

交通运输行业：快递价格战加速盈利分化；枢纽机场进入免税时代

2019年09月05日

看好 / 维持

交通运输 / 行业报告

——“不一样的财报解读”系列之2019年中报

分析师	曹奕丰	电话：13761603579	邮箱：caoyf_yjs@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480519050005
研究助理	李蔚	电话：18505357988	邮箱：liwei_yjs@dxzq.net.cn	

投资摘要：

从中报数据来看，交运基建类子行业表现都较为稳定；其他子版块则无法一概而论，其中航运股业绩呈现大幅增长，航空板块业绩下滑，快递板块不同公司间的业绩出现明显分化。

国际枢纽机场大踏步进入免税时代：排除白云机场、首都机场机场建设费返还取消导致的负面影响，我国三大枢纽机场盈利能力都有明显提升。在枢纽机场时刻管控的大背景下，非航收入的持续提升是机场盈利快速增长的关键。更具体的拆分后，免税特许经营收入的增长贡献了机场非航收入主要增量。国际枢纽机场这种“特许经营+收入提成”的模式，在几乎没有经营风险的情况下获得不菲的利润，分享免税行业快速增长带来的红利，是近几年市值持续上涨的主要逻辑。

快递价格战进入新阶段，个股盈利分化加剧：上半年上市公司增速普遍都高于行业平均增速，意味着行业竞争由“头部公司抢占中小公司份额”的竞争模式转入“头部公司直接互相挤占份额”的竞争模式，竞争强度较以往更高。这一背景下，公司盈利增速的分化显著加剧：中通与韵达表现较好。圆通申通盈利增速明显下降。行业格局尚未定型。在保证现金流健康的情况下尽可能的提升自身的市场份额会是各大快递公司未来的主攻方向。作为投资者，需要给予业务量增速(市场份额)指标以更大的关注。

限疏令加速老旧船退出，但航运供给出清还言之过早：航运板块是上半年同比增速最为突出的子行业，主要公司业绩都出现翻倍以上增长，市场上也出现行业供给出清的声音。但我们需要认识到，近期行业“去供给”的行为更多是受到外部环境的影响，而非行业格局优化后自发形成。“重资产+存量市场+低集中度”的特性决定了航运长周期的特点，运力出清不可能一蹴而就。我们认为行业供给出清还言之尚早。

投资策略：随着我国传统行业逐步由增量经济向存量经济转变，交通运输作为辅助行业同样会出现行业格局变化放缓，盈利向龙头企业集中的趋势。

对于基建类板块（如高速、机场、港口等），**区位优势将带来持续的确定性溢价。**这其中机场板块通过高额的免税品特许经营收益将机场的客户资源成功变现，向着免税时代大踏步迈进，值得长期关注。

周期类板块与快递板块我们建议**重点关注相关个股的业务量(市场份额)变化情况以及行业整体格局的确定性变化。**在行业格局不明朗的情况下，运价端的频繁波动会导致个股业绩难以预测，但行业格局的变化是循序渐进且有迹可循的。市场份额的持续提升将是这类公司估值最好的催化剂。

风险提示：宏观经济增长放缓；行业政策发生变化；油价大幅波动

行业重点公司盈利预测与评级

简称	EPS(元)				PE				PB	评级
	18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E		
宁沪高速	0.87	0.83	0.87	0.93	11.51	12.04	11.51	10.77	2.08	推荐
上海机场	2.20	2.66	2.79	3.46	39.77	32.86	31.33	25.32	5.73	未评级
韵达股份	1.58	1.26	1.54	1.86	23.44	29.39	24.01	19.94	6.83	未评级

资料来源：公司财报、Wind，东兴证券研究所

目 录

1. 板块总览：基建类板块表现稳定，周期类板块表现分化	3
2. 机场：国际枢纽机场大踏步进入免税时代	3
3. 快递：价格战进入新阶段，个股盈利分化加剧	4
4. 航空：宏观环境承压，经组并表导致成本提升	6
5. 航运：限硫令加速供给退出，但供给出清还言之过早	7
6. 投资建议.....	8
7. 风险提示.....	8

