

投资评级：优于大市(维持评级)

证券分析师

**韩伟琪**

资格编号：S0120518020002

电话：68761616\*6160

邮箱：hanwq@tebon.com.cn

联系人

**朱慧琳**

电话：021-68761616-6183

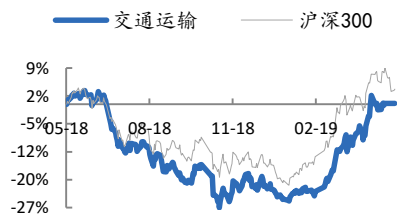
邮箱：zhuhl@tebon.com.cn

**顾婷婷**

电话：021-68761616-6348

邮箱：gutt@tebon.com.cn

市场表现



资料来源：德邦研究

相关研究

## 交运行业 18 年年报及 19 年一季度报业绩综述

**投资要点：**

- 交运板块综述：19Q1 营收下滑，盈利能力大幅提升。**19Q1 收入 5133 亿元，同比下滑 0.37%，归母净利润 379 亿元，同比增 19.17%，2018 年收入 20,728 亿元，增长 0.92%，归母净利润 318 亿元。从细分版块来看，18 年营收增速最大的铁路运输 (+33.77%)，其次为物流 (+22.47%)，仅航运板块营收下跌 (-61.34%)。19Q1 板块盈利能力较 18 年大幅提升，其中归母净利润增幅超 100% 有航运 (+261.52%) 以及公交板块 (+144.43%)，但铁路运输 (-2.62%) 和航空运输 (-1.27%) 下跌。
- 机场：非航收入主导业绩提升。**2018 年，民航局提出控总量的情况下，我国的上市机场的航空业务受到时刻增速限制的影响，整体机场板块的经营数据增速都在低位。2019 年上海机场 T2 率先实施新的免税协议，综合扣点率提升至 42.5%。从 2019 上海机场一季报可知，免税的收入高达 10.1 亿元，超出市场预期。免税新协议的实施对上海机场的业绩有巨大的提升。随着上海卫星厅的投产、各大机场新免税合同的生效、客单价的提高，以免税为核心的非航收入未来将持续主导业绩的提升。我们建议关注上海机场、白云机场。
- 航空：需求旺盛带动业绩发展。**从收入端看，受到波音 737MAX 停飞的供给收紧、即将到来的暑假航空的旺盛需求，新航季票价或将继续提高。从成本端看，各大航司坚持严格的成本管理。我们看好暑运旺季利于航司的业绩提升，推荐春秋航空，建议关注中国国航、南方航空、东方航空。
- 快递：中小快递加速出清，行业马太效应更加显著。**2018 年上市快递公司（包括 5 家 A 股上市快递公司）实现营业收入共 1723 亿元，同比增长 28.9%，2019 年一季度实现营收 471 亿元，同比增长 30.5%。2018 年实现归母净利润 119 亿元，同比增长 21.4%，2019Q1 实现归母净利 25.51 亿元，同比增长 16.37%。2018 年以来，实物商品网络销售额增速保持韧性，快递业务量受益于拼多多、微店等增量业务发展趋稳，行业格局加速优化并向头部集中，CR8 由 15 年的 77.3 上涨至 19Q1 的 81.7，整体来看，快递行业发展由完全竞争时代发展至龙头竞争时代，电商件方面“通达系”竞争激烈，圆通、申通凭借成本管控和优化迅速完成估值修复，中通连续三年保持市占率第一，未来依靠规模优势成本优化管理优秀的公司将在未来的竞争中拔得头筹；商务件方面依旧是顺丰、EMS 和通达系三分天下，但随着经济竞速的缓慢下滑，预计商务件增速将有所放缓。
- 公路：公路行业客流量跌幅收窄。**2018 年高速公路板块共实现营收 769.97 亿元，较 17 年增长 3.11%，实现归母净利润 249.27 亿元，2019Q1 实现营收 178.27 亿元，实现归母净利润 72.78 亿元。2019Q1 客流量 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%，2019Q1 货运量 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%。随着客运量跌幅的收窄预计公路行业盈利能力有所修复。
- 风险提示：**宏观经济下滑超预期，贸易战持续升级，原油价格大幅上涨，汇率波动加剧，快递价格战超预期。

## 目 录

1. 机场：非航收入主导业绩提升.....	4
2. 航空：需求旺盛带动业绩发展.....	5
3. 快递：中小快递加速出清，行业马太效应更加显著.....	8
3.1 网络销售额高速增长，快递行业仍维持高景气.....	9
4. 公路：客流量跌幅收窄.....	12
5.风险提示：.....	13

## 图表目录

图 1 近年各大机场的营业收入增速 (%) .....	4
图 2 近年各大机场的营业收入 (亿元) .....	4
图 3 近年各大机场的净利润增速 (%) .....	4
图 4 近年各大机场的净利润 (亿元) .....	4
图 5 近年各大机场的营业成本 (亿元) .....	5
图 6 近年各大机场的营业成本同比增速 (%) .....	5
图 7 近年各大机场的固定资产 (亿元) .....	5
图 8 近年各大机场的在建工程 (亿元) .....	5
图 9 近年航油成本波动 .....	7
图 10 上市快递公司 18 年&19Q1 营收情况 (单位: 亿元) .....	8
图 11 实物商品网络销售额增速保持韧性 (单位: %) .....	9
图 12 2011 年-2018 年快递业务量及增速 .....	9
图 13 快递业务量季节对比 .....	9
图 14 2014 年-2018 年快递行业 CR6 和 CR8 走势 .....	10
图 15 2014 年-2018 年快递单价价格持续走低 .....	11
图 16 全国快递均价同比增速 (单位: 元) .....	11
图 17 A 股上市快递公司中韵达股份毛利率 (%) 表现优秀 .....	11
图 18 公路行业客货运量同比 (%) .....	12
图 19 2011-2018 年公路客运量、货运量及其增速 .....	13
表 1 上市机场的 2018 年及 2019Q1 业绩表现 .....	4
表 4 2018 年及 2019 年一季度各大航司的 RPK、ASK 及客座率情况 .....	6
表 5 2018 年及 2019 年一季度公司收入情况 .....	6
表 6 2018 年及 2019 年一季度航空公司成本情况 .....	7
表 7 2018 年及 2019 年一季报各大航空公司的盈利情况 .....	7

