

## 行业盈利显著提升，因时因事合理配置

### 报告摘要：

**2017 年上半年行业整体盈利水平明显提升。**上半年，交通运输行业共有 115 家上市公司，实现每股收益（整体法）0.20 元，同比增长 43%。受经济增长推动大宗货物运输需求上升影响，相关的航运、铁路等子行业盈利大幅提升，消费升级则带来物流、机场等行业不同幅度的增长，快递行业的集体上市有效提升了物流行业的规模。经济增长和消费升级拉动交通运输行业需求增长，供给侧改革优化行业供给，供需向好使得行业盈利能力明显提升。

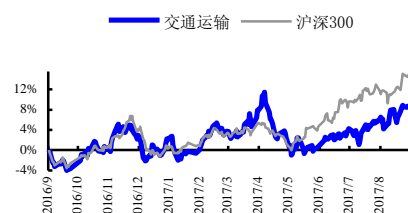
**供需改善、模式创新、改革优化赋予行业成长动力。**上半年，交通运输行业营业收入整体大幅同比增长 54.3%，铁路、物流、航运、快递等行业在消费升级、价格提升、运量增长等因素的不同作用之下，景气度显著提升，特别是航运和快递行业营收规模同比增速分别达到 268% 和 94%，港口、航空、机场和高速则保持相对稳定的增长，但是增速也都达到两位数以上的水平。伴随交通运输行业的不断成熟和发展，行业整体进入供需平衡、局部优化、功能升级的状态。多数行业的资本开支呈现持平或下降的趋势，部分行业随着需求变化和供给侧改革的要求进行优化和升级调整。行业的资产负债率呈现连续两年下降的状态，净资产收益率则同比开始回升。供需改善、模式创新、改革优化将赋予行业成长的持久动力。

**2017 年全年行业有望呈现盈利显著提升的状态。**得益于经济增长和消费升级，物流、航空、铁路、航运等细分子行业将保持相对较快的增长。预计国际原油价格下半年将继续维持在 50 美元/桶以下的相对低位水平，航空业主业将保持相对较高的盈利能力，而汇率因素将阶段性提升行业盈利水平。铁路客运将伴随高铁网络的完善和区域交流的增加继续保持收入双位数的增长趋势。物流行业继续受益于经济转型升级和消费升级带来的双重提升，快递行业和跨境物流将继续成为物流领域的亮点，呈现快速增长态势。央企改革不断落地将推动铁路等领域公司化改革深入推进，行业优势逐步转化为盈利能力，成长空间巨大。

**投资建议：全面关注交通运输行业的投资机会，因时因事合理配置。**交运行业策略继续持续推介物流供应链和快递为核心新经济成长股，重点关注央企改革推进。长期推介组合：大秦铁路（601006）、广深铁路（601333）、铁龙物流（600125）、外运发展（600270）、中储股份（600787）、顺丰控股（002352）、韵达股份（002120）、跨境通（002640）、传化智联（002010）、华鼎股份（601113），重点推荐广深铁路、韵达快递、跨境通。

**风险提示：**经济增速、政策推进速度和改革进程低于预期。

### 历史收益率曲线



涨跌幅（%）	1M	3M	12M
绝对收益	2.86%	7.88%	8.90%
相对收益	-0.96%	-2.33%	-6.27%

### 重点公司

### 投资评级

广深铁路	买入
大秦铁路	买入
铁龙物流	买入
韵达快递	买入
跨境通	买入

### 相关报告

《铁路改革推进 混改和土地综合开发是关键词》

2017-08-22

《东北证券交通运输行业周报：运价提升推动集运旺季行情，跨境电商保持快速发展》

2017-07-31

《航空旺季量价继续提升，大宗需求增长推动航运阶段性反弹》

2017-07-18

### 证券分析师：瞿永忠

执业证书编号：S0550515110002  
(021)20361103 quyz@nesc.cn

### 证券分析师：王婉艳

执业证书编号：S05505151100001  
(010)58034571 wangxiaoyan@nesc.cn

### 研究助理：明兴

执业证书编号：S0550116060004

### 研究助理：陈照林

执业证书编号：S0550116070020

## 目 录

<b>1. 行业盈利水平提升，全年预期继续向好 .....</b>	<b>5</b>
1.1. 收入大幅增长，整体毛利率水平回落.....	5
1.2. 本币升值，财务费用占比显著下降.....	6
1.3. 利润显著提升，盈利能力全面回升.....	6
1.4. 资本开支有升有降，资产负债率整体下降.....	8
1.5. 经济向好，全年盈利显著提升可期.....	9
<b>2. 经济增长动力依旧，消费升级需求持续 .....</b>	<b>10</b>
2.1. 快递：龙头分化持续，旺季即将开启，首推韵达.....	10
2.2. 铁路：陆路运输优势显现，量价齐升带来盈利增长.....	12
2.3. 航空：供需结构向好，汇兑收益改善业绩.....	13
2.4. 机场：业绩稳健增长，免税招标提升非航收入.....	16
2.5. 港口：量升价降，盈利略微修复.....	17
2.6. 航运：温和复苏确认.....	18
2.7. 物流：稳中有进，寻求盈利新增长点.....	19
2.8. 高速公路：业务收益稳定，持续推进新业务 .....	21
<b>3. 经济增长可期，消费升级持续继续带来行业投资机会 .....</b>	<b>22</b>

## 图表目录

图 1: 交通运输行业营业收入增速	5
图 2: 交通运输行业毛利率水平	5
图 3: 交通运输行业费用水平	6
图 4: 交通运输行业营业利润增速	6
图 5: 交通运输行业利润增速	7
图 6: 交通运输行业所得税率	7
图 7: 交通运输行业归属母公司股东的净利润增速	8
图 8: 交通运输行业资本支出水平	8
图 9: 交通运输行业资产负债率水平	9
图 10: 交通运输行业净资产收益率水平	9
图 11: 交通运输行业收益水平	10
图 12: 交通运输行业盈利水平变化	10
图 13: 快递企业申诉率改善, 中通、韵达申诉率较低	11
图 14: 铁路货运量增速	12
图 15: 大秦线、侯月线煤炭运量	12
图 16: 铁路客运量增速	13
图 17: 铁路高铁客运量及其占比	13
图 18: 三大航整体 RPK 增速	14
图 19: 三大航整体 ASK 增速	14
图 20: 三大航整体客座率走势	14
图 21: 三大航单位客公里收益 (元/客公里)	14
图 22: 南方航空 17H1 业绩变动拆分图 (单位: 亿元)	15
图 23: 中国国航 17H1 业绩变动拆分图 (单位: 亿元)	16
图 24: 东方航空 17H1 业绩变动拆分图 (单位: 亿元)	16
图 25: 主要港口货物吞吐量	18
图 26: 主要港口集装箱吞吐量	18
图 27: 跨境通 2015-2017 年季度收入及增速	21
图 28: 跨境通季度毛利率及销售费用率趋势	21
图 29: 跨境通 2015-2017 年季度归母净利润及增速 (亿元)	21
图 30: 高速公路公司 2016H1 和 2017H1 固定资产 (亿元)	22
图 31: 高速公路公司 2016H1 和 2017H1 在建资产 (亿元)	22
图 32: 高速公路公司 2016H1 和 2017H1 总资产周转率	22
图 33: 交通运输行业估值水平	23
图 34: 交通运输行业市场表现	23
表 1: 快递企业 17H1 业绩	10
表 2: 三大航 17H1 业绩及变动原因	14
表 3: 三大航 17H1 业绩变动拆分 (单位: 亿元)	15
表 4: 上市四大机场 17H1 业绩	17
表 5: 2017H1 港口上市公司装卸主营业收入及吞吐量增速情况	18

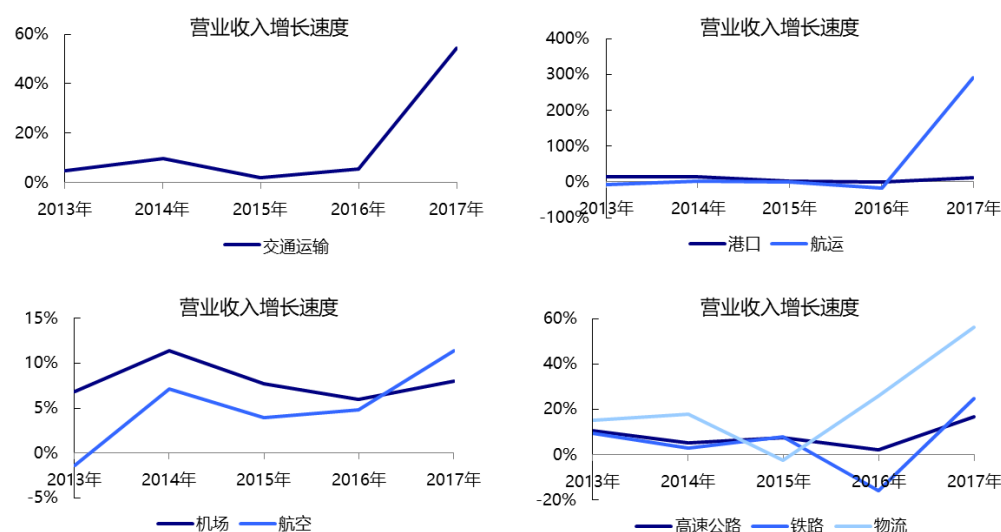
表 6: 2017H1 航运上市公司营收及盈利概况.....	18
表 7: 2017H1 轮渡上市公司营收及盈利概况.....	19
表 8: 跨境出口电商代表公司 .....	20

