

交通运输行业

交运行业 19Q3 总结：周期需求探底回升，快递盈利继续分化

分析师： 关鹏



SAC 执业证号：S0260518080003

SFC CE.no: BNU877



021-60750602



guanpeng@gf.com.cn

核心观点：

● 航空：扣汇利润总额同比回升，需求增速较 Q2 有所回升

2019Q3 单季，航空出行需求较 Q2 探底回升；据国家民航局数据，民航客运量增速由 19Q2 的 7.18% 提升至 9.12%；但因去年收益高基数原因，国/南/东航 Q3 单季客公里收益水平分别同比下滑约 4-5%。

租赁新准则致三大航汇率敏感性翻倍，其次，因新租赁准则，国/南/东航 19Q3 利息支出分别同增：5.03 亿元、6.45 亿元、4.51 亿元。2019Q3 单季，航司整体补贴稳中有升；剔除汇兑影响来看，三大航扣汇利润总额变化各有差异，国航、南航、东航扣汇利润总额分别同比变化约 +5.86%、+22.57%、+0.77%。

展望四季度，伴随航司民航建设基金减半开始落地、国内逆周期调节政策进一步加码，整体需求有望逐步改善；目前航空板块 PB 估值都已位于历史底部区域，伴随负面因素逐步改善，关注航空板块配置价值。

建议关注：南方航空 A 股，中国南方航空 H 股；春秋航空，吉祥航空。

● 快递：圆通、顺丰增速大幅回升，旺季有望加速行业分化

据国家邮政局数据，三季度，全国快递量同增 27.6%（Q1：22.5%；Q2：28.4%），快递单价（剔除附加收入）同比下降 6.1%（Q1：-5.6%；Q2：-6.2%），行业维持高景气，价格战逐步趋稳。韵达、圆通、申通、顺丰快递量分别同增 47.0%、44.1%、52.7%、29.5%；分别较 Q2 增速变化 -0.1pct，+12pcts，+4pcts，+19pcts；扣非净利分别同比变化 +24.96%、+17.41%、-38.84%、+61.62%。四家快递公司 19Q3 单季合计扣非净利同增 23%，Q1/Q2 分别为 9%、12%。伴随竞争加剧，Q3 业绩增速较 H1 进一步分化，韵达、顺丰 Q3 单季保持 20% 以上的利润增长。

从趋势上来看，快递的单件利润已经下降到历史最低位，成本对价格策略的制约进一步加强，成本优化和价格策略不匹配的公司已经表现出利润负增长，以及经营性现金流恶化。在后续的行业竞争中，产能扩张与成本优化节奏的差异将继续引导行业格局阶段性调整。前期卡位较好的韵达依然在成本和现金流上展现出优势，而圆通、顺丰都在成本管控上加速追赶。伴随精细化管控的深化以及电商旺季的到来，快递龙头的业绩增速有望保持在较高水平。

重点推荐：韵达股份；重点关注：顺丰控股。

● 高速公路：车流增速表现积极，关注取消省站政策影响

据交通运输部数据，19Q3 单季车流增长呈现企稳回升趋势，其中客、货车流分别为 19.0、6.1 亿辆，分别同增 9.14%、7.62%，较 19Q2 增速分别加快 1.74pcts、1.60pcts。19Q3 单季，高速公路行业营业收入、归母净利、扣非归母净利累计增速分别为 5.7%、7.6%、15.1%，较 Q2 放缓 1.1pcts、1.1pcts、4.9pcts。对比 19Q3 单季公路运量、车流及路企通行费收入增速表现可以发现，车流增速回升趋势好于公路运量，而通行费收入增速趋势与车流增速存在背离，我们推断这主要与取消省站的政策推进相关。

ETC 优惠短痛长好影响下，考虑 ETC 推广带来的通行效率提升对龙头公司饱和路产的流量诱增效应更强，车流增速对通行费优惠的对冲能力更好，推荐关注 ETC 布局前瞻的全国性路产龙头招商公路，以及发达地区龙头路企深高速、宁沪高速。

● 风险提示：

人民币汇率大幅波动、油价大幅上行；精细化管控不达预期，运输、人力等成本大幅上涨，价格战恶化，电商增速不达预期，新业务发展拖累主业；经济下行对路产车流冲击超出预期，高速公司辅业经营波动加大。

相关研究：

交通运输行业:Q3 基金持仓增配物流，取消高速省站进入试运行阶段

2019-11-04

交通运输行业:Q3 快递量同增 27.6%，19 冬春航季国内航班同增约 5%

2019-10-20

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

本报告联系人： 曾靖珂 021-60750602 zengjingke@gf.com.cn

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
上海机场	600009.sh	人民币	78.78	2019/10/29	买入	84.42	2.71	2.93	29.07	26.89	21.60	18.20	15.6	14.4
招商公路	001965.sz	人民币	8.29	2019/11/4	买入	9.58	0.70	0.77	11.84	10.77	16.49	15.15	9.0	9.3
韵达股份	002120.sz	人民币	32.77	2019/10/31	买入	37.80	1.26	1.56	26.01	21.01	15.18	11.93	20.1	19.9
顺丰控股	002352.SZ	人民币	40.17	2019/10/25	增持	42.90	1.34	1.59	30.08	25.24	18.78	15.20	14.2	14.5
嘉友国际	603871.sh	人民币	30.64	2019/10/29	买入	46.00	2.30	2.71	13.32	11.31	9.92	8.39	18.7	18.1
南方航空	600029.sh	人民币	7.18	2019/8/30	买入	8.90	0.36	0.55	19.94	13.05	8.03	6.92	6.5	9.1
南方航空 股份	1055.hk	港币	5.31	2019/8/30	买入	5.85	0.42	0.64	12.61	8.25	11.55	6.57	6.5	9.1

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

目录索引

概览：19Q3 单季交运板块盈利增长 3.26%	6
一、航空：需求阶段性探底，扣汇利润回升.....	7
1.1 三大航收益质量顺周期下行，春秋、吉祥相对平稳.....	7
1.2 油价较去年同期下滑约 11%，成本管控趋势延续.....	7
1.3 新租赁准则加大汇率弹性，利润受外部扰动增强	9
1.4 补贴整体稳中有增，受益油价下行扣汇利润有所回升	10
二、圆通、顺丰增速大幅回升，旺季有望加速行业分化	12
2.1 Q3 单季快递量增速达 27.6%，快递单价降幅趋稳.....	12
2.2 圆通、顺丰增速大幅回升，A 股快递扣非净利增速达 23%	12
2.3 圆通成本改善再超预期，顺丰毛利率同比提 0.89PCTS.....	13
2.4 三季度资本开支不减速，产能投入效果将在 Q4 集中显现	14
三、高速公路：车流增速表现积极，关注取消省站政策影响	16
3.1 车流增速有所回升，客车表现优于货车	16
3.2 营收增速有所放缓，预计与 ETC 推广折扣优惠政策相关.....	17
3.3 毛利率保持平稳，净利率维持高位	18
3.4 ROE 有所回升，主要源于净利率改善.....	19
3.5 小结：车流增速表现积极，关注取消省站政策影响.....	20
风险提示	21

