

证券研究报告

2022年11月12日

策略报告 | 年度策略

交通运输

从产业趋势看物流成长：汽车、快递、危化品

——交通运输行业2023年度投资策略

作者：

分析师 陈金海 SAC执业证书编号：S1110521060001

联系人 郑学建



请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

摘要

1.物流：寻找强 α ，抵御弱 β

物流细分领域的高增长，能抵御经济增速下滑压力。汽车出口高增长带动汽车船高景气，危化品航运龙头运力扩张带来高增长。而跨境物流、大宗供应链、电子供应链等周期下行压力较大。

2.快递：布局后监管时代的 α ——精细管理与服务溢价

2022年，个股超额收益源于监管持续推进与竞争格局优化。展望2023年，监管趋于常态化，竞争由比拼干线成本向全网经营韧性与末端差异化建设转变，精细化管控与服务溢价决胜下一阶段竞争优势。

3.航空机场：周期反转，迈向复苏

航空出行需求在波动中修复，国际航班加速恢复。“十四五”期间，航空供需错配明显，航空公司盈利高弹性，应把握航空强 β 属性，兼顾 α 。受疫情影响，对免税合同进行调整是全球共性，具备法理基础。国际客流回归趋势下，有望催化上下游议价权再平衡。

4.航运：周期繁荣，此起彼伏

俄乌冲突带来油运行业繁荣，紊乱、供给冲击或支撑高景气。集运景气下行，需求下滑和新船交付压力或导致行业回归疫情前常态。干散货航运供需双弱，或将处于周期底部。

风险提示：全球经济增速下滑，全球疫情反复，燃油价格大幅上涨，测算具有主观性仅供参考

物流：寻找强 α ，抵御弱 β

1.1 汽车出口高增长，汽车船高景气

1.2 汽车产销量回升，国内物流复苏

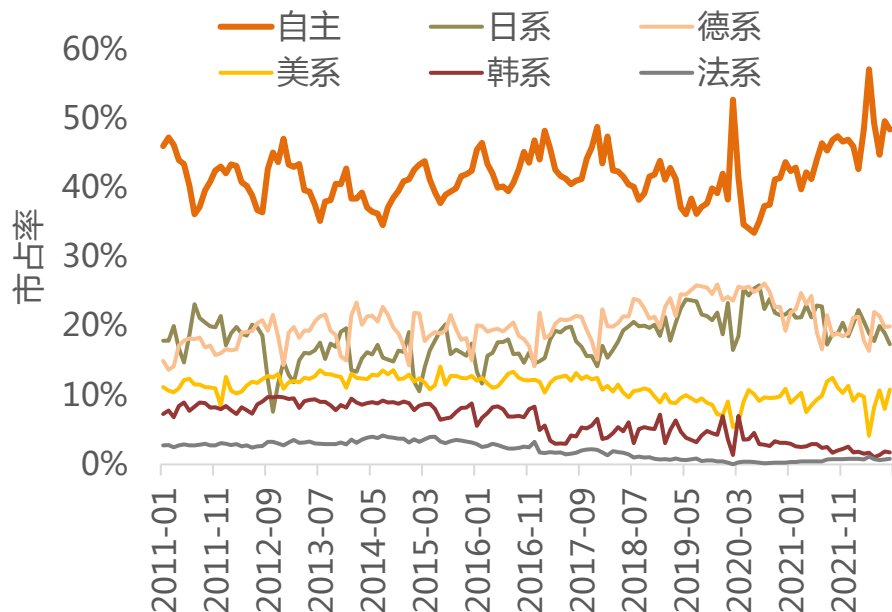
1.3 危化品航运龙头提份额、高增长

1.4 周期下行拖累部分物流板块增速

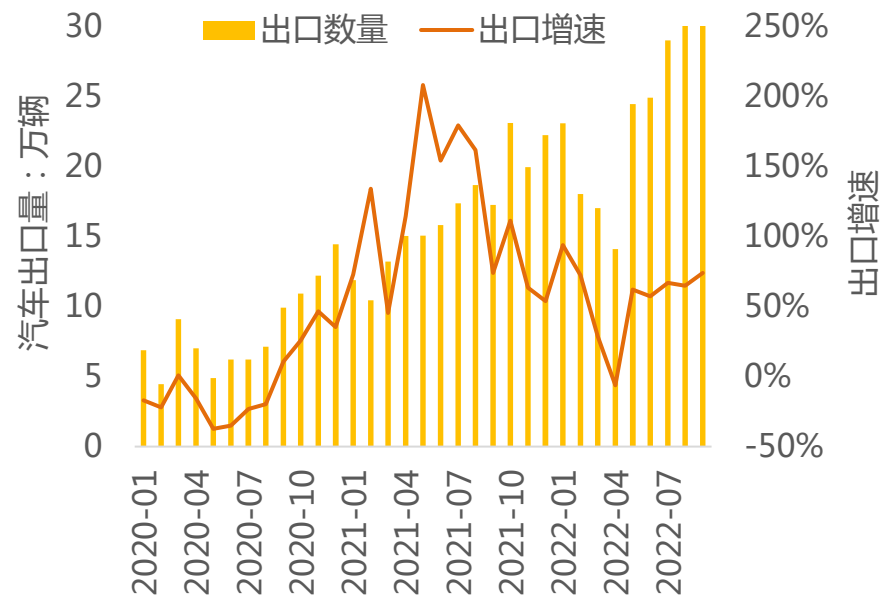
1.1 汽车出口高速增长，汽车船高景气

- 中国汽车的国际竞争力不断增强，汽车出口快速增长，在全球市场的份额提升。
- 未来随着中国品牌竞争力的提升、外资品牌出口潜力的释放以及新能源汽车出口的发力，中国汽车出口量有望持续较快增长。

■ 2020年以来中国自主品牌汽车的市占率呈上升趋势



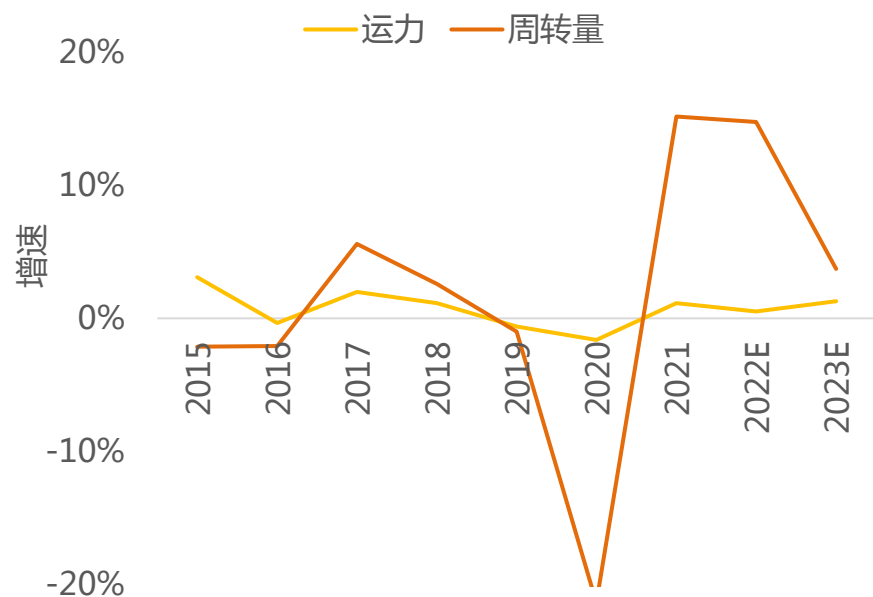
■ 2020年开始中国汽车出口量高速增长



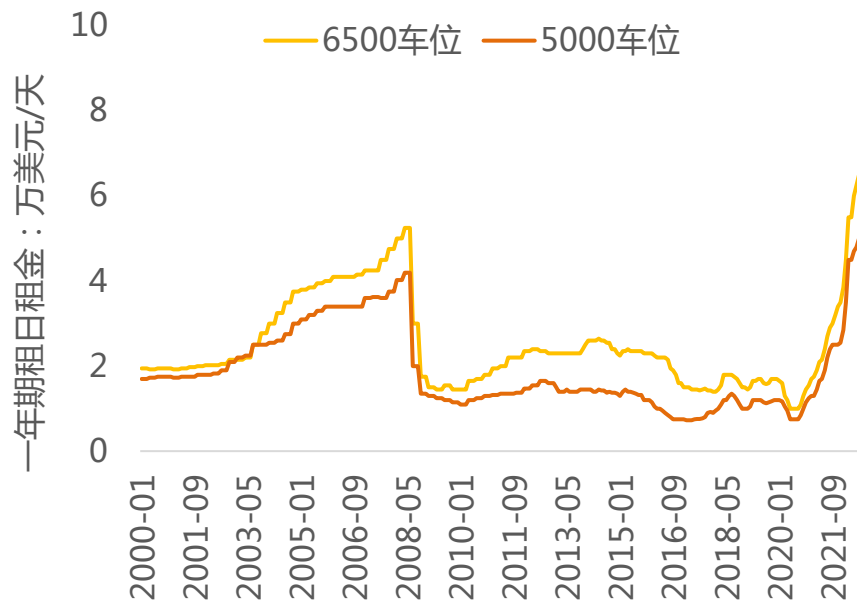
1.1 汽车出口高增长，汽车船高景气

- 中国汽车出口高增长带动全球海运量增长，同时平均运输距离提升，所以周转量高增长。
- 全球汽车船运输供需失衡，导致汽车船租金大幅上涨，屡创历史新高。

■ 2021-23E年汽车船运输周转量增速高于运力



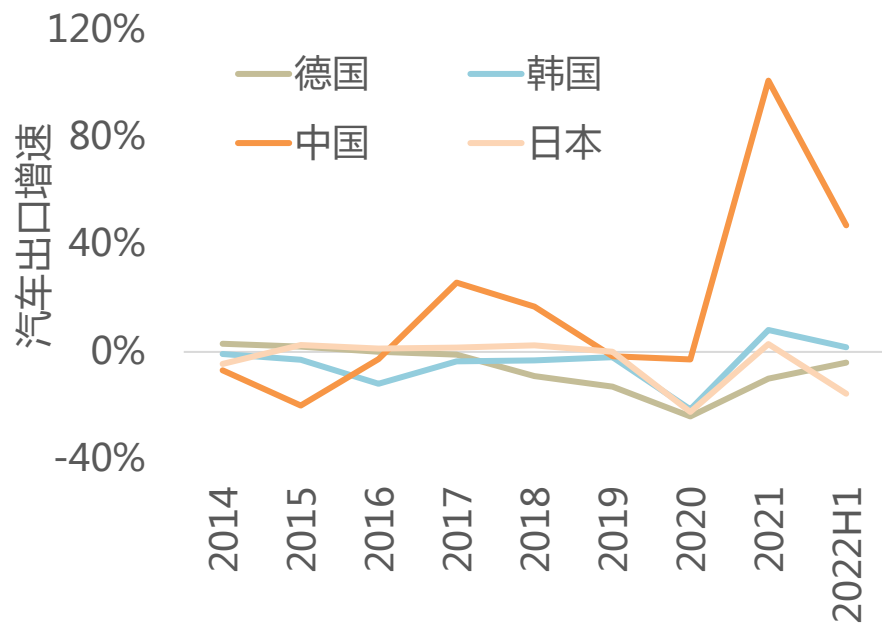
■ 2020年以来汽车船租金涨9倍，屡创历史新高



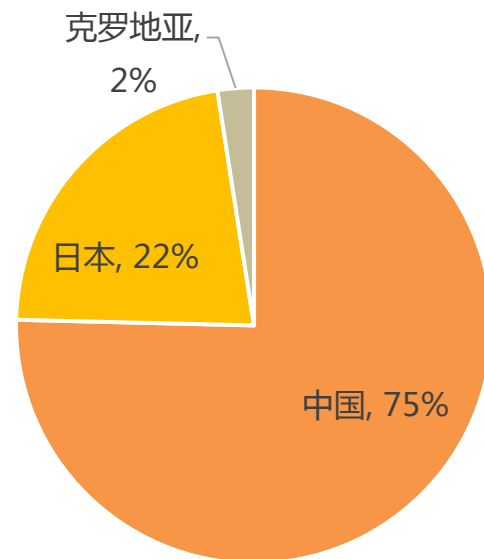
1.1 汽车出口高增长，汽车船高景气

- 中国汽车出口量快速增长，给中国的汽车船企业带来大量新增运输需求。
- 中国在汽车船造船领域占据优势，给中国航运公司运力扩张带来便利。
- 汽车船运价大幅上涨，给中国汽车船运输企业扩张运力创造了良好的外部环境。

■ 中国汽车出口高增长，日韩低增长



■ 2021年11月，汽车船在手订单主要在中国船厂



1.1 汽车出口高增长，汽车船高景气

- 国内经营汽车船运输业务的公司有安吉物流（上汽集团100%控股）、招商滚装（招商轮船70%控股）、中远海运滚装（中远海特100%控股）等。
- 中远海特有5艘汽车船，成立合资公司发展汽车船运输，纸浆船也开始参与汽车运输。

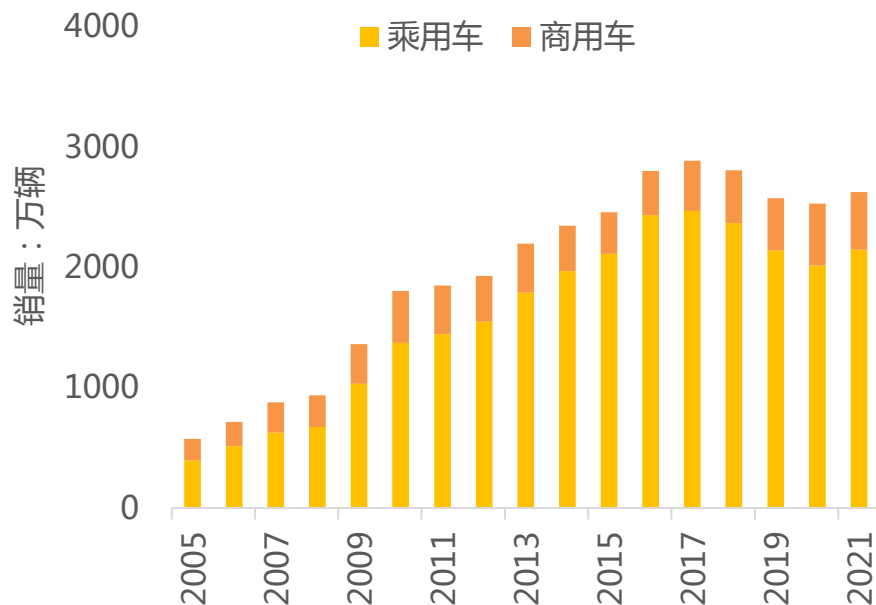
■ 2021年国内主要汽车船运输公司及其运力规模

上市公司	汽车船子公司	持股比例	数量：艘	运力：万车位	权益运力：万车位	运力份额
上汽集团	安吉物流	100%	21	3.18	3.22	24%
	安吉中远海特滚装	65%	1	0.06		
招商轮船	广州招商滚装	70%	22	3.57	2.50	18%
中远海特	中远海运滚装	100%	5	2.46	2.48	18%
	安吉中远海特滚装	35%	1	0.06		
长久物流	新中甫航运	28%	7	0.97	0.49	4%
	久格航运	51%	1	0.43		
上港集团	民生轮船	20%	15	1.26	0.25	2%
全国			94	13.58		100%

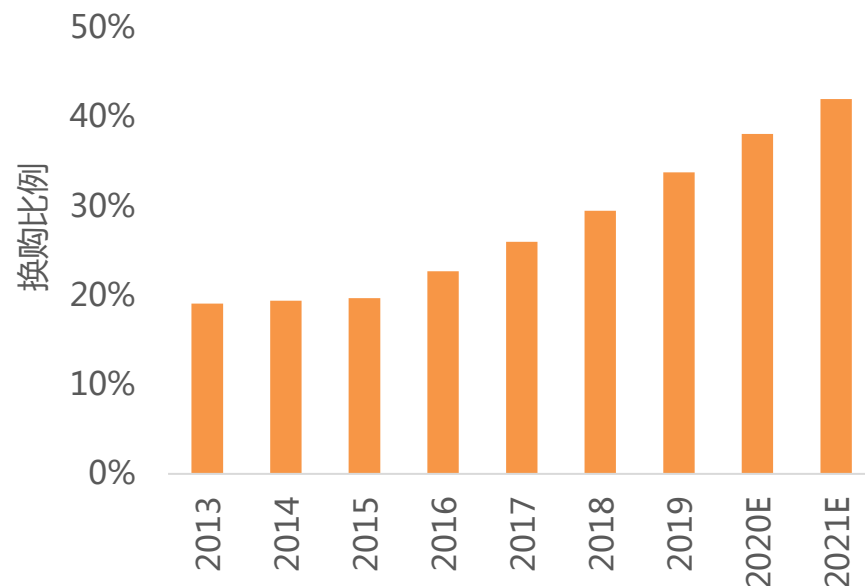
1.2 汽车产销量回升，国内物流复苏

- 乘用车报废寿命主要集中在10-15年，2020-30年有望迎来汽车更新替换的上升期。
- 乘用车换购比例快速上升，也验证了更新替换上升期到来。
- 汽车出口量增长，增加汽车国内运输和出口运输需求。
- 疫情影响居民出行和汽车销量，未来疫情若消退，汽车销量有望回升。