## 1. 行业盈利水平提升，全年预期继续向好

### 1.1. 收入大幅增长，整体毛利率水平回落

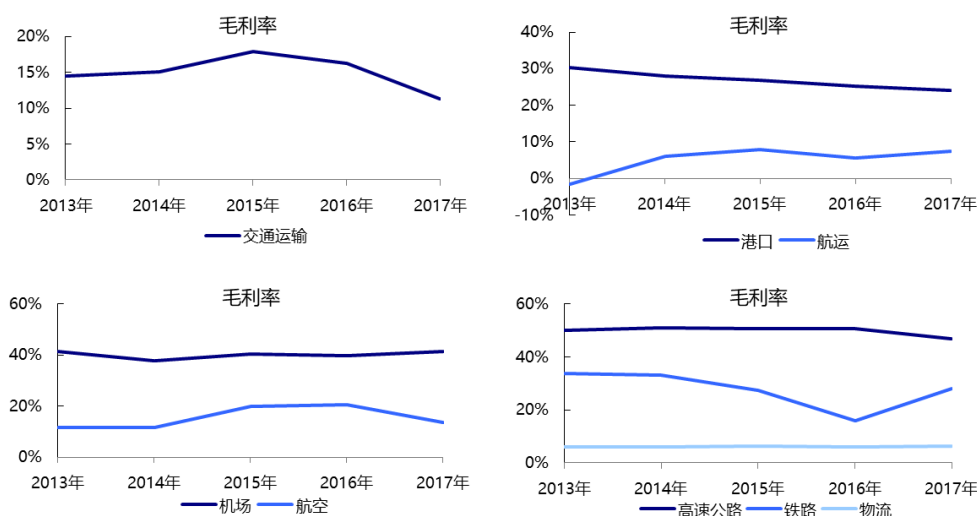
2017 年上半年，交通运输行业的营业收入整体大幅同比增长 54.3%，铁路、物流、航运、快递等行业在消费升级、价格提升、运量增长等因素的不同作用之下，景气度显著提升，特别是航运和快递行业营收规模同比增速分别达到 268% 和 94%，港口、航空、机场和高速则保持相对稳定的增长，但是增速也都达到两位数以上的水平。

图 1：交通运输行业营业收入增速



数据来源：东北证券，Wind

图 2：交通运输行业毛利率水平



数据来源：东北证券，Wind

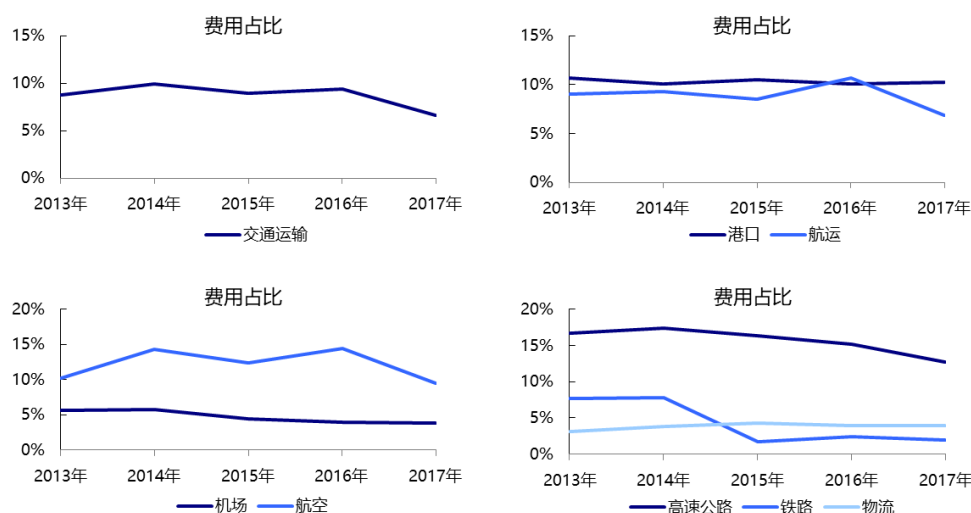
从各子行业的毛利率水平来看，航运、机场、铁路、物流实现了小幅提升，主要是由于上半年供需改善、提价、消费升级推动等因素带来，其中提升最明显的是

铁路行业，毛利率水平提升了 8.5 个百分点。而航空业由于油价的提升毛利率水平则下降了 7 个百分点。行业整体毛利率水平在相对较低的航运行业（8.86%）营业利润规模显著增长（4.1 倍）的摊薄影响下有所下降。

## 1.2. 本币升值，财务费用占比显著下降

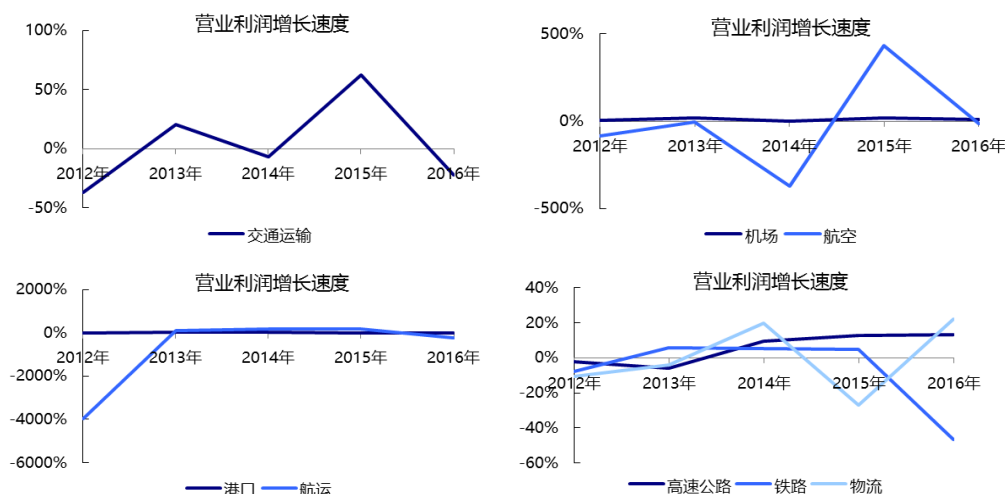
从费用情况来看，2017 年上半年，行业费用水平整体有明显回落，下降了 2.75 个百分点，是近五年来的最低水平，主要原因是人民币兑美元升值带来的财务费用的显著下降。航空主要是由于汇率导致汇兑损失显著减少（三大航汇兑收益达到 25 亿元，去年同期是损失 45 亿元），财务费用占比下降了 4.5 个百分点。营改增的不断落地也带来了行业营业费用占比的小幅下降。

图 3：交通运输行业费用水平



数据来源：东北证券，Wind

图 4：交通运输行业营业利润增速



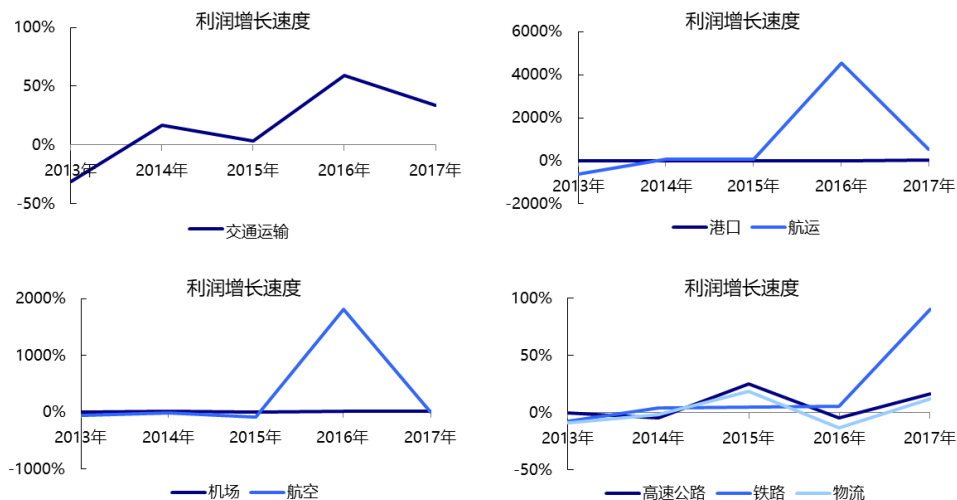
数据来源：东北证券，Wind

## 1.3. 利润显著提升，盈利能力全面回升

整体来看，交通运输行业的营业利润出现了 50% 的提升，业务量的增长、费率的提升和汇率因素行业营业利润的全面回升，特别是航运、铁路和航空营业利润同

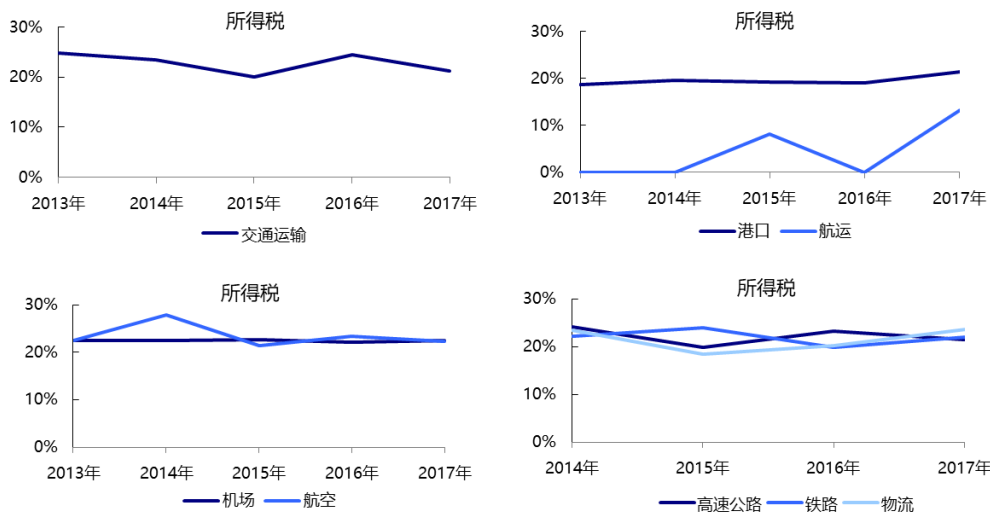
比增速分别达到了 413%、89%和 29%，而这几个因素在 2016 年则是导致行业盈利下降的主要原因，预计行业全年将与上半年保持同样的趋势。相对而言，高速公路短期盈利增长稳定，机场伴随大幅投资阶段的结束和费率提升进入盈利上升期，航空需求的稳定增长为机场带来了良好的发展基础；物流行业则将在未来成为新经济增长的重点领域，消费升级、平台优化、商业模式更新将为行业发展带来巨大的动力，行业盈利能力将持续提升。

