

交通运输行业 2018 年年报业绩前瞻

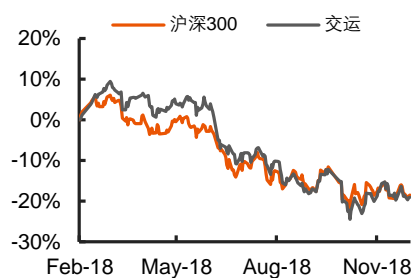
2019 年 02 月 13 日

油汇冲击航空业绩，铁路、快递维持正增长

强于大市（维持）

投资要点

行情走势图



相关研究报告

《行业周报*交运*快递板块延续上涨态势，建议关注春运期间航空表现》
2019-01-28

《行业周报*交运*顺丰鄂州机场获发改委批复》 2019-01-20

《行业周报*交运*人民币升值，建议关注春运旺季航空板块表现》
2019-01-13

《行业周报*交运*元旦全国完成快递业务量 4.05 亿件，开局良好》
2019-01-06

《行业周报*交运*首都机场吞吐量破亿，韵达发力大件快递领域》
2019-01-01

证券分析师

王伟 投资咨询资格编号
S1060518080001
010-56800251
WANGWEI230@PINGAN.COM.CN

研究助理

张功 一般从业资格编号
S1060119010028
ZHANGGONG687@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。

- **航空板块规模增长，盈利波动：**2018 年，我国航空业整体保持较快增速，运输总周转量 1206.4 亿吨公里，旅客运输量 6.1 亿人次、货邮运输量 738.5 万吨，同比分别增长 11.4%、10.9%、4.6%，全行业完成营业收入约 8750 亿元，同比增长 17%，发展态势良好。但是受到汇率和油价的双重不利影响，行业整体盈利水平有所下降。由于利空因素逐步减弱，以及国内航空需求的持续增长，预计 2019 年航空板块整体盈利水平将显著提升，有较好的投资机会。
- **铁路板块受益公转铁政策，盈利正增长：**近几年，国家密集推出“公转铁”政策，带来了铁路运量的提升，以大秦铁路为例，2018 年大秦线累计货运量 4.51 亿吨，全年维持日均 120 万吨以上满产能运输，我们预计 2018 年大秦铁路净利润增速为 0-8%。铁龙物流三季报中预告了全年的净利润情况：公司预计 2018 年度实现归属于上市公司股东的净利润与上年同期相比将增加 17,711.9 万元，同比增加 53.5%，归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润与上年同期相比将增加 16,187.1 万元，同比增加 51.2%。
- **快递板块依旧具备成长性，A 股上市公司增速高于行业：**得益于拼多多等新兴电商对用户的渗透，电商零售市场增速回升，快递行业推动力进一步增强。2018 年，全国快递服务企业业务量累计完成 507.1 亿件，同比增长 26.6%；业务收入累计完成 6038.4 亿元，同比增长 21.8%。市场集中度进一步提升，A 股快递公司业务量增速高于行业平均水平，前三季度 A 股上市快递公司取得了高于行业的收入增速，除圆通速递外，其余上市快递公司均已披露 2018 年预计净利润，其中顺丰控股同比 -8.6%-10.3%，申通快递同比 35-50%，韵达股份同比 50-75%。
- **投资建议：**航空板块，2018 年国内航空业受到汇率和油价的双重影响，整体盈利水平下降，但利空因素自 2018 年末起逐步消退，国际油价自 10 月初达到峰值以后，已经出现明显下降，当前油价水平较高峰已下降超过 25%。此外考虑到航空需求仍然保持增长，因此航空板块仍有较好投资机会，推荐当前估值已至合理区间的南方航空、中国国航，以及受汇率波动影响较小的春秋航空；铁路板块受益于“公转铁”政策的推进，预计铁路板块公司业绩会维持稳定的增长，推荐经营稳健、高股息的大秦铁路，坐拥营口港唯一铁路疏港通道沙鲮铁路的铁龙物流；快递行业依旧处于成长期，行业格局改善，集中度继续提升，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，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，布局航空、打造差异化的圆通速递，理顺经营、边际改善明显的申通快递，建议关注向综合物流服务商转变的顺丰控股。

- **风险提示:** (1) 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; (2) 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; (3) 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; (4) 快递行业价格战风险: 快递公司所提供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。

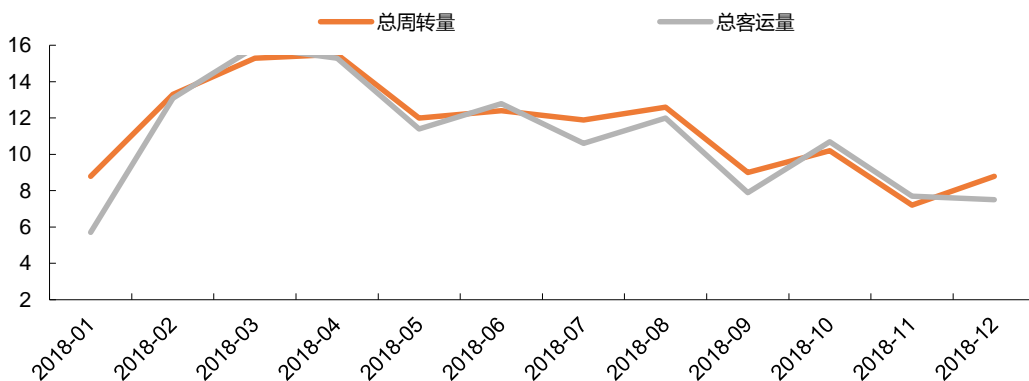
一、航空：规模持续增长、盈利出现波动

1.1 航空需求持续增长、行业规模历史新高

根据民航局发布的数据，2018 年全行业完成运输总周转量 1206.4 亿吨公里，旅客运输量 6.1 亿人次、货邮运输量 738.5 万吨，同比分别增长 11.4%、10.9%、4.6%，航班总量同比增长 5.7%，全行业完成营业收入约 8750 亿元，同比增长 17%，快于运输周转量增速 5.6 个百分点。行业发展规模再创历史新高。

从月度数据分析，整体航空运输水平在 2018 年内保持较稳定增速，总周转量和客运量均呈现正增长。下半年航空运输增速低于上半年，我们认为主要原因是供给紧张导致。2018 年国内航空运输发展总基调就是控制供给增速，确保航班正常率，全年航班正常率达到 80%，达到历史最好水平，随之而来的是航班总量增长大幅放缓，一定程度上抑制了航空需求的释放，导致下半年航空运输规模增速的下降。

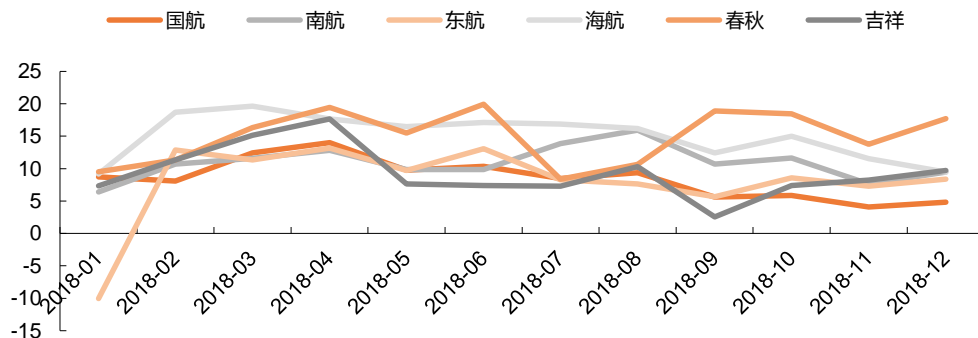
图表1 航空运输总周转量和总客运量同比增速 (%)



资料来源:Wind、民航局、平安证券研究所

从可比上市公司的经营数据分析，国航、南航、东航、海航、春秋和吉祥 6 家上市公司的运输规模在 2018 年内都保持增长。其中，海航和春秋的全年收入吨公里 (RTK) 增速最快均达到 15%，明显高于全行业的总运输周转量增速。

图表2 可比上市公司收入吨公里同比情况 (%)



资料来源:Wind、平安证券研究所

1.2 油价和汇率影响行业盈利水平

目前，航空板块有 4 家公司公布业绩预告，其中 1 家预增，3 家预减。业绩预减的三家公司分别是南方航空、东方航空和海航控股，三家公司在公告中均提及盈利大幅下降的共同原因包括：1、人民币贬值带来的大额汇兑损失；2、油价提升导致营业成本增加。

图表3 航空板块 2018 年业绩预告汇总

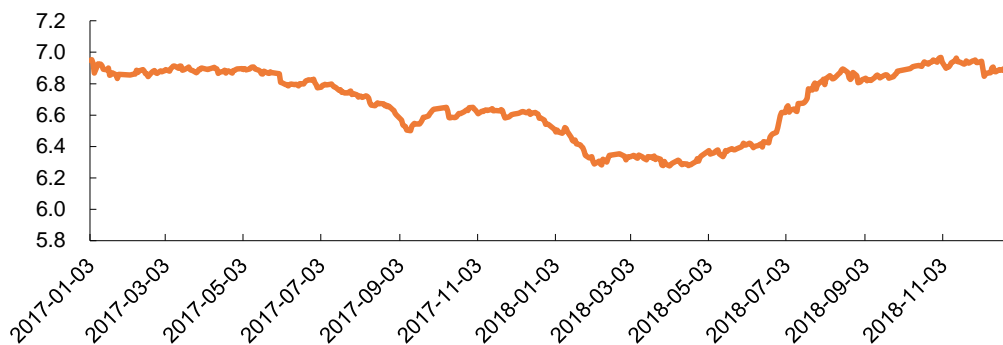
编号	证券代码	证券简称	预增/预减	归属于上市公司股东的净利润 (亿元)			YoY	
				2017A	2018E(min)	2018E(max)	2018E(min)	2018E(max)
1	000099	中信海直	预增	0.91	1.46	1.59	60%	75%
2	600029	南方航空	预减	59.14	26.17	31.40	-56%	-47%
3	600115	东方航空	预减	63.52	26	30	-53%	-59%
4	600221	海航控股	预减	33.23	-5	5	-115%	-85%

资料来源: Wind, 平安证券研究所

汇率: 截至 2018 年 12 月 31 日，人民币对美元中间价为 6.8632 元，相较于 2017 年 12 月 31 日的 6.5342 元，同比提升超过 5%。国内上市航空公司均有若干以美元计价的融资租赁负债、银行贷款及其他贷款，因此汇率对航空公司盈利有较大影响。

此外，根据 2018 年半年报公布，人民币升值或贬值 1%，将使中国国航于 2018 年 6 月 30 日的净利润和股东权益分别增加或减少 2.35 亿元人民币，我们估计国航 2018 年的汇兑损失也将超过 10 亿元人民币。

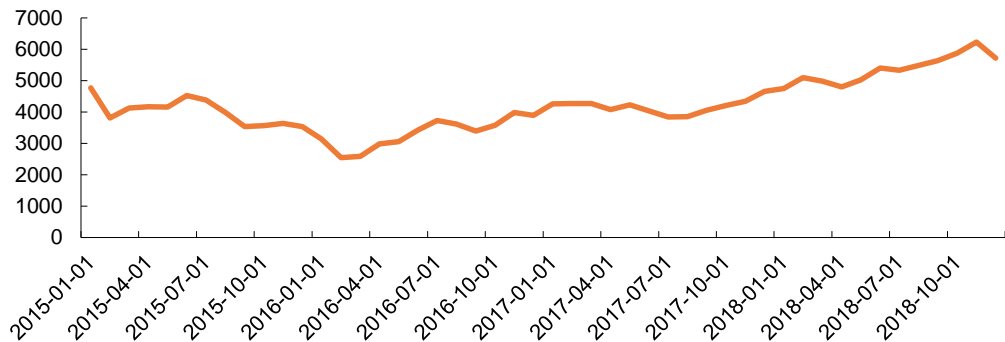
图表4 美元兑人民币中间价



资料来源: Wind, 平安证券研究所

油价: 2018 年国内航空煤油平均出厂价为 5359 元，相较于 2017 年的 4174 元，增加约 28%。考虑到燃油成本是国内航空公司第一大营业成本，且根据 2018 年半年报数据，燃油成本占比普遍超过 30%，因此 2018 年航空公司营业成本普遍出现较大幅度增长，整体业绩受到油价拖累，盈利水平出现下降。

图表5 国内航空煤油出厂价(含税)(元/吨)



资料来源:Wind、平安证券研究所

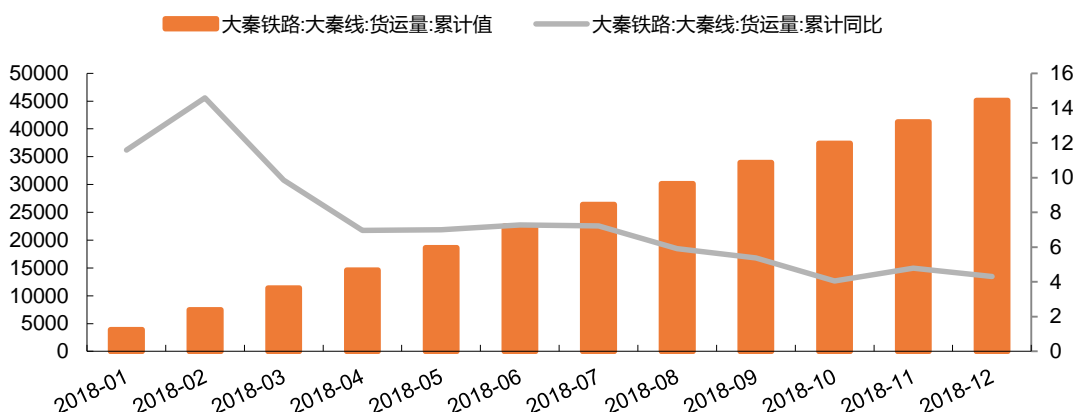
二、 铁路：“公转铁”带动铁路货运正增长

近几年，国家密集推出“公转铁”政策，2018年6月27日，国务院印发《打赢蓝天保卫战三年行动计划》，对**目标、执行主体**等都做了详细规定：

- 优化调整货物运输结构。大幅提升铁路货运比例。到2020年，全国铁路货运量比2017年增长30%，京津冀及周边地区增长40%、长三角地区增长10%、汾渭平原增长25%。大力推进海铁联运，全国重点港口集装箱铁水联运量年均增长10%以上。制定实施运输结构调整行动计划。（发展改革委、交通运输部、铁路局、中国铁路总公司牵头，财政部、生态环境部参与）
- 推动铁路货运重点项目建设。加大货运铁路建设投入，加快完成蒙华、唐曹、水曹等货运铁路建设。大力提升张唐、瓦日等铁路煤炭运输量。在环渤海地区、山东省、长三角地区，2018年底前，沿海主要港口和唐山港、黄骅港的煤炭集港改由铁路或水路运输；2020年采暖季前，沿海主要港口和唐山港、黄骅港的矿石、焦炭等大宗货物原则上主要改由铁路或水路运输。钢铁、电解铝、电力、焦化等重点企业要加快铁路专用线建设，充分利用已有铁路专用线能力，大幅提高铁路运输比例，2020年重点区域达到50%以上。（发展改革委、交通运输部、铁路局、中国铁路总公司牵头，财政部、生态环境部参与）
- 大力发展多式联运。依托铁路物流基地、公路港、沿海和内河港口等，推进多式联运型和干支衔接型货运枢纽（物流园区）建设，加快推广集装箱多式联运。建设城市绿色物流体系，支持利用城市现有铁路货场物流货场转型升级为城市配送中心。鼓励发展江海联运、江海直达、滚装运输、甩挂运输等运输组织方式。降低货物运输空载率。（发展改革委、交通运输部牵头，财政部、生态环境部、铁路局、中国铁路总公司参与）

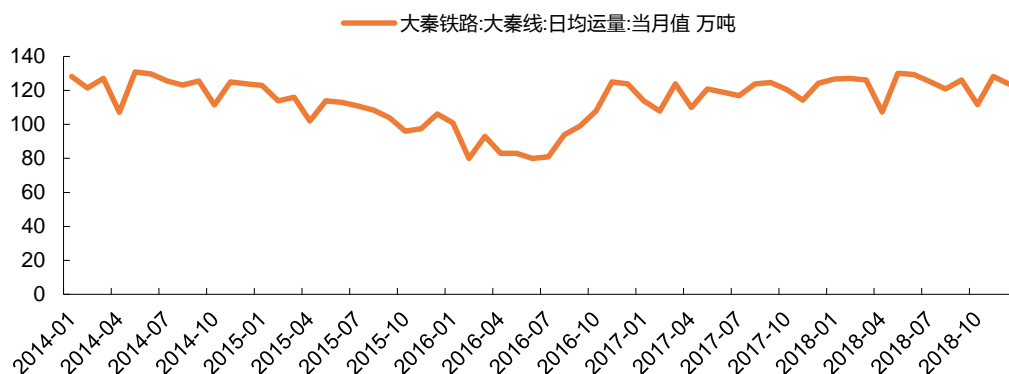
我们总结“公转铁”政策：顶层推动、目标明确、态度坚决。这带来了铁路运量的提升，以大秦铁路为例，2018年大秦线累计货运量4.51亿吨，全年日均120万吨以上满产能运输。预计2018年大秦铁路净利润增速为0-8%。

图表6 2018年大秦铁路货运量累计值(单位:万吨)



资料来源: wind、平安证券研究所

图表7 2018年大秦铁路日均货运量当月值(单位:万吨)



资料来源: wind、平安证券研究所

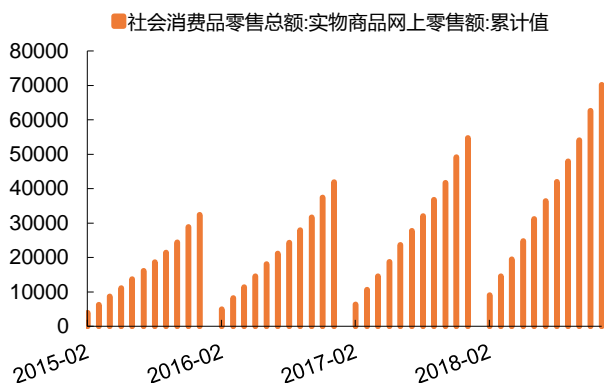
在清算办法上,2017年年底,中国铁路总公司出台了《铁路货物运输进款清算办法(试行)》,确立了基于承运企业付费清算为核心的货运承运清算机制。原有铁路货运清算体系在不同铁路类型的企业主体之间按“分段计费、分段清算”的方式进行清算,铁路局之间按照“管直”清算,即管内货运进款全部归己,直通货运按运行(周转量×统一单价)、发送(直通发送收入×统一比例)、到达(直通到达吨数×统一到达单价)分别清算。新的铁路货运承运清算办法于2018年1月1日起实施,将铁路货运原有的“分段计算”调整为以货物承运企业为核心的直通付费清算模式。新清算办法将带来铁路货运上市公司营业收入的变大。

铁龙物流三季报中预告了全年的净利润情况:公司预计2018年度实现归属于上市公司股东的净利润与上年同期相比,将增加17,711.9万元,同比增加53.5%左右。归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润与上年同期相比,将增加16,187.1万元,同比增加51.2%左右。

三、 快递：行业成长，格局优化

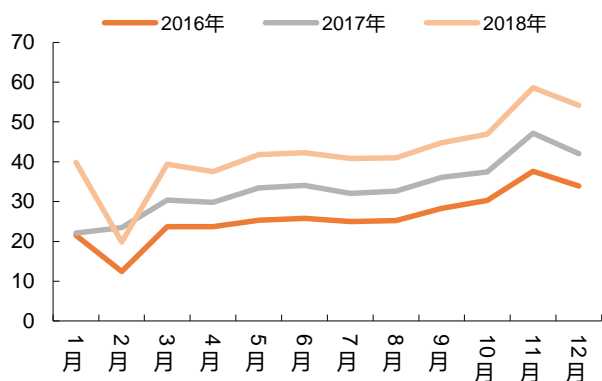
得益于拼多多等新兴电商对用户的渗透，国内电商零售市场增速回升，快递行业推动力进一步增强。2018年，全国快递服务企业业务量累计完成 507.1 亿件，同比增长 26.6%；业务收入累计完成 6038.4 亿元，同比增长 21.8%。

图表8 社会消费品零售总额：实物商品网上零售额累计值（单位：亿元）



资料来源:wind、平安证券研究所

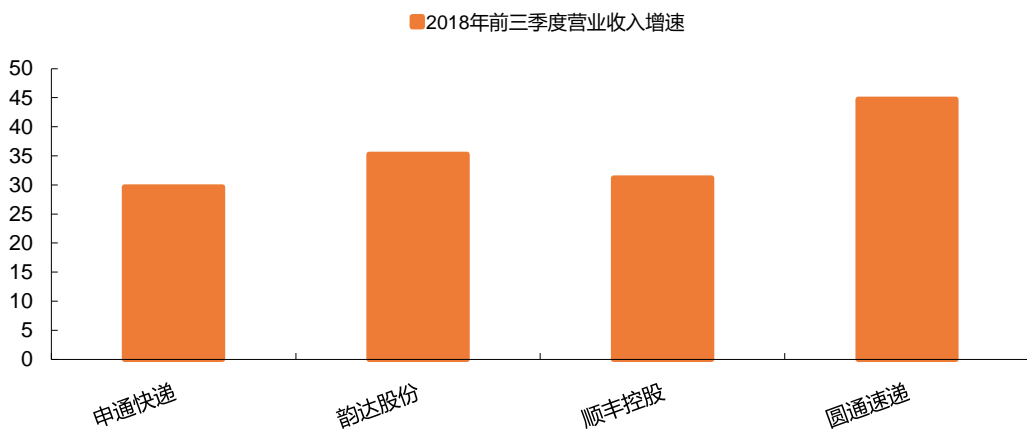
图表9 我国快递分月份业务量（单位：亿件）



资料来源:wind、平安证券研究所

市场集中度进一步提升，A 股上市快递公司业务量增速高于行业平均水平，并且前三季度 A 股上市快递公司取得了高于行业的收入增速。

图表10 2018年前三季度各快递公司营收增速



资料来源: wind、平安证券研究所

图表11 A 股上市快递公司月度经营数据（单位：亿元）

	顺丰控股		韵达		申通		圆通	
	营业收入	同比	营业收入	同比	营业收入	同比	营业收入	同比
2018年1月	73.4	24.4%	9.8	118.1%	12.4	82.7%		
2018年2月	59.3	52.8%	4.0	-25.2%	5.0	-27.2%		
2018年3月	71.6	28.2%	10.2	40.2%	13.3	33.8%		

2018年4月	69.4	33.7%	9.1	31.0%	11.3	13.4%	17.8	23.0%
2018年5月	72.0	28.5%	9.6	30.0%	12.6	16.7%	19.2	23.7%
2018年6月	76.0	30.0%	9.4	23.7%	12.5	19.3%	18.9	23.7%
2018年7月	70.0	29.6%	8.7	21.4%	13.4	37.6%	17.4	25.2%
2018年8月	71.4	27.6%	9.1	23.0%	13.8	46.1%	16.9	21.2%
2018年9月	81.6	24.9%	10.7	28.5%	15.7	43.5%	19.0	13.0%
2018年10月	73.0	21.1%	11.2	29.8%	16.6	47.1%	20.7	18.1%
2018年11月	90.3	18.5%	15.6	41.1%	20.3	33.8%	28.0	21.4%
2018年12月	88.9	19.6%	13.2	34.6%	19.7	47.9%	26.7	27.5%

资料来源: wind、平安证券研究所

注: 月度经营数据未经审计

除圆通速递外, 其余 A 股上市快递企业均已公告 2018 年净利润情况, 具体如下:

图表12 A 股快递公司 2018 年净利润情况

2018 年净利润情况	
顺丰控股	43.6-52.6 亿元, 同比增长-8.6%-10.3%
申通快递	20.1-22.3 亿元, 同比 35%~50%
圆通速递	未披露
韵达股份	23.8-27.8 亿元, 同比 50%~75%

资料来源: 公司公告、平安证券研究所

四、投资建议

航空板块, 2018 年国内航空业受到汇率和油价的双重影响, 整体盈利水平下降, 但利空因素自 2018 年末其逐步消退, 国际油价自 10 月初达到峰值以后, 已经出现明显下降, 当前油价水平较高峰已下降超过 25%, 考虑到航空需求仍然保持增长, 因此航空板块仍有较好投资机会, 推荐当前估值已至合理区间的南方航空、中国国航, 以及受汇率波动影响较小的春秋航空; 铁路板块受益于“公转铁”政策的推进, 预计铁路板块公司业绩会维持稳定的增长, 推荐经营稳健、高股息的大秦铁路, 坐拥营口港唯一铁路疏港通道沙鲅铁路的铁龙物流; 快递行业依旧处于成长期, 行业格局改善, 集中度继续提升, 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, 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, 布局航空、打造差异化的圆通速递, 理顺经营、边际改善明显的申通快递, 建议关注向综合物流服务商转变的顺丰控股。

五、风险提示

(1) 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; (2) 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; (3) 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; (4) 快递行业价格战风险: 快递公司所提供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。

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 5\%$ 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。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。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：

此报告旨在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 2019 版权所有。保留一切权利。



平安证券
PING AN SECURITIES

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
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