

交通运输行业 2019 年一季报总结

收入增速放缓，盈利质量提升；行业破局之变正在酝酿

推荐（维持）

- **交运板块综述：收入增速放缓，盈利质量提升，航运板块利润大增。**19Q1 收入 5773 亿元，同比增 9.8%，归属净利 375 亿元，同比增 15.4%，较 18 年而言，收入增速有所放缓，但盈利质量提升。2) 利润增速超过 100%：航运(154%)、公交(119%)；利润增速超过 30%：高速公路(31.7%)；利润下滑：铁路(-3.2%)、物流(-13.8%)；此外快递(16.4%)、港口(15.6%)、机场(10.8%)、航空(1%)。
- **重点子行业回顾：航空、机场、通达系快递以及顺丰是我们护城河策略重点子行业及公司，同时我们认为周期角度油运将于 19 年下半年迎来更顺畅上行。**
- **航空：重点公司扣汇利润总额同比增长 13%，破局之变观察南航经营策略变化。**1) 5 家重点公司收入同比增长 10%（还原国货航影响）；经营数据：ASK 增速 9.8%，RPK10.6%，客座率 82.9%，同比提升 0.6 个百分点。**收益品质：座公里收益持平微增 0.1%，东航增长 1.3%领跑三大航，春秋增幅 3.4%，吉祥基本持平。归属净利 78.3 亿元，同比增长 2%，扣汇利润总额 80.5 亿，同比增长 13%。**2) **破局之变：如果南航转变经营思路。**2010 年以来我国航空业面临需求两位数，票价难增长（2017 年止跌，2018 年方上行）的矛盾，我们认为这是过快供给掩盖了需求潜力，南航近两年为备战北京大兴机场，运力引进领先于行业，但近期公司随着新领导就任，或调整收益管理计划，进行统筹规划。一旦南航对于收入体量的追求从投放量的动力转为价格动力，那么一方面南航料将在旺季释放弹性，另一方面局部市场的竞争料将得以有效缓解。
- **机场：免税红利未完待续。**1) **财务数据：**收入：上海、白云、深圳分别增速 22%、11%及 8%，利润：上海增长 37%，深圳增长 10%，白云下滑 48%。白云机场因民航发展基金返还作企业收入取消以及 T2 投产新增大额折旧影响，净利同比下滑 48%，我们预计该影响因素在 2019 年 Q2 之后即结束，2019Q1 为其影响最大的单季。2) **趋势展望：**长期看免税回流大势所趋，空间约 3 倍。边际看免税运营商，实力越强，全球比价优势越明显，将构筑消费回流的核心要素。而上市机场虽处于不同阶段，皆有可能。
- **快递：维持景气区间，龙头持续集中。**1) **财务数据：**实现收入 471 亿，同比增长 30.3%，利润 26 亿，同比增长 16.4%，通达系利润增速 21%。其中韵达扣非增速 38%领跑，圆通扣非增速 19.4%，申通扣非增速 10.6%。**毛利率角度看韵达 15.6%，领先于申通的 14.7%及圆通的 12.1%。**申通 19Q1 毛利率出现较 18Q4 出现环比上行。3) **趋势看：龙头集中尽享电商红利。**通达系市占率 16 年后见底回升，18 年起加速上行，较低点提升 6.7 个百分点至 54%，一季度行业业务量增速 22.5%，二通一达业务量增速超过 40%，市占率进一步提升。4) **破局之变在于阿里之于通达系乃至物流业的投资演变。**
- **油运：运价弹性释放，看好 19 年下半年油运进攻属性。**招商轮船与中远海能分别实现扣非利润同比增长 460%及 599%。招轮外贸油运实现归母净利 2.56 亿元，18Q1 亏损 0.66 亿元。海能外贸油运同比扭亏贡献毛利 4.3 亿。展望 19H2，供需结构以及中美格局将深化影响行业，或迎来更顺畅上行。
- **风险提示：**油价大幅上涨，人民币大幅反弹，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
		2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E		
东方航空	6.84	0.67	0.82	1.01	10.21	8.34	6.77	1.77	强推
南方航空	8.48	0.73	0.93	1.2	11.62	9.12	7.07	1.6	强推
上海机场	70.63	2.76	3.09	3.79	25.59	22.86	18.64	4.82	推荐
白云机场	15.24	0.49	0.67	0.86	31.1	22.75	17.72	2.02	推荐

资料来源：Wind，华创证券预测

注：股价为 2019 年 04 月 30 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

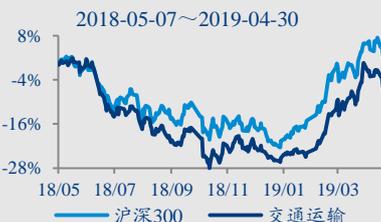
电话：021-20572538
邮箱：wangkai@hcyjs.com

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	115	3.19
总市值(亿元)	24,806.09	4.01
流通市值(亿元)	16,791.58	3.71

相对指数表现

	%	1M	6M	12M
绝对表现	-6.94	19.23	2.06	
相对表现	-3.27	0.29	-1.61	



相关研究报告

《交通运输行业周报(20190415-20190421)：积极参与航空股油运供需共振机遇；基于护城河策略继续推荐机场、电商快递》

2019-04-21

《交通运输行业周报(20190422-20190428)：继续推荐机场：免税重估未完待续；受油价短期上涨影响，航空股回调是参与机遇》

2019-04-28

《交通运输行业 2019 年中期投资策略：消费视角看交运，正值潜力释放期》

2019-05-04

目录

一、财务数据回顾：收入增速放缓，盈利质量提升	4
（一）交运板块综述：收入增速放缓，盈利质量提升，航运板块利润大增	4
（二）客货运数据回顾：一季度客运跌幅收窄，货运延续增长。	5
二、重点子行业回顾	8
（一）航空：重点公司扣汇利润总额同比增长 13%，破局之变观察南航经营策略变化	8
1、5 家重点公司国航、东航、南航、春秋及吉祥一季度数据分析	8
2、破局之变：如果南航转变经营思路	11
（二）机场：免税红利未完待续	13
（三）快递：维持景气区间，龙头持续集中	14
（四）航运：油运运价弹性释放，看好 19 年下半年油运进攻属性	18

图表目录

图表 1 各子行业财务数据（按照利润金额排序）	4
图表 2 交运行业客货运量同比	6
图表 3 铁路行业客货运量同比	6
图表 4 公路行业客货运量同比	7
图表 5 航空行业运量同比	7
图表 6 各交通运输方式旅客周转量占比	8
图表 7 上市公司 19Q1 收入增速	8
图表 8 上市公司座收涨幅水平同比	9
图表 9 上市公司座收涨幅水平同比	9
图表 10 上市公司财务数据（未还原国货航影响）	10
图表 11 我国旅客人数增速	11
图表 12 分区域旅客增速比较	11
图表 13 2007-2018 客座率水平	11
图表 14 行业平均票价走势	12
图表 15 三大航客公里收益水平	12
图表 16 达美南航单机营收差距分布（示意图）	12
图表 17 三大航引进计划	13
图表 18 一季度机场数据比较	14
图表 19 2019 年 3 月行业增速	15
图表 20 行业单票收入变化	15
图表 21 上市公司业务量增速（17 年 10 月-19 年 3 月）	16
图表 22 行业业务量增速	16
图表 23 2019 年 3 月上市公司业务量及收入增速	17
图表 24 快递公司毛利率	17
图表 25 快递公司一季度分拆	18
图表 26 VLCC-TCE 周度运价	19
图表 27 VLCC-TD3 航线周度运价	19
图表 28 中远海能分季度利润与变动	20
图表 29 招商轮船分季度利润与变动	20

一、财务数据回顾：收入增速放缓，盈利质量提升

（一）交运板块综述：收入增速放缓，盈利质量提升，航运板块利润大增

统计 106 家上市公司，2019Q1 合计收入 5773 亿元，同比增速 9.8%，归属净利 375 亿元，同比增长 15.4%，2018 年收入增速 14.4%，利润下滑 9%，