图表索引

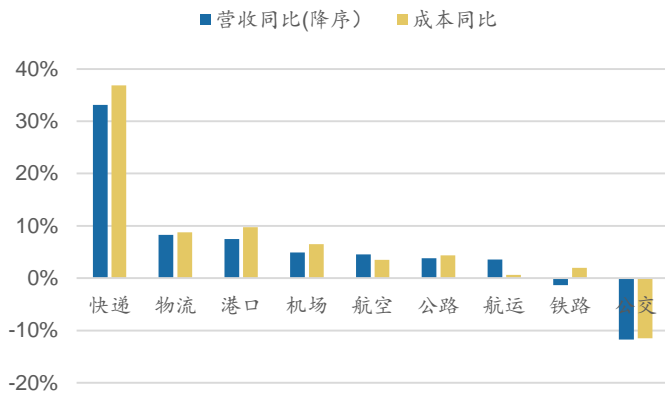
图 1: 19Q3 单季交运各板块营业收入及成本增速.....	6
图 2: 19Q3 单季交运各板块毛利增速及毛利率变动.....	6
图 3: 19Q3 单季交运各板块销售、财务费用及归母净利增速表现.....	6
图 4: 三季度航空旅客量增速略有回升(旅客量增速: %).....	7
图 5: 2019Q3 单季各航司收益水平同比变动幅度(客公里收益).....	7
图 6: 2019Q3 单季国内航油出厂均价同比下降 11%.....	8
图 7: 航司单位 ASK 航油成本继续下行(同比变化幅度).....	8
图 8: 各航司单位 ASK 非航油成本继续下行(同比变化幅度).....	8
图 9: 各航司 2019Q3 单季毛利率同比变动幅度.....	9
图 10: 2019Q3 单季人民币兑美元贬值 2.8%; 幅度较 19 年上半年的 0.17%扩大.....	9
图 11: 国航、南航、东航汇兑损失(单位: 亿元).....	9
图 12: 19Q3 国航、南航、东航利息支出分别同增: 5.03、6.45、4.51 亿元.....	10
图 13: 2019Q3 单季各航补贴额度同比基本平稳(亿元).....	10
图 14: 2019Q3 单季各航司扣汇利润总额同比变动.....	10
图 15: 航空板块 PE 估值区域.....	11
图 16: 航空板块 PB 估值都已位于历史底部区域.....	11
图 17: 2019 年全国快递量增速逐月提升.....	12
图 18: 全国快递单价降幅扩大(剔除附加收入).....	12
图 19: 2018 年以来, A 股快递公司单季快递量增速.....	12
图 20: 2018 年以来, 上市快递公司单季市占率.....	12
图 21: 单季度毛利润同比增速.....	13
图 22: 单季度扣非净利同比增速.....	13
图 23: 单季度快递单价同比变化(元/件).....	13
图 24: 单季度单件毛利同比增速.....	13
图 25: 购建固定资产等支付的现金流出(亿元).....	14
图 26: 19Q3, A 股快递核心资产环比增速.....	14
图 27: 19Q3 公路货运增速有所回升.....	16
图 28: 19Q3 公路客运增速稳步改善.....	16
图 29: 19Q3 单季高速公路行业客车流量增速有所回升.....	17
图 30: 19Q1-3 高速公路行业客车流量累计增速有所回升.....	17
图 31: 高速行业营业收入及成本同比增速.....	17
图 32: 高速行业归母净利及扣非归母净利同比增速.....	17
图 33: 主要高速公路路产 2019Q3 单季车流量同比变化.....	18
图 34: 主要高速公路路产 2019Q3 单季通行费收入同比变化.....	18
图 35: 高速公路行业毛利率下滑趋缓.....	18
图 36: 高速公路行业各项费用率.....	19
图 37: 高速公路行业 ROE 及资产周转率.....	19
图 38: 高速公路行业收入增速及资产增速.....	19

图 39: 19Q3 高速公路行业经营现金流占收入比有所下降.....	20
图 40: 高速公路公司营业收入及成本同比增速.....	20
图 41: 高速公路公司归母净利同比增速.....	20
表 1: A 股快递公司单件业绩拆分	14

概览：19Q3 单季交运板块盈利增长 3.26%

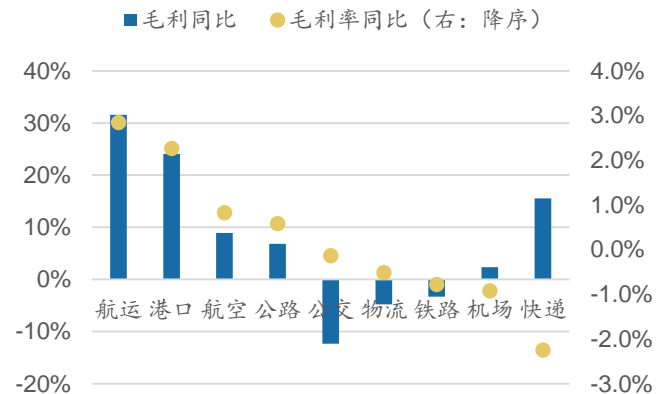
19Q3单季，交运板块营业收入、营业成本、毛利、归母净利润增速分别为8.48%、8.39%、9.15%、3.26%。其中，航运受事件性影响，经营表现增速均领先于其他子行业；航空受需求走弱及人民币贬值影响，归母净利小幅提升；快递板块收入增速仍然表现出较好的成长性，但个股业绩增速有所分化；高速收入及盈利增速实现稳健增长，板块防御属性得到体现。

图1：19Q3单季交运各板块营业收入及成本增速



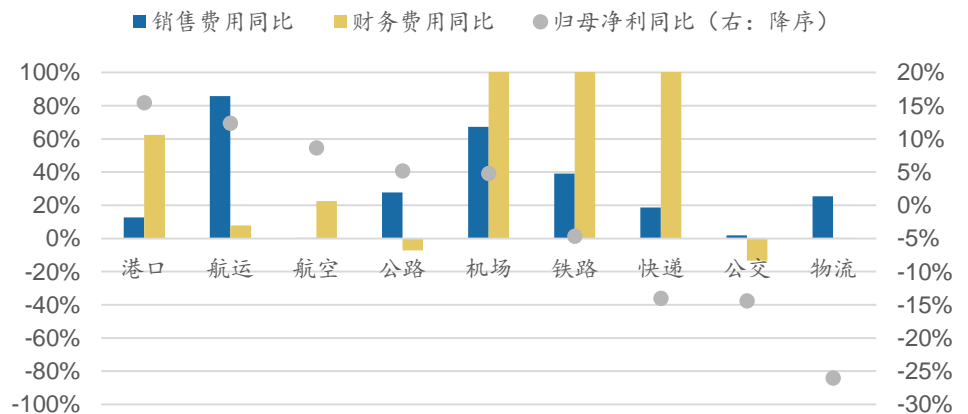
数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图2：19Q3单季交运各板块毛利增速及毛利率变动



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图3：19Q3单季交运各板块销售、财务费用及归母净利增速表现



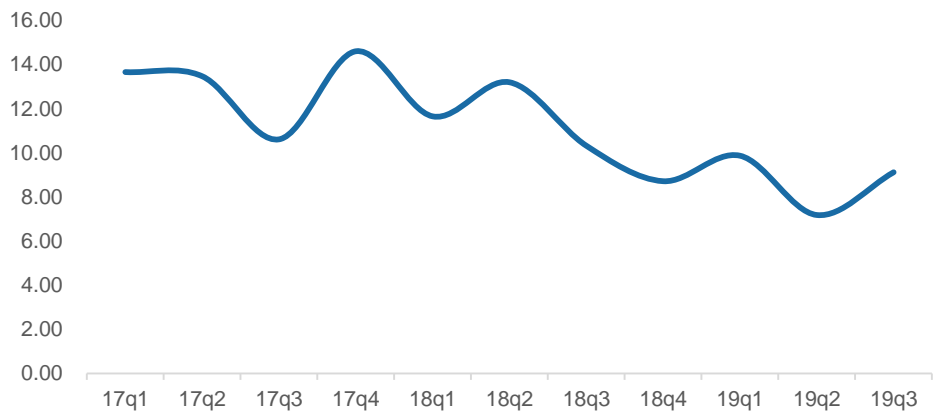
数据来源：wind，广发证券发展研究中心

一、航空：需求阶段性探底，扣汇利润回升

1.1 三大航收益质量顺周期下行，春秋、吉祥相对平稳

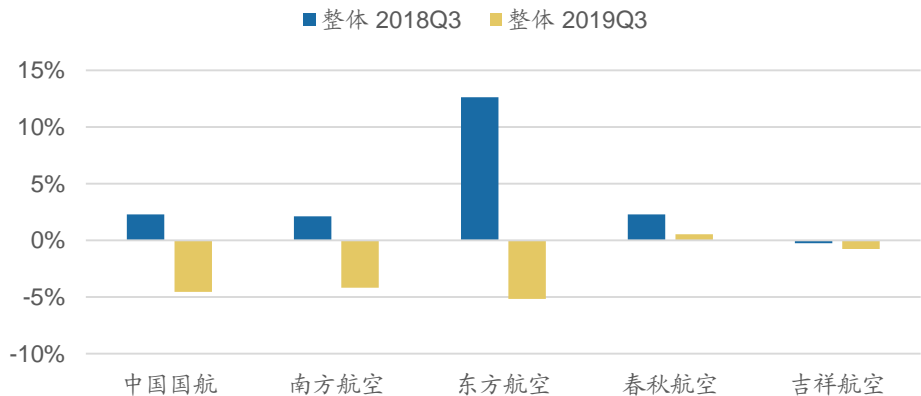
2019Q3单季，航空出行需求较19Q2的7.18%回升至9.12%；但因去年Q3单季高收益基数原因，中国国航、南方航空、东方航空2019年上半年整体收益水平分别同比下滑约4-5%。得益于管理水平以及定价策略的持续优化，春秋、吉祥航空收益质量基本保持平稳。

