

交通运输行业：2018 年度投资策略报告

2018 年 01 月 04 日

行业基本面改善，重点关注航空、铁路、快递板块投资机会

中性（维持）

⑤ 2017 年交通运输板块表现弱于大盘，行业业绩大幅改善

17 年交运板块上涨 5.92%，跑输大盘 15.86 个百分点，表现位于全行业中游。子板块中机场涨幅最大（+54.45%）和公交跌幅最大（-24.96%）。交运行业市盈率目前为 21.28 倍，位于全行业下游，估值相对较低。行业前三季度营收和净利润增速分别为 53.04% 和 40.41%，业绩较大幅改善。

⑤ 航空供给端增速收紧，提价预期带动板块景气上行

为了保障航空安全生产，民航局对供给侧进行调控，控制航班总量和收缩机场时刻，航班时刻增量收紧和正点率持续走高，供给端增速会愈加收紧；运力引进增速也逐渐放缓，供给端整体趋紧。由于消费升级因私需求增长支撑国内航线需求平稳增长、外围经济持续复苏将带动国际航线持续回暖。此外，油价上涨带来短期成本端压力和人民币汇率持续贬值带来汇兑损益压力依然存在。未来票价上限放开政策有望加速跟进，板块景气持续上行。

⑤ 铁路改革进入冲刺阶段，有望迎来业绩和估值双升

受益于经济向好、大宗商品回暖，叠加公路治超和环保政策趋严，今年以来铁路货运增速持续走高。铁路板块主要看点在于铁路改革，相关政策已经进入冲刺阶段，已有取得部分实质性进展包括：土地多元开发已经启动、客运提价进入政策落地窗口期、混合所有制改革也正在逐步推进。未来随着铁路改革政策落地，有望迎来铁路板块业绩和估值双升。

⑤ 快递行业增速仍维持高位，行业集中度持续提升

由于需求端增长平稳、部分业务和区域拖累行业增速、前值基数较高等，今年开始行业增速下台阶，据测算“十三五”期间，快递业务量和收入 CAGR 分别为 27.6% 和 23.6%，行业增速仍将维持较高水平。2016 年快递企业竞相完成上市，第一梯队竞争格局相对稳定，由于人工和原材料等成本端上涨，快递之间价格竞争激烈，第二梯队将加速洗牌，行业集中度持续提升。

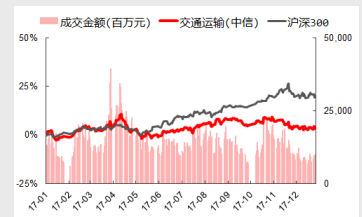
⑤ 重点关注航空、铁路、快递板块投资机会

航空供需结构紧平衡，提价预期带来业绩释放是当前板块核心逻辑，建议重点关注：南方航空（600029）和中国国航（601111）；铁路看点在于铁路改革政策落地进入窗口期，有望带来业绩和估值双升，建议重点关注：大秦铁路（601006）和广深铁路（601333）；快递属于成长行业，巨头优势逐渐体现，建议关注：顺丰控股（002352）和韵达股份（002120）。

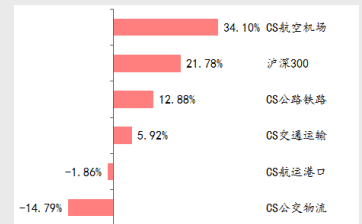
⑤ 风险提示

1、全球经济复苏不及预期；2、油价、汇率波动；3、国企改革不及预期。

市场表现 截至 2017.12.29



子板块市场表 2017.1.1-12.29



分析师：丁思德

执业证书号：S1490515070002

电话：010-85556179

邮箱：dingside@hrsec.com.cn

联系人：陈周飞

电话：010-85556194

邮箱：chenzhoufei@hrsec.com.cn

证券研究报告

目 录

一、2017年交通运输行业回顾.....	5
1.1、2017年交通运输板块市场表现弱于大盘.....	5
1.2、行业估值震荡回落，铁路物流估值处于相对低位.....	7
1.3、2017年前三季度交运行业整体业绩增速强势攀升.....	9
二、投资策略.....	11
2.1、航空板块：供给端增速收紧，板块景气上行.....	11
2.1.1、航空供给侧改革进入实质阶段，供给端增速愈加收紧.....	11
2.1.2、航空需求端呈现国内航线增长平稳、国际航线持续回暖的局面.....	12
2.1.3、油价与汇率带来的成本端与汇兑压力依然存在.....	14
2.2、铁路板块：改革进入冲刺阶段，有望迎来业绩和估值双升.....	15
2.2.1、铁路货运增速持续走高，需求端维持稳定增长.....	15
2.2.2、铁路改革进入冲刺阶段，有望迎来业绩和估值双升.....	17
2.3、快递板块：行业增速仍维持高位，集中度持续提升.....	20
2.3.1、行业增速开始下坡，但仍维持较高增速.....	20
2.3.2、行业集中度提升：第一梯队竞争相对稳定，第二梯队加速洗牌.....	22
2.3.3、成本端承压，面单价中长期有望提升.....	25
2.3.4、行业发展趋势：直营化、智能化.....	26
三、重点公司推荐.....	26
3.1、航空板块重点标的：南方航空（600029.SH）、中国国航（601111.SH）.....	26
3.2、铁路板块重点标的：大秦铁路（601006.SH）、广深铁路（601333.SH）.....	28
3.3、快递板块重点标的：顺丰控股（002352.SZ）、韵达股份（002120.SZ）.....	30
四、风险提示.....	31

图表目录

图表 1: 2017 年 29 个中信一级行业各行业的市场表现 (截至 12 月 29 日)	5
图表 2: 2017 年交通运输行业指数走势图 (截至 12 月 29 日)	5
图表 3: 2017 年交通运输子板块市场表现 (截至 12 月 29 日)	6
图表 4: 2017 年交通运输行业涨跌幅前十 (截至 12 月 29 日)	6
图表 5: 2017 年 29 个中信一级各行业 PE 估值表现 (截至 12 月 29 日)	7
图表 6: 交通运输行业市盈率 PE 估值	7
图表 7: 交通运输行业市净率 PB 估值	7
图表 8: 公路铁路板块 PE	8
图表 9: 公路铁路板块 PB	8
图表 10: 公交物流板块 PE	8
图表 11: 公交物流板块 PB	8
图表 12: 航运港口板块 PE	8
图表 13: 航运港口板块 PB	8
图表 14: 航空机场板块 PE	9
图表 15: 航空机场板块 PB	9
图表 16: 历年交通运输行业总营收规模及增速情况	9
图表 17: 不同子板块对行业营收增速的贡献对比	9
图表 18: 历年交通运输行业总净利规模及增速情况	10
图表 19: 不同子板块对行业净利增速的贡献对比	10
图表 20: 交运子板块营业收入同比增速	10
图表 21: 交运子板块近五年毛利率	10
图表 22: 近两年航季航班增速比较	11
图表 23: 主要航空公司运力引进计划情况	12
图表 24: 航空需求与宏观经济关联性较强	13
图表 25: 人均可支配收入逐渐提升	13
图表 26: 国内居民因私需求出境人数	13
图表 27: 民航旅客周转量增速情况	13
图表 28: 国内票价中枢逐渐抬升趋势明显	14
图表 29: 民航正班客座率 (%)	14
图表 30: 原油价格持续走高	15
图表 31: 美元兑人民币汇率, 人民币升值表现强劲	15
图表 32: 铁路货运量增速持续走高	16
图表 33: 铁路货物周转量维持高速增长	16
图表 34: 大秦线货运量增速持续走高	16
图表 35: 大秦线货物周转量高速增长	16
图表 36: 6 大发电集团耗煤量 (万吨)	17
图表 37: 全国每月发电量 (亿千瓦时)	17

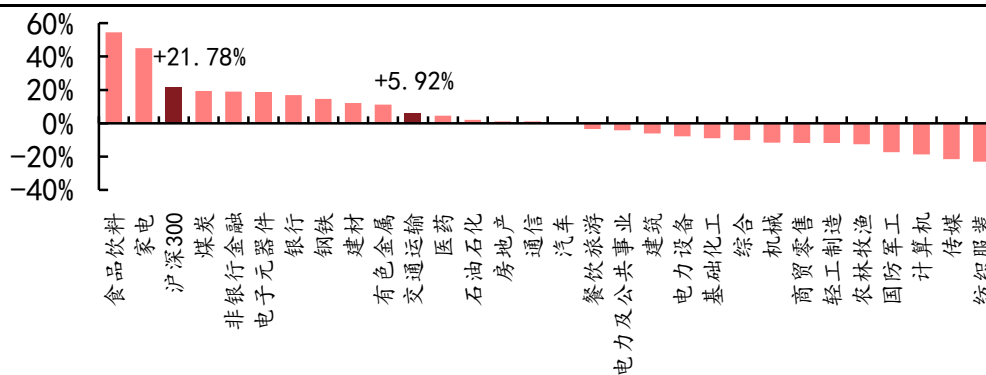
图表 38: 火电厂煤炭库存 (万吨)	17
图表 39: 港口煤炭库存 (万吨)	17
图表 40: 快递业务量 (亿件)	20
图表 41: 快递业务收入 (亿元)	20
图表 42: 快递业务量月度累计 (万件)	20
图表 43: 快递业务收入月度累计 (亿元)	20
图表 44: 各快递业务类型业务量年度增速	21
图表 45: 各地区业务量年度增速	21
图表 46: 人均快递业务量 (件)	22
图表 47: 四个一线城市快递业务量与美国日本对比表	22
图表 48: 全国十一月快递业务量全年占比	22
图表 49: 各地区十一月快递业务量全年占比	22
图表 50: 快递行业 CR8 变化	23
图表 51: 快递行业 CR4、CR8 年度变化趋势	23
图表 52: 2014-2017H1 快递企业市占率 (按业务量) 分布	23
图表 53: 2017 年上半年快递企业市占率 (按业务量) 分布	23
图表 54: 仓配快递模式图示	24
图表 55: 网络快递模式图示	24
图表 56: 全国总人口	25
图表 57: 我国各年龄段人口占总人口比例	25
图表 58: 各月快递业务平均单价 (元/件)	25
图表 59: 六家快递平均单价 (元)	25
图表 60: 重点公司估值情况	31

一、2017年交通运输行业回顾

1.1、2017年交通运输板块市场表现弱于大盘

截至2017年12月29日收盘，交通运输板块全年上涨5.92%，同期沪深300指数上涨21.78%，行业跑输大盘15.86个百分点，行业表现位于29个中信一级行业的中游。

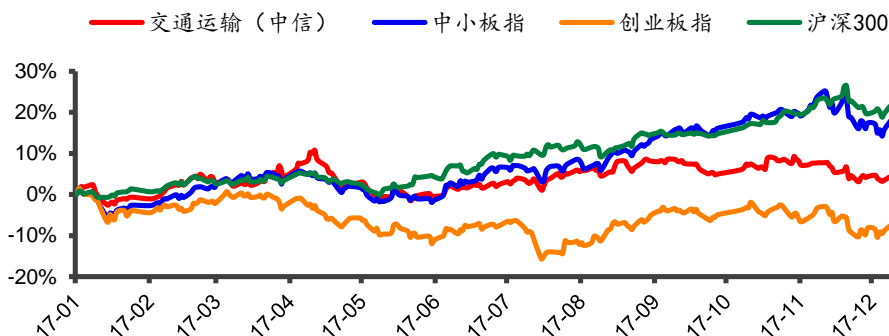
图表 1：2017年29个中信一级行业各行业的市场表现（截至12月29日）



数据来源：Wind、华融证券

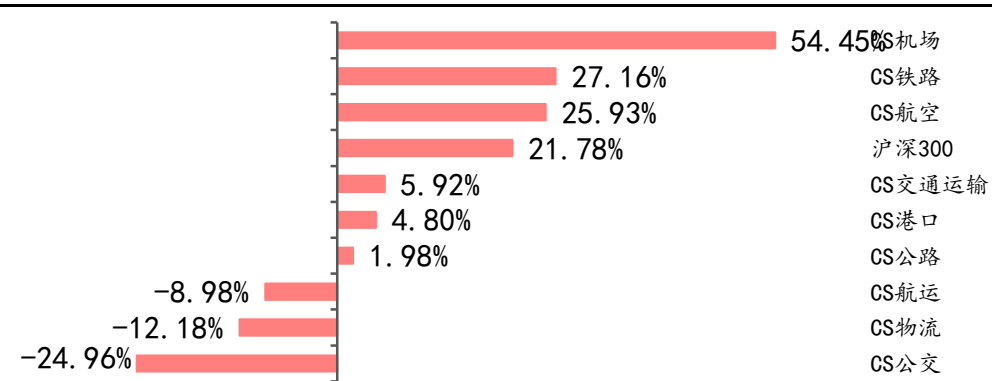
2017年大盘整体表现震荡向上，今年市场风格为沪深300和中小板指均表现较好、创业板指则表现较为低迷，受市场整体风格的影响，中信29个一级行业全年表现，只有食品饮料和家电两个行业跑赢大盘，其余27个行业均跑输大盘，其中纺织服装、传媒、计算机、国防军工和农林牧渔的表现垫底。交通运输行业具有较强周期属性，今年的表现波动较大，上半年大部分时间的表现都跑赢大盘，而下半年由于大盘指数表现强劲，交运指数持续震荡、全年整体跑输大盘。

