

信义山证 汇通天下

证券研究报告

交通运输

报告原因：业绩综述

2020 年 5 月 11 日

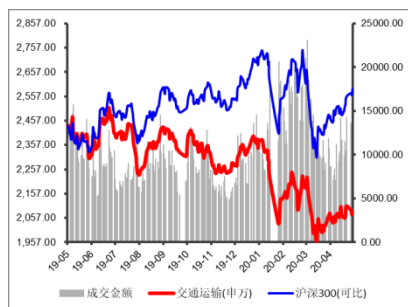
2019 年年报及 2020 年一季报综述

国内需求逐步修复，快递业务确定性强

中性

行业研究/深度报告

行业近一年市场表现



分析师：

张 湃

执业证书编号：S0760519110002

电 话：0351-8686797

邮 箱：zhangpai@sxzq.com

研究助理：

武恒：wuheng@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国

际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

投资要点：

行业整体业绩：2019 年交通运输行业实现营业收入 26735.50 亿元，同比增长 12.66%，增速较 2018 年下降 3.12pct；实现归母净利润 1323.50 亿元，同比增长 11.66%，增速较 2018 年提升 19.23pct。2020Q1 行业合计营业收入 5120.86 亿元，同比下降 11.13%，增速较 2019Q1 下降 26.88pct；合计归母净利润-81.00 亿元，同比下降 121.15%，归母净利润转负。

物流板块：2019 年，快递业务量持续高增长，随着行业集中度提高，行业价格竞争加剧，快递单票收入下行，板块合计营收 15362.88 亿元，同比增长 16.92%，归母净利润同比增速收窄，毛利率、净利率同比下行，盈利能力下降。2020Q1，受新冠疫情影响，全国快递业务量增速大幅收窄，营收增速收窄，多项盈利指标下行，但受益购物需求向线上转移，业务量恢复较快，全年增长具有较强的确定性。

航空运输板块：2019 年，受全球经济增速下滑、贸易摩擦和地缘政治局势紧张等因素影响，我国民航旅客周转量、货邮周转量增速均下行，板块合计营收 5207.12 亿元，同比增长 5.23%，同比增速较 2018 年收窄 7.91pct，归母净利润同比转正，利润率提升，盈利能力同比改善。2020 年一季度，受疫情冲击影响，航空出行需求大幅下滑，板块整体亏损，营收同比大幅下降，多项盈利指标下行，行业盈利能力整体下降。

机场板块：由于地理位置、机场产能投放等不同，各机场吞吐量存在较大差异，2019 年板块营收同比下降，归母净利润同比增速提升。2020Q1，疫情冲击，航空出行需求大幅下滑，机场客流量整体下滑，多项盈利指标下行，但受益于机场自身盈利模式，疫情对机场的负面影响小于航空运输。

铁路运输板块：2019 年，受益于高铁普及及公转铁，铁路运输运量高速增长，板块营收维持同比增长，但增速收窄，板块合计营业收入 1182.64 亿元，同比增长 3.22%，同比增速收窄 29.52pct，归母净利润同比转负，利润率下行。2020Q1，受疫情因素影响，铁路运输客运量、货运量均同比大幅下降，营收同比转负，归母净利润同比降幅扩大，盈利能力大幅下降，目前随着国内疫情显著好转，降幅显著收窄，且受益下游需求较为稳定，货运量恢复显著快于客运量。

投资策略：目前，国内疫情显著好转，运量逐步修复，但海外疫情持续蔓延，为行业带来较高不确定性。一方面，受益下游需求较为稳固，货运需求恢复程度显著优于客运需求；另一方面，疫情抑制居民出行需求，催生购物需求由线上向线下转移，并有望在疫情修复后延续。长期看，建议关注 2 条主线：一是免税业务占比高、区位优势显著的机场标的，如上海机场、白云机场；二是消费者认可度高、供应链布局充分、具备成本优势的快递公司，如：顺丰控股、韵达股份。

风险提示：人民币汇率大幅波动；油价上涨；宏观经济下行；海外疫情持续蔓延。



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1

目录

1. 行业整体业绩概况	5
1.1 样本说明	5
1.2 业绩概况	5
2. 物流板块	6
2.1 快递业务量维持高增长，后续增长确定性较强	6
2.2 资产规模进一步扩大，营收维持同比增长	7
2.3 19 年利润率下行，一季度归母净利润同比下降	8
3. 航空运输板块	9
3.1 行业面临下行压力，一季度收入大幅下滑	9
3.2 年度利润率同比改善，一季度归母净利润转负	11
4. 机场板块	12
4.1 机场吞吐量差异较大，收入端增速下滑	12
4.2 优质机场带动板块 19 年利润增长，一季度板块盈利能力大幅下降	14
5. 铁路运输板块	15
5.1 19 年运量持续增长，一季度收入大幅下滑	15
5.2 盈利能力下行，归母净利润同比降幅扩大	16
7. 投资策略及重点标的	18
8. 风险提示	18

图表目录

图 1：交运板块营业收入（亿元，%）	5
图 2：交运板块归母净利润（亿元，%）	5
图 3：月度规模以上快递业务量	6
图 4：年度快递业务收入及单票收入	7

图 5：快递服务品牌集中度 CR8.....	7
图 6：板块资产规模（亿元）	8
图 7：板块营业收入情况	8
图 8：板块归母净利润情况	8
图 9：板块毛利率/净利率（%）	8
图 10：板块平均 ROA/ROE/ROIC	9
图 11：板块费用率（%）	9
图 12：2019 年国际航空 RPK 增速.....	9
图 13：我国航空运输总运量运行情况	10
图 14：我国旅客/货邮周转量增速（%）	10
图 15：我国民航客座率（%）	10
图 16：航空板块营收情况	10
图 17：板块归母净利润情况	11
图 18：板块毛利率/净利率（%）	11
图 19：板块平均 ROA/ROE/ROIC	11
图 20：板块费用率（%）	11
图 23：各机场年度货邮吞吐量（万吨）	13
图 24：各机场一季度货邮吞吐量（万吨）	13
图 25：机场板块营收情况	13
图 26：板块归母净利润情况	14
图 27：板块毛利率/净利率（%）	14
图 28：板块平均 ROA/ROE/ROIC	14
图 29：板块费用率（%）	14

图 32：铁路运输板块营收情况	16
图 33：板块归母净利润情况	17
图 34：板块毛利率/净利率（%）	17
图 35：板块平均 ROA/ROE/ROIC	17
图 36：板块费用率（%）	17
表 1：交运子板块 2019/2020Q1 经营业绩	5
表 2：航空板块上市公司营收情况	10
表 3：航空板块 2019 年部分盈利指标	11
表 4：航空板块 2020 年一季度部分盈利指标	12
表 5：机场板块上市公司营收情况	13
表 6：机场板块 2019 年部分盈利指标	15
表 7：机场板块 2020 年一季度部分盈利指标	15
表 8：铁路运输板块上市公司营收情况	16
表 9：铁路运输板块 2019 年部分盈利指标	17
表 10：铁路运输板块 2020 年一季度部分盈利指标	18
表 11：重点公司盈利预测	18

1. 行业整体业绩概况

1.1 样本说明

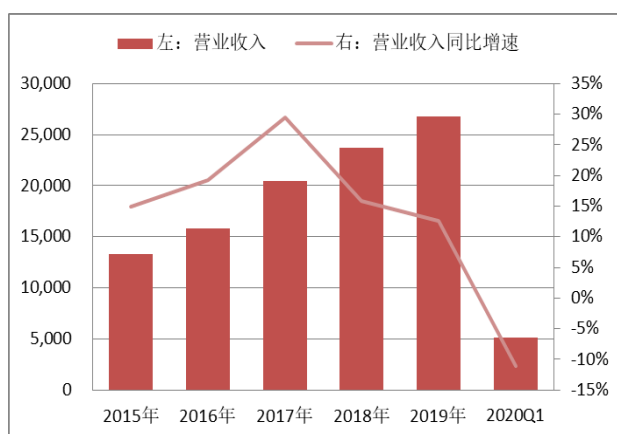
我们以申万行业分级为基础，剔除 1) B 股、ST 股、*ST 股，2) 公交板块个股，3) 2020 年上市的京沪高铁，缺乏足够的财务数据，4) 航空板块的中信海直。其余上市公司共计 102 家，其中航空运输 7 家，机场 4 家，铁路运输 4 家，高速公路 21 家，港口 19 家，航运 10 家，物流 37 家。

1.2 业绩概况

2019 年：业绩表现向好，航运板块表现突出。2019 年交通运输行业实现营业收入 26735.50 亿元，同比增长 12.66%，增速较 2018 年下降 3.12pct；实现归母净利润 1323.50 亿元，同比增长 11.66%，增速较 2018 年提升 19.23pct。细分行业来看，2019 年，子板块营收均实现同比增长，归母净利润仅铁路板块同比下降，航运板块 2019 年营收和归母净利润同比增速分别为 19.39%、135.71%，显著优于交通运输行业其他子板块。

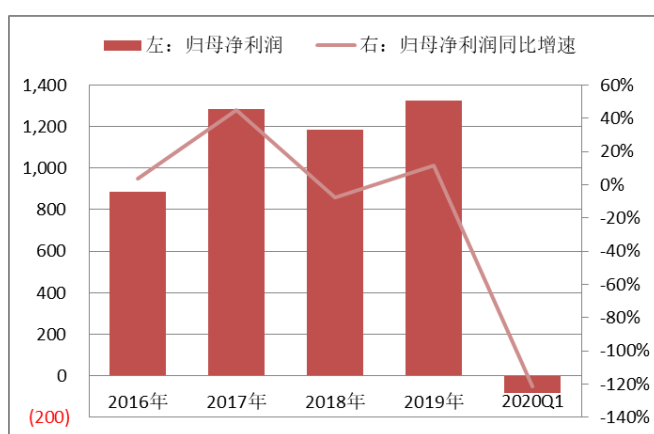
一季度疫情因素影响，行业业绩下行。2020Q1 行业合计营业收入 5120.86 亿元，同比下降 11.13%，增速较 2019Q1 下降 26.88pct；合计归母净利润-81.00 亿元，同比下降 121.15%，归母净利润转负。细分行业来看，航运板块和物流板块实现营收同比增长，增速分别为 5.31%、5.33%，航运板块归母净利润同比增长 29.11%，航空板块、机场板块、高速板块规模净利润转负，航运板块业绩表现领先于其他子板块。

图 1：交运板块营业收入（亿元，%）



数据来源：wind，山西证券研究所

图 2：交运板块归母净利润（亿元，%）



数据来源：wind，山西证券研究所

表 1：交运子板块 2019/2020Q1 经营业绩

子行业	营业收入（亿元）				归母净利润（亿元）			
	2019 年	同比增速	2020Q1	同比增速	2019 年	同比增速	2020Q1	同比增速
航空	5207.12	5.23%	665.53	-47.96%	161.35	29.91%	-211.10	-322.72%

机场	244.06	8.78%	37.49	-38.00%	71.42	9.30%	-1.01	-105.27%
铁路	1182.64	3.22%	243.68	-14.34%	149.17	-6.67%	22.96	-49.53%
高速	833.57	5.48%	97.31	-46.77%	262.49	2.87%	-25.92	-134.91%
航运	2118.77	19.39%	522.68	5.31%	123.58	135.71%	32.85	29.11%
港口	1794.42	4.49%	349.14	-16.17%	278.10	8.96%	54.13	-15.65%
物流	15354.91	16.95%	3205.03	5.33%	277.39	1.56%	47.09	-21.19%

数据来源：wind，山西证券研究所

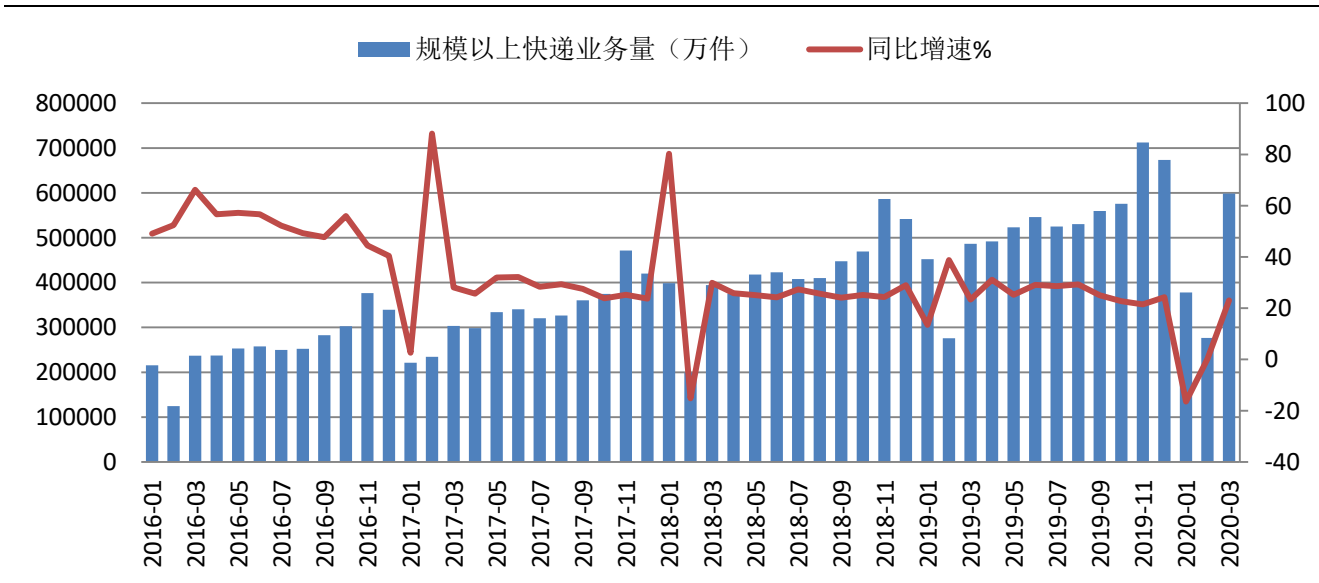
2. 物流板块

2.1 快递业务量维持高增长，后续增长确定性较强

2019 年：业务量持续高增长，行业竞争催化单价下行。从快递业务量来看，2019 年规模以上快递业务量达到 635.23 亿票，同比增长 25.27%，虽然较 2018 年小幅放缓，但仍然保持稳定高速增长，2019 年全年规模以上快递业务收入 7498.10 亿元，同比增长 24.17%。从快递单票收入来看，随着行业集中度提高，行业价格竞争加剧，快递单票收入持续下行，2019 年行业平均单票收入跌至 11.80 元。

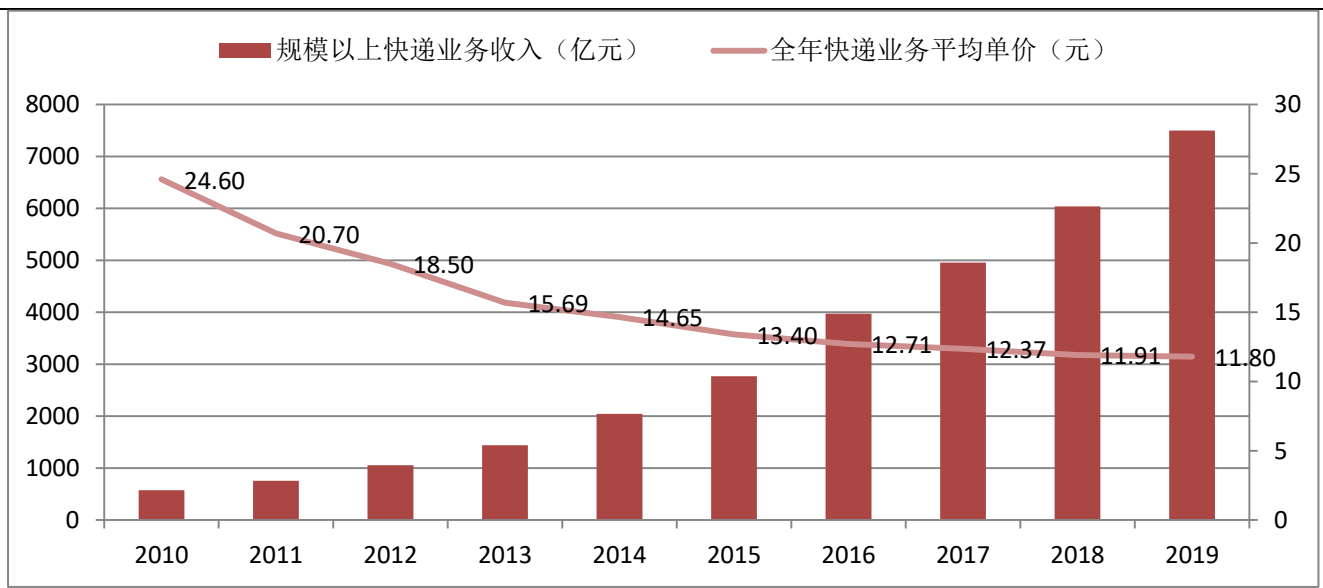
2020Q1：快递业务恢复较快，疫情加大龙头优势。2020 年一季度受新冠疫情影响，全国快递业务量 125.30 亿件，同比增长仅 3.16%，增速大幅收窄，但从 3 月份数据来看，快递业务量已恢复 23.03% 的高增速，全年增长具有较强的确定性。此外，新冠疫情背景下，居民出行需求被抑制，进而带动购物需求由线下向线上转移，快递业务向头部公司集中。

图 3：月度规模以上快递业务量



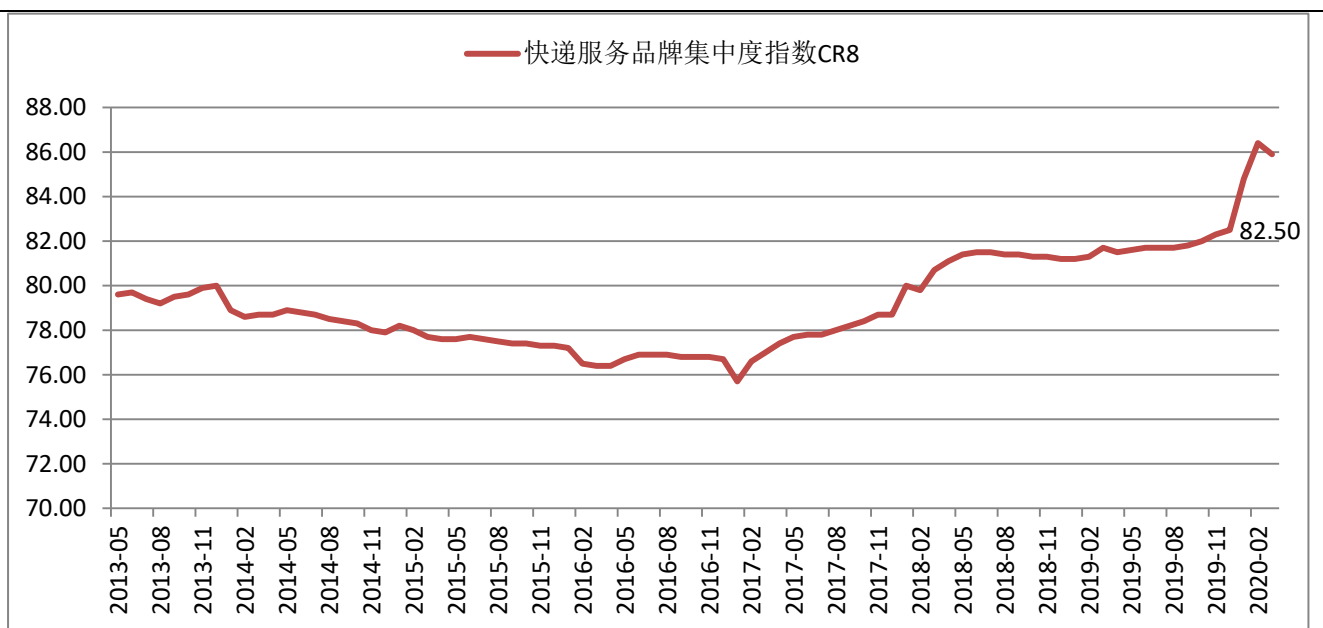
数据来源：wind，山西证券研究所

图 4：年度快递业务收入及单票收入



数据来源：wind，山西证券研究所

图 5：快递服务品牌集中度 CR8



数据来源：wind，山西证券研究所

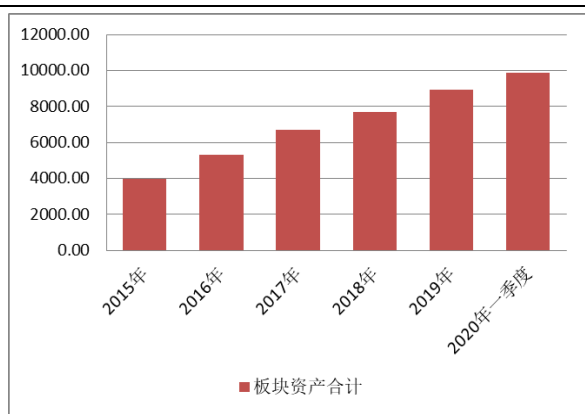
2.2 资产规模进一步扩大，营收维持同比增长

资产规模持续扩大。截止 2020 年一季度，物流板块资产合计 9864.61 亿元，较 2019 年的 8945.84 亿元进一步扩大。

19 年营收同比微增，一季度增速收窄。2019 年，受益于行业高景气度，营收维持高增长，包括合计营收 15362.88 亿元，同比增长 16.92%，同比增速较 2018 年提升 0.42pct，分公司看，各公司营收同比增速差

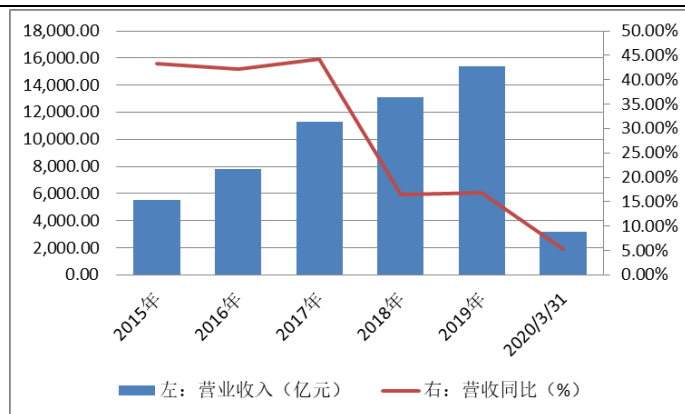
异较大，其中快递企业整体表现较好。2020 年一季度，春节因素叠加疫情因素影响，板块营收同比增速大幅收窄，但疫情催生消费者购物需求由线下向线上转移，行业恢复较快，板块合计营业收入 3205.03 亿元，同比增长 5.33%，增速分别较 2019Q1、2019Q4 分别收窄 11.57pct、17.35pct，其中顺丰控股作为快递龙头，营业收入同比增速 39.59%，遥遥领先板块其他上市公司。

图 6：板块资产规模（亿元）



资料来源：wind

图 7：板块营业收入情况



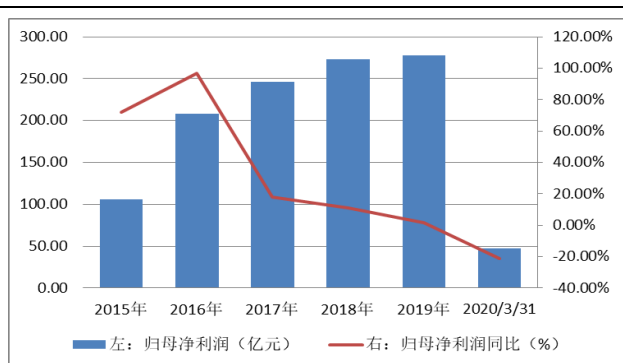
资料来源：wind

2.3 19 年利润率下行，一季度归母净利润同比下降

2019 年：归母净利润同比增速收窄，利润率下滑。2019 年，板块合计归母净利润 277.39 亿元，同比增长 1.56%，增速较 2018 年下降 9.43pct；板块毛利率、净利率分别为 6.30%、2.13%，分别较 2018 年下降 0.85pct、0.35pct；板块销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 1.51%、1.72%、0.52%，三费合计占营业收入的 3.75%，较 2018 年下降 0.32pct。

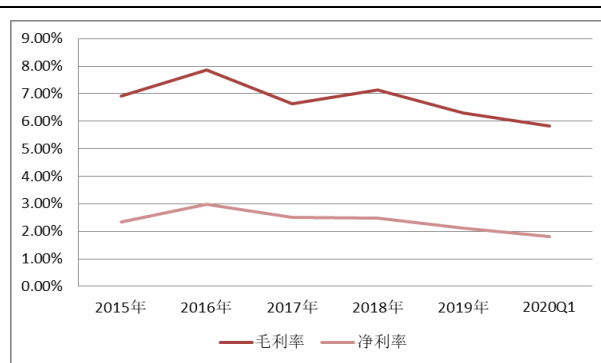
2020Q1：板块归母净利润同比转负，盈利能力多项指标下行。2020 年一季度，板块合计归母净利润 47.09 亿元，同比下降 21.19%；板块毛利率、净利率分别为 5.82%、1.81%，同比分别下降 0.62pct、0.31pct，环比分别下降 0.76pct、0.48pct；板块销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 1.11%、1.93%、0.68%，三费合计占营业收入的比例为 3.73%，较 2019Q1 下降 0.41pct，较 2019Q1 增长 0.38pct。

图 8：板块归母净利润情况



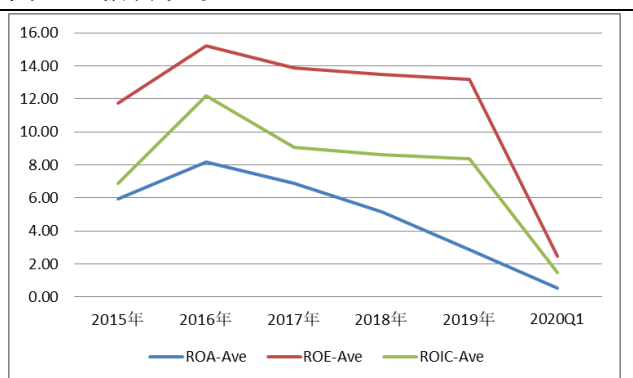
资料来源：wind，山西证券研究所

图 9：板块毛利率/净利率（%）



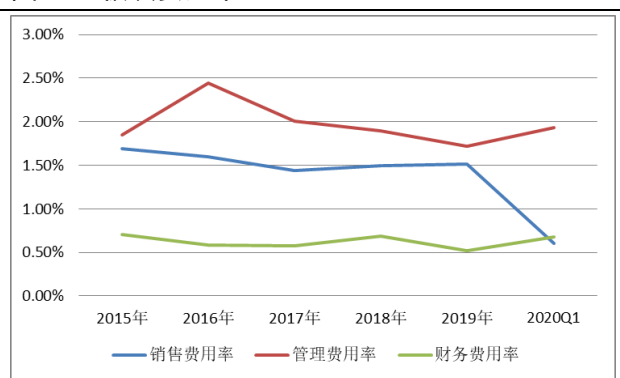
资料来源：wind，山西证券研究所

图 10：板块平均 ROA/ROE/ROIC



资料来源：wind，山西证券研究所

图 11：板块费用率（%）



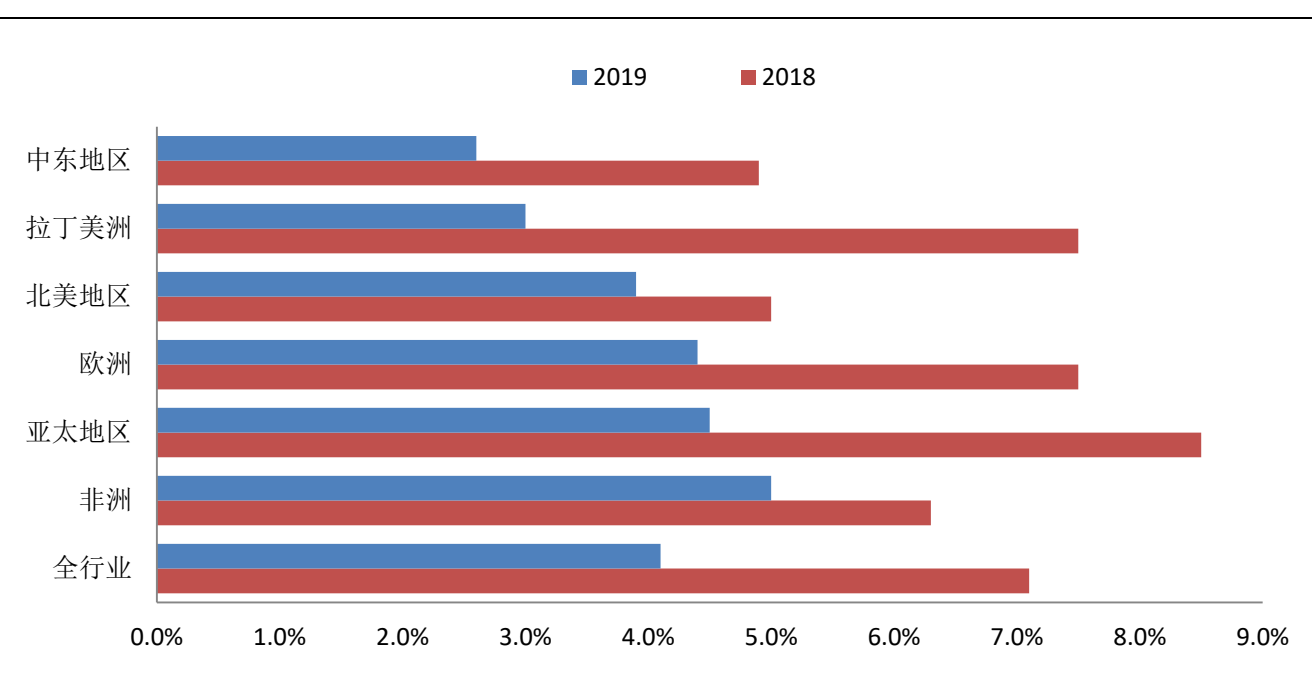
资料来源：wind，山西证券研究所

3. 航空运输板块

3.1 行业面临下行压力，一季度收入大幅下滑

2019 年：行业面临下行压力，收入端增速下行。2019 年，受全球经济增速下滑、贸易摩擦和地缘政治局势紧张等因素影响，全球航空客运需求整体出现下滑，全球旅客周转量（RPK）同比增长 4.2%，较 2018 年减少 3.1pct，我国民航旅客周转量、货邮周转量增速均下行，客座率水平与 2018 年整体持平，行业收入增速同样下行，板块合计营收 5207.12 亿元，同比增长 5.23%，同比增速较 2018 年收窄 7.92pct，分公司看，中国国航营收同比微降 0.23%，其余 6 家上市公司营收均同比增长。

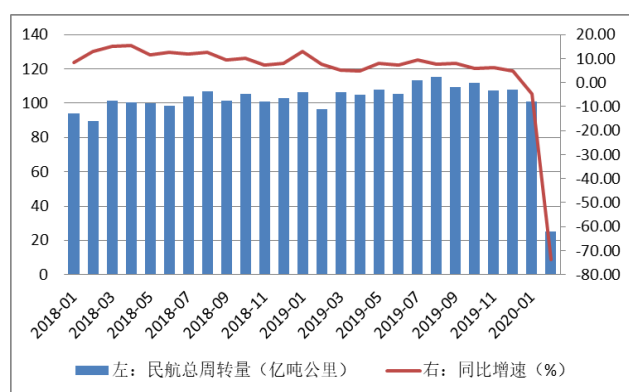
图 12：2019 年国际航空 RPK 增速



数据来源：IATA，山西证券研究所

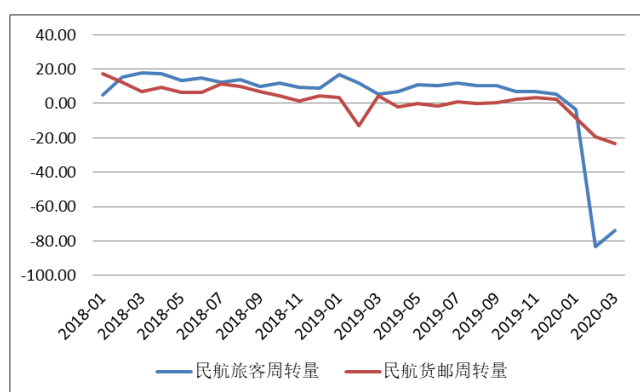
2020Q1：疫情冲击，行业受到较大负面影响。2020 年一季度，国内新冠疫情爆发，而春节假期属于航运高峰，大大增加了疫情对行业的负面影响，客座率达历史低位，运量及收入均同比大幅下降，板块合计资产规模 11423.49 亿元，较 2019 年的 11551.54 亿元有所下降，合计营收 665.53 亿元，同比下降 47.96%，增速分别较 2019Q1、2019Q4 下降 57.18pct、51.41pct，板块 7 家上市公司营收均同比大幅下滑。

图 13：我国航空运输总运量运行情况



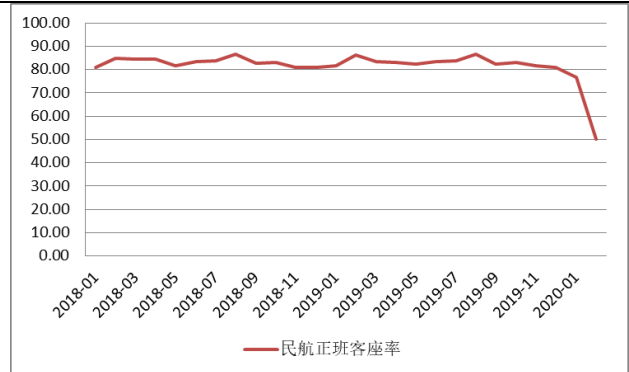
资料来源：wind，山西证券研究所

图 14：我国旅客/货邮周转量增速（%）



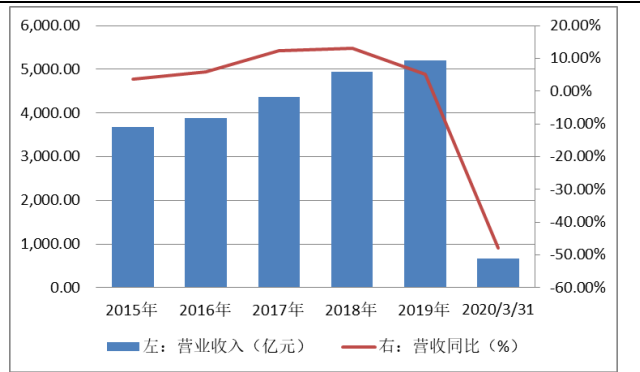
资料来源：wind，山西证券研究所

图 15：我国民航客座率（%）



资料来源：wind，山西证券研究所

图 16：航空板块营收情况



资料来源：wind，山西证券研究所

表 2：航空板块上市公司营收情况

公司简称	营业收入（亿元）						营收同比（%）					
	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2019 年	2020Q1	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2019 年	2020Q1
南方航空	376.33	353.06	437.26	376.57	1,543.22	211.41	10.36	5.54	5.79	8.42	7.45	-43.82
中国国航	325.54	327.59	377.64	331.04	1,361.81	172.56	3.00	0.38	-2.26	-2.33	-0.43	-46.99
东方航空	300.53	287.31	346.16	274.60	1,208.60	154.54	12.34	3.84	3.47	1.51	5.16	-48.58
海航控股	186.33	164.02	214.44	159.10	723.89	68.89	10.85	1.67	10.46	3.25	6.83	-63.03
春秋航空	36.40	35.10	44.15	32.39	148.04	23.84	12.67	13.14	14.77	10.37	12.88	-34.50
吉祥航空	41.32	39.30	49.42	37.46	167.49	23.80	14.49	18.31	18.17	15.13	16.59	-42.40
华夏航空	12.50	12.29	15.55	13.74	54.07	10.50	26.09	18.53	40.39	22.14	26.93	-15.97

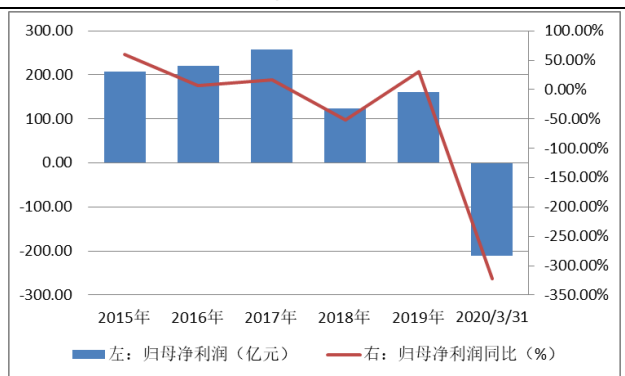
资料来源：wind，山西证券研究所

3.2 年度利润率同比改善，一季度归母净利润转负

2019 年：归母净利润同比转正，利润率同比改善。2019 年，油价上涨加大航司成本压力，叠加人民币汇率贬值，行业盈利端仍然承压。2019 年，板块合计归母净利润 161.35 亿元，同比增长 29.91%，增速较 2018 年提升 81.76%；板块毛利率、净利率分别为 12.55%、3.44%，分别较 2018 年提升 0.80pct、0.63pct；板块销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 4.71%、2.76%、5.07%，三费合计占板块营业收入的 12.53%，较 2018 年增长 0.39pct。

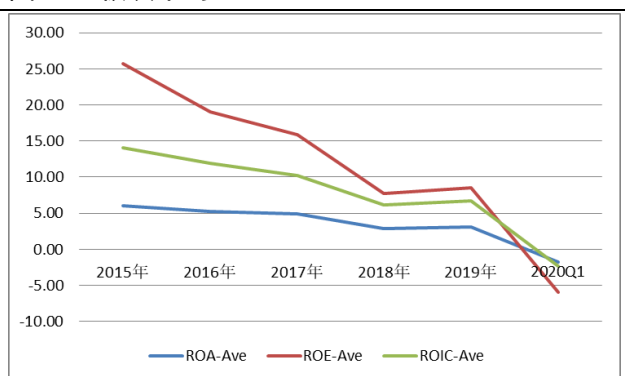
2020Q1：疫情冲击，航司盈利能力大幅下滑。2020 年一季度，受疫情冲击影响，航空出行需求大幅下滑，板块整体亏损，多项盈利指标下行，行业盈利能力整体下降。2020Q1，板块合计归母净利润-211.20 亿元，同比下降 322.72%；板块毛利率、净利率分别为-19.63%、-34.96%，同比、环比均大幅下滑；板块销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 6.01%、4.49%、13.38%，环比、同比均增长。

图 17：板块归母净利润情况



资料来源：wind，山西证券研究所

图 19：板块平均 ROA/ROE/ROIC

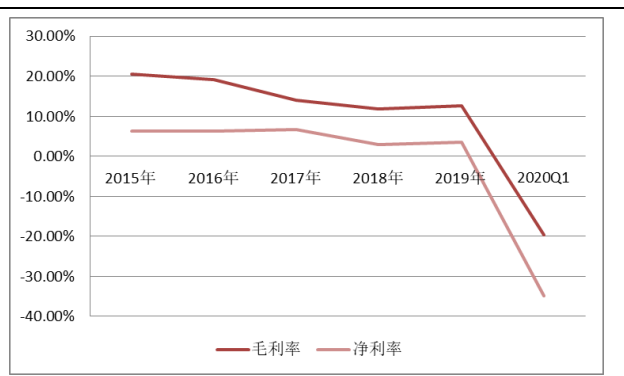


资料来源：wind，山西证券研究所

表 3：航空板块 2019 年部分盈利指标

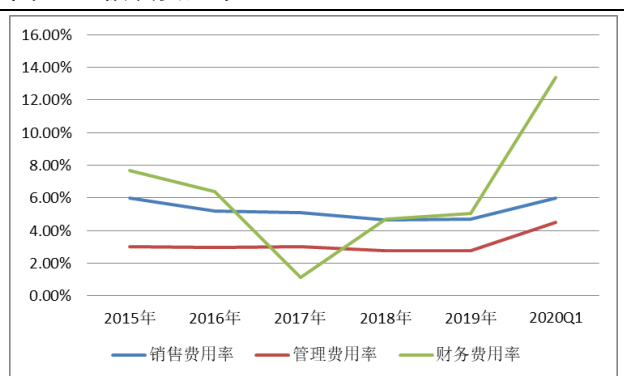
		归母净利润 (亿元)	归母净利润 同比 (%)	毛利率 (%)	净利率 (%)	销售费用 率 (%)	管理费用 率 (%)	财务费用 率 (%)
600029.SH	南方航空	26.51	-11.13	12.09	1.99	5.13	2.85	4.83
601111.SH	中国国航	64.09	-12.65	16.84	5.32	4.87	3.63	4.53

图 18：板块毛利率/净利率 (%)



资料来源：wind，山西证券研究所

图 20：板块费用率 (%)



资料来源：wind，山西证券研究所

600115.SH	东方航空	31.95	17.94	11.30	2.74	5.25	3.26	5.24
600221.SH	海航控股	5.43	115.12	7.42	1.05	3.36	1.79	7.96
601021.SH	春秋航空	18.41	22.50	11.41	12.43	1.76	2.07	0.75
603885.SH	吉祥航空	9.94	-19.34	14.02	6.05	4.04	3.01	2.03
002928.SZ	华夏航空	5.02	102.96	12.86	9.30	4.34	3.54	4.15

资料来源：wind，山西证券研究所

表 4：航空板块 2020 年一季度部分盈利指标

		归母净利润 (亿元)	归母净利润 同比 (%)	毛利率 (%)	净利率 (%)	销售费用 率 (%)	管理费用 率 (%)	财务费用 率 (%)
600029.SH	南方航空	-52.62	-298.64	-13.24	-27.61	6.57	4.34	12.45
601111.SH	中国国航	-48.05	-276.48	-12.23	-30.84	6.17	5.92	13.50
600115.SH	东方航空	-39.33	-296.06	-20.01	-25.34	5.91	5.12	12.61
600221.SH	海航控股	-62.95	-652.14	-66.35	-96.30	6.26	4.39	25.16
601021.SH	春秋航空	-2.27	-147.91	-12.96	-9.59	2.17	2.64	0.71
603885.SH	吉祥航空	-4.91	-222.73	-8.28	-20.82	4.47	5.51	7.95
002928.SZ	华夏航空	-0.96	-212.50	1.12	-9.18	4.21	5.16	5.40

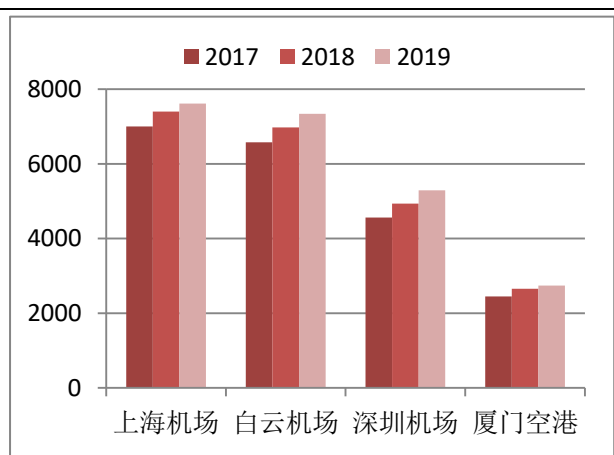
资料来源：wind，山西证券研究所

4. 机场板块

4.1 机场吞吐量差异较大，收入端增速下滑

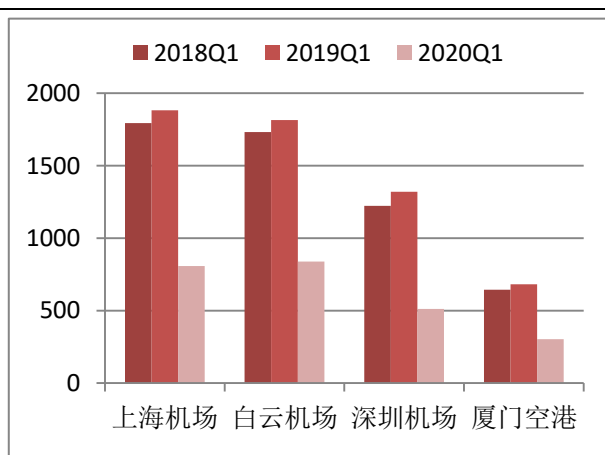
一季度机场吞吐量大幅缩减，板块资产规模微增。由于不同机场地理位置、机场产能投放等不同，各机场吞吐量存在较大差异，一季度受疫情因素影响，各机场旅客吞吐量、货邮吞吐量同比均大幅下滑。截止 2020 年一季度，板块 4 家上市公司资产合计 808.94 亿元，较 2019 年的 807.56 亿元微增。

图 21：各机场年度旅客吞吐量（万人）



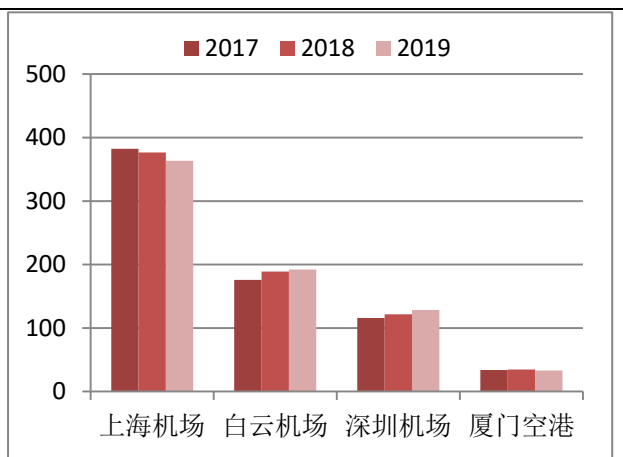
数据来源：wind，山西证券研究所

图 22：各机场一季度旅客吞吐量（万人）



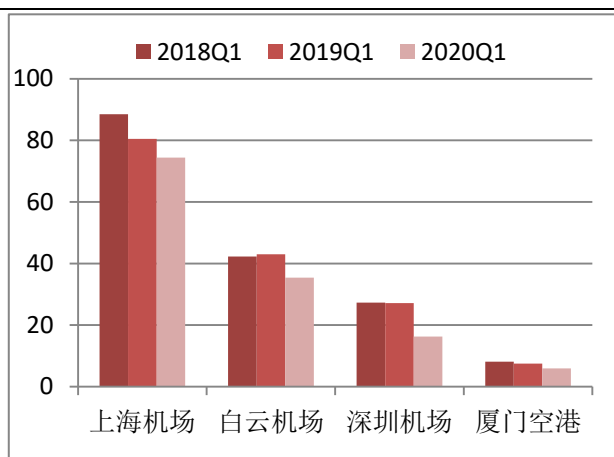
数据来源：wind，山西证券研究所

图 23：各机场年度货邮吞吐量（万吨）



数据来源：wind，山西证券研究所

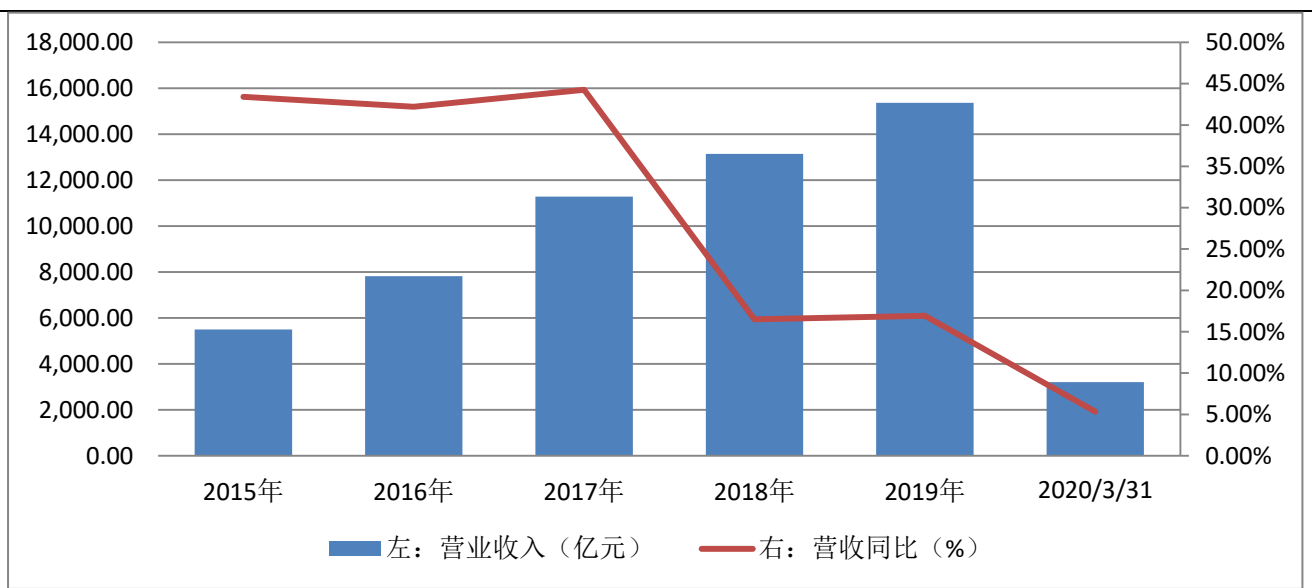
图 24：各机场一季度货邮吞吐量（万吨）



数据来源：wind，山西证券研究所

19 年营收增速收窄，一季度同比转负。2019 年，板块合计营业收入 244.06 亿元，同比增长 8.78%，增速较 2018 年下降 4.51pct，分公司看，上海机场营收同比较 2018 年提升 2.01pct，其余 3 家上市公司营收同比不同程度收窄。2020Q1，板块合计营收 37.49 亿元，同比下降 38.00%，同比增速较 2019Q4、2019Q1 分别下降 52.58pct、46.25pct，4 家上市公司同比增速均大幅下降。

图 25：机场板块营收情况



资料来源：wind，山西证券研究所

表 5：机场板块上市公司营收情况

公司简称	营业收入（亿元）					营收同比（%）						
	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2019 年	2020Q1	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2019 年	2020Q1
上海机场	27.74	26.81	27.53	27.37	109.45	16.36	21.64%	20.55%	14.88%	13.44%	17.52%	-41.02%
白云机场	19.18	19.42	19.74	20.37	78.70	13.14	11.26%	-2.76%	-5.25%	4.81%	1.59%	-31.48%
深圳机场	9.14	9.43	9.53	9.97	38.07	5.63	7.67%	3.60%	5.39%	6.49%	5.76%	-38.44%

厦门空港	4.40	4.56	4.43	4.45	17.85	2.36	3.94%	1.11%	-1.91%	-1.09%	0.46%	-46.46%
------	------	------	------	------	-------	------	-------	-------	--------	--------	-------	---------

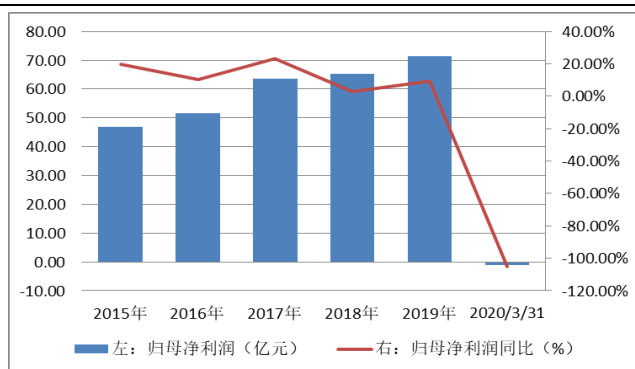
资料来源：wind，山西证券研究所

4.2 优质机场带动板块 19 年利润增长，一季度板块盈利能力大幅下降

2019 年：归母净利润同比扩大，费用率同比增长。2019 年，板块合计归母净利润 71.42 亿元，同比增长 9.30%，增速较 2018 年提升 6.42pct，其中上海机场实现归母净利润 50.30 亿元，同比增长 18.88%，归母净利润规模及增速均领先板块中其他 3 家上市公司；板块毛利率、净利率分别为 37.58%、30.57%，分别较 2018 年-1.69pct、+0.25pct；板块销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 0.06%、3.66%、-0.85%，分别较 2018 年下降 0.30pct、0.09pct、0.46pct。

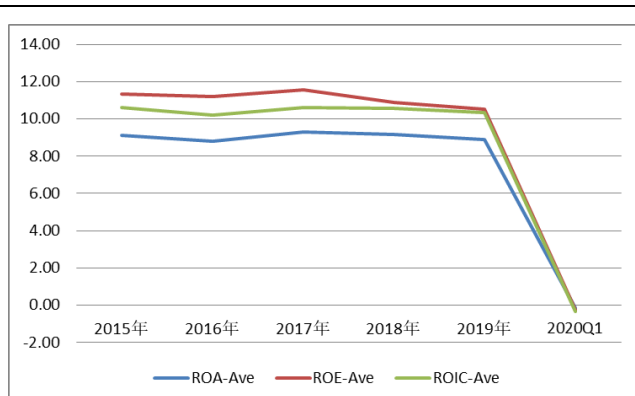
2020Q1：疫情冲击，板块归母净利润转负。2020 年一季度，受疫情冲击影响，航空出行需求大幅下滑，机场客流量整体下滑，多项盈利指标下行，但受益于机场自身盈利模式，疫情对机场的负面影响小于航空运输。2020Q1，板块合计归母净利润-1.01 亿元，同比下降 105.27%；板块毛利率、净利率分别为-0.64%、-1.71%，同比、环比均大幅下滑；板块销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 0.50%、5.12%、-3.25%，三费合计占营业收入的比例为 2.37%，较 2019Q4 下降 1.15pct，较 2019Q1 增长 1pct。

图 26：板块归母净利润情况



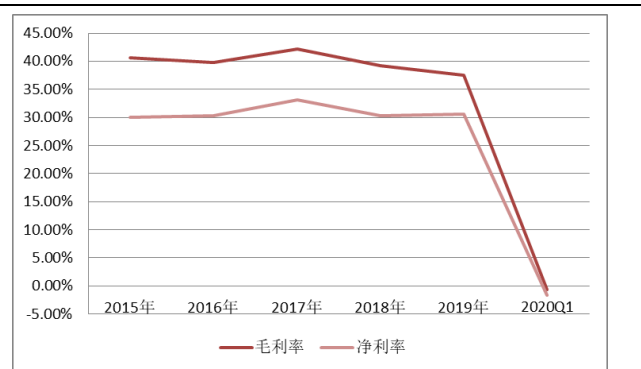
资料来源：wind，山西证券研究所

图 28：板块平均 ROA/ROE/ROIC



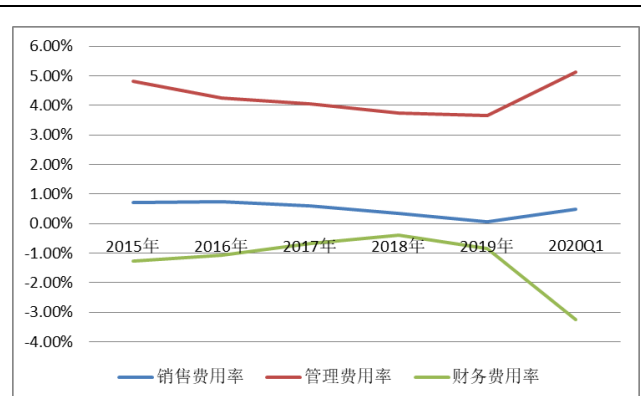
资料来源：wind，山西证券研究所

图 27：板块毛利率/净利率 (%)



资料来源：wind，山西证券研究所

图 29：板块费用率 (%)



资料来源：wind，山西证券研究所

表 6：机场板块 2019 年部分盈利指标

		归母净利润 (亿元)	归母净利润 同比 (%)	毛利率 (%)	净利率 (%)	销售费用 率 (%)	管理费用 率 (%)	财务费用 率 (%)
600009.SH	上海机场	50.30	18.88	51.21	48.11	0.001	2.42	-1.91
600004.SH	白云机场	10.00	-11.45	24.11	13.71	0.16	6.21	0.69
000089.SZ	深圳机场	5.94	-11.12	23.72	16.26	0.03	3.03	-1.35
600897.SH	厦门空港	5.18	2.51	42.93	30.90	0.00	2.91	-0.08

资料来源：wind，山西证券研究所

表 7：机场板块 2020 年一季度部分盈利指标

		归母净利润 (亿元)	归母净利润 同比 (%)	毛利率 (%)	净利率 (%)	销售费用 率 (%)	管理费用 率 (%)	财务费用 率 (%)
600009.SH	上海机场	0.81	-94.21	0.95	6.99	0.00	3.80	-2.75
600004.SH	白云机场	-0.63	-125.88	4.71	-4.85	1.38	6.83	-4.86
000089.SZ	深圳机场	-1.21	-170.05	-19.70	-21.17	0.08	5.80	-2.25
600897.SH	厦门空港	0.03	-97.44	4.04	1.63	0.00	4.69	-0.15

资料来源：wind，山西证券研究所

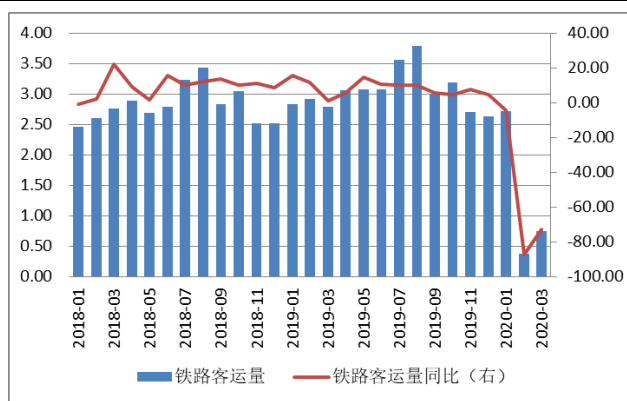
5.铁路运输板块

5.119 年运量持续增长，一季度收入大幅下滑

2019 年：受益于高铁普及及公转铁，铁路运输运量高速增长。一方面，随着铁路路网布局的不断推进，铁路出行的便利性增强，乘客偏好度也随之增强，铁路客运量维持高速增长，2019 年铁路客运量为 36.60 亿人，同比增长 8.4%。另一方面，随着货运公转铁，部分货运运输需求从公路运输向铁路运输转换，货运量维持同比增长，2019 年铁路货运量为 43.18 亿吨，同比增长 7.2%。2019 年，主要受铁路运输运量影响，铁路运输板块营收维持同比增长，但增速收窄，板块合计营业收入 1182.64 亿元，同比增长 3.22%，同比增速收窄 29.52pct。

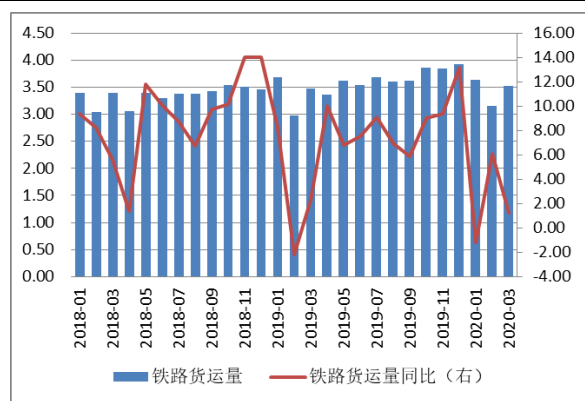
2020Q1：疫情致铁路运输运量下滑，一季度营收同比转负。2020 年一季度，受疫情因素影响，铁路运输客运量、货运量均同比大幅下降，且随着国内疫情显著好转，降幅显著收窄，而受益下游需求较为稳定，货运量恢复显著快于客运量，铁路客运量为 3.83 亿人，同比下降 55.1%，铁路货运量 10.31 亿吨，同比增长 1.8%；板块合计营业收入 243.68 亿元，同比下降 14.34%，同比增速较 2019Q1、2019Q4 分别下降 24.16pct、12.87pct。截止 2020 年一季度，板块资产合计 1995.15 亿元，较 2019 年的 2001.11 亿元下降。

图 30：铁路运输月度客运量情况（亿人，%）



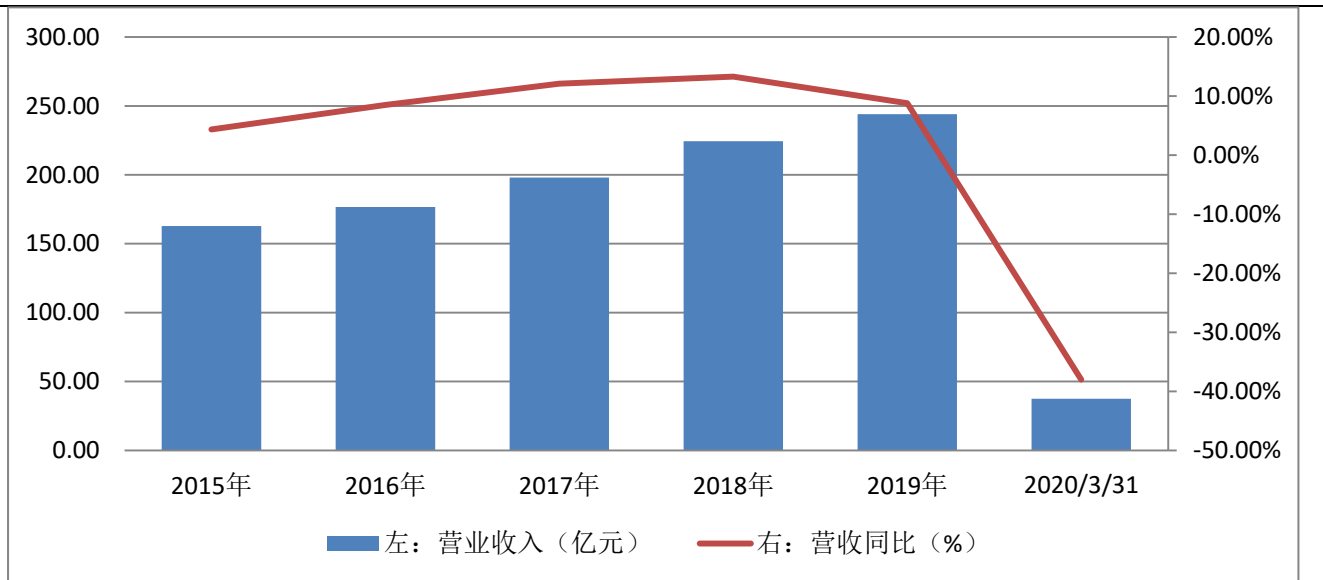
数据来源：wind，山西证券研究所

图 31：铁路运输月度货运量情况（亿吨，%）



数据来源：wind，山西证券研究所

图 32：铁路运输板块营收情况



资料来源：wind，山西证券研究所

表 8：铁路运输板块上市公司营收情况

公司简称	营业收入（亿元）					营收同比（%）						
	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2019 年	2020Q1	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2019 年	2020Q1
大秦铁路	197.43	205.24	196.06	200.44	799.17	161.72	9.84%	6.57%	-0.12%	-6.70%	2.01%	-18.09%
广深铁路	51.16	50.71	54.26	55.65	211.78	37.68	4.91%	9.02%	7.37%	6.08%	6.81%	-26.36%
铁龙物流	34.03	43.68	43.09	42.89	163.68	42.26	18.01%	-8.77%	-1.41%	19.26%	4.67%	24.20%
西部创业	1.85	1.81	2.06	2.28	8.00	2.03	10.38%	3.41%	22.80%	-9.09%	5.12%	9.51%

资料来源：wind，山西证券研究所

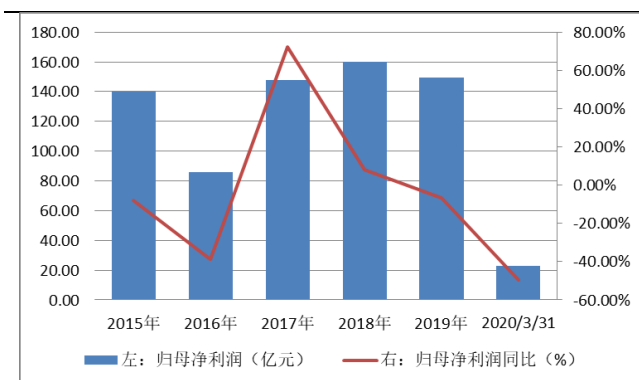
5.2 盈利能力下行，归母净利润同比降幅扩大

2019 年：归母净利润同比下降，盈利能力下行。2019 年，板块合计归母净利润 149.17 亿元，同比下降

6.67%，增速较 2018 年下降 14.79pct；板块毛利率、净利率分别为 17.75%、13.88%，分别较 2018 年下降 1.64pct、1.46pct；板块销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 0.35%、1.06%、0.16%，分别较 2018 年+0.04pct、+0.06pct、-0.09pct。

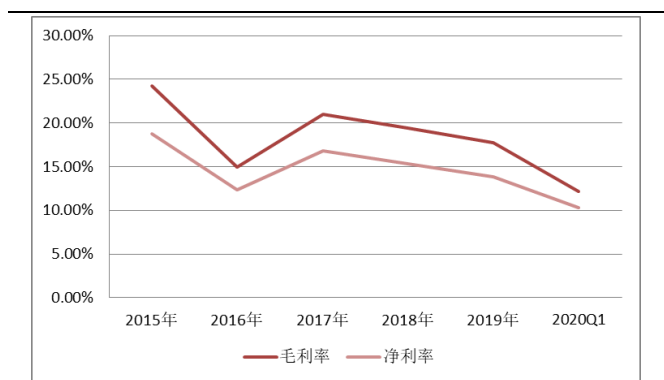
2020Q1：疫情冲击，板块归母净利润降幅扩大。2020 年一季度，板块合计归母净利润 22.96 亿元，同比下降 49.53%；板块毛利率、净利率分别为 12.22%、10.27%，较 2019Q1 分别下降 9.39pct、7.11pct，较 2019Q4 分别提升 1.27pct、3.88pct；板块销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 0.22%、0.96%、0.11%，三费合计占营业收入的比例为 1.29%，较 2019Q1、2019Q4 分别下降 0.17pct、0.91pct。

图 33：板块归母净利润情况



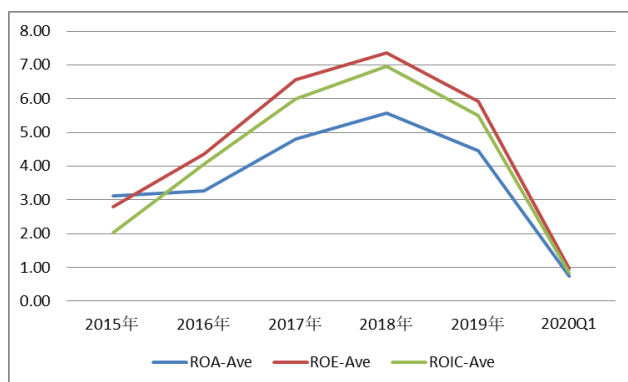
资料来源：wind，山西证券研究所

图 34：板块毛利率/净利率（%）



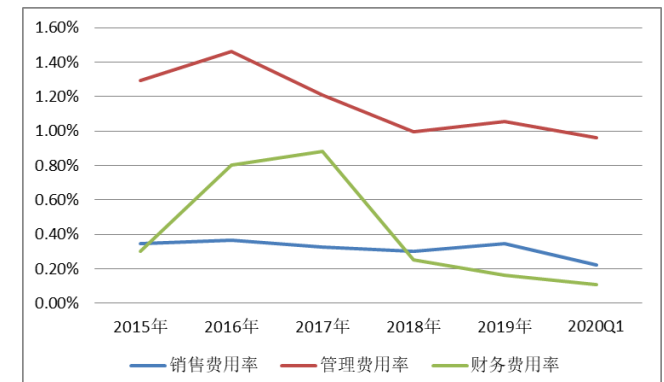
资料来源：wind，山西证券研究所

图 35：板块平均 ROA/ROE/ROIC



资料来源：wind，山西证券研究所

图 36：板块费用率（%）



资料来源：wind，山西证券研究所

表 9：铁路运输板块 2019 年部分盈利指标

		归母净利润 (亿元)	归母净利润 同比 (%)	毛利率 (%)	净利率 (%)	销售费用 率 (%)	管理费用 率 (%)	财务费用 率 (%)
601006.SH	大秦铁路	136.69	-6.02	22.79	19.05	0.25	0.91	0.18
601333.SH	广深铁路	7.48	-4.54	7.20	3.53	0.00	1.62	0.13
600125.SH	铁龙物流	4.55	-10.48	6.11	2.78	1.30	0.78	0.20
000557.SZ	西部创业	0.45	-69.60	31.33	5.65	0.28	7.91	-1.49

资料来源：wind，山西证券研究所

表 10：铁路运输板块 2020 年一季度部分盈利指标

		归母净利润 (亿元)	归母净利润 同比 (%)	毛利率 (%)	净利率 (%)	销售费用 率 (%)	管理费用 率 (%)	财务费用 率 (%)
601006.SH	大秦铁路	25.70	-35.83	18.86	17.23	0.26	0.72	0.09
601333.SH	广深铁路	-4.62	-218.38	-10.19	-12.26	0.00	1.94	0.16
600125.SH	铁龙物流	1.41	13.75	5.60	3.31	0.28	0.74	0.19
000557.SZ	西部创业	0.47	62.73	36.99	23.32	0.16	7.24	-1.00

资料来源：wind，山西证券研究所

7.投资策略及重点标的

目前，国内疫情显著好转，运量逐步修复，但海外疫情持续蔓延，为行业带来较高不确定性。一方面，受益下游需求较为稳固，货运需求恢复程度显著优于客运需求；另一方面，疫情抑制居民出行需求，催生购物需求由线上向线下转移，并有望在疫情修复后延续。长期看，建议关注 2 条主线：一是免税业务占比高、区位优势显著的机场标的，如上海机场、白云机场；二是消费者认可度高、供应链布局充分、具备成本优势的快递公司，如：顺丰控股、韵达股份。

表 11：重点公司盈利预测

证券代码	证券简称	股价	EPS			PE			评级
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	
002352	顺丰控股	45.91	1.31	1.42	1.66	28.32	32.3	27.64	买入
002120	韵达股份	29.93	1.19	1.29	1.5	28.01	22.93	19.65	增持
600009	上海机场	69.00	2.61	1.36	2.99	30.17	50.88	23.08	增持
600004	白云机场	14.18	0.48	0.27	0.68	36.11	52.18	20.44	增持

资料来源：wind，山西证券研究所

8.风险提示

- 1) 人民币汇率大幅波动；
- 2) 油价上涨；
- 3) 宏观经济下行；
- 4) 海外疫情持续蔓延。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
邮编：030002
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
邮编：100032
电话：010-83496336

