

交通运输行业周报(4.02 -4.08)——

飞机关税提高对当期利润影响有限

推荐 (维持)

2018年4月8日

重点公司

重点公司	17A	18E	评级
中国国航	0.54	0.68	审慎增持
上海机场	1.91	2.31	审慎增持
韵达股份	1.30	1.72	审慎增持
广深铁路	0.14	0.24	审慎增持
申通快递	1.04	1.29	审慎增持

相关报告

《交通运输行业周报(3.25-4.01)——增值税率降低有望增厚行业利润》2018-4-1

《交通运输行业周报(3.19-3.24)——中美贸易摩擦升级》2018-3-25

《交通运输行业周报(3.12-3.18)——民航夏秋航季航班数计划同比增长4.5%》2018-3-19

分析师:

龚里

gongli@xyzq.com.cn

S0190515020003

张晓云

zhangxiaoyun@xyzq.com.cn

S0190514070002

王品辉

wangph@xyzq.com.cn

S0190514060002

王春环

wangchunhuan@xyzq.com.cn

S0190515060003

吉理

jili@xyzq.com.cn

S0190516070003

投资要点

- 近期重点报告及纪要。首部快递行业法规点评、快递月报。
- 本周行情回溯。上证指数跌 1.19%，交运板块跌 0.98%，板块指数跌幅低于大盘指数。畅联股份、海峡股份、华贸物流、亚通股份和原尚股份等涨幅居前。
- 本周要闻简评。4月4日，我国宣布对原产于美国的大豆、汽车、化工品等 14 类 106 项商品加征 25% 的关税，其中包括空载重量超过 15000 公斤，但不超过 45000 公斤的飞机及其他航空器。波音 737NG 系列在此范围内，假设未来三大航都引进该系列飞机，平均折旧期限为 20 年，18-20 年三大航合计每年较上年新增的折旧或租赁金额为 0.77、0.64、0.66 亿美元，具体到各公司，税后影响均较小。铁路部门将进一步扩大铁路局集团公司管内部分动车票价下浮折扣，理顺各席位之间的比价，进一步完善服务措施，提升旅客旅行获得感。我们测算，广深城际一等座上浮 30%，约可增厚广深铁路利润约 10%。
- 航运高频数据跟踪。本周干散货 BDI 收于 948 点，跌 10.1%；油运 VLCC TD3C-TCE 收于 12994 美元/天，跌 3.6%；集装箱 SCFI 收于 654 点，跌 0.7%，欧线运价 617 美元/TEU，跌 2.5%，美西线运价 1128 美元/FEU，涨 0.1%。
- 航空数据跟踪。本周总体运量指数为 215，同比增长 14%，环比下滑 6%；价格指数为 76，同比下滑 4%，环比下滑 2%；平均客座率为 79%，同比持平，环比下滑 4pts；景气指数为 136，同比增长 8%，环比下滑 6%。
- 快递月度数据跟踪。2 月，全国快递服务企业业务量完成 19.9 亿件，同比下降 15.2%；业务收入 289.4 亿元，同比下降 1%。1-2 月，全国快递服务企业业务量累计 59.7 亿件，同比增长 31.2%；业务收入累计 786.9 亿元，同比增长 30.7%。同城业务量累计 14.7 亿件，同比增长 30.2%；异地业务量累计成 43.4 亿件，同比增长 30.6%；国际/港澳台业务量累计 1.6 亿件，同比增长 60.2%。
- 本周观点：(1) **航空运输板块**：短期来看，换季控时刻超预期，四月看票价弹性超预期。全年来看，供需改善叠加票价市场化推进，二三季度有望验证票价高弹性。中期来看，航空股盈利和估值都有上调空间。我们继续维持 18-19 年新供需格局、新竞争格局、新利润中枢的判断，继续看好航空板块大行情，**建议关注中国国航、东方航空、南方航空、吉祥航空、春秋航空**；(2) 2018 年快递增速预期回升，而竞争格局也出现改善，需求端淘宝件占比降至 50%，龙头公司现金流极为稳定，快递理论估值应接近消费品估值，看好整个快递板块，建议布局 **韵达股份、申通快递、圆通速递、顺丰控股**；(3) 看好铁路改革，改革箭在弦上，中国铁路是中国核心资产，通过改革，业绩和估值提升空间很大，**标的：广深铁路、铁龙物流、大秦铁路**；(4) **上海机场**免税招标窗口期，业绩弹性大。上市的枢纽机场是核心资产，供给具备天然垄断性，机场收费提升和免税重新招标是机场流量变现的重要体现，继续看好整个机场板块的业绩稳定增长和估值修复空间。
- 组合：中国国航、上海机场、韵达股份、广深铁路、申通快递

风险提示：油价汇率大幅波动，国内经济失速，国际贸易保护加剧，航空和航运供求恶化，铁路等国企改革进度低于预期，空难、战争等事件，电商增速下滑、快递企业进行恶性价格战

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

报告正文

1、近期重点报告摘要

快递每月谈：电商黑马拼多多崛起对快递贡献几何

摘要：(1) 快递每月谈：电商黑马拼多多崛起对快递贡献几何。比起京东、品牌升级的淘宝，主打低价爆款的拼多多更适合中国国情与广大三线以下城市用户的需求；比起其他折扣平台（折 800、卷皮网等），拼多多的优势在于接入微信这一量大质高的社交流量平台；基于社交关系背书的拼团分享模式，有效降低获客成本。这就是成立两年半，拼多多渗透率、日均新增用户数量已与京东接近，仅次于淘宝，更是远大于精品电商的原因。拼多多的崛起给快递企业带来更多的业务量的同时也降低大客户集中度过高的风险。假设 18 年月均 GMV 为 85 亿元，客单价为 25 元，则可以给快递企业带来 41 亿的业务量，占 17 年全国快递业务量的 10.2%。(2) 行业业务量、业务收入增速超预期回升。2018 年 1-2 月全国快递服务企业业务量完成 59.7 亿件，同比增长 31.2%。累计实现快递收入 786.9 亿元，同比增长 30.7%。(3) 快递平均单价环比持续 4 个月回升。2018 年 1-2 月全国快递单月平均单价为 13.2 元，同比下滑 0.4%，降幅收窄。单价环比连续 4 个月回升。(4) 行业集中度稳居高位，市场结构优化。2018 年 1-2 月快递服务品牌集中度指数 CR8 稳定在 80.0 左右，同比提升 4.9，自 17 年初竞争格局继续改善。(5) 服务质量指数提升、有效申诉率继续下降。2 月份快递服务质量指数为 107.6，同比提升 14.6；快递有效申诉率为百万分之 6.75，同比减少 4.4，连续两年持续改善。(6) 韵达继续领跑，顺丰业务增速高出行业均值。18 年 1-2 月，业务量方面，韵达以 51% 的增速继续稳居高位，顺丰以 42% 的增速实现超越行业的增长。单票收入方面，韵达的单件收入下降主要原因是公司派费不计入收入、继续减少重货造成件均重量下降，并不代表价格战加剧、竞争力下降，相反重货比例下降会提高干线的盈利能力。申通单件收入上升最主要的贡献来自派费提升，另外重货的中转费提升也有贡献。申通前期公告派费提升，主要是公司提升了纸质面单派费，从而引导客户更多使用电子面单。(7) 数据点评及投资策略。今年行业需求超预期回升概率较大，目前快递行业估值显著低于潜在增速、竞争格局优化、上市龙头壁垒明显、多元化稳步推进，快递行业企业具有需求稳定增长、现金流优势明显的消费品行业属性，对比成熟消费品的成长与股价发展历程，当前板块估值有提升空间。继续看好当前时点快递板块投资价值，推荐韵达股份、申通快递、圆通速递、顺丰控股。

首部快递行业法规出台，促行业继续健康快速发展

摘要：(1) 国务院总理李克强日前签署国务院令，公布《快递暂行条例》，自 2018 年 5 月 1 日起施行。(2) 出台的措施促进快递行业继续提高服务质量。《条例》出台了一系列推动行业健康发展的措施：开办快递末端网点备案后无需营业执

照；2、地方政府需要统筹考虑快递分拣中心的用地需求；3、公安和交通部门保障快递服务车辆通行和临时停靠的权利；4、企业、小区需要为快递服务提供便利（包括自提柜等新型模式）；5、海关、出入境检验检疫、邮政管理联合推动实现快件便捷通关；6、支持交通枢纽配套建设快件运输通道和接驳场所。我们认为，这些措施的实施，能够进一步提高快递服务的时效性、便利性，提升消费者体验，从而进一步促进行业快速发展。

（3）加强安全监管，保障用户权益。《条例》重视保护用户合法权益，监管规则进一步细化：1、规定用户可以向商标、字号、快递运单的所属企业要求赔偿，也可以向实际提供服务的企业要求赔偿，防止加盟制快递企业在索赔问题上推诿；2、要求企业提供统一的投诉处理服务，并对不按照规定提供投诉处理服务的行为设定了行政处罚；3、引入快件损失赔偿商业保险；4、保护用户信息安全，《条例》禁止在快递运单上记录不必要的信息，明确企业搜集用户信息的行为边界，对于出售、泄露或者非法提供用户信息等违法行为，规定了严格的法律责任。我们认为，加强对企业监管，有助于行业大型龙头企业进一步巩固市场地位。

（4）《快递暂行条例》具有里程碑意义。我国快递业务量规模已经连续4年位居世界第一，每年新增就业20万人，包裹快递量超过美国、日本、欧洲等发达经济体，对全球包裹快递量的增长贡献率超过了50%。但之前很多环节的问题没有法律法规可以参考。《条例》作为行政法规，其效力仅次于邮政法，是今后制修订邮政部门规章、规范性文件、地方性法规、地方政府规章的新依据。快递企业的运行、发展未来有了更为详细的法律依据。

（5）继续看好快递板块。前2月快递行业增速超30%，今年行业需求超预期回升概率较大，目前快递行业估值显著低于潜在增速、竞争格局优化、上市龙头壁垒明显、多元化稳步推进，快递行业企业具有需求稳定增长、现金流优势明显的消费品行业属性，对比成熟消费品的成长与股价发展历程，当前板块估值有提升空间。继续看好当前时点快递板块投资价值，推荐韵达股份、申通快递、圆通速递、顺丰控股。

2、本周交通运输板块行情回溯

本周上证指数下跌1.19%，交通运输板块下跌0.98%，板块指数跌幅低于大盘指数。个股中，畅联股份、海峡股份、华贸物流、亚通股份和原尚股份等涨幅居前。

表1、本周指数情况

板块名称	周变动%	板块名称	周变动%
交通运输 A	-0.98	公交	-2.66
万得全 A	-1.12	航运	-0.96
上证指数	-1.19	航空	-1.92
沪深 300	-1.12	物流	0.27
创业板指	-3.35	机场	-2.12
恒生指数	-0.83	公路	-1.75
		港口	0.82
		铁路	-2.16

资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

表 3、本周 A 股涨幅前五

简称	周变动%
畅联股份	18.85
海峡股份	15.65
华贸物流	10.04
亚通股份	8.11
原尚股份	7.09

表 4、本周 A 股跌幅前五

周变动	周变动%
德新交运	-27.09
恒通股份	-8.14
韵达股份	-6.32
永安行	-5.32
搜于特	-5.03

资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

表 5、本周港股涨幅前五

简称	周变动%
航基股份	17.50
神州租车	12.18
北京首都机场股份	5.31
大同集团	4.88
大丰港	4.76

表 6、本周港股跌幅前五

周变动	周变动%
广深铁路股份	-5.39
中外运航运	-4.76
滨海泰达物流	-4.76
北京体育文化	-4.40
大连港	-3.79

资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

3、本周行业要闻简评

新闻：

4月4日，我国宣布对原产于美国的大豆、汽车、化工品等14类106项商品加征25%的关税，其中包括空载重量超过15000公斤，但不超过45000公斤的飞机及其他航空器。

点评：

本次加税要求，对原产于美国的附表所列进口商品，在现行征税方式、适用关税税率基础上加征25%的关税，现行保税、减免税政策不变（本次加征的关税不予减免）。根据国务院税则委员会公布的2017年《中华人民共和国海关进出口税则》，空载重量超过15000千克但不超过45000千克的飞机及其它航空器（税号8802.4010），适用5%的最惠国进口关税税率；空载重量超过45000千克的飞机及其它航空器（税号8802.4020），适用1%的最惠国进口关税税率。对于空载重量超过15000千克但不超过45000千克的飞机，关税税率将由此前的5%增至30%。

“空载重量超过15000千克但不超过45000千克”的限制对737机型的引进影响较大。目前737机型的最畅销的两个系列是737NG和737MAX，737NG系列包括737-600/-700/-800/-900/-900ER，737MAX系列包括737MAX7、8、9、10。737NG系列的空重都在45000KG之内，737-900ER空重最大，为446700KG，若加税落实，受影响较大；但是737MAX8空重已经超过45000KG吨，达到45070KG，不受影响，预计737MAX系列总体受影响较小。

波音737飞机也是我国目前引进的主要机型之一。根据初步统计，截止2017年底。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