较 18 年整体而言，收入增速有所放缓，但盈利质量得以提升，与大环境下从规模扩张转向高质量发展相符合。

1、根据利润增速看子行业：

利润增速超过 100%：航运（154%）、公交（119%）

利润增速超过 30%：高速公路（31.7%）

利润增速 10%-30%：快递（16.4%）、港口（15.6%）、机场（10.8%）

利润增速 0-10%：航空（1%）

利润下滑：铁路（-3.2%）、物流（-13.8%）

图表 1 各子行业财务数据（按照利润金额排序）

板块	2019Q1		2018Q1		19Q1增速		2018增速	
	收入	归属净利	收入	归属净利	收入	归属净利	收入	归属净利
交通运输	5773	375	5260	325	9.8%	15.4%	14.4%	-9.0%
航空	1282	95	1174	94	9.2%	1.0%	13.2%	-51.4%
机场	60	19	53	17	14.6%	10.8%	13.3%	2.9%
航运	513	26	353	10	45.5%	153.6%	29.4%	-32.5%
港口	417	64	401	56	3.9%	15.6%	10.8%	2.2%
铁路	283	45	257	47	9.8%	-3.2%	32.9%	7.8%
高速公路	174	71	163	54	6.6%	31.7%	2.5%	18.5%
物流	2530	20	2468	24	2.5%	-13.8%	11.3%	-24.8%
快递	471	26	362	22	30.3%	16.4%	51.5%	28.2%
公交	43	9	45	4	-3.9%	119.0%	-2.0%	5.2%

资料来源：Wind，华创证券

2、根据不同特征看子行业

利润占比最高：航空板块利润占比 25%，依旧为板块中最大贡献。合计实现收入增速 9.2%，利润增长 1%，2018 年受到油汇双杀板块收入增速 13.2%，但利润为下滑 51%。一季度 5 家重点公司扣汇利润总额同比增长 13.3%。

净利增速最快：航运。收入增速 46%，净利增速大增 154%。油运：得益于油运市场一季度维持较好景气度以及部分收入确认来自于 18Q4 旺季，油轮标的利润大增；**集装箱：**中远海控海控并表东方海外，以及一季度单箱价格上行带来业绩同比增长 280%。

内生收入增速最快：快递。一季度快递板块收入增速 30.3%，仅次于航运板块，反应快递行业仍处于景气阶段。

稳健营收利润双两位数：机场。收入增速 14.6%，利润增速 10.8%，较 2018 年均有提速。利润增速低于收入主要因白云机场 T2 航站楼折旧以及民航基金返还作为收入政策取消导致。

净利下滑：铁路与物流。

铁路板块因成本上升，如大秦铁路量未达满产，价格维持不变，收入小幅增长，不及成本端增长幅度导致利润下滑。

物流板块向来收入高，毛利极低，一季度多家供应链公司出现业绩下滑导致板块利润下降。

利润增速大超收入：高速公路板块净利大幅增长 32%，远超收入 6.6%，利润同比增加 17 亿元，其中赣粤高速因公允价值变动损益获益 5.5 亿元（预计主要来自 Q1 公司持股国盛金控涨幅 49%所致，18 年底公司持有国盛金控价值 10.7 亿元）、五洲交通资产处置收益 5.1 亿元。

图表 2 重点公司业绩汇总

证券简称	PB	总市值	2019Q1				2018	
			营业收入	归属净利	收入同比	利润同比	收入增速	利润增速
南方航空	1.6	1,000	376	26	10.4%	4.1%	12.7%	-49.6%
中国国航	1.6	1,383	326	27	3.0%	3.6%	12.7%	1.3%
航空 东方航空	1.8	902	301	20	12.3%	1.2%	13.0%	-57.4%
春秋航空	2.8	385	36	5	12.7%	23.1%	19.5%	19.1%
吉祥航空	2.5	241	41	4	14.5%	-7.5%	15.7%	-7.0%
中远海能	1.0	246	38	4	60.2%	604.3%	25.9%	-94.0%
航运 招商轮船	1.5	295	31	3	125.4%	496.4%	79.3%	89.9%
中远海控	2.4	636	351	7	60.0%	280.0%	33.6%	-53.8%
上海机场	4.6	1,361	28	14	21.6%	36.7%	15.5%	14.9%
机场 深圳机场	1.6	184	9	2	7.7%	9.7%	8.4%	1.0%
白云机场	2.0	315	19	2	11.3%	-48.3%	14.6%	-29.2%
韵达股份	5.4	646	67	6	151.6%	40.4%	38.8%	69.8%
快递 顺丰控股	4.0	1,461	240	13	16.8%	27.0%	27.9%	-4.5%
圆通速递	3.4	376	64	4	20.7%	15.7%	37.4%	32.0%
申通快递	4.1	368	45	4	55.1%	7.2%	34.4%	37.7%
大秦铁路	1.1	1,267	197	40	9.8%	-2.2%	40.8%	8.9%
铁路 铁龙物流	1.8	104	34	1	18.0%	-3.6%	33.9%	53.5%
广深铁路	0.8	228	51	4	4.9%	-12.5%	8.2%	-22.8%
招商公路	1.1	516	17	10	29.1%	16.9%	26.6%	16.1%
公路 深高速	1.2	208	13	5	-0.8%	17.7%	20.1%	141.2%
港口 上港集团	2.3	1,870	82	19	-5.6%	16.4%	1.7%	-10.9%

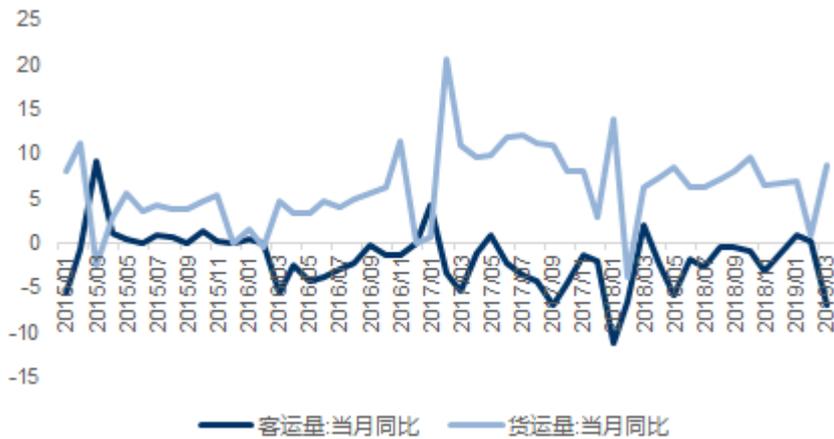
资料来源：Wind，华创证券

（二）客货运数据回顾：一季度客运跌幅收窄，货运延续增长。

客运量：一季度 44.4 亿人次，同比下滑 2.1%，旅客周转量同比增长 3.7%；2018 年全年客运量下滑 3.1%，周转量增长 4.3%

货运量：一季度 108 亿吨，同比增长 6.1%，货运周转量同比增长 5.4%；2018 年货运量增长 7.1%，周转量增长 3.6%。

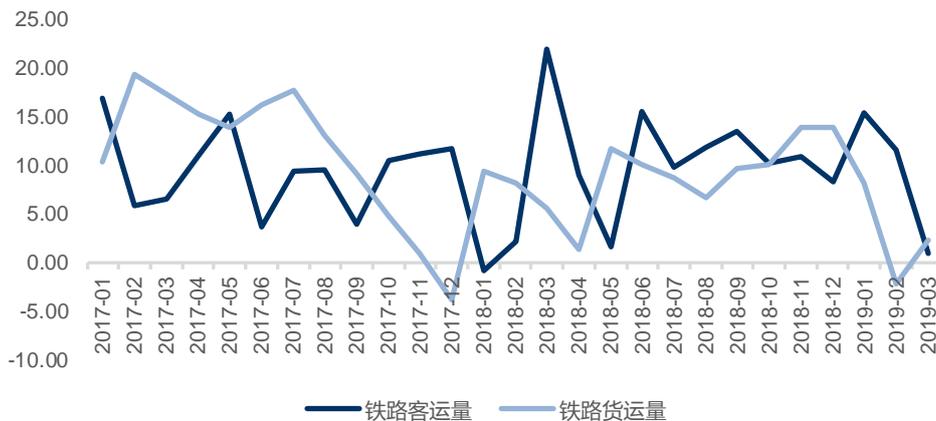
图表 3 交运行业客货运量同比



资料来源: Wind, 华创证券

铁路: 一季度客运量 8.53 亿人, 同比增长 9%, 旅客周转量同比增长 4.8%; 货运量 10.1 亿吨, 同比增长 3%, 货运周转量同比增长 1.9%