图表 2：2017年交运行业指数走势图（截至12月29日）



数据来源：Wind、华融证券

在各子板块中，机场、铁路和航空板块表现较好均跑赢大盘，尤其机场表现亮眼，涨幅达到 54.45%；其中，公交（-24.96%）、物流（-12.18%）和航运（-8.98%）板块表现较差，对交通运输行业的表现形成拖累，其中公交跌幅最大、对行业整体表现的影响也最大。机场表现较好，主要原因是首都机场、白云机场免税招标等非航业务的超预期，带来机场商业价值的再发现。大宗商品回暖、铁路改革预期、以及环保和公路治超政策趋严带来的铁路煤炭运量大增，则是铁路板块表现较好的主要因素。

图表 3：2017 年交通运输子板块市场表现（截至 12 月 29 日）


数据来源：Wind、华融证券

个股方面，全年表现涨跌互现，其中涨幅前十的有：德新交运（+549.69%，次新股）、原尚股份（109.08%，次新股）、畅联股份（+100.57%，次新股）、广州港（+85.61%，次新股）、秦港股份（+85.16%，次新股）、华北高速（+81.86%，已退市）、中国国航（+73.05%）、南方航空（+71.87%）、上海机场（+71.75%）、珠海港（+62.39%）；跌幅前十的有：天顺股份（-50.98%）、长航凤凰（-49.11%）、强生控股（-49.03%）、江西长运（-40.73%）、南京港（-39.69%）、亚通股份（-38.23%）、锦江投资（-36.31%）、申通地铁（-35.86%）。

图表 4：2017 年交通运输行业涨跌幅前十（截至 12 月 29 日）

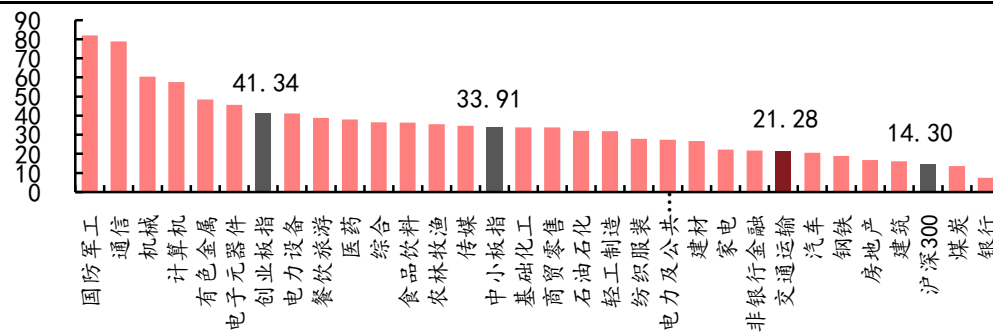
行业年涨幅前十			行业年跌幅前十		
证券代码	证券简称	年涨幅	证券代码	证券简称	年跌幅
603032.SH	德新交运	549.69%	002800.SZ	天顺股份	-50.98%
603813.SH	原尚股份	109.08%	000520.SZ	长航凤凰	-49.11%
603648.SH	畅联股份	100.57%	600662.SH	强生控股	-49.03%
601228.SH	广州港	85.61%	600896.SH	览海投资	-42.15%
601326.SH	秦港股份	85.16%	603117.SH	万林股份	-40.94%
000916.SZ	华北高速(退市)	81.86%	600561.SH	江西长运	-40.73%
601111.SH	中国国航	73.05%	002040.SZ	南京港	-38.69%
600029.SH	南方航空	71.87%	600692.SH	亚通股份	-38.23%
600009.SH	上海机场	71.75%	600650.SH	锦江投资	-36.31%
000507.SZ	珠海港	62.39%	600834.SH	申通地铁	-35.86%

数据来源：Wind、华融证券

1.2、行业估值震荡回落，铁路物流估值处于相对低位

截至 2017 年 12 月 29 日，交通运输行业整体市盈率估值水平为 21.28 倍，行业估值表现位于中信 29 个一级行业的下游，整体来看相对较低。沪深 300 指数市盈率估值为 14.30 倍，中小企业板市盈率估值为 33.91 倍，创业板市盈率为 41.34 倍。

图表 5：2017 年 29 个中信一级各行业 PE 估值表现（截至 12 月 29 日）



数据来源：Wind、华融证券

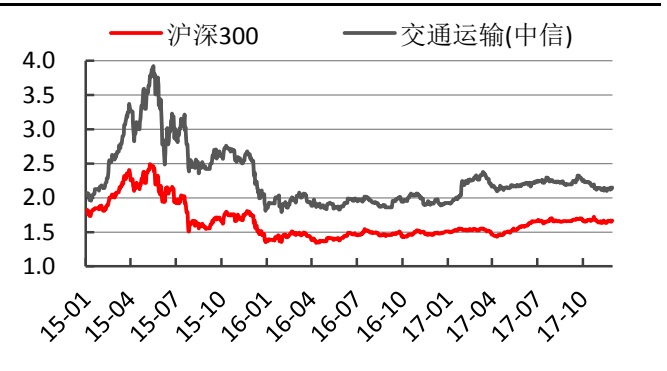
交运行业估值全年震荡下行，与大盘估值的差值逐渐缩小。子板块方面，机场板块估值持续抬升，主要是受益非航业务超预期带来的价值重估；航空估值稳步上行，铁路、物流等板块的估值则震荡向下，尤其铁路板块估值再次回落至大盘估值水平以下，物流板块估值已经回落至合理区间。我们预计航空板块受益于盈利改善基本面向好以及供给侧改革进入实质阶段，未来估值有望继续抬升；同样，受益于改革预期，中长期来看铁路板块估值有望迎来修复。

图表 6：交通运输行业市盈率 PE 估值



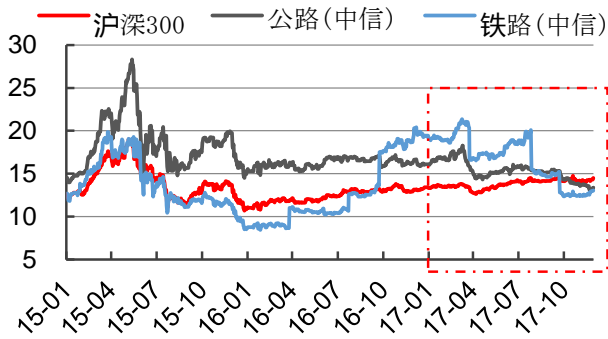
数据来源：Wind，华融证券

图表 7：交通运输行业市净率 PB 估值



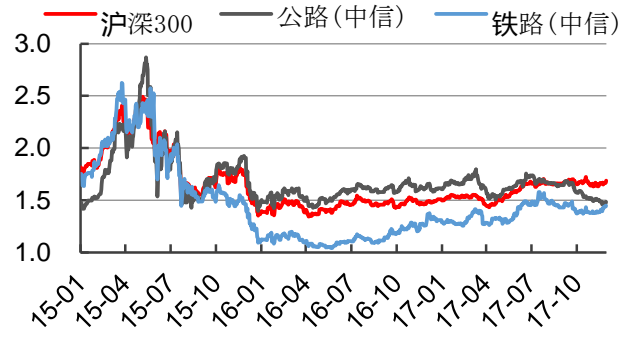
数据来源：Wind，华融证券

图表 8: 公路铁路板块 PE



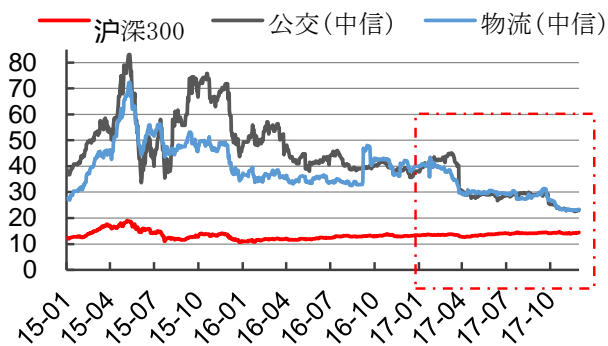
数据来源: Wind, 华融证券

图表 9: 公路铁路板块 PB



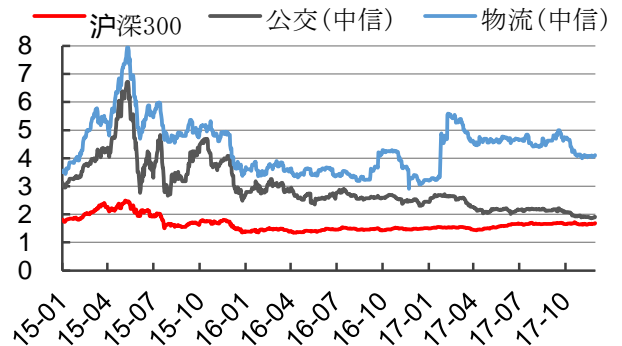
数据来源: Wind, 华融证券

图表 10: 公交物流板块 PE



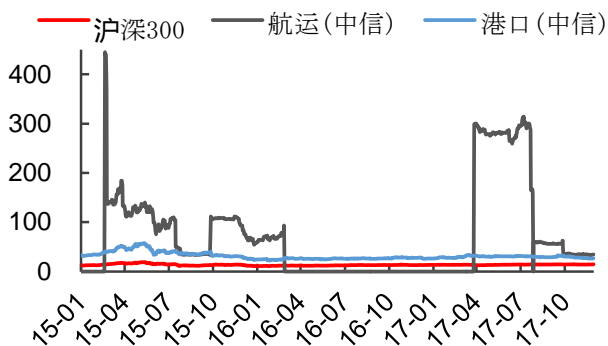
数据来源: Wind, 华融证券

图表 11: 公交物流板块 PB



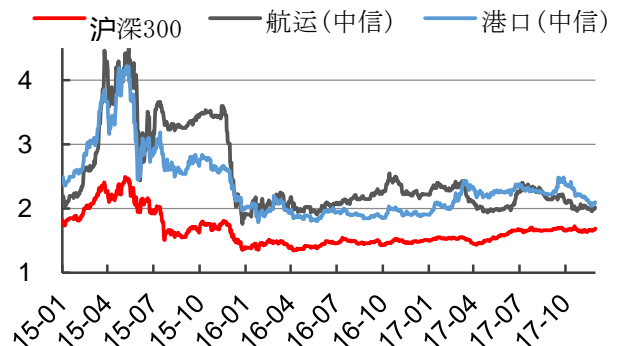
数据来源: Wind, 华融证券

图表 12: 航运港口板块 PE



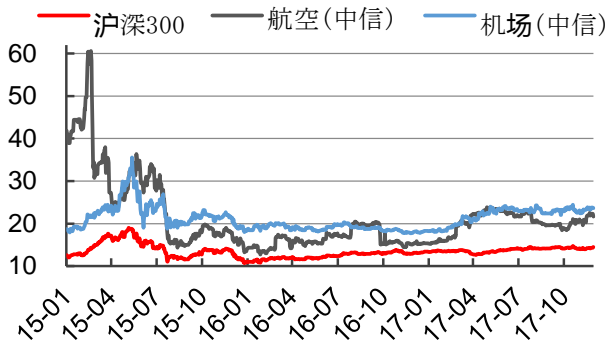
数据来源: Wind, 华融证券

图表 13: 航运港口板块 PB



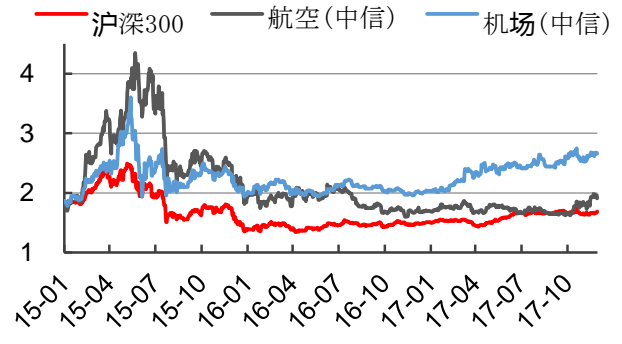
数据来源: Wind, 华融证券

图表 14: 航空机场板块 PE



数据来源: Wind, 华融证券

图表 15: 航空机场板块 PB



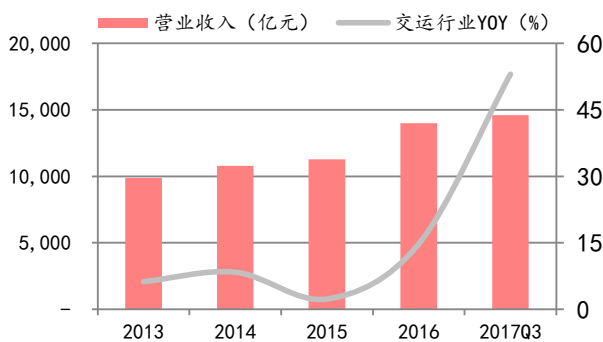
数据来源: Wind, 华融证券

1.3、2017 年前三季度交运行业整体业绩增速强势攀升

根据 2017 年三季报最新公布的财务数据显示, 交通运输行业前三季度实现营业收入 14,610.55 亿元, 同比增长 53.04%, 增速同比上升 46.85 个百分点; 实现归母净利润 972.98 亿元, 同比增长 40.41%, 增速同比上升 51.96 个百分点; 交运行业的营收和净利润与去年同期相比均有大幅增长, 行业业绩强势攀升, 主要归功于航运港口子板块的贡献, 尤其是航运板块延续较强的复苏态势, 航运子板块实现营业收入 3,265.85 亿元, 同比增长 269.62%; 归母净利润 68.03 亿元, 同比增长 261.59%, 这从业绩上验证了航运业的复苏。

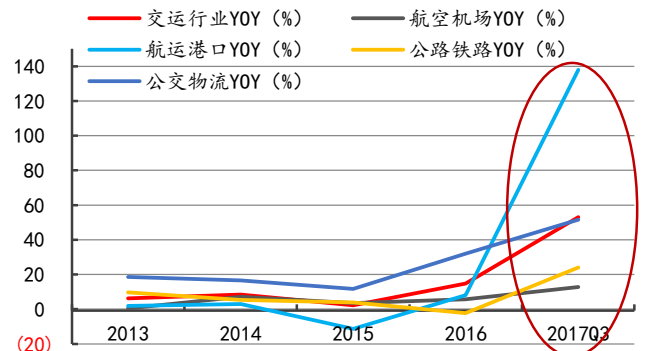
其他子板块, 前三季度物流的营收同比增速达到 53.68%, 高于行业整体营收增速; 以及铁路的净利润同比增速高达 92.95%, 远高于行业净利润增速。

图表 16: 历年交通运输行业总营收规模及增速情况



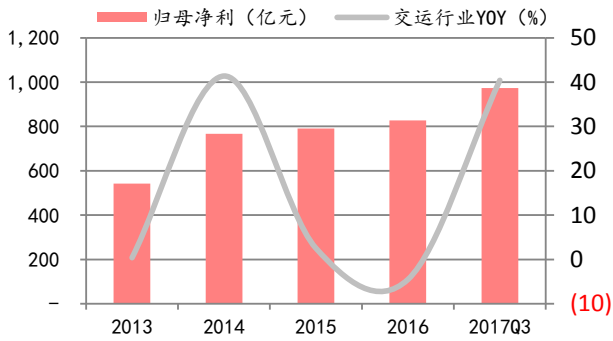
数据来源: Wind, 华融证券

图表 17: 不同子板块对行业营收增速的贡献对比



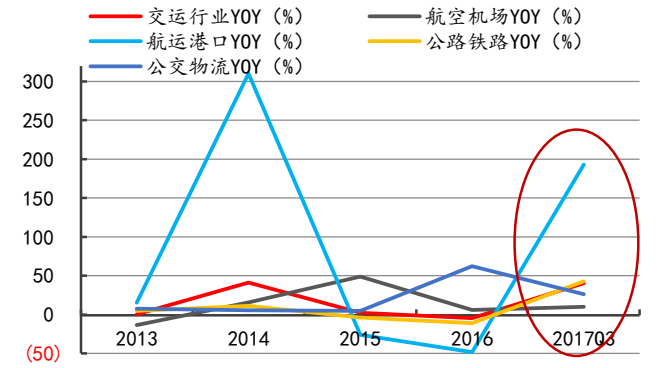
数据来源: Wind, 华融证券

图表 18: 历年交通运输行业总净利规模及增速情况



数据来源: Wind, 华融证券

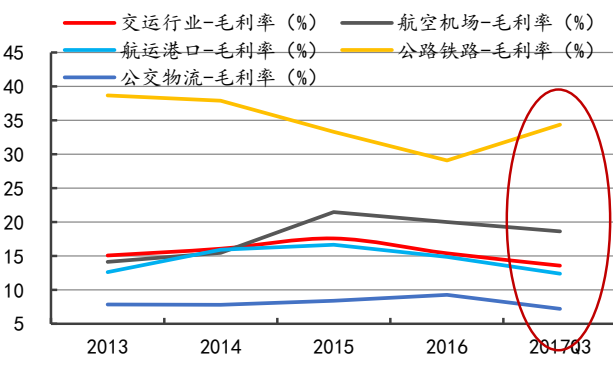
图表 19: 不同子板块对行业净利增速的贡献对比



数据来源: Wind, 华融证券

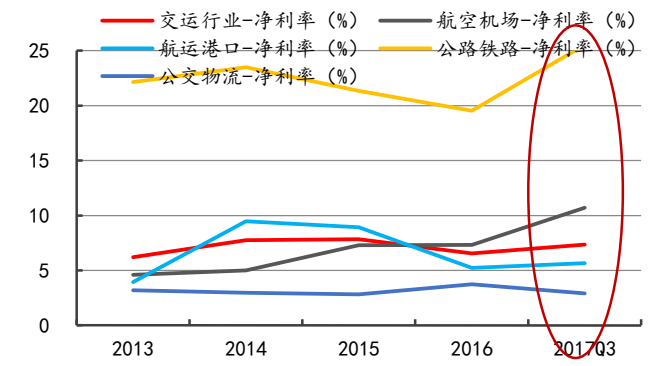
从盈利能力来看, 2017 年前三季度交运行业毛利率为 13.57%, 同比下降 2.93 个百分点; 净利率为 7.35%, 同比上升 0.44 个百分点。其细分子板块中, 公路和机场的毛利率最高, 均在 40% 以上; 净利率也最高, 均在 33% 以上。物流和航运的毛利率最低, 均在 9% 以下; 净利率也最低, 均在 3% 以下。今年交运行业的业绩增速较高, 但行业毛利率却略有下降, 原因在于行业盈利贡献结构的变化, 其中盈利能力较强的公路和机场板块业绩增速表现弱于毛利率较低的航运板块; 并且前三季度不同子板块毛利率同比表现出现分化: 铁路上升 8.89 个百分点、航运上升 3.07 个百分点、机场上升 1.82 个百分点、物流上升 0.72 个百分点; 航空下降 4.73 个百分点、公路下降 2.34 个百分点、公交下降 1.5 个百分点、港口下降 0.32 个百分点。

图表 20: 交运子板块营业收入同比增速



数据来源: Wind, 华融证券

图表 21: 交运子板块近五年毛利率



数据来源: Wind, 华融证券

二、投资策略

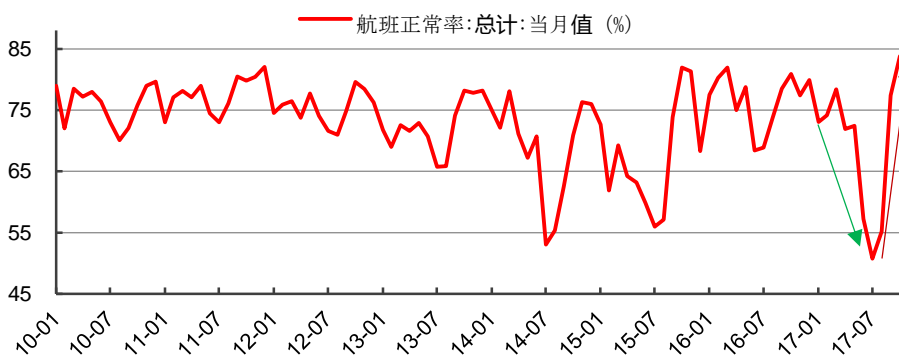
2.1、航空板块：供给端增速收紧，板块景气上行

2.1.1、航空供给侧改革进入实质阶段，供给端增速愈加收紧

2017年9月21日，民航局公布《关于把控运行总量调整航班结构，提升航班正点率的若干政策措施》文件，由于此前经常出现机场高负荷运行、航班准点率大幅下滑等问题，为了保障航空业安全生产，民航局对航空供给侧进行调控，这也被市场称为航空供给侧改革。2017年冬春航季，21个航班时刻主协调机场维持机场容量标准不变，航班时刻协调分配严格执行机场容量标准；主协调机场取消非协调时段，实施24小时全时段航班时刻协调分配管理，重点机场实施航班时刻总量管理；另外，准点率持续较低的机场要调减航班总量。其中，21个主协调机场包括：首都、虹桥、浦东、广州、深圳、天津、大连、杭州、厦门、南京、青岛、福州、武汉、海口、长沙、三亚、成都、昆明、重庆、西安、乌鲁木齐。其中，机场容量控制的规则：单跑道机场最大起飞时刻安排，原则上不超过机场容量标准的80%，双跑道及多跑道机场最大起飞时刻安排，原则上不超过机场容量标准的75%。

根据民航局统计的数据，今年上半年民航航班正常率急速下滑，2017年7月更是达到历史低点的50.76%，其主要原因是此前大部分机场高负荷运转，同时加上恶劣天气影响。在9月份民航局公布航空供给侧改革文件以来，可以看到航班正常率出现非常大幅度的好转，2017年11月航班正常率达到84.59%创历史新高，由此可见，政策执行的力度较大，航空供给侧改革进入实质阶段，预计未来至少冬春航季内将继续严格执行，航班正常率也有望继续维持高位。

图表 22：近两年航季航班增速比较



数据来源：民航局、华融证券

根据民航局的数据，2017-2018 冬春航季计划日均航班量约 14,460 班，

同比增长 5.7%，增速同比下滑 3 个百分点；计划航班总量增速同比减少 2.9 个百分点。由于航班总量被严格控制，预计未来增加航班和加班航班的审批会更加严格，然而短时间机场扩充产能也不太现实，航空公司只能通过提高航班正常率来缓解供给压力，也因此当前航班正常率持续走高。在航班时刻增量收紧和航班正常率持续走高的背景下，航空供给端增速会愈加收紧。

此外，航空公司的产能扩充也即运力引进计划也是决定供给端增速的重要因素之一，根据此前三大航、春秋、吉祥等航空公司披露的数据来看，预计 2018 年合计客机引进和运力引进增速分别为 7.4% 和 7.5%，与前几年数据相比有明显的下降，在当前民航局对供给端控制较为严控的政策背景下，预计未来航空运力引进增速也会逐渐放缓。

图表 23：主要航空公司运力引进计划情况

	国航		南航		东航		春秋		吉祥		合计	
	客机数 (架)	座位数 (个)	客机数 (架)	座位数 (个)	客机数 (架)	座位数 (个)	客机数 (架)	座位数 (个)	客机数 (架)	座位数 (个)	客机数 (架)	座位数 (个)
2015	567	104,510	653	108,945	526	90,228	55	9,672	55	8,845	1,856	322,200
同比	9.2%	5.1%	8.5%	9.9%	8.5%	11.7%	19.6%	13.0%	34.1%	34.6%	9.6%	9.4%
2016	601	110,719	688	115,856	572	99,430	66	12,276	65	11,149	1,992	349,430
同比	6.0%	5.9%	5.4%	6.3%	8.7%	10.2%	20.0%	26.9%	18.2%	26.0%	7.3%	8.5%
2017E	639	118,094	744	126,608	627	10,6724	77	14,322	83	14659	2,170	380,407
同比	6.3%	6.7%	8.1%	9.3%	9.6%	7.3%	16.7%	16.7%	27.7%	31.5%	8.9%	8.9%
2018E	672	124,145	803	137,972	679	114,680	83	15,438	94	16,766	2,331	408,956
同比	5.2%	5.1%	7.9%	8.9%	8.3%	7.5%	7.8%	7.8%	13.3%	14.4%	7.4%	7.5%

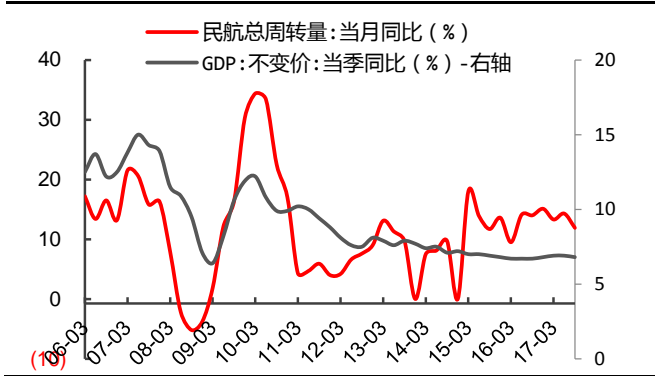
数据来源：公司公告、华融证券

2.1.2、航空需求端呈现国内航线增长平稳、国际航线持续回暖的局面

航空业与宏观经济具有较强的相关性，当宏观经济向好时，商务活动需求增加，从而带动商务旅客需求增长，进而促进航空总需求的增长，航空长期的增长也主要取决于宏观经济增长。我们看到，2006-2016 年过去十年间我国人均可支配收入的年均复合增速约为 11%，随着我国人均可支配收入的提升，近年来因私出行需求增速也在加快，加上消费升级的带动，虽然宏观经济增速放缓，但航空需求仍然保持较高的增速，并且预计未来较长一段时间，这也将成为航空需求持续增长的主要支撑。