图4：三季度航空旅客量增速略有回升（旅客量增速：%）



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图5：2019Q3单季各航司收益水平同比变动幅度（客公里收益）

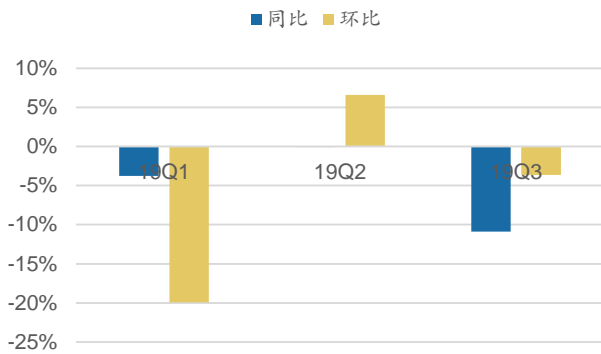


数据来源：公司季报，广发证券发展研究中心

1.2 油价较去年同期下滑约 11%，成本管控趋势延续

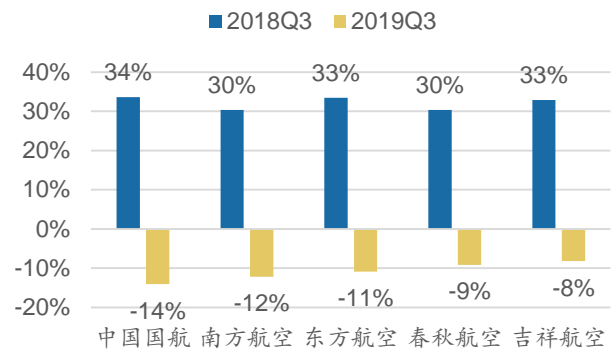
三季度国内航油出厂价较去年同期下降约11%；得益于此，国航、南航、东航、春秋、吉祥单位ASK航油成本分别同比下降约14%、12%、11%、9%、8%。

图6: 2019Q3单季国内航油出厂价均价同比下降11%



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

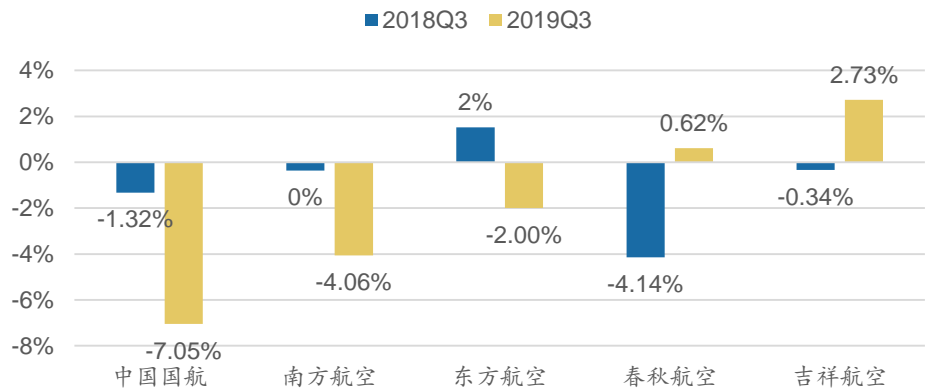
图7: 航司单位ASK航油成本继续下行(同比变化幅度)



数据来源: 公司季报, 广发证券发展研究中心

从整体单位ASK非航油成本来看, 三大航仍然维持此前的下降趋势, 其中国航、南航、东航、春秋单位ASK非航油成本分别同比下降7.05%、4.06%、2.00%; 春秋、吉祥分别受起降费影响以及机队多元化影响略有提升。

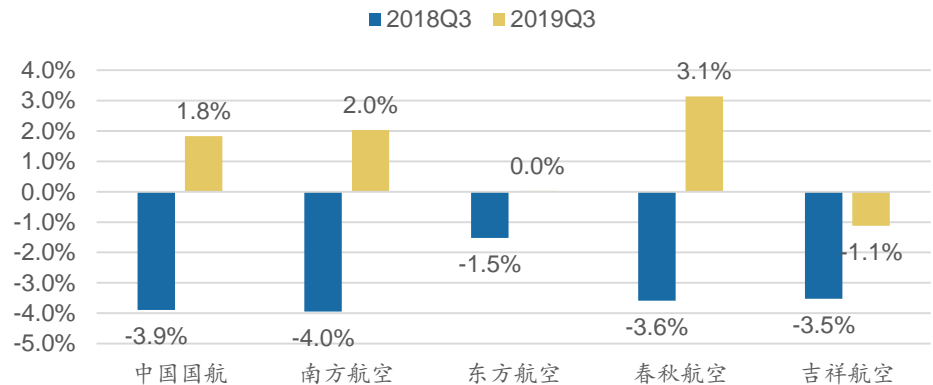
图8: 各航司单位ASK非航油成本继续下行(同比变化幅度)



数据来源: 公司季报, 广发证券发展研究中心

因收益水平表现及成本管控差异, 各航司毛利率水平变动各有不同, 其中国航、南航、春秋分别同比提升1.8pcts、2.0pcts、3.1pcts; 东航、吉祥分别下滑0.0pcts、1.1pcts。

图9：各航司2019Q3单季毛利率同比变动幅度



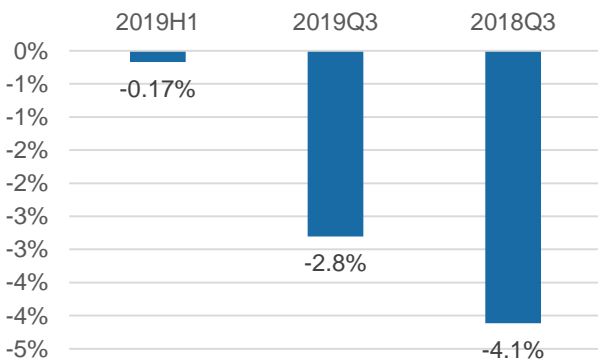
数据来源：公司季报，广发证券发展研究中心

1.3 新租赁准则加大汇率弹性，利润受外部扰动增强

2019年1月1号开始，三大航都开始适用经营性租赁飞机进表的新的租赁准则，在新准则下，航司资产与负债端同时扩大，美元负债绝对规模的提升使得三大航汇率敏感性翻倍，人民币对美元变动1%对应国航、南航、东航净利润的扰动由18年上半年的2.35、2.97、2.32亿元提升至19H1的4.80、5.17、3.13亿元。

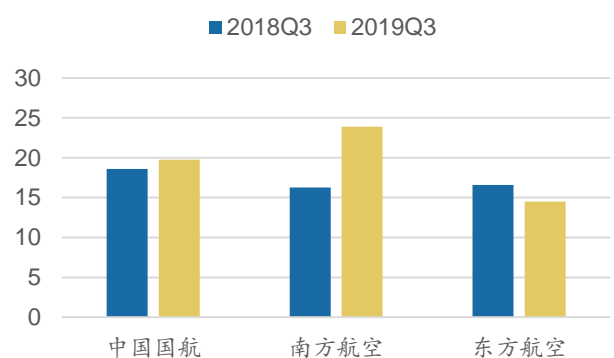
19年三季度人民币兑美元贬值2.8%；幅度较19年上半年的0.17%扩大，结合汇率敏感性的提升，三大航汇兑损失绝对额仍然不小，国航、南航、东航汇兑损失分别约为：19.76、23.91、14.48亿元。

图10：2019Q3单季人民币兑美元贬值2.8%；幅度较19年上半年的0.17%扩大



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

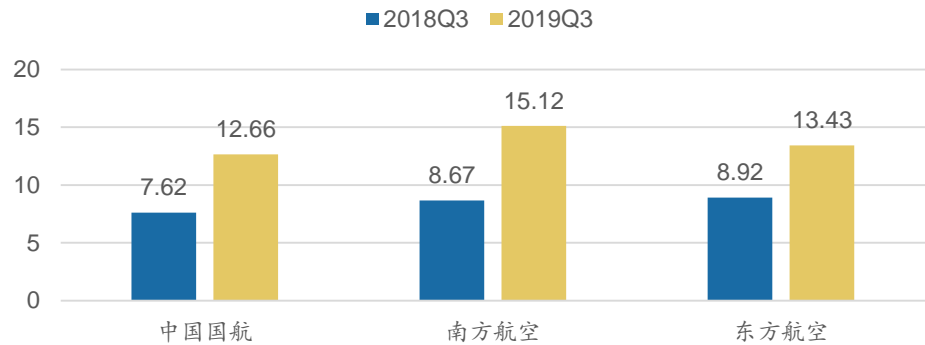
图11：国航、南航、东航汇兑损失（单位：亿元）



数据来源：公司季报，广发证券发展研究中心

新租赁准则给航司带来的第二个影响就是利息支出的提升，相较于尚未采取新租赁准则的春秋航空，三大航的利息支出变动幅度明显更大；国航、南航、东航19Q3利息支出分别同增：5.03亿元、6.45亿元、4.51亿元。

图12: 19Q3国航、南航、东航利息支出分别同增: 5.03、6.45、4.51亿元

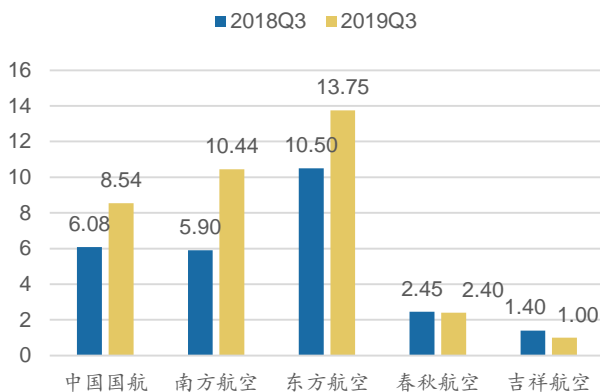


数据来源: 公司季报, 广发证券发展研究中心

1.4 补贴整体稳中有增, 受益油价下行扣汇利润有所回升

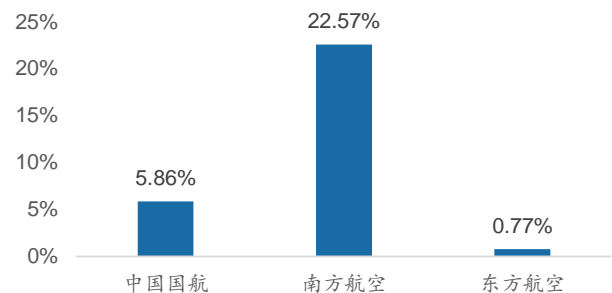
2019年三季度, 三大航整体补贴都有所提升, 春秋吉祥基本持平; 剔除汇兑影响来看国航、南航、东航扣汇利润总额分别同比增+5.86%、+22.57%、+0.77%。

图13: 2019Q3单季各航补贴额度同比基本平稳(亿元)



数据来源: 公司季报, 广发证券发展研究中心

图14: 2019Q3单季各航司扣汇利润总额同比变动



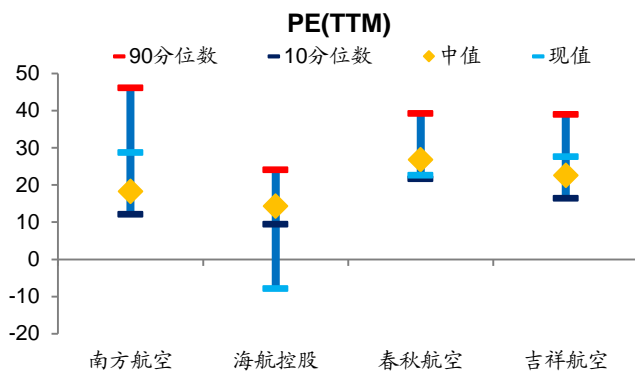
数据来源: 公司季报, 广发证券发展研究中心

弱需求与汇率的冲击成为前三季度航空股股价大幅回调的主因, 展望四季度, 伴随航司民航建设基金减半, 航司成本压力将进一步缓解; 其次, 伴随外部冲击影响进一步加速, 国内逆周期调节政策将进一步加码, 整体需求有望逐步改善; 目前航空板块PB估值都已位于历史底部区域, 伴随负面因素逐步改善, 航空板块配置价值逐步提升。

建议关注: 南方航空A股, 中国南方航空H股; 春秋航空、吉祥航空。

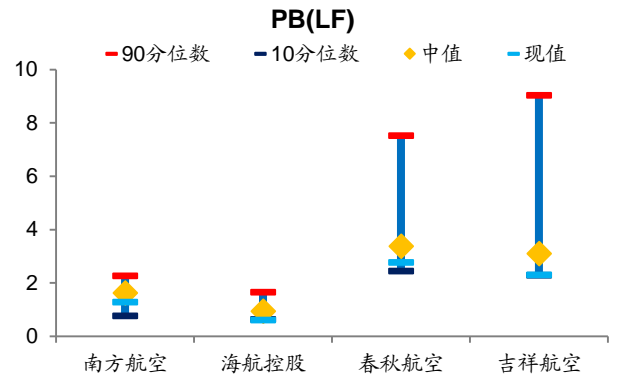
风险提示: 人民币汇率大幅波动、油价大幅上行

图15: 航空板块PE估值区域



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图16: 航空板块PB估值都已位于历史底部区域



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

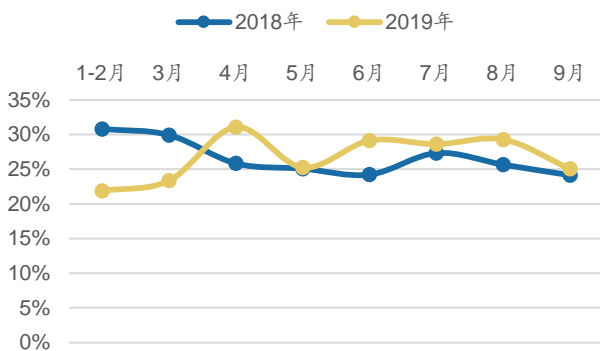
二、圆通、顺丰增速大幅回升，旺季有望加速行业分化

2.1 Q3 单季快递量增速达 27.6%，快递单价降幅趋稳

据国家邮政局数据，三季度，全国快递量161.5亿件，同增27.6%（Q1: 22.5%；Q2: 28.4%），高于2018年同期的25.6%（18Q1: 30.7%；18Q2: 25.0%），环比Q2增长3.4%。

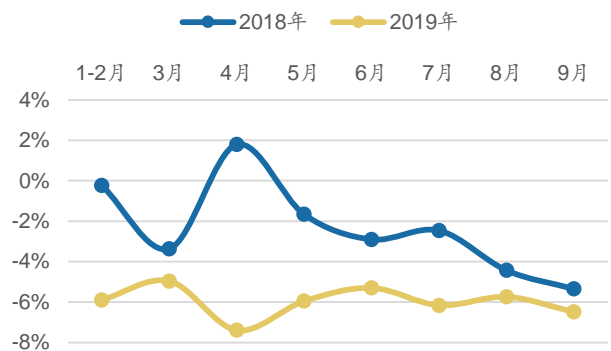
三季度快递单价（剔除附加收入）同比下降6.1%，与Q2降幅基本持平（Q1: -5.6%；Q2: -6.2%），Q3单季快递单价环比Q2下降1.5%。整体来看，行业维持高景气，价格战逐步趋稳。

图17: 2019年全国快递量增速逐月提升



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图18: 全国快递单价降幅扩大（剔除附加收入）

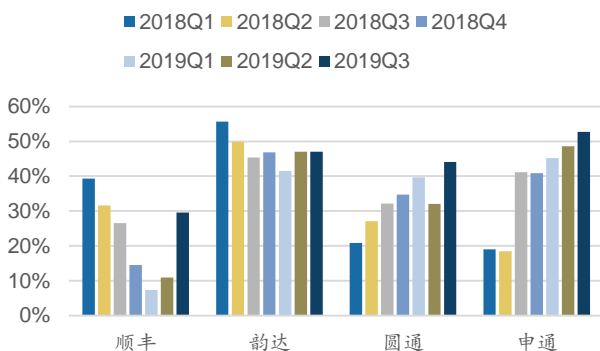


数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

2.2 圆通、顺丰增速大幅回升，A股快递扣非净利增速达 23%

三季度，韵达、圆通、申通、顺丰快递量分别同增47.0%、44.1%、52.7%、29.5%；分别较Q2增速变化-0.1pct，+12pcts，+4pcts，+19pcts；单季度市占率分别为16.1%、14.5%、12.6%、7.6%，较18Q3单季变化+2.1pcts、+1.6pcts、+2.1pcts、+0.1pcts。

图19: 2018年以来，A股快递公司单季快递量增速



数据来源: 公司中报、季报、月度报告, 广发证券发展研究中心

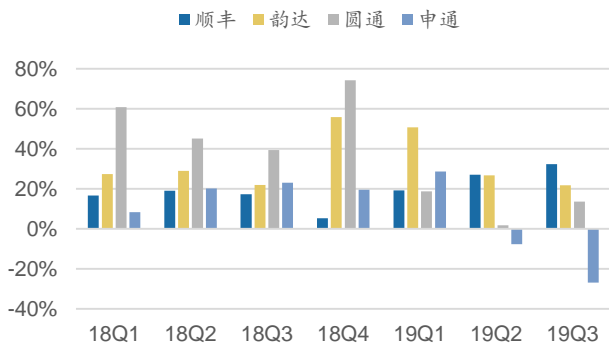
图20: 2018年以来，上市快递公司单季市占率

	顺丰	韵达	圆通	申通	中通	百世	合计
2016Q3	8.4%	10.2%	14.2%	10.0%	14.0%	6.7%	
2016Q4	7.7%	10.3%	14.2%	10.0%	14.6%	7.4%	
2017Q1	8.7%	10.7%	12.9%	9.7%	15.5%	7.5%	65.0%
2017Q2	7.4%	11.9%	13.1%	10.1%	15.3%	9.4%	67.3%
2017Q3	7.4%	12.1%	12.2%	9.4%	15.2%	10.0%	66.4%
2017Q4	7.4%	11.9%	13.0%	9.71%	15.9%	10.0%	68.0%
2018Q1	9.2%	12.7%	12.0%	8.9%	16.1%	9.6%	68.5%
2018Q2	7.7%	14.3%	13.4%	9.6%	17.4%	10.5%	72.9%
2018Q3	7.5%	14.0%	12.9%	10.5%	16.6%	10.8%	72.2%
2018Q4	6.7%	13.9%	13.9%	10.8%	17.0%	11.7%	74.0%
2019Q1	8.1%	14.7%	13.6%	10.5%	18.6%	11.0%	76.6%
2019Q2	6.7%	16.3%	13.7%	11.1%	19.9%	12.2%	80.0%
2019Q3	7.6%	16.1%	14.5%	12.6%			

数据来源: 公司中报、季报、月度报告, 广发证券发展研究中心

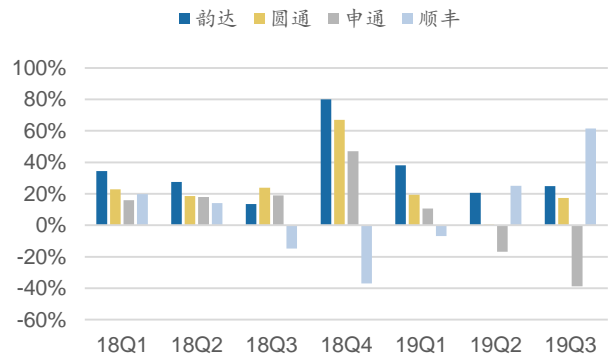
2019Q3单季，韵达股份、圆通速递、申通快递、顺丰控股扣非净利分别同比变化+24.96%、+17.41%、-38.84%、+61.62%；19Q1分别同比变化+38.08%、19.4%、+10.6%、-6.8%，19Q2分别同比变化+20.70%、0%、-16.90%、+25.2%。四家快递公司19Q3单季合计扣非净利同增23%，Q1/Q2分别为9%、12%。伴随竞争加剧，Q3单季业绩增速较Q1进一步分化，韵达、顺丰Q3单季保持20%以上的利润增长。

图21：单季度毛利润同比增速



数据来源：公司中报、季报，广发证券发展研究中心

图22：单季度扣非净利同比增速

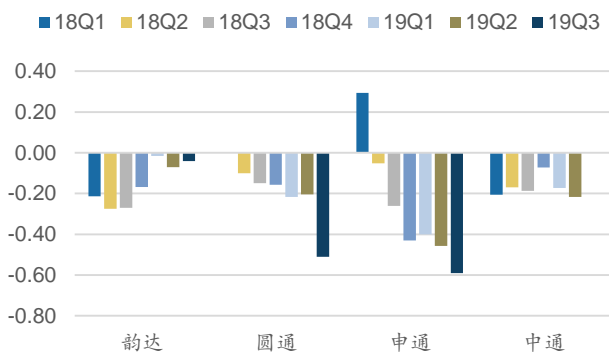


数据来源：公司中报、季报，广发证券发展研究中心

2.3 圆通成本改善再超预期，顺丰毛利率同比提0.89pcts

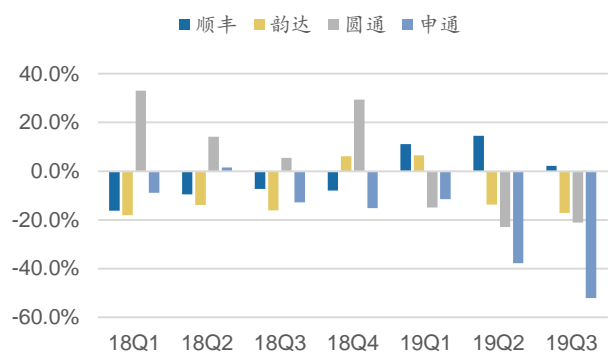
价格方面，韵达、圆通、申通、顺丰分别同比变化+1.55元、-0.51元、-0.42元、-1.62元。剔除申通合并中转加盟商因素，预计Q3单季价格同比下降0.59元左右；参考韵达2019H1中报的单价派费1.6元/件，剔除该因素后的快递单件收入同比下降约0.04元；圆通价格降幅较Q2显著扩大。

图23：单季度快递单价同比变化（元/件）



数据来源：公司中报、季报，广发证券发展研究中心

图24：单季度单件毛利同比增速



数据来源：公司中报、季报，广发证券发展研究中心

2019Q3单季，韵达、圆通、申通单件毛利分别同比下降0.09元、0.11元、0.28元，单件扣非净利分别同比下降0.04元、0.05元、0.20元。圆通在单价降幅显著扩大的情况下，单件利润降幅较小，反映出公司成本端持续发力；顺丰单件毛利和单件净利分别同比增长0.01元、0.18元，毛利率同比提0.89pcts至18.43%。

表 1: A股快递公司单件业绩拆分

公司 年份	韵达			圆通			申通			顺丰		
	19Q1	19Q2	19Q3	19Q1	19Q2	19Q3	19Q1	19Q2	19Q3	19Q1	19Q2	19Q3
总毛利 (元/件)	0.58	0.51	0.44	0.47	0.44	0.42	0.52	0.40	0.25	4.40	5.41	4.32
三费 (元/件)	0.20	0.13	0.13	0.18	0.14	0.13	0.12	0.10	0.08	3.14	3.36	2.96
销售费用 (元/件)	0.03	0.02	0.02	0.01	0.01	0.01	0.03	0.02	0.02	0.43	0.44	0.44
管理费用 (含研发: 元/件)	0.17	0.11	0.11	0.16	0.13	0.12	0.11	0.09	0.06	2.53	2.77	2.34
财务费用 (元/件)	0.00	0.00	0.00	0.01	0.00	0.01	-0.01	-0.01	0.00	0.18	0.15	0.17
净利 (元/件)	0.32	0.28	0.25	0.22	0.23	0.22	0.32	0.25	0.13	1.25	1.75	0.94
单件扣非净利 (元/件)	0.28	0.27	0.23	0.22	0.22	0.22	0.29	0.24	0.13	0.85	1.44	0.96
经营性净现金流 (元/件)	0.17	0.53	0.36	0.14	0.40	0.38	-0.13	0.57	0.12	1.45	3.28	2.31

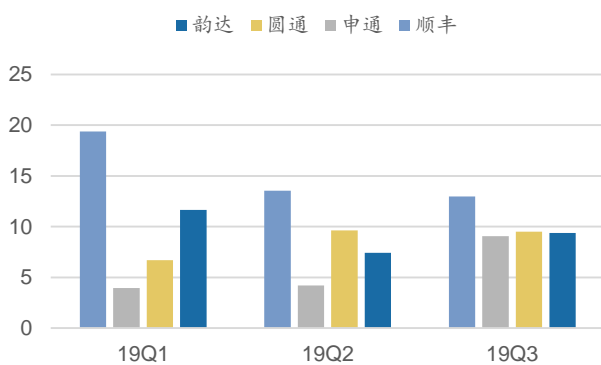
数据来源: 公司中报、季报, 广发证券发展研究中心

2.4 三季度资本开支不减速, 产能投入效果将在 Q4 集中显现

2019Q3单季, 韵达、圆通、申通、顺丰购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金分别为9.38亿元、9.51亿元、9.08亿元、12.97亿元; 核心资产(固定资产+无形资产+在建工程)方面, 韵达、圆通、申通、顺丰分别同比增长15%、7%、4%、2%。