## 1. 机场：非航收入主导业绩提升

**2018年&2019年Q1数据综述。**2018年，机场板块的收入合计为224.36亿元，同比增长13.29%；净利润合计为65.34亿元，同比2.88%，其中上海机场贡献利润最多，高达42.31亿元。2019年一季度，机场板块的收入合计为60.47亿元，同比增长14.6%；净利润合计为19.1亿元，同比增长10.8%，其中上海继续维持贡献利润最多的公司。

表1 上市机场的2018年及2019Q1业绩表现

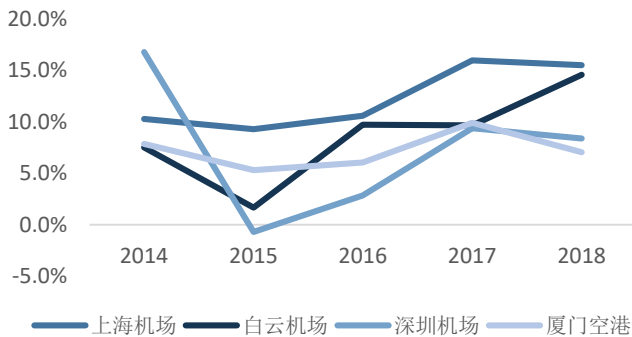
		2018A 营业收入 (亿元)	YOY	2018A 净利润 (亿元)	YOY	2019Q1 营业收入 (亿元)	YOY	2019Q1 净利润 (亿元)	YOY
600009.SH	上海机场	93.13	15.51%	42.31	14.88%	27.74	21.64%	14.40	36.04%
600004.SH	白云机场	77.47	14.57%	11.29	-29.24%	19.18	11.26%	2.45	-43.82%
000089.SZ	深圳机场	35.99	8.38%	6.68	1.01%	9.14	7.67%	1.76	9.05%
600897.SH	厦门空港	17.77	7.04%	5.06	23.09%	4.40	3.94%	1.23	6.16%

资料来源：WIND，德邦研究

2018年全年，上海机场、白云机场、深圳机场、厦门空港的营业收入分别是93.13亿元、77.47亿元、3.99亿元、17.77亿元，同比增长分别是15.5%、14.6%、8.4%、7.0%；净利润分别是42.31亿元、11.29亿元、6.68亿元、5.06亿元，同比增长分别是14.88%、-29.24%、1.01%、23.09%。

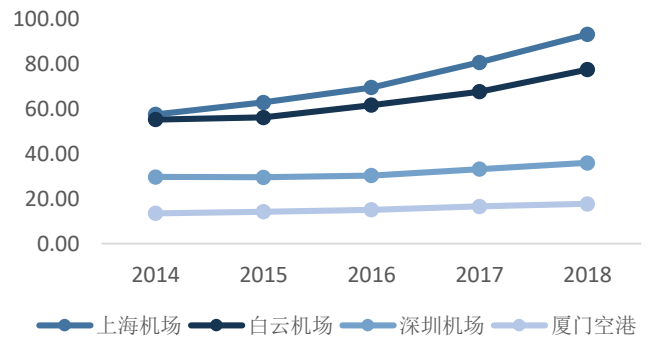
2019年一季度，上海机场、白云机场、深圳机场、厦门空港的营业收入分别是27.74亿元、19.18亿元、9.14亿元、4.4亿元，同比增长分别是21.64%、11.26%、7.67%、3.94%；净利润分别是14.40亿元、2.45亿元、1.76亿元、1.23亿元，同比增长分别是36.04%、-43.82%、9.05%、6.16%。

图1 近年各大机场的营业收入增速 (%)



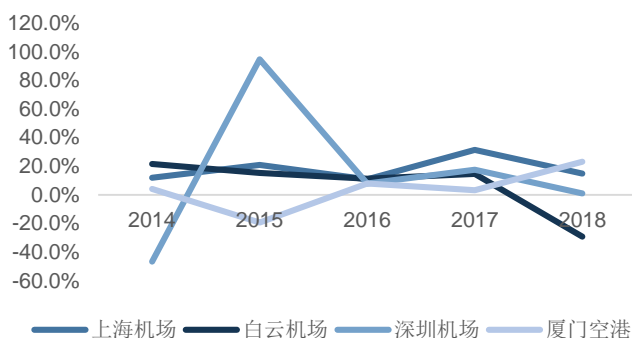
资料来源：WIND，德邦研究

图2 近年各大机场的营业收入 (亿元)



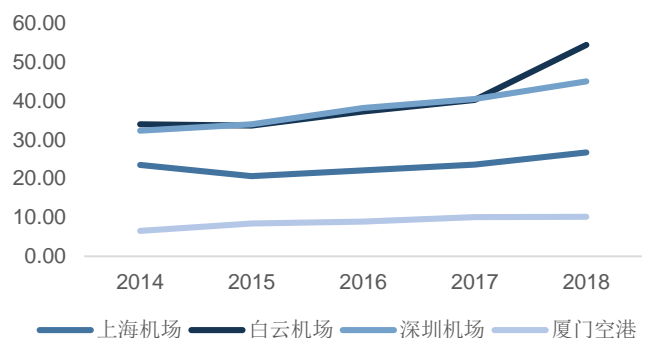
资料来源：WIND，德邦研究

图3 近年各大机场的净利润增速 (%)



资料来源：WIND，德邦研究

图4 近年各大机场的净利润 (亿元)



