

交通运输

报告日期: 2023 年 01 月 07 日

## 2022 年低基数确定, 2023 年快速回升可期

### ——交运免税行业 22Q4 业绩前瞻

#### 投资要点

##### □ 免税: 全年受到疫情压力较大, 预计中免、海南机场 22Q4 利润同比下滑

**2022 全年受到疫情压力较大, 12 月下旬开始回暖。**2022 年 1-11 月, 海南离岛免税销售额 322 亿元, 同比下滑 24%。2022 年 10-11 月, 三亚、海口机场旅客运输量仍处于历史低位, 为 2019 年的 30% 左右。12 月 8 日, 海南优化防疫政策, 取消落地检要求, 客流量开始回暖。到 12 月 31 日, 凤凰机场、美兰机场航班量分别恢复至 2019 年的 91%、79%。免税销售额亦于 12 月开始回暖, 根据海口海关数据, 12 月 13-19 日海南离岛免税日均销售额均突破亿元 (1-11 月日均销售额 0.96 亿元)。元旦假期海南离岛免税复苏节奏仍在继续, 元旦假期离岛免税日均销售额为 1.4 亿元, 但与去年同期相比仍有 30% 的缺口, 随着疫情影响边际减弱, 春节假期销售表现值得期待。

**中国中免:** 22Q3 海棠湾免税城闭店约 40 天, 凤凰机场、日月广场免税店也闭店 20 天左右, 销售收入压力较大。10 月 28 日, 海口国际免税城开业, 首日销售额 6000 万元, 叠加 12 月份海南客流回暖, 我们预计中免销售收入在 22Q4 将环比改善。毛利率方面, 我们预计 22Q4 毛利率将好于 Q3 水平 (Q3 线上占比更高)。财务费用方面, 2022 年 12 月 31 日, 人民币对美元中间价相比 2022 年 9 月 30 日升值约 2%, 预计将贡献一定的正收益。考虑到 Q4 计提存货减值, 综合测算下, 我们预计中国中免 22Q4 销售收入 137-152 亿元, 同比-24%至-17%, 实现归母净利润 8.8-9.8 亿元, 同比-24%至-16%。

**海南机场:** 公司利润主要由免税及有税商业租金+海南两场免税店投资收益贡献。公司控股三亚凤凰机场, 2022 年三亚凤凰机场飞机起降架次、旅客运输量分别下滑 35%、43%, 为机场业务收入和免税销售额带来较大压力。同时, 2022 年 12 月公司公告, 2022 年 1 月起下调对海控免税的销售抽成标准, 非电子类产品扣点由 8% 下降为 3%, 约影响全年归母净利润 6244 万元。同时公司联营企业海航航空技术有限公司受到疫情影响, 上半年投资亏损 1.95 亿元, 预计 Q4 仍将对利润带来负面影响。综合测算下, 我们预计海南机场 22Q4 实现营业收入 7.7-8.5 亿元, 同比-9.9%至-0.4%, 归母净利润-1.8 至-1.6 亿元, 去年同期为+1.01 亿元。

##### □ 机场: Q4 客流环比下降, 预计上海机场、白云机场亏损环比扩大

12 月国内出行松懈, 但机场 Q4 整体客流受疫情影响, 我们预计环比 Q4 均有所下降, 单客成本将上升, 预计亏损环比扩大。由于 Q4 国际客流环比改善有限, 根据免税补充协议, 我们预计上海机场免税收入环比小幅上升, 白云机场免税收入环比基本持平。2023 年 1 月 8 日起, 入境人员免隔离、国际航班量限制取消, 我们预计 2023 年夏秋航季起国际航班量有望出现明显回升。

**上海机场:** 根据公司披露的 10-11 月经营数据, 以及 12 月机场进出港航班量情况, 我们预计公司 22Q4 旅客吞吐量约 890 万人次, 环比-3%, 其中国际及地区旅客吞吐量约 40 万人次, 环比+30%, 预计免税收入约 1.1 亿元。基于经营数据, 我们预计, 22Q4 公司营业收入 14.8-16.4 亿元, 归母净利润-6.8 至-6.2 亿元。

**白云机场:** 根据公司披露的 10-12 月经营数据, 公司 22Q4 旅客吞吐量约 417 万人次, 环比-57%, 同比-55%。由于国际及地区旅客吞吐量恢复率尚低, 根据免税补充协议, 我们预计 Q4 免税收入环比持平, 约为 0.31 亿元。基于经营数据, 我们预计, 22Q4 公司营业收入约 9.8-10.8 亿元, 同比-37%至-30%, 归母净利润约-3.9 至-3.5 亿元。

**深圳机场:** 根据公司披露的 10-11 月经营数据, 以及 12 月机场进出港航班量情况, 我们预计公司 22Q4 旅客吞吐量约 680 万人次, 环比-1.6%, 同比-26%。我

#### 行业评级: 看好(维持)

分析师: 李丹

执业证书号: S1230520040003  
liidan02@stocke.com.cn

分析师: 徐晴

执业证书号: S1230521010001  
xuqing@stocke.com.cn

研究助理: 李逸

liyi01@stocke.com.cn

研究助理: 秦梦鸽

qinmengge@stocke.com.cn

#### 相关报告

- 1 《亚太国家恢复得怎么样了? ——出行链专题报告之一 日本篇》 2023.01.03
- 2 《航空机场数据持续改善, 主要城市地铁客流环比向好——交通运输行业周报 (12 月第 5 周)》 2023.01.02

们预计，22Q4 公司营业收入约 7.4-8.2 亿元，同比-22%至-13%，归母净利润约-2.7 至-2.5 亿元。

□ **航空：供需两弱，成本端受高油价、低利用率拖累，预计 Q4 亏损环比扩大**

Q4 出行需求受疫情影响，航司运力投放环比下降。油价方面，Q4 油价处于相对高位但环比 Q3 有所改善，2022 年 10-12 月航空煤油进口到岸完税价同比分别+72%、+42%、+48%，Q4 平均油价较 Q3 下降 9.4%。汇率方面，2022 年末人民币相比 2021 年末贬值 9.2%，相比 22Q3 末升值 1.9%，预计 2022 全年产生较大规模汇兑损失。受高油价、低利用率拖累，预计航司 22Q4 单位 ASK 燃油成本、单位 ASK 非油成本同比均有明显上升。随着国内城市陆续达峰，12 月底国内客运航班量明显回升，出行需求有望出现明显改善。

**中国国航：**根据航司披露的 10-11 月经营数据，以及 12 月航班执行量情况，我们预计 22Q4 公司 ASK、RPK 同比分别-37%、-39%，单位客收同比明显上升。我们预计公司 22Q4 营业收入约 103-114 亿元，同比-39%至-33%，归母净利润约-95 至-86 亿元。

**南方航空：**根据航司披露的 10-11 月经营数据，以及 12 月航班执行量情况，我们预计 22Q4 公司 ASK、RPK 同比分别-37%、-37%，单位客收小幅上升。我们预计公司 22Q4 营业收入约 167-185 亿元，同比-28%至-20%，归母净利润约-67 至-61 亿元。

**中国东航：**根据航司披露的 10-11 月经营数据，以及 12 月航班执行量情况，我们预计 22Q4 公司 ASK、RPK 同比分别-45%、-42%，单位客收同比明显上升。我们预计公司 22Q4 营业收入约 98-108 亿元，同比-33%至-26%，归母净利润约-96 至-87 亿元。

**春秋航空：**根据航司披露的 10-11 月经营数据，以及 12 月航班执行量情况，我们预计 22Q4 公司 ASK、RPK 同比分别-35%、-40%，单位客收同比明显上升。我们预计公司 22Q4 营业收入约 15-17 亿元，同比-32%至-25%，归母净利润约-6.4 至-5.7 亿元。

**吉祥航空：**根据航司披露的 10-11 月经营数据，以及 12 月航班执行量情况，我们预计 22Q4 公司 ASK、RPK 同比分别-42%、-44%，单位客收同比明显上升。我们预计公司 22Q4 营业收入约 15.5-17.2 亿元，同比-41%至-35%，归母净利润约-12.1 至-10.9 亿元。

□ **内贸集运：运价持续上行，量价齐升有望推动中谷物流收入增长**

**旺季推动内贸集运价格持续上行。**四季度内贸集运旺季，运输需求提升推动内贸集运运价指数 PDCI 环比持续上行，10 月 7 日至 12 月 23 日，PDCI 指数平均值为 1725.42 点，环比增长 10.1%，同比增长 1.9%，运价处于高位水平。

**中谷物流：**公司深耕内贸集运行业，综合运力位列国内第二，优异的经营效率及控本能力打造强护城河，盈利能力大幅领先；四季度新船订单逐月交付，叠加旺季货源充裕，量价齐升有望推动业绩增长；我们预计公司 22Q4 营业收入约为 34.4-38.0 亿元，同比-4%至+6%，归母净利润为 4.7-5.1 亿元，同比-45%至-40%。

□ **油运：进入高景气周期，运价维持高位**

成品油运价维持高位。油轮订单运力占现有运力的比重为历史低位，随 IMO 环保新规落地，运力供给承压，经济复苏有望带动成品油消费需求，供需差拉大为运价提供较强支撑。四季度成品油运价仍处于高位，BCTI 指数平均为 1510 点，同比增长 142%，环比增长 15%。

**招商南油：**公司是全球领先的中小船型液货运输服务商，聚焦于成品油、原油、化学品、气体运输等领域，截至 22Q3 末拥有及控制运力 62 艘。四季度公司成品油运主要航线之一 TC7 航线 TCE 运价平均为 44404 美元/天，同比增长 485%，环比小幅下降 4.5%，运价高位有望推动业绩保持高水平，预计 22Q4 公司实现营业收入 13.6-15.0 亿元，同比增长 30%至 43%，归母净利润约为 6.2 至 6.8 亿元。

**中远海能：**油运已进入高景气阶段，运价在 Q4 加速上涨，公司外贸油运业务提供向上高弹性，同时内贸油运及 LNG 运输业务贡献稳定盈利。我们预计公司

22Q4 营业收入 60.0-66.3 亿元，同比+76%至+95%，归母净利润 10.4 至 11.5 亿元。

#### □ 投资建议

**推荐上海机场、白云机场：**随着国际客流恢复，机场免税销售额亦将恢复，公司有望迎来业绩&估值双重修复。

**推荐三大航：**国际运力占比高，行业供给确定性降速，需求恢复后有望出现供需错配，公司有望显现较大利润弹性。

**推荐春秋航空：**低成本优势下业绩相对稳健，有望受益于休闲旅游需求率先复苏。

**推荐吉祥航空：**国内运力占比较大，业绩率先回暖，国门放开前盈利表现更为稳健，长期成长性高，洲际航线有望成为新增长点。

**推荐中谷物流：**内贸集装箱运输行业龙头，散改集&多式联运打开赛道成长空间，内贸竞争格局优化及运力供给短缺为运价提供支撑，随着大船订单交付，公司市场份额有望提升，新船进一步提升公司成本竞争力。

**推荐中国中免：**在离岛+线上+机场+市内全方位布局下，公司仍有较大成长空间，21 年、22 年旗下离岛免税店密集扩容，增量效应有望在 2023 年显现。

**推荐中远海能：**当前运价持续上涨、行业供给确定性放缓，油运市场景气度上升，公司作为全球油运龙头，盈利弹性大，预计后续将显著受益于油运行业景气周期。

**推荐招商南油：**炼厂产能转移带动贸易路线重构，俄油脱钩推动运距提升，公司为远东市场领先者，供需差扩大带动运价提升有望为公司带来强业绩弹性。

**推荐美兰空港 H、海南机场：**短期受益于海南客流底部回升、离岛免税销售额将环比改善；中长期将持续享离岛免税高速发展红利。

#### □ 风险提示

由于核心假设不及预期导致业绩不及预期的风险，疫情影响升级，需求不及预期，运价不及预期，油汇大幅波动等。

表1: 22Q4 业绩前瞻 (单位: 亿元)

22Q4 业绩预测					
板块	标的	收入区间	同比	归母净利润	同比
免税	中国中免	137.3 至 151.7	-24%至-17%	8.8 至 9.8	-24%至-16%
机场	上海机场	14.8 至 16.4	51%至 67%	-6.2 至-6.8	/
	白云机场	9.8 至 10.8	-37%至-30%	-3.5 至-3.9	/
	海南机场	7.7 至 8.5	-10%至-0.4%	-1.6 至-1.8	/
	深圳机场	7.4 至 8.2	-22%至-13%	-2.5 至-2.7	/
	中国国航	103.3 至 114.2	-39%至-33%	-85.8 至-94.8	/
航空	南方航空	167.1 至 184.7	-28%至-20%	-60.5 至-66.9	/
	中国东航	97.9 至 108.2	-33%至-26%	-86.6 至-95.7	/
	春秋航空	15.1 至 16.6	-32%至-25%	-5.7 至-6.4	/
	吉祥航空	15.5 至 17.2	-41%至-35%	-10.9 至-12.1	/
内贸集运	中谷物流	34.4 至 38	-4%至 6%	4.7 至 5.1	-45%至-40%
油运	招商南油	13.6 至 15	30%至 43%	6.2 至 6.8	1701%至 1891%
	中远海能	60.0 至 66.3	76%至 95%	10.4 至 11.5	/

资料来源: Wind, 浙商证券研究所测算; 注: 上海机场 22Q3 并表虹桥机场、物流公司等。

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>