图 5：交通运输行业利润增速



数据来源：东北证券，Wind

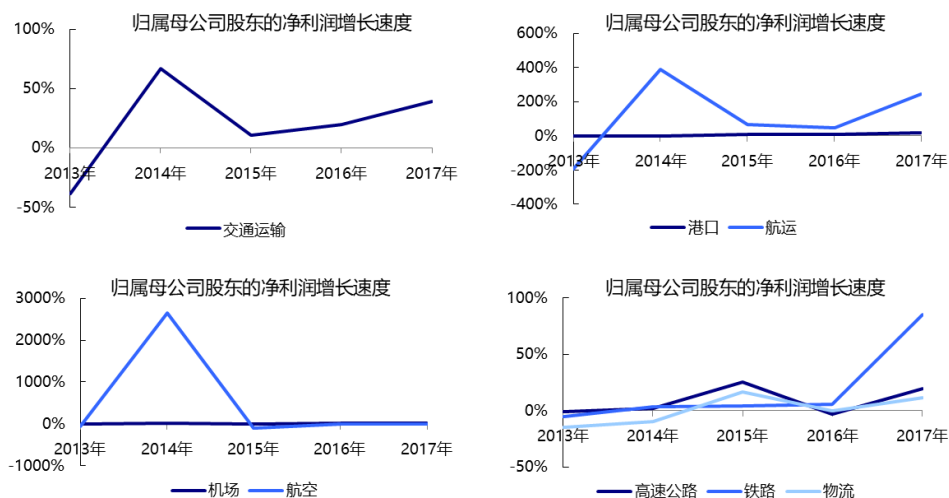
图 6：交通运输行业所得税率



数据来源：东北证券，Wind



图 7: 交通运输行业归属母公司股东的净利润增速

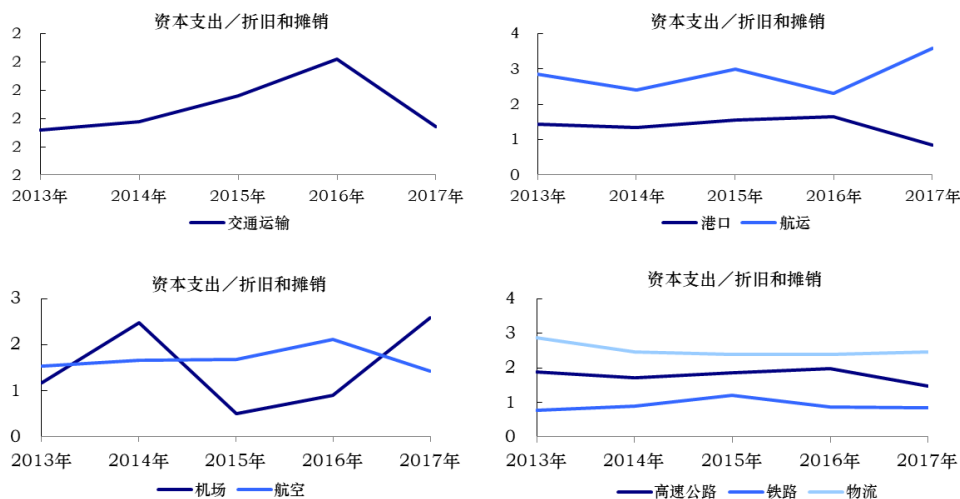


数据来源: 东北证券, Wind

#### 1.4. 资本开支有升有降, 资产负债率整体下降

伴随交通运输行业的不断成熟和发展, 行业整体进入供需平衡、局部优化、功能升级的状态。多数行业的资本开支呈现持平或下降的趋势, 部分行业随着需求的变化和供给侧改革的要求进行优化和升级调整。行业的资产负债率呈现连续两年下降的状态, 净资产收益率则同比开始回升。

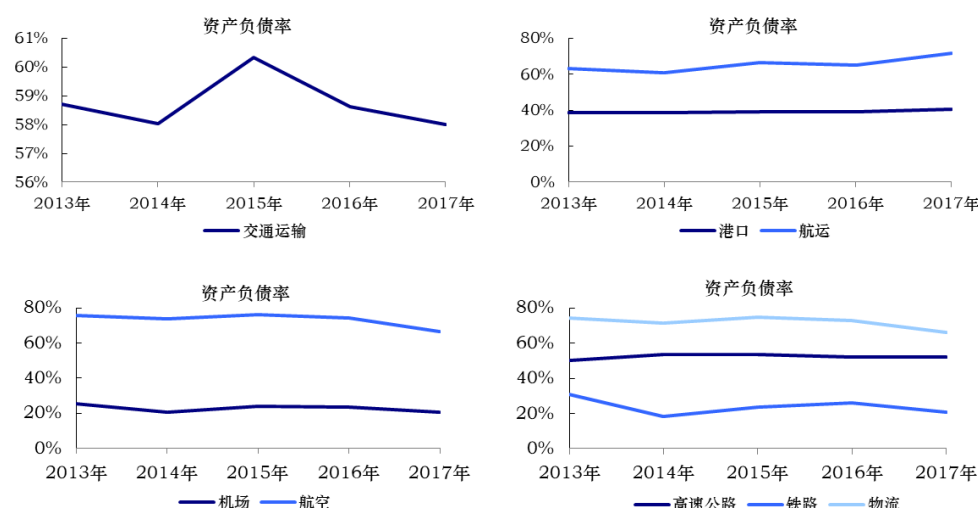
图 8: 交通运输行业资本支出水平



数据来源: 东北证券, Wind

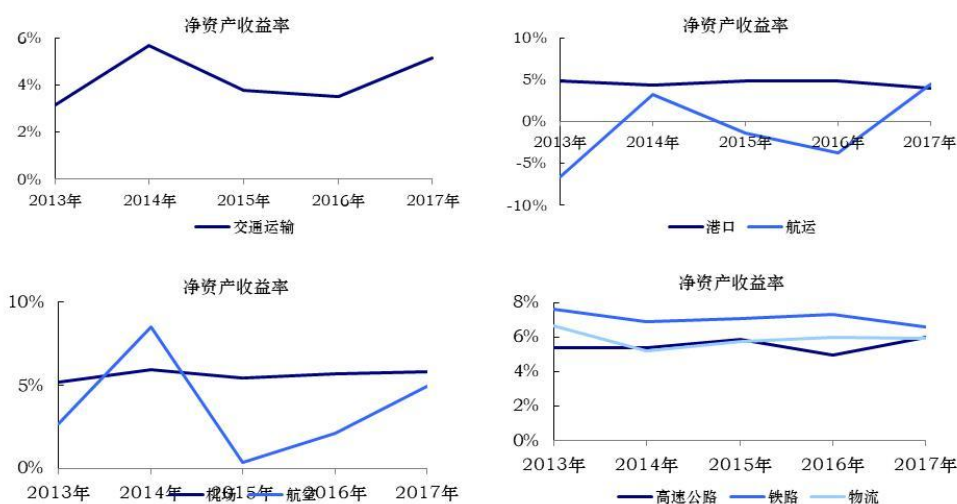


图 9：交通运输行业资产负债率水平



数据来源：东北证券，Wind

图 10：交通运输行业净资产收益率水平

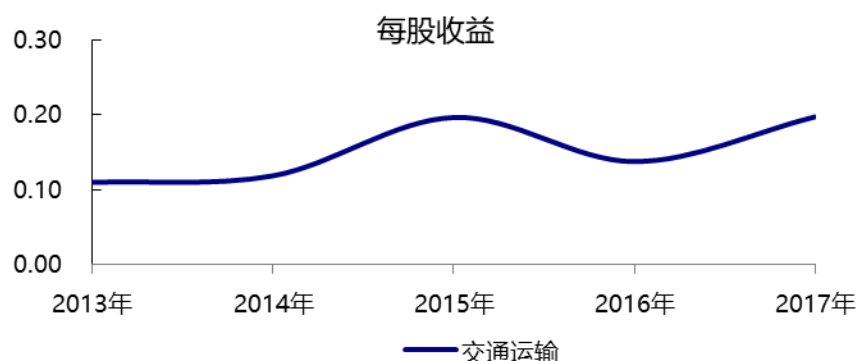


数据来源：东北证券，Wind

### 1.5. 经济向好，全年盈利显著提升可期

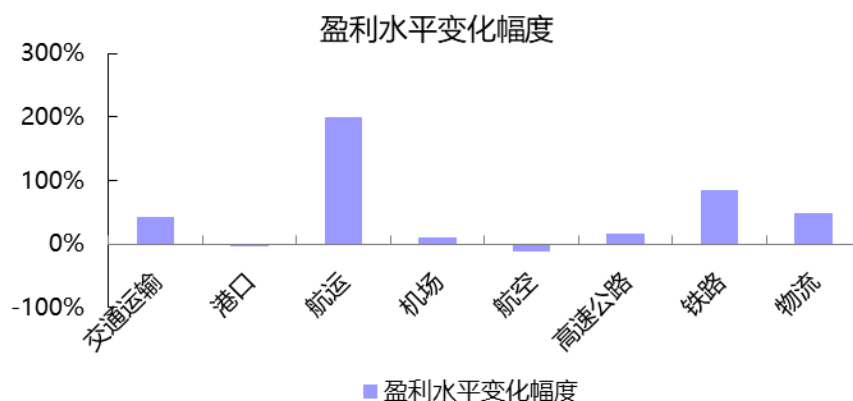
2017 年上半年，交通运输行业共有 115 家上市公司，实现每股收益（整体法）0.20 元，同比增长 43%，行业整体盈利水平明显提升，除了港口和航空以外，各子行业盈利水平基本都有所提升，特别是受经济增长推动需求上升影响，大宗货物相关的航运、铁路等子行业盈利大幅提升。而与消费关系更加密切的机场、物流等行业也出现了不同幅度的增长，特别是快递行业的上市有效提升了物流行业的规模和盈利能力，航空则由于油价因素盈利出现一定幅度的下降。整体而言，经济增长和消费升级拉动交通运输行业需求增长，预计交通运输行业 2017 年整体依然呈现盈利显著提升的状态。

图 11: 交通运输行业收益水平



数据来源: 东北证券, Wind

图 12: 交通运输行业盈利水平变化



数据来源: 东北证券, Wind

整体而言, 2017 年上半年交通运输行业个子行业由于影响因素的差异化, 呈现出不同的发展态势, 经济增长和消费升级给各子行业带来的不同程度的发展空间。未来行业的发展和宏观经济的发展趋势密切相关。预计经济增长动力依旧, 消费升级需求持续, 相关领域的增长将更加突出。