资料来源：WIND，德邦研究

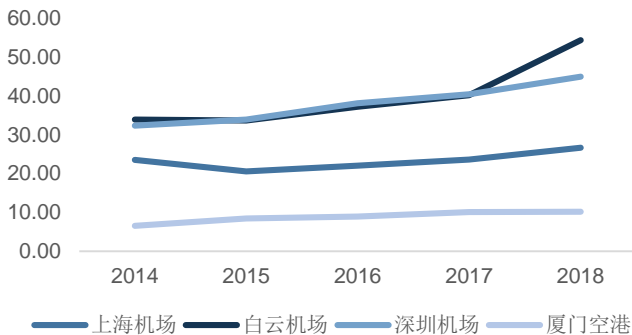
**2018年&2019年Q1 各大机场综述。**2019年上海机场T2率先实施新的免税协议，综合扣点率提升至42.5%。从2019上海机场一季报可知，免税的收入高达10.1亿元，超出市场预期。免税新协议的实施对上海机场的业绩有巨大的提升。随着上海卫星厅的投产、各大机场新免税合同的生效、客单价的提高，以免税为核心的非航收入未来将持续主导业绩的提升。

由于2018年5月白云机场T2投产导致折旧、运营等成本明显增长，2018年的营业成本为54.42亿元，同比增长35.4%；2019年一季度的营业成本为15.09亿元，同比增长为21.3%。随着旅客的自然增长，叠加19年新航季民航局给与最高额的时刻增量，我们认为白云机场产能利用率将提升从而带动业绩的提高。

上海机场的卫星厅预计于2019年9月投产，届时上海机场将面临巨大的折旧和相关运营成本。2018年上海机场的营业成本为45亿，同比增长11.2%；2019年一季度的营业成本为12.55亿元，同比增长8.47%。由于上海机场出色的成本管理能力和卫星厅释放的免税面积，我们预计上海机场与白云机场不同，盈利能力有免税收入的支持，或将跨越产能爬坡期。

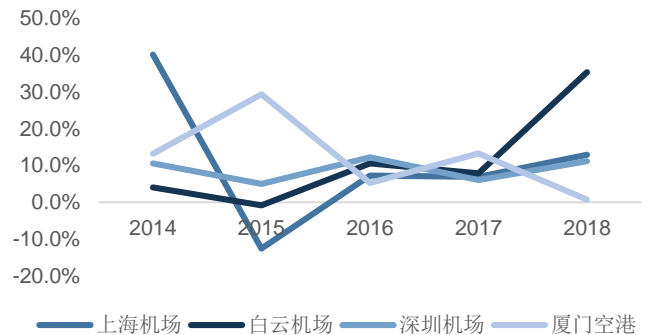
深圳机场2018年的营业成本为26.7亿，同比增长12.9%；2019年一季度的营业成本为6.52亿元，同比增长7.3%。目前深圳机场正处于产能瓶颈期，发改委已经审批通过新建卫星厅项目及T3适应性改造项目。预计整个扩建项目总投资金额为71亿元，将于2021年年底投产。目前深圳机场的非航业务占比较小，届时会出现类同白云机场的情况，在新产能投产初期增加巨额成本从而对公司业绩产生巨大影响。

图5 近年各大机场的营业成本（亿元）



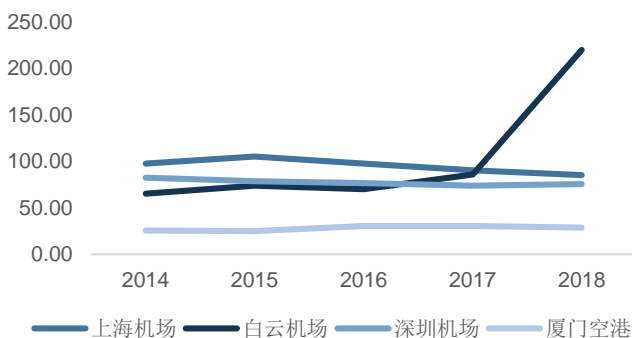
资料来源：WIND，德邦研究

图6 近年各大机场的营业成本同比增速（%）



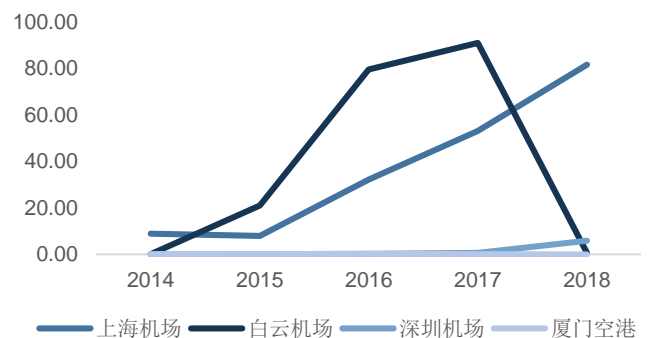
资料来源：WIND，德邦研究

图7 近年各大机场的固定资产（亿元）



资料来源：WIND，德邦研究

图8 近年各大机场的在建工程（亿元）



资料来源：WIND，德邦研究

## 2. 航空：需求旺盛带动业绩发展

**2019年Q1各大航司ASK、RPK普遍上涨。**2019年一季度，南航、国航、东航、春秋和吉祥的可用座公里（ASK）增速分别是11.4%、6.0%、11.2%、9.0%、14.5%；收入客公里（RPK）增速分别是12.1%、6.5%、12.4%、12.7%、14.1%；客座率分别是82.9%、81.5%、82.6%、92.2%、85.3%，同比增长0.7pct、+0.5pct、1.2pct、3.4pct、-0.3pct。随着暑运旺季的即将到来，我们预计未来的航空需求或将继续改善。

**表 2 2018 年及 2019 年一季度各大航司的 RPK、ASK 及客座率情况**

可用座公里	2018A	YOY	2019Q1	YOY
南方航空	314294.67	12.5%	83512.61	11.4%
中国国航	273546.90	10.4%	69643.70	6.0%
东方航空	244268.34	8.1%	65809.12	11.2%
春秋航空	3896538.35	16.7%	1015635.28	9.0%
吉祥航空	3481215.37	10.4%	997446.05	14.5%

收入客公里	2018A	YOY	2019Q1	YOY
南方航空	259066.13	12.3%	69215.41	12.1%
中国国航	220462.30	9.6%	56748.60	6.5%
东方航空	200929.82	9.8%	54343.09	12.4%
春秋航空	3468280.93	14.7%	936222.65	12.7%
吉祥航空	30021.20	9.5%	8500.20	14.1%

客座率	2018A	YOY	2019Q1	YOY
南方航空	82.4	0.2%	82.9	0.7%
中国国航	80.6	-0.7%	81.5	0.5%
东方航空	82.3	1.5%	82.6	1.2%
春秋航空	89.0	-1.8%	92.2	3.4%
吉祥航空	86.2	-0.8%	85.3	-0.3%

资料来源：WIND，德邦研究

2018年从收入端看，2018年继续深化民航市场化改革，加快票价改革的进步。叠加燃油附加费的征收，航空票价普遍上扬。2019一季度，航空板块合计营业收入1282.27亿元，同比增长9.24%；归母净利润为95亿元，同比增长0.98%。中国国航2019Q1收入为325.54亿元，同比增加3%。中国国航的营收增速仅为3%，单位营收下滑3.24%，主要是转让国货航而导致。南方航空2019Q1的营业收入为376.33亿元，同比增长10.36%；单位营收0.5437，同比下滑1.57%。除去国航，南方航空单位收益下滑明显，主要与南航运力投放至三四线城市有关。

**表 3 2018 年及 2019 年一季度公司收入情况**

营业收入	2018A	YOY	2019Q1	YOY
中国国航	1,367.74	12.70%	325.54	3.00%
东方航空	1,149.30	12.99%	300.53	12.34%
南方航空	1,436.23	12.66%	376.33	10.36%
春秋航空	131.14	19.54%	36.40	12.67%
吉祥航空	143.66	15.75%	41.32	14.49%

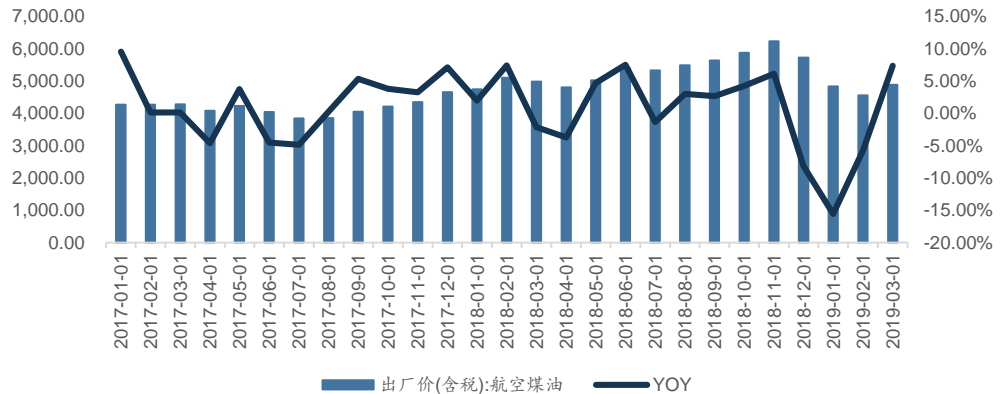
单位营收	2018A	YOY	2019Q1	YOY
中国国航	0.6204	2.79%	0.5737	-3.24%
东方航空	0.5720	2.95%	0.5530	-0.08%
南方航空	0.5544	0.31%	0.5437	-1.57%
春秋航空	0.0038	4.25%	0.0039	-0.03%

吉祥航空	0.4785	5.68%	0.4861	0.33%
------	--------	-------	--------	-------

资料来源: WIND, 德邦研究

2018年油价汇率共同上涨,导致航空公司的营业成本大幅上涨。2018年,国航、东航、南航、春秋、吉祥的营业成本是1151.32亿元、1024.07亿元、1286.13亿元、118.44亿元、122.08亿元,同比增长14.79%、13.43%、15.15%、22.89%、23.83%。2019年一季度,受益于航空煤油成本的下滑,各大航空公司的单位成本下滑。受到部分机场上调机场起降费用,春秋航空和吉祥航空的单位成本同比上升。

图9 近年航油成本波动



资料来源: WIND, 德邦研究

表4 2018年及2019年一季度航空公司成本情况

营业成本	2018A	YOY	2019Q1	YOY
中国国航	1,151.32	14.79%	325.5402	22.37%
东方航空	1,024.07	13.43%	258.19	9.57%
南方航空	1,286.13	15.15%	320.72	9.96%
春秋航空	118.44	22.89%	30.12	10.27%
吉祥航空	122.08	23.83%	33.82	18.85%

单位成本	2018A	YOY	2019Q1	YOY
中国国航	0.4209	3.98%	0.4674	15.49%
东方航空	0.4192	4.91%	0.3923	-1.48%
南方航空	0.4092	2.36%	0.3840	-1.34%
春秋航空	0.0030	5.34%	0.0030	1.14%
吉祥航空	0.0035	12.15%	0.0034	3.76%

资料来源: WIND, 德邦研究

与2018年不同,2019年Q1各大航司盈利普遍上涨。2018年,国航、东航、南航、春秋、吉祥的归母净利润分别是82.01亿元、29.41亿元、34.56亿元、15.03亿元、12.4亿元,同比增长-5.06%、-56.88%、49.42%、19.12%、-8.31%。受到油汇双杀,2018年大部分航司的业绩都低于预期。2019年一季度,国航、东航、南航、春秋、吉祥的归母净利润分别是32.37亿元、21.7亿元、28.84亿元、4.75亿元、4.06亿元,同比增长1.87%、0.56%、0.77%、23.09%、-7.27%。航空板块的春秋航空表现最佳,其中毛利率、净利率分别提高至17.24%、13.04%;反之吉祥航空的毛利率、净利率分别下滑至18.15%、9.83%。

表5 2018年及2019年一季报各大航空公司的盈利情况

	中国国航	东方航空	南方航空	春秋航空	吉祥航空
2018A 利润总额(亿元)	99.58	38.67	44.87	20.02	16.93
YOY	-13.27%	-55.14%	-49.00%	21.25%	-7.33%

2019Q1 利润总额 (亿元)	40.85	28.75	37.74	6.35	5.41
YOY	1.51%	3.94%	1.23%	24.98%	-8.21%
2018A 归母净利润 (亿元)	82.01	29.41	34.56	15.03	12.40
YOY	-5.06%	-56.88%	-49.42%	19.12%	-8.31%
2019Q1 归母净利润 (亿元)	32.37	21.70	28.84	4.75	4.06
YOY	1.87%	0.56%	0.77%	23.09%	-7.27%
2018A 毛利率 (%)	15.82	10.90	10.45	9.68	15.02
YOY	-8.83%	-3.08%	-15.68%	-20.28%	-26.96%
2019Q1 毛利率 (%)	17.26	14.09	14.78	17.24	18.15
YOY	9.00%	18.15%	2.15%	11.67%	-14.19%
2018A 净利率 (%)	6.00	2.56	2.41	11.46	8.63
YOY	-15.76%	-61.83%	-55.10%	-0.35%	-20.78%
2019Q1 净利率 (%)	9.94	7.22	7.66	13.04	9.83
YOY	-1.09%	-10.49%	-8.69%	9.25%	-19.00%

资料来源: WIND, 德邦研究

### 3. 快递: 中小快递加速出清, 行业马太效应更加显著

2018年以来, 实物商品网络销售额增速保持韧性, 快递业务量受益于拼多多、微店等增量业务发展趋稳, 行业格局加速优化并向头部集中, CR8由15年的77.3上涨至19Q1的81.7, 整体来看, 快递行业发展由完全竞争时代发展至龙头竞争时代, 电商件方面“通达系”竞争激烈, 圆通、申通凭借成本管控和优化迅速完成估值修复, 中通连续三年保持市占率第一, 未来依靠规模优势成本优化管理优秀的公司将在未来的竞争中拔得头筹; 商务件方面依旧是顺丰、EMS和通达系三分天下, 但随着经济竞速的缓慢下滑, 预计商务件增速将有所放缓。

表 6 2018 年&2019Q1 快递上市公司营收及归母净利润增长情况

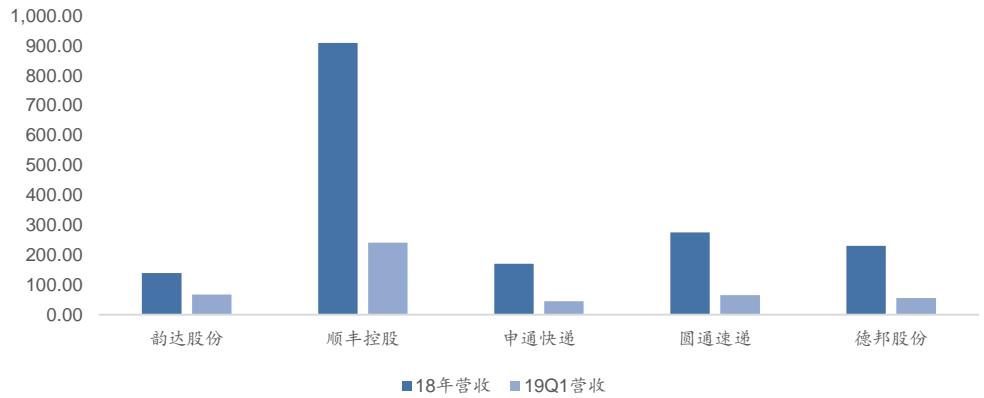
证券代码	证券名称	营业收入 (亿元)				归属于母公司的净利润 (亿元)			
		18A	19Q1	18A 增速	19Q1 增速	18A	19Q1	18A 增速	19Q1 增速
002120.SZ	韵达股份	138.56	66.85	0.39	1.52	26.98	5.67	0.70	0.40
002352.SZ	顺丰控股	909.43	240.28	0.28	0.17	45.56	12.63	-0.04	0.27
002468.SZ	申通快递	170.13	45.07	0.34	0.55	20.49	4.05	0.38	0.07
600233.SH	圆通速递	274.65	64.44	0.37	0.21	19.04	3.65	0.32	0.16
603056.SH	德邦股份	230.25	54.76	0.13	0.16	7.00	-0.49	0.28	-1.49

资料来源: WIND, 德邦研究

**2018 年&2019 年 Q1 数据综述。**2018 年上市快递公司 (包括 5 家 A 股上市快递公司如表 1 所示) 实现营业收入共 1723 亿元, 同比增长 28.9%, 2019 年一季度实现营收 471 亿元, 同比增长 30.5%。2018 年实现归母净利润 119 亿元, 同比增长 21.4%, 2019Q1 实现归母净利 25.51 亿元, 同比增长 16.37%。

图 10 上市快递公司 18 年&19Q1 营收情况 (单位: 亿元)



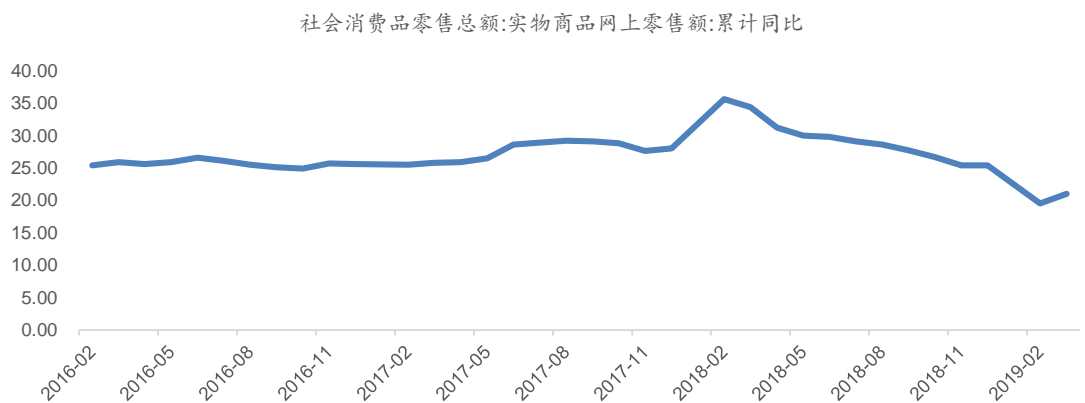


资料来源: WIND, 德邦研究

### 3.1 网络销售额高速增长, 快递行业仍维持高景气

实物商品网络销售额增速保持韧性。18年下半年以来,实物商品网上零售额有所下滑,但仍维持在20%左右的较高水平,2019年3月,实物商品网络销售额同比增速为21%,较2月数据(19.5%)回升,预计网购规模量增速将持续保持韧性,带动快递行业维持在景气区间