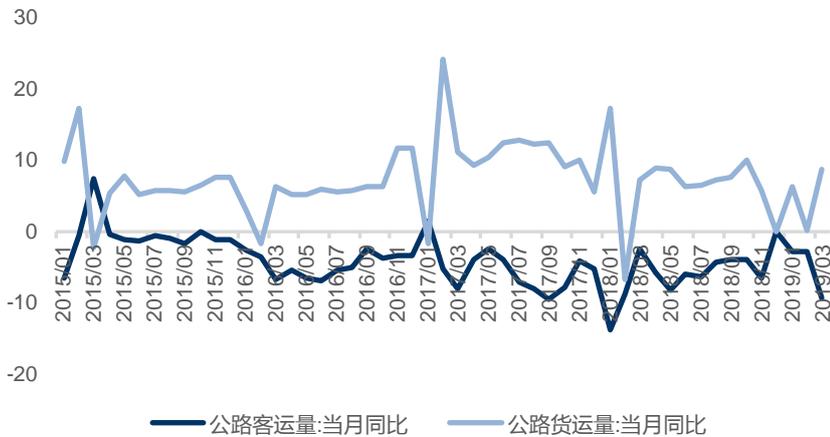
图表 4 铁路行业客货运量同比



资料来源: Wind, 华创证券

公路: 客运量 33.63 亿人, 同比下降 5%, 旅客周转量同比下降 5.5%; 2018 年分别下降 6.3% 及 5%
货运量 82 亿吨, 同比增长 5.9%, 货运周转量同比增长 5.9%; 2018 年分别增长 7.4% 及 6.6%

图表 5 公路行业客货运量同比

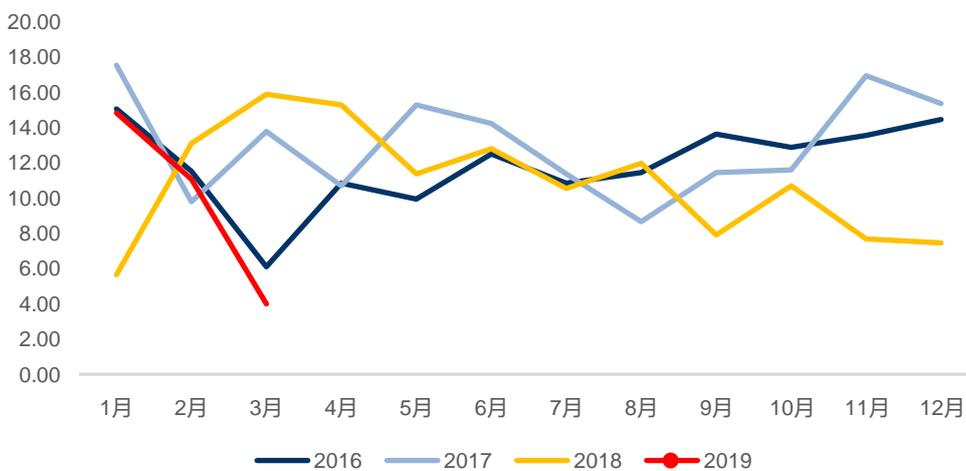


资料来源: Wind, 华创证券

航空:

民航客运量 1.6 亿人, 同比增长 10%, 旅客周转量同比增长 11%; 2018 年分别为增长 10.9% 及 12.6%

图表 6 航空行业运量同比



资料来源: Wind, 华创证券

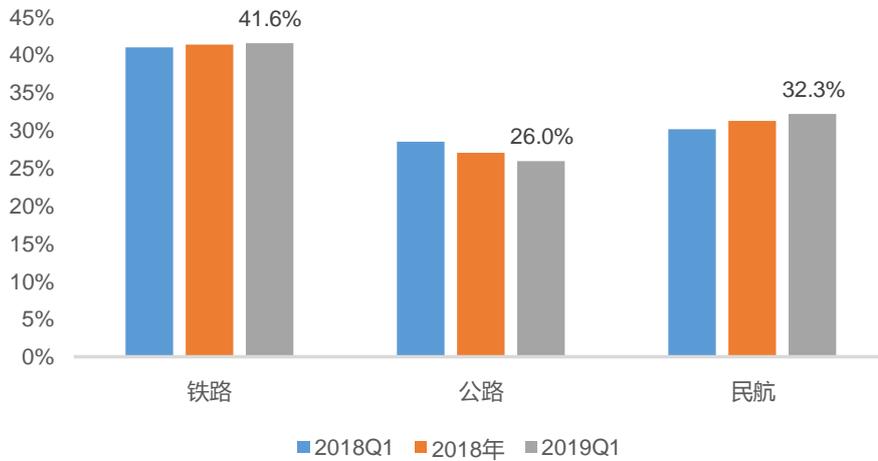
从客运周转量角度看:

民航客运周转占比 32.3%, 较 2018Q1 的 30.2% 以及 2018 年的 31.4% 分别提升 2.1 及 0.9 个百分点

铁路占比维持在 41% 左右, 19Q1 小幅提升至 41.6%,

公路周转量占比从 18Q1 的 28.6% 下降至 26%。

货运角度, 各运输方式变化不大, 水路占据半壁江山。

图表 7 各交通运输方式旅客周转量占比


资料来源: wind, 华创证券

二、重点子行业回顾

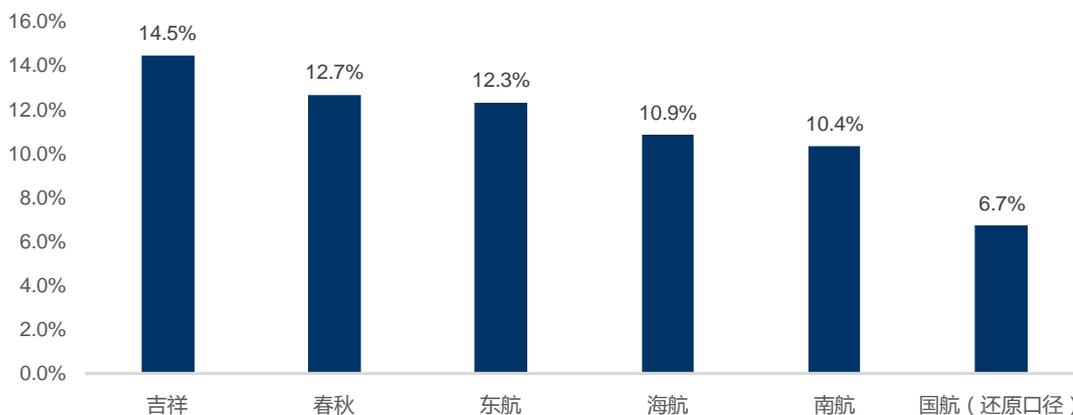
2017 年起, 我们的中期以及年度策略始终围绕一个主题: 如何在更加激烈、开放的竞争环境中, 寻找尽可能摆脱波动性, (逐步) 展现自身盈利稳定性、持续性以及确定性的公司, 从而穿越周期。我们从最初重视核心资源到提出护城河策略框架: 需求潜力定行业, 护城河要素选公司。(2019 年年度策略)

我们选择航空、机场、通达系快递以及顺丰作为护城河策略重点子行业, 同时我们认为周期角度 18Q4 是油运行情预演, 19 年下半年料将迎来顺畅上行。

(一) 航空: 重点公司扣汇利润总额同比增长 13%, 破局之变观察南航经营策略变化

1、5 家重点公司国航、东航、南航、春秋及吉祥一季度数据分析

1) 收入: 同比增长 8.8%, 还原国航剥离国货航影响后收入同比增长 10%, 三大航增速 9.7%。

图表 8 上市公司 19Q1 收入增速


资料来源: Wind, 华创证券

注: 吉祥增速 14.5% 最快, 春秋 12.7% 与东航 12.3% 位居二三。

2) 经营数据: 一季度合计投放 ASK 增速 9.8%，较 2018 年 10.6% 的增速有所下降，实现 RPK10.6%，客座率 82.9%，同比提升 0.6 个百分点。其中三大航 82.3%，同比提升 0.5 个百分点。

