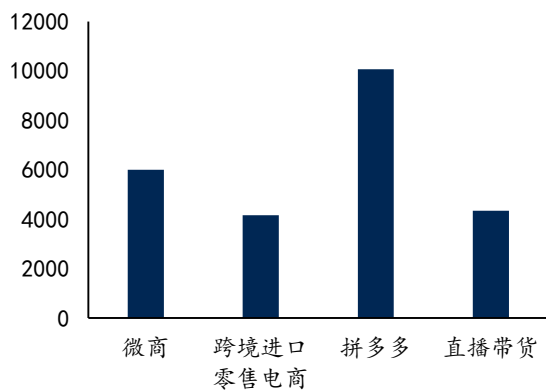
资料来源: 地方邮政局、国信证券经济研究所整理

图 30: 近几年我国低线城市快递业务量占比快速提升



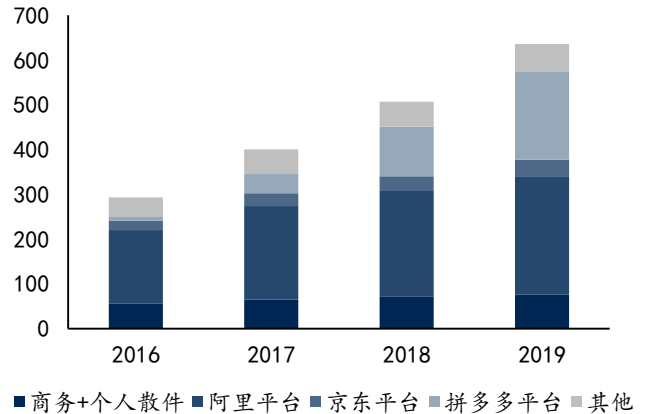
资料来源: 地方邮政局、国信证券经济研究所整理

图 31: 2019 年新兴电商市场交易规模庞大 (亿元)



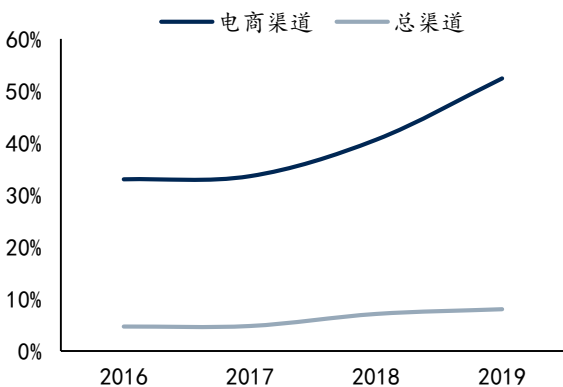
资料来源: 公司公告、中国消费者协会、易观、国信证券经济研究所整理

图 32: 拼多多贡献的快递业务量占比快速提升 (亿票)



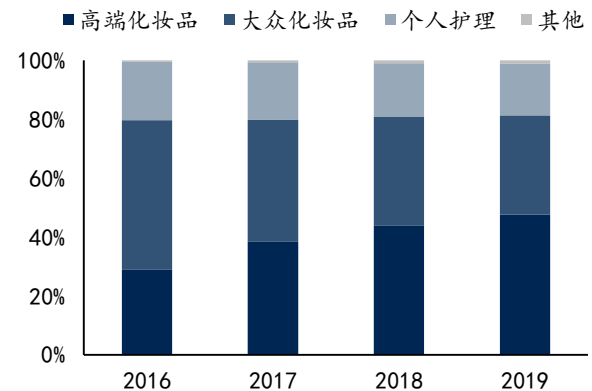
资料来源: 公司公告、国家邮政局、国信证券经济研究所整理

图 33: 欧莱雅电商渠道销售收入增速远高于整体增速



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 34: 欧莱雅中国区的高端化妆品销售占比持续提升



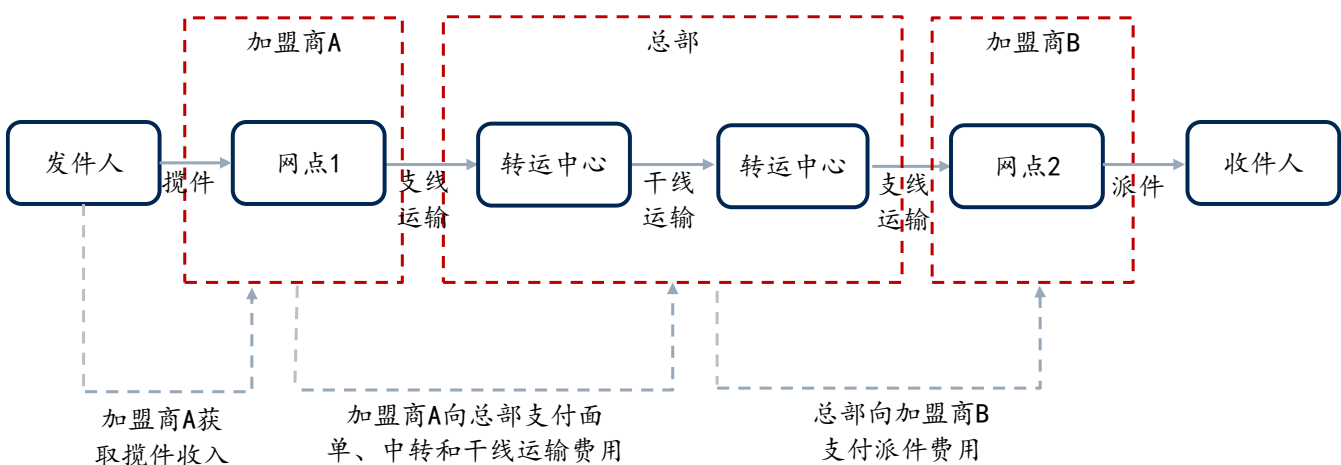
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

考虑到受疫情影响，一季度损失的部分线上消费延迟到二季度发生，且在疫情常态化的背景下，消费者消费习惯发生了改变，将部分实体店的消费转移到线上，从而整体来看，快递行业是受益于疫情的。我们预测 2020 年业务量有望达到 820 亿件左右。

行业竞争步入龙头向寡头过渡阶段

我国快递企业经营模式分为两种——直营模式和加盟模式。直营模式的代表是顺丰，提供中高端的快递产品；而加盟模式的代表是通达系，提供中低端的快递产品。为了满足 2010 年开始爆发性增长的电商快递需求，通达系通过加盟模式有效地借助社会资本和劳动力，实现了网络产能的快速投产运营。

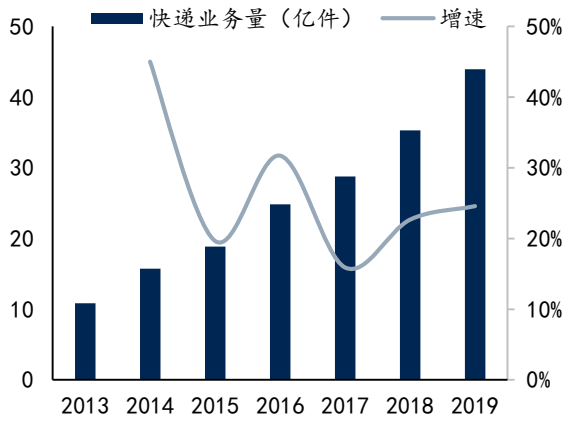
图 35: 快递加盟模式的各个环节关系图



资料来源：国信证券经济研究所整理

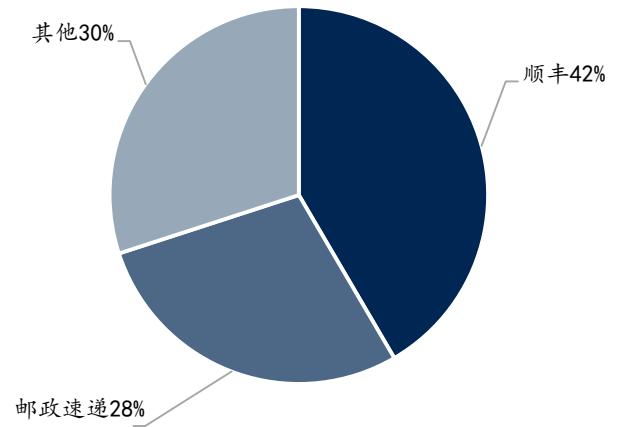
目前在高端快递市场，顺丰处于垄断地位。商务快递是高端快递市场中的代表，顺丰和邮政速递是国内商务市场的双寡头，根据公开数据我们估算出，顺丰在商务市场的业务量市占率第一，估计接近 40%。在高端电商快递和高端个人散件市场，我们估计顺丰也处于垄断地位。

图 36: 顺丰公司快递业务量快速增长



资料来源: 国家邮政局、国信证券经济研究所整理

图 37: 顺丰是我国国内商务快递的龙头 (业务量占比)



资料来源: 国家邮政局、公司公告、国信证券经济研究所整理

目前在中端和低端快递市场，以通达系为代表的加盟制快递企业正处于竞争加剧的阶段:

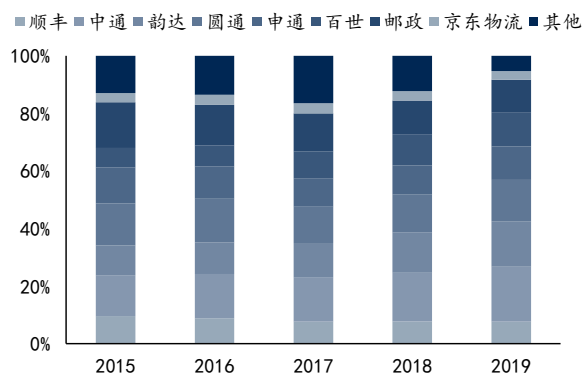
二线企业出清接近尾声。自 2016 年快递龙头陆续上市融资后，龙头企业资金充裕，一方面公司可以放心大胆地进一步通过降低价格抢占市场份额，另一方面公司可以投入更多的产能来支撑规模的快速增长，因此，我们可以看到 2016 年至今，二三线快递企业被陆续淘汰出局或者边缘化，快递行业的集中度持续提升，截止 2019 年，从业务量的角度考虑，我们估计二线快递的市场份额已经不足 10%，未来 1 年将会基本出清。

表 1: 我国二线快递将逐步退出市场竞争

一线快递 (CR8)	二线快递 (CR15)	三线快递 (CR22)	淘汰出局 (CR30)
中通快递	天天快递	DHL	品骏快递
韵达快递	德邦快递	UPS	全一快递
圆通速递	优速快递	Fedex	国通快递
申通快递	苏宁易购	TNT	如风达
百世快递	宅急送	民航快递	快捷快递
顺丰速运	跨越速运	递四方	全峰快递
EMS	速尔快递	中外运	安能快递
京东快递			卓越亚马逊

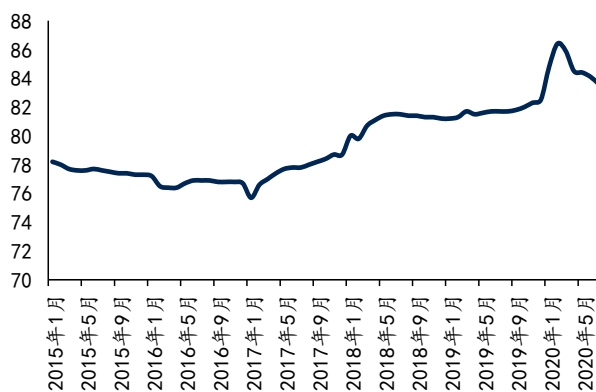
资料来源: 国信证券经济研究所

图 38: 我国二线快递的市场份额越来越小



资料来源: 国家邮政局、公司公告、国信证券经济研究所整理

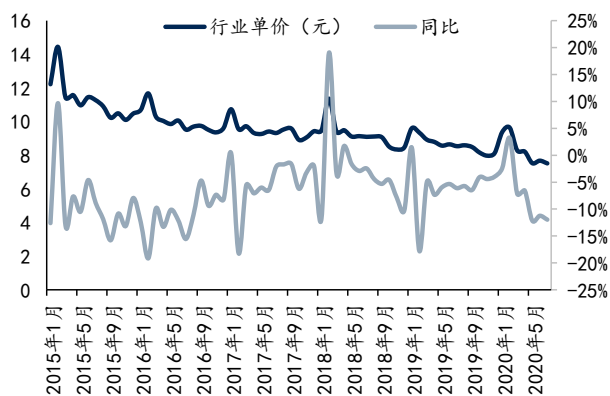
图 39: 我国快递行业 CR8 集中度指数持续提升



资料来源: 国家邮政局、国信证券经济研究所整理

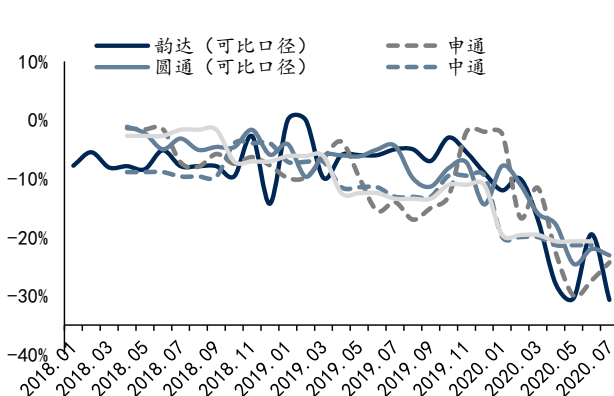
然而在二线快递被淘汰出清的同时，头部企业竞争恶化。2016-2018 年，“四通一达”五家电商快递龙头在经营战略和管理上出现差异，最终导致在成本、利润和规模上拉开了差距，中通成为了新的领先者，而老牌龙头申通逐步落后。在领先者与落后者差距越拉越大、落后者于 2018 年开始改革进步、2019 年以来陆续有新竞争者进入中低端快递市场的背景下，2019 年至今，领先者中通出于尽快甩开落后者的考虑、落后者出于不被落下的考虑，均通过更激进的价格策略来抢占市场份额。

图 40: 2020 年我国快递行业单价下降加速



资料来源: 国家邮政局、国信证券经济研究所整理

图 41: 2020 年我国快递龙头企业采取了更激进的价格策略

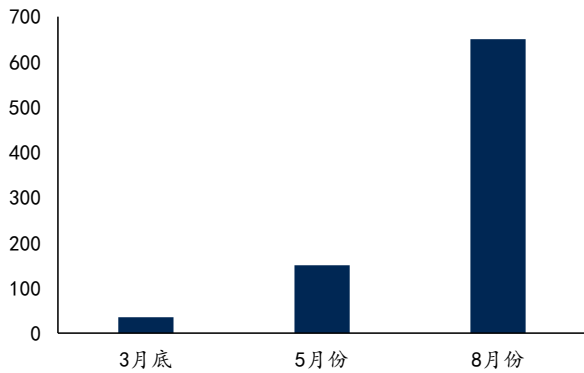


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

2020 年行业出现了新进入者——极兔快递和众邮快递:

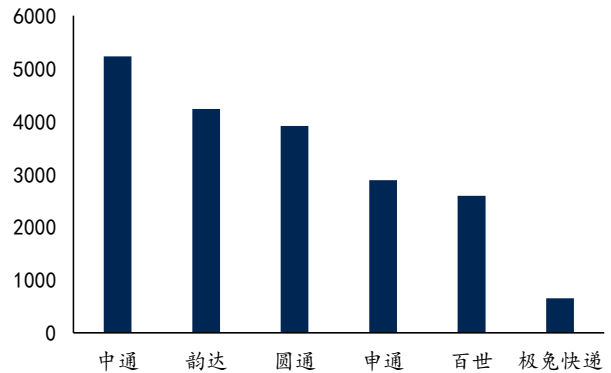
(1) 极兔快递是东南亚第一大电商快递公司，极兔快递的创始人以前是 oppo 印尼公司的创始人，其通过借力 oppo 印尼的销售网络在东南亚快速建立起快递物流网络，不到 5 年时间成为东南亚快递龙头。2019 年极兔快递看准国内快递这个庞大的市场，通过投资控股上海龙邦速运（国内快递行业的二三线快递企业）直接获取了快递经营资质和网络，同时学习东南亚的发展经验，借力 oppo 国内的销售网络和物流需求，快速起网，2020 年 3 月开始正式经营。截止今年 11 月，极兔快递的日均业务量估计已经超过 1500 万件。

图 42: 2020 年极兔快递单月日均件量 (百万件)



资料来源: 国信证券经济研究所整理

图 43: 2020 年 7 月我国主流电商快递企业日均件量对比 (百万件)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

(2) 众邮快递是京东于 2020 年初开始组建的加盟制快递企业, 通过借力京东物流的直营网络快速起网。但众邮快递的服务有别于京东物流提供的高端快递服务, 其定位为一家专注于下沉市场与经济型商业发展的快递公司, 强调产品的性价比。

为什么极兔快递和京东众邮今年要切入国内快递市场?

对于极兔快递来说, (1) 虽然极兔快递 2019 年成为东南亚的第一大电商快递公司, 由于东南亚电商快递市场规模较小, 其年收派包裹量仅超过 7 亿个 (投递包裹量估计 3.5-4 亿个), 而同期国内快递市场的龙头代表中通的年投递包裹量已经超过 120 亿个。国内作为全球最大规模的快递市场, 是极兔快递进一步布局的必争之地。(2) 近两年, 顺丰、中通、圆通、百世等国内快递龙头纷纷加快了东南亚的布局节奏, 顺丰于 2019 年 3 月战略投资了一家缅甸物流公司, 同时与印尼 Triputra 集团等本土集团共同推进印尼在线电商和快递物流市场的发展; 中通于 2017 年正式进入柬埔寨市场, 之后中通还推出了泰国、马来西亚专线; 百世于 2019 年陆续启动了泰国和越南的快递业务; 圆通也于 2019 年在越南起网运营。面对国内快递进入东南亚市场的竞争, 极兔也主动出击去抢占国内更大的快递市场。

对于京东众邮快递来说, 国内电商下沉趋势向好, 而京东集团正在发力向电商下沉市场拓展, 从而通过组建加盟制众邮快递来提供价格更低的快递产品, 契合京东平台下沉的物流需求。

极兔快递和众邮快递对国内快递行业造成什么影响?

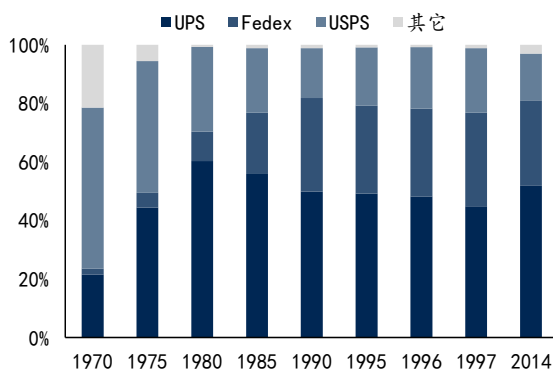
(1) 截止目前, 极兔快递已经对接拼多多、当当网、苏宁易购、抖音、快手等, 而物流运力供给本来就充裕的阿里和京东仍然将极兔拒之门外。我们估计阿里和京东以外的电商平台贡献的快递件量占比达到 40% 以上。目前, 极兔快递大部分的业务量都来自于拼多多, 双十一期间日均业务量已经超过 1500 万票。但明年, 极兔快递经历了一年超高速发展后, 可能会放慢扩张步伐, 对网络进行升级优化。极兔快递的加入一方面会加速天天、优速等二线快递的淘汰出清, 但另一方面还会加剧龙头快递之间的竞争, 产品质量相对弱势的快递龙头也受到了一定冲击。

(2) 我们认为众邮快递成立的初衷是辅助京东整体的战略布局——一是京东电商平台 2019 年开始向下沉市场发力, 众邮快递能够为下沉市场电商需求提供性价比更高的快递产品; 二是补足京东物流服务第三方业务时的终端配送能力。等众邮快

递将京东整体的快递物流需求满足后，才会进一步考虑去抢占其他快递市场的业务量。因此，我们认为众邮快递成立以后，以通达系为代表的电商快递服务商获取京东平台业务量的难度进一步加大。

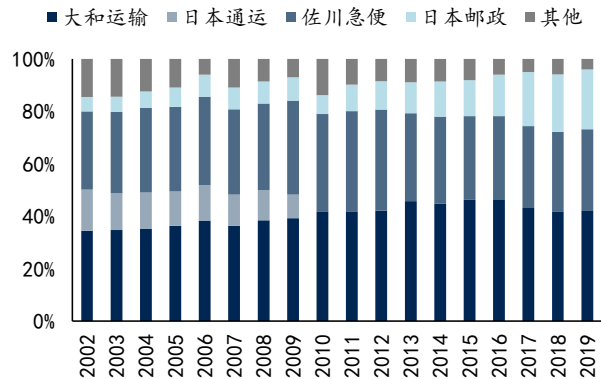
当然，对于新进入者极兔快递和京东众邮来说，想最终在国内快递市场挤进第一梯队，并非易事。首先，对于极兔快递，其起家的东南亚市场，物流本身不发达，极兔快递借力 oppo 销售网络快速实现了弯道超车，而目前国内快递市场以通达系为代表的龙头企业先发优势显著，极兔快递想复制东南亚的成功模式并不容易。此外，除了竞争对手不一样，极兔快递前期投入资金是否充裕、经营管理人才是否充足、产能是否能短期快速扩张都将影响极兔快递在国内快递市场的发展态势。其次，对于京东众邮，我们认为由于其背靠京东，受制于京东和阿里、拼多多的竞争关系，京东众邮很难顺利地大规模服务天猫和拼多多平台，更多可能是配合京东平台的下沉战略，满足京东平台上中低端电商的快递需求。

图 44: 美国快递行业主流玩家市占率变化趋势



资料来源:《美国快递文献综述》、Market Realist、国信证券经济研究所整理

图 45: 日本快递行业主流玩家市占率变化趋势



资料来源:日本国土交通省、公司公告、国信证券经济研究所整理

明年竞争格局或存大变数，静待价格战拐点

今年 4 月份以来中低端快递市场价格战恶化的原因主要有: (1) 一季度快递业务量受到国内疫情影响，二季度快递龙头公司均希望抢更多的量来弥补一季度的亏空; (2) 极兔快递和众邮快递两个新快递企业加入竞争，尤其是极兔快递，采取了激进的低价抢量策略; (3) 通达系中排名第一的中通主动发起恶价格战，以期加速竞争格局分化。

我们对明年价格战的预判如下: (1) 截止今年年底，百世和申通明显有掉队的趋势，但是还并没有被淘汰，而且顺丰的低端产品“丰网”也新加入竞争，因此我们估计明年价格战仍然会持续。(2) 明年国内没有疫情影响，快递企业可以实现全年稳定经营; 极兔快递今年高速拓展市场，明年大概率会放慢拓展速度，进一步稳固和优化网络; 中通明年对量的诉求仍然很强，但是有可能会更注重通过自身的服务质量差异化来抢量抢占市场。

综上，我们认为明年价格战会持续，但大概率不会进一步恶化，有希望一定程度缓和。

表 2: 2021 年快递公司在中低端市场的价格竞争策略预测

	2020 年价格策略	2021 年价格战策略预测
中通	比较激进 (主动)	比较激进 (主动)

韵达	比较激进（跟随）	比较激进（跟随）
圆通	比较激进（跟随）	比较激进（跟随）
申通	比较激进（跟随）	积极（跟随）
百世	比较激进（跟随）	积极（跟随）
极兔	非常激进（主动）	比较激进（主动）
丰网	=	比较激进（跟随）
众邮	积极（跟随）	积极（跟随）

注：价格策略激进程度排序为：非常激进>比较激进>积极>中性>消极
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

明年除了比拼价格，我们估计主流玩家还会注重服务质量的竞争，在该激烈竞争背景下，竞争格局有望加速演变。从2016年以来，龙一和龙二的市占率持续提升，今年以来和第四名、第五名快递公司的市场份额差距明显加速拉大。经过明年的价格战和服务质量战，我们估计明年可以看到比较清晰的竞争格局，市场将可以比较确定地判断最先淘汰的1-2家快递公司。

龙头企业竞争残酷，强者恒强

所以在明年竞争的关键之年，到底比拼什么？我们认为主要是：核心资产、规模效应、产品质量、加盟商能力、总部资金能力。

根据2019年及2020年第三季度的财务、经营数据以及产业调研信息，五方面能力的对比结果如下：

(1) 快递的核心资产主要体现在干线车辆、自动化设备、土地和厂房以及IT投入。干线车辆资产规模上，中通>韵达>圆通>申通>百世；自动化设备规模上，中通>韵达>圆通>申通>百世；土地和厂房规模上（包括在建工程），中通>圆通>韵达>申通>百世；IT投入规模上，中通>韵达>圆通>申通>百世。综合实力上来看，目前排序基本上是，中通>韵达>圆通>申通>百世。

(2) 快递业务量规模越大，规模效应越强。截止三季度，通达系间业务量规模排序为，中通>韵达>圆通>申通>百世，市占率分别为20.8%/18.0%/15.1%/10.9%/10.6%；且通达系之间的市占率差距在今年也进一步拉大。

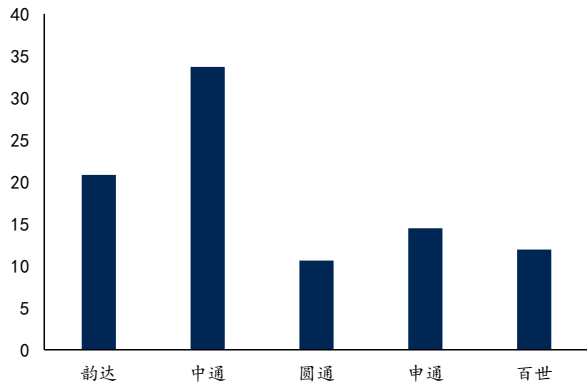
(3) 产品质量上，从C端消费者的角度来看，现阶段通达系各家的快递产品并没有明显的差异化；但是从小B端电商商家的角度来看，由于商家寄送包裹业务量大，现阶段已经能够感知到通达系各家产品的稳定性和安全性是存在小幅差异的，中通最优、韵达其次。

(4) 加盟商能力上，由于中通近几年来一直处于龙一的位置，其加盟商不论是资金实力、资产投入以及经营能力上已经有领先优势。

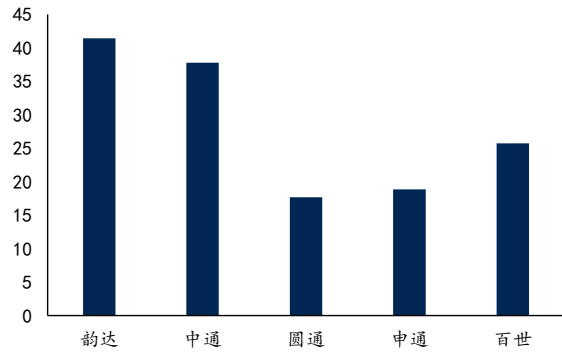
(5) 总部资金能力上，由于通达系各家盈利能力不同、融资能力不同，导致目前各家之间现金储备的规模有较大差异，现金储备越充足，意味着以后在产能投入、价格战上更有优势，容易形成良性循环。截止2020Q3，可用现金规模（货币资金+交易性金融资产）排序为，中通>韵达>圆通>申通>百世。

图 46：2019 年通达系干线车辆资产规模对比（亿元）

图 47：2019 年通达系自动化设备资产规模对比（亿元）

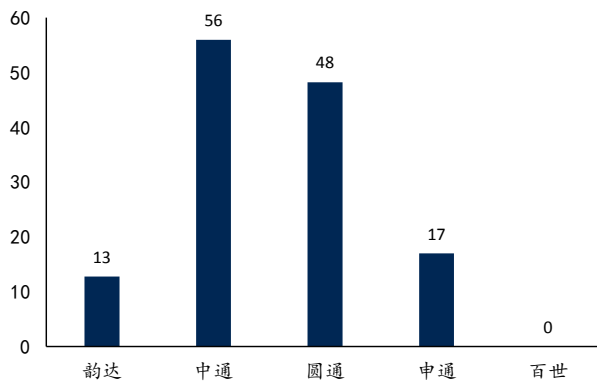


资料来源：公司公告、中国消费者协会、易观、国信证券经济研究所整理



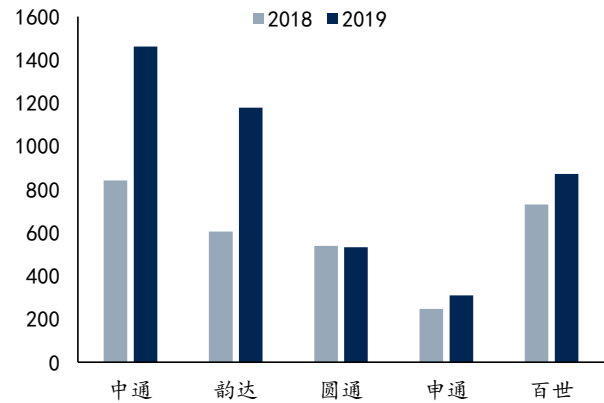
资料来源：公司公告、国家邮政局、国信证券经济研究所整理

图 48：2019 年通达系房屋建筑物资产规模对比（亿元）



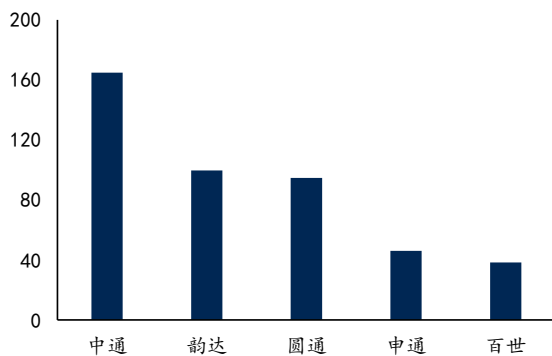
资料来源：公司公告、中国消费者协会、易观、国信证券经济研究所整理

图 49：2019 年通达系研发人员数量对比



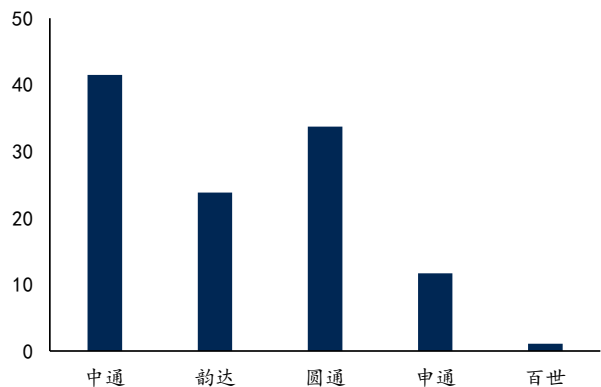
资料来源：公司公告、国家邮政局、国信证券经济研究所整理

图 50: 2020Q3 通达系固定资产及在建工程规模总和对比 (亿元)



资料来源: 公司公告、中国消费者协会、易观、国信证券经济研究所整理

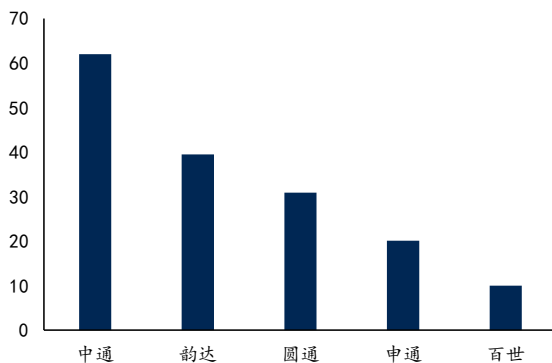
图 51: 2020Q3 通达系无形资产规模对比 (亿元)



注: 无形资产中绝大部分由土地资产构成

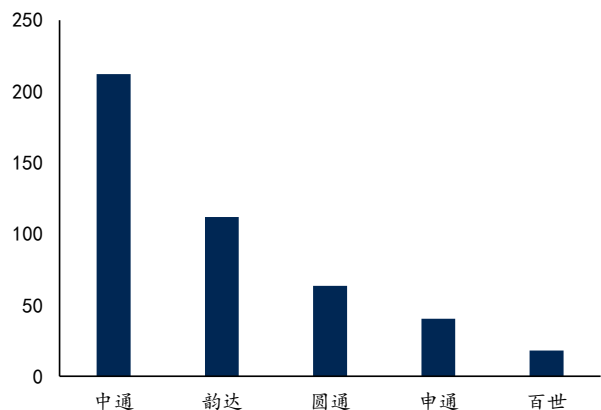
资料来源: 公司公告、国家邮政局、国信证券经济研究所整理

图 52: 2020 年 Q1~Q3 累计资本开支规模对比 (亿元)



资料来源: 公司公告、中国消费者协会、易观、国信证券经济研究所整理

图 53: 2020Q3 可用资金规模对比 (亿元)



资料来源: 公司公告、国家邮政局、国信证券经济研究所整理

目前来看, 龙一和龙二在上述五方面都有明显的领先优势, 由于它们核心资产存量更大、成本控制更优、规模效应更强, 公司拥有更低的经营成本, 同时, 核心资产和规模效应也保证了更优的服务, 因此领先者可以以更低的价格或更优的服务去抢量, 从而可以看到业务量的增长快于落后者、和落后者的市场份额差距越来越大, 最终可以看到领先者的利润规模和落后者的差距也越来越大。依托更优的经营结果, 领先者的利润积累更厚、融资能力更强, 从而可以看到领先者账上的现金更多, 而更多的现金保证了领先者可以投入更多的核心资产、可以通过价格战抢更多的量、可以给予加盟商更多的资金支持等等。最终形成良性循环, 落后者难以反超领先者。

考虑目前通达系现有的经营情况差距, 我们估计它们之间的排名很难改变, 原因在于: (1) 各家之间市占率差距并不微小 (中通>韵达>圆通>申通≈百世); (2) 各家之间快递业务盈利能力也存在差距 (中通>韵达>圆通>申通≈百世); (3) 各家之间资金实力也形成了明显差距 (中通>韵达>圆通>申通>百世)。

根据测算, 我们预计明年价格战仍然维持激烈态势, 在该背景下, 我们测算出如果各家企业都不进行新增融资, 龙二和龙三 2021 年盈利能力将继续大幅受损、

2022年将面临资金短缺;而龙四和龙五则在2021年将同时面临亏损和资金短缺,如果没有外力介入,有可能会退出龙头竞争的牌局。

表 3: 中通快递未来 2 年价格、盈利和资金的变化预测结果

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
可用现金 (百万元)	18223	16383	20000	15620	12550
2020 年业务量 (百万件)	8526	12120	17112	22634	28684
资本开支 (百万元)	3981	5226	8000	9000	10000
快递业务收入 (百万元, 剔除派费)	15400	19606	22145	25777	31360
单票快递收入 (元, 剔除派费)	1.81	1.62	1.29	1.14	1.09
快递业务成本 (百万元, 剔除派费)	8955	11575	14076	16757	19325
单票快递成本 (元, 剔除派费)	1.05	0.96	0.82	0.74	0.67
扣非净利润 (百万元)	3820	4923	4200	4620	6930
单票快递利润 (元)	0.45	0.41	0.25	0.20	0.24

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所预测

表 4: 韵达快递未来 2 年价格、盈利和资金的变化预测结果

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
可用现金 (百万元)	8490	8931	10000	4846	289
资本开支 (百万元)	3470	4380	5000	6000	6500
2020 年业务量 (百万件)	6985	10030	14523	19170	23818
快递业务收入 (百万元, 剔除派费)	12021	16418	16114	18717	21392
单票快递收入 (元, 剔除派费)	1.72	1.64	1.11	0.95	0.91
快递业务成本 (百万元, 剔除派费)	8507	10962	13120	15252	17193
单票快递成本 (元, 剔除派费)	1.22	1.09	0.90	0.80	0.72
扣非净利润 (百万元)	2135	2414	1200	846	1944
单票快递利润 (元)	0.31	0.24	0.08	0.04	0.08

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所预测

表 5: 圆通快递未来 2 年价格、盈利和资金的变化预测结果

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
可用现金 (百万元)	6398	6300	9000	4232	261
资本开支 (百万元)	3480	3360	4000	5000	5000
2020 年业务量 (百万件)	6664	9115	12786	16421	19944
快递业务收入 (百万元, 剔除派费)	14163	15456	15630	17374	19892
单票快递收入 (元, 剔除派费)	2.13	1.70	1.22	1.06	1.00
快递业务成本 (百万元, 剔除派费)	11054	11797	12617	14848	16692
单票快递成本 (元, 剔除派费)	1.66	1.29	0.99	0.90	0.84
扣非净利润 (百万元)	1838	1923	1500	232	1029
单票快递利润 (元)	0.28	0.21	0.12	0.01	0.05

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所预测

表 6: 申通快递未来 2 年价格、盈利和资金的变化预测结果

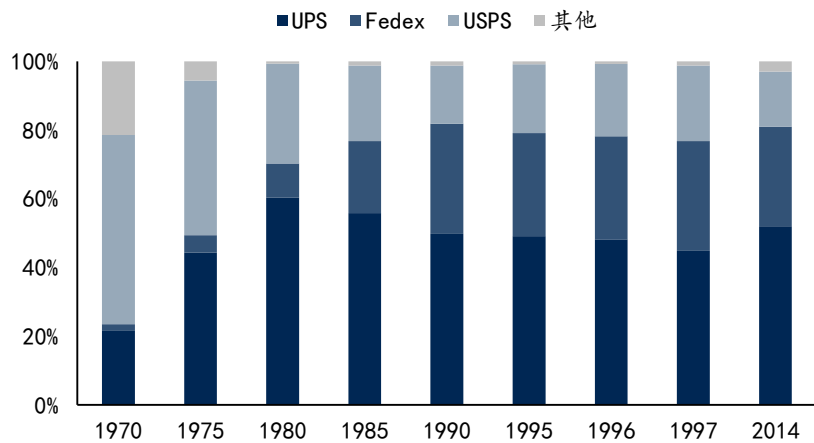
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
可用现金 (百万元)	4340	4520	4000	1356	101
资本开支 (百万元)	2820	2000	2500	2000	1000
2020 年业务量 (百万件)	5112	7371	9373	11531	13838
快递业务收入 (百万元, 剔除派费)	7980	9987	9778	10586	11941
单票快递收入 (元, 剔除派费)	1.56	1.35	1.04	0.92	0.86
快递业务成本 (百万元, 剔除派费)	5367	7895	8832	9954	10947
单票快递成本 (元, 剔除派费)	1.05	1.07	0.94	0.86	0.79
扣非净利润 (百万元)	1721	1343	-100	-644	-255
单票快递利润 (元)	0.34	0.18	-0.01	-0.06	-0.02

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所预测

快递优则综合发展, 顺丰领先优势明显

快递优则横向拓展。对比美国, 21 世纪 90 年代, 美国快递形成 UPS、Fedex 和 USPS 三大寡头垄断的稳定格局且快递行业进入稳定增长阶段, 从而美国龙头快递公司开始向综合物流拓展, 打开成长空间、维持业绩增长成为顺理成章的事情。

图 54: 美国快递行业 90 年代完成整合, 形成三巨头垄断格局



资料来源: 《美国快递文献综述》, Market Realist, 国信证券经济研究所假设

表 7: UPS 和 Fedex 拓展新物流业务历程

UPS		Fedex	
年份	事件	年份	事件
1992 年	收购了 Haulfast 和 Carryfast, 重整为 UPS 供应链解决方案部门	1997 年	收购了 Caliber System, 其是个综合物流商, 业务包括了小包裹地面运输服务、特快货运提供商、零担货运, 国际航空货运以及物流技术解决方案等
1995 年	收购了提供配件物流服务的物流商 SonicAir	2000 年	将 Caliber System 旗下的小包裹陆运服务 RPS 命名为 Fedex Ground
1998 年	成立 UPS Capital, 为客户提供供应链金融服务	2002 年	组建了 Fedex Freight 进军零担市场
2004 年	买下 Menlo World Forwarding 开启重货业务, 并将其品牌重整并入 UPS 供应链解决方案部门		
2005 年	收购了零担公司 Trucking Company Overnight Transportation, 并于 2006 年正式变更为 UPS Freight		

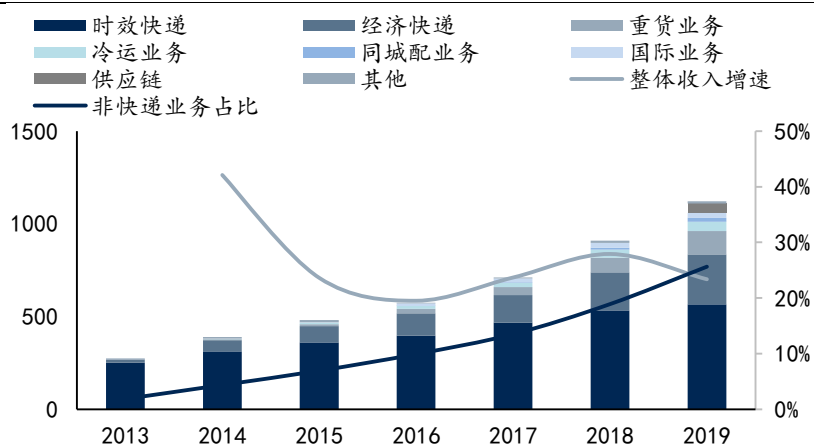
资料来源: 公司公告、公司官网、国信证券经济研究所整理

美国快递公司同样的发展路径如今也正在顺丰身上发生。2010 年中国电商进入高速发展期, 电商快递迎来了大发展的机遇。但是由于当时顺丰只能提供定价高的高端快递服务, 当时规模尚小的电商企业只能选择以通达系为代表的低价快递服务, 因此顺丰并没有享受到中国电商发展的红利。而商务快递经过了十年发展后增速也逐步放慢且顺丰的市占率也很难有大的突破, 因此顺丰自 2015 年开始布局新物流

业务，向综合物流服务商转型。

顺丰于 2013-2014 年推出国际快递、快运和冷运产品、2016 年推出同城配产品、2019 年推出供应链和电商特惠快递产品，至此形成了几近完整的物流产品矩阵，可以为客户提供全链条的物流服务。截止 2019 年，非国内快递业务的收入占比已超过 25%。

图 55: 2013-2019 年顺丰收入拆分及增长 (亿元)



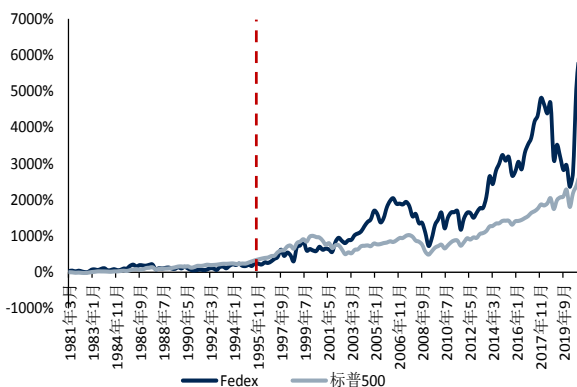
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所假设

快递的投资价值在哪儿？

现阶段，我国快递公司是典型的成长股。成长股高额回报的原因就在于其不断增长的盈利，持续推动公司市值增长。

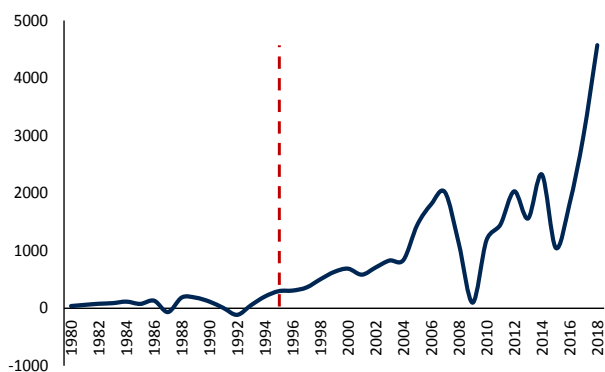
参考美国的快递龙头公司 Fedex, 可以发现 Fedex 在 1995 年以后股价进入持续上涨通道，主要得益于 95 年前后，美国快递竞争格局基本稳定、价格战竞争基本结束（Emery、Purolator Courier、USPS 等的隔夜航空业务持续萎缩，最后在隔夜航空市场的市占率均下降至 5% 以下），龙头公司进入了质量和服务比拼的阶段，同时公司开始拓展海外新市场，从而 Fedex 自 95 年开始进入了盈利快速增长阶段。与盈利增长同步的是股价上涨，Fedex 2000 年-2007 年（金融危机爆发前夕）的股价表现非常亮眼，股价收益率 134%，超过了同期的标普 500 收益率-2%。全球度过了金融危机以后，公司 2009 年至今股价上涨约 611%，也超过同期标普 500 涨幅 356%。

图 56: Fedex 股价和标普 500 指数的 1981 年以来累计收益率变化



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 57: Fedex1980 年以来净利润增长趋势 (百万美元)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

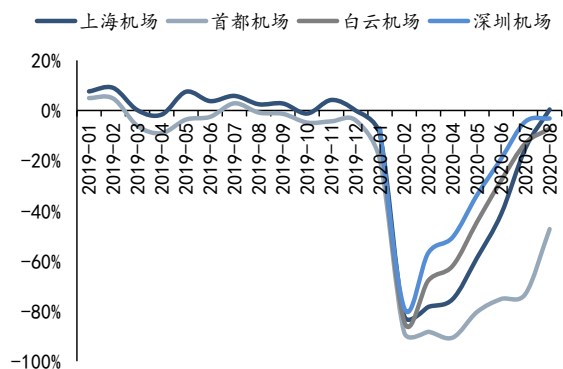
我国的快递公司目前正处于行业发展中期的价格战竞争期，一旦渡过价格战，胜出的快递龙头将进入盈利稳定增长阶段，类似于 95 年以后的 Fedex。而且目前中国快递公司的竞争分散程度远高于 90 年代前后的美国，我们认为中国价格战竞争结束后的格局优化给龙头企业带来的边际改善也将明显优于当时的美国。当前正处于我国快递龙头企业竞争的关键期，未来胜出的竞争龙头将享受市占率提升和盈利能力回升的双重红利，进而将有望看到利润快速反弹然后进入稳定增长期，从而推动胜出龙头快递公司的市值持续增长。

航空机场板块展望：全球疫情有望恢复，基本面有望触底反弹

航空需求：国内需求将完全恢复，国际需求有望逐步复苏

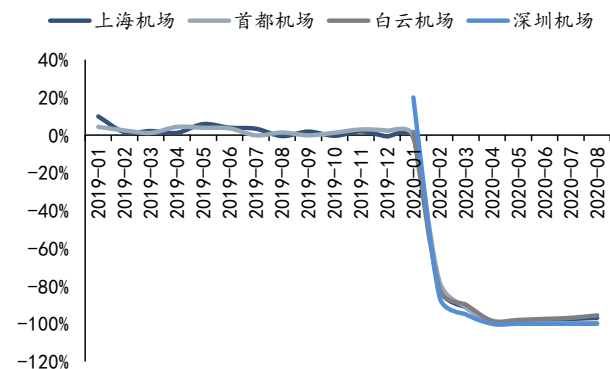
国外疫情仍然严峻，国际航线恢复极其缓慢，但是明年疫苗有望加速国际航空恢复。在国内疫情基本控制的情况下，国外疫情仍在加速蔓延，截至 2020 年 11 月 20 日，国外累计确诊病例已达到 5738.6 万例，新增确诊病例数量也持续上升，11 月以来，新增确诊病例数已从月初的 44.1 万例/天达到了 11 月 20 日的 70.2 万例/天。受国外疫情影响，国际航线旅客吞吐量恢复缓慢，各主要机场十月份国际旅客吞吐量均同比下降超过 95%。全球新冠疫苗研发正在如火如荼地进行，据世界卫生组织统计，截至 2020 年 11 月 3 日，全球共有 200 多种正在研发中的疫苗，已有 47 种疫苗处于临床试验阶段，有 10 种进入三期临床试验阶段，乐观估计明年上半年新冠疫苗有望获批上市，届时国际航空需求有望得到恢复。

图 58: 近几个月一线机场国内旅客吞吐量快速恢复(同比)



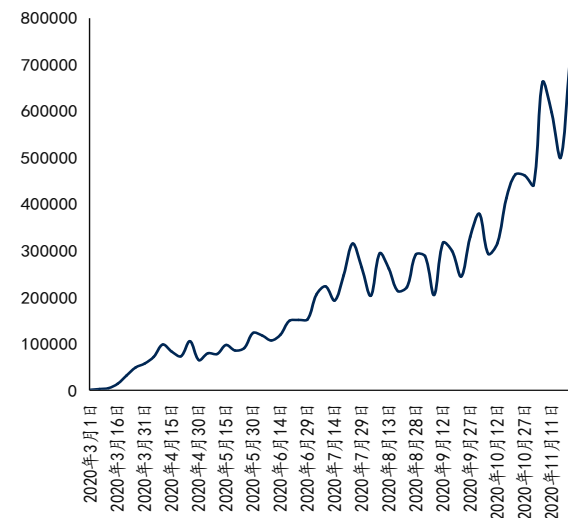
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 59: 一线机场国际地区旅客吞吐量仍然没有恢复的迹象(同比)



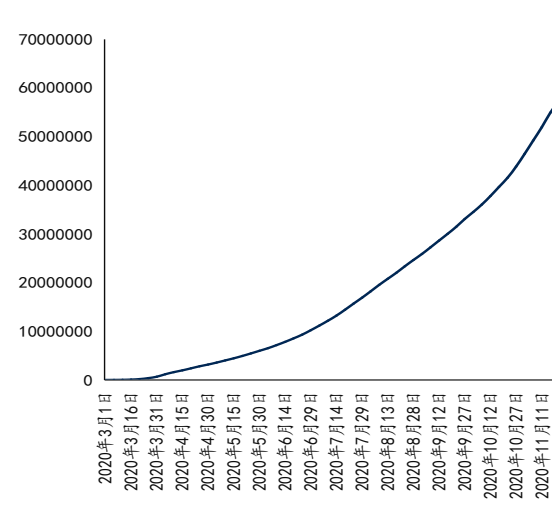
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 60: 3月以来国外新增病例情况



资料来源: 国家卫健委、国信证券经济研究所整理

图 61: 3月以来国外累计确诊病例情况

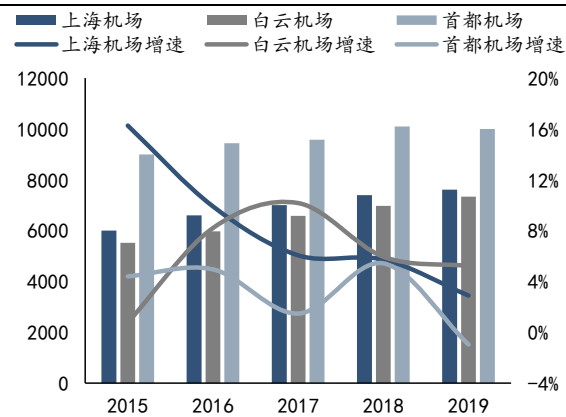


资料来源: 国家卫健委、国信证券经济研究所整理

机场重点: 疫情恢复后, 机场免税仍然向好

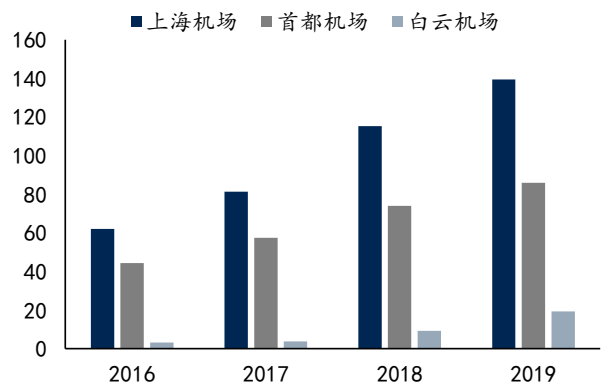
在国内外疫情背景下, 机场的盈利恢复将经历三个阶段, 目前正处于第一个阶段的后期。第一阶段期间, 国内航空需求回升, 部分航空性和部分非航收入得到保障, 可以基本覆盖掉全部成本, 但盈利受损。在此期间机场公司根据民航局要求必须要为航司提供航空性业务的优惠政策, 而对于免税、国内零售、广告等非航业务, 公司会尽力争取按照合同收取保底租金。第二阶段期间, 国外航空需求回升, 机场提供给合作方的优惠政策取消、租金开始根据实际销售额收取, 从而机场的航空性和非航空性收入逐步恢复到正常水平, 盈利逐步恢复至正常水平。第三阶段期间, 国外航空需求反弹超预期, 免税销售需求超预期, 将带来较大的盈利弹性。

图 62: 一线机场旅客吞吐量较稳定增长 (万人)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 63: 近几年一线机场免税销售额快速增长 (亿元)

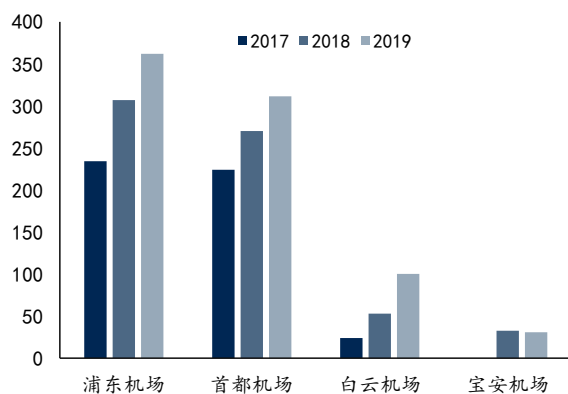


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

明年机场有望逐步进入恢复的第二和第三阶段。随着国际上各国开始重视且采取积极措施控制疫情、同时疫苗也即将投入市场使用，我们有理由相信全球疫情在明年有望出现真正的恢复拐点。从而国内航空需求将继续稳步恢复且有望实现正增长，而国际航空有望从几乎停滞到逐步恢复。从而机场免税业务也将与国际航空需求同步开始恢复。

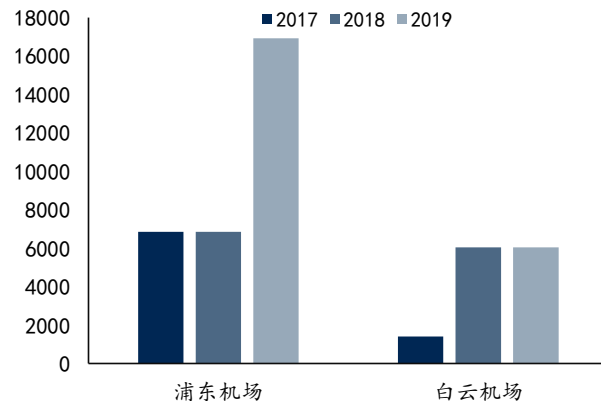
中长期来看，机场免税消费增长仍然具有可持续性：(1) 随着人均收入提升以及一线机场国际化，一线机场的国际航空旅客数量将在较长的时间段内维持增长。(2) 免税客单价也具有提升空间，客单价提升的驱动力在于，一是人均收入提升，消费者的消费力会提升，二是机场免税经营销售品类有拓展空间，三是随着机场产能扩张，免税经营面积也有拓展空间。

图 64: 一线机场国际旅客人均免税消费额变化 (元)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 65: 一线机场免税店面积变化 (平方米)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

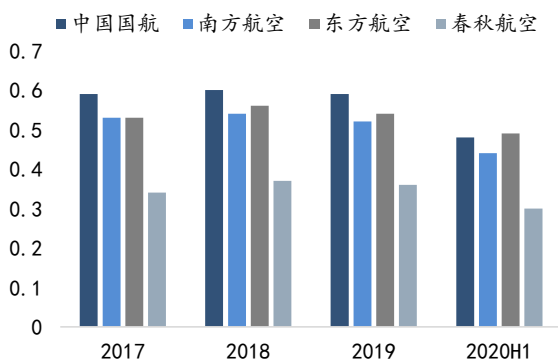
全国离岛免税和市内免税的政策放开，对于机场免税来说，利大于弊。我们认为离岛免税和市内免税的快速发展对机场免税是利大于弊，弊主要在于，离岛免税和市内免税的兴起会对机场免税造成分流，但是分流影响有限，一是因为离岛免税主要针对海南岛旅游的人群，而机场免税主要针对出国旅游的人群；二是因为市内免税现在处于发展初期，经营能力、经营面积、经营品类都较弱，尚不足以对机场免税构成较大威胁，长期来看市内免税和机场免税的经营品类也会有所差异，更多是挖

掘更多的增量消费。而利主要在于，离岛免税和市内免税部分货物需要通过机场交给消费者，机场作为中介场所可以收取租金。

航空重点：供需将边际改善，票价弹性可期

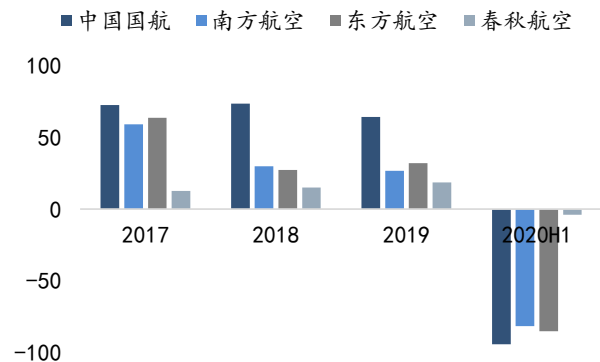
在国内外疫情背景下，航空的盈利恢复也将经历三个阶段，目前正处于第一个阶段的后期。第一阶段期间，国内航空需求回升，航空票价维持低位，仅能覆盖经营变动成本，航司需要通过各种价格手段抢夺需求量，以期尽快恢复客座率，航司逐步减亏。第二阶段期间，国内外航空需求恢复至正常水平附近，客座率均逐步恢复正常（80%-90%），票价也同步提升，航司将逐步实现扭亏为盈甚至恢复至正常的盈利水平。第三阶段期间，国外航空需求反弹超预期，供给短期出现短缺，航司的票价和客座率将实现双升，盈利将出现短期的高光时刻。

图 66：受疫情影响，航空票价客公里收益大幅下滑（元）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 67：受疫情影响航空公司归母净利润亏损（亿元）

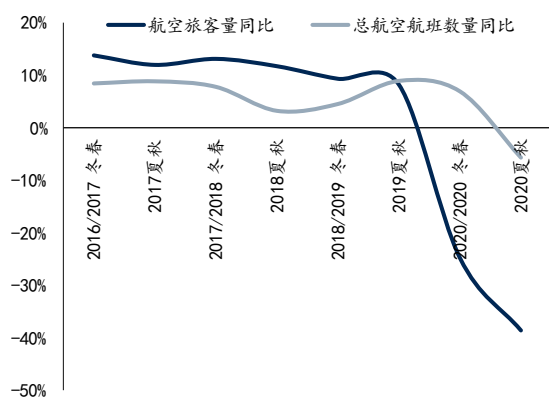


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

明年航空有望逐步进入恢复的第二和第三阶段。随着国际上各国开始重视且采取积极措施控制疫情、同时疫苗也即将投入市场使用，我们有理由相信全球疫情在明年有望出现真正的恢复拐点。从而国内航空需求将继续稳步恢复且有望实现正增长，而国际航空有望从几乎停滞到逐步恢复。

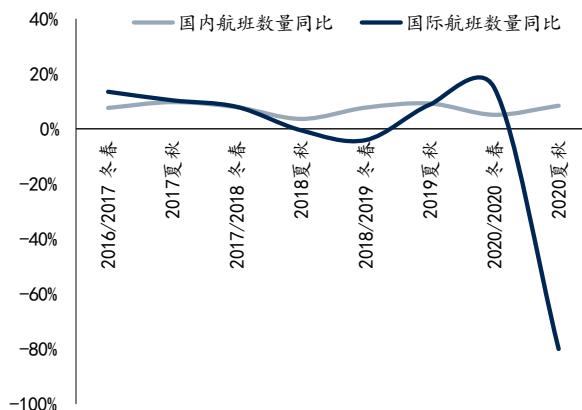
中期来看，航空可能出现供需格局改善：一是疫情恢复后，国内和国际航空需求将快速恢复，且进入持续正增长的轨道；二是疫情导致飞机供给增长大幅放缓，航空公司纷纷下调了资本开支，而且延迟引进运力，未来航空客运供给紧缩的趋势难以快速扭转。当需求恢复至全球疫情爆发前水平时，供需可能出现缺口，从而带动票价大幅提升，最终航司短期业绩将也将出现大幅提升。

图 68: 我国整体航空旅客数量与总航空航班数量同比情况



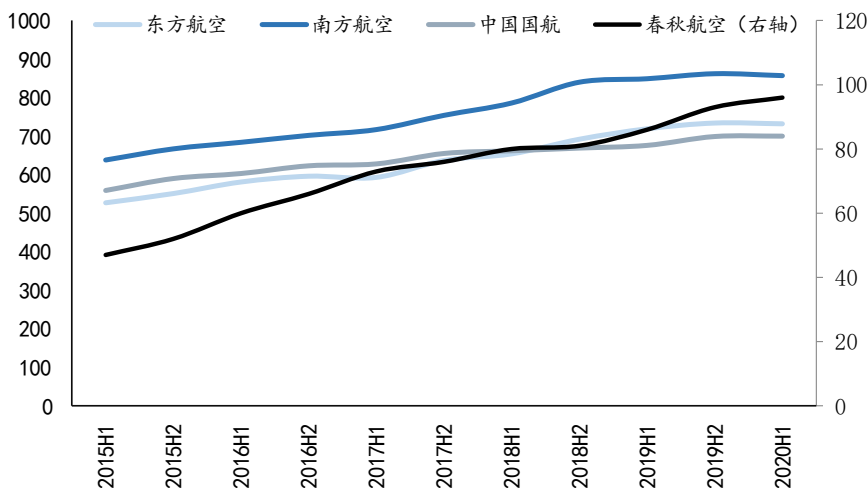
资料来源: 民航局、国信证券经济研究所整理

图 69: 我国国内和国际航班数量同比变化



资料来源: 民航局、国信证券经济研究所整理

图 70: 航空公司飞机数量增长情况



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议: 持有成长龙头, 把握周期拐点

2021 年交运板块投资我们认为有两条主线, 一条是成长股的长期投资逻辑, 持续看好快递龙头顺丰控股、中通快递、韵达股份, 机场中的核心资产上海机场以及铁路中的核心资产京沪高铁; 另一条是全球经济复苏后周期股的中短期弹性, 看好明年整个航空板块。

顺丰控股: 成长龙头, 价值优选

时效快递业务维持较高增速, 公司正式布局加盟快递。2020Q3 公司时效快递业务继续受益于疫情带动电商消费升级加速, 我们估计 Q3 该业务收入同比增长维持在 15% 左右, 符合预期。随着疫情短期因素影响的逐渐消失, 时效快递业务收入增速将缓慢下降到可持续的合理增速, 我们预计中期来看, 时效快递业务收入增速有望稳定在双位数以上。2020 年 9 月, 公司特惠专配快递日均件量达到 850 万票左右, 拓展进度持续兑现。2020 年 Q3 公司又推出了加盟模式的新低端快递产品“丰网”,

该新产品定位位于特惠专配和“通达系”之间，为公司的快递业务进一步打开了长期增长空间。

公司加快产能投入，费用管控效果好。在国内疫情可控、快递即将进入旺季以及各新业务拓展顺利背景下，公司三季度加大了产能投入，资本开支达到 34.2 亿元，环比增加 13.6 亿元。由于公司加大产能投放，导致短期成本上升较多，三季度毛利率同比减少 1.3 个百分点，为 17.1%。得益于公司推行严控费用的政策，三季度管理费用率同比减少 0.7 个百分点。

投资建议：上调盈利预测，维持“买入”评级。考虑到公司业务增长较好，上调盈利预测，预计 2020-2022 年归母净利润分别为 76/91/109 亿元（前期预测值分别为 70/84/99 亿元，上调幅度 7.8%/7.4%/10.0%），同比增速 30%/20%/21%。我们采用分部估值法对公司进行估值，认为公司中短期的合理估值为 4400 亿元，对应目标价 96.6 元，考虑到公司具有长期投资价值，维持“买入”评级。

中通快递：积极降价抢量，巩固龙头地位

掌握价格战主动权，市占率快速提升。今年 4 月份以来中低端快递市场价格战明显加剧的原因主要是：（1）一季度快递行业受到国内疫情影响，二季度快递龙头公司均希望抢更多的量来弥补一季度的亏空；（2）极兔快递和众邮快递两个新快递企业加入竞争，尤其是极兔快递，采取了激进的低价抢量政策；（3）中通主动发起价格战，以期加速竞争格局分化。在这场价格战中，中通作为龙一，一直掌握着主动权，三季度单票快递收入同比下降 18%（其他竞争对手下降幅度略高于中通）。公司通过低价抢量，三季度业务量实现了 51% 的高增长，与龙二业务量增速相近，且明显高于其他快递企业。公司三季度市占率达到 20.8%，同比提升 1.9 个百分点。

盈利能力保持领先地位，加大产能投入构筑护城河。受益于规模效应和运营优化，中通三季度单票快递成本同比下降 9%，由于受价格战影响，单票快递毛利（仅剔除货代业务）为 0.29 元，环比继续下滑。公司今年加大了资本开支，前三季度资本开支达到 62 亿元（明显高于竞争对手），保证了产能充裕，考虑到价格战持续、投入产能较多、外汇损失等因素影响，我们预计公司四季度业绩同比降幅会扩大。

投资建议：给予“买入”评级。我们预计 2020-2022 年归母净利润 44.6/46.2/63.2 亿元，同比增速 -21%/+3%/+37%。考虑到公司具有明显的领先优势，成长为物流巨头的确定性很高，我们给予公司 22 年 35 倍的目标 PE，得到目标价 303 港元，给予“买入”评级。

韵达股份：持续降价抢量，业绩符合预期

业务量增速表现亮眼，市占率持续提升。2020 年三季度行业竞争依然激烈，我们估计可比口径下，公司单票快递收入同比下滑 20%-25%，降幅与竞争者基本相当；三季度业务量增速为 54.4%，高于竞争者（圆通 43.3%，申通 19.5%）；三季度公司市占率达到 18.0%，环比增加 0.6 个百分点。公司三季度有所调整价格战的方式方法，低价抢量效果环比改善。随着四季度进入快递旺季，预计行业及公司的价格短期有望企稳回升，从而支撑四季度业绩表现。

三季度降本效果较好，资本开支维持较高水平。得益于规模效应、运营调整优化，在价格战没有缓和且三季度不再享受高速公路免费的情况下，公司毛利率实现环比改善，环比增加 0.5 个百分点至 9.6%。得益于公司降本效果较好，三季度扣非归母净利润环比基本持平，符合预期。公司持续增加核心资产、扩充产能，三季度资本开支为 18.2 亿元，环比增加了 6.2 亿元，公司注重转运中心的自建，在建工程三季度末达到 25.7 亿元的高点。公司 8 月完成 5 亿美元债券的境外发行，以保证现金的充裕性，截止三季度末，公司的类货币资金规模达到 112 亿元，仅次于中通快递。

投资建议：维持“买入”评级。考虑到价格战影响，下调盈利预测，预计 2020-2022 年归母净利润 16.1/20.0/24.5 亿元（前期预测值分别为 18.8/24.2/27.0 亿元，下调幅度 14.4%/17.4%/8.9%），同比增速 -39%/+24%/+23%；摊薄 EPS 分别为 0.56/0.69/0.85 元。考虑到公司仍然具有领先优势，基于龙头成长的长期推荐逻辑，我们给予公司 22 年 27 倍的目标 PE，得到目标价 22.9 元，维持“买入”评级。

上海机场：三季度业绩环比改善，期待后续恢复

三季度国内业务恢复，免税业务仍未确认保底租金。就航空性业务来看，三季度国内航空需求快速恢复，国内航空起降架次同比增长 9.3%、环比增长 101%，国内旅客吞吐量同比下降 0.8%、环比增长 142%；但是由于国际客运航空仍然处于停滞状态、且国际航空货运需求环比有所回落（国际货邮吞吐量环比下降 8%），国际航空表现欠佳，起降架次同比下降 67%、环比下降 28%。由于四季度国际疫情明显恶化，估计公司的国际客运业务中短期不会有明显改善。就商业业务来看，公司三季度暂估免税收入 0.8 亿元，远低于估计的单季度保底租金 10 亿元，主要由于公司出于会计审慎原则没有按保底租金确认收入，而中国中免出于审慎考虑按照机场保底租金计提了其他应付款，因此，公司全年免税收入如何确认还有较大不确定性。

三季度盈利能力环比小幅改善。由于卫星厅于 2019 年 9 月刚投产运营且公司需要承担常态化防疫成本，公司三季度成本同比增长 29%。国内航空业务恢复带动公司三季度毛利率环比增加 9.4 个百分点至 -76.7%。

投资建议：维持“增持”评级。考虑到国际疫情恶化，我们下调盈利预测，预计 2020-2022 年归母净利润 0.9/41.3/60.7 亿元（前期预测值分别为 14.4/48.8/67.3 亿元，下调幅度 94%/15%/10%），同比增速 -98%/+4332%/+47%；每股收益分别为 0.05/2.14/3.15 元。由于上海机场经营稳定且风险低，我们采用 DCF 方法对公司进行估值，股票合理价值在 80.0-81.9 元。我们看好公司的长期投资价值，由于公司业务短期受国际疫情压制，不确定性较大，维持“增持”评级。

京沪高铁：三季度业绩改善，关注票价机制改革红利

铁路客运需求恢复带动三季度业绩改善。2020 年上半年和三季度全国铁路客运量分别同比下滑 54%和 33%，京沪高铁 2020 年上半年本线客运量同比下降 62%，跨线列车运营里程同比下滑 21%，估计受益于三季度国内疫情控制较好，尤其是北京，京沪本线三季度客运需求和跨线列车经营需求环比快速恢复、同比降幅均明显收窄，带动收入快速回升，三季度单季公司实现营收 71.5 亿元，同比下滑 13.1%，环比上升 45.8%。随着业务量的恢复，折旧摊销等固定成本和相对刚性的委托运输管理成本、动车组使用成本等被摊薄，毛利率环比增加 16 个百分点至 38.7%，盈利能力环比大幅改善。由于公司二季度期间为支付收购京福公司的差额部分借入的 200 亿元借款利息，导致三季度财务费用环比增加 1.1 亿元。公司三季度单季实现扣非归母净利润 13.2 亿元，环比增加 11.1 亿元。

中期利润弹性关注票价改革和京福高铁。（1）京沪高铁线路的需求稳定，预计如果国内疫情一直控制较好，其业务将很快恢复至正常的盈利水平，未来的利润弹性主要关注票价改革情况，京沪高铁线将于 12 月 23 日起实施浮动票价机制，二等座最高票价可调整至 598 元，即可上调 8.1%，商务座可上调 14.3%。以 2019 年财务数据为基础，假设京沪线本线客票价格平均上浮 10%，则利润可提升约 9%。（2）京福公司的郑阜高铁和商合杭高铁北段于去年 12 月投入运营，商合杭高铁南段于今年 6 月投入运营，由于新线路刚投入运营，前三季度亏损约 16.6 亿元，未来该公司将逐步扭亏为盈。

投资建议：给予“买入”评级。我们预计 2020-2022 年归母净利润 41.3/116.5/139.2

亿元，同比增速-65%/+182%/+20%；每股收益分别为 0.08/0.24/0.28 元。由于京沪高铁经营稳定且风险低，我们采用 DCF 方法对公司进行估值，股票合理价值在 6.0-7.0 元。疫情造成的短期业绩波动对公司的长期价值影响甚微，我们看好公司的长期投资价值，给予“买入”评级。

风险提示

宏观经济复苏进度低于预期会对航空板块的预判造成一定影响。

全球疫情恶化或者恢复进度低于预期会对航空板块和机场板块的预判造成一定影响。

行业竞争恶化程度超预期会对快递板块的预判造成一定影响。

附表：重点公司盈利预测及估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价	EPS			PE			PB
				2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2019
002352	顺丰控股	买入	80.40	1.23	1.72	2.05	65.1	46.8	39.2	8.6
2057.HK	中通快递	买入	186	7.23	5.22	5.40	25.4	35.2	34.1	4.2
002120	韵达股份	买入	17.52	0.90	0.72	0.90	19.4	24.2	19.6	3.8
600233	圆通速递	增持	13.16	0.53	0.65	0.68	24.7	20.1	19.2	3.2
002468	申通快递	增持	12.75	0.93	0.57	0.77	13.8	22.6	16.6	2.1
600009	上海机场	增持	79.71	2.73	0.05	2.14	29.2	1651.6	37.2	4.7
600004	白云机场	买入	15.16	0.45	0.07	0.59	34.0	206.4	25.5	2.2
000089	深圳机场	增持	8.92	0.30	0.00	0.21	30.2	1829.3	43.2	1.5
601816	京沪高铁	买入	5.86	0.24	0.08	0.24	24.1	69.7	24.7	1.8

数据来源：wind、国信证券经济研究所整理

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032