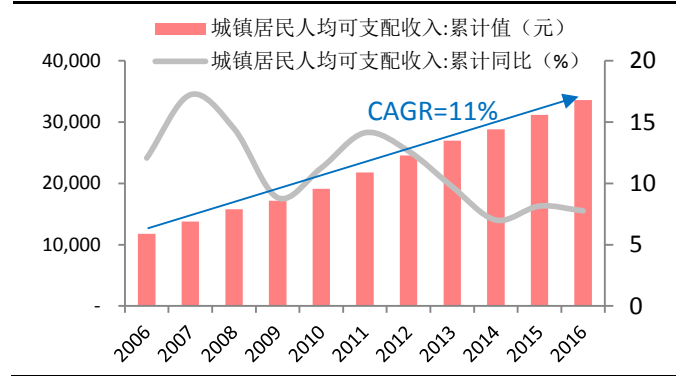
短期来看，二、三线城市由于消费升级带来因私出行需求增长超预期，使得居民航空出行总需求增长强劲。由于一线城市受到机场和空域产能瓶颈限制很难有较快的增长，促使航空公司将运力下沉到产能相对充裕的二、三线城市机场，这样正好满足由消费升级带动的居民航空强劲增长的需求，形成近年来二、三线城市航空供需均处于较为旺盛的状态。

图表 24: 航空需求与宏观经济关联性较强



数据来源: Wind, 华融证券

图表 25: 人均可支配收入逐渐提升

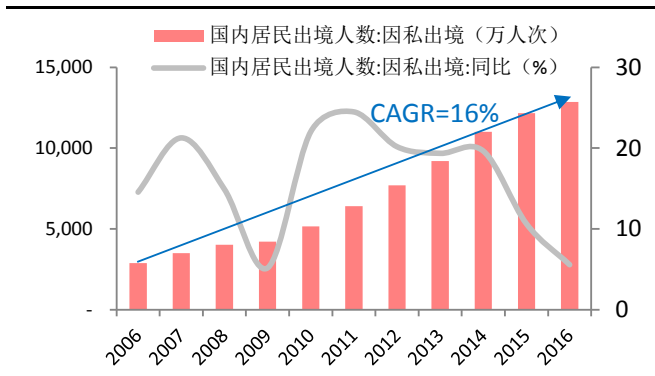


数据来源: Wind, 华融证券

国际航线需求方面, 我们看到过去十年间因私出境年均复合增速达到 16%, 出境游需求持续较快增长, 尤其是在 2015-2016 年, 由于原油价格大幅下跌、以及消费升级等因素带动国际出行需求快速增长, 国际航线的民航旅客周转量累计增速从 2015 年 1 月的 10.4% 开始持续快速攀升至 2016 年 1 月的 45.1%, 上升约 35 个百分点, 表现强劲。但是随后在 2016 年下半年开始, 由于原油价格开始回升、人民币加速贬值、以及地缘政治动荡等多重因素的影响, 下半年国际航线增速急速回落 5 个百分点, 但同时国内航线增速出现较大的拉升约 1.6 个百分点, 行业整体增速保持较为稳定。

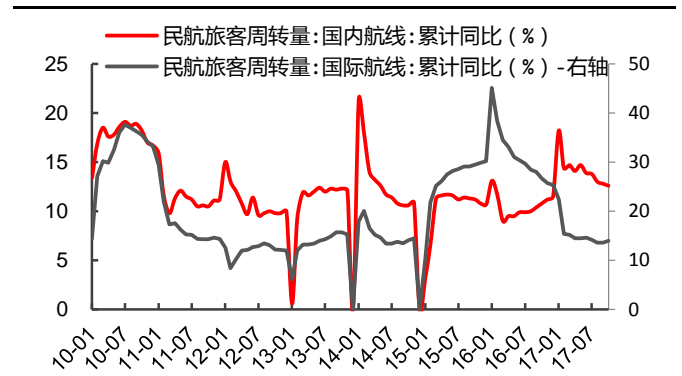
根据民航局公布的数据, 今年以来 1-10 月民航旅客周转量累计增长 13%, 增速同比下降 1.5 个百分点; 其中, 国际航线增长 14%, 增速同比下降 12.7 个百分点, 降幅逐渐在收窄; 国内航线增长 12.6%, 增速同比上升 1.8 个百分点, 可以看到今年国内航线表现优于国际航线, 但受益于人民币升值, 国际航线也在逐步回暖。未来随着美国加息缩表和减税等政策落地, 有望带动外围经济持续复苏, 叠加地缘政治趋于改善, 预计国际航线有望受益, 或将持续回暖。

图表 26: 国内居民因私需求出境人数



数据来源: Wind, 华融证券

图表 27: 民航旅客周转量增速情况

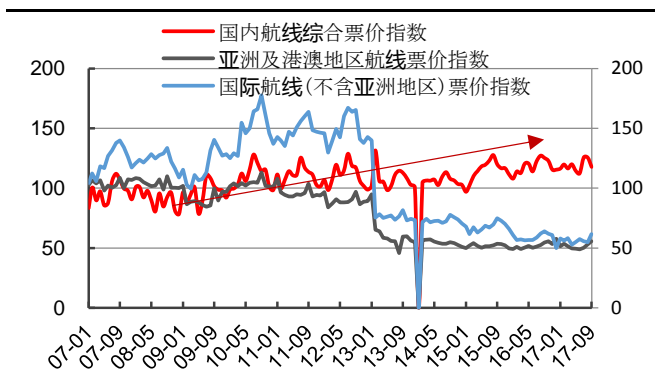


数据来源: Wind, 华融证券

整体来看，预计未来航空需求端呈现国内航线增长平稳、国际航线持续回暖的稳定上升的局面。

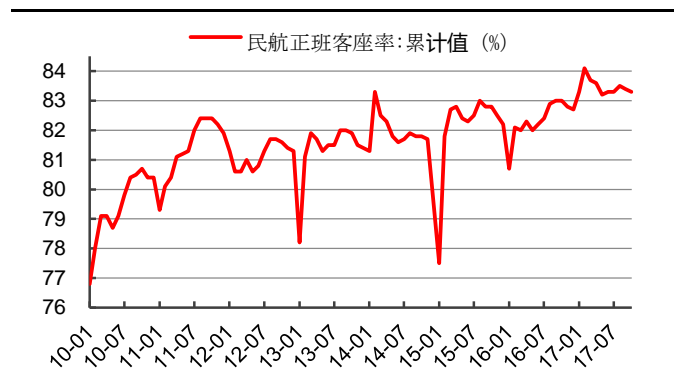
前面提到，在航班时刻增量收紧和航班正常率持续走高的背景下，航空供给端的增速会更加收紧，而需求端又将呈现持续稳定上升，在这样的航空供需结构关系中，预计未来对票价上限市场化改革的推进将加速进行。根据民航局公布的票价指数显示，近年来国内票价指数中枢逐渐抬升的趋势较为明显。另外，当前民航客座率也处于历史高位，根据民航局数据显示，今年以来民航正班客座率维持在 83% 以上，2 月份更是达到创历史新高 84.1% 的客座率，持续走高的客座率，也为票价提价提供有利的支撑。

图表 28：国内票价中枢逐渐抬升趋势明显



数据来源：Wind，华融证券（单位：2004 年 1 月=100）

图表 29：民航正班客座率 (%)



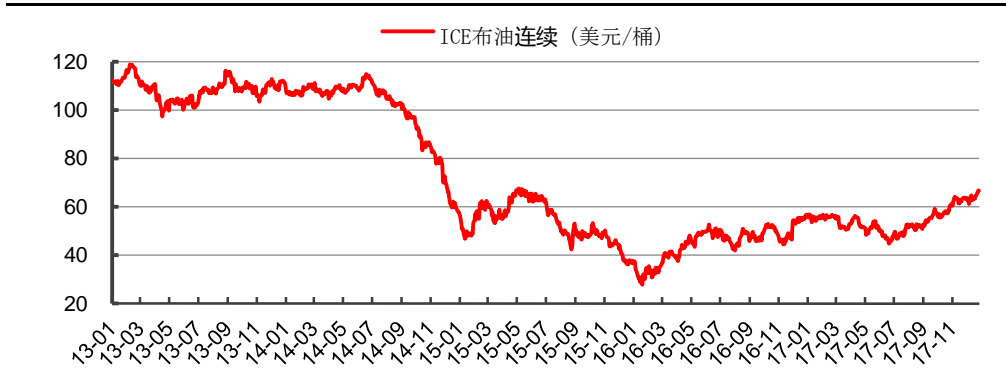
数据来源：Wind，华融证券

2.1.3、油价与汇率带来的成本端与汇兑压力依然存在

从 2014 年下半年开始持续到 2016 年，原油价格大幅下跌进入低位，航空燃油成本下降，由此也带动了航空国际航线需求的快速增长。在经历去年的震荡反弹之后，今年原油价格表现为 V 型走势，上半年油价一度下跌至年内低点 44.35 美元/桶，随后下半年由于中东地缘政治局势动荡催化油价强势反弹，现阶段布油价格已经突破 66 美元/桶。关于对未来原油价格走势的判断，我们预计短期内油价将会延续温和上涨、维持高位震荡。油价上涨对行业整体利润的影响属于利空，意味着低成本优势不复存在，随着油价持续走高，航空公司成本端也将承压。由于 2015 年开始取消航空燃油附加费，油价上涨带来的成本端压力，只能通过提高票价的方式进行转移。预计未来，油价带来的成本端压力也将成为推动票价提价因素之一。

今年以来人民币兑美元汇率升值表现强劲，带来的汇兑收益将直接增厚航空公司的利润。展望未来，随着美国加息缩表、减税等政策逐渐落地，对美国的经济会有一定的促进作用，人民币汇率持续贬值的压力依然存在，汇兑弹性会降低，但同时由于我国跨境资本流动管理政策较为严格，也会使得人民币汇率贬值整体可控。

图表 30: 原油价格持续走高



数据来源: Wind、华融证券

图表 31: 美元兑人民币汇率, 人民币升值表现强劲



数据来源: Wind、华融证券

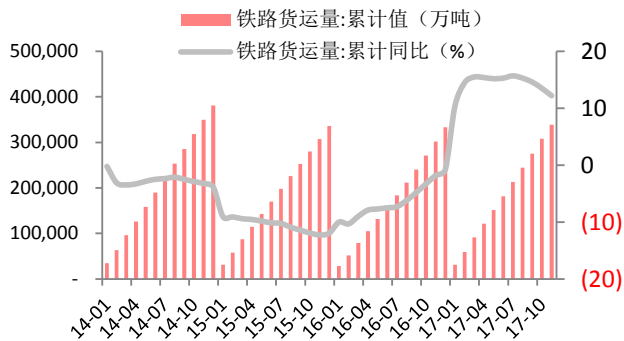
2.2、铁路板块: 改革进入冲刺阶段, 有望迎来业绩和估值双升

2.2.1、铁路货运增速持续走高, 需求端维持稳定增长

我国铁路货物运输以煤炭等黑货运输为主, 其中煤炭占据大份额, 行业特征主要表现为量价决定业绩。受益于宏观经济向好、大宗商品需求回暖, 叠加公路治超、环保政策趋严, 今年以来铁路货运量增速持续走高。

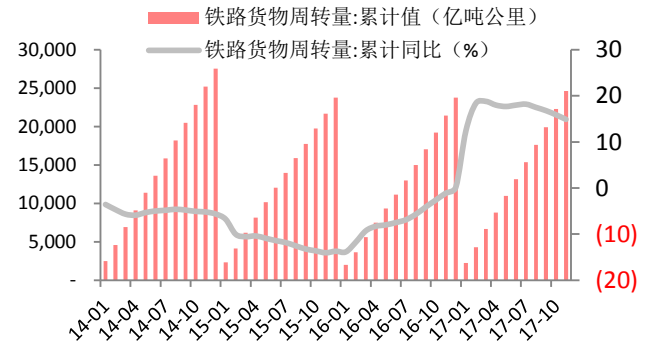
根据国家统计局数据, 2017年1-11月累计实现铁路货运量33.85亿吨, 同比增长12.2%, 增速较去年同期上升14个百分点; 累计实现铁路货物周转量24,629.08亿吨公里, 同比增长14.9%, 增速较去年同期上升16个百分点, 今年铁路货运整体表现强劲。预计未来环保、公路治超等政策趋严仍将持续, 铁路货运增速也依然有望维持较高水平。

图表 32: 铁路货运量增速持续走高



数据来源: Wind, 华融证券

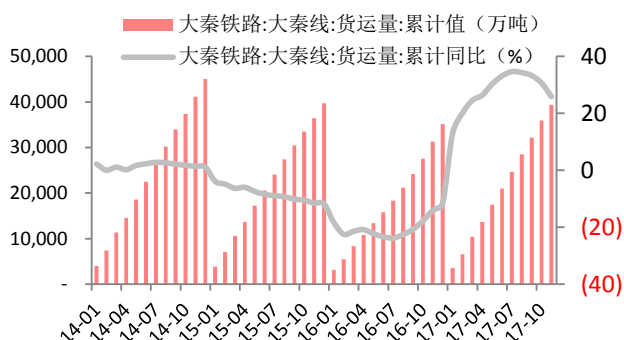
图表 33: 铁路货物周转量维持高速增长



数据来源: Wind, 华融证券

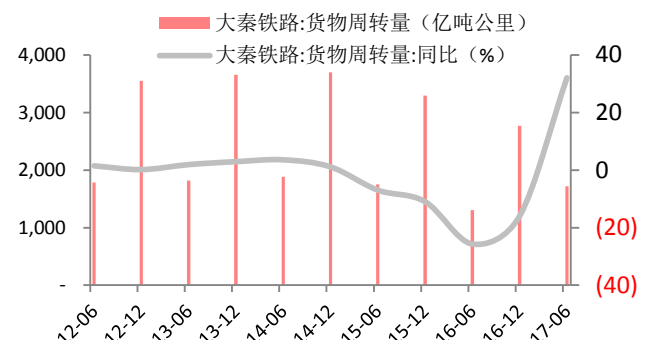
大秦铁路作为铁路货运较为重要的代表,今年以来铁路货运量表现强劲,公路治超趋严、以及京津冀地区环保政策限制汽运煤进港实施严格,导致公路运力向铁路回流明显。根据国家统计局数据,2017年1-11月,大秦铁路核心经营资产大秦线累计完成货物运输量3.94亿吨,同比增长25.9%,增速同比上升40个百分点;2017年1-6月,大秦铁路实现货物周转量1718亿吨公里,同比增长32.1%,增速同比上升57.8个百分点。其中,大秦线秋季集中大修于10月25日-11月15日展开,对其煤炭运输会有一些影响,10月当月大秦线货运量增速11.5%,增速同比下降1.1个百分点;11月大秦线货运量同比下降8.83%,增速同比下降37.4个百分点。预计2017年全年大秦线货运量增速有望在20%以上,未来中短期内也有望继续保持较高的增速增长。

图表 34: 大秦线货运量增速持续走高



数据来源: Wind, 华融证券

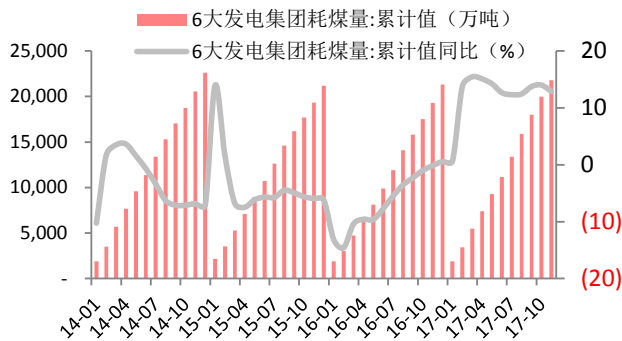
图表 35: 大秦线货物周转量高速增长



数据来源: Wind, 华融证券

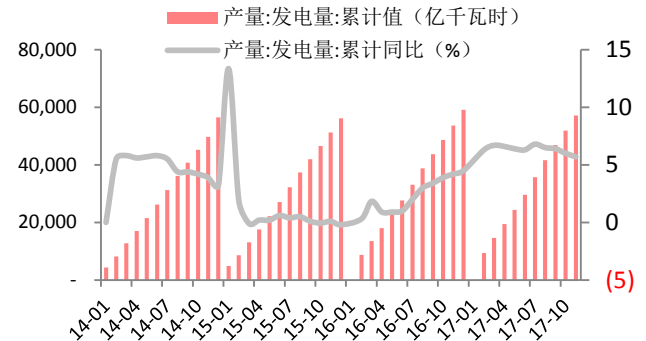
煤炭需求方面,今年维持较高的增速。根据中国煤炭市场网数据,2017年1-11月,6大发电集团耗煤量累计2.18亿吨,同比增长12.9%,增速较去年同期上升13.1个百分点。根据国家统计局数据,2017年1-11月,全国发电量累计5.71万亿千瓦时,同比增长5.7%,增速较去年同期上升1.5个百分点。预计未来煤炭需求有望维持较为稳定的增速。

图表 36: 6 大发电集团耗煤量 (万吨)



数据来源: Wind, 华融证券

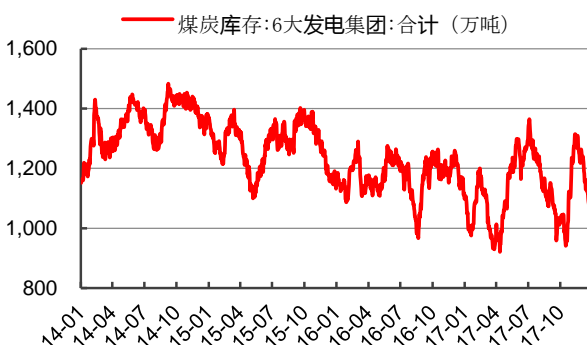
图表 37: 全国每月发电量 (亿千瓦时)



数据来源: Wind, 华融证券

煤炭库存方面, 由于煤炭供给侧改革较为充分导致煤炭价格回升, 需求端有所好转, 6 大发电集团煤炭库存全年表现较大幅度震荡, 当前库存处于较低水位; 秦皇岛港口的煤炭库存持续向上维持高位震荡, 而曹妃甸港口煤炭库存则处于较低库存水平。预计未来煤炭库存将在稳定区间进行波动。

图表 38: 火电厂煤炭库存 (万吨)



数据来源: Wind, 华融证券

图表 39: 港口煤炭库存 (万吨)



数据来源: Wind, 华融证券

2.2.2、铁路改革进入冲刺阶段, 有望迎来业绩和估值双升

铁路改革相关政策已经进入冲刺阶段, 近年以来已经有部分实质性进展, 主要包括:

(1) 铁路闲置土地多元开发已经启动。

2014 年 8 月 12 日, 国务院办公厅发布《关于支持铁路建设实施土地综合开发的意见》, 对于既有线路土地, 强调盘活现有铁路用地、推动综合开发, 支持铁路企业对既有铁路站场地区进行综合开发, 可在使用年限内依法作价出资或入股、租赁或在集团内部公司转让。对于新建线路土地, 强调应与地方政府协调, 使新建铁路站场与土地综合开发项目统一联建。

2017年8月8日，铁路部门在上海联合产权交易所举办铁路土地综合开发项目推介会，推出既有铁路、新建铁路土地综合开发、物流园区经营开发及昆明米轨铁路综合开发等21个项目，涉及土地20552亩。铁路部门与相关企业进行了深入交流和沟通，多个项目达成合作意向。下一步，相关铁路局、合资铁路公司将通过产权交易机构，依法依规做好项目产权转让和招商工作。

2017年8月18日，中国铁路总公司在北京产权交易所举行铁路土地综合开发项目推介会，共推出了11个土地综合开发项目，面积达5689.37亩，项目类型包括商品住宅、城镇综合体、物流园区、休闲旅游园区、养老社区等。密集的铁路土地推介会，标志着铁路土地综合开发有了实质性进展，未来铁路储备土地有望加速释放。

2017年12月27日，广深铁路公告，因广州城市更新改造需求，公司拟将位于广州市天河区石牌站路自编4号的广州东石牌旧货场约3.7万平方米的土地使用权有偿交储开发，铁路土地开发已经进入实质落实阶段，预计未来铁路储备土地开发项目有望加速释放，会有更多相关项目竞相落地。

（2）铁路客运提价进入政策落地窗口期。

普通铁路客运方面，自从1995年调价以后，近20多年来从未上调价格，随着铁路运营成本的提升，铁路普客提价是必然的趋势。2016年12月底发改委公布拟定的《铁路普通旅客列车运输定价成本监审办法（试行）》向社会公开征求意见，并于2017年2月28日正式印发执行，摸清铁路普客列车成本，有助于合理制定普客提价方案，也表明铁路客运提价进入日程。截至2017年三季度末，据市场了解各路局已经在8月底将长途车经营情况汇总至铁总公司，铁总公司汇总后上报发改委制定方案，预计可能在2018年落地，由于需要综合考虑社会民生，提价幅度将会被严控，市场预计可能的提价幅度在30%-50%。

高铁客运方面，2015年12月23日，国家发改委发布《关于改革完善高铁动车组旅客票价政策的通知》，其主要内容包括：1) 高铁动车组列车一、二等座旅客票价，由铁路运输企业自主制定；2) 商务座、特等座、动卧等票价，以及社会资本投资控股新建铁路客运专线旅客票价继续实行市场调节，由铁路运输企业根据市场供求和竞争状况等因素自主制定；3) 应当制定高铁动车组一、二等座无折扣的公布票价，同时，可根据运输市场竞争状况、服务设施条件差异、客流分布变化规律、旅客承受能力和需求特点等实行一定折扣，确定实际执行票价。由此可见，政策上，已经允许高铁价格市场化，高铁定价权已经下放至铁总。2017年1月，海南环岛铁路东线三亚至海口提价，二等座上调幅度20%；2017年4月21日，东南沿海铁路动车组票价上调，二等座上调幅度25%，这些试点提价落地，标志着高铁价格市场化已经开始落地。2017年9月起，京沪高铁恢复时速350公里/小时，预计提速后有可能继续迎来提价政策释放，预计未来全面铺开提价将可能成为趋势，发改委监控票价上限，放开票价下限，铁路公司根据市场运营情况向下打折。未来票价中枢的提高，

也将直接带来高铁盈利能力大幅提高，由此也将有助于吸引民营资本进入，继续推动开展铁路混合所有制改革。

另外，铁路货运方面，货运价格市场化逐步推进。2015年1月29日，国家发改委发布《关于调整铁路货运价格进一步完善价格形成机制的通知》，将国家铁路货物统一运价率提高到15.51分/吨公里，并以此作为基准价，允许上浮不超过10%，下浮不限。在上浮的范围内，铁路运输企业可以根据市场供求状况自主确定具体运价水平，在此之前，铁路运价是由发改委统一定价调价的。2017年12月26日，发改委发布《关于深化铁路货运价格市场化改革等有关问题的通知》，其主要内容包括：1) 铁路集装箱、零担各类货物运输价格，以及整车运输的矿物性建筑材料、金属制品、工业机械等12个货物品类运输价格实行市场调节，由铁路运输企业依法自主制定；2) 将执行国铁统一运价电气化路段收取的电力附加费并入国铁统一运价，不再单独收取；3) 实行政府指导价的基准运价不变，运价上浮上限由原来的10%提升至15%，此次政策提高了政府指导价浮动上限、扩大了市场调节价执行范围，货运运价向上弹性增加，货运市场化逐步推进。此外，2016年1月由于受宏观经济影响铁路货运量下滑明显，铁路平均运价下调了1分/吨公里；但随着2017年初经济企稳回升，铁路运量持续回暖，铁路运价恢复性提价，这也表明铁路运价市场化调节已经在运行。

(3) 铁路混合所有制改革正在逐步推进。

铁路是混改试点的7大行业之一，铁路混合所有制改革鼓励社会资本进入铁路建设。2015年7月10日，国务院发布《关于进一步鼓励和扩大社会资本投资建设铁路的实施意见》，其明确提出：1) 全面开放铁路投资与运营市场，重点鼓励社会资本投资建设和运营城际铁路、资源开发铁路等；2) 推进投融资方式多样化，支持社会资本以独资、合资等多种投资方式建设和运营铁路，向社会资本开放铁路所有权和经营权，推广PPP模式等合作模式；3) 支持铁路总公司以股权转让、股权置换、资产并购、重组改制等资本运作方式盘活铁路资产，广泛吸引社会资本参与；4) 拓宽铁路发展基金吸引社会资本的渠道，扩大基金募集规模。2017年5月18日，中铁总总经理会见阿里董事局主席马云；7月15日，中铁总总经理会见腾讯董事局主席马化腾，主要内容为欢迎阿里、腾讯参与中国铁路混改，包括高铁快运、国际物流、电子支付等领域进行合作；希望铁路网、互联网“双网融合”。此外，关于铁路公司制改革，2013年3月，中国铁路完成政企分开，铁道部主要拆分为三部分：1) 组建中铁总公司，承担铁道部的企业职责，负责铁路运输统一调度指挥，经营铁路客货运输业务，承担专运、特运任务，负责铁路建设，承担铁路安全生产主体责任等；2) 组建国家铁路局，承担铁道部的其他行政职责；3) 将铁路发展规划和政策的行政职责划入交通运输部。2017年明确18个路局必须在11月底前完成公司制改革，包括工商变更等。铁路改革，向市场化运行转变，渐行渐近。

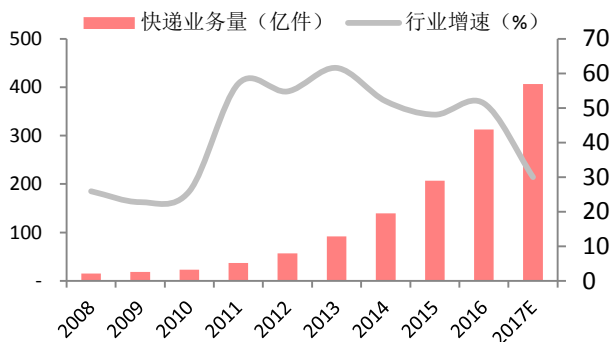
2.3、快递板块：行业增速仍维持高位，集中度持续提升

2.3.1、行业增速开始下坡，但仍维持较高增速

借力电商的蓬勃发展，近几年国内快递物流行业发展迅速。根据国家统计局数据，2011-2016年间，我国快递业务 CAGR 达到 53.48%；快递业务收入 CAGR 高达 39.29%。2016 年，快递业务量增速高达 51.33%，创近几年历史第二高水平；业务收入增速高达 43.50%，创历史新高。

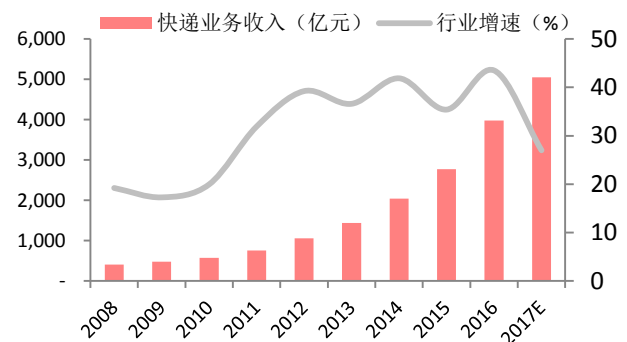
2017 年 1-11 月，实现快递业务量累计 358.56 亿件，同比增长 28.6%，增速同比下降 24.2 个点；业务收入累计 4437.4 亿元，同比增长 25.2%，增速同比下降 19.1 个百分点，行业增速今年开始已经下台阶，但仍然保持较高增速，预计 2017 年全年快递业务量将超过 400 亿件，增速约 30%；业务收入规模超过 5000 亿元，增速约 27%。根据邮政局《快递业发展“十三五”规划》设定的目标，到 2020 年全行业快递业务量将达到 700 亿件、业务收入将达到 8000 亿元，可以测算出“十三五”期间（2015-2020 年）快递业务量和业务收入的 CAGR 分别为 27.63%和 23.6%，可以看到快递行业增速仍将维持较高的水平。

图表 40：快递业务量（亿件）



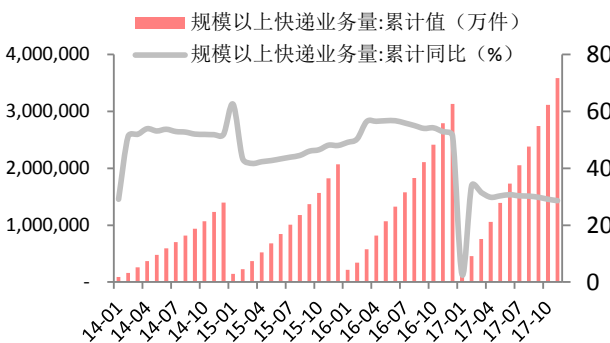
数据来源：Wind，华融证券

图表 41：快递业务收入（亿元）



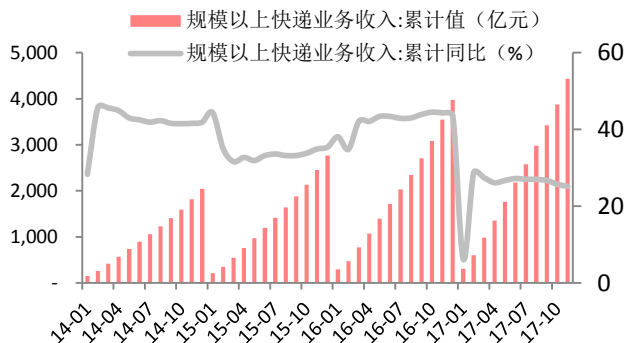
数据来源：Wind，华融证券

图表 42：快递业务量月度累计（万件）



数据来源：Wind，华融证券

图表 43：快递业务收入月度累计（亿元）

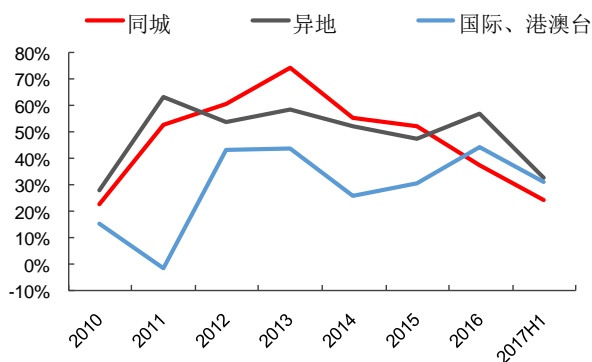


数据来源：Wind，华融证券

快递行业增速开始滑坡，我们分析其主要原因为：一方面需求端在经历快速爆发式增长后进入相对平稳阶段，同时需求结构也出现分化，部分业务和部分区域拖累行业增速；另外行业在经历了五年左右的高速增长后前值基数已经很高，加之近年来第一梯队快递企业竞相完成上市，资本加码带来业务规模纷纷扩张，为了抢占市场份额企业之间不惜打价格战，同时成本端压力也在增加，行业竞争加剧，现在已经形成相对较为稳定的市场竞争格局。

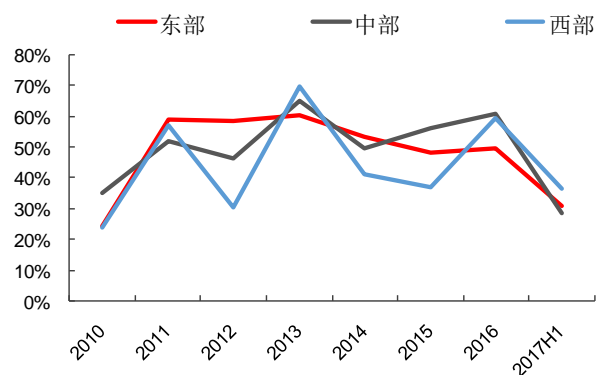
首先，在需求结构上，存在业务类型和区域业务上的分化。业务类型方面，从 2017 年开始，同城、异地、港澳台及国际快递业务量增速均呈下滑趋势，其中异地业务增速下滑幅度最大，2017 年上半年增速较 2016 年同比下降 28.5%，对行业整体增速拖累最大。区域业务方面，中部地区下滑趋势最明显，2017 年上半年增速同比下降 35%，也即中部地区对行业整体增速拖累最大。

图表 44：各快递业务类型业务量年度增速



数据来源：Wind、华融证券

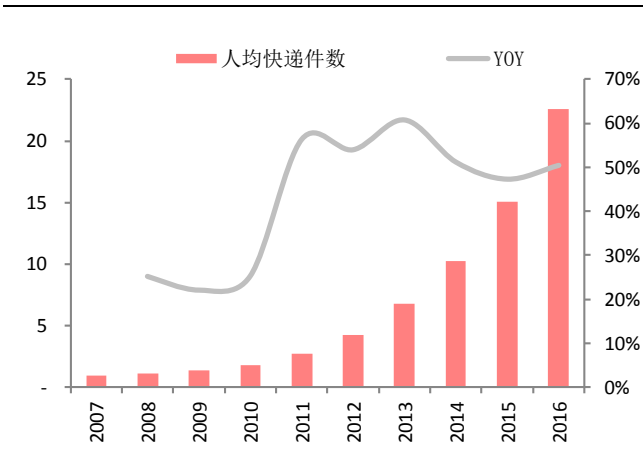
图表 45：各地区业务量年度增速



数据来源：Wind、华融证券

其次，不同区域的快递成熟度出现明显分化。人均快递业务量的多少可以反映快递行业发展的成熟度。2016 年，我国经济发达的一线城市人均快递业务量已超美国、日本多倍，这说明我国大型城市已经进入快递业务成熟期。2016 年，北京、上海、深圳和广州业务量同比增速都维持 35% 以上的同比增速，但是 2017 年上半年四个一线城市业务量增速都较去年同期有大于 10 个百分点的下降，一线城市的快递业务量增速下降对全国快递增速产生较大的拖累作用。

图表 46: 人均快递业务量 (件)



数据来源: Wind、华融证券

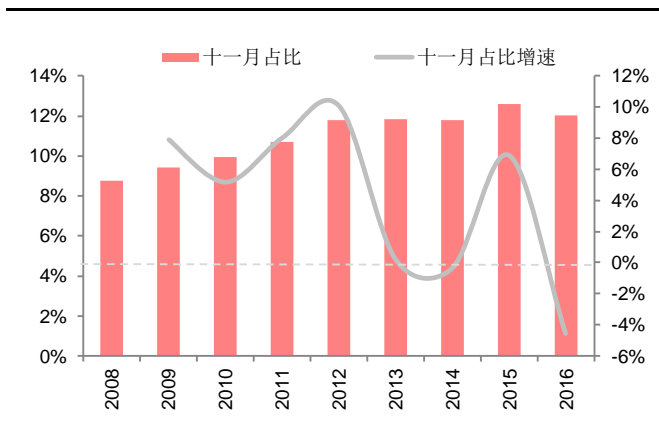
图表 47: 四个一线城市快递业务量与美国日本对比表

地区	2016 年人均快递件数
北京	93
上海	108
深圳	186
广州	205
全国平均	23
美国	32
日本	30

数据来源: Wind、华融证券

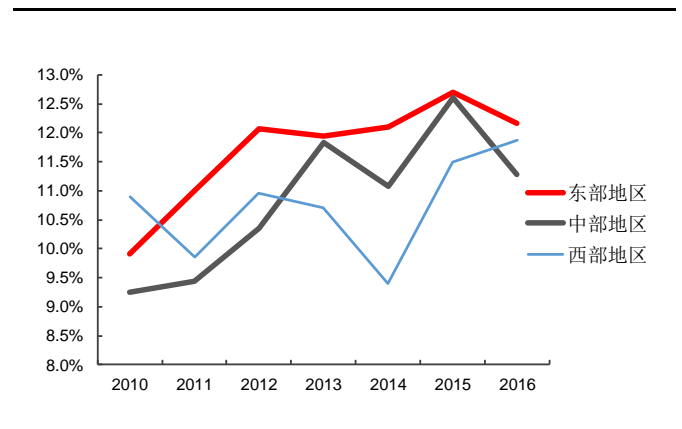
此外, 全国整体电商消费者网购趋于日常化。在 2016 年之前, 包括“6·18”“双十一”“双十二”在内的网购节, 特别是“双十一”, 是电商的主要营销手段, 也是消费者的购买商品的高峰。随着移动互联网渗透率提升和手机网购应用的兴起, 消费者在网购节的购物集中度下降, 网购趋于日常化。从统计数据来看, 2016 年 11 月快递业务量占全年比重较 2015 年下降 0.61 个百分点至 12.03%。分地区来看, 东部和中部地区 11 月快递业务量占比也呈下降趋势, 而西部地区 2014-2016 年 11 月快递业务量占比依旧呈上升趋势, 主要是由于西部地区消费者消费能力与其他地区相比较低、电商消费没有实现日常化, 交通运输等基础设施不够发达等因素造成。

图表 48: 全国十一月快递业务量全年占比



数据来源: Wind、华融证券

图表 49: 各地区十一月快递业务量全年占比



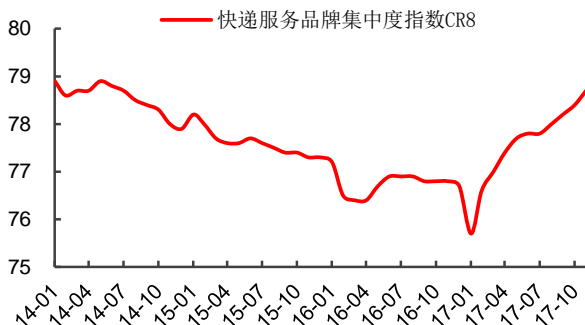
数据来源: Wind、华融证券

2.3.2、行业集中度提升: 第一梯队竞争相对稳定, 第二梯队加速洗牌

2016 年是顺丰、“三通一达”等第一梯队的快递企业完成上市的一年, 行

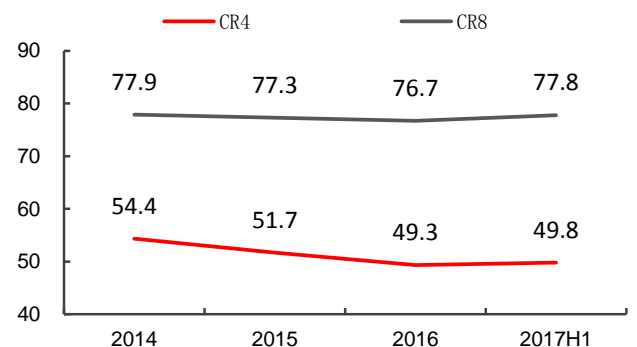
业集中度指数 CR8 维持在 77% 左右较高水平。2017 年开始行业集中度出现提升趋势，其中前 11 个月的 CR8 分布在 77%-78% 区间，同比有所增长，并处于不断上升趋势，11 月达到高点 78.7%，同比上升 1.9 个百分点。2014 年之后 CR4 稳定在 50% 左右，顺丰和“三通一达”五家民营快递市占率均处于 10%-15% 的水平，相对稳定。2016 年，随着他们陆续登陆资本市场，第一梯队的优势地位得到强化。前五大快递公司已经在全国有着充分的网络布局和相应的规模，增加一个网点的边际成本更低，联通度更高，而二、三梯队公司规模远远不及第一梯队，开始洗牌，其中全峰快递转型打造社区 O2O 服务模式，而天天快递则被苏宁云商收购，用来布局其社会化快递的干线、仓储和末端。

图表 50: 快递行业 CR8 变化



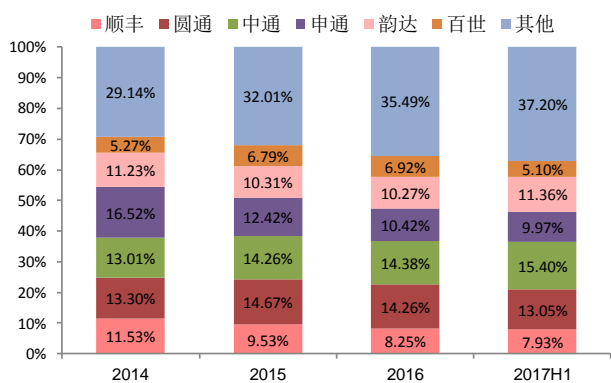
数据来源: Wind、华融证券

图表 51: 快递行业 CR4、CR8 年度变化趋势



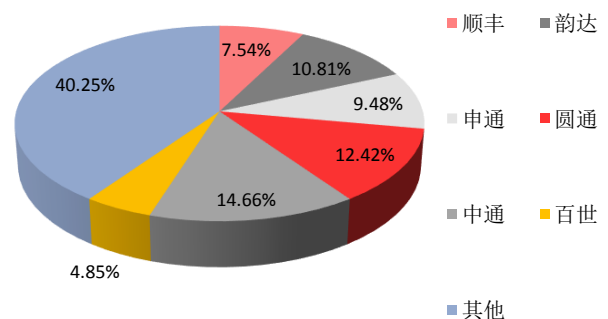
数据来源: Wind、华融证券

图表 52: 2014-2017H1 快递企业市占率 (按业务量) 分布



数据来源: 公司公告、华融证券

图表 53: 2017 年上半年快递企业市占率 (按业务量) 分布



数据来源: 公司公告、华融证券

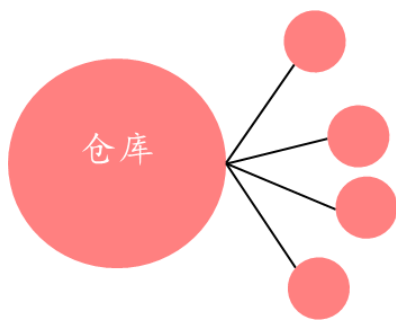
货运公司转型进入快递行业，加剧行业竞争。安能和德邦作为货运公司，具备干线优势，也进入快递行业，用加盟制运营快递扩张。公路快运和快递行业相互渗透，货运起家的公司在物流业有布局基础，因此新入的货运公司对传统的上市快递企业形成了一定的竞争。以德邦物流为例，可以看到货运企业进

军快递行业的优势。德邦物流的快递业务于 2013 年 11 月上线，2014 年、2015 年及 2016 年收入占比分别达到 4.69%、13.73%和 24.09%，快递逐渐成为公司收入主要的贡献部分。目前德邦在全国范围内覆盖了 315 个地级市，建立了 5320 个营业网点。虽然这与顺丰全国 334 个地级市、近 13000 个自营网点的覆盖规模相比仍有差距，但是截至 2016 年底，德邦共计开行了 984 条专线运输线路，同时具备较为先进的物流信息网络，未来可借助网络布局和信息平台在快递行业有所发展。因此货运公司进军快递行业会对顺丰、“三通一达”形成一定市场份额的瓜分。

电商自营快递对传统快递形成竞争。近年来由于快递行业高速增长，电商自营快递也开始改变经营思路，纷纷向物流社会化运营方向转变。其中，苏宁并购天天快递，自营快递社会化运营；京东打出“京东物流”品牌，也宣布物流社会化，向社会开放仓配一体化供应链服务、快递和物流云三大服务体系。

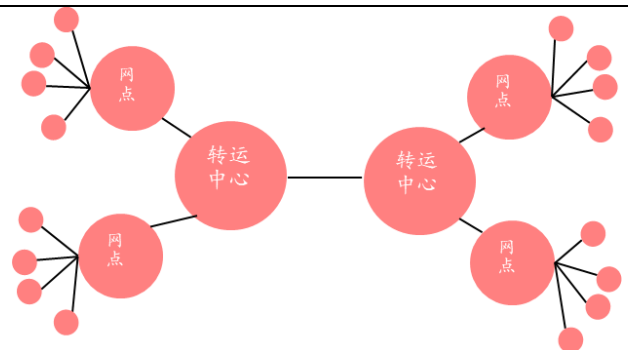
电商快递主要分为网络模式和仓配模式两种。其中，网络模式更适用于 C2C（如淘宝）的电商经营模式，仓配模式则更适用于 B2C（如京东、苏宁）的电商经营模式。比较这两种电商快递模式，其中网络模式由于两端都是 C 端，结点更多可以收集的客户信息也更多，更具备信息优势，然而仓配模式由于中间环节较少，则更具备时效性优势。

图表 54：仓配快递模式图示



数据来源：华融证券

图表 55：网络快递模式图示



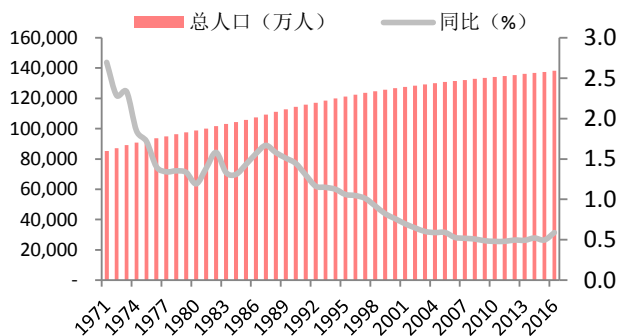
数据来源：华融证券

京东和苏宁的快递模式为仓配模式，而网络模式快递的承运商通常是以顺丰和“三通一达”为代表的传统快递公司，两种模式各具优势，苏宁和京东物流社会化对传统快递公司形成了直接竞争。目前看来，网络模式在电商快递中占比远高于仓配模式，但仓配模式快递近几年增速高于网络模式，发展迅速。我们认为，目前网络模式在电商快递中依旧具备优势。同时，在非电商快递中，网络模式由于较早占据客户资源，物流体系布局已经形成壁垒，网络模式快递公司的网点在全国布局已经超百万个，电商自营快递网点只有不到三万个，电商自营快递占据非电商快递行业优势难度较大。所以，目前网络模式相比仓储模式仍然占据优势。

2.3.3、成本端承压，面单价中长期有望提升

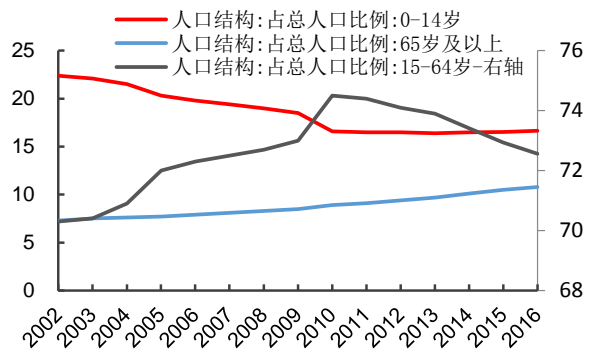
快递行业的成本构成主要分为物流设施建设、运输费用、快递员工资、面单费用、中装场地租金等，其中人工成本占比将近五成，近年来我国总人口增速持续走低、老龄化趋势加剧，人口红利逐渐消失，廉价劳动力减少，快递行业的高强度工作更是加剧了人员流失，导致人工成本上涨。快递员工资、面单原料纸浆价格、中转场地租金的大幅上涨导致了快递行业成本上升的刚性，成本的抬升也使得单价的下降空间更加有限。

图表 56：全国总人口



数据来源：Wind、华融证券

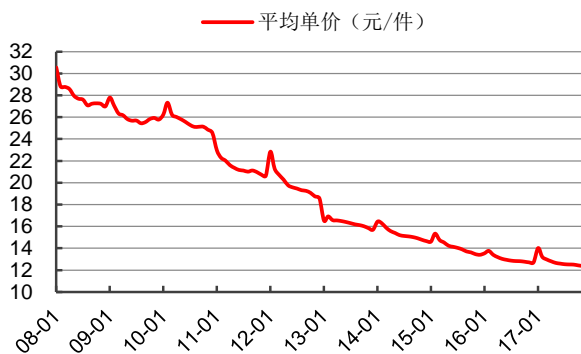
图表 57：我国各年龄段人口占总人口比例



数据来源：Wind、华融证券

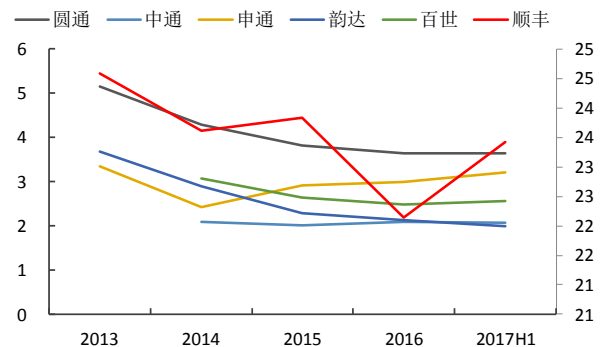
过去几年，随着行业规模的不断扩大、以及快递之间的价格竞争使得单价持续下降，从 2011 年的 20.64 元下降至 2016 年的 12.70 元，下降幅度达到 38.5%。2016 年，第一梯队快递企业纷纷完成上市进程，行业竞争格局较为稳定，加上成本高企，之后价格则逐渐趋于稳定，基本介于 12 元到 13 元之间。预计中短期内行业洗牌和寡头角逐还未结束，快递平均单价还可能会有变化。

图表 58：各月快递业务平均单价（元/件）



数据来源：Wind、华融证券

图表 59：六家快递平均单价（元）



数据来源：公司公告、华融证券

短期来看，第一梯队、二三梯队的地位相对稳定，第一梯队中的五家上市公司竞争格局也相对稳定，所以快递平均单价也将在短期内维持稳定的水平。

中期来看，与发达国家对比，2016年美国、日本快递行业的CR3指数分别为91%和94%，我国快递行业前八位公司市占率总和目前为78%，不敌美国、日本前三位公司市占率总和，行业集中度依旧具有上升空间。所以不排除行业还会出现新一轮价格战的可能，因此中期平均快递单价仍有下降空间。

长期来看，消费者的需求正发生结构性的变化，个别区域和业务类型的需求在上涨，更加智能高效的寄取件模式的需求会上涨，能够在剧烈的竞争中迎合特定地区和业务类型需求的，找到智能、高效突破点的企业将在竞争中胜出。因此价格战之后，行业二三梯队会加速洗牌，第一梯队巨头企业收购二三梯队企业成为趋势。未来将行业势必出现寡头，或将使得价格逐渐回升，最终市场可能会稳定在寡头垄断格局，价格相对稳定。

2.3.4、行业发展趋势：直营化、智能化

快递经营模式向自营模式转变成成为行业趋势。顺丰是目前唯一一家全直营的民营快递企业，虽然这种模式会带来成本和摊销折旧增加等问题，但是公司对于各个员工都有较强的管理能力，对于业务过程中质量的把控程度会更高，在规模效应的提升方面也会有优势。从各个企业的动作来看，除申通外的“三通一达”企业都在经营模式方面向直营制靠拢，并且推出了面向公司高管、员工整体的持股激励方案，申通或许会在未来推出股权激励计划，并且已经开始计划投入建设自营转运中心。

快递柜，有望解决“最后一公里”问题。我们认为，快递行业需求端趋于成熟，新的增长点在于快递企业快速应对需求端结构的变化。首先，前文提到需求端在业务类型和地区类型上的结构性变化；其次，智能化、便捷化也是快递行业的发展趋势。对于新的增长点，智能快递柜的出现可能是一个解决方案。

未来需求端朝智能化、高效化、优质化发展，积极布局网络、注重快递提速、推广互联网化和智能化业务的快递企业会有更好的发展前景。随着圆通、韵达的网络布局和转运中心自营化的进行，两家公司对快递网络的管控力会增强。而顺丰的直营模式也将在长期保证对快递网络的各个环节控制能力，更适合智能化快递的实现，大量固定资产的投入也将体现在快递业务的高效性上。

三、重点公司推荐

3.1、航空板块重点标的：南方航空（600029.SH）、中国国航（601111.SH）

（1）南方航空（600029.SH）

公司是国内及亚洲机队规模最大和国内客运量最大、航线网络最发达、安全星级最高、安全业绩最好的航空公司，截至2017年11月底，合计运营飞机

749架，其中自有：融资租赁：经营租赁=268:219:262。公司以广州白云机场为主基地，形成以广州、北京、乌鲁木齐和重庆为四大核心枢纽的航线网络，国内航线布局均衡具备优势，国际航线则在澳洲、东南亚等地具备优势。

公司在十三五期间将以引进窄体机为主，加速抢占国内区域与核心枢纽，北京新机场将于2019年投入运营，南航已经获批作为主基地航空公司入驻，预计到2020年南航机队规模将达到1000架，根据公司定增预案，公司将募资购买41架飞机，其中31架为窄体机，将有助于公司快速抢占国内核心机场份额，看好公司的长期发展。

公司混改顺利推进，已经完成向美国航空发行H股股票2.7亿股、发行价格5.74港元/股，南航和美航两家分别作为亚洲最大、全球最大的航空公司将实现强强联合，南航有望在运营经验和枢纽建设经验等方面充分受益，随着未来两家航空公司开展联运协议、代码共享甚至联营等系列深度合作，将夯实南航国际航线竞争优势，有利于南航的长期发展。

17Q4-18年航空冬春航季是航空供给侧改革的重要阶段，在航班时刻增量收紧和航班正常率持续走高的背景下，航空供给端增速会愈加收紧，另外需求端平稳增长，供需结构将大幅改善。预计未来航空票价上限放开政策也有望跟进，供需结构改善叠加票价上限放开，有利于民航业整体业绩改善。南航作为目前国内体量最大的航空公司，在一线城市机场时刻收紧的背景下，其二线城市相关航线收益将改善，业绩弹性较大。

公司2017年前三季度实现营收961.23亿元，同比增长10.93%；归母净利润70.50亿元，同比增长9.46%；基本每股收益0.71元，同比增长7.58%；毛利率15.69%、净利率8.54%，分别同比下降3.85、0.16个百分点。收益水平提升、成本结构改善以及汇兑收益是公司业绩增长的主要原因，油价上涨导致成本增长则使得毛利率下降，预计未来油价温和上涨，成本端压力可控。

我们给予公司“推荐”评级，预计2017-2018年EPS分别为0.69、0.79元/股。

(2) 中国国航 (601111.SH)

公司是目前国内唯一载国旗飞行的民用航空公司，承担着中国国家领导人出国访问的专机任务，也承担许多外国元首和政府首脑在国内的专包机任务，政治地位优势明显，国航在国际航线上更是占据绝对优势地位。

得益于历史和布局优势，国航的国内国际网络较为完备，国内航线方面，公司以北京首都机场为主基地，卡位北京核心机场枢纽，形成以北京、成都、上海、深圳为一级节点的航线网络，特殊区位优势以及优质客源结构可以保障公司航线的高收益，未来随着南航和东航搬离首都机场，国航将充分打开北京核心枢纽的发展空间。国际航线方面，公司具备先发优势，在国内航空公司中最早开辟国际航线，是国内最大的国际承运人，拥有国内最大的宽体机队，提

前布局国际化战略，随着人均收入水平的不断提升，因私出行、出境消费旅游也快速增长，同时，美国加息缩表、减税等政策落地有望带动美国等外围经济持续向好，国际航线或将持续回暖，公司将持续受益。

公司 2017 年前三季度实现营业收入 929.96 亿元，同比增长 8.83%；归母净利润 82.79 亿元，同比增长 14.55%；基本每股收益 0.62 元，同比增长 5.08%；毛利率 21.62%、净利率 10.31%，分别同比下降 3.16 个百分点、同比上升 0.84 个百分点；前三季度累计客运运力（ASK）投放 1832.6 亿座公里，同比增长 5.12%；旅客需求（RPK）1488.7 亿人公里，同比增长 5.54%；平均客座率达 81.23%，同比提升 0.33 个百分点，公司受益行业景气上行，加上人民币兑美元汇率升值表现强劲，带来的汇兑收益增加也将直接增厚公司利润，预计今年业绩将表现靓丽。

我们给予公司“推荐”评级，预计 2017-2018 年 EPS 分别为 0.66、0.75 元/股。

风险提示：1、油价波动风险；2、人民币贬值风险；3、经济下滑风险。

3.2、铁路板块重点标的：大秦铁路（601006.SH）、广深铁路（601333.SH）

（1）大秦铁路（601006.SH）

大秦铁路主营包括铁路货运、客运和其他业务，其中以铁路煤炭货运为主，承担大部分“三西”煤炭的外运业务，并且公司铁路货运量较大，市场的地位举足轻重。公司核心运输线路大秦线连接大同、秦皇岛港，集散网络发达，属于“西煤东运”的四大核心通道之一。公司股票具有高股息率和低估值两大特点，属于典型的类债投资品种，当前估值处于历史相对低位，具有一定的安全边际。我们认为短期内以煤炭为主的能源生产和消费结构仍较难改变，煤炭消费依旧主导；大秦铁路在煤运的地位相对稳定，张唐线、朔黄线等对其分流的影响有限。

受益于宏观经济向好、大宗商品需求回暖，叠加公路治超、环保政策趋严，今年以来铁路货运量增速持续走高。2017 年 1-11 月，大秦线累计完成货物运输量 3.94 亿吨，同比增长 25.9%，增速同比上升 40 个百分点，其中公路治超以及环保政策趋严导致汽运煤向铁路回流是铁路运量持续高增长的主要原因。受秋季集中大修的影响，11 月大秦线货运量同比下降 8.83%，随着大修结束后影响将消除，运量增速有望回升，预计未来环保及公路治超政策不会放松，2017 年全年大秦线货运量增速有望在 20%以上，中短期内大秦线运量也将继续保持较高的速度增长。

铁路货运改革持续推进，12 月 26 日，发改委发布《关于深化铁路货运价格市场化改革等有关问题的通知》，其中拟将运价上浮上限由原来的 10%提升

至 15%，增加货运运价向上弹性，铁路货运市场化进程逐步推进。

公司 2017 年前三季度实现营业收入 417.41 亿元，同比增长 32.13%，增速同比提升 53.95 个百分点；归母净利润 112.37 亿元，同比增长 118.37%，增速同比提升 172.38 个百分点；基本每股收益 0.76 元，同比增 117.14%，受益于铁路货运量大幅增长，公司业绩表现较好。

我们给予公司“推荐”评级，预计 2017-2018 年 EPS 分别为 0.91、0.93 元/股。

风险提示：1、全球经济复苏不及预期；2、煤炭需求不及预期；3、铁路改革不及预期；

(2) 广深铁路 (601333.SH)

广深铁路主要经营深圳-广州-坪石段铁路客货运输业务及长途旅客列车运输业务，并与香港铁路合作经营直通车旅客列车运输业务，公司经营线路的营业里程达 481.2 公里，纵向贯通广东省全境，其中广坪段是京广线南段，也是中国铁路南北大动脉；广深段是中国内陆通往香港的唯一铁路通道，连接京广、京九、三茂、平南、平盐 and 香港九广铁路，是中国铁路交通网络重要组成部分。

公司 2017 年 1-11 月累计完成旅客发送量 7866 万人，同比下降 0.16%；累计完成货运量 4719.67 万吨，同比增长 7.53%。受高铁分流以及 7 月份安全监管影响，客运量同比下滑；而受益于宏观经济向好、大宗商品需求回暖，公司货运量增速维持相对高位。

公司看点在于铁路改革，主要包括：铁路土地多元开发、客运提价、资产注入等。其中，铁路土地开发已经进入实质落实阶段，公司于 2017 年 12 月 28 日发布公告，因广州城市更新改造需求，公司拟将位于广州市天河区石牌站路自编 4 号的广州东石牌旧货场约 3.7 万平方米的土地使用权有偿交储开发。预计本次交储如能实施，其产生的利润预计占公司最近一个会计年度经审计利润的 50% 以上。今年 8 月，铁总牵头，上海铁路局、北京铁路局召开土地开发招商会，铁路闲置土地多元化开发政策已经就位，公司土地储备丰富，预计未来公司土地开发进度可能继续加速。关于客运提价，普客方面，年初发改委颁布《铁路普通旅客列车运输定价成本监审办法》，标志着铁路普客提价进入日程，预计 2018 年有望进入提价政策落地的窗口期，据市场判断可能的提价幅度在 30%-50% 之间；高铁动车方面，从 2016 年起定价方案就已经下放至铁总，目前仅有海南和东南沿海铁路两条线路试点提价，预计未来全面铺开提价将可能成为趋势，定价策略可能会管控票价上限、放开票价下限，未来票价中枢的提高，也将直接带来高铁盈利能力大幅提高。此外，铁路行业也是央企混改的重要领域之一，预计未来在铁总牵头下，资产注入可能会有突破。

公司 2017 年前三季度实现营业收入 131.68 亿元，同比增长 3.96%；实现归母净利润 8.88 亿元，同比下降 18.45%；毛利率 10.54%、净利率 6.73%，

分别同比下降 2.65、1.85 个百分点。未来随着铁路改革持续推进，若土地开发项目能在 2018 年内落地，公司业绩将大幅提振。

我们给予公司“推荐”评级，假设土地开发交储事项能在 18 年内顺利完成，不考虑客运提价情况，预计 2017-2018 年 EPS 分别为 0.14、0.23 元/股。

3.3、快递板块重点标的：顺丰控股（002352.SZ）、韵达股份（002120.SZ）

（1）顺丰控股（002352.SZ）

顺丰控股是我国快递行业龙头企业，2016 年营收规模 574.8 亿元，在我国上市的六家快递企业中位列第一，公司在商务件和中高端电商件快递领域具备绝对优势，积累了一系列高端客户资源。公司在航空货运方面布局较早，拥有自有全货机和即将开建的鄂州机场；同时，公司在信息系统、自动化设备和航空方面的巨大投入保证了能够提供更加精确的时效产品服务；此外，直营模式和重资产投入，也提高了中高端快递领域的壁垒，提升了公司的品牌竞争优势。

公司依托直营运营模式，在国内积极开拓仓配管理、重货运输、冷链运输、同城配送和末端配送等新业务，完善供应链服务。同时，拓展金融服务，打造物流生态圈。国际方面，使用自主运营和轻资产结合的模式进行业务的扩张，主要依赖于轻资产运营，在海外重点城市拥有自营网店和收派员，同时与当地快递物流服务商合作，进行业务的迅速拓展。

公司 2017 年前三季度实现营业收入 498.26 亿元，同比增长 23.18%；实现归母净利润 36.45 亿元，同比增长 10.80%；毛利率 20.51%、净利率 7.28%。在快递业务旺季，公司将面临成本上涨压力，公司通过外包与自有资源相结合，做到精准投入来释放压力，去年三季度由于提前大量投入，导致人力、折旧等成本大幅上涨直接影响毛利率，今年则毛利率波动幅度大幅收窄，效果明显。顺丰作为快递行业龙头，在高端件市场具备较深的护城河，竞争优势明显，看好未来公司的长期发展。

我们给予公司“推荐”评级，预计 2017-2018 年 EPS 分别为 1.05、1.17 元/股。

（2）韵达股份（002120.SZ）

韵达股份是国内快递第一梯队企业，采用枢纽转运中心自营和终端取派加盟相结合的网络扁平化运营模式，其所有转运中心的设立、投资、运营、管理都由总部负责，收派两端则由具备快递经营许可资质的加盟商提供服务。目前，公司已经拥有 2,800 多家加盟商及 20,000 余家配送网点，在全国共设立了 54 个自营枢纽转运中心，转运中心自营化率较高也使得公司快递服务质量在三通一达中排在前列，另外，公司定增募投项目重点方向为提升转运中心自动化，未来公司优势将进一步夯实，看好公司的长期发展。

快递行业增速仍然处于高位,预计今年维持 30%左右,快递属于成长行业。由于行业增速整体下台阶,加上快递公司之间激烈的价格竞争、人工成本高企以及上游原材料涨价等因素作用,有望加速行业洗牌。随着 6 家快递企业竞相完成上市,当前行业竞争格局相对稳定,价格战有望趋缓、以及降本增效或将成为快递行业的发展趋势。韵达股份通过提高经营管理效率,目前业务和业绩增速均超过行业增速,降本增效显著,同时市场份额也扩张明显,看好未来公司的长期发展。

公司 2017 年前三季度实现营业收入 68.39 亿元,同比增长 40.39%;实现归母净利润 11.76 亿元,同比增长 38.57%;毛利率 30.81%、净利率 17.20%。公司业务量增速和业绩增速均超过行业增速,发展较为迅速。

我们给予公司“推荐”评级,预计 2017-2018 年 EPS 分别为 1.35、1.73 元/股。

图表 60: 重点公司估值情况

公司代码	公司简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS (元/股)			PE (倍)			评级
				2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E	
600029.SH	南方航空	1,044	11.92	0.51	0.69	0.79	12.23	17.37	15.11	推荐
601111.SH	中国国航	1,589	12.32	0.55	0.66	0.75	12.2	18.54	16.51	推荐
601006.SH	大秦铁路	1,348	9.07	0.48	0.91	0.93	15.94	9.99	9.78	推荐
601333.SH	广深铁路	378	5.57	0.16	0.14	0.23	28.11	38.84	30.54	推荐
002352.SZ	顺丰控股	2,221	50.36	1.06	1.05	1.17	510.14	48.05	42.93	推荐
002120.SZ	韵达股份	557	45.78	1.32	1.35	1.73	692.86	33.91	26.54	推荐

数据来源: Wind、华融证券,截至 2017 年 12 月 29 日收盘

四、风险提示

- 1、全球经济复苏不及预期;
- 2、油价波动风险;
- 3、汇率波动,人民币贬值风险;
- 4、国企改革不及预期。

投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 15% 以上	看好	预期未来 6 个月内行业指数优于市场指数 5% 以上
推 荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 5% 到 15%	中性	预期未来 6 个月内行业指数相对市场指数持平
中 性	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数变动在 -5% 到 5% 内	看淡	预期未来 6 个月内行业指数弱于市场指数 5% 以上
卖 出	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数跌幅在 15% 以上		

免责声明

丁思德，在此声明，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，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了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿等。华融证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。华融证券股份有限公司（以下简称本公司）的资产管理和证券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和建议不一致的投资决策。本报告仅提供给本公司客户有偿使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司会授权相关媒体刊登研究报告，但相关媒体客户并不视为本公司客户。本报告版权归本公司所有。未获得本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播，不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。本报告中的信息、建议等均仅供本公司客户参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时可就研究报告相关问题咨询本公司的投资顾问。本公司市场研究部及其分析师认为本报告所载资料来源可靠，但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。本公司及其关联方可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

华融证券股份有限公司市场研究部

地址：北京市朝阳区朝阳门北大街 18 号 15 层 (100020)

传真：010-85556173

网址：www.hrsec.com.cn