



交通运输

【联讯交运】盈利增长，整体进入供需平衡、局部优化状态

2018年09月07日

投资要点

增持(维持)

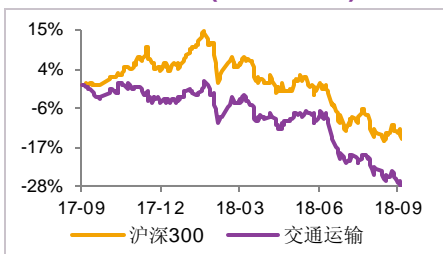
分析师：王晓艳

执业编号：S0300518080001

电话：010-66235701

邮箱：wangxiaoyan_bf@lxsec.com

行业表现对比图(近12个月)



资料来源：聚源

相关研究

《【联讯证券交运行业】2018年度投资策略：铁路破冰，航空向好，航运拥抱大周期》2017-12-12

《【联讯交运行业周报】17年第52周：铁路推出常旅客卡，三大航11月运营表现突出》2017-12-18

《【联讯交运行业周报】17年第53周：航运指数企稳，航空迎来春节旺季小高峰》2017-12-26

行业主业盈利能力仍为增长趋势。

行业整体以及绝大多数子行业的盈利能力较2017年同期是有所下滑的，但是仍然处于增长趋势：航空主业在扣除油价影响之后的盈利水平有所提升；机场伴随大幅投资阶段的结束和费率的提升陆续进入盈利上升期，航空客流量的稳定增长和机场非航业务扣点率/租金的提升为机场盈利增长奠定良好的基础；物流行业则将在未来成为新经济增长的重点领域，消费升级、规模放大、平台优化、商业模式更新将为行业发展带来巨大的动力，行业盈利能力有望持续提升；铁路行业继续受益于陆路运输格局优化带来的运量增长；高速公路短期盈利增长稳定；航运将继续受到油轮运输费率低迷的影响拖累整体盈利水平。

行业整体进入供需平衡、局部优化、功能升级的状态。

伴随交通运输行业的不断成熟和发展，行业整体进入供需平衡、局部优化、功能升级的状态。多数行业的资本开支呈现持平或下降的趋势，行业的资产负债率呈现连续三年下降的状态，部分行业随着需求的变化和供给侧改革的要求进行扩建、优化和升级调整。各子行业由于影响因素的差异化，呈现出不同的发展态势，经济增长和消费升级为各子行业带来的不同程度的发展空间。未来行业的发展和宏观经济的发展趋势密切相关。交通运输行业将在经济逐步向好的环境中运行，需求增长和供给侧改革带来的供需逐步平衡将不断提升行业的盈利能力，行业内持续推进的兼并重组、改革发展、优化完善将逐步推动行业向上发展。得益于经济增长、格局优化和消费升级带来的动力，物流、航空、机场、铁路等细分子行业将保持相对较快的增长。

因时因事合理配置高景气度行业。

目前，交通运输行业的平均估值水平为16倍，整体高于A股市场13倍的市盈率，铁路和高速公路低于市场平均水平。2018年，景气度、提价、政策、汇率等因素仍将继续影响交通运输行业的市场表现，但是影响程度将会有所变化，建议全面关注交通运输行业的投资机会，因时因事合理配置。交运行业策略继续持续推介高景气度的铁路、航空、物流为核心的板块和个股。重点推介组合：大秦铁路(601006)、铁龙物流(600125)、广深铁路(601333)、中国国航(601111)、东方航空(600115)、南方航空(600029)、上海机场(600009)、顺丰控股(002352)、韵达股份(002120)。

风险提示。

经济增速低于预期；行业竞争格局发生变化；油价大幅增长；汇率低于预期；政策风险等。



目 录

一、整体收入平稳增长，整体毛利率水平回落	4
二、本币贬值，财务费用占比显著下降	5
三、利润小幅下降，主业盈利能力向好	6
四、资本开支有升有降，资产负债率整体下降	8
五、盈利提升可期，重点关注高景气行业	10
（一）铁路：陆路运输优势显现，“环保”因素推动运量上升	10
（二）航空干线票价有望持续提升，机场进入盈利增长阶段	11
（三）快递：电商快速增长动力依旧，快递格局分化持续	13
六、估值水平处于相对低位，侧重选择绩优个股	14

图表目录

图表 1： 交通运输行业营业收入增速	4
图表 2： 航油价格走势	4
图表 3： 交通运输行业毛利率水平	5
图表 4： 美元兑人民币中间价	5
图表 5： 交通运输行业费用水平	6
图表 6： 交通运输行业营业利润增速	6
图表 7： 交通运输行业利润增速	7
图表 8： 交通运输行业所得税率	7
图表 9： 交通运输行业净利润增速	7
图表 10： 交通运输行业收益水平	8
图表 11： 交通运输行业盈利水平变化	8
图表 12： 交通运输行业资本支出水平	9
图表 13： 交通运输行业资产负债率水平	9
图表 14： 交通运输行业净资产收益率水平	9
图表 15： 铁路货运量稳定增长	10
图表 16： 大秦线运量稳定增长	10
图表 17： 铁路客运稳定增长	11
图表 18： 民航供需增长趋势	12
图表 19： 民航客座率变化趋势	12
图表 20： 民航分航线票价变化趋势	12
图表 21： 快递业务增速	13
图表 22： 物流行业景气指数：业务总量走势	14
图表 23： 交通运输行业估值水平	14
图表 24： 交通运输细分子行业估值水平	15