图 11 实物商品网络销售额增速保持韧性 (单位: %)

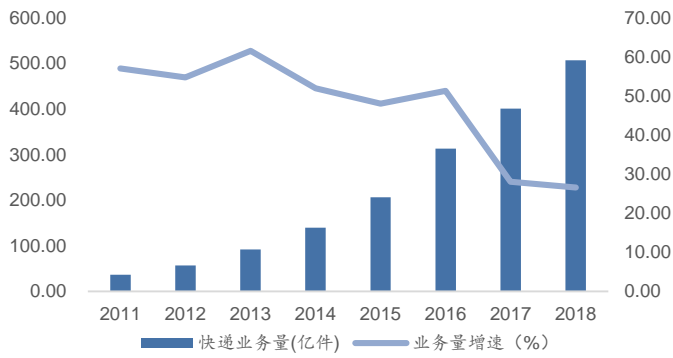


资料来源: WIND, 德邦研究

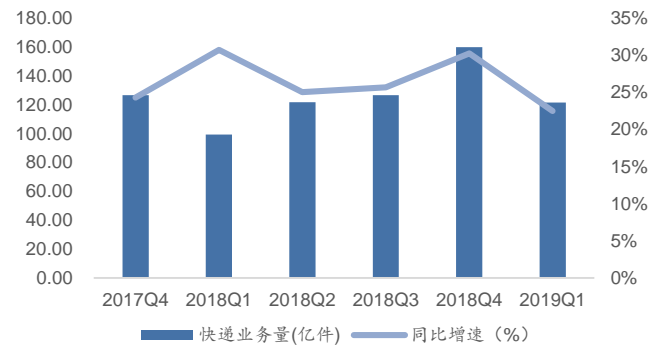
快递业务量增速仍保持景气区间。2015-2018年快递业务量增速CAGR高达35%。2018年全国快递业务量为507.1亿件,较2015年的206.70亿件的3年CAGR高达35%,2019Q1快递业务量为121.50亿件,同比增速为22%,其中同城下滑0.2%,异地增长30.3%,国际增长8.9%。尽管快递业务量基数规模较大,但受益于拼多多、微店等增量业务增速仍保持景气区间。

图 12 2011年-2018年快递业务量及增速

图 13 快递业务量季节对比



资料来源: WIND, 德邦研究



资料来源: WIND, 德邦研究

业务量持续向头部集中, 中通保持市占率第一。从快递业务量来看, 2018 年中通 85 亿件, 同比增长 37%, 韵达 69.9 亿件, 同比增长 48.10%, 圆通 67 亿件, 同比增长 31.70%, 百世 55 亿件, 同比增长 45%, 申通 51 亿件, 同比增长 31.1%, 顺丰 39 亿件, 同比增长 26.8%, 同比 2017 年, 韵达市场份额超越圆通成行业第二, 百世集团超越申通成行业第四。2019Q1 业务量增速申通 (45.2%) > 韵达 (41.5%) > 圆通 (39.2%) > 顺丰 (7.3%)。

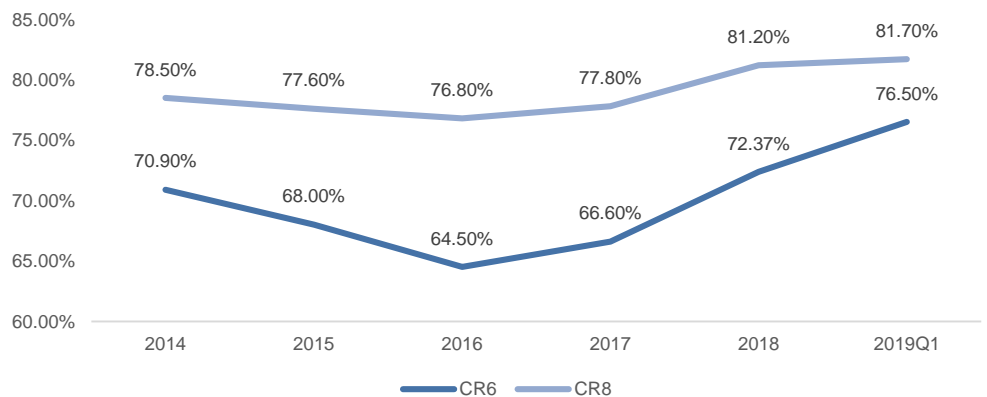
表 7 中通自 2016 年开始连续夺得市占率第一

市场份额	2014	2015	2016	2017	2018	2019Q1
中通	13.00%	14.30%	14.40%	15.50%	16.80%	18.70%
韵达	11.20%	10.30%	10.30%	11.80%	13.80%	14.70%
圆通	13.30%	14.70%	14.30%	12.60%	13.20%	13.10%
百世	5.30%	6.80%	6.90%	9.40%	10.80%	11.40%
申通	16.50%	12.40%	10.40%	9.70%	10.10%	10.50%
顺丰	11.50%	9.50%	8.20%	7.60%	7.60%	8.10%

资料来源: 公司公告, 德邦研究

行业集中度持续提升, 快递行业迈向龙头竞争时代。2018 年 CR6 为 72.37%, CR8 为 81.20%, 2019Q1 CR6 为 76.50%, CR8 为 81.70%, 2014 年-2019Q1 除了 2016 年集中度略有下滑之外均保持提升状态, 2019Q1 CR6 较 CR8 有明显提升, 说明排名 6-8 位的快递公司有掉队现象, 相较其中实力和规模相对较弱的公司, 排名前 6 的快递巨头集中度的提升更为“缓慢”些, 也说明头部公司在现有大基数的基础上掠夺市场份额更为“困难”。