我国民航 3296 架运输飞机中，波音 737 机型合计占比约为 39%（但其中 737max 占比低，以交付共 22 架）。根据波音官网显示，截止 2 月 28 日，波音公司对中国未完成订单共 310 架，737 机型 273 架，其中 737MAX 系列 246 架，737-800 机型 27 架。此外，根据南方航空公告，厦门航空于 2018 年 3 月 21 日与波音公司签署《B737MAX 飞机购买合同》，向波音公司购买 20 架 B737-800 飞机和 10 架 B737-MAX10 飞机。737MAX 系列机型将是我国未来一段时间引进的主力机型，预计受关税影响较小。

表 7：波音公司未完成 737 订单统计

	中国 国航	中飞 租赁	国银 租赁	东方 航空	南方 航空	东海 航空	海航 控股	工银 租赁	奥凯 航空	瑞丽 航空	厦门 航空	合计
737-800			5		2			12	2	2	4	27
737max	1	50	78	1	43	25	1	2	9	36		246
合计	1	50	83	1	45	25	1	14	11	38	4	273

数据来源：波音公司网站，兴业证券经济与金融研究院整理，截止 2018 年 2 月 28 日

从上市披露的飞机引进计划来看，2018-2020 年，三大航计划引进 737 系列飞机共 123、102、106 架。若这些机型全部都是 737NG 系列，假设平均目录价格 1 亿美元，折扣率为 50%，不考虑其他成本和引进方式的差异，因关税税率上升，三大航 2018、2019、2020 年每年合计须多支出 15.4、12.8、13.3 亿美元购机关税。假设平均折旧期限为 20 年，三大航 2018、2019、2020 年各年较上年新增的折旧或租赁合计金额为 0.77、0.64、0.66 亿美元，具体到各个公司，税后影响均较小（表 9）。结合波音公司公布的订单情况，航空公司的未来引进可能以 737MAX 为主，实际影响更小。

表 8：三大航计划引进波音 737 飞机

	国航集团			东航集团			南航集团		
	引进	引进飞机占比	退出	引进	引进飞机占比	退出	引进	引进飞机占比	退出
2018	25	46.3%	17	37	55.2%	1	61	53.0%	14
2019	31	49.2%	13	26	41.9%	0	45	42.9%	1
2020	31	58.5%	6	24	39.3%	10	51	57.3%	0

数据来源：上市公司 2017 年年报，兴业证券经济与金融研究院整理

表 9：关税增加对三大航成本影响测算

		引进 737 数量(架)	较上年增加关税 (亿美元)	较上年增加年化成本 (亿美元, 税前)	较上年增加年化成本 (亿人民币, 假设汇率 6.5, 税后)
国航	2018	25	3.13	0.16	0.76
	2019	31	3.88	0.19	0.94
	2020	31	3.88	0.19	0.94
南航	2018	61	7.63	0.38	1.86
	2019	45	5.63	0.28	1.37
	2020	51	6.38	0.32	1.55
东航	2018	37	4.63	0.23	1.13
	2019	26	3.25	0.16	0.79
	2020	24	3.00	0.15	0.73
三大航合计	2018	123	15.38	0.77	3.75
	2019	102	12.75	0.64	3.11
	2020	106	13.25	0.66	3.23

数据来源：上市公司 2017 年年报，兴业证券经济与金融研究院整理，

在我国现行的关税政策下，气球及飞艇、滑翔机、悬挂滑翔机及其他无动力航空器和其他航空器（例如直升机、飞机）、航天器（包括卫星）及其运载工具、亚轨道运载工具的零件（税则号列为 8803，本次加征关税的航空器税则号列为 88024010）适用 1% 或 0% 的最惠国税率，零件及维修费用短期暂不受影响，中长期可能会有所增加。

新闻：

铁路部门将进一步扩大铁路局集团公司管内部分动车票价下浮折扣，理顺各席别之间的比价，进一步完善服务措施，提升旅客旅行获得感。主要措施有 1) 4 月 28 日起，将对广州至珠海、海南环岛、南京至安庆、丹东至大连、青岛至荣成、郑州至开封、武汉至孝感等 28 条城际铁路部分动车组列车票价，实行不同形式、不同幅度的折扣优惠，最大折扣幅度由前期试点的 10% 提高到 20%。2) 5 月 27 日起，在充分考虑旅行舒适度和运营成本差异的基础上，进一步理顺高铁动车组列车高等级席别与二等座的比价关系，部分线路高等级席别票价水平有所调整。例如，京津城际铁路将从 5 月 28 日起对高等级席别与二等座的比价进行调整，调整后北京南站到天津站一等座票价将由 65.5 元上涨到 88 元；特等座票价将由 93.5 元上涨到 99 元。

点评：

此次铁路客运价格调整的主体思路为进一步实现铁路客运价格市场化，理顺各席别之间的比价，主要的措施为一方面提高商务座、一等座等高等级座位票价，另一方面扩大二等座下浮权限。即满足了底层人民出行需求，符合民生要求，另一方面也可以通过高等级坐席的提价改善铁路盈利能力。此次客运价格变化暂未涉

及铁路上市公司资产，但根据我们初步测算，假设广深城际一等座上浮 30%（参考京津城际一等座上浮幅度），则约可增厚广深铁路利润约 10%（按 2017 年归母净利润测算）。

4、本周行业数据跟踪

4.1、航运高频数据跟踪

国际干散货运输市场，受复活节假期影响，市场成交低迷，本周各船型运价继续回落。中国发布对美关税反制措施 对大豆、汽车等 106 项商品加征 25%关税，其中对美国大豆加税对干散货需求有一定不利影响，2017 年中国从美国的进口大豆约占全球干散货海运量 0.6%。

国际原油运输市场，复活节假期，原油 VLCC 市场表现平淡，租金小幅回落。

国际集装箱运输市场，欧线，需求逐步恢复，但运力投放也在增长，上海港平均舱位利用率 90%左右，运价小幅下跌。美西航线，市场基本稳定，上海港船舶平均舱位利用率在 90%左右，运价基本持平。

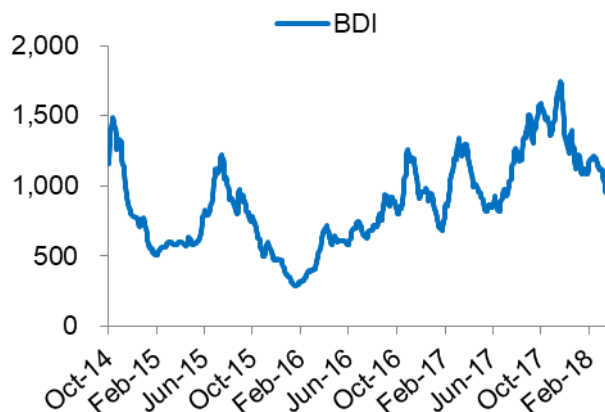
表 10、本周航运指数变动

类别	代表指数	4.1-4.7	周变动	年变动
国际干散货	BDI	948	-10.1%	-22.0%
	BCI	824	-18.4%	-62.3%
	BPI	1317	-11.9%	-5.0%
	BSI	1032	-4.4%	17.0%
油运	BDTI	646	-2.3%	-27.2%
	BCTI	510	-8.9%	-29.0%
	VLCC-TD3C TCE（美元/天）	12994	-3.6%	-9.0%
集运	SCFI: 综合指数	654	-0.7%	-19.2%
	欧线运价（美元/TEU）	617	-2.5%	-26.2%
	美西运价（美元/FEU）	1128	0.1%	-18.0%

数据来源：Wind、Clarksons、兴业证券经济与金融研究院整理

图 1、干散货运价指数

图 2、油轮运价（美元/天）

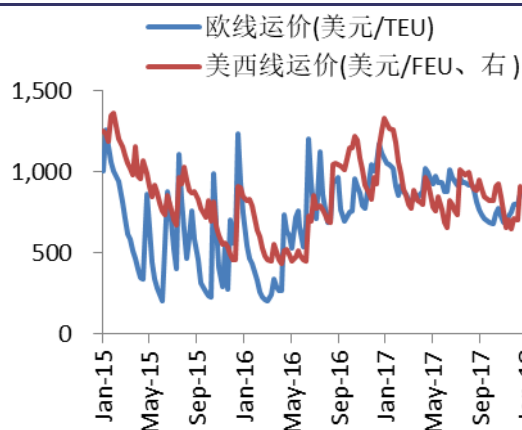


数据来源: Wind、Clarksons、兴业证券经济与金融研究院整理

图 3、集装箱运价指数



图 4、国际原油价格 (美元/桶)



数据来源: Wind、兴业证券经济与金融研究院整理



4.2、航空高频数据跟踪

受清明小长假影响，主要指标环比显著下滑。根据航指数公布的周频数据，本周总体运量指数为 215，同比增长 14%，环比下滑 6%；价格指数为 76，同比下滑 4%，环比下滑 2%；平均客座率为 79%，同比持平，环比下滑 4pts；景气指数为 136，同比增长 8%，环比下滑 6%。其中国内航线运输量指数为 194，同比增长 14%，环比下滑 6%；价格指数为 84，同比下滑 2%，环比下降 7%；平均客座率为 80%，同比提升 1pts，环比下滑 4pts；景气指数为 130，同比增长 7%，环比下滑 6%。国际航线运输量指数为 302，同比增长 16%，环比下降 6%；价格指数为 59，同比下滑 8%，环比下滑 5%；客座率为 76%，同比下滑 3pts，环比下滑 5pts；景气指数为 164，同比增长 9%，环比下降 6%。受清明小长假影响，本周仅三个工作日，去年同期为四个，公商务出行减少、因私出行多以短途为主，航空需求端受到一定的不利影响；同时从去年 4 月 2 日开始的首都机场跑道大修制约了当时的供给增长，首都机场相关航线票价增长较快，由于首都机场体量大、影响面广，也抬升了票价同比的高基数。

18 年夏秋航季严格执行 115 号文落地，供给收缩逻辑持续强化。18 年夏秋航季时刻编制工作完成，根据民航局公布的口径，航班量同比增长 3.2%，航空供给侧改革逻辑得到强化，115 号文得到严格执行，进一步彰显了民航局对于行业整体时刻收紧的决心。市场此前对于航空供给侧改革仍有疑惑：市场对民航局执行 115 号文的决心和能力曾有怀疑，17 年 9 月份颁布 115 号文，由于临近 17 年冬春换季（10 月底），中间有大量利益没法协调，导致 17 年冬春季日均航班量增速 5.7%（时刻口径），航班总量增速 7.8%，并没有严格执行 115 号文。

而经过本次 18 年夏秋航季换季，115 号的威力和民航局控制总运力的决心得到进一步确立，此前 115 号文件中的要求（胡焕庸线以东时刻增速 5%以内，单个协调机场时刻 3%以内）得到严格遵循，甚至进一步趋严（非协调机场时刻增速不超过 30%），时刻总量释放的速度大幅放缓，这个现象已经毫无疑问地得到验证。同时 115 号文的持续性也有望超预期，在整个空域资源没有大幅释放、时刻紧张没有大幅缓解之前，115 号有望持续发挥重要作用（原计划仅执行两个航季，执行时间有延长的可能）。

行业供给增速放缓实际压缩的是中小航空公司的供给，因而行业竞争格局的优化也在发生，17 年 115 号对于时刻释放速度第一次进行了量化管控（时刻蛋糕分多少），18 年 1 号文对时刻释放规则第一次进行了打分考核（时刻蛋糕怎么分），整个航空行业目前就是处在供给端强监管的阶段，监管强度正在趋严。航空行业 18-19 年的行业竞争格局其实非常类似 16-17 年的保险行业（强监管下中小保险持续受到压制，龙头之一的安邦由于自身原因增速大幅放缓）。在强监管和竞争格局优化的情况下，航空公司的行为模式在 18-19 年将发生巨大变化，对于 18 年的票价弹性，我们认为来自三个方面：一二线优质航线价格放开带来的弹性、行业整体供需差带来的弹性和竞争格局优化带来的弹性。千万不要忽略了竞争格局变化和航空公司行为模式变化带来的巨大票价弹性。

继续强烈看好整个航空板块，逻辑强化静待业绩超预期，目前时点到二三季度有望再迎主升浪。2017 年 10 月中旬兴业交运提出“航空供给侧改革”概念。供给侧改革是前提：17 年 115 号文确立了短期民航局以准点率为最高优先级的管理原则，航班总量增速放缓带来供需缺口；（2）中小公司增速受限，竞争结构大幅改善，三大航份额企稳回升。票价拐点出现，改革打开提价空间：本次票价改革力度超预期，新增实施市场调节价的国内航线 306 条，涵盖了所有一线城市对飞航线及大部分的大流量航线。自 2011 年高点以来，国内航线票价平均下滑 20%，供给结构性失衡及竞争结构恶化是主要原因；2017 年国航率先提价，2018 年全行业将迎来票价向上拐点。