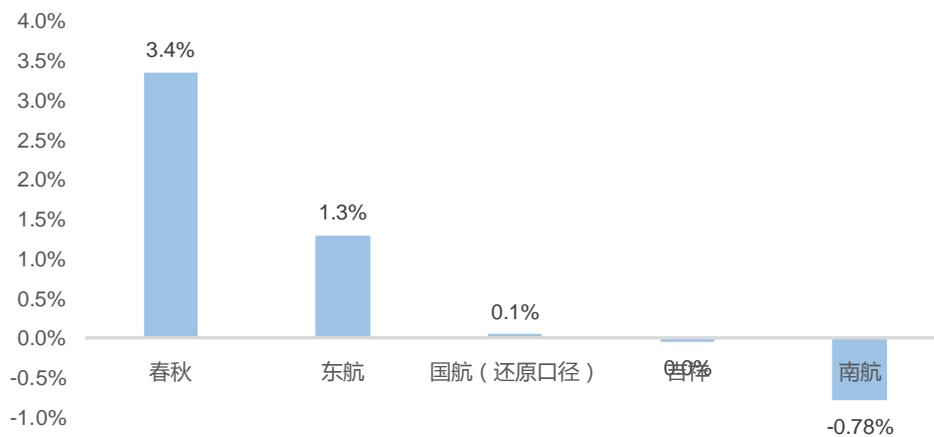
东航、南航、国航分别提升 0.8、0.5 及 0.3 个百分点，春秋提升 3%，吉祥微跌 0.3%

3) 收益品质:

客公里收益角度，整体下降 0.6%，三大航中东航提升 0.3%，国航微跌 0.1%，南航下滑 1.4%（受改造舱位增加座位数摊薄影响），春秋持平，吉祥微增 0.3%

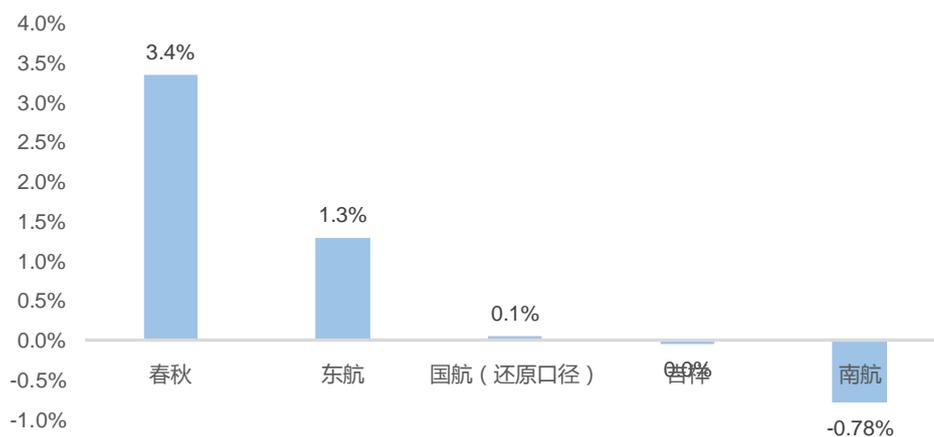
综合座公里收益: 持平微增 0.1%，东航增长 1.3% 领跑三大航，国航微增 0.1%，南航下降 0.78%，春秋增幅 3.4%，吉祥基本持平。

图表 9 上市公司座收涨幅水平同比



资料来源: Wind, 华创证券

图表 10 上市公司座收涨幅水平同比



资料来源: Wind, 华创证券

4) 利润:

归属净利 78.3 亿元，同比增长 2%，三大航 70.4 亿元，同比增长 2.4%

扣汇利润总额 80.5 亿，同比增长 13%，其中三大航 68.8 亿，同比增长 14.5%。

扣非扣汇归属净利合计 54 亿，同比增长 8%

5) 油汇影响:

汇率: 18Q1 汇率升值 3.8%, 19Q1 升值 1.9%, 因经营租赁并表导致汇率敏感性放大(预计三大航放大 1-1.5 倍左右), 合计汇兑 38.5 亿元, 同比下降 14%。

油价: 一季度国内综采成本均价 4756 元/吨, 同比下降 3.8%, 5 家重点公司航油成本合计增长 4.5%。

6) 扣油成本增长 8.9%, 单位座公里扣油成本同比下降 0.8%。 其中三大航扣油座公里成本下降 1.2%, 主要因国航剥离国货航影响, 还原后三大航座公里扣油成本基本持平。吉祥因 787 初投放影响, 同比增加 7.1%, 但明显好于 18Q4 近 20% 的增长。

7) 费用: 管理费用与销售费用率合计 7.37%, 同比下降 0.1 个百分点,

但由于经营租赁并表, 核算科目变化导致利息支出加大, 因此三大航扣汇财务费用合计同比提升 1.2 个百分点。

图表 11 上市公司财务数据 (未还原国货航影响)

	合计			三大航		
	2019	2018	同比	2019	2018	同比
收入 (亿元)	1080.1	993.0	8.8%	1002.4	924.6	8.4%
利润总额	119.1	116.2	2.5%	107.3	105.2	2.1%
归属净利	82.5	79.7	3.5%	73.8	71.6	3.1%
非经常损益	4.2	3.0	42.9%	3.3	2.7	21.3%
扣非归属净利	78.3	76.8	2.0%	70.4	68.8	2.4%
汇兑	38.6	45.1	-14.3%	38.5	45.1	-14.5%
扣汇利润总额	80.5	71.1	13.3%	68.8	60.1	14.5%
扣非扣汇归属净利	54.1	50.1	8.0%	46.3	42.1	10.0%
ASK (亿公里)	2398	2184	9.8%	2196	2004	9.6%
RPK (亿公里)	1987	1796	10.6%	1808	1639	10.3%
客座率	82.9%	82.2%	0.6%	82.3%	81.8%	0.5%
客公里收益 (元)	0.498	0.501	-0.6%	0.521	0.524	-0.6%
座公里收益 (元)	0.413	0.412	0.2%	0.429	0.429	0.1%
成本	912.2	849.0	7.4%	848.3	793.3	6.9%
航油成本	282.2	270.1	4.5%	263.0	252.3	4.2%
扣油成本	630.3	579.0	8.9%	585.5	541.0	8.2%
单位座公里扣油成本	0.263	0.265	-0.8%	0.267	0.270	-1.2%
销售费用率	4.70%	4.80%	-0.1%	4.85%	4.92%	-0.1%
管理费用率	2.67%	2.65%	0.0%	2.72%	2.68%	0.0%
扣汇财务费用率	3.7%	2.6%	1.2%	3.9%	2.7%	1.2%
三费合计	11.1%	10.0%	1.1%	11.5%	10.3%	1.2%
汇率	-5.04%	5.80%		-5.04%	5.80%	
国内综采成本	5,359	4,174	28.4%	5,359	4,174	28.4%

资料来源: Wind, 华创证券

注: 东航扣汇利润总额同比增长 39.9%, 增速最快, 春秋增速 24.3%, 国航增速 16.9%, 南航微幅下跌 2%, 吉祥下滑 8.7%。

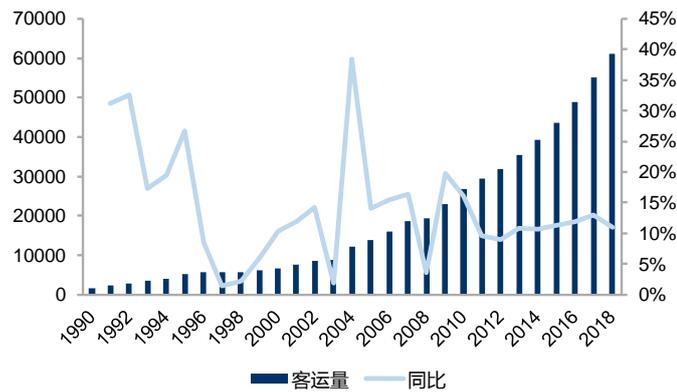
扣非扣汇归属净利合计 54 亿, 同比增长 8%, 三大航增长 10%, 其中国航增长 24%, 东航增长 6% (与利润总额增速差距在于我们测算 19Q1 实际所得税率较 18Q1 提升约 2 个百分点至 24.5%), 南航持平略增 0.5%, 春秋增速 17% 吉祥下滑 21%。