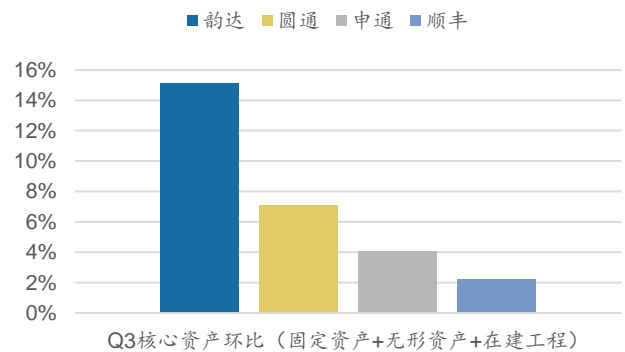
今年电商竞争激烈, 促销力度较大, “双11”、“双12”或将产生更强的延迟消费效应, 拉高快递揽派的峰值, 造成业务量的大幅波动。这将对快递公司的综合管理能力形成更大的挑战, 前三季度的产能优化效果将在Q4集中显现。

图25: 购建固定资产等支付的现金流出 (亿元)



数据来源: 公司中报、季报, 广发证券发展研究中心

图26: 19Q3, A股快递核心资产环比增速



数据来源: 公司中报、季报, 广发证券发展研究中心

核心资产=固定资产+无形资产+在建工程

投资建议:

整体来看, 圆通、顺丰Q3单季业绩表现亮眼。圆通成本改善持续超预期, 业务和利润增速显著回升; 顺丰成功下沉电商市场, 特惠专配摊薄公司固定成本, 带动公司业务、业绩增速双双回升。

从趋势上来看，加盟快递的单件利润已经下降到历史最低位，成本对价格策略的制约进一步加强，成本优化和价格策略不匹配的公司已经表现出利润负增长，以及经营性现金流恶化。在后续的行业竞争中，产能扩张与成本优化节奏的差异将继续引导行业格局阶段性调整。

前期卡位较好的韵达依然在成本和现金流上展现出优势，而圆通、顺丰都在成本管控上加速追赶。伴随精细化管控的深化以及电商旺季的到来，快递公司业绩增速有望保持在较高水平。

重点推荐：业务增速加速回升的顺丰控股，成本改善较大的圆通速递，成本优势突出的韵达股份。

风险提示：精细化管控不达预期，运输、人力等成本大幅上涨，价格战恶化，电商增速不达预期，新业务发展拖累主业。

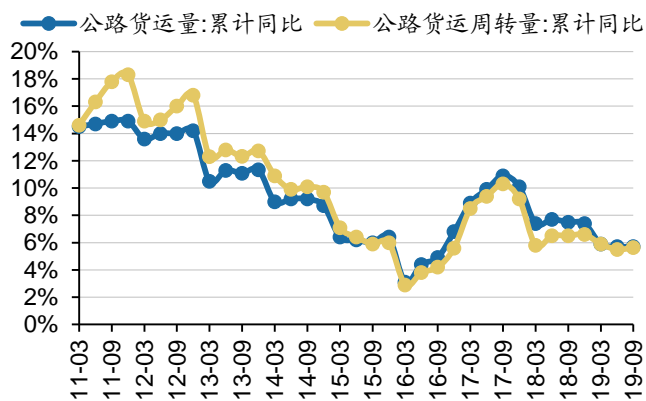
三、高速公路：车流增速表现积极，关注取消省站政策影响

3.1 车流增速有所回升，客车表现优于货车

19Q3单季高速公路车流增长表现积极，其中客车车流受益出行升级及私家车保有量增长，货车车流受益超限超载治理及快递物流需求支撑，二者车流增速均较Q2有所加快。

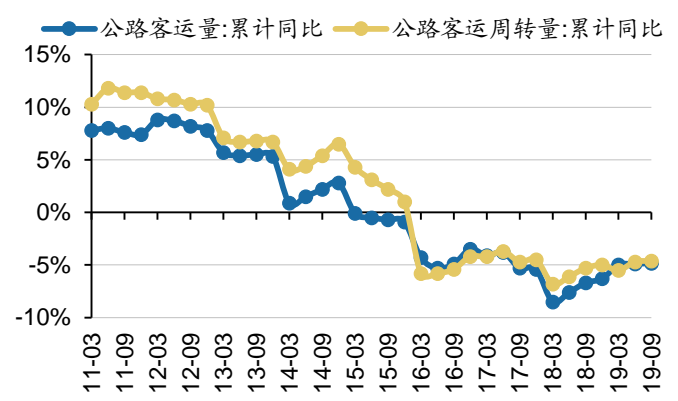
从公路运量来看，19Q3单季货运量及货运周转量增速相较19Q2略有回升，整体表现稳定。一方面，受国内经济周期性下行压力及外部贸易环境变化影响，GDP当季同比增速由18Q2的6.7%逐渐降至19Q3的6.0%，拖累公路货运量累计同比增速由18Q2的7.7%降至19Q3的5.7%；另一方面，受稳增长的政策对冲、超限超载治理以及快递物流行业需求的平稳较快增长，19Q3单季公路货运量、货运周转量增速分别相较19Q2上升0.01pcts、0.13pcts。19Q3单季客运量及客运周转量增速稳步改善，累计同比增速分别为-4.8%、-4.6%，较19Q2分别提升0.07pcts、0.09pcts。整体仍然保持负增长，主要源于私家车及高铁出行对公路营业性客运的持续挤出。

图27：19Q3公路货运增速有所回升



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

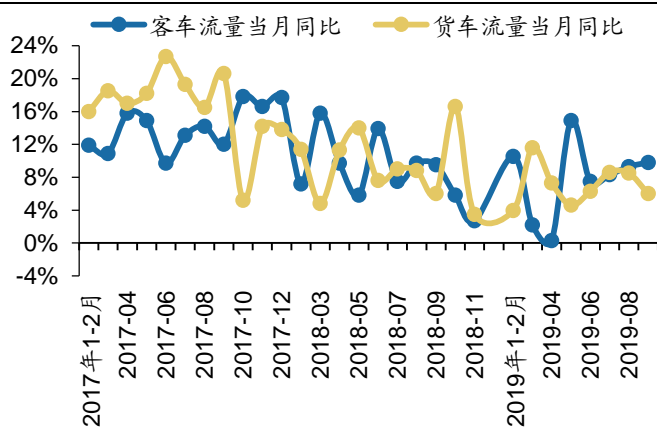
图28：19Q3公路客运增速稳步改善



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

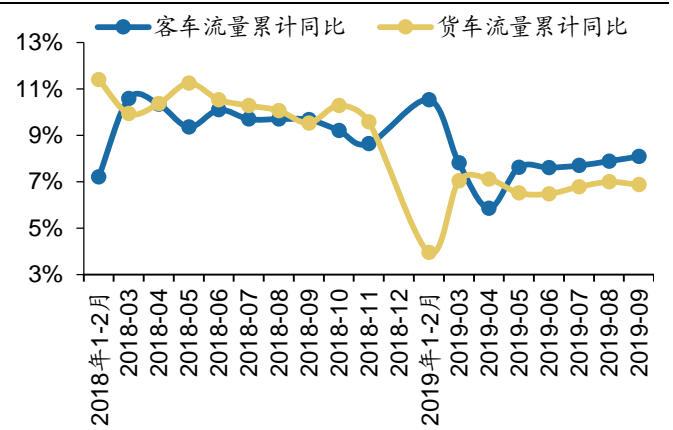
从高速公路车流表现来看，公路客车车流增长优于货车，Q3单季增速明显加快，经济周期性因素之外，或与推广ETC提升通行效率有关。2017~2018H1，受益经济环境转暖、国内旅游市场复苏带动，国内高速公路车流实现较快增长；2018H2~2019H1，受经济周期影响，高速车流增速有所下滑；2019Q3单季，高速公路车流增速显著加快，受益周期企稳因素外，或与推广ETC提升通行效率有关。19Q3单季总车流共计25.1亿辆，同比增长8.80%，对比19Q1/Q2增速7.62%/7.04%，显示车流增长呈现企稳回升趋势。其中客、货车流分别为19.0、6.1亿辆，分别同增9.14%、7.62%，较19Q2增速分别加快1.74pcts、1.60pcts。

