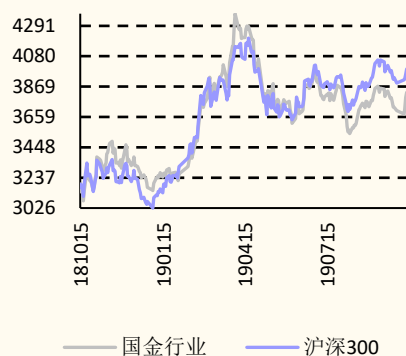


市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金交通运输产业指数	3830
沪深300指数	3912
上证指数	2974
深证成指	9667
中小板综指	9137



相关报告

- 1.《航空货运行业：网络资源塑强者，规模优势定胜负-航空货运行业深...》，2019.9.15
- 2.《航空股高性价比具备配置价值，卫星厅开启上海机场免税业务二次增...》，2019.9.15
- 3.《航空股价利空因素基本出清，快递静待“双十一”-《2019-0...》，2019.9.9
- 4.《拼多多将如何布局“新物流”平台？-《2019-08-26 行业...》，2019.8.26
- 5.《基于出境游波动趋势，度量三大枢纽机场免税消费回流空间-机场行...》，2019.8.14

徐君

联系人
xu_jun@gjzq.com.cn

孙春旭

分析师 SAC 执业编号：S1130518090002
sunchunxu@gjzq.com.cn

交运行业 Q3 业绩前瞻：快递、机场需求不弱，航空逆向布局正当时

上周板块市场回顾

■ 上个交易周，上证综指上涨 2.36%，创业板指上涨 2.41%，申万交运板块上涨 3.09%。交运子板块上涨的有航运（10.82%）、物流（3.31%）、港口（3.13%）、公交（2.44%）、高速公路（2.34%）、航空（2.28%）、机场（1.17%）、铁路（0.74%）。

行业点评

- **快递：顺丰、韵达业绩增速有望超预期，关注双十一旺季行情。**①受益于特惠件和商务件等传统业务增速回暖，叠加运力管控等因素，测算顺丰 Q3 单季度扣费净利增速预计 80% 左右。电商件市场龙头抢量趋势延续，得益于更加扁平集约化的网络结构和成本优势，测算韵达 Q3 单季度扣非净利增速 20-30%。圆通三季度业务量增速重回高增长区域，预计 Q3 单季度扣非净利增速为 10%-20% 左右。申通在转运中心直营化之后，产能利用率有望在三季度迎来提升，预计 Q3 单季度扣非净利增速 5%-10% 左右。②近日，中通快递宣布自 11 月 11 日起调整快递价格，网络稳定性较好的公司或将跟随提价，强化旺季件量结构筛选。随拼多多百亿补贴等竞争策略推出，我们维持下半年快递件量增速不低于上半年判断，预计全年件量增速 25% 左右。
- **机场：预计上海机场、白云机场 19Q3 归母净利增速分别为 10-15% 和 0-5% 左右。**①短期受香港事件影响，上海机场地区旅客吞吐量有所下降，预计三季度上机免税业务增速或有所放缓。但考虑到：1) 出境目的地发生突发事件，周边目的地具备一定的需求替代效应；2) 卫星厅投产后，公司有望迎来时刻增长，带来免税业务的转化率和客单价双增，我们认为上海机场具备长期配置价值。测算公司 19Q3 季度归母净利增速为 10-15% 左右。②白云机场与香港机场在东南亚、北非、北亚等地区的航线重合度较高，近期受益于香港机场旅客回流和中免在白云机场的促销活动，预计免税业务增速有所提升。测算公司 19Q3 季度归母净利增速为 0-5% 左右，随旅客结构不断优化和中免对白云机场的重视力度不断提升，预计公司免税业务有望维持高增长。
- **航空：三季度负向因素共振，四季度催化剂需观察汇率及需求。**三季度航空需求处于阶段性底部位置。基数因素叠加市场对全球宏观经济疲软和中美贸易争端局势越发矛盾和复杂预期带来的需求下行担忧，三季度航空煤油出厂价均价同比下降 10.9%。不过，由于三大航美元负债规模差异，致使汇兑损益影响不一。我们测算，南航/东航/国航的 19Q3 的归母净利增速分别为-40%/-50%/0/-20%/-10%/-30% 左右。若中美贸易摩擦暂缓，汇率因素有望成为航空股反弹的催化剂。需求是否迎来拐点，则需观察政府逆周期调节提振经济的政策效果。