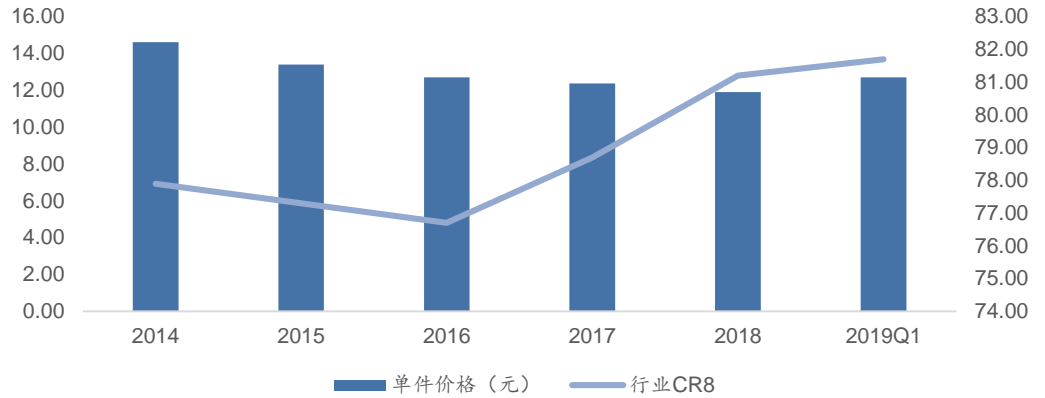
图 14 2014 年-2018 年快递行业 CR6 和 CR8 走势



资料来源: 国家邮政网, 德邦研究

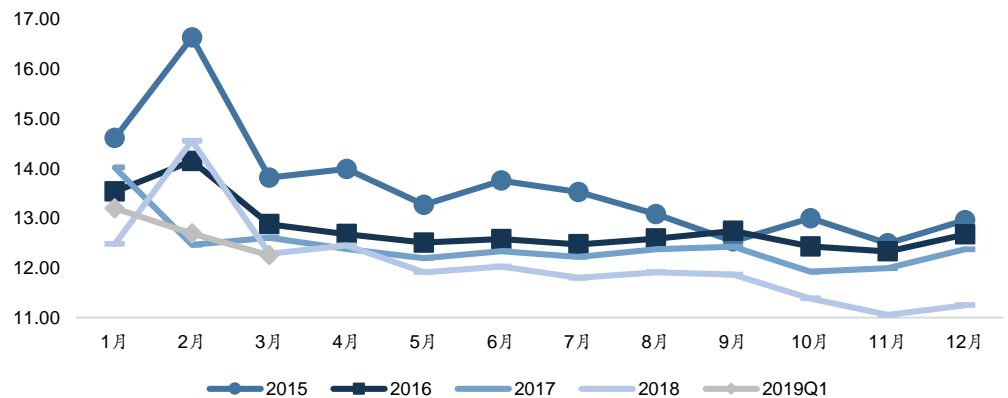
快递单件价格仍有下降空间。2018年快递单件价格为11.91元，2019Q1快递单件价格为12.70元，2014-2018年快递单件价格持续走低，2019Q1因受到春节提价影响，单件价格较2018年整年小幅上涨，考虑到价格为主导的份额竞争逻辑，预计2019年整年快递单件价格仍将下滑。2019Q1顺丰快递单件收入23.7元，同比增长6.2%；申通3.5元，下滑0.4%；韵达3.45元同比增长81.3%；圆通3.35元同比下降10.6%。

图 15 2014 年-2018 年快递单件价格持续走低



资料来源：国家邮政网，德邦研究

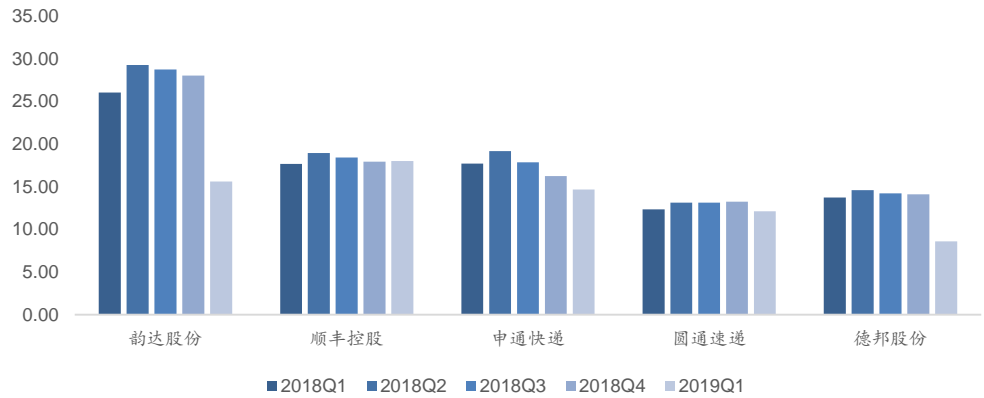
图 16 全国快递均价同比增速（单位：元）



资料来源：国家邮政网，德邦研究

韵达毛利率领跑快递行业。2018年毛利率韵达（28.02%）>顺丰（17.92%）>申通（16.24%）>圆通（13.22%）>德邦（8.57%）。2019Q1顺丰18.00%排名第一，其次为韵达15.59%，而申通19Q1毛利率出现较18Q4出现环比上行。

图 17 A 股上市快递公司中韵达股份毛利率（%）表现优秀



资料来源: WIND, 德邦研究

**杜邦分析: 通达系 ROE 水平较高。**通达系中 ROE 水平最高的为韵达股份 32.37%，其次为申通快递 26.87%，通达系 ROE 水平普遍高于直营快递，顺丰 ROE 则是被销售净利率拖后腿，德邦股份资产周转率较为突出。

表 8 2018 年快递公司杜邦分析结果

	ROE (%)	销售净利率 (%)	资产周转率 (%)	权益乘数
韵达股份	32.37	18.78	1.01	1.57
顺丰控股	13.16	4.91	1.41	1.94
申通快递	26.87	12.06	1.65	1.39
圆通速递	18.38	7.03	1.61	1.69
德邦股份	19.73	3.04	3.12	2.04
中通快递	15.75	24.93	0.54	1.16
百世集团	-11.91	-1.82	2.41	2.99

