

# 交通运输

证券研究报告

2019年11月03日

## 航空量价有望同比上扬，关注双十一快递

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:京沪高铁IPO, 顺丰 Q3 扣非同比增 61.6%》  
2019-10-27
- 《交通运输-行业研究周报:油运运价逐步回归常态, 看好顺丰三季报》  
2019-10-20

**市场综述:** 本周 A 股震荡向上, 上证综指报收于 2954.93, 环比涨 0.57%; 深证综指报收于 1632.40, 涨 0.97%; 沪深 300 指报收于 3896.79, 涨 0.71%; 创业板指报收于 1675.34, 涨 1.62%; 申万交运指数报收于 2340.83, 跌 0.97%。交运行业子板块表现一般, 其中最为强势的是公交 (1.0%), 其次为高速公路 (0.4%)、港口 (0.2%)。本周交运板块涨幅前三为长久物流(10.4%)、圆通速递 (7.1%)、飞力达 (6.6%); 跌幅前三为恒基达鑫(-14.1%)、ST 安通 (-6.4%)、天顺股份(-5.3%)。

**航空板块:** 各航司三季报披露完毕, 三季度国航/南航/东航/春秋/吉祥归母净利润分别同比升 4.4%、17.2%、9.8%、26.1%、-19.5% (吉祥去年投资收益较大, 扣非正增长)。三季度公商务需求相对低迷, 三大航运价普跌, 而成本端因飞机利用效率提升等因素, 单位非油成本出现明显节约的态势; 春秋吉祥运价相对坚挺, 但单位非油成本同比去年变化不大。冬春换季后民航正班时刻量同比升 5.7%, 增速大幅放缓, 伴随着 B737MAX 停飞及 R5 实施, 行业供给从多维度受到限制, 叠加国庆后公商务需求回流及去年年底的低基数, 我们认为票价同比表现有望显著恢复。考虑到相比于去年四季度油价有明显下降, 预计淡季业绩无虞。从历史回测数据来看, 11 月航空股相对大盘有正超额收益的概率较大, 过去 19 年胜率为 74%, 平均超额为 3.7%。继续推荐三大航, 同步推荐春秋、吉祥。

**快递物流:** 本周三家通达系公司及德邦披露三季报, 通达系中, Q3 韵达/圆通/申通分别实现扣非后归母净利润 5.98/5.12/2.67 亿, 同比增长分别为 24.96%/17.41%/-38.84%, 总结来看, 韵达持续成本优势+剥离快运, 业绩成长领先同行; 圆通实现快速成本下降带来业绩增速回升; 申通处于业绩阵痛期, 但我们认为随着四季度成本持续下降+单价较稳定, 将会较三季度显著好转。德邦今年前三季度实现扣非净利润-9117.54 万, 我们认为主因在于快运和大件快递市场中的剧烈竞争。投资上, 通达系中, 长期看规模效应+成本改善反哺市场获取的逻辑依旧, 建议关注双十一行情, 关注圆通、韵达、申通。物流板块: 继续推荐密尔克卫, Q3 单季度, 公司收入增长 46.12%, 扣非净利润 4632 万, 同比增 41.64%。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:** 上机/白机/深机三季度归母净利润分别同比升 15.7%、-32.9%、-16.6%。上海机场三季度因地区先客流下降造成免税增速下滑, 预计后续伴随着卫星厅旅客上量, 增速将逐步恢复。此外, 卫星厅转固金额低于预期, 如后续无进一步设备采购计划, 预计折旧将低于预期。白云机场免税销售继续保持高增长, 但由于含税商业租金因商铺退租造成环比显著下滑, 业绩同比下降。预计含税商业租金在后续重新招标后将部分恢复, 免税逻辑也同样延续, 民航发展基金返还取消带来的基数问题在四季度末消退后, 业绩快速上行可期。我们持续看好消费升级及海外消费回流拉动下的机场免税销售增加带来的租金收入持续增长。上海机场时刻有望于 2020 年逐步放量; 首都机场分流问题已经被市场充分预期; 白云机场已经度过了业绩低谷; 深圳机场国际线大踏步前行为未来免税收入放量逐步奠定基础。继续推荐上海机场、北京首都机场股份, 关注白云机场, 深圳机场。

**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、保税科技。  
**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

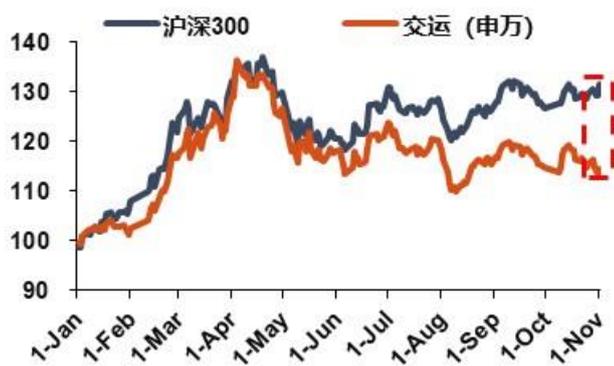
| 股票代码      | 股票名称 | 收盘价<br>2019-11-01 | 投资<br>评级 | EPS(元) |       |       |       | P/E   |       |       |       |
|-----------|------|-------------------|----------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|           |      |                   |          | 2018A  | 2019E | 2020E | 2021E | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 601111.SH | 中国国航 | 8.37              | 买入       | 0.51   | 0.55  | 0.71  | 0.79  | 16.41 | 15.22 | 11.79 | 10.59 |
| 600029.SH | 南方航空 | 6.76              | 买入       | 0.24   | 0.39  | 0.59  | 0.72  | 28.17 | 17.33 | 11.46 | 9.39  |
| 600115.SH | 东方航空 | 5.29              | 买入       | 0.17   | 0.27  | 0.48  | 0.55  | 31.12 | 19.59 | 11.02 | 9.62  |
| 600009.SH | 上海机场 | 76.26             | 买入       | 2.20   | 2.73  | 3.17  | 3.70  | 34.66 | 27.93 | 24.06 | 20.61 |
| 600004.SH | 白云机场 | 18.11             | 增持       | 0.55   | 0.46  | 0.64  | 0.79  | 32.93 | 39.37 | 28.30 | 22.92 |
| 002468.SZ | 申通快递 | 20.72             | 买入       | 1.34   | 1.04  | 1.24  | 1.49  | 15.46 | 19.92 | 16.71 | 13.91 |
| 600233.SH | 圆通速递 | 12.70             | 买入       | 0.67   | 0.74  | 0.80  | 0.89  | 18.96 | 17.16 | 15.88 | 14.27 |
| 600018.SH | 上港集团 | 5.88              | 买入       | 0.45   | 0.46  | 0.46  |       | 13.07 | 12.78 | 12.78 |       |
| 603128.SH | 华贸物流 | 7.68              | 买入       | 0.44   | 0.51  |       |       | 17.45 | 15.06 |       |       |
| 601919.SH | 中远海控 | 4.69              | 买入       | 0.10   | 0.24  | 0.27  | 0.48  | 46.90 | 19.54 | 17.37 | 9.77  |
| 603713.SH | 密尔克卫 | 35.43             | 买入       | 0.87   | 1.30  | 1.78  | 2.35  | 40.72 | 27.25 | 19.90 | 15.08 |
| 002352.SZ | 顺丰控股 | 39.70             | 买入       | 1.03   | 1.41  | 1.57  | 1.94  | 38.54 | 28.16 | 25.29 | 20.46 |

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

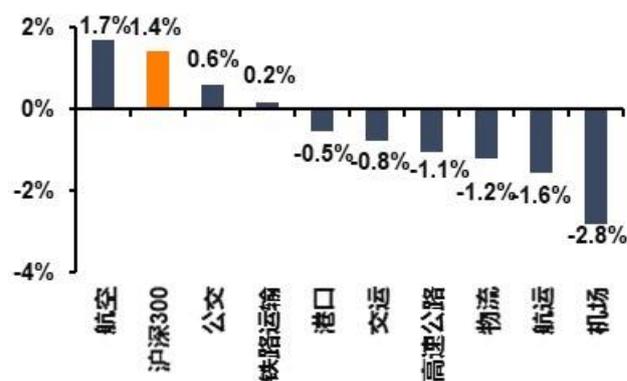
**市场综述:** 本周 A 股宽幅震荡, 上证综指报收于 2958.20, 环比涨 0.11%; 深证综指报收于 1637.00, 涨 0.28%; 沪深 300 指报收于 3952.39, 涨 1.43%; 创业板指报收于 1687.00, 涨 0.70%; 申万交运指数报收于 2322.67, 跌 0.78%。交运行业子板块表现一般, 其中最为强势的是航空 (1.7%), 其次为公交 (0.6%)、铁路运输 (0.2%)。本周交运板块涨幅前三为飞力达(25.6%)、怡亚通( 11.1%)、畅联股份( 8.0%); 跌幅前三为白云机场(-14.0%)、ST 飞马( -11.6%)、申通快递(-8.6%)。

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 (2019.10.28-11.3)



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>  |           |        |       |       |
| 飞力达                | 9.0       | 25.6%  | 10.0% | 21.7% |
| 怡亚通                | 4.6       | 11.1%  | 0.0%  | -7.8% |
| 畅联股份               | 12.1      | 8.0%   | 1.0%  | 17.9% |
| 宏川智慧               | 17.7      | 7.7%   | 1.7%  | -3.2% |
| 吉祥航空               | 14.6      | 7.0%   | 3.6%  | 16.1% |
| <b>11 月交运板块领涨股</b> |           |        |       |       |
| 飞力达                | 9.0       | 25.6%  | 10.0% | 21.7% |
| 华夏航空               | 11.5      | 6.4%   | 6.1%  | -7.4% |
| 上海雅仕               | 15.8      | -2.9%  | 6.1%  | 1.1%  |
| 海汽集团               | 6.8       | 3.0%   | 4.5%  | 4.1%  |
| 吉祥航空               | 14.6      | 7.0%   | 3.6%  | 16.1% |
| <b>19 年交运板块领涨股</b> |           |        |       |       |
| 白云机场               | 18.1      | -14.0% | -1.0% | 82.0% |
| 天顺股份               | 27.3      | -5.6%  | 2.1%  | 64.7% |
| 保税科技               | 4.2       | 2.7%   | -0.2% | 64.0% |
| 五洲交通               | 4.7       | -2.1%  | 1.1%  | 55.4% |
| 上海机场               | 76.3      | 0.8%   | 0.0%  | 51.4% |