## 2. 经济增长动力依旧, 消费升级需求持续

### 2.1. 快递: 龙头分化持续, 旺季即将开启, 首推韵达

**业务量增速分化, 竞争格局改善。**2017 年上半年, 主要上市快递企业业务量增速分化, 业务量增速从高到低分别为韵达 44%、中通 40%、顺丰 20.5%、圆通 19%、申通 18%。快递企业市占率从高到低分别为中通 15.4%、韵达 11.4%、圆通 13%、申通 10%, 顺丰 7.9%, 中通与韵达的市占率上升, 圆通、申通与顺丰的市占率下降。2017 年上半年快递企业 CR4 为 49.8%, 集中度出现反弹上升, 竞争格局改善, 利于上市龙头快递企业。

表 1: 快递企业 17H1 业绩

	业务量 (亿件)	增速	收入 (亿元)	增速	净利润 (亿元)	增速
顺丰控股	13.73	20.5%	321.61	23.3%	18.84	7.5%
韵达股份	19.67	44.3%	43.10	43.2%	7.48	41.0%
申通快递	17.26	18.3%	55.61	25.9%	7.47	22.9%

圆通速递	22.6	19%	82.11	10.6%	6.93	6.2%
中通快递	26.68	39.5%	55.86	31.6%	12.20	59.5%

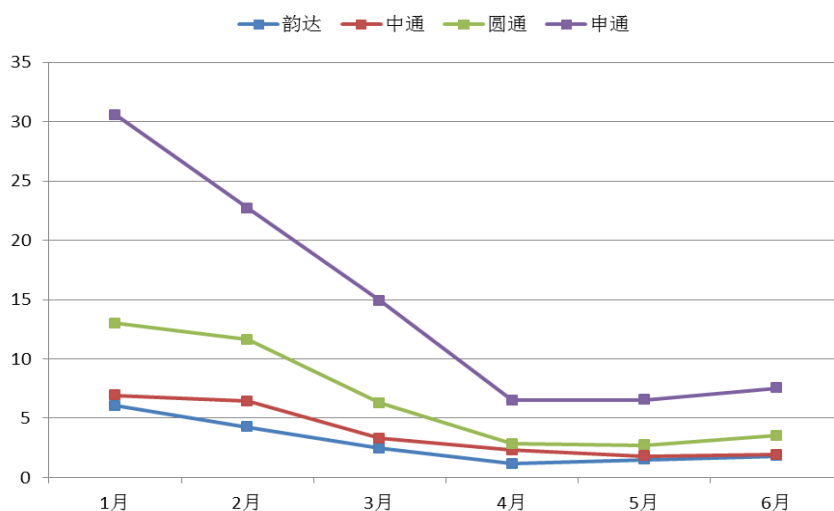
数据来源：公司公告，东北证券

**“三通一达”单票收入升降不一，总部对加盟商各项收费标准有变化。**通达系快递企业单票收入分别为：中通 2.09 元（-6%）、圆通 3.63 元（-7%）、韵达 2.19 元（-1%）、申通 3.22 元（+6%），圆通与申通的会计准则将派送费计入收入，因此单票收入较高。顺丰单票收入为 23.42 元（+2.3%），因其定位中高端客户，拥有较高的品牌溢价，导致单票收入大幅高于行业平均水平。加盟制快递企业单票收入的变化反映总部对加盟商的收费标准产生变化。

**快递企业通过路由与线路优化等措施加强成本管控。**快递的成本端，一方面由于运输、人工、场地租金等成本刚性上涨，一方面企业通过规模效应和路由优化来控制成本增长。202017 年上半年快递企业单票成本分别为：中通 1.40 元（-5%）、圆通 3.17 元（-5.3%）、韵达 1.51 元（+1%）、申通 2.58 元（+8%）、顺丰 18.46 元（+5.2%）。快递企业毛利率略有下降，各快递企业毛利率分别为：中通 33.2%（-0.5pct）、圆通 12.7%（-1.7pct）、韵达 31.2%（-1.3pct）、申通 19.9%（-1.2pct）、顺丰 21.2%（-2.2pct）。

**盈利能力保持稳定，申诉率大幅改善。**得益于上市募资产生利息，各公司财费控制良好，单票净利分别为：中通 0.46 元（+14.3%）、圆通 0.31 元（-10.9%）、韵达 0.38 元（-2.3%）、申通 0.43 元（+3.9%）、顺丰 1.37 元（-10.8%）。净利率分别为：中通 21.8%、圆通 8.4%、韵达 17.3%、申通 13.4%、顺丰 5.9%，各快递企业盈利能力保持稳定。2017 年上半年，快递企业服务质量不断提升，有效申诉率大幅降低，韵达与中通的申诉率在行业中保持较低。

图 13：快递企业申诉率改善，中通、韵达申诉率较低



数据来源：国家邮政局，东北证券

**旺季行情即将开启，首推韵达股份。**行业增速回归理性，全年增速仍将维持在 30%+。考虑到国内消费需求维持稳健增长，电商尤其是网购市场保持较高增速、跨境电商蓬勃发展以及中西部快递需求的激发，下半年是快递旺季，预计 2017 年业务量增速仍将维持 30%+。我们注意到随着行业增速逐步放缓，各大快递企业无论在业务增速还是战略发展上开始分化，我们重点推荐韵达股份，考虑到 1）公司市场份额与服务质量提升显著；2）精细化管理带来成本端大幅改善；我们维持韵达股份“买入”评级，同时建议关注圆通速递、顺丰控股，以及申通快递（低估值+

产业链整合预期)。

## 2.2. 铁路：陆路运输优势显现，量价齐升带来盈利增长

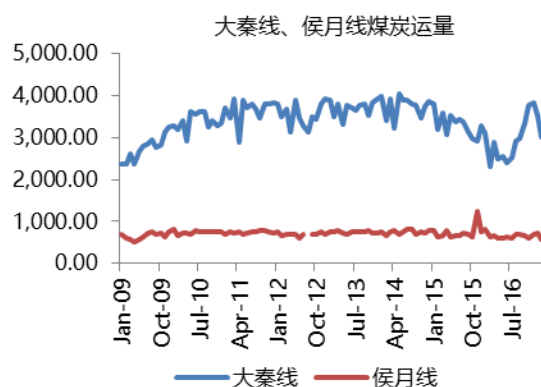
2017 年上半年，全国铁路累计完成货运量 18.17 亿吨，同比增长 15.3%，大宗货物运输随着经济回暖而带来需求增长，专业物流加快发展，产品更加丰富。伴随铁路运输需求的增长，铁路运价开始逐步回升。2016 年 10 月之后，各个铁路局陆续开始调增煤炭运价，基准运价（即基价 2）恢复至国家规定的基准运价率。11 月，太原铁路局、兰州铁路局再发通知，自该路局发至全路各局的整车煤炭运费基准运价（即基价 2）再上浮 10%。2017 年 3 月，大秦铁路发布运价调整公告，恢复基准运价。不过，自 2017 年 6 月 1 日起，铁路运输企业通过同步下浮铁路电气化附加费标准的方式，等额降低铁路货物运价，整车货物运输降低 0.005-0.007 元/吨公里，运价下调将进一步带来货源增长。

图 14：铁路货运量增速



数据来源：东北证券，WIND

图 15：大秦线、侯月线煤炭运量



数据来源：东北证券，WIND

除了经济增长趋稳之外，还有两个重要因素推动铁路货运量增长，第一：交通部治理公路超载超限，公路货运回流铁路。第二，降成本、重环保，高效低耗能的铁路运输优势更加突出。在“降成本+重环保”的考虑之下，陆路运输将以低成本、低污染的铁路运输为主导。

**铁路客运需求持续增长，开启市场化定价。**2017 年上半年，国家铁路发送旅客 14.78 亿人次，同比增长 9.9%。动车组运量比重持续攀升，全路动车组发送量达 8.16 亿人次，同比增长 20.2%。国民收入水平的提高和出行需求的持续增长将继续给铁路客运带来源源不断的客流量。自高铁网络不断完善以来，铁路部门也持续优化客运产品供给，增加部分客运需求较大的高铁运能，动车组运量比重持续攀升，由 2016 年的 52% 进一步提高到 2017 年的 56%，其中“四纵四横”高铁网增量占到动车增量的 60% 以上。高铁市场化定价已经开启，未来将逐步完善，铁路市场化改革将初见成效，为铁路后续改革奠定良好的基础。

图 16: 铁路客运量增速



数据来源: 东北证券, WIND

图 17: 铁路高铁客运量及其占比



数据来源: 东北证券, WIND

**政策措施持续出台, 铁路改革更加迫切。**自从铁路实现政企分开之后, 铁路陆续出台改革铁路投融资体制、实施土地综合开发、设立铁路发展基金、鼓励和扩大社会资本投资铁路建设等一系列政策措施。目前铁路将重点从社会化、市场化、国土开发三个维度重新定位, 进行公司化改革。铁总市场化改革将在理顺产权关系的基础上进行投融资体制改革、公司化改革和价格改革。铁总混改不断升温, 方案出台预期加强。作为重要的传统的陆路运输方式, 铁路在过去的经济发展当中发挥了巨大的作用, 承担了大量的客货运输业务。在经济发展新阶段, 铁路将继续发挥其不可替代的作用, 高铁为居民出行提供了更加高效、舒适、快捷的交通工具, 成为满足消费升级需求的有效供给, 路网的完善、动车的加密将更好的发挥高铁的优势。铁路货运也在积极转型, 为社会提供更加符合需求的产品, 包括冷链、危化品等高端物流, 既有路线客运运力的释放为货运提供了更多的空间来完善供给。我们可以看到, 每一次铁路运行图的调整都在不断完善铁路的产品供给, 其低成本、大运量、体系化等优势将继续发挥, 伴随铁路改革的推进, 铁路的发展空间将更加巨大, 经济效益将更加显著。我们继续重点关注大秦铁路、广深铁路和铁龙物流。

## 2.3. 航空: 供需结构向好, 汇兑收益改善业绩

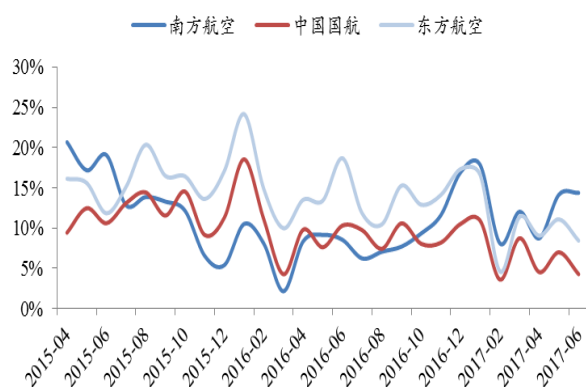
**三大航整体供需结构向好, 客座率提升, 整体票价水平分化。**2017 年上半年南航、国航、东航需求端 RPK 增速分别为 12.5%/6.53%/10.2%; 供给端 ASK 增速分别为 9.4%/4.49%/9.6%; 客座率分别为 82.31%/81.02%/81.31%, 分别同比+2.24pct、+1.20pct、+0.44pct, 需求增速高于供给, 带动客座率提升。从单位客公里收益上来看, 国航整体单位客公里收益提升 1.4%, 南航、东航分别同比-2%、-1%, 整体票价水平略有降低。

**国内航线需求旺盛, 单位客公里收益提升。**上半年随着国内经济稳中向好持续, 公商务与旅游消费出行增加, 南航、国航、东航的国内航线 RPK 增速分别为 12.5%/6.30%/10.9%, 增速大幅高于去年同期 (0.95%/5.3%/8.4%), 国内航空市场回暖, 三大航国内线单位收益分别同比+0%/+3.67%/+1.14%, 国内航线单位收益均提升。

**国际航线运力投放放缓, 单位客公里收益降幅收窄。**2017 年上半年, 南航、国航、东航的国际航线 ASK 增速分别为 12.38%/6.41%/11.72%, 国际线运力内移, 单位收益分别同比-7.5%/-3.2%/-5.36%, 降幅大幅缩窄。

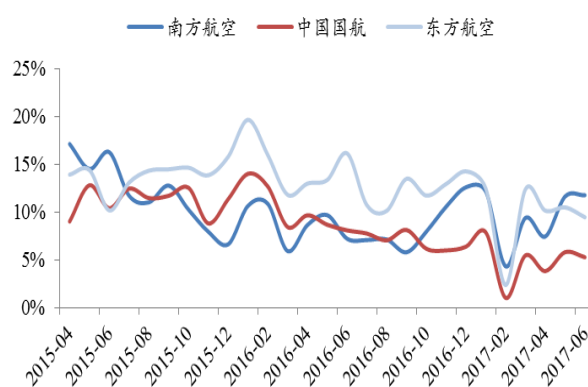


图 18: 三大航整体 RPK 增速



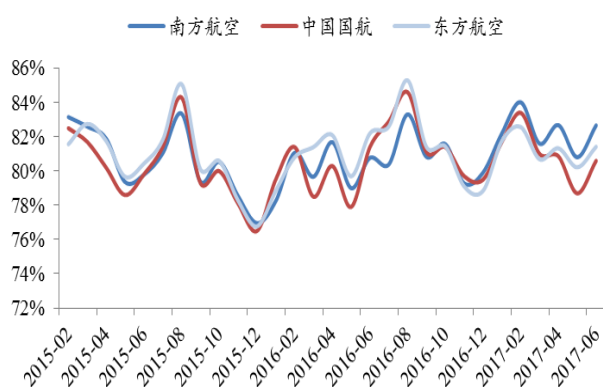
数据来源: 东北证券

图 19: 三大航整体 ASK 增速



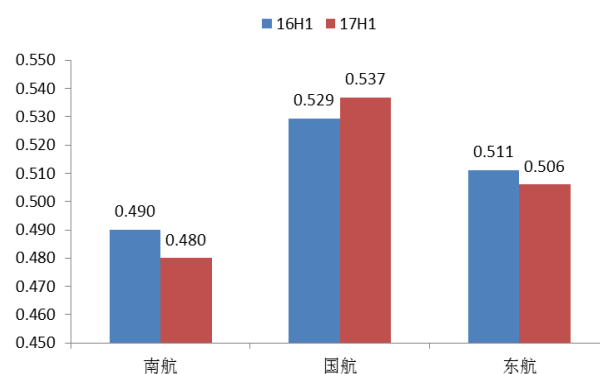
数据来源: 东北证券

图 20: 三大航整体客座率走势



数据来源: 东北证券

图 21: 三大航单位客公里收益 (元/客公里)



数据来源: 东北证券

三大航主业增长稳健, 净利润增长出现分化。2017 年上半年南航、国航、东航营收分别同比+11.54%、+8.65%、+3.64%; 净利润分别同比-11.62%、-3.79%、+34.46%, 利润增长出现分化。

表 2: 三大航 17H1 业绩及变动原因

	收入 (亿元)	增速	净利润 (亿元)	增速	业绩变动主要原因
南航	603.19	11.54%	27.68	-11.62%	运力投入与客座率上升带动收入增长, 汇兑收益增厚利润; 单位收入下滑与燃油等成本大幅上升吞噬利润。
国航	581.55	8.65%	33.26	-3.79%	运力、客座率、票价均带动收入上升, 汇兑收益增厚利润; 燃油成本与非油成本大幅增长, 国泰航亏损拖累业绩。
东航	480.20	3.64%	43.47	34.46%	运力带动收入增长, 燃油等成本增长; 汇兑收益与处置东航物流股权增厚利润。

数据来源: 公司公告, 东北证券

运力增长与汇兑收益是上半年利润增长的重要来源。通过业绩拆分, 我们发现运力增长是三大航主要的业绩增长源, 南航、国航、东航因运力增长分别增收 45.5 亿元/23.7/39.1 亿元, 因客座率上升分别增收 13.5/7.6/2.2 亿元, 而票价方面仅国航

增收 7.2 亿元。另外受益于上半年人民币兑美元升值 2.3%，南航、国航、东航分别录得汇兑收益 5.61 亿元/12.7 亿元/6.74 亿元，较去年同期汇兑损失 15.06 亿元/16.98 亿元/13.55 亿元有大幅改善。

**燃油成本大幅增长拖累业绩，油价影响有望环比改善。**上半年航油平均价同比增长 38.16%，三大航燃油成本分别为 154 亿元/136.29 亿元/121.4 亿元，分别同比 +50.13%/40.11%/45.15%。分季度来看，17Q1、Q2WTI 原油分别同比+58.9%，+5.6%，当前油价稳定在 50 美元以内且上行压力较大，油价对业绩的影响有望环比改善。

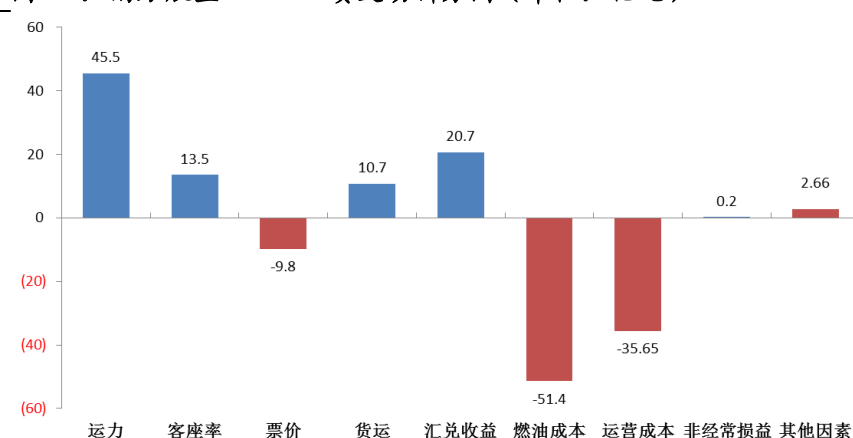
**非经常损益对业绩扰动较大。**国航因联营企业国泰航亏损扩大，确认国泰航投资损失 6.65 亿元，致使公司投资收益为-3.64 亿元，同比减少 6.6 亿元，对利润产生负面影响。东航因处置东航物流 100%股权产生投资收益 17.54 亿元，致使净利润同比大幅增长，扣非后净利润为 22.81 亿元，同比-21.7%。

表 3：三大航 17H1 业绩变动拆分（单位：亿元）

	南航	国航	东航
16H1 净利润	31.3	34.6	32.3
17H1 净利润	27.7	33.3	43.5
净利总额同比	-11.6%	-3.8%	34.5%
净利总额变动	-3.6	-1.3	11.1
运力	45.5	23.7	39.1
客座率	13.5	7.6	2.2
票价	-9.8	7.2	-4.0
货运	10.7	7.4	-9.0
汇兑收益	20.7	29.7	20.3
燃油成本	-51.4	-39.0	-37.8
运营成本（扣除燃油）	-35.65	-26.02	-11.1
非经常损益	0.2	-3.25	17.46
其他因素	2.66	-8.53	-6.02

数据来源：公司公告，东北证券

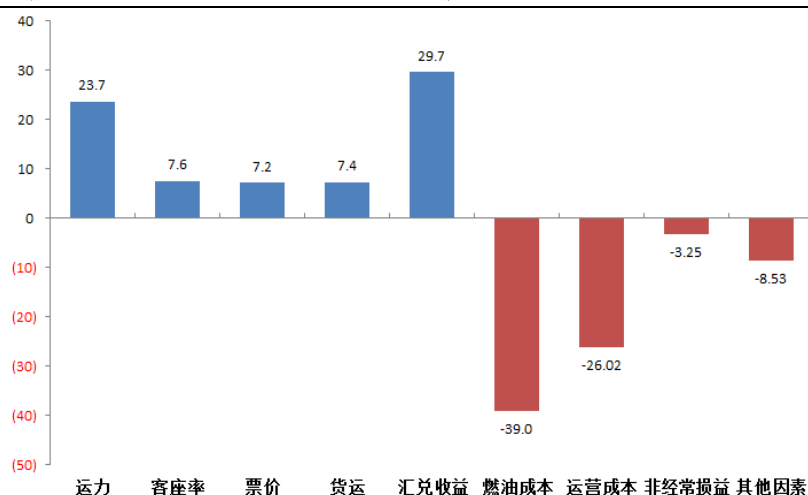
图 22：南方航空 17H1 业绩变动拆分图（单位：亿元）



数据来源：公司公告，东北证券

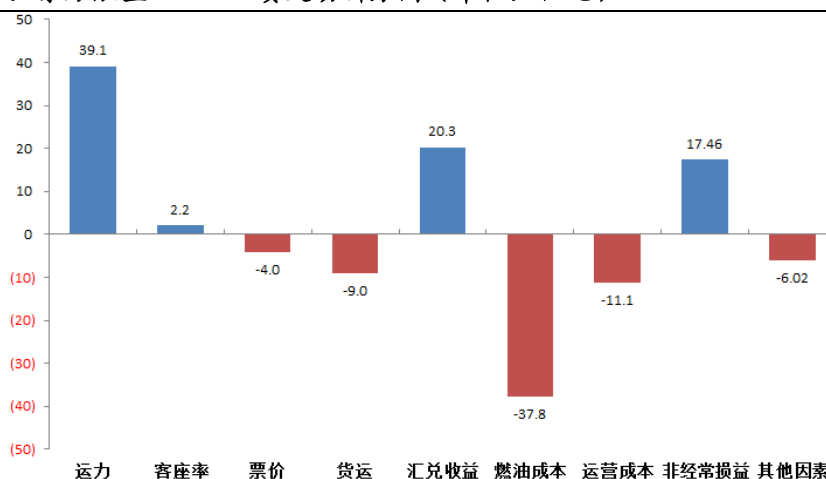


图 23: 中国国航 17H1 业绩变动拆分图 (单位: 亿元)



数据来源: 公司公告, 东北证券

图 24: 东方航空 17H1 业绩变动拆分图 (单位: 亿元)



数据来源: 公司公告, 东北证券

**下半年供需弱平衡, 币升油稳带来业绩改善。**2017 年上半年, 三大航整体供需结构向好, 客座率提升, 叠加汇兑收益, 三大航业绩较 17Q1 大幅改善。展望下半年, 根据我们草根调研与公司披露数据, 三大航 2017 年上半年的运力投放与其全年的投放计划仍有较大差距, 尤其是国航与南航, 我们判断下半年三大航供需重回若平衡, 客座率面临下行压力; 外围因素看, 国际油价稳定在 50 美金附近, 油价同比将逐季改善, 17Q1、Q2、Q3 航油出厂价分别同比+55%、31%、9%, 人民币汇率持续升值 (年初至今人民币兑美元中间价涨幅达 5.55%), 有助于航企业绩提升。考虑到国内经济持续复苏, 航空需求仍有望保持较高增速, 我们重点推介具备高品质航线的中国国航以及国内线占比高, 经济回暖业绩弹性最大的南方航空, 同时关注混改积极推进的东方航空。

## 2.4. 机场: 业绩稳健增长, 免税招标提升非航收入

**运营指标增长平稳, 航空主业稳步发展。**2017 年上半年, 上海机场、深圳机场、白云机场飞机、厦门空港起降架次分别同比增长 2.76%、7.5%、7.5%、2.19%, 旅

客吞吐量分别同比增长 6.54%、8.0%、10.7%、9.57%，货邮吞吐量分别同比增长 13.64%、6.7%、8.8%、7.16%，航空主业主要经营指标增长稳健。

表 4：上市四大机场 17H1 业绩

	收入（亿元）	增速	净利润（亿元）	增速
上海机场	38.98	14.71%	16.96	20.5%
深圳机场	15.68	7.86%	3.17	20.09%
白云机场	32.14	6.44%	7.81	11.69%
厦门空港	8.1	8.98%	2.21	3.73%

数据来源：公司公告，东北证券

**受益机场收费改革，深圳机场获益最大。**机场收费改革自 2017 年 4 月 1 日起实施，对机场业绩影响主要体现在“内航内线航空性收费基准价调整（测算上浮约 10%）与一线机场地服收费等非航收费的市场化放开”。此次收费调整有利于机场提振业绩，特别是国内航线占比高的机场，其中深圳机场业绩弹性最大。2017 年上半年深圳机场航空主业收入 12.08 亿元，同比增长 11.45%，贡献毛利 2.82 亿元，同比增长 37.82%，航空主业毛利率提升 4.47 pct 至 23.38%。

**免税重新招标有望进一步提升机场非航收入。**上海机场免税店有望重启招标，考虑到上海机场枢纽机场的流量价值，国际旅客占比高，在新的一轮免税招标中具备较强溢价能力，非航收入有望进一步提升。白云机场 T2 航站楼预计 18 年初投产，随着国际枢纽地位不断加强，免税、广告、商业等非航业务收入有望大幅增长。

**费率提升和资本开支阶段性减少提升盈利水平。**在未来两年航空高景气周期下，我们预计机场行业业绩仍能保持两位数增长，板块整体安全边际较高，我们看好一线枢纽机场的流量优势与商业价值，推荐国际旅客占比高，非航收入快速增长的上海机场，以及受益枢纽地位提升、免税招标落地增厚非航收入的白云机场，同时关注积极拓展国际业务的深圳。

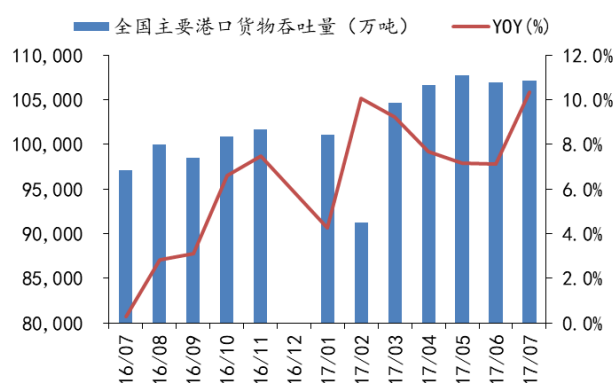
## 2.5. 港口：量升价降，盈利略微修复

**宏观经济回暖，港口吞吐大幅改善。**20202017 年上半年全球经济持续复苏，国内外经济需求双升拉动进出口数据同比高速增长，进出口累计值 19095 亿美元（同比+13.0%），增速较 16 年-9.9%大幅提升 22.9pct；其中进口金额 8622 亿美元（同比+18.9%），出口金额 10473 亿美元（同比+8.5%）。

2017 年上半年，港口板块实现营业收入 663 亿元（同比+19.4%），增速较 16 年同期提升 19.1pct，港口营收状况持续改善。全国主要港口货物累计吞吐量为 61.8 亿吨（同比+7.5%），增速较 16 年同期提升 5.1pct；集装箱累计吞吐量为 11356 万标箱（同比+8.2%），增速较 16 年同期提升 5.6pct。

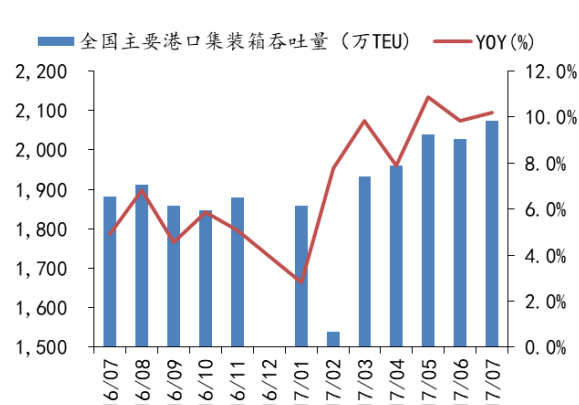
**毛利润小幅下降，ROE 水平略微提升。**与营收端量的高速增长不同的是，港口行业定价受到政府管控以及成本端人力成本刚性增长，港口行业毛利率水平有所下降。港口板块 2017Q1/Q2 毛利率分别为 24.5%/24.7%，较 2016 年同期分别变化 -0.6%/-0.9%；净利率分别为 13.9%/16.7%，较 2016 年同期分别变化 -0.8%/1.0%；ROE 水平分别为 1.7%/4.0%，较 2016 年同期分别变化 0.0%/0.3%。

图 25: 主要港口货物吞吐量



数据来源: Wind, 东北证券

图 26: 主要港口集装箱吞吐量



数据来源: Wind, 东北证券

**上市公司量升价降。**大型港口除了因为环保因素汽运煤进港受损的天津港外，港口上市公司货物吞吐量都录得高速增长。但通过比较装卸主业收入与吞吐量增速，我们发现收入端增长的速度小于吞吐量增长的速度，反映出港口面临较大的价格方面的压力。

表 5: 2017H1 港口上市公司装卸主业营收及吞吐量增速情况

	装卸主业收入 (亿元)	YOY	货物吞吐量 (万吨)	YOY
深赤湾 A	8.65	2.5%	3499	7.4%
北部湾港	12.86	4.6%	7381	14.4%
日照港	23.35	8.0%	11413	9.3%
上港集团	75.7	9.8%	27900	12.4%
连云港	6.09	3.0%	2804	-3.6%
天津港	26.42	-9.2%	17078	-8.0%
唐山港	19.68	6.7%	11254	21.8%
宁波港	35.91	22.1%	36600	12.3%
广州港	22.11	11.3%	21173	10.8%

数据来源: 公司公告, 东北证券

**港口公司整体盈利有所修复。**在次轮宏观经济复苏的过程中，港口公司整体盈利有所修复，2017 年上半年板块净利 102 亿元（同比增长 17 亿），二季度利润端的增长较一季度有所提升，但是装卸价格所反映的港口间竞争压力仍较大。目前板块整体 PE32 倍，基本面仍有下行压力，我们整体对板块保持谨慎。我们认为下半年板块投资机会来自于核心港口的业绩超预期及区域港口整合。推荐最核心枢纽港口上港集团、具有环渤海港口整合及雄安新区建设预期的低估值核心港天津港。

## 2.6. 航运: 温和复苏确认

**航运板块整体迎来温和复苏局面。**上半年，航运板块实现营收 680 亿元（同比 +21.0%），实现净利 50.8 亿元（16 年同期为 -44.7 亿元）。主要是由中远海控实现净利 18.6 亿，去年同期为亏损 72.1 亿元。

表 6: 2017H1 航运上市公司营收及盈利概况

	营业收入（亿元）			净利润（亿元）			扣非净利润（亿元）		
	2016 年	2017H1	2017H1 yoy	2016 年	2017H1	2017H1 yoy	2016 年	2017H1	2017H1 yoy
中远海控	711.6	434.7	40.5%	-99.1	18.6	-125.8%	-70.9	7.5	-115.6%
中远海能	130.1	50.4	-41.1%	19.2	8.5	-53.2%	9.4	10.3	104.6%
中远海发	159.6	79.0	-10.5%	3.7	10.5	-225.4%	-16.4	10.4	-182.1%
中远海特	58.8	33.1	16.6%	0.5	0.7	1538.0%	-0.6	1.0	-682.5%
招商轮船	60.3	32.7	3.3%	17.3	5.2	-67.1%	9.2	5.2	-32.9%
安通控股	38.0	25.7	2710.0%	4.0	2.3	-325.9%	3.6	2.2	-274.3%
宁波海运	11.3	7.8	58.3%	0.9	0.6	805.2%	0.9	0.6	847.7%
长航凤凰	7.1	3.8	22.1%	0.1	0.2	-218.9%	0.1	0.1	-199.6%

数据来源：公司公告，东北证券

**集运行业价量齐升。**行业中期来看：①行业兼并重组集中度提高，自上而下的新联盟提高了船公司的定价自律性。②供需剪刀差边际迎来三年向上的改善周期。预计 2017/2018 年集运需求增速为 4.6%/5.0%，高于供给增速的 3.0%/3.7%，推动集运运价改善。中远海控 2017H1 集装箱运输量约 9930 万标准箱（+3.7%），平均单箱收入为 3691 元人民币（+16.3%），重组后规模效益、协同效益持续兑现，单箱航运成本降至 3429 元（-2.47%）。量价齐升叠加单位成本降低，短期关注集运旺季提价进展，公司具备极高的利润弹性。

**油运板块震荡走低。**招商轮船和中远海能 2017 年上半年净利分别为 5.2 亿、8.5 亿元，同比下降 67%和 53%。主要系高运力增长恶化了运价水平，2017 年 Q1/Q2 的 VLCC 期租价格为 3.1/2.2 万美元每天，同比下降 44%/65%。油运板块处于盈利区间但是仍有较大向下压力。

**特种船运输市场受益于集运干散的整体复苏。**多用途船由于装载多样性，波动小于以上细分专业船队。受益于航运整体复苏，中远海特盈利 0.7 亿元，同比增长了 15 倍，主要系运价上升、公司整体期租水平上涨 25.5%，2017H1 公司完成总货运量 625 万吨（同比-1.1%）。

表 7：2017H1 轮渡上市公司营收及盈利概况

	营业收入（亿元）			净利润（亿元）			扣非净利润（亿元）		
	2016 年	2017H1	2017H1 yoy	2016 年	2017H1	2017H1 yoy	2016 年	2017H1	2017H1 yoy
海峡股份	7.5	5.5	31.9%	1.6	1.8	51.1%	1.3	1.7	48.7%
渤海轮渡	12.2	7.0	32.0%	2.2	2.4	34.5%	1.3	1.5	73.2%

数据来源：公司公告，东北证券

**轮渡行业得益于经济回暖和治超因素实现业绩高增长。**板块营收 12.5 亿，（同比+32.0%），净利 4.1 亿（同比+41.1%）。其中，海峡股份主要受益于注入资产新海港并表，贡献了主要的利润增量。渤海轮渡主营业务量价齐升，客运量提高 7.4%，运价经我们测算提升约 30%，扣非利润增长 73%。治超因素给轮渡公司带来的业绩增量降低了板块的估值，而邮轮行业的政策支持预期使得现在上市公司尚处于亏损的邮轮业务具备极大的向上空间，继续推荐关注渤海轮渡、海峡股份。

## 2.7. 物流：稳中有进，寻求盈利新增长点

**跨境电商：行业高增长趋势不变，精细化品牌化运营是趋势。**目前，A股市场上纯正的跨境电商标的仅有跨境通一家，但有三家上市公司正在准备收购跨境电商公司，近两年跨境电商行业的高速增长催生出数十家营收破亿的跨境电商公司，且多家公司已在新三板挂牌。根据跨境通、傲基电商、海翼股份、赛维电商、百事泰、爱淘城六家公布的 2017 年中报数据，该六家公司营业收入合计同比增长 60%，归母净利润合计同比增长 117%，但企业之间开始出现分化，其中跨境通、傲基电商、海翼股份三家第一梯队的跨境电商仍然保持营收和净利的高速增长，第二梯队的爱淘城由于调整销售产品结构向品牌化转型导致营收增长大幅下降，而赛维电商、百事泰两家第二梯队的跨境电商营收净利增长均遇瓶颈。在跨境电商品牌化发展大趋势下，大部分跨境电商企业的毛利率出现上升。而每家跨境电商由于业务发展阶段和发展战略各不相同，导致销售费用率的变化各不相同，有涨有跌。由于目前大部分跨境电商仍然处于规模粗放增长阶段，铺货速度快速增长，而较差的存货管理能力导致六家跨境电商的存货周转天数均出现明显上升；而伴随着存货周转天数上升，大部分跨境电商的经营净现金流出现负值，资金压力问题突出。

**表 8：跨境出口电商代表公司**

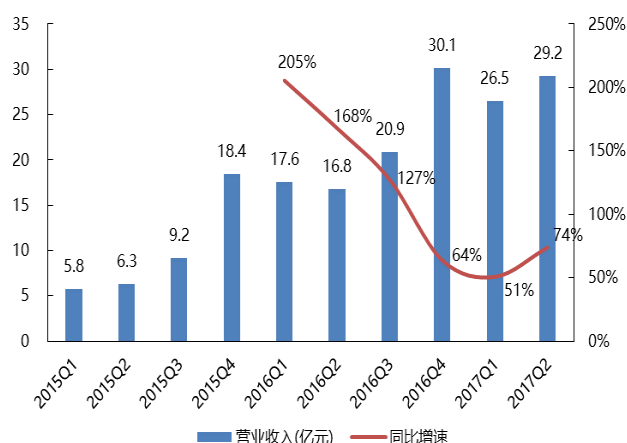
A 股上市公司	新三板	未上市或挂牌的代表公司
跨境通	傲基电商、海翼股份、有棵树、赛维电商、百事泰、爱淘城	通拓科技、价之链

数据来源：东北证券

**跨境电商企业营收增长开始出现分化，强者恒强，推荐跨境出口电商绝对龙头企业跨境通。**跨境通、傲基电商和海翼股份为 2016 年营收超过 20 亿元的第一梯队成员，其 2017 年上半年收入均维持 50% 以上增速，其中，绝对龙头企业跨境通 2017 年上半年实现营收 55.7 亿元，同比增速 62%，增速相对较低是因为公司受 2016 年 4 月自建服装站遭遇的黑天鹅事件影响，其服装业务 2017 年二季度恢复正增长。赛维电商、百事泰和爱淘城作为第二梯队的代表，营收增长明显较弱。我国跨境出口零售电商市场规模自 2011 年的 1800 亿元增长至 2016 年的 9200 亿元，年复合增速 38.6%，预计未来 2~3 年该行业仍可维持 20% 左右的高增长。就自营型跨境出口电商市场来说，目前市场竞争处于高度分散状态，龙头企业跨境通将享受行业高增长和市场集中度提升双重利好。推荐跨境出口电商绝对龙头企业跨境通，处于行业龙头地位，且“流量+品牌”的相对竞争优势明显，持续看好公司未来精细化管理模式下跨境出口业务内生高增长，以及规模效应带来的销售费用下降，预计 2016-2018 年公司 EPS0.54、0.88、1.27 元，对应 PE 分别为 35、22、15 倍。

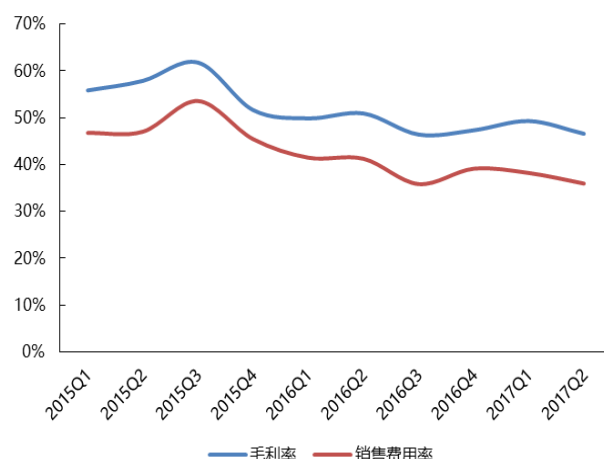


图 27: 跨境通 2015-2017 年季度收入及增速



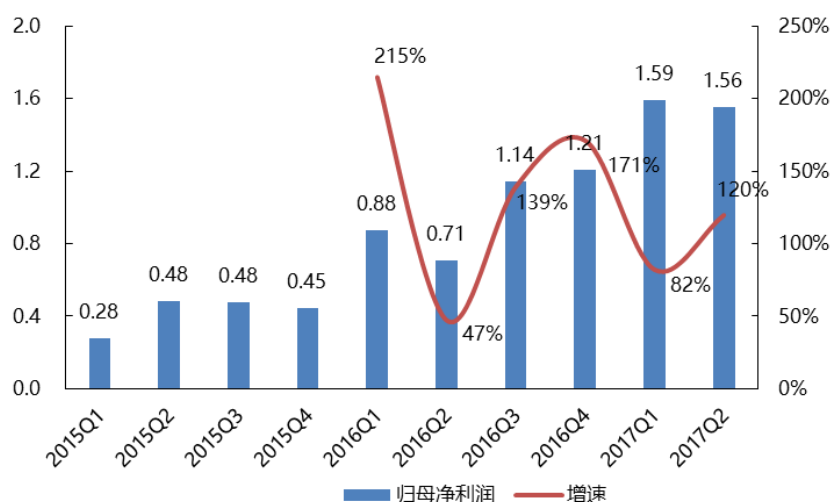
数据来源：公司公告，东北证券

图 28: 跨境通季度毛利率及销售费用率趋势



数据来源：公司公告，东北证券

图 29: 跨境通 2015-2017 年季度归母净利润及增速 (亿元)



数据来源：公司公告，东北证券

物流行业得益于商业模式更新、收购和业务拓展实现收入高速增长。外运发展的营收增长主要由于其电商物流和专业物流新业务分别实现 94% 和 30% 的高增长；华贸物流的营收增长主要得益于其传统货代业务收入实现 38.7% 的高增长以及并购新业务的持续增长，其传统货代业务的增长主要由于主要经济体贸易回暖，进出口需求旺盛，传统货代供需基本面改善，运价有所提升或维持高位；华鹏飞主要得益于 2016 年通过收购拓展测绘新业务，其传统综合物流服务业务维持 8.58% 的稳定增长；普路通主要得益于公司不断拓展客户业务；中储股份和传化智联则受益于“无车承运人”这一新的商务模式应用和发展实现收入的高速增长。“互联网+”推动流通变革纵深发展，高效物流体系发展机会显著。

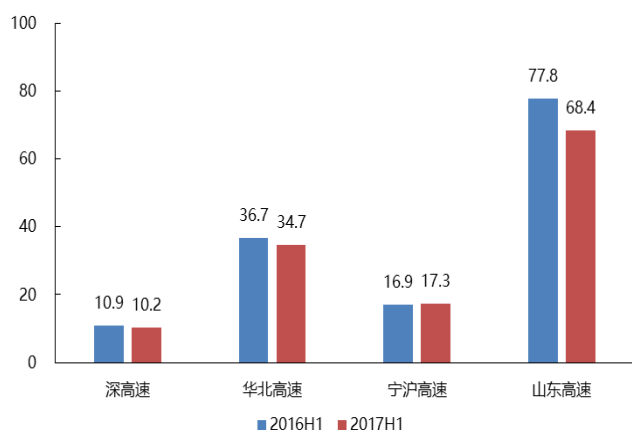
## 2.8. 高速公路：业务收益稳定，持续推进新业务

高速公路公司的传统公路收费业务营收有增有降，在传统业务平稳发展的基础上，深高速、华北高速、宁沪高速以及山东高速近几年均开始拓展新业务寻找业务新增长点。深高速、华北高速、宁沪高速三者的毛利率 2017 年上半年均维持稳定

或小幅上升，同时财务费用率也均出现下降，且归母净利润均出现正增长。而山东高速毛利率明显下滑，财务费用率上升，归母净利润与去年同期持平。

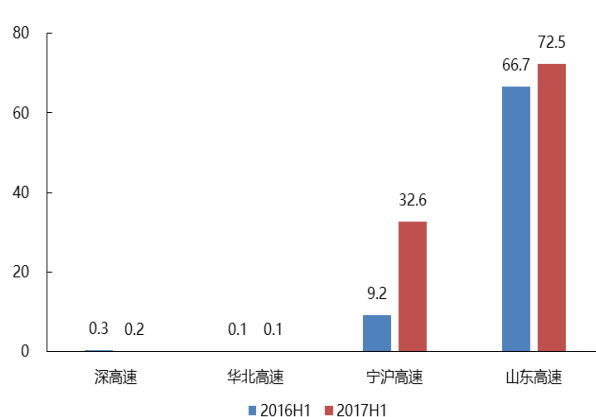
**高速公路公司传统收费业务有增有降，均持续推进新业务。**深高速、华北高速、宁沪高速以及山东高速的公路收费业务 2017 年上半年收入同比增速分别为 10.83%、-9.92%、5.75%和 2.4%，整体维持较稳定发展。深高速、华北高速、宁沪高速以及山东高速近几年拓展的新业务分别为环保业务、光伏业务、房地产业务以及房地产业务。截至 2017 年 6 月底，四家高速公路公司的固定资产存量均维持稳定，而宁沪高速和山东高速还拥有较多的在建工程，未来与高速公路相关的固定资产将持续增加。

**图 30: 高速公路公司 2016H1 和 2017H1 固定资产 (亿元)**



数据来源：公司公告，东北证券

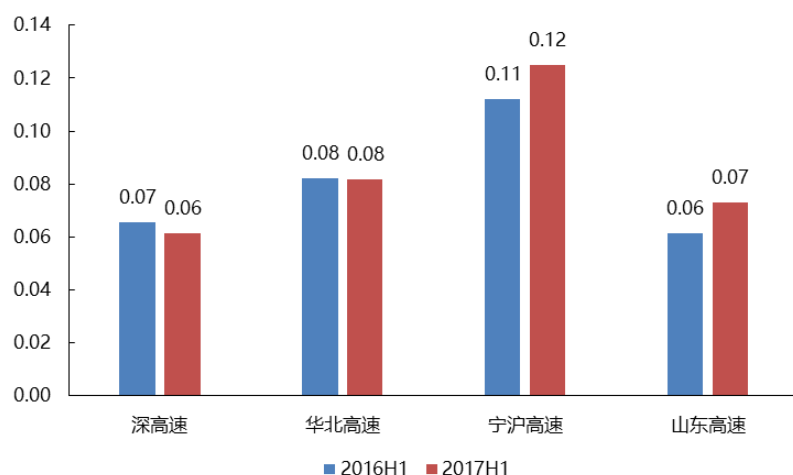
**图 31: 高速公路公司 2016H1 和 2017H1 在建资产 (亿元)**



数据来源：公司公告，东北证券

从总资产周转率角度看，由于固定资产存量较大且盈利模式稳定，四家高速公路公司的总资产周转率维持在低位，运营能力稳定。

**图 32: 高速公路公司 2016H1 和 2017H1 总资产周转率**



数据来源：公司公告，东北证券

### 3. 经济增长可期，消费升级持续继续带来行业投资机会



2017 年，交通运输行业将在经济逐步向好的环境中运行，全球主要经济发达地区的经济逐步复苏，消费逐步增长，给行业的外向型业务发展带来了更多的业务提升，需求增长和供给侧改革带来的供需逐步平衡将不断提升行业的盈利能力，行业内的兼并重组、改革发展、优化完善将逐步推动行业向上发展。

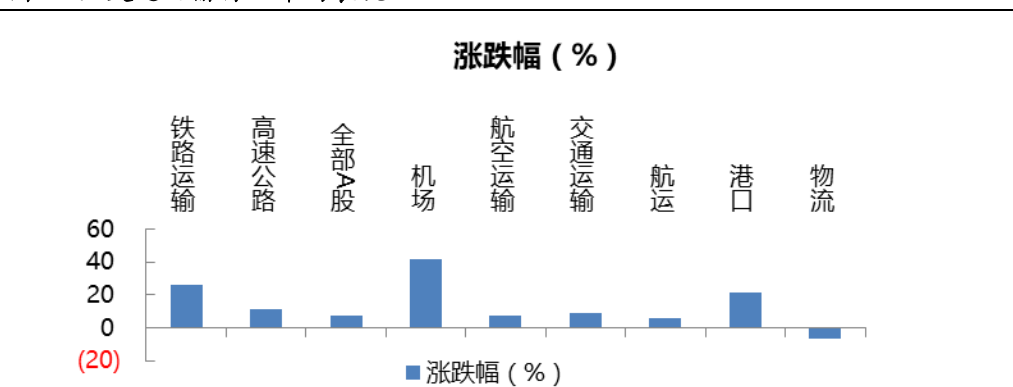
得益于经济增长和消费升级等强大的动力，物流、航空、铁路、航运等细分行业将保持相对较快的增长。我们预计国际原油价格将继续维持在 50 美元/桶以下的相对低位水平，航空业主业将保持相对较高的盈利能力，国际航线供需状况的逐步改善有望提升国际航线的盈利水平，而汇率因素将阶段性影响行业的盈利提升。铁路客运将伴随高铁网络的完善和区域交流的增加继续保持收入双位数的增长趋势。物流行业则继续获益于经济转型升级和消费升级带来的价值提升，快递行业和跨境物流将继续成为物流领域的亮点，呈现快速增长态势。央企改革不断落地将推动铁路等领域公司化改革深入推进，行业优势逐步转化为盈利能力，成长空间巨大。

图 33: 交通运输行业估值水平



数据来源：东北证券，Wind

图 34: 交通运输行业市场表现



数据来源：东北证券，Wind

目前，交通运输行业的平均估值水平为 26 倍，整体高于 A 股市场 21 倍的市盈率，航空运输和高速公路低于市场平均水平。得益于景气提升、央企改革、费率提升、政策红利，铁路、机场和港口成为交通运输行业表现相对抢眼的子行业，物流行业则在行业发展增速回落等因素的影响下成为唯一一个下跌的子行业。2017 年，上述的四个因素仍将继续影响交通运输行业的市场表现，但是影响程度将会有所变化，我们更关注改革发展、转型升级和政策推动带来的投资机会，建议全面关注交

通运输行业的投资机会，因时因事合理配置。交运行业策略继续持续推介物流供应链和快递为核心新经济成长股，重点关注央企改革推进。长期推介组合：大秦铁路（601006）、广深铁路（601333）、铁龙物流（600125）、外运发展（600270）、中储股份（600787）、顺丰控股（002352）、韵达股份（002120）、跨境通（002640）、传化智联（002010）、华鼎股份（601113），重点推荐广深铁路、韵达快递、跨境通。

### 分析师简介:

王晓艳, 东北证券研究咨询分公司交通运输行业分析师, 11年从业经验。拥有多家企业、城市物流咨询和规划项目经验, 深入理解物流系统的构建和运行脉络, 并以此判断行业和公司的发展趋势和成长性。

瞿永忠, 东北证券研究咨询分公司总经理助理。10年实业工作经验, 深厚铁路、供应链物流和制造业工作经验。从业经验6年, 荣获多次新财富、金牛奖和水晶球最佳分析师。负责交运和战略新兴产业研究。

明兴, 同济大学管理学硕士, 行业研究助理。

陈照林, 复旦大学金融学硕士, 行业研究助理。

### 重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

### 投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 15% 以上。
	增持	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 5% 至 15% 之间。
	中性	未来 6 个月内, 股价涨幅介于市场基准-5% 至 5% 之间。
	减持	在未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 5% 至 15% 之间。
	卖出	未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 15% 以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

### 东北证券股份有限公司

#### 中国 吉林省长春市

生态大街6666号  
 邮编: 130119  
 电话: 4006000686  
 传真: (0431)85680032  
 网址: <http://www.nesc.cn>

#### 中国 北京市西城区

锦什坊街28号  
 恒奥中心D座  
 邮编: 100033  
 电话: (010)63210800  
 传真: (010)63210867

#### 中国 上海市浦东新区

杨高南路729号  
 邮编: 200127  
 电话: (021)20361009  
 传真: (021)20361258

#### 中国 深圳南山区

大冲商务中心1栋2号楼24D  
 邮编: 518000

### 机构销售

#### 华北地区

销售总监 李航  
 电话: (010) 63210890  
 手机: 185-1501-8255  
 邮箱: [lihang@nesc.cn](mailto:lihang@nesc.cn)

#### 华东地区

销售总监 袁颖  
 电话: (021) 20361100  
 手机: 136-2169-3507  
 邮箱: [yuanying@nesc.cn](mailto:yuanying@nesc.cn)

#### 华南地区

销售总监 邱晓星  
 电话: (0755) 33975865  
 手机: 186-6457-9712  
 邮箱: [qiuxx@nesc.cn](mailto:qiuxx@nesc.cn)