

# 交通运输

证券研究报告

2019年09月01日

## 密尔克卫维持高增长，航运中报表现亮眼

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

姜明

分析师

SAC 执业证书编号: S1110516110002  
jiangming@tfzq.com

黄盈

分析师

SAC 执业证书编号: S1110518080007  
huangying1@tfzq.com

曾凡喆

分析师

SAC 执业证书编号: S1110518110001  
zengfanzhe@tfzq.com

高晟

联系人

gaosheng@tfzq.com

行业走势图



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 《交通运输-行业研究周报:中美贸易摩擦加剧, 美团 Q2 实现整体盈利》 2019-08-25
- 《交通运输-行业研究周报:中美贸易摩擦再反复, 估值下行中有望出现反弹机会》 2019-08-11

**市场综述:** 本周 A 股低开高走, 上证综指报收于 2886.24, 环比跌 0.39%; 深证综指报收于 1579.25, 涨 0.03%; 沪深 300 指报收于 3799.59, 跌 0.56%; 创业板指报收于 1610.90, 跌 0.29%; 申万交运指数报收于 2343.76, 跌 0.87%。交运行业子板块表现较好, 其中最为强势的是物流 (0.9%), 其次为航空 (0.1%)。本周交运板块涨幅前三为保税科技(10.2%)、中信海直(9.4%)、顺丰控股(6.0%); 跌幅前三为 ST 飞马 (-9.2%)、普路通(-8.4%)、连云港(-6.8%)。

**快递物流:** 快递行业中报披露结束, 按照业务量由大到小排序, 分别为中通 (53.7 亿)、韵达 (43.3 亿)、圆通 (38.0 亿)、百世 (32.5 亿)、申通 (30.1 亿) 以及顺丰 (20.2 亿), 相对应的上半年市占率分别为 19.3%、15.6%、13.7%、11.7%、10.9% 与 7.3%, 其中环比去年年底, 中市占率扩大幅度最大达 2.5 个 pct, 其次为韵达的 1.8 个 pct 和百世的 0.9 个 pct。业绩方面, 二季度顺丰随着新经济件的推出, 单季度扣非业绩增长超过 25%, 进入三季度, 受益于去年的低基数、特惠件的放量以及公司成本管理的持续改善, 我们认为公司月度经营数据与业绩都将持续改善, 且超过 Q2 增幅。通达系中, 中通依然为单季度业绩增幅最快的公司, A 股中韵达表现领先, 规模效应+成本改善反哺市场获取的逻辑依旧; 圆通受货代影响、申通受并表后扩产的扰动带来短期业绩增长略慢于竞争对手, 我们期待公司下半年持续进行改善的潜力。

此外, 自下而上继续推荐密尔克卫, 上半年公司实现收入 11.12 亿, 同比增 47.24%; 实现归母净利润 9428.39 万元, 同比增 40.80%, 业绩增长较一季度明显加快。长期逻辑看, 江苏化工爆炸推动行业监管收严, 密尔克卫公司质地优良、大客户对接稳定, 公司继续沿着内生+外延路径快速扩张, 我们看好公司今年业绩释放逐季加速, 看好公司长期成长价值。

**机场板块:** 各机场披露中期业绩, 其中上机、首机、白机、深机上半年归母净利润分别为 27.0 亿、12.9 亿、4.3 亿、3.1 亿, 同比分别+33.5%、-13.2%、-39.1%、-16.7%, 其中首机、白机业绩下滑主要由民航发展基金不再返还计入公司收入所致。各机场航空主业因时刻控制增速整体缓慢, 但由于免税销售增速整体保持较高水平, 其中上海虹浦两场、首都 T2, T3, 白云机场免税店销售额分别达到 73.77 亿、43.65 亿、8.44 亿, 均实现快速增长, 拉动各机场非航收入大放异彩。我们认为口岸出境免税店政策对三大枢纽机场短期几无影响, 长期看政策执行力度也存在一定弹性, 继续看好居民消费升级及海外消费回流共振刺激下的免税行业的发展空间。中免市内店开业后受政策限制, 暂不对国人开放, 分流非常有限, 而机场作为地方根据免税销售额抽取佣金, 商业模式优质, 业绩持续增长。目前市场资金更加偏好增长稳定, 前景明朗的消费类品种, 带来估值提升的逻辑。消费属性带来机场板块的长期配置价值, 推荐上海机场、首都机场股份、关注白云机场、深圳机场。

**航运板块:** 本周中远海控、中远海能、招商轮船、中远海特等核心标的公布中报业绩, 上半年分别实现归母净利润 12.37 亿元、4.69 亿元、4.74 亿元、0.99 亿元, 同比增长 2932.8%、315.7%、50.0%、67.6%, 较去年同期出现了明显回升, 运价的同比改善带来更高的盈利质量。当前航运正在进入旺季, 叠加 IMO 环保公约的临近, 部分运力暂时退出以抢装脱硫塔, 行业运价弹性有望进一步兑现。此外, 一带一路的持续推进以及上海自贸区扩区、深圳加大改革开放力度有望带来全球航运货量的提升, 板块有望迎来预期差机会。

**投资建议:** 推荐上海机场、白云机场、顺丰控股、密尔克卫、申通快递、圆通速递、东方航空、中国国航、南方航空、中远海控、上港集团, 关注深圳机场、华贸物流。

**风险提示:** 宏观经济超预期下滑; 国企改革不及预期; 航空票价不及预期; 快递行业竞争格局恶化

## 重点标的推荐

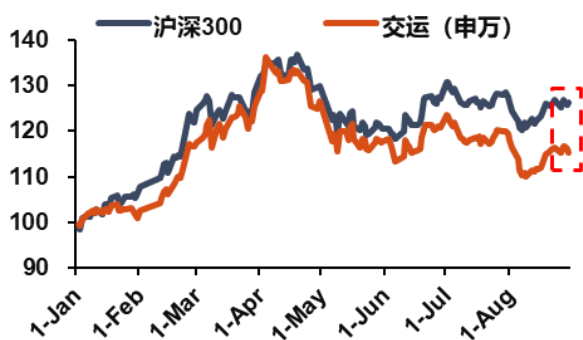
股票代码	股票名称	收盘价 2019-08-30	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2018A/E	2019E	2020E	2021E	2018A/E	2019E	2020E	2021E
601111.SH	中国国航	7.89	买入	0.51	0.55	0.71	0.79	15.47	14.35	11.11	9.99
600029.SH	南方航空	6.57	买入	0.24	0.39	0.59	0.72	27.38	16.85	11.14	9.13
600115.SH	东方航空	5.07	买入	0.19	0.61	0.73	0.93	26.68	8.31	6.95	5.45
600009.SH	上海机场	84.05	买入	2.20	2.73	3.17	3.70	38.20	30.79	26.51	22.72
600004.SH	白云机场	18.70	增持	0.55	0.46	0.64	0.79	34.00	40.65	29.22	23.67
002468.SZ	申通快递	22.89	买入	1.34	1.16	1.28	1.47	17.08	19.73	17.88	15.57
600233.SH	圆通速递	11.09	买入	0.67	0.74	0.80	0.89	16.55	14.99	13.86	12.46
600018.SH	上港集团	5.74	买入	0.45	0.46	0.46		12.76	12.48	12.48	
603128.SH	华贸物流	7.12	买入	0.44	0.51			16.18	13.96		
601919.SH	中远海控	4.59	增持	0.09	0.18	0.20		51.00	25.50	22.95	
603713.SH	密尔克卫	32.35	买入	0.87	1.30	1.78	2.35	37.18	24.88	18.17	13.77
002352.SZ	顺丰控股	41.42	买入	1.03	1.28	1.42	1.67	40.21	32.36	29.17	24.80

资料来源: WIND,天风证券研究所,注: PE=收盘价/EPS

## 1. 本周回顾和投资观点

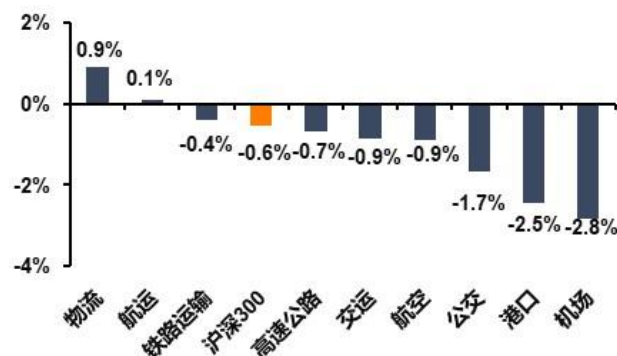
**市场综述:** 本周 A 股低开高走, 上证综指报收于 2886.24, 环比跌 0.39%; 深证综指报收于 1579.25, 涨 0.03%; 沪深 300 指报收于 3799.59, 跌 0.56%; 创业板指报收于 1610.90, 跌 0.29%; 申万交运指数报收于 2343.76, 跌 0.87%。交运行业子板块表现较好, 其中最为强势的是物流 (0.9%), 其次为航空 (0.1%)。本周交运板块涨幅前三为保税科技(10.2%)、中信海直(9.4%)、顺丰控股(6.0%); 跌幅前三为 ST 飞马 (-9.2%)、普路通(-8.4%)、连云港(-6.8%)。

图 1: 交运板块表现 (2019 年以来可比表现)



资料来源: WIND, 天风证券研究所

图 2: 交运各子板块表现 (2019.8.26-9.1)



资料来源: WIND, 天风证券研究所

表 1: 交运板块领涨公司

	本周收盘价 (元)	周涨幅	月涨幅	年涨幅
<b>本周交运板块领涨个股</b>				
保税科技	4.6	10.2%	7.8%	76.0%
中信海直	8.2	9.4%	11.8%	45.1%
顺丰控股	41.4	6.0%	11.3%	27.2%
皖江物流	2.7	4.3%	-5.0%	25.8%
建发股份	8.6	4.1%	-4.9%	28.2%
<b>8月交运板块领涨股</b>				
华鹏飞	6.5	0.3%	21.3%	14.6%
招商轮船	4.7	0.2%	13.8%	29.5%
盐田港	6.1	-1.3%	12.3%	23.1%
中海发展	7.1	2.4%	12.1%	61.1%
深圳机场	10.4	-3.3%	11.8%	35.1%
<b>19年交运板块领涨股</b>				
白云机场	18.7	0.5%	7.1%	87.9%
保税科技	4.6	10.2%	7.8%	76.0%
上海机场	84.1	-3.6%	2.3%	66.9%
中远海能	7.1	2.4%	12.1%	61.1%
韵达股份	36.7	-0.4%	4.0%	59.5%

资料来源: WIND, 天风证券研究所

**快递物流:** 截至本周, 快递行业中报披露结束, 按照业务量由大到小排序, 分别为中通(53.7亿)、韵达(43.3亿)、圆通(38.0亿)、百世(32.5亿)、申通(30.1亿)以及顺丰(20.2亿), 相对应的上半年市占率分别为19.3%、15.6%、13.7%、11.7%、10.9%与7.3%, 其中环比去年年底, 中通市占率扩大幅度最大达2.5个pct, 其次为韵达的1.8个pct和百世的0.9个pct。业绩方面, 二季度顺丰随着新经济件的推出, 单季度扣非业绩增长超过25%, 进入三季度, 受益于去年的低基数、特惠件的放量以及公司成本管理的持续改善, 我们认为公司月度经营数据与业绩都将持续改善, 且超过Q2增幅。通达系中, 中通依然为单季度业绩增幅最快的公司, A股中韵达表现领先, 规模效应+成本改善反哺市场获取的逻辑依旧; 圆通受货代影响、申通受并表后扩产的扰动带来短期业绩增长略慢于竞争对手, 我们期待公司下半年持续进行改善的潜力。

此外, 自下而上继续推荐密尔克卫, 上半年公司实现收入11.12亿, 同比增47.24%; 实现归母净利润9428.39万元, 同比增40.80%, 业绩增长较一季度明显加快。长期逻辑看, 江苏化工爆炸推动行业监管收紧, 密尔克卫公司质地优良、大客户对接稳定, 公司继续沿着内生+外延路径快速扩张, 我们看好公司今年业绩释放逐季加速, 看好公司长期成长价值。

**机场板块:** 各机场披露中期业绩, 其中上机、首机、白机、深机上半年归母净利润分别为27.0亿、12.9亿、4.3亿、3.1亿, 同比分别+33.5%、-13.2%、-39.1%、-16.7%, 其中首机、白机业绩下滑主要由民航发展基金不再返还计入公司收入所致。各机场航空主业因时刻控制增速整体缓慢, 但由于免税销售增速整体保持较高水平, 其中上海虹浦两场、首都T2, T3, 白云机场免税店销售额分别达到73.77亿、43.65亿、8.44亿, 均实现快速增长, 拉动各机场非航收入大放异彩。我们认为口岸出境免税店政策对三大枢纽机场短期几无影响, 长期看政策执行力度也存在一定弹性, 继续看好居民消费升级及海外消费回流共振刺激下的免税行业的发展空间。中免市内店开业后受政策限制, 暂不对国人开放, 分流非常有限, 而机场作为地主方根据免税销售额抽取佣金, 商业模式优质, 业绩持续增长。目前市场资金更加偏好增长稳定, 前景明朗的消费类品种, 带来估值提升的逻辑。消费属性带来机场板块的长期配置价值, 推荐上海机场、首都机场股份、关注白云机场、深圳机场。

**主题机会：**继续重点提示上海相关股票，目前美方重提加征关税，自贸区扩区加大进口的战略定位及目标更为明确，后续的配套政策有望超预期。【大虹桥串联长三角】：长三角一体化上升至国家级战略，大虹桥是上海西大门，淀山湖是上海大都市圈飓风眼，周围环绕着上海青浦、苏州的昆山&吴江、浙江的嘉善，定位于高新技术产业，致力于打造科创硅谷。【自贸区政策有望升级】：上海东向的自贸区以洋山临港作为核心区域，致力打造为国际标准化自贸区。近期，上海自贸区政策东风不断，在税收、货币兑换等方面或有超预期的新政颁布。东线临港区域：建议关注地产—上海临港、光明地产；推荐物流：上港集团，关注：华贸物流；西线青浦苏州区域：建议关注地产-上实发展、苏州高新；物流：推荐圆通、申通、韵达快递；建议关注保税科技、新宁物流、万林物流、飞力达。

**航空板块：**各公司中报公布完毕，国航、南航、东航、海航、春秋、吉祥上半年实现归母净利润分别为 31.4 亿、16.9 亿、19.4 亿、5.0 亿、8.5 亿、5.8 亿，分别同比-9.5%、-20.9%、-14.9%、-8.2%、+17.5%、-6.4%。由于上半年宏观经济相对低迷，公商务旅客需求承压，除春秋、吉祥外，各大航司收益品质均有所下降。成本方面，上半年航油单价同比基本持平，航油成本增长基本与业务量匹配；各航司单位起降费因机场收费改革逐步显效而有所提升；三大航因准则调整成本重分类，折旧成本大幅提高，经营租赁成本几乎归零，但整体而言单位非油成本基本稳定，民营航空公司单位非油成本则有所提升。综合来看，各航司业绩均基本符合预期。随着时间推移，航油成本的同比优势大概率将逐步体现，我们继续看好三四季度民航业绩。民航局前期发布《关于做好当前控总量调结构工作的通知》，强调截至国庆节后的 10 月 10 日，严格控制航班总量，对部分准点率较低的机场实行减班政策。时刻政策配合 B737MAX 停飞在两个维度全面压制民航供给，有望强化供给侧逻辑。近期航空股股价明显调整，潜在利空已显著释放，我们继续看好民航发展前景，推荐三大航，同步推荐汇兑中性的民营航空公司，强调市值、估值水平双低的吉祥航空。

**航运板块：**本周中远海控、中远海能、招商轮船、中远海特等核心标的公布中报业绩，上半年分别实现归母净利润 12.37 亿元、4.69 亿元、4.74 亿元、0.99 亿元，同比增长 2932.8%、315.7%、50.0%、67.6%，较去年同期出现了明显回升，运价的同比改善带来更高的盈利质量。当前航运正在进入旺季，叠加 IMO 环保公约的临近，部分运力暂时退出以抢装脱硫塔，行业运价弹性有望进一步兑现。此外，一带一路的持续推进以及上海自贸区扩区、深圳加大改革开放力度有望带来全球航运货量的提升，板块有望迎来预期差机会。

- **集运市场：**本周为美方上调关税的最后一周，又时值淡旺切换之际，美线运价因此大涨，但是欧线的表现仍较为疲软，走势出现了较为显著的分化。本周 SCFI 环比上涨 5.8%、同比下降 12.8%至 820 点。欧线方面，为维持市占率，航商大都出现降价揽货的状况，虽然供需矛盾未进一步恶化，但是仍处于较为宽松的状况，欧洲线运价环比下跌 4.5%，同比下跌 18.9%至 757 美元/TEU；地中海表现更弱，环比跌 7.6%，同比跌 1.4%至 895 美元/TEU。上海港平均舱位利用率约为 95%，部分航次出现满载。美国航线方面，由于 9 月关税政策即将落地，市场货量出现大幅上涨，部分航商增开加班船或改用大船，但是市场仍较为火爆，航商涨价意愿强烈。美西线运价环比涨 25.6%、同比跌 29.7%至 1615 美元/FEU，美东线环比涨 10.5%、同比跌 22.8%至 2691 美元/FEU，上海港平均舱位利用率维持 90%-95%之间。集运涨价季到来，叠加 IMO 环保公约临近，部分运力停运以加装脱硫塔，供需格局略有改善，H2 运价有望延续上半年的强势格局，近期中美贸易摩擦虽有反复，但是旺季运输需求较为刚性，长期影响有限。此外，一带一路的持续推进以及上海自贸区的扩区升级、深圳加大改革开放均将带来集运的货量提升和情绪修复，行业有望迎来量价齐升的预期差机会，推荐中远海控。
- **油运市场：**全球经济格局短期难有改变，原油需求或将在中期维持低位运行，受此影响油运运价有所回落。本周 BDTI 环比不变，同比跌 16.5%至 656 点；BCTI 环比涨 1.3%、同比跌 6.6%至 468 点，CTFI 较上期下跌 87 点报 987 点。TD3C 航



线 TCE 回落至 31000 美元附近，较上周大幅下跌 25%，年同比仍改善 80%左右。国际油运方面，随着 3 季度的来临，行业将会逐步由淡转旺，且当前波斯湾的安全情况堪忧，运价如成功上涨将带来行业盈利的改善。此外，20 年起 IMO 环保公约的执行要求所有的运输船改用低硫油，但是低硫油的产能尚无保证，部分港口可能缺乏低硫油的供应，因此内贸低硫油运输需求有望提升。建议关注 OPEC 减产情况以及中美贸易战关于能源进口谈判的情况，标的关注中远海能、招商轮船。

- **散货市场：**本周散运运价大涨，主因黑色系价格有所回调拉动补库存的需求。BDI 本周环比上涨 12.3%、同比增长 43.2%至 2378 点。权重指数方面，BCI 本周环比上涨 16.7%至 4467 点，BPI 环比涨 3.6%至 2260 点，BSI 环比涨 9.5%至 1336 点。当前散运行业集中度仍旧较低，但是产业趋势正在改善，长期来看，IMO 环保公约的执行、行业的持续低迷有望带来产能逐渐出清，新船订单逐渐缩小的趋势有望得以延续，维持 2020 年或为行业长期拐点判断不变。

**铁路板块：**广深铁路披露 2019 年半年报：上半年公司实现营业收入 101.87 亿，同比增长 6.92%；实现归属上市公司股东净利润 7.62 亿，同比增长 16.52%；实现扣非净利润 7.57 亿，同比增长 13.29%。同比去年二季度低基数，公司单季度业绩大幅度恢复，归母净利润增长 78.73%，但公司历史上业绩波动均较大。投资上，19 年铁路以改革为主线，中央经济工作会议自 2016 年开始连续第三年点名铁路改革，强调要以股份制改造为牵引，铁路板块的估值预计将随整个混改预期再起而提升。标的上，广深铁路 PB 估值跌至 0.75x，公司弹性在于土地价值与客运业务，去年二季度业绩基数低，今年预计有望同比较大程度修复；大秦铁路为高股息率品种，今年虽运量略有波动，但整体依旧在产能利用率较高的状态下经营，具备避险价值；铁龙物流：随着公转铁持续、沙鲮线有望量价齐升释放业绩弹性，另外公司运营铁路特种集装箱业务，业务拓展空间巨大。

**高速板块：**高速公路板块具备低贝塔、类债券属性，2018 年股息率较高的标的股价表现更优，因此拉长时间轴，我们继续看好具备区域优势的高股息标的，推荐深高速，关注粤高速 A，宁沪高速。

**港口板块：**2019 国际经济增速放缓，进出口需求存在一定压力，叠加国家降低物流成本的政策导向，我们认为板块投资机会更多将来自主题性的大幅增长以及长期受益于环保压力下“公转铁”新增货量的低估值标的。8 月 18 日，中共中央、国务院印发《关于支持深圳建设中国特色社会主义先行示范区的意见》，在更高起点、更高层次、更高目标上推进改革开放，有利于更好实施粤港澳大湾区战略，对比国际港口城市的经济地位，深圳及上海仍有非常大的地位提升空间，未来在税收、货币等方面都存在超预期的可能！关注核心标的盐田港、招商港口、上港集团的预期差机会！

**投资建议：**推荐上海机场、白云机场、顺丰控股、密尔克卫、韵达股份、申通快递、圆通速递、东方航空、中国国航、南方航空、中远海控、上港集团，关注深圳机场、华贸物流。

**风险提示：**宏观经济超预期下滑；国企改革不及预期；航空票价不及预期；快递行业竞争格局恶化。

## 2. 本周报告和重大事件

### 2.1. 本周重点公司报告

#### 2.1.1. 深圳机场 (000089): 计提诉讼损失导致业绩下滑, 扣非业绩仍小幅增长

**事件:**深圳机场发布 2019 年中期报告,上半年实现营业收入 18.57 亿,同比增长 5.6%,实现归母净利润 3.08 亿元,同比下降 16.7%,扣非归母净利润 3.70 亿元,同比增长 9.7%。二季度实现营业收入 9.43 亿,同比增长 3.6%,实现归母净利润 1.35 亿元,同比下降 36.4%。

**上半年国际线保持高增长, 广告收入下降导致利润低增速。**上半年深圳机场完成航班起降 18.1 万架次,旅客吞吐量 2583.7 万人次,货邮吞吐量 58.8 万吨,分别同比增长 2.8%、6.2%、0.3%。国际线增速继续保持较高水平,国际(含地区)旅客吞吐量达到 277 万人次,同比增长 26.9%,宽体机投放同比增长近 30%,拉动航空主业收入增长达到 10.4%。由于 2018 年 5 月深圳机场室外立柱广告牌拆除等影响,广告业务收入有所下滑,降幅为 26.7%,拖累整体收入增速明显低于航空主业收入增速。

**非航收入应有明显放量, 计提诉讼损失导致业绩下滑。**考虑到公司上半年架次及吞吐量增长分别为 2.8%、6.2%,明显低于航空主业增速,很可能意味着在免税提成发生改变及免税商业租金收入的共同拉动下,公司非航收入有明显增长,公司中报显示,上半年公司候机楼租赁业务实现收入 2.25 亿元,同比增长 13.8%。此外,2019 年 6 月,公司与正宏科技间的诉讼纠纷得到一审判决,公司向正宏科技赔偿损失近七千万元,因此公司计提损失并体现于利润表,导致利润下滑。

**中国特色社会主义先行示范区定调, 后续国际枢纽地位将持续强化。**2019 年 7 月 24 日中央全面深化改革委员会审议通过了《关于支持深圳建设中国特色社会主义先行示范区的意见》,支持深圳建设中国特色社会主义先行示范区,提出到 2025 年,深圳经济实力、发展质量跻身全球城市前列的目标。一个国际化的开放城市对应的机场也应该有足够的国际航线及国际旅客数量,因此我们持续看好深圳机场的国际化道路,未来终将成为粤港澳大湾区核心国际枢纽机场之一,国际线旅客量及对应的免税商业租金收入均将持续上行。

**短期资本开支压力犹存, 业绩快速放量尚需等待。**深圳机场目前正在建设 T3 卫星厅及三跑道,其中卫星厅为公司出资建设,三跑道为市政府及机场集团出资建设,未来公司租用,预计均将于 2021 年左右投产。虽然卫星厅及三跑道投产后将打开深圳机场产能瓶颈,带来业务量及营收的不断增长,但短期资本开支及后续折旧等成本压力犹存,可能导致公司业绩显著放量的时间点延后至 2022-2023 年。

**投资建议:**鉴于公司一次性计提诉讼损失,且时刻放量速度略低于前期预期,成本增速略高于前期预期,我们自 9.22 亿、10.74 亿分别下调 2019-2020 年盈利预测 24.9%、14.5%至 6.9 亿、9.2 亿,引入 2021 年盈利预测,预计 2021 年归母净利润为 9.0 亿。我们持续看好深圳机场的国际枢纽定位提升及国际线业务量的不断上行,但由于业绩短期难以释放,且股价因事件性刺激有明显上涨,我们下调公司评级至“增持”,自 9 元上调目标价 21.7%至 10.95 元,对应 2021 年 EPS 的 PE 估值为 25 倍。

**风险提示：宏观经济下滑，国际线增速不及预期，成本超预期**

### 2.1.2. 上海机场（600009）：免税延续高增速，业绩续创新高

**事件：**上海机场披露中报，上半年实现营业收入 54.55 亿，同比增长 21.1%，实现归母净利润 27.0 亿，同比增长 33.5%。

**航空主业稳定提升，旅客吞吐量增速持续超越架次增长，制衡产能瓶颈。**上半年公司保障飞机起降架次 25.56 万架次，同比增长 1.92%，完成旅客吞吐量 3821.97 万人次，同比增长 4.16%，货邮吞吐量 170.19 万吨，同比减少 8.05%。在时刻依旧紧张的浦东机场，航空公司意愿投放大飞机，单机载客量不断走高，拉动对机场业绩贡献最大的旅客吞吐量持续超越架次增长，制衡产能瓶颈。公司航空性收入同比增长 3.03%，基本与业务量增速保持一致。

**免税继续绽放异彩，拉动非航收入大增 35.1%。**上半年受益于国人消费升级及海外消费回流，发生于上海机场的免税品销售额持续走高，我们测算免税销售额同比增速约为 30%，约在 70 亿元左右，叠加提成率提高，公司商业餐饮收入同比大增 46%，带动非航收入增长 35.1%。其他非航收入微升 2.73%。

**人工运维成本有所增长，摊销成本微降，业绩基本符合预期。**成本费用方面，人工及运营维护成本均有所增长，增幅分别为 11.34%和 15.26%，但绝对增量仅 2.5 亿，折旧摊销成本因部分固定资产折旧到期而减少 10.86%。财务费用仍为负值，管理成本及其他成本由于咨询费用及税金附加费用同比减少均有所下降。整体来看，业绩基本符合预期。

**卫星厅投产在即，成本可控，业绩预计将持续增长。**2018 年报显示上海机场卫星厅投资总额修正至 167 亿元，参考投资约 180 亿元的白云机场 T2 航站楼，自投产后完整的三个季度报告期成本增量 14.55 亿，折年化 19.4 亿，其中包括成本自然增长、航站楼投产带来的增量成本和潜在的一次性成本。上海机场卫星厅与白云机场 T2 航站楼投资额相近，因此我们认为其投产后首年年化成本应在 20 亿元左右。而如免税品销售额在 2018 年约 110 亿元的基础上如增长 30%，则将带来 13.5 亿的收入增量，考虑到还有航空主业、有税商业及广告业务带来的收入利润增量以及卫星厅扩容免税面积优化商品品类及购物体验带来的一次性及持续刺激，预计公司收入增速依然将大于成本增速，业绩仍将持续增长。

**投资建议：**我国免税行业仍处于高速发展期，机场作为旅客出入境的核心集散地，将持续受益于免税销售持续增长下的租金红利。上海机场卫星厅投产后，时刻大概率将逐步放量，航空主业及非航业务有望形成共振，业绩持续向好，小幅上调 2020-2021 年盈利预测 59.0 亿、67.4 亿分别上调 3.4%、5.8%至 61.0 亿、71.3 亿。维持“买入”评级，考虑到市场当前更加偏好确定性高，具备长期持续增长潜质的龙头标的，自 70.5 元上调目标价 31.2%至 92.5 元，对应 2021 年 EPS 的 PE 估值为 25 倍。

**风险提示：宏观经济超预期下滑，免税增速不及预期，安全事故**

### 2.1.3. 白云机场（600004）：上半年免税倍增，扣发展基金影响后 2Q 业绩增九成

**事件：**白云机场披露 2019 年中期报告，上半年公司实现营业收入 38.6 亿，同比增长 3.74%，实现归母净利润 4.28 亿，同比下降 39.1%；二季度实现营业收入 19.4 亿，同比下降 2.8%，实现归母净利润 2.05 亿，同比下降 24.3%，降幅环比收窄 24.04 个百分点。

**业务量稳定增长，国际线不断上行，可比收入口径同比增速应超 15%。**上半年白云机场完成航班起降 24.07 万架次，同比增长 2.6%，实现旅客吞吐量 3564.64 万人次，同比增长 4.1%，实现货邮吞吐量 90.57 万吨，同比增长 1.2%。国际线业务不断上行，上半年公司完成。完成国际及地区航班起降 6.18 万架次、旅客吞吐量 922.03 万人次、货邮吞吐量 55.9 万吨，同比分别增长 3.7%、9.1%和 5.5%。2018 年 11 月底起民航发展基金不再返还计入公司收入，我们测算此部分影响对公司的收入端负面贡献约为 4.6 亿元左右，如扣除此部分影响，公司可比口径收入增长应在 15%以上。

**免税收入倍增，租金红利持续释放。**中国国旅中报显示，中免上半年于白云机场免税店销售额达到 8.44 亿元，同比增加 5.56 亿元，增幅 193%，得益于免税提成率和销售额的双升，公司租金红利持续释放。

**成本因 T2 航站楼投产明显提升，扣发展基金影响 2Q 业绩大幅提升。**上半年公司营业成本因 T2 航站楼投产同比显著增长，新增折旧 3.64 亿元，非折旧其他成本增加 1.21 亿。但考虑到 T2 航站楼投产日期落于 2018 年 4 月底，且去年同期报表中可能存在部分一次性成本，公司营业成本同比升幅为 4.85 亿，已明显低于去年下半年 8.44 亿的同比升幅，其中二季度营业成本同比增长仅 1517 万元。随着下半年基数效应的消退，公司业绩将逐步重回正轨。事实上，如扣除民航发展基金影响，公司二季度业绩已同比转正，税前利润升幅应在 90%左右。

**投资建议：**我们继续看好中国免税行业的发展趋势。白云机场作为我国的南国门，目前免税销售增速虽有大幅增长，但从绝对金额上仍远低于上海和首都机场，也恰因如此，意味着其有较大的增长潜力。预计 2019-2021 年公司归母净利润为 9.5 亿、13.2 亿、16.3 亿，增幅分别为-15.7%、38.4%、23.9%，EPS 分别为 0.46 元、0.64 元、0.79 元，当前股价对应 2019-2021 年 EPS 的 PE 估值分别为 40.6X、29.4X、23.7X。

**风险提示：**宏观经济下滑，免税销售不及预期，成本增长超预期

#### 2.1.4. 南方航空 (600029)：主营收益稳健，业绩基本符合预期

**事件：**南方航空披露 2019 年中期报告，上半年实现营业收入 729.4 亿，同比增长 7.97%，实现归母净利润 16.9 亿，同比下降 20.92%。二季度实现营业收入 353.1 亿，同比增长 5.54%，实现归母净利润-9.6 亿，亏损加大 5.5 亿。

**规模持续扩张，收益品质略有下降。**上半年公司规模继续扩张，即便受到 B737MAX 全面停飞及暂停引进影响，ASK 同比增速仍达到 10.1%，RPK 增长 10.4%，客座率 82.65%，同比提高 0.21pct。由于我国宏观经济处于低谷期，上半年公司客公里收益 0.4782 元，同比小幅下降 1.58%。

**油价小幅优势，会计准则变更腾挪成本构成，单位非油成本下降明显。**上半年航空煤油出



厂价算数平均值为 4913 元/吨，同比微降 0.9%，但得益于公司提高飞机座位数并拉长航距，单位 ASK 航油成本下降 3.4%。非油成本方面，由于经营租赁并表，折旧费用大幅提升 46.4 亿，升幅达 71%，同时租赁费用显著下滑 32.4 亿，降幅为 82%。整体来看，上半年公司单位 ASK 非油成本仍下降 3.54%，即便加回租赁利息，可比口径单位非油成本也有一定程度优化。

**租赁利息大增导致财务费用水平明显增长，扣汇利润总额下降 23%。**公司销售、管理费用率基本平稳，其中销售费用率 4.57%，同比下降 0.31pct，管理(含研发)费用率 2.54%，同比微升 0.11pct。由于会计准则变更，公司租赁负债利息显著增加 14 亿，同时由于汇率贬值带来 3.12 亿元汇兑损失，公司财务费用率达到 4.45%，同比提高 1.43pct，扣汇财务费用率 4.02%，同比上升 1.63pct。其他报表项基本稳定，扣汇利润总额 27.12 亿，同比下降 22.98%。

**后续油价优势渐显，民航发展基金减负，继续看好全年业绩表现。**考虑到当前布油价格在 60 美元/桶附近徘徊，我们线性外推 3-4 季度航空公司单位油价同比降幅可能在 11%、18%左右，同时叠加民航发展基金减负，我们继续看好全年业绩表现，扣汇业绩或大幅增长。

**投资建议：**大兴机场投产在即，公司将围绕大兴机场全力打造北京核心枢纽，到 2025 年预计在大兴机场投放飞机超过 200 架，日起降航班超过 900 班次，南北双枢纽构造长期发展双引擎。相比于前次报告，考虑到汇率明显贬值，油价波动，我们下调 2019-2021 年盈利预测，自 84.4 亿、102.1 亿、128.4 亿分别下调 43.2%、29.3%、31.4%至 48.0 亿、72.2 亿、88.0 亿，EPS 分别为 0.39 元、0.59 元、0.72 元。维持“买入”评级，自 10.65 元下调目标价 16.9%至 8.85 元，对应 2020 年业绩的 PE 估值 15 倍。

**风险提示：**宏观经济下滑超预期，油价暴涨，汇率大幅贬值，安全事故

### 2.1.5. 春秋航空 (601021)：客座率客收双升，业绩同比增近两成

**事件：**春秋航空披露 2019 年中期报告，上半年公司实现营业收入 71.49 亿，同比增长 12.9%，实现归母净利润 8.54 亿，同比增长 17.5%。二季度实现营业收入 35.1 亿，同比增长 13.1%，实现归母净利润 3.80 亿，同比增长 11.2%。

**客座率客收双升，国际线客座率大幅增长。**上半年公司实现 ASK207.97 亿，同比增长 9.3%，RPK190.72 亿，同比增长 12.2%，客座率 91.7%，同比提高 2.39pct，其中国际线客座率恢复至 90%以上，升幅为 4.91pct。在客座率大幅提升的同时，公司收益品质亦有所改善，公司客公里收入 0.364 元，同比提高 0.73%，带动营收持续增长。

**起降费标准提升抬升成本，二季度单位非油成本升幅有所加大。**上半年公司航油成本 19.9 亿，同比提高 9.3%，单位 ASK 航油成本 0.957 元，同比基本持平；非油成本方面，由于机场收费改革效果逐步显现，公司上半年起降费 11.5 亿元，同比增长 23.5%，明显高于 ASK 增速；由于空客 A320NEO 机型飞机租赁价格较 CEO 机型飞机更高和人民币兑美元汇率同比贬值，租赁成本有所上升；维修费用略有下降，其余成本项基本稳定。公司上半年单位 ASK 非油成本主要受起降费影响而上升 4%，其中二季度上升 6%，升幅有所加大。如扣除起降费及航油成本，由于飞机日利用小时数同比提高 0.7%及主要部分成本项目改善，上半年公司单位营业成本同比下降 0.6%。

**费用水平不断优化，业绩基本符合预期。**上半年公司销售、管理(含研发)费用率进一步优化，其中销售费用率同比明显下降 0.56pct 至 1.75%，管理(含研发)费用率同比下降 0.06pct 至 1.76%；财务费用率 0.88%，同比微升 0.1pct。其他收益 4.19 亿，因

航线补贴有所下降而低于去年，降幅为 12.7%。整体来看，中期业绩基本符合预期。

**投资建议：**公司专注于低成本航空业务，贯彻低成本理念，剔除一些不可比因素影响后，单位成本费用水平持续优化。随着民航持续发展及一线机场的时刻瓶颈，民航市场的增量运力投放依然将逐步下沉至二线、三线、乃至四线市场。在激烈的市场竞争中，具备优秀成本管控能力的航空公司方可胜出，低成本航空发展大有可为。我们持续看好春秋航空的成长性及发展空间。暂不修正盈利预测及目标价，预计 2019-2021 年归母净利润分别为 19.3 亿、22.0 亿、24.9 亿，同比分别增长 28.6%、13.8%、13.1%，EPS 为 2.11 元、2.40 元、2.71 元，维持“买入”评级。

**风险提示：**宏观经济下滑，油价大涨，汇率贬值，安全事故

### 2.1.6. 中国国航 (601111)：二季度运价小幅走低，中期业绩有所下滑

**事件：**中国国航披露 2019 年中期报告，上半年实现营业收入 653.1 亿，同比增长 1.7%，实现归母净利润 31.4 亿，同比下降 9.5%。二季度实现营业收入 327.6 亿，同比增长 0.4%，实现归母净利润 4.17 亿，同比下降 50.4%。

**上半年运力增速放缓，运价小幅走低，剥离货航导致收入低增速。**公司仅引进 14 架飞机，同时退出 8 架客机，同时由于存量 20 余架 B737MAX 停飞，公司 ASK 增速仅为 5.9%，远低于去年同期 12.44% 的增速水平，同时受宏观经济疲弱影响，公司运价小幅下降，RRPK0.5214 元，同比下降 1.3%，同时由于公司剥离国货航导致货邮收入下降，营业收入仅微升 1.7%。二季度公司 ASK 同比增长放缓至 5%，RPK 同比提高 5.9%，客座率 80.54%，同比提高 0.67%，客座率同比升幅环比升高 0.29pct。二季度单位收益同比降幅有所扩大，单位 RPK 营业收入降幅相比一季度环比加大 1.94pct。

**航油成本同比基本持平，非油成本波动不大。**上半年公司航油成本 176.1 亿元，同比微升 0.19%。非油成本方面，公司起降费 80.55 亿，同比提高 9.3%，明显高于 4.2% 的航班架次增长，或许由于机场收费改革后机场收费标准逐步提高所致。由于经营租赁并表，公司重新划分成本项构成，折旧及租赁费 104.4 亿，同比提高 2.36%，基本平稳，薪酬成本 91.0 亿，同比增长 4.0%。维修费用 28.9 亿，同比下降 15.5%，或是会计准则变更部分维修费用资本化所致。其余主业成本基本稳定，其他业务成本则由于剥离国货航有 32.6% 的降幅，整体来看，成本端可比口径相对平稳，单位 ASK 营业成本同比下降 0.9%。

**汇兑损失略小于去年同期，经营租赁并表放大财务费用率。**上半年公司销售、管理（含研发）费用率基本稳定，其中销售费用率 5.09%，同比提高 0.32pct，管理（含研发）费用率 3.31%，同比下降 0.19pct。受经营租金并表影响，公司利息支出达到 27.1 亿，同比提高 10.3 亿，此外，上半年公司汇兑损失 1.19 亿，同比减少 3.99 亿。整体来看，公司财务费用率 3.96%，同比提高 1pct，扣汇财务费用率 3.78%，同比提高 1.63pct。如扣除汇兑损益影响，上半年公司扣汇利润总额 46.2 亿，同比下降 16.3%，二季度扣汇利润总额 4.17 亿，同比下降 50.4%。

**继续看好三四季度业绩表现。**考虑到当前布油价格在 60 美元/桶附近徘徊，我们线性外推 3-4 季度航空公司单位油价同比降幅可能在 11%、18% 左右，同时叠加民航发展基金减负，我们继续看好全年业绩表现，扣汇业绩或大幅增长。

**投资建议：**考虑宏观经济波动及近期汇率有所贬值，我们调整 2019-2021 年盈利预测，自 115.7 亿、133.7 亿、152.9 亿分别下调 30.6%、22.8%、24.5% 至 80.3 亿、103.2

亿、115.4 亿。维持“买入”评级，自 12.45 元下调目标价 14.5%至 10.65 元，对应 2020 年 EPS 的 PE 估值 15 倍。

**风险提示：宏观经济超预期下滑，油价大幅上涨，汇率贬值，安全事故**

### 2.1.7. 密尔克卫 (603713)：成长逐季加速，龙头潜力可期

**事件：**密尔克卫披露 1H19 中报：上半年公司实现收入 11.12 亿，同比增 47.24%；实现归母净利润 9428.39 万元，同比增 40.80%；实现扣非净利润 9086.74 万元，同比增 33.97%。

**仓储拉动收入增长，二季度收入加速放量。**上半年公司维持较快的成长速度，收入端仓储成为拉动公司成长的最主要力量，上半年实现收入 2.16 亿元，同比增 56.93%。单独看公司二季度表现，收入增长 58.6%至 6.06 亿，增长快于一季度。从毛利端表现，公司营业成本增长略高于收入，因此公司毛利率较去年同期下滑 3 个百分点至 18.25%，但环比 18 年下半年公司毛利率有所提升。

**外延并购持续落地，助力业绩加速释放。**上半年公司外延并购扩张顺利，先后完成了上海振义与天津东旭的全资收购，其中：

上海振义：填补公司危化品气体储存项目的空白，并扩充了公司在外高桥的危化品仓储服务能力，收购对价为现金 1.45 亿元；

天津东旭：填补了公司先前天津区域甲乙类危化品仓的空缺，收购对价现金 1.38 亿。

公司外延并购所选择的标的，在地理位置或仓库类型上具备稀缺性，能够继续强化公司危化品物流的网络效应和协同效应，助力综合物流能力的提升，随着后续几个季度产能的持续扩张，我们看好今年公司逐季的业绩释放。

**大行业小公司，潜力可期。**根据中物联危化品物流分会统计数字，化工品物流行业规模达到 3500 亿，当前化工物流行业的分散度较高。17-18 年度，化工物流前 100 强的道路运输货运量仅占行业 19%；水路占比仅 23%。密尔克卫所处的为一站式化工综合物流市场，按照公司 18 年收入，公司市占率仅 0.5%。审批地域性是行业格局难以集中的重要原因，我们认为密尔克卫作为当前唯一一家上市的化工品物流公司，未来在政策支持、拿地、并购、招投标等方面都具备隐形优势，我们认为这将有利于公司市占率的提升。

**投资建议：**公司内生+外延的成长路径清晰，我们认为公司今年业绩增速将会逐季加速。长期看好公司受益于行业监管收紧，提高市场地位。我们预期公司的业绩释放将会进入高速增长期，业绩成长中枢在 40%。另外，公司核心产能均位于华东区域，为上海自贸区开放的受益标的，维持业绩预测与买入评级不变，继续推荐！

**风险提示：监管导致公司危化品资质获取难度和时间周期增加；宏观经济超预期波动**

### 2.1.8. 韵达股份 (002120)：贯彻成本领先的优质标的

**事件：**韵达股份披露 1H2019 半年报：公司上半年实现业务量 43.34 亿件，同比增 44.71%，实现市占率 15.62%，较去年同期提升 2.06 个百分点；实现营收 155.54 亿，同比增 163.51%；实现归母净利润 12.96 亿，同比增 29.6%；实现扣非净利润 11.87 亿，同比增 27.46%。公司二季度实现净利润 7.30 亿，同比增 22.3%。

**华南地区崛起刺激件量。**考察公司分地区收入增长及占比变化，华南大区排名第一，其收入增长达到 668.63%，即使考虑收入口径扩大，量的增长预计也十分可观，因此华南区占收入比重由去年同期的 5.68% 增长至 16.58%。华南区中的广东区域，历来是我国快递“产粮”重镇，且多利润率高的轻小商品，我们认为华南区域的强势增长对公司业务增长起到强势推动。此外公司华中与东北区域增长超 400%。

**上半年单价较为稳定。**从单价角度，若仅考虑快递服务价格，上半年单价水平在 3.30 元/件，其中：

派费：平均派费 1.596 元/件，今年起并入报表；

面单：单位面单收入 0.73 元/件，较去年同期高出 4 分/件；

中转：单位中转收入 0.96 元/件，较去年同期下降 0.08 元/件。

综合看，今年公司收入和单价大幅增长的主要原因来自于派费并表，剔除派费后，公司实际的中转+面单单价为 1.70 元/票，同比去年上半年跌幅控制在较小幅度，仅每票跌 0.04 元。但从季度看，二季度综合价格较一季度仍有一定程度下滑，我们认为这与进入夏季重量变轻、行业淡季竞争加剧相关。

**成本领先战略不变，毛利保持稳定。**纵向对比去年上半年，公司实际成本受到派费并表扰动，剔除派费后考量每票对应的营业成本（含快运和其他业务）3.05 元/票，由于口径变化，我们认为公司实际可比成本应处于下降通道中。上半年公司综合毛利（含快运&其他）水平保持稳定，1Q/2Q 单位毛利分别 0.57、0.53 元/票，1H2019 综合毛利 0.54 元/票，较去年略低 4 分，但整体仍保持行业内较高水平。公司上半年毛利额增长 36.4%，增幅 6.3 亿。

**运乾物流持股比例降至 18.99%，下半年快运影响减弱。**公司 5 月放弃对上海韵达运乾物流（韵达快运主体）的增资优先权，6 月 30 日后上市公司对运乾持股比例将由 60% 降至 18.99%，不再并表。上海运乾物流 2018 年与 1Q2019 分别净亏损 1.75 亿与 3367.13 万，下半年公司减少其股权，我们预计将对上市公司产生千万级别的利润利好。

**投资建议：**韵达在当前的快递业竞争中，具备增速与成本双重领先的优势，考虑上半年业绩优异及非经常性损益高于我们的预期，我们将公司 19-20 年归母净利润预测由 26.3、31.3 亿上调至 27.8、33.1 亿，维持买入评级。

**风险提示：业务量增长低于预期；行业竞争格局恶化**

### 2.1.9. 圆通速递（600233）：货代业务影响业绩表现，快递利润水平保持稳定

**事件：**圆通速递披露 1H2019 半年报：公司上半年实现快递业务量 38.03 亿件，同比增 35.15%，市占率 13.70%。实现收入 139.53 亿，同比增 15.64%；实现归母净利润 8.63 亿，同比增 7.63%。上半年扣非净利润 8.29 亿，同比增 7.79%。

**件量增长快于行业，快递单价下降与货代表现不佳影响收入增速。**上半年公司快递量的增长超过行业近 10 个百分点，市占率有所扩大。但从收入端看，公司营收整体增速 15.64%，我们按照行业分拆来看：

快递：公司快递收入增速 20.80%，弱于件量，主因在快递单价较去年上半年的 3.57 元/票降至 3.19 元/票，跌幅 10.71%；

货代：上半年圆通国际货代收入 13.17 亿，同比下降 13.63%，这是拉低公司上半年收入增量的另一重要原因，我们认为国际航空货代业务受宏观需求影响较大；

其他：公司其他行业营收达到 1.29 亿，我们认为这与圆通航空自有机队的开放运营相关，1H19 圆通航空实现外部销售收入超过 9900 万。



**聚焦快递，成本确有改善，毛利同比稳定。**单价角度，若剔除派费影响，公司单价水平 1.89 元/票，对比去年同期下跌 0.29 元/票。我们预计公司上半年单价的实际跌幅，一方面来自于收入口径中补贴口径缩小与激励机制，另一方面则与公司单位重量变化有关。成本端，公司上半年的成本同比去年表现较好，运输成本 0.74 元/票，每票降幅 0.1 元；操作成本 0.39 元/票，降幅 0.05 元；网点中转费 0.34 元/票，降幅 0.16 元，合计的中转成本 1.47 元/票。公司自建城配中心的策略对网点中转成本的下降起到了积极作用，相应地公司在操作成本方面也控制较为得当。

**总毛利额增长 9%，货代与其他板块拖累表现。**上半年公司毛利额 17.21 亿元，同比增长 8.9%，表现一般，但细分来看：快递表现相对较好，在上述单价成本综合作用下，单位快递毛利额为 0.38 元，较去年同期仅下降 0.015 元/票，因此快递板块毛利额仍有 27.4% 的增长，较去年同期增利 3.3 亿。货代板块成为拖累公司毛利增长的原因之一，在收入下滑的大背景下，货代板块毛利额同比下降 8.0%，减少近 2000 万元。其他行业的毛利率也大幅下滑，毛利亏损 6350 万元，我们认为主因来自于航空货运业务。

**投资建议：**公司上半年业绩表现一般，主要受航空货代拖累较大，因此我们将公司 19-20 年业绩预测由 22.78、25.56 亿调整至 20.96、22.60 亿，我们认为在单价下滑之际，公司能够通过成本控制保持原有的单位利润水平，已说明公司在管理经营层面有所改善，快递板块是支撑公司估值的主力，基于此，我们维持买入评级不变。

**风险提示：**公司成本改善低于预期；行业增速低于预期；竞争格局恶化

#### 2.1.10. 申通快递（002468）：增量出色利润阵痛，后续改善可期

**事件：**申通快递披露 1H2019 业绩：公司上半年完成业务量 30.12 亿件，同比增 47.25%，市占率 10.85%。收入 98.71 亿元，同比增 48.62%；归母净利润 8.32 亿，同比-4.04%；扣非净利润 7.82 亿，同比-5.74%。

**贯彻增量计划，利润能力受成本并表与单价下降影响。**上半年公司增速较行业平均快 21.55 个百分点，日均单量 1664 万票，增量上表现出色，全年产能需求目标为 3500 万单的日均处理量。

但与之相对应，公司在 2018 年收购数家重要转运中心，收回当地经营权并且并入与之相关的固定/无形资产，原则上应带来收入（主要是中转）上的口径扩大，但考虑到部分区域并表后的影响以及老旧设施改造，我们认为公司在单价上可能会存在对网点的支持，同时成本则偏刚性，具体来看：

**单价：**上半年公司快递单价 3.19 元/票，同比减 0.03 元，单票面单 0.53 元（同比-0.18 元，主因为面单返利），单位派费 1.61 元（同比-0.14 元，主因为派费调整），单位中转 1.05 元（同比+0.29 元，主因为并表带来口径扩大）。综合看，面单返利和调整派费政策，本质都是降低加盟网点尤其是揽件网点的边际成本，能起到激励增量、缓和网点压力的效果，但确实对上市公司的利润带来影响。

**成本：**上半年公司快递综合成本 2.79 元/票，同比增 0.18 元/票。考虑三类成本项，上半年公司单位运输成本 0.57 元（同比+0.08 元），单位中转 0.55 元（同比+0.15 元），单位面单 0.05 元（同比-0.02 元），转运面单合计 1.17 元/票。运输和中转成本的增加都来自于转运中心并表，随着而来的折摊和人工增加，且部分老旧设施需要更新改造。综合到毛利水平，由于上述单价与成本的变化，公司单位毛利下降 0.21 元/票至 0.40 元/票，但公司上半年毛利额仍实现 7.0% 的同比正增长至 13.60 亿。

**进一步夯实网络资产。**2018 年是公司大规模夯实网络资产的元年，截止 2019 年上半年，公司全网转运中心共有 68 个，其中自营转运中心数量达到 60 个，自营率 88.24%。在运输资产上，公司当前拥有干线车辆 5200 余辆，自营率 70.26%，在通达系中占比较高。

**阿里与申通签订股权协议，若行权有望改善公司基本面。**2019年7月，公司公告控股股东与阿里巴巴签订股权认购协议，协议赋予阿里巴巴或其指定第三方自2019年12月28日起拥有购买上市公司母公司股份的权利，若本次购股权于未来由阿里巴巴完成，则阿里巴巴将持有上市公司46%股权。若阿里未来行权，则阿里将获其实际控制权，阿里的资金支持、业务协同等都有望改善公司的治理能力和市场能力，我们认为在原先管理条线略显粗放的背景下，双方合作若顺利，在技术与系统层面确实能够改善公司治理，为业务层面的成本改善、客户拓展等提供有的放矢的支持。

**投资建议：**公司上半年受到并表和激励等因素，导致短期业绩受到影响，我们将19-20年业绩预测由21.47、25.14亿下调至17.78与19.57亿，但考虑公司股价前期已有大幅调整，叠加下半年我们认为公司业务量增长将维持较高增长，成本方面存在持续下降的空间，以及阿里巴巴可能行权所带来的改善，维持买入评级不变。

**风险提示：**阿里巴巴认购未实际发生；公司经营不及预期；行业恶性竞争

### 2.1.11. 顺丰控股（002352）：二季度业绩超预期，继续看好下半年表现

**事件：**顺丰控股披露2019年半年报：上半年公司实现收入500.75亿，同比增长17.68%；实现归母净利润31.01亿，同比增40.35%；实现扣非净利润23.30亿，同比增长11.48%。考虑公司一季度扣非净利润下滑，单看19Q2业绩，公司表现出色，实现扣非净利润14.94亿，同比增长25.2%。公司上半年经营性现金流净额大涨103.28%至48.17亿。

**经营层面大幅度改善，毛利率二季度达过去2年最高。**上半年公司实现快递件量20.17亿票，同比增长8.5%，受业务量增长恢复及供应链业务并表，公司上半年收入增速达17.7%。

收入端公司体现出持续向综合物流供应商的进化，新业务（快运+冷运+国际+同城+供应链+其他）收入占比从16.30%提升至23.66%。细分项看，公司的时效产品在今年上半年增长并不算快，但我们需要强调，结合月度数据，公司4-7月增速逐月改善，业务量同比增长分别为6.6%/10.2%/15.8%/22.6%。我们判断下半年特惠专配起量将会保持顺利态势，结合去年三四季度低基数背景利好时效件增速修复，我们认为公司时效与经济件的增长将会在下半年持续爬坡。

经营利润层面，公司2019年为降本增效年，分拆成本及费用项，二季度运输成本项控制得当，职工薪酬与运输成本分别仅增4.3%/3.6%，因此单季度实现自2Q2017以来毛利率的最好表现，达到21.5%，毛利额达到55.99亿，同比增27.0%，较去年同期多出11.90亿。上半年公司资本开支由去年同期的44.54亿降至32.95亿。

**新业务布局稳扎稳打，快运与供应链为亮点。**

1) 顺丰快运的网络布局，其网络的广度已经较广，共有44个快运中转场以及1131个快运专用网点，对应的收派车辆1.5万台，干/支线数量分别为930条/7000+条，业务覆盖已遍及全国31省与362城市地区。顺丰快运当前已具备较强的全国网络能力，公司有望借助此网络继续发力，继续占领高端快运市场份额。快运网络的布局走向完善，意味着此版块对利润的贡献存在由负转正的可能，且快运作为B2B业务的物流能力底盘，将会在公司未来供应链服务中起到至关重要的作用。

2) 供应链：公司当前供应链业务的主体包含新夏晖与敦豪供应链，收购后双方与顺丰的融合协同开始初见效果。我们认为未来顺丰的供应链板块将能出现轻重结合的效果，即敦豪夏晖等提供核心的解决方案，同时与顺丰网络高度结合，创造超额利润。

此外，公司在冷运医药、同城即时物流等板块上也实现了快速增长。

**投资建议：**短期投资维度，顺丰在二季度体现出了强劲的向上趋势，其业务量增长、利润率都显著反弹，我们预期该情况随着公司降本增效、开拓新业务的动作将在今年下半年持续。长期看，公司打造物流综合解决方案航母，所面对的是一个远大于快递的市场，UPS 与 DHL 均在供应链领域创造了千亿人民币级别的营收，随着制造、零售等行业的升级和对精细管理要求的提升，我们认为未来第三方供应链的需求将会继续成长，顺丰是该领域实力最强的种子选手。我们维持 19-20 年净利润预测 56.3、62.7 亿不变，买入评级不变。

**风险提示：**供应链业务拓展不及预期；宏观经济大幅度波动；时效件业务疲软

## 2.2. 本周重大事件

表 2: 重大事件回顾 (2019 年 8 月 26 日-2019 年 9 月 1 日)

	重大事件
高速公路	皖通高速 (600106.SH) 公告 19 年半年度数据, 营业收入 14.68 亿元, 同比不变, 归属于上市公司股东净利润 547.88 百万元, 同比减少 1.39%, 归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 547.02 百万元, 同比减少 1.43%。
	宁沪高速 (600377.SH) 公告 1) 下属参股公司苏嘉杭公司和苏嘉甬公司通过增资扩股、同股同权方式吸收合并, 合并基准日 2018 年 12 月 31 日。2) 披露 19 年半年度数据, 营业收入 48.35 亿元, 同比减少 5.96%, 归属于上市公司股东净利润 22.82 亿元, 同比减少 8.30%, 归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 22.66 亿元, 同比增加 9.78%。
	赣粤高速 (600269.SH) 公告 19 年半年度数据, 营业收入 21.76 亿元, 同比增加 3.81%, 归属于上市公司股东净利润 897.03 百万元, 同比增加 50.79%, 归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 321.53 百万元, 同比减少 1.85%。
	山东高速 (600350.SH) 公告子公司拟征集战略投资者, 引进其他国有资本或非国有资本, 开展混合所有制改革。
	海南高速 (000886.SZ) 公告 19 年半年度数据, 营业收入 10.37 亿元, 同比减少 60.83%, 归属于上市公司股东净利润 44.59 百万元, 同比减少 40.29%, 归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 20.24 百万元, 同比减少 63.68%。
	山东高速 (6000350.SH) 公告 19 年半年度数据, 营业收入 33.51 亿元, 同比增加 11.71%, 归属于上市公司股东净利润 15.80 亿元, 同比减少 36.54%, 归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 15.49 亿元, 同比增加 37.59%。
	深高速 (600548.SH) 披露 19 年 7 月未经审计营运数据, 广东-深圳地区, 中国其他省份路段车流量及收入保持较快增长。
	粤高速 A (000429.SZ) 公告 1) 关联交易, 同意向广东广惠高速公路有限公司续借委托贷款 1.8 亿元用于补充周转资金, 期限 1 年, 利率按中国人民银行同期贷款基准利率下浮 10%。2) 19 年半年度数据, 营业收入 14.84 亿元, 同比减少 3.40%, 归属于上市公司股东净利润 7.36 亿元, 同比减少 5.46%, 归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 7.25 亿元, 同比减少 3.70%。
	招商公路 (001965.SZ) 公告 19 年半年度数据, 营业收入 36.88 亿元, 同比增加 35.18%, 归属于上市公司股东净利润 23.01 亿元, 同比增加 14.38%, 归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 22.58 亿元, 同比增加 13.97%。
	四川成渝 (601107.SH) 公告 19 年半年度数据, 营业收入 30.81 亿元, 同比增加 8.89%, 归属于上市公司股东净利润 8.31 亿元, 同比增加 27.07%, 归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 8.28 亿元, 同比增加 29.26%。
	现代投资 (000900.SZ) 公告 19 年半年度数据, 营业收入 66.34 亿元, 同比增加 48.97%, 归属于上市公司股东净利润 6.02 亿元, 同比增加 21.50%, 归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 5.82 亿元, 同比增加 22.19%。
	楚天高速 (600035.SH) 公告 19 年半年度数据, 营业收入 12.96 亿元, 同比减少 8.65%, 归属于上市公司股东净利润 3.12 亿元, 同比减少 0.83%, 归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 3.07 亿元, 同比减少 1.03%。
	中原高速 (600020.SH) 公告对全资子公司河南君宸置业有限公司增资 9.9 亿元人民币, 用于土地开发前期费用及土地竞拍。
湖南投资 (000548.SZ) 公告 19 年半年度数据, 营业收入 1.30 亿元, 同比增加 3.93%, 归属于上市公司股东净利润 20.28 百万元, 同比减少 0.50%, 归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 19.50 百万元, 同比减少 2.68%。2) 长沙国投集团通过无偿划转受让环路公司股份 161.31 百万股, 占上市公司总股本 32.31%。	
福建高速 (600033.SH) 公告 19 年半年度数据, 营业收入 13.52 亿元, 同比增加 6.04%, 归属于上市公司股东净利润 4.47 亿元, 同比增加 12.37%, 归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 4.46 亿元, 同比增加 13.49%。	
铁路	大秦铁路 (601006.SH) 公告 19 年半年度数据, 营业收入 402.67 亿元, 同比增加 5.86%, 归属于上市公司股东净利润 80.41 亿元, 同

	<p>比减少 3.74%，归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 80.39 亿元，同比减少 2.60%。</p> <p>铁龙物流（600125.SH）公告 1）19 年半年度数据，营业收入 77.71 亿元，同比增加 1.29%，归属于上市公司股东净利润 2.66 亿元，同比减少 4.30%，归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 2.53 亿元，同比减少 2.59%。2）投资 1.57 亿元建设大连冷链物流基地加工定制仓。</p>
公交	<p>宜昌交运（002627.SZ）披露 19 年半年度数据，营业收入 10.76 亿元，同比减少 3.01%，归属于上市公司股东净利润 62.95 百万元，同比增加 40.11%，归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 54.28 百万元，同比增加 53.43%。</p> <p>海汽集团（603069.SH）公告 19 年半年度数据，营业收入 5.65 亿元，同比减少 0.38%，归属于上市公司股东净利润 27.23 百万元，同比减少 21.76%，归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 21.26 百万元，同比减少 28.74%。</p> <p>富临运业（002357.SZ）公告 19 年半年度数据，营业收入 4.55 亿元，同比减少 4.92%，归属于上市公司股东净利润 73.43 百万元，同比增加 72.34%，归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 72.79 百万元，同比增加 100.61%。</p> <p>海汽集团（603069.SH）公告聘任冯宪阳为公司副总经理。</p> <p>大众交通（600611.SH）19 年半年度数据，营业收入 15.36 亿元，同比增加 4.16%，归属于上市公司股东净利润 5.45 亿元，同比增加 95.16%，归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 1.82 亿元，同比减少 33.15%。</p> <p>申通地铁（600834.SH）公告申通地铁集团拟吸收合并一号线公司，一号线公司与融资租赁公司售后回租业务产生关联交易，交易金额 7.7 亿元。</p> <p>强生控股（600662.SH）公告拟受让上海公华实业开发有限公司 70% 股权的关联交易。</p> <p>锦江投资（600650.SH）公告 19 年半年度数据，营业收入 11.94 亿元，同比增加 4.87%，归属于上市公司股东净利润 1.62 亿元，同比增加 0.10%，归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 1.40 亿元，同比增加 6.78%。</p>
物流	<p>顺丰控股（002352.SZ）公告 1）全资子公司发行第三期超短期融资券，发行金额 5 亿元，发行利率 3.30%，发行价格 100 元/百元，兑付日 2020 年 5 月 19 日。2）19 年半年度数据，营业收入 500.75 亿元，同比增加 17.68%，归属于上市公司股东净利润 31.01 亿元，同比增加 40.35%，归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 23.30 亿元，同比增加 11.48%。3）收购控股股东下属公司丰泰投资 100% 股权暨关联交易，交易对价 15060.72 万元。</p> <p>圆通速递（600233.SH）公告 1）股东减持公司股份不超过 56 百万股，占公司总股本 1.98%。2）19 年半年度数据，营业收入 139.53 亿元，同比增加 15.64%，归属于上市公司股东净利润 8.63 百亿元，同比增加 7.63%，归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 8.29 亿元，同比增加 7.79%。3）回购注销部分限制性股票 52910 股，回购价格 6.74 元/股。</p> <p>申通快递（002468.SZ）公告 19 年半年度数据，营业收入 98.71 亿元，同比增加 48.62%，归属于上市公司股东净利润 8.32 亿元，同比减少 4.04%，归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 7.82 亿元，同比减少 5.74%。</p> <p>密尔克卫（603713.SH）公告 1）控股子公司南京密尔克卫化工供应链服务公司变更经营范围。2）19 年半年度数据，营业收入 11.12 亿元，同比增加 47.24%，归属于上市公司股东净利润 94.28 百万元，同比增加 40.80%，归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 90.87 百万元，同比增加 33.97%。</p> <p>澳洋顺昌（002245.SZ）公告 1）关于关联交易同意向绿伟有限公司借款不超过 2500 万美元，借款期限不超过两年。2）控股股东将无限售流通股 4400 万股转回至普通证券账户，部分解除融资融券业务，3）子公司淮安澳洋顺昌光电技术有限公司获得政府补助 10000 万元。</p> <p>传化智联（002010.SZ）公告 19 年半年度数据，营业收入 94.41 亿元，同比减少 14.88%，归属于上市公司股东净利润 620.70 百万元，同比增加 128.67%，归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 379.13 百万元，同比增加 71.42%。</p> <p>宏川智慧（002930.SZ）公告 1）19 年半年度数据，营业收入 23.89 亿元，同比增加 26.15%，归属于上市公司股东净利润 82.80 百万元，同比增加 74.66%，归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 79.99 百万元，同比增加 72.85%。2）因公司激励对象离职，注销 1 万股未行权股票期权。注销完成后，激励计划股票期权数量调整为 97.5 万份。</p> <p>建发股份（600153.SH）公告 1）19 年半年度数据，营业收入 1278.34 亿元，同比增加 10.60%，归属于上市公司股东净利润 13.77 亿元，同比增加 16.03%，归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 11.60 亿元，同比增加 19.75%。2）公司债券“17 建发 01”回售实施结果，回售价格 100 元/张，有效申报数量 40000 手，回售金额 40 百万元，资金发放日 2019 年 8 月 29 日。</p> <p>瑞茂通（600180.SH）公告 1）19 年半年度数据，营业收入 165.29 亿元，同比减少 18.04%，归属于上市公司股东净利润 3.21 亿元，同比减少 8.10%，归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 1.93 亿元，同比减少 53.94%。2）追加 19 年度担保预计额度 5.7 亿元及 10 个全资及控股子公司作为被担保对象。</p> <p>音飞储存（603066.SH）19 年半年度数据，营业收入 3.95 亿元，同比增加 12.24%，归属于上市公司股东净利润 58.12 百万元，同比增加 2.51%，归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 51.29 百万元，同比增加 5.90%。</p> <p>上海雅仕（603329.SH）公告 1）19 年半年度数据，营业收入 9.86 亿元，同比增加 37.04%，归属于上市公司股东净利润 17.76 百万元，</p>



	<p>同比减少 53.03%，归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 11.53 百万元，同比减少 66.38%。2) 公司与特定对象江苏投资签署附条件生效的股份认购协议，非公开发行股票数量不超过 2500 万股，乙方认购不低于 10%。</p> <p>怡亚通 (002183.SZ) 公告注销部分未行权股票期权 21013 万份完成。</p> <p>嘉友国际 (603871.SH) 公告 19 年半年度数据，营业收入 21.64 亿元，同比增加 14.28%，归属于上市公司股东净利润 1.80 亿元，同比增加 28.53%，归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 1.62 亿元，同比增加 21.58%。</p> <p>东方嘉盛(002889.SZ) 19 年半年度数据，营业收入 60.45 亿元，同比增加 25.04%，归属于上市公司股东净利润 80.95 百万元，同比增加 6.67%，归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 70.48 百万元，同比增加 21.38%。</p> <p>原尚股份 (603813.SH) 公告 19 年半年度数据，营业收入 4.56 亿元，同比增加 54.07%，归属于上市公司股东净利润 32.87 百万元，同比增加 22.09%，归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 32.67 百万元，同比增加 45.16%。</p> <p>中储股份 (600787.SH) 公告 19 年半年度数据，营业收入 213.47 亿元，同比增加 22.13%，归属于上市公司股东净利润 1.64 亿元，同比增加 87.73%，归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 45.72 百万元，同比减少 51.42%。</p> <p>华鹏飞 (300350.SZ) 公告 19 年半年度数据，营业收入 3.57 亿元，同比减少 22.76%，归属于上市公司股东净利润 24.90 百万元，同比减少 48.44%，归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 19.29 百万元，同比减少 55.16%。</p> <p>德邦股份 (603056.SH) 公告 19 年半年度数据，营业收入 118.92 亿元，同比增加 16.65%，归属于上市公司股东净利润 1.05 亿元，同比减少 65.61%，归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 1.03 百万元，同比减少 99.49%。</p> <p>厦门象屿 (600057.SH) 公告 1) 19 年半年度数据，营业收入 1255.19 亿元，同比增加 16.08%，归属于上市公司股东净利润 5.64 亿元，同比增加 5.30%，归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 5.61 亿元，同比增加 257.81%。</p> <p>ST 飞马 (</p>
机场	<p>上海机场 (600009.SH) 公告 19 年半年度数据，营业收入 54.55 亿元，同比增加 21.11%，归属于上市公司股东净利润 27.00 亿元，同比增加 33.54%，归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 26.50 亿元，同比增加 31.09%。</p> <p>白云机场 (600004.SH) 公告 19 年半年度数据，营业收入 38.60 亿元，同比增加 3.74%，归属于上市公司股东净利润 4.28 亿元，同比减少 39.10%，归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 4.06 亿元，同比减少 42.12%。</p> <p>深圳机场 (000089.SZ) 公告 19 年半年度数据，营业收入 18.57 亿元，同比增加 5.57%，归属于上市公司股东净利润 3.08 亿元，同比减少 16.70%，归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 3.70 元，同比增加 9.67%。</p> <p>厦门空港 (600897.SH) 公告 19 年半年度数据，营业收入 8.97 亿元，同比增加 2.48%，归属于上市公司股东净利润 2.60 亿元，同比增加 3.62%，归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 2.52 元，同比增加 3.77%。</p> <p>普路通 (002769.SZ) 公告 19 年半年度数据，营业收入 33.59 亿元，同比增加 44.20%，归属于上市公司股东净利润 50.25 百万元，同比减少 32.07%，归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 46.10 百万元，同比减少 19.57%。</p>
航运	<p>中远海能 (600026.SH) 公告 19 年半年度数据，营业收入 71.38 亿元，同比增加 39.23%，归属于上市公司股东净利润 4.69 亿元，同比增加 315.70%，归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 4.82 亿元，同比增加 276.31%。</p> <p>中远海特 (600428.SH) 公告 19 年半年度数据，营业收入 39.86 亿元，同比增加 17.18%，归属于上市公司股东净利润 99.43 百万元，同比增加 67.56%，归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 93.33 百万元，同比增加 77.26%。</p> <p>中远海发 (601866.SH) 公告 19 年半年度数据，营业收入 68.48 亿元，同比减少 16.90%，归属于上市公司股东净利润 9.03 亿元，同比增加 176.29%，归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 8.41 亿元，同比增加 263.06%。</p> <p>中远海控 (601919.SH) 公告 1) 19 年半年度数据，营业收入 721.01 亿元，同比增加 59.96%，归属于上市公司股东净利润 12.37 亿元，同比增加 2932.76%，归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 10.53 亿元，同比增加 1930.37%。2) 公告 19 年第一期中期票据付息计划，债券利率 4.35%，发行总额 5 亿元，付息日 2019 年 9 月 6 日。</p> <p>招商轮船 (601872.SH) 公告 1) 19 年半年度数据，营业收入 63.75 亿元，同比增加 38.09%，归属于上市公司股东净利润 4.74 亿元，同比增加 50.03%，归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 4.41 亿元，同比增加 317.60%。2) 公司副总经理张保良因工作调整变动辞去职务。3) 公告下属全资子公司中国能源运输接受 1 艘载重吨 30.8 万吨的 VLCC 船舶“新海辽”轮。</p> <p>长航凤凰 (000520.SZ) 公告 19 年半年度数据，营业收入 3.96 亿元，同比减少 13.71%，归属于上市公司股东净利润 23.55 百万元，同比减少 54.06%，归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 14.60 百万元，同比减少 69.60%。</p> <p>宁波海运 (600798.SH) 公告 19 年半年度数据，营业收入 10.88 亿元，同比增加 15.18%，归属于上市公司股东净利润 130.09 百万元，同比增加 7.95%，归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 82.61 百万元，同比减少 1.28%。</p> <p>中远海发 (601866.SH) 公告对外担保，为被担保人东方富利国际有限公司向银行申请流动资金贷款，担保金额分别为不超过 1 亿元人民币，0.32 亿美元和 1 亿美元。</p> <p>亚通股份 (600692.SH) 公告 19 年半年度数据，营业收入 4.06 亿元，同比增加 9.61%，归属于上市公司股东净利润 13.61 百万元，同</p>

	<p>比减少 41.98%，归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 11.83 百万元，同比减少 18.65%。</p> <p>中国外运（601598.SH）公告 19 年半年度数据，营业收入 377.21 亿元，同比增加 3.36%，归属于上市公司股东净利润 15.17 亿元，同比增加 17.13%，归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 13.08 亿元，同比增加 27.83%。</p> <p>海航科技（600751.SH）公告 19 年半年度数据，营业收入 1569.92 亿元，同比增加 4.55%，归属于上市公司股东净利润 1.39 亿元，归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 78.28 百万元，同比减少 61.46%。</p>	
港口	<p>珠海港（000507.SZ）公告 1）19 年半年度数据，营业收入 14.92 亿元，同比增加 48.55%，归属于上市公司股东净利润 121.54 百万元，同比增加 1.50%，归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 116.20 百万元，同比增加 0.99%。2）使用募集资金不超过 14470 万元向控股子公司提供委托贷款，用于购置 2 艘沿海 25800 吨级海船项目</p> <p>日照港（600017.SH）公告 1）19 年半年度数据，营业收入 25.23 亿元，同比减少 1.56%，归属于上市公司股东净利润 3.68 亿元，同比增加 3.86%，归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 3.31 亿元，同比减少 5.87%。2）山东省港口集团拟以国有股权无偿划转方式受让日照港集团 100% 股权。</p> <p>锦州港（600190.SH）公告 1）19 年半年度数据，营业收入 34.80 亿元，同比增加 26.73%，归属于上市公司股东净利润 101.53 百万元，同比增加 11.35%，归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 56.01 百万元，同比减少 37.81%。2）16 年第一期中期票据到期兑付，发行金额 10 亿元，债券期限 3 年，债券利率 5%，到期兑付本息 10.5 亿元。</p> <p>大连港（601880.SH）公告 1）19 年半年度数据，营业收入 32.21 亿元，同比减少 11.8%，归属于上市公司股东净利润 2.88 亿元，同比增加 63.6%，归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 2.52 亿元，同比增加 50.9%。2）辽宁省国资委拟将其持有的辽宁港口集团 1.1% 股权无偿划转给招商局</p> <p>营口港（600317.SH）公告“14 营口港”公司债券回售实施计划，回售价格 100 元/张，票面利率 5.60%，资金发放日 2019 年 10 月 21 日。</p> <p>连云港（601008.SH）公告 19 年半年度数据，营业收入 6.64 亿元，同比增加 2.43%，归属于上市公司股东净利润 6.06 百万元，同比减少 28.88%，归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润-7.84 百万元，同比增加 50.81%。</p> <p>青岛港（601298.SH）公告 1）山东省港口集团拟以国有股权无偿划转方式受让青岛港集团 100% 股权。2）19 年半年度数据，营业收入 60.00 亿元，同比增加 4.55%，归属于上市公司股东净利润 20.08 亿元，同比增加 5.25%，归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 19.38 亿元，同比增加 5.54%。</p> <p>南京港（002040.SZ）公告南京市国资委拟将南京港集团 55% 股权划转至江苏省港口集团。</p> <p>秦港股份（601326.SH）公告 1）控股子公司拟与冀港保理公司开展保理业务，每年保理额度不超过 3 亿元，有效期 3 年。2）19 年半年度数据，营业收入 33.91 亿元，同比减少 3.44%，归属于上市公司股东净利润 5.49 亿元，同比减少 24.99%，归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 5.17 亿元，同比增加 26.96%。</p> <p>天津港（600717.SH）公告关于天津港集装箱码头有限公司、天津东方海陆集装箱码头有限公司和天津五洲国际集装箱·码头有限公司股权整合，合并东方海陆公司和五洲国际公司。</p> <p>皖江物流（600575.SH）公告 1）控股股东增加注册资本至 1.81 百万元，增资扩股后淮南矿业公司实际控制人未发生变化。2）公告 19 年半年度数据，营业收入 58.93 亿元，同比增加 19.31%，归属于上市公司股东净利润 4.40 亿元，同比增加 110.47%，归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 1.30 亿元，同比减少 18.52%。</p> <p>宁波港（601018.SH）公告 19 年半年度数据，营业收入 111.86 亿元，同比增加 2.64%，归属于上市公司股东净利润 20.66 亿元，同比增加 32.11%，归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 14.55 亿元，同比减少 2.68%。</p> <p>广州港（601228.SH）公告 19 年半年度数据，营业收入 50.06 亿元，同比增加 12.81%，归属于上市公司股东净利润 5.13 亿元，同比增加 5.58%，归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 4.26 亿元，同比增加 6.12%。</p> <p>唐山港（601000.SH）公告 19 年半年度数据，营业收入 59.69 亿元，同比增加 33.87%，归属于上市公司股东净利润 8.81 亿元，同比增加 12.69%，归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 8.66 亿元，同比增加 13.45%。</p> <p>招商港口（001872.SZ）披露 1）公司与安通控股、中航信托签署《战略合作框架协议》，共同出资设立招商安通物流管理有限公司。2）公告 19 年半年度数据，营业收入 58.34 亿元，同比增加 24.87%，归属于上市公司股东净利润 22.99 亿元，同比增加 270.81%，归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 5.69 亿元，同比增加 79.42%。</p> <p>重庆港九（600279.SH）公告 19 年半年度数据，营业收入 25.27 亿元，同比减少 28.99%，归属于上市公司股东净利润 41.85 百万元，同比减少 30.46%，归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 29.41 百万元，同比减少 40.10%。</p> <p>恒基达鑫（002492.SZ）</p>	
	航空	<p>中国国航（601111.SH）公告 1）19 年半年度数据，营业收入 653.13 亿元，同比增加 1.67%，归属于上市公司股东净利润 31.39 亿元，同比减少 9.49%，归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 30.25 亿元，同比减少 3.49%。2）与中国商用飞机有限责任公司签</p>

订《ARJ21-700 飞机买卖协议》购买 35 架 ARJ21-700 飞机，交易价格 13.3 亿美元。

东方航空（600115.SH）公告 1）19 年公开发行公司债券在上海证券交易所上市，发行总额 30 亿元，票面利率 3.60%，发行价格 100 元/张，到期日 2024 年 8 月 20 日。2）公告 19 年半年度数据，营业收入 587.84 亿元，同比增加 8.02%，归属于上市公司股东净利润 19.43 亿元，同比减少 14.89%，归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 15.62 亿元，同比减少 26.29%。3）与中国商用飞机有限责任公司签订《ARJ21-700 飞机买卖协议》购买 35 架 ARJ21-700 飞机，计划于 2020 年至 2024 年分批交付于公司。

南方航空（600029.SH）公告 1）19 年半年度数据，营业收入 729.39 亿元，同比增加 7.97%，归属于上市公司股东净利润 16.90 亿元，同比减少 20.92%，归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 14.34 亿元，同比减少 21.85%。2）与中国商用飞机有限责任公司签订《ARJ21-700 飞机买卖协议》购买 35 架 ARJ21-700 飞机，交易价格 13.3 亿美元。

春秋航空（601021.SH）公告 1）19 年半年度数据，营业收入 71.49 亿元，同比增加 12.90%，归属于上市公司股东净利润 8.54 亿元，同比增加 17.52%，归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 7.25 亿元，同比增加 15.30%。2）回购注销部分激励对象限制性股票 1.50 万股，回购价格 23.743 元/股。

吉祥航空（603885.SH）公告 1）19 年半年度数据，营业收入 80.61 亿元，同比增加 16.32%，归属于上市公司股东净利润 5.79 亿元，同比减少 6.40%，归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 4.98 元，同比减少 13.00%。2）收购控股子公司九元航空少数股东 11.90% 股权暨关联交易，交易价格 1.8 亿元

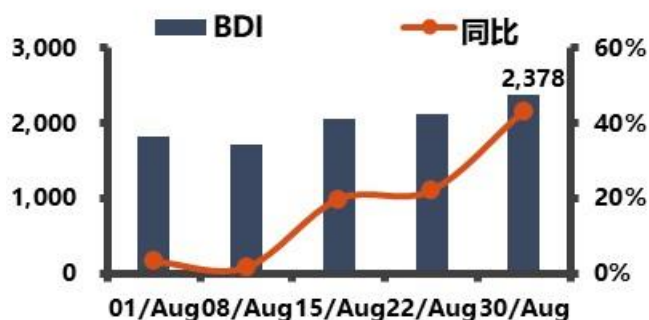
海航控股（600021.SH）公告 1）股东减持股份计划，减持数量不超过 20.1 亿股，减持比例不超过 1.20%。2）公告 19 年半年度数据，营业收入 350.35 亿元，同比增加 6.36%，归属于上市公司股东净利润 5.03 亿元，同比减少 8.21%，归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 57 百万元，同比减少 62.57%。3）控股股东大新华航空无限售流通股 76400 万股解除质押并续作，占公司总股本 0.44%。

中信海直（000099.SZ）公告 19 年半年度数据，营业收入 753.16 百万元，同比增加 19.41%，归属于上市公司股东净利润 90.81 百万元，同比增加 112.29%，归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 84.58 百万元，同比增加 97.61%。

资料来源：WIND，天风证券研究所

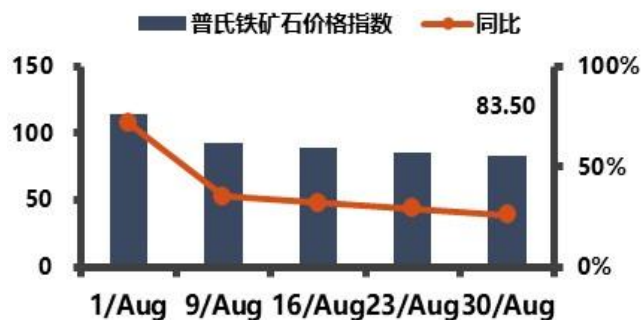
### 3. 本周行业数据追踪

图 3: BDI 指数及同比 (%)



资料来源: WIND, 天风证券研究所

图 4: 普氏铁矿石价格指数及同比 (%)



资料来源: WIND, 天风证券研究所

图 5: BCI、BPI、BSI 指数及同比 (%)



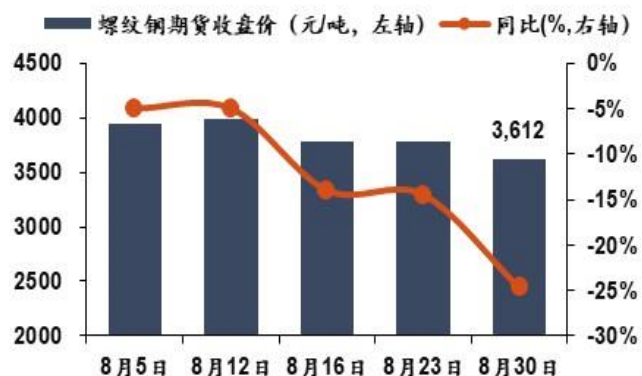
资料来源: WIND, 天风证券研究所

图 6: 中国出口散货煤炭运价指数及同比 (%)



资料来源: WIND, 天风证券研究所

图 7: 螺纹钢期货收盘价 (元/吨)



资料来源: WIND, 天风证券研究所

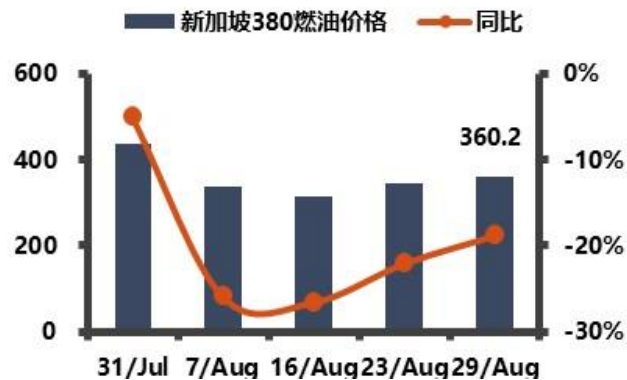


图 8：印尼-南通动力煤运价指数及同比 (%)



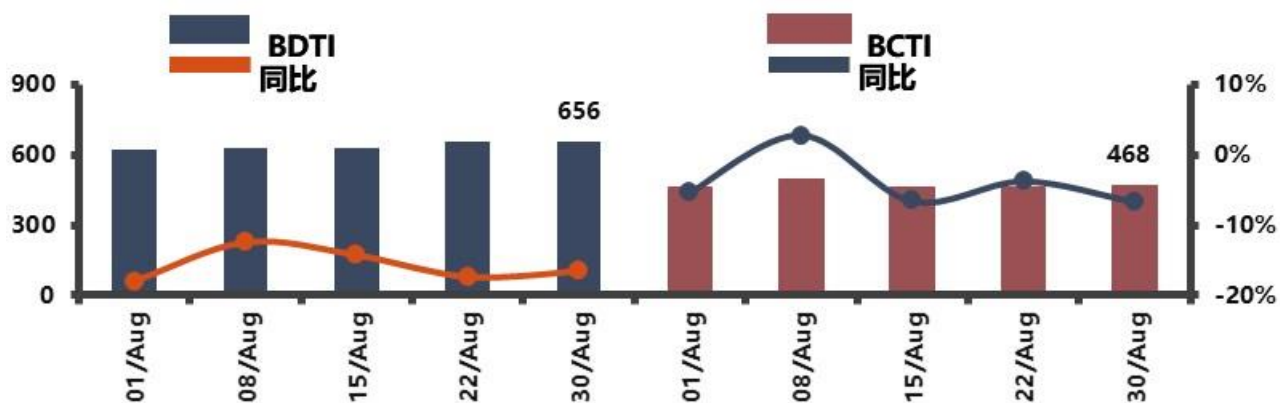
资料来源：WIND，天风证券研究所

图 9：新加坡燃料油价格 (美元/吨) 及同比 (%)



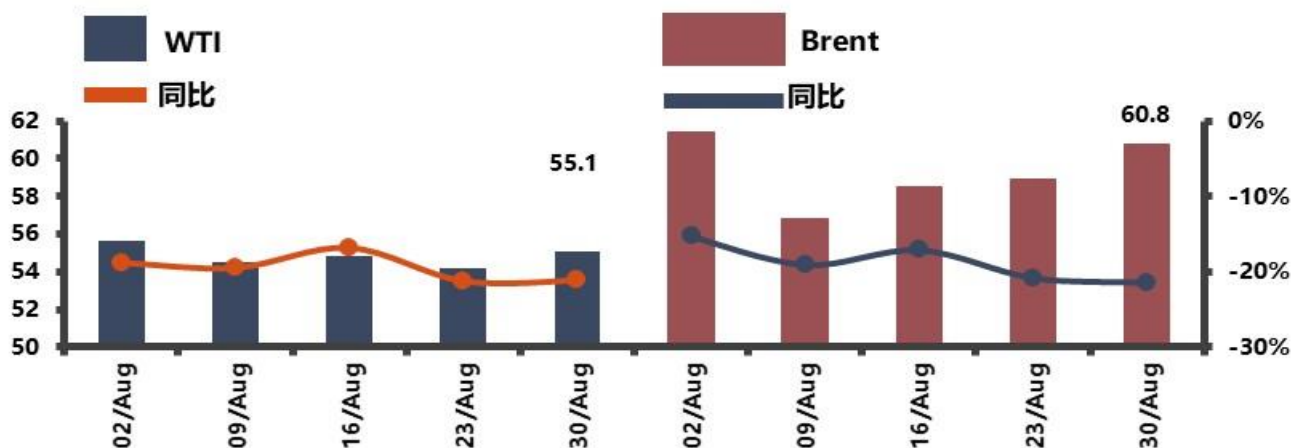
资料来源：WIND，天风证券研究所

图 10：油轮运价指数及同比 (%)



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 11：国际原油价格 (美元/桶) 及同比 (%)



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 12: 动力煤市场价格 (元/吨, 秦皇岛) 及同比 (%)



资料来源: WIND, 天风证券研究所

图 13: 沿海集装箱运价指数及同比 (%)



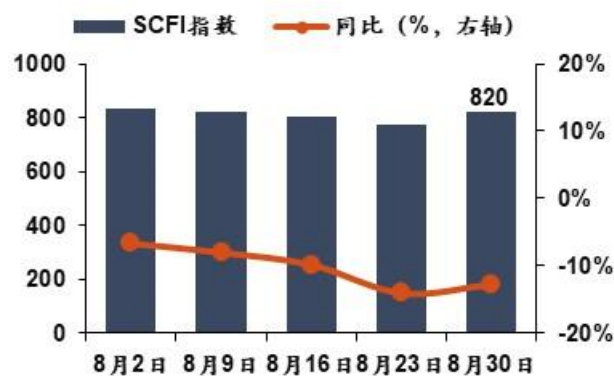
资料来源: WIND, 天风证券研究所

图 14: 中国出口集装箱运价指数及同比 (%)



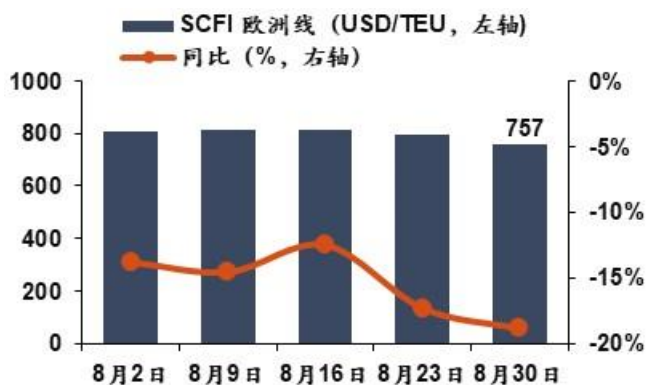
资料来源: WIND, 天风证券研究所

图 15: 上海出口集装箱运价指数及同比 (%)



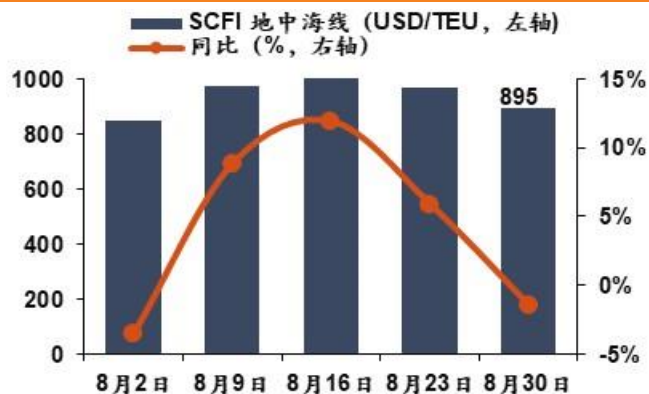
资料来源: WIND, 天风证券研究所

图 16: SCFI 欧洲航线集装箱运价及同比 (%)



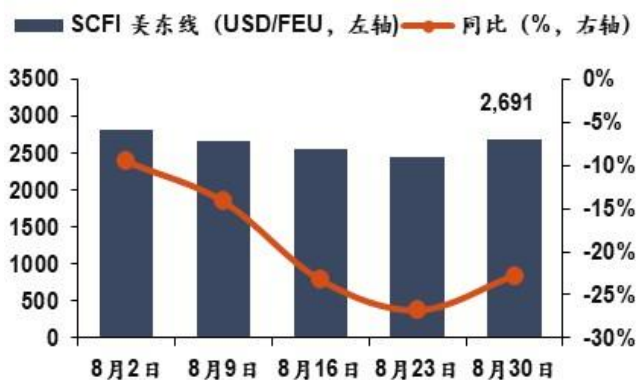
资料来源: WIND, 天风证券研究所

图 17: SCFI 地中海航线集装箱运价及同比 (%)



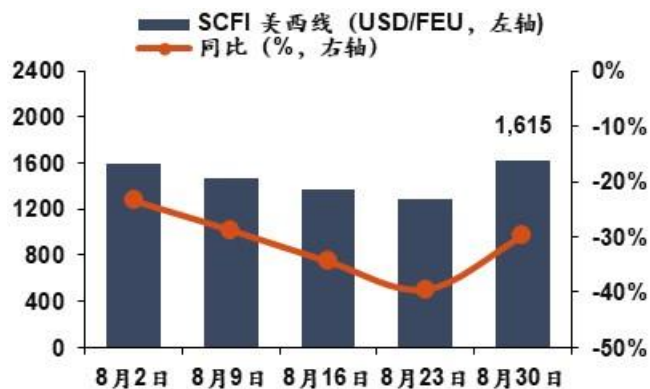
资料来源: WIND, 天风证券研究所

图 18: SCFI 美东航线集装箱运价及同比 (%)



资料来源: WIND, 天风证券研究所

图 19: SCFI 美西航线集装箱运价及同比 (%)



资料来源: WIND, 天风证券研究所

图 20: 航空总体运输量指数及同比 (%)



资料来源: 航指数, 天风证券研究所

图 21: 航空国内运输量指数及同比 (%)



资料来源: 航指数, 天风证券研究所

图 22: 航空国际运输量指数及同比 (%)



资料来源: 航指数, 天风证券研究所

图 23: 航空地区运输量指数及同比 (%)



资料来源: 航指数, 天风证券研究所

图 24: 航空总体票价指数及同比 (%)



资料来源: 航指数, 天风证券研究所

图 25: 航空国内线票价指数及同比 (%)



资料来源: 航指数, 天风证券研究所

图 26: 航空国际线票价指数及同比 (%)



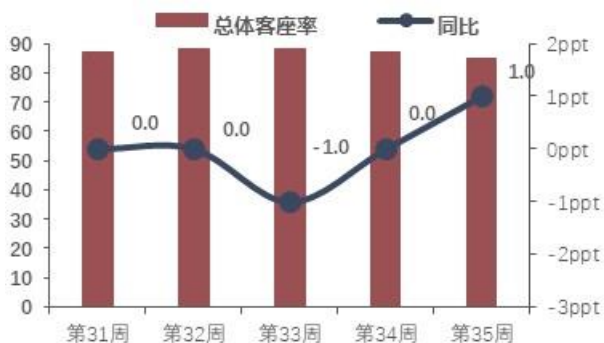
资料来源: 航指数, 天风证券研究所

图 27: 航空地区线票价指数及同比 (%)



资料来源: 航指数, 天风证券研究所

图 28: 航空总体客座率 (%) 及同比 (ppt)



资料来源: 航指数, 天风证券研究所

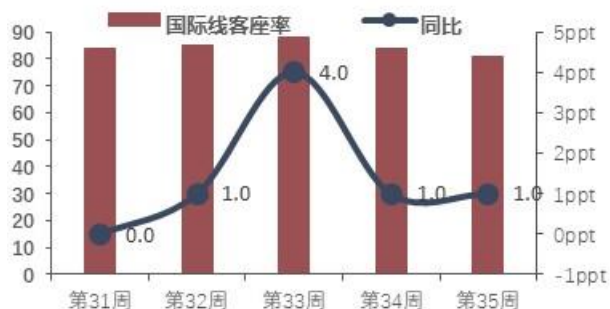
图 29: 航空国内线客座率 (%) 及同比 (ppt)



资料来源: 航指数, 天风证券研究所

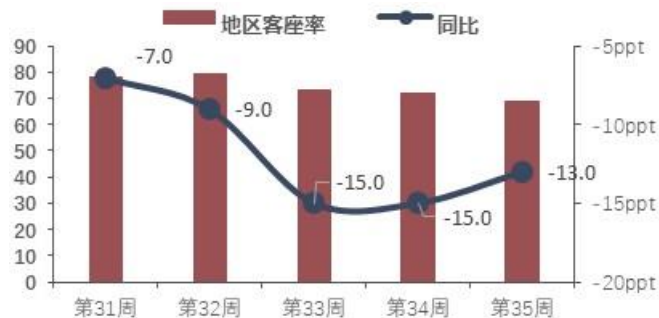


图 30：航空国际线客座率（%）及同比（ppt）



资料来源：航指数，天风证券研究所

图 31：航空地区客座率（%）及同比（ppt）



资料来源：航指数，天风证券研究所

## 4. 近期交运个股解禁情况

表 3：近期交运个股解禁情况

证券简称	解禁日期	解禁数量(万股)	解禁前流通股数量 (万股)	流通股占比%	解禁后流通股数量(万股)	流通股占比%
ST 安通	2019-09-04	13,498.62	67,363.94	45.30	80,862.57	54.38
万林物流	2019-09-06	725.49	62,588.96	97.34	63,314.45	98.46
南方航空	2019-09-26	108,887.04	702,265.00	57.25	811,152.04	66.12
圆通速递	2019-09-26	181,347.15	78,891.87	27.82	260,239.02	91.75
圆通速递	2019-09-30	22,439.02	260,239.02	91.75	282,678.04	99.67
唐山港	2019-12-17	35,208.26	557,384.60	94.06	592,592.86	100.00
韵达股份	2019-12-24	165,013.65	57,472.15	25.81	222,485.80	99.92
申通快递	2019-12-27	119,902.62	33,177.60	21.67	153,080.22	100.00
北部湾港	2019-12-30	24,805.19	26,317.52	16.10	51,122.71	31.28

资料来源：WIND，天风证券研究所

## 5. 标的预测

表 4: 主要标的预测

板块	公司名称	代码	EPS (元)			PE(TTM)	PB(LF)
			2018A	2019E	2020E		
航空	南方航空	600029.SH	0.24	0.69	0.83	31.8	1.3
	东方航空	600115.SH	0.19	0.61	0.73	27.8	1.3
	中国国航	601111.SH	0.51	0.80	0.92	16.4	1.3
航运	中远海控	601919.SH	0.09	0.18	0.20	32.4	1.9
港口	上港集团	600018.SH	0.45	0.46	0.46	11.8	1.7
物流	华贸物流	603128.SH	0.44	0.51		22.1	1.8
	顺丰控股	002352.SZ	1.03	1.07	1.27	33.7	4.8
	申通快递	002468.SZ	1.34	5.09	5.96	17.4	4.1
	圆通速递	600233.SH	0.67	0.81	0.91	16.0	2.8
机场	密尔克卫	603713.SH	0.87	1.30	1.78	30.9	3.7
	上海机场	600009.SH	1.91	2.20	2.73	33.0	5.7
	白云机场	600004.SH	0.77	0.71	0.61	42.1	2.5
高速	深高速	600548.SH	1.48	0.98	1.13	5.2	1.2
铁路	广深铁路	601333.SH	0.11	0.23	0.16	24.6	0.8
	铁龙物流	600125.SH	0.39	0.44	0.51	15.7	1.3
	大秦铁路	601006.SH	1.01	1.02	1.02	8.0	1.1

资料来源: WIND, 天风证券研究所

## 6. 风险提示

宏观经济超预期下滑；国企改革不及预期；航空票价不及预期；快递行业竞争格局恶化。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com