

陸運関連業界 ～鉄道・道路網の整備、物流高度化などが支えに～

◆市場動向 ～輸送需要を支えに景況感は堅調、インフラ整備も進む～

17年の業界規模（前年値修正済み）：

物流総費用：12兆元（前年比9%増）、物流業総収入：8.8兆元（同12%増）、高速道路営業距離：13.7万キロ（同5%増）、鉄道営業距離：12.7万キロ（同2%増）（うち高速鉄道：2.5万キロ）

広大な国土と世界最大の人口を持つ中国は輸送需要が非常に大きい。景気回復を背景に、荷主からみた物流総費用は17年で12兆元に達し、伸び率は9%台に回復した。輸送需要の増加を追い風に、物流業全体の総収入は2桁成長を記録。特に冷温物流やEC（電子商取引）需要に基づく宅配などが好調だった。18年も1-5月で物流総費用が前年同期比で約8%増、総収入が9%増と、堅調な景気が続く。

そして客運を含む運輸業で陸運は中核を占め、最大の輸送手段である自動車は全体の8割近くを担う。業務量の拡大により、17年の各運送会社は概ね堅調な業績となった。各高速道路会社も貨物輸送需要の増加を受け、通行料収入の総額は初めて5000億元を突破（前年比11%増）。さらに自動車に次ぐ輸送手段である鉄道の輸送量も旅客・貨物の双方で10%前後の伸びを記録した。

加えて道路・鉄道インフラの整備も陸運業の拡大を支えており、17年は道路に約2兆元、鉄道に8000億元もの資金が投じられ、全国各地で建設・補修が進んだ。今後も鉄道・道路網の整備、消費・物流の高度化などを支えに、業界の成長余地は大きい。

◆業界の特徴 ～運送業は厳しい競争下に、道路・鉄道は実質的な“官業”～

事業環境面：

運送会社は官民含めて数多く存在し、価格競争が激しく、ガソリン価格や人件費が採算性を左右。一方、官が寡占する道路・鉄道経営は比較的ディフェンシブだが、収益性は低く、収益源の多角化が課題だ。また、道路、鉄道、航空間での旅客・貨物需要の獲得競争が続く。旅客輸送は旧正月の交通ダイヤ「春運」中に年間のピークを迎える。貨物需要は国内の景気動向に影響されやすい。道路・鉄道業者ともに巨額の設備投資、投資回収の長期化が避けられず、財務体質や資金調達力が重要。高速道路は主に各地方政府傘下の企業が運営・管理し、政府が付与する徴収権を基に通行料収入を得るコンセッション方式。鉄道は国策会社の中国鉄路総会社が運営・建設・管理を一手に担う。

事業地域面：

道路網は「五縦七横」（南北に5本、東西に7本の幹線）、鉄道網は「四縦四横」（南北に4本、東西に4本の幹線）を中心に全国を網羅。これを中心に全国各地で建設・補修や高速化が進み、高速道路、高速鉄道の営業距離は世界最大を誇る。典型的な内需型産業だが、近年は国際化の流れで海外事業も重要に。

政策面：

道路・鉄道は基本的に官業で、規制は厳しい。ここ数年は規制緩和の方向にあり、料金の段階的自由化や国有企業改革が主要課題となっている。政府は運輸業をサービス業の中核に据え、振興策に着手。

◆主要企業、主な取扱銘柄 ～宅配を中心に運送大手は概ね増収～

運輸業界は多くの企業が乱立するが、大手は一部の国有、民営企業に限られる。景気回復による業務量の増加で上場大手の17.12期は概ね増収だったが、激しい料金競争で利益面に差がみられた。貨物フォワーダーの国内最大手である中国外運（00598）、3PL（物流機能の包括的な外注化）を得意とする華貿国際物流（603128）、倉庫業に強い中儲発展（600787）はいずれも国務院直轄の総合物流大手として有名。地方政府系をみると広東粵運交通（03399）は旅客・貨物輸送の両方を展開し、深セン国際（00152）

は物流パーク建設・運営の専門企業。民営では怡亞通（002183）と飛馬供応鏈（002210）の両企業がサプライチェーン全体のマネジメントを手がけ、それぞれIT・通信機器、石炭・金属の分野に強い。華南城（01668）は物流センターの運営を担う。外資系は嘉里物流（00636）が総合物流業者として中華圏各地で幅広く事業を展開。こうした法人を主要顧客とする物流大手は激しい価格競争の中で、一部は減収・減益に沈んだ。

一方で宅配専門の民営大手の業績は引き続き好調。料金競争は同じだが、ECの普及で国内市場の拡大が続いた。取扱量をみると、米国上場の中通快遞（ZTO）が首位を走り、これをA株上場の円通速遞（600233）と韻達控股（002120）、申通快遞（002468）が追う構図だ。完全直営方式を採用する順豊控股（002352）はビジネス需要に強く、営業収益は同業の上場企業の中で首位に立つ。また、德邦物流（603056）は小口トラック輸送に強く、収益規模は大きい。さらにEコマース最大手のアリババは宅配大手に委託すると同時に、自社でも物流会社の菜鳥網絡を保有。国営の国家郵政局は国際スピード郵便（EMS）を担う。また、インフラ運営企業をみると道路は地域独占型で、各地方政府が支配。深セン高速道路（00548）や広東高速道路（200429）は国内最大の製造業の集積地である珠江デルタをカバー。長江デルタ地域は江蘇高速道路（00177）と浙江高速道路（00576）、製造業が強い山東省は山東高速（600350）、内陸部は安徽高速道路（00995）や四川高速道路（00107）などが有名だ。上場大手の17年は通行料収入の増加傾向が追い風になるも、改修工事の影響や非主力事業の不振などで業績は振るわなかった。鉄道事業を独占する中国鐵路総公司は17年も増収増益を記録。傘下の上場企業は石炭輸送専門の大秦鐵路（601006）、コンテナ輸送の中鉄鉄竜コンテナ（600125）が好業績だったものの、旅客輸送も手がける広深鐵路（00525）は修理費用が重しになった。なお、香港の鉄道独占企業は香港政府傘下の香港鐵路（00066）で、不動産事業も営むその収益基盤は強い。

主な取扱銘柄：

コード	社名	分類	通貨	売上高 増収率	純利益 増益率	時価総額	コメント
00066	香港鐵路	ハンセン	香港 ドル	55,440 +22.7	16,829 +64.1	260,015	香港政府傘下の独占的な鉄道運営会社。鉄道・地下鉄網は香港全域をカバーし、収益基盤は強い。沿線の不動産・商業開発を手がけ、多くの開発用地を持つ。中国本土や海外の鉄道経営に参画。香港・深セン・広州を結ぶ高速鉄道「広深港高速鐵路」の全線開通は18年中に完了の見通し。
00107	四川高速道路	H株	元	8,864 ▲13.2	894 ▲15.4	11,420	四川省政府系の道路会社。成都、重慶という西南部の二大都市を結び成渝高速公路を中心に、省内の大半の高速道路を経営。建設工事、サービスエリア運営など、多角化を推進。「西部大開発」関連の代表的なテーマ株といえる。建設工事収入の減少と各種コスト高で17年は減収減益に後退。
00152	深セン国際	レッド チップ	香港 ドル	9,707 +24.6	3,842 +81.6	31,929	深セン市政府系の物流コングロマリット。主力は物流パークの建設・経営、物流サービスの提供などで、同市を中心に事業を展開。深セン高速道路（00548）と深セン航空を通じ、陸・空の域内輸送を担う。深セン「前海」地区の再開発にともなう補償金も加わり、17年は大幅増益になった。
00177	江蘇高速道路	H株	元	9,456 +2.8	3,588 +7.2	51,359	江蘇省を本拠地とする地元政府系の道路会社。主力道路は上海市と江蘇省の南京市を結び滬寧高速道路の江蘇省区間、南京市と常州市を結び寧常高速道路など。サービスエリアの充実化や不動産開発など、収益多角化も推進。上海、南京の両都市を結ぶ大動脈を担い、経営の安定性は高い。
00525	広深鐵路	H株	元	18,331 +6.1	1,015 ▲12.3	34,358	中国でも数少ない上場鉄道会社で、唯一海外にも上場。国策鉄道会社「中国鐵路総公司」の傘下にある。経営する深セン市－広州市－樂昌市の鉄道は広東省を縦断。香港鐵路と共同で中国・香港を結ぶ広九鉄道の旅客・貨物輸送を独占する。豊富な土地を有し、将来的な含み益の増加に期待。
00576	浙江高速道路	H株	元	9,626 ▲1.1	3,202 +5.4	29,620	浙江省の高速道路会社。上海市と省都の杭州市を結ぶ「滬杭高速公路」が主力道路。道路網は経済発展が進む杭州湾の周辺地域をカバーする。さらに買収を経て安徽省と杭州市を結ぶ「杭徽高速公路」も運営。証券子会社の浙商証券（601878）は17年にA株上場を果たした。
00598	中国外運	H株	元	72,567 +21.4	2,304 +2.2	23,713	国有系の物流大手。数少ない地場系の総合物流業者で、主力の貨物フォワーダーは陸・海・空運に対応。傘下の中外運空運（600270）は外資と合併で宅配便事業を展開。親会社が招商局集團の傘下に入り、招商局港口（00144）が兄弟会社に。再編によるシナジー効果に期待。

コード	社名	分類	通貨	売上高 増収率	純利益 増益率	時価総額	コメント
00636	嘉里物流	香港その他	香港ドル	30,788 +28.1	2,116 +12.7	18,097	マレーシア華僑系財閥に属し、親会社は嘉里建設（00683）。香港を拠点に中国、東南・南アジアなどでフォワーダー、3PLなどを展開する総合物流業者。インドの物流大手を傘下に置き、南アフリカで買収を計画するなど、さらなる世界展開を目指す。リスク要因は主要国間の通商摩擦。
03399	広東粵運交通	H株	元	7,248 ▲1.0	417 +24.5	3,575	広東省政府系の総合運輸事業者。省内の旅客・貨物輸送ターミナル、高速道路のサービスエリアなどの経営、バス運行などを展開。交通インフラ建設に使用される建設材料の手配・輸送などをワンストップで提供する。計画中のA株IPOが実現すれば、約10億元を設備投資に充てる方針。
002120	韻達控股	深センA株	元	9,986 +35.9	1,589 +35.0	79,401	宅配大手5社の一角を占める上海市の民営企業。自社で物流ハブを建設し、多数の加盟店が実際の配送を担う。IT技術を駆使した配達体制を構築。本拠に置く華東地区の売上比率が高い。17年の業務量の伸びは業界平均を大幅に上回った。増資で約39億元を調達し、物流網のIT化を一段と推進。
002183	怡亞通	深センA株	元	68,515 +17.5	595 +14.7	16,048	中国のサプライチェーンサービスの有力企業。各業界の川上・川下企業の取引仲介に加え、原材料調達・輸送・販売を含む各段階のコンサルティング・代行業務などを担う。国内外の幅広い有力企業と提携し、顧客基盤は強い。取扱商品はIT・通信機器や家電、医療機器などが中心を占める。
002210	飛馬供応鏈	深センA株	元	61,384 +17.7	306 ▲80.0	売停	深セン市に本拠を置く民営のサプライチェーンサービス大手。石炭や非鉄金属などのバルクやプラスチック製品を中心に貿易代行、物流、倉庫、決済などを一括して提供。華東、華北地区の売上比率が高く、海外でも広く事業を展開する。新規事業として新エネ・再エネ分野の投資も始める。
002352	順豊控股	深センA株	元	71,094 +23.7	4,771 +14.1	238,085	広東省に本拠を置く民営の宅配大手。営業収益、純利益などは同業の上場企業で首位に立つ。取扱件数は少なく、自社での直接・完全配送体制を構築し、中高価格帯のビジネス需要に強い。米UPSと国際宅配で合併。建設中の自社空港が完成すれば、国内大都市間の輸送網が強化される見通し。
002468	申通快遞	深センA株	元	12,657 +28.1	1,488 +17.9	32,514	民営の老舗宅配大手。浙江省に本拠を置き、華東・華南地区を中心に全国の加盟店が実際の宅配を担う。加盟店数は大手の中で比較的少ないが、各加盟店の取扱件数は多い。17年は配達車両の購入や中継基地の整備など設備投資を拡大。同時に買収を進め、中継機能の強化に努める。
600125	中鉄鉄竜コンテナ	上海A株	元	11,684 +85.1	331 +36.9	14,131	中国鉄路総公司の傘下にある貨物鉄道会社。東北屈指の港湾都市「大連市」に本拠を置き、主にコンテナ輸送を展開。さらにフォワーダーや港湾物流、委託加工貿易なども手がける。特殊コンテナ輸送の強化に加え、18年に始まった新たな運賃政策で収益力の向上が見込める。
600233	円通速遞	上海A株	元	19,982 +18.8	1,443 +5.2	45,485	上海市の民営宅配大手。17年の業務量は国内2位で、A株上場企業では首位。Eコマース最大手のアリババグループを主要顧客とし、戦略投資家に迎える。香港の国際物流会社である円通速遞（国際）（06123）を買収し、海外事業拡大に向けた足場を固めた。
600350	山東高速	上海A株	元	7,380 ▲12.8	2,644 ▲14.4	24,595	山東省政府系的高速道路会社。傘下道路の営業距離数は合計で2100キロを超え、上場道路会社でトップクラス。省都の済南と経済都市の青島を結ぶ区間を中心に省内の主要道路を運営。河南、湖北、湖南、福建など各省の道路会社にも投資。不動産事業からの徹底を段階的に進めている。
600787	中儲發展	上海A株	元	25,620 +67.5	1,338 +74.3	18,531	国务院直轄の中国誠通集団で物流事業を担当する「中国物資儲運総公司」（CMST）の中核企業。全国の主要都市に物流センターを設置し、国内有数の倉庫インフラを誇る。シンガポールの物流大手「GLP」が大株主として出資。GLPと共同で新型物流プロジェクトへの投資を行う。
601006	大秦鐵路	上海A株	元	55,636 +24.7	13,350 +86.2	158,599	石炭鉄道輸送の国内最大手で、大動脈の「大秦鐵路」を運営。中国鉄路総公司の支配下にある。同鉄道は産炭地の山西省大同市と世界最大の石炭積出港がある河北省秦皇島市を結ぶ。競争力は高いが、石炭市況の影響を受けやすい。17年は輸送需要が回復し、業績も大幅に改善した。
603056	德邦物流	上海A株	元	20,350 +19.7	547 +43.9	30,424	新興の民営宅配大手。小口トラック輸送（LTL）を得意とし、同分野に限れば国内首位のシェアを占める。大型家電・家具など大型商品の配達に強みを持つ。直営店方式を採用し、高付加価値のサービスを全国に展開。18年1月のA株上場で約5億元を調達した。
603128	華貿國際物流	上海A株	元	8,715 +19.3	279 +24.5	7,190	国务院直轄の中国旅游集団が支配する物流大手。上海市に本拠を置き、陸・海・空の貨物フォワーダー事業を展開し、クロスボーダーの3PLが得意。16年にはインフラ建設プロジェクト専門の物流サービス大手「中特物流」を完全買収。越境ECの拡大を追い風に、17年は増収増益となった。

※売上高・純利益などはすべてブルームバーグ提供の数値であり、当社HPと異なる場合がある。すべて17.12期、単位は百万。

※時価総額は18年7月25日の終値に基づきブルームバーグから算出、単位は百万HKドル。換算レートは1元=1.2HKドル。

◆注目されるトピックス ～インフラ整備や収益多角化の動きに注目～

5 年計画でインフラ整備、宅配業の成長が続く：

新 5 年計画（16～20 年）の期間中、高速道路・鉄道の整備は政府主導で加速する見通し。中国はすでに高速道路・鉄道の両方で世界 1 位の営業距離を誇るが、政府は 20 年までにそれぞれ 15 万キロ、3 万キロに拡大させ、人口 20 万以上の全都市をカバーする高速交通網を築く計画。5 年間の総投資額は道路が 7.8 兆元、鉄道が 3.5 兆元に上り、同時に輸送インフラの IT 化や、現代的な物流サービス体系の構築も進む見通し。インフラ整備に加え、政府は運送業、その中でも宅配業の発展を重視。各種政策を通じて 20 年までに宅配業の年間取扱件数で 700 億件、営業収益で 8000 億元の達成を目指す。

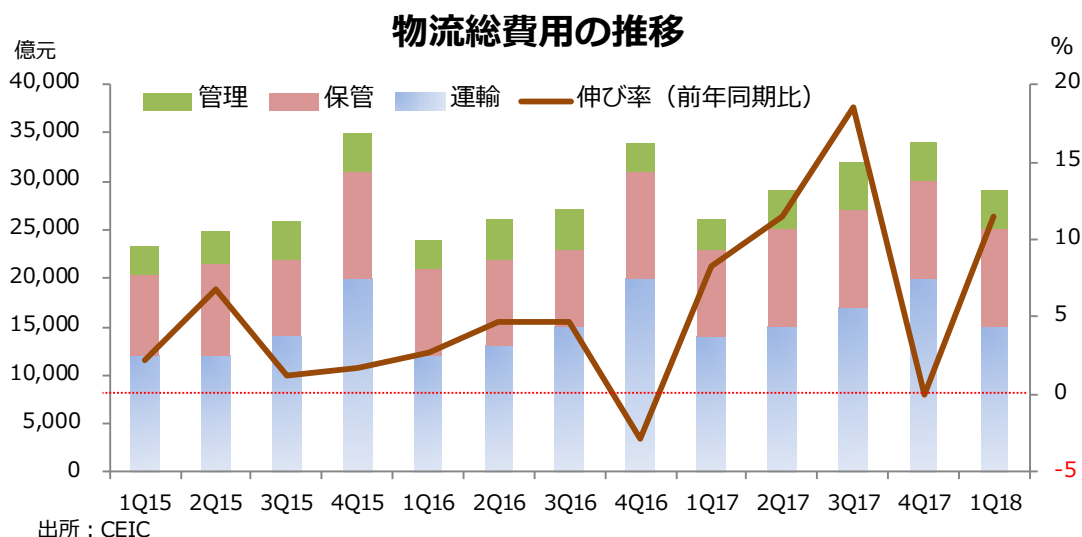
道路・鉄道事業者の財務改善、国有企業改革は不可欠：

官業である道路・鉄道運営は初期投資が巨額に上る一方、料金収入に頼る回収手段は長期にわたり、料金水準は政策措置で低位に抑えられ気味だ。この中で巨額の建設投資が実施されるため、道路・鉄道会社の巨額の債務残高、重い返済負担は主要なリスク要因だ。今後は官民パートナーシップ（PPP）等も活用しつつ、財務体質やプロジェクトの採算性が一段と重要になろう。また、事業会社の混合所有制改革（民間資本の導入）や株式上場も重要テーマとなる。特に鉄道運営を独占する中国鉄路総公司は巨額の負債を抱え、早期の上場が求められる。

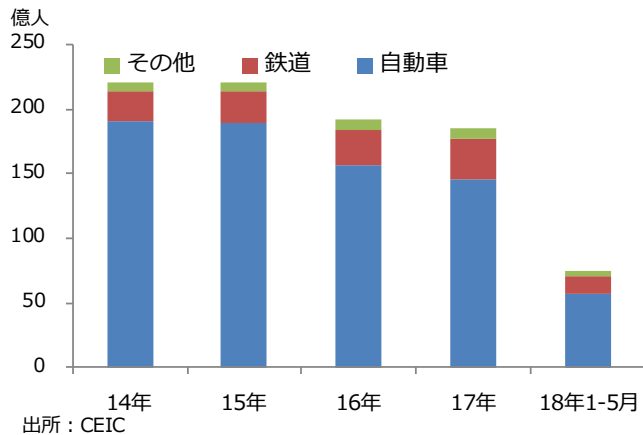
収益多角化の取り組みに注目：

経営安定、成長継続に向けた各社の収益多角化の取り組みに注目。運送業は E コマースの普及で高い成長を続ける宅配事業や、物流高度化に不可欠な 3PL 事業、あるいは冷温物流、国際物流などのハイエンド分野を新たな収益源として強化する動きが進もう。道路・鉄道事業者は料金収入への依存度を下げることが競争力のカギに。豊富な土地備蓄を活かした沿線の不動産・商業開発に加え、リース、金融などが多角化の代表例だ。もっとも、新規事業の収益悪化もみられ、各企業のリスク管理が問われる。

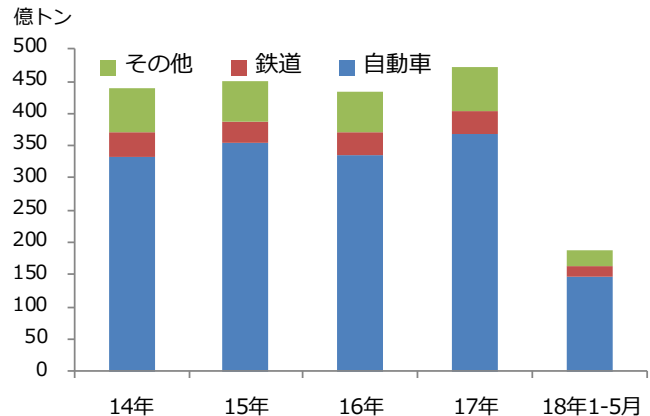
（中国部 畦田）



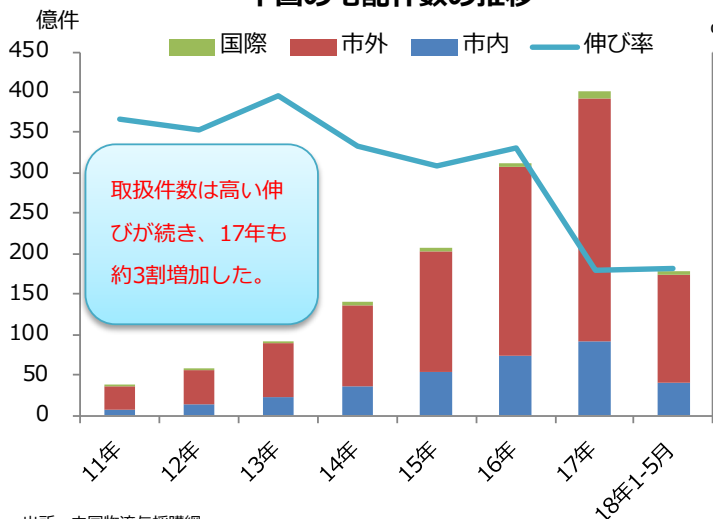
中国の旅客輸送量（輸送手段別）



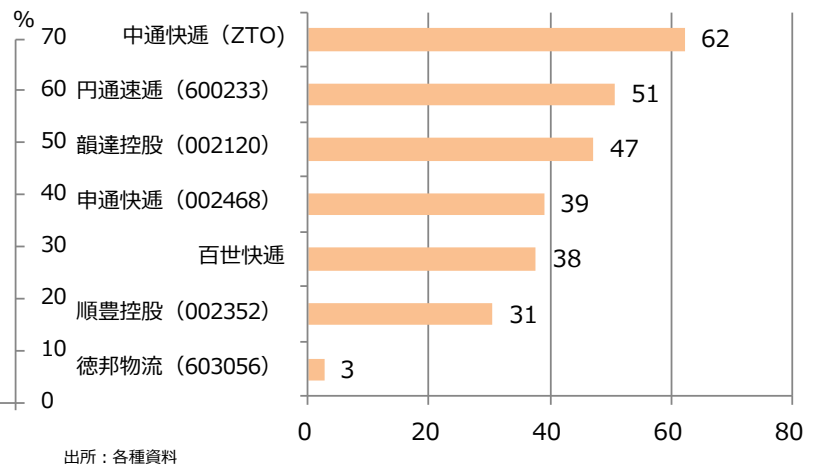
中国の貨物輸送量（輸送手段別）



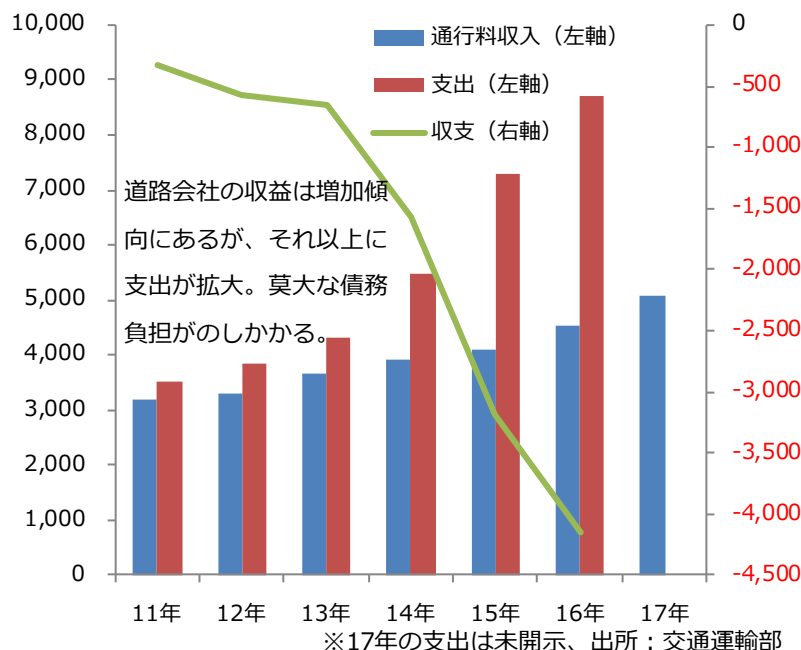
中国の宅配件数の推移



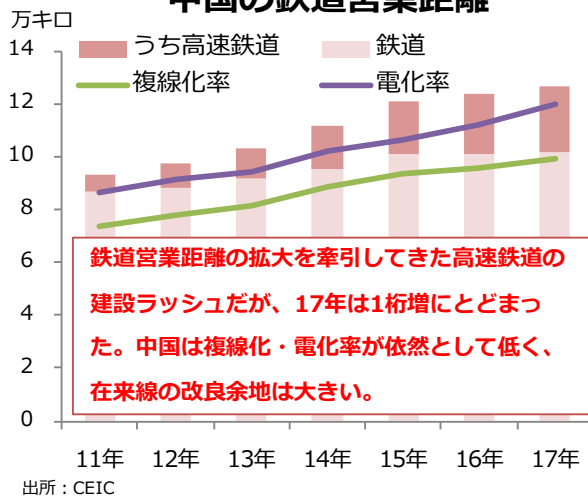
宅配件数ランキング（億件）



有料道路会社の収支状況（億円）

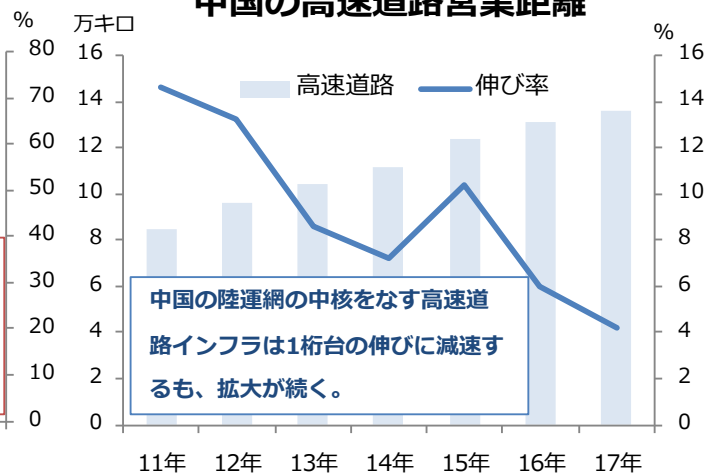


中国の鉄道営業距離



鉄道営業距離の拡大を牽引してきた高速鉄道の建設ラッシュだが、17年は1桁増にとどまった。中国は複線化・電化率が依然として低く、在来線の改良余地は大きい。

中国の高速道路営業距離

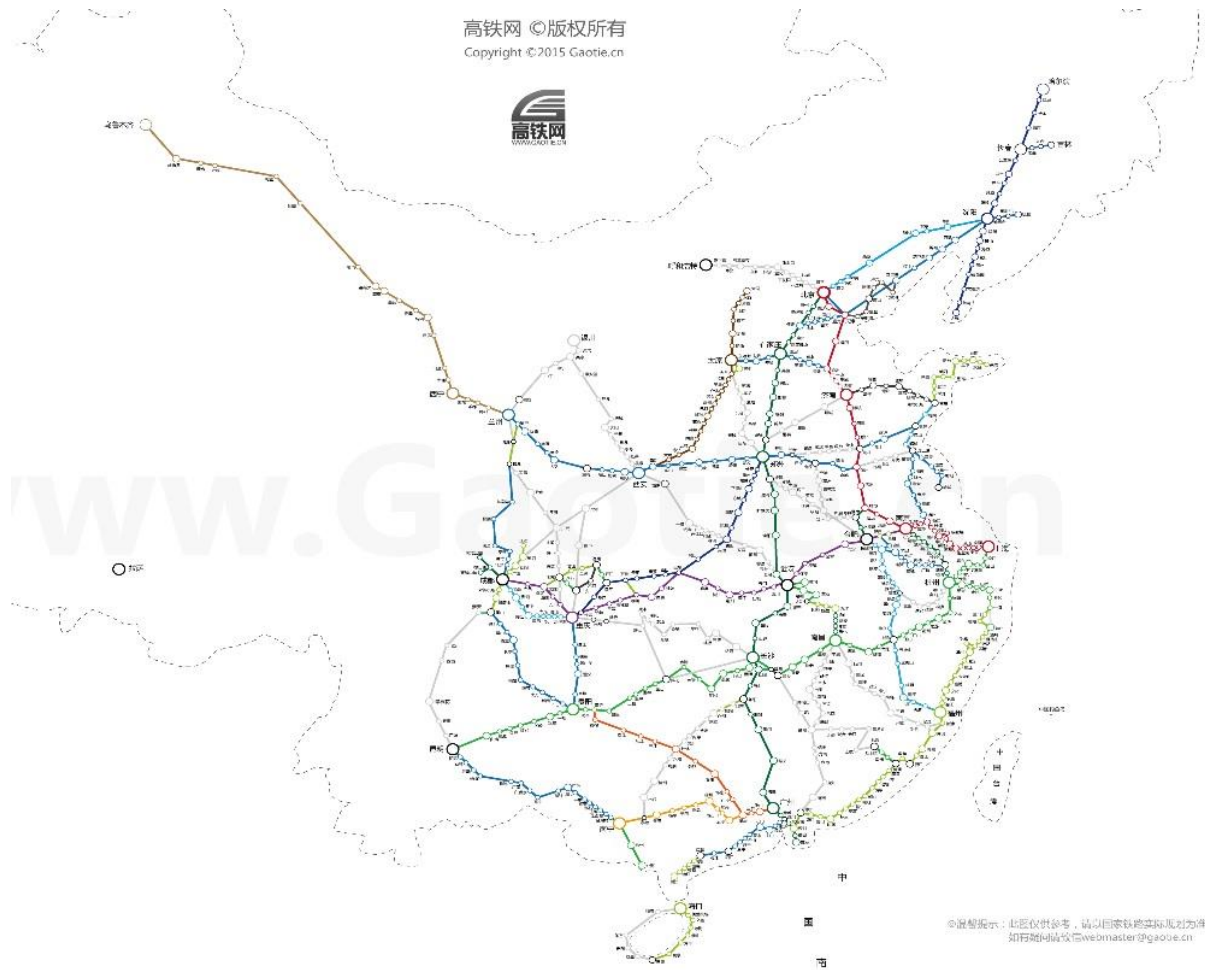


中国の陸運網の中核をなす高速道路インフラは1桁台の伸びに減速するも、拡大が続く。

中国高速道路の路線図 出所：中国公路信息服务網



中国高速鉄道の路線図 出所：CRH



当社の概要

商号等 内藤証券株式会社 金融商品取引業者 近畿財務局長(金商)第24号
 本店所在地 〒541-0043 大阪市中央区高麗橋1丁目5番9号 主な事業 金融商品取引業
 資本金 30億248万円(平成30年3月末現在) 設立年月 昭和18年4月
 加入協会 日本証券業協会 (一社)第二種金融商品取引業協会
 指定紛争解決機関 特定非営利活動法人 証券・金融商品あっせん相談センター
 連絡先 ご質問がございましたら、下記部支店までご連絡ください。

リスク等重要事項のご説明

リスクについて

〈株式〉株価および為替相場(特に外国株式の場合)の変動等により損失が生じるおそれがあります。
 〈債券〉債券は市場金利の動向や発行者の信用状況等によって価格が変動するため、損失を生じるおそれがあります。さらに外国債券は為替相場の変動などにより損失が生じる場合もあります。
 〈投資信託〉組み入れた株式や債券など、有価証券の価格変動および為替相場の動向(特に外国通貨建て有価証券等を投資対象としている場合)等により投資元本を割り込むおそれがあります。
 〈株価指数先物・同オプション〉対象とする株価指数の動きにより損失が生じるおそれがあります。加えて、建て玉代金に比べ少額の委託証拠金での取引が可能であり、株価指数の変動によっては損失額が委託証拠金を上回る(元本超過損)おそれがあります(オプション買方の場合は買付代金とコストの合計額に限定されます)。

手数料について

〈株式〉①対面取引の場合、i) 国内株式は約定代金に対して最大1.15%(税抜き以下同じ、但し最低2,500円)。ii) 現地委託取引による外国株式は売買金額に対し最大0.80%(但し買付け時のみ最低500円)の国内手数料をいただきます。加えて、現地手数料として米国株式で外貨約定代金の最大0.50%、香港株式で同0.25%(最低50香港ドル)、上海・深セン株式で同0.50%必要となるほか、各証券市場によってSEC Fee、印紙税や取引所税等の費用が掛かる場合があります。また、為替に関しては内藤証券が決定したレートを用います。iii) 国内店頭(相対)取引による外国株式は当社提示の取引価格の中に手数料等(諸費用を含む)をあらかじめ加味しております。また為替は上記同様、当社為替レートを用います。②コールセンター取引の場合、i) 国内株式は約定代金に応じて最大31,000円(最低2,500円)。ただ、月間取引回数等による割引あり。ii) 外国株式は対面取引と同様です。③インターネット取引の場合、i) 国内株式は手数料プランが複数に分かれており、この欄に表示するのが難しいため、詳細は当社HP(<http://www.naito-sec.co.jp/>)にてご確認ください。ii) 現地委託取引による外国株式は売買金額に対して最大0.40%(但し買付け時のみ最低500円)の国内手数料をいただきます。また現地手数料並びに為替レート等は対面取引と同様です。なお、インターネット取引では米国株式及び国内店頭取引による外国株式の取り扱いを行っていません。
 〈債券〉国内債券については売買委託手数料表をご確認ください。また、相対取引による外貨建て債券の売買に関しては当社が提示する価格の中に手数料等(諸費用を含む)をあらかじめ加味しております。円貨と外貨を交換する際には、外為市場等の動向をふまえて当社が決定した為替レートを用います。
 〈投資信託〉商品により異なりますので、詳細は「投資信託説明書(交付目論見書)」をご覧ください。
 〈株価指数先物・同オプション〉i) 株価指数先物は約定代金に対して最大0.08%。ii) 株価指数オプションは約定代金の最大4.0%(但し最低2,500円)。

◆本資料は、公表されたデータ等信頼できると考えられる情報に基づいて内藤証券が作成し、また記載された見解等の内容は全て作成時点のもので時間の経過とともに不正確となる場合があります。過去から将来にわたって、その正確性・完全性を保証するものではありません。内容は今後予告なく変更することがあります。◆本資料に基づいた投資によって発生する損益は全てお客様に帰属します。内藤証券は、故意または重大過失がない限り、責任を負いません。◆本資料により提供される情報の著作権等の知的財産権は、引用部分を除き、全て内藤証券に帰属します。お客様は、事前に内藤証券の書面による同意なく、本資料の内容及び情報を、複製、譲渡、修正、変更または転送等の行為をすることができません。

本社 大阪市中央区高麗橋1-5-9 ☎06-6229-6511

東日本地区

東京第一営業部	☎03-3666-5541	金沢文庫支店	☎045-780-5021
湘南サテライト	☎0466-55-3161	足利支店	☎0284-22-1234
東京第二営業部	☎03-3666-7137	伊勢崎支店	☎0270-25-3780
神田支店	☎03-6361-9191	伊勢崎駅前サテライト	☎0270-25-3780
三鷹支店	☎0422-71-1251	焼津支店	☎054-621-1311

西日本地区

本店営業部	☎06-6229-6904	和歌山支店	☎073-423-6211
住道支店	☎072-889-5236	有田支店	☎0737-52-7110
寝屋川支店	☎072-822-6333	田辺支店	☎0739-22-4678
金剛支店	☎072-365-1901	新宮支店	☎0735-22-8151
橿原支店	☎0744-28-4711	高松支店	☎087-822-0105

インターネット

☎0120-7110-76
 suce-s@naito-sec.co.jp

コールセンター

☎0120-20-9680