■ 2008-2016年中国汽车销量快速增长



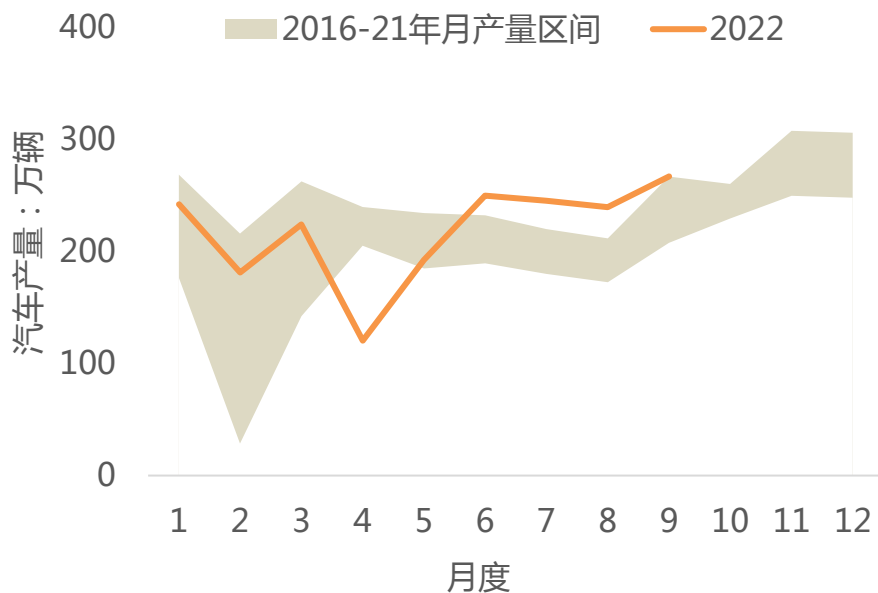
■ 中国汽车换购比例快速上升



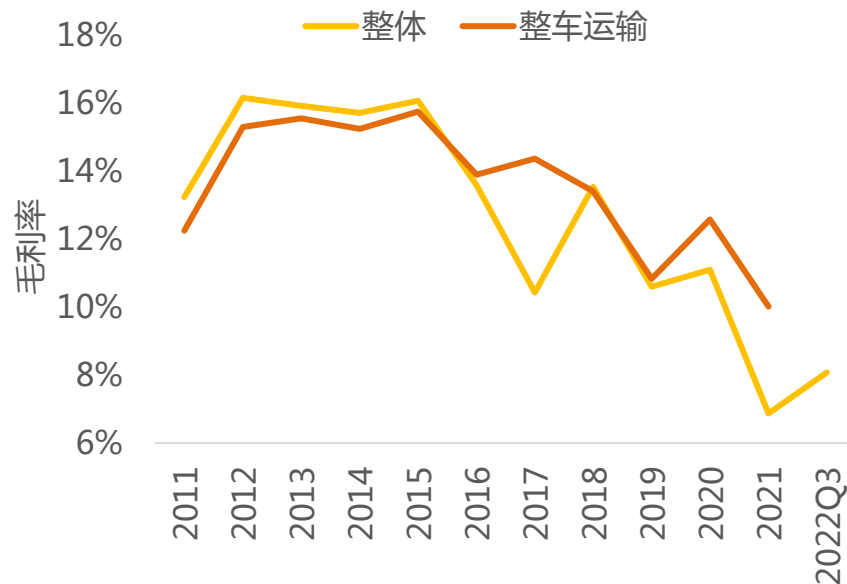
1.2 汽车产销量回升，国内物流复苏

- 汽车产量增长带来运输需求增加，铁路和公路商品车运输都将受益。
- 国内商品车运输头部公司长久物流的毛利率处于低谷，2022年开始回升。

■ 2022年第三季度中国单月汽车产量均创历史新高



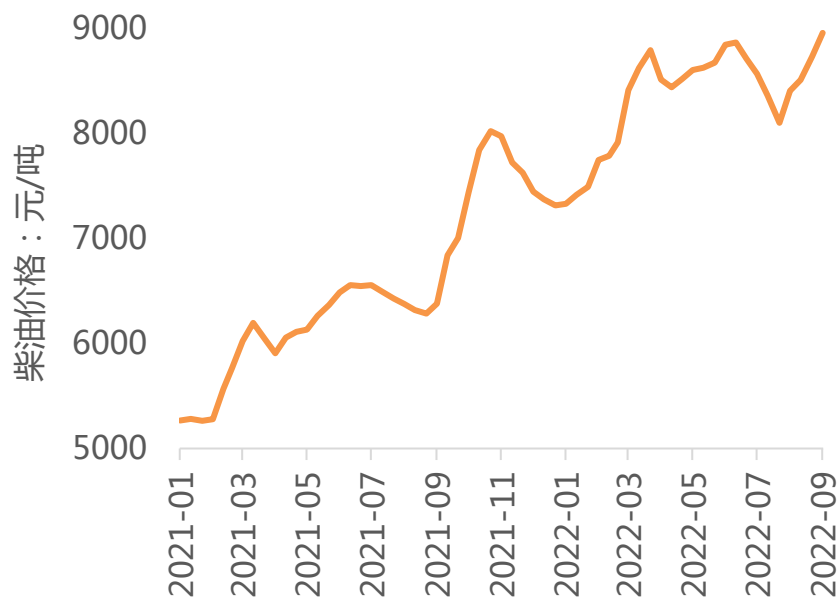
■ 长久物流整体和整车运输的毛利率从2021年低谷回升



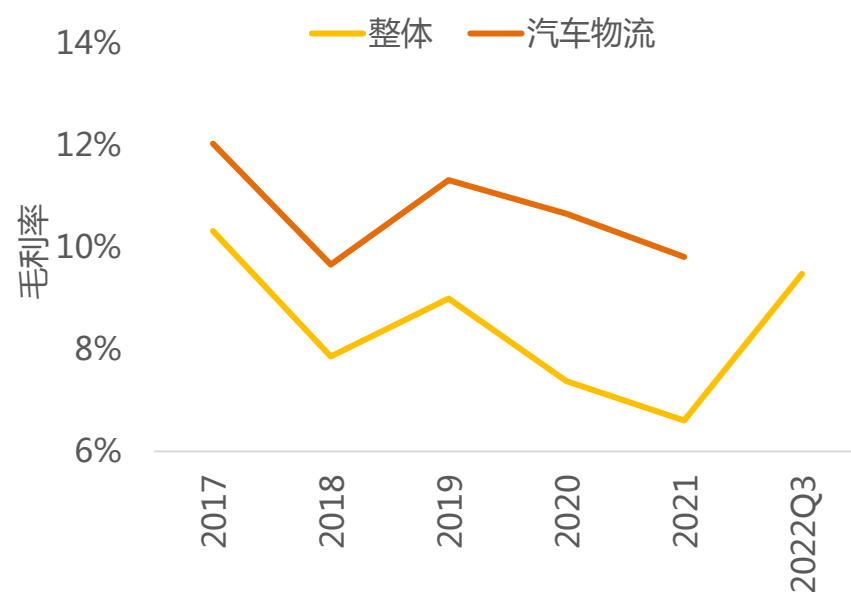
1.2 汽车产销量回升，国内物流复苏

- 国内柴油价格大幅上涨，推升公路运输成本，铁路运输竞争力增强。
- 2022年前三季度，商品车铁路运输公司中铁特货的毛利率大幅回升。

■ 柴油价格大涨推升公路运输成本，铁路竞争力上升



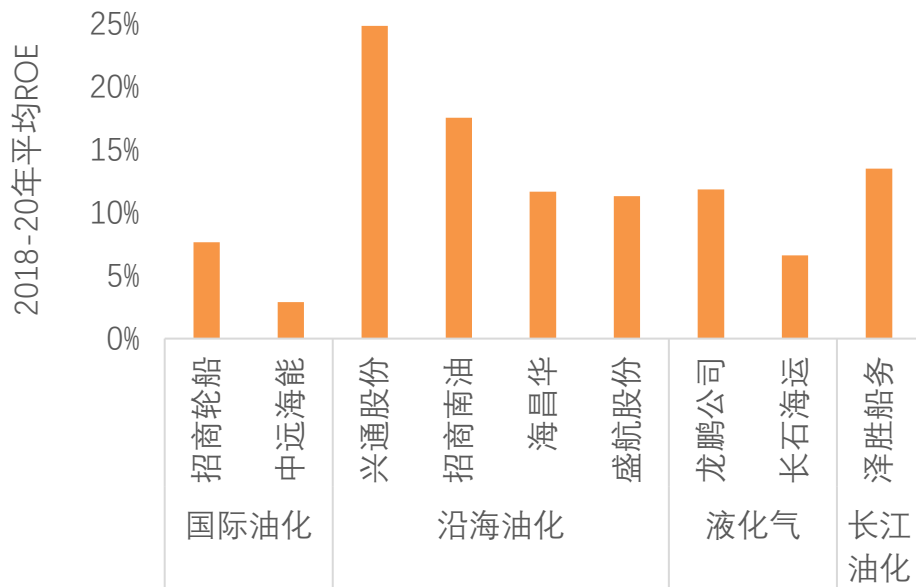
■ 2022年前三季度中铁特货的毛利率明显回升



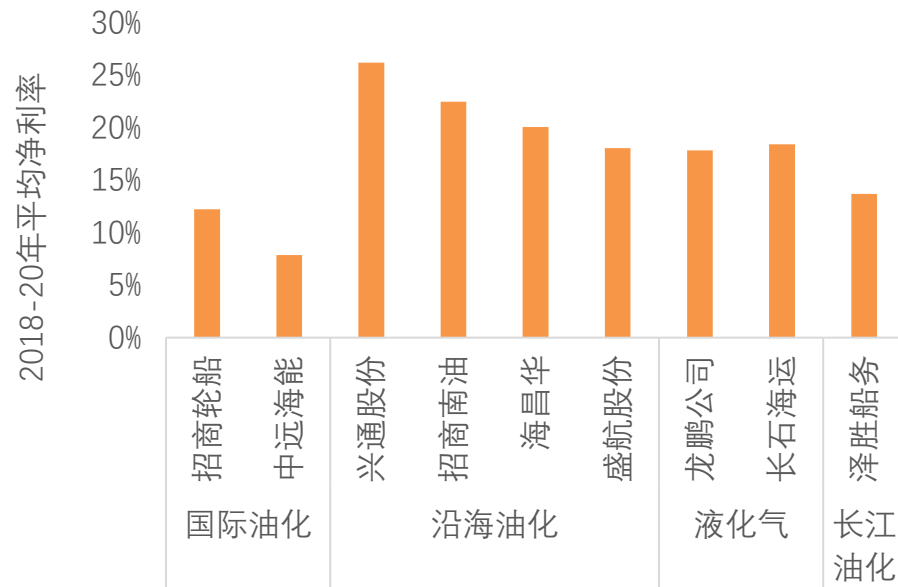
1.3 危化品航运龙头提份额、高增长

- 高准入门槛使内贸危化品航运公司的盈利能力高于国际运输公司。
- 兴通股份的盈利能力（ROE和销售净利率），在行业内领先。

■ 兴通股份的ROE水平在行业内领先



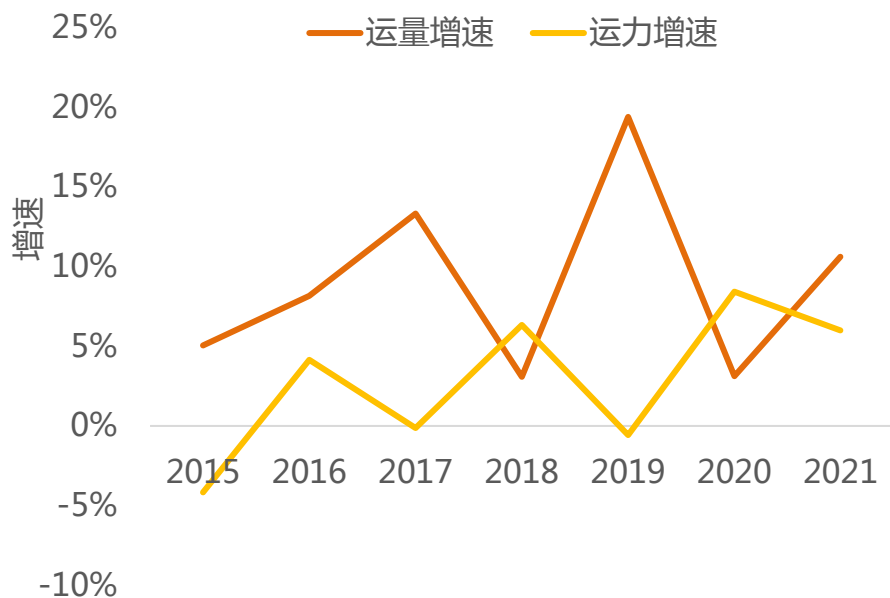
■ 兴通股份的销售净利率在行业内领先



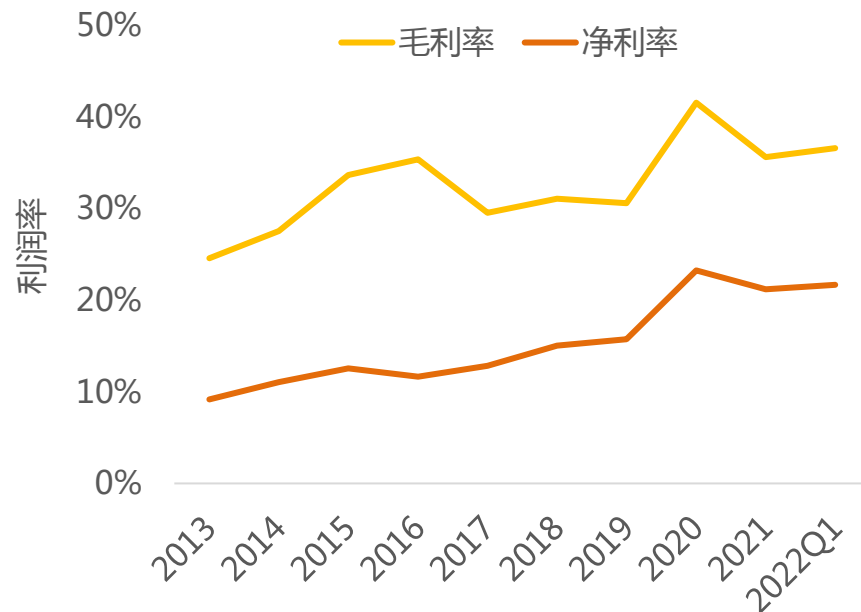
1.3 危化品航运龙头提份额、高增长

- 安全监管导致运力增速偏低：2014-21年沿海液体化学品船运力年化增速2.8%，运量年化增速8.8%。
- 供需趋紧导致盈利能力提升：盛航股份的毛利率和净利率都呈上升趋势。

■ 沿海化学品航运的运量增速高于运力增速



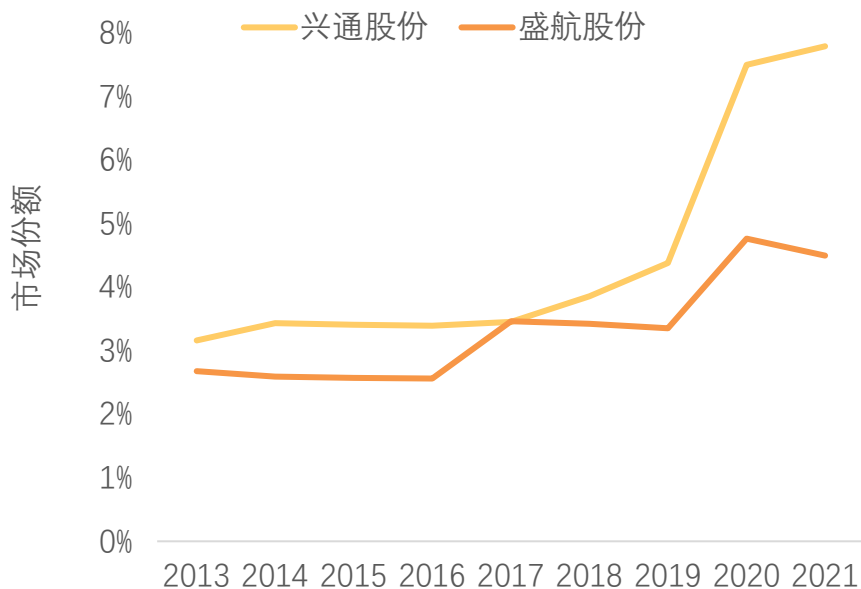
■ 盛航股份的利润率呈现上升趋势



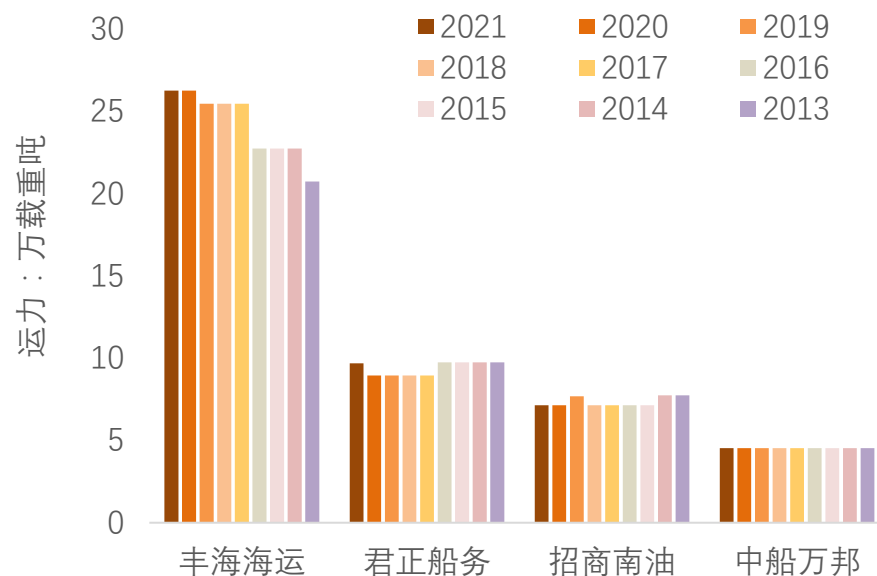
1.3 危化品航运龙头提份额、高增长

- 盛航股份和兴通股份的运力增长主要来自份额提升。
- 其他头部公司的运力规模比较稳定，中小型公司普遍增速较慢。
- 丰海海运破产重整，业务处于调整期。

■ 运力增长来自于市场份额提升



■ 其他头部公司运力规模比较稳定

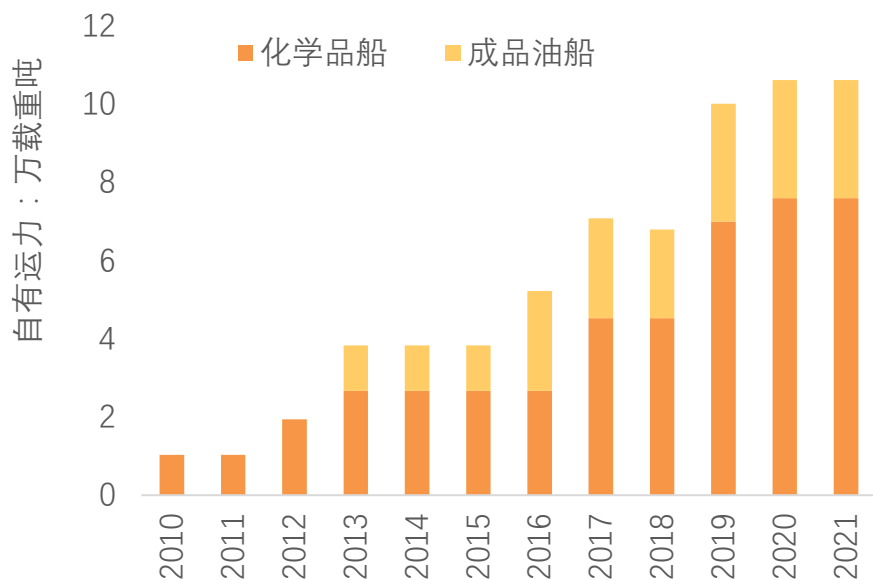


注：统计的是中国籍化学品船舶，丰海海运包括内贸和外贸化学品船

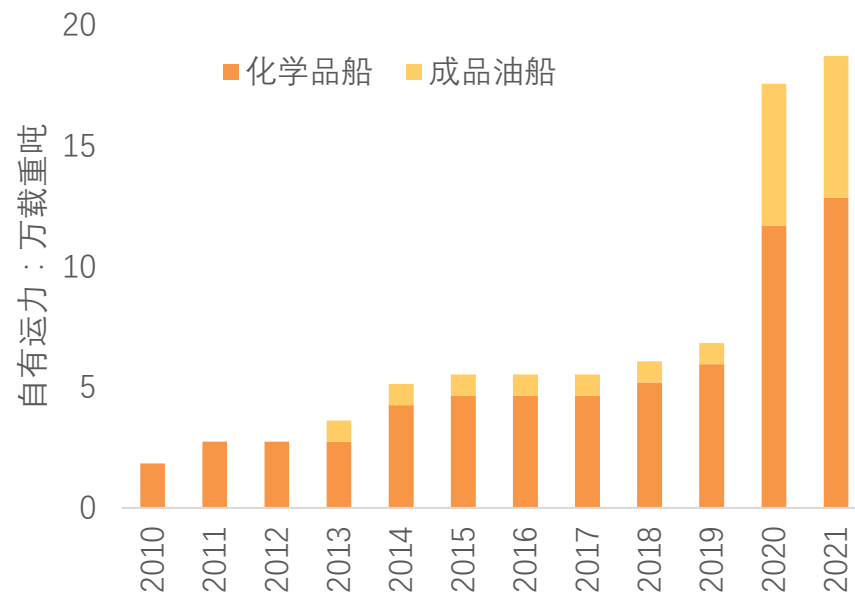
1.3 危化品航运龙头提份额、高增长

- 2010-20年，盛航股份和兴通股份的运力规模增长10倍，成为内贸危化品航运龙头。
- 未来盛航股份和兴通股份都有望通过购买二手船、申请新指标的方式实现高增长。

