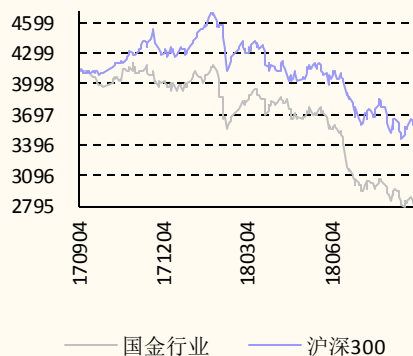


## 市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金交通运输产业指数	2811.02
沪深300指数	3334.50
上证指数	2725.25
深证成指	8465.47
中小板综指	8640.98



## 相关报告

- 1.《人民币将升值，航空开启反弹之路-2018-08-25 行业周报...》，2018.8.25
- 2.《航空近期数据超预期，快递仍然高速增长-行业周报》，2018.8.19
- 3.《龙头业务量增速均超行业，申通、圆通边际改善明显-7月快递公司...》，2018.8.19
- 4.《国际及中西部地区增速加快，需求仍有韧性-快递行业7月数据点评》，2018.8.15
- 5.《铁路机场仍是最好的绝对收益标的-2018-08-11 行业周报...》，2018.8.12

苏宝亮 分析师 SAC 执业编号: S1130516010003  
(8610)66216815  
subaoliang@gjzq.com.cn

黄凡洋 联系人  
(8621)61038274  
huangfanyang@gjzq.com.cn

## 优选中报超预期，兼顾生态和格局

## 投资建议

- **行业策略**：总结 2018 年半年报，我们对交运个子版块业绩进行分析，并对未来进行展望，寻找有驱动因素作用的子行业，以及受益于行业改善的优质标的。
- **推荐组合**：**东方航空**：受益华东地区客流旺盛和日韩线回暖；**顺丰控股**：品牌优势明显，全物流业务构建绝对壁垒；**中国国航**：成本三大航降幅最大，有效抵消汇率和油价变化带来的风险；**韵达股份**：成本控制良好，业绩持续高速增长；**上海机场**：等待新产能迎时刻放量，免税新协议带来商业收入高速增长。

## 行业观点

- **航空**：收益水平提升拉开业绩增长差距。2018H1 民航供给侧改革并没有在行业 ASK 层面体现。三大航供给加速，但供需状况良好；其余航空公司供给减缓，但客座率依旧下滑。收入端，供给收缩的航司收益水平改善明显，中小航司票价弹性更大。成本端，油价上涨是主要推升因素，但成本控制使得单位扣油成本明显下降。本期收益水平提升明显的公司，EBIT 上涨更为明显。未来收益水平的提高依然是航司业绩提升的主要动力，中长期预计收益水平将在波动中持续提升。
- **机场**：处于不同周期阶段，业绩有所分化。2018H1，我国上市机场整体流量增速低位徘徊。上市机场业绩表现有所分化，深圳机场处于放量阶段，净利润增速最高；上海机场等待新产能投产，Q2 业绩增速回到机场正常水平，中长期投资价值依然显著。白云 T2 投产，业绩最为低迷。
- **快递**：行业仍存韧性，强者恒强趋势明显。2018H1 行业增速稳健，新型电商贡献增量需求，国际和中西部地区成增长新亮点。顺丰品牌优势明显，中通龙头位置稳固，韵达业绩超预期，圆通和申通持续修复。核心竞争力方面，顺丰通过品牌优势和综合性业务构建壁垒，三通一达成本管控仍是核心。业绩增速表现优异的企业，服务质量更优，现金流形成良性循环，强者恒强趋势明显。
- **铁路**：新货运清算办法出台，铁改提供向上弹性空间。上半年，“公转铁”政策持续推进，货运增量行动持续推进。新货运清算办法下，大秦铁路的收入端和成本端同步增加，对其利好和利空相互抵消，整体影响偏于中性；铁龙物流毛利增速明显高于到发量增速，政策变化对公司影响偏正面。
- **公路**：新收费公路条例细则公布在即，货运清算办法改变影响不一。客运方面，新《收费公路管理条例》细则尚未公布，政策影响仍存有较大的不确定性。货运方面，公转铁政策的陆续出台，或影响京津冀及周边、长三角地区等公转铁实施重点区域以及煤炭、铁矿石等大宗商品货运品类。
- **航运**：底部确认，但仍需等待拐点。**集运**：贸易战对集运行业需求的不确定性、供给端新船交付的压力仍大以及燃油成本的持续上涨难以转嫁等因素的影响，我们暂对行业的复苏维持谨慎态度。**干散运**：船舶利用率不到 80%，市场恢复周期或将持续拉长。**油运**：供需结构边际上有所好转，期待运价与船价的改善。

## 风险提示

- 快递行业发生价格战，油价汇率大幅波动，政策风险等。

## 内容目录

1. 航空：收益水平提升拉开业绩增长差距.....	4
2. 机场：处于不同周期阶段，业绩有所分化.....	9
3. 物流：C 端快递强者恒强趋势明显，B 端物流业绩弹性分化.....	11
2C 快递：行业仍存韧性，强者恒强趋势明显.....	11
2B 物流：景气度处于高位，业绩弹性有所分化.....	17
4. 铁路：新货运清算办法出台，铁改提供向上弹性空间.....	17
5. 公路：新收费公路条例细则公布在即，货运清算办法改变影响不一.....	20
6. 航运：底部确认，但仍需等待拐点.....	22
7. 风险提示.....	24

## 图表目录

图表 1：航空主要标的 2018 年上半年业绩.....	4
图表 2：2018H1 民航供需结构平稳.....	4
图表 3：三大航供需状况良好.....	5
图表 4：其余航空公司客座率持续下滑.....	5
图表 5：收紧供给增速的航空公司收益水平提升明显.....	6
图表 6：航空煤油出厂价与航空燃油附加费关系.....	7
图表 7：三大航单位成本分拆.....	7
图表 8：美元兑人民币中间价.....	8
图表 9：航空公司本期汇兑变动影响.....	8
图表 10：航空公司本期 EBIT 同比.....	8
图表 11：机场主要标的 2018 年上半年业绩.....	9
图表 12：上市机场起降架次增速.....	9
图表 13：上市机场旅客吞吐量增速.....	9
图表 14：上市机场与全国主要机场旅客吞吐量增速对比.....	10
图表 15：机场业绩增长具有周期性.....	11
图表 16：快递主要标的 2018H1 业绩表现.....	11
图表 17：行业快递业务收入增速回升.....	12
图表 18：行业快递业务量增速保持稳健.....	12
图表 19：国际及港澳台业务表现亮眼.....	12
图表 20：中、西部地区业务量增速超东部地区.....	12
图表 21：头部企业竞争格局分化.....	13
图表 22：毛利率普遍下滑.....	13
图表 23：管理费用压力增大.....	13
图表 24：顺丰全物流业务壁垒进一步拓宽.....	14
图表 25：服务质量与业务增速一致.....	15
图表 26：2018H1 现金流情况.....	16

图表 27: 2016~2018H1 现金流情况.....	16
图表 28: 顺丰、圆通国际业务占优.....	17
图表 29: 德邦快递业务量增速保持高速增长.....	17
图表 30: 铁路主要标的 2018 年上半年业绩.....	17
图表 31: 以 4 号运价对相同直通运距情况下的模拟清算结果比较.....	18
图表 32: 以 5 号运价对相同直通运距情况下的模拟清算结果比较.....	19
图表 33: 铁路货运周转量高位运转.....	20
图表 34: 大秦线货运量高位常态化.....	20
图表 35: 铁路客运周转量变化不大.....	20
图表 36: 广深铁路旅客发送量小幅下滑.....	20
图表 37: 公路主要标的 2018 年上半年业绩.....	21
图表 38: 2018H1 公路旅客周转量仍旧处于下滑趋势.....	21
图表 39: 2018H1 公路货物周转量有所下滑.....	21
图表 40: 公路板块股息率相对较高.....	22
图表 41: 航运主要标的 2018 年上半年业绩.....	22
图表 42: 2018H1SCFI 指数低位震荡 .....	24
图表 43: 2018H1BDI 指数有所回落 .....	24

## 1. 航空：收益水平提升拉开业绩增长差距

图表 1：航空主要标的 2018 年上半年业绩

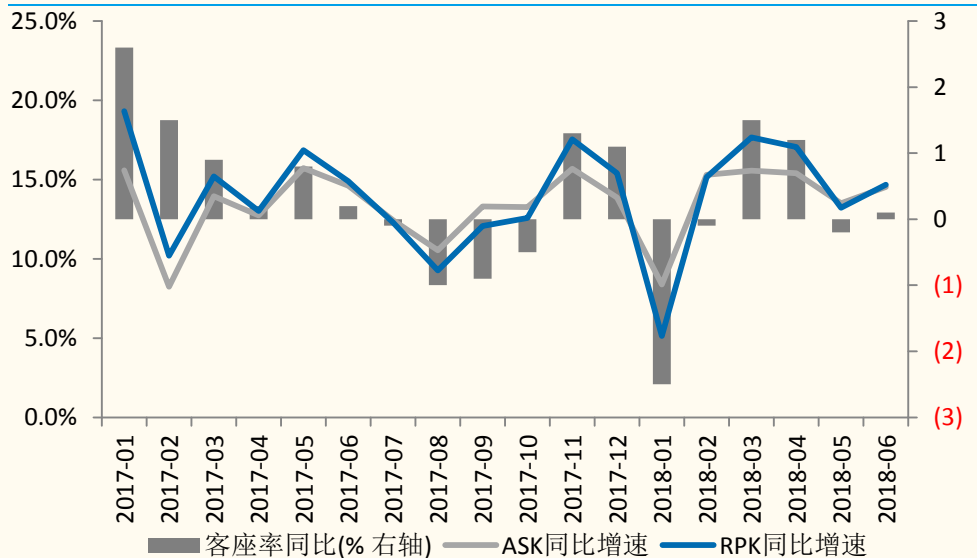
名称	营业收入 2018Q1 (百万元)	YoY (%)	营业收入 2018Q2 (百万元)	YoY (%)	营业收入 2018H1 (百万元)	YoY (%)	归母净利润 2018Q1 (百万元)	YoY (%)	归母净利润 2018Q2 (百万元)	YoY (%)	归母净利润 2018H1 (百万元)	YoY (%)
航空运输	117,100.0	11.1	117,351.0	15.0	234,451.1	13.0	9,393.3	25.7	510.6	-90.7	9,903.9	-23.5
中国国航	31,606.8	9.1	32,635.6	11.8	64,242.3	12.0	2,628.2	79.2	840.3	-54.8	3,468.5	4.3
南方航空	34,101.0	10.1	33,454.0	14.0	67,555.0	12.0	2,544.0	64.1	-407.0	N.A.	2,137.0	-22.8
东方航空	26,753.0	9.0	27,669.0	17.8	54,422.0	13.3	1,983.0	-29.6	300.0	-80.4	2,283.0	-47.5
海航控股	16,808.8	15.6	16,132.6	15.3	32,941.4	15.5	1,337.7	60.2	-789.2	N.A.	548.5	-52.2
春秋航空	3,230.2	25.6	3,101.9	24.4	6,332.1	25.0	385.5	27.1	341.2	36.1	726.7	31.2
吉祥航空	3,609.0	15.9	3,321.4	20.9	6,930.4	18.3	432.6	2.9	185.6	-9.2	618.3	-1.1
华夏航空	991.3	35.4	1,036.6	29.3	2,027.8	32.2	82.3	6.3	39.5	-58.0	121.8	-25.5

来源：公司公告、Wind、国金证券研究所

- 2018H1 民航业整体来看，民航供给侧改革并没有在行业 ASK 层面体现，行业整体 ASK 同增 13.7%，2017 年同期 ASK 同增 13.5%。在协调机场时刻控制收紧的背景下，预计航空公司通过将更多运力投入非协调机场、拉大航距、提高时刻执行率、调整机舱布局增多单机座位等方式，维持 ASK 增速水平。

同时 2018H1 民航需求依旧旺盛，旅客运输量 2.97 亿人次，同比增长 12.4%，民航旅客周转量在综合交通运输体系中的比重达 31%，同比提升 2pct，推动 RPK 同增 13.8%（国内 12.7%/国际 16.8%），日韩泰的恢复拉高国际线增速。整体客座率 83.3%，同比微增 0.02pct。

图表 2：2018H1 民航供需结构平稳



来源：Wind、国金证券研究所

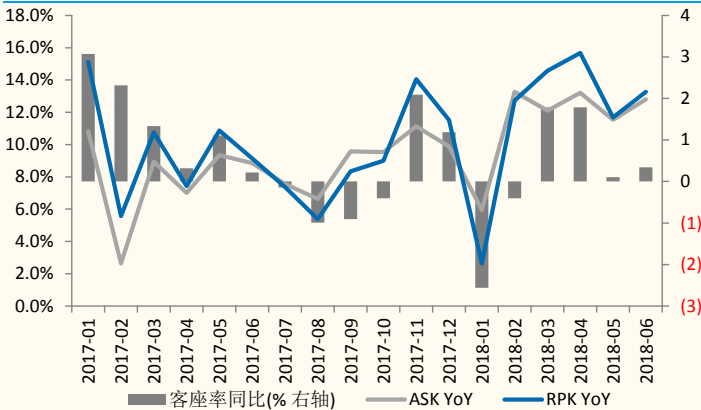
- 分公司看，2018H1 三大航供给加速，但供需状况良好；其余航空公司供给减缓，但客座率依旧下滑。

以 ASK 口径，目前三大航市占率 64.7%。2018H1 三大航 ASK 同增 11.4%，增速相比 2017 年同期提升 3.5pct。三大航 2017H2 开始飞机引进加速，并且本身在一线机场存在丰富的时刻储备，整体飞机日利用率有所提升，叠加南航较大范围改造机舱布局，三大航 2018H1 投入 ASK 增速有所提升。需求端，三大航受益于我国不断增长的航空需求，2018H1 三大航 RPK 同增 11.7%，客座率 81.8%，同增 0.2pct。

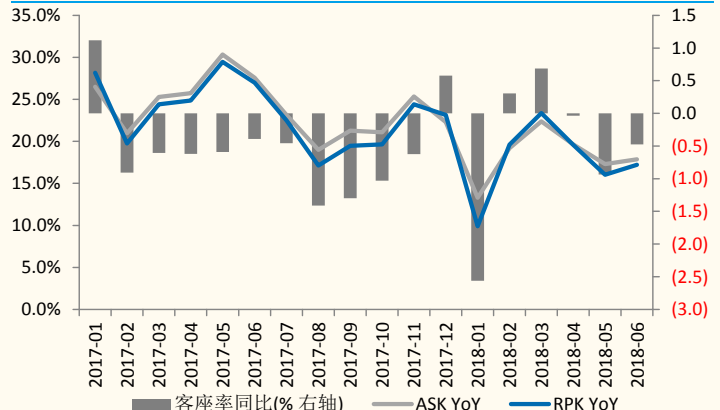
民航控制总量调结构对于中小航空公司较为不利，在一线市场获得优质时刻更为困难，新培育三四线市场航线必定拖累客座率，同时供给增速被动收缩，为了维持成长性，提高票价同样会影响客座率。2018H1 除三大航

外航空公司 ASK 同增 18.3%，2017 年同期为 26.1%，RPK 同增 17.6%，客座率 86.0%，同比下降 0.5pct。

图表 3：三大航供需状况良好



图表 4：其余航空公司客座率持续下滑



来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

■ 收入端，供给收缩的航空公司收益水平改善明显，中小航空公司票价弹性更大。

分航空公司看，中国国航由于 2017 年 4 月首都机场二跑道大修造成低基数，并且 2017H2 公司飞机引进速度加快，2018H1 中国国航 ASK 同增 12.4%，增速相比 2017H1 提高 7.5pct。运力的加速投入抑制了客座率和收益水平的提升，公司客座率和客公里收益分别同降 0.5pct 和 0.1%。

同样的情况发生在南方航空中，由于公司 2017 年中至 2018 年中，共净引进飞机 69 架，之前年度仅净引进 33 架，截止报告期公司机队规模达 786 架，飞机引进速度加快，叠加公司改造机舱布局，共增加 1710 个座位，2018H1 公司 ASK 同增 12.1%，增速提升 2.6pct，虽然客座率同增 0.1pct，但是客公里收益同降 0.2%。

对于东方航空来说，公司在 2018H1 主动控制运力供给增速，削减收益较低的边缘航线，ASK 同增 9.5%，仅比 2017 年同期提升 0.1pct，三大航中最低。同时公司受益于 1) 今年华东流向客流旺盛，客流量同增+17%，作为上海两场主基地航空公司，并且拥有江苏有限公司的东航航空需求旺盛；2) 低基数影响，昆明（旅游市场整顿）和西安（高铁分流）2017 年由于各自不同原因需求产生低基数，今年运营情况预计有较大幅度提升；3) 日韩线回暖，同样为东航国际线的优良表现提供支撑。东航在 2018H1 录得量价齐升，客座率同增 1.1pct，客公里收益同增 3.4%。

春秋航空和吉祥航空作为中小航空公司，受到民航新政影响，并且自身飞机引进速度减慢，供给增速下滑明显。2018H1，春秋和吉祥 ASK 分别同增 18.3%和 13.5%，相比 2017H1 分别下滑 12.4pct 和 23.4pct。一线机场时刻增量收紧，公司只能将更多运力投放至新增航线，这类航线市场尚需培育，对客座率存在拖累，并且公司通过票价精细化管理，提高票价获得更高的总收入，从而维持公司收入端的高成长性，同样将对客座率有所影响。2018H1 春秋和吉祥客座率分别同降 2.5pct 和 1.3pct。票价提升方面，中小航空公司相比三大航更具弹性，另外由于春秋作为低成本航司，票价本身优势更为明显，拥有更大的提价潜力，2018H1 春秋和吉祥单位客公里收益分别同增 11.5%和 5.8%。春秋收益水平提升超预期成为公司业绩一枝独秀的主要原因，客公里收入提升为公司提供约 8.5 亿纯营收增量。

图表 5：收紧供给增速的航空公司收益水平提升明显

	2018H1	整体	国内	国际	地区
中国国航	ASK同比	12.4%	10.0%	17.1%	7.7%
	ASK增速变动 (pct)	7.5	5.0	10.8	14.8
	客座率同比 (pct)	-0.5	-0.8	-0.5	4.9
	单位客公里收益 (元)	0.53	0.59	0.41	0.69
	单位客公里收益同比	-0.1%	1.4%	-1.8%	-3.2%
南方航空	ASK同比	12.1%	11.2%	14.1%	13.1%
	ASK增速变动 (pct)	2.6	2.3	1.5	29.1
	客座率同比 (pct)	0.1	0.1	0.2	0.2
	单位客公里收益 (元) *	0.49	0.53	0.38	0.75
	单位客公里收益同比	-0.2%	-0.1%	3.3%	-7.1%
东方航空	ASK同比	9.5%	9.8%	9.0%	7.6%
	ASK增速变动 (pct)	0.1	1.4	-2.6	4.6
	客座率同比 (pct)	1.1	0.6	1.9	2.9
	单位客公里收益 (元)	0.52	0.55	0.46	0.71
	单位客公里收益同比	3.4%	3.4%	3.9%	1.1%
春秋航空	ASK同比	18.3%	17.8%	20.3%	10.2%
	ASK增速变动 (pct)	-12.4	-25.9	9.4	-5.8
	客座率同比 (pct)	-2.5	-2.4	-2.6	-2.0
	单位客公里收益 (元)	0.37	0.35	0.38	0.42
	单位客公里收益同比	11.5%	14.8%	6.2%	2.4%
吉祥航空	ASK同比	13.5%	13.7%	11.5%	25.0%
	ASK增速变动 (pct)	-23.4	-29.3	-1.2	8.5
	客座率同比 (pct)	-1.3	-2.0	2.1	0.4
	单位客公里收益 (元) *	0.46			
	单位客公里收益同比	5.8%			

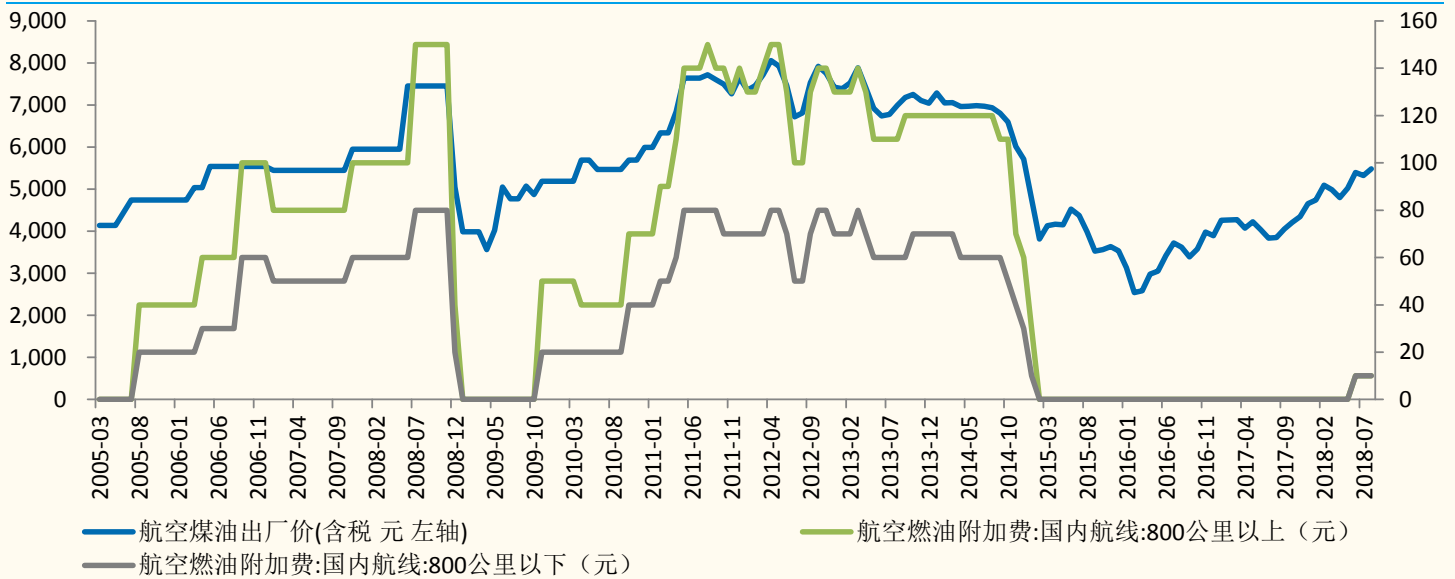
来源：公司公告、国金证券研究所（\*：国金测算，非公司披露）

- 成本端，油价上涨是主要推升因素，但航空公司成本控制措施效果良好，单位扣油成本明显下降。

2018H1 布伦特油价快速上涨，均价由 2017 年 52.8 美元/桶提升至 71.2 美元每桶，涨幅达 35.1%，推动供中航油的航空煤油出厂价均价同增 17.5%，使得三大航航油成本同比增长均超过 25%，成为 2018H1 拉低业绩重要因素之一。

油价受到伊朗制裁预期影响，2018H2 国际油价或将继续高位震荡，同比增幅维持在 30%左右，航空公司燃油成本压力依旧存在。不过目前燃油附加费已在 6 月开始征收每人 10 元，并且若油价进一步提升，燃油附加费同样将提高，缓解航空公司航油成本压力。

图表 6：航空煤油出厂价与航空燃油附加费关系



来源：Wind、国金证券研究所

为了有效缓解油价上涨压力，航空公司自 2017H2 开始注重对成本的管控，并且获得了良好的效果。关于控制成本的措施，首先可以通过机队的年轻化，并且规范飞行员的操作，实时监控油耗情况来降低单位油耗。非油成本方面，通过紧密的航班衔接，减少过站时间，提高飞机的利用率，可以有效摊薄折旧等固定成本。另外提升航距和增加单机座位数可以摊薄每班次的起降费，从而降低单位的运营成本。并且在 2018H1，美元兑人民币平均汇率低于 2017 年同期（2018H1 为 6.37/2017H1 为 6.87），使得以美元计价的租金成本下降明显。

从结果来看，成本控制效果明显，三大航单位吨公里扣油成本均有所下降，其中中国国航单位吨公里扣油成本同降 3.1%，降幅领先三大航，南航和东航单位吨公里扣油成本分别同降 2.2%和 2.8%。另外，我们测算春秋单位吨公里扣油成本也在下降，2018H1 同降 2.2%。而对于吉祥来说，由于新增南京基地，航线网络扩大，并且上海两场时刻紧张，飞机日利用率有所下降，导致单位吨公里扣油成本同增 6.0%。

对于航空公司来说，未来将继续严控成本，我们预计单位扣油成本将继续处于下降通道。但我们可以发现，下降最为明显的是经营性租赁费用，本期下降更多是由于人民币平均汇率升值。在目前美元兑人民币汇率重新回到 6.8 左右的水平后，预计此项成本将有所提升，带动航空公司全年单位扣油成本同比降幅缩窄。

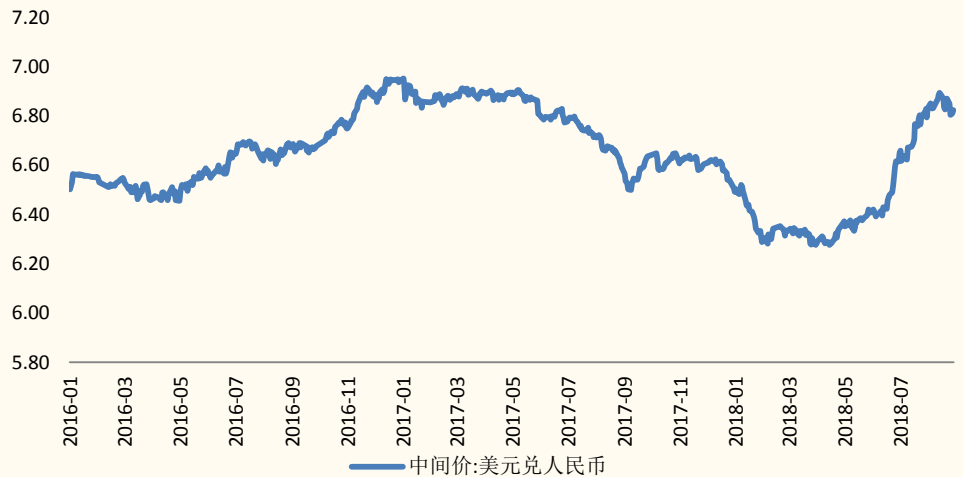
图表 7：三大航单位成本分析

	中国国航			南方航空			东方航空		
	2017H1	2018H1	同比	2017H1	2018H1	同比	2017H1	2018H1	同比
可用吨公里（百万）	17,142.48	19,094.49	11.4%	18,591.27	20,530.88	10.4%	13,297.35	14,604.55	9.8%
航油成本	0.7950	0.9208	15.8%	0.8285	0.9440	13.9%	0.9129	1.0443	14.4%
起降费	0.3883	0.3860	-0.6%	0.3809	0.3679	-3.4%	0.4836	0.4859	0.5%
折旧	0.3659	0.3505	-4.2%	0.3308	0.3201	-3.2%	0.4517	0.4583	1.4%
飞机维修	0.1815	0.1789	-1.4%	0.1816	0.1970	8.4%	0.1628	0.1129	-30.7%
职工薪酬	0.4685	0.4585	-2.1%	0.4562	0.4476	-1.9%	0.5582	0.5452	-2.3%
飞机经营性租赁费	0.2144	0.1835	-14.4%	0.2152	0.1933	-10.2%	0.1681	0.1380	-17.9%
其他主营业务成本	0.3050	0.3059	0.3%	0.4285	0.4233	-1.2%	0.3201	0.3434	7.3%
主营业务成本合计	2.7187	2.7842	2.4%	2.8217	2.8931	2.5%	3.0575	3.1281	2.3%
扣油成本合计	1.9237	1.8634	-3.1%	1.9932	1.9491	-2.2%	2.1446	2.0837	-2.8%

来源：公司公告、国金证券研究所

- 美元兑人民币汇率是拉低航空公司本期业绩另一重要因素。2018H1 人民币贬值约 1.2%，而 2017 年同期为升值约 2.4%。虽然目前三大航积极降低美元负债比例，但是本期汇兑收益（损失）变动较大幅度的拉低了公司利润总额，汇兑变动影响利润总额均超过 30%，而中小航空公司受汇率波动影响较小。央行已重新启动逆周期因子，中美贸易战有放缓迹象，下半年预计人民币汇率将企稳，或有小幅升值。截止本期末，美元兑人民币汇率每波动 1%，国航、南航、东航、春秋、吉祥净利润将变动 2.35 亿、2.32 亿、2.97 亿、0.02 亿、0.01 亿。

图表 8：美元兑人民币中间价



来源：Wind、国金证券研究所

图表 9：航空公司本期汇兑变动影响

（百万元）	中国国航	南航航空	东方航空	春秋航空	吉祥航空
2017H1 汇兑收益	1269.7	561.0	674.0	-6.0	26.5
2018H1 汇兑收益	-517.7	-420.0	-588.0	-3.9	-19.5
汇兑变动	<b>-1787.4</b>	<b>-981.0</b>	<b>-1262.0</b>	<b>2.1</b>	<b>-46.0</b>
利润总额	4995.9	3101.0	3171.0	963.9	833.8
占比利润总额	<b>-35.8%</b>	<b>-31.6%</b>	<b>-39.8%</b>	<b>0.2%</b>	<b>-5.5%</b>

来源：Wind、国金证券研究所

- 为消除汇兑影响，我们采用 EBIT 作为衡量公司运营业绩的指标。可以发现，航空公司均开始严控成本，但措施大同小异，成本端未拉开差距，本期收益水平提升明显的公司，EBIT 上涨更为明显，更好的覆盖航油成本上涨。

其中春秋 EBIT 本期同增 153.9%，东航同增 73.9%，吉祥虽然收益水平同增 5.8%，但成本端控制效果尚未显现，EBIT 仅同增 1.8%。而国航和南航由于收益水平提升乏力，EBIT 分别同降 13.2%和 2.3%。

图表 10：航空公司本期 EBIT 同比

（百万元）	中国国航	南航航空	东方航空	春秋航空	吉祥航空
EBIT2018H1	4606.9	2507.0	2198.0	508.0	700.1
EBIT2017H1	5304.8	2565.0	1264.0	200.1	688.1
EBIT 变动	-697.9	-58.0	934.0	307.9	12.1
同比增长	<b>-13.2%</b>	<b>-2.3%</b>	<b>73.9%</b>	<b>153.9%</b>	<b>1.8%</b>

来源：公司公告、国金证券研究所

- 展望下半年，由于一线机场时刻依然紧张，在票价市场化的过程中，收益水平的提高依然是航空公司业绩提升的主要动力。东航占据上海两场有利区域位置，预计暑运票价提高明显，下半年公司收益水平提升将继续领先

行业平均水平。中小航空公司为维持高成长性，预计将通过提升票价弥补运力投放放缓，不过由于下半年基数较高，收益水平增幅或将有所收窄。

国航一直采取票价优先策略，下半年 ASK 投入或将有所放缓，有利于票价弹性显现。南航目前公司为了明年北京新机场储备运力，2018H2/2019 年计划净引进 54/76 架飞机，运力引进速度较快，短期飞机投向问题依然存在，预计单位座公里收益水平依旧承压。

中长期航空公司运营效率将不断增强，大型航空基础设施的投放将对航空业供需产生扰动，预计航空公司收益水平将在波动中持续提升。中小航空公司预计 2019 年重回高投入抢占高收益新市场，营收端高成长性得以维持。

## 2. 机场：处于不同周期阶段，业绩有所分化

图表 11：机场主要标的 2018 年上半年业绩

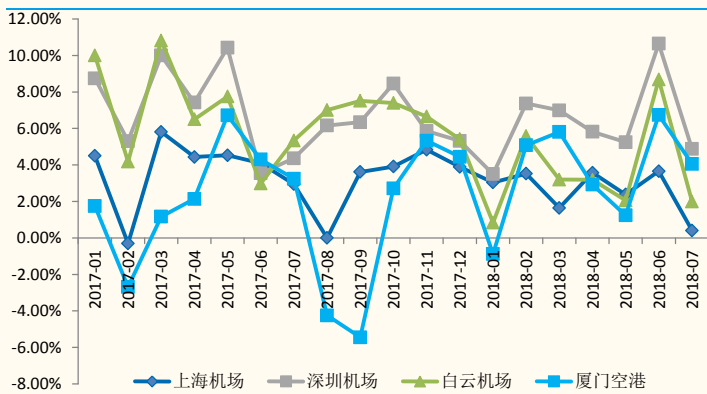
名称	营业收入 2018Q1 (百万元)	YoY (%)	营业收入 2018Q2 (百万元)	YoY (%)	营业收入 2018H1 (百万元)	YoY (%)	归母净利润 2018Q1 (百万元)	YoY (%)	归母净利润 2018Q2 (百万元)	YoY (%)	归母净利润 2018H1 (百万元)	YoY (%)
机场	5,277.3	14.4	5,582.2	14.4	10,859.5	14.4	1,720.1	19.0	1,625.1	3.5	3,345.2	10.9
上海机场	2,280.7	20.3	2,223.7	11.0	4,504.4	15.6	1,017.9	28.6	1,003.6	11.0	2,021.6	19.2
深圳机场	849.0	14.1	910.3	10.5	1,759.3	12.2	157.6	9.4	211.9	22.2	369.5	16.4
白云机场	1,723.8	8.8	1,996.8	22.5	3,720.6	15.8	432.8	6.1	270.2	-27.6	703.1	-10.0
厦门空港	423.8	9.3	451.5	6.9	875.2	8.0	111.7	9.8	139.3	16.7	251.1	13.5

来源：公司公告、Wind、国金证券研究所

- 2018H1，我国上市机场受到时刻限制影响，整体流量增速低位徘徊，各机场之间增速变化有一定同步性。分机场来看，流量增速受时刻释放、空域瓶颈等因素，呈现略微差异。其中，深圳机场正努力将高峰起降架次提升至 52 架次/小时，流量增速最快，旅客吞吐量同比增长 10.6%，上海机场、白云机场、厦门空港旅客吞吐量分别同增 7.5%、7.4%、6.9%。

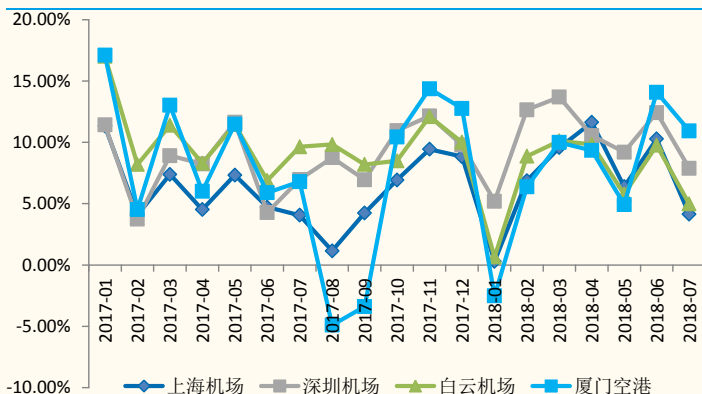
与我国主要机场相比，上市机场多为大型枢纽机场，时刻资源已经非常紧张，航空公司新增运力无法投入一线机场，较多投入二三线城市机场，使得上市机场流量增速明显小于机场行业。2018H1，全国主要机场旅客吞吐量同比增长 10.6%，而上市机场合计旅客吞吐量同比增长 8.1%。

图表 12：上市机场起降架次增速



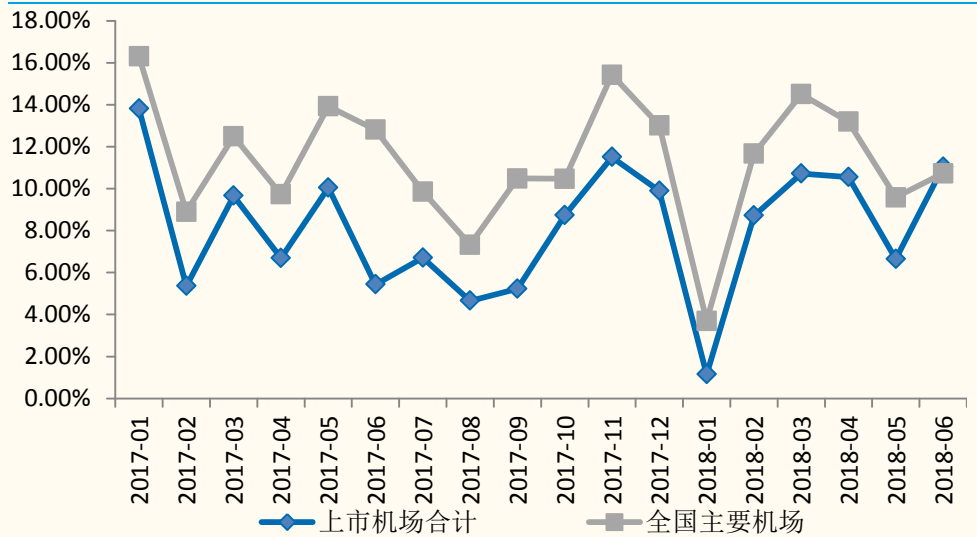
来源：Wind，国金证券研究所

图表 13：上市机场旅客吞吐量增速



来源：Wind，国金证券研究所

图表 14：上市机场与全国主要机场旅客吞吐量增速对比



来源：Wind、国金证券研究所

■ 上市机场处于不同周期，导致业绩有所分化。

由于新增产能尤其是新航站楼的投产使用，将使得机场折旧和人工成本阶梯式增长，并且新建航站楼的资本支出同样将在投产之前对业绩造成一定压力。而新建产能后，流量的培育需要一段时间，才能使产能充分得到使用。所以盈利在新产能投产后将先有所降低，再逐渐增长，超过前一峰值，呈现锯齿状增长特点。这也形成了机场行业自身独特的周期性。回顾我国主要机场历史，这一周期性多次得到印证。

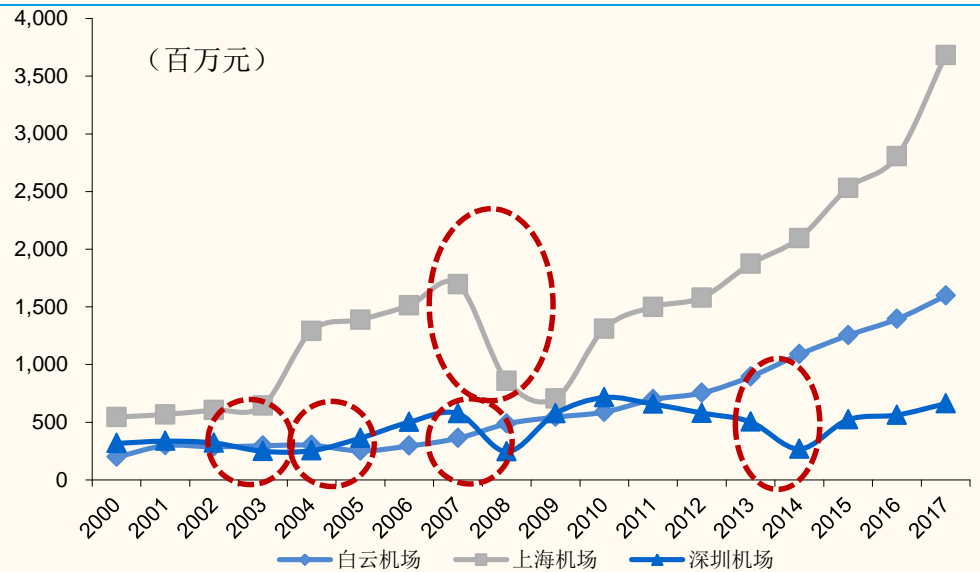
2018H1，我国上市机场由于处于不同周期阶段，业绩表现有所不同。

**深圳机场处于放量阶段，**流量增速领先其他上市机场，国内前十大机场排名第一。流量高速增长促进公司航空主业营收增长维持高位，2018H1 营收同增 11.3%，叠加公司内航内线占比高，2017 年 4 月民航局调整机场收费标准，公司航空主业营收增速略超流量增速。同时公司继续推进国际化，国际（不含地区）旅客吞吐量占客运总量的 7.7%，同比增长 1.4pct，有助于公司增强商业变现能力，推动 2018H1 归母净利润同增 16.4%。虽然公司已经开始筹建新产能，资本开支或使公司在未来 1-2 年寻求外部融资，预计将增加利息支出，业绩增速或略有下滑。不过 T3 卫星厅预计 2022 年启用，折旧、人工等成本大幅增加近年无须担心。

**上海机场等待新产能投产，Q2 业绩增速回到机场正常水平。**公司 2018H1 受到时刻管控较为严格，流量增长缓慢，需等待卫星厅投产后运营情况，或有时刻放量。非航方面，商业租赁收入 2018H1 同增 32.3%，维持高位，依然贡献主要营收增量（商业租赁收入增量占比总营收增量达 76.6%），但增速相比 2017 年的 42.8%稍有回落。上海机场 Q2 单季营收同比回落至 11.0%，或是因为商业租赁收入 Q2 增速下滑更为明显，Q2 单季净利润增速 11.0%，回落至机场平均水平。公司免税新协议 2019 年实行，届时商业收入增速将重新高速增长。中期旅客吞吐量将达到 1 亿人次，投资价值依然显著。

**白云机场 T2 航站楼 4 月底投产，成本上升拉低业绩。**受到民航发展基金政策取消和 T2 投产影响，公司业绩处于最低迷时期，虽然 T2 相关免税、广告协议以及商业租赁贡献增量，营收增速在 Q2 提高至 22.5%，但公司业绩在 Q2 大幅下滑，主要是因为 T2 航站楼投产，人工、折旧和运营成本阶梯式提升。并且资金压力仍然存在，或需要通过外部融资补充扩建工程资本开支，进一步提升财务费用，对业绩造成压力。流量方面，考虑到 T2 航站楼投产，公司存在放量需求，若暑运旺季期间仍能保持放行率达标，白云机场或将再次经历放量周期，预计公司流量增速有望再次回到高位。

图表 15: 机场业绩增长具有周期性



来源: 公司公告, 国金证券研究所

### 3. 物流: C 端快递强者恒强趋势明显, B 端物流业绩弹性分化

#### 2C 快递: 行业仍存韧性, 强者恒强趋势明显

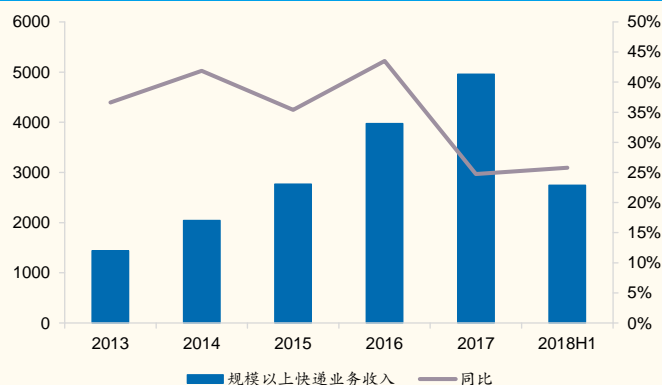
图表 16: 快递主要标的 2018H1 业绩表现

证券简称	营业收入 2018Q1 (亿元)	YOY (%)	营业收入 2018Q2 (亿元)	YOY (%)	营业收入 2018H1 (亿元)	YOY (%)	归母净利润 2018Q1 (亿元)	YOY (%)	归母净利润 2018Q2 (亿元)	YOY (%)	归母净利润 2018H1 (亿元)	YOY (%)
顺丰	205.70	31.42%	219.34	32.96%	425.04	32.16%	9.81	28.38%	12.26	10.97%	22.34	18.59%
中通	41.98	41.28%	35.44	35.56%	77.42	38.60%	5.57	10.57%	14.91	108.01%	20.48	68.87%
韵达	26.57	40.44%	32.46	34.23%	59.03	36.95%	3.96	41.05%	5.87	25.60%	9.82	33.78%
圆通	53.41	52.88%	67.25	42.56%	120.66	46.95%	4.91	14.58%	3.20	18.70%	8.02	15.69%
申通	29.06	33.48%	37.36	10.40%	66.40	19.43%	3.79	17.50%	4.96	15.98%	8.67	16.21%

来源: wind, 公司公告, 国金证券研究所

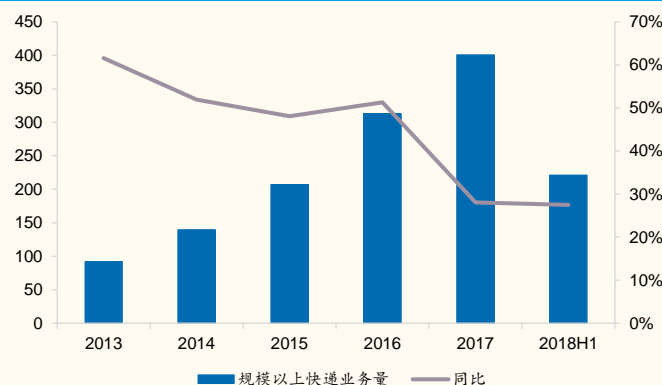
- 国际/港澳台业务持续高速增长, 中西部地区持续释放增长潜力。上半年, 全国快递服务企业业务量累计完成 220.8 亿件, 同比增长 27.5%, 增速维持稳健; 业务收入累计完成 2745 亿元, 同比增长 25.8%。其中, 同城、异地、国际/港澳台快递业务量分别占全部快递业务量的 23%、74.6% 和 2.4%, 相较去年同期变化-0.3pcts、0.0pcts 和 0.3pcts; 东、中、西部地区快递业务量比重分别为 80.3%、12%和 7.7%, 相较去年同期变化-0.7pcts、0.3pcts 和 0.4pcts。
- 当前电商需求仍然是快递行业发展的核心驱动力, 快递行业增速变化背后对应的是电商韧性和微妙变化: 1) 2017 年以后, 人均消费性支出增速正逐渐放缓, 平均消费倾向呈现轻微下滑趋势。网购具备的成本优势和价格优势在财富下行期间敏感性更高, 韧性更足。(研究表明, 经济下滑的情况下, 消费者的心理承受价位会显著降低, 消费者往往更加愿意“费力”寻找更加便宜的商品。); 2) 新模式崛起的背后, 本质上反映的是满足了一直存在却未被满足的用户需求, 主要包括: 1) 三四线城市和农村地区等过去尚未被挖掘或过去由于网络布局不完善而导致电商渗透率较低的市场需求; 2) 跨境电商、海淘、代购等跨境物流需求。

图表 17: 行业快递业务收入增速回升



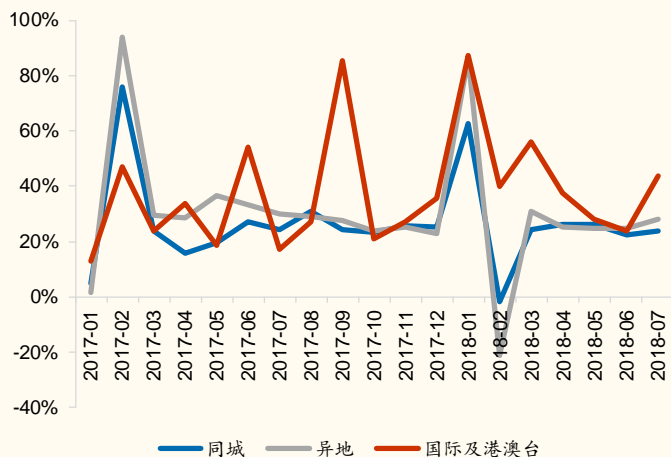
来源: wind, 国金证券研究所

图表 18: 行业快递业务量增速保持稳健



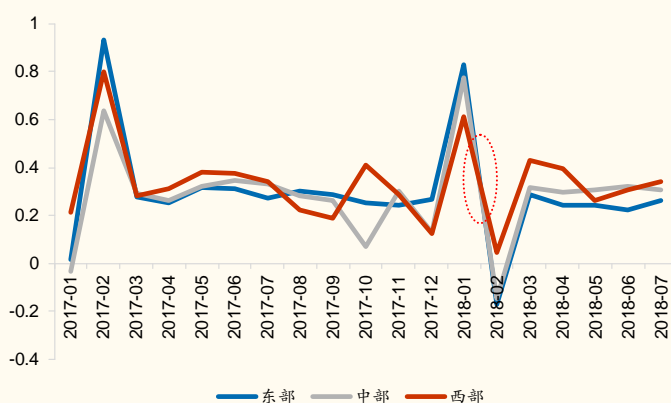
来源: wind, 国金证券研究所

图表 19: 国际及港澳台业务表现亮眼



来源: wind, 国金证券研究所

图表 20: 中、西部地区业务量增速超东部地区



来源: wind, 国金证券研究所

### 竞争梯队分化, 企业利润率承压

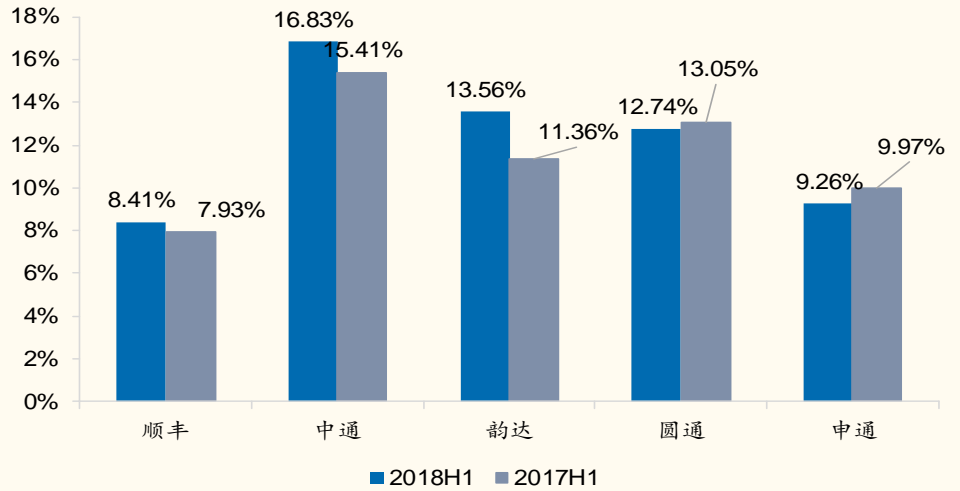
- **业务量:** 2018 年上半年, 快递企业业务量排名依次为中通、韵达、圆通、申通和顺丰, 分别完成的快递业务量 37.15 亿件、29.95 亿件、28.14 亿件、20.45 亿件和 18.58 亿件。同比增速排名依次为韵达、中通、顺丰、圆通和申通, 分别同比增长 52.26%、39.20%、35.29%、24.50%和 18.67%, 相较于行业平均 27.49% 的增速, 分别高出 24.77pcts、11.71pcts、7.80pcts、-2.99pcts 和 -8.82pcts。

分月来看, 顺丰、韵达增速稳中微降, 圆通和申通增速持续上涨, 验证此前市场业绩增速恢复到中位数预期, 其中顺丰业绩增速放缓受需求端影响, 通达系增速变化则表明企业护城河尚未形成, 联系单票收入变化, 说明通达系竞争仍然处于以价格换份额的阶段。

- **营收:** 受益于高端快件路线, 顺丰的营收绝对值远远高于三通一达; 中通和韵达营收的增长得益于业务量的高增长; 圆通营收增长部分受并入圆通国际影响, 仅考虑快递收入增速依然有 27.42% 的增速, 恢复明显; 申通受业务量增速拖累收入增速稍逊同行。
- **净利润:** 顺丰受近两年全方位铺开新业务影响, 成本上升明显, 净利润与通达系没有拉开与营收同样的差距, 但绝对值仍具有明显优势。中通高增速部分受确认出售丰巢投资收益影响, 剔除此影响, 中通和韵达的利润增速依旧远远优于圆通和申通。

- **市占率：**上半年中通、韵达、圆通、申通和顺丰市占率分别为 16.83%、13.56%、12.74%、9.26%和 8.41%，分别排名第一、第二、第三、第五和第六。跟年初相比，韵达超圆通、百世超申通。**CR6 集中度提高，中小快递加速出局，头部快递企业之间也出现分化。**

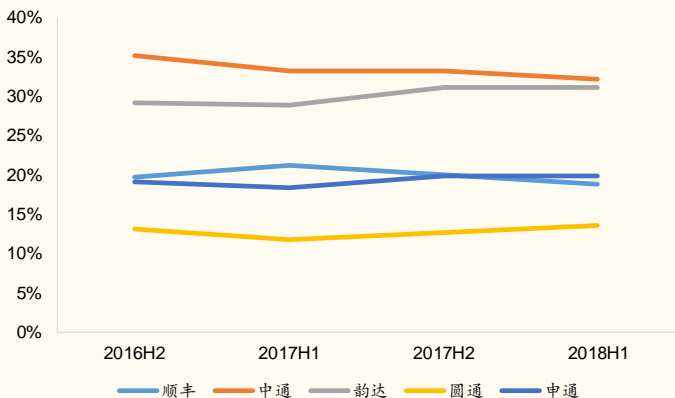
图表 21：头部企业竞争格局分化



来源：公司公告，国金证券研究所

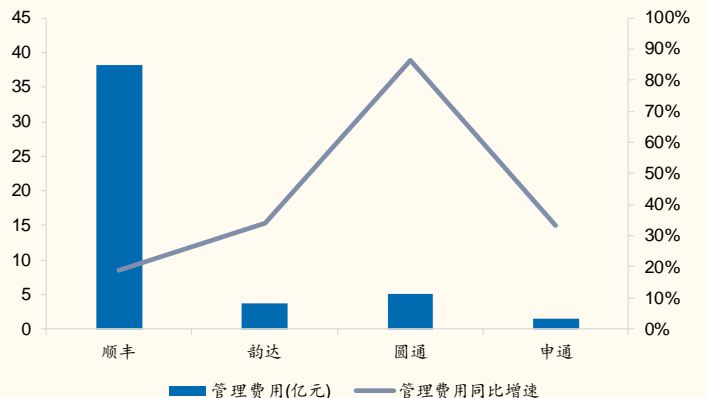
- **毛利率普遍下滑，竞争压力加剧。**顺丰、中通、韵达、圆通和申通的毛利率分别为 18.91%、32.15%、29.24%、15.81%和 19.14%，较去年同期变化-1.28pcts、-1.05pcts、-1.92pcts、5.36pcts 和-0.71pcts。受竞争加剧终端单价下滑、人工成本持续上涨和产能扩张带来折旧摊销压力影响，除毛利率偏低的圆通有所改善外，其余各家快递企业的毛利率均有不同程度的下滑，企业利润率承压。
- 此外，在三费方面，除了顺丰全方位推进新业务带来销售费用的增加外，通达系的管理费用普遍大幅上涨（圆通部分受新并表子公司影响），虽然在资产和业务规模的扩张管理费用的上涨不可避免，但对于企业规模扩大后是否仍能维持高管理水平需保持警惕。

图表 22：毛利率普遍下滑



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 23：管理费用压力增大



来源：公司公告，国金证券研究所

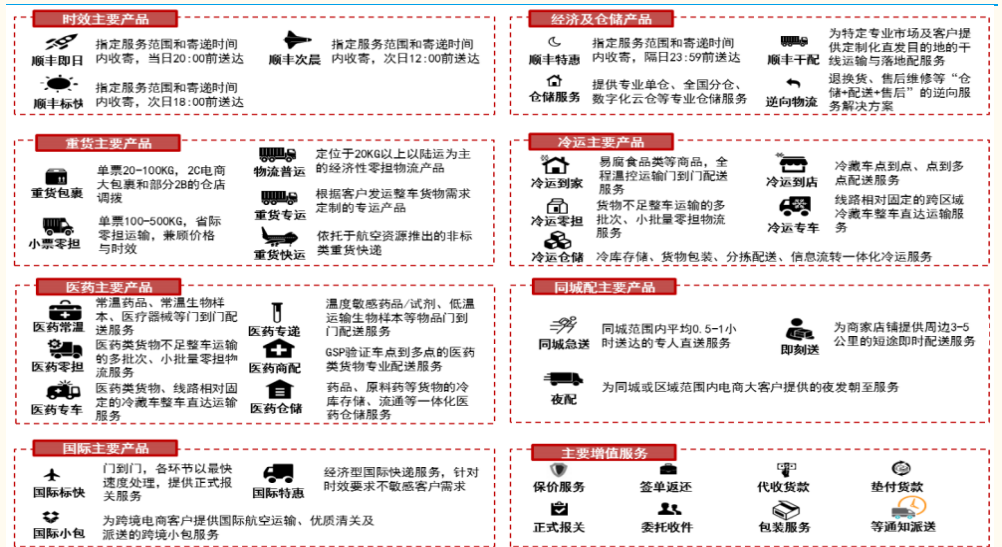
### 顺丰持续构建品牌壁垒，三通一达成本端掌控话语权

- **顺丰：**传统快递方面，通过不断巩固和提升服务质量，时效业务维持稳步增长；打造经济业务专属运营模式，通过建立更快捷、更安全、性价比更

高的陆运网络，优化产品端到端作业环节、模式、底盘，继续扩大目标客户群，不断加深品牌壁垒。经济产品与三通一达提供的快递产品同时竞争电商快件市场。报告期内，经济产品不含税营业收入为 98.85 亿元，较上年同期增长 53.71%，远高于行业平均增速，显示出顺丰超强的品牌竞争力。

- 同时，顺丰持续发展多元化业务，构建综合物流体系。上半年，同城配送方面，与众多品牌商家达成同城配送合作；重货方面，3月收购新邦物流的业务，成立“顺心捷达”的品牌；国际方面，4月投资美国物流服务平台 Flexport。顺丰致力于持续建设综合物流体系，构建绝对壁垒，从而全方位狙击竞争对手，增强客户忠诚度，保持行业龙头地位。

图表 24：顺丰全物流业务壁垒进一步拓宽



来源：公司公告，国金证券研究所

- 三通一达成本端掌控话语权。目前，以市场份额和业务量为争夺目标的竞争格局下，成本管控能力强的公司，有望获取更高的单票盈利能力，并为补贴加盟商，从而保证保障更高的业务量和全网的协调性，从而提供更好的终端服务，并形成良性循环。成本端的差距依旧是优势，成本更低的掌控上游议价的话语权。目前，中通、韵达成本优势明显，圆通、申通正加速提升成本管控能力。
- 中通：1) 干线车辆自营化、优化路由提高卡车利用率。Q2 公司进一步提高自有车辆数量、优化车型结构、持续进行路由精细化管理，汽运效率提升明显，单件运输成本由 0.71 元下降至 0.60 元，同比下降 15.5%；2) 自动化分拣设备投入，提高运营效率。Q2 自动化分拣设备由去年同期 22 条增加至 64 条，自动化设备投入提升运营效率，抵消单位人工成本上升的影响。Q2 平均人工数仅增长了 16.7%，显著低于 41.7% 的包裹量增速，同时单位分拣成本由去年同期 0.35 元下降至 0.33 元，同比下降 6.2%。
- 韵达：单票成本为 1.21 元，同比下降 12.74%。韵达实行“成本领先型”竞争策略。1) 持续进行信息化、自动化、智能化等核心资源投入，以科技手段提升效率；2) 构建“财务共享中心”，提高成本管控一致性和规范性，降低全网、全链路的交易成本；3) 通过动态智能路由规划、干线运输轨迹可视化、实施灵活化包仓等更加柔性化业务管控，向精细化要素挖潜增效。2018 年上半年韵达分拨中心建设和干线运输车辆投入分别为 4.7 亿元和 2.5 亿元，占据资本化支出主要部分。
- 圆通：单票成本由 3.21 元下降到 3.18 元，剔除派件费影响，同比下降 5.6%。1) 2018 年公司新增干线运输车辆 700 辆，受益于自有车辆运输成本低于外包影响，单票运输成本实现最大降幅，由 0.93 元下降至 0.84 元，同比下降 9.32%；2) 公司上半年加大转运中心的升级改造力度，共完成

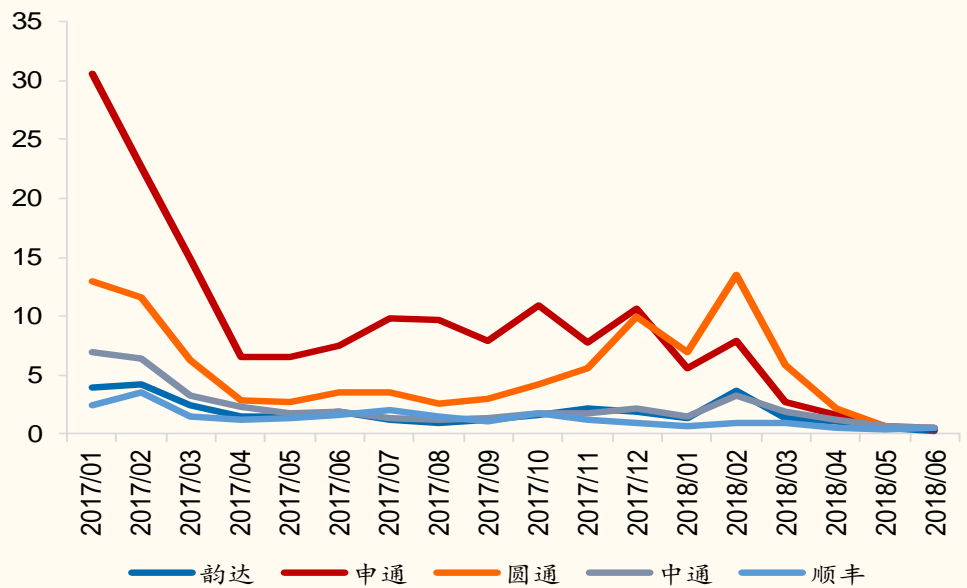
15套自动化分拣设备安装，通过升级转运中心以提高运营效率、降低人工成本。在人工成本上涨的情况下，单票中心操作成本基本持平；3) 单票派送成本上升0.08元至1.39元，体现圆通继续加大派件端激励以提升全网利益平衡性。

- **申通**：单票成本由2.58元上升到2.62元，剔除派件费影响，同比下降0.5%。其中单票面单下降3.5%、单票派送费增长2.9%。受报告期提高转运中心直营化比例影响，单票职工薪酬和运输成本上升11.9%和2.7%。但单票折旧摊销成本和其他中转成本下降1.7%和15%，受此影响，单票总中转成本微降0.01%，反映公司成本管控能力增强。

**强者恒强，马太效应明显**

- **服务质量提升增强存量市场客户粘性**。在服务质量方面，有效申诉率由低到高排名为顺丰、韵达、中通、申通、圆通，分别为0.65、1.35、1.47、3.13、4.94/百万件，其中申通和圆通6月份有效申诉率相较于年初都有了明显的下降，分别由5.51/百万件降到0.4/百万件、6.87/百万件降到0.57/百万件。目前，快递的头部企业服务质量都远远优于行业平均水平。
- 服务质量体现出两方面特征：1) 直营制企业优于加盟制企业；2) 加盟制企业在业务量增速与服务质量体现出一致性，具体表现在：一方面，业务量增速更快的中通、韵达的服务质量优于业务量增速稍慢的圆通和申通；另一方面，随着圆通、申通业务量增速的提高，有效申诉率也随之降低。

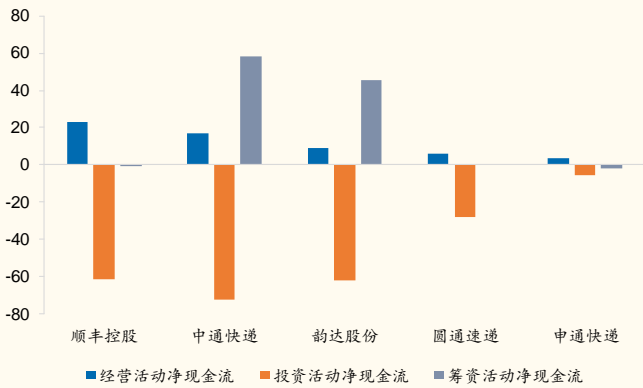
**图表 25：服务质量与业务增速一致**



来源：国家邮政局，国金证券研究所

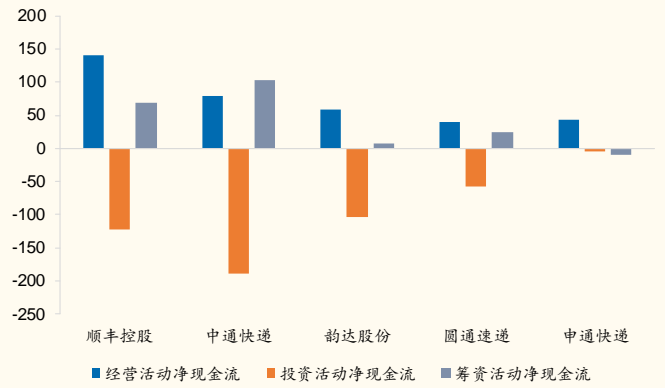
- **现金流良性循环推动产能持续优化，助力提升增量市场竞争力**。净利润是经营活动净现金流的起点，企业的盈利能力是企业经营活动净现金流的决定因素。2018年上半年顺丰、中通、韵达、圆通、申通实现净利润22.34亿元、20.50亿元、10亿元、8.02亿元和8.67亿元，同时经营活动现金流分别为22.81亿元、16.90亿元、8.79亿元、6.24亿元和3.57亿元。良好的经营情况带来投资者的信任，因而能筹集更多的资金，而更多的经营活动净现金流和筹资活动净现金流增强企业的投资能力。经营、投资、筹资涉及的现金流形成循环。
- 对于由“轻资产”转为“重资产”的快递企业来说，更多的投资活动净现金流意味着更快地扩张和优化产能，实现资产壁垒的更快构建，从而给企业带来更多地业务量和利润。良好的盈利能力是竞争的结果也是竞争力高低的来源。

图表 26: 2018H1 现金流情况



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 27: 2016-2018H1 现金流情况



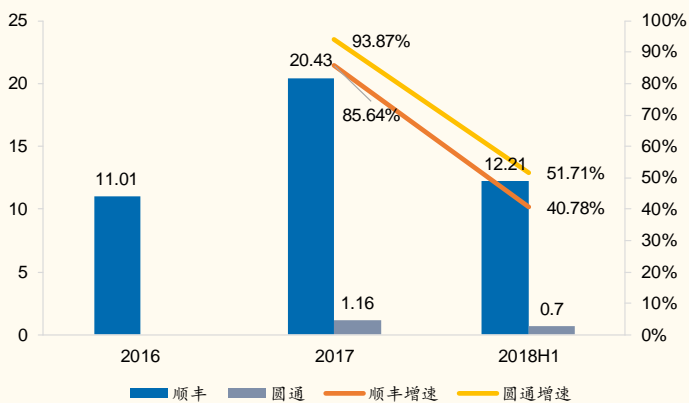
来源: 公司公告, 国金证券研究所

### 顺应大势，捕捉业务新蓝海

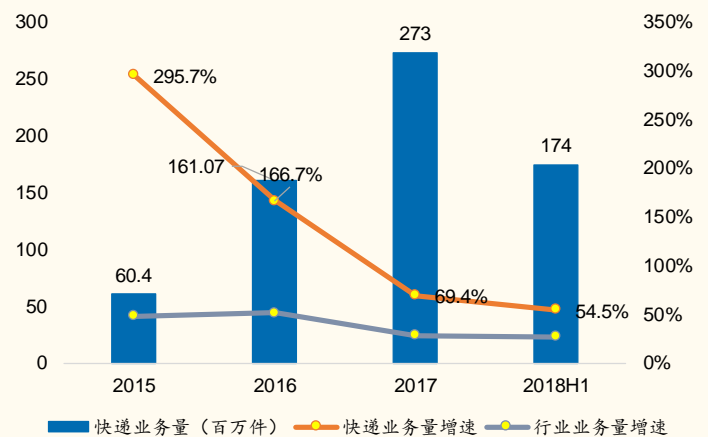
2018 年 H1，跨境和中西部地区的快递需求成为行业增长新亮点。各大快递公司也顺应大势，加快跨境业务和农村地区的布局，紧抓增量市场。

- **在跨境业务方面，顺丰和圆通优势明显。** 顺丰拥有最多的飞机，并且与跨境快递巨头 UPS 达成合作，能很好地满足跨境寄递的需求。2018 年上半年，顺丰国际业务实现不含税营业收入 12.21 亿元，同比增长 40.78%。圆通充分利用圆通国际资源带动国际快递业务的发展，实现跨境快递业务与货代业务的协同。2018H1，圆通国际快递业务实现 0.7 亿元，同比增长 51.7%。韵达、申通和中通虽然没有单独披露国际业务收入情况，但是在跨境业务的布局上均取得了一定的进展。
- **“向西”“向下”网点布局是关键。** 中西部地区及农村新增需求的竞争力在于网点覆盖率。顺丰、申通、中通、韵达、圆通网点覆盖率达都已经超过 90%。2018 上半年，申通和韵达都加大了“向西”“向下”工程，申通新增乡镇服务点 2,300 余个，全国四级行政单位覆盖率达 66%。韵达“向西”新覆盖三个县，“向下”乡镇开通数已达 23290 个。
- 此外，随着电商增速的放缓，各家快递公司纷纷布局多元化业务，以加大竞争壁垒。2018 年上半年，各家公司在不同新业务方面都有了不错的进展，其中申通的冷链、韵达的仓储、顺丰的重货均表现亮眼。
- **德邦：大件快递之王。** 顺丰和三通一达布局的都是小件快递，德邦作为快递行业的后来者，选择以备受冷落的大件快递作为切入点，一方面，避免了直接与三通一达等传统快递企业产生正面竞争，另一方面，也充分运用了自己在快运业务中积累的处理大件物品的经验优势。在快运业务增长触及瓶颈的情况下，大件快递业务为公司带来了业绩增长的新的驱动力。2018 年上半年，公司快递业务收入 44.55 亿元，同比增长 58.65%，高于快递行业整体收入增速 31.55pcts，贡献增量收入约 16 亿元。快递业务量达 1.74 亿票，同比增长 54.5%。单票收入达 25.68 元，较 2017 年年底增长 1.2%。市场渗透率增长 0.11%。

图表 28: 顺丰、圆通国际业务占优



图表 29: 德邦快递业务量增速保持高速增长



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

## 2B 物流: 景气度处于高位, 业绩弹性有所分化

- 大宗商品供应链企业的收入与业绩增速与大宗商品的价格具备较高相关性。上半年, 热轧刚现货价、螺纹钢现货价和动力煤秦皇岛市场价的同比增速分别为 16.1%、16.7%和-0.4%, 环比增速分别为 1.4%、0.3%和-2.3%, 同比和环比增速均有所放缓, 大宗商品的价格整体处于近年来的高位。但增速的放缓在一定程度上影响到供应链企业业绩的弹性。此外, 金融去杠杆大背景下, 资金面趋紧, 供应链公司对供应链金融业务的展开趋于谨慎。在此背景下, 具备精细化管理能力、资本成本低、风控能力强的企业有望在行业波动期提高市场份额, 巩固竞争优势。**建议关注: 建发股份。**上半年, 公司实现营业收入 1155.8 亿元, 同比增长 26.13%; 实现归母净利润 11.86 亿元, 同比增长 26.94%。供应链运营业务与房地产开发双主业共同驱动, 市场集中度提升促供应链业绩显著增长; 一级土地开发或提升公司地产业务盈利能力, 土地储备充足。旧改项目的深入有望成为公司业绩增长的爆发点。

## 4. 铁路: 新货运清算办法出台, 铁改提供向上弹性空间

图表 30: 铁路主要标的 2018 年上半年业绩

证券简称	营业收入 2018Q1(百万元)	YoY(%)	营业收入 2018Q2(百万元)	YoY(%)	营业收入 2018H1(百万元)	YoY(%)	归母净利润 2018Q1(百万元)	YoY(%)	归母净利润 2018Q2(百万元)	YoY(%)	归母净利润 2018H1(百万元)	YoY(%)
铁路运输	26,074.20	37.74	29,069.15	30.68	55,143.35	33.69	4,713.99	36.67	4,478.64	2.54	9,192.62	17.33
铁龙物流	2,883.32	41.84	4,788.46	54.17	7,671.78	49.29	128.50	45.68	149.14	56.10	277.64	51.10
大秦铁路	17,973.28	44.35	19,259.83	29.21	37,233.10	36.10	4,096.60	29.59	4,095.81	-8.19	8,192.40	7.48
广深铁路	4,876.61	13.16	4,651.17	13.37	9,527.77	13.26	446.04	57.89	208.04	-8.03	654.09	28.58

来源: 公司公告, Wind, 国金证券研究所

- 铁总改革或有提速迹象, 或在客运价格/货运清算、资产注入、铁路沿线土地综合开发等方面有所深化, 但资本层面深度改革不易期待过高。铁总成立后, 改革文件接连颁发。但是改革力度却年年低于预期。负债高企, 盈利能力弱, 退出机制不完善、票价核算系统不明晰、社会资本话语权小等因素都成为了铁路资产混改的障碍。

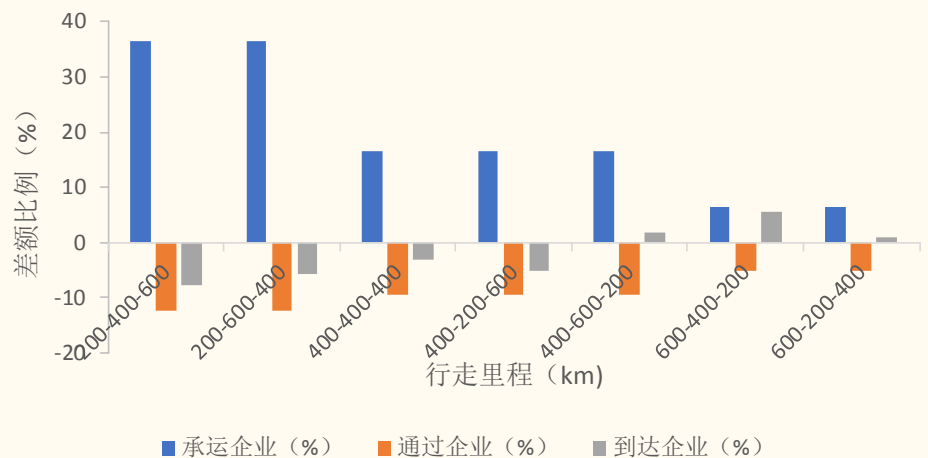
铁路改革自 2017 年 8 月底有提速迹象。2017 年底, 铁总完成引入 18 个铁路局的业务模式, 十八局将进一步深化业务改革, 增强企业发展内生动力和活力。主要内容包括: 名称由“XX 铁路局”变更为“中国铁路 XX 局集团有限公司”; 性质由全民所有制企业变更为由总公司出资的有限责任公司; 管理方面, 引进现代公司制管理方式, 设立董事会、经理层、监事会,

依法建立职工董事、职工监事制度，以及职工代表大会等企业民主管理制度。这些措施均标志着公司中国铁路向现代企业转型的重要尝试，有助于精简冗余领导团队，提高工作效率和管理效率，改善铁总经营效益。

但由于承担大量公益性职责，与国家战略息息相关，政府指导长期优于市场决策，外加巨额负债不断消耗铁总的盈利能力，造成铁总盈利质量低下情况短期难以改善。资产回报率过低，致使资本层面深化改革困难重重。因此，未来两年，沿着阻力最小的路径，我们可以期待的改革路径或有三方面：客运价格/货运清算、资产注入、铁路沿线土地综合开发。

- “公转铁”政策持续推进，货运增量行动持续推进。2018年上半年，环保治超促进货运“公转铁”，铁总拟实施《2018-2020年货运增量行动方案》，到2020年铁路货运量将达到47.9亿吨，相比2017年增长30%、增加11亿吨。运输方面，上半年，全国铁路货运量保持增长，货物发送量完成19.58亿吨，同比增长7.7%。其中，全国铁路煤炭发送量11.7亿吨，同比增长10.2%。
- 我们以原货运“分段计算”清算模式测算结果为基础，对比了新货运清算办法实施后各运输企业的变化幅度。以4号（煤）运价、1200km为直通运输运距，并按照承运、通过和到达分别设置运输企业承担的运输距离进行测算。结果表明：①与原清算模式相比，新货运清算模式下承运企业的清算收入均呈现增长趋势；②通过企业受影响较大，清算收入降低比例最高；③到达企业受到的影响并不存在较为一致的趋势，清算收入变化的比例相对较小，主要受到综合服务费收入测算假设的影响；④承运企业管内运距越近，获得的清算收入增长比例越大，通过企业和到达企业受到的影响也相应增大。

图表 31：以 4 号运价对相同直通运距情况下的模拟清算结果比较



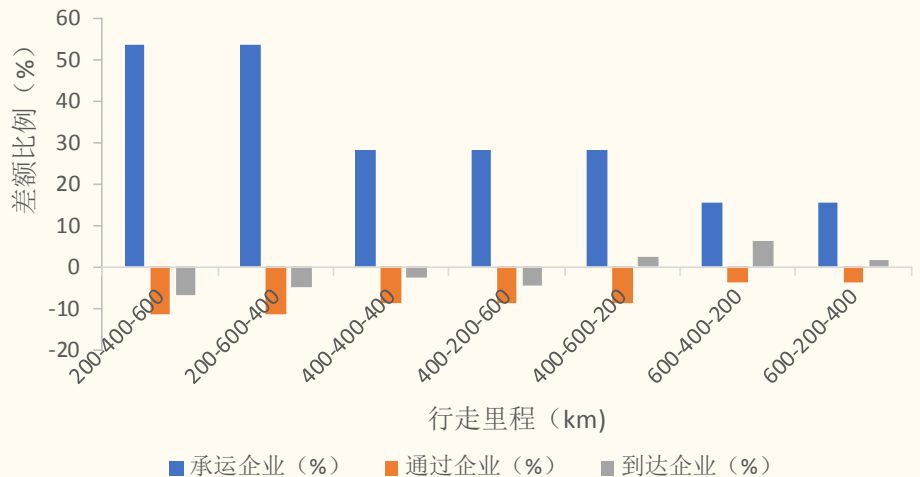
来源：Wind，国金证券研究所

注：1. “200-400-600”含义为该直通运输中，发送企业运行 200 km，通过企业运行 400 km，到达企业运行 600 km，直通运输总运距为 1200 km。

2. 本测算以 C70 车型计算直通运费收入，不包括电气化附加费和铁路建设基金，不考虑不同线路运费水平不一致问题。

- 进一步，我们以 5 号（金属矿石）运价为基数进行测算，在其他条件不变的情况下，测算结果表明：5 号运价下，承运企业的收入增幅高于 4 号运价，通过和到达企业变化幅度相对较小。新货运承运清算模式下，参与铁路直通货物运输的企业均受到不同运价水平的影响，即运营清算收入与实际运输（费用）收入相关。

图表 32：以 5 号运价对相同直通运距情况下的模拟清算结果比较



来源：Wind，国金证券研究所

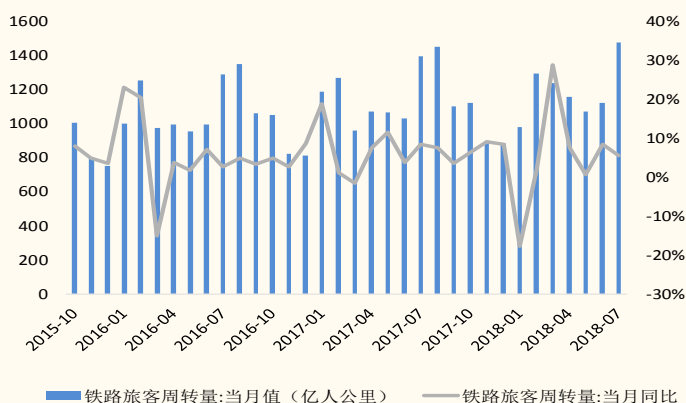
注：1. “200-400-600”含义为该直通运输中，发送企业运行 200 km，通过企业运行 400 km，到达企业运行 600 km，直通运输总运距为 1 200 km。

2. 本测算以 C70 车型计算直通运费收入，不包括电气化附加费和铁路建设基金，不考虑不同线路运费水平不一致问题。

- **大秦铁路：**上半年，公司实现营业收入 372.33 亿元，同比增长 36.10%；归母净利润 81.92 亿元，同比增长 7.48%；归母扣非净利 82.09 亿元，同增 7.29%。上半年，公司货物运输量完成 4.65 亿吨，同增 20.9%。今年以来，公司执行新承运清算办法，由此使得公司需按票向通过及到达企业支付相关费用，以弥补相应的运输成本。上半年，公司货运及客运服务费分别为 83.52 亿元和 21.53 亿元，同步增速分别为 867%和 36%。短期看，新清算办法下，大秦的收入端和成本端同步增加，对其利好和利空相互抵消，整体影响偏于中性；长期看，新货运清算办法体现出铁路货运市场的市场化激励导向，利好承运企业经营灵活性。
- **铁龙物流：**上半年，公司营业收入为 76.7 亿，同比增长 49.3%；归母净利润 2.78 亿，同比增长 51.1%，扣非归母净利润 2.60 亿，同比增长 47.6%。沙鲛线到发量合计完成 2,562.3 万吨，同增 6.52%；同时受清算办法变更影响，推动公司加大沙鲛铁路区域货源营销及港口互利合作，上半年公司铁路货运及临港物流板块营收 10.7 亿，同增 85.6%，毛利 2.2 亿，同增 66.6%，毛利占比 43.2%。毛利增速明显高于到发量增速，说明政策变化对公司影响正面。

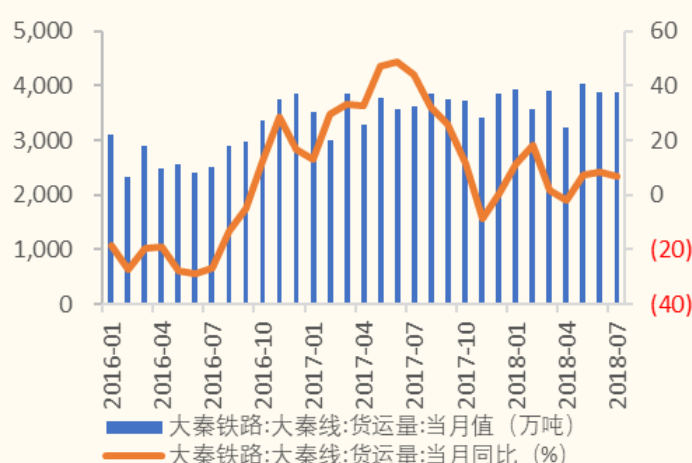
此外，特种集装箱板块总计完成发送量 54.9 万 TEU，同增 30.5%；实现营收 5.9 亿，同增 11.44%；实现毛利 1.3 亿元，同增 10.6%，毛利占比 26.1%。6 月 1 日，铁总发布《关于调整铁路集装箱运价有关事项的通知》，将降低集装箱运输短距离运价而提高长距离运价，梳理集装箱定价机制，罐箱加价略有下浮。此次调价，将提升中短途铁路集运竞争力，反映出“公转铁”和门到门运输的国家扶持方向，并有助于加强罐箱拓展力度。此次运价调整有助于公司开拓中短途运输业务，并继续增强 20 英尺罐箱运输的优势。

图表 33: 铁路货运周转量高位运转



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 34: 大秦线货运量高位常态化

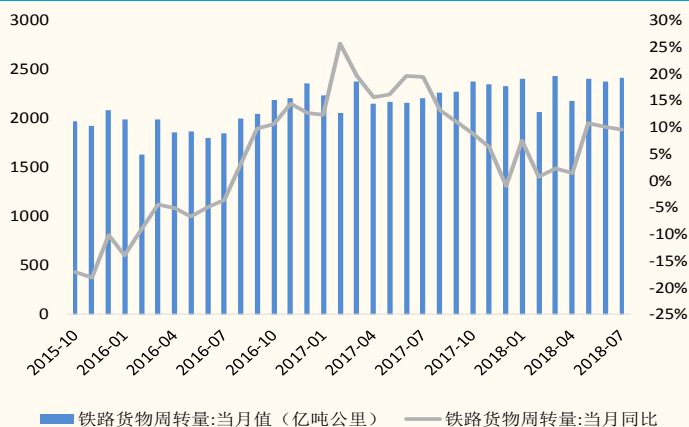


来源: Wind, 国金证券研究所

- **客运方面**, 铁总已经开始对铁路票价市场化进行尝试, 由于普客列车更关于民生, 铁路的价改先从高铁与动车入手。2018 年 5 月份, 根据铁总规划, 自 5 月 27 日起, 铁路运输企业将依据价格法律法规, 提高高等级席位与二等座的比价, 调整后北京南站到天津站一等座票价将由 65.5 元上涨到 88 元; 特等座票价将上涨到 174 元, 二等座价格不变。客运价格市场化改革越来越近, 广深铁路客运收入占比高, 是客运涨价受益最大的公司标的。

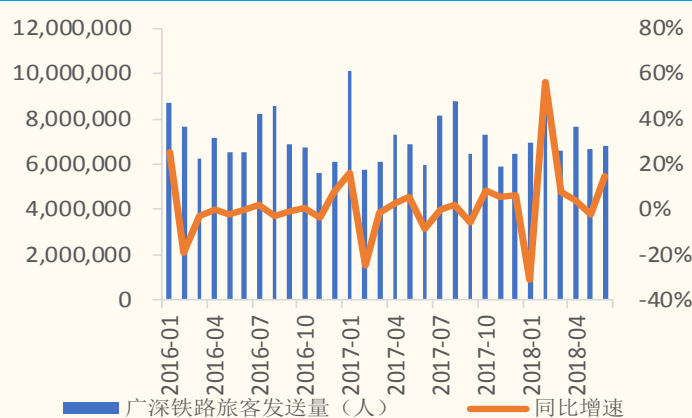
**广深铁路**: 上半年公司实现营收 95.28 亿元, 同比增长 13.26%, 成本共 84.87 亿元, 同比增长 11.61%; 成本增速放缓使得公司实现归母净利润 6.54 亿元, 同比增长 28.58%。未来, 仍需进一步观察公司在客运价格、铁路沿线土地综合开发和资产注入等方面的变动情况。

图表 35: 铁路客运周转量变化不大



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 36: 广深铁路旅客发送量小幅下滑



来源: Wind, 国金证券研究所

## 5. 公路: 新收费公路条例细则公布在即, 货运清算办法改变影响不

图表 37: 公路主要标的 2018 年上半年业绩

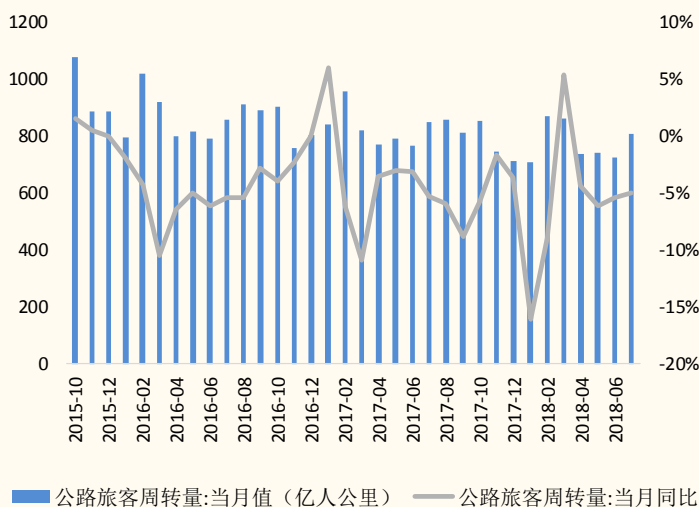
证券简称	营业收入 2018Q1( 百万元)	YoY(%)	营业收入 2018Q2( 百万元)	YoY(%)	营业收入 2018H1( 百万元)	YoY(%)	归母净利 2018Q1( 百万元)	YoY(%)	归母净利 2018Q2( 百万元)	YoY(%)	归母净利 2018H1( 百万元)	YoY(%)
高速公路	12,784.83	0.76	12,644.12	1.40	25,206.35	-0.64	4,159.75	2.33	6,300.84	42.24	10,382.81	17.90
海南高速	116.04	-42.33	147.33	-12.84	263.37	-28.87	34.43	-37.91	40.25	11.86	74.68	-18.32
中原高速	1,268.62	-40.18	1,322.62	16.53	2,591.24	-20.41	278.42	-38.49	348.09	7.53	626.51	-19.30
粤高速A	743.04	4.82	792.82	8.40	1,535.86	6.64	341.60	19.14	437.40	-27.84	779.00	-12.75
五洲交通	321.64	-16.95	512.81	26.85	834.45	5.42	156.35	22.03	83.91	-17.93	240.26	4.29
楚天高速	657.08	25.48	762.10	22.58	1,419.18	23.90	167.09	-3.52	147.85	-3.29	314.94	-3.41
吉林高速	165.69	-3.30	199.54	-8.22	365.23	-6.05	53.40	9.58	64.03	-15.68	117.43	-5.80
宁沪高速	2,822.58	22.95	2,319.20	-2.28	5,141.78	10.13	1,017.13	15.76	1,471.01	44.08	2,488.14	30.98
福建高速	623.85	4.43	651.21	6.30	1,275.06	5.38	183.72	-14.56	214.12	7.55	397.84	-3.93
深高速	1,341.79	20.09	1,335.73	13.87	2,677.52	16.91	397.05	21.43	571.60	51.26	968.65	37.42
皖通高速	728.44	1.64	739.06	8.44	1,467.51	4.96	268.06	-8.68	287.53	24.59	555.60	5.96
重庆路桥	59.57	-0.16	61.22	2.67	120.79	1.25	52.36	9.00	115.79	-9.35	168.15	-4.33
山东高速	1,148.76	-27.94	1,442.70	-17.67	2,591.46	-22.56	504.54	-12.17	1,895.02	171.56	2,399.56	88.61
四川成渝	1,481.48	-3.83	1,348.31	-28.32	2,829.79	-17.30	397.19	42.66	256.51	-16.11	653.70	11.90
赣粤高速	1,083.64	-7.04	1,009.48	1.67	2,093.11	-3.03	230.62	-47.07	367.73	138.95	598.34	1.48

来源: 公司公告、Wind, 国金证券研究所

- **公路客运方面:** 上半年, 全国旅客周转量累计同比下滑 6.1%; 高速公路客车流量同比增长 9.60%; 其中, 7 座及以下小客车流量增长 10.20%, 占比达到 95.82%, 贡献主要增量。下半年, 随着汽车整车及零部件进口关税的降低, 或有望促进乘用车和商用车销量增长, 提升车流量增速。但由于新《收费公路管理条例》细则尚未公布, 政策影响仍存有较大的不确定性。
- **公路货运方面:** 公转铁政策的陆续出台, 对公路运输的影响在于: 1) 地域上看, 公转铁实施的重点区域为京津冀及周边、长三角地区等; 2) 涉及品种上, 主要为煤炭、铁矿石等大宗商品为主。因此, 政策实施区域内或运输相关大宗商品占比高的上市公路公司业绩或有所承压。

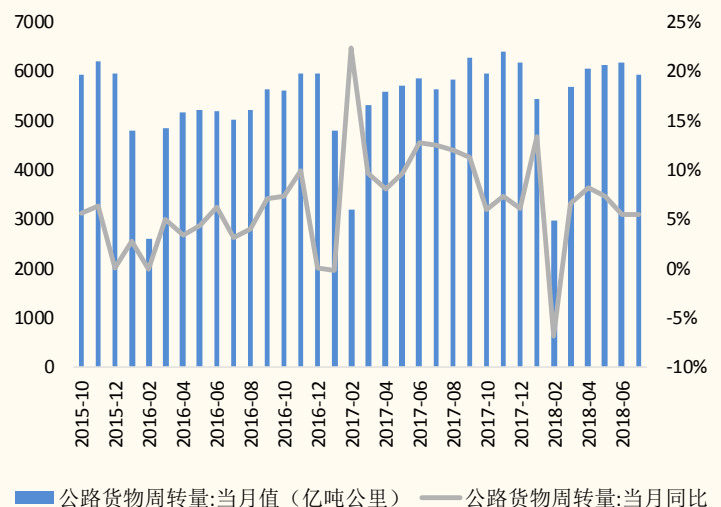
货运结构上, 高速公路货运量增长明显高于公路货运量。上半年, 全国高速公路货车流量增速达到 9.70%, 远高于全国公路货运量增速 (7.70%) 和周转量增速 (6.50%)。高速公路对普通公路的比较优势明显, 对货运的吸引力仍在增强。

图表 38: 2018H1 公路旅客周转量仍旧处于下滑趋势



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 39: 2018H1 公路货物周转量有所下滑



来源: Wind, 国金证券研究所

- 长期来看，公路运输行业已经处在成熟稳定期，且受外部竞争压力，高速增长空间被逐步挤压。并且现在全国优质公路网络建设基本完成，缺少新的优质路产投资机会，高速公路企业面临着高速公路有限经营期限的问题，随着经营期限到期日的逐步临近，公路企业也即将面临着转型压力，长期持续经营能力受到挑战，急切需要探索转型，寻找新的利润增长点的注入。比如宁沪高速房地产项目苏州南门世嘉华庭一期在一季度交付，实现销售收入 7.98 亿元，贡献上半年主要业绩增量。
- 高速公路板块 PB 估值较低，处于底部。另外，由于大多数公司现金流充裕，股息率同样较高，具有类债券化的配置价值。

图表 40：公路板块股息率相对较高

名称	收盘价 (8月31日)	每股股利 (元)	股息率
宁沪高速	8.87	0.44	4.96
四川成渝	3.45	0.10	2.90
深高速	8.40	0.30	3.57
中原高速	3.61	0.17	4.65
山东高速	4.22	0.18	4.22
赣粤高速	4.05	0.17	4.20
粤高速A	7.80	0.51	6.49
皖通高速	5.50	0.23	4.18
楚天高速	3.13	0.13	4.15
福建高速	2.94	0.12	4.08
东莞控股	7.53	0.25	3.32
五洲交通	3.42	0.15	4.39
吉林高速	2.89	0.07	2.56
龙江交通	3.31	0.08	2.45
重庆路桥	3.15	0.09	2.70

来源：Wind，国金证券研究所

## 6. 航运：底部确认，但仍需等待拐点

图表 41：航运主要标的 2018 年上半年业绩

证券简称	营业收入 2018Q1(百万元)	YoY(%)	营业收入 2018Q2(百万元)	YoY(%)	营业收入 2018H1(百万元)	YoY(%)	归母净利润 2018Q1(百万元)	YoY(%)	归母净 利润 2018Q2(百万元)	YoY(%)	归母净利润 2018H1(百万元)	YoY(%)
航运	109,134.19	5.65	113,009.06	3.94	222,143.25	4.64	865.86	-163.54	368.88	-12.49	1,234.74	-94.77
中远海控	21,923.37	9.06	23,151.84	-0.92	45,075.20	3.70	180.87	-33.04	-140.08	-108.79	40.80	-97.81
中远海发	3,640.64	-2.43	4,599.58	15.42	8,240.22	6.79	280.68	-19.23	46.32	-93.45	327.00	-69.00
中远海能	2,401.64	-9.87	2,714.91	11.06	5,116.54	0.14	-84.88	-115.07	-130.84	-145.35	-215.72	-125.33
中远海特	1,623.12	1.23	1,777.34	4.00	3,400.47	2.66	19.68	77.95	39.66	-35.18	59.34	-17.86
招商轮船	1,390.79	-21.00	1,294.10	-14.14	2,684.89	-17.83	47.18	-84.39	58.20	-72.91	105.38	-79.62

来源：公司公告、Wind，国金证券研究所

- 我们认为，航运股的投资，应当以可预测性为前提。旺季行情下价格的提升，如果不能以行业存量的高产能利用率为前提，往往缺乏可持续性和趋势性的投资机会。全球经济增长的整体放缓，以及行业自身较低的市场集中度叠加船舶的全球性布局属性，使得行业整体处于完全竞争的状态，囚徒困境下的供给过剩格局短期难以打破。此外，需要提醒的是，市场常常以 PB 作为航运股是否处于底部的锚，但船价的周期性下跌，仍旧存在重置价格低于账面资产价格的情况。

- 集运：**16Q4 季度以来，受欧美经济复苏影响，需求增长曾带来国际贸易量同比的较大幅度上升。目前时点，美国征收关税清单已正式生效。美对中国加征的 500 亿美元占中国对美国出口额的 12%，以机器人、工业机械、汽车等产品为主要征收对象，而服装鞋帽、手机等适合装箱的产品并不在名单内。中国对美的大豆等农产品、汽车及水产品等加征关税的商品并不采用集装箱运输，整体影响较小。根据 Clarkson 测算，可能受影响的集装箱贸易约占全球集装箱贸易的 1.1%，对今年的货量影响或有限，但政治风险的考量因素或更加难测，关税增加带来的商品成本上升，导致集装箱需求外流的幅度尚存较大的不确定性。行业供给端，Clarksons 预计，受大型集装箱船交付的影响，而拆船量明显低于预期，供给增速环比走高，预计 2018 年集运供给增速为 4.8%，与需求增速基本一致。上半年，中国出口集装箱运价指数（CCFI）均值 794 点，同比下降 3.5%。考虑到贸易战对集运行业需求的不确定性、供给端 2018 年新船交付的压力仍然较大以及燃油成本的持续上涨难以转嫁等因素的影响，我们暂对行业的复苏维持谨慎态度。

**中海远控**为 A 股集运的核心标的。公司上半年营业收入同比增长 3.7%，集运货运量同比增长 12.4%；受运费下滑（SCFI 指数/上海-美西航线/上海-欧洲航线运费同比分别下跌 10%/15%/16%）和燃油成本增加（占公司运营成本约 13%）的冲击，上半年归母净利 0.41 亿元，同比下 97.81%。可持续关注下半年淡季贸易战抢运结束后龙头班轮公司定价策略和运价底部情况。

- 干散运：**上半年，国际干散货运输市场整体呈现“先抑后扬”的震荡局面。上半年，在国内采暖季限产、环保要求持续升级的影响下，工厂开工复产时间一再推后，市场持续低迷，BDI 在 4 月初下探至 948 点，后期钢厂复产，终端消费需求推动钢材价格和铁矿石价格回升，海岬型船舶运价回升景气区间，上半年煤炭、镍矿等货种运价在需求支撑下整体向好，BDI 上半年均值为 1218 点。此外，受中美贸易摩擦影响，部分大豆、高粱贸易出现转移，南美出货量上行。

截至 2018 年 6 月，干散货船运力达 11225 艘，8.28 亿载重吨，运力增速回升至 2.23%。根据 6 月初的的相关存量订单数据看，交付日期为 2018-2020 年的订单运力为 2054 万 DWT、3249 万 DWT 和 2213 万 DWT，假设每年的订单按期交付率为 75%，当年未交的延期一年交付，则 2018-2022 年的运力增速为 2.9%、2.2%和 1.5%。但目前干散货市场的船舶利用率不到 80%，且随着造船技术的进一步发展，船舶交付周期被大幅度缩减，市场相关方投机“抄底”造成运力供应可能会进一步加大，市场恢复周期持续拉长，我们对后期回升仍需持谨慎乐观态度。

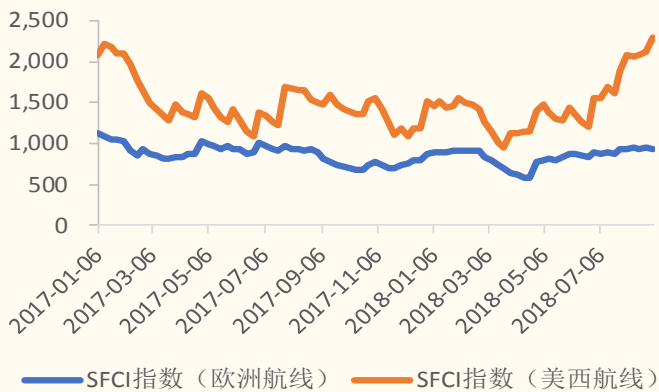
**中远海特**是 A 股与散运最相关标的。公司上半年营业收入为 34 亿元，同比增长 2.66%；归属母公司净利润 5,934 万元，同比下跌 18%，对应每股盈利 0.028 元。2017 年，公司签订亚马尔项目带来的高期租水平（2017 年全年半潜船队期租水平为 50304 美元/天）接近历史最高。上半年，亚马尔项目结束，受即期市场运力过剩影响，半潜船队期租水平同比下滑 27.0%，致使扣非后净利润大幅下滑。

- 油运：**行业供给取决于船队运力，船队运力由船舶的交付量和拆解量共同决定。上半年，行业共拆解 VLCC 船舶 28 艘，其中 23 艘为 15-20 年船龄的油轮；VLCC 在手订单占总运力 15%，低于行业近年来平均水平。总体看，上半年，拆解量与交付量大致相等，运力净增加压力有所减轻。但存量市场较低的产能利用率，或使得今明两年油运价格和单一船型的价格仍有向下压力。下半年若美国正式退出伊核协议，并重启对伊朗的制裁，伊朗国家油运公司总运力全球占比为 2.5%，VLCC 运力全球占比为 5.3%，若制裁生效，或将再次导致约 2.5%的运力退出市场。但同时还应当观察伊朗减少的原油出口是否能够被其他中东国家所弥补。需求端，2008-2017 年，中印进口复合增长率达 10%，6%，远高于全球平均 0.5%的增量。今年以来，美国方面也展现出希望通过增加对中能出口减少贸易赤字的意愿。

整体看，油运市场的供需结构边际上有所好转，但2018年6月较2017年平均值下降38%至0.88万美元/天，仍在反映2016-2017年运力过快增长以及OPEC减产的双重影响；新船造价指数较2017年初回升6%，期待运价与船价的改善。

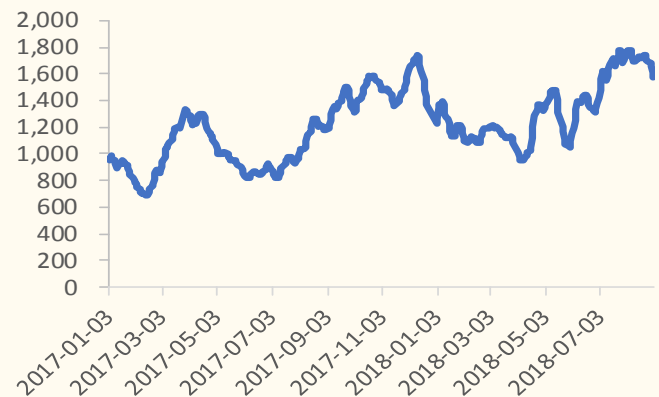
- **招商轮船为A股油运的核心标的。**上半年，公司实现营业收入26.85亿元，同比下滑17.83%；归母净利为1.05亿元，同比下降79.62%；其中油轮运输业务收入为19.36亿元，同比下滑27.19%。油运市场的持续下滑，VLCC油轮市场平均收益较去年同期下滑67%，中东远东航线上半年平均TCE仅为7950美元/天。低迷的市场环境直接导致招商轮船上半年油运收入下滑27.19%，净亏损2.09亿元，由盈转亏。上半年，公司完成收购VLCC船队剩余49%股份，若油运周期向上有望享受更大弹性。后续，我们认为仍需持续观察贸易摩擦、伊朗制裁等不确定性因素的影响。

图表 42：2018H1 SFCI 指数低位震荡



来源：Wind，国金证券研究所

图表 43：2018H1 BDI 指数有所回落



来源：Wind，国金证券研究所

## 7. 风险提示

- **高铁分流影响超预期。**将对于航空客运需求带来明显削弱，对公司业绩将产生利空影响。
- **政策实施不达预期。**若航空时刻总量控制提前放松，相关标的推荐逻辑或将被打破。
- **快递行业发生价格战。**目前业务量增速掉队的快递公司不排除再次进行价格战，抢占市场份额，对行业盈利带来打击。
- **极端事件发生。**快递出现连锁反应，负面事件持续发酵；油价持续攀升，拖累业绩增长；集运进入大船交付高峰，拆船速度不及预期等。

**公司投资评级的说明：**

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**行业投资评级的说明：**

- 买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
- 中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用;非国金证券 C3 级以上(含 C3 级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH