

交通运输行业周报（20190415-20190421）

## 积极参与航空股油汇供需共振机遇；基于护城河策略继续推荐机场、电商快递

推荐（维持）

□ **积极参与航空股油汇供需共振机遇。**1) 2018 年年报回顾：克服油价上涨压力，实现扣汇扣非利润总额同比增长 13.3%，反映提座收、降成本共同推动航空主业盈利能力有效提升。收益水平：国航绝对值领先，东航幅度最大，上海基地三公司同比领跑行业。三大航座公里收益提升 2.9%，其中东航、国航、南航分别提升 5.7%、2.2% 及 1.3%。绝对值看，国航继续领跑行业，分别领先东航及南航 3.7% 和 8.1%，东航与国航差距收窄（17 年为相差 7.2%）。吉祥与春秋分别提升 5.1% 及 4.3%。东航座收涨幅最大。成本端回顾：延续降本增效，单位扣油成本下降 3.1%。其中三大航平均降低 3.4%，春秋下降 1.3%，吉祥因 787 初投产单位成本增长 6.9%。2) 2018 年行业变化：超级承运人+超级枢纽格局深化演绎将放大客运价格市场化效果。以东航为例，公司核心枢纽份额提升推动座收上涨。公司在上海两场，北京两场，昆明市占率同比均有提升，推动浦东、虹桥、首都、昆明座收提升分别为 4.2%、8.2%、6.2%、4.8%，尤其虹桥上半年提升 4.3%，全年提升达到 8.2%。客运价格市场化帮助航空公司提升抵御外部风险的能力。3) 启航正当时：把握波音事件对供给影响逻辑主线，油、汇、供需三因素多年难遇的共振概率。a) 此前我们分析波音 MAX 机型影响国内全年运力增速或在 4% 左右，淡季或不显著，旺季料将充分释放。历史弹性看，座收弹性是供需缺口的 2 倍水平。b) 外部环境评估：油汇由极端损害转向相对友好。边际思维看贡献：增厚利润为国航 53（油 25+汇 28）、东航 44（油 20+汇 24）、南航 48（油 26+汇 22）亿元。多年难遇的三因素共振概率有望出现。4) 投资建议：此前报告我们分析航空业利好在堆积，复盘历史股价仍滞涨。当前三大航平均 12 倍 PE，1.7 倍 PB，处于历史较低水平持续“强推”三大航，建议关注吉祥与春秋。

□ **机场：免税重估未完待续。**17-18 年机场行情大部分来自于免税扣点提升推动了价值重估，而 19 年起我们认为免税业务不断超预期推动业绩超预期，同时使估值进一步向全球靠拢。不同上市公司所处不同发展阶段，上海机场作为超级枢纽和独特区位优势，上海市场消费力强劲提升，免税仍将快速发展；白云机场扩面积、增品类、运营商提供更更具性价比的产品后，正处于免税业务爆发阶段；深圳机场深耕国际线，基础虽弱，增速最快，处于潜力释放期。

□ **快递：3 月行业业务量增速 23.3%，一季度增速 22.5%，通达系公司 3 月均为 35% 左右增速，一季度申通（45.2%）>韵达（41.5%）>圆通（39.2%）。**此前我们判断行业将走向良性量价循环，集中度进一步向头部集中。圆通速递 2018 年年报显示，公司实现单票毛利 0.42 元，同比增长 7.9%，因单票成本下降 8%，收入降幅仅 6.4%，成本降幅大于收入，正是印证我们对于走向良性量价循环的研判，同时我们认为申通快递有望于 2019 年下半年展现其单票成本的明显降幅；而 19Q1CR8 达到 81.7%，较 18 年底提升 0.5 个百分点；二通一达市占率 41.2%，较 18 年底提升 1.7 个百分点，头部集中趋势延续。

□ **一周市场回顾：交运周涨幅 1.7%。**机场 7% 领跑各子行业，航运与公交板块下跌。航运指数：集运：SCFI 指数同比下降 2.6% 至 762 点，干散货：BDI 周上涨 8.8% 至 790 点，仍较年初下跌近四成。

□ **风险提示：油价大幅上升，人民币大幅贬值，经济大幅下滑。**

### 重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价(元)	EPS(元)			PE(倍)			PB	评级
		2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E		
东方航空	7.75	0.19	0.67	0.82	40.79	11.57	9.45	2.01	强推
南方航空	8.88	0.24	0.73	0.93	37.0	12.16	9.55	1.68	强推
中国国航	11.0	0.51	0.85	0.97	21.57	12.94	11.34	1.71	强推
申通快递	24.48	1.34	1.45	1.77	18.27	16.88	13.83	4.41	推荐

资料来源：Wind，华创证券预测

注：股价为 2019 年 04 月 19 日收盘价

### 华创证券研究所

证券分析师：吴一凡

电话：021-20572539

邮箱：wuyifan@hcyjs.com

执业编号：S0360516090002

证券分析师：刘阳

电话：021-20572552

邮箱：liuyang@hcyjs.com

执业编号：S0360518050001

联系人：肖祎

电话：021-20572553

邮箱：xiaoyi@hcyjs.com

联系人：王凯

电话：021-20572538

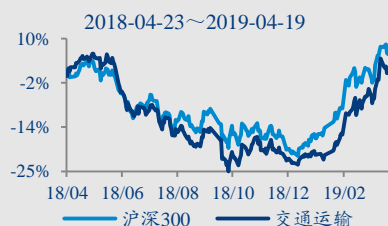
邮箱：wangkai@hcyjs.com

### 行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	114	3.16
总市值(亿元)	26,257.74	3.97
流通市值(亿元)	17,598.23	3.65

### 相对指数表现

	%	1M	6M	12M
绝对表现	8.26	34.08	13.34	
相对表现	0.82	2.63	3.77	



### 相关研究报告

《交通运输行业周报（20190304-20190310）：市场调整后更加关注低估值+长期价值回归标的，持续推荐航空机场快递》

2019-03-10

《交通运输行业周报（0318-0324）：减税降费+刺激消费，继续推荐航空、机场、快递》

2019-03-24

《交通运输行业周报（20190401-20190407）：民航发展基金减半利好航企，六大利好兑现其一，波音事件逻辑强化，持续推荐航空板块》

2019-04-07

# 目录

一、行业观点.....	4
(一) 航空：克服油价压力实现扣汇利润两位数增长；把握波音逻辑主线，积极参与油汇供需共振机遇。.....	4
(二) 基于护城河策略继续推荐机场与电商快递.....	4
二、一周市场回顾：周涨幅 1.7%.....	6

# 图表目录

图表 1	2019 年 3 月行业增速.....	5
图表 2	2019 年 3 月上市公司业务量及收入增速.....	6
图表 3	交运行业周涨跌幅.....	6
图表 4	航运数据.....	7
图表 5	CCFI 指数一周表现.....	7
图表 6	SCFI 指数表现.....	7
图表 7	BDI 指数.....	7
图表 8	CBFI 指数表现.....	7

## 一、行业观点

**(一) 航空：克服油价压力实现扣汇利润两位数增长；把握波音逻辑主线，积极参与油汇供需共振机遇。**

**2018 年年报回顾：克服油价上涨压力，扣汇实现利润增长。**

1) 收入端：春秋增速最快。国航、南航、东航、春秋、吉祥合计实现收入 4228 亿元，同比增长 13.1%，其中春秋 19.5% 增速最快，三大航增速 13%。

2) 利润总额：220 亿元，同比下滑 32%，因汇兑损失边际超过 129 亿元（18 年损失 62 亿，17 年收益 67 亿），扣汇扣非利润总额同比增长 13.3%，反映提座收、降成本共同推动航空主业盈利能力有效提升。其中，春秋利润增速 19% 领先，而国航扣非扣汇 34.4% 涨幅最高。

3) 收益水平：国航绝对值领先，东航幅度最大，上海基地三公司同比领跑行业。三大航座公里收益提升 2.9%，其中东航、国航、南航分别提升 5.7%、2.2% 及 1.3%。绝对值看，国航继续领跑行业，分别领先东航及南航 3.7% 和 8.1%，东航与国航差距收窄（17 年为相差 7.2%）。吉祥与春秋分别提升 5.1% 及 4.3%。东航座收涨幅最大。

**成本端回顾：延续降本增效，单位扣油成本下降 3.1%。**

1) 燃油成本为主增项目。因国内综采成本同比增长 28%，合计燃油成本同比 35%，占营业成本比重 33%。2) 扣油成本：合计 2472 亿元，同比增长 7.2%，低于 ASK 增速（10.6%），单位扣油成本 0.273 元，同比下降 3.1%。其中三大航平均降低 3.4%，春秋下降 1.3%，吉祥因 787 初投产单位成本增长 6.9%。从降幅来看：南航下降 4.1% 降幅最大，预计与其在 2018 年改造飞机座位数有一定相关性，摊薄单位成本；国航降幅 3.4%，东航下降 2.6%。3) 分细项来看：前三项主要扣油成本为折旧（租赁），人工及起降，合计占比 66%。其中单位折旧（租赁）下降 3.6%，人工及起降费用基本持平。降幅最大项为单位维修成本，下降 12.3%，其中东航下降 35.5% 是主要贡献。4) 费用率继续严控：上市公司销售费用率、管理费用率及扣汇财务费用率合计降低 0.8%。

**2018 年行业变化：超级承运人+超级枢纽格局深化演绎将放大客运价格市场化效果。**

1) 以东航为例，公司核心枢纽份额提升推动座收上涨。公司在上海两场，北京两场，昆明市占率同比均有提升，推动浦东、虹桥、首都、昆明座收提升分别为 4.2%、8.2%、6.2%、4.8%，尤其虹桥上半年提升 4.3%，全年提升达到 8.2%。2) 客运价格市场化帮助航空公司提升抵御外部风险的能力。国航披露根据规则调整 57 条航线价格带来增收 14 亿，我们测算相当于国内收入增长 2.7%，贡献边际利润 8 亿元左右，占下半年利润的 22%。为公司抵御外部风险带来了帮助。Q4 含油座收同比提升超过 6%，即是效果。

**启航正当时：把握波音事件对供给影响逻辑主线，油、汇、供需三因素多年难遇的共振概率。** 1) 此前我们分析波音 MAX 机型影响国内全年运力增速或在 4% 左右，淡季或不显著，旺季料将充分释放。历史弹性看，座收弹性是供需缺口的 2 倍水平。2) 外部环境评估：油汇由极端损害转向相对友好。边际思维看贡献：增厚利润为国航 53（油 25+ 汇 28）、东航 44（油 20+ 汇 24）、南航 48（油 26+ 汇 22）亿元。多年难遇的三因素共振概率有望出现。

**投资建议：** 此前报告我们分析航空业利好在堆积，复盘历史股价仍滞涨。当前三大航平均 12 倍 PE，1.7 倍 PB，处于历史较低水平持续“强推”三大航，建议关注吉祥与春秋。注：客座率/票价每提升 1%，将带来三大航每家约 8-10 亿元利润，因此随着波音事件的演绎，或存在业绩持续超预期可能。

**(二) 基于护城河策略继续推荐机场与电商快递**

**机场：免税重估未完待续。**

17-18 年机场行情大部分来自于免税扣点提升推动了价值重估，而 19 年起我们认为免税业务不断超预期推动业绩超预期，同时使估值进一步向全球靠拢。不同上市公司所处不同发展阶段，上海机场作为超级枢纽和独特区位优势，

上海市场消费力强劲提升，免税仍将快速发展；白云机场扩面积、增品类、运营商提供更具性价比的产品后，正处于免税业务爆发阶段；深圳机场深耕国际线，基础虽弱，增速最快，处于潜力释放期。

**快递：3月行业业务量增速23.3%，通达系增速均为35%左右，头部集中趋势持续，继续推荐通达系**

3月行业业务量增速23.3%，一季度增速22.5%，通达系公司3月均为35%左右增速，一季度申通(45.2%)>韵达(41.5%)>圆通(39.2%)。

此前我们判断行业将走向良性量价循环，集中度进一步向头部集中。圆通速递2018年年报显示，公司实现单票毛利0.42元，同比增长7.9%，因单票成本下降8%，收入降幅仅6.4%，成本降幅大于收入，正是印证我们对于走向良性量价循环的研判，同时我们认为申通快递有望于2019年下半年展现其单票成本的明显降幅；而19Q1CR8达到81.7%，较18年底提升0.5个百分点；二通一达市占率41.2%，较18年底提升1.7个百分点，头部集中趋势延续。

**图表 1 2019年3月行业增速**

行业收入 (亿元)						
	当月值	同比增速	去年同期增速	累计值	累计同比	
全国	596.0	23.0%	26.6%	1543.0	21.4%	
同城	63.1	-11.7%	25.4%	168.2	-14.1%	
异地	313.1	27.2%	26.5%	800.8	26.0%	
国际/港澳台	58.0	10.1%	21.7%	157.4	10.5%	
行业业务量 (亿件)						
	当月值	同比增速	去年同期增速	累计值	累计同比	
全国	48.6	23.3%	29.9%	121.5	22.5%	
同城	9.0	1.2%	24.1%	23.6	-0.2%	
异地	38.5	30.6%	31.0%	95.0	30.3%	
国际/港澳台	1.1	7.5%	56.0%	2.9	8.9%	
行业单件 (元/件)						
	当月值	同比	去年同期增速	累计值	累计同比	
全国	12.3	-0.3%	-2.5%	12.7	-0.9%	
同城	7.0	-12.8%	1.0%	7.1	-13.9%	
异地	8.1	-2.6%	-3.5%	8.4	-3.3%	
国际/港澳台	51.4	2.4%	-22.0%	53.9	1.5%	
行业集中度 (%)						
	当月值	同比	环比			
CR8	81.70	1.0	0.40			
二通一达	41.20	3.5				

资料来源：Wind、华创证券

**图表 2 2019 年 3 月上市公司业务量及收入增速**

公司业务量 (亿件)						
	当月值	份额	同比	超额增速	累计同比	
顺丰	3.51	7.2%	7.3%	-16.0%	7.3%	
申通	5.17	10.6%	34.5%	11.2%	45.2%	
韵达	7.82	16.1%	35.1%	11.8%	41.5%	
圆通	7.04	14.5%	34.8%	11.5%	39.2%	
全国	48.64		23.3%		22.5%	
公司单票收入 (元/件)						
	当月值	同比	环比	累计	累计同比	
顺丰	23.32	6.5%	4.7%	23.73	6.2%	
申通	3.52	1.4%	-1.1%	3.48	-0.4%	
韵达	3.30	87.5%	-7.3%	3.45	81.3%	
圆通	3.26	-11.3%	-3.0%	3.35	-10.6%	
全国	12.25	-0.3%	-3.4%	12.70	-0.9%	
公司收入 (亿元)						
	当月值	同比	环比	累计收入	累计同比	
顺丰	81.9	14.3%	65.5%	233.0	14.0%	
申通	18.2	36.5%	103.2%	44.4	44.6%	
韵达	25.8	153.2%	111.5%	61.5	156.5%	
圆通	22.9	19.5%	128.4%	55.5	24.5%	
全国	596.0	23.0%	70.2%	1543.0	21.4%	

资料来源: Wind、华创证券

## 二、一周市场回顾: 周涨幅 1.7%

一周市场回顾: 交运周涨幅 1.7%。机场 7% 领跑各子行业, 航运与公交板块下跌。

个股看: 飞马国际、盐田港、德新交运涨幅前三。

**图表 3 交运行业周涨跌幅**

行业	周涨跌幅	行业	2019 年涨跌幅
沪深 300	3.31%	沪深 300	36.87%
交通运输	1.71%	交通运输	33.34%
港口	1.79%	港口	47.43%
公交	-0.85%	公交	31.01%
航空运输	1.23%	航空运输	35.82%
机场	7.14%	机场	31.35%
高速公路	0.82%	高速公路	24.98%
航运	-0.42%	航运	46.61%
铁路运输	0.27%	铁路运输	8.52%
物流	1.47%	物流	35.81%

资料来源: wind, 华创证券

## 航运数据

干散货: BDI 本周上涨 8.8%, 收于 790 点; CBF1 下跌 0.5%, 收于 1036 点。

集装箱: SCFI 收于 762 点, 下跌 2.6%, 美西收于 1538 美元/FEU, 美东收于 2634 美元/FEU, 分别下跌 4.2%、下跌

0.2%，欧洲线收于 638 美元/TEU，下跌 0.3%；CCFI 收于 801 点，上涨 0.1%。

图表 4 航运数据

航运子行业	指数	最新值			均值			同比		
		2019/4/20	2019/4/13	周环比	2019Q2	2019Q1	2019	2019Q2	2019Q1	2019
干散货	BDI	790	726	8.8%	722	817	784	-42.7%	-30.5%	-42.0%
	CBFI	1036	1041	-0.5%	1026	993	1000	-9.6%	-15.5%	-13.0%
集装箱	SCFI	762	782	-2.6%	779	878	842	3.2%	10.7%	1.1%
	美西	1538	1606	-4.2%	1589	1785	1705	20.9%	34.2%	-1.8%
	美东	2634	2638	-0.2%	2639	2897	2791	14.1%	16.5%	-0.5%
	欧洲	638	640	-0.3%	645	887	809	-17.0%	5.5%	-1.6%
	CCFI	801	800	0.1%	799	861	841	2.7%	5.6%	2.8%

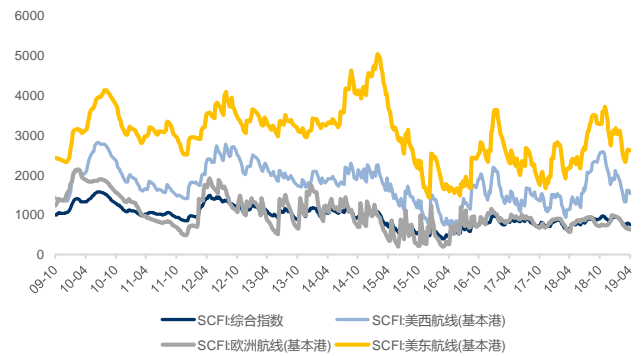
资料来源: Wind, 华创证券

图表 5 CCFI 指数一周表现



资料来源: wind, 华创证券

图表 6 SCFI 指数表现



资料来源: wind, 华创证券

图表 7 BDI 指数



资料来源: wind, 华创证券

图表 8 CBFI 指数表现



资料来源: wind, 华创证券

## 交通运输组团队介绍

### 组长、首席分析师：吴一凡

上海交通大学经济学硕士。曾任职于普华永道会计师事务所、上海申银万国证券研究所。2016年加入华创证券研究所。2015年金牛奖交运行业第五名，2017年金牛奖交运行业第五名。

### 分析师：刘阳

上海交通大学工学硕士。2016年加入华创证券研究所。2017年金牛奖交运行业第五名团队成员。

### 研究员：肖祎

香港城市大学经济学硕士。曾任职于华泰保险资管、中铁信托。2017年加入华创证券研究所。2017年金牛奖交运行业第五名团队成员。

### 助理研究员：王凯

华东师范大学经济学硕士。2017年加入华创证券研究所。2017年金牛奖交运行业第五名团队成员。



## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售助理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售助理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	沈晓瑜	资深销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	杨晶	高级销售经理	021-20572582	yangjing@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyi@hcyjs.com
	乌天宇	高级销售经理	021-20572506	wutianyu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	张敏敏	销售经理	021-20572592	zhangminmin@hcyjs.com
蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com	

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500