

交通运输行业 2018 年中报前瞻

航空受油价、汇率冲击，快递格局日渐清晰

强于大市（维持）

行情走势图



证券分析师

陈雯 投资咨询资格编号
S1060515040001
0755-33547327
CHENWEN567@PINGAN.COM.CN

研究助理

王伟 一般从业资格编号
S1060116070094
010-56800251
WANGWEI230@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

- 航空板块受油价、汇率影响，上半年业绩受冲击：**虽然上半年航空供需改善带来客座率提升，但是油价、汇率依然给三大航业绩带来较大冲击。截至 2018 年 6 月 29 日，人民币对美元中间价为 6.6166 元，相较于 2017 年 12 月 29 日的 6.5342 元，同比提升 1.3%，根据 2017 年年报数据，汇率每变动 1%，国航、南航、东航的净利润变动分别为 2.79 亿元、2.78 亿元、2.6 亿元，虽三大航在着力降低美元负债规模和占比，但汇兑损失依然较大。此外，2018 上半年，布伦特原油平均价格为 71.2 美元/桶，同比 2017 上半年平均价格提升 34.54%，相较于 2017 年全年平均价格提升 29.93%。从航空煤油的价格来看，进口到岸完税价格 2018 上半年同比提升 23.7%，燃油成本是航空公司最主要的成本项，油价提升较多会对业绩带来较大冲击。
- 快递行业维持高增速，行业格局优化：**2018 年 1-5 月，全国快递服务企业业务量累计完成 178.5 亿件，同比增长 28.3%；业务收入累计完成 2236.4 亿元，同比增长 27%，快递行业维持较高增速的增长。韵达、顺丰业务量增速远高于行业，韵达前五个月的业务量和营业收入增速分别为 54% 和 35.6%，顺丰前五个月的业务量和营业收入增速分别为 36.7% 和 32.1%。并且非快递业务布局进展顺利，预计上半年利润增速较快。
- 投资建议：**航空板块供需改善，客座率稳步提升，成本端燃油附加费重启，非油成本下行；票价放开，利润向上空间打开；同时，航空公司不断降低美元负债，汇率波动的影响在逐年减弱。对于航司本身来讲，盈利的稳定性和持续性得以提升，我们认为可给予消费类股票的估值，展望下半年，我们认为暑运将带来航司的量价齐升，推荐南方航空、中国国航，建议关注东方航空。快递版块依旧处于成长期，行业格局改善，价格逐步企稳：2018 年前五个月 CR8 为 81.4%，集中度继续提升，价格战风险可控；快递公司积极布局新业务，培育新的收入增长点；电子面单、中转中心自动化设备的投入使用，有助于成本的降低；我们认为部分快递企业会取得远高于行业增速的业绩成长，推荐成本管控能力强的韵达股份，建议关注向综合物流服务商转变的顺丰控股。
- 风险提示：**(1) 票价放开不达预期风险：如果票价放开暂停，将对航空公司业绩带来负面影响；(2) 油价大幅上涨风险：油价上涨会抬升相关公司运营成本，带来业绩下滑；(3) 汇率大幅贬值风险：汇率的大幅贬值会带来负的汇兑损益，带来短期的股价波动；(4) 电商增速不达预期风险：快递行业的发展很大程度依赖于电商，如果电商增速放缓，将会带来快递行业增速下降；(5) 快递行业价格战风险：如果快递公司间进行价格战抢占份额，将会降低行业盈利水平；(6) 加盟商网点不稳定：如果加盟商网店停止营业，将对快递公司运行和口碑造成极大伤害。

股票名称	收盘价	EPS (元/股)			PE			评级
		2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E	
中国国航	8.32	0.54	0.64	0.82	15.4	13.0	10.1	推荐
南方航空	8.01	0.59	0.81	1.05	13.6	9.9	7.6	推荐
韵达股份※	51.89	1.21	1.63	2.09	42.9	31.8	24.8	推荐
东方航空※	6.52	0.44	0.50	0.68	14.8	13.0	9.6	未评级
顺丰控股※	44.78	1.08	1.20	1.46	41.5	37.3	30.7	未评级

注：标※表示盈利预测采用wind一致预期，收盘价取2018年7月10日收盘价

正文目录

一、航空：人民币贬值叠加油价上涨，业绩受冲击	5
1.1 人民币贬值，三大航形成汇兑损失	5
1.2 油价上涨，触发燃油附加费重启	5
1.3 供需改善，南航、东航客座率提升	6
二、快递：行业成长，格局优化，顺丰、韵达增速领先	7
三、盈利预测及投资建议	8
3.1 盈利预测	8
3.2 投资建议	8
四、风险提示	9

图表目录

图表 1	美元兑人民币中间价	5
图表 2	三大航汇率波动的弹性测算 (单位: 亿元)	5
图表 3	布伦特原油期货结算价变动趋势 (单位: 美元/桶)	6
图表 4	航空煤油进口到岸完税价格 (单位: 元/吨)	6
图表 5	燃油价格变化的弹性测算 (单位: 百万元)	6
图表 6	2018 年 1-5 月东航、南航、国航 RPK 和 ASK 增长情况	6
图表 7	2018 年 1-5 月东航、南航、国航客座率及同比增长情况	7
图表 8	全国快递服务企业单月业务量 (单位: 万件)	7
图表 9	2018 年一季度各快递公司营收增速	7
图表 10	顺丰、韵达、圆通、申通 2018 年前五个月经营数据 (单位: 亿元、亿件)	8
图表 11	主要交运股中报 EPS 预测 (单位: 元)	8
图表 12	主要标的盈利预测与投资评级	8

一、航空：人民币贬值叠加油价上涨，业绩受冲击

1.1 人民币贬值，三大航形成汇兑损失

截至 2018 年 6 月 29 日，人民币对美元中间价为 6.6166 元，相较于 2017 年 12 月 29 日的 6.5342 元，同比提升 1.3%。

图表1 美元兑人民币中间价



资料来源：wind，平安证券研究所

汇率每变动 1%，国航、南航、东航的净利润变动分别为 2.79 亿元、2.78 亿元、2.6 亿元。

图表2 三大航汇率波动的弹性测算（单位：亿元）

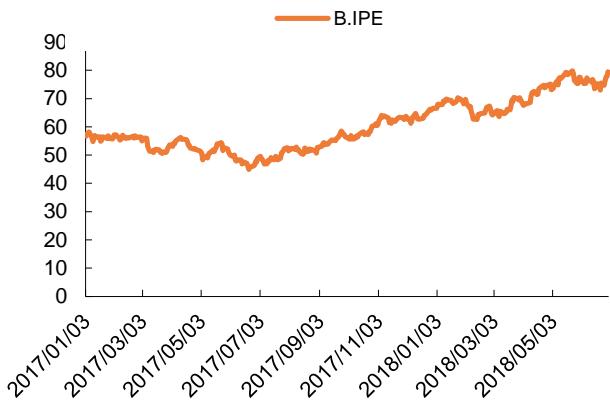
	中国国航	南方航空	东方航空
2017 年底美元负债	387.2	404.4	368.1
2017 年归母净利润	72.4	59.1	63.5
汇率变动 1%净利润变动	2.79	2.78	2.6

资料来源：wind，平安证券研究所

1.2 油价上涨，触发燃油附加费重启

2018 年上半年，布伦特原油平均价格为 71.2 美元/桶，同比 2017 年上半年平均价格提升 34.54%，相较于 2017 年全年平均价格提升 29.93%。从航空煤油的价格来看，进口到岸完税价格 2018 年上半年同比提升 23.7%，并于 2018 年 6 月达到燃油附加费起征点，多家航空公司发布公告重启燃油附加费征收：2018 年 6 月 5 日起，恢复征收国内航线燃油附加费，对成人旅客（无论是 800 公里（含）以下航线还是 800 公里以上航线）每人收取 10 元燃油附加费。

图表3 布伦特原油期货结算价变动趋势 (单位: 美元/桶)



资料来源:Wind, 平安证券研究所

图表4 航空煤油进口到岸完税价格 (单位: 元/吨)



资料来源:Wind, 平安证券研究所

图表5 燃油价格变化的弹性测算 (单位: 百万元)

	中国国航	南方航空	东方航空
2017 年燃油成本	28409.21	31,895	25131
2017 年归母净利润	7240	5914	6352
税率	25%	25%	25%
净利润弹性			
燃油成本变动 10%净利润变动	710.2	797.4	628.3
燃油成本变动 10%净利润变动比例	9.81%	13.48%	9.89%
燃油成本变动 20%净利润变动	1420.5	1594.8	1256.6
燃油成本变动 20%净利润变动比例	19.62%	26.97%	19.78%

资料来源: 平安证券研究所测算

注: 不考虑燃油附加费的征收

1.3 供需改善, 南航、东航客座率提升

图表6 2018 年 1-5 月东航、南航、国航 RPK 和 ASK 增长情况

公司	南航	国航	东航
RPK 增速(收入客公里)	整体	12.2	11.4
	国内	11.3	8.3
	国际	14.3	16.6
	地区	13.7	14.5
ASK 增速(可利用客公里)	整体	11.9	12.2
	国内	11.1	9.1
	国际	14.0	17.9
	地区	12.6	6.9

资料来源: wind、公司公告、平安证券研究所

图表7 2018年1-5月东航、南航、国航客座率及同比增长情况

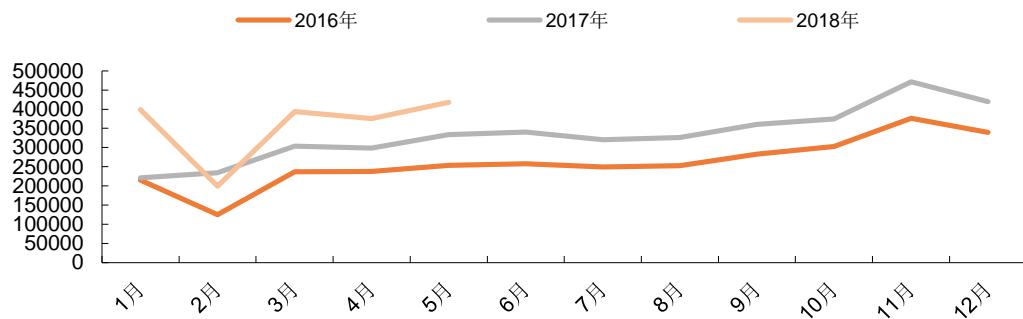
公司	南航		国航		东航		
	客座率	同比增长	客座率	同比增长	客座率	同比增长	
客座率	整体	82.4	0.20pts	80.6	-0.60pts	82.22	0.90pts
	国内	82.7	0.18pts	82.4	-0.60pts	83.53	0.58pts
	国际	82.3	0.22pts	77.7	-0.90pts	79.94	1.30pts
	地区	74.7	0.69pts	79.6	5.30pts	78.60	2.90pts

资料来源: wind、平安证券研究所

二、快递：行业成长，格局优化，顺丰、韵达增速领先

得益于拼多多等新兴电商对用户渗透，国内电商零售市场增速回升，快递行业推动力进一步增强。2018年5月全国快递服务企业业务量完成41.8亿件，同比增长25.1%；业务收入完成497.8亿元，同比增长22.2%。2018年1-5月，全国快递服务企业业务量累计完成178.5亿件，同比增长28.3%；业务收入累计完成2236.4亿元，同比增长27%。

图表8 全国快递服务企业单月业务量(单位:万件)



资料来源: wind、国家邮政局、平安证券研究所

图表9 2018年一季度各快递公司营收增速



资料来源: wind、平安证券研究所

注: 圆通速递一季度有并购先达国际的影响，抛除这一因素，圆通速递的营收增速我们预计在30%以上。

图表10 顺丰、韵达、圆通、申通 2018 年前五个月经营数据 (单位:亿元、亿件)

	顺丰	韵达	申通	圆通
营业收入 (单位:亿元)	345.64	42.73	54.63	36.93
营业收入增速	32.1%	35.6%	23.0%	23.3%
业务量 (单位:亿件)	15.3	24.2	16.4	10.7
业务量增速	36.7%	53.9%	18.0%	25.5%

资料来源: wind、平安证券研究所

注: 因圆通之前月份未公告经营数据, 此处圆通数据为 2018 年 4 月、5 月份的加总

三、盈利预测及投资建议

3.1 盈利预测

综上所述, 我们认为航空版块中, 三大航由于美元负债较多, 且伴随上半年油价上涨, 我们预计中国国航、南方航空的业绩同比略有下滑; 快递版块中, 韵达股份市占率持续提升, 业务量和营收增速远高于行业平均水平, 预计中报净利润增速为 46%。

图表11 主要交运股中报 EPS 预测 (单位:元)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	1H18	2Q 同比	2Q 环比	半年度同比
中国国航	0.10	0.13	0.34	-0.07	0.18	0.04	0.22	-69.7%	-78.1%	-4.6%
南方航空	0.15	0.12	0.42	-0.11	0.25	0.00	0.25	-99.3%	-99.7%	-7.1%
韵达股份	0.21	0.36	0.33	0.31	0.31	0.52	0.83	45.1%	68.5%	46.0%

资料来源: 公司公告、平安证券研究所预测

3.2 投资建议

航空版块供需改善, 客座率稳步提升, 成本端燃油附加费重启, 非油成本下行; 票价放开, 利润向上空间打开; 同时, 航空公司不断降低美元负债, 受汇率波动的影响在逐年减弱。对于航司本身来讲, 盈利的稳定性和持续性得以提升, 我们认为可给予消费类股票的估值, 展望下半年, 我们认为暑运将带来航司的量价齐升, 推荐南方航空、中国国航, 建议关注东方航空。快递版块依旧处于成长期, 行业格局改善, 价格逐步企稳: 集中度继续提升, 2018 年前五个月 CR8 为 81.4%, 价格战风险可控; 各快递公司积极布局新业务, 培育新的收入增长点; 电子面单、中转中心自动化设备的投入使用, 有助于成本的降低; 我们认为部分快递企业会取得远高于行业增速的业绩成长, 推荐成本管控能力强的韵达股份, 建议关注向综合物流服务商转变的顺丰控股。

图表12 主要标的盈利预测与投资评级

股票名称	收盘价	EPS (元/股)			PE			评级
		2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E	
中国国航	8.32	0.54	0.64	0.82	15.4	13.0	10.1	推荐
南方航空	8.01	0.59	0.81	1.05	13.6	9.9	7.6	推荐
韵达股份※	51.89	1.21	1.63	2.09	42.9	31.8	24.8	推荐
东方航空※	6.52	0.44	0.50	0.68	14.8	13.0	9.6	未评级
顺丰控股※	44.78	1.08	1.20	1.46	41.5	37.3	30.7	未评级

资料来源: 公司公告、wind、平安证券综合研究所

注: 标※表示盈利预测采用 wind 一致预期, 收盘价取 2018 年 7 月 10 日收盘价

四、 风险提示

- (1) 票价放开不达预期风险：如果票价放开暂停，将对航空公司业绩带来负面影响；
- (2) 油价大幅上涨风险：航空板块受油价波动影响较大，油价上涨会抬升相关公司运营成本，带来业绩下滑；
- (3) 汇率大幅贬值风险：汇率的大幅贬值对于美元债务较多的航空等板块的公司来讲，会带来负的汇兑损益，带来短期的股价波动；
- (4) 电商增速不达预期风险：快递行业的发展很大程度依赖于电商，如果电商增速放缓，将会带来快递行业增速下降；
- (5) 快递行业价格战风险：快递公司所提供的服务存在一定的同质性，如果快递公司间进行价格战抢占份额，将会降低行业盈利水平；
- (6) 加盟商网点不稳定：如果出现加盟商网店停止营业、爆仓等情况，将对快递公司业务运行和口碑造成极大伤害。

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 ±10%之间）
回避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
中性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 ±5%之间）
弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2018 版权所有。保留一切权利。



平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 62 楼
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编：100033