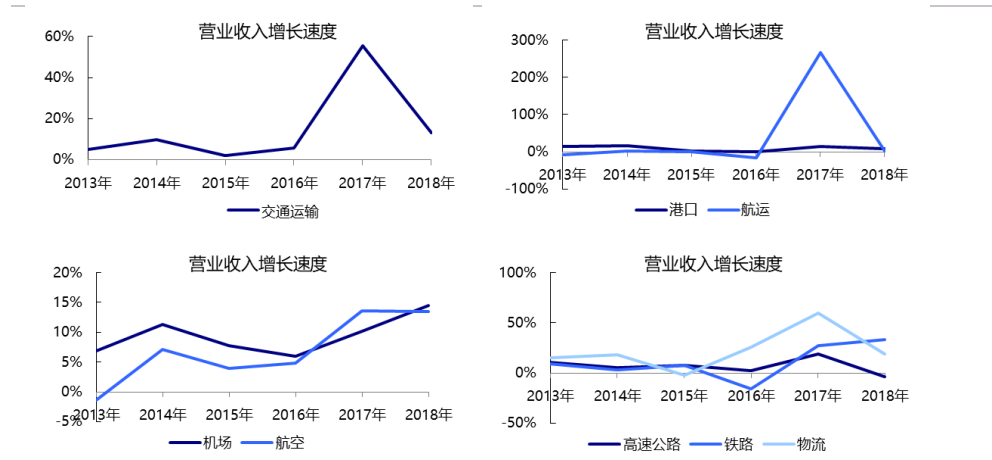




一、整体收入平稳增长，整体毛利率水平回落

2018年上半年，国民经济总体平稳、稳中向好，交通运输行业的营业收入整体同比增长 13.0%，其中：铁路在经济增长、陆路运输格局优化等因素的作用之下，继 2017 年同期 27%的增速之后进一步保持 33%的增速；航空和机场在需求平稳增长和提价等因素的作用之下，收入水平超出业务量的增长，分别保持 13.5%和 14.3%的增速；物流在电商增速放缓和商业模式创新等因素的作用之下，保持 18.8%的增速；港口和航运伴随业务量的小幅回落相应回落；高速公路行业主业虽然保持增长，但是整体收入出现负增长，主要是由于多元化项目收入的下降等原因导致。

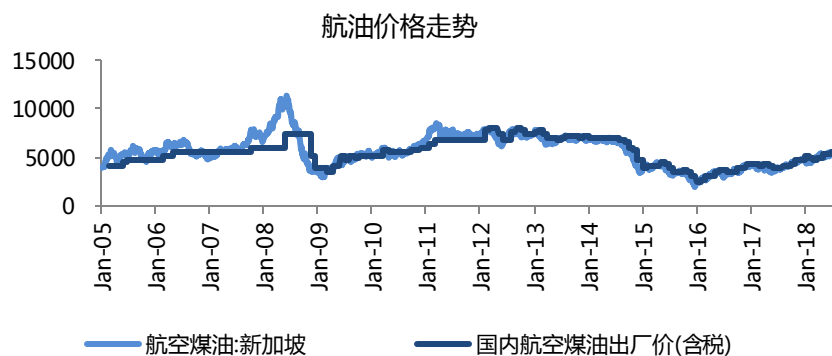
图表1： 交通运输行业营业收入增速



资料来源：联讯证券，wind

成本端支出加大，行业整体毛利率小幅下滑。这也是自 2015 年以后连续三年下滑。从各子行业的毛利率水平来看，仅有物流和高速公路板块实现了小幅提升，航空业由于油价的提升导致毛利率水平则下降了 1.1 个百分点，机场由于固定资产的投入使用增加了折旧提升成本支出导致毛利率下降了 1.2 个百分点，货运清算收入办法的调整带来铁路行业整体毛利率下降了 4.17 个百分点，快递成本端的提升和竞争的加剧带来行业整体毛利率水平的下降；原油运输的低迷带来航运行业毛利率水平下降 1.21 个百分点。

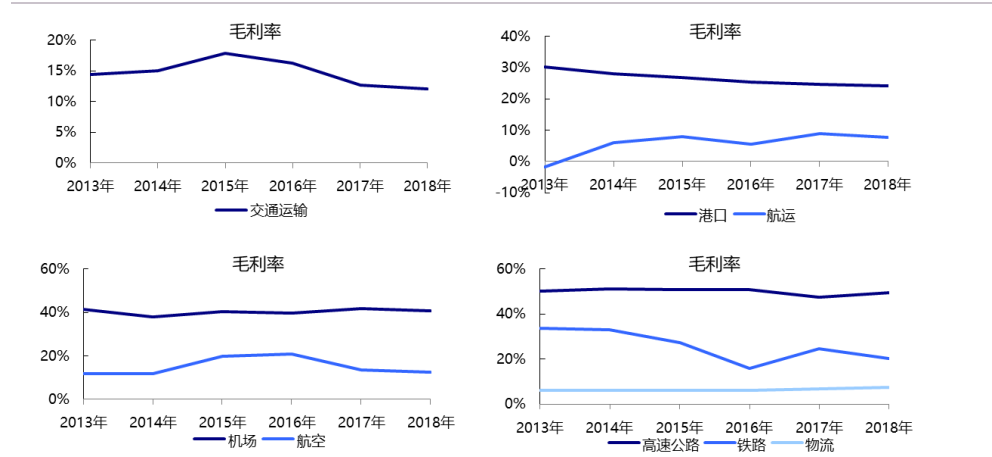
图表2： 航油价格走势



资料来源：联讯证券，wind



图表3： 交通运输行业毛利率水平



资料来源：联讯证券，wind

二、本币贬值，财务费用占比显著下降

从费用情况来看，2018年上半年，行业费用水平整体提高了0.41个百分点，营改增的不断落实带来营业费用的整体下降，精细化管理带来管理费用的小幅下降，不过汇兑损益的增加导致航空公司的财务费用增长比较明显，提升了行业的整体费用水平。

上半年，特朗普政府税改法案生效，中美贸易摩擦持续，美联储两次加息等一系列政治经济事件使得全球金融市场动荡，资金风险规避情绪上升，美元指数持续走强。人民币汇率先升后贬，双向波动增大，人民币兑美元贬值带来的航空公司汇兑损失的增长，今年三大航汇兑损失14.8亿元，去年同期收益达到25亿元，财务费用占比增加了0.52个百分点。

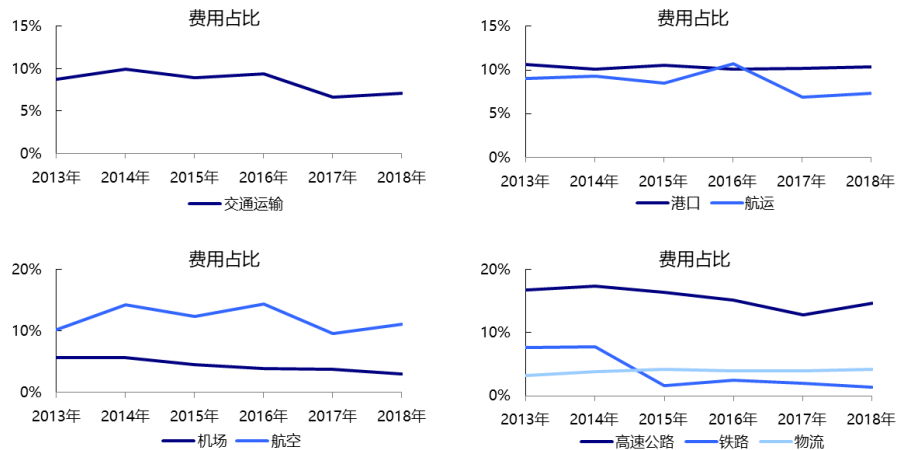
图表4： 美元兑人民币中间价



资料来源：联讯证券，wind



图表5： 交通运输行业费用水平

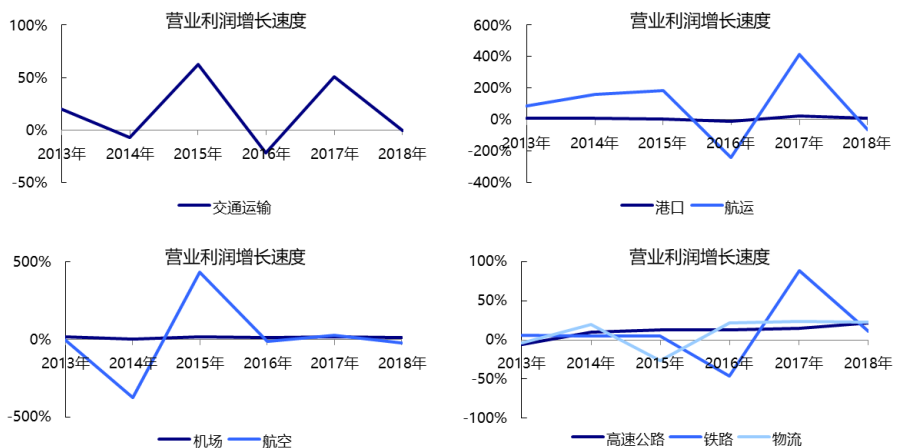


资料来源：联讯证券，wind

三、利润小幅下降，主业盈利能力向好

整体来看，交通运输行业的营业利润出现了小幅的回落，业务量增长、提价等因素带来物流、高速公路、铁路、机场、港口等细分子行业的营业利润不同程度的上涨，不过运费低迷、油价上涨、汇率因素也使得航运和航空行业营业利润出现了 67%和 22%的大幅下降。而这几个因素在 2017 年则是导致行业盈利上升的主要原因，预计行业全年将与上半年保持同样的趋势。但是，剔除燃油、汇率等因素的影响，主业盈利能力向好。

图表6： 交通运输行业营业利润增速

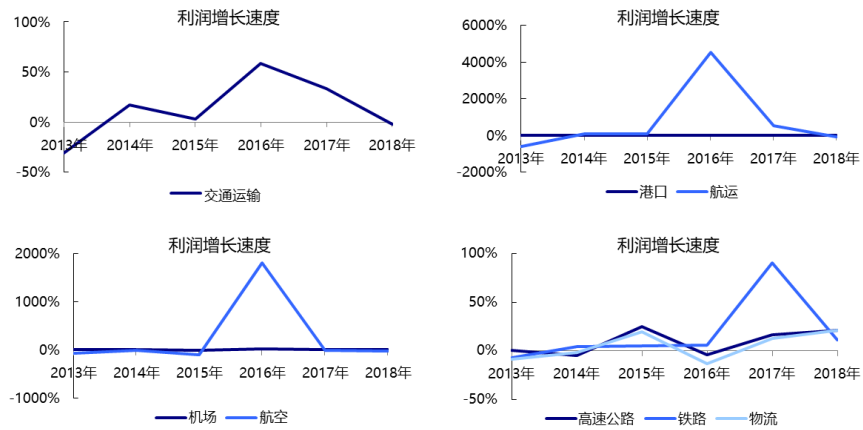


资料来源：联讯证券，wind

行业整体以及绝大多数子行业的盈利能力较 2017 年同期增速是有所下滑的，但是仍然处于增长趋势，分别而言：航空主业在扣除油价影响之后的盈利水平有所提升；机场伴随大幅投资阶段的结束和费率的提升陆续进入盈利上升期，航空客流量的稳定增长和机场非航业务扣点率/租金的提升为机场盈利增长奠定良好的基础；物流行业则将在未来成为新经济增长的重点领域，消费升级、规模放大、平台优化、商业模式更新将为行业发展带来巨大的动力，行业盈利能力有望持续提升；铁路行业继续受益于陆路运输格局优化带来的运量增长；高速公路短期盈利增长稳定；航运将继续受到油轮运输费率低迷的影响拖累整体盈利水平。

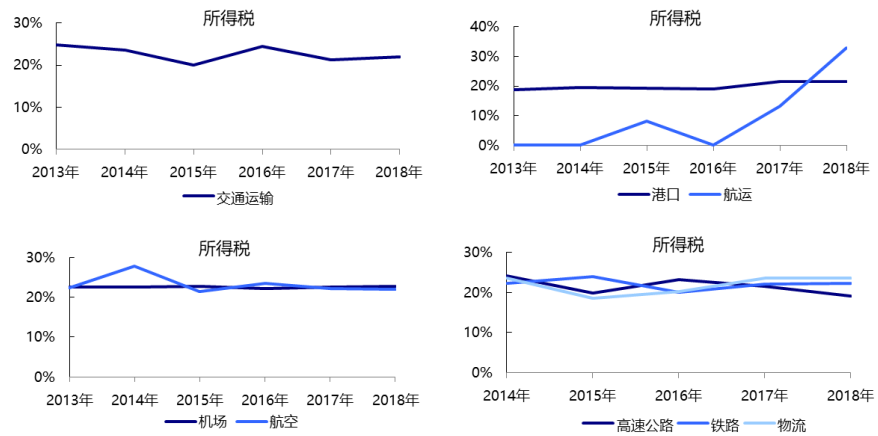


图表7： 交通运输行业利润增速



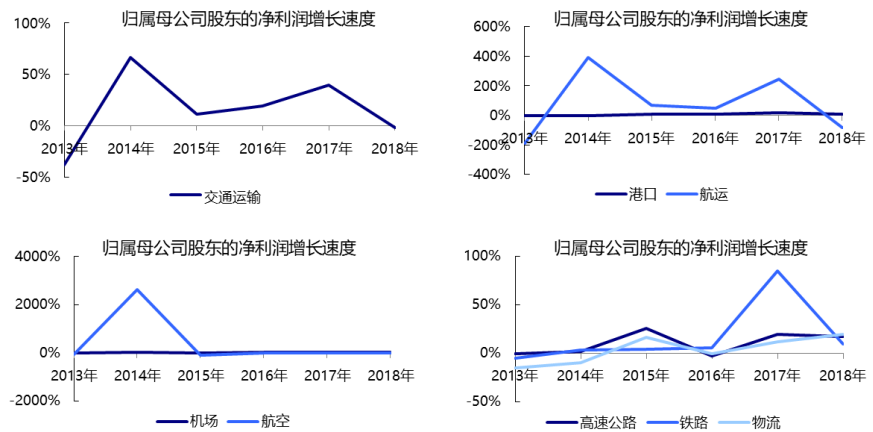
资料来源：联讯证券，wind

图表8： 交通运输行业所得税率



资料来源：联讯证券，wind

图表9： 交通运输行业净利润增速

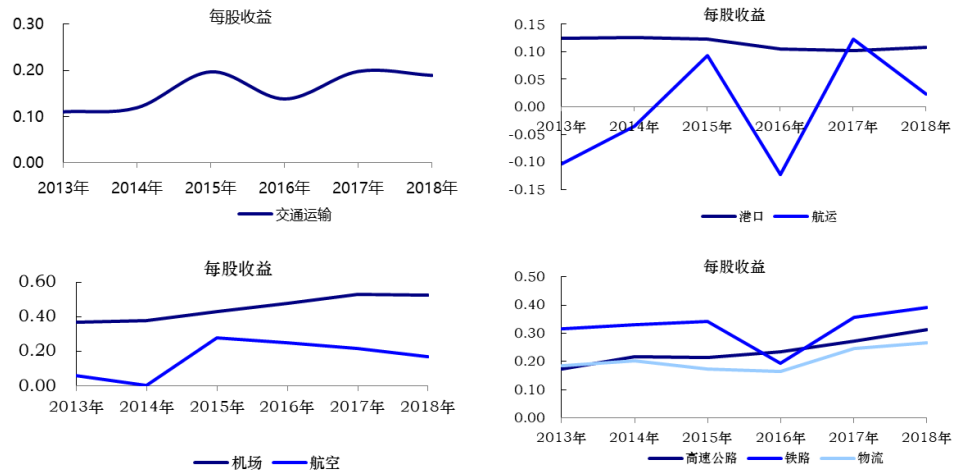


资料来源：联讯证券，wind



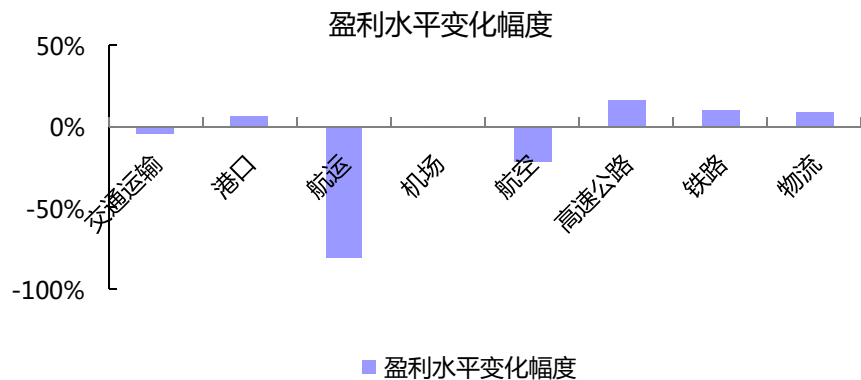
2018年上半年，交通运输行业共有110家上市公司，实现每股收益（整体法）0.19元，同比下降4%，虽然大部分子行业盈利能力均有所提升，但是受到航空和航运盈利能力大幅下降的影响，行业整体盈利水平小幅回落。受经济增长推动需求上升以及陆路运输格局优化的影响，大宗货物相关的港口、铁路等子行业盈利平稳增长。而与消费关系更加密切的机场、物流等行业也出现了不同幅度的增长。整体而言，经济增长和消费升级拉动交通运输行业需求增长，预计交通运输行业2018年整体有望呈现小幅盈利的状态。

图表10：交通运输行业收益水平



资料来源：联讯证券，wind

图表11：交通运输行业盈利水平变化



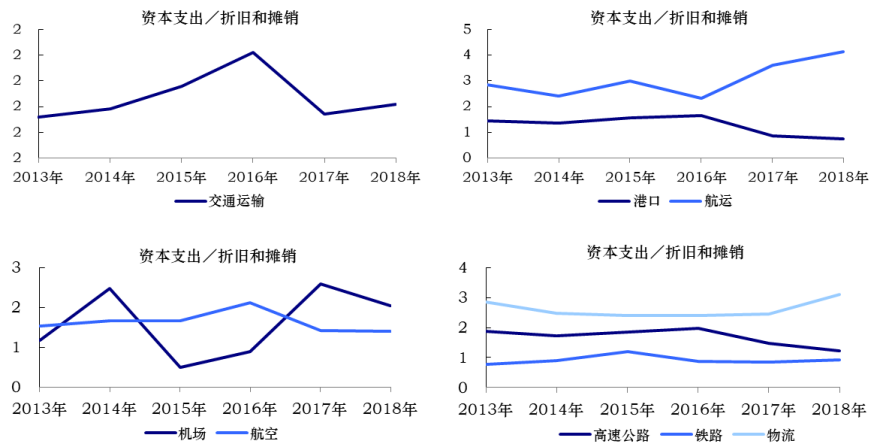
资料来源：联讯证券，wind

四、资本开支有升有降，资产负债率整体下降

伴随交通运输行业的不断成熟和发展，行业整体进入供需平衡、局部优化、功能升级的状态。多数行业的资本开支呈现持平或下降的趋势，部分行业随着需求的变化和供给侧改革的要求进行扩建、优化和升级调整。行业的资产负债率呈现连续三年下降的状态，不过盈利能力增速的下滑使得净资产收益率也出现小幅的回落。

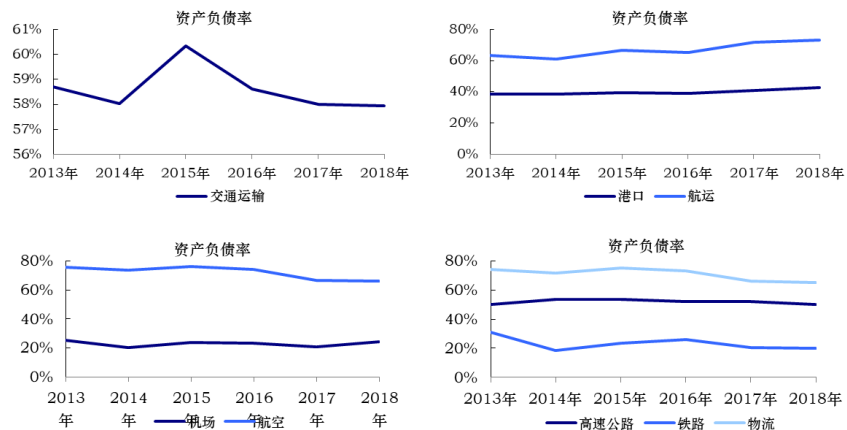


图表12: 交通运输行业资本支出水平



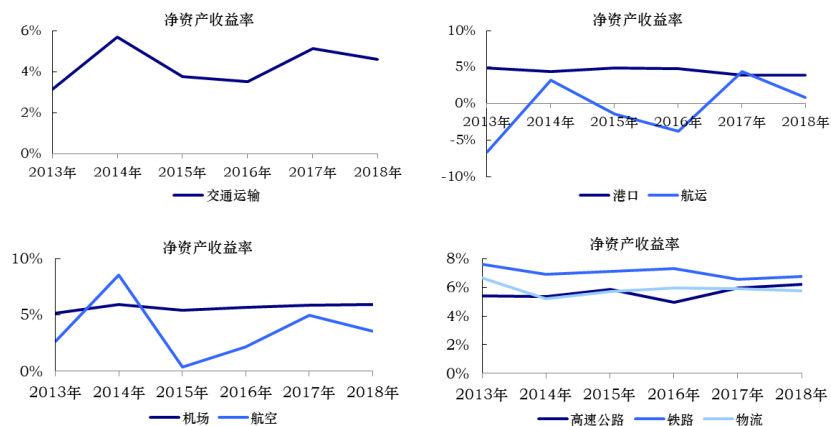
资料来源: 联讯证券, wind

图表13: 交通运输行业资产负债率水平



资料来源: 联讯证券, wind

图表14: 交通运输行业净资产收益率水平



资料来源: 联讯证券, wind



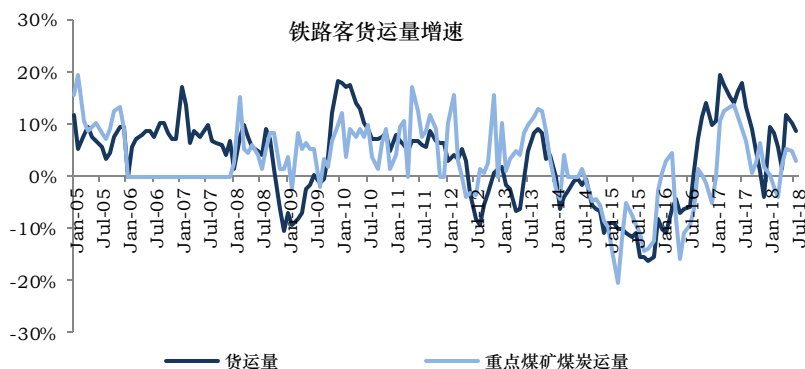
五、盈利提升可期，重点关注高景气行业

整体而言，2018年上半年交通运输行业各子行业由于影响因素的差异化，呈现出不同的发展态势，经济增长和消费升级各子行业带来的不同程度的发展空间。未来行业的发展和宏观经济的发展趋势密切相关。预计经济增长动力依旧，消费升级需求持续，相关领域的增长将更加突出。

（一）铁路：陆路运输优势显现，“环保”因素推动运量上升

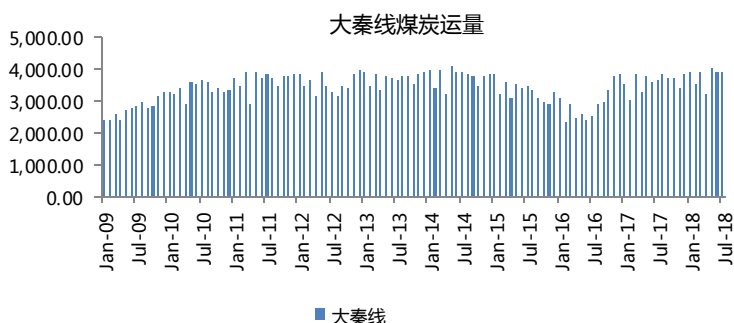
2018年上半年，铁路行业持续推进运输供给侧结构性改革，集中力量推进货运增量行动、客运提质计划、复兴号品牌战略三大举措，国家铁路客货运输主要指标均实现同比大幅增长。2018年上半年，全国铁路货运量大幅增长，货运总发送量完成19.58亿吨，同比增长7.7%，铁总制定的2018年度货运工作目标为30.2亿吨，上半年已经完成了64.8%。此外，集装箱、商品汽车、冷链物流也同比分别增长44.5%、28.2%、32.2%。大宗货物运输随着经济回暖而带来需求增长，专业物流加快发展，产品更加丰富。

图表15：铁路货运量稳定增长



资料来源：联讯证券，wind

图表16：大秦线运量稳定增长



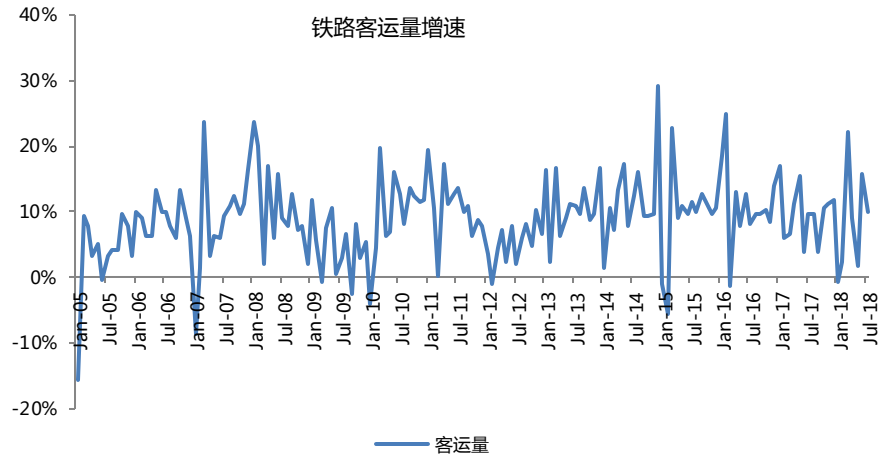
资料来源：联讯证券，wind

除了经济增长趋稳之外，还有两个重要因素推动铁路货运量增长，第一：交通部治理公路超载超限，公路货运继续回流铁路。第二，降成本、重环保，高效低耗能的铁路运输优势更加突出。在“降成本+重环保”的考虑之下，陆路运输将以低成本、低污染的铁路运输为主导。铁总发布的《2018~2020年货运增量行动方案》显示，到2020年，



全国铁路货运量较 2017 年增长 30%，即达到 47.96 亿吨，大宗货物运量占铁路货运总量的比例稳定保持在 90% 以上。其中到 2020 年，全国铁路煤炭运量达到 28.1 亿吨，较 2017 年增运 6.5 亿吨，铁路运输煤炭要占全国煤炭产量的 75%，较 2017 年产运比提高 15%；全国铁路疏港矿石运量达到 6.5 亿吨，较 2017 年增运 4 亿吨，占陆路疏港矿石总量的 85%，较 2017 年大幅提高 50%；集装箱多式联运年均增长要保持在 30% 以上。未来三年，铁总将以扩充煤炭外运通道能力为着力点，以“六线六区域”为重点，挖掘运输潜力，为铁路货运增量提供运力保障。陆路运输格局优化将进一步为铁路带来持续增长的货源。

图表 17： 铁路客运稳定增长



资料来源：联讯证券，wind

铁路客运需求持续增长，市场化定价区域逐步放大。2018 年上半年，全国铁路发送旅客 16.18 亿人次，同比增长 8%。国民收入水平的提高和出行需求的持续增长将继续给铁路客运带来源源不断的客流量。铁路部门实行市场化的动车组开行方案，通过运力投放与客流需求的精准匹配，装备增幅、能力增幅、运量增幅和收入增幅梯次扩大，实现铁路装备运用高效化、能力利用充分化和产品结构优化。自高铁网络不断完善以来，铁路部门也持续优化客运产品供给，增加部分客运需求较大的高铁运能，动车组运量比重持续攀升，由 2017 年的 56% 进一步提高到 2018 年的 60%。高铁市场化定价已经开启，未来将逐步完善，铁路市场化改革将初见成效，为铁路后续改革奠定良好的基础。

在经济发展新阶段，铁路将继续发挥其不可替代的作用，高铁为居民出行提供了更加高效、舒适、快捷的交通工具，成为满足消费升级需求的有效供给，路网的完善、动车的加密将更好的发挥高铁的优势。铁路货运也在积极转型，为社会提供更加符合需求的产品，包括冷链、危化品、医药等高端物流，既有路线客运运力的释放为货运提供了更多的空间来完善供给。每一次铁路运行图的调整都在不断完善铁路的产品供给，其低成本、大运量、体系化等优势将继续发挥，伴随铁路改革的推进，铁路的发展空间将更加巨大，经济效益将更加显著。继续重点关注大秦铁路、广深铁路和铁龙物流。

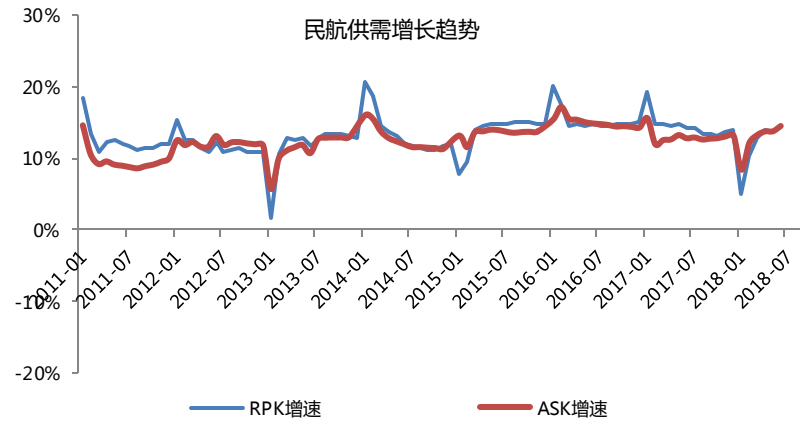
（二）航空干线票价有望持续提升，机场进入盈利增长阶段

2018 年上半年，民航供需基本保持平衡，三大航整体供需结构向好，客座率提升，整体票价水平有所提升。2018 年上半年国航、南航、东航三大集团 RPK 增速分别为 11.7%/12.2%/11.0%；ASK 增速分别为 12.4%/12.1%/9.5%；客座率分别为 81.0%/82.4%/82.4%，分别同比-0.54pct、+0.13pct、+1.1pct，需求增速高于供给，带



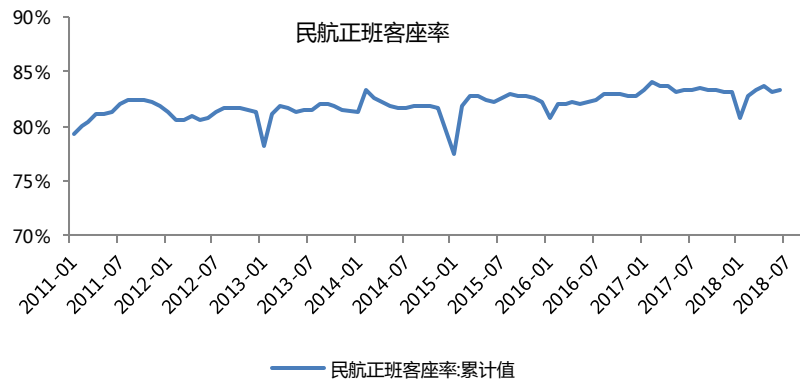
动客座率提升。从单位客公里收益上来看，东航整体单位客公里收益小幅提升 2.8%，南航持平，国航小幅下降 1.6%。民航定价市场化的逐步推进带动繁忙干线票价水平提升，进而提高了整体的票价水平。

图表18： 民航供需增长趋势



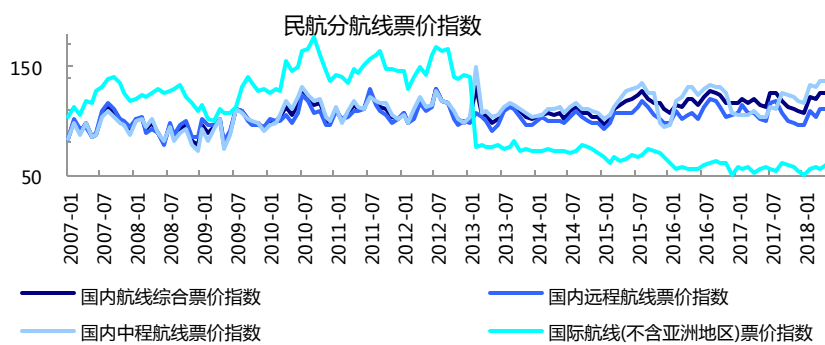
资料来源：联讯证券，wind

图表19： 民航客座率变化趋势



资料来源：联讯证券，wind

图表20： 民航分航线票价变化趋势



资料来源：联讯证券，wind



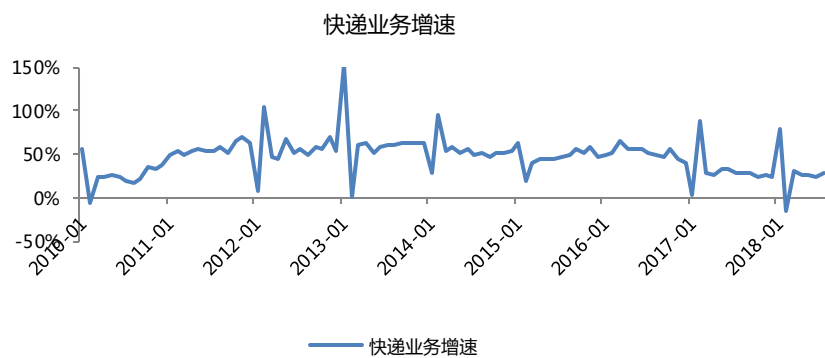
2017年9月，民航局发布《民航局关于发布把控运行总量调整航班结构提升航班正点率若干政策措施的通知》，此文件重点旨在确保运行安全，全力提升航班正点率。因此，在当下这一阶段，航空公司将面对机场时刻增量的控制，枢纽机场的优质时刻资源重要性更加凸显，航空公司将进一步优化航线有能力投放，优化航线网络，提高运转水平，将现有资源有效的转化成为收入和利润。民航局强调的提高运行质量，将推动行业提高准点率，优化旅客体验，提高旅客乘机出行率，而民航的票价改革打开了核心干线市场价格的天花板，有利于将核心干线的需求有效地转化为收益，特别是在旺季。在这一阶段，时刻趋紧、供需改善、票价改革将有利于航空公司持续小幅进行提价，提高收益水平。拥有良好的时刻资源、网络布局的航空公司将获得更多的发展空间，关注中国国航、南方航空和东方航空的投资机会。

机场则进入新一轮的盈利周期。新设施的投入使用释放资本开支的压力，航空客流量的持续提升为枢纽机场的非航业务奠定良好的基础，包括免税在内的商业招标迎来了扣点率的提升和租金水平的增长，从而进一步提升机场非航收入。预计机场行业仍能保持两位数的增长，稳定、良好的业绩赋予板块较高的安全边际。我们看好一线枢纽机场的流量优势与商业价值，推荐上海机场、白云机场和深圳机场。