■ 盛航股份的运力稳步增长



■ 2020年兴通股份运力跳跃式增长

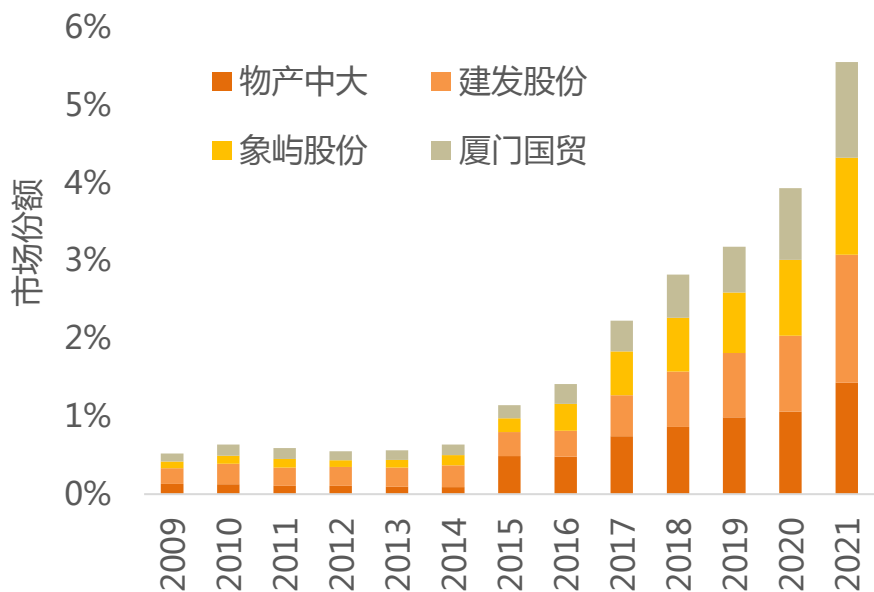


1.4 周期下行拖累部分物流板块增速

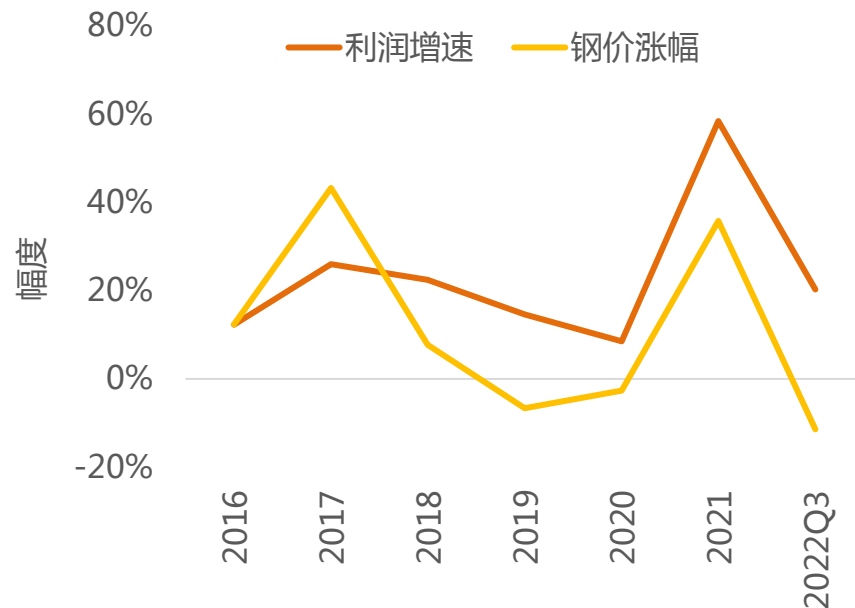
大宗供应链：

- 头部公司批量采购、融资成本、周转效率、风控水平等优势明显，市场份额持续提升。
- 2022年前三季度商品价格同比下跌，大宗供应链头部公司盈利增速下滑。

■ 四家头部大宗供应链企业的市场份额持续提升



■ 大宗供应链头部公司盈利增速随商品价格波动



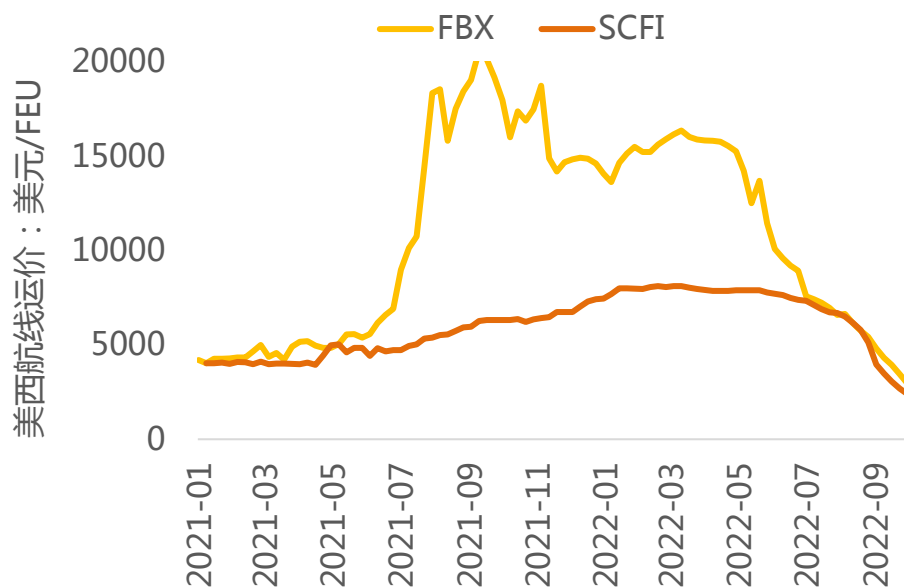
注：头部企业包括建发股份，厦门象屿，物产中大，浙商中拓。

1.4 周期下行拖累部分物流板块增速

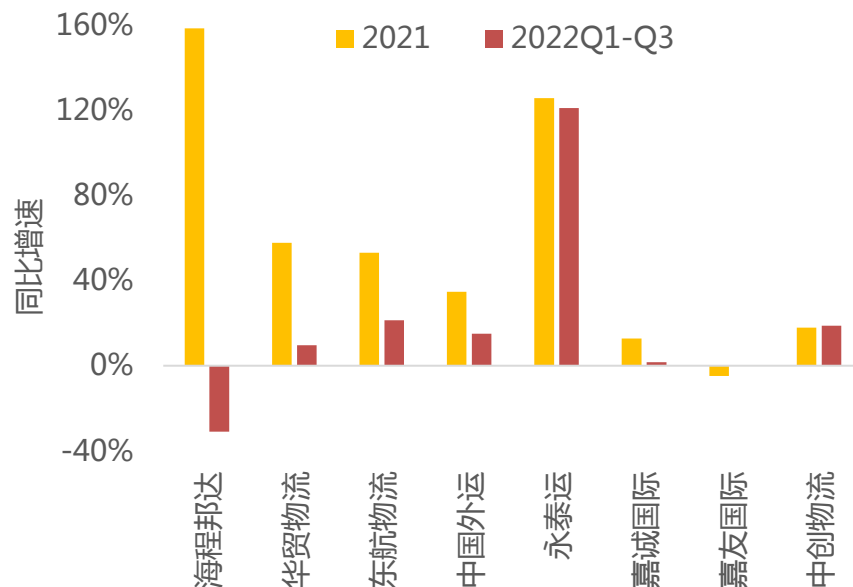
跨境物流

- 集运运价大幅下滑，货代公司的溢价收窄，服务价差空间也将收窄。
- 与运价高度相关的公司盈利增速明显下滑，而弱相关的公司盈利稳健增长。

■ 美西航线货代公司运价相对船公司运价的溢价消退



■ 22年前三季度部分跨境物流公司的归母净利润增速已经回落

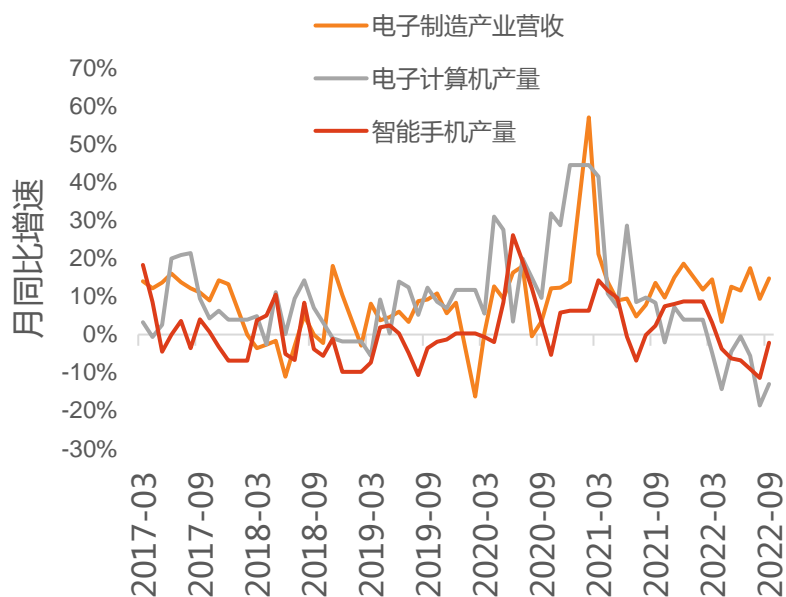


1.4 周期下行拖累部分物流板块增速

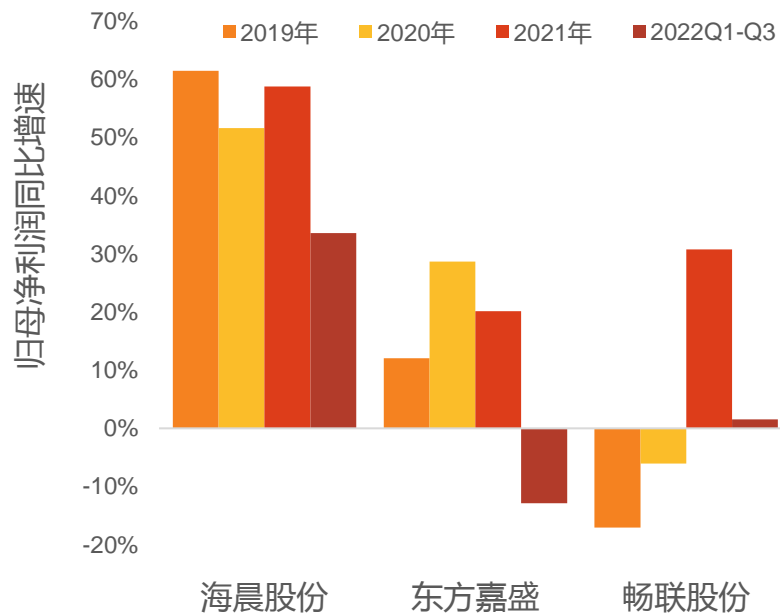
电子产业物流：

- 电子信息产业营收增速放缓，电脑、手机等销售增速放缓，物流需求增速下行。
- 电子信息产业物流上市公司的盈利增速随之放缓。

■ 疫情以来，电子制造产业营收增速放缓



■ 电子制造产业物流代表性上市公司业绩增速放缓



快递：布局后监管时代的 α ——精细管理与服务溢价

2.1 快递行业监管仍在持续推进

2.2 从义乌价格干预到全国提价

2.3 价格修复的进程取决于监管的不同情形与龙头竞争策略

2.4 顺丰控股：聚焦有质量的增长路径

2.1 快递行业监管仍在持续推进

- 行业监管的出发点旨在保障快递员权益及推进快递行业高质量发展。后续其他各省市的快递政策也均围绕着这一最终目标展开。各省市根据自身快递行业的具体情况，调整政策约束的重点方向。

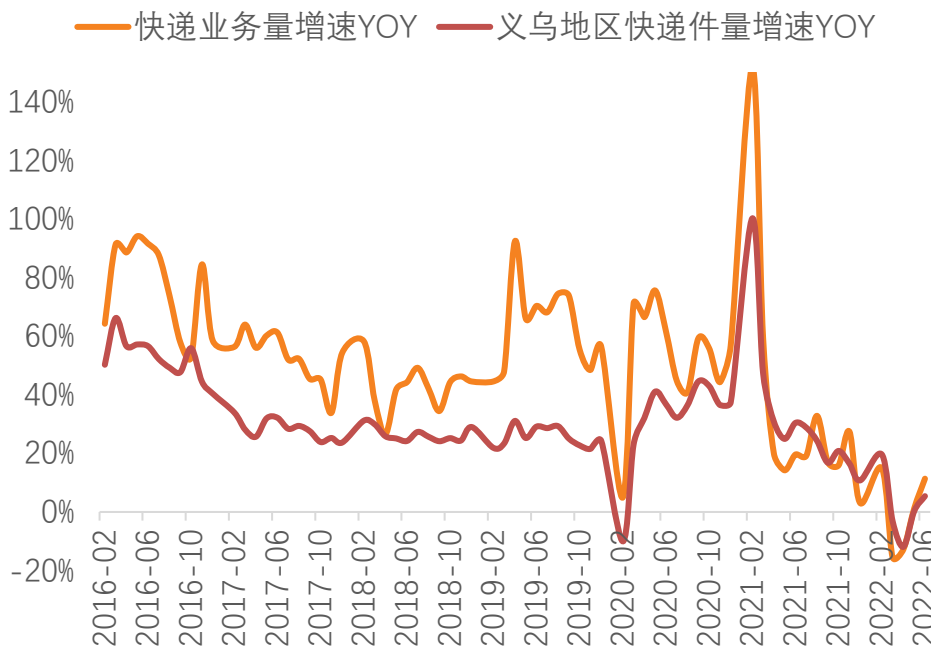
■ 2021年12月以来不同监管主体发布的快递监管政策（不完全梳理）

时间	发布主体	名称	具体内容
2021年12月29日	中国快递协会	《快递企业末端派费核算指引》	快递员派费应为“当地最低工资标准*倍数/（日派件数*26天），倍数应为2~3倍。
2022年1月7日	国家邮政局	《快递市场管理办法（修订草案）》	第二十七条 经营快递业务的企业及其从业人员，不得从事下列行为： ...（二）无正当理由以低于成本价格提供快递服务；
2022年3月1日	浙江省人民代表大会常务委员会	《浙江省快递业促进条例》	第三十六条 快递经营企业无正当理由不得低于成本价格提供快递服务 ...
2022年7月1日	福建省邮政管理局	《福建省邮政条例》	第五十条 设区的市快递行业协会应当组织当地快递企业，根据当地职工平均工资水平，结合快件收派人员正常劳动时间内平均派送数量、劳动强度等因素，对末端派费进行具体核算，确定最低派费标准，并建立动态调整机制。省快递行业协会应当进行指导。邮政管理部门应当会同相关部门进行督促

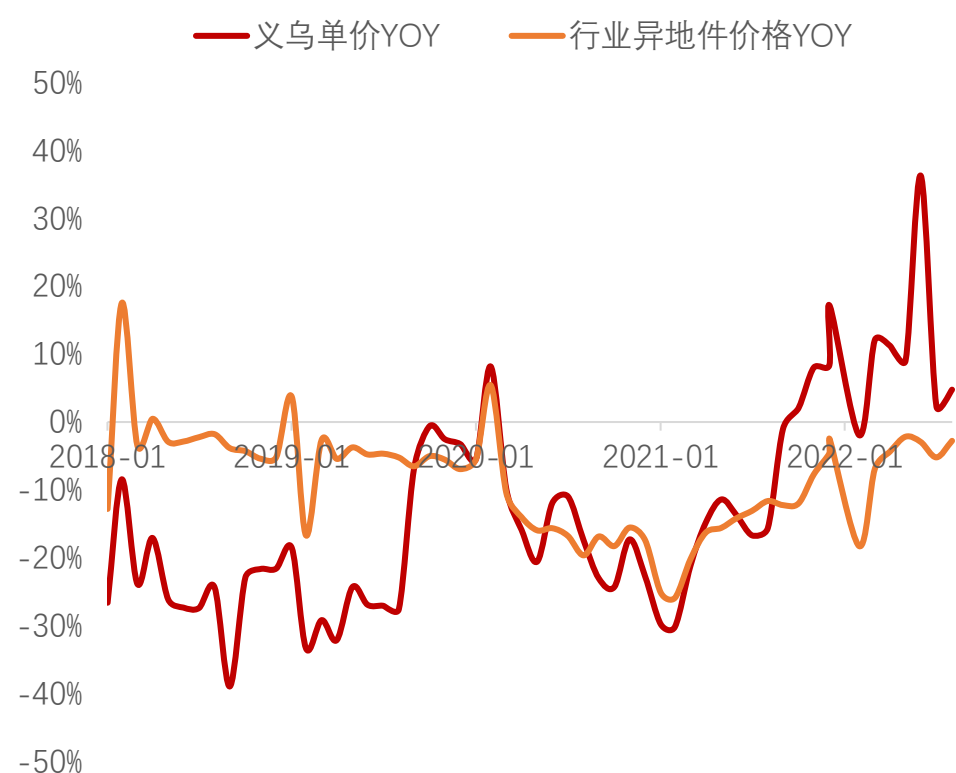
2.2 从义乌价格干预到全国提价

- 政策干预从义乌向全国扩散的路径演绎：义乌地区件量/价格管控→快递总部竞争策略调整→带动其他产粮区价格中枢抬升→行业均价抬升。对比21Q4和2022年义乌周边和广深等其他产粮区的量价表现，我们发现：21Q4，义乌地区持续提价，但其他产粮区并未跟进，行业均价跌幅收窄；今年以来，尽管义乌价格并未再提升，但其他产粮区价格修复，带动行业均价持续修复。

■ 义乌地区快递业务量增速与全国快递行业业务量增速情况



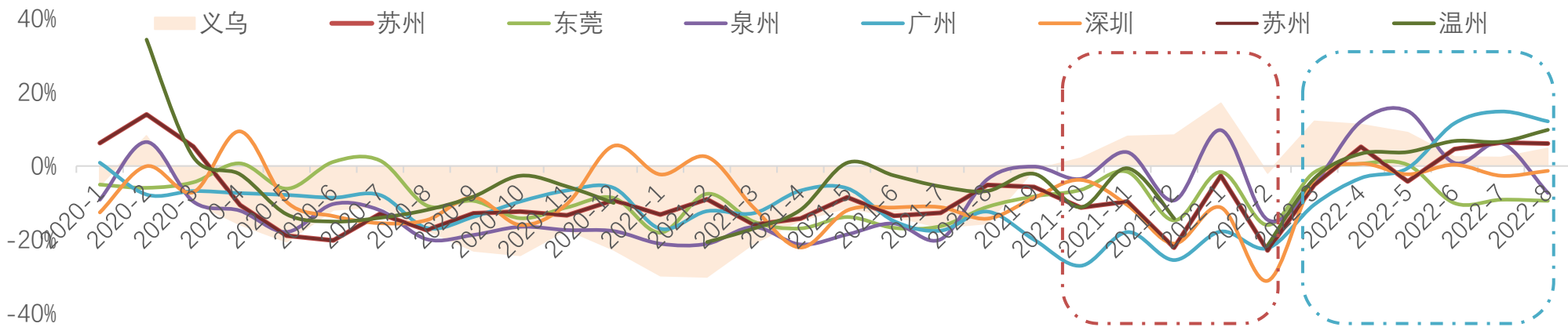
■ 义乌地区快递价格增速与快递行业异地件价格增速情况



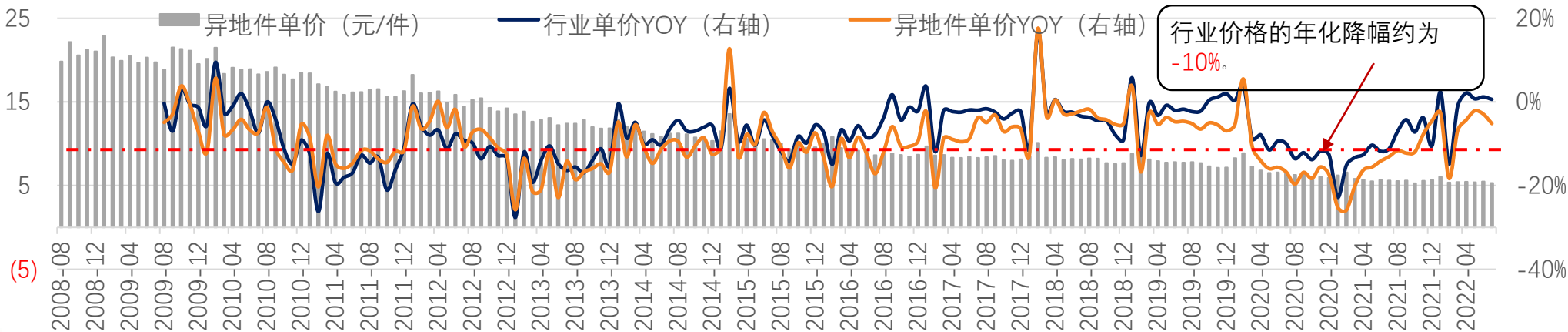
2.2 从义乌价格干预到全国提价

- 我们认为，今年以来从义乌地区到全国的价格修复，背后的驱动因素在于：（1）政策约束倒逼通达等电商快递公司总部维持量价平衡的竞争策略；（2）极兔与百世进行网络整合，激进的件量目标既不利于双网融合，也不契合监管约束下的经营发展基调。

主要的快递“产粮区”及义乌周边地区的单票价格变化情况



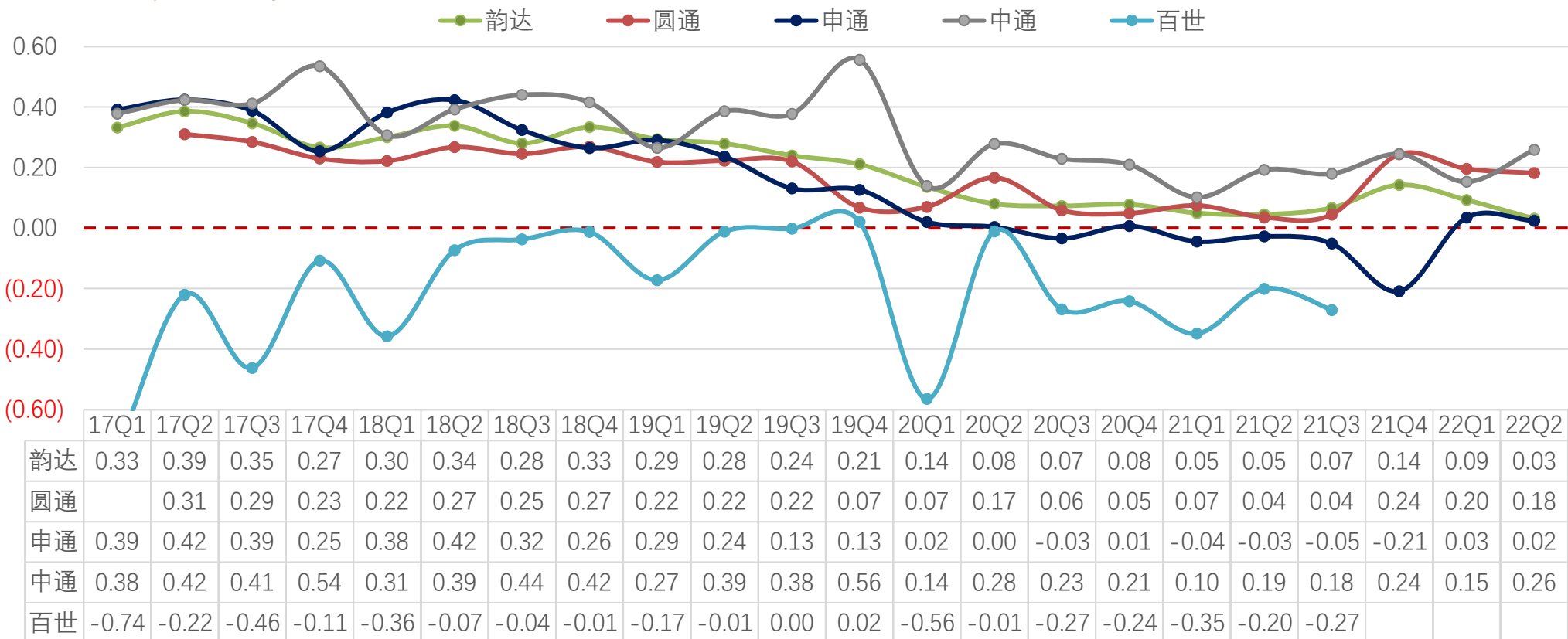
行业单价降幅与当下所处景气度区间



2.3 价格修复的进程取决于监管的不同情形与龙头竞争策略

- 政策强调“快递经营企业无正当理由不得低于成本价格提供快递服务”。由于加盟商议价权弱于总部，政策的约束边界一方面可参考极兔/百世、申通的盈亏平衡线（否则可能会触发大规模网点瘫痪或快递员权益问题）。
- 22Q2季度，申通单票盈利约为0.02元/票，略有盈利；Q2属于极兔和百世之间的网络整合期，同时极兔/百世的资产均主要通过租赁/外包的方式，单票成本大概率高于申通，盈利概率较小。

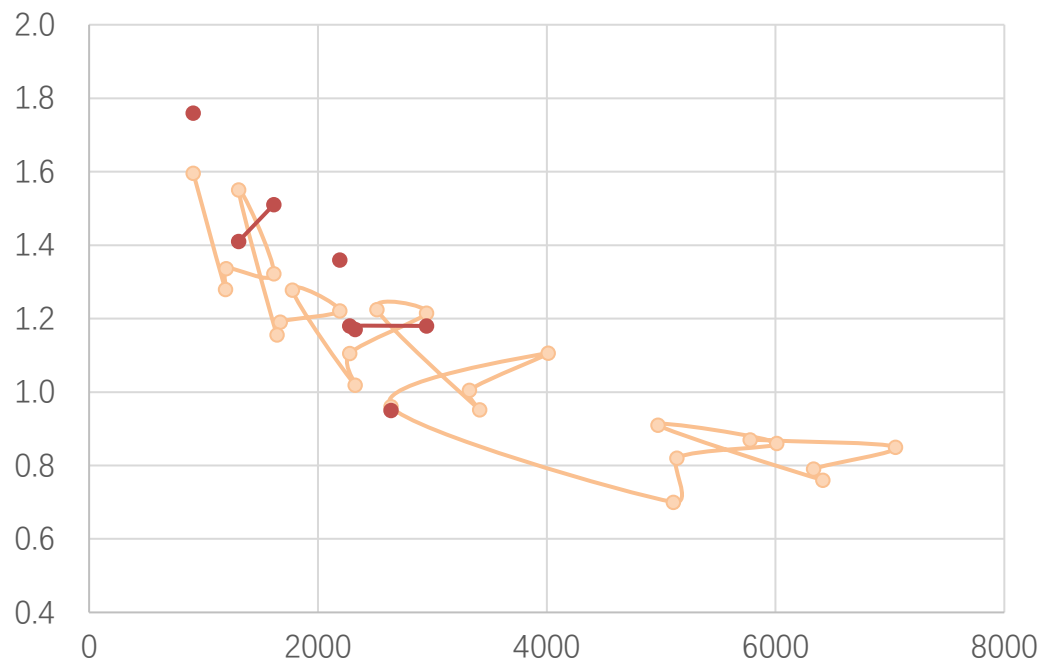
主要电商快递企业单票扣非净利情况（元/票）



2.3 价格修复的进程取决于监管的不同情形与龙头竞争策略

- 进一步推演：由于政策需要兼顾监督成本、不干涉企业正常经营秩序、保障快递员权益等多重目标约束，在同时触发“低于成本价又存在排挤竞争对手的敌意（扰乱市场竞争秩序）”的情况下，触发政策的严监管的概率更大（比如2020H2-2021Q3）。

- 中通与百世在相同的规模水平下，由于资产结构、管理等因素带来的干线成本差异



—○— 中通中转成本 (元/票) —●— 百世日均单量对应的中转成本 (元/票)

- 极兔的全链路成本测算 (模拟值)

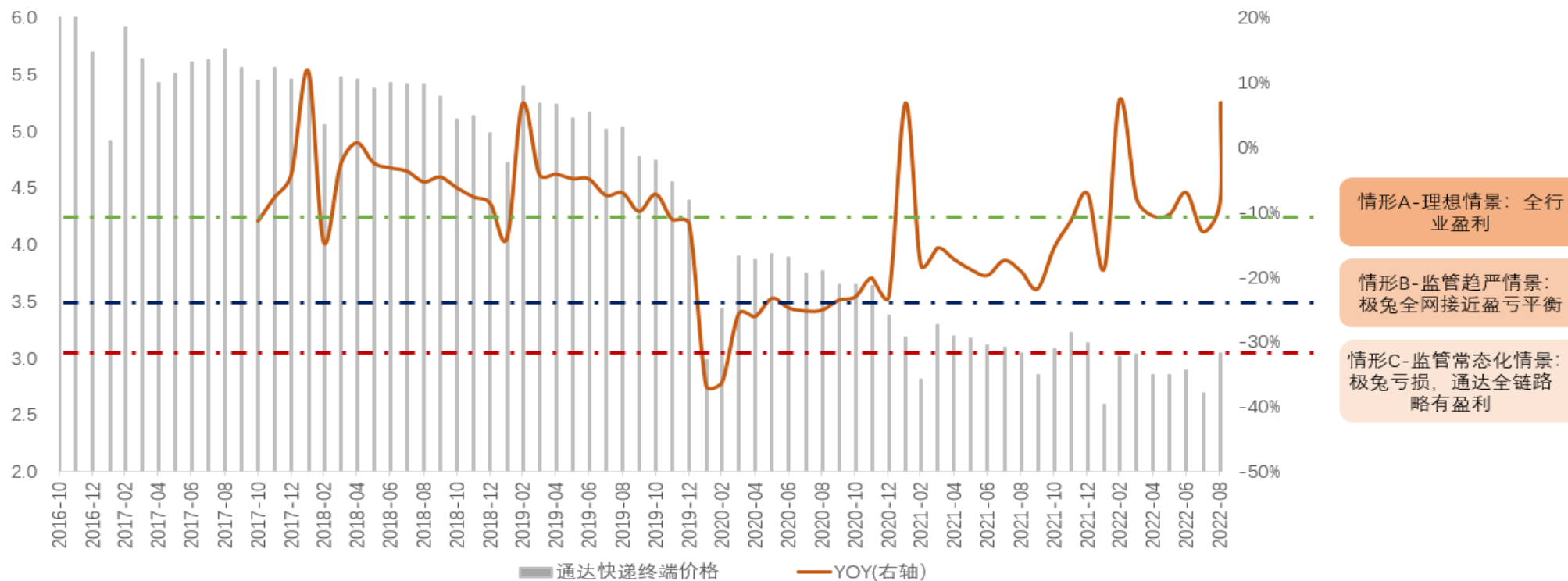


注：1. 虚线部分是极兔与通达的成本结构中差别较大的部分；2. 仅为测算中，与具体情况或有一定误差，供参考。

2.3 价格修复的进程亦取决于监管的不同情形与龙头竞争策略

- 最后，龙头公司竞争策略需同时满足符合监管理念、基于成本管控与服务溢价的前提下提高市占率的多重目标约束。
- 展望2023年，我们认为，行业提价的空间和幅度或明显弱于2022年，但监管约束下，行业进入壁垒大幅抬升；同时，后发者囿于监管约束、融资可持续性、资产投入要素的制约，或较难突围，竞争格局有望不断优化，行业将进入格局切换的关键时点。

■ 不同的单票价格情形下，对应的通达及极兔等加盟商快递公司全链路盈利情况



情形A-理想情景：全行业盈利

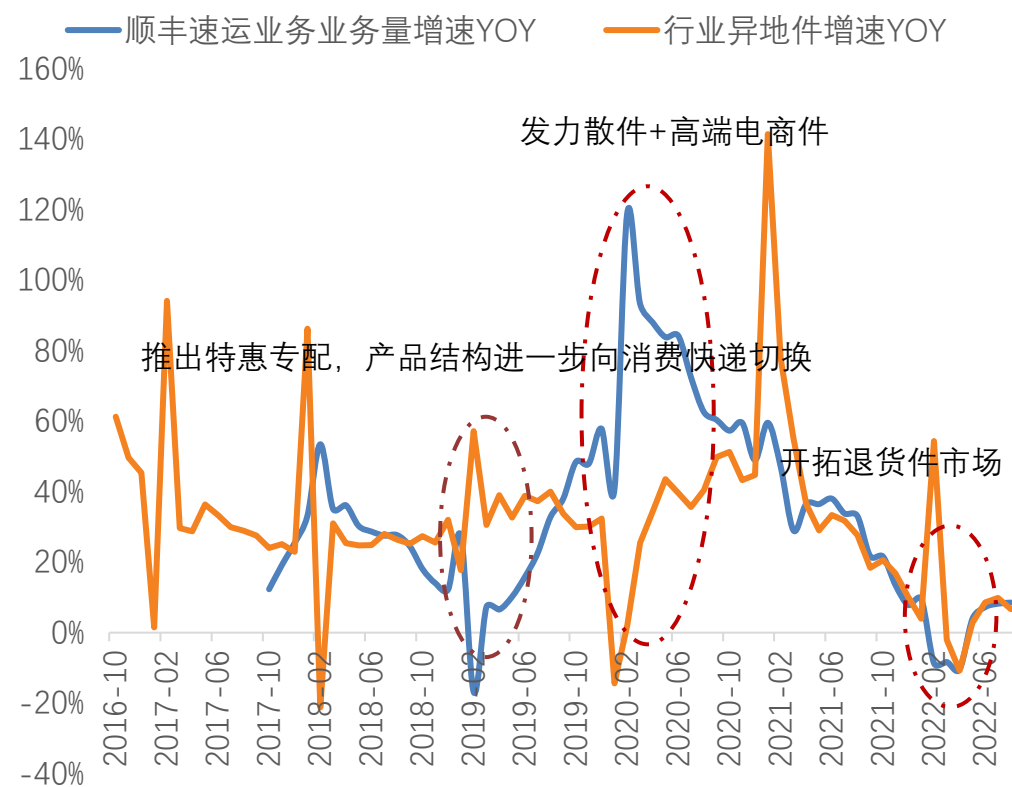
情形B-监管趋严情景：极兔全网接近盈亏平衡

情形C-监管常态化情景：极兔亏损，通达全链路略有盈利

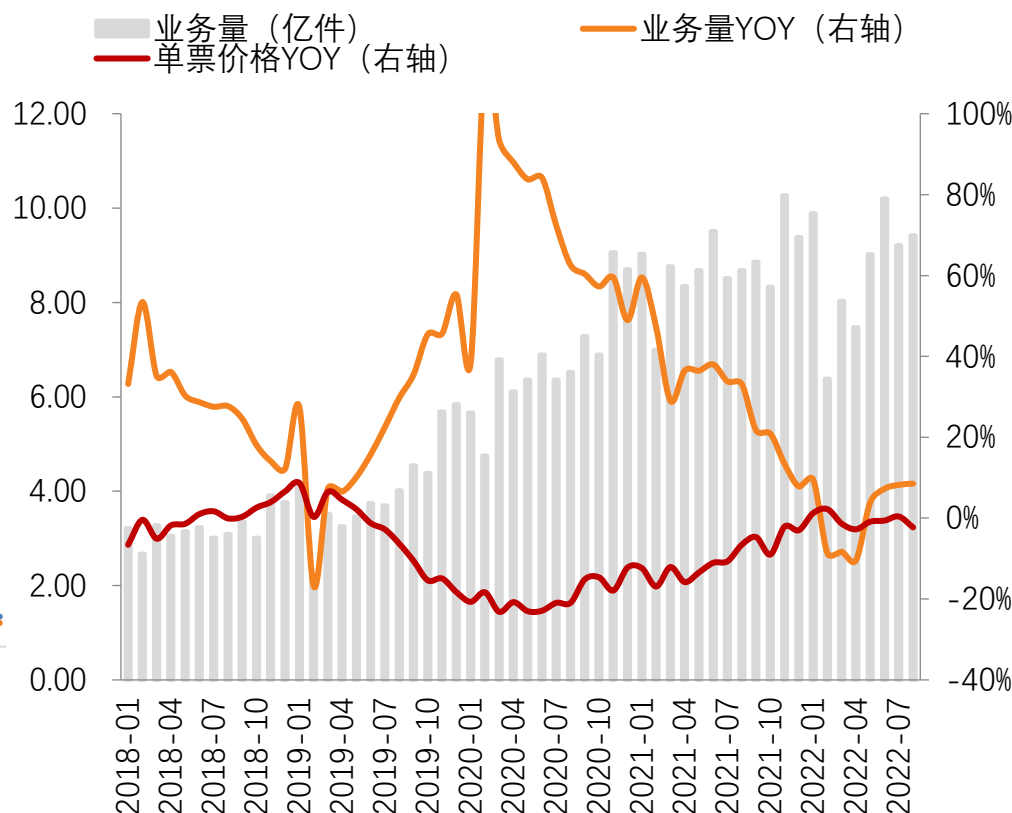
2.4 顺丰控股：聚焦有质量的增长路径

- 中国时效件的需求结构大致经历了“文件/商务信件→消费快递”的切换过程，这与美国B端制造业主导时效件快递需求的结构形成很大差异。2019年以来，企业端盈利下行以及发票/合同类产品需求增速下行。公司通过发力电商件，有效对冲文件类产品需求疲软的冲击。
- 2021H2以来，公司主动调优产品结构和客户结构，更加强调业务价值贡献及可持续的健康发展。

■ 顺丰业务量增速与行业异地件增速的相关性在提升



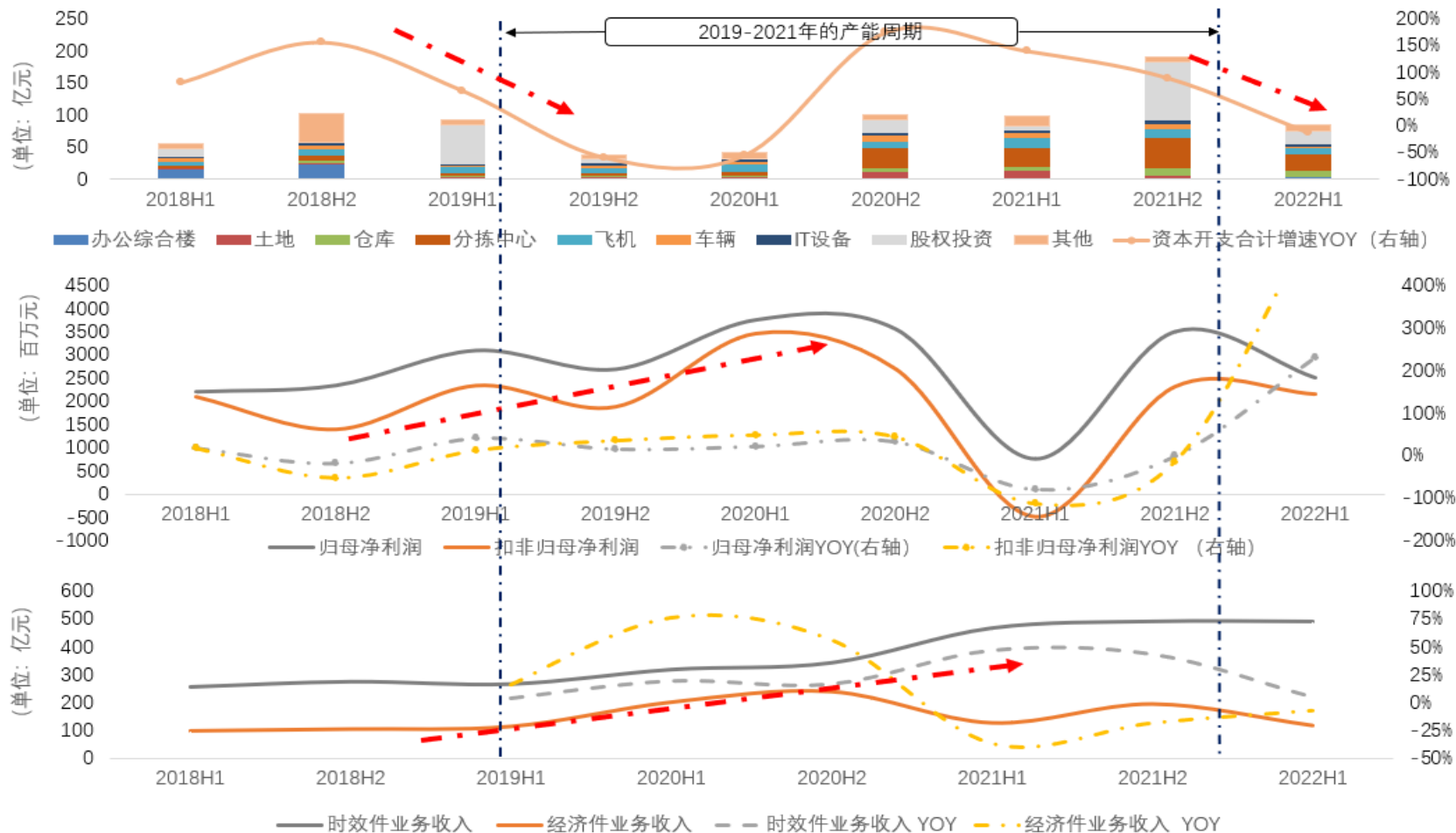
■ 顺丰业务量与单票价格增速情况



2.4 顺丰控股：聚焦有质量的增长路径

- 上一轮业绩高增长，源于公司2019年开始的资本开支增速下行（产能周期）与电商快递需求高增长的共振。
- 本轮业绩改善，将有望受益于需求端有效益的增长以及成本端降本增效、“多网融通”带来的效益改善。

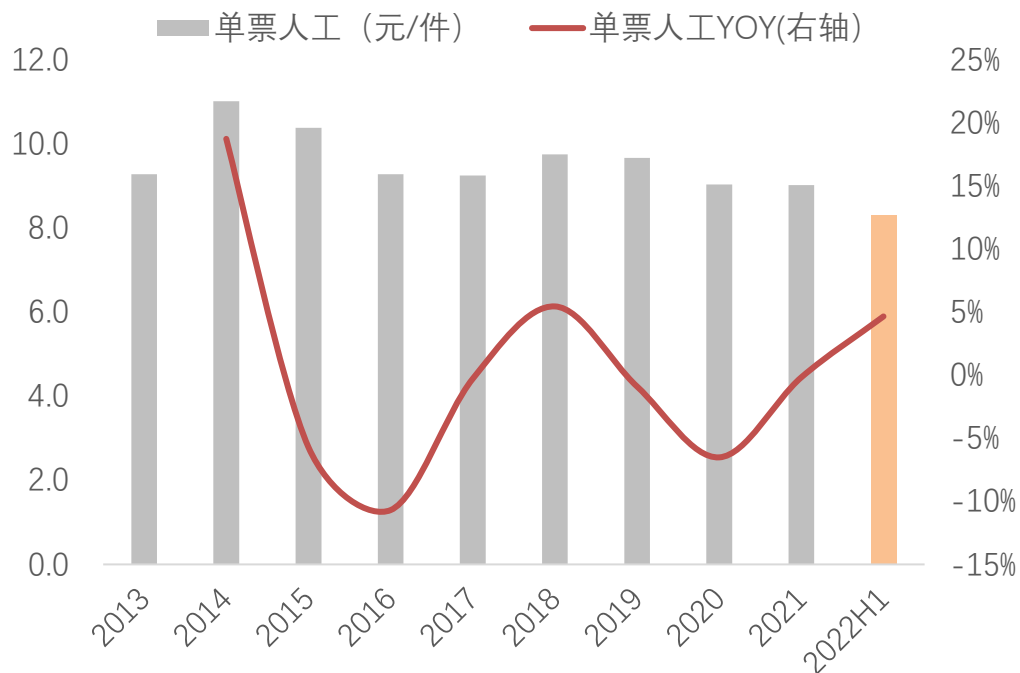
顺丰产能周期与相关经营数据



2.4 顺丰控股：聚焦有质量的增长路径

- 人力和运输成本合计约占公司总成本超70%，是影响公司成本的主要因素。今年上半年，疫情对网点揽收及人效都造成一定扰动，这掩盖了公司在成本方面的持续改善。
- 从日均派件量的增速情况来看，公司派送效率不断提升，并带动单票人工成本改善。2022H1，公司单票人工成本约为8.3元/票（含嘉里）。由于嘉里的成本结构中，人工成本占比约为9%左右，若剔除嘉里物流的影响，单票人工延续改善趋势。

■ 顺丰单票人工成本及其变化情况



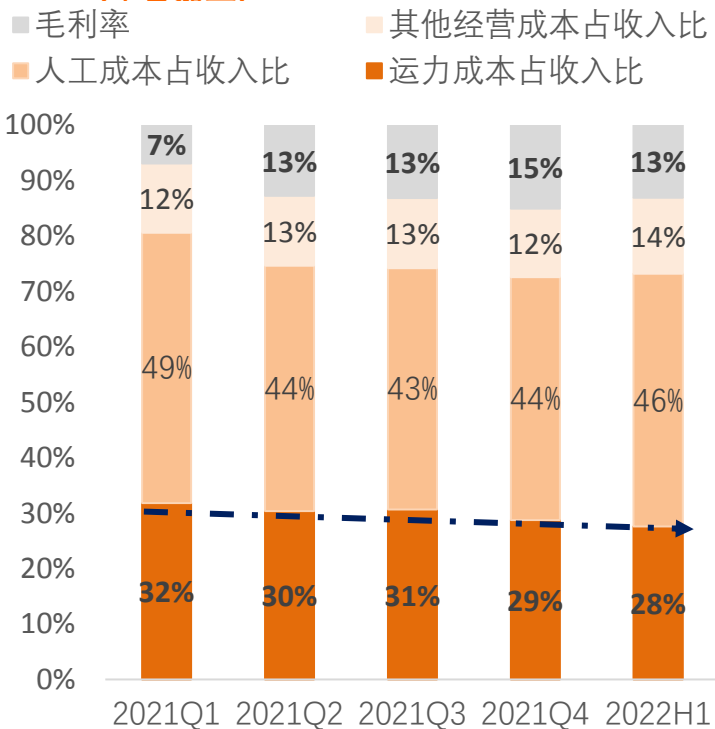
■ 顺丰控股日均派件量及其年化增速情况 (2019-2021)



2.4 顺丰控股：聚焦有质量的增长路径

- 运输成本：在剔除嘉里物流后（21Q4并表），运力成本占收入的比例持续降低。这主要源于：（1）公司深化大小件、直营与加盟的干支线路融通；（2）运力采购总部直管，优化线路外包与定价模式；（3）干支线装载率提升。
- 进一步考虑到，在干线运输成本中，燃油费占陆运运输成本的比例约为20%，占航空全货机成本的比例约为30-40%，今年上半年，航油成本约上涨超50%，汽油成本约上涨超10%，公司降本潜力仍被市场低估。

■ 顺丰成本费用结构及占收入的比例情况（不含嘉里）



■ 航空煤油进口到岸完税价格（元/吨）



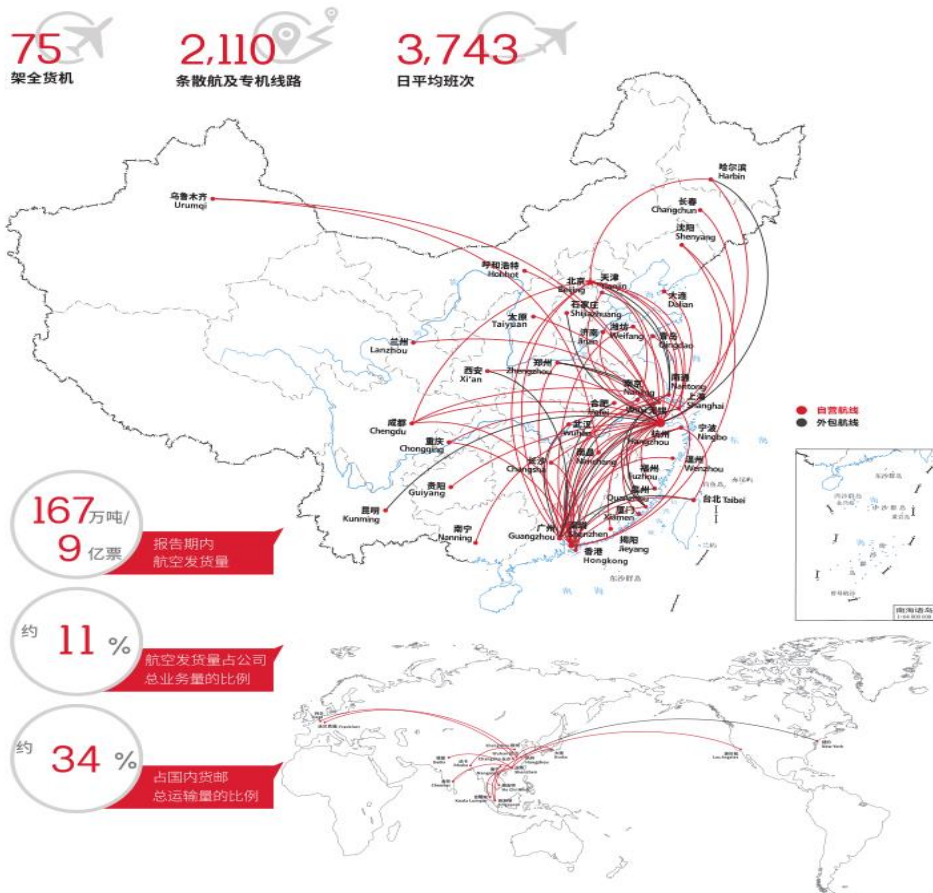
■ 受疫情影响，上半年公司全货机装载率回落



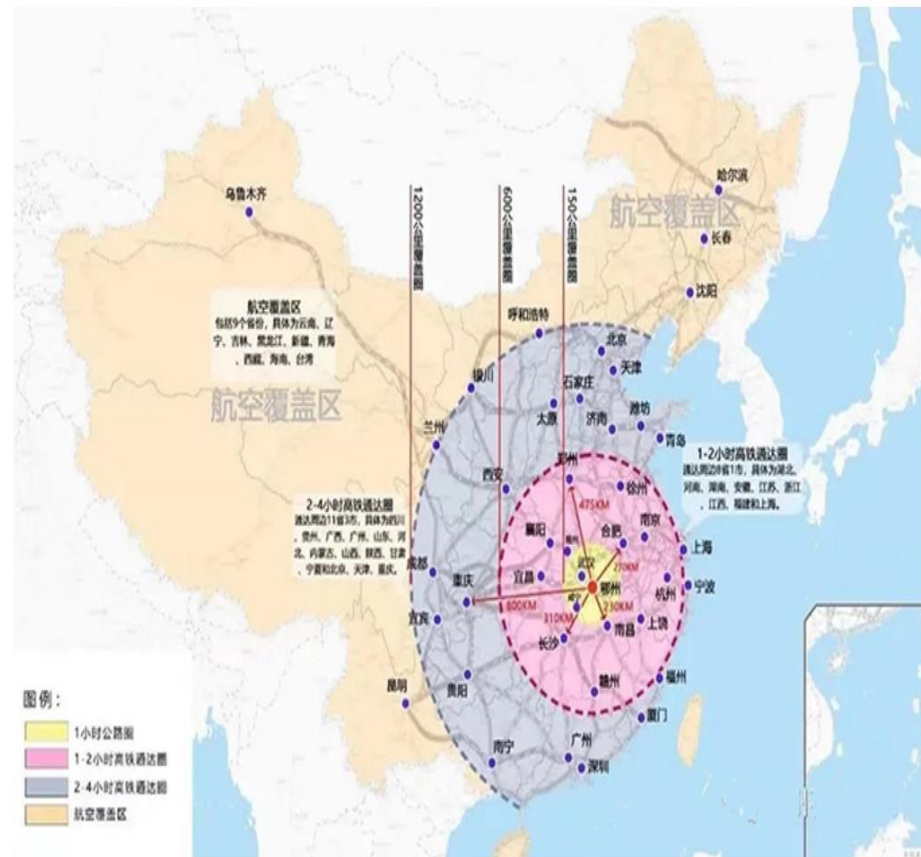
2.4 顺丰控股：聚焦有质量的增长路径

- 对于顺丰，鄂州机场的核心价值在于：（1）通过轴辐式网络将国内航空快递下沉至低线市场，提升装载率降低成本；（2）提高时效件覆盖密度，夯实主业护城河；（3）以鄂州机场为核心，构建全球航空网络，维护国家供应链安全。

顺丰航线网络覆盖情况（2020年）



鄂州机场航空航线网络（2025E）



航空机场：周期反转，迈向复苏

3.1 航空需求在波动中修复

3.2 美国：航空需求仍较强劲，国内客运量基本恢复

3.3 供需错配，航空盈利弹性大

3.4 航空投资：紧抓高 β ，兼顾 α

3.5 机场免税：合同变更乃全球共性

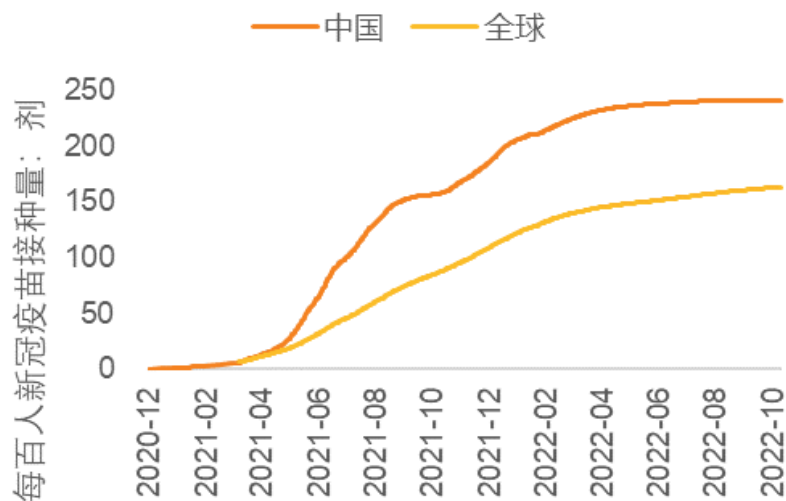
3.6 机场免税：渠道分流有限，成长空间广阔

3.7 上海机场：优质客流下，卫星厅开启免税新篇章

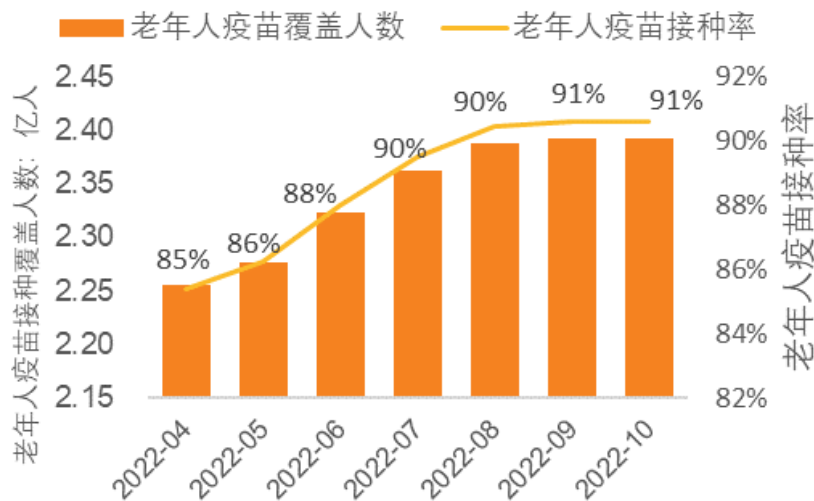
3.0 航空机场：周期反转，2023迈向复苏

- 全球疫苗接种率不断提高、新冠特效药推出，新冠病毒致死率逐渐下降
- 我国疫苗接种率居世界前列，特别是老年人口接种率持续提升，目前已超过90%
- 需求拐点或已临近：2023年国内疫情有望趋稳、客流恢复，国际航班加速恢复
- 航空供给约束：“十四五”飞机数量低增速、航空从业人员减少等
- 机场免税：国际客流回归趋势下，有望催化上下游议价权再平衡

■ 全球疫苗接种率不断提高



■ 我国老年人疫苗接种率超过90%



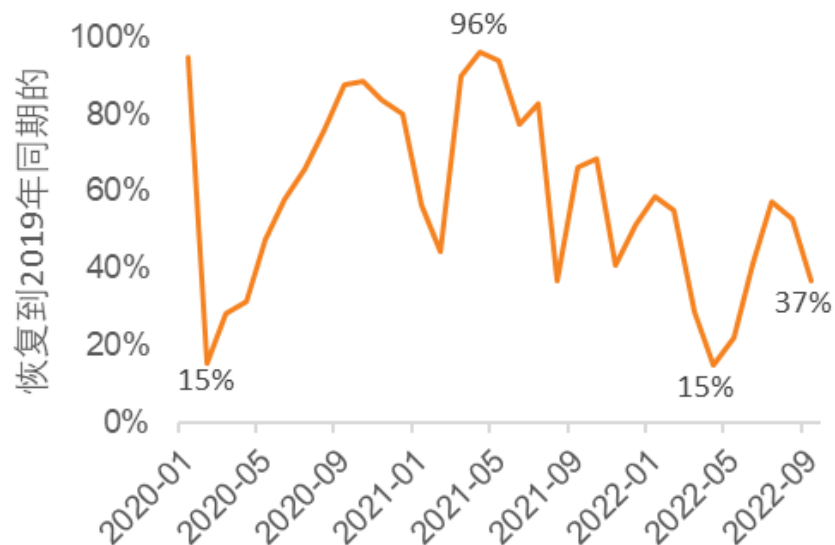
3.1 航空需求在波动中修复

- 2022年全国疫情间歇性有所反复，航空出行需求大幅减少
- 2022年4月客运量创疫情以来新低，随后民航客运量逐渐修复
- 2022年前三季度累计客运量恢复到2019年同期的41%

■ 三季度我国疫情有较大规模反复



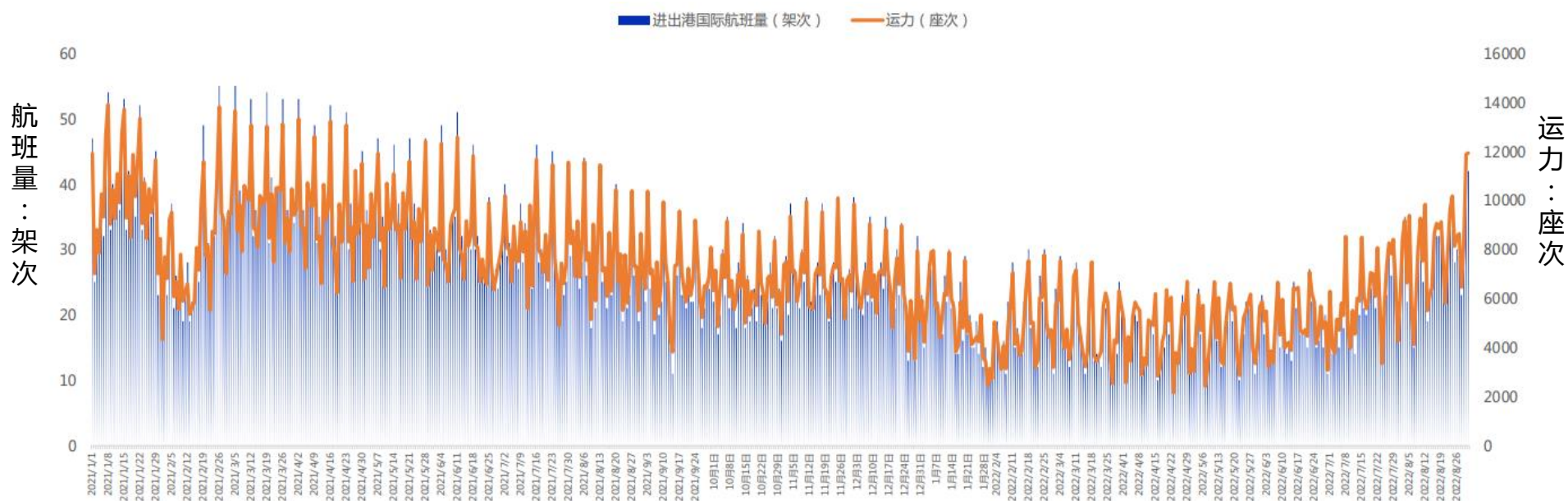
■ 2022年我国民航客运量恢复受疫情影响较大



3.1 航空需求在波动中修复：国际航班正在恢复

- 5月国常会要求有序增加国际航班
- 国际航班“五个一”政策有所突破、熔断政策放松、入境人员隔离时间缩短（“14+7” → “7+3”）
- 国际和港澳台航班量恢复到2019年同期的6.8%（2022年10月25日）
- 当前国际航班量继续环比增加，冬春航季计划国际航班量为疫情以来最高

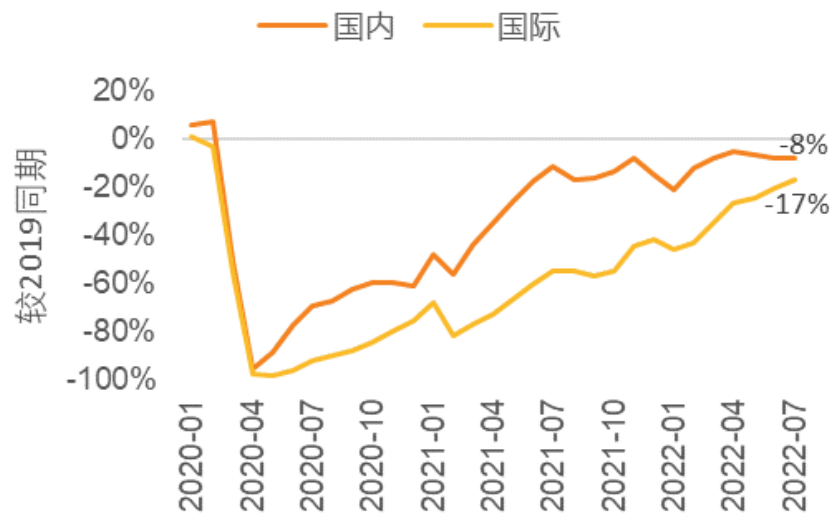
国内航司国际航班量环比增速较快



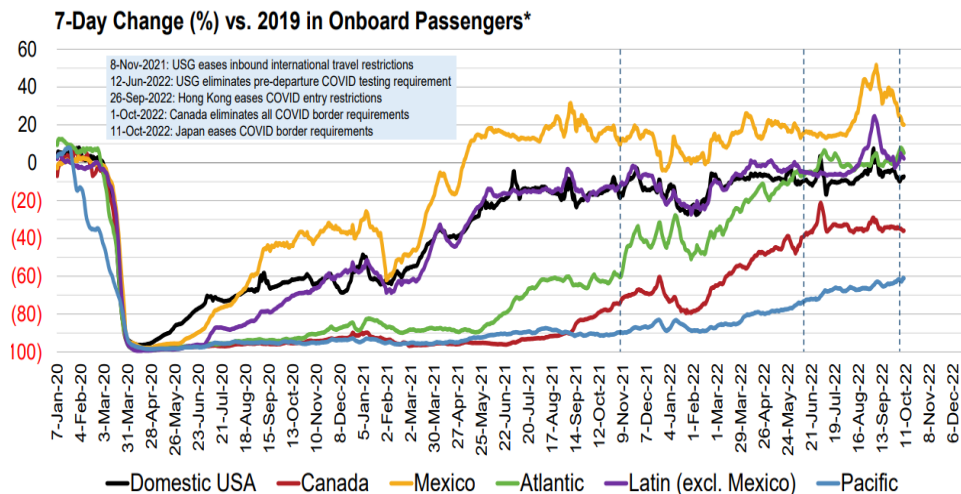
3.2 美国：航空需求仍较强劲，国内客运量基本恢复

- 美国民航客运量：国内恢复到19年9成以上，国际超8成（截至2022年7月）
- 美国-加拿大、跨太平洋航线恢复程度较低，拖累美国客运量进一步恢复
- 加拿大、日本、中国香港近期都较大程度放松了入境限制政策，我们预计10月起美国国际客流将较大幅度进一步恢复

■ 较2019年，美国国内民航客运量基本恢复，国际恢复8成



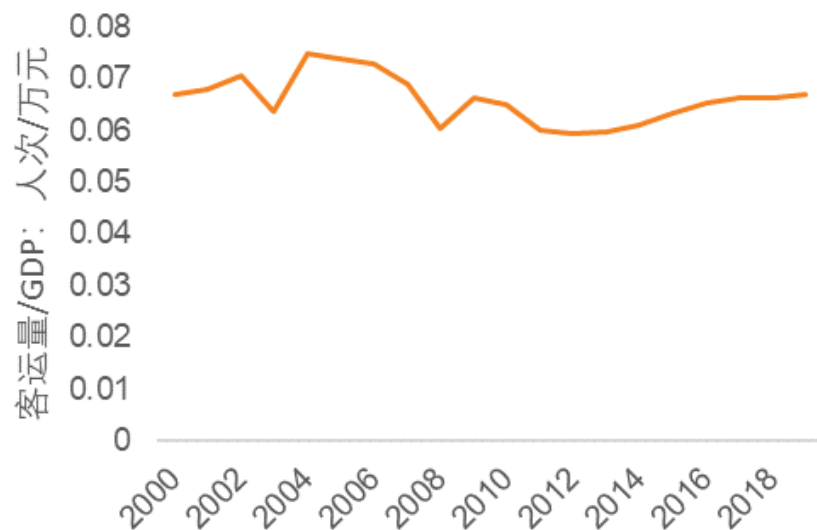
■ 跨太平洋航线拖累美国客运量进一步恢复



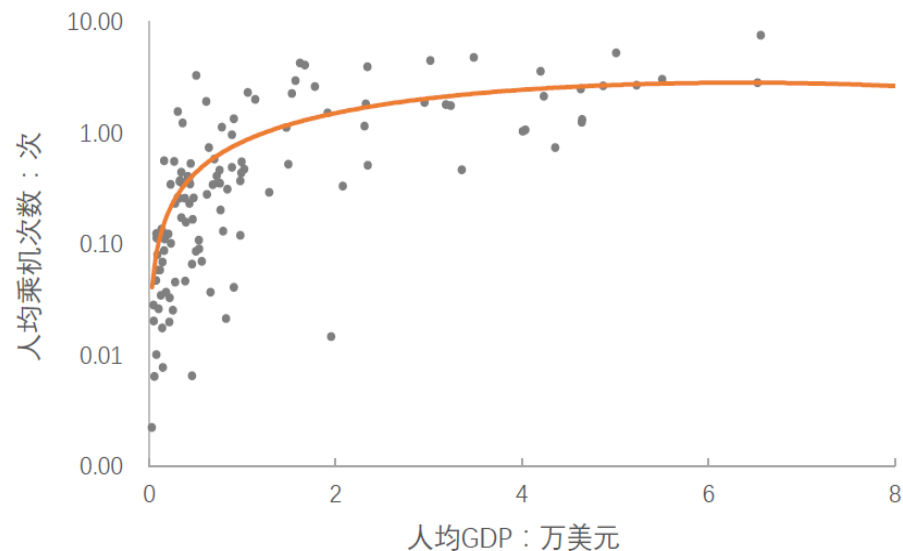
3.3 供需错配，航空盈利弹性大：长期潜在需求高增长

- 航空需求与经济发展水平密切相关，民航客运量与GDP的比值较为稳定，二者增速接近
- 人均乘机次数随人均收入（人均GDP）而增长
- 随着GDP增长，航空潜在需求仍将保持较快增长，我们预计“十四五”期间客运量年均增速约为7%

■ 民航客运量与GDP的比值较为稳定



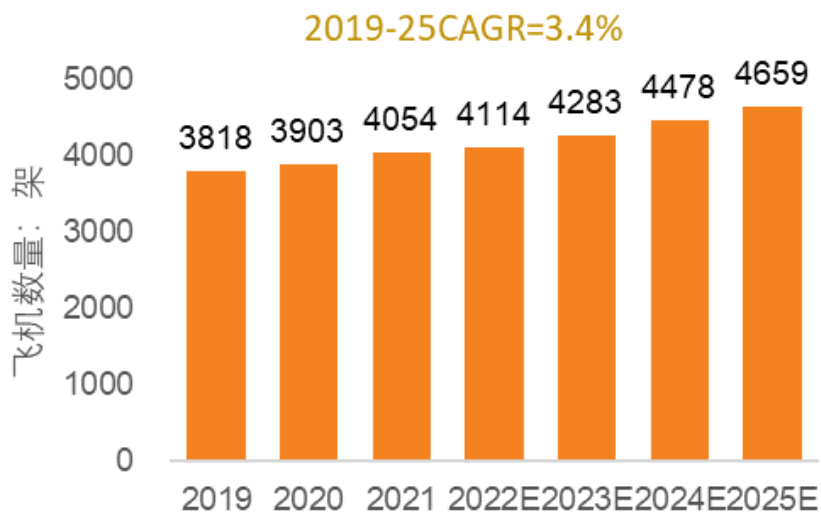
■ 人均乘机次数随人均GDP的增长而增加（2019年）



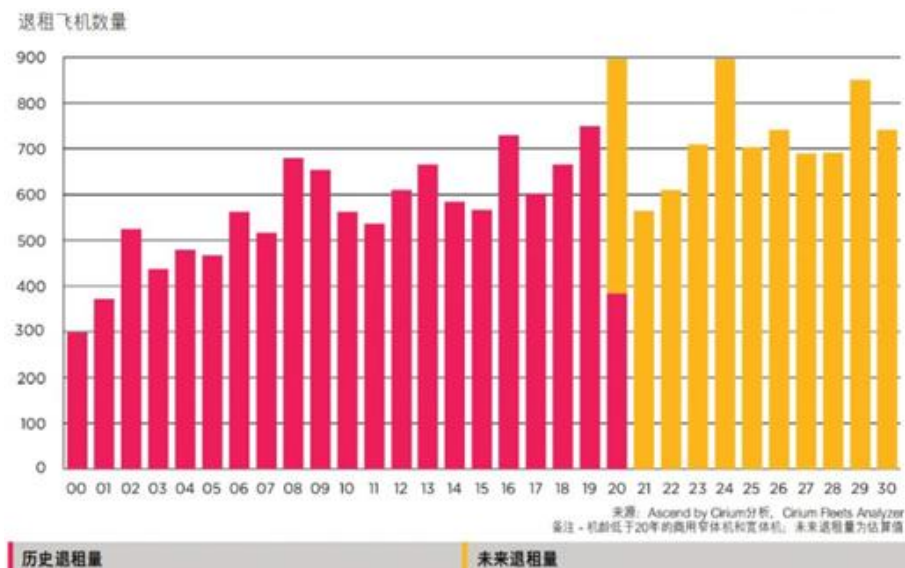
3.3 供需错配，航空盈利弹性大：供给低增长，或超预期

- 飞机数量是影响航空供给的最核心因素
- “十四五”期间中国飞机数量增速大幅降低（我们预计19-25年年化增速3.4%）：疫情导致航司引进意愿低、飞机制造商产能紧张、退出飞机数量可能达到历史高峰
- 航空从业人员短缺或是额外的供给约束：疫情以来机长数量减少1%，机务人员减少14%
- 其他削弱供给的超预期X因素：MAX复飞时间继续推迟、空客产能恢复不达预期、国产飞机交付量提速缓慢、国际关系恶化导致飞机引进减少

■ “十四五”中国飞机数量增速将大幅放缓



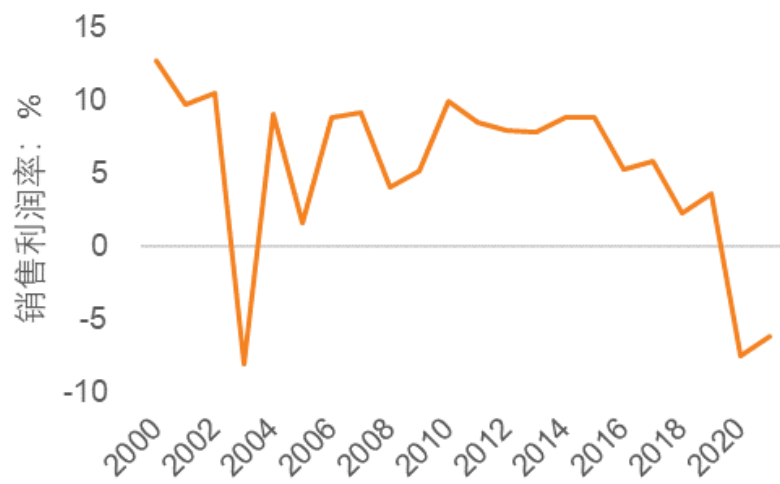
■ 2023-2025年退租飞机数量持续或处于高位



3.3 供需错配，航空盈利弹性大

- 供需错配会导致航空公司飞机利用率提高、客座率上升，票价上涨，盈利有望大幅增长
- 票价市场化继续推进，为需求复苏后的票价提升打开空间，进一步加大盈利弹性
- 航空业利润率波动大，意味着盈利弹性大
- 疫后需求或将快速反弹、航空供给低增长，上市航司疫后盈利有望创新高，且可能保持连续多年的高盈利

■ 中国民航业销售利润率波动大



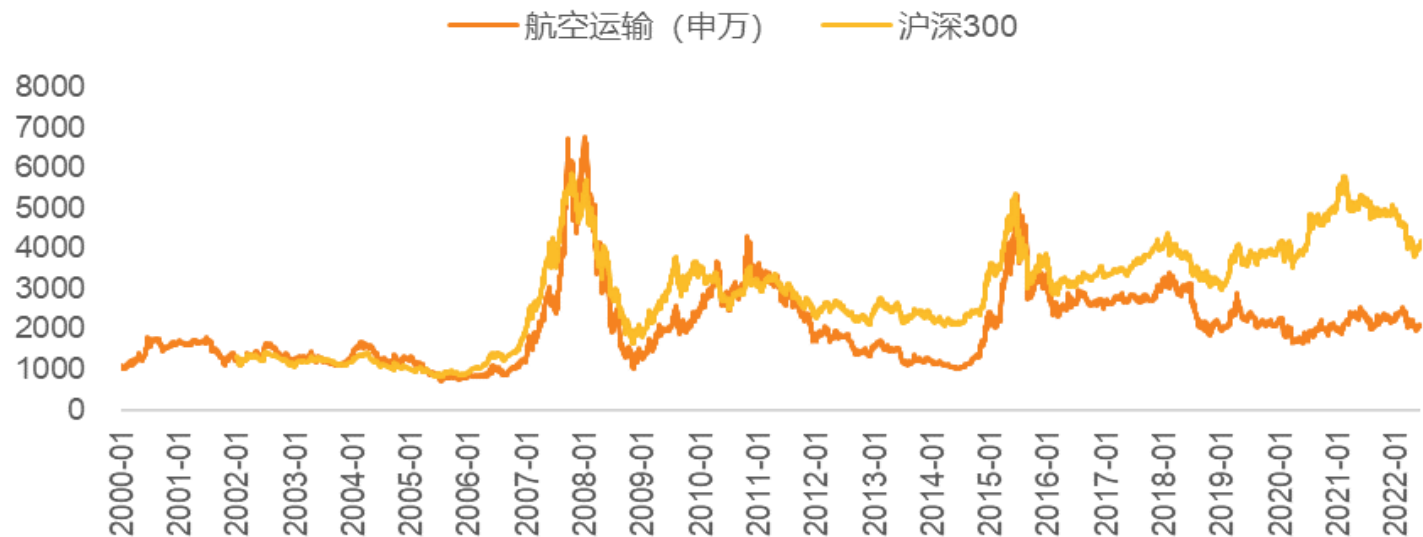
■ 08年金融危机后，国航保持连续多年高盈利



3.4 航空投资：紧抓高 β ，兼顾 α

- 从历史来看，航空业具有强 β 属性，股价随大盘波动，但较沪深300有明显超额收益

航空指数随大盘波动



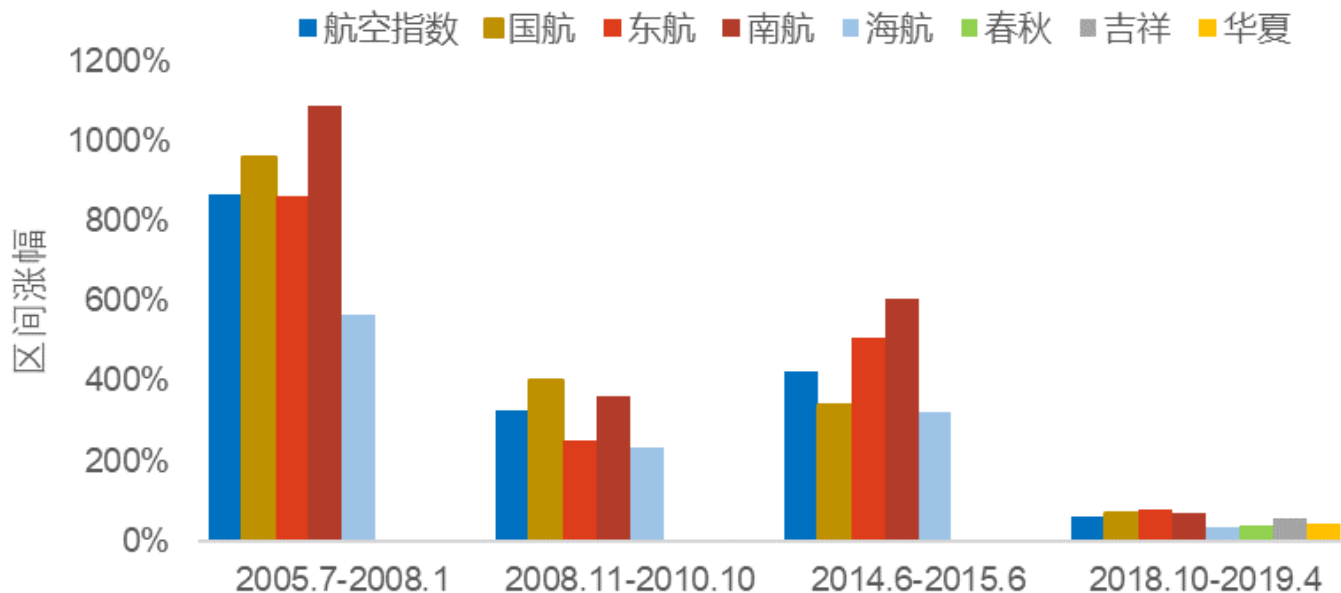
航空指数较沪深300弹性更大

	2005.7- 2008.1	2008.1- 2008.11	2008.11- 2010.10	2010.10- 2014.6	2014.6- 2015.6	2015.6- 2018.10	2018.10- 2019.4
航空指数	886%	-85%	327%	-76%	423%	-66%	59%
沪深 300	553%	-69%	110%	-39%	129%	-38%	33%
超额收益	312%	-16%	217%	-38%	294%	-28%	25%

3.4 航空投资：紧抓高 β ，兼顾 α

- 历次航空股上行大周期中，三大航股价弹性更大
- 三大航盈利高弹性：时刻、航线优质，公商务旅客占比高，票价弹性更大
- 小航司优势：国内业务占比高，疫后复苏节奏国内航线或快于国际，业绩兑现更快

■ 航空牛市中，三大航股价涨幅基本跑赢航空指数



3.5 机场免税：合同变更乃全球共性

● 全球各大机场都对免税合同进行了不同形式上的变更，疫情对免税消费造成的影响，由免税运营商和机场等共同承担。

■ 疫情后，全球不同机场的合同变更情况（不完全统计）

地区	颁布时间	具体政策	2021年特许权收入及增速（较2019年）
韩国仁川机场	2020年3月	所有企业：2020年3月-5月，提供3个月的付款宽限期；暂停营业的中小企业，免除租金。	
	2020年4月	小型企业：基本租金 50% 的折扣；大型企业：2020年3月-8月，提供租金 20% 的折扣（并且需放弃前合同中2021年客运量下降的租金折扣）。	
	2020年6月	2020年3月起，提供6个月的付款宽限期，直至客运量恢复至2019年的60%； 小型企业：基本租金 75% 的折扣；大型企业：2020年3月-8月，提供租金 50% 的折扣； 当客运量下降40%-70%，恢复至4月政策。	
	2020年8月	保底租金转为销售扣点模式（分商品品类）； 2020年3月-8月的租金，再给予4个月的付款宽限期； 客运量60%阈值更新为80%； 国内航班暂停的机场，免除租金（以前只有中小企业享受，现扩大至大企业）。	
泰国机场集团	2020年4月	2020年4月1日-2021年12月31日，免除暂停营业商户的租金、航站楼和建筑服务费、固定特许权费；提供仍营业商户租金 50% 折扣，按照减半租金的15%征收航站楼和建筑服务费； 2020年2月-12月的特许权费可提供6个月的付款宽限期； 对于2月19日前签订合同的特许权经营人，如果后续年度的客流量低于2019年，则扣点率/租金以2019年的标准来；如果客流高于2019年，则MAG以客流增长率为基准重新计算。	
	2020年7月	2020年2月-7月的特许权费可提供12个月的付款宽限期，2020年8月-12月保持6个月。	
	2020年7月	合同开始日期延后1年至2022年4月；合同期限延长一年至2032年； 当实际客流超过招标预计客流，才支付MAG，现以销售收入扣点支付租金。	
	2021年11月	救济期延长至2022年3月31日； 2020年2月-7月的特许权费可提供23个月的付款宽限期；2020年8月-12月的特许权费可提供17个月的付款宽限期。	
	2019年10月	提供定额租金 20% 的折扣。	
中国香港国际机场	2020年3月	商铺及食肆3月至5月的租金提供70%的折扣，6月提供50%的折扣。	0.08亿美元，-99%
	2020年3月	对暂停营业的租户免除租金，仍在营业的租户免除底租，延续至今。	
新加坡樟宜机场	2020年2月	2020年2月-8月，提供基本租金 50% 的折扣；从2020.03.24-05.24，免除T4特许权租金；	2.58亿美元，-77%
	2020年4月	T2/T4自2020.5.1/5.16起暂停运营，对于暂停运营的特许经营商面免除租金。	
美国洛杉矶机场	2020年4月	2020年4月-6月，取消MAG，支付合同中规定的百分比租金； 租金可在2020年7月-12月分期支付。	0.56亿美元，-33%

3.6 机场免税：渠道分流有限，成长空间广阔

- 从产品的角度看，免税店覆盖的中高端香化产品范围更广，而在低端香化产品上，天猫国际则具有明显优势；
- 从价格维度上来看，免税店的香化客单价会更高，与产品线布局匹配，同时在相同产品上，免税店则更具有价格优势；
- 免税店是消费回流更具目的性的工具，定位奢侈品与中产阶级及以上的出入境客群。

■ 免税店与跨境电商的税收成本与产品价格比较（以报关价1000元的高档化妆品测算）

渠道	销售方式	纳税模式	关税	消费税	增值税	税合计
奢侈品商场	柜台销售	一般跨境贸易	10%	15%	13%	462
跨境电商	保税仓	跨境电商	限额以内0%	15%×0.7	13%×0.7	232
	跨境电商直邮	跨境电商综合税				
免税店	个人物品直邮	行邮税	行邮税50%（税费50元以内免征）			500
	免税店模式	行邮税	限额以内0%			0

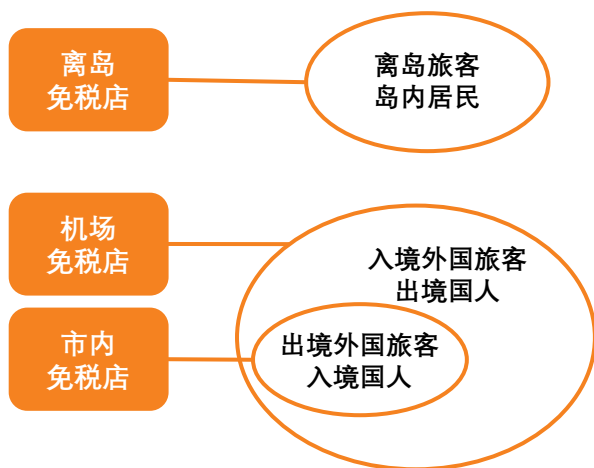
cdf海南面霜top15	cdf海南免税	天猫国际	天猫国际面霜top15	cdf海南免税	天猫国际
兰蔻雪花霜50ml	453	815	珂润40g	无	119
蒂佳婷素颜霜50ml	245	109	科颜氏高保湿125/50ml	307	297
科颜氏高保湿125/50ml	307	297	雅顿75ml	135	99
兰蔻黑金50ml	2477	无	娇韵诗补水50ml	无	170
兰蔻菁纯60ml（轻盈）	1908	2475	急救美人	无	119
理肤泉B5	104	149	理肤泉B5	104	149
赫莲娜黑绷带50ml	2349	3230	兰蔻果冻凝霜50ml	439	590
资生堂百优75/50ml	616	563	olay50g	无	79
雅诗兰黛智妍75ml	796	无	兰蔻雪花霜50ml	453	815
兰蔻菁纯60ml（滋润）	1312	1400	欧莱雅男士50ml	80	68
lamer15ml	685	无	赫莲娜黑绷带50ml	2349	3230
sk2（100/80ml）	1150	689	露得清40g	无	89
芭比波朗 50ml	439	无	资生堂水之印50g保湿	无	99
科颜氏净致50ml	488	无	资生堂水之印51g抗老	无	109
阿玛尼黑钥匙50ml	2008	无	sk2（100/80ml）	1150	689
平均单价	1022				448

注：红字即价格/单价更便宜

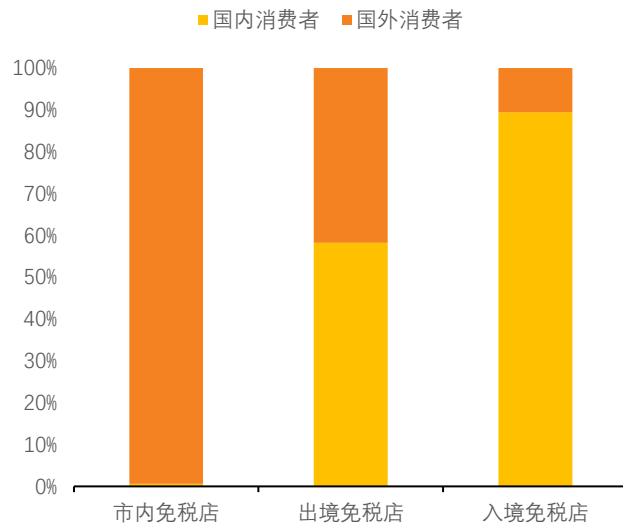
3.6 机场免税：渠道分流有限，成长空间广阔

- Vs离岛免税：相比于离岛免税，机场免税与离岛免税的目标客群不一致。离岛免税店的目标客群是离岛旅客及岛内居民，而机场免税店的目标客群是出入境旅客，对于代购一类的出入境人群，代购商品的价格是主要的驱动因素，离岛免税或对该部分群体有一定程度分流。
- Vs.市内免税：旅游业的繁荣是市内免税店占据主导的原因之一，韩国、泰国等国家的市内免税店的发展更贴近于将“免税”作为出境游的其中一环而存在，外国人在境内的消费就成为了市内店的主导力量。对比来看，国人消费回流是我国免税业中短期的主要增量，机场渠道凭借天然流量、绝佳消费场景是吸引出入境国人“顺便消费”的最佳回流渠道，市内店更多作为补充。

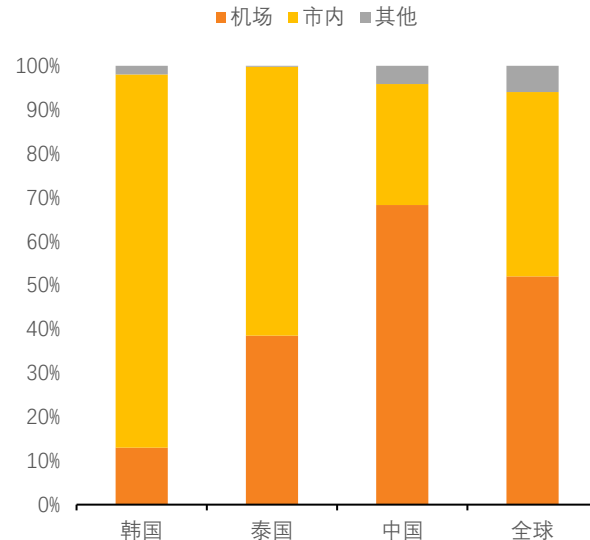
■ 离岛免税的目标客群不一致



■ 韩国内免税店对于国外消费者的渗透率更高 (2021年10月)



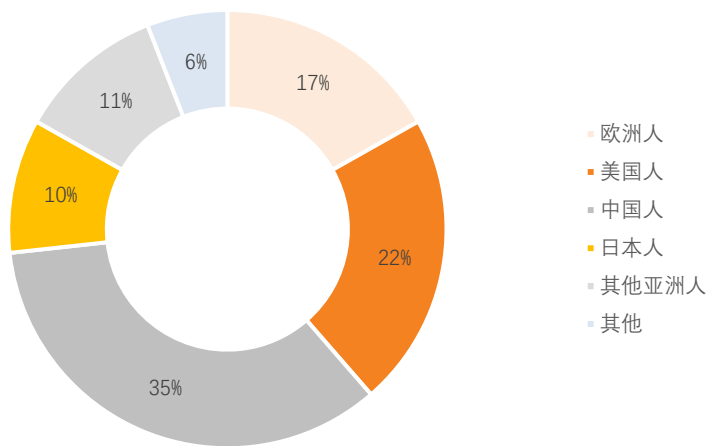
■ 旅游驱动的免税业，市内渠道占比会更高 (2019年)



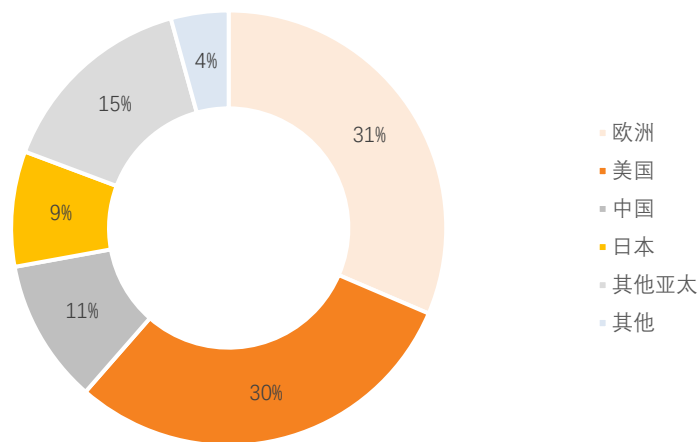
3.6 机场免税：渠道分流有限，成长空间广阔

- 2019年，中国消费者奢侈品消费规模为7659亿元，占全球规模的35%，但发生在中国的奢侈品消费场景只占全球的11%，即至少有69%的国人奢侈品消费场景是发生在国外的，国人在外购买的奢侈品规模至少有5315亿元；
- 长期来看，免税消费存在较大的回流空间，机场会受益于消费回流的长期趋势，支撑免税特许经营权收入，在非航业务侧保持收入弹性。

■ 奢侈品消费市场结构（按消费者国别，2019年）



■ 奢侈品消费市场结构（按地点，2019年）



3.6 机场免税：渠道分流有限，成长空间广阔

核心假设：

- 2019年，中国消费者免税消费同比增长10.45%，假设2019-2025年复合增速为10%，2025年中国消费者免税消费合计约4268亿元；
- 韩国：韩国免税香化产品占比超50%，其中40%是本土产品，假设本土产品消费仍在韩国，其他产品消费在2025年回流40%。经测算回流比例32%；其他亚太地区：消费回流比例为30%；欧美及其他地区：欧美地区的消费回流因为目标客群价格敏感度较低，而回流难度较大，2025年回流比例低于其他地区为20%。（按照2019年中国消费者在各国的免税消费结构，加之回流比例的假设，测算2025年回流规模）
- 我们预计2025年机场免税渠道的规模为447亿元，境内免税消费占比43%，消费回流比例28%。

■ 预计2025年机场免税渠道规模预计约为447亿元左右

	2018	2019	2020	2021	2025E
中国消费者免税消费合计	2181	2409	1238	1342	4268
境内免税	381	501	329	481	1838
其中：离岛	101	135	260	452	1275
口岸	261	342	57	19	447
其他	19	24	12	10	116
境内占比	17%	21%	27%	36%	43%
境外免税	1800	1908	909	861	2430
其中：韩国		1036	689	805	1248
其他亚太		307	78	20	380
欧美及其他		565	143	36	801
境外占比	83%	79%	73%	64%	57%

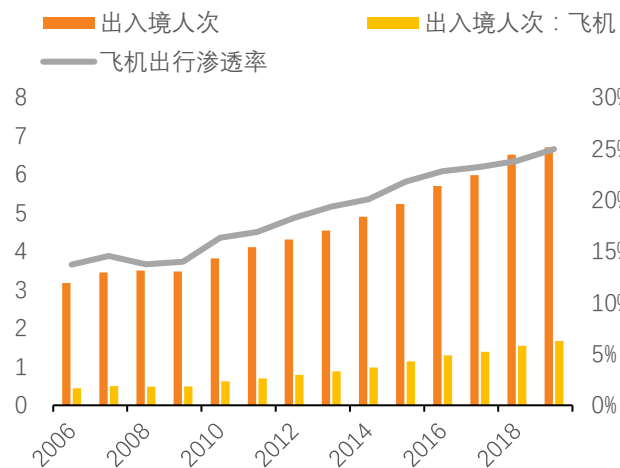
风险提示：测算具有主观性，仅供参考

3.6 机场免税：渠道分流有限，成长空间广阔

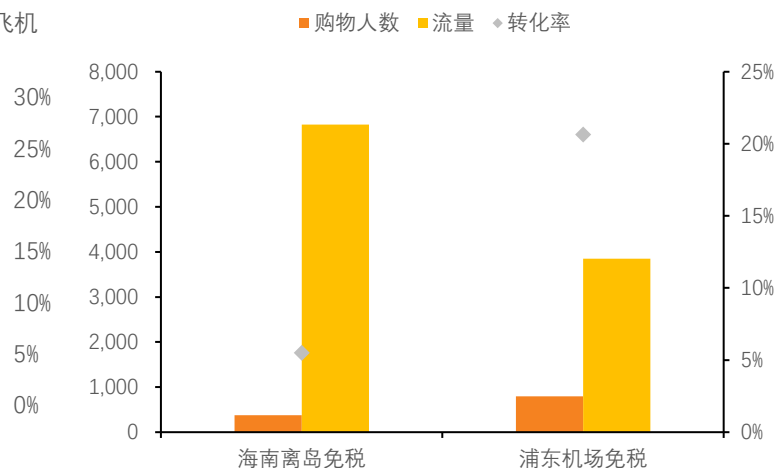
免税店的销售规模=流量x转化率x客单价，机场从各方面均可支撑免税规模

- 机场具备天然流量，且具有可持续增长性。我国国际旅客（含地区）2006 -2019年保持着14%的复合增速，同时随着全球航线网络的搭建与完善，跨境旅游方式中飞机出行的渗透率也在不断提高。同时对比市内免税店而言，这种天然的流量也意味着无需额外的引流成本；
- 机场封闭的消费场景具有高转化率。旅客一般要在机场停留1-2小时，机场封闭的消费场景里，就具有流量的高转化率，我们以2019年海南离岛免税与浦东机场免税的转化率对比可以看到，上海机场的转化率为21%，远高于离岛免税；
- 机场筛选出的优质客流支撑客单价。大型国际枢纽承载绝大部分国际客流，即首都/浦东/白云机场，国际及地区旅客的人均购买力和消费水平一般来说高于大众的人均水平，因此机场的就起到了自动筛选优质客流的作用。

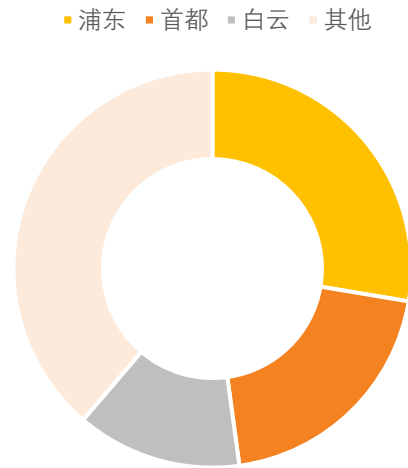
■ 飞机跨境出行渗透率提高



■ 机场消费场景具有高转化率（2019年）



■ 首都/浦东/白云承担61%的国际客流（2019年）

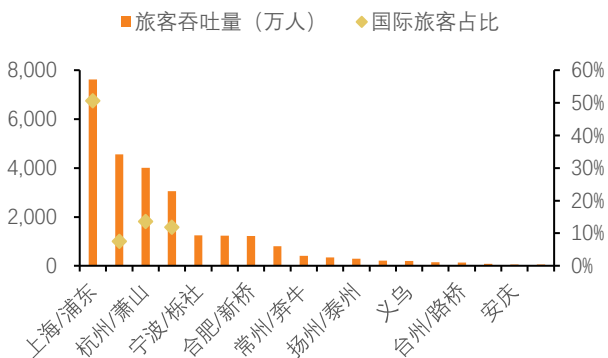


3.7 上海机场：优质客流下，卫星厅开启免税新篇章

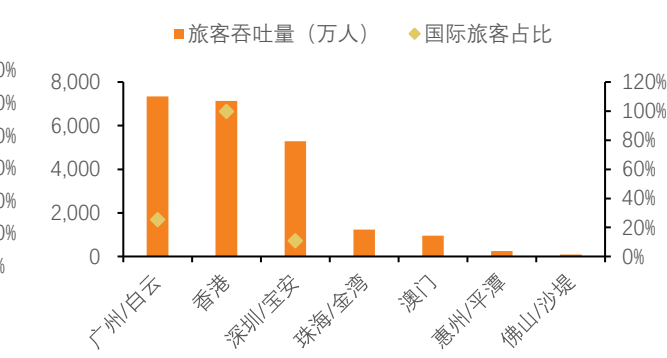
长三角机场群的竞争格局最优，浦东国际枢纽定位清晰，拥有我国最优质的航空客流结构。

- 京津冀地区中，新建的大兴机场在未来将承接部分首都机场的国际航空枢纽职能；
- 粤港澳大湾区三大机场地理位置较为集中，整体机场密度、人均机场数远超其他两大经济区中，且白云及宝安机场均为我国一类机场，香港国际机场定位国际航空枢纽，其定位与区位的重叠存在一定的分流效应；
- 长三角机场群中，虹桥/萧山/禄口国际客流量300-600万人区间，浦东承揽绝大部分国际客流，国际枢纽定位清晰。

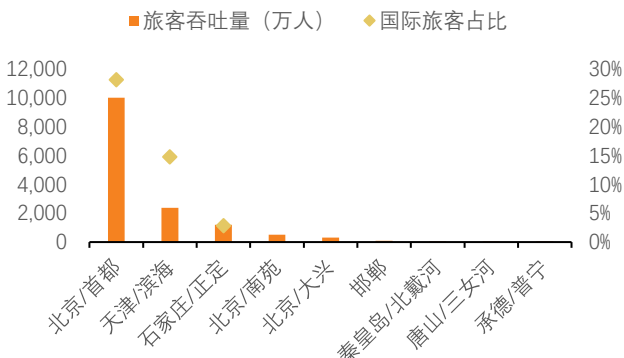
■ 长三角机场群旅客分布 (2019年)



■ 粤港澳机场群旅客分布 (2019年)



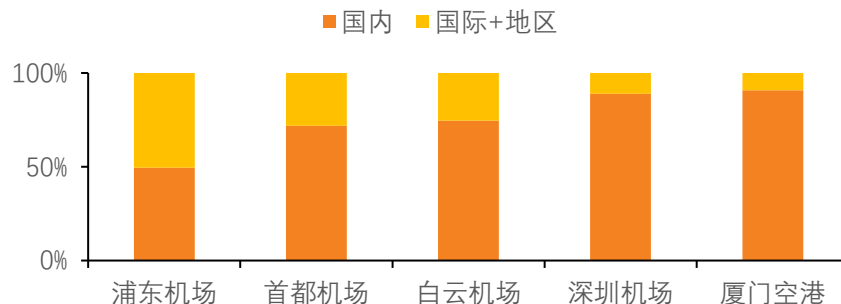
■ 京津冀机场群旅客分布 (2019年)



■ 三大机场群比较 (2019年)

	机场数量 (个)	机场密度 (个/千万平方米)	人均机场数 (个/千万人)
长三角	18	5.03	0.79
京津冀	9	4.13	0.80
粤港澳	7	12.39	0.82

■ 浦东机场的客流结构最优质 (2019年)

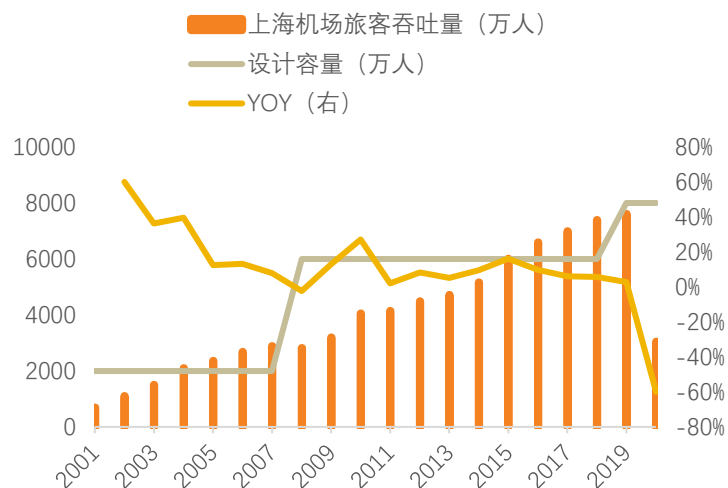


3.7 上海机场：优质客流下，卫星厅开启免税新篇章

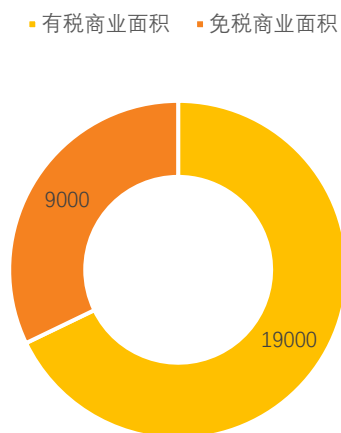
机场卫星厅于2019年底投产，解决机场产能约束+开启免税新篇章；

- 浦东卫星厅的投产解决了机场绝对产能的限制，2015年后，机场产能处于超饱和运转状态，2019年底卫星厅投产有效缓解产能瓶颈；
- 增大非航商业面积供给：卫星厅投产共计增加商业面积2.8万平方米，其中有税商业面积1.9万平方米，免税商业面积0.9万平方米，机场免税面积扩容1倍，成为单机场免税规模国内第一；
- 重奢入驻，精品店策略，差异化竞争：机场渠道的广告效应、物理形态上的隔离以及天然的高消费能力客群使其具备发展精品店更具合理性。2.8万平方米的商业面积使得机场具备发展重奢的面积保障，从而与跨境电商等线上奢侈品消费渠道打造差异化竞争优势。

■ 卫星厅缓解机场产能限制



■ 卫星厅投产增加免税面积9000平方米



■ 浦东机场卫星厅精品店



航运：周期繁荣，此起彼伏

4.1 油运供需紊乱，行业处于繁荣期

4.2 集运供需紧张缓解，景气度下降

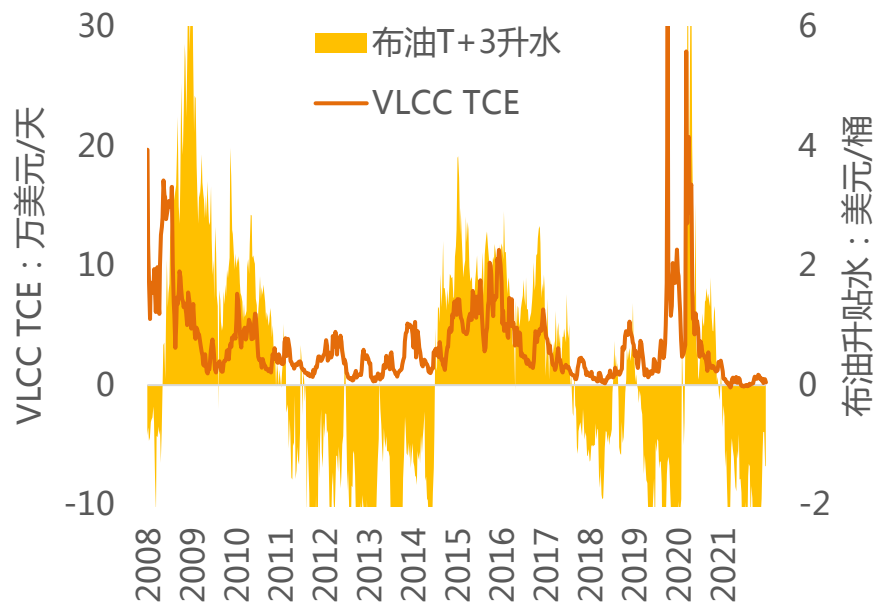
4.3 干散货航运供需双弱，处于历史底部

4.1 油运供需紊乱，行业处于繁荣期

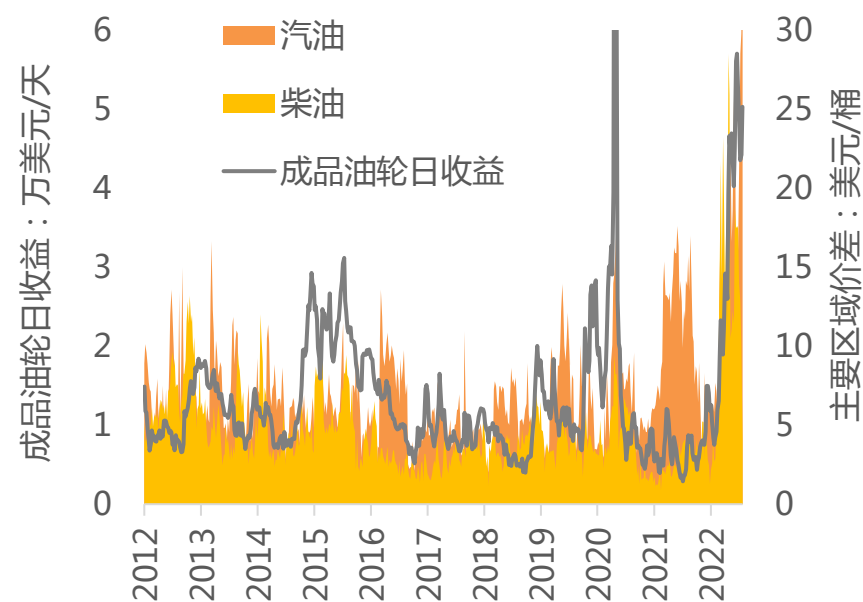
新型研究框架

- 套利储油：油价升水引发套利储油，占用运力，运价取决于油价升水幅度。
- 套利贸易：各地成品油价差扩大引发套利贸易，运价取决于各地成品油价差。
- 套利加工：石油裂解价差扩大导致加工量增加，运价取决于裂解价差。

■ 远期油价升水引发套利储油，带动运价上涨



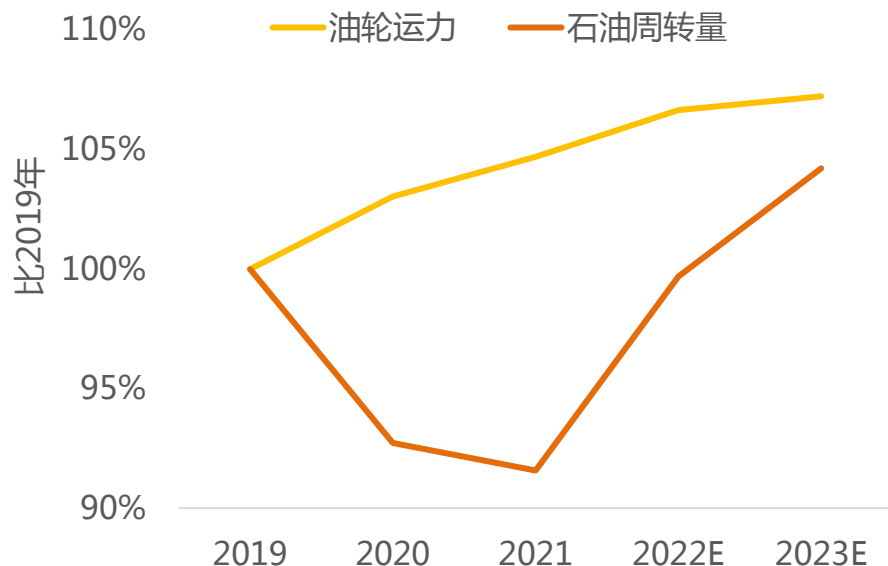
■ 各区域成品油价差扩大引发套利贸易，带动运价上涨



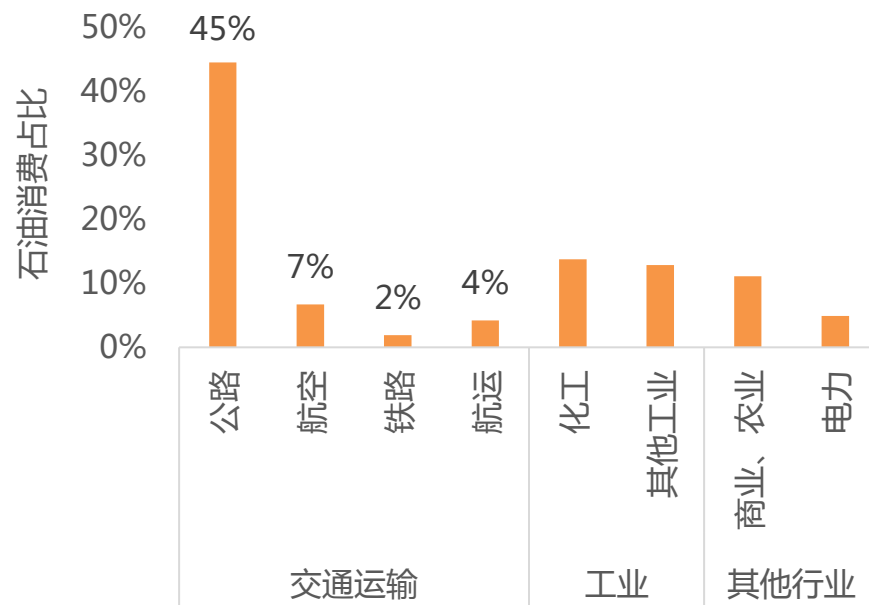
4.1 油运供需紊乱，行业处于繁荣期

- 2022年疫情影响减弱，石油消费和运输需求恢复，带动行业复苏。
- 全球石油消费60%左右用于交通运输，疫后交通运输正在恢复。

■ 疫情以来，油轮运力持续增长，石油周转量逐渐恢复



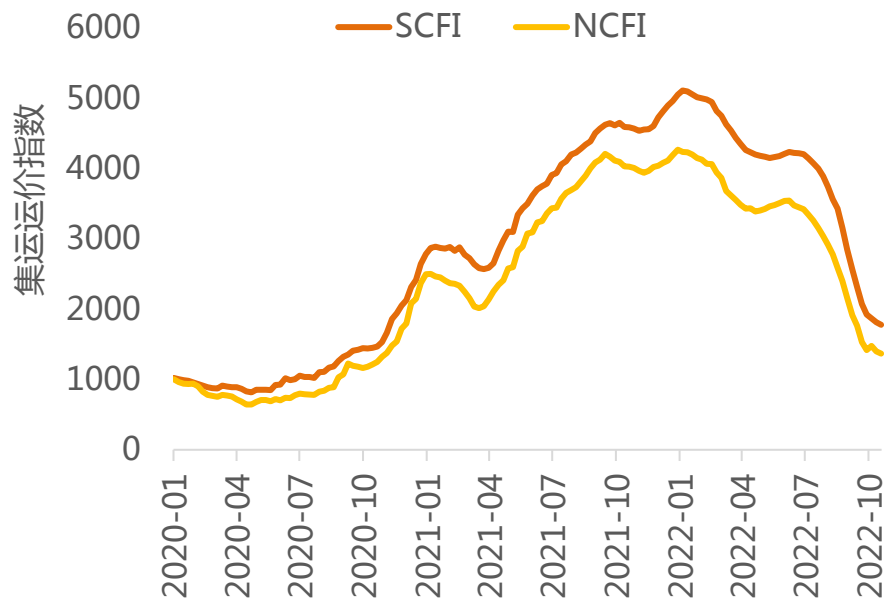
■ 2019年全球石油消费60%左右用于交通运输行业



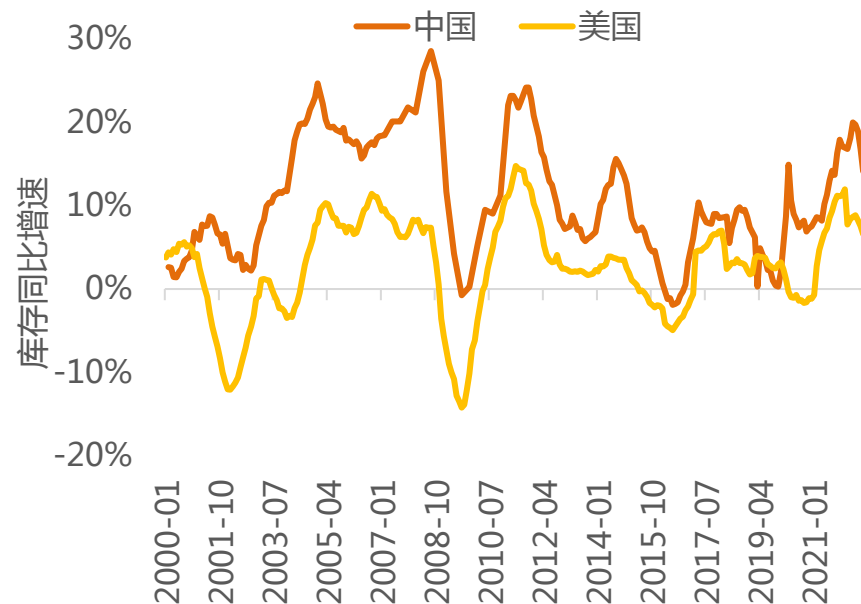
4.2 集运供需紧张缓解，景气度下降

- 2022年下半年以来集运运价大幅下跌，集运周期处于下行期。
- 2022年上半年开始，中美库存周期都进入下行期，意味着集运需求增速下降。
- 此外，疫后商品消费替代服务消费逆转，高通胀抑制商品消费，进口替代国产逆转，零售增速回落可能引发去库存，都会抑制集运需求。

■ 2022年集运行业景气度明显回落



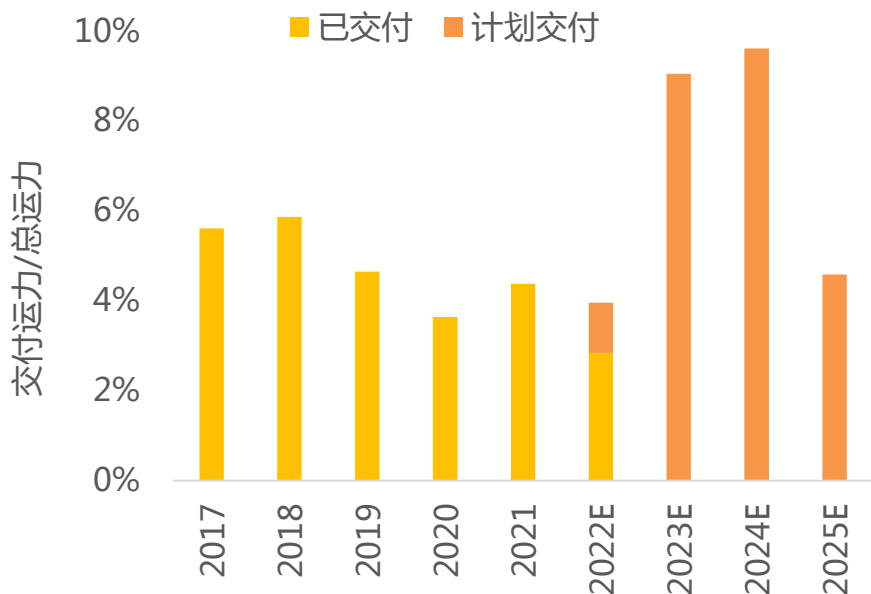
■ 中美库存周期都进入下行期



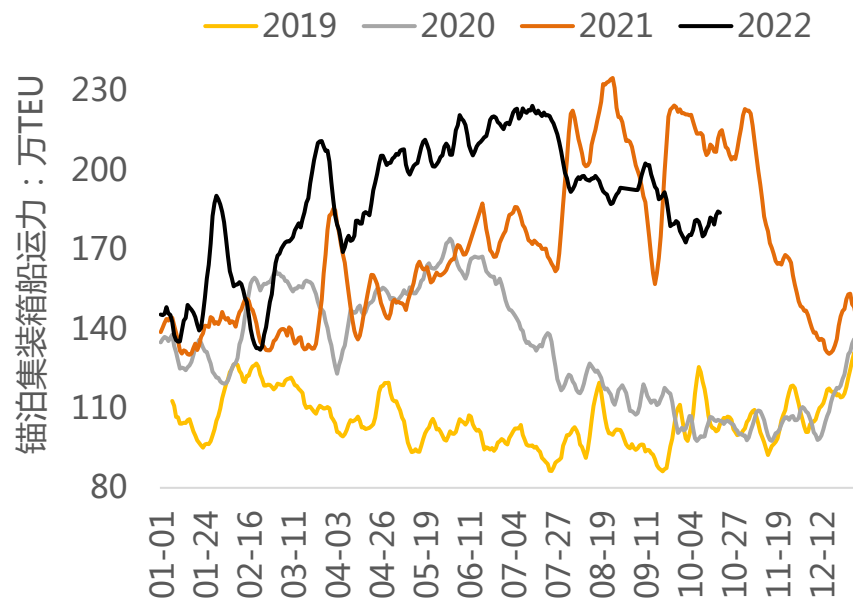
4.2 集运供需紧张缓解，景气度下降

- 总运力：2023-24年全球集装箱船运力交付量较大，供给压力较大。
- 周转率：随着疫情影响减弱，码头工人、集卡司机等回到工作岗位，港口吞吐能力回升，港口拥堵有所缓解，在港等泊集装箱船运力下降，有效运力供给增加。

■ 全球集装箱船运力交付量或将大幅增长



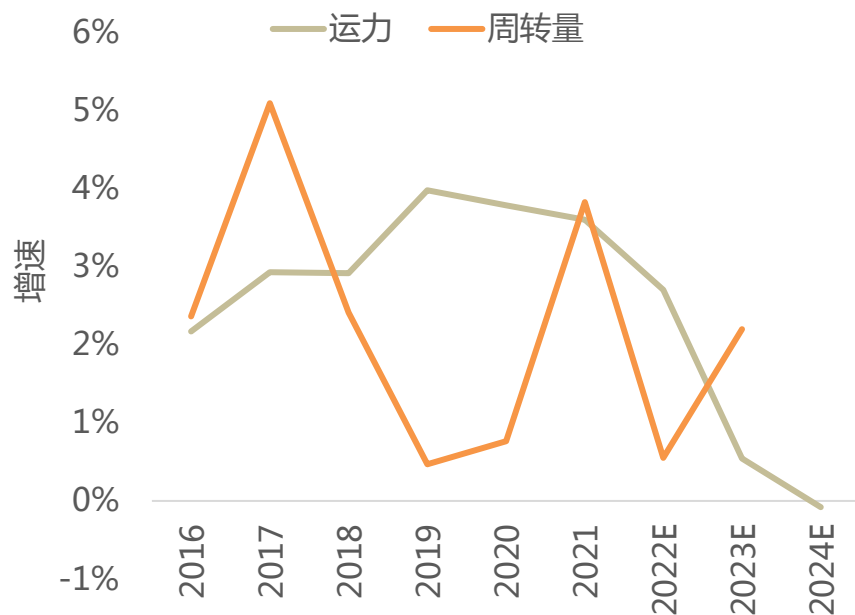
■ 全球集装箱港口的拥堵有所反复



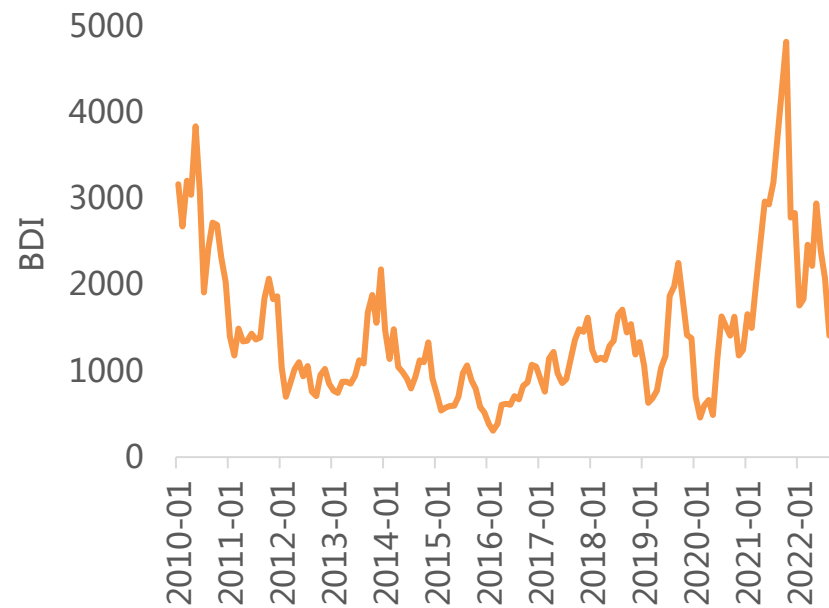
4.3 干散货航运供需双弱，处于历史底部

- 土地出让面积和房地产新开工面积大幅减少，预示着钢材和铁矿石需求较弱。
- 干散货船的运力增速将较低，供给压力较轻。供需双弱或导致运价处于低位。

■ 全球干散货航运的运力和周转量增速都较低



■ 国际干散货航运运价处于较低水平



- 全球经济增速下滑

全球经济下滑导致运输需求增速随之下滑，未来运量增长的高度受影响，产能利用率和价格将偏低，相关运输公司的盈利或将下滑

- 燃油价格大幅上涨

燃油成本是交通运输行业的重要成本支出，且相关运输公司无法完全转嫁油价上涨成本，油价大幅上涨可能挤压公司利润

- 全球疫情超预期反复

如果疫情反复，不利于客货交通运输业务，上市公司业绩或将下滑

- 测算具有主观性，仅供参考

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

THANKS

东西智库 | 专注中国制造业高质量发展

东西智库，专注于中国制造业高质量发展研究，主要涵盖新一代信息技术、数控机床和机器人、航空航天、船舶与海工、轨道交通、节能与新能源汽车、电力装备、农机装备、新材料、医疗器械等制造强国战略十大领域，并提供战略咨询、规划编制、项目咨询、产业情报、品牌宣传等服务。

欢迎加入东西智库小密圈，阅览更多制造业精选信息

 知识星球

微信扫码加入星球小密圈

交流 | 分享 | 研究

赠1万+制造业精选资料