2、破局之变：如果南航转变经营思路

1) 我们观察 2010 年以来我国航空业面临需求两位数，票价难增长的矛盾。

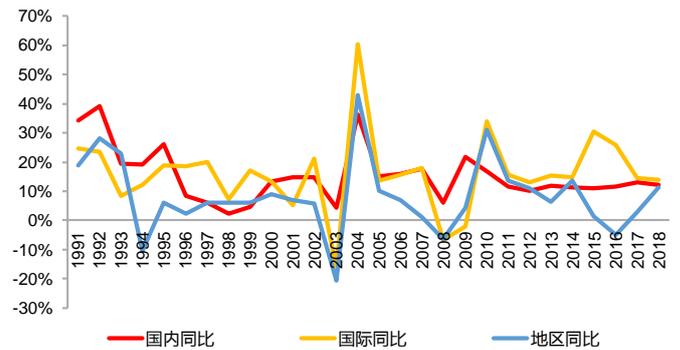
需求两位数：1990 年至今，航空客运量由 1660 万人次，增长至 18 年 6.1 亿人次，增长 36 倍，年复合增速 13.7%，本世纪以来复合增速 13.1%，2010 年以来复合增速 10.9%，保持快速增长势头。

图表 12 我国旅客人数增速



资料来源：wind，华创证券

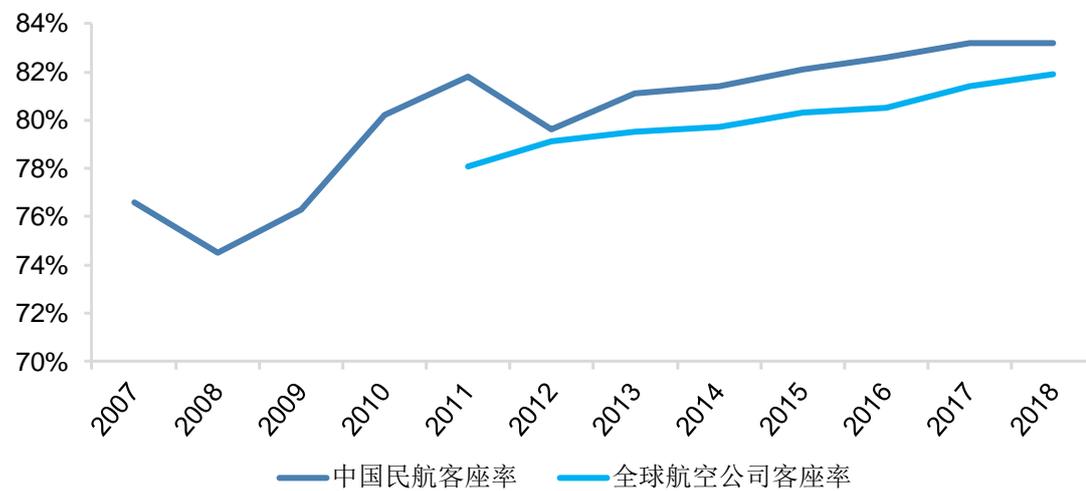
图表 13 分区域旅客增速比较



资料来源：wind，华创证券

客座率逐年提升：2010 年航空客座率首次突破 80%，此后未曾跌破这一水平，2015-2018 年，我国航空客座率分别为 82.1%、82.6%和、83.2%及 83.2%，保持在较高水平，并逐年提升；2018 年全球航空客座率为 81.9%。

图表 14 2007-2018 客座率水平



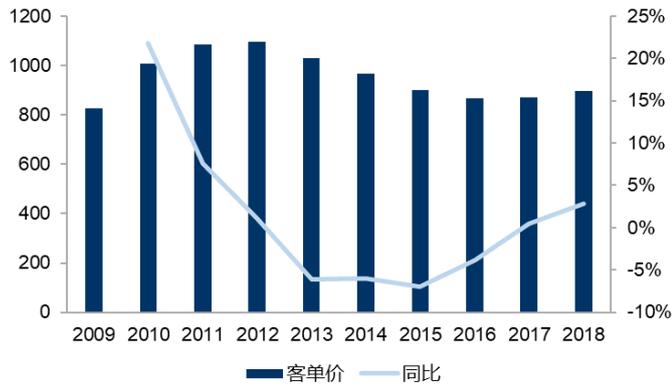
资料来源：Wind，华创证券

票价难增长：2017 年止跌，2018 年方上行。

2017 年全行业航空公司收入 5334 亿元，同比增速 13.6%，按照客运收入占比 90%来测算，2017 年人均票价 870 元，同比止跌微涨 0.5%，我们测算 2018 年客单价为 895 元，同比增长 2.8%（含燃油附加费影响）。

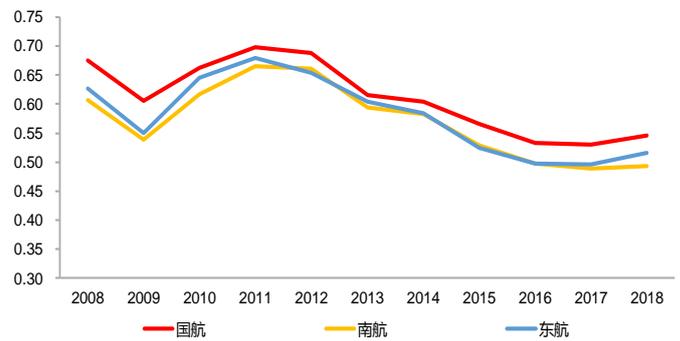
从三大航客公里收益水平看，同样 2018 年出现了集体回升，合计上涨 2.5%，其中东航 4.1%、国航 2.9%、南航 1%。

图表 15 行业平均票价走势



资料来源: wind, 华创证券

图表 16 三大航客公里收益水平



资料来源: wind, 华创证券

2) 我们认为过快供给掩盖了需求潜力

飞机引进增速: 2010-18 年, 行业机队由 1597 架上升至 3615 架, 复合增速 10.8%, 与 2010 年以来需求复合增速 10.9% 基本一致, 同期全行业 ASK 增速 12.4%;

2015-18 年行业机队规模增速分别为 11.8%、11.3%、11.7%及 9.7%,

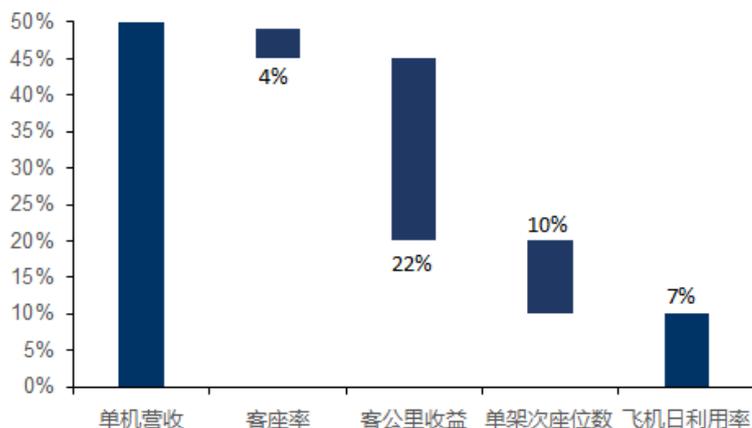
2018 年净增飞机数量从 17 年的 346 架降至 319 架, 飞机增速放缓叠加时刻控总量, 使得行业供需较为匹配, 同时受益于黄金航线提价, 即便在四季度经济下滑对航空需求产生冲击情况下, 行业整体价格水平回暖提升。

3) 破局之变: 我们认为可观察南航经营策略变化

此前深度报告我们对比南航与达美, 发现承运规模计: 南航客运量为达美的 87%, 但可用座公里为达美的 70%。收入规模: 南航仅为达美的 47%, 利润角度 17 年达美利润为我国三大航之和的 120%, 达美最高利润 2016 (剔除特殊项后 303 亿) 是国航 2010 年 (扣汇 108 亿) 的 2.8 倍。

单季营收差距 50%, 主要来自于平均客座率高 4-5%, 客公里收益高 20-25%, 单架次平均座位数高 10%, 飞机日利用率高 8-10%。

图表 17 达美南航单机营收差距分布 (示意图)



资料来源: Bloomberg, 公司公告, 华创证券

南航近两年为备战北京大兴机场，以打造广州-北京双枢纽，在运力引进与投放上领先于行业，

2018 年公司 ASK 增速 12%，高于东航的 8.3% 及国航的 10.4%，

2019Q1 公司 11.3% 的 ASK 增速亦为三大航最快（国航 6.6%，东航 10.9%）

我们观察 2019 年南航拟净增飞机 75 架，占比 9.4%，高于东航的 8.7% 及国航的 8.3%，2020 年净增增速 8.2% 亦为最快。

但近期公司随着新领导就任，或调整收益管理计划，进行统筹规划。

一旦南航对于收入体量的追求从投放量的动力转为价格动力，那么对于亏损的远程航线或采取减班等策略以降低亏损额，对于优质航线争取加密班次获得较好收益。那么我们认为公司拥有国内最大机队规模，一旦经营策略由规模扩张转向收益品质提升，将在旺季释放业绩弹性。

同时南航在追求收益品质目标后，对于局部市场的竞争将得以有效缓解，利于春秋、九元（吉祥旗下）等低成本航空的发展。

图表 18 三大航引进计划

客运机队		计划引进				计划引进增速（不考虑退出）				净增（考虑退出）				剔除MAX后净增增速	
不含公务机等	所有机型	其中737MAX				所有机型		剔除MAX增速		数量		增速		数量	增速
	2018	2019	2020	2019	2020	2019	2020	2019	2020	2019	2020	2019	2020	2019	2019
国航	664	72	57	32	33	11%	9%	6%	4%	55	46	8.3%	6.4%	23	3.5%
东航	680	60	61	11	24	9%	9%	7%	5%	59	51	8.7%	6.9%	48	7.1%
南航	800	114	89	45	51	14%	11%	9%	5%	75	72	9.4%	8.2%	30	3.8%
合计	2144	246	207	88	108	11%	10%	7%	5%	189	169	8.8%	7.2%	101	4.7%

资料来源：Wind，华创证券测算

（二）机场：免税红利未完待续

四家机场合计收入 60.47 亿元，同比增长 14.6%，利润 19.1 亿元，同比增长 10.8%。其中上海机场以 46% 的收入贡献了行业 73% 的利润，凸显超级枢纽的强劲变现能力。

经营数据：

一季度上海、白云、深圳起降架次同比分别为 2.4%、2.8%、4.7%，

旅客吞吐量分别为 4.9%、4.8%、7.9。除深圳机场依然保持最快增速。

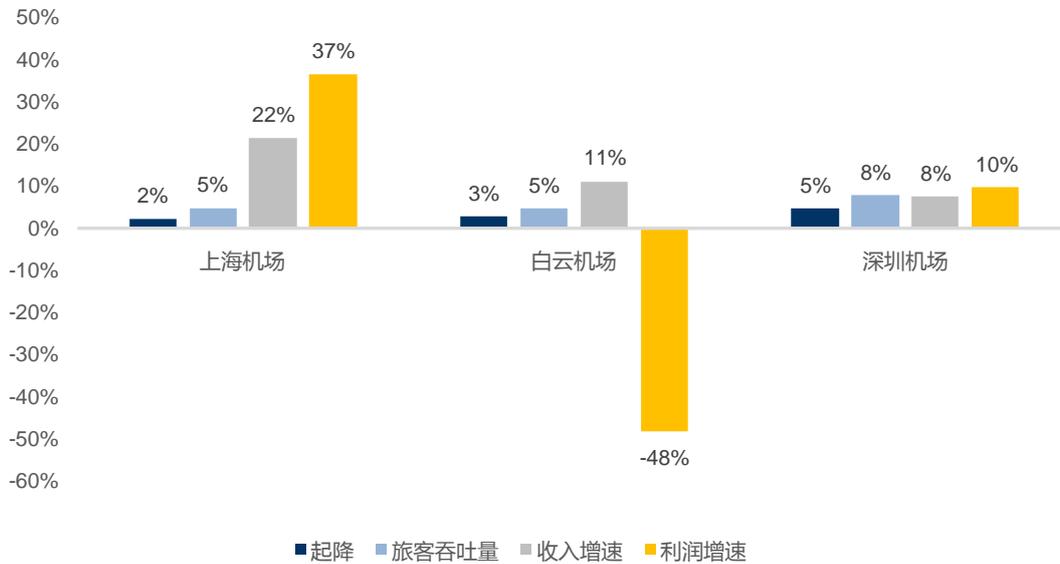
财务数据：

收入：上海、白云、深圳分别增速 22%、11% 及 8%

利润：上海增长 37%，深圳增长 10%，白云下滑 48%。上海及深圳利润增速均好于收入增速。

白云机场因民航发展基金返还作企业收入取消以及 T2 投产新增大额折旧影响，净利同比下滑 48%。我们预计该影响因素在 2019 年 Q2 之后即结束，2019Q1 为其影响最大的单季。19Q1 公司利润 2.24 亿元，同比下降 48%，但较 18Q3-Q4 的 2.16 及 2.11 亿元均有提升（19Q1 没有民航基金返还，绝对值却高于 18Q3-4，反应公司免税业务放量，以及航空性业务正在爬坡）。19Q1 营业收入 19.18 亿元，同比增长 11.26%，假设还原民航发展基金约 2.1 亿元口径，则同比增速超过 25%。

图表 19 一季度机场数据比较



资料来源: Wind, 华创证券测算

我们认为 2017-18 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 2019 年起我们认为免税红利未完待续, 免税业务不断超预期将推动机场业绩超预期, 同时在外资开放大背景下估值将进一步向全球靠拢。

消费视角看机场: 免税红利未完待续。

1) 长期看: 免税回流大势所趋, 空间约 3 倍。我们测算大陆居民海外免税购物规模约为 2000 亿-3000 亿, 中长期假设 50% 可以回流, 相当于当前国内免税市场的 2.5-3.5 倍。

2) 边际看免税运营商: 中免收购日上后实力提升、对供应商议价能力越强, 全球比价优势越明显, 将构筑消费回流的核心要素。

3) 边际看上市机场: 虽处于不同阶段, 皆有可为。

上海机场: 新免税合同执行+卫星厅投产, 承接消费回流能力更上新台阶。按照 28% 的占比测算上海机场免税可承接回流量达到约 280-420 亿/年, 综合扣点 42.5%, 相当于可为机场带来 120-176 亿/年。

白云机场: 当前时点我们重新审视白云机场的投资机会, 认为其正处于传统机场投资时点与免税红利加速释放共振期。T2 投产免税面积大幅增加 3.6 倍+中免发力品类扩充与性价比构筑新吸引力。

深圳机场: 当前国际旅客占比低, 但增速快, 免税业务短期薄弱, 但长期看处于潜力释放期

近期我们连续发布上海机场与白云机场深度详细阐述观点。

(三) 快递: 维持景气区间, 龙头持续集中

行业数据:

业务量: 一季度累计完成 121.5 亿件, 同比增长 22.5%, 其中同城下滑 0.2%, 异地增长 30.3%, 国际增长 8.9%。

收入: 一季度完成 1543 亿元, 同比增长 21.4%。

单票收入: 1-3 月累计值 12.7 元, 同比下降 0.9%。行业层面单票收入降幅明显收窄。

行业集中度：CR8 指数 81.7，二通一达市占率 41.2%，头部集中持续。

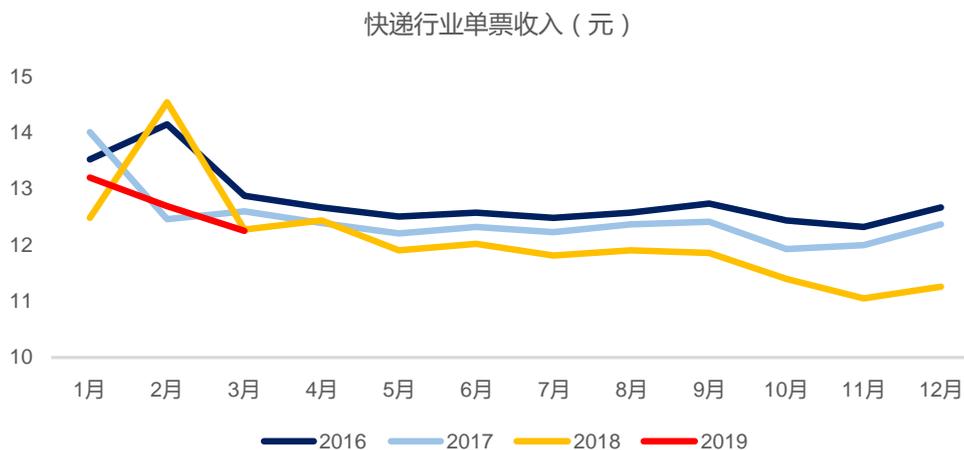
CR8 达到 81.7%，较 18 年底提升 0.5 个百分点，较去年同期提升 1 个百分点；二通一达市占率 41.2%，较 18 年底及去年同期分别提升 1.7 及 3.5 个百分点。其中，韵达 3 月市场份额 16.1%、圆通 14.5%、申通 10.6%。较去年同期分别提升 1.4、1.2 及 0.9 个百分点

图表 20 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 21 行业单票收入变化

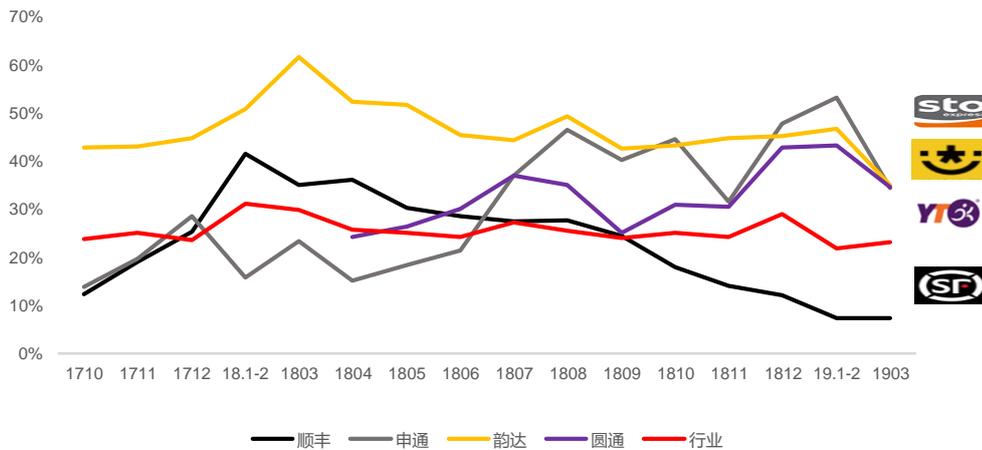


资料来源：Wind、华创证券

上市公司数据

业务量增速申通 (45.2%) > 韵达 (41.5%) > 圆通 (39.2%) > 顺丰 (7.3%)。

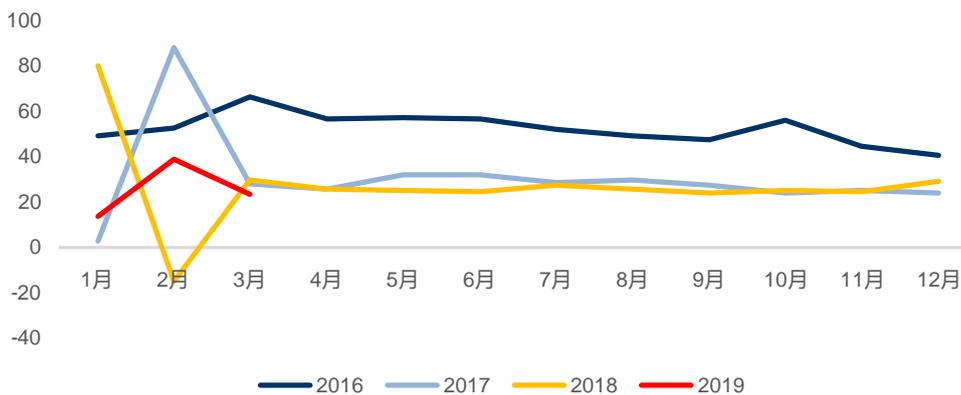
图表 22 上市公司业务量增速 (17 年 10 月-19 年 3 月)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 23 行业业务量增速

快递行业业务量增速



资料来源: Wind, 华创证券

单票收入:

顺丰一季度 23.7 元, 同比增长 6.2%;

申通 3.5 元, 下滑 0.4%;

韵达 3.45 同比增长 81.3%;

圆通 3.35 同比下降 10.6%。

通达系因存在口径调整因素 (申通因 18H2 转运中心直营化比例显著提升; 韵达因 19 年起加入派费口径; 圆通因 18 年下半年调整结算政策), 还原口径, 我们预计通达系整体降幅在 5%左右, 降幅预计因单票均重下降、成本下降以及价格激励等因素影响。

图表 24 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

一季报财务数据: 通达系利润增速 21%

快递公司合计实现收入 471 亿, 同比增长 30.3%, 利润 26 亿, 同比增长 16.4%, 通达系利润增速 21%。

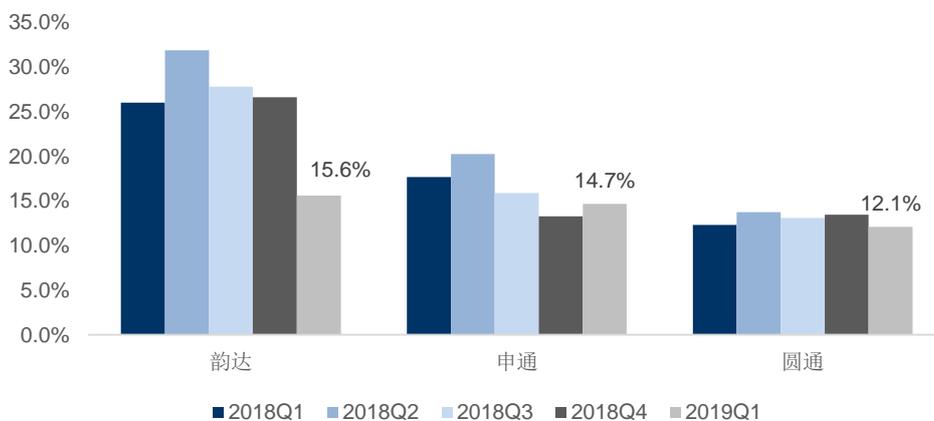
其中韵达扣非增速 38% 领跑, 圆通扣非增速 19.4%, 申通扣非增速 10.6%, 顺丰扣非下滑 6.8%, 德邦转亏。

单票比较:

一季度韵达调整收入口径, 将派费纳入, 故使得单票收入同比增长 81%, 但三家公司的口径达成基本一致。申通 3.35 元略高于韵达的 3.45 及圆通的 3.35 元。