资料来源: WIND, 天风证券研究所

**航空板块:** 各航司三季报披露完毕, 三季度国航/南航/东航/春秋/吉祥归母净利润分别同比升 4.4%、17.2%、9.8%、26.1%、-19.5% (吉祥去年投资收益较大, 扣非正增长)。三季度公商务需求相对低迷, 三大航运价普跌, 而成本端因飞机利用效率提升等因素, 单位非油成本出现明显节约的态势; 春秋吉祥运价相对坚挺, 但单位非油成本同比去年变化不大。冬春换季后民航正班时刻量同比升 5.7%, 增速大幅放缓, 伴随着 B737MAX 停飞及 R5 实施, 行业供给从多维度受到限制, 叠加国庆后公商务需求回流及去年年底的低基数, 我们认为票价同比表现有望显著恢复。考虑到相比于去年四季度油价有明显下降, 预计淡季业绩无虞。从历史回测数据来看, 11 月航空股相对大盘有正超额收益的概率较大, 过去 19 年胜率为 74%, 平均超额为 3.7%。继续推荐三大航, 同步推荐春秋、吉祥。

**快递物流:** 本周三家通达系公司及德邦披露三季报, 通达系中, Q3 韵达/圆通/申通分别实现扣非后归母净利润 5.98/5.12/2.67 亿, 同比增长分别为 24.96%/17.41%/-38.84%, 总结来看, 韵达持续成本优势+剥离快运, 业绩成长领先同行; 圆通实现快速成本下降带来业绩增速回升; 申通处于业绩阵痛期, 但我们认为随着四季度成本持续下降+单价较稳定, 将会较三季度显著好转。德邦今年前三季度实现扣非净利润-9117.54 万, 我们认为主因在于快运和大件快递市场中的剧烈竞争。投资上, 通达系中, 长期看规模效应+成本改善反哺市场获取的逻辑依旧, 建议关注双十一行情, 关注圆通、韵达、申通。

**物流板块:** 继续推荐密尔克卫, Q3 单季度, 公司收入增长 46.12%, 扣非净利润 4632 万, 同比增 41.64%。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:** 上机/白机/深机三季度归母净利润分别同比升 15.7%, -32.9%, -16.6%。上海机场三季度因地区先客流下降造成免税增速下滑, 预计后续伴随着卫星厅旅客上量, 增速将

逐步恢复。此外，卫星厅转固金额低于预期，如后续无进一步设备采购计划，预计折旧将低于预期。白云机场免税销售继续保持高增长，但由于含税商业租金因商铺退租造成环比显著下滑，业绩同比下降。预计有税商业租金在后续重新招标后将部分恢复，免税逻辑也同样延续，民航发展基金返还取消带来的基数问题在四季度末消退后，业绩快速上行可期。我们持续看好人民消费升级及海外消费回流拉动下的机场免税销售增加带来的租金收入持续增长。上海机场时刻有望于 2020 年逐步放量；首都机场分流问题已经被市场充分预期；白云机场已经度过了业绩低谷；深圳机场国际线大踏步前行为未来免税收入放量逐步奠定基础。继续推荐上海机场、北京首都机场股份，关注白云机场，深圳机场。

**航运板块：**中美双方虽已达成部分协议，但是后续仍有第二第三轮的谈判，不确定性仍较为显著。当前时点，全球经济低迷以及供过于求的行业格局造成行情较为低迷，IMO 限硫令的临近又将给航运行业带来较高的额外成本，行业中小落后产能有望加速去化，建议关注行业底部布局机会，推荐中远海控，关注中远海能、招商轮船。

- **集运市场：**本周中远海控发布三季报，得益于优秀的经营能力，在弱势市场下实现营业收入 1116.17 亿元，同比增长 35.9%；归母净利润 21.16 亿元，同比大增 145.3%；扣非归母净利润 18.9 亿，同比扭亏的优秀成绩。权重航线方面，欧洲航线货量有所提升，航商大幅推涨运价，欧洲线运价环比上涨 19.0%，同比下跌 6.0% 至 707 美元/TEU；地中海线稍弱于欧洲航线，环比涨 3.5%，同比跌 4.4% 至 735 美元/TEU。上海港平均舱位利用率约为 90-95%。美国航线方面，由于中美贸易争端持续，北美航线运输需求较弱，本周航商控制运力投放规模以推涨运价，供需基本面仍维持弱平衡，美西线运价环比涨 16.7%、同比跌 39.1% 至 1588 美元/FEU，美东线环比涨 8.0%、同比跌 28.0% 至 2604 美元/FEU，上海港平均舱位利用率维持于 95% 以上。集运旺季到来，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，但同时部分船舶因航线较长，将提前使用低硫油，带来增量成本。低迷的运价以及高企的成本有望带来行业的洗牌，我们认为低成本高收益的航商有望成为最终赢家，关注行业底部布局机会，推荐中远海控。
- **油运市场：**本周中远海能、招商轮船披露三季报，归母净利润同比分别大幅扭亏、升 197.1%。市场方面，如我们的预期，油运运价逐步回归常态，中期欧美经济情况不容乐观，全球原油需求侧仍具备不确定性。数据来看，本周 BDTI 环比跌 12.2%，同比涨 9.0% 至 1040 点；BCTI 环比跌 6.6%、同比涨 20.3% 至 693 点，CTFI 较上期大跌 209 点至 1483 点，同比跌幅 0.07%。TD3C 航线 TCE 约为 7.5 万 USD/天。国际油运方面，行业进入由北半球取暖需求驱动的传统旺季，中远海能受美国制裁叠加油轮遇袭带来的运价疯涨大概率将逐步回归常态，但是因海能事件造成的供给侧收紧，运价有望维持在相对高位，建议关注招商轮船、中远海能。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，建议关注招商南油。
- **散货市场：**地方债的投资目标与基础设施建设存在较高相关性，而 VLOC 运力又因进坞加装脱硫塔而短缺，散运运价虽有下跌，但整体维持较为强势的位置。BDI 本周环比跌 5.8%、同比涨 13.9% 至 1697 点。权重指数方面，BCI 本周环比下跌 2.0% 至 2950 点，BPI 环比跌 10.7% 至 1513 点，BSI 环比跌 12.0% 至 1045 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。

**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。

**铁路板块：**京沪高铁预披露招股书，截止 2019 年三季度末，公司总资产 1870.8 亿，净资产 1597.3 亿，营业收入 250.0 亿，净利润 95.1 亿，ROE 达到 5.71%。京沪高铁作为中国高铁资产中最优质的一条线路，其上市标志了中国铁路资产证券化迈出重要一步，有望助推铁路板块情绪。当前各地路局均拥有盈利资产，但上市平台仅广深、大秦与铁龙物流三家，叠加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之提升。标的上，广深铁路 PB 估值跌至 0.74x，处在历史底部区间，城际客运业务以及大股东资产遐想空间较大；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、保税科技。

**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. 本周重点行业报告

#### 2.1.1. 铁路运输：成就黄金之路——京沪高铁密码破译

##### 京沪高铁：盈利能力极强的核心资产

京沪高铁公司是京沪高速铁路及沿线车站的投资、建设、运营主体，公司主营业务为高铁旅客运输，正线长 1318 公里，全线采用动车组列车运行，纵贯北京、天津、上海三大直辖市和河北、山东、安徽、江苏四省。截止 2019 年三季度末，公司总资产 1870.8 亿，净资产 1597.3 亿，资产负债率逐年走低；营业收入 250.0 亿，净利润 95.1 亿，净利润率 38.1%，利润率稳步上行。

**线路可以更繁忙！产能瓶颈可以打破。**公司主要收入包括旅客运输（本线）与路网服务（跨线）两类。首先旅客运输业务收入直接与旅客周转量挂钩，拆分历史财务数据，我们发现主要是由单位列车运载能力和客座率两项指标共同推动收入增长。单位列车运能的提升，主要依靠动车组车型的优化实现，即通过投用加长版的十七辆、十六辆编组车型对运能进行扩容，结合国铁集团动车组采购情况，我们认为京沪高铁未来仍有通过此方式扩容的空间。另外在旅客运输需求持续旺盛的前提下，跨线车的加密也会带来公司路网服务收入的快速增长。

**定价权已经归属国铁集团，调价在行政上没有阻碍。**高铁客票定价权已经由发改委交由国铁集团，过去也已有东南沿海高铁公司探索过高铁提价事宜，因此从行政上看，考虑旺盛需求，京沪高铁的客票定价有向上空间。另外，高铁提速已经提上议程，提速后的高铁对远距离客流的吸引力度有望增强，带来周转量和单位旅客票价的提升，也为远期列车加密创造空间。

**成本多为“类固定”，利润弹性强。**京沪高铁前五项成本占比达到 97.0%，其中委托运输、动车组使用等均与本线开行列车车次数量相关，与客运量无关；折旧支出上，则由于铁路资产特性，折旧年限长，折旧率较低。考虑京沪高铁最有可能的运能扩张方式是动车组升级，若不加开车次，则成本受影响不大，这意味着未来京沪高铁的利润弹性较大，公司利润率提升大概率继续延续。

##### 募投项目：计划收购京福安徽公司资产

本次 IPO 公司计划发行股份不超 75.57 亿股，占发行后总股本比例不超过 15%，所募集的资金在扣除发行费用后拟全部用于收购京福安徽公司 65.0759% 股权，收购对价为 500.00 亿元，收购对价与募集资金的差额通过自筹资金解决。京福安徽公司当前仅有两条通车线路，尚未实现盈利，我们认为随着未来客流量逐步上行，京福安徽将实现盈利。

##### 投资建议

京沪高铁无疑是中国高铁线路当中的黄金资产，不论是旅客运输或是路网服务，其业务基石均来自于这一条线路的不可替代性。我们在本文对京沪高铁的财务状况做了详细拆分和基本面判断，在产能存弹性、成本较稳定的特性下，我们认为京沪高铁在未来将延续其利润率的提升。

行业层面，京沪高铁上市标志了中国铁路资产证券化迈出重要一步，有望助推铁路板块情绪。当前各地路局均拥有盈利资产，但上市平台仅三家，标的上，广深铁路 PB 估值跌至 0.78x，处在历史底部区间，公司同样主营旅客运输业务，且大股东资产遐想空间较大，我们认为与京沪高铁上市的关联度最高。大秦铁路为高股息率品种，具备避险价值；铁龙物流运营铁路特种集装箱业务，业务拓展空间较大。

**风险提示：宏观经济超预期波动；产能扩张低于预期；价格弹性低于预期；京沪高铁二线投用**

## 2.2. 本周重点公司报告

### 2.2.1. 中国国航（601111.SH）：成本显著节约对冲营收放缓，三季度业绩同比升 4.4%

**中国国航披露三季度报告：**中国国航披露三季度报告，三季度公司实现营业收入 377.6 亿，同比下降 2.3%，实现归母净利润 36.2 亿，同比增长 4.4%；前三季度实现营业收入 1030.8 亿，同比增长 0.2%，实现归母净利润 67.6 亿，同比下降 2.5%。

**运量缓速增长，运价有所下降，三季度营收出现小幅下滑。**公司运投增速稳健，三季度 ASK740.2 亿，同比增 5.4%，增速与前面两个季度变化不大；RPK608.0 亿，同比增 6.0%；客座率 82.17%，同比升 0.47pct，其中国内线客座率同比下降 0.02pct，国际线同比上升 1.83pct，地区线下降 7.62pct。受宏观经济探底及三季度末为保障建国 70 周年庆典公商务需求受到一定抑制的影响，公司运价水平有所下降，我们测算降幅在 5%左右。此外，由于剥离货航带来的收入基数问题，公司三季度营收同比出现小幅下滑。

**成本显著节约，单位非油成本节约力度加大。**鉴于三季度油价低位震荡，航空煤油出厂价同比下降约 10%，公司航油成本预计仅略超 90 亿元，同比有所下降；非油成本方面，公司单位 ASK 非油成本节约力度加大，我们测算节约力度或达到接近 7%，明显大于一季度和二季度约 4%的节约幅度。

**销售管理费用水平优化，扣汇业绩同比升约 5%。**三季度公司销售费用率为 4.18%，同比下降 0.19pct，管理（含研发）费用率 3.08%，同比下降 0.07pct。因三季度汇率贬值近 3%，公司承担一定汇兑损失，叠加经营租赁并表利息增加影响，我们测算扣汇财务费用率 3.91%，同比提高 1.57%，升幅略低于二季度 1.59%的水平。如剔除汇兑损益影响，我们测算公司三季度利润总额同比升约 5%。

**投资建议：**2019 冬春航季正班时刻量同比增 5.7%，增速显著放缓，叠加 B737MAX 停飞持续及 R5 限制飞行员飞行小时数，从多维度共同压缩航空公司供给释放空间。考虑到需求有望探底复苏，及去年四季度起的运价低基数，我们认为四季度及 2020 年运价有望明显改善。中国国航是我国唯一载国旗飞行的航空公司，把控北京首都机场，占据地理优势，对公商务人群具备更强的吸引力，预计其在北京市场一市两场的争夺中占得先机。暂不修改盈利预测，预计 2019-2021 年归母净利润分别为 80.3 亿、103.2 亿、115.4 亿，同比分别增长 9.4%、28.6%、11.8%，维持“买入”评级。

**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**

### 2.2.2. 南方航空（600029.SH）：收益略降成本节约，三季度业绩同比升 17.2%

**南方航空披露三季报。**南方航空披露三季度报告，三季度实现营业收入 437.3 亿元，同比增长 5.8%，实现归母净利润 23.88 亿元，同比增长 17.2%；前三季度实现营业收入 1166.7 亿元，同比增长 7.1%，实现归母净利润 40.78 亿元，同比下降 2.3%。

单位收益有所下降，营收增速有所放缓。

三季度公司实现 ASK916.5 亿，同比增长 10.8%，增速环比提高 1.8pct，实现 RPK766.7 亿，同比增长 11.1%，客座率 83.66%，同比提高 0.25pct，其中国内线客座率下降 0.29pct，国际线提高 1.51pct，地区线下降 1.12pct。受到宏观经济探底及公司运投增加影响，公司三季度运价有所降低，我们测算降幅可能接近 5%，拉低收入增速低于运量增长。

**成本节约趋势延续，单位非油成本降约 4%。**航油成本方面，三季度航空煤油出厂价同比下降 10%左右，受其影响，公司航油成本预计基本与去年相差无几，我们测算其接近 115 亿元。非油成本方面则延续节约势头，我们测算单位非油成本同比下降约 4%，节约幅度大于上半年。

**费用水平基本平稳，补贴收入有所增长，业绩基本符合预期。**公司三季度销售费用率 4.52%，同比提高 0.19pct，管理（含研发）费用率 2.55%，同比微升 0.12pct；财务费用方面，因经营租赁并表及人民币对美元汇率贬值影响，公司承担一定汇兑损失，预计其超过 22 亿元。如扣除汇率影响，公司扣汇财务费用率因经营租赁并表利息费用增加而有所提高，为 3.80%，同比升 1.61%，但环比一、二季度有所下降。其他收益方面，公司三季度其他收益 10.4 亿，同比升 4.54 亿。整体来看，我们测算公司扣汇利润总额约为 58.8 亿，同比升略超 20%，基本符合预期，

**提出增发，向大股东增发募集资金。**公司于三季报公布日同步公告增发预案，拟向控股股东东南航集团增发 A 股不超过 24.53 亿股，募集资金不超过 168 亿元，同时向南航集团全资子公司南龙控股增发不超过 6.13 亿股 H 股，募集资金不超过 35 亿港元。南航集团方才混改引入恒健投资控股、广州城建投资集团、深圳鹏航投资股权投资，并较快提出全额认购南航增发，在一定程度上显现了产业资本对民航业长期前景的乐观预期。

**投资建议：**2019 冬春航季正班时刻量同比增 5.7%，增速显著放缓，叠加 B737MAX 停飞持续及 R5 限制飞行员飞行小时数，从多维度共同压缩航空公司供给释放空间。考虑到需求有望探底复苏，及去年四季度起的运价低基数，我们认为四季度及 2020 年运价有望明显改善。大兴机场已经投产，南航作为未来大兴机场的最大承运人，南北齐飞战略将稳步推进。预计 2019-2021 年公司归母净利润分别为 48.0 亿、72.2 亿、88.0 亿，维持“买入”评级。

**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

### 2.2.3. 东方航空（600115.SH）：运价小幅降低，成本节约费用改善，三季度业绩微升

**事件：**东方航空披露三季报，三季度实现营业收入 346.2 亿，同比增长 3.5%，实现归母净利润 24.2 亿，同比增长 9.8%；前三季度实现营业收入 934 亿，同比增长 6.3%，实现归母净利润 43.7 亿，同比下降 2.7%。

**客座率小幅下降，运价有所降低，营收增速放缓。**三季度公司实现 ASK702.4 亿，同比增长 12.1%，实现 RPK578.8 亿，同比增长 10.4%，客座率 82.4%，同比下降 1.28pct，其中国内线客座率下降 1.68pct，国际线客座率基本持平，地区线客座率因香港旅客量跌幅较大，下降 9.81pct。因运投增速较快，叠加宏观经济探底及去年的高基数，公司运价延续二季度下降的趋势，降幅约在 5%左右，进而影响收入增速明显低于运量增速。

**飞机利用效率提升，民航发展基金减负，成本延续节约态势。**三季度国际油价低位徘徊，航空煤油出厂价同比下降 10.7%，公司单位航油成本有所下降；非油成本方面，因运力投放较快，ASK 增速（12.1%）明显大于三季度末飞机数量增速（6.6%），叠加民航发展基金

减负，我们测算公司单位非油成本下降明显，三季度降幅或超 5%，成本延续节约态势。

**销售管理费用整体有所改善，补贴收入提高，业绩小幅提升。**三季度公司销售费用率 4.31%，同比下降 0.43pct；管理（含研发）费用率 2.65%，同比提高 0.21pct；财务费用方面，公司三季度因汇率贬值面临一定汇兑损失，但考虑到去年同期汇兑损失为 16.1 亿，我们估算汇兑损益剪刀差并不大，扣汇财务费用因经营租赁并表报表利息支出增加影响略有提升。补贴方面，公司三季度其他收益 13.7 亿，同比提高 3.2 亿，其他报表项变化不大，归母净利润小幅提升。

**冬春季供给收紧，运价有望明显改善。**2019 冬春航季正班时刻量同比增 5.7%，增速显著放缓，叠加 B737MAX 停飞持续及 R5 限制飞行员飞行小时数，从多维度共同压缩航空公司供给释放空间。考虑到需求有望探底复苏，及去年四季度起的运价低基数，我们认为四季度及 2020 年运价有望明显改善。

**投资建议：**公司战略目标明晰，北京、上海枢纽形成“双龙出海”的航线网络布局，且核心黄金干线京沪线经努力保留在首都老机场运行平稳收益品质，与吉祥航空交叉持股协同作战进一步优化上海市场竞争格局，发展空间广阔。目前公司 PB 估值水平处于历史底部区域，我们认为股价向上空间明显大于向下风险，预计 2019-2021 年归母净利润分别为 43.4 亿、78.6 亿、90.4 亿，维持“买入”评级及目标价 7.88 元。

**风险提示：**宏观经济下滑，油价大幅上涨，汇率贬值，安全事故

#### 2.2.4. 吉祥航空（603885.SH）：收益品质坚挺，成本略有抬头，三季度扣非符合预期

**吉祥航空披露三季度报：**吉祥航空披露三季度报告，三季度实现营业收入 49.4 亿，同比增长 18.2%，实现归母净利润 6.57 亿，同比下降 19.5%。

收益品质坚挺，运投收入增长同步。三季度公司实现 ASK106.6 亿，同比增长 20.9%，实现 RPK92.7 亿，同比增长 19.1%；受国际长航线方才开辟处于培育期影响，公司三季度客座率 86.97%，同比下降 1.35pct。公司收益品质坚挺，单位 RPK 营业收入同比仅微降 0.8%，带动运投与收入增长基本同步。

成本依然略有抬升，预计四季度有望显著改善。因国际油价低位徘徊，航空煤油出厂价有所下降，预计三季度公司航油成本约 11.7 亿，升幅明显低于运力增速；非油成本方面，公司三季度单位 ASK 非油成本依然出现小幅上升，但升幅进一步收窄。展望四季度，鉴于去年四季度公司单位非油成本出现明显异常，同比增 23.2%带来较高基数，我们预计 2019 年四季度公司成本端将出现明显改善。

费用水平基本稳定，投资收益及其他收益、营业外收入剪刀差拉低利润。三季度公司销售费用率为 3.82%，同比小幅下降 0.07pct；管理（含研发）费用率 2.35pct，同比下降 0.13pct；财务费用率 1.41%，同比上升 0.26pct。因去年同期剥离子公司华瑞租赁，公司投资收益下降 1.79 亿，此外，三季度公司其他收益 1.00 亿，同比下降 0.4 亿，营业外收入同比下降 0.43 亿。如全面剔除上述三项影响，公司利润总额应同比升约 8%。

**投资建议：**公司未来两年继续保持较高增速水平，考虑到随着航线网络的丰富，宽体机投放选择更加灵活，且伴随着民航运价市场化政策的不断突破，预计公司单位收益品质将保持稳定，成本端则受益于宽体机利用效率的提升及政策利好而度过阵痛期，后续将持续优化，拉动业绩不断增长。我们预计 2019 年-2021 年公司归母净利润分别为 13.7 亿、18.0 亿、20.7 亿，EPS 分别为 0.70 元、0.91 元、1.05 元。维持“买入”评级及目标价 16.34 元，目标价对应 2019-2021 年 EPS 的 PE 估值分别为 23.4X、17.9X、15.5X。