（三）快递：电商快速增长动力依旧，快递格局分化持续

2018上半年，我国快递行业仍保持快速发展态势。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%；业务收入累计完成2745亿元，同比增长25.8%。快递行业的主要推动力依旧是电商网购。上半年，全国商品零售额总计16.1万亿，同比增长9.3%，其中增长最快的是商品的网上销售额，同比增长29.8%，达到4.1万亿，网购市场继续维持快速增长。我们认为，电商快速增长的动力依旧还在，第一，电商模式仍有新发展，线上消费逐步向低线城市、中西部地区渗透，中、西部地区快递业务量增速超过全国水平；第二，新业务不断拓展，包括生鲜冷链、同城快递、大件快递等业务的线上渗透率逐步提升，新兴快递业务带来的增量可期。

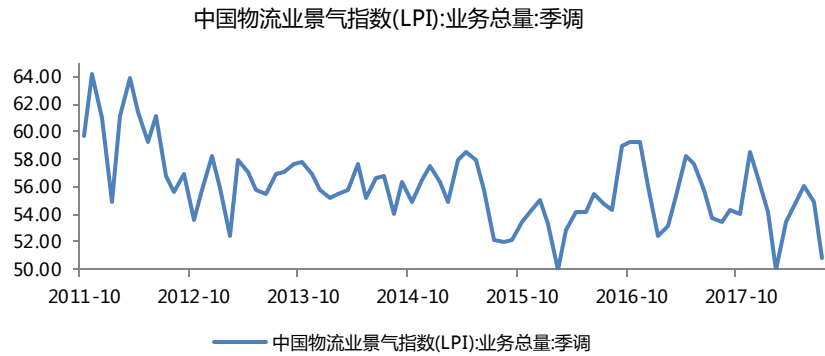
图表21： 快递业务增速



资料来源：联讯证券，wind



图表22: 物流行业景气指数: 业务总量走势



资料来源: 联讯证券, wind

快递业务量增速集体上升, 竞争格局有所改善。2018 年上半年, 主要上市快递企业业务量增速分化, 业务量增速从高到低分别为韵达 52%、顺丰 34%、中通 33%、圆通 30%、圆通 19%、申通 19%, 快递企业市占率从高到低分别为中通 16%、韵达 13.6%、圆通 12.7%、申通 9.3%, 顺丰 8.4%, 除了申通之外, 主要快递企业的市占率都在提升。顺丰、申通、韵达、圆通单票收入分别为 22.7 元、3.28 元、1.74 元、3.63 元, 单票收入整体下滑。2018 年上半年, 快递企业 CR8 为 81.5%, 达到历史新高, 而龙头企业的服务质量也领先同行, 市场份额继续向龙头企业集中, 竞争格局有利于龙头快递企业。建议关注顺丰控股、韵达快递。

六、估值水平处于相对低位, 侧重选择绩优个股

综上所述, 2018 年, 交通运输行业将在经济逐步向好的环境中运行, 全球主要经济发达地区的经济逐步复苏, 消费逐步增长, 需求增长和供给侧改革带来的供需逐步平衡将不断提升行业的盈利能力, 行业内持续推进的兼并重组、改革发展、优化完善将逐步推动行业向上发展。得益于经济增长和消费升级等强大的动力, 物流、航空、机场、铁路等细分子行业将保持相对较快的增长。

图表23: 交通运输行业估值水平



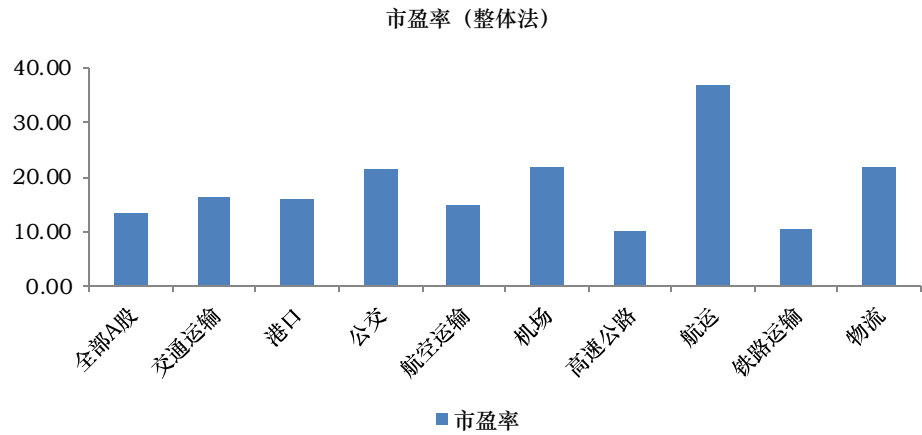
资料来源: 联讯证券, wind

目前, 交通运输行业的平均估值水平为 16 倍, 整体高于 A 股市场 13 倍的市盈率, 铁路和高速公路低于市场平均水平。2018 年, 景气度、提价、政策、汇率等因素仍将继



续影响交通运输行业的市场表现，但是影响程度将会有所变化，建议全面关注交通运输行业的投资机会，因时因事合理配置。交运行业策略继续持续推介物流供应链和快递为核心新经济成长股，重点关注高景气度行业及其绩优个股。重点推介组合：大秦铁路（601006）、铁龙物流（600125）、广深铁路（601333）、中国国航（601111）、东方航空（600115）、南方航空（600029）、上海机场（600009）、顺丰控股（002352）、韵达股份（002120）。

图表24： 交通运输细分子行业估值水平



资料来源：联讯证券，wind



分析师简介

王晓艳，2018年8月加入联讯证券，现任研究院交运行业首席分析师，证书编号：S0300518080001。

研究院销售团队

北京	周之音	010-66235704	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com