图29: 19Q3单季高速公路行业客车流量增速有所回升



数据来源: 中国交通运输部统计, 广发证券发展研究中心

图30: 19Q1-3高速公路行业客车流量累计增速有所回升



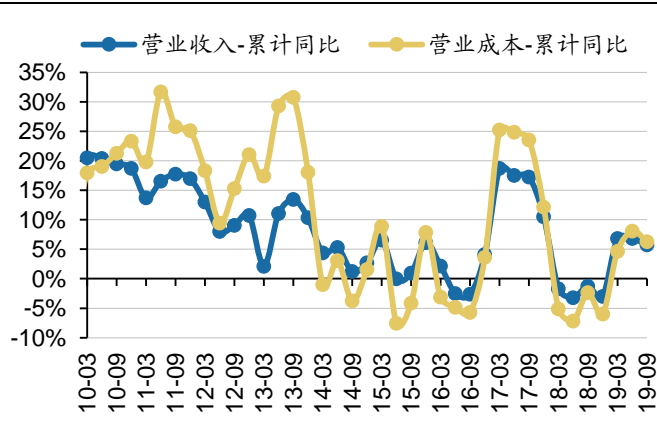
数据来源: 中国交通运输部统计, 广发证券发展研究中心

3.2 营收增速有所放缓, 预计与ETC推广折扣优惠政策相关

我们共选取17家高速主要营业收入占比超过50%的公司进行板块统计, 以下财务数据均采用整体法进行统计。

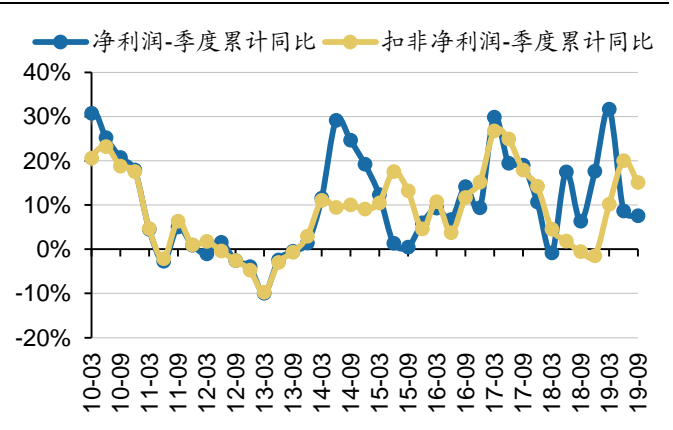
2019Q3单季高速公路行业上市公司营收及业绩表现均较Q2有所回落。2019Q3, 高速公路行业营业收入、营业成本累计同比增速分别为5.7%及6.3%, 归母净利润累计增速为7.6%, 扣非归母净利润累计增速为15.1%。营业收入增速较Q2放缓1.1pcts, 预计主要源于ETC推广折扣优惠政策、部分公司的路产施工扰动(如四川成渝、皖通高速)、路产并表影响稀释(如招商公路、山东高速、五洲交通), 以及辅业收入的扰动。归母净利润及扣非归母净利增速相应放缓1.1pcts、4.9pcts, 扣非净利增速表现仍然位于历史中位数(2010年以来)以上。

图31: 高速行业营业收入及成本同比增速



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图32: 高速行业归母净利及扣非归母净利同比增速

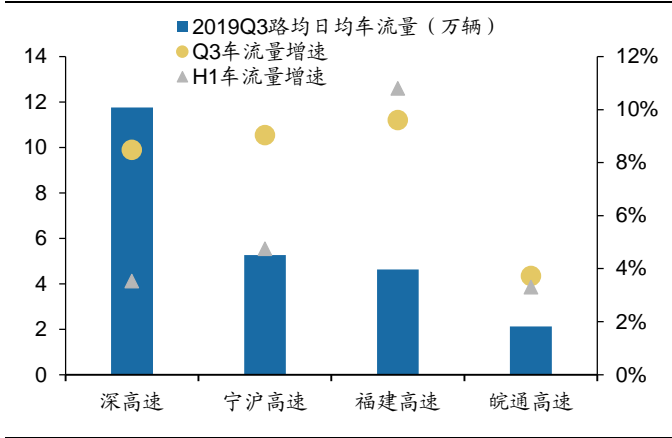


数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

从个股层面看, 主要高速上市公司车流增速有所加快, 车流增长趋势差异主要源于旗下路产的路网情况变化; 通行费收入增速有所放缓, 主要与ETC推广执行折

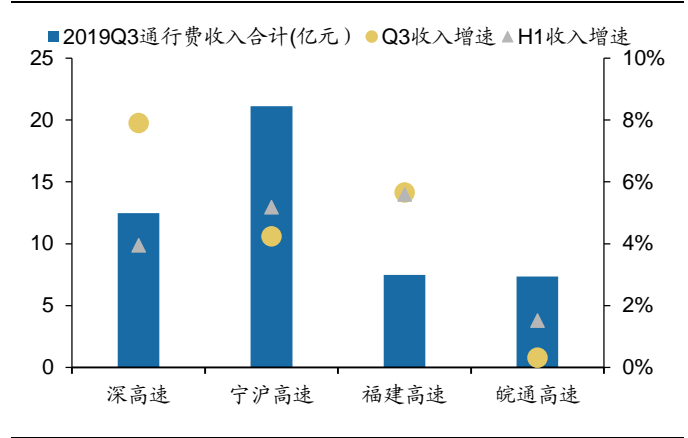
扣相关。从车流增速看，Q3单季主要上市公司旗下路产车流增长好于Q2。龙头公司宁沪高速、深高速旗下路产车流增速高达8%以上，个别公司路产车流增速趋势分化主要受施工扰动及路网变化影响。例如，福建高速车流增速自19H1以来受益旗下罗宁路段受益宁连高速宁德段部分路段封闭施工影响以及宁德井上互通通车诱增影响。从通行费收入表现看，主要上市公司通行费增速相较H1有所放缓，趋势与车流增速背离，主要与ETC折扣相关。

图33: 主要高速公路路产2019Q3单季车流量同比变化



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图34: 主要高速公路路产2019Q3单季通行费收入同比变化



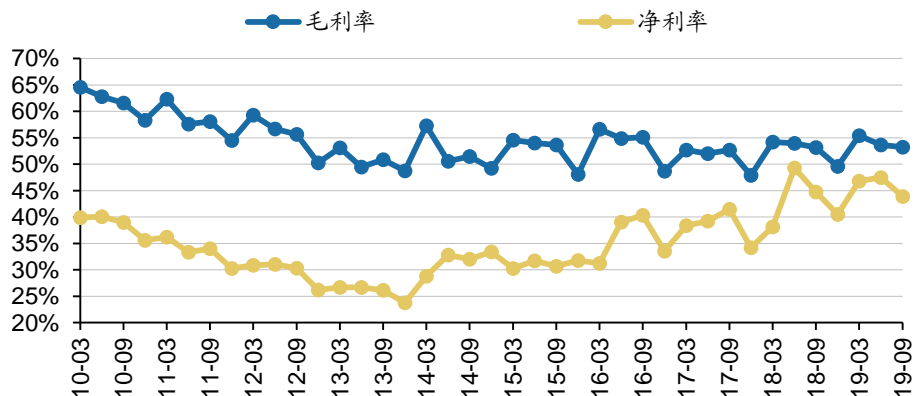
数据来源: 公司财报, Wind, 广发证券发展研究中心

3.3 毛利率保持平稳, 净利率维持高位

2019Q3单季, 高速公路公司毛利率持平于去年同期, 符合以往季节性变化趋势。2019Q3单季高速行业毛利率、净利率分别为53.2%、43.9%, 同比变化0.0pct、-0.8pcts, 净利率变化源于行业投资收益、非经常性损益同比有所减少。

2012年以来, 高速上市公司毛利率基本维持在50%~55%区间, 主要源于: 1) 辅业经营毛利率低于公路收费主业, 辅业经营对经营表现存在扰动, 但整体规模有所收缩; 2) 经济周期波动幅度收窄, 通行费收入增速表现趋于稳定。

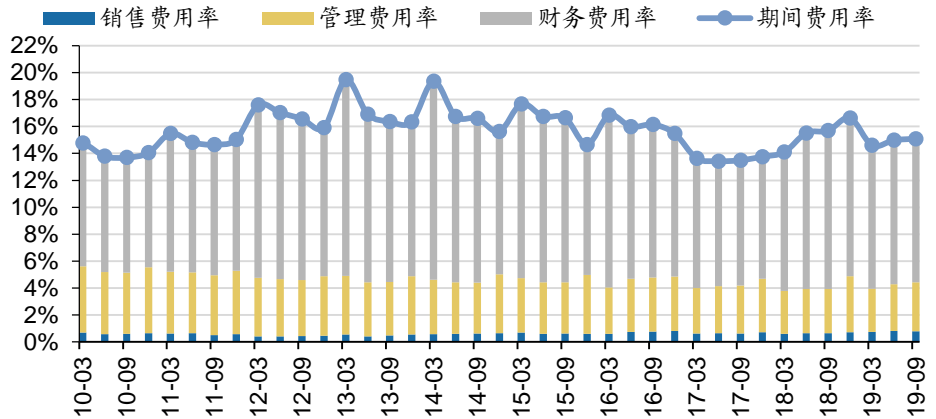
图35: 高速公路行业毛利率下滑趋缓



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

2019Q3单季，高速公路行业期间费用率为15.1%，较去年同期下降0.6pcts。自2014年以来，高速公路上市公司净利率与毛利率差距不断收窄，部分也源于期间费用率的下降。2019Q3单季行业销售、管理、财务费用率分别为0.8%、3.6%、10.7%，同比变动0.2%、0.3%、-1.1%pcts。财务费用变化主要与上市公司再投资周期有关，通常投产初期资本投入产生的财务费用计提压力变大（如2017年宁沪高速旗下常嘉高速通车、2018年皖通高速宁宣杭高速狸宣段通车、2018年招商公路并购成渝、渝黔、亳阜高速），此后财务费用率会有所回落。

图36：高速公路行业各项费用率



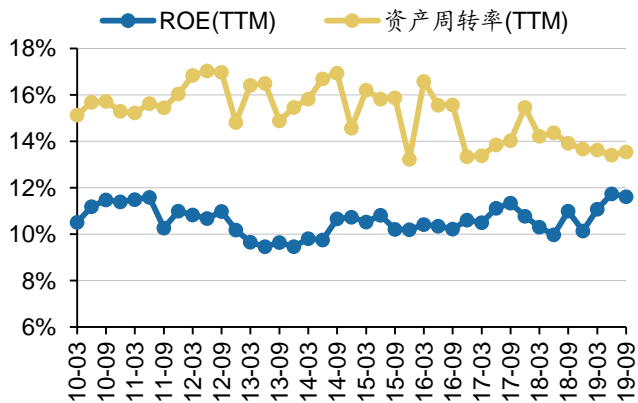
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

3.4 ROE有所回升，主要源于净利率改善

2019Q3单季，高速公路行业ROE(TTM)达到11.61%，环比下降0.1pcts，主要源于净利率(TTM)的下滑。2019Q3单季，高速公路行业净利率(TTM)、资产周转率(TTM)、资产负债率分别为38.02%、13.54%、49.43%，环比变化-1.6pcts、0.1pcts、-1.0pct。净利率(TTM)回落与投资收益及非经常性损益变化有关。

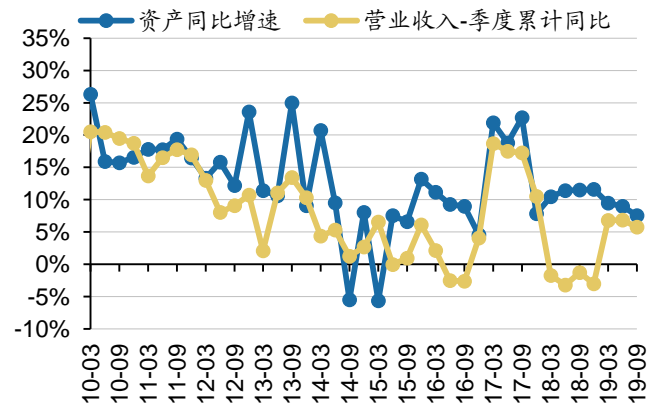
此外，在主业稳定增长带动下，19Q3单季高速行业累计经营现金流占收入比达51.2%，同比变动-4.3pcts；投资现金流占收入比为-24.9%，同比变动16.0pcts；筹资现金流表现为净偿还，占收入比重为-18.9%，同比变动-6.7pcts。

图37：高速公路行业ROE及资产周转率



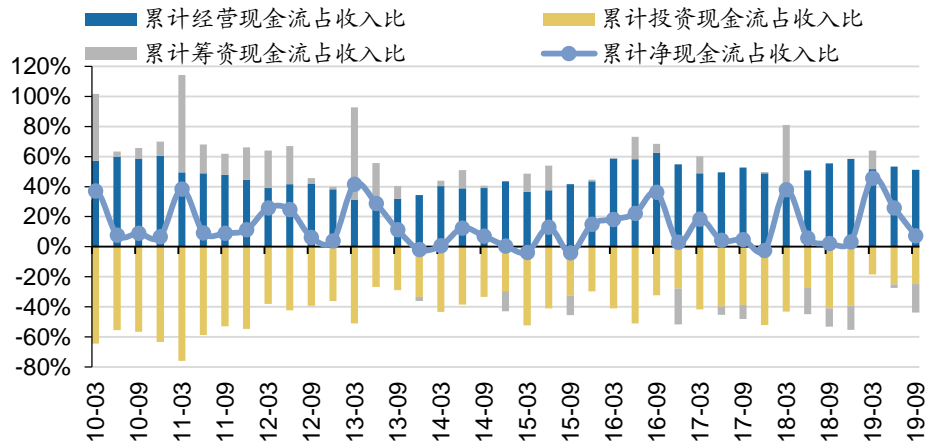
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图38：高速公路行业收入增速及资产增速



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图39: 19Q3高速公路行业经营现金流占收入比有所下降



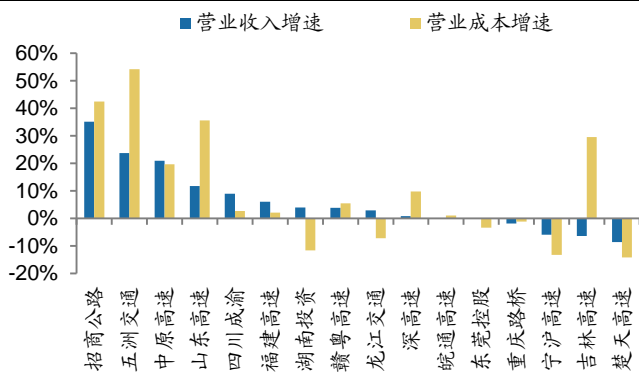
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

3.5 小结：车流增速表现积极，关注取消省站政策影响

对比公路运量、车流及路企通行费收入增速表现可以发现，车流增速回升趋势好于公路运量，而通行费收入增速趋势与车流增速存在背离，我们推断这主要与取消省站的政策推进相关。取消省站的短期影响主要体现在收入端的通行费95折优惠以及成本端的改造工程折旧；而从长期看，收费闸口车辆通行效率的提升将帮助优质路段挖潜增效，并减少公司的人力投入。

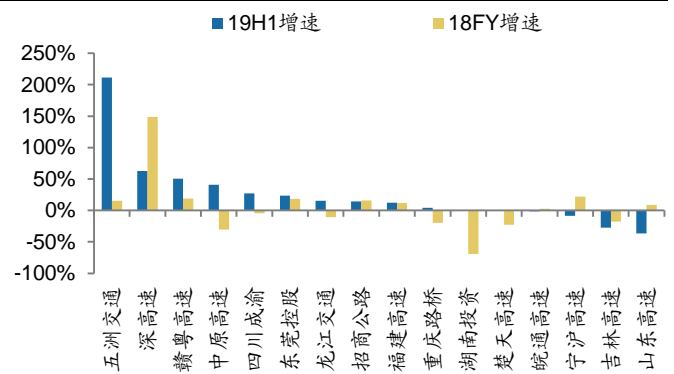
ETC优惠短痛长好影响下，考虑ETC推广带来的通行效率提升对龙头公司饱和路产的流量诱增效应更强，车流增速对通行费优惠的对冲能力更好，推荐关注ETC布局前瞻的全国性路产龙头招商公路，以及发达地区龙头路企深高速、宁沪高速。

图40: 高速公路公司营业收入及成本同比增速



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图41: 高速公路公司归母净利润同比增速



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

风险提示：经济下行对路产车流冲击超出预期，高速公司辅业经营波动加大。

风险提示

人民币汇率大幅波动、油价大幅上行；精细化管控不达预期，运输、人力等成本大幅上涨，价格战恶化，电商增速不达预期，新业务发展拖累主业；经济下行对路产车流冲击超出预期，高速公司辅业经营波动加大。

广发证券交通运输仓储研究小组

关 鹏：首席分析师，上海财经大学数量经济学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。
孙 瑜：联系人，新加坡国立大学金融工程硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。
曾 靖 珂：联系人，上海交通大学管理科学与工程硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密性

务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

- (1) 广发证券在过去 12 个月内与东方航空(600115)公司有投资银行业务关系。
- (2) 广发证券在过去 12 个月内与东方航空(00670)公司有投资银行业务关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。