资料来源: WIND, 德邦研究

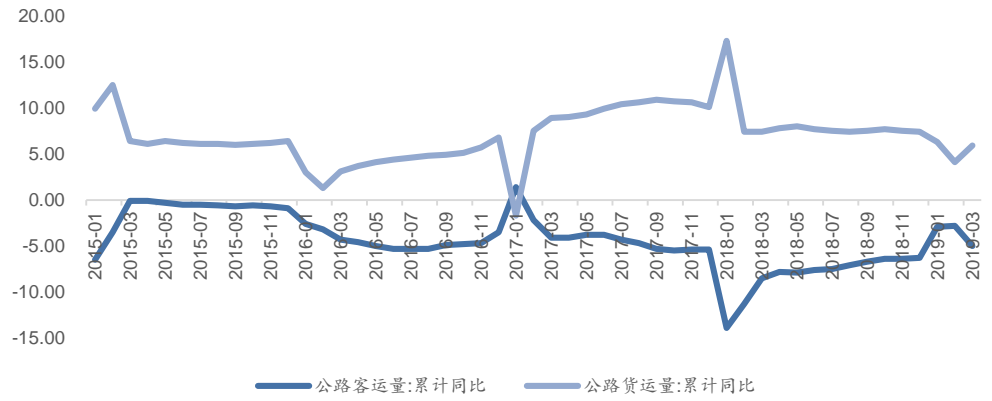
#### 4. 公路: 客流量跌幅收窄

**2018 年&2019 年 Q1 数据综述。**2018 年高速公路板块共实现营收 769.97 亿元, 较 17 年增长 3.11%, 实现归母净利润 249.27 亿元, 2019Q1 实现营收 178.27 亿元, 实现归母净利润 72.78 亿元。

**公路行业客流量跌幅收窄。**2019Q1 客流量 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%, 2019Q1 货运量 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%。

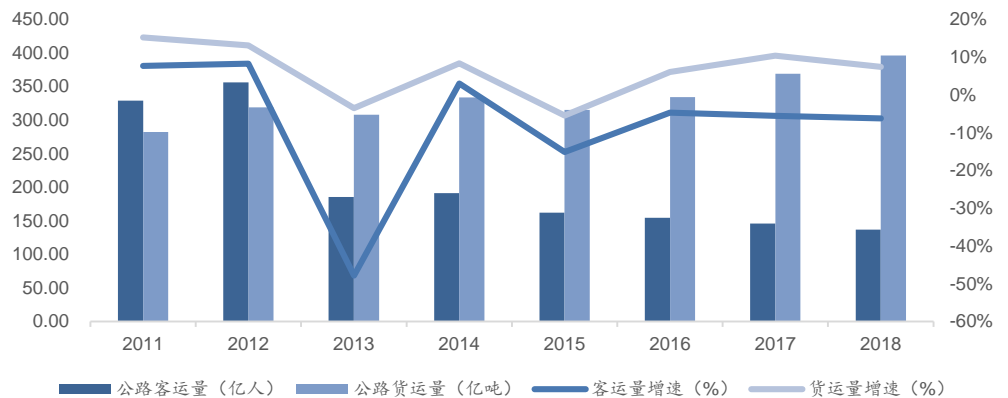
**公路客运量下滑主要受高铁分流影响。**公路客运持续下降的主要原因是全国高铁路网逐渐贯通, 高铁出行逐渐变成了民众更偏爱的出行方式, 分流了部分公路客流。2018 年全年, 铁路完成客运量 33.75 亿人次, 同比增长 9.4%; 2019 年 Q1, 单季度客运量同比增速为 5.58%。铁路客运量已经连续多年保持较快增长, 主要是高铁带来的增量客流。

图 18 公路行业客货运量同比 (%)



资料来源: WIND, 德邦研究

图 19 2011-2018 年公路客运量、货运量及其增速



资料来源: WIND, 德邦研究

表 9 重点高速公路公司营收及归母净利润增长情况

证券代码	证券简称	营业收入 (亿元)				归属于母公司净利润 (亿元)			
		18A	19Q1	18A 增速	19Q1 增速	18A	19Q1	18A 增速	19Q1 增速
000900.SZ	现代投资	118.61	19.48	2.84	1.62	9.64	2.86	-0.36	-0.16
600377.SH	宁沪高速	99.69	23.62	9.27	40.67	43.77	10.34	32.56	329.67
600350.SH	山东高速	68.29	16.03	1.98	1.81	29.44	6.09	26.75	-22.02
001965.SZ	招商公路	67.59	17.08	3.65	3.52	39.10	10.28	3.41	3.62
601107.SH	四川成渝	59.69	14.95	9.23	11.89	8.49	4.29	8.00	11.46
600548.SH	深高速	58.07	13.31	-0.45	-0.36	34.40	4.67	2.98	0.85
600020.SH	中原高速	57.76	17.30	0.08	0.31	7.99	4.62	-0.76	-0.47
600269.SH	赣粤高速	45.07	10.95	0.46	0.47	11.68	7.41	-0.23	1.17
200429.SZ	粤高速 B	32.19	7.36	0.12	0.01	16.77	3.54	0.54	0.32
600035.SH	楚天高速	30.70	8.01	0.24	0.28	4.44	1.88	-0.32	0.02
600012.SH	皖通高速	29.67	7.50	0.10	0.14	11.23	2.89	0.95	0.73
600033.SH	福建高速	26.63	6.70	10.20	10.25	7.34	1.99	1.62	2.80

资料来源: WIND, 德邦研究

## 5.风险提示:

宏观经济下滑超预期, 贸易战持续升级, 原油价格大幅上涨, 汇率波动加剧, 快递价格战超预期。

# 信息披露

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	<b>股票投资评级</b>	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
<b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A 股市场以德邦综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	<b>行业投资评级</b>	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。