图 5、国内运输量指数

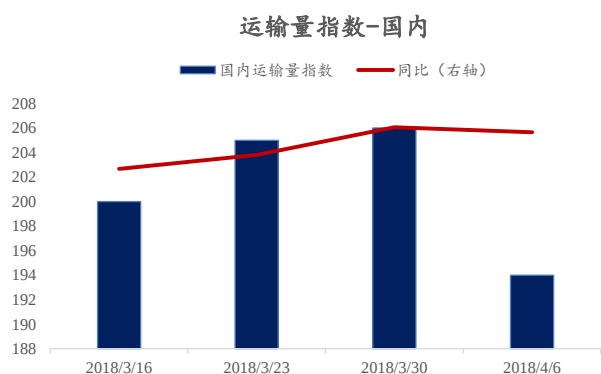
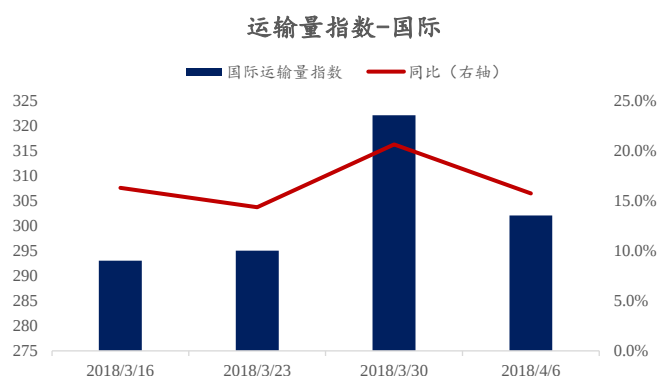


图 6、国际运输量指数



数据来源：航指数、兴业证券经济与金融研究院整理

图 7、国内价格指数

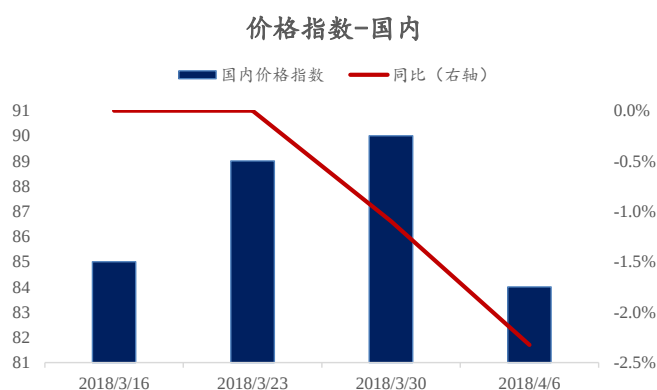
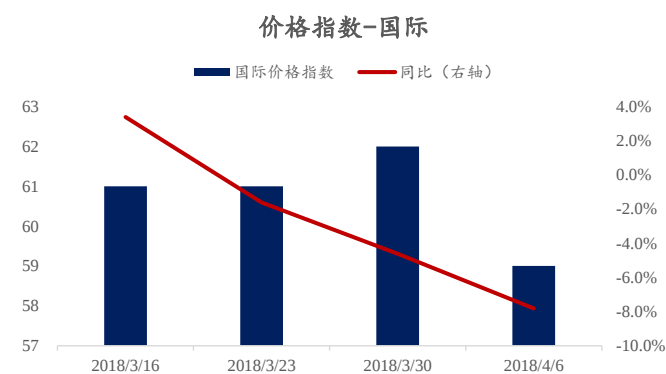


图 8、国际价格指数



数据来源：航指数、兴业证券经济与金融研究院整理

图 9、国内客座率

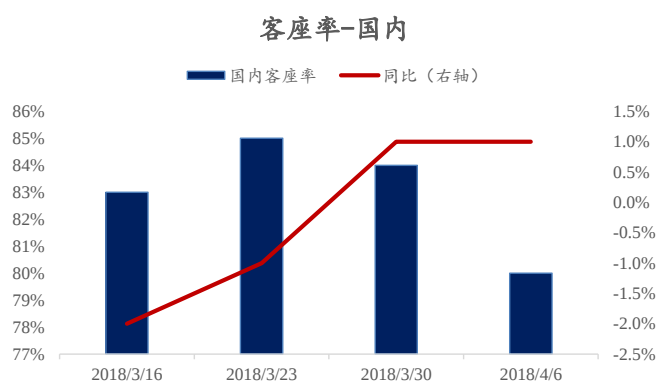
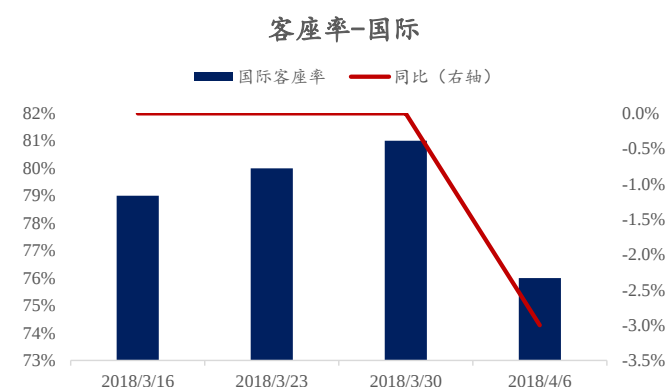


图 10、国际客座率

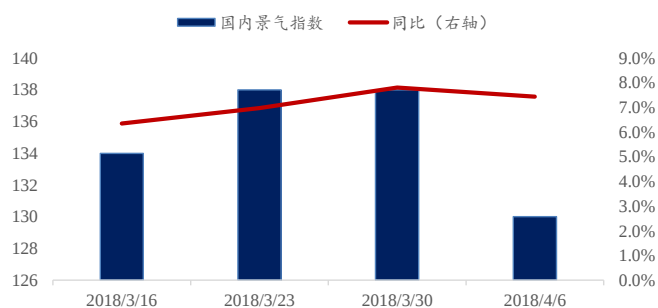


数据来源：航指数、兴业证券经济与金融研究院整理

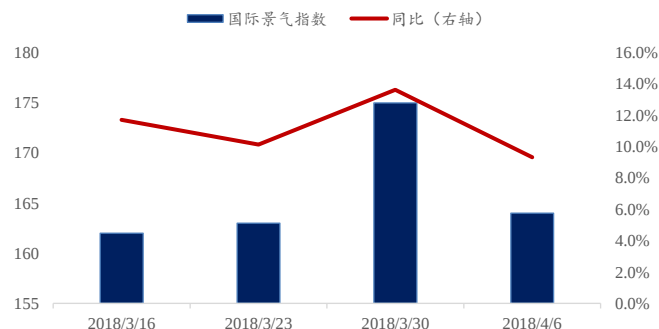
图 11、国内景气指数

图 12、国际景气指数

景气指数-国内



景气指数-国际



数据来源: 航指数、兴业证券经济与金融研究院整理

4.3、快递行业 2 月数据

2 月, 全国快递服务企业业务量完成 19.9 亿件, 同比下降 15.2%; 业务收入 289.4 亿元, 同比下降 1%。1-2 月, 全国快递服务企业业务量累计 59.7 亿件, 同比增长 31.2%; 业务收入累计 786.9 亿元, 同比增长 30.7%。其中, 同城业务量累计 14.7 亿件, 同比增长 30.2%; 异地业务量累计成 43.4 亿件, 同比增长 30.6%; 国际/港澳台业务量累计 1.6 亿件, 同比增长 60.2%。

5、本周观点及推荐组合

5.1、本周观点

我们在 2017 年 10 月初提出“航空供给侧改革”概念, 18 年夏秋航季严格执行 115 号文落地, 供给收缩逻辑持续强化。提升准点率是民航局目前阶段民航工作重点之一, 18 年夏秋航季时刻编制工作完成, 航班计划日均约 15278 班, 根据民航局公布的口径, 航班量同比增长 3.2%, 航空供给侧改革逻辑得到强化, 115 号文得到严格执行, 进一步彰显了民航局对于行业整体时刻收紧的决心。大公司市场份额得以稳固, 未来几个季度供给侧改革影响将逐步显现。票价方面, 经历 2012 年以来持续下滑后, 平均票价折扣处于历史新低, 1 月 5 日票价改革正式落地, 优质航线票价上限将逐步打开, 2018 年供需差将带来票价和盈利超高弹性, 航空票价将拐头向上。18 年春运数据已经初步验证了消费升级大趋势下民航需求强劲增长的势头, 在票价市场化的大幅推进的背景下, 暑运旺季将进一步验证民航的票价弹性。

航空供给侧改革带来的供需改善是 2018 年的主线, 油价汇率是次要矛盾。展望全年, 供需改善叠加票价市场化推进, 二三季度有望验证票价高弹性。从短期来看, 三月夏秋换季增速进一步强化供给侧改革逻辑; 四月开始, 票价展现弹性 (票价上限正式抬升、换季供需紧张、两会导致部分需求延后至四月); 航空股盈利和估值都有上调空间, 我们继续维持 18-19 年新供需格局、新竞争格局、新利润中枢的判断, 继续看好航空板块大行情。建议持续关注中国国航、东方航空、南方

航空、吉祥航空和春秋航空。

2018 年快递增速回升且龙头集中度提升加速，快递行业及企业具有需求稳定增长、现金流优势明显的消费品属性，对比成熟消费品的成长与股价发展历程，当前板块估值有提升空间。市场担心的单一大客户、价格战等问题均在逐渐向好的方向发展。上市公司均可作为行业龙头，经历了 2017 年盈利高速增长而估值中枢下移的过程，当前时点快递板块投资价值明显，推荐韵达股份、申通快递、圆通速递、顺丰控股。

国企改革板块：看好铁路改革（铁龙、广深、大秦）和外运发展。中国铁路是中国核心资产，通过改革，业绩和估值提升空间很大，目前改革已经箭在弦上。预计未来改革可能在客运价格市场化、铁路闲置土地再利用、铁路资产证券化以及铁路混合所有制改革等方面有进一步的突破。看好今年业绩大幅回升，有混改预期的铁龙物流，有望受益于提价和资产注入的广深铁路以及今年业绩大幅回升且长期看有望估值提升的大秦铁路。

上市的枢纽机场是核心资产，供给具备天然垄断性，且需求空间巨大，机场商业重新招标和机场收费提升是枢纽机场流量变现的重要渠道，未来随着时刻瓶颈的打开以及机场商业的开发，枢纽机场价值空间依然很大，我们对于中期（十三五末）枢纽机场的市值空间保持乐观。

航运业，我们继续看好航运业复苏，2017 年行业明显回暖，2018-2019 会更好。需求端：我们看到很多积极因素：欧美经济回暖、全球贸易周期复苏、一带一路促进亚洲区内贸易、美国推动减税等；供给端：集运市场集中度大幅提升、干散货市场运力增速显著放缓，行业供给端的压力正在下降。我们预计 2018 年航运业供求关系继续改善，复苏有望延续，建议利用市场短期波动布局中远海控、中远海特。中美贸易摩擦升级，目前对航运业的实际影响有限，但未来发展趋势存在不确定性，有待继续跟踪。如果贸易摩擦保持在可控范围，可能小幅影响集运行业的需求，对集运行业的复苏产生短期扰动，对于散货、原油及特种运输行业的直接影响很小；如果贸易摩擦继续扩大，对全球贸易、中美经济产生较大负面影响，则会对集运行业的需求产生冲击，航运其他子行业亦会受到影响，2018-2019 年行业继续复苏的进程将被打破。

5.2、本周推荐组合

中国国航、上海机场、韵达股份、广深铁路、申通快递

表 11、本周推荐组合估值表（单位：元）

代码	公司	评级	股价	EPS				PE				PB
				2017	2018E	2019E	2020E	2017	2018E	2019E	2020E	
601111	中国国航	审慎增持	11.49	0.54	0.68	0.89	1.07	21	17	13	11	1.9
600009	上海机场	审慎增持	47.86	1.91	2.31	2.44	2.71	25	21	20	18	3.8
002120	韵达股份	审慎增持	46.84	1.30	1.72	2.23	2.90	36	27	21	16	11.9
601333	广深铁路	审慎增持	4.49	0.14	0.24	0.17	0.18	32	19	26	25	1.1
002468	申通快递	审慎增持	24.01	1.04	1.29	1.57	1.96	48	29	15	12	5.7

数据来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院，截至 2018.4.7，

5.3、风险提示

汇率、油价大幅波动，航空、航运业需求增长低于预期、供给增长超出预期，飞机失事、海上安全事故，国内主要产业竞争力下降、产业升级失败，电商增速下滑、快递企业进行恶性价格战，国际贸易摩擦升级。

6、附录

6.1、近期重点研究报告

《快递每月谈：电商黑马拼多多崛起对快递贡献几何》
 《从成本决胜到产品分层—电商快递的价值重估路径》
 《快递行业跟踪分析：从德邦上市透视快递快运的互相渗透》
 《德邦股份：零担快运第一股，快递业务发展可期》
 《航空票价改革持续推进：方向和空间》
 《机场集团深度分析——从固定收益的角度》
 《新零售引领快递业变革》
 《航空 11 月月度数据点评：供需两旺，客座率显著提升》
 《航空机场年度策略：航空供给侧改革有望持续深化》
 《航运港口年度策略：继续看好航运复苏》
 《公路铁路年度策略：行业业绩向好、铁路改革继续深化》
 《物流行业年度策略：行业空间向好、龙头雏形渐显》
 《普路通（002769）深度报告：多重业绩拐点助力公司重回较高增长》
 《航空供给侧改革深度报告：正点率成为优先级，时刻释放趋于收紧》
 《集运业研究：供给不是洪水猛兽，继续看好集运复苏》
 《双十一再临，快递迎来效率与服务大考》
 《从固收角度分析高速公路集团》
 《中远海特（600428）：底部造船铸造龙头，BDI 周期向上提升盈利》
 《顺丰控股：鄂州空港研究——轴辐式网络或将促顺丰蜕变》
 《春秋航空深度报告：星辰破晓，多重拐点显现》
 《深高速深度报告：主业和多元业务发力，利润爆发可期》
 《中远海控（601919）：亏损王蜕变成行业领袖》

《美国铁路改革历程与现状——对中国铁路改革与估值的启示》

《外运发展：综合物流龙头各板块价值待重估》

《快递行业 6 月数据快评》

《首都免税招标落地，机场价值重估逻辑持续兑现，继续推荐上机、白云》

《白云机场商业招标持续落地，非航业务再下一城》

《中远海控（601919）：拟收购东方海外，强强联合迈入全球前三甲》

《集运供需好于市场预期，旺季业绩弹性加大》

《招商公路：行业旗舰平台即将上市》

《南航定增预案点评》

《招商局集团主导，辽宁港口整合拉开序幕》

《5 月航空数据点评：经营分化持续，国内需求增长强劲》

《宁沪高速跟踪报告：高速业绩稳健、地产锦上添花》

《5 月快递数据点评》

《广深铁路调研纪要：成本上升导致 17 年业绩压力大、普客提价 18 年前有望落地》

《顺丰控股(002352)：快递，唯快不破！——全方位打造“中国 FedEx、UPS”》

《白云机场：受益大湾区建设，珠三角国际枢纽冉冉升起》

《再议菜鸟网络对快递业影响》

《航空投资策略：外围因素不确定性消除，航空旺季效应值得期待》

《白云机场 T2 广告招商落地，非行业务再迎利好》

《快递行业最新财报分析：快递行业分化加剧，优质企业终将胜出》

《交运行业 2016 年年报及 2017 一季报总结报告》

《建发股份：极低估值+催化剂有望带来较大弹性》

《航空深度报告：航空供需结构分解：论客座率向票价的传导机制》

《机场内线正式提价，板块利好持续释放》

《韵达股份（002120）深度报告：强大管控力抢占快递“服务战”先机》

《智能先行，快递柜开出末端之花——快递柜行业深度研究报告》

《合和公路基建(0737.HK)深度报告：超高派息率保证稳健收益》

《浙江沪杭甬(0576.HK)深度报告：高速保稳健、券商增弹性》

《从普洛斯看物流地产未来潜能——普洛斯深度研究报告》

《机场行业深度报告：国内免税格局破冰的另一个赢家——再论机场板块配置价值》

《为什么我们看好航运业复苏——对短中长期供求关系的再论述》

《一带一路上物流园区龙头：亚中物流（600603）》

《快递板块近期大涨的思考——如何看待 2017 年快递的投资机会》

《万林股份（603117）点评：计划收购非洲林业资产，向产业链上游延伸》

《传化智联（002010）：“易货嘀”初步成功，“传化网”价值显现》

《从资本开支看航空公司成本趋势和发展战略》

《集运热点问题解答》

《航运专家电话会议纪要》

《东南沿海高铁提价，运价市场化更进一步》

《春运旺季效应明显，国际投放持续分化——1 月航空数据点评》

《中远海控跟踪报告：集运运价表现强劲，盈利预期大幅改善》
《中远海特（600428）2016 业绩快报点评：四季度业绩明显改善，继续建议低位买入》
《交通运输行业信用投资月报：航运景气持续回暖，公路治超效果显现》
《近期集运市场表现强劲，行业复苏方向明确》
《“十年等一回”铁路改革系列：多式联运视角看铁路混改》
《从成本、资产及资本开支看快递企业异同》
《天天快递纳入苏宁云商，双方优势互补可期》
《民航“十三五”规划点评：民航战略地位凸显，运输机场建设提速》
《2017 交运转型个股——富临运业跟踪报告：同业整合增厚利润，创新转型提升估值》
《机场行业深度报告：枢纽机场价值再认识》
《中储股份(600787)：央企改革或将加速，价值重估有望展开》
《2017 年年度策略：十年等一回，迎接航运业复苏和铁路改革》
《航运业跟踪报告：通往复苏之路，积蓄向上的弹性》
《皖江物流（600575）：安徽煤电运龙头，国企改革带来新机遇》
《新海股份点评：新海股份过会，建议关注估值洼地的韵达快递》
《天海投资（600751）点评：收购通过美国审查，未来海阔天空》
《中通快递 IPO 梳理：上市快递企业比较间看差异》
《全球最具影响力购物节：“双十一”主题投资分析》
《铁路“十三五”规划解读：基建大步向前，改革不拖后腿》
《中国国航：卡位核心枢纽，铸就高品质航线网络》
《国内航线运价改革点评：市场化航线大幅增加，运价改革持续推进》
《快递专题之六：菜鸟网络详细解析》
《深高速：股权激励持续推进、重申价值重估机会》
《搜于特：非公开发行获核准，供应链服务平台加速推进》
《春秋航空股权激励方案点评：激发中层积极性，维持经营高效率》
《韩进海运破产对行业供需格局冲击有限》
《快递专题研究之五：从美国经验看价格战何去何从》
《st 黑化：安通借壳及配套募资基本完成，未来发展前景良好》
《交通运输业 2016 年中报总结：机场、公路、物流出现持续较快增长》
《白云机场（600004）：低估值稳增长，远期市值空间大》
《保税科技（600794）跟踪报告》
《万林股份（603117）跟踪报告：木材供应链龙头，布局网点加速扩张》
《天海投资（600751）热点问题解答》<http://dwz.cn/3Uq8sU>
《山东高速中报点评——主业快速增长、地产清理将集中贡献业绩》
《圆通借壳过会，快递证券化正式拉开帷幕》
《山东高速：盘活资产、增厚业绩，国企改革新机遇》
《厦门国贸：受益大宗品和地产景气回升，业绩高增长确定》
《长久物流：新股报告：国内第三方汽车物流龙头》
《传化物流系列研究之一——生态圈概览》
《传化物流研究之二——线下实体价值测算》

《发改委、国常会再提物流扶持政策，板块迎来主题投资机会》

《交运国企改革再观察——公司治理的积极改进》

《航空板块大涨点评航空旺季“弹性”：票价还是汇兑？》

《中国快递迈入战国时代——韵达货运借壳新海股份上市点评》

《天海投资：计划收购英迈国际，成为全球最大的 IT 分销商》

《赴台湾旅游拟全面暂停，国内航企影响较小》

《粤高速：低估值、高增长，战投助力多元业务发展》

《海南航空：定增获核准，迎来发展新阶段》

《广深铁路：开源节流、待多热点催化股价》

《海汽集团新股报告：道路运输显身手，海汽上市再扬帆》

《旺季正式来临，航空迎来绝佳配置窗口》

《富临运业：最具潜力的新能源汽车运营服务平台》

《顺丰（鼎泰新材）最新借壳预案亮点精度》

《建发股份估值分析》

《估值折价有望修复，航空旺季行情可期》

《*ST 黑化：安通借壳，转型为国内领先的内贸集装箱物流服务商》

《搜于特：产业链优势助公司打造一体化供应链平台》

《快递物流综合服务龙头——评顺丰借壳预案》

《天顺股份新股报告：新疆综合物流服务龙头》

《通航产业将成为稳经济的重要抓手，十三五迎来发展黄金期》

《新角度重新审视快递行业空间》

《跳出周期看航空：卡位决定长跑冠军》

《南京中北深度报告：主业稳健、潜在充电桩运营标的》

《移动用车系列报告之二——多服务模式发展，塑智慧出行新方式》

《央企改革之中国诚通托管中国铁物研究》

《供应链服务研究之一：供应链服务的本质》

《普路通深度研究——处于高速增长期的专业供应链服务商》

《航空专题报告之二：相逢一笑泯恩仇——航企与 OTA 的竞合之路》

《大杨创世：圆通借壳，蛟龙起舞》

《富临运业深度研究——向智慧交通产业链延伸》

《快递专题研究之三——电商与快递》

《航空专题报告之一：出境游盛宴正酣，国际航线蓝海启航》

《快递专题研究之二——行业历史及格局》

《圆通速递借壳大杨创世预案点评》

《快递专题研究之一——中国特色的快递组织模式》

《深高速深度报告：政府回购叠加股票激励，价值回归提速》

《英迈国际（天海投资收购标的）研究》

《航空春运数据点评：峰值效应变弱，国际航线以量补价》

《大秦铁路：煤炭运价下调，大秦铁路降价保量》

《中国大粮商崛起之路：粮食流通产业研究》

《“差强人意”？告诉你真实的航空春运数据》

《东方时尚新股报告：A股唯一驾校标的，异地扩张前景广阔》

《大洲兴业：家具建材流通领域龙头亚中物流借壳上市》

《广深铁路深度报告：利空正出清，提价等众多热点将持续发酵》

《中远中海整合草案点评：打造专业化上市平台，整体利好基本面改善》

《时刻改革“破冰”，传统航空存在巨额资产重估空间》

《相约在春季：航空股即将迎来春季攻势》

《中国大粮商崛起之路：粮食流通产业研究》

《航空投资策略：外围因素不确定性消除，航空旺季效应值得期待》

《白云机场 T2 广告招商落地，非行业务再迎利好》

《快递行业最新财报分析：快递行业分化加剧，优质企业终将胜出》

《交运行业 2016 年年报及 2017 一季报总结报告》

《建发股份：极低估值+催化剂有望带来较大弹性》

《航空深度报告：航空供需结构分解：论客座率向票价的传导机制》

《机场内线正式提价，板块利好持续释放》

《韵达股份（002120）深度报告：强大管控力抢占快递“服务战”先机》

《智能先行，快递柜开出末端之花——快递柜行业深度研究报告》

《合和公路基建(0737.HK)深度报告：超高派息率保证稳健收益》

《浙江沪杭甬(0576.HK)深度报告：高速保稳健、券商增弹性》

《从普洛斯看物流地产未来潜能——普洛斯深度研究报告》

《机场行业深度报告：国内免税格局破冰的另一个赢家——再论机场板块配置价值》

《为什么我们看好航运业复苏——对短中长期供求关系的再论述》

《一带一路物流园区龙头：亚中物流（600603）》

《快递板块近期大涨的思考——如何看待 2017 年快递的投资机会》

《万林股份（603117）点评：计划收购非洲林业资产，向产业链上游延伸》

《传化智联（002010）：“易货嘀”初步成功，“传化网”价值显现》

《从资本开支看航空公司成本趋势和发展战略》

《集运热点问题解答》

《航运专家电话会议纪要》

《东南沿海高铁提价，运价市场化更进一步》

《春运旺季效应明显，国际投放持续分化——1 月航空数据点评》

《中远海控跟踪报告：集运运价表现强劲，盈利预期大幅改善》

《中远海特（600428）2016 业绩快报点评：四季度业绩明显改善，继续建议低位买入》

《交通运输行业信用投资月报：航运景气持续回暖，公路治超效果显现》

《近期集运市场表现强劲，行业复苏方向明确》

《“十年等一回”铁路改革系列：多式联运视角看铁路混改》

《从成本、资产及资本开支看快递企业异同》

《天天快递纳入苏宁云商，双方优势互补可期》

《民航“十三五”规划点评：民航战略地位凸显，运输机场建设提速》

《2017 交运转型个股——富临运业跟踪报告：同业整合增厚利润，创新转型提升估值》

《机场行业深度报告：枢纽机场价值再认识》
《中储股份(600787)：央企改革或将加速，价值重估有望展开》
《2017 年年度策略：十年等一回，迎接航运业复苏和铁路改革》
《航运业跟踪报告：通往复苏之路，积蓄向上的弹性》
《皖江物流（600575）：安徽煤电运龙头，国企改革带来新机遇》
《新海股份点评：新海股份过会，建议关注估值洼地的韵达快递》
《天海投资（600751）点评：收购通过美国审查，未来海阔天空》
《中通快递 IPO 梳理：上市快递企业比较间看差异》
《全球最具影响力购物节：“双十一”主题投资分析》
《铁路“十三五”规划解读：基建大步向前，改革不拖后腿》
《中国国航：卡位核心枢纽，铸就高品质航线网络》
《国内航线运价改革点评：市场化航线大幅增加，运价改革持续推进》
《快递专题之六：菜鸟网络详细解析》

分析师声明

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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

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。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上 海	北 京	深 圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦 15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳福田区中心四路一号嘉里建设广场 第一座701
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn