

证券研究报告·行业深度

交运下一个风口：航空货运

交运首席分析师：韩军

hanjunbj@csc.com.cn

SAC 执证编号：S1440519110001

发布日期：2020年10月19日

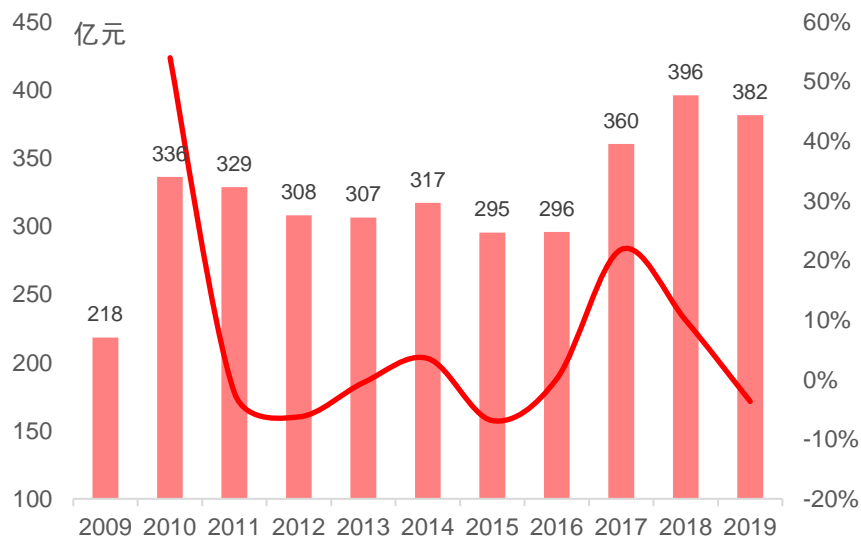
三、大纲

- 航空货运发展现状
 - 市场规模——量价维度
 - 行业结构与增长——国内与国际航线不平衡
 - 市场结构——中国货运航空发展历史与路径
 - 航线机场分布——航空货运的点线格局
 - 季节性特征
- 航空货运产业链及价值分布
 - 航空货运产业链
 - 主要利益主体的商业模式（盈利模式与定价机制）
 - 航空货运产业链价值分布
- 航空货运迎来政策风口
- 航空货运投资矩阵
- 顺丰控股——顺丰航空

一、中国民航货运收入整体规模近400亿元

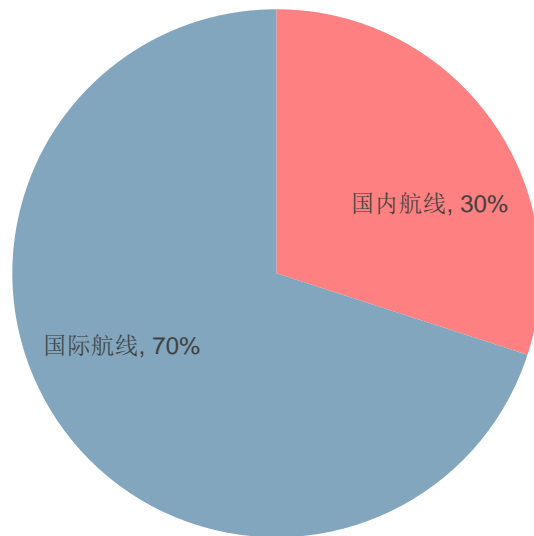
- 2019年中国民航货运收入整体规模为382亿元，同比小幅下跌4%。
- 国内航线规模占比约30%，国际航线规模占比约70%。

图 中国民航航空货运收入及增速



数据来源：交通运输部，中信建投

图 中国民航航空货运收入分布

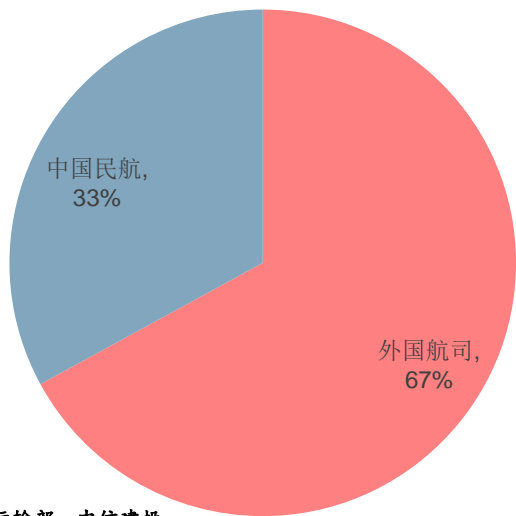


数据来源：交通运输部，中信建投

二、外航占国际航线货量达三分之二，航空快件占比近40%

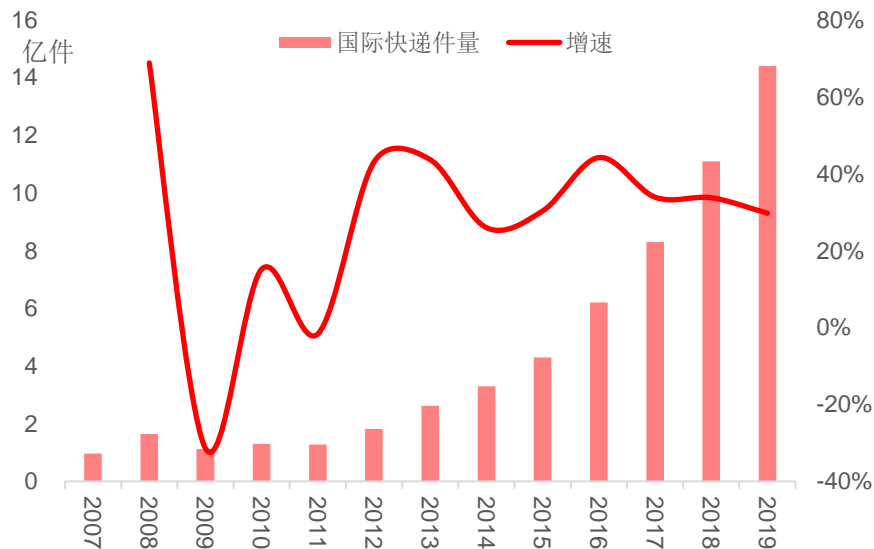
- 2019年国际航线中中国民航完成货运量241.9万吨，外航完成货运量494.8万吨。外航占比达三分之二。
- 我们估算中国国际航空货运2019年整体规模为110亿元。其中外航为900亿元，中国民航约为270亿元。
- 假定国际快递平均货重为2公斤，则估算航空快件货运量为288万吨，占国际航线比例近40%。

图 国际航线中外国航司占比达三分之二



数据来源：交通运输部，中信建投

图 中国国际快递件量规模及增速



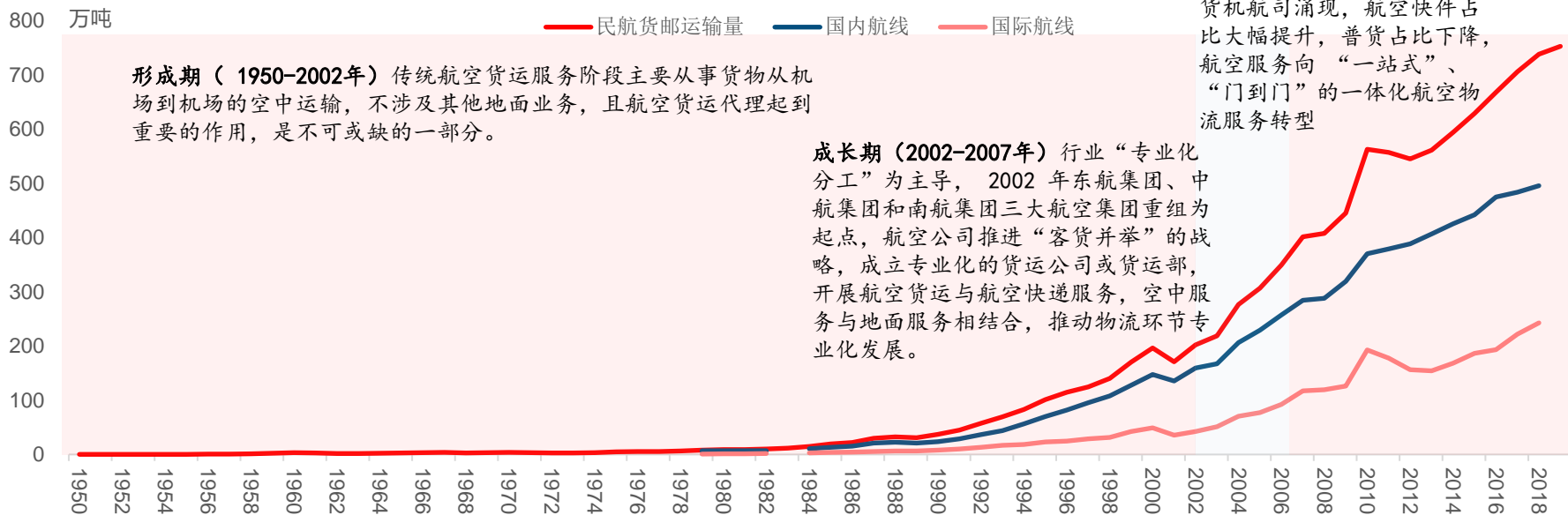
三、航空货运需求温和增长

- 从总量上看，2019年中国民航完成货邮运输量752.6万吨，货邮总周转量263.2亿吨公里，列世界第二。

蜕变期（2020-以后）国内货运向国际货运转变，航空货运迎来政策支持政策密集期。

转型期（2007-2020年）全货机航司涌现，航空快件占比大幅提升，普货占比下降，航空服务向“一站式”、“门到门”的一体化航空物流服务转型

成长期（2002-2007年）行业“专业化分工”为主导，2002年东航集团、中航集团和南航集团三大航空集团重组为起点，航空公司推进“客货并举”的战略，成立专业化的货运公司或货运部，开展航空货运与航空快递服务，空中服务与地面服务相结合，推动物流环节专业化发展。



四、国际航线货运运输量占比超过三分之二

- 从结构上看，国内货邮运输量511.2万吨，占总量的68%；国际货邮运输量242万吨，占总量的32%。
- 从发展速度看，过去5年，航空货邮运输量年均增长4.6%，其中国内航线年均增长3.7%，国际航线年均增长6.7%，国际航线速度远快于国内航线。

图 中国民航航空货运量增速趋势

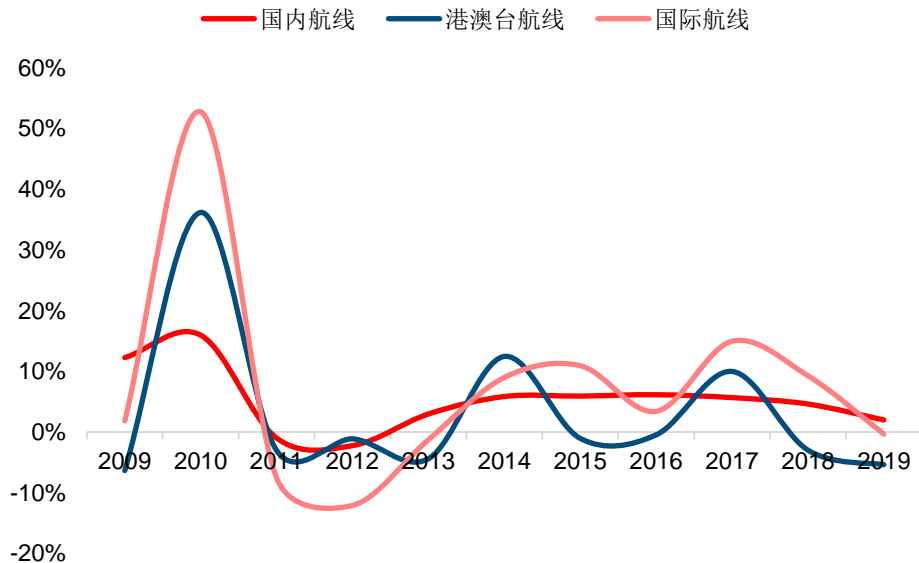
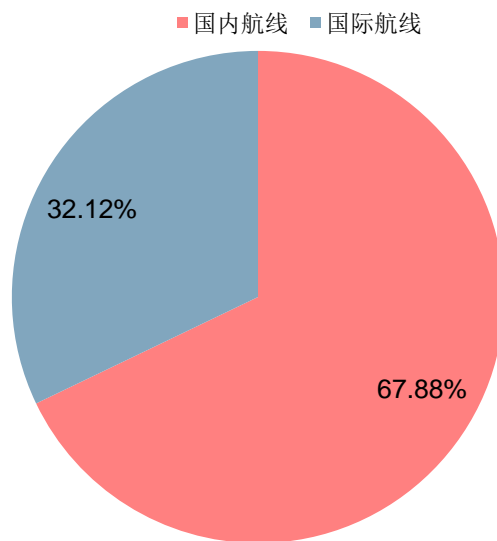


图 中国民航航空货运运输量占比



五、历史上看，国际航线增长快于国内航线

- 从周转量角度看，2019年中国民航完成货物周转量263.2亿公里，其中国际航线占比70%，国内航线占比30%。
- 从周转量增速看，国际航线持续高于国内航线。2019年受2018年同期高基数（中美贸易战）影响，国际航线增速小幅下跌。

图 中国民航周转量增速趋势

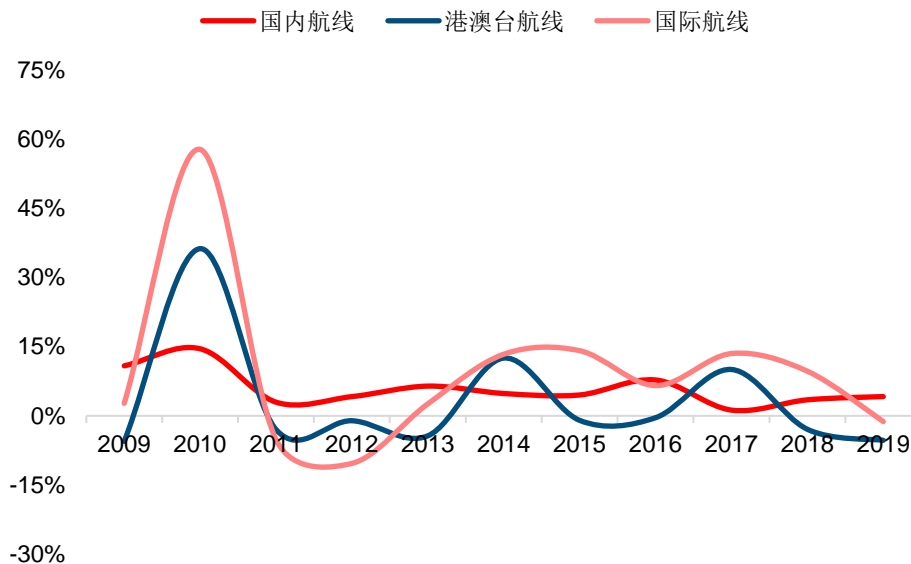
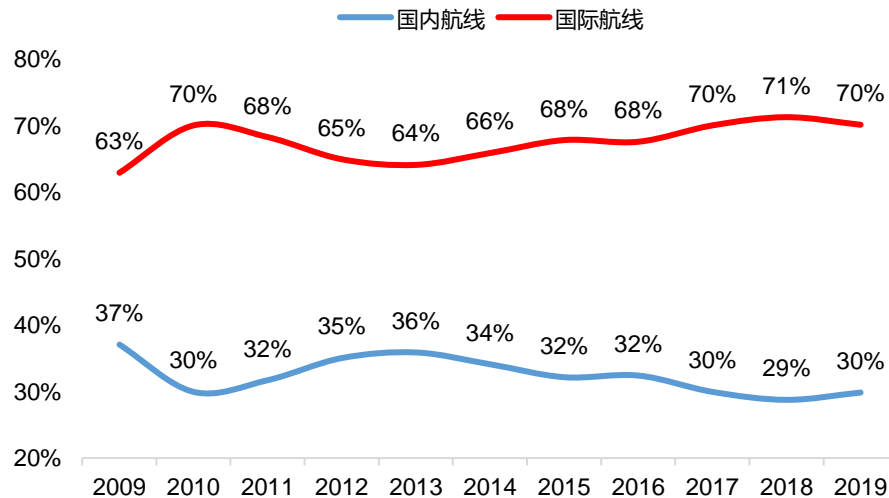


图 中国民航航空货运周转量占比



数据来源：交通运输部，中信建投

六、中国民航国际航线平均运距7631公里，国内1537公里

- 2019年中国民航国际航线平均运距为7631公里，同比小幅下降。
- 2019年中国民航国内航线平均运距为1537公里，同比小幅提升。

图 中国民航国际航线平均运距

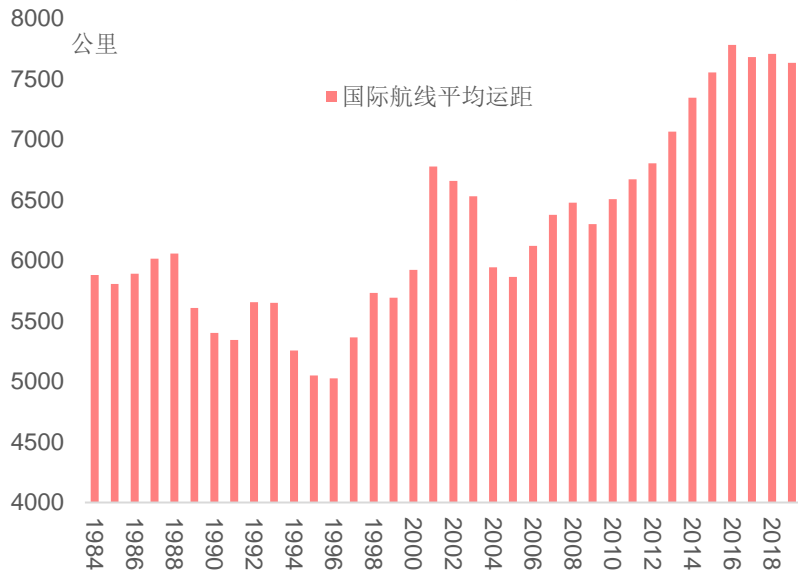
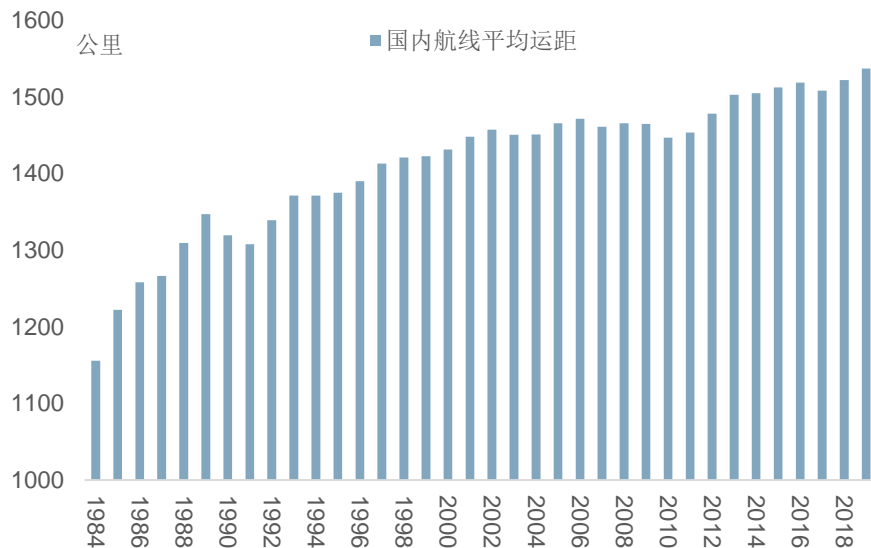


图 中国民航国内航线平均运距



数据来源：交通运输部，中信建投

七、民航货运吨公里收益处于历史低位

- 2019年中国民航货运吨公里收益为1.45元，同比下滑0.06元。2017国内经济修复驱动货运价格上涨，2018年由于中美贸易战影响驱动航空货运价格上涨。
- 根据我们估算，2019年国内航线吨公里收益为1.5元，国际航线吨公里收益为1.43元，同比均出现小幅下降。

图 中国民航航空货运吨公里收益

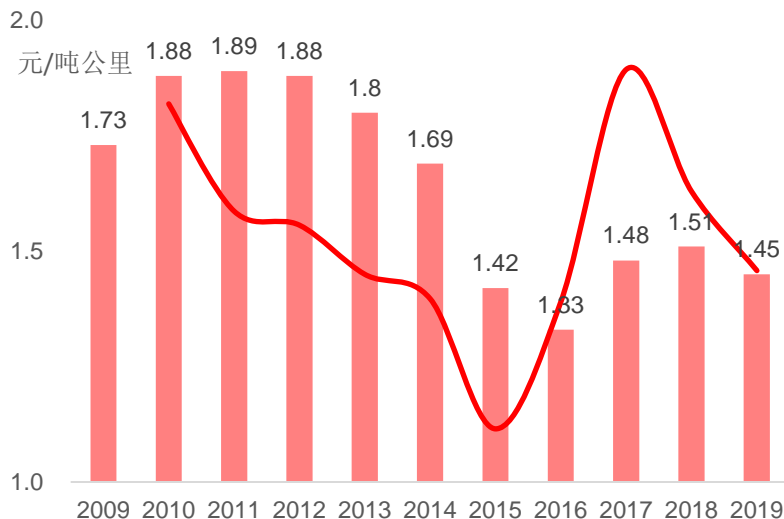
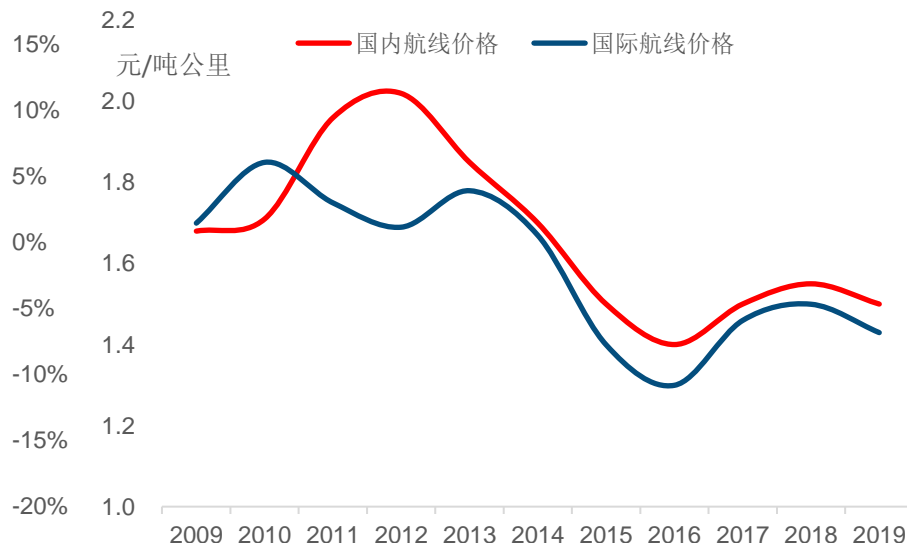


图 中国民航航空货运国内航线和国际吨公里收益

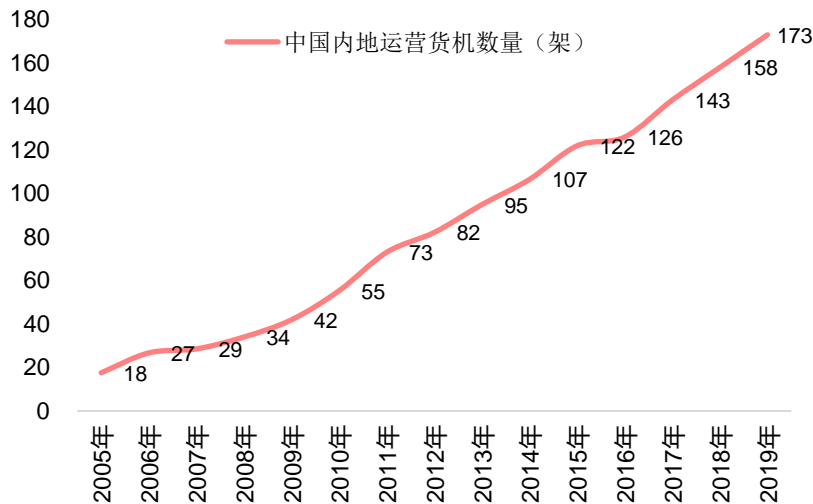


数据来源：交通运输部，中信建投

八、全货机规模仅173架，国际航线竞争力明显不足

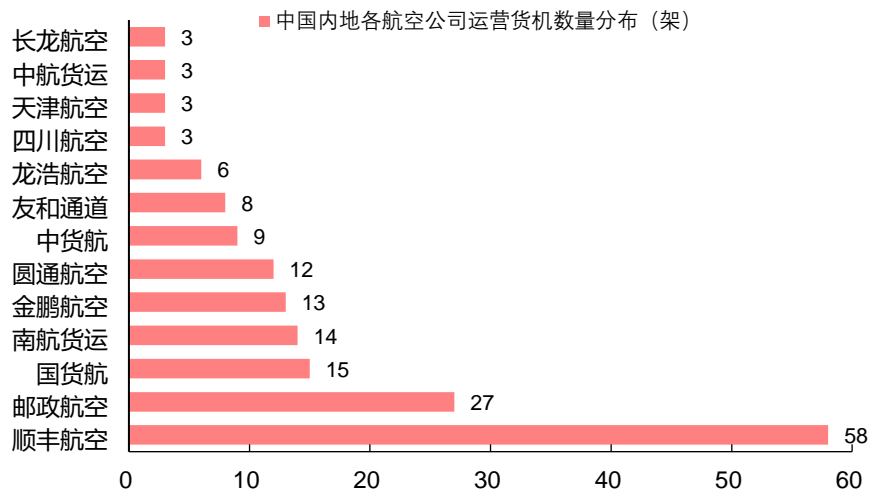
- 截至2019年底，我国共有运输航空公司62家，比上年底净增2家。全货运航空公司9家。**全货机173架，其中大型远程货机41架。**2019年新增15架货机，其中，邮政航空接收了2架波音737-800货机和1架波音757-200货机；四川航空的3架空客A330-200货机开始执飞欧洲和东南亚航线；顺丰航空机队增加了1架波音747货机、3架波音767货机和4架波音757货机；中航货运航空接收了全球第1架新舟600国产货运飞机。

图 中国内地运营全货机数量



数据来源：航空租赁与金融，中信建投

图 2019年中国内地各航空公司运营货机数量分布



数据来源：交通运输部，中信建投

九、客机腹舱运输依然是中国航空货运的主要运输方式

- 2019年中国共计拥有客货机3818架，其中客运飞机3645架，货运飞机173架。
- 在整体飞机数量中全货机仅占比4.5%。
- 运力结构看，客机腹舱运输依然是中国航空货运的主要运输方式，约占航空货运总量的70%，其中，在国内航线中，客机腹舱运量占比高达82%；在国际航线中，客机腹舱运量占比49%。

图 中国航空飞机架次

单位：架

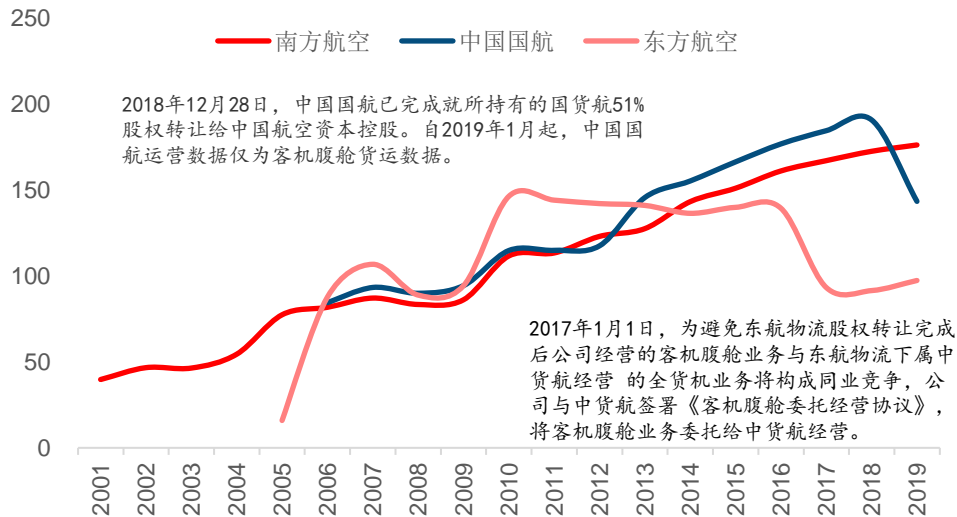
飞机分类	飞机数量	比上年度增加	在运输机队占比
客运飞机	3645	166	95.5%
其中：宽体飞机	457	48	12.0%
窄体飞机	2997	114	78.5%
支线飞机	191	4	5.0%
货运飞机	173	13	4.5%
合计	3818	179	100.0%

数据来源：交通运输部，中信建投

十、三大航客机腹舱货量占整体比重超过55%

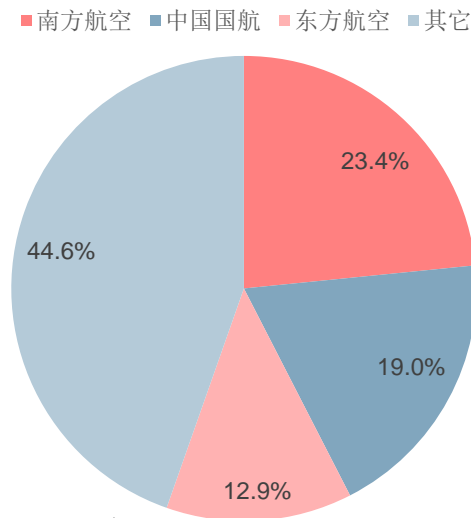
- 运力结构看，客机腹舱运输依然是中国航空货运的主要运输方式，约占航空货运总量的70%，其中，在国内航线中，客机腹舱运量占比高达82%；在国际航线中，客机腹舱运量占比49%。
- 三大航客机腹舱货量占整体比重超过55%。

图 三大航货运量



数据来源：公司公告，中信建投

图 三大航客机腹舱占整体货运比重

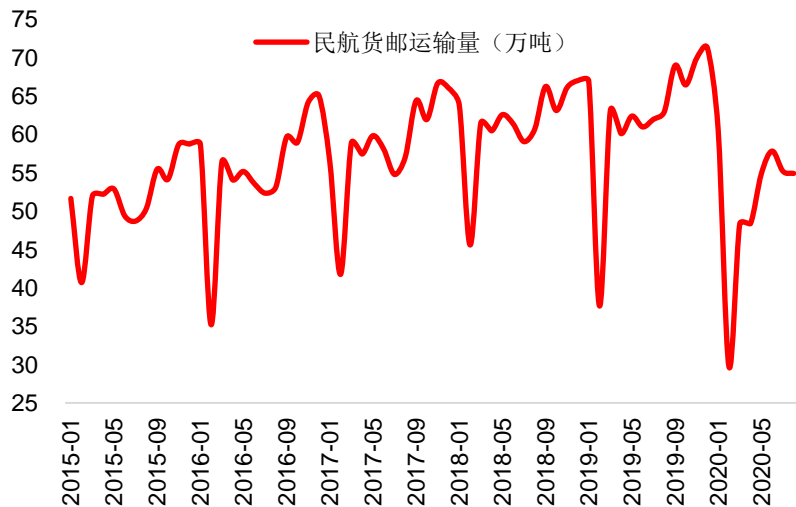


数据来源：公司公告，中信建投

十一、航空货运旺季为3-5与10-12月份

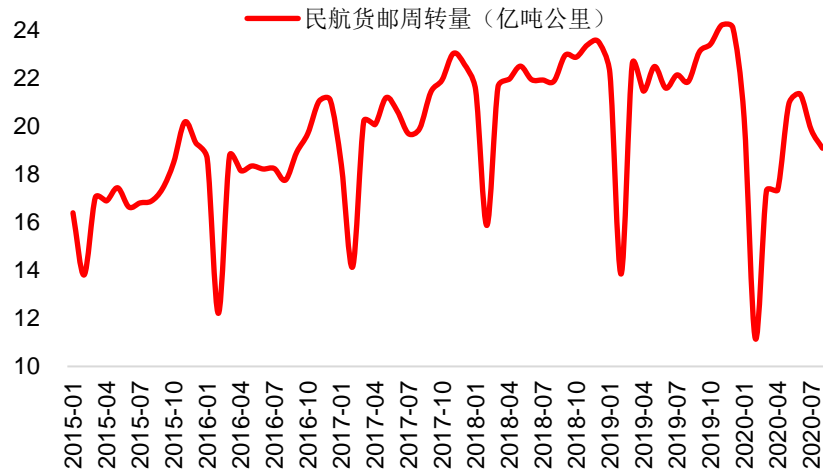
- 航空货运淡季为1/2月份、6-8月份
- 旺季为3-5月份与10-12月份。

图 民航货邮运输量季节性



数据来源：Wind，中信建投

图 民航货邮周转量季节性

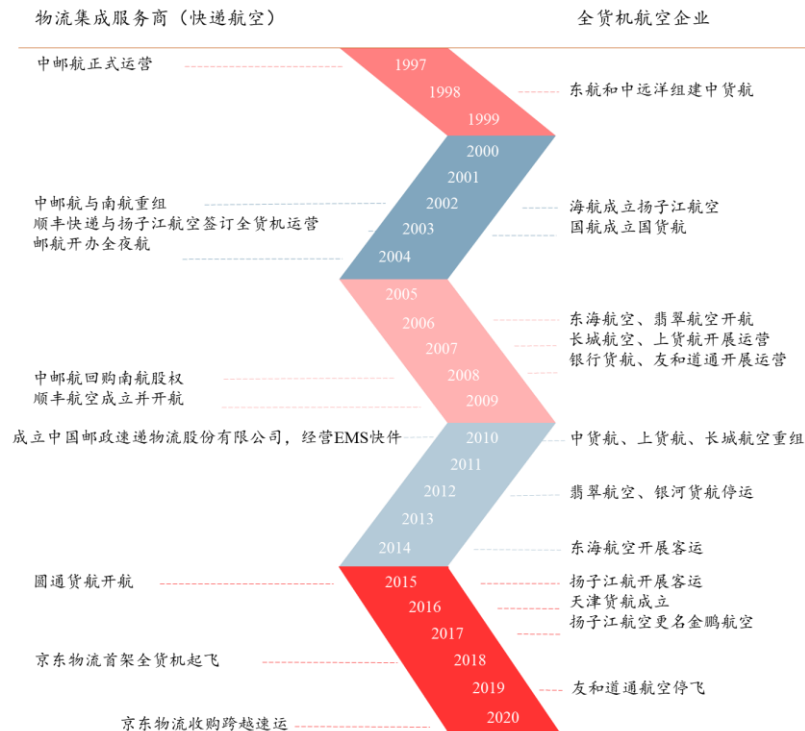


数据来源：Wind，中信建投

十二、中国货运航空企业发展路线图

- 进入1990年代初，伴随十余年民航市场化改革，中国航空运输业市场结构发生重大转变，中国民用航空局的垄断局面被打破，新航空企业不断进入市场。
- 与民航改革开放同期，国外航空企业开始尝试进入中国，其中拥有全货机机队的快递航空货运企业成为急先锋。
- 1980年敦豪集团（DHL）与中国外贸运输总公司（简称“中外运”）达成代理协议，率先进入中国市场。
- 1984年联邦快递集团（FedEx）与中外运签订合作协议。1985年DHL与中外运组建合资企业。
- 1996年联合包裹速递服务公司（UPS）与中外运组建合资企业。1996年FedEx获得直飞中国的航权。
- UPS则于2001年获得美国直飞中国的航权。
- 1997年中国邮政航空有限公司（简称“中邮航”，IATA代码原为8Y，2015年改为CF）正式运作，开启中国货运航空企业发展的序幕。
- 1998年中国东方航空股份有限公司（简称“东航”，IATA代码为MU）与中国远洋运输公司共同投资成立了中国货运航空有限公司（简称“中货航”，IATA代码为CK）。
- 2002年海南航空股份公司成立扬子江快运航空有限公司（简称“扬子江航空”，IATA代码为Y8）。
- 2003年中国国际航空股份有限公司（简称“国航”，IATA代码为CA）、中信泰富有限公司、首都机场集团公司共同投资组建中国国际货运航空股份有限公司（简称“国货航”，使用国航IATA代码CA）。

图 国内主要航空货运公司发展历程

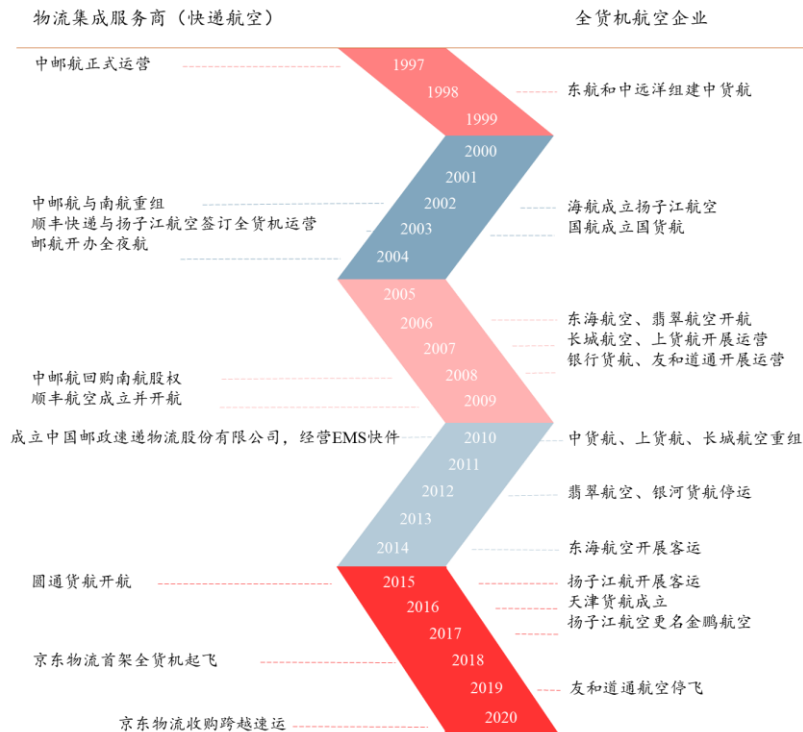


数据来源：公司公告，中信建投

十二、中国货运航空企业发展路线图

- 2004年初，中国民用航空局颁布的《关于加快发展国内航空货运若干政策措施的意见》提出“放宽国内航空货运市场准入”，即鼓励发展全货运航空企业，并鼓励在天津、上海、广州、深圳、武汉、昆明等机场建设货运枢纽，其后货运航空企业迎来快速发展。
- 翡翠国际货运航空有限公司（简称“翡翠航空”，IATA代码JI）、东海航空有限公司（简称“东海航空”，IATA代码为DZ）、长城航空有限公司（简称“长城航空”，IATA代码为IJ）、上海国际货运航空有限公司（简称“上货航”，IATA代码为F4）、银河国际货运航空有限公司（简称“银河货航”，IATA代码为GD）、友和道通航空有限公司（简称“友和道通”，IATA代码为UW）于2004-2008年间相继开航。
- 顺丰航空有限公司（简称“顺丰航空”，IATA代码为O3）于2009年投入运营，
- 2010年中货航、上货航与长城航空重组为新的中货航。
- 翡翠航空、银河货航于2012年停止运营。
- 东海航空则于2014年率先转型发展客运，扬子江航空也于2015年开展客运。
- 2015年圆通货运航空有限公司（简称“圆通货航”，IATA代码为YG）开始运营。
- 2016年天津货航成立。
- 2017年扬子江航空更名为金鹏航空。
- 2018年京东物流首架全货机起飞。
- 2019年友和道通航空停飞。
- 2020年京东物流收购跨越速运。

图 国内主要航空货运公司发展历程

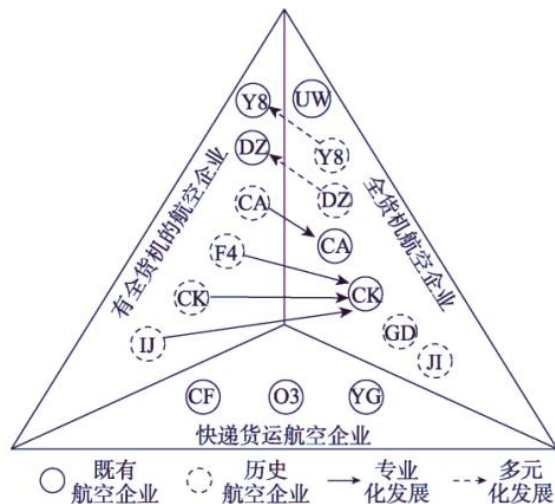


数据来源：公司公告，中信建投

十三、中国货运航空企业发展路线图

- 自1997年中邮航开始运作以来，历史上全国共存在12家全货运航空企业，规模高峰的2011年达到11家（中货航、国货航、翡翠航空、扬子江航空、银河货航、长城航空、上货航、中邮航、东海航空、顺丰航空、友和道通）。截至2019年底，全货运航空企业为9家（东航物流、国货航、中邮航、中原龙浩、顺丰航空和圆通货航、中航货运航空、友和道通、天津货运航空）。
- 考察中国货运航空企业的历史发展路径，大体可以分为三类：
 - ①以快递为支撑的快递货运航空企业，如中邮航（CF）、顺丰航空（O3）、圆通货航（YG）；
 - ②拥有全货机的传统航空企业将其货运部门转换为专业的货机航空企业，如国货航（CA）中货航（CK），并通过集团的网络及规模形成发展优势；
 - ③货运航空企业转型多元化业务，如东海航空（DZ）、扬子江航空（Y8）。

图 中国货运航空企业发展模式



Y8: 扬子江航空; UW: 友和道通; DZ: 东海航空; CA: 国货航; JI: 翡翠航空; F4: 上货航; CK: 中货航; II: 长城航空; GD: 银河货航; CF: 中邮航; O3: 顺丰航空; YG: 圆通货航

十四、邮政快递企业全货机占比超过56%

- 截止2019年底，顺丰航空自有全货机达到58架，中国邮政航空27架，圆通航空12架，邮政快递企业自有全货机数量97架，占全国全货机总规模的56%。全货机增量迅速，航空快递企业成购机主力。
- 目前邮政航空、顺丰航空、圆通航空自有的全货机总数已经突破了100架，国际航线30余条。邮政快递企业自有航空的承运量占了20%，其余的80%主要是通过客机腹舱和航空公司的货机来运输。
- 国内货运航司仍以窄体机为主。

图 主要货运航司飞机数量与机型分布

主要航司	B737-300F	B737-400F	B737-800F	B747-400(ER)F	B747-8F	B757-200F	B767-300F	B777F	A300-600F	A330-200F	A330-300F	合计
顺丰	14	3		2		31	8					58
邮航	10	8	2			7						27
国货航(国航)				3		4		8				15
南航								12				12
金鹏航(海航)	8	1		3								12
圆通	7					5						12
中货航(东航)				3				6				9
友和道通									6			6
龙浩	5	1										6
天津货航(天航/海航)	1	2	1									4
川航											3	3
长龙	3											3
中航货运						1						1
中州航空	1											1
合计	49	15	3	11	0	48	8	26	6	3	0	169

数据来源：民航资源网，中信建投

十四、主要货运航司纷纷建立主枢纽机场

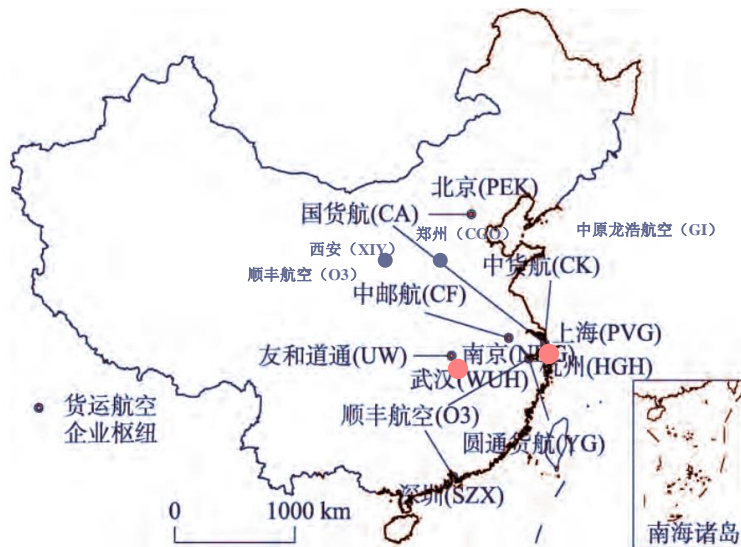
- 除了依托现有机场作为主枢纽基地，快递型航空货运公司开始新建自身主枢纽。
- 航司选择主枢纽与集运公司选择枢纽港的原因基本一致。主枢纽腹地经济足以支持航司货运量。

图 主要货运航司枢纽机场分布

机场名称	航司定位
北京首都机场	国货航主枢纽，顺丰华北区域航空枢纽
郑州机场	中原龙浩航空主枢纽
西安机场	顺丰航空西北枢纽
南京机场	邮航全国主枢纽
武汉机场	友和道通全国主枢纽
上海浦东机场	FedEx 国际快件和货运中心，UPS 国际转运中心，DHL 北亚枢纽，东航物流主枢纽
杭州机场	顺丰全国航空主枢纽兼华东区域航空枢纽，圆通全国航空主枢纽
广州机场	FedEx 亚太转运中心，中原龙浩航空主基地
深圳机场	UPS 亚太转运中心，顺丰华南区域航空枢纽
香港机场	DHL 全球三大枢纽之一兼中亚区枢纽，TNT 亚太转运中心，UPS 国际转运中心
鄂州机场	未来顺丰航空主枢纽
嘉兴机场	未来圆通航空主枢纽

数据来源：公司公告，中信建投

图 主要航司枢纽机场地理分布



数据来源：公司公告，中信建投

十五、国内前十大航线货运量占比为21%

- 2018年国内前十大航线货运量近100万吨，占国内航线货运量比重达21%。
- 分航线来看北上广深四地航线货量为62.6万吨，占国内航线货运量比重达12.6%。

图 十二大国内货运航线

排名	航线	2014	2015	2016	2017	2018
1	北京-深圳	14.8	14.2	14.6	14.1	14.5
2	广州-北京	10.8	10.5	10.7	10.1	14.1
3	北京-上海	6.9	6.9	6.8	7.1	13.1
4	上海-深圳	8.7	9.2	10.1	9.9	10.8
5	广州-上海	12.5	12.8	13.7	13.7	10.1
6	杭州-深圳	12.2	13.2	14.2	13.7	8.2
7	杭州-北京	2.0	2.0	2.1	1.8	8.0
8	成都-北京	2.2	2.1	2.0	1.9	6.8
9	成都-深圳	5.1	5.1	5.6	5.8	6.6
10	成都-上海	6.0	6.3	7.2	8.4	6.5
11	广州-成都	4.5	4.8	4.9	4.8	5.0
12	广州-杭州	4.4	4.1	3.9	4.3	4.9

图 十二大国内航线市占率

排名	航线	2014	2015	2016	2017	2018
1	北京-深圳	3.0%	2.9%	2.9%	2.8%	2.9%
2	广州-北京	2.2%	2.1%	2.2%	2.0%	2.8%
3	北京-上海	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	2.6%
4	上海-深圳	1.8%	1.9%	2.0%	2.0%	2.2%
5	广州-上海	2.5%	2.6%	2.8%	2.8%	2.0%
6	杭州-深圳	2.5%	2.7%	2.9%	2.8%	1.7%
7	杭州-北京	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	1.6%
8	成都-北京	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	1.4%
9	成都-深圳	1.0%	1.0%	1.1%	1.2%	1.3%
10	成都-上海	1.2%	1.3%	1.4%	1.7%	1.3%
11	广州-成都	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
12	广州-杭州	0.9%	0.8%	0.8%	0.9%	1.0%

数据来源：交通运输部，中信建投

十六、国内航空十大货运航线分布

图 国内十大航空货运线路分布



数据来源：交通运输部，中信建投

十七、前十大机场占比近70%

- 2019年全国机场货邮吞吐量共完成1710万吨，同比上年增长2.1%。其中国内航线完成1064.3万吨，同比增长3.3%，国际航线完成645.7万吨，同比增长0.4%。**2019年前十大机场共完成货邮吞吐量1192.7万吨，占比近70%。**
- 上海浦东机场仍然是国内第一大货邮机场。
- 西安咸阳机场成绩最为亮眼，其增速达到22.1%，以38.1万吨的成绩名列全国第11。

图 国内十二大机场货邮吞吐量

排名	机场	2015	2016	2017	2018	2019
1	上海/浦东	327.5	344.0	382.4	376.9	363.4
2	北京/首都	188.9	194.3	203.0	207.4	195.5
3	广州/白云	153.8	165.2	178.0	189.1	192.0
4	深圳/宝安	101.4	112.6	115.9	121.9	128.3
5	杭州/萧山	42.5	48.8	58.9	64.1	69.0
6	成都/双流	55.7	61.2	64.3	66.5	67.2
7	郑州/新郑	40.3	45.7	50.3	51.5	52.2
8	上海/虹桥	43.4	42.9	40.7	40.7	42.4
9	昆明/长水	35.5	38.3	41.8	42.8	41.6
10	重庆/江北	31.9	36.1	36.6	38.2	41.1
11	西安/咸阳	21.2	23.4	26.0	31.3	38.2
12	南京/禄口	32.6	34.1	37.4	36.5	37.5

图 国内十二大机场货邮市占率

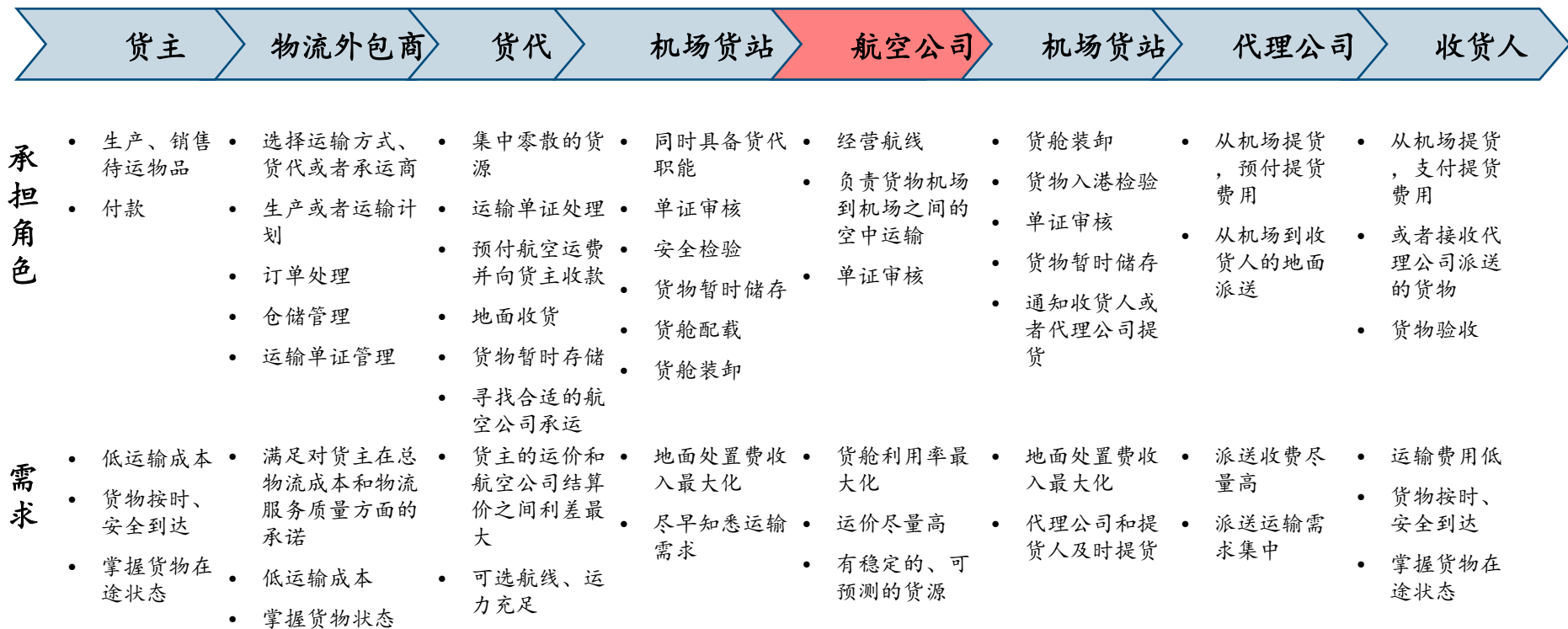
排名	机场	2015	2016	2017	2018	2019
1	上海/浦东	23.2%	22.8%	23.6%	22.5%	21.3%
2	北京/首都	13.4%	12.9%	12.5%	12.4%	11.4%
3	广州/白云	10.9%	10.9%	11.0%	11.3%	11.2%
4	深圳/宝安	7.2%	7.5%	7.2%	7.3%	7.5%
5	杭州/萧山	3.0%	3.2%	3.6%	3.8%	4.0%
6	成都/双流	3.9%	4.0%	4.0%	4.0%	3.9%
7	郑州/新郑	2.9%	3.0%	3.1%	3.1%	3.1%
8	上海/虹桥	3.1%	2.8%	2.5%	2.4%	2.5%
9	昆明/长水	2.5%	2.5%	2.6%	2.6%	2.4%
10	重庆/江北	2.3%	2.4%	2.3%	2.3%	2.4%
11	西安/咸阳	1.5%	1.5%	1.6%	1.9%	2.2%
12	南京/禄口	2.3%	2.3%	2.3%	2.2%	2.2%

数据来源：Alphaliner，中信建投

十八、产业转型升级和跨境电商驱动航空货运发展

- 从国际货运来看，北京、上海、广州和深圳、郑州五个大机场国际货运量集中了全国的90%。
- 航空运输的货物除了快递外，主要为高附加值、深加工、技术密集型产品。
- 以西安、郑州为例。随着三星、美光等龙头企业不断扩大在西安的投资，其中，总投资100亿美元的三星电子存储芯片一期项目在西安高新区落户后，有力地带动了西安千亿级集成电路产业的形成。通过产业转型升级促进航空货运迅速发展的案例，去年11月23日，国务院印发《关于支持自由贸易试验区深化改革创新若干措施的通知》，其中第三十一条和第三十二条，以独立政策形式直接利好西安，分别是：赋予西安机场行使“第五航权”和“进一步加大对西安航空物流发展的支持力度”。西安获“第五航权”加持第五航权通俗来说，就是国外航空公司可以开通经中国至第三国航线的权利，被业界誉为“最具有经济实质意义”的航权，对地区经济发展有极大的促进作用。
- 自2010年富士康将内地60%的产能转移至郑州后，使得新郑机场货邮吞吐量一度连续7年位居全国前列。

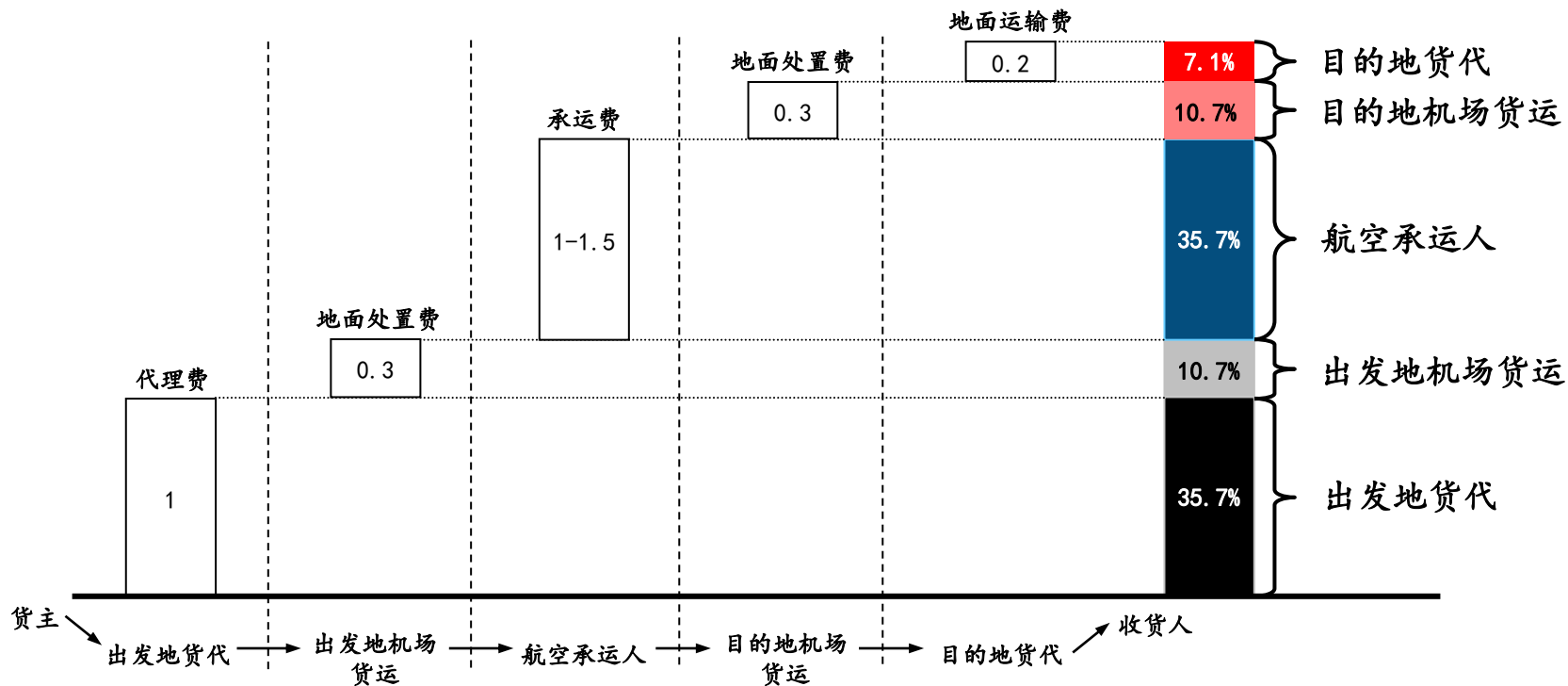
十九、航空货运行业价值链



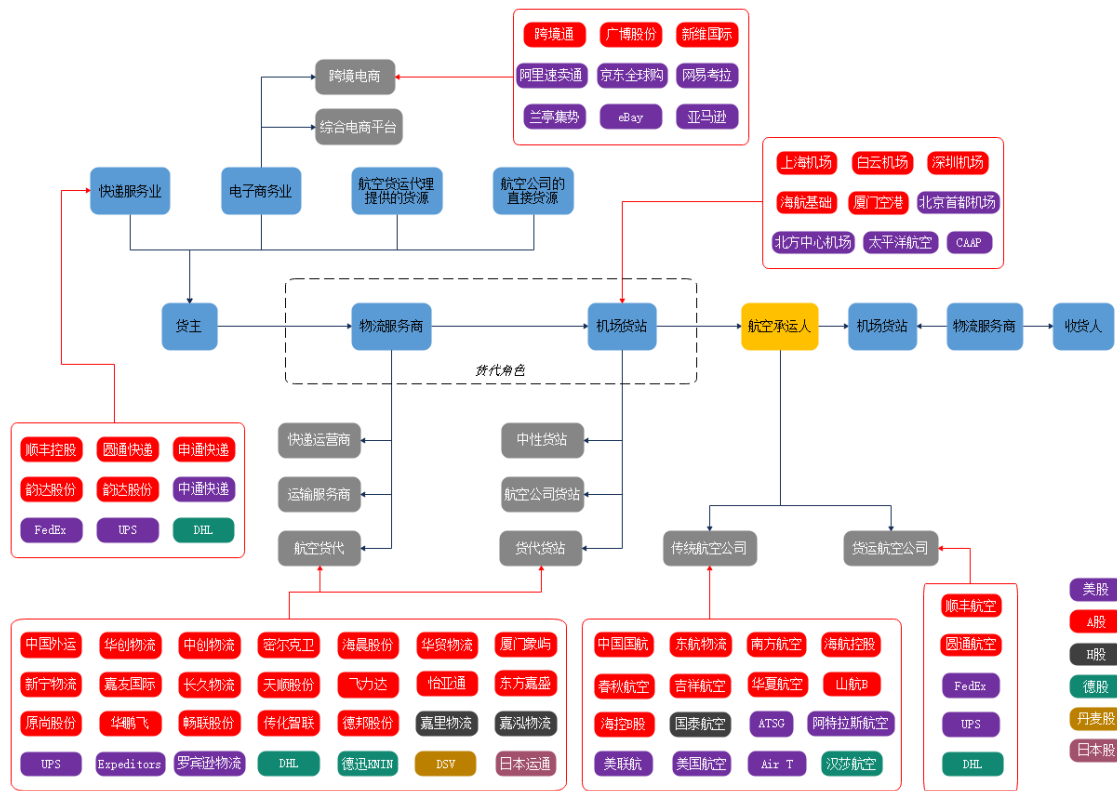
数据来源：埃森哲，中信建投

二十、航空货运行业普货价值分割

单位：元/公斤



二十一、航空货运产业链投资矩阵



二十二、政策强力支持，航空货运大有可为

时间	政策文件	内容
2020年9月21日	民航局《推进航空物流综合保障能力提升试点工作方案》	加快形成内外联通、安全高效的航空物流网络，加大“新基建”投入，改造升级地面保障设备设施，提升机场的货运保障能力，推进行业信息化、电子化的普及和升级。
2020年9月9日	中央财经委员会第八次会议	加快完善国内统一大市场，塑造市场化、法治化、国际化营商环境，强化竞争政策作用；建设现代综合运输体系，形成统一开放的交通运输市场，优化完善综合运输通道布局，加强高铁货运和国际航空货运能力建设。
2020年9月4日	国家发展改革委、民航局《关于促进航空货运设施发展的意见》	聚焦航空货运设施发展短板和弱项，提高国际航空货运能力；科学有序推进专业性货运枢纽机场布局建设；大力培育航空货运企业，支持航空公司扩大货运机队规模。 2025年，建成湖北鄂州专业性货运枢纽机场，优化完善北京、上海、广州、深圳等综合性枢纽机场货运设施，提出由综合性枢纽机场和专业性货运枢纽机场共同组成的航空货运枢纽规划布局。2035年，在全国范围内建成1-2个专业性货运枢纽机场，并结合《全国民用运输机场布局规划》修订，进一步完善国际航空货运枢纽布局。培育若干具备国际竞争力的大型航空物流企业，覆盖全球的航空货运网络骨架初步形成。
2020年8月2日	民航局《货邮飞行航班时刻配置政策》	支持货邮功能较强的枢纽机场使用白天高峰时段发展货运 ，明确航班时刻主协调机场和航班时刻辅协调机场，建立货邮飞行航班时刻池，运用量化规则公平高效配置航班时刻。（该政策将于今年10月25日起开始实施。）
2020年6月10日	民航局《海南自由贸易港试点开放第七航权实施方案》	我国民航首次同时试点开放客运和货运第七航权，支持海南自贸港建设。
2020年5月13日	民航局《关于进一步优化货运航线航班管理政策的通知》	提出了放宽北京“一市两场”货运航线运营安排，简化国内、国际货运航线经营许可的颁发程序，简化航班计划审核程序，对货邮航班时刻与客运航班时刻实施差异化管理，提升航线航班监管信息化水平等。
2020年3月24日	国务院会议	促进民航业稳定发展，实施积极财政政策 （免征民航发展基金）； 积极推进降费减负政策 （免征机场地面服务费和停车场费以及空管收费，降低境内航班航空煤油进销差价基准8%）； 加大基础设施投资；促进航空运输发展 （优化航线航班许可管理，缩短开航审批时限，积极出台航班时刻政策）。
2020年1月7日	民航局《关于简化手续优化政策支持航空货运发展的通知》	进一步落实“放管服”要求，简化航线航班审批程序，支持航空货运以及航空物流业的发展。

二十三、政策强力支持，航空货运大有可为

2019年9月19日	中共中央、国务院《交通强国建设纲要》	完善航空服务网络， 逐步加密机场网建设，大力发展支线航空 ，推进干支有效衔接，提高航空服务能力和品质； 推动空陆等联运发展 ，形成统一的多式联运标准和规则；完善航空物流网络，提升航空货运效率；培育充满活力的通用航空市场，完善政府购买服务政策，稳步扩大航空消费等市场规模。
2019年8月6日	国务院《中国（上海）自由贸易试验区临港新片区总体方案》	建设高能级全球航运枢纽。 支持浦东国际机场建设世界级航空枢纽 ，建设具有物流、分拣和监管集成功能的航空货站，打造区域性航空总部基地和航空快件国际枢纽中心。
2019年5月17日	民航局《国际航权监测管理办法》	对国际航权实施差异化监测， 取消了航权自由化程度较高的国际一类航线航班计划审批，改为备案制 ；二类航线航权较为稀缺，需要逐条监测是否按时开航并充分利用已配置的航权。
2018年12月1日	民航局《新时代民航强国建设行动纲要》	拓展国际化、大众化的航空市场空间 。重点是着力拓展国际航空市场，着力推进航空服务大众化，着力开拓航空物流市场，着力拓展现代综合交通运输服务空间，全面提升航空服务质量。
2018年5月16日	民航局《关于促进航空物流业发展的指导意见》	以创新体制机制为动力，着力提高行业服务质量和竞争力，促进航空物流信息化、专业化、网络化、社会化发展，构建高效、绿色、安全、可靠的航空物流服务体系；深化与海关等行业主管部门沟通合作，实现跨关区、跨机场通关互认，积极推行空中报关、电子报关、预约通关等便利化通关措施。
2017年2月28日	民航局《民航节能减排“十三五”规划》	到2020年，民航运输绿色化、低碳化水平显著提升，行业单位运输周转量能耗与二氧化碳排放五年平均比“十二五”下降4%以上，行业运输机场单位旅客吞吐量能耗五年平均值较“十二五”末下降15%以上。新建机场垃圾无害化及污水处理率均达到90%以上。
2017年1月4日	交通运输部等18个部门《关于进一步鼓励开展多式联运工作的通知》	1) 依法加强监管，营造良好市场环境；2) 夯实发展基础，提升支撑保障能力；3) 深化行业改革，创新运输服务模式；4) 推动信息共享，加快装备技术进步；5) 深化对外合作，拓展国际联运市场。

数据来源：交通运输部，中信建投

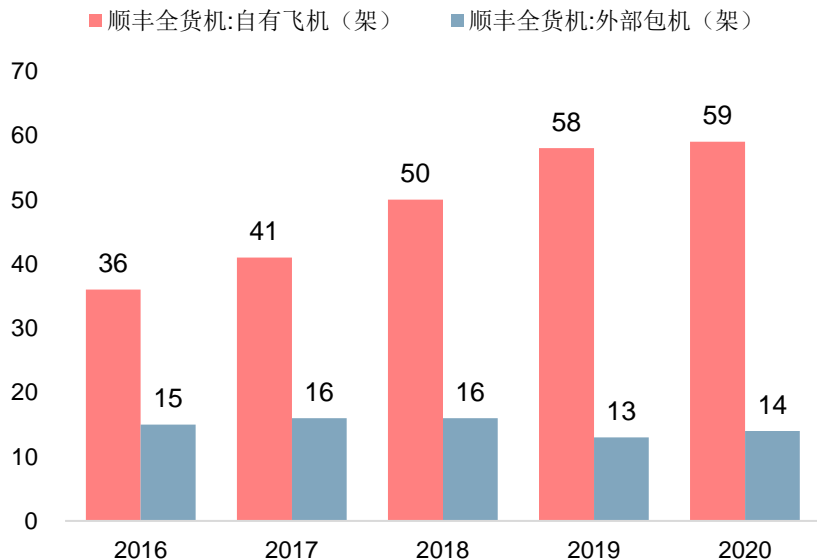
一、顺丰航空发展历程与战略

- 2009年 顺丰航空成功首航
- 2012年 机队规模增长至10架
- 2016年 首架B767-300BCF正式投入运行；机队规模增长至30架
- 2017年 机队规模增长至40架
- 2018年 首架B747-400ERF正式投入运行；机队规模增长至50架
- 2020年 机队规模增长至60架
- 截至2019年底，顺丰共有58架自有全货机，平均机龄23.5年（飞机的寿命一般有三个指标，按照飞行年限寿命算，一架飞机的使用年限约25年~30年。一个是飞行小时寿命，一个是飞行起落循环寿命。大部分民航机的飞行小时寿命在6万小时，某些机型会达到8万小时。而民航的一个起落为一个循环，通常也能达到6万个起降循环）。
- **顺丰航空发展战略：**顺丰正在搭建“末端小型无人机+支线大型无人货机+干线大型有人机”的三段式航空物流网络发展模式，：“鄂州设立一个超级枢纽，以767、757为主的来做干线网络；长远看通过大型支线无人机做支线网络（1—3吨的无人机）；末端小型无人机做最后一公里。”

二、顺丰航空航线网络与机型分布

- 自2018年起，顺丰不再采购并将逐渐替代现有的17架737货机，转而引进747、757、767等大型货机，新购入大型货机占比逐年提升，且未来机型引进也将以大型货机为主。新购入的大型货机相较于传统的737货机，拥有满载情况下碳排放效率更高、每吨载重每小时油耗更低的优点。
- 2019年，顺丰机队新投入1架波音747货机，3架波音767货机、5架波音757货机。相较于737货机，747货机燃油消耗可降低约50%，767货机可降低约45%，757货机可以降低约27%。

图 顺丰航空航线网络



数据来源：公司公告，中信建投

图 顺丰航空机型分布



三、顺丰航空市场份额

- 2019年顺丰航空共计发货135万吨，其中全货机发送58万吨，散航发货77.5万吨。
- 2018年顺丰航空总发货量市场份额18%，其中全货机发货占比7.7%。

图 顺丰航空运量分布

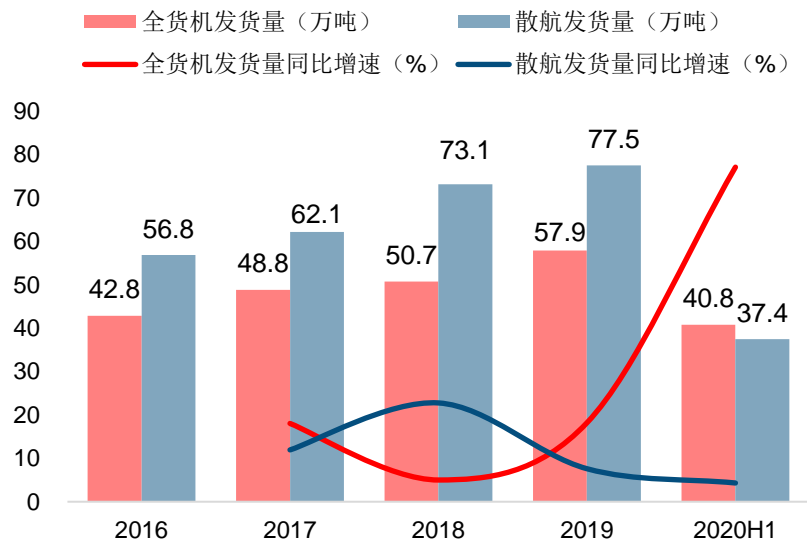
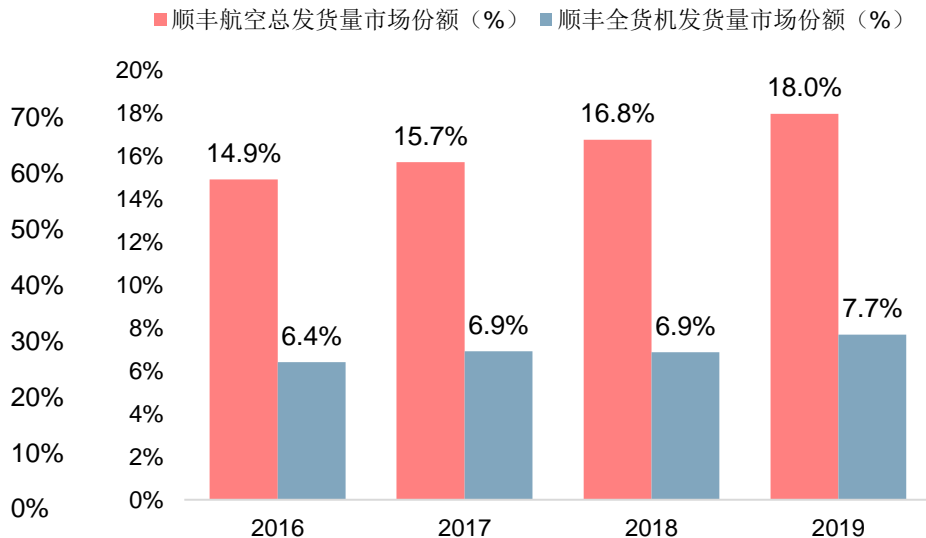


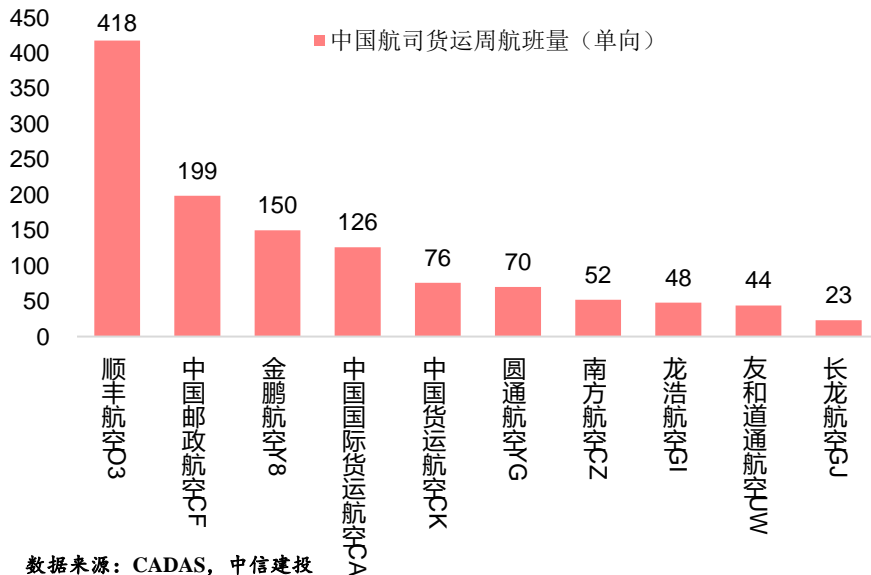
图 顺丰航空市场份额



四、顺丰货运周班量占比35%

- 顺丰、邮政、圆通周班量分别占比35%、16.5%、5.8%，合计占比超过57.3%。与运力规模相匹配。

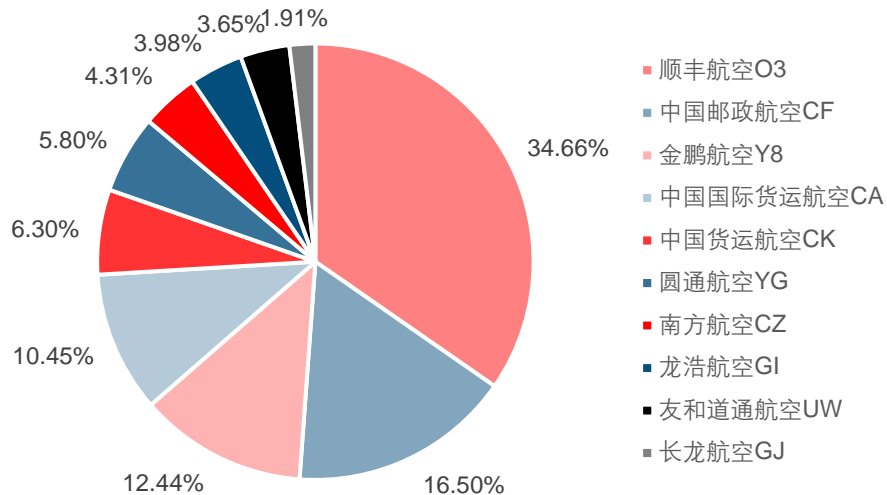
图 中国航司货运周航班量（单向）



数据来源：CADAS，中信建投

31

图 中国航司货运周航班量比例



数据来源：CADAS，中信建投

五、顺丰国际航线仍聚焦亚洲区域

- 顺丰国际航线主要飞往东南亚、南亚区域。
- 中国邮政航空货运以南京为轴，对外辐射至全国主要城市。国际航线以日韩为主。

图 顺丰航空国际地区货运航线周频（次）

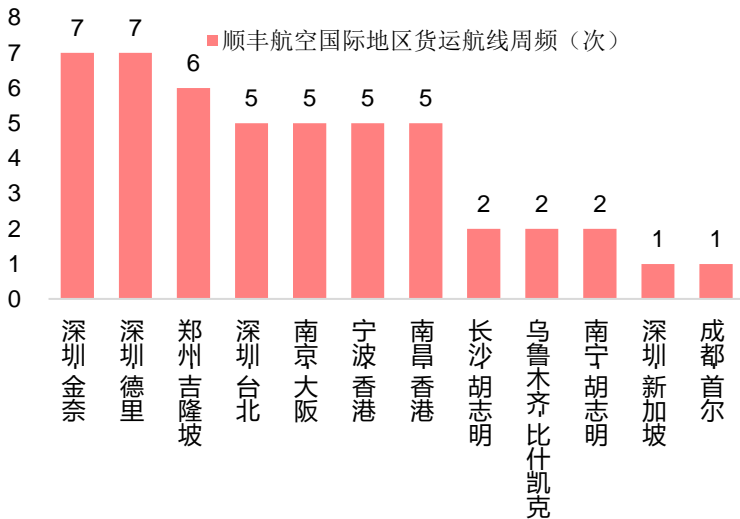
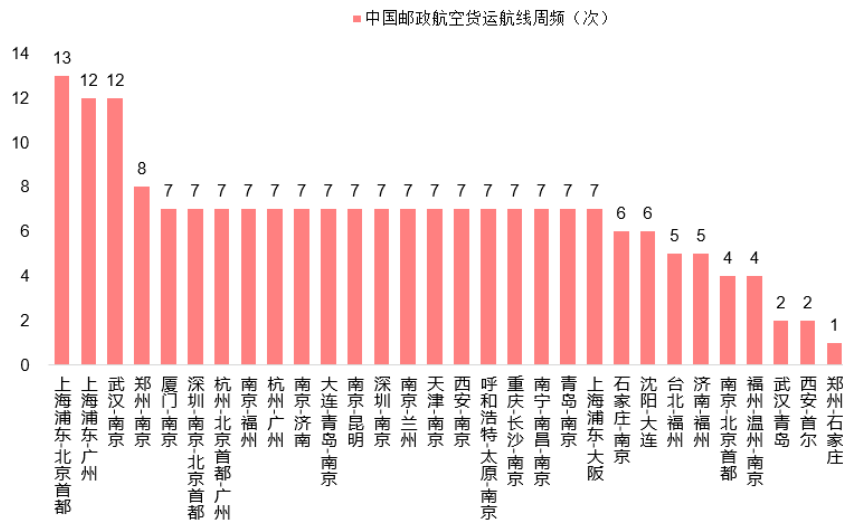


图 中国邮政航空货运航线周频（次）



数据来源：CADAS，中信建投

数据来源：CADAS，中信建投

六、圆通航空以江浙为核心，国际航线聚焦在亚洲区域

- 圆通以江浙为核心，国际航线仍以亚洲区域为主。
- 2019年友和道通航空货运停运，但友和道通在昆明航线布局丰厚，昆明机场也是中国十大货运机场，退出后的市场份额或将被其它竞争对手抢占。

图 圆通航空货运航线周频（次）

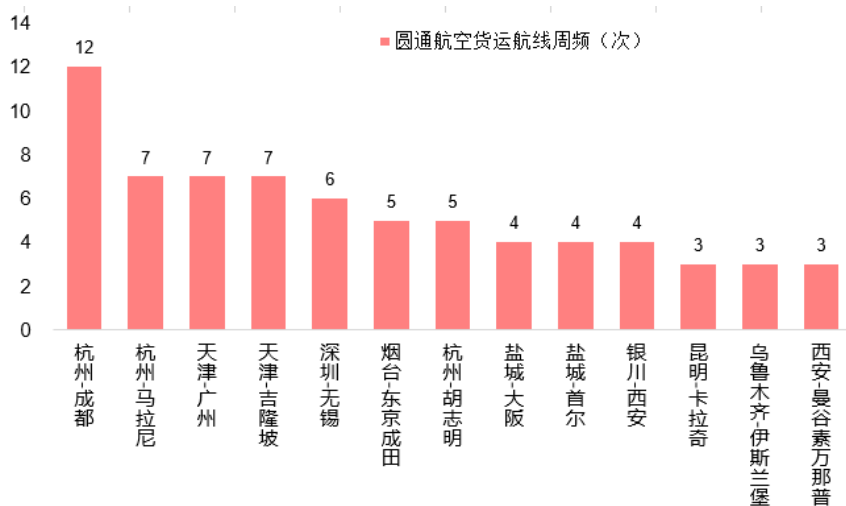
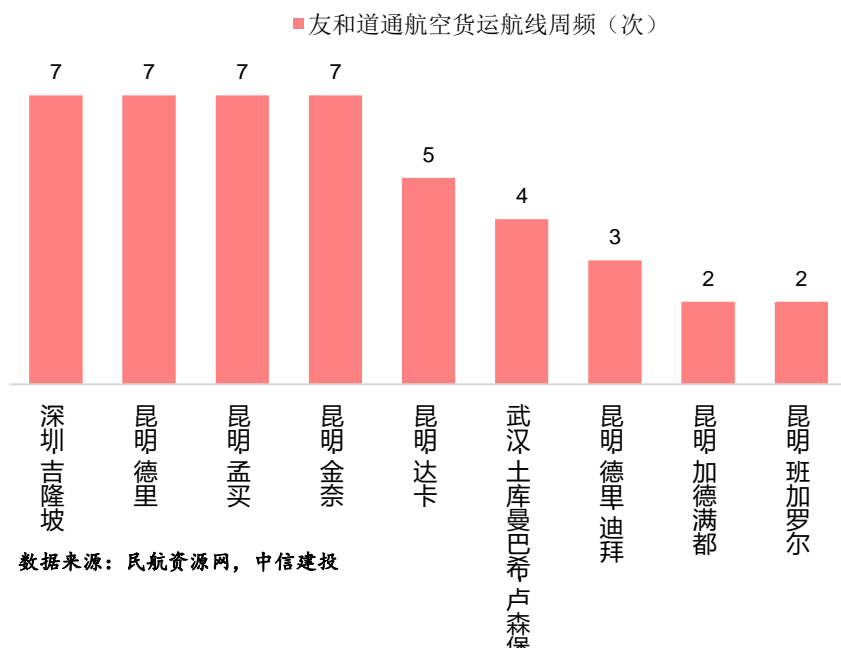


图 友和道通航空货运航线周频（次）



数据来源：CADAS，中信建投

数据来源：民航资源网，中信建投

七、顺丰航空单票重量与价格

- 2020年上半年顺丰航空件均重量同比增长近20%，为1.86公斤，我们认为主要是防疫物资带来整体件量重量的上升，
- 单票价格2019年为3.07元，我们估计上半年顺丰单票价格至少为6元以上。

图 顺丰航空单票重量

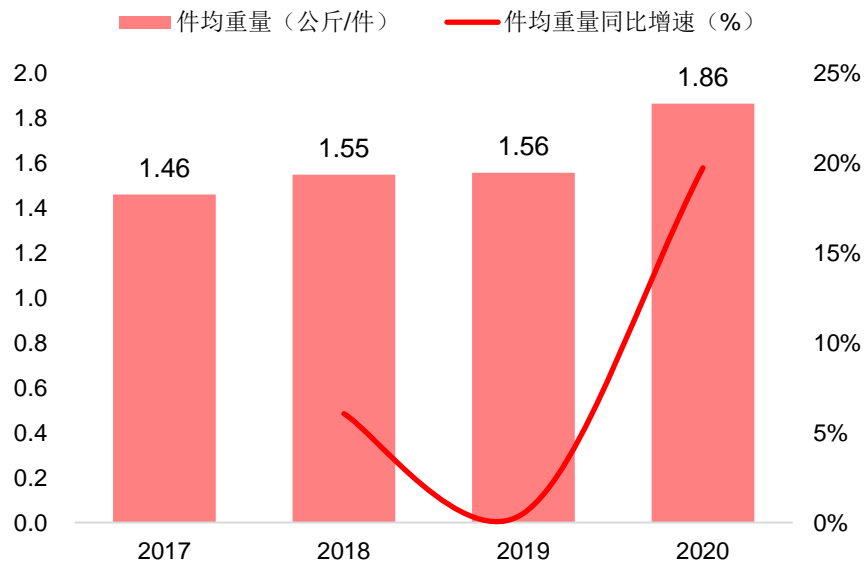
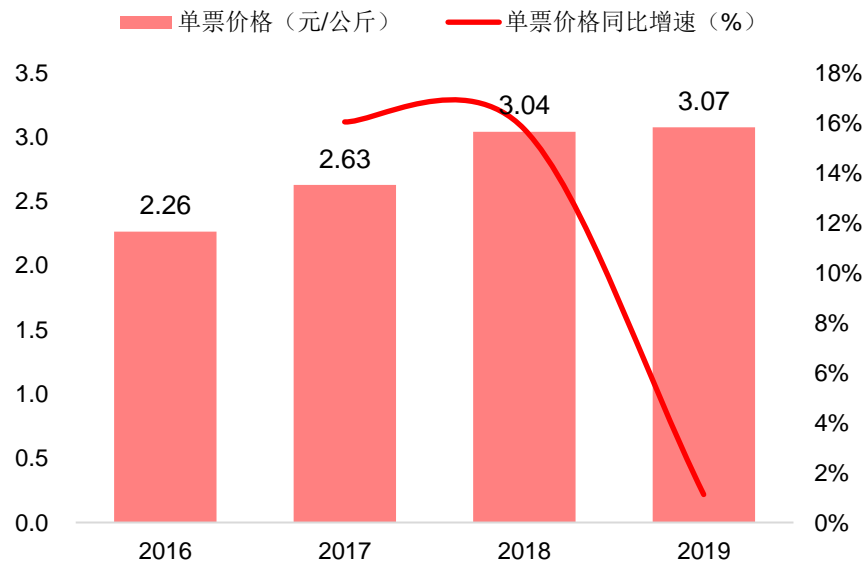


图 顺丰航空单票价格



八、顺丰航空营收与净利润

- 2020年上半年顺丰航空营收实现13亿元，净利润近1亿元。
- 顺丰航空目前资产负债率为73%。

图 顺丰航空营业收入

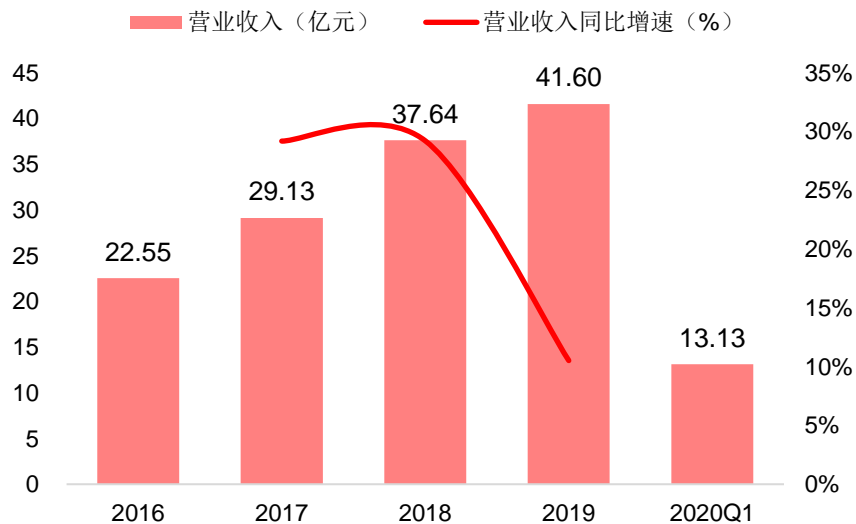
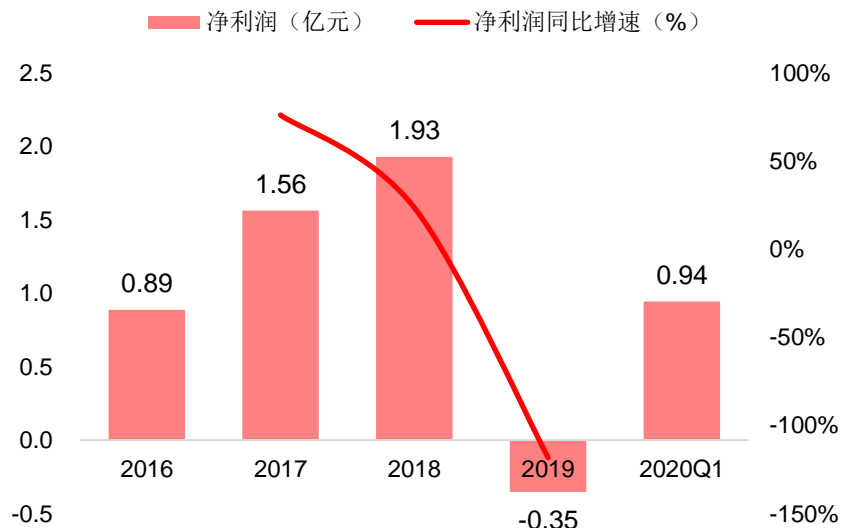


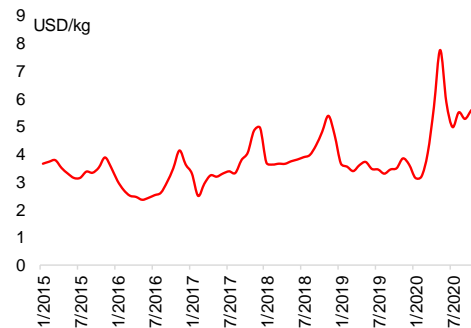
图 顺丰航空净利润



九、国际航空货运价格暴涨，带来顺丰航空业绩暴增

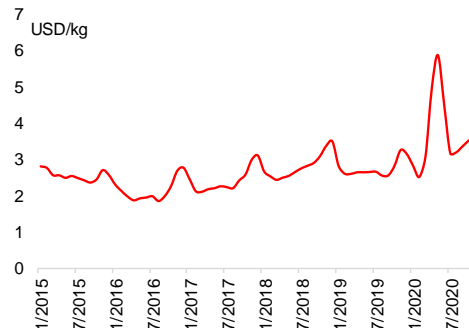
- 2020年受疫情影响，国际航线客运航班大幅缩减，客运腹舱能力严重不足。航空货运价格涨至历史高点。
- 航空货运价格暴涨也将驱动顺丰航空业绩大幅提升。
- 我们估算全年顺丰航空盈利将超过15个亿。

10月香港至北美TAC航空货运价格指数同比**上升59.60%**



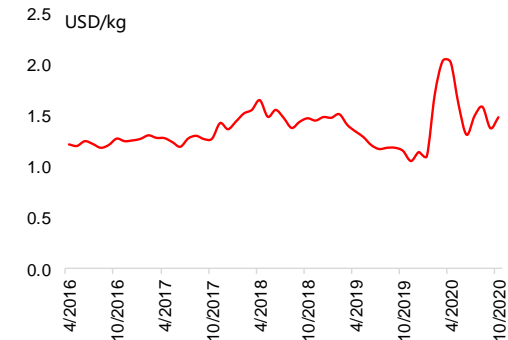
数据来源：Bloomberg, 中信建投

10月香港至欧洲TAC航空货运价格指数同比**上升24.96%**



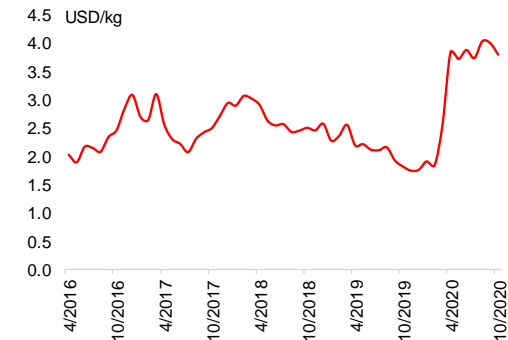
数据来源：Bloomberg, 中信建投

10月法兰克福至东南亚TAC航空货运价格指数同比**上升28.70%**



数据来源：Bloomberg, 中信建投

10月法兰克福至北美TAC航空货运价格指数同比**上升107.96%**



数据来源：Bloomberg, 中信建投

八、风险分析

- (1) 航空货运价格暴跌 (2) 鄂州机场进度不及预期

分析师介绍

韩军：交通运输行业首席分析师，曾供职于上海国际航运研究中心，3年政府规划与市场咨询经验，曾负责或参与为交通运输部、上海市交通委、港航企业等提供决策咨询服务二十余项，参与撰写并出版《2030年中国航运发展展望》。3年交通运输行业证券研究经验，擅长把握周期性和政策性投资机会，2019年10月加入中信建投证券研究发展部。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅15%以上
		增持	相对涨幅5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅5%—15%
		卖出	相对跌幅15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：(i) 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

本报告由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
东城区朝内大街2号凯恒中心B
座12层
电话：(8610) 8513-0588
联系人：杨洁
邮箱：yangjie@csc.com.cn

上海
浦东新区浦东南路528号上海证券
大厦北塔22楼2201室
电话：(8621) 6882-1612
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区益田路6003号荣超商务中心
B座22层
电话：(86755) 8252-1369
联系人：陈培楷
邮箱：chenpeikai@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场2期18楼
电话：(852) 3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csc.hk