插图目录

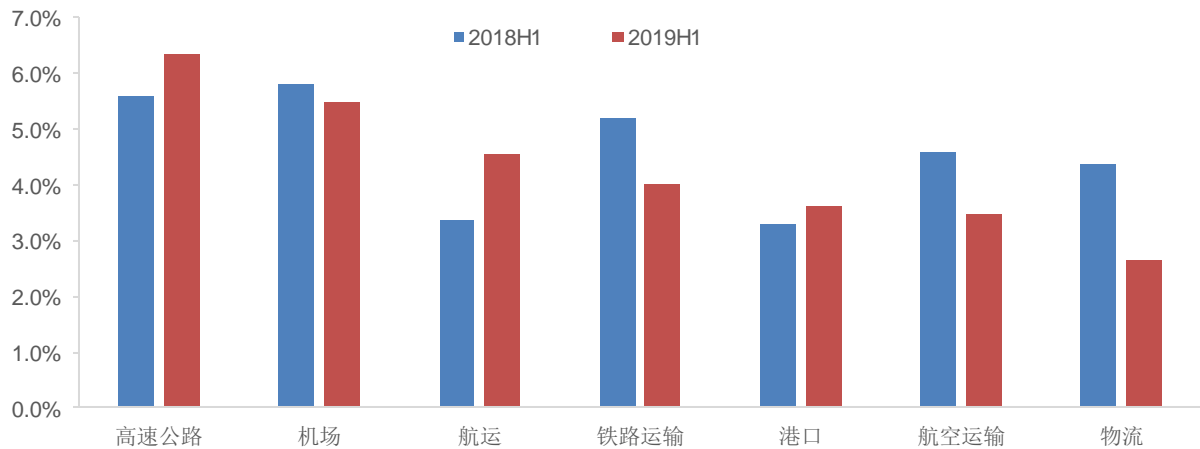
图 1：2019H1 交运各子板块 ROE 变化.....	3
图 2：主要上市机场非航收入持续增长（单位：亿元）	3
图 3：主要机场非航收入占比持续提升	3
图 4：机场免税收入大幅增长（单位：亿元 上机与白云为估计值）	4
图 5：免税收入占非航收入比例提升（上机与白云为估计值）	4
图 6：上半年上市公司增速都明显超过行业平均增速	5
图 7：上半年行业件均收入持续下降.....	5
图 8：扣非后净利润增速较去年出现明显差异	5
图 9：各快递公司 ROE 变动情况也出现分化.....	5
图 10：各公司单件盈利（元/件）普遍下滑.....	6
图 11：上市公司市占率普遍提升，并未拉开明显差距.....	6
图 12：三大航整体 ASK 增速有所放缓	6
图 13：三大航客公里收入（元）普遍下滑	6
图 14：经营租赁并表导致利息费用显著提升	7
图 15：汇率（对美元）敏感性明显放大	7
图 16：航运主要公司盈利大幅增长	7
图 17：ROE 水平有所提升，但绝对值并不高.....	7
图 18：BDI 指数触底回升.....	8
图 19：油运运价同比整体好于去年	8

1. 板块总览：基建类板块表现稳定，周期类板块表现分化

交运行业 2019 年中报有喜有忧。从盈利情况来看，基建类板块表现稳定，机场与高速板块维持了较高的 ROE 水平；周期类板块中，航运板块盈利上行较为明显，但航空板块盈利下滑；快递板块受到价格战影响，盈利增长放缓，行业分化加剧。

后文我们会对机场、快递、航空与航运这几个财报变化较大的板块进行具体分析。

图 1：2019H1 交运各子板块 ROE 变化

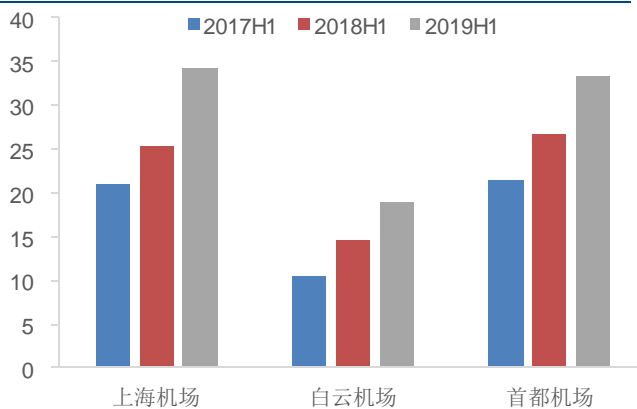


资料来源：Wind，东兴证券研究所

2. 机场：国际枢纽机场大踏步进入免税时代

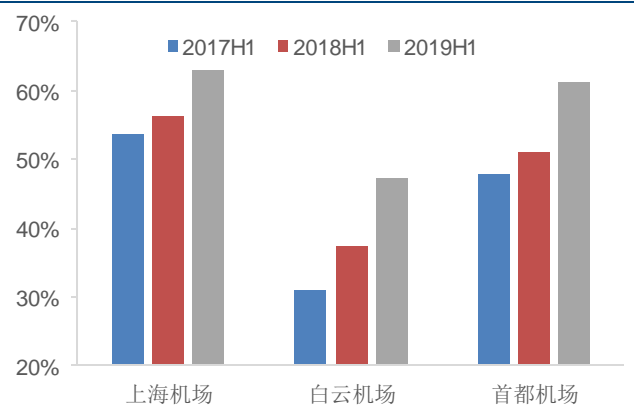
如果单看行业整体盈利情况的话，机场板块增速并不亮眼，白云机场、深圳机场以及港股的首都机场盈利都呈现负增长，只有上海机场盈利大幅增长。但如果排除白云机场、首都机场由于机场建设费返还取消导致的负面影响，则我国三大枢纽机场盈利能力都有明显提升。这一点在枢纽机场的非航收入以及非航收入占比上有非常明显的体现。

图 2：主要上市机场非航收入持续增长（单位：亿元）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 3：主要机场非航收入占比持续提升



资料来源：Wind，东兴证券研究所

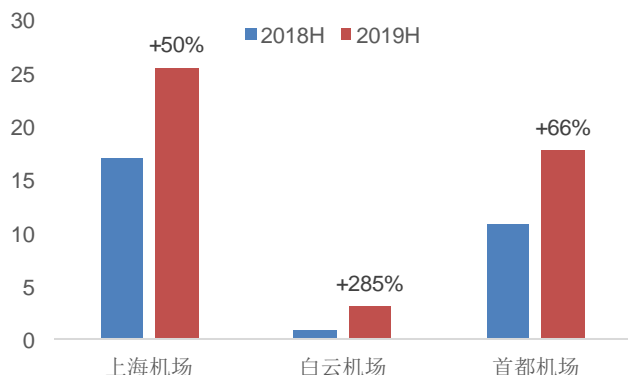
根据年报披露，上海机场 17-19 年中报的非航收入分别为 20.9、25.4 以及 34.4 亿元；首都机场分别为 21.6、26.8 和 33.5 亿元，皆实现持续高速增长。白云机场虽然年报未披露，但考虑其吞吐量增速较低，可以认为其营收增量大部分来自于非航收入增长。

注：由于年报未披露，上图中白云机场非航收入以及非航收入占比为估计值

非航收入的大幅提升主要来源于机场免税收入的增长。今年的中报中，部分枢纽机场披露了免税合约为机场带来的收入，其中上海机场 T2 航站楼免税合约贡献收入 19.7 亿元，加上 T1 航站楼的收入（未具体披露），合计贡献预计在 25.5 亿以上，同比增长约 50%；白云机场免税收入约 3.2 亿元，去年同期约 0.8 亿元，同比增长 280%；首都机场免税收入 17.7 亿元，同比增长 66%。

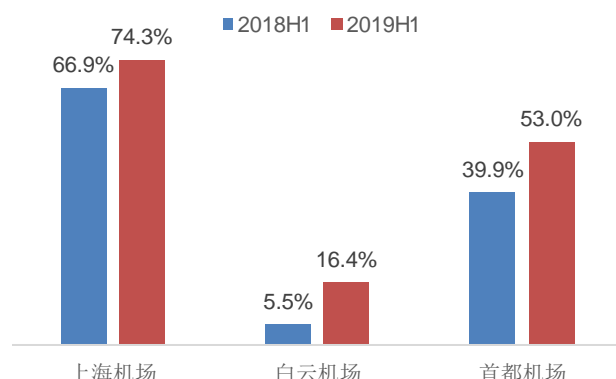
注：深圳机场由于国际航线占比低，免税收入较少，在此不单独列出

图 4：机场免税收入大幅增长（单位：亿元 上机与白云为估计值）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 5：免税收入占非航收入比例提升（上机与白云为估计值）



资料来源：Wind，公司公告，东兴证券研究所

免税收入的高增长一方面来源于我国居民可支配收入水平的快速提升以及国际出行的普及，另一方面也得益于免税行业规范化、规模化之后价格竞争力的大幅提升，大量游离于国外机场的免税消费重新回流至国内机场，进一步促进了免税销售的增长。

除首都机场股份需要就免税经营向集团管理公司支付一定的特许经营管理费外，上海机场与白云机场的免税业务由于其特许经营的商业模式，几乎没有营业成本，拥有极高的毛利率，因此未来免税收入的增长将贡献机场主要的利润增量。国际枢纽机场这种“特许经营+收入提成”的模式，在几乎没有经营风险的情况下获得不菲的利润，分享免税行业快速增长带来的红利，是近几年市值持续上涨的主要逻辑。

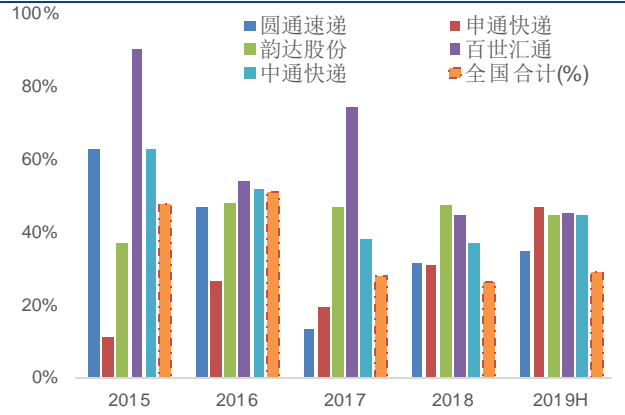
3. 快递：价格战进入新阶段，个股盈利分化加剧

2019 年的快递行业进入了一个新的阶段。行业 CR8 提升到 80% 以上，且上市公司增速普遍高于行业平均增速，意味着中小公司的生存空间受到严重压缩。在这一背景下，行业竞争逐渐进入新阶段，即由“头部公司抢占中小公司份额”的竞争模式转入“头部公司直接互相挤占份额”的竞争模式。

从近几年数据的对比中可以观察到很有趣的一点，15-17 年行业头部企业的业务量增速分化较为明显，有像申通这类执行控量保价策略的，也有百世这样依靠低价策略冲量的。但从 18 年起，头部企业的业务量增速逐渐拉平，大家普遍开始重视业务量增速。到 19 年中报，除了圆通增速偏低（35%），其他

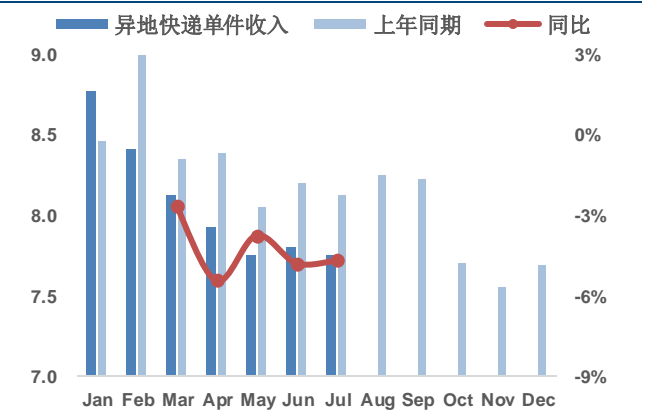
四家公司的业务量增速都处于 45% 上下，差距很小。这侧面反映出行业的竞争进入新的阶段，竞争强度较以往会更高。

图 6：上半年上市公司增速都明显超过行业平均增速



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 7：上半年行业件均收入持续下降

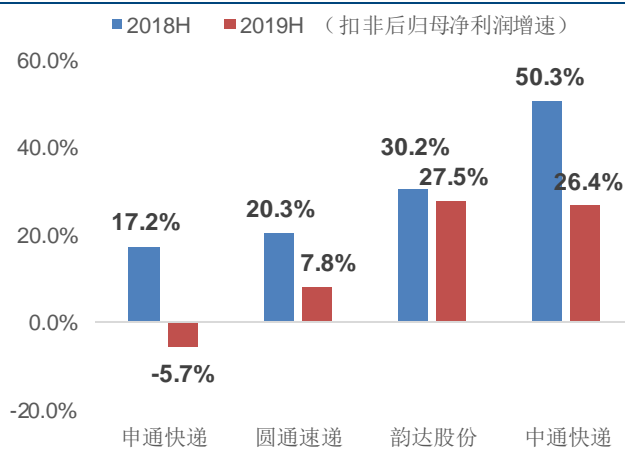


资料来源：Wind，东兴证券研究所

在这一背景下，行业的财务数据也跟着发生变化，最为明显的就是盈利增速的分化在加剧。以今年的盈利增速为例，申通盈利出现负增长，圆通增速也较大幅度下降，中通与韵达表现较好。ROE 水平方面，申通与圆通 ROE 小幅下滑，中通与韵达保持增长。

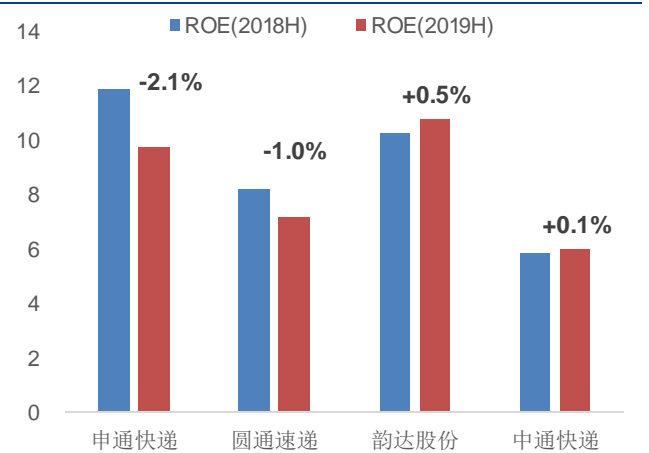
注：百世由于尚处于亏损，故未列入对比

图 8：扣非后净利润增速较去年出现明显差异



资料来源：Wind，东兴证券研究所

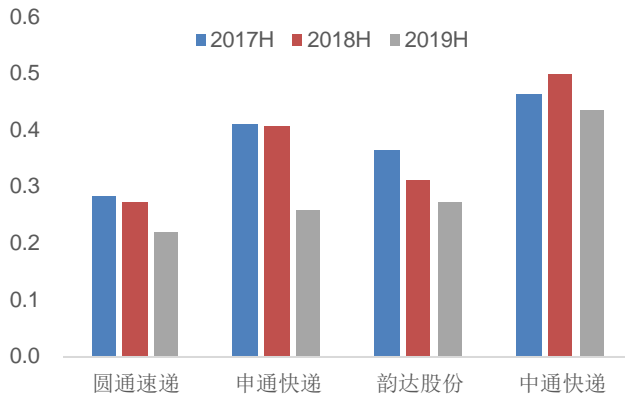
图 9：各快速公司 ROE 变动情况也出现分化



资料来源：Wind，东兴证券研究所

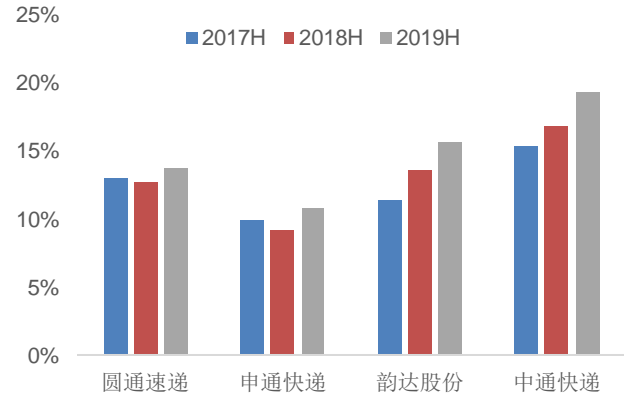
由于行业服务趋于同质化，因此今年的中报的业绩分化，实际是成本管控能力的差距在财务端的体现。成本优势的公司开始利用价格手段对竞争对手的市场份额进行侵蚀，如果成本不占优势却又想要维持市场份额，则要在盈利端做出一定牺牲。

图 10：各公司单件盈利（元/件）普遍下滑



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 11：上市公司市占率普遍提升，并未拉开明显差距



资料来源：Wind，东兴证券研究所

受到价格战影响，几大快递公司的单件盈利普遍下滑。其中申通下滑较为明显除了价格战因素外，还有去年收购转运中心导致同比口径有所变化。相比其他三家快递，中通在单件盈利方面明显高出一头，这使得其在价格战中占据优势地位。

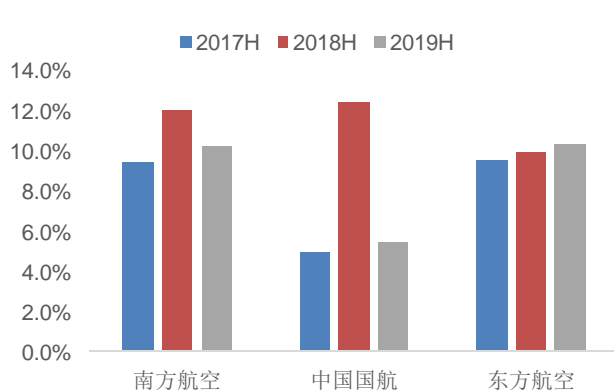
上半年几大快递市占率普遍提升，依旧没有拉开明显差距。展望未来，我们认为在行业格局尚未定型的情况下，价格战作为最主要的竞争手段会长期存在，其形式不一定是全面价格战，而更有可能是局部地区具有明确针对性的价格战（比如今年义乌爆发的价格战）。而行业的格局会在持续的局部价格战中渐进式的改变。

经营数据与财务角度，业务量增速与单件盈利的变化需要综合考虑，两者存在一定的反比关系（通过价格战促进业务量增长）。在行业格局并不明朗的当下，我们认为在保证现金流健康的情况下尽可能的提升自身的市场份额会是各大快递公司未来的主攻方向，也就是说价格战仍将继续，盈利指标会相对弱化，市场份额的拓展将是近两年快递公司的重中之重。

4. 航空：宏观环境承压，经组并表导致成本提升

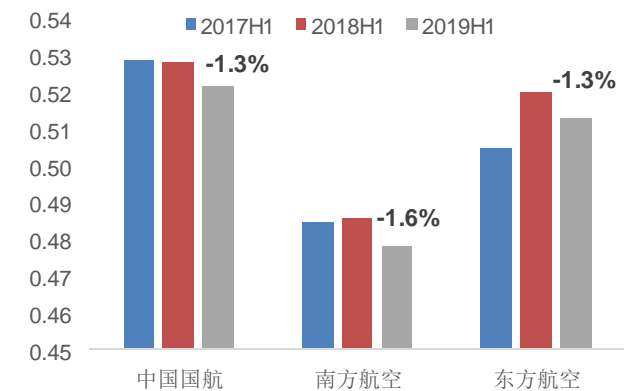
航空板块中，占据主要地位的三大航业绩普遍下滑，主要原因来自收入与成本端两个方面。

图 12：三大航整体 ASK 增速有所放缓



资料来源：Wind，东兴证券研究所

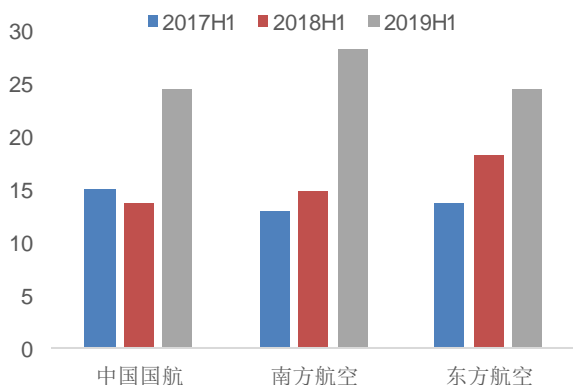
图 13：三大航客公里收入（元）普遍下滑



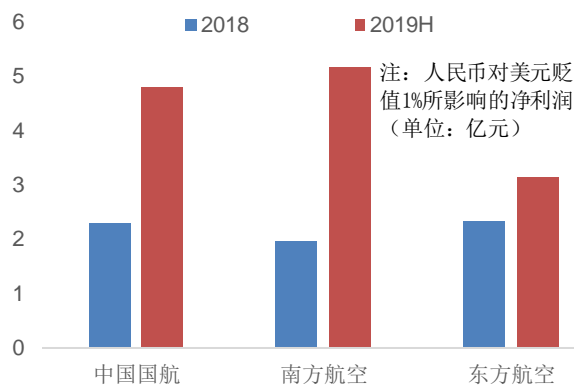
资料来源：Wind，东兴证券研究所

收入端，受宏观经营以及国际形势影响，三大航在供给相比去年有所收缩的情况下（737max 停飞），客公里收入依旧同比下滑，说明行业需求端承受着一定的压力。

成本端，经营租赁并表导致成本端增长。一般认为会计准则变化带来的成本增长主要来自利息费用部分：传统经营租赁下，每年租赁费用较为稳定；经营租赁并表后，成本转为折旧与利息费用，但利息费用普遍前高后低，导致成本前移。航空安全是民航考核重中之重，加之我国航空业处于高速发展期，三大航整体机龄较低，经营租赁并表对其呈现负面影响。

图 14：经营租赁并表导致利息费用显著提升


资料来源：Wind，东兴证券研究所

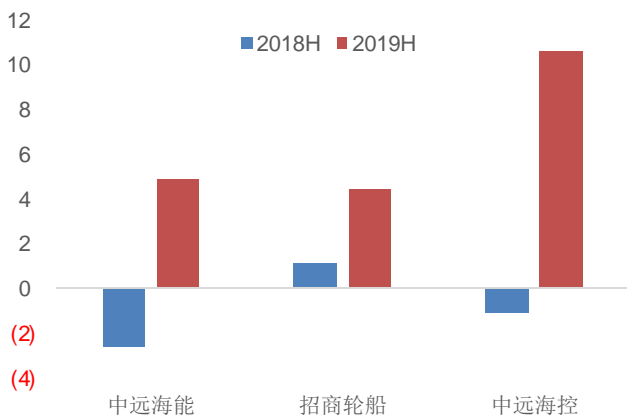
图 15：汇率（对美元）敏感性明显放大


资料来源：Wind，东兴证券研究所

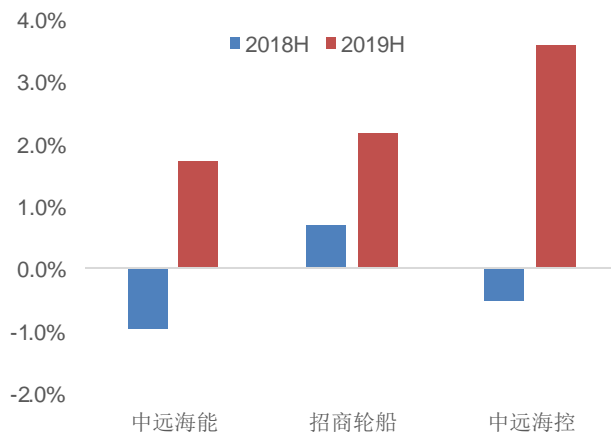
此外，会计口径变更后，由于大量外币负债并表，航空公司的汇率敏感性被显著放大。下半年汇率已经由 6.9 左右贬值至 7.15 左右，贬值幅度超 3%，预计汇兑损失会对下半年的盈利造成负面影响。

5. 航运：限硫令加速供给退出，但供给出清还言之过早

航运板块是上半年盈利同比增速最为突出的子板块。不论是集运的龙头中远海控还是油运龙头中远海能和招商轮船，业绩都出现翻倍以上增长。当然，行业的高增长也有去年低利润基数的因素，故即使大幅增长之后，行业 ROE 的绝对值也并不算高。

图 16：航运主要公司盈利大幅增长


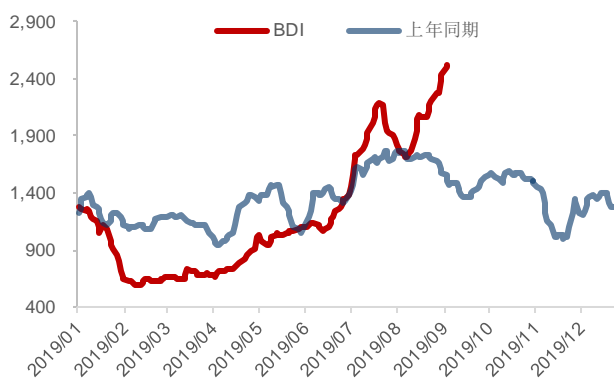
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 17：ROE 水平有所提升，但绝对值并不高


资料来源：Wind，东兴证券研究所

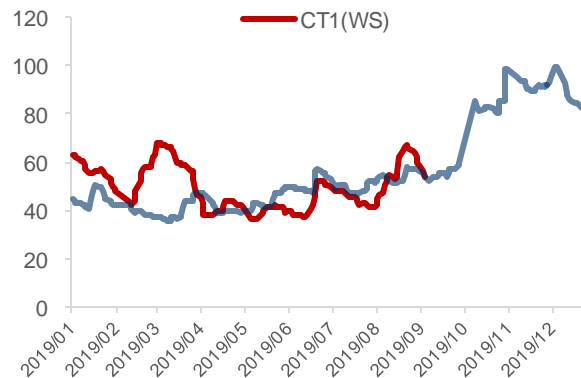
下半年 BDI 指数出现暴涨，并创近几年来新高，市场开始出现航运业过剩运力逐步消化，行业已经回暖的声音。但我们需要认识到，行业“去供给”的行为更多是受到外部环境（主要是限硫令导致老旧船提前拆解以及现役船舶进坞改造）影响，而不是行业格局优化后自发形成的，因此其效果的可持续性仍需进一步观察。

图 18：BDI 指数触底回升



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 19：油运运价同比整体好于去年



资料来源：Wind，东兴证券研究所

虽然限硫令带来行业运价上涨的逻辑在下半年依然有效，但航运“重资产+存量市场+低集中度”的特性决定了其长周期的特点，运力出清必然是一个循序渐进的过程，不可能一蹴而就。就现在来看，我们认为行业供给出清还言之尚早。

6. 投资建议

随着我国传统行业逐步由增量经济向存量经济转变，交通运输作为辅助行业同样会出现行业格局变化放缓，盈利向龙头企业集中的趋势。

对于基建类板块（如高速、机场、港口等），区位优势将带来持续的确定性溢价。这其中机场板块尤其特殊，国际枢纽机场不但从传统的飞机起降业务中获利，还通过高额的免税品特许经营收益将机场的客户流量成功变现，其盈利增长脱离了传统的机场分析框架，向着免税时代大踏步迈进，值得长期关注。

周期类板块与快递板块我们建议重点关注相关个股的业务量(市场份额)变化情况以及行业整体格局的确定性变化，并选取处于竞争优势的公司。在行业格局不明朗的情况下，运价端的频繁波动会导致个股业绩难以预测，但行业格局的变化是循序渐进且有迹可循的。

以快递板块为例，价格战对盈利的影响是一时的，但如果市场份额丢失，则影响是长远的。现阶段快递行业格局还未定型，在保证现金流健康的情况下尽可能的提升自身的市场份额会是各大快递公司未来的主攻方向，其副作用是行业盈利增速大概率下滑。现阶段来看，中通与韵达在价格战中处于相对优势地位。

7. 风险提示

宏观经济增长放缓；行业政策发生变化；油价大幅波动。

分析师简介

曹奕丰

金融数学硕士，本硕就读于复旦大学，2015 年至 2018 年于广发证券任交通运输行业分析师，2019 年加入东兴证券研究所。

研究助理简介

李蔚

英国曼彻斯特大学经济学硕士，中国人民大学金融学学士。2019 年 5 月加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。