投资建议

- 快递双十一行情，续推荐业务量增速回升、盈利能力改善明显的顺丰控股和网络结构和成本优势兼备的韵达股份；免税业务仍是机场增长主要动因，枢纽估值合理，适合长期持有；若中美贸易摩擦暂缓，汇率因素有望成为航空股反弹的催化剂，当前国航、南航、东航 A 股 PB 已处于历史底部位置，逆向布局航空股已经具备一定的安全边际。重点推荐：**顺丰控股、韵达股份、上海机场、白云机场、中国国航。**

风险提示

- 高铁分流超预期，政策不达预期，快递行业价格战超预期，极端事件发生。

内容目录

本周主要观点及投资建议	3
上周交运板块行情回顾	5
重点行业基本面状况跟踪	6
航空：8月航司经营数据平稳，春秋客座率持续领跑	6
油运：BDTI 环比、同比上涨；BCTI 环比、同比上涨	7
快递：8月合计业务量 53.0 亿件，同增 29.3%；业务收入 616.8 亿元，同增 26.2%。	8
铁路：大秦线 1-9 月运量同比继续下滑	8
机场：枢纽机场流量增速低位徘徊	9

图表目录

图表 1：主要快递公司 19Q3 盈利预测	3
图表 2：主要机场公司 19Q3 盈利预测	3
图表 3：主要航空公司 19Q3 盈利预测	4
图表 4：重点公司估值表	4
图表 5：交运子板块行情	5
图表 6：A 股交运板块周涨幅排名	5
图表 7：A 股交运板块周涨跌幅后十公司	5
图表 8：本周 A/H 股溢价率	6
图表 9：民航旅客周转量（亿人公里）	6
图表 10：民航正班客座率（%）	6
图表 11：WTI 原油期货结算价（美元/桶）	7
图表 12：新加坡 380 燃料油价格（美元/吨）	7
图表 13：美元兑人民币中间价	7
图表 14：原油运输 BDTI 走势	7
图表 15：成品油运输 BCTI 走势	7
图表 16：全国规模以上快递业务量（亿件）	8
图表 17：全国规模以上快递业务收入（亿元）	8
图表 18：中国物流景气指数（LPI）	8
图表 19：铁路旅客周转量（亿人公里）	9
图表 20：铁路货物周转量（亿吨公里）	9
图表 21：全国主要机场旅客吞吐量（万人次）	9
图表 22：全国主要机场飞机起降架次（万架次）	9

本周主要观点及投资建议

快递：顺丰、韵达业绩增速有望超预期，关注双十一旺季行情

- 受益于特惠件和商务件等传统业务增速回暖，叠加运力管控等因素，测算顺丰 Q3 单季度扣非净利增速预计 80%左右。电商件市场龙头抢量趋势延续，得益于更加扁平集约化的网络结构和成本优势，测算韵达 Q3 单季度扣非净利增速为 20-30%。圆通在二季度着力改善服务质量之后，三季度业务量增速重回高增长区域，预计 Q3 单季度扣非净利增速为 10%-20%左右。申通在转运中心直营化之后，延续件量高增长之势，产能利用率有望在三季度迎来提升，预计 Q3 单季度扣非净利增速 5%-10%左右。
- 近日，中通快递宣布自 11 月 11 日起调整快递价格，我们认为网络稳定性较好的公司或将跟随提价，从而强化旺季件量结构的筛选。同时，随着拼多多百亿补贴等竞争策略的推出，我们维持下半年快递件量增速不低于上半年的判断，预计全年件量增速 25%左右。继续推荐业务量增速回升、盈利能力改善明显的顺丰控股和网络结构和成本优势兼备的韵达股份，关注业务量增速继续提速的申通快递和竞争策略由服务转件量的圆通速递。

图表 1：主要快递公司 19Q3 盈利预测

单位：亿元	18Q3收入	19Q3收入	YOY	18Q3扣非净利	19Q3扣非净利	YOY
顺丰控股	228.6	289.0	26%	7.9	14.0	76%
韵达股份	33.5	81.0	142%	4.8	5.9	23%
申通快递	44.6	59.1	33%	4.3	4.7	9%
圆通速递	65.6	78.0	19%	4.3	5.0	17%

来源：公司公告，国金证券研究所

机场：预计上海机场、白云机场 19Q3 归母净利增速分别为 10-15%和 0-5%左右

- 短期受香港事件影响，上海机场地区旅客吞吐量有所下降，我们预计三季度上海机场免税业务增速或有所放缓。但考虑到：1) 出境游目的地发生突发事件，周边目的地具备一定的需求替代效应；2) 卫星厅投产后，公司有望迎来时刻增长，带来免税业务的转化率和客单价双增，我们认为上海机场具备长期配置价值。测算公司 19Q3 季度归母净利增速为 10-15%左右。
- 白云机场与香港机场在东南亚、北非、北亚等地区的航线重合度较高，近期受益于香港机场旅客回流和中免在白云机场的促销活动，预计免税业务增速有所提升。测算公司 19Q3 季度归母净利增速为 0-5%左右，随旅客结构不断优化和中免对白云机场的重视力度不断提升，我们预计公司免税业务有望维持高增长。

图表 2：主要机场公司 19Q3 盈利预测

单位：亿元	18Q3收入	19Q3收入	YOY	18Q3扣非净利	19Q3扣非净利	YOY
上海机场	24.0	26.7	12%	11.2	12.6	13%
白云机场	20.8	22.5	8%	2.2	2.2	2%

来源：公司公告，国金证券研究所

航空：三季度负向因素共振，四季度催化剂需观察汇率及需求

- 受宏观经济下行及首都机场跑道维修、国庆严控正点率等因素影响，三季度行业需求处于阶段性底部位置。基数原因，叠加市场对全球宏观经济疲软和中美贸易争端局势越发变矛盾和复杂预期带来的需求下行担忧，三季

度航空煤油出厂价均价同比下降 10.9%。不过，由于三大航美元负债规模差异，致使汇兑损益影响不一。我们测算，南航/东航/国航的 19Q3 的归母净利润增速分别为 -40%/-50%/0/-20%/-10%/-30% 左右。

- 若中美贸易摩擦暂缓，汇率因素有望成为航空股反弹的催化剂。而另一方面，需求是否迎来拐点，则需观察政府逆周期调节提振经济的政策效果。三季度汇率、供需等负向因素共振，当前国航、南航、东航 A 股 PB 已低至 1.38、1.36、1.34，分别低于历史均值 46%/ 42%/ 75%，逆向布局航空股已经具备一定的安全边际。

图表 3：主要航空公司 19Q3 盈利预测

单位: 亿元	18Q3收入	19Q3收入	YOY	18Q3归母净利润	19Q3归母净利润	YOY
南方航空	413.3	434.6	5%	20.4	10.4	-49%
东方航空	334.6	356.5	7%	22.1	26.5	20%
中国国航	386.3	394.0	2%	34.7	25.8	-26%

来源：公司公告，国金证券研究所

投资建议：

- 快递双十一行情，续推荐业务量增速回升、盈利能力改善明显的顺丰控股和网络结构和成本优势兼备的韵达股份；免税业务仍是机场增长主要动因，枢纽估值合理，适合长期持有；若中美贸易摩擦暂缓，汇率因素有望成为航空股反弹的催化剂，当前国航、南航、东航 A 股 PB 已处于历史底部位置，逆向布局航空股已经具备一定的安全边际。重点推荐：顺丰控股、韵达股份、上海机场、白云机场、中国国航。

图表 4：重点公司估值表

	股价	EPS				PE				评级
		18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E	
顺丰控股	41.40	1.03	1.23	1.51	1.82	38	31	26	21	买入
韵达股份	34.70	1.21	1.25	1.65	2.08	29	28	21	17	买入
上海机场	80.26	2.2	2.75	2.97	3.38	38	30	28	25	买入
白云机场	23.50	0.55	0.46	0.6	0.73	37	44	33	28	买入
中国国航	8.38	0.53	0.73	0.98	1.23	16	12	9	7	买入

来源：Wind，国金证券研究所 注*：股价系截至 2019 年 10 月 11 日收盘价

风险提示：

高铁分流影响超预期。 将对于航空客运需求带来明显削弱，对公司业绩将产生利空影响。

政策实施不达预期。 若航空时刻总量控制提前放松，相关标的推荐逻辑或将被打破。以及铁改进程不达预期。

快递行业价格战超预期。 目前业务量增速掉队的快递公司不排除再次进行价格战，抢占市场份额，对行业盈利带来打击。

极端事件发生。 快递出现连锁反应，负面事件持续发酵；油价持续攀升，拖累业绩增长；海运进入大船交付高峰，拆船速度不及预期等。

上周交运板块行情回顾

■ 交运子板块全线上涨

上个交易周，上证综指上涨 2.36%，创业板指上涨 2.41%，申万交运板块上涨 3.09%。交运子板块上涨的有航运（10.82%）、物流（3.31%）、港口（3.13%）、公交（2.44%）、高速公路（2.34%）、航空（2.28%）、机场（1.17%）、铁路（0.74%）。

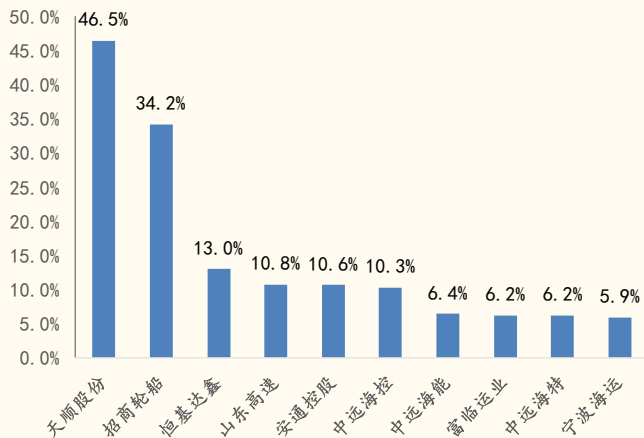
图表 5：交运子板块行情

Code	简称	本周指数	本周涨跌幅	本月涨跌幅	今年以来	年涨跌幅
000001.SH	上证综指	2974	2.36%	2.36%	19.24%	9.09%
000300.SH	沪深300	3912	2.55%	2.55%	29.93%	19.20%
399006.SZ	创业板指	1667	2.41%	2.41%	33.29%	23.77%
801170.SI	交通运输(申万)	2399	3.09%	3.09%	18.15%	9.44%
801171.SI	港口II(申万)	3914	3.13%	3.13%	11.15%	1.30%
801172.SI	公交II(申万)	2351	2.44%	2.44%	8.02%	1.15%
801173.SI	航空运输II(申万)	2153	2.28%	2.28%	9.22%	6.82%
801174.SI	机场II(申万)	9516	1.17%	1.17%	66.00%	53.33%
801175.SI	高速公路II(申万)	1895	2.34%	2.34%	8.35%	8.09%
801176.SI	航运II(申万)	1450	10.82%	10.82%	34.14%	28.30%
801177.SI	铁路运输II(申万)	1106	0.74%	0.74%	-6.96%	-8.76%
801178.SI	物流II(申万)	5001	3.31%	3.31%	15.45%	-3.42%

来源：wind，国金证券研究所

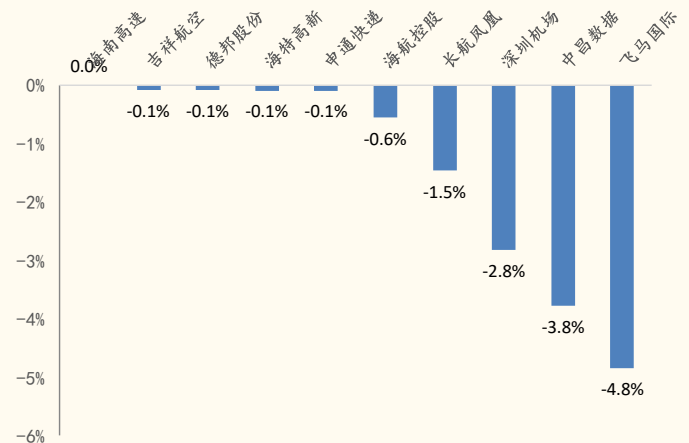
■ A股交运板块公司表现

图表 6：A股交运板块周涨幅排名



来源：wind，国金证券研究所

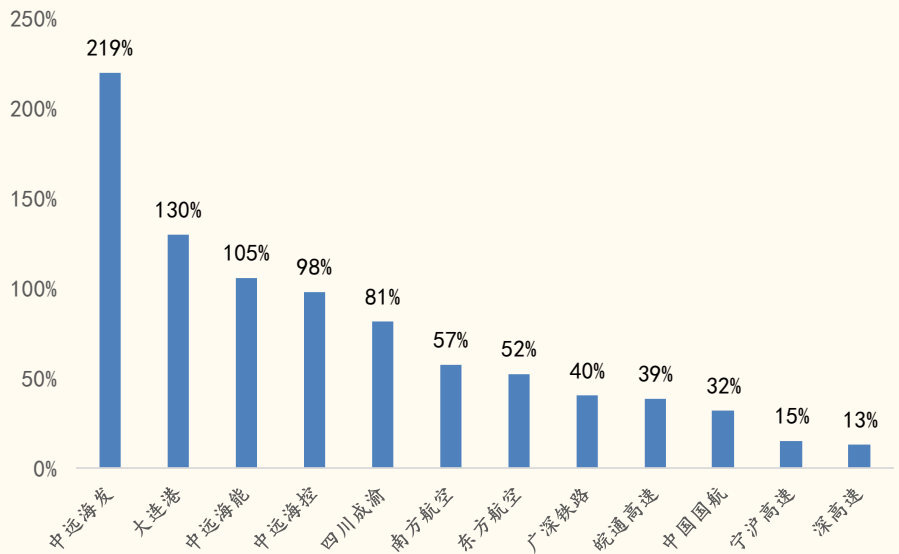
图表 7：A股交运板块周涨跌幅后十公司



来源：wind，国金证券研究所

■ 交运 A 股对 H 股溢价较高

图表8：本周A/H股溢价率



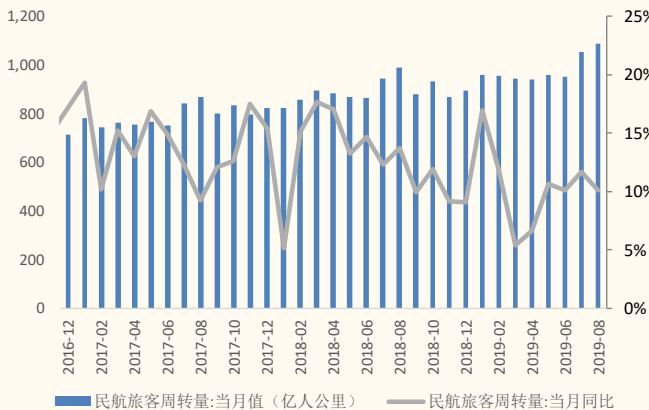
来源：wind, 国金证券研究所

重点行业基本面状况跟踪

航空：8月航司经营数据平稳，春秋客座率持续领跑

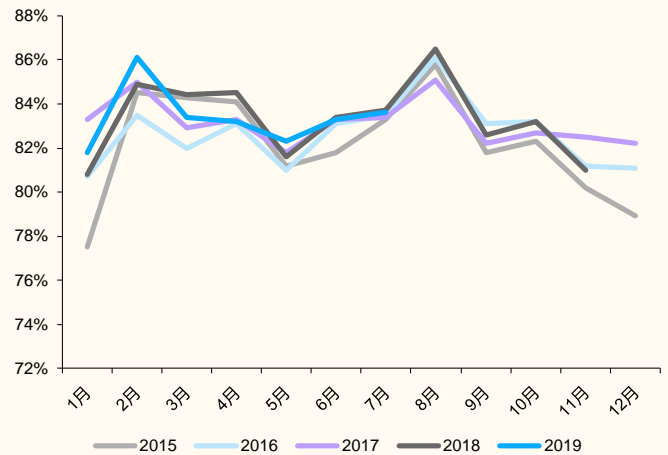
- 航空公司陆续公布8月经营数据。ASK方面，国航、南航、东航分别增长5.6%、10.17%、11.01%，春秋12.48%，吉祥18.64%。RPK方面，国航、南航、东航6.1%、10.35%、9.80%，春秋15.01%，吉祥15.90%。客座率方面，国航、南航、东航、春秋、吉祥分别同比0.4、0.14、-0.94、2.06、-2.11pct，春秋客座率持续大幅度提升。

图表9：民航旅客周转量(亿人公里)



来源：wind, 国金证券研究所

图表10：民航正班客座率(%)

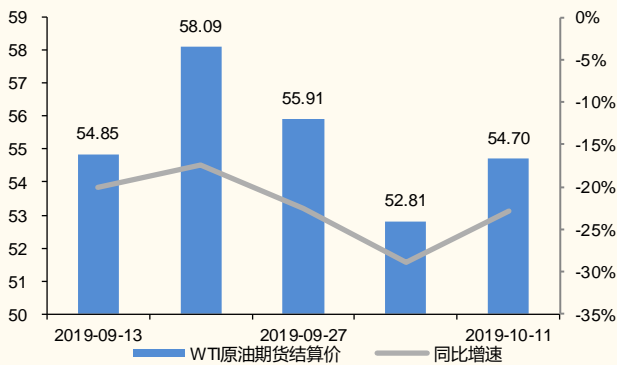


来源：wind, 国金证券研究所

油价：原油价格环比上涨、同比下跌；燃料油环比、同比下跌

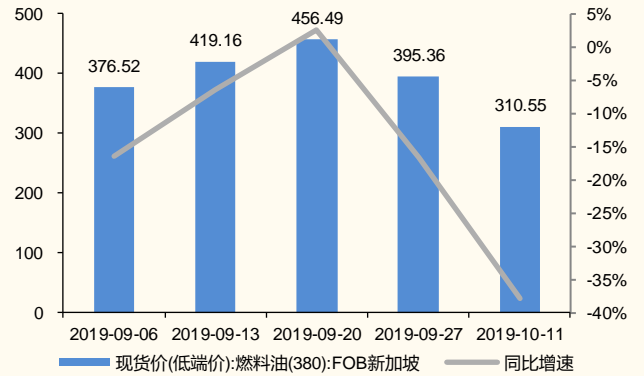
- 截至10月11日，WTI原油期货结算价为54.70美元/桶，较前一周上涨3.58%，同比下跌22.9%；截至10月11日，新加坡380燃料油现货价格为310.55美元/吨，较前一周下跌21.45%，同比下跌37.9%。

图表 11: WTI 原油期货结算价 (美元/桶)



来源: wind, 国金证券研究所

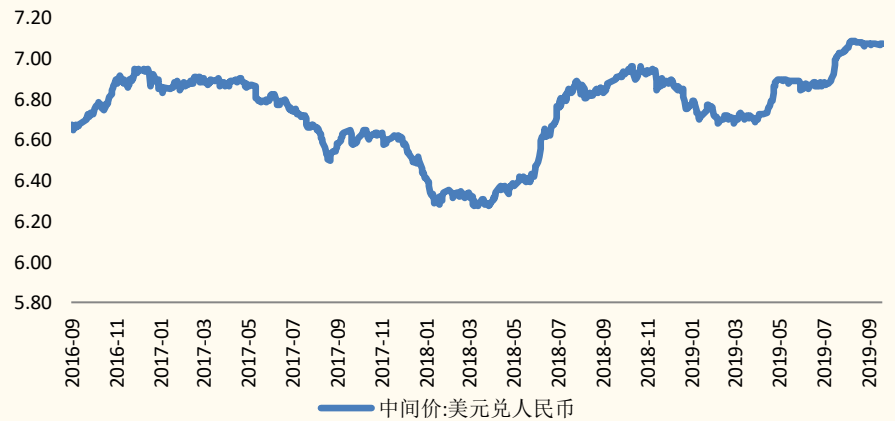
图表 12: 新加坡 380 燃料油价格 (美元/吨)



来源: wind, 国金证券研究所

汇率: 10月11日, 美元兑人民币中间价为 7.0727, 较前一周下跌 0.01%。

图表 13: 美元兑人民币中间价

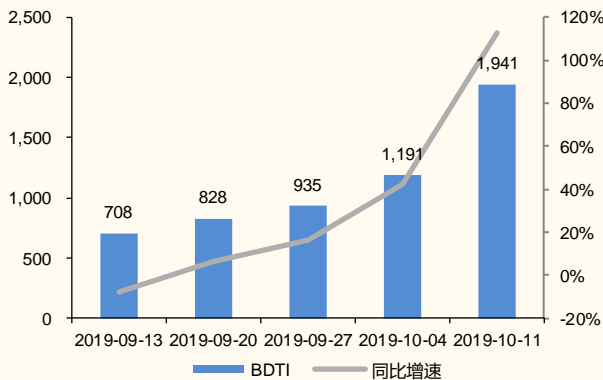


来源: wind, 国金证券研究所

油运: BDTI 环比、同比上涨; BCTI 环比、同比上涨

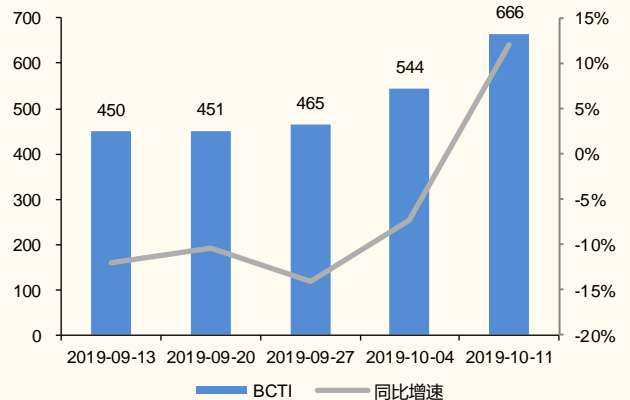
- 2019年10月11日, 原油运输指数 BDTI 收于 1,941 点, 环比上涨 63.0%, 同比上涨 112.6%, 成品油运输指数 BCTI 收于 666 点, 环比上涨 22.4%, 同比上涨 12.1%。

图表 14: 原油运输 BDTI 走势



来源: wind, 国金证券研究所

图表 15: 成品油运输 BCTI 走势

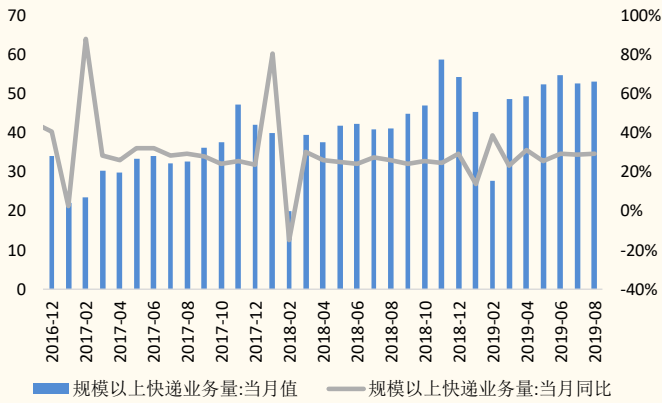


来源: wind, 国金证券研究所

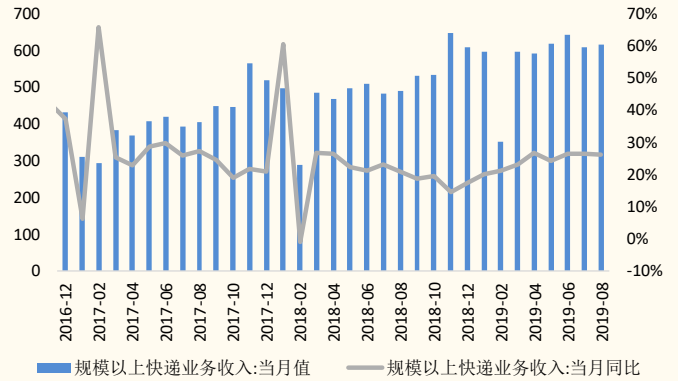
快递：8月合计业务量53.0亿件，同增29.3%；业务收入616.8亿元，同增26.2%。

- 国家邮政局公布2019年8月快递行业运行情况，全国快递服务企业业务量完成53.0亿件，同比增长29.3%；业务收入完成616.8亿元，同比增长26.2%。1-8月行业集中度CR8为81.7%，较1-7月基本持平。

图表16：全国规模以上快递业务量（亿件）



图表17：全国规模以上快递业务收入（亿元）

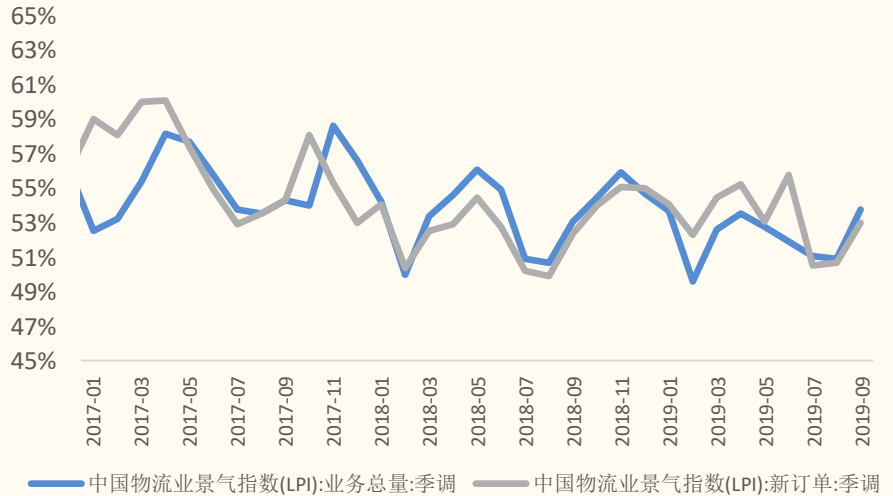


来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

- 2019年9月份，中国物流景气指数（LPI）为53.8%，同比上涨0.7个百分点。

图表18：中国物流景气指数（LPI）

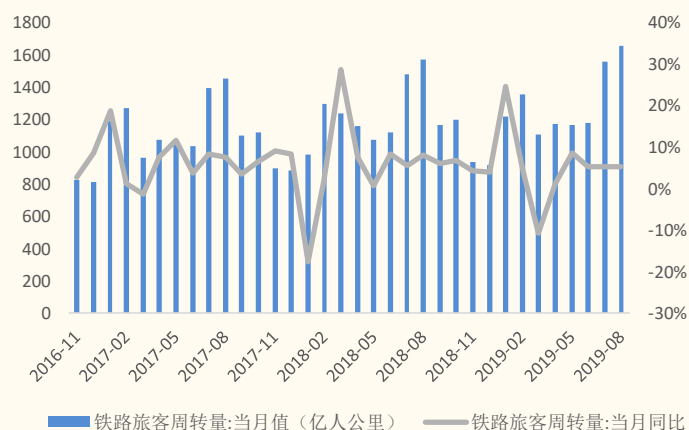


来源：wind，国金证券研究所

铁路：大秦线1-9月运量同比继续下滑

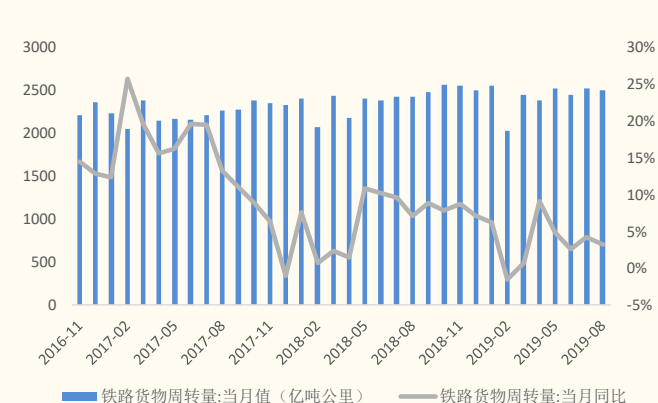
- 2019年9月，公司核心经营资产大秦线完成货物运输量3383万吨，同比减少10.69%。日均运量112.77万吨。大秦线日均开行重车75.4列，其中：日均开行2万吨列车55.3列。2019年1-9月，大秦线累计完成货物运输量32348万吨，同比减少4.73%。

图表 19：铁路旅客周转量（亿人公里）



来源：wind，国金证券研究所

图表 20：铁路货物周转量（亿吨公里）



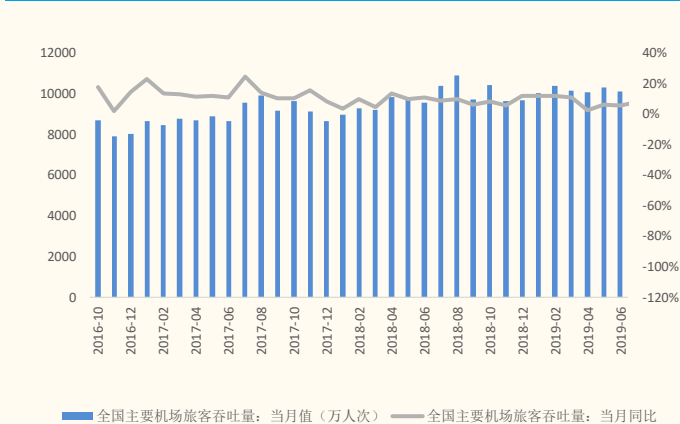
来源：wind，国金证券研究所

机场：枢纽机场流量增速低位徘徊

- 2019年7月份，全国主要机场旅客吞吐量为1.12亿人次，同比增长7.77%；飞机起降架次为82.1万架次，同比增长6.56%。

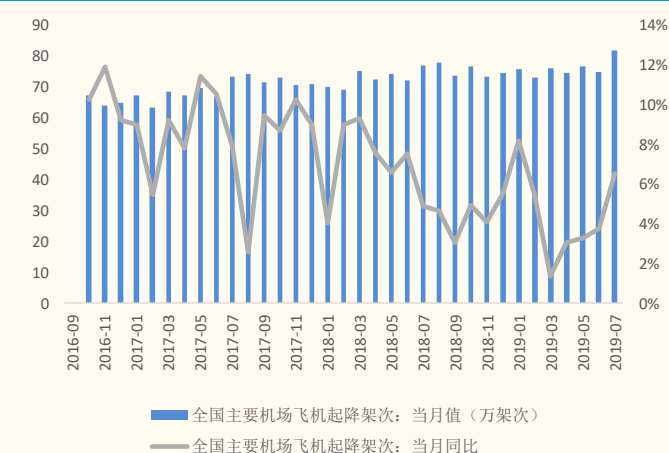
我们认为市场对于枢纽机场未来非航价值高增长高度认同。机场作为区域垄断资产，业绩由流量推动，经济发达地区，人民消费水平提高，航空需求持续旺盛，叠加商业价值爆发，有助于机场延续稳定增长态势，并且收入现金流健康，我们依然坚定看好枢纽机场流量变现能力，长期战略依然显著。

图表 21：全国主要机场旅客吞吐量（万人次）



来源：wind，国金证券研究所

图表 22：全国主要机场飞机起降架次（万架次）



来源：wind，国金证券研究所

公司投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5% 以上。

行业投资评级的说明：

- 买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
- 中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5% 以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道4001号

时代金融中心7GH