从毛利率角度看

韵达 15.6%, 领先于申通的 14.7% 及圆通的 12.1%。韵达横向比较下降系因口径变化, 而申通 19Q1 毛利率出现较 18Q4 出现环比上行。

图表 25 快递公司毛利率


资料来源: Wind, 华创证券

图表 26 快递公司一季度分拆

	韵达		申通		圆通	
	2018Q1	2019Q1	2018Q1	2019Q1	2018Q1	2019Q1
收入	26.6	66.85	29.1	45.07	53.4	64.44
YOY	40.4%	151.6%	33.5%	55.1%	52.9%	20.7%
快递业务收入	24.0	61.5	30.7	44.4	44.6	55.5
YOY	39.9%	156.5%	29.9%	44.6%	32.0%	24.5%
业务量	12.6	17.8	8.8	12.8	11.9	16.6
YOY	55.7%	41.5%	19.0%	45.2%	31.1%	39.2%
单票收入	1.9	3.4	3.5	3.5	3.7	3.4
YOY	-10.1%	81.3%	12.2%	-0.4%	0.7%	-10.6%
营业成本	19.66	56.43	23.92	38.46	46.84	56.64
YOY	45.7%	187.1%	40.5%	60.8%	51.8%	20.9%
毛利率	26.0%	15.6%	17.7%	14.7%	12.3%	12.1%
销售费用率	1.4%	0.7%	0.4%	0.7%	0.2%	0.2%
管理费用率	6.7%	4.4%	2.4%	2.4%	4.4%	4.2%
财务费用率	0.0%	0.3%	-0.8%	-0.4%	0.1%	0.4%
期间费用率	8.0%	5.3%	2.0%	2.8%	4.7%	5.0%
营业利润	5.11	7.51	4.56	4.98	4.09	4.71
YOY	34.6%	47.0%	13.8%	9.2%	23.1%	15.3%
归属净利	4.04	5.67	3.78	4.05	3.16	3.65
YOY	44.7%	40.4%	17.2%	7.2%	13.0%	15.7%
非经常性损益	0.42	0.67	0.42	0.33	0.17	0.08
扣非归属净利	3.62	5.00	3.36	3.72	2.99	3.57
YOY	34.5%	38.1%	16.0%	10.6%	22.8%	19.4%
扣非归属净利率	13.6%	7.5%	11.6%	8.3%	5.6%	5.5%

资料来源: Wind, 华创证券

趋势看: 龙头集中尽享电商红利。

- 1) 需求端:** 网购渗透率仍在提升, 实物商品网上销售额占社零总额比重从 15 年的 8% 提升至 19 年 3 月的 18.2%, 同时拼多多等新型电商平台贡献行业新增量 (18 年产生订单件量占行业比重的 21.9%)。
- 2) 边际变化: 通达系龙头集中。** 通达系市占率 16 年后见底回升, 18 年起加速上行, 较低点提升 6.7 个百分点至 54%, 一季度行业业务量增速 22.5%, 二通一达业务量增速超过 40%, 市占率进一步提升。
- 3) 破局之变: 阿里之于通达系。** 电商快递 CR5 中, 阿里仅韵达未投资, 不妨畅想, 如果阿里对于物流的布局成为一个行业变数, 不仅仅在于业务优化, 更推广于业务与价格范畴, 那么行业的估值还可以上行。

(四) 航运: 油运运价弹性释放, 看好 19 年下半年油运进攻属性

行业情况:

2019 年一季度, 油运市场运价维持了去年四季度以来的温和复苏, Q1 油运市场 VLCC 运价为 2.6 万美元/天, 同比增长 301.8%, 其中 TD3 航线运价为 3.3 万美元/天, 同比增长 276.1%。

VLCC 交付 19 艘, 拆解 1 艘。

公司情况:

1) **招商轮船**实现营业收入 31.36 亿元, 同比增长 34.68%, 实现归母净利润 2.81 亿元, 同比增长 87.81%, 实现扣非归母净利润为 2.7 亿元, 同比增长 459.5%

其中**油运业务一季度开门红, 同比业绩出现大幅改善**。公司外贸油运板块实现营业收入 16.19 亿元, 同比增长 59%, 实现归母净利润为 2.56 亿元, 去年同期亏损 0.66 亿元。

目前公司在手运力合计 50 艘 VLCC, 在手订单 3 艘。

2) **中远海能**实现营业收入 38.47 亿元, 同比增长 59.89%, 实现归母净利润 4.28 亿元, 同比增长 595%, 实现扣非归母净利润为 4.25 亿元, 同比增长 599%。

外贸油运业务同比扭亏贡献毛利 4.3 亿元。公司外贸油运板块实现营业收入 22.72 亿元, 同比增长 73.3%, 实现毛利 4.3 亿元, 毛利率为 18.91%, 同比增加了 32.88 个百分点。

目前公司 VLCC 合计运营 52 艘, 在手订单 6 艘。

展望 2019, 供需结构以及中美格局将深化影响行业。

需求端关注美国二季度末基础设施进展, 或为全球原油贸易带来新增量;

供给端度过 19 年交付高峰后, 20-21 年将迎来缓和, 供需结构有望在 19Q4 呈现至少 1 年半的景气周期 (19Q1VLCC 交付 19 艘, 拆售 1 艘, 4 月进入淡季后运价已跌破盈亏线, 预期老旧船拆解或将加速)。

再者从中美格局看, 中国进口原油结构持续呈多样化趋势, 从中东进口原油的比重基本保持在 35%-40%; 从委内瑞拉、伊朗、澳大利亚进口原油的比重下降, 2018 年美国原油产量达 1088 万桶/天, 成为全球第一产油国; 原油出口量达平均 196 万桶/天。在中美贸易格局演变下, 航距拉长或为大概率事件。

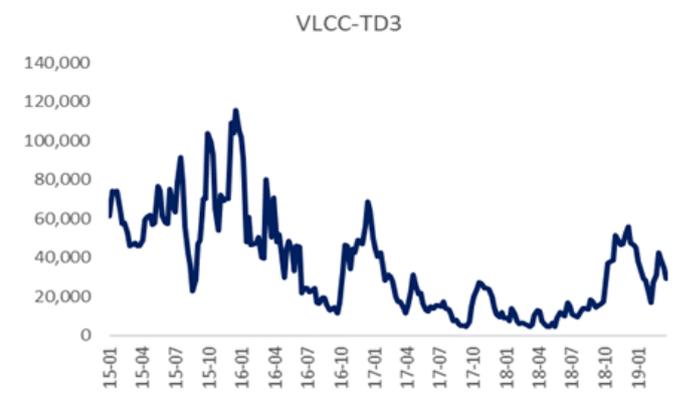
因此我们认为 2019 年旺季表现将优于 2018 年。

图表 27 VLCC-TCE 周度运价



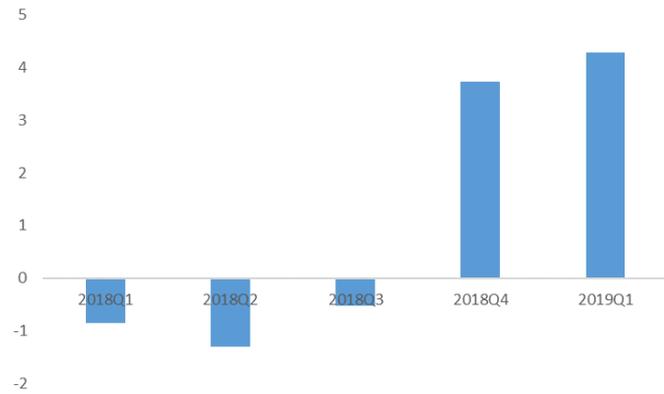
资料来源: 克拉克森, 华创证券

图表 28 VLCC-TD3 航线周度运价



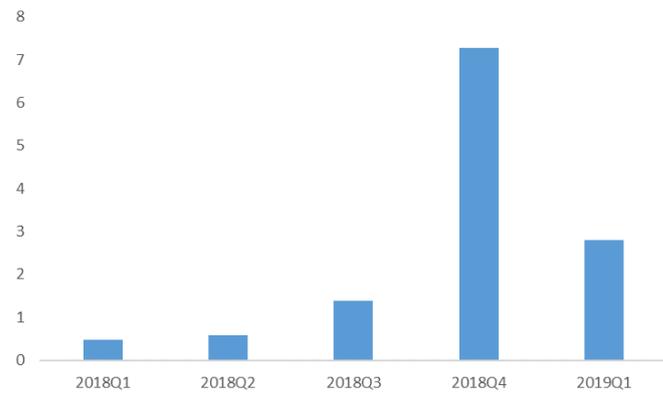
资料来源: 克拉克森, 华创证券

图表 29 中远海能分季度利润与变动



资料来源: Wind, 华创证券

图表 30 招商轮船分季度利润与变动



资料来源: Wind, 华创证券

风险提示: 油价大幅上涨, 经济大幅下滑, 人民币大幅贬值

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
	乌天宇	高级销售经理	021-20572506	wutianyu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@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
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@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