风险提示：宏观经济下滑，油价大幅上涨，汇率剧烈波动，安全事故

### 2.2.5. 中远海控 (601919.SH)：单箱收入逆势增长，经营能力优势尽显

**事件：**中远海控披露 Q3 业绩，实现营业收入 1116.17 亿元，同比增长 35.9%；归母净利润 21.16 亿元，同比大增 145.3%；扣非归母净利润 18.9 亿，同比扭亏。

**运价大幅跑赢市场，经营能力优势尽显！**2019Q3，集运市场运价表现疲软，CCFI 均值为 822 点，同比下降 1.72%，SCFI 均值为 790.5 点，同比下降 9.93%。但受益于海控对全球经济格局的把握，及早将运力转向新兴市场，Q3 单季录得集装箱运量 664.32 万 TEU，同比增长 1.92%；航线收入 355.16 亿元，同比增长 7.12% 的优异成绩。运价方面，集团 Q3 单季单箱航线收入达 5346.22 人民币，相较去年同期的 5086.65 人民币增长 5.10%，即便剔除人民币贬值 2.82% 的影响仍显著跑赢市场。

**长滩码头已于 10 月 24 日交割完成，有望为公司带来高额一次性收益及充沛的现金流，为后续业务发展奠定基础。**公司收购东方海外过程中，东方海外、中远海控与美国国土安全部及司法部就东方海外持有的美国长滩码头签订了国家安全协议，并于今年 4 月 30 日公告出售资产，该资产账面价值 104.5 亿人民币。10 月 25 日，中远海控公告交割已于 10 月 24 日完成，高额现金收益有望在 2019 年年报中体现。

**国家大力推动区块链，GSBN 推进有望超预期，巩固行业龙头地位。**10 月 24 日，中共中央政治局就区块链技术进行第十八次集体学习，习近平主席对发展区块链技术的重要意义、发展方向等作出深刻阐释，并对区块链技术的发展作出重要部署。中远海控旗下航运区块链联盟 GSBN 旨在推动行业数字化标准的制定和信息共享，提升行业运营效率和客户服务质量。已于 2018 年上半年完成联手京东、佳农，推出了厄瓜多尔香蕉原产地溯源项目，使消费者扫描二维码就可以追溯食品原产地，这是海运业对区块链技术的首次商业化应用。在国家产业扶持的基础下，我们认为海控有望在区块链技术应用上走在前列，并借此增加客户黏度、巩固行业龙头地位。

**投资建议：**IMO 限硫令将于明年初正式执行，4 季度起部分船舶将开始换用低硫油，导致燃油成本上升，而行业长期供过于求的格局导致运价低迷、成本转嫁能力不足。本轮冲击或将推动行业进入产能去化期，低成本高收益的航运公司有望成为最后赢家，海控 Q3 依靠自身经营能力完成单箱收入的逆势增长，表现亮眼；此外，数字技术应用的推进在产业扶持下有望加速，进一步加强客户黏度。不考虑长滩码头资产处置收益的情况下，预计公司 2019-2021 年净利润 29.71、32.74、58.70 亿元，对应 19-21PE19.0X、17.2X、9.6X，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济超预期下行、燃料油成本超预期上行、行业竞争格局超预期恶化、安全事故等

### 2.2.6. 密尔克卫 (603713.SH)：内外并举高成长持续，继续看好！

**密尔克卫披露三季报：**Q1-Q3 累计，公司实现营业收入 17.90 亿元，同比增 46.82%，实现归属上市公司股东净利润 1.44 亿元，同比增 37.97%，实现归属于上市公司股东扣非净利润 1.37 亿，同比增 36.46%。

Q3 单季度，公司实现营业收入 6.78 亿元，同比增 46.12%，实现归属上市公司股东净利润 4992 万，同比增 32.92%，实现归属于上市公司股东扣非净利润 4632 万，同比增 41.64%。

**收入快速成长，毛利同比环比均改善。**公司 Q3 收入增速 46.1%，主要受到内生与外延项目共同释放收入所带动。成本角度，当期成本增长 43.3%，慢于收入增长，体现到毛利端，三季度公司实现毛利额 1.22 亿元，同比增长 60.6%，为过去四个季度以来的最快值，毛利率角度，2019Q3 达到 17.98%，同比去年增加 1.62 个百分点，环比 Q2 增加 0.47 个百分点。

**推出股权激励，为长期成长奠基。**公司推出 2019 年限制性股权激励计划，向公司核心人员共计 62 人授予股权，该部分股权授予价格 18.41 元/股，自授予日起 12 个月后每隔 12 个月分 4 批解禁，其业绩考核按照 2018 年公司净利润 1.32 亿为基数，2019-2022 年净利润增长率分别不低于 33.00%、70.24%、114.50%与 170.27%。我们认为公司限制性股权激励计划充分考虑了公司核心骨干力量的利益，为公司长期的稳定成长打下基础。

**大行业小公司，内生外延并举。**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。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 35-40%。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

### 2.2.7. 白云机场（600004.SH）：含税商业及税费扰动拖累业绩，免税长逻辑不改

**事件：**白云机场披露三季度报告，第三季度实现营业收入 19.74 亿，同比下降 5.2%，实现归母净利润 1.45 亿，同比下降 32.9%；前三季度实现营业收入 58.33 亿，同比增长 0.5%，实现归母净利润 5.73 亿，同比下降 37.6%。

**吞吐量增长加速，换季时刻维持较高增速。**受益于 T2 航站楼投产后运营效率提升，公司三季度飞机起降架次及旅客吞吐量增速均有所提高，其中飞机起降架次同比增 4.2%，旅客吞吐量同比增 7.5%。冬春换季后，我们测算白云机场容量同比调升，周计划航班班次量同比增长 6.8%，其中国际线增长 13.6%，预计后续主业增速将继续维持较快水平。

**含税商业租金收入下滑或成为收入增长降速的原因。**得益于国际线旅客量的不断增长及 9 月免税大促销，我们认为公司三季度免税租金收入延续高速增长势头，但扣除民航发展基金返还影响后，公司收入增速增长约为 6%，基本与业务量增速持平，可见非航收入增速放缓。参考公司与中信出版的仲裁一事，我们认为三季度含税商业租金收入下滑或为非航收入增速放缓的主要原因。我们认为随着公司国际线时刻的不断增长，旅客消费能力的提升伴随着大力促销，免税销售额仍将持续爬坡，非免税方面，随着后续招商重启，新商家入驻，预计含税商业收入将有所恢复。

**成本端平稳，税费略超预期，整体业绩略低于预期。**三季度公司营业成本 15.95 亿，同比下降 1.6%，与二季度营业成本同比增长 1.0%的水平相差无几，基本平稳。税费及费用方面，公司三季度税金及附加 7275 万元，环比及同比均有所增长，略超预期；费用方面整体改善，三季度公司销售、管理、财务费用率分别为 0.28%、6.21%、0.68%，同比分别提高 0.02pct，下降 0.93pct，下降 1.26pct。公司其他收益 3819 万元，同比增长 3243 万元，投资收益 960 万元，同比下降 848 万元；资产减值损失 724 万元，而去年同期为-1992 万元。综合来看，因含税商业租金减少及税费增加，公司三季度业绩略低于预期。

**投资建议：**目前枢纽机场的业绩驱动力来自于免税销售产生的租金收入增长，我们继续看好白云机场国际客增长及旅客消费力提升拉动下的免税租金收入持续攀升，短期收入成本变化或在一定程度上造成股价波动，但不改变免税主逻辑的大方向，继续看好公司业绩前景。鉴于我们难以预测四季度房产税明细及含税商业的恢复力度，暂不修改盈利预测，预计 19-20 年 EPS 分别为 0.46 元、0.64 元，维持“增持”评级。

**风险提示：**经济下滑，免税不及预期，含税商业恢复慢于预期，安全事故

### 2.2.8. 上海机场（600009.SH）：卫星厅投产抬升成本，利润增速放缓符合预期

**上海机场披露三季报：**上海机场披露 2019 年三季报，实现营业收入 27.5 亿，同比增长 14.9%，实现归母净利润 12.95 亿，同比增长 15.7%；前三季度实现营业收入 82.1 亿，同比增长 19.0%，实现归母净利润 39.9 亿，同比增长 27.2%。

**时刻依然紧张，香港扰动拉低国际线增速。**2019 年夏秋航季上海机场时刻量基本稳定，时刻紧张导致航班起降架次增速保持低位，三季度仅同比增长 2%，旅客吞吐量方面，因香港市场低迷，地区线旅客量同比下滑，三季度公司整体旅客吞吐量同比增长 2.6%，增速环比略有放缓。冬春换季后，上海机场时刻依旧偏紧，但考虑到卫星厅已于 9 月投产，大幅改善机场运行效率，我们认为至 2020 年夏秋季时刻总量或有一定增长，届时航空主业有望逐步放量。

**地区线旅客骤减或是营收放缓的原因，后续免税成长潜力不减。**公司营收增速环比二季度有所放缓，我们认为可能的原因是往返香港的旅客大减对免税销售产生阶段性负面影响。我们认为此波动大概率不会成为常态，且伴随着卫星厅投产带来更大的免税面积和更好的购物体验，预期后续免税销售增速会逐步恢复，成长潜力不减。

**卫星厅投产抬高成本，但预期后续成本升幅或低于前期预期。**三季度公司营业成本 13.3 亿，同比增加 1.89 亿，环比增加 1.92 亿，增长的原因很可能是卫星厅于 9 月投产所致。但观察三季报资产负债表，固定资产由二季度的 82.5 亿上升至三季度末的 200.8 亿，明显低于前期 167 亿的计划投资额。如后续无进一步设备采购等计划，我们预计公司后续成本增量可能低于市场预期。

**费用水平小幅下降，业绩基本符合预期。**费用水平方面，公司销售管理费用率分别为 0.0%、2.0%，同比分别下降 0.01pct、0.56pct；财务费用方面，即便卫星厅投资占用资金，但公司财务费用率依然为-1.93%，同比仅微升 0.19pct，说明财务状况依然良好。此外，公司投资收益 2.89 亿，同比提高 4820 万元，对业绩产生正面影响，整体来看，公司业绩基本符合预期。

**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，虽然未来三个季度公司因成本端上行或导致业绩增速降速，但待基数效应消退时，利润水平仍将持续爬坡。近期公司股价明显调整，长期投资价值逐步显现，暂不调整盈利预测，维持“买入”评级，继续推荐！

**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

### 2.2.9. 顺丰控股 (002352): Q3 扣非增长 61.62%, 四季度业务量将加速

#### 事件

顺丰控股披露 19Q3 财报: 单独三季度, 公司营收 286.95 亿, 同比增 25.36%, 归母净利润 12.10 亿, 同比增 57.47%, 扣非归母净利润 11.81 亿, 同比增 61.62%。前三季度, 公司累计营收 787.70 亿, 同比增 20.37%, 归母净利润 43.11 亿, 同比增 44.77%, 扣非归母净利润 35.11 亿, 同比增 24.47%。

#### 三季度业务量快速修复, 供应链成为收入增量来源

19Q3, 公司基本面持续修复, 实现快递包裹量 12.24 亿件。在需求端, 5 月开始向市场大规模推广的电商特惠专递持续放量, 推动业务量上行: 7-9 月公司业务量增长分别为 23%、30%、36%。按照公司月度数据, Q3 快递业务总收入 269.08 亿, 供应链收入 14.56 亿, 成为公司收入增长另一来源。

#### 毛利率同比增长近 1 个百分点, 费用率控制得当

3 季度公司成本增长 24.1%, 较收入增长慢 1.4 个百分点, 我们认为成本增长主要来源于需求端放量所增加的变动成本。公司单季度毛利率 18.43%, 同比去年提高接近 1 个百分点, 毛利额 52.88 亿, 同比增长 32.36%。另外在费用端, 公司本季度费用控制非常好, 整体费用率 12.60%, 是自 2018Q1 之后最低的一个季度, 其中贡献主要来自于管理费用 (管理费用费用 24.38 亿, 费率 8.50%), 公司在费用率上的控制体现出今年梳理架构所释放出的活力。公司实现营业利润 17.38 亿, 同比增长 70.96%。另外本季度公司所得税率较高达到 32.26%, 也成为影响业绩的一项原因。

#### 四季度增长将加速

顺丰在快递行业具备的高品牌价值, 有利于中高端级别的电商商家提升形象, 随着进入四季度电商旺季以及特惠专递体量渐大, 我们认为特惠专递都顺丰业务量的拉动作用将会继续提升, 叠加去年四季度受宏观环境影响, 公司不论是业务量或利润基数均较低, 四季度公司业务量增长将会加速。

从长期的产业布局角度, 公司当前业务版图已经较为完善, 快运、同城、冷链、科技都处于各自子赛道的领先地位, 任一板块都具备较高价值, 公司今年已经先后设立快运子公司、并且将同城件单独起网, 我们看好公司新业务的多元化发展。

**投资建议:** 公司三季度释放出了较强的业绩动能, 我们认为 2019 年公司业绩高增长将是大概率事件, 我们将公司 2019-2020 年业绩预测由 56.29、62.69 亿调整至 62.09、69.37 亿, 维持买入评级。

**风险提示:** 特惠件发展不及预期; 成本控制不及预期; 宏观经济波动

### 2.2.10. 韵达股份 (002120): 单季度扣非业绩增 24.96%, 业绩规模领跑行业

#### 韵达股份披露 19Q3 季报:

Q3 单季, 公司营收 86.99 亿, 同比增 160.04%; 归母净利润 6.59 亿, 同比减 32.81%; 实现扣非净利润 5.98 亿, 同比增 24.96%。

Q1-Q3, 公司营收 242.53 亿, 同比增 162.26%; 归母净利润 19.55 亿, 同比减 1.29%; 扣非净利润 17.85 亿, 同比增 26.61%。

### 快速实现收入增长，单位毛利略有下降

公司年初至今业务量累计实现 69.33 亿件，同比增 45.6%，已经与去年 69.85 亿件的总量相近，年初至今业务量市占率达 15.8%。Q3 实现业务量 25.99 亿件，同比增 47.0%。

单价方面，三季度综合单价 3.35 元/票，环比 2019Q2 降幅 0.13 元/票，同比上，我们预计 Q3 可比口径降幅在 6-7%。成本方面，公司 Q3 营业成本/快递数量为 2.91 元/票。毛利端，公司综合单位毛利为 0.44 元/票，环比均减少 0.07 元/票，同比减少 0.09 元/票，三季度公司实现总毛利额 11.33 亿，同比增 21.8%，毛利率 13.03%，环比下降 1.77 个百分点。盈利能力虽有下降，但横向比较仍然较为突出。

### 产能扩张一步一脚印，在手现金及其等价物充裕

观察公司资产端变化，在建工程同比期初增长 252.98%至 13.61 亿，主要投向为韵达江西、韵达山东与韵达吉林基地。无形资产增加近 6 亿，主因为购买土地，行业当前需求旺盛，地理位置佳、面积宽阔的土地是稀缺资源，具有较高的远期价值，公司本年度在这方面拓展较为顺利。另外截止三季度末，公司货币资金+交易性金融资产合计达到 77.92 亿，为未来进一步的产能扩张和市场竞争均留下充分弹药。

### 非经常性损益少于去年，但扣非表现仍然较为优秀

2018 年公司处置丰巢股权，Q3 与之相关投资收益达 5.88 亿，因此 Q3 单季归母净利润同比受到基数影响。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，少数股东损益环比 Q2 大幅度减少。

### 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，我们维持盈利预测与买入评级不变。

### 风险提示：业务量增长低于预期；行业竞争格局恶化

#### 2.2.11. 申通快递（002468）：业绩仍处阵痛期，成本改善趋势出现

##### 申通披露 2019 年三季报：

Q3 单季，公司营收 57.85 亿，同比增 29.67%，归属上市公司股东净利润 2.73 亿，同比降 63.23%，归属上市公司股东扣非净利润 2.67 亿，同比降 38.84%。

Q1-Q3 累计，公司营收 156.56 亿，同比增 41.01%，归属上市公司股东净利润 11.06 亿，同比降 31.35%，归属上市公司股东扣非净利润 10.49 亿，同比降 16.89%。

##### 量升价跌，收入增速落后于规模扩张

2019 年是申通加速追赶市场份额的一年，公司前 9 个月业务量累计完成 50.47 亿票，同比增长 49.4%，Q3 业务量 20.36 亿件，同比增长 52.7%，市占率从年初的 11.3%提升至 9 月的 13.0%。但价格端公司的降幅也非常明显，从年初的 3.38 元/票降至 9 月的 3.05 元/票，Q3

公司平均价格 2.84 元/件，同比跌幅达到 0.51 元/票。

### 成本改善初见成效，单价影响毛利表现

公司在 2018 年加大力度回收各地转运中心资产及使用权，带来 2018 下半年及 2019 上半年的财务成本口径不可比，进入今年三季度，虽然口径仍然略大于去年同期，但成本端已实现明显进步，单位成本 2.59 元/票，同比减少 0.23 元/票，环比减少 0.1 元/票，是自去年三季度资产并表以来的首次成本下降，可见转运中心回收后的自动化改造、网络优化等工作已体现出效用。但由于收入端的跌幅较大，公司三季度单位毛利下降至 0.25 元/票，同比减少 0.28 元/票。

### 四季度预计价格将回暖，旺季与来年产能充足

临近双十一双十二旺季，产能不足叠加变动成本增加，我们认为终端与公司价格跌幅将收窄，或有望实现环比回升，考虑公司的成本下降趋势已经开始体现，我们认为环比上看，四季度的利润能力有望转好。公司当前在建工程较年初扩张 233.76%至 7.64 亿，量价两个维度都有望带动四季度业绩回暖。另外去年申通 Q3 计入出售丰巢股权所带来的 4.2 亿投资收益，使得去年业绩基数较高。

### 投资建议

2019 是申通量重于利的一年，前三季度受到单价和资产并表的影响，业绩下滑幅度较大，进入四季度，我们认为单价压力放松和成本向好都将缓解公司的利润压力，我们下调公司 2019-2021 年业绩预测由 17.78 亿、19.57 亿、22.54 亿调整至 15.86 亿、18.99 亿、22.86 亿，维持买入评级。

**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**

### 2.2.12. 圆通速递（600233）：增速成本均大幅改善，利润率有望提升

#### 圆通披露 2019 年三季报：

Q1-Q3，公司营收 216.16 亿，同比增 16.07%，实现归属上市公司股东净利润 13.76 亿，同比增 9.75%，实现归属上市公司股东扣非净利润 13.41 亿，同比增 11.27%。

Q3 单季度，公司营收 76.63 亿，同比增 16.87%，实现归属上市公司股东净利润 5.14 亿，同比增 13.51%，实现归属上市公司股东扣非净利润 5.12 亿，同比增 17.41%。

#### 三季度业务量向上修复，单价同比下降较为明显

2019 年三季度，公司实现业务量 23.49 亿件，同比增长 44.1%，9 月市占率 14.5%，环比二季度显著恢复。单价角度，公司三季度综合单价 3.26 元/件，其中快递单价 2.75 元/件，同比去年下降 0.51 元/件，公司表现的单价降幅较为明显，究其原因我们认为主要有四点：1）公司下半年对派费机制进行了调整，这部分单价下降对利润不造成显著影响；2）包裹轻量化趋势持续；3）公司总部成本下降后给予加盟商让利；4）市场竞争。

### 成本下降剧烈，毛利影响相对较轻

三季度公司成本表现优秀，综合成本 2.85 元/件，同比去年同期下降 0.65 元/件。我们认为公司过去夯实资产、加快转运中心自动化建设、提升干线运输能力等行为都在本季度发挥了积极作用，成本下降成果喜人。受到成本推动，公司 2019Q3 单位综合毛利额为 0.42 元/件，同比下降 0.11 元/件，降幅较小，但考虑今年进出口贸易导致圆通国际航空货代业务负增长，我们认为公司实际快递毛利降幅很小，在国际货代业务对业务增长造成负增长的背景下，我们认为公司三季度 13.6%的毛利额增长是十分具有含金量的。

### 聚焦主业，夯实资产

当前快递公司降成本的逻辑，重要一项就是通过资本开支→夯实核心资产（转运中心自动化+需求强的干线运输自营）+规模效应→成本节约的路线。观察公司资产负债表，期末在建工程科目为 9.49 亿元，较去年末增长 61.82%，主要为加大转运中心建设，我们认为转运中心的自动化改造是提升效率、压低人工成本的重要因子，我们看好公司未来的成本下降趋势。

### 投资建议

我们认为圆通当前进入了较为合理的估值水平，基本上，公司的成本下降趋势在三季度进一步确立，叠加四季度旺季与次年一季度小旺季价格压力放松，业绩成长空间将向上；估值方面，公司当前市值 361 亿，我们维持 2019E 业绩预测 20.96 亿不变，对应估值水平 17x，维持买入评级。

### 风险提示：行业竞争恶化；成本下降空间不及预期

## 2.3. 本周重大事件

表 2: 重大事件回顾 (2019 年 10 月 28 日-2019 年 11 月 3 日)

|   | 重大事件  |
|---|---|
| 高速公路  | 重庆路桥 (600106.SH) 公告第三季度报告, 年初至报告期末营业收入 1.78 亿元, 同比减少 1.53%, 归母净利润 2.30 亿元, 同比增加 7.00%, 扣非归母净利润 1.71 亿元, 同比增加 26.73%。  |
|   | 中原高速 (600020.SH) 公告第三季度报告, 年初至报告期末营业收入 48.68 亿元, 同比增加 13.87%, 归母净利润 13.25 亿元, 同比增加 40.98%, 扣非归母净利润 12.64 亿元, 同比增加 32.83%。   |
|   | 宁沪高速 (600377.SH) 公告 19 年度第十二期超短期融资券发行计划, 发行总额 4 亿元, 发行利率 2.45%, 发行价格 100 元/百元, 兑付日 2020 年 5 月 15 日。   |
|   | 东莞控股 (000828.SZ) 公告第三季度报告, 年初至报告期末营业收入 12.27 亿元, 同比增加 0.29%, 归母净利润 8.33 亿元, 同比增加 17.27%, 扣非归母净利润 8.30 亿元, 同比增加 17.20%。  |
|   | 盐田港 (000088.SZ) 公告第三季度报告, 年初至报告期末营业收入 4.56 亿元, 同比增加 55.76%, 归母净利润 2.41 亿元, 同比减少 19.08%, 扣非归母净利润 2.41 亿元, 同比减少 18.68%。   |
|   | 吉林高速 (601518.SH) 公告吉林省长春市中级人民法院认可控股子公司东高油脂破产清算财产分配方案。   |
|   | 现代投资 (000900.SZ) 公告第三季度报告, 年初至报告期末营业收入 97.86 亿元, 同比增加 8.83%, 归母净利润 8.22 亿元, 同比增加 2.72%, 扣非归母净利润 7.90 亿元, 同比增加 32.83%。   |
|   | 招商公路 (001965.SZ) 公告第三季度报告, 年初至报告期末营业收入 56.20 亿元, 同比增加 24.51%, 归母净利润 33.21 亿元, 同比增加 9.59%, 扣非归母净利润 33.04 亿元, 同比增加 10.22%。  |
|   | 湖南投资 (000548.SZ) 公告第三季度报告, 年初至报告期末营业收入 2.08 亿元, 同比增加 9.43%, 归母净利润 0.41 亿元, 同比增加 55.03%, 扣非归母净利润 0.40 亿元, 同比增加 53.55%。   |
|   | 粤高速 A (000429.SZ) 公告第三季度报告, 年初至报告期末营业收入 22.80 亿元, 同比减少 4.45%, 归母净利润 11.08 亿元, 同比减少 9.23%, 扣非归母净利润 10.98 亿元, 同比减少 7.00%。   |
|   | 深高速 (600548.SH) 公告第三季度报告, 年初至报告期末营业收入 41.40 亿元, 同比增加 1.09%, 归母净利润 15.21 亿元, 同比增加 41.44%, 扣非归母净利润 11.74 亿元, 同比增加 64.16%。   |
|   | 龙江交通 (601188.SH) 公告第三季度报告, 年初至报告期末营业收入 5.25 亿元, 同比减少 5.03%, 归母净利润 2.85 亿元, 同比增加 16.54%, 扣非归母净利润 2.81 亿元, 同比增加 5.17%。  |
| 海南高速 (000886.SZ) 公告第三季度报告, 年初至报告期末营业收入 1.39 亿元, 同比减少 62.81%, 归母净利润 0.55 亿元, 同比减少 65.04%, 扣非归母净利润 0.24 亿元, 同比减少 68.61% |   |
| 铁路  | 广深铁路 (601333.SH) 公告第三季度报告, 年初至报告期末营业收入 156.13 亿元, 同比增加 7.07%, 归母净利润 8.75 亿元, 同比减少 9.23%, 扣非归母净利润 8.77 亿元, 同比减少 11.65%。  |
| 公交  | 宜昌交运 (002627.SZ) 公告第三季度报告, 年初至报告期末营业收入 16.94 亿元, 同比增加 1.32%, 归母净利润 1.09 亿元, 同比增加 23.29%, 扣非归母净利润 0.98 亿元, 同比增加 65.09%。  |
|   | 大众交通 (600611.SH) 公告 19 年度第三期超短期融资券发行情况, 发行金额 8 亿元, 发行期限 180 天, 发行价格 100 元/百元, 到期兑付日 2020 年 4 月 28 日。  |
|   | 申通地铁 (600834.SH) 公告第三季度报告, 年初至报告期末营业收入 4.19 亿元, 同比减少 24.85%, 归母净利润 0.51 亿元, 同比增加 104.39%, 扣非归母净利润 0.35 亿元, 同比增加 58.22%。   |
|   | 锦江投资 (600650.SH) 公告第三季度报告, 年初至报告期末营业收入 17.95 亿元, 同比增加 1.24%, 归母净利润 2.12 亿元, 同比增加 0.42%, 扣非归母净利润 1.88 亿元, 同比增加 6.24%。  |
|   | 德新交运 (603032.SH) 公告第三季度报告, 年初至报告期末营业收入 0.76 亿元, 同比减少 25.13%, 归母净利润 0.09 亿元, 同比增加 54.74%, 扣非归母净利润-0.11 亿元, 同比增加 256.15%。   |
|   | 江西长运 (600561.SH) 公告 1) 18 年度第一期短期融资券到期兑付, 发行总额 2.1 亿元, 发行利率 7.5%, 期限 365 天, 到期兑付本息 2.26 亿元。2) 公告第三季度报告, 年初至报告期末营业收入 17.85 亿元, 同比减少 10.62%, 归母净利润 0.05 亿元, 同比减少 69.85%, 扣非归母净利润-0.57 亿元。 |
| 物流  | 韵达股份 (002120.SZ) 公告第三季度报告, 营业收入 242.53 亿元, 同比增加 162.26%, 归母净利润 19.55 亿元, 同比减少 1.29%, 扣非归母净利润 17.85 亿元, 同比增加 26.61%。   |
|   | 申通快递 (002468.SZ) 公告第三季度报告, 营业收入 156.56 亿元, 同比增加 41.01%, 归母净利润 11.06 亿元, 同比减少 31.35%,  |

|           |   |
|-----------|---|
|           | <p>扣非归母净利润 10.49 亿元，同比减少 16.89%。</p> <p>圆通速递 (600233.SH) 公告第三季度报告，营业收入 216.16 亿元，同比增加 16.07%，归母净利润 13.76 亿元，同比增加 9.75%，扣非归母净利润 13.41 亿元，同比增加 11.27%。</p> <p>密尔克卫 (603713.SH) 公告 1) 19 年限制性股票激励计划授予激励对象名单。2) 公告第三季度报告，营业收入 17.90 亿元，同比增加 46.82%，归母净利润 1.44 亿元，同比增加 27.97%，扣非归母净利润 1.37 亿元，同比增加 36.46%。</p> <p>保税科技 (600794.SH) 公告 15 年员工持股计划通过大宗交易和二级市场集合竞价出售 20.58 百万股完毕。</p> <p>澳洋顺昌 (002245.SZ) 公告累计收到政府补助 7000 万元。</p> <p>德邦股份 (603056.SH) 公告第三季度报告，营业收入 184.47 亿元，同比增加 14.93%，归母净利润 1.12 亿元，同比减少 75.70%，扣非归母净利润-0.91 亿元，同比减少 129.25%。</p> <p>上海雅仕 (603329.SH) 公告第三季度报告，营业收入 13.51 亿元，同比增加 14.16%，归母净利润-0.18 亿元，同比减少 137.40%，扣非归母净利润 0.25 亿元，同比减少 161.73%。</p> <p>建发股份 (600153.SH) 公告第三季度报告，营业收入 2103.58 亿元，同比增加 14.78%，归母净利润 18.25 亿元，同比增加 6.24%，扣非归母净利润 14.33 亿元，同比增加 1.54%。</p> <p>万林物流 (603117.SH) 公告第三季度报告，营业收入 6.92 亿元，同比增加 6.52%，归母净利润 0.67 亿元，同比减少 19.50%，扣非归母净利润 0.67 亿元，同比减少 18.39%。</p> <p>恒通股份 (603223.SH) 公告第三季度报告，营业收入 51.45 亿元，同比增加 30.34%，归母净利润 0.01 亿元，同比减少 98.05%，扣非归母净利润-101.02 亿元，同比减少 127.53%。</p> <p>宏川智慧 (002930.SZ) 公告第三季度报告，营业收入 3.61 亿元，同比增加 23.43%，归母净利润 1.18 亿元，同比增加 52.44%，扣非归母净利润 1.15 亿元，同比增加 53.24%。</p> <p>普路通 (002769.SZ) 公告第三季度报告，营业收入 47.78 亿元，同比增加 5.02%，归母净利润 0.61 亿元，同比减少 38.74%，扣非归母净利润 0.56 亿元，同比减少 28.59%。</p> <p>东方嘉盛 (002889.SZ) 公告第三季度报告，营业收入 105.32 亿元，同比增加 20.85%，归母净利润 1.15 亿元，同比减少 12.32%，扣非归母净利润 0.91 亿元，同比增加 18.88%。</p> <p>怡亚通 (002183.SZ) 公告第三季度报告，营业收入 474.98 亿元，同比减少 11.65%，归母净利润 0.71 亿元，同比减少 81.79%，扣非归母净利润 0.41 亿元，同比减少 89.30%。</p> <p>西部创业 (000557.SZ) 公告第三季度报告，营业收入 5.72 亿元，同比增加 12.09%，归母净利润 0.11 亿元，同比减少 86.66%，扣非归母净利润 1.14 亿元，同比减少 61.39%。</p> |
| <b>机场</b> | <p>上海机场 (600009.SH) 公告第三季度报告，营业收入 82.08 亿元，同比增加 18.95%，归母净利润 39.95 亿元，同比增加 27.19%，扣非归母净利润 39.49 亿元，同比增加 25.74%。</p> <p>白云机场 (600004.SH) 公告第三季度报告，营业收入 58.33 亿元，同比增加 0.51%，归母净利润 5.73 亿元，同比减少 37.64%，扣非归母净利润 5.22 亿元，同比减少 42.96%。</p>  |
| <b>航运</b> | <p>渤海轮渡 (603167.SH) 公告第三季度报告，营业收入 12.73 亿元，同比减少 0.15%，归母净利润 3.44 亿元，同比增加 6.39%，扣非归母净利润 2.21 亿元，同比减少 4.07%。</p> <p>宁波海运 (600798.SH) 公告第三季度报告，营业收入 16.96 亿元，同比减少 12.71%，归母净利润 1.82 亿元，同比增加 6.32%，扣非归母净利润 1.34 亿元，同比增加 16.26%。</p> <p>招商轮船 (601872.SH) 公告第三季度报告，营业收入 98.07 亿元，同比增加 33.99%，归母净利润 7.23 亿元，同比增加 64.25%，扣非归母净利润 6.82 亿元，同比增加 197.05%。</p> <p>中国外运 (601598.SH) 公告第三季度报告，营业收入 558.55 亿元，同比增加 0.20%，归母净利润 21.17 亿元，同比增加 9.25%，扣非归母净利润 18.51 亿元，同比增加 17.99%。</p> <p>中远海特 (600248.SH) 公告第三季度报告，营业收入 60.80 亿元，同比增加 10.24%，归母净利润 1.47 亿元，同比增加 13.81%，扣非归母净利润 1.73 亿元，同比增加 109.84%。</p> <p>海航科技 (600751.SH) 公告第三季度报告，营业收入 2420.89 亿元，同比增加 4.08%，归母净利润 2.76 亿元，同比增加 532.42%，扣非归母净利润 2.14 亿元。</p> <p>中远海能 (600026.SH) 公告第三季度报告，营业收入 105.31 亿元，同比增加 26.81%，归母净利润 5.83 亿元，同比增加 315.18%，扣非归母净利润 5.95 亿元，同比增加 280.09%。</p> <p>中远海发 (601866.SH) 公告第三季度报告，营业收入 101.83 亿元，同比减少 22.36%，归母净利润 12.91 亿元，同比增加 60.28%，扣非归母净利润 11.52 亿元，同比增加 58.78%。</p>  |

|    |  |
|----|--|
|    | 中远海控 (601919.SH) 公告第三季度报告, 营业收入 1116.17 亿元, 同比增加 35.90%, 扣非归母净利润 18.89 亿元。   |
| 港口 | 珠海港 (000507.SZ) 公告第三季度报告, 营业收入 23.88 亿元, 同比增加 33.41%, 归母净利润 1.46 亿元, 同比增加 1.99%, 扣非归母净利润 1.39 亿元, 同比增加 3.51%。  |
|    | 秦港股份 (601326.SH) 公告第三季度报告, 营业收入 50.26 亿元, 同比减少 3.84%, 归母净利润 8.60 亿元, 同比减少 8.59%, 扣非归母净利润 8.21 亿元, 同比增加 9.67%。  |
|    | 大连港 (601880.SH) 公告第三季度报告, 营业收入 49.04 亿元, 同比减少 8.6%, 归母净利润 5.41 亿元, 同比增加 22.4%, 扣非归母净利润 4.85 亿元, 同比增加 13.0%。  |
|    | 唐山港 (601000.SH) 公告第三季度报告, 营业收入 85.30 亿元, 同比增加 18.85%, 归母净利润 12.53 亿元, 同比增加 13.34%, 扣非归母净利润 12.58 亿元, 同比增加 16.56%。  |
|    | 恒基达鑫 (002492.SZ) 公告第三季度报告, 营业收入 1.98 亿元, 同比增加 3.42%, 归母净利润 0.42 亿元, 同比减少 18.82%, 扣非归母净利润 0.36 亿元, 同比减少 25.62%。   |
|    | 招商港口 (001872.SZ) 公告第三季度报告, 营业收入 90.13 亿元, 同比增加 24.11%, 归母净利润 24.70 亿元, 同比增加 175.43%, 扣非归母净利润 7.25 亿元, 同比增加 59.93%。   |
|    | 锦州港 (600190.SH) 公告第三季度报告, 营业收入 57.20 亿元, 同比增加 31.11, 归母净利润 1.48 亿元, 同比增加 29.24%, 扣非归母净利润 1.01 亿元, 同比减少 8.06%。  |
|    | 宁波港 (601018.SH) 公告第三季度报告, 营业收入 172.02 亿元, 同比增加 4.43%, 归母净利润 29.37 亿元, 同比减少增加 21.67%, 扣非归母净利润 23.16 亿元, 同比增加 9.20%。   |
|    | 青岛港 (601298.SH) 公告第三季度报告, 营业收入 0.09 亿元, 同比增加 3.76%, 归母净利润 0.03 亿元, 同比增加 3.53%, 扣非归母净利润 0.03 亿元, 同比增加 3.80%。  |
|    | 厦门港务 (000905.SZ) 公告第三季度报告, 营业收入 105.60 亿元, 同比增加 7.61%, 归母净利润 0.71 亿元, 同比增加 212.98%, 扣非归母净利润 0.04 亿元, 同比增加 568.64%。   |
|    | 上港集团 (600018.SH) 公告第三季度报告, 营业收入 266.10 亿元, 同比增加 2.02%, 归母净利润 67.67 亿元, 同比增加 32.45%, 扣非归母净利润 64.30 亿元, 同比增加 33.00%。   |
|    | 重庆港九 (600279.SH) 公告第三季度报告, 营业收入 37.36 亿元, 同比减少 32.45%, 归母净利润 1.22 亿元, 同比增加 17.90%, 扣非归母净利润 0.36 亿元, 同比减少 59.33%。   |
|    | 广州港 (601228.SH) 公告第三季度报告, 营业收入 76.86 亿元, 同比增加 13.96%, 归母净利润 7.37 亿元, 同比增加 2.66%, 扣非归母净利润 6.22 亿元, 同比增加 0.23%。  |
| 航空 | 华夏航空 (002928.SZ) 公告第三季度报告, 营业收入 40.34 亿元, 同比增加 28.64%, 归母净利润 3.66 亿元, 同比增加 85.05%, 扣非归母净利润 3.74 亿元, 同比增加 172.80%。  |
|    | 中信海直 (000099.SZ) 公告第三季度报告, 营业收入 11.45 亿元, 同比增加 15.79%, 归母净利润 1.57 亿元, 同比增加 78.24%, 扣非归母净利润 1.51 亿元, 同比增加 71.66%。   |
|    | 海航控股 (600221.SH) 公告 1) 公告第三季度报告, 营业收入 564.80 亿元, 同比增加 7.88%, 归母净利润 6.12 亿元, 同比减少 16.07%, 扣非归母净利润 1.33 亿元, 同比减少 32.71%。2) 18 年可续期公司债券付息计划, 11 月 4 日登记, 11 月 5 日, 向每手“18 海航 Y4”面值 1000 元派发利息 73.5 元。 |
|    | 东方航空 (600115.SH) 公告第三季度报告, 营业收入 934.00 亿元, 同比增加 6.28%, 归母净利润 43.67 亿元, 同比减少 2.74%, 扣非归母净利润 38.93 亿元, 同比减少 7.97%。   |
|    | 春秋航空 (601021.SH) 公告第三季度报告, 营业收入 101.79 亿元, 同比增加 13.61%, 归母净利润 14.12 亿元, 同比增加 21.70%, 扣非归母净利润 12.72 亿元, 同比增加 24.73%。  |
|    | 中国国航 (601111.SH) 公告第三季度报告, 营业收入 1030.77 亿元, 同比增加 0.19%, 归母净利润 67.62 亿元, 同比减少 2.53%, 扣非归母净利润 65.57 亿元, 同比增加 0.47%。  |
|    | 南方航空 (600029.SH) 公告第三季度报告, 营业收入 1166.65 亿元, 同比增加 7.14%, 归母净利润 40.78 亿元, 同比减少 2.32%, 扣非归母净利润 36.01 亿元, 同比减少 1.56%。  |

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 (%)



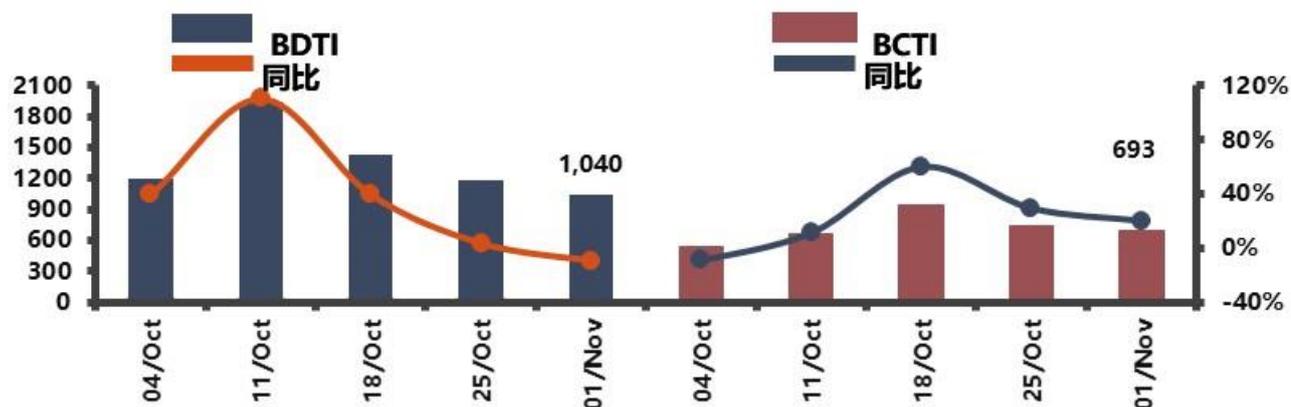
资料来源：WIND，天风证券研究所

图 9：新加坡燃料油价格 (美元/吨) 及同比 (%)



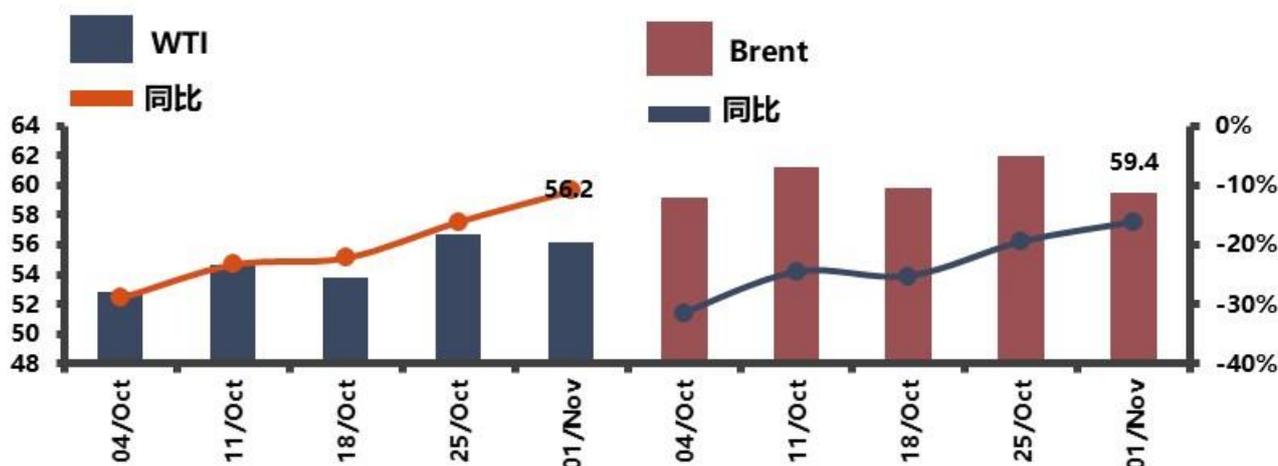
资料来源：WIND，天风证券研究所

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 (%)



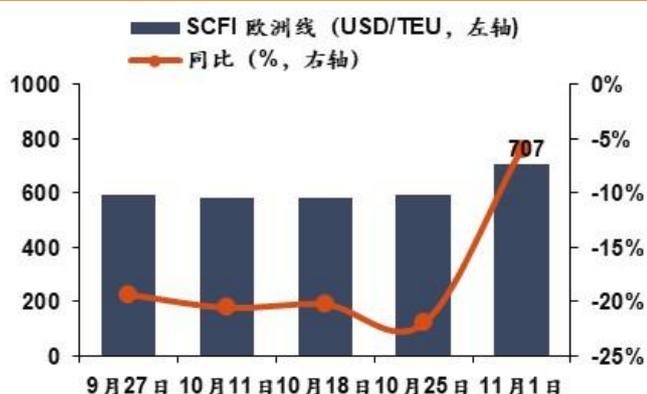
资料来源: WIND, 天风证券研究所

图 15: 上海出口集装箱运价指数及同比 (%)



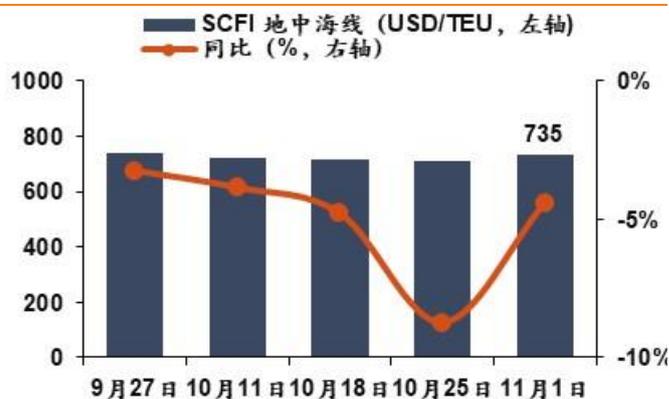
资料来源: WIND, 天风证券研究所

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 (%)



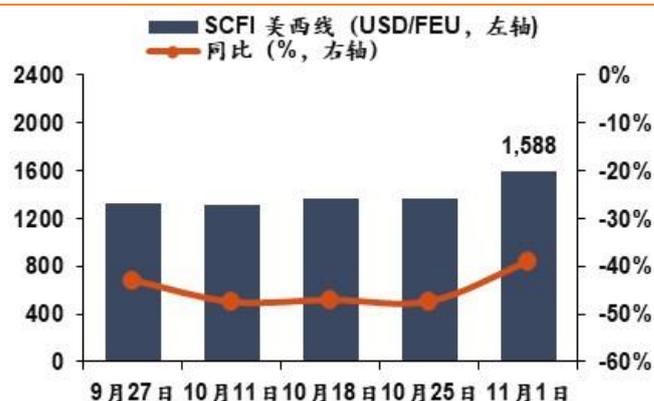
资料来源: WIND, 天风证券研究所

图 18: SCFI 美东航线集装箱运价及同比 (%)

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



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 (%)

图 25: 航空国内票价指数及同比 (%)



资料来源：航指数，天风证券研究所



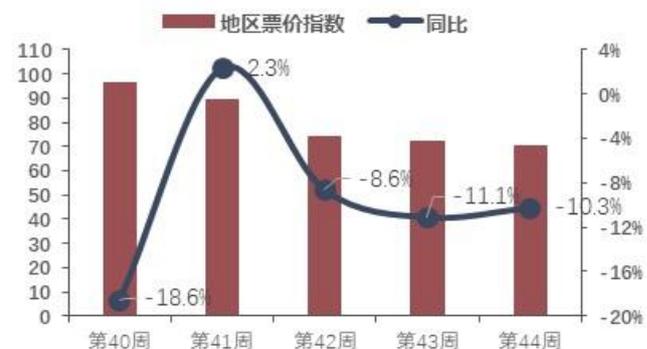
资料来源：航指数，天风证券研究所

图 26: 航空国际线票价指数及同比 (%)

图 27: 航空地区线票价指数及同比 (%)



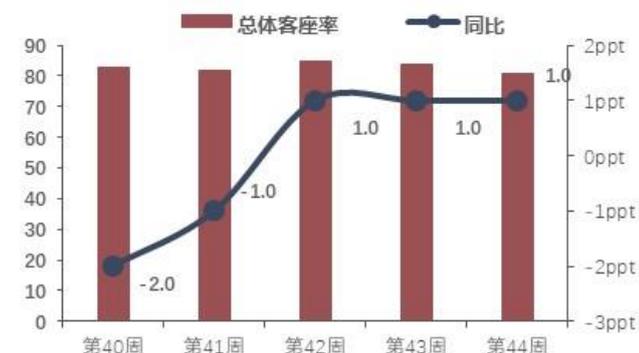
资料来源：航指数，天风证券研究所



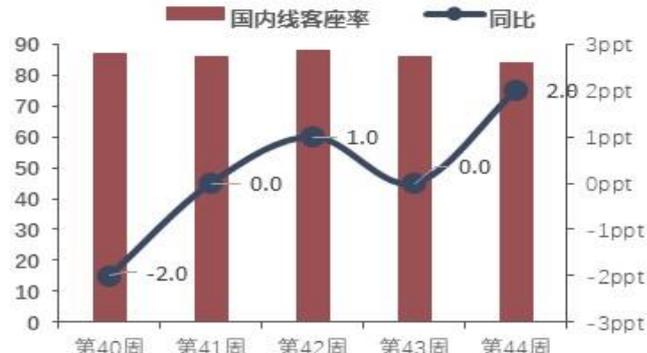
资料来源：航指数，天风证券研究所

图 28: 航空总体客座率 (%) 及同比 (ppt)

图 29: 航空国内线客座率 (%) 及同比 (ppt)



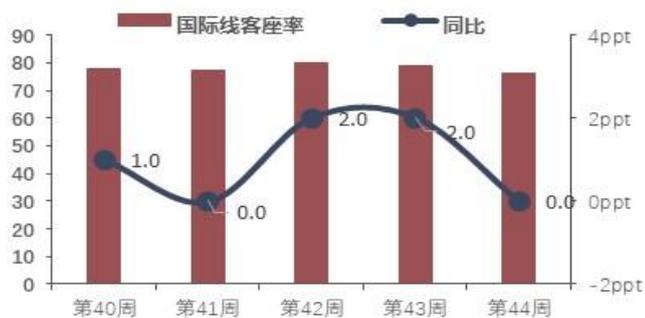
资料来源：航指数，天风证券研究所



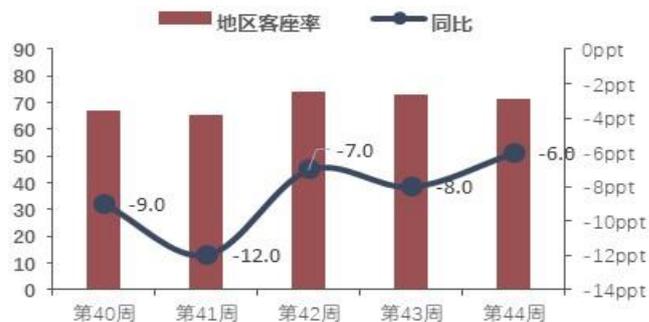
资料来源：航指数，天风证券研究所

图 30: 航空国际线客座率 (%) 及同比 (ppt)

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



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% |
|------|------------|------------|---------------|--------|--------------|--------|
| 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  |
| 德新交运 | 2020-01-06 | 8,160.00   | 7,840.80      | 49.00  | 16,000.80    | 100.00 |
| 招商南油 | 2020-01-08 | 176,742.23 | 189,855.20    | 37.79  | 366,597.43   | 72.98  |
| 南京港  | 2020-01-20 | 8,519.34   | 39,877.34     | 82.40  | 48,396.68    | 100.00 |
| 青岛港  | 2020-01-21 | 141,552.00 | 45,437.60     | 7.00   | 186,989.60   | 28.81  |
| 顺丰控股 | 2020-01-23 | 270,192.71 | 163,095.21    | 36.94  | 433,287.92   | 98.15  |
| 中远海控 | 2020-01-27 | 102,162.74 | 763,567.44    | 62.28  | 865,730.18   | 70.62  |
| 楚天高速 | 2020-02-24 | 9,157.47   | 152,531.82    | 90.10  | 161,689.29   | 95.51  |

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 | 0.51    | 0.55  | 0.71  | 28.7    | 1.3    |
|    | 东方航空 | 600115.SH | 0.18    | 0.29  | 0.52  | 33.5    | 1.3    |
|    | 中国国航 | 601111.SH | 0.55    | 0.71  | 0.91  | 17.0    | 1.3    |
| 航运 | 中远海控 | 601919.SH | 0.10    | 0.24  | 0.27  | 23.1    | 1.9    |
| 港口 | 上港集团 | 600018.SH | 0.45    | 0.46  | 0.46  | 11.4    | 1.7    |
| 物流 | 华贸物流 | 603128.SH | 0.44    | 0.51  |       | 24.1    | 1.9    |
|    | 顺丰控股 | 002352.SZ | 1.03    | 1.28  | 1.42  | 30.0    | 4.4    |
|    | 申通快递 | 002468.SZ | 1.34    | 1.16  | 1.28  | 20.5    | 3.6    |
|    | 圆通速递 | 600233.SH | 0.67    | 0.74  | 0.80  | 17.8    | 3.0    |
| 机场 | 密尔克卫 | 603713.SH | 0.87    | 1.30  | 1.78  | 31.4    | 3.9    |
|    | 上海机场 | 600009.SH | 2.20    | 2.73  | 3.17  | 28.9    | 4.7    |
|    | 白云机场 | 600004.SH | 0.55    | 0.46  | 0.64  | 47.8    | 2.4    |
| 高速 | 深高速  | 600548.SH | 1.48    | 0.98  | 1.13  | 5.5     | 1.3    |
| 铁路 | 广深铁路 | 601333.SH | 0.11    | 0.23  | 0.16  | 31.4    | 0.7    |
|    | 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  | 7.9     | 1.0    |

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