

投资评级：推荐（维持）

报告日期：2019年05月21日

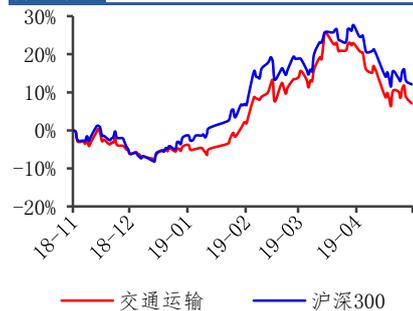
分析师

分析师：罗江南 S1070518060002

☎ 021-31829705

✉ luojiangnan@cgws.com

行业表现



数据来源：贝格数据

相关报告

<<粤港澳大湾区规划出台，关注交运基础设施板块>> 2019-03-11

油汇双杀冲击航空业绩，快递增速高位维持，基础设施板块防御属性显著

——交通运输行业年报回顾

重点推荐公司盈利预测

| 股票名称 | EPS | | PE | |
|------|------|------|-------|-------|
| | 18E | 19E | 18E | 19E |
| 东方航空 | 0.32 | 0.57 | 18.59 | 10.44 |
| 南方航空 | 0.42 | 0.77 | 17.00 | 9.27 |
| 中国国航 | 0.39 | 0.62 | 21.79 | 13.71 |
| 春秋航空 | 1.72 | 2.48 | 24.10 | 16.72 |

资料来源：长城证券研究所

核心观点

- 行业营收稳健增长，净利润小幅下行。**2018年受市场整体调整影响，交通运输板块全年整体呈下行状态，跌幅为30.17%，跑输沪深300指数4.86个百分点。从财务数据层面来看，2018年行业总体营收21095亿元，营收增量为2414亿元，同比增长12.92%；行业整体归母净利润为824亿元，下降216亿元，同比去年下降20.79%。整体上营收仍维持稳健增长，而利润出现较大波动，分子板块看利润下滑主要由于航空与物流板块的负向贡献所致，而机场、铁路、公路、港口等基础设施运营类板块业绩整体保持稳定，体现出了一定的防御属性。
- 航空：油汇双杀影响落地，景气复苏值得期待。**2018年六大上市航司合计实现营业收入4905亿元，同比增长13.07%，但归母净利润122亿元，同比缩减52.1%，业绩受油价、汇率等外部因素冲击较大。经营数据层面，2018年航空客运规模稳健扩张，可用座公里为10707亿公里，同比增长11.5%；收入客公里为8844亿公里，同比增长11.42%；客座率水平维持稳定，为82.61%，同比小幅降低0.07%，客座率下行的原因主要是各航空公司均在一定程度上采用了收益管理策略，叠加行业全票价上限放开，票价水平整体呈上升趋势。展望19年油价、汇率等外部因素的同比改善将大幅提升业绩表现。航空行业需求韧性确保行业运量仍可维持10%左右增长，票价改革的放开与波音737MAX事件确保行业运价长期呈上升趋势。整体上看航空仍是交运行业景气度最好的子板块，全年来看行业景气度暨去年遭受油价、汇率双杀后今年大概率边际改善，宏观经济超预期、票价超预期与汇率预期反转均可能构成潜在上行催化剂。
- 机场：业绩稳健增长，防御属性凸显。**2018年机场板块四家上市公司合计实现收入224亿元，同比增长13.29%，合计实现归母净利润65亿元，同比增长2.88%。经营数据层面，2018年行业运营规模继续稳健增长，整体飞机起降架次为1.53亿架次，同增2.89%；旅客吞吐量为220亿人次，同增6.65%；货邮吞吐量为7亿吨，同增1.70%。机场行业作为服务航空

运输的基础设施运营行业，普遍拥有良好的现金流，垄断行业属性使其具备增长相对稳定、受宏观经济周期影响较小等特征。在经济平稳复苏的宏观环境下，机场板块稳健增长的业绩与高股息低估值特性具备一定的比较优势，是弱市中良好的防御性品种。在当前宏观经济下行的市场环境下，机场板块稳健增长的业绩与非航业务带来的消费属性具备一定的比较优势，板块业绩由航空主业驱动步入非航业务驱动，估值中枢将由公用事业逐步向类消费板块靠拢。长期来看，公司业绩结构的改变提供对当前估值水平的支撑，未来业绩的持续增长确定性较强，仍具备长期配置价值。

- **快递：单量增速高位维持，行业集中度持续提升。**2018年，快递行业营业收入实现6038亿元，同比上升21.80%，较17年略有放缓，扣非净利润92亿元，同比增长14.7%；业务量层面，2018年快递业务总量达到507.1亿票，同比增长26.60%，较17年28.04%的增速略有放缓，但仍处于高增速通道。中期来看电商增速确已结束过去30%+增长的阶段，但整体行业红利尚未释放完毕，行业未来三年增速仍可维持20%+。此外拼多多等新型电商崛起是通达系快递单量增长的新动力。行业格局层面，快递行业集中度进一步提升，中小快递公司正在加速离场。2018年CR6、CR8、通达系公司市占率达到了72.40%、81.20%及53.90%，分别较去年同期提升5.80、3.40、4.3个百分点。通达系公司营业收入增速均超过行业均值，行业单量呈现加速向龙头集中的趋势，其中中通、百世、圆通、申通及韵达增速分别为34.80%、39.88%、37.45%、34.41%及38.76%，顺丰增速不及上市公司平均，为27.69%，主要系商务件增速与电商件之间差距所致。我们认为综合估值与成长性快递板块仍具备长期配置价值，尽管当前通达系快递仍采取降价抢占市场份额的策略，但龙头快递公司由于成本端相对较低具备竞争优势，单量增速均高于行业整体水平，这表明中小快递公司正加速离场，逐步让出市场份额。当前温和的价格战无法伤及各家上市快递公司根本，却会加速中小快递公司的退出，因此当前通达系快递公司均有能力维持业务量增速高于行业平均水平，从中小快递公司攫取份额。展望明年，快递单量仍可维持近25%增速，且预计价格战仍会存在但不会大幅加剧，行业单价降幅仍可匹配成本缩减，当前快递行业单量仍可维持较高速增长，随着集中度的提升与消费者对服务质量的看重，价格在竞争策略中的比重逐步下降，行业单价下降幅度逐步趋缓，板块长期仍具备较高成长性。
- **风险提示：**宏观经济下行风险，人民币汇率贬值风险。

目录

| | |
|--------------------------------|----|
| 1. 行业营收稳健增长，净利润小幅下行 | 6 |
| 2. 航空：油汇双杀影响落地，景气复苏值得期待 | 7 |
| 2.1 经营数据稳定增长，非经常性科目冲击业绩 | 7 |
| 2.2 油汇双杀影响落地，外部因素边际改善 | 9 |
| 2.3 多重利好持续出炉，景气回升值得期待 | 11 |
| 3. 机场：业绩稳健增长，防御属性凸显 | 12 |
| 3.1 板块业绩稳健增长，弱周期属性充分体现 | 12 |
| 3.2 业务结构不断优化，非航占比持续提升 | 13 |
| 4. 快递：单量增速高位维持，行业集中度持续提升 | 15 |
| 4.1 快递业绩增速高位维持，成长性仍居板块首位 | 15 |
| 4.2 单量仍处于高增速通道，龙头市占率持续提升 | 16 |
| 4.3 顺丰发力拓展新业务，通达系持续优化成本 | 18 |

图表目录

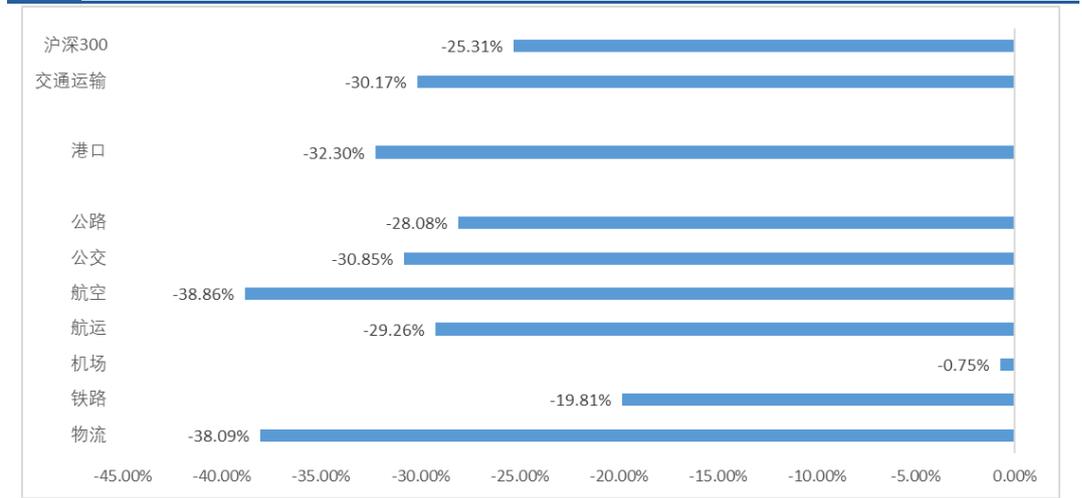
| | | |
|-------|-------------------------------|----|
| 图 1: | 交运各板块 2018 年市场表现..... | 6 |
| 图 2: | 交运各板块 2018 年营收表现..... | 6 |
| 图 3: | 交运各板块 2018 年净利润表现..... | 6 |
| 图 4: | 六大航司营收均呈现一定增长..... | 7 |
| 图 5: | 六大航司归母净利润整体下降..... | 7 |
| 图 6: | 18 年航空板块票价水平整体呈上升趋势..... | 8 |
| 图 7: | 2018 年 Brent 原油整体上行..... | 9 |
| 图 8: | 2018 年人民币元兑美元呈现贬值走势..... | 9 |
| 图 9: | 受国际油价上升影响, 燃油成本大幅增加..... | 9 |
| 图 10: | 航司非油成本控制效果显著..... | 10 |
| 图 11: | 人民币兑美元贬值 1% 的利润敏感性 (百万元)..... | 10 |
| 图 12: | 航油价格上升 5% 的利润敏感性 (亿元)..... | 10 |
| 图 13: | 18 年机场板块营收增势明显..... | 12 |
| 图 14: | 18 年机场板块归母净利润稳健增长..... | 12 |
| 图 15: | 上海机场经营数据..... | 12 |
| 图 16: | 白云机场经营数据..... | 12 |
| 图 17: | 深圳机场经营数据..... | 13 |
| 图 18: | 厦门空港经营数据..... | 13 |
| 图 19: | 各机场非航收入均维持较快增长..... | 13 |
| 图 20: | 各机场非航收入占总营收比例稳步提升..... | 14 |
| 图 21: | 各快递公司营业收入稳健增长..... | 15 |
| 图 22: | 各快递公司净利润增速高位维持..... | 15 |
| 图 23: | 行业营业收入及增速..... | 15 |
| 图 24: | 行业归母净利润及增速..... | 15 |
| 图 25: | 年度快递业务量及增长率..... | 16 |
| 图 26: | 季度快递业务量及增长率..... | 16 |
| 图 27: | 社会消费品零售总额及增长率..... | 16 |
| 图 28: | 实物商品网上零售额增速及占比..... | 16 |
| 图 29: | CR6、CR8 及通达系公司市场份额..... | 17 |
| 图 30: | 各主要快递公司市场份额..... | 17 |
| 图 31: | 年度平均单价及增长率..... | 17 |
| 图 32: | 季度平均单价及增长率..... | 17 |
| 图 33: | 通达系公司单票毛利..... | 18 |
| 图 34: | 通达系公司毛利率..... | 18 |
| 图 35: | 各公司年度业务量增速..... | 19 |
| 图 36: | 各公司季度业务量增速..... | 19 |
| 图 37: | 申通营业收入 (亿元) 及同比增速..... | 19 |
| 图 38: | 申通扣非归母净利润 (亿元) 及同比增速..... | 19 |
| 图 39: | 圆通营业收入 (亿元) 及同比增速..... | 19 |
| 图 40: | 圆通扣非归母净利润 (亿元) 及同比增速..... | 19 |
| 图 41: | 韵达营业收入 (亿元) 及同比增速..... | 20 |
| 图 42: | 韵达扣非归母净利润 (亿元) 及同比增速..... | 20 |

| | | |
|-------|--------------------------|----|
| 图 43: | 中通营业收入（亿元）及同比增速 | 20 |
| 图 44: | 中通扣非归母净利润（亿元）及同比增速 | 20 |
| 图 45: | 百世营业收入（亿元）及同比增速 | 20 |
| 图 46: | 百世扣非归母净利润（亿元）及同比增速 | 20 |
| 图 47: | 顺丰营业收入（亿元）及同比增速 | 21 |
| 图 48: | 顺丰扣非归母净利润（亿元）及同比增速 | 21 |
| 表 1: | 上市航司供需关系维持紧平衡 | 8 |

1. 行业营收稳健增长，净利润小幅下行

2018 年受市场整体调整影响，交通运输板块全年整体呈下行状态，跌幅为 30.17%，跑输沪深 300 指数 4.86 个百分点。除机场板块受益防御属性与免税上行基本维稳以外，其余各子版块均呈现较大跌幅。

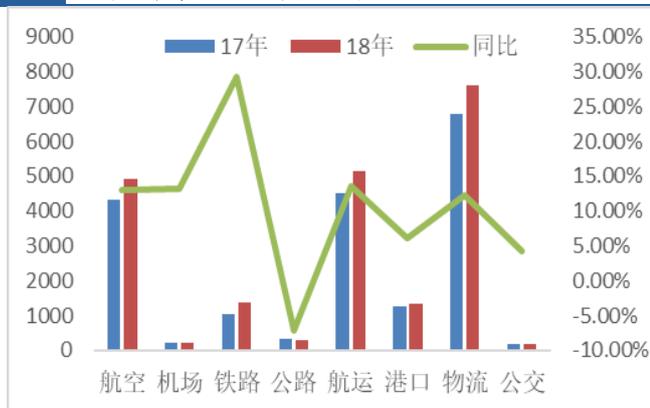
图 1: 交运各板块 2018 年市场表现



资料来源: Wind 长城证券研究所

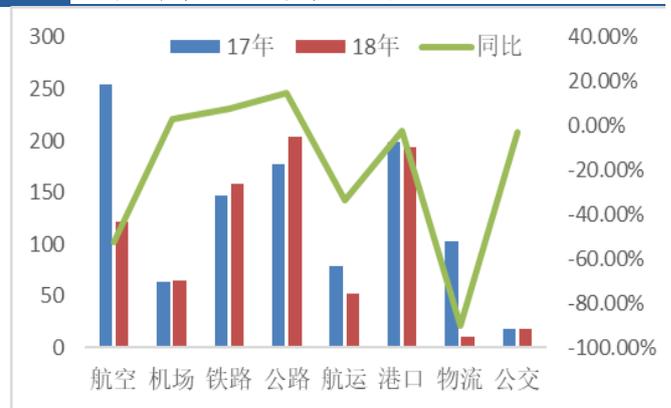
从财务数据层面来看，2018 年行业总体营收 21095 亿元，营收增量为 2414 亿元，同比增长 12.92%；行业整体归母净利润为 824 亿元，下降 216 亿元，同比去年下降 20.79%。整体上营收仍维持稳健增长，而利润出现较大波动，分子板块看利润下滑主要由于航空与物流板块的负向贡献所致。航空板块作为交运板块利润占比最高的子板块，2018 年归母净利润减量达 132 亿元，同比下降 52.1%，主要系报告期内汇率波动与航油价格上涨所致，行业景气度受油汇双杀出现较大幅度下行；物流板块 2018 年归母净利润减量也达到了 93 亿元，同比下降 90.0%，主要系板块内部分公司计提大量商誉减值准备所致。而机场、铁路、公路、港口等基础设施运营类板块业绩整体保持稳定，体现出了一定的防御属性。

图 2: 交运各板块 2018 年营收表现



资料来源: Wind 长城证券研究所

图 3: 交运各板块 2018 年净利润表现



资料来源: Wind 长城证券研究所

2. 航空：油汇双杀影响落地，景气复苏值得期待

2.1 经营数据稳定增长，非经常性科目冲击业绩

2018年国航、东航、南航、海航、春秋、吉祥六大航司合计实现营业收入4905亿元，同比增长13.07%，归母净利润122亿元，同比缩减52.1%。2019年第一季度国航、东航、南航、海航、春秋、吉祥六大航司合计实现收入1266亿元，同比增长9.07%，合计实现归母净利润94亿元，同比增长0.88%。

整体上看油汇双杀影响拉低航空板块18年业绩，但当前悲观预期已较为充分，外部因素影响均已落地。国航、南航、东航、春秋、吉祥2018年分别实现归母净利润66.20亿元、29.83亿元、27.09亿元、15.03亿元与12.33亿元，同比变化1.33%、-49.56%、-57.35%、19.12%与-6.99%。国航由于座收提升与成本控制实现业绩提升，在外部因素不利的行业背景下实属不易。南航、东航业绩下滑主要受报告期内油价、汇率不利波动影响，吉祥除了外部因素拉低业绩，初期将B737投放于国内线而未能达到宽体机应有的运营效率，对公司成本端也产生一定压力。春秋由于油价汇率敏感性均低于行业，且低成本模式降低周期波动，业绩表现一枝独秀，体现出了一定的成长性。

图4：六大航司营收均呈现一定增长



资料来源：Wind 长城证券研究所

图5：六大航司归母净利润整体下降



资料来源：Wind 长城证券研究所

经营数据层面，2018年航空客运规模稳健扩张，可用座公里为10707亿公里，同比增长11.5%；收入客公里为8844亿公里，同比增长11.42%；客座率水平维持稳定，为82.61%，同比小幅降低0.07%。分公司看，国航、东航、南航、海航、春秋、吉祥收入客公里分别同增9.71%、12.35%、14.66%、9.52%、9.77%、9.71%，可用座公里分别同比增加8.10%、12.04%、16.66%、10.41%、10.48%、8.10%；供需差分别为-0.72%、1.61%、0.31%、-2.00%、1.61%、-0.89%，行业客座率水平高，国航、东航、南航、海航、春秋、吉祥的客座率分别为80.6%、82.3%、82.4%、89.0%、86.2%，需求增速与供给增速相匹配，供需处于平衡状态。

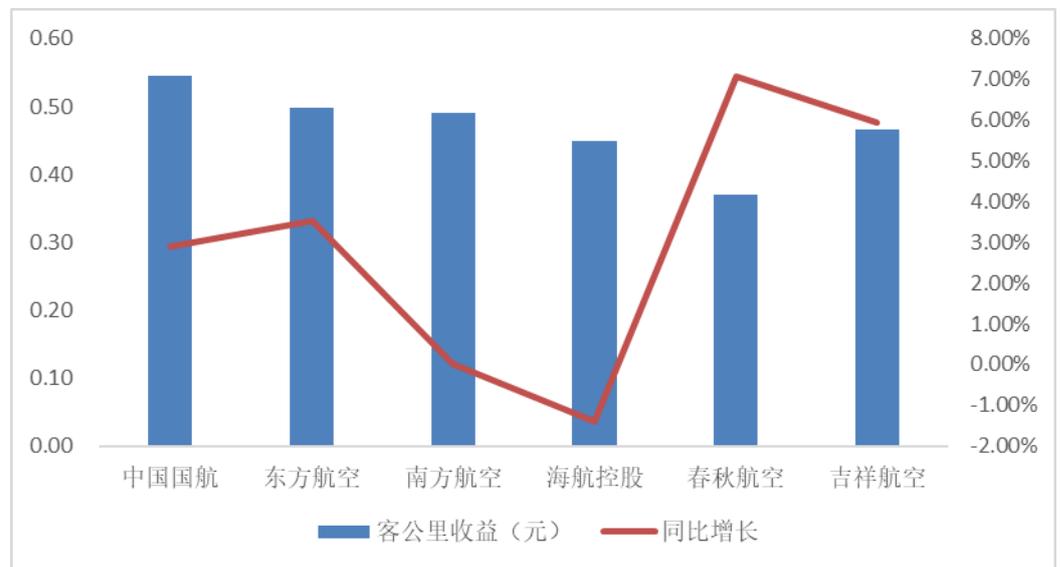
表 1: 上市航司供需关系维持紧平衡

| % | 收入客公里增速 | | | | 可用座公里增速 | | | | 供需差 (需求增速-供给增速) | | | |
|----|---------|--------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|-----------------|--------|--------|--------|
| | 整体 | 国内 | 国际 | 地区 | 整体 | 国内 | 国际 | 地区 | 整体 | 国内 | 国际 | 地区 |
| 国航 | 9.77% | 7.64% | 13.14% | 12.81% | 10.48% | 8.34% | 14.04% | 9.89% | -0.72% | -0.70% | -0.90% | 2.92% |
| 东航 | 9.71% | 9.74% | 9.53% | 11.25% | 8.10% | 8.85% | 6.81% | 7.32% | 1.61% | 0.88% | 2.72% | 3.94% |
| 南航 | 12.35% | 11.56% | 12.61% | 14.22% | 12.04% | 11.23% | 14.04% | 13.87% | 0.31% | 0.33% | -1.43% | 0.35% |
| 春秋 | 14.66% | 13.29% | 20.65% | 17.23% | 16.66% | 14.85% | 20.25% | 20.14% | -2.00% | -1.56% | 0.40% | -2.91% |
| 吉祥 | 9.52% | 11.16% | -1.64% | 19.31% | 10.41% | 12.13% | -0.75% | 20.34% | -0.89% | -0.97% | -0.89% | -1.03% |

资料来源: Wind 长城证券研究所

2018 年各航空公司均在一定程度上采用了收益管理策略, 叠加行业全票价上限放开, 票价水平整体呈上升趋势。除海航平均客公里收益为 0.45 元, 同比下降 1.4%, 南方航空平均客公里收益为 0.49 元, 基本维持不变外, 国航、东航、春秋、吉祥平均客公里收益分别为 0.55、0.50、0.37、0.47, 同比增长 2.90%、3.53%、7.06%、5.94%, 收益管理策略初显成效。国航票价水平最高, 三大航票价维持在较高水平; 海航票价不增反低; 春秋、吉祥航空票价上升趋势明显。

图 6: 18 年航空板块票价水平整体呈上升趋势



资料来源: Wind 长城证券研究所

2.2 油汇双杀影响落地，外部因素边际改善

2018年航司业绩受油价、汇率等外部因素冲击较大，汇率层面全年人民币兑美元汇率下跌5%，对航司当前利润产生较大冲击。分公司来看，国航、南航、东航、春秋、吉祥汇兑损失分别为23.8亿元、17.4亿元、20.4亿元、3483万元与1432万元，分别占当期扣汇利润的19.3%、36.2%、28.0%、1.71%、0.84%，三大航整体美元负债较高汇兑损失严重，而民营航空影响相对较小。2017年人民币兑美元汇率上升6.0%，国航/南航/东航汇兑损失分别为-29.4、-17.9、-20.0亿元，春秋/吉祥汇兑损失分别为979、-568万元。2018年相对2017年，汇兑损失对国航、南航、东航利润的绝对影响额分别为53.1、35.3、41.9亿元，对春秋、吉祥绝对影响额分别为2501、1998万元。若将汇率影响剥离，2018年国航、东航、南航、海航、春秋、吉祥扣汇利润分别为123、61、62、20、17亿元，分别同增44.40%、8.50%、-11.10%、22.70%、-6.20%。海航扣汇利润为-33亿元，同减148%，汇兑损失是2018年业绩下滑的最大因素。

图7：2018年Brent原油整体上行



资料来源：Wind 长城证券研究所

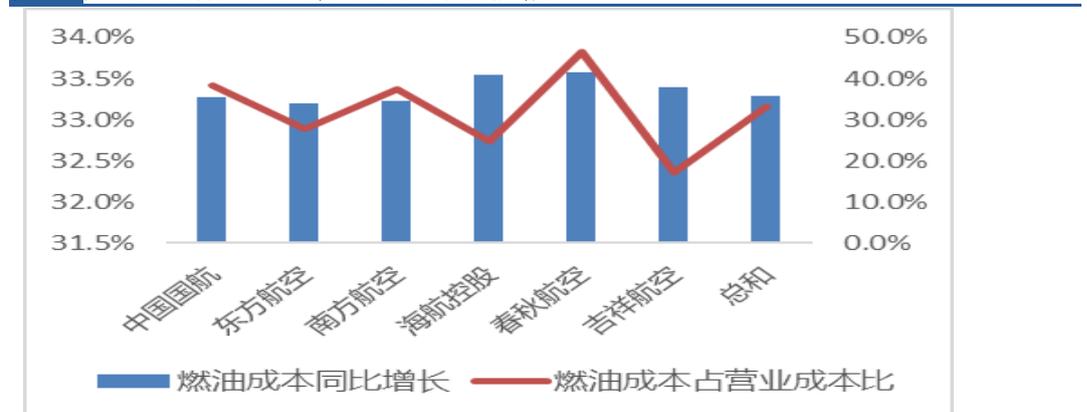
图8：2018年人民币元兑美元呈现贬值走势



资料来源：Wind 长城证券研究所

油价层面，2018年布伦特原油较17年整体上行，但在18年第四季度出现回落。航空煤油出厂价达5389元/吨，同比增加28%，对各航司成本端产生一定压力。分公司看，国航、东航、南航、海航、春秋、吉祥燃油成本分别为385、337、429、206、40、40亿元，同比增长35.45%、34.02%、34.57%、40.94%、41.56%、37.87%，燃油成本分别达到营业成本的33.42%、32.89%、33.37%、32.74%、33.82%、32.37%，在成本结构中的占比大幅上升。在成本增量中的占比超过50%，部分公司可达到70%~80%，燃油成本的上升是影响航空公司营业利润的第二大因素。

图9：受国际油价上升影响，燃油成本大幅增加



资料来源：Wind 长城证券研究所

由于油价、汇率等外部因素对经营业绩产生较大压力，各公司均在成本控制上加大大投入力度。除吉祥航空因大幅投放宽体机，成本扩张有所加大外，其余航空公司扣油后单位成本管控效果均较为显著，在一定程度上冲抵了燃油成本的上升。18年国航、东航、南航、海航、春秋、吉祥扣油后单位成本分别为0.28、0.28、0.27、0.26、0.20、0.24、0.27元/公里，同比下降3.5%、2.4%、8.7%、2.7%、1.3%、4.5%、-6.9%。各公司剔除油料成本的非油成本同比增速多远低于公司运力增速，单位非油成本控制得当，一定程度上缓解了外部因素恶化带来的成本压力。

图 10: 航司非油成本控制效果显著



资料来源: Wind 长城证券研究所

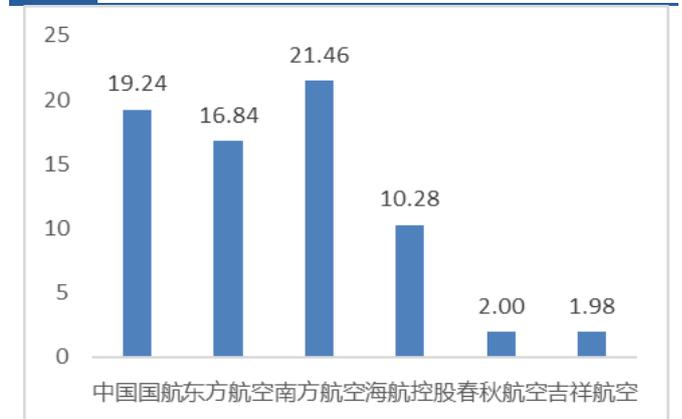
从外部因素敏感性上来看，各航司均在降低美元负债比例以降低汇率敏感性。三大航由于具有较高额度的外债，汇率波动对利润影响相对较大。按 2018 年年报披露数据，人民币兑美元贬值 10%，国航、东航、南航、春秋、吉祥分别会承受汇兑损失 2.28 亿元、1.78 亿元、1.95 亿元、579 万元、296 万元，而经营租赁并表将会显著加大这一数值。油价层面，国营航空由于整体燃油量较大且净利润率水平较低，对油价波动较为敏感，而民营航空对油价波动敏感性相对低。按 2018 年年报披露数据，平均航油价格上升 5%，国航、东航、南航、海航、春秋、吉祥燃油成本将分别增加 19.24、16.84、21.46、10.28、2.00、1.98 亿元，燃油价格波动仍对航空公司的成本端产生巨大影响。

图 11: 人民币兑美元贬值 1% 的利润敏感性 (百万元)



资料来源: Wind 长城证券研究所

图 12: 航油价格上升 5% 的利润敏感性 (亿元)



资料来源: Wind 长城证券研究所

2.3 多重利好持续出炉，景气回升值得期待

展望 19 年，行业外部因素冲击均已落地，而降低民航发展基金收取标准、737MAX 停飞带来供给收缩等利好持续出台。根据民航局公布 2019 年夏秋航季航班计划，总体规划时刻增速超市场预期。整体上看，夏秋航季周度时刻总量为 102458 个，较冬春航季同比提升 9.4%，结构层面国内增速 9.2%，低于国际增速 14.8%，同比增速均较上航季提升显著。从航司层面来看，国航、东航、南航、春秋、吉祥本航季增速分别同比提升 7.9%、9.1%、7.2%、14.9%与 16.9%，显著高于此前冬春航季的同比增速，其中民营航司仍保持高于行业整体增速，成长性逻辑将得到加强。从机场层面来看，首都机场、上海机场依然保持较低增速，分别同比增长 0.1%与 0.5%，而华南地区机场时刻增量大幅超预期，白云机场、深圳机场同比分别增长 6.6%与 5.7%，预计时刻放量与空域问题得到小幅改善相关。我们认为，本次时刻放量对航空供给侧缩减逻辑本质上不构成破坏，航空行业供给的决定性影响因素在于运力而非时刻，尽管时刻的放量确实一定程度上会影响行业整体供给，但当前行业整体呈现枢纽型机场时刻不够，而中小型机场时刻用不满的现象，这本质上是由于不同机场的航线收益品质不同导致的，时刻放量在一定程度上打开了大型机场的产能空间，给与航空公司更多选择权，不排除整体航线收益质量提升的可能性。此外，3 月 10 日，埃塞俄比亚航空一架波音 737MAX 失事，与不到半年前狮航失事航班机型相同，包括我国民航局在内，世界范围内均开始对 737MAX 机型进行停飞。目前国内航司共运营 737 MAX 飞机近 100 架，占国内运营中总飞机比重约为 2.5%。本事件带来的已运营运力停飞以及订单的延迟交付将带来行业整体运力水平的收缩，短期供需关系的边际改善或将推动行业票价上行。

4 月 3 日国常会做出决定，从今年 7 月 1 日起将民航发展基金征收标准降低一半。民航发展基金由原民航机场管理建设费和原民航基础设施建设基金合并而成，属于政府性基金。旅客端按旅客数量征收，国内航班每人征收 50 元，国际航班每人征收 90 元，该部分由航司代收后上缴国库，作为航司终端票价的一部分，但对航司报表不产生影响；航空公司端则根据飞行航线分类、飞机最大起飞全重、飞行里程以及适用的征收标准缴纳，计入航司成本。我们认为，民航发展基金减半将从降成本与促需求两方面对航司构成利好，首先该措施直接降低航司成本，2018 年国航、南航、东航、春秋、吉祥民航发展基金成本分别为 24 亿（推算值）、29.4 亿、22.35 亿、2.92 亿、3.15 亿。按收入减半计算对应 2019 年利润提升约为 10%。此外，旅客端缴纳的民航发展基金在机票价格外单独列示，实质上会带来旅客付出的真实成本上升，而航司无法从中获取收益，基金减半征收将使得旅客出行时的表现机票价格下行，对需求端具有一定的促进作用

我们认为，18 年为航空公司近年来业绩低点，19 年油价、汇率等外部因素的同比改善将大幅提升业绩表现，而航空行业需求韧性确保行业运量仍可维持 10%左右增长，票价改革的放开与波音 737MAX 事件确保行业运价长期呈向上趋势。整体上看航空仍是交运行业景气度最好的子版块，短期供需关系的边际改善或将推动行业票价上行。全年来看行业景气度暨去年遭受油价、汇率双杀后今年大概率边际改善，宏观超预期与票价超预期均可能构成潜在上行催化剂。

3. 机场：业绩稳健增长，防御属性凸显

3.1 板块业绩稳健增长，弱周期属性充分体现

机场行业作为服务航空运输的基础设施运营行业，普遍拥有良好的现金流，垄断行业属性使其具备增长相对稳定、受宏观经济周期影响较小等特征。在经济平稳复苏的宏观环境下，机场板块稳健增长的业绩与高股息低估值特性具备一定的比较优势，是弱市中良好的防御性品种。2018年机场板块四家上市公司合计实现收入224亿元，同比增长13.29%，合计实现归母净利润65亿元，同比增长2.88%。2019年第一季度机场板块四家上市公司合计实现收入60亿元，同比增长14.58%；四家上市公司合计实现归母净利润19亿元，同比增长10.83%。板块整体收入与利润均维持稳健增长，在2018年整体宏观环境中实属不易，板块防御属性得到充分体现。

图 13: 18 年机场板块营收增势明显



资料来源: Wind 长城证券研究所

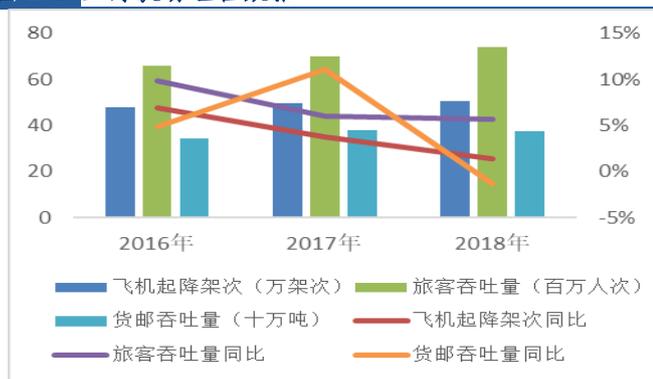
图 14: 18 年机场板块归母净利润稳健增长



资料来源: Wind 长城证券研究所

经营数据层面，2018年行业营运规模继续稳健增长，整体飞机起降架次为1.53亿架次，同增2.89%；旅客吞吐量为220亿人次，同增6.65%；货邮吞吐量为7亿吨，同增1.70%。由于我国航空出行渗透率仍有较大提升空间，机场行业业务量仍可维持较快增速。分公司来看，上海机场和白云机场经营数据规模相对更大，飞机起降架次分别为50.5、47.7万架次，分别同增2.89%、1.61%，旅客吞吐量分别为7401、6974万人次，分别同增5.72%、5.90%，增速稳定但未显著高于行业；而深圳机场和厦门空港成长性相对较高，飞机起降架次分别为35.6、19.2万架次，分别同增4.60%、3.88%；旅客吞吐量分别为4935、2655万人次，分别同增8.20%、8.45%，整体增速高于行业平均水平。

图 15: 上海机场经营数据



资料来源: Wind 长城证券研究所

图 16: 白云机场经营数据



资料来源: Wind 长城证券研究所

图 17: 深圳机场经营数据



资料来源: Wind 长城证券研究所

图 18: 厦门空港经营数据

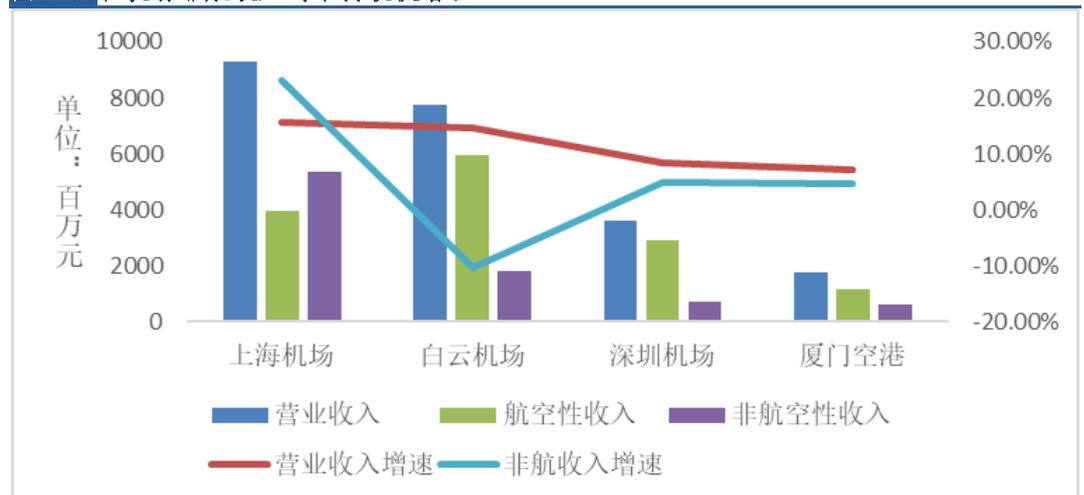


资料来源: Wind 长城证券研究所

3.2 业务结构不断优化, 非航占比持续提升

业务结构层面, 从国外成熟机场经验来看, 行业发展需历经三个阶段: 通过提升产能发展航空性业务的“机场”阶段、通过提升商业面积与航空相关业务拓展发展非航业务的“商场”阶段与通过发展航空周边产业、建设空港经济区的“航空城”阶段。我国机场当前大多处于航空性业务驱动的低级阶段, 非航业务占比不足 50%, 较国外平均占比 50% 以上仍有较大差距, 上海机场等部分国际枢纽机场已进入非航业务驱动阶段, 未来可随客流量和消费水平的提升逐步向国际水平并轨。

图 19: 各机场非航收入均维持较快增长



资料来源: 互联网 长城证券研究所

图 20: 各机场非航收入占总营收比例稳步提升



资料来源: 互联网 长城证券研究所

2018 年上海机场、白云机场、深圳机场、厦门空港非航收入分别为 53.4、18.2、7.0、6.2 亿元, 同增 23.2%、-10.4%、4.8%、4.7%, 分别占总营业收入的 57.4%、23.5%、19.4%、35.0%。非航收入占比的持续提升将成为未来机场业绩提升的最大驱动力。以上海机场为例, 受益于出行旅客消费意愿增强, 公司持续对商业零售进行品牌管理、场地优化和调整等, 当前公司非航业务占比达到 57.4%, 而其中商业餐饮收入表现靓丽, 同比大幅增长 33.2%, 按 2018 年免税销售额 110 亿测算, 公司免税业务收入超过 35 亿元, 客单价在 17 年约 250 元的高位仍实现近 20% 增长, 非航业务消费属性凸显, 未来发展空间广阔。

我们认为, 在当前宏观经济下行的市场环境下, 机场板块稳健增长的业绩与非航业务带来的消费属性具备一定的比较优势, 板块业绩由航空主业驱动步入非航业务驱动, 估值中枢将由公用事业逐步向类消费板块靠拢。长期来看, 公司业绩结构的改变提供对当前估值水平的支撑, 未来业绩的持续增长确定性较强, 仍具备长期配置价值。

4. 快递：单量增速高位维持，行业集中度持续提升

4.1 快递业绩增速高位维持，成长性仍居板块首位

2018年，快递行业营业收入实现6038亿元，同比上升21.80%，较17年略有放缓，扣非净利润92亿元，同比增长14.7%；通达系公司营业收入增速均超过行业均值，行业单量呈现加速向龙头集中的趋势，其中中通、百世、圆通、申通及韵达增速分别为34.80%、39.88%、37.45%、34.41%及38.76%；顺丰营收增速不及上市公司平均，为27.69%，主要系商务件增速与电商件之间差距所致。

图 21: 各快递公司营业收入稳健增长



资料来源: Wind 长城证券研究所

图 22: 各快递公司净利润增速高位维持



资料来源: Wind 长城证券研究所

纵向对比过去五年快递行业的营收与利润变化，可以看出行业经历了增速下台阶的过程，但目前仍可高位维持。随着集中度的提升与消费者对服务质量的看重，价格在竞争策略中的比重逐步下降，单价下滑幅度逐步趋缓，行业将长期处高速增长阶段，而龙头公司的市占率稳步提升，其成长性将高于行业平均水平。

图 23: 行业营业收入及增速



资料来源: Wind 长城证券研究所

图 24: 行业归母净利润及增速



资料来源: Wind 长城证券研究所

4.2 单量仍处于高增速通道，龙头市占率持续提升

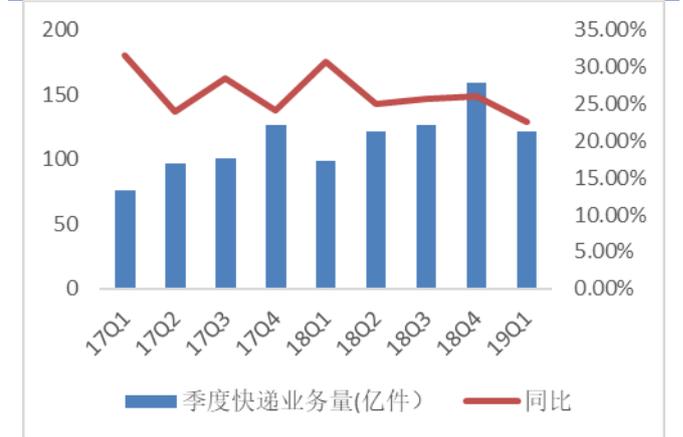
业务量层面,2018年快递业务总量达到507.1亿票,同比增长26.60%,较17年28.04%的增速略有放缓,但仍处于高增速通道。2019一季度快递行业实现业务量121.5亿件,同比提升22.50%,较去年同期30.70%的增速有所放缓。

图 25: 年度快递业务量及增长率



资料来源: Wind 长城证券研究所

图 26: 季度快递业务量及增长率



资料来源: Wind 长城证券研究所

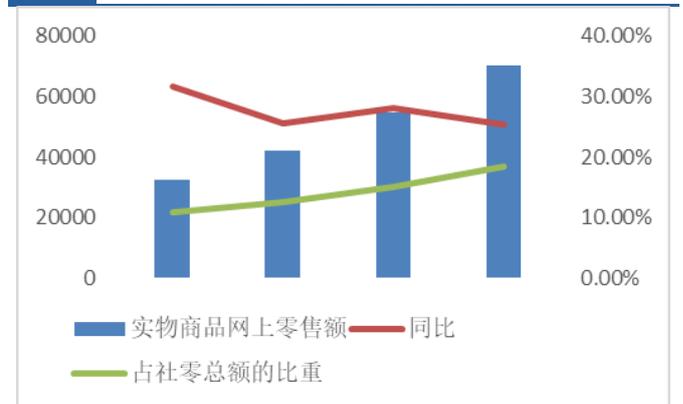
快递行业业务量增速与国内网购规模增速直接相关。实物商品网上零售额2017年增速为28%,2018年增速为25.4%,且近几年社零总额增速也呈现下降趋势,2017年为10%,2018年下降了一个百分点。电商GMV增速下滑是快递单量增速下台阶的直接原因。我们认为,中期来看电商增速确已结束过去30%+增长的阶段,但整体行业红利尚未释放完毕,行业未来三年增速仍可维持20%+。此外拼多多等新型电商崛起是通达系快递单量增长的新动力。成立以来拼多多成长迅猛,2017年GMV为1412亿元人民币,总单量43亿单,2018年GMV实现4716亿元,同比增长233.99%,订单数为111亿件,同比增长158.14%,是行业增速高位维持的重要原因。

图 27: 社会消费品零售总额及增长率



资料来源: 互联网, 长城证券研究所

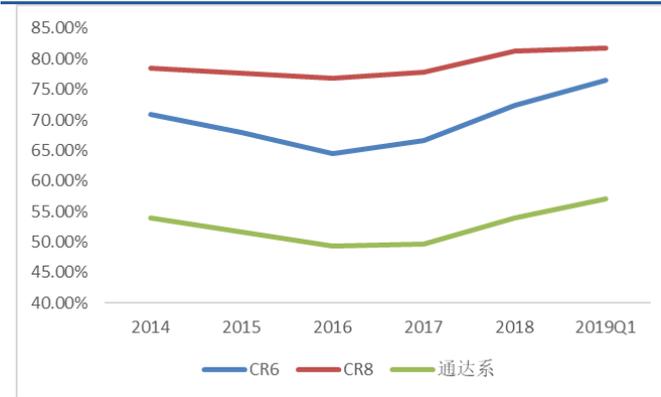
图 28: 实物商品网上零售额增速及占比



资料来源: 互联网, 长城证券研究所

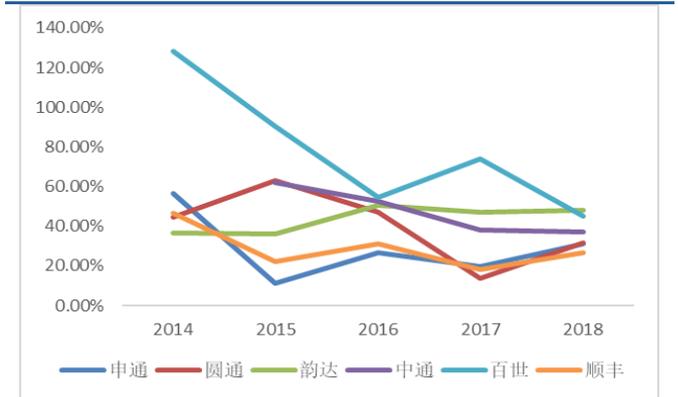
行业格局层面，快递行业集中度进一步提升，中小快递公司正在加速离场。2018年CR6、CR8、通达系公司市占率达到了72.40%、81.20%及53.90%，分别较去年同期提升5.80、3.40、4.3个百分点；其中申通、圆通、韵达、中通、百世、顺丰的市占率分别达到了10.10%、13.20%、13.80%、16.80%、10.80%及7.6%。并且在19年第一季度，行业集中度进一步提升。CR6、CR8及通达系公司市占率达到了76.50%、81.70%、57.00%。我们认为当前快递行业已进入比拼成本与效率的阶段，中小快递公司由于不具备规模效应其单件成本很难继续与通达系快递公司竞争，目前多已处于现金盈亏平衡点以下，随着龙头公司提高核心资产自营化率与设备自动化率进程的不断加速，行业单量将进一步向龙头集中，竞争格局有望持续优化。

图 29: CR6、CR8 及通达系公司市场份额



资料来源: 长城证券研究所

图 30: 各主要快递公司市场份额



资料来源: 长城证券研究所

价格层面，2018年快递业务单价为11.91元，同比下降3.8%；19年第一季度快递平均单价为12.7元，同比下降0.94%，较去年同期跌幅1.16%略有放缓。从过去几年整体价格走势来看，顺丰和通达系价格策略出现分化，顺丰定位以商条件需求为主的直营快递，单票收入23元左右，且由于商条件市场不存在体量较大的竞争对手，单价呈现逐年上升态势；而通达系快递定位电商件需求为主的加盟快递，单票收入3-4元，电商件市场仍存在诸多中小快递公司，故仍存在以价换量的现象。我们认为，当前快递行业价格战仍将长期存在，但短期不会出现大幅加剧。目前行业单价下降主要由于规模效应带来的成本降低所致，价格降幅与成本降幅基本匹配。而目前温和的价格战已足以将市场份额从中小快递公司手中收回，而以通达系公司之间直接竞争为目的的大幅价格战短期不会出现。

图 31: 年度平均单价及增长率



资料来源: 长城证券研究所

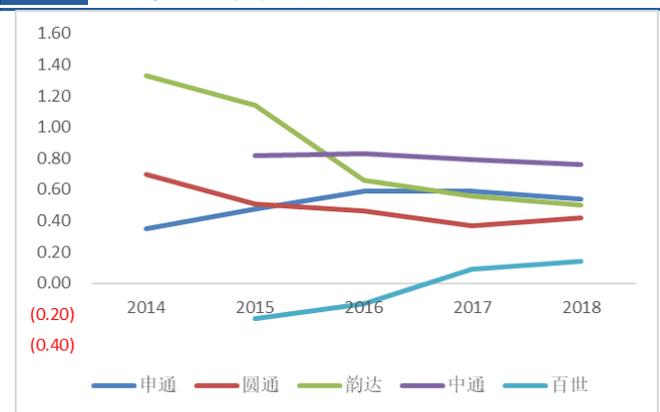
图 32: 季度平均单价及增长率



资料来源: 长城证券研究所

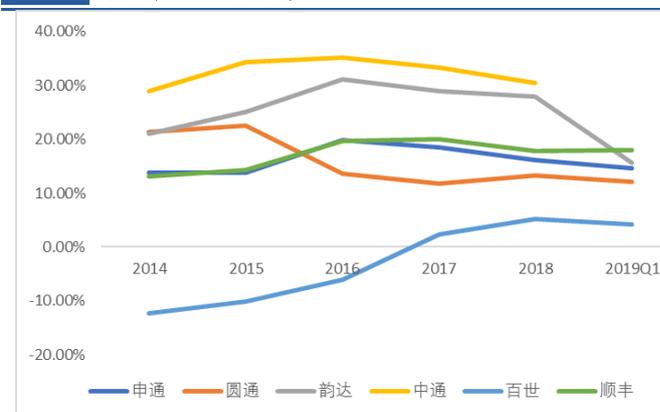
单票毛利与毛利率层面，当前通达系快递通过单票成本端的持续优化，除申通外，单票快递产品成本均下降。申通成本上浮主要体现在单票中转成本的增加，系过去体外转运中心并表所致。单票毛利层面，圆通受益于报告期内自动化升级以及转运中心投建，单票成本下降最为显著，单票毛利增长 18.92%。申通、韵达、中通单票毛利出现下降，分别下降 32.2%、10.71%、3.80%，除申通报告期内提高转运中心自营化率带来数据异常外，整体毛利呈现温和下行趋势。2018 年顺丰毛利率为 4.91%，较 2017 年下降 1.77 个百分点，主要系公司新业务尚处于培育期，成本端压力较大。总体来看，近年来行业价格竞争小幅加剧，平均单价持续下行，成本领先策略是通达系公司脱颖而出的关键，提升运输以及中转等核心环节的自营化率可有效实现成本降低。而顺丰未来盈利增长看点在于新业务培育期度过后的增量业绩贡献。长期看通达系公司与顺丰均未触及天花板，行业整体仍具备较大空间。

图 33: 通达系公司单票毛利



资料来源: 长城证券研究所

图 34: 通达系公司毛利率

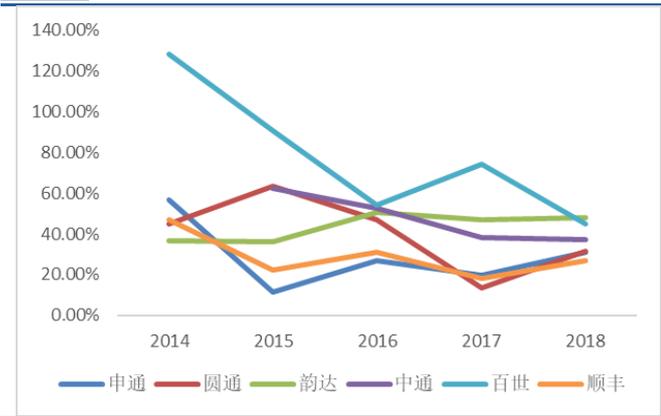


资料来源: 长城证券研究所

4.3 顺丰发力拓展新业务，通达系持续优化成本

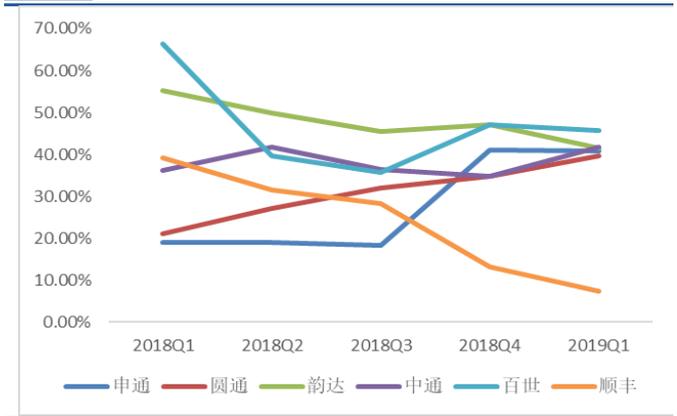
分公司来看，通达系业务量增速提升，而顺丰业务量增速出现下滑。2018 年，行业平均业务量增速为 26.60%，较去年 28.10%略有放缓。但其中通达系公司业务量增速进一步提升，均高于行业平均水平。2018 年韵达、百世、中通、圆通、申通业务量增速分别达到 48.10%、45.00%、37.00%、31.70%及 31.10%。而顺丰年业务增速为 26.77%，增速同比出现下滑。我们认为通达系快递与顺丰增速之间出现背离主要由两部分原因导致：首先是客观上电商件的增速要远高于商条件，业务结构的差异是构成二者单量增速差异的最主要原因；其次在宏观经济整体偏弱的情景下，电商件与商条件受到的冲击程度也有所区别，电商件背后的网购需求具备一定的逆周期性，而商条件背后的公商务需求与经济周期息息相关。整体上来看，上市快递公司依托行业龙头地位带来的规模优势，整体增速仍领跑行业。

图 35: 各公司年度业务量增速



资料来源: Wind 长城证券研究所

图 36: 各公司季度业务量增速



资料来源: Wind 长城证券研究所

图 37: 申通营业收入(亿元)及同比增速



资料来源: Wind 长城证券研究所

图 38: 申通扣非归母净利润(亿元)及同比增速



资料来源: Wind 长城证券研究所

图 39: 圆通营业收入(亿元)及同比增速



资料来源: Wind 长城证券研究所

图 40: 圆通扣非归母净利润(亿元)及同比增速



资料来源: Wind 长城证券研究所

图 41: 韵达营业收入 (亿元) 及同比增速



资料来源: Wind 长城证券研究所

图 42: 韵达扣非归母净利润 (亿元) 及同比增速



资料来源: Wind 长城证券研究所

图 43: 中通营业收入 (亿元) 及同比增速



资料来源: Wind 长城证券研究所

图 44: 中通扣非归母净利润 (亿元) 及同比增速



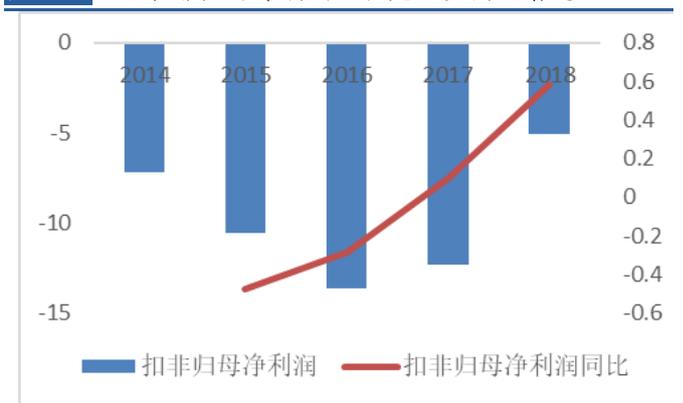
资料来源: Wind 长城证券研究所

图 45: 百世营业收入 (亿元) 及同比增速



资料来源: Wind 长城证券研究所

图 46: 百世扣非归母净利润 (亿元) 及同比增速



资料来源: Wind 长城证券研究所

图 47: 顺丰营业收入 (亿元) 及同比增速



资料来源: Wind 长城证券研究所

图 48: 顺丰扣非归母净利润 (亿元) 及同比增速



资料来源: Wind 长城证券研究所

我们认为综合估值与成长性快递板块仍具备长期配置价值, 尽管当前通达系快递仍采取降价抢占市场份额的策略, 但龙头快递公司由于成本端相对较低具备竞争优势, 单量增速均高于行业整体水平, 这表明中小快递公司正加速离场, 逐步让出市场份额。当前圆通、申通等过去两年增速相对较低的公司单量增速逐步与中通、韵达缩小差距, 过去由于部分核心资产未实现自营化带来的成本劣势产生的增速差逐步收窄, 十二月申通、圆通增速均已回升至 40% 以上, 这表明当前通达系快递尚未产生本质上的区别, 通过让利客户、补贴加盟商等方式可在短期将增速迅速提升, 而价格战无法伤及各家上市快递公司根本, 却会加速中小快递公司的退出, 因此当前通达系快递公司均有能力维持业务量增速高于行业平均水平, 从中小快递公司攫取份额。展望明年, 快递单量仍可维持近 25% 增速, 且预计价格战仍会存在但不会大幅加剧, 行业单价降幅仍可匹配成本缩减, 当前快递行业单量仍可维持较高速增长, 随着集中度的提升与消费者对服务质量的看重, 价格在竞争策略中的比重逐步下降, 行业单价下降幅度逐步趋缓, 板块长期仍具备较高成长性。中期来看快递行业单量增速未来仍可维持 20% 以上, 而随着市场集中度的逐步提升, 单价下滑幅度预计会逐步趋缓。当前快递行业估值已处于上市以来最低水平, 且市场份额持续向龙头集中, 存在估值修复机会, 但行业依靠价格战获取市场份额的竞争方式仍然存在, 在价格战趋缓前更多的仍是高频数据改善带来的估值修复机会, 短期经营数据尤其是单量增速的变化仍会带来各家公司估值波动, 建议重点关注估值低于行业均值且经营状况边际改善的申通快递、圆通速递。

研究员承诺

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级：

强烈推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上；
推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间；
中性——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上

行业评级：

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道6008号特区报业大厦17层

邮编：518034 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>