

2018-7-13

行业研究 | 深度报告

评级 **中性** 维持

运输行业

# 革故鼎新，东方欲晓

## —— 交运行业 2018 年中期策略报告

### 报告要点

#### ■ 航空：暑运验证全新逻辑，热门航线价值重估

航空的供给侧改革实施以来，热门市场的供给增速趋缓；去年旺季航班晚点导致航空需求低基数，而航班的正点率提升将改善航空需求，**预计暑运旺季航空供需将持续改善**。票价改革的逐步落地实施打开了商务航线的盈利能力，在高客座率的背景下，放开限价，票价弹性有望放大。**未来几年，热门市场航线的价值将持续提升，而油价和汇率的敏感性逐渐降低，航空公司盈利能力和稳定性将加强，从而带动业绩和估值双升。推荐资源优势明显的中国国航、边际改善显著的东方航空及效率持续提升的春秋航空，建议关注弹性较大的南方航空。**

#### ■ 快递：管理决胜未来，优选 Alpha 标的

过去 2 年，固定资产投资方向和网络管理体系的差异，造就当前龙头的分化。企业上市后持续加大资本开支，预计 2018 年通达系间的固定资产短板将逐渐弥合。但**考虑到通达系快递产品分层短期内仍未成熟，同质化竞争下的精细化管理仍是当前决胜的关键**，尤其需要平衡好中短期运营与长期综合转型的资金与管理投入。**考虑到“双十一”旺季催化叠加估值切换，四季度或是板块较好布局时点。推荐精细化管理出色、市占率持续提升的韵达股份，以及战略转型大件快递的直营零担龙头德邦股份。**

#### ■ 海运：集运供给拐点呈现，油运周期底部反转

集运行业：在中远海控收购东方海外之后，班轮公司梯队化愈发明显，竞争格局实质优化。随着上半年最大一波运力交付潮落地之后，新增运力进入下行周期。**我们判断，2 季度大概率全年盈利低点，后续随着旺季来临，成本压力叠加需求环比改善，运价有望大幅提升，推荐中远海控。**油运行业：周期底部特征明显，**随着老旧船舶拆解增加、新船交付量减小，基本面逐步修复**。此外，若美国制裁伊朗事件生效，2.5%的运力或将退出市场，供给压力显著减轻；**中美原油贸易的增加，有望带来可观的增量需求，建议关注中远海能、招商轮船。**

#### ■ 铁路：低估值铸就安全边际，铁改提供向上弹性

中铁总公司换届以来，铁路行业市场化改革加速推进，改革红利不断释放，其中**铁路客运运价改革（普客提价）和土地资源开发将是两个重要的方向。广深铁路作为铁路客运核心标的，将多方面受益于铁路改革，公司盈利迎来向上拐点**。目前，公司 PB 估值接近 1 倍，结合非亏损央企特点，安全边际较高。

- 风险提示：**
1. 欧美经济复苏受阻；
  2. 原油价格大幅上涨；
  3. 人民币汇率风险。

分析师 韩轶超

☎ (8621) 61118710

✉ hanyc@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490512020001

联系人 冯启斌

☎ (8621) 61118710

✉ fengqb@cjsc.com.cn

联系人 赵超

☎ (8621) 61118710

✉ zhaochao2@cjsc.com.cn

分析师 于灯灯

☎ (8621) 61118710

✉ yudd@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490518060001

联系人 鲁斯嘉

☎ (8621) 61118710

✉ lusj@cjsc.com.cn

#### 行业内重点公司推荐

公司代码	公司名称	投资评级
002120	韵达股份	买入
603056	德邦股份	买入
600115	东方航空	买入
601021	春秋航空	买入
601111	中国国航	买入
601333	广深铁路	买入
601919	中远海控	买入

#### 市场表现对比图（近 12 个月）



资料来源：Wind

## 目录

航空：暑运验证全新逻辑，热门航线价值重估 .....	6
热门航线价值重估 .....	6
航空旺季兑现全新逻辑 .....	9
投资策略：相同行业背景，不同个股逻辑 .....	11
快递：管理决胜未来，优选 Alpha 标的 .....	15
增长有韧性，利益再平衡 .....	15
龙头持续分化，硬件短板弥合 .....	17
精细化管理为王，期待旺季催化 .....	21
附录：快递企业历年资本开支及其方向 .....	22
海运：集运供给拐点呈现，油运周期底部反转 .....	24
集运：利空出尽，旺季可期 .....	24
油运：周期底部确立，通往复苏之路 .....	28
铁路：低估值铸就安全边际，铁改提供向上弹性 .....	35
铁路市场化改革推进，价改和土地开发为核心 .....	35
广深铁路：盈利拐点出现，铁改提供向上弹性 .....	37

## 图表目录

图 1：航空逻辑框架图 .....	6
图 2：2018 年夏秋航空季千万级机场的可用座位数增速大幅下滑 .....	6
图 3：2018 年民航的运力将从中心城市向周边扩散 .....	6
图 4：热门航线的供需关系持续改善，客座率远高于行业平均 .....	7
图 5：2017 年热门市场的需求增速和供给增速的剪刀差放大 .....	7
图 6：2018 年预计国内市场的供需关系将持续改善 .....	7
图 7：高客座率下景气上行，预计票价仍将上行 .....	7
图 8：热门航线的经济舱最高限价集中放开 .....	8
图 9：高客座率下，放开限价将增加票价弹性 .....	8
图 10：大型航司优质航线占比高 .....	8
图 11：大型航司的客座率变动优于可比航司（%） .....	8
图 12：航空公司的汇兑敏感性降低 .....	9
图 13：航空公司的单位油耗持续降低 .....	9
图 14：供需的影响增强，油价和汇率影响减弱，航空的投资思路将更简单 .....	9
图 15：2018 年航班正常率的提升或促进航空的需求（%） .....	10
图 16：2018 年国内热门机场的运力投放趋缓 .....	10
图 17：人民币的累计升值促进出境游重回景气 .....	10
图 18：国际航线的运力投放增速加快 .....	10
图 19：中国国航在北京首都机场时刻资源占优 .....	11

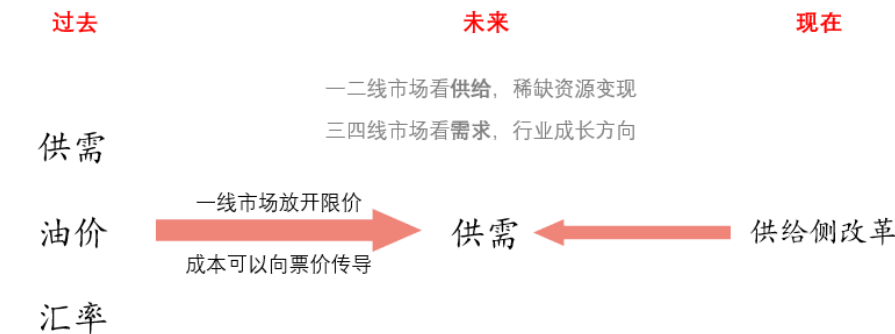
图 20: 中国国航在国内前十大航线的可用座位数占比最高 .....	11
图 21: 中国国航的客源质量较高 .....	11
图 22: 中国国航的客公里收益最高, 票价折平均扣率较高 .....	11
图 23: 2017 年南方航空的关键指标弹性最大 .....	12
图 24: 2017 年南方航空国内市场的业务和收入占比最高 .....	12
图 25: 2018 年夏秋航季东方航空在上海两场时刻占比最高 .....	13
图 26: 2018 年夏秋航季东方航空是京沪线第一大承运人 .....	13
图 27: 中韩航空市场的需求复苏明显 .....	13
图 28: 东方航空的客座率改善明显 (%) .....	13
图 29: 2017Q2 开始, 春秋航空的营业收入增速超过旅客周转量增速 .....	14
图 30: 2018 年夏秋航季, 春秋航空已经提价的重点航线 (元) .....	14
图 31: 春秋航空的国内线运力消化充分 .....	14
图 32: 春秋航空的国际线供求关系趋于改善 .....	14
图 33: 实物网上零售额增长保持较强韧性 .....	15
图 34: 快递业务量增速与网购规模增速一致性较强 .....	15
图 35: 通达系 2017 年中西部地区业务量增速高于华东、华南地区 .....	16
图 36: 中西部地区快递业务量保持较快增长 .....	16
图 37: 快递业务量季度增速呈现前高后低走势 .....	16
图 38: 2018 年 4 月以来快递网点价格与总部价格走势背离 .....	17
图 39: 头部企业 (前八名企业) 日均单量突破 500 万单的阈值 .....	18
图 40: 头部企业规模效应构筑成本优势 .....	18
图 41: 快递行业 CR8 持续提升 .....	18
图 42: 2017 年快递公司固定资产净值及土地使用权对比 .....	19
图 43: 顺丰控股、韵达股份转运中心自动化率较高 .....	19
图 44: 快递龙头市场份额表现分化 .....	19
图 45: 快递企业持续扩大资本开支 .....	20
图 46: 加盟制快递联合增资“浙江驿栈” .....	21
图 47: 菜鸟层面的物流产品分层已经出现 .....	21
图 48: 韵达股份 Alpha 值较高 .....	22
图 49: 申通快递 2017 年大幅增加转运中心及车辆投入 .....	22
图 50: 圆通速递持续加大转运中心及土地投入 .....	22
图 51: 韵达股份 2016-2017 年机器设备投资大幅增加 .....	23
图 52: 顺丰控股 2017 年固定资产及土地投入增速放缓 .....	23
图 53: 港口集装箱吞吐量增速稍显疲软 .....	24
图 54: 2018 年预计集运需求增速为 4.8%, 同比稳中有降 .....	24
图 55: 集运新船交付压力增加 .....	24
图 56: 2018 年预计集运供需增速大致持平 .....	24
图 57: 中远海控收购东方海外之后, 班轮公司呈现明显梯队化 (单位: 万 TEU) .....	25
图 58: 重组完成后, 全球 Top10 运力占比有望达到 82.9% .....	25
图 59: 美线市场, Top10 合计市场份额已经达到 89.9% .....	25
图 60: 7 月初, 在手订单量/总运力比例为 11.7%, 处于历史低位 .....	26
图 61: 2018 年后, 预计集运新增运力将大幅减小 .....	26
图 62: 2018 年下半年, 预计集运运力交付量稳步下行 .....	26

图 63: 船舶闲置率处于低位, 后续存量运力回归市场的压力较小 .....	26
图 64: 2018 年 1 季度, 班轮公司盈利 (净利润) 情况不佳 .....	27
图 65: 油价和运价出现剪刀差 .....	27
图 66: 2011 年, 油价和运价同样出现剪刀差 .....	27
图 67: 2012 年提价后, 班轮公司盈利大幅改善 .....	27
图 68: 3 季度为集运行业传统旺季 .....	27
图 69: 成本压力叠加旺季催化, 运价有望大幅提升 .....	27
图 70: 年初以来, 中远海控相对沪深 300 下跌 20% .....	28
图 71: 中远海控 PB 估值处于历史 43% 的分位 .....	28
图 72: 油运日收益水平处于历史低位, 且不同船型趋同 .....	29
图 73: 从在手订单来看, 大船的供给压力相对较大 .....	29
图 74: 油轮拆解量大幅增加, 运力净增长趋于零 .....	29
图 75: 油轮运力规模同比增速大幅走低 .....	29
图 76: 15 年以上船龄油轮占比达到 19.0% .....	29
图 77: 油轮在手订单/总运力比例处于历史低位 .....	29
图 78: 15 年以上运力占比 > 在手订单量/总运力 .....	30
图 79: 预计 2018 年油轮有效运力增速为 2.0% .....	30
图 80: 2017 年, 伊朗原油出口量占全球的 5.7% .....	31
图 81: 石油禁运期间, 伊朗原油出口量大幅下滑 .....	31
图 82: 伊朗石油禁运期间, 中东原油出口量维持稳定 .....	31
图 83: 伊朗国家油运公司 (NITC) 船队情况 .....	31
图 84: NITC 占到世界油轮总运力的 2.5% .....	31
图 85: NITC 占到世界 VLCC 总运力的 5.3% .....	32
图 86: 伊朗石油禁运开始后, 储油轮储油量明显增加 .....	32
图 87: 2015 年出口禁令解除后, 美国原油出口量大幅增长 .....	32
图 88: 2017 年美国出口原油海运周转量占比为 3.4% .....	33
图 89: 美国至中国原油出口量大幅提升 .....	33
图 90: 墨西哥湾到中国航距约为 15200 海里 .....	33
图 91: 中东到中国航距约为 5700 海里 .....	33
图 92: 2017 年, 美国仅占中国原油进口总量的 1.8% .....	34
图 93: 预计 2018 年油运需求增速为 4.5% .....	34
图 94: 18 个铁路局率先完成公司制改革 .....	35
图 95: 前两次铁路普客提价期间, 国内物价水平上涨较多 .....	36
图 96: 1995-2017 年, 国内 CPI 上涨 60.6% .....	36
图 97: 2017 年广深铁路收入结构 .....	37
图 98: 2018Q1 公司归属净利润同比增长 57.9% .....	37
图 99: 年初以来, 广深铁路相对沪深 300 下跌 9% .....	38
图 100: 广深铁路 PB 估值接近 1 倍 .....	38
表 1: 2018 年南方航空票价改革的业绩弹性较大 .....	12
表 2: 快递公司单票收入与单票成本结构 .....	19
表 3: 班轮公司燃油附加费征收情况 (单位: 美元) .....	28

表 4: 伊朗制裁事件梳理 .....	30
表 5: 中铁总动作频频, 多个方面寻求突破 .....	36
表 6: 铁路土地资源开发进度 .....	37
表 7: 2018 年预计公司长途车客运量和单位运价对归属净利润的敏感性测算 .....	38

## 航空：暑运验证全新逻辑，热门航线价值重估

图 1：航空逻辑框架图



资料来源：长江证券研究所

### 热门航线价值重估

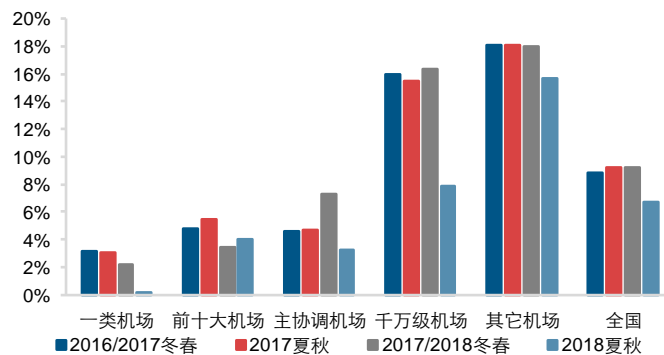
#### 供给侧结构性改革，热门市场供需改善

2017年9月，民航局出台了《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》，对**航班时刻进行运行总量控制和航班结构调整**。

依据“2018夏秋国内航空公司正班计划”测算，2018年夏秋航季国内的可用座位数增速同比下滑2.5个百分点，**国内航空市场的供给增速趋缓**。

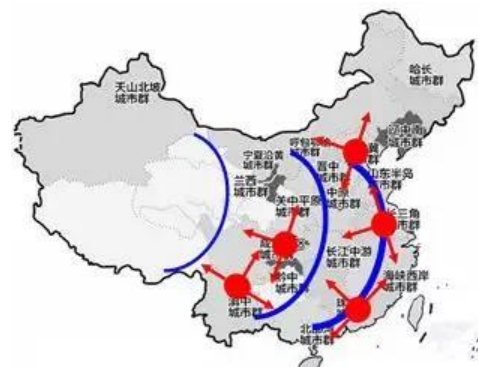
但是，影响更为深远的在于结构性的调整，千万级以上机场的可用座位数增速下滑7.7个百分点，**热门市场的供需矛盾将变得更为突出**。

图 2：2018 年夏秋航季千万级机场的可用座位数增速大幅下滑



资料来源：民航预先飞行管理系统，长江证券研究所

图 3：2018 年民航的运力将从中心城市向周边扩散



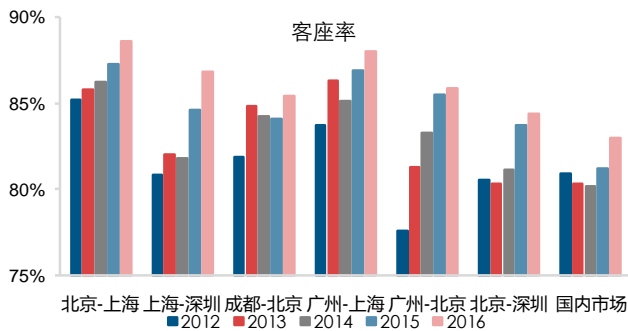
资料来源：航旅研究，长江证券研究所

此外，我们预计热门市场的原有航班时刻已经物尽其用，执行率已经难以提升，计划时刻增速下滑的背景下，热门市场的实际航班增速会受到实质性的抑制。

千万级以下的机场，航班时刻增速依旧保持较高的增速，在热门市场难以新增航班的背景下，民航的运力或将会从中心城市向周边城市扩散，利好航空渗透度的提升，促进航空的需求培育，符合国家的民航大众化战略。

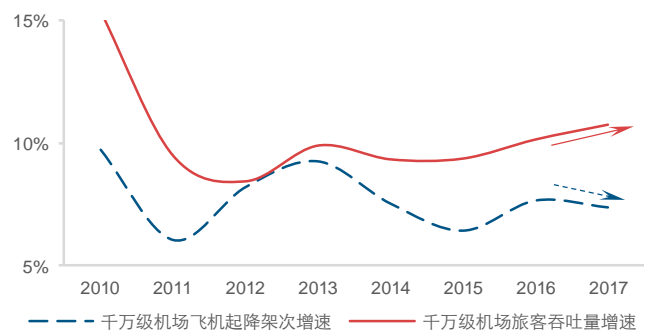
与国内市场的平均水平相比，热门航线的供需关系更紧张。在控总量和调结构的背景下，热门市场需求增速和供给增速的剪刀差或将持续扩大，热门市场航班时刻的潜在市场价值将持续提升。

图 4：热门航线的供需关系持续改善，客座率远高于行业平均



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 5：2017 年热门市场的需求增速和供给增速的剪刀差放大



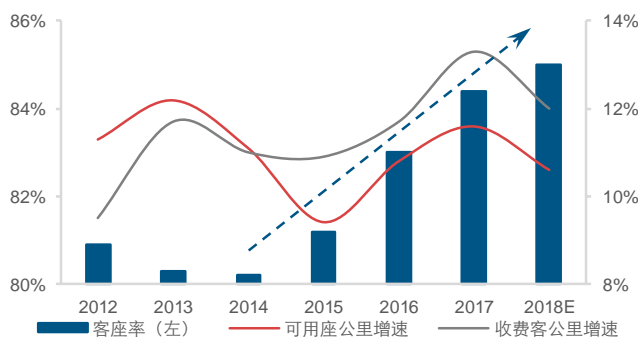
资料来源：民航局，长江证券研究所

## 高客座率下景气上行，票价放开释放弹性

过去几年，国内的航空市场需求维持较高增速，供需持续改善，2017 年的客座率达到 84.4%，2018 年在总量受控的背景下，预计国内市场的供需关系仍将持续改善，客座率将上行。

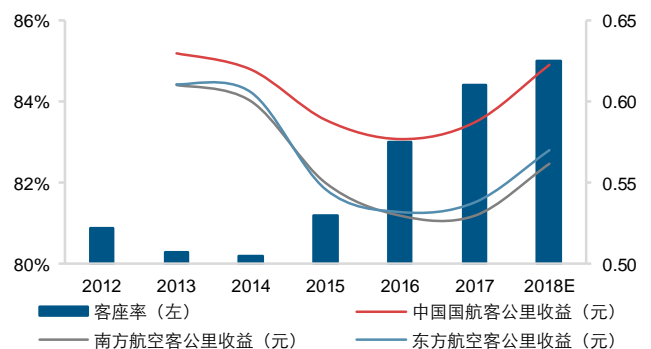
在热门航线的票价集中放开之前，2017 年国内市场的客座率达到 84.4%，中国国航和东方航空的国内市场的客公里收益水平同比转正，票价的拐点出现，即便没有价格改革方案出台，国内市场的价格也会上行，背后的动力在于提价的周期已经来临（请参考：交运思考系列之二：抽丝剥茧，返璞归真）。

图 6：2018 年预计国内市场的供需关系将持续改善



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 7：高客座率下景气上行，预计票价仍将上行

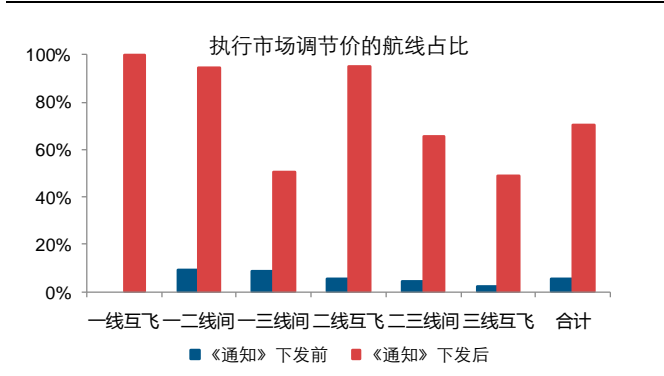


资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

“国内运价主要由市场决定”是民航市场化改革的愿景，按原有计划，将在 2020 年前完成。2017 年底，民航局和发改委发布《关于进一步推进民航国内航空旅客运输价格改革有关问题的通知》（下称《通知》），热门航线的市场定价权集中放开，核心航线的盈利能力将大幅提升。

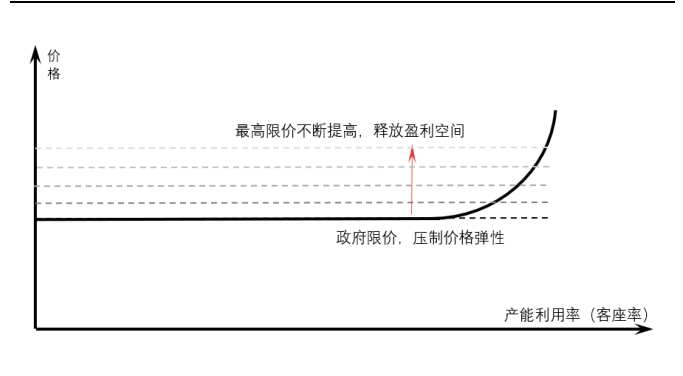
依据经济学的经典理论，在完全竞争的市场环境中，高产能利用率时，价格的弹性将会大幅提升。随着市场化改革的持续推进，未来几年经济舱全价票持续上调，从而释放政府限价对于实际价值的压制，提升价格的弹性，尤其是热门航线。

图 8：热门航线的经济舱最高限价集中放开



资料来源：民航预先飞行管理系统，长江证券研究所

图 9：高客座率下，放开限价将增加票价弹性



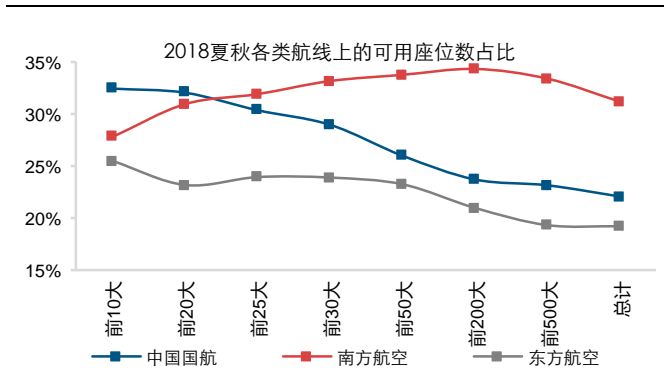
资料来源：长江证券研究所

### 优势资源占比高，大型航司充分受益

2017/2018 冬春航季（2017 年 11 月）以来，航空公司的客座率变动表现出显著的分化，中国国航、南方航空和东方航空的热门市场占有率高，其客座率变动优于可比航空公司。

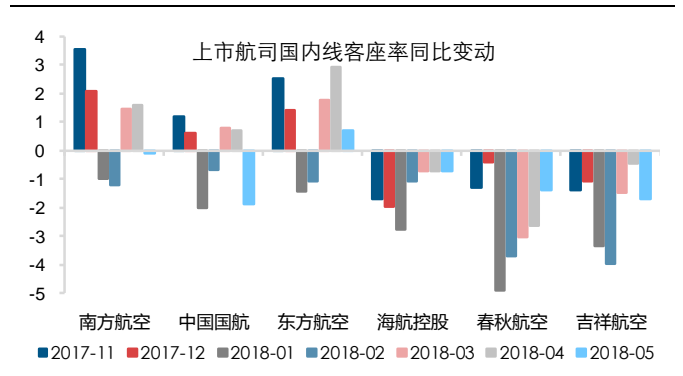
这背后隐藏的是热门市场和冷门市场的分化，在控总量的背景下，热门市场的供给受到较大的限制，供需改善；而引进的大量飞机只能投入到广大的三四线城市，冷门市场的供需或趋于恶化。

图 10：大型航司优质航线占比高



资料来源：民航预先飞行管理系统，长江证券研究所

图 11：大型航司的客座率变动优于可比航司 (%)



资料来源：Wind，长江证券研究所

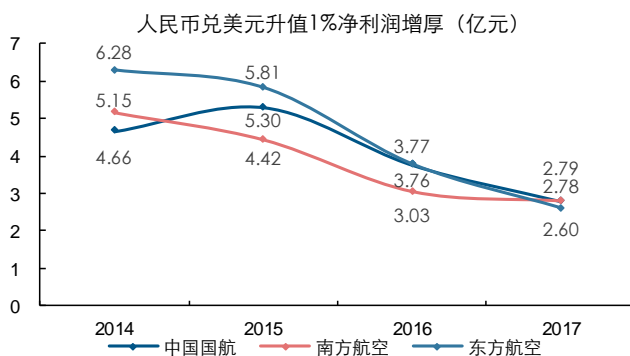
## 航空旺季兑现全新逻辑

### 汇兑影响不断减弱，燃油效率持续提升

购置飞机会产生大量的美元负债，航油成本是航空公司最主要的变动成本之一，因此，航空的业绩对于人民币兑美元汇率和油价变动较为敏感。过去几年，航空公司的业绩对于人民币汇率和原油价格的敏感性在持续降低：

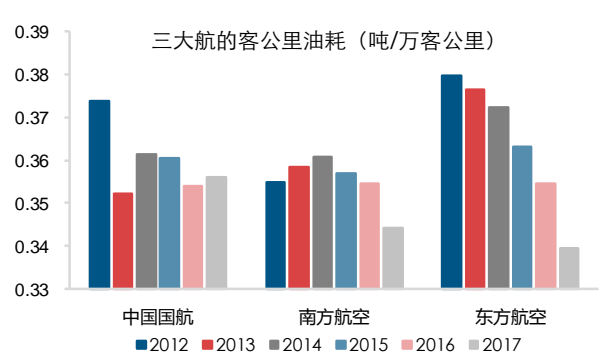
- **汇兑影响不断减弱。**过去几年，航空公司持续降低美元负债规模，降低汇兑波动对于公司业绩的影响，汇兑的敏感性大幅降低。
- **燃油效率持续提升。**一方面，航空公司将机队中油耗较高的老旧机型淘汰，引进燃油效率更高、更加先进的新机型（如 A320NEO 和 B737MAX 等）。另一方面，宽体客机引进速度较窄体机快，国际航线的运力投放速度也快于国内，而巡航阶段的飞机油耗较低，航程较长的国际线的燃油效率较高。

图 12：航空公司的汇兑敏感性降低



资料来源：公司公告，长江证券研究所

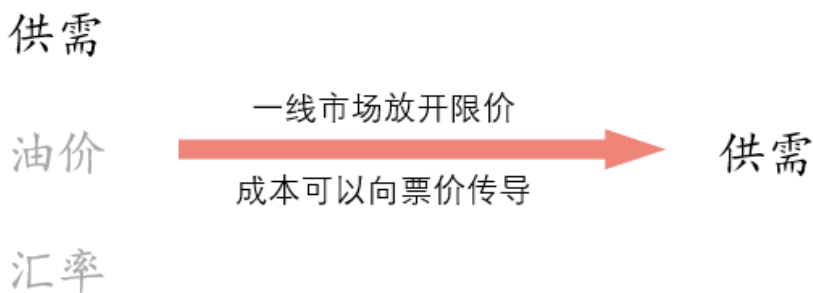
图 13：航空公司的单位油耗持续降低



资料来源：公司公告，长江证券研究所

在市场化的环境中，供需是价格的决定因素，北京-上海、北京-广州、北京-深圳、上海-广州、上海-深圳以及北京-成都等热门航线的票价上调，将增加票价的弹性。**供需对于航空公司的业绩影响加强，而汇率和油价的敏感性持续降低，航空公司的成本压力可以通过票价传导，会大大提升航空公司的盈利能力和稳定性，从而带动估值和业绩双升。**

图 14：供需的影响增强，油价和汇率影响减弱，航空的投资思路将更简单



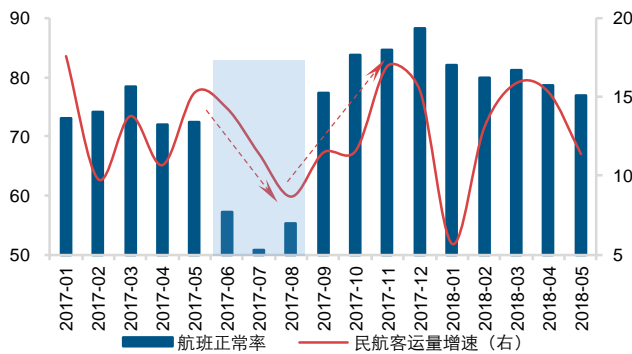
资料来源：长江证券研究所

## 暑运旺季兑现逻辑，供需改善价格上行

7月和8月是航空的暑运旺季，2017年暑运的航班正常率较低，使得民航的客运量增速大幅下滑。在控总量和调结构的背景下，航班正常率得到了大幅的提升，2018年1-5月全国航班正常率为79.76%，同比增加5.75个百分点，**航班正常率的提升或将提升今年暑运旺季的航空出行需求。**

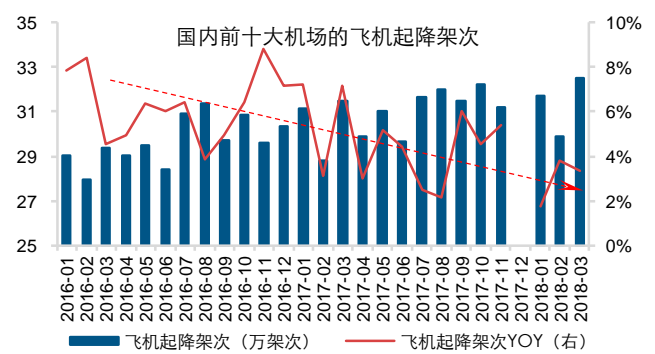
过去几年，热门市场的航班供给增速呈现下滑的趋势，最根本的原因在于资源的瓶颈。民航局严格执行供给侧改革的政策，暑运旺季的航班增速或继续下压，热门市场的供需关系将持续改善，叠加票价改革的落地实施，热门市场的票价弹性有望放大。

图 15：2018 年航班正常率的提升或促进航空的需求 (%)



资料来源：Wind，民航局，长江证券研究所

图 16：2018 年国内热门机场的运力投放趋缓



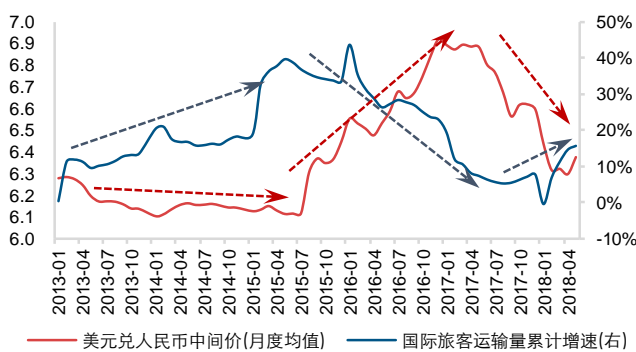
资料来源：Wind，长江证券研究所

## 国际市场需求恢复，内外共振利好业绩

人民币兑美元的汇率和航空的国际出行需求增速呈现反向变动的趋势。2015年至2017年年初，随着人民币贬值，航空的国际旅客运输量增速趋缓。2017年年初以来，人民币趋势向上，当前的汇率水平或将带动**2018年国际旅客运输量增速向上。**

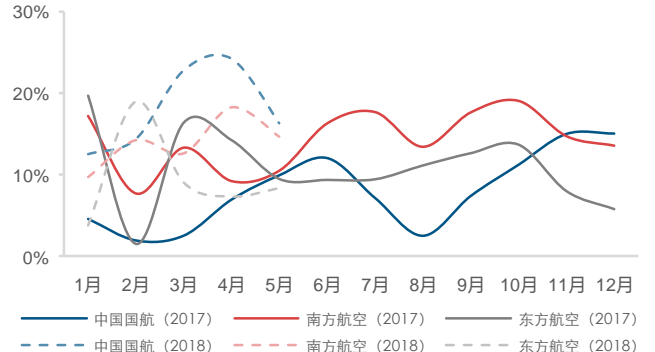
国际市场需求向上将带动国际市场的供给，一方面，消化部分运力，提升飞机的利用率，摊薄航空公司成本；另一方面，国际的运力供给会使得国内的运力投放偏紧，内外共振，改善供需。

图 17：人民币的累计升值促进出境游重回景气



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 18：国际航线的运力投放增速加快



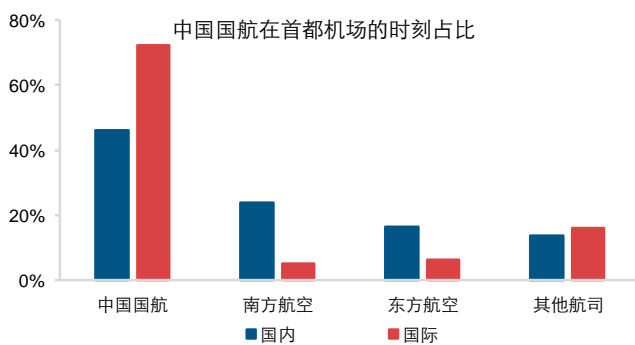
资料来源：Wind，长江证券研究所

## 投资策略：相同行业背景，不同个股逻辑

### 中国国航：资源优势凸显，核心白马标的

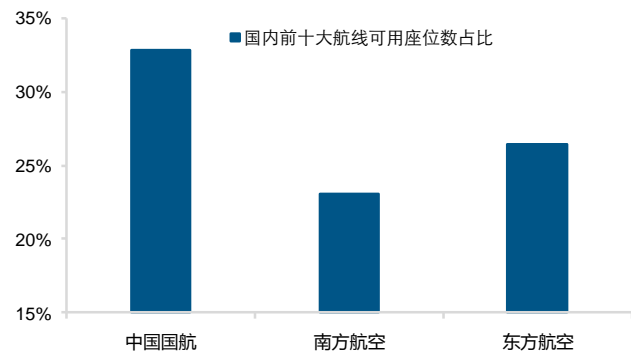
中国国航占据“中国第一国门”的北京首都机场国内航线时刻的 46%，国际航线时刻的 72%，远高于其他航空公司。随着 2019 年北京新机场投产，东方航空和南方航空集体搬迁北京新机场，将为中国国航腾出更多的发展空间，中国国航在北京首都机场的市场占有率有望提高至 70% 左右<sup>1</sup>。

图 19：中国国航在北京首都机场时刻资源占优



资料来源：民航预先飞行管理系统，长江证券研究所

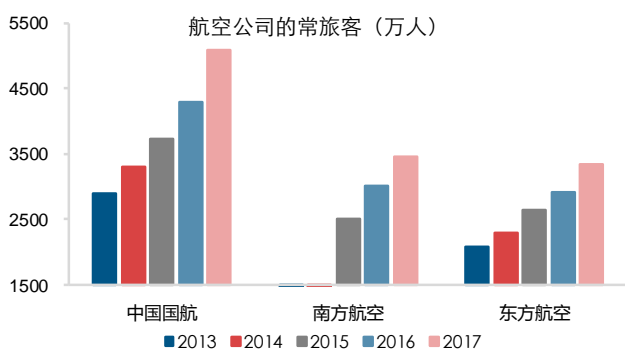
图 20：中国国航在国内前十大航线的可用座位数占比最高



资料来源：民航预先飞行管理系统，长江证券研究所

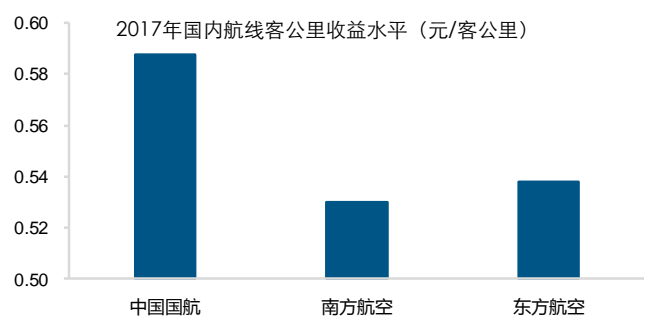
中国国航的航线结构优越，在可用座位数最大的前十大航线占比最高，将受益于热门航线的供需改善和价格提升。同时，中国国航拥有首屈一指的本土公商务客户群体，常旅客人数远超可比航司，乘客的票价敏感性较低，票价水平或刚性地提升。中国国航的国内客公里收益水平最高，反映出票价平均折扣率较高，票价上涨兑现的基础最好。

图 21：中国国航的客源质量较高



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 22：中国国航的客公里收益最高，票价折平均扣率较高



资料来源：公司公告，长江证券研究所

更多信息请参考公司深度报告：《中国国航：蓄势待发，乘势而飞》。

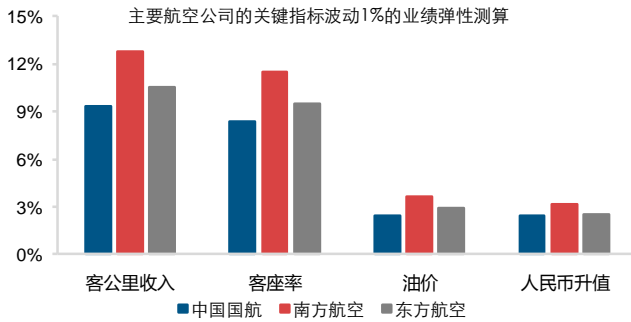
<sup>1</sup> 数据来源：公司官网，[https://et.airchina.com.cn/cn/investor\\_relations/117871.shtml](https://et.airchina.com.cn/cn/investor_relations/117871.shtml)。

## 南方航空：国内最大航司，业绩弹性较大

南方航空的净利率较低，相同的边际改善带来的业绩弹性更大。2018 年受益于总量控制和价格改革，国内市场的客座率和票价水平有望双升，南方航空充分受益于高弹性。

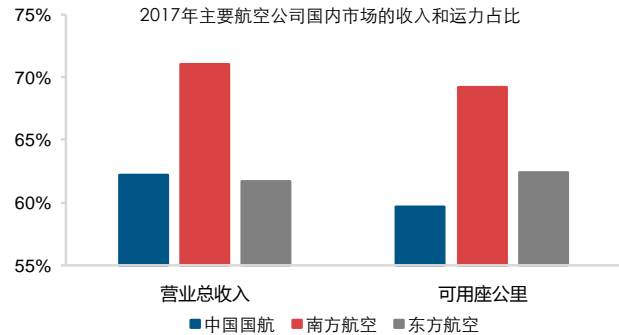
无论是供给侧改革的政策，还是票价改革政策，都是针对国内的航线，南方航空国内航线运力和收入占比高，充分受益于票价改革和供给侧改革。

图 23：2017 年南方航空的关键指标弹性最大



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 24：2017 年南方航空国内市场的业务和收入占比最高



资料来源：公司公告，长江证券研究所

表 1：2018 年南方航空票价改革的业绩弹性较大

项目	中国国航	南方航空	东方航空
市场调节价目录航线（条）	197	285	281
2018 年预期调节航线（条）	30	43	42
预期上调的幅度（%）	10	10	10
航班执行率（%）	96.90	97.70	97.90
国内客座率（%）	83.06	82.54	82.96
假设机票折扣（%）	80.00	80.00	80.00
票价上调的利润增厚（亿元）	33.32	42.81	32.13
2017 年平均税率（%）	24.77	22.33	20.88
税后利润增厚（亿元）	25.07	33.25	25.42
2017 年净利润（亿元）	86.37	68.33	68.20
弹性测算（%）	29.02	<b>48.66</b>	37.27

资料来源：Wind，民航预先飞行管理系统，民航局，长江证券研究所

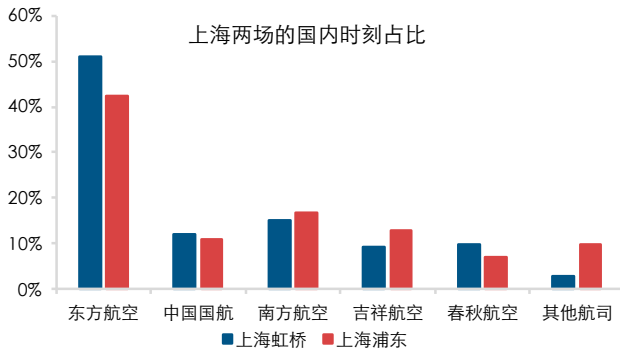
从更长远的角度，南方航空的二线市场占比高，随着千万级机场的供给增速趋缓，二线市场的收益水平或向一线市场靠拢，南方航空丰富的二线资源的价值将会持续提升。

更多信息请参考公司深度报告：《南方航空：广州之路迎风起，南方航空正当时》。

## 东方航空：京沪第一承运人，边际改善明显

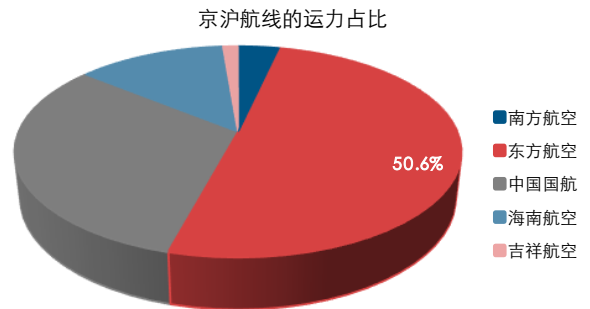
东方航空在浦东机场和虹桥机场时刻资源占优，是京沪线的第一大承运人。随着北京-上海、上海-深圳、上海-广州等大量上海相关的热门航线提价，东方航空的盈利能力有望全面释放。

图 25：2018 年夏秋航季东方航空在上海两场时刻占比最高



资料来源：民航预先飞行管理系统，长江证券研究所

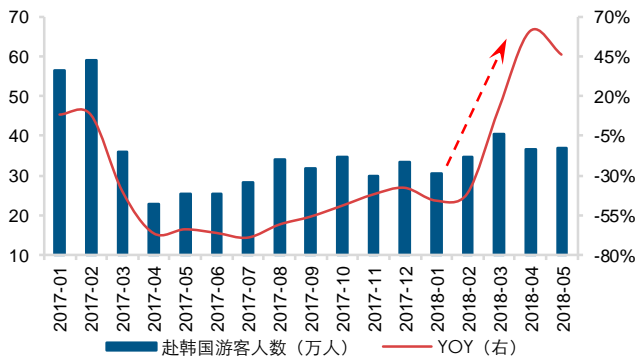
图 26：2018 年夏秋航季东方航空是京沪线第一大承运人



资料来源：民航预先飞行管理系统，长江证券研究所

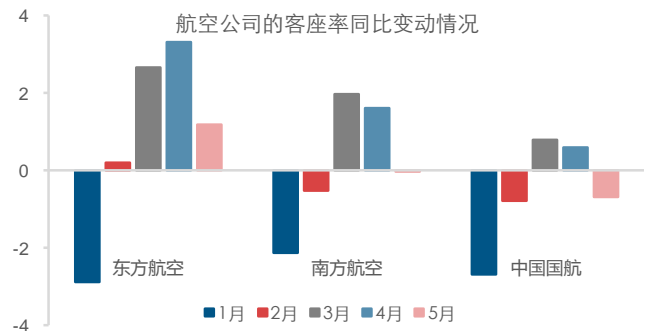
2017 年东方航空的各区域市场，受到了多方面因素的影响，中韩航线由于萨德事件转冷、华东市场旺季受到雷雨天气影响、西安市场受到高铁冲击、昆明市场受到旅游整治影响。当前，中韩市场需求转好、上海两场航班正点率大幅提升、西安市场航线优化、云南市场旅游需求恢复，公司的客座率改善最明显。

图 27：中韩航空市场的需求复苏明显



资料来源：CEIC，长江证券研究所

图 28：东方航空的客座率改善明显 (%)



资料来源：Wind，长江证券研究所

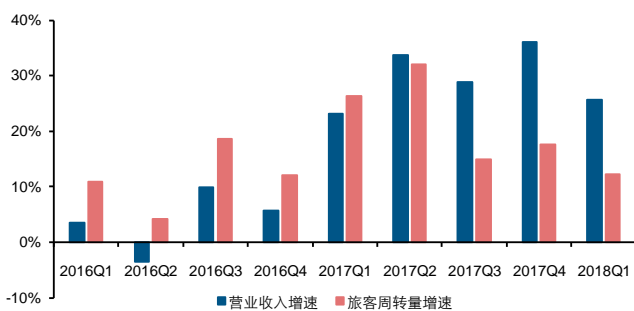
## 春秋航空：长期成长标的，短期经营改善

春秋航空是低成本航空的龙头，立足于上海市场，低成本铸就护城河，低票价享受三四线航空渗透度的提升，成长属性显著。

2017年，春秋航空提升了收益管理能力，公司国内线的客公里收益提升 13.5%，**预计 2018Q2 公司的客公里收益同比依然具有较大上行空间。**

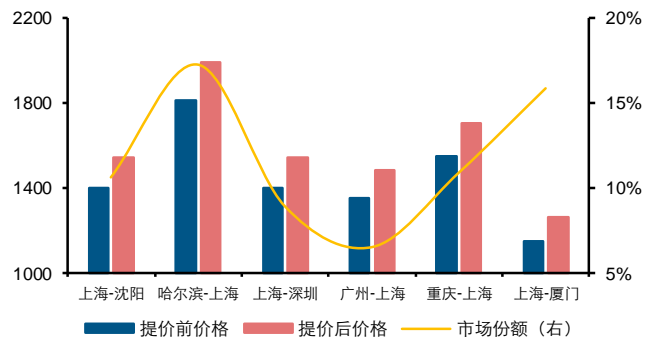
受益于民航市场化改革，公司部分航线已经完成提价，与中国国航、南方航空和东方航空有部分重叠航线，可以享受“水涨船高”的提价空间，公司的收益水平将进一步提升。

图 29：2017Q2 开始，春秋航空的营业收入增速超过旅客周转量增速



资料来源：公司公告，长江证券研究所

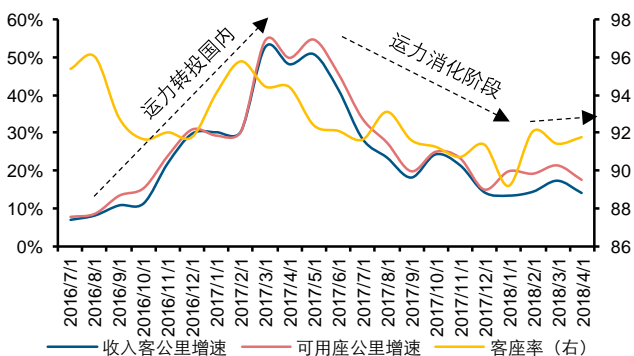
图 30：2018 年夏秋航季，春秋航空已经提价的重点航线（元）



资料来源：公司官网，民航预先飞行管理系统，长江证券研究所

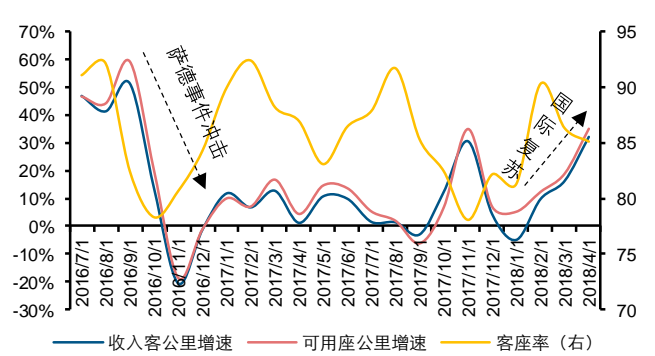
当前，公司国内市场的运力消化充分，客座率稳定；国际市场需求改善，运力投放速度恢复，内外共振，有利于提升公司的产能利用率，从而更有效的控制成本，提振业绩。

图 31：春秋航空的国内线运力消化充分



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

图 32：春秋航空的国际线供求关系趋于改善



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

更多信息请参考公司深度报告：《春秋航空：风光渐好，春意正闹》。

## 快递：管理决胜未来，优选 Alpha 标的

过去 2 年，固定资产投资方向以及网络管理体系的差异，造就当前快递龙头的分化。快递企业上市后持续加大资本开支，预计 2018 年“通达系”间的固定资产短板将逐渐弥合。但考虑到“通达系”的快递产品分层短期内仍未成熟，**同质化竞争下的精细化管理是当前企业决胜的关键**。企业尤其需要平衡好中短期快递运营与长期综合转型的资金与管理投入。考虑到“双十一”旺季催化叠加估值切换，四季度或是板块较好布局时点，推荐精细化管理出色、市占率持续提升的韵达股份，以及战略转型大件快递的直营零担龙头德邦股份。

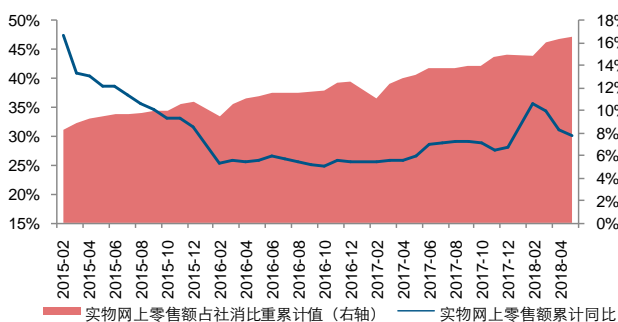
## 增长有韧性，利益再平衡

我们预计，未来 2-3 年，快递行业增速将保持较强韧性，且区域增长将逐步转向中西部。全年来看，在网购日常化的作用下，快递增速预计呈现前高后低的走势。2018 年 4 月以来，网点与总部价格走势背离，表明网点盈利或处于边际改善的状态，加盟网络开启利益再平衡。

## 增长有韧性，全年前高后低

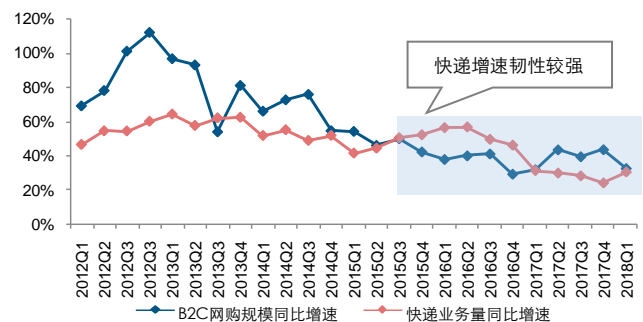
**快递增长有韧性。**中国网络零售从 2010 年的三位数增长逐步放缓至两位数后，增速依然表现出较强韧性：2018 年前 5 月，实物网上零售额累计同比增长 30.0%，高出 2017 年同期 3.5 个百分点。在网络零售增长驱动下，预计快递行业未来能够保持中高速增长。

图 33：实物网上零售额增长保持较强韧性



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 34：快递业务量增速与网购规模增速一致性较强

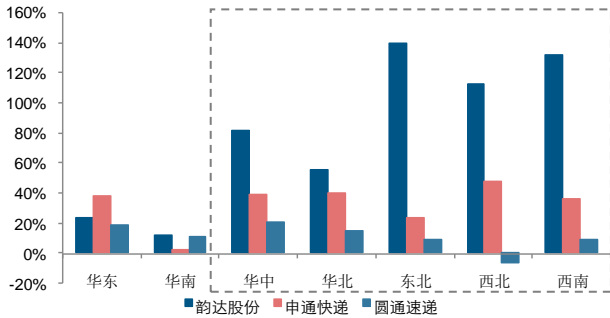


资料来源：易观国际，Wind，长江证券研究所

**东部增长乏力，中西部高增速。**2018 年东部快递业务量增长略显疲态，前 5 月业务量累计增速 27.3%，而中西部累计增速分别为 30.5% 和 35.4%。2017 年农村实物网络零售额 7826.6 亿元，同比增长 35.1%，其中，东部、中部、西部、东北农村分别实现网

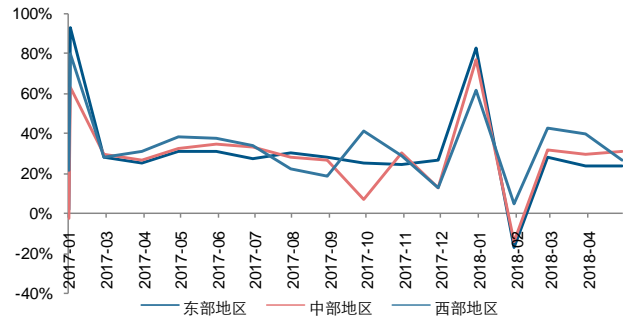
络零售额 7904.5 亿元、2562.1 亿元、1700.5 亿元、281.8 亿元，同比分别增长 33.4%、46.2%、55.4%、60.9%<sup>2</sup>。未来区域增长将逐步转向中西部，并带动行业增长。

图 35：通达系 2017 年中西部地区业务量增速高于华东、华南地区



资料来源：公司公告，长江证券研究所

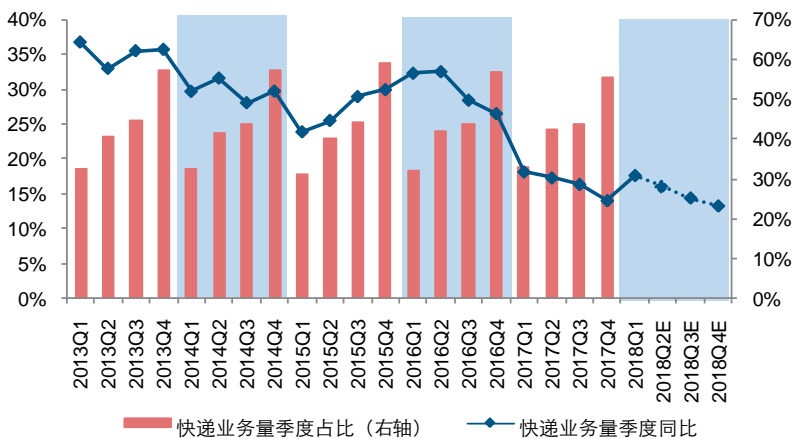
图 36：中西部地区快递业务量保持较快增长



资料来源：Wind，长江证券研究所

**网购日常化导致快递增速全年前高后低。**电商频繁“造节”以及快消品线上渗透率快速提升，带来网购日常化。根据国家统计局数据，2015-2017 年，四季度实物网络零售额占全年比重从 33.7% 降至 32.8%。在网购日常化作用下，快递业务量季节分布趋向平衡，呈现“淡季不淡，旺季不旺”的变化趋势：2015-2017 年，一季度快递业务量占全年比重从 17.8% 提升至 18.9%，而四季度业务量占比则从 33.7% 回落至 31.6%。我们预计 2018 年快递全年增速在 25% 左右。

图 37：快递业务量季度增速呈现前高后低走势



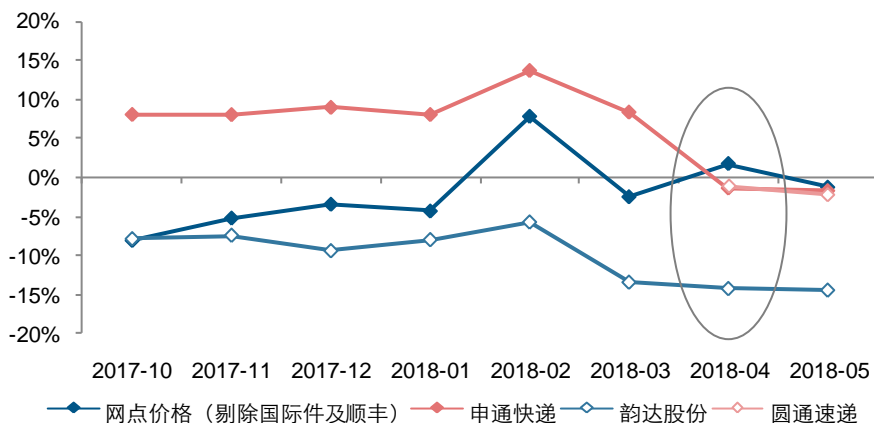
资料来源：Wind，长江证券研究所

<sup>2</sup> 数据来源：中国政府网，[http://www.gov.cn/xinwen/2018-01/25/content\\_5260868.htm](http://www.gov.cn/xinwen/2018-01/25/content_5260868.htm)。

## 网点与总部价格走势背离

**网点与总部价格走势背离，验证网络利益再平衡。**为了观察加盟制快递的网点价格走势，我们将国家邮政局披露的行业月度数据剔除国际/港澳台件及顺丰的速运业务后，重新计算每月快递单价，并称之为“网点价格”。2017年四季度以来，网点价格跌幅逐步收窄并企稳，而2018年4月起，申通快递、韵达股份、圆通速递等总部价格（即总部向网点收取的费用）皆持续下滑，5月快递单价分别-1.59%、-14.33%和-2.27%。**整体来看，网点价格同比企稳，而总部价格同比下跌，表明网点盈利水平或处于边际改善的状态，加盟网络开启利益再平衡。**

图 38：2018 年 4 月以来快递网点价格与总部价格走势背离



资料来源：国家邮政局，公司公告，长江证券研究所（注：申通快递单价包含派送费）

## 龙头持续分化，硬件短板弥合

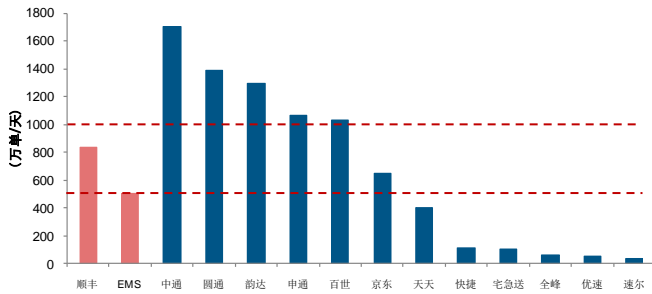
随着快递头部企业陆续突破日均 500 万单的规模效应阈值，成本优势充分显现：一方面，加速了二三线企业洗牌；另一方面，单位成本的降低将更多地依赖于运营能力的提升。过去 2 年，固定资产投资方向以及网络管理体系的差异，造就当前龙头表现的分化。企业上市后持续加大资本开支，预计 2018 年通达系间的固定资产短板将逐渐弥合，精细化管理将构成企业竞争的核心壁垒。

## 规模阈值突破，头部效应显现

**梯队分层，头部集中。**2017 年快递头部企业均突破日均 500 万单的阈值，单位成本大幅降低。一方面，同质化竞争背景下，单票价格持续下行，二三线企业加速洗牌，市场份额向头部集中，CR8 指数从 2017 年 1 月的 75.7 提升至 2018 年 5 月的 81.4；另一方面，规模效应边际递减，单位成本的下降，将更加依赖于管理能力的提升。快递作为强规模效应行业，集中度提升的内在动力十足。**随着规模效应阈值的突破，集中度进入中长期上升通道，行业进入龙头竞争阶段。**

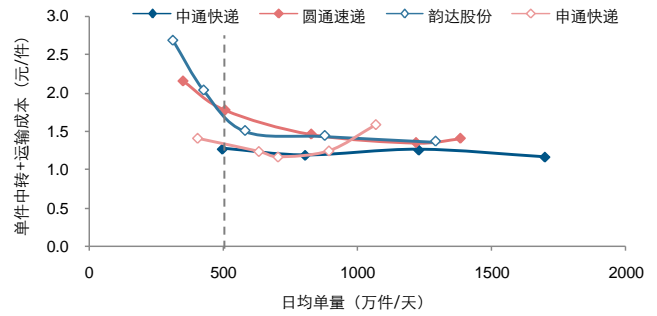
（关于快递行业竞争阶段的讨论，请参阅我们 4 月 7 日的研究报告《从快递公司到综合物流服务商——中国快递迎来龙头竞争时代》）

图 39: 头部企业（前八名企业）日均单量突破 500 万单的阈值



资料来源：公司公告，长江证券研究所（注：采用 2017 年经营数据）

图 40: 头部企业规模效应构筑成本优势



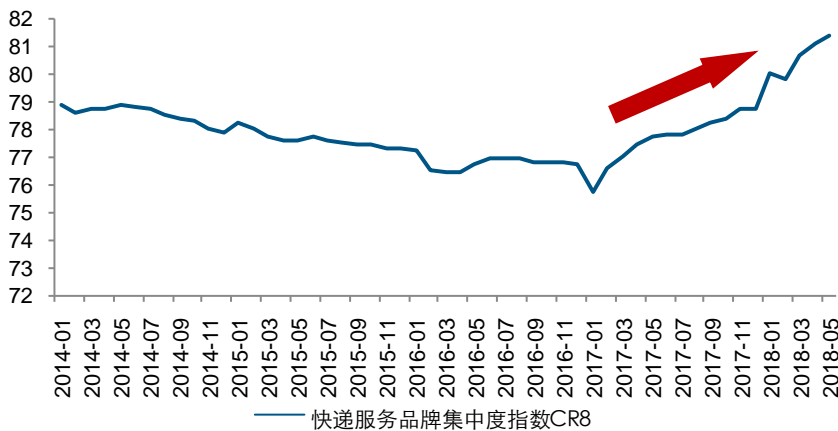
资料来源：公司公告，长江证券研究所

注 1: 数据点从左到右依次为 13-17 年数据;

注 2: 申通快递按照 60% 的转运中心自营率进行全网模拟;

注 3: 圆通速递不考虑网点中转补贴成本。

图 41: 快递行业 CR8 持续提升

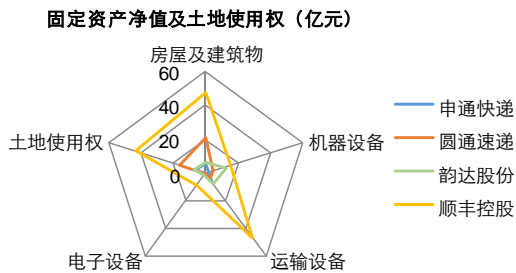


资料来源：Wind，长江证券研究所

## 硬件差距弥合，管理差距仍存

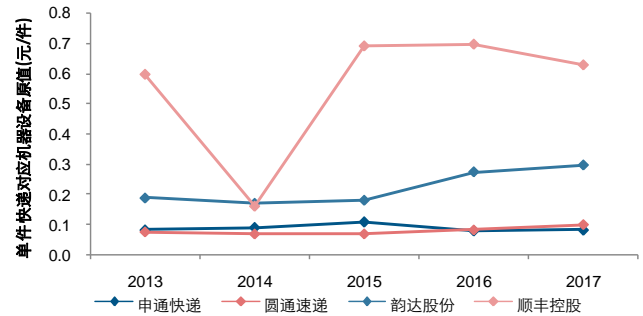
固定资产投资方向以及网络管理体系的差异，造就当前龙头表现的分化。过去 2 年，转运中心、自动化设备、车辆、土地等投资方向的不同选择，决定了快递企业单件成本的分化。韵达股份 2016 年持续加大转运中心自动化设备投入，提升网络精细化管理能力，使得单件运输、中转成本下降显著，服务品质持续改善，并带来市场份额的持续提升。

图 42: 2017 年快递公司固定资产净值及土地使用权对比



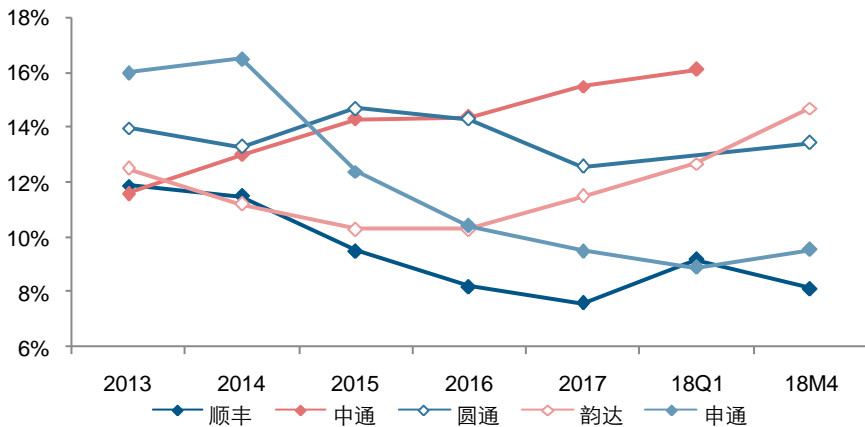
资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 43: 顺丰控股、韵达股份转运中心自动化率较高



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 44: 快递龙头市场份额表现分化



资料来源: Wind, 公司公告, 长江证券研究所

表 2: 快递公司单票收入与单票成本结构

	圆通速递			韵达股份			申通快递			中通快递		
	2017	2016	同比	2017	2016	同比	2017	2016	同比	2017	2016	同比
单票面单费	0.87	0.86	0.99%	0.73	0.91	-20.10%	0.74	0.70	5.71%			
单票面单成本	0.01	0.03	-51.13%	0.02	0.04	-61.71%	0.07	0.07	-9.99%	0.06	0.06	-6.36%
<b>单票面单毛利</b>	<b>0.86</b>	<b>0.83</b>	<b>3.61%</b>	<b>0.71</b>	<b>0.87</b>	<b>-18.17%</b>	<b>0.67</b>	<b>0.63</b>	<b>7.57%</b>			
单票派送费	1.40	1.32	5.83%				1.65	1.61	2.48%			
单票派送服务支出	1.37	1.30	5.04%				1.62	1.59	1.81%			
<b>单票派送毛利</b>	<b>0.03</b>	<b>0.02</b>	<b>50.00%</b>				<b>0.03</b>	<b>0.02</b>	<b>52.11%</b>			
单票中转收入	1.41	1.56	-9.95%	1.21	1.21	-0.39%	0.86	0.72	19.44%			
单票运输成本	0.93	0.94	-0.68%	0.94	0.95	-1.65%				0.77	0.83	-6.64%
单票网点中转费(a)	0.51	0.56	-8.83%	0.17	0.17	4.19%						
单票中心操作成本(b)	0.47	0.45	4.69%	0.25	0.31	-20.74%						
单件转运中心成本(a+b)	0.98	1.01	-2.97%	0.42	0.48	-12.02%				0.39	0.43	-8.67%

单件中转成本小计	1.91	1.95	-2.05%	1.36	1.43	-5.12%	0.94	0.74	27.63%	1.16	1.26	-7.33%
<b>单件中转毛利</b>	<b>-0.50</b>	<b>-0.39</b>	<b>N.A</b>	<b>-0.15</b>	<b>-0.22</b>	<b>N.A</b>	<b>-0.08</b>	<b>-0.02</b>	<b>N.A</b>			
单票其他成本										0.14	0.09	48.50%
单票收入	3.68	3.75	-1.87%	1.94	2.13	-9.09%	3.24	3.03	6.93%	2.06	2.18	-5.49%
单票成本	3.29	3.27	0.50%	1.38	1.47	-6.67%	2.63	2.40	9.40%	1.36	1.41	-3.64%
<b>单票毛利</b>	<b>0.39</b>	<b>0.47</b>	<b>-18.28%</b>	<b>0.56</b>	<b>0.66</b>	<b>-14.52%</b>	<b>0.61</b>	<b>0.63</b>	<b>-2.54%</b>	<b>0.70</b>	<b>0.77</b>	<b>-8.90%</b>
单票毛利率	10.60%	12.53%	-1.94%				18.87%	20.70%	-1.83%			
单票毛利率（剔除派送费）	15.79%	18.93%	-3.14%	28.99%	30.84%	-1.84%	36.39%	42.66%	-6.26%	33.90%	35.17%	-1.27%

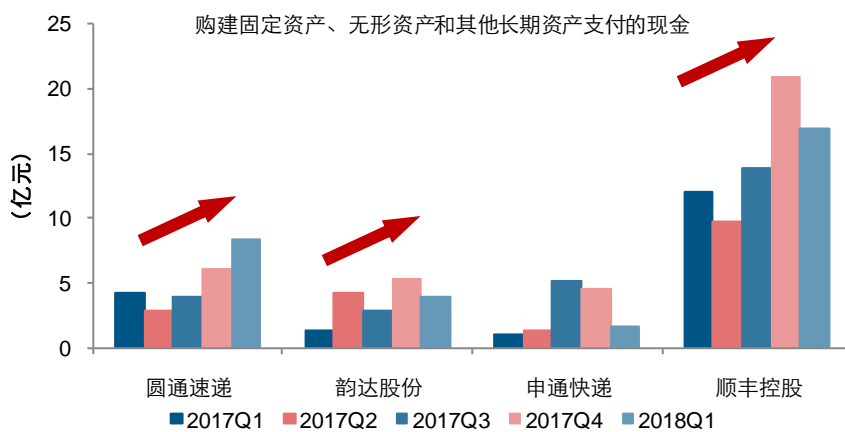
资料来源：公司公告，长江证券研究所

**产能升级扩张期，硬件差距将弥合。**快递企业上市后，阻碍产能扩张的不再是资金，而是时间。快递作为一个复杂系统工程，决定企业发展空间的，不是长板，而是短板。

当前上市快递企业持续加大资本开支，弥补各自短板。**但短板的弥补，并不意味着能够加速超车。**有形的硬件设施差距将逐渐弥合，但无形的管理能力提升并非一朝一夕。

2018 年，预计通达系间的固定资产结构差异将逐渐弥合，精细化管理将构成企业竞争的核心壁垒。

图 45：快递企业持续扩大资本开支

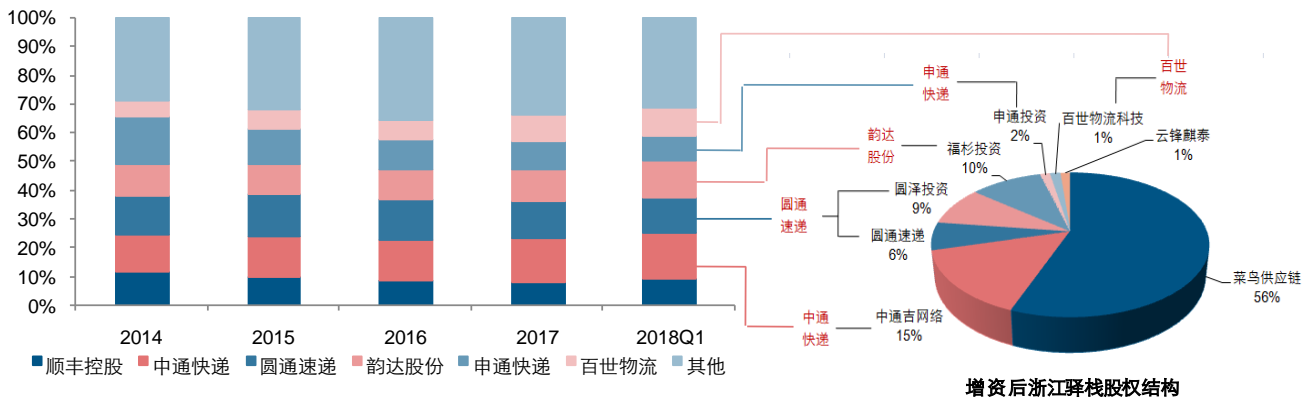


资料来源：Wind，长江证券研究所

需要注意的是，一方面，较高的行业增速仍给龙头追赶提供 2-3 年窗口期；另一方面，菜鸟主导下的末端协同、大数据决策等驱动行业运营效率提升，更加凸显网络管理的重要性。

(2018 年 5 月 29 日，包括通达系、百世在内的加盟制快递与菜鸟供应链、云锋麒麟联合对浙江驿栈进行增资，拓展和丰富快递末端服务)

图 46: 加盟制快递联合增资“浙江驿栈”



资料来源：公司公告，长江证券研究所

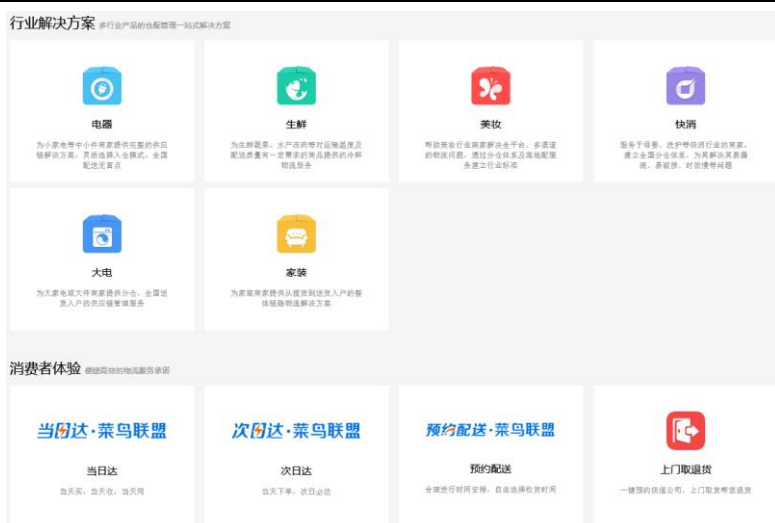
## 精细化管理为王，期待旺季催化

“通达系”的快递产品分层短期内仍未成熟，**同质化竞争下的精细化管理是当前企业决胜的关键**，因此，企业需要平衡好中短期快递运营与长期综合转型的资金与管理投入。考虑到“双十一”旺季催化叠加估值切换，四季度或是板块较好布局时点，推荐精细化管理出色、市占率持续提升的韵达股份，以及战略转型大件快递的直营零担龙头德邦股份。

## 同质化竞争，精细化管理

尽管菜鸟平台的物流产品分层已经出现，但“通达系”的快递产品分层短期内仍未成熟。电商快递作为消费属性较强的服务行业，同质化竞争下的精细化管理是当前企业决胜的关键。企业需要平衡好中短期快递运营与长期综合转型的资金与管理投入。

图 47: 菜鸟层面的物流产品分层已经出现



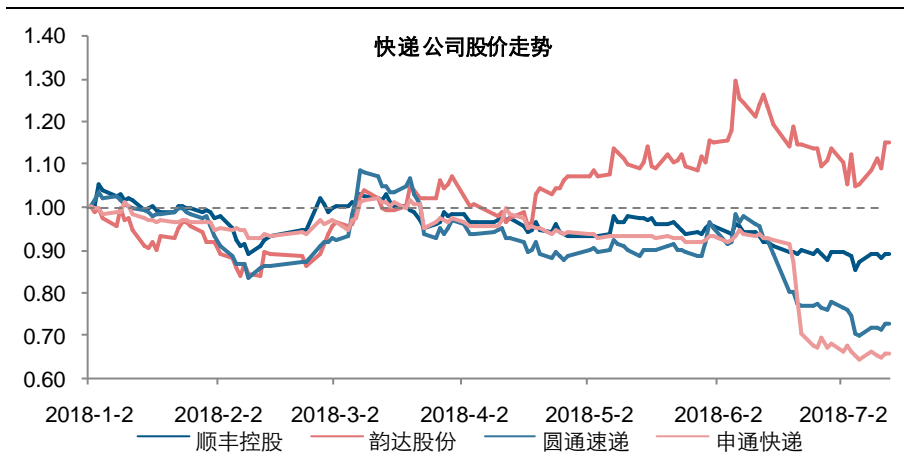
资料来源：菜鸟网络，长江证券研究所

## 优选 Alpha 标的，期待旺季催化

考虑到“双十一”旺季催化叠加估值切换，四季度或是板块较好布局时点。

重点推荐精细化管理出色、市占率持续提升、高 Alpha 的韵达股份，以及战略转型大件快递的直营零担龙头德邦股份，建议关注经营环比改善的圆通速递和申通快递，等待顺丰控股估值回落后的配置价值。

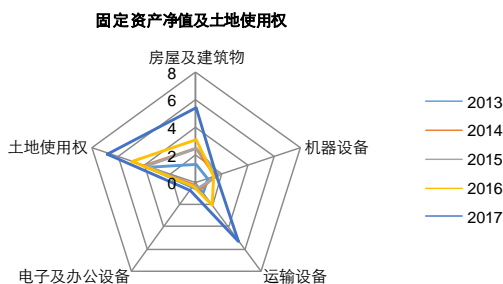
图 48：韵达股份 Alpha 值较高



资料来源：Wind，长江证券研究所（注：以 2018 年 1 月 2 日收盘价为 1）

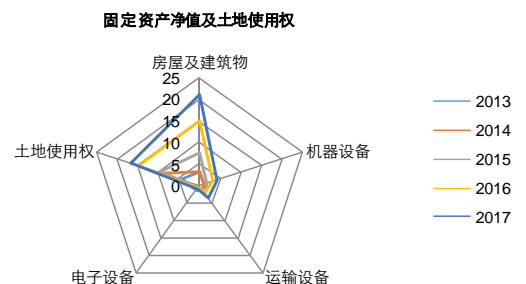
## 附录：快递企业历年资本开支及其方向

图 49：申通快递 2017 年大幅增加转运中心及车辆投入



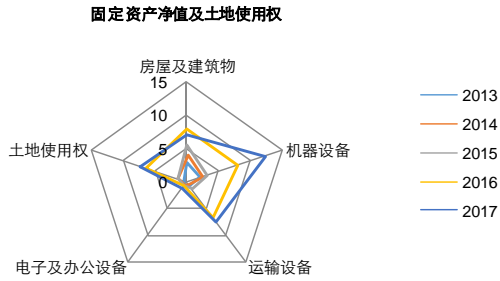
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 50：圆通速递持续加大转运中心及土地投入



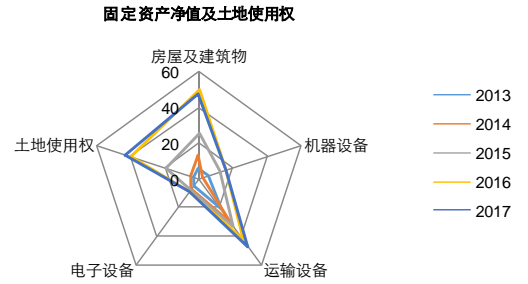
资料来源：公司公告，长江证券研究所（注：航材等并入运输设备）

图 51：韵达股份 2016-2017 年机器设备投资大幅增加



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 52：顺丰控股 2017 年固定资产及土地投入增速放缓



资料来源：公司公告，长江证券研究所

(注：航材并入运输设备，办公设备并入房屋及建筑物)

## 海运：集运供给拐点呈现，油运周期底部反转

**集运行业：**在中远海控收购东方海外之后，班轮公司梯队化愈发明显，竞争格局实质优化。随着上半年最大一波运力交付潮落地之后，新增运力进入下行周期。我们判断，2季度大概率为全年盈利低点，后续随着旺季来临，成本压力叠加需求环比改善，运价有望大幅提升，推荐中远海控。**油运行业：**周期底部特征明显，随着老旧船舶拆解增加、新船交付量减小，基本面逐步修复。此外，若美国制裁伊朗事件生效，2.5%的运力或将退出市场，供给压力显著减轻；中美原油贸易的增加，有望带来可观的增量需求，建议关注中远海能、招商轮船。

### 集运：利空出尽，旺季可期

#### 供需弱平衡，拉锯战接近尾声

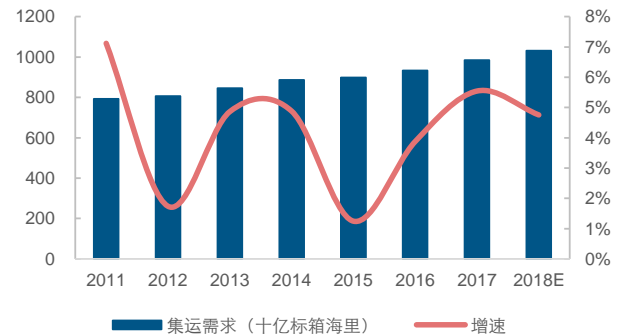
2018 年行至年中，集运行业全年基调已定：需求稳中有降，供给压力抬升，预计全年供需增速大致持平。需求端，在欧美经济扩张趋缓、贸易摩擦时有发生背景下，集运需求呈现一定的疲软迹象，Clarksons 预计全年需求增速为 4.8%，较 2017 年的 5.5% 小幅走低。供给端，由于班轮公司大船订单陆续交付，而拆船量明显低于预期，供给增速环比走高，预计 2018 年集运供给增速为 4.8%，与需求增速大致持平。

图 53：港口集装箱吞吐量增速稍显疲软



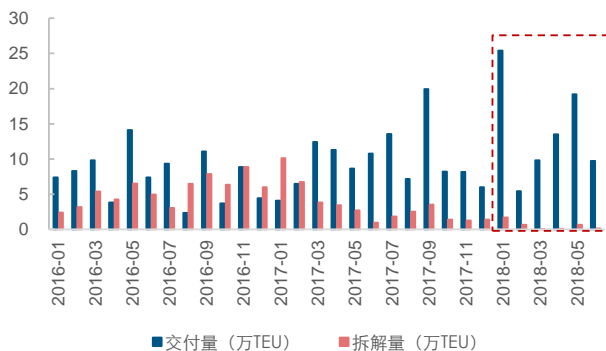
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 54：2018 年预计集运需求增速为 4.8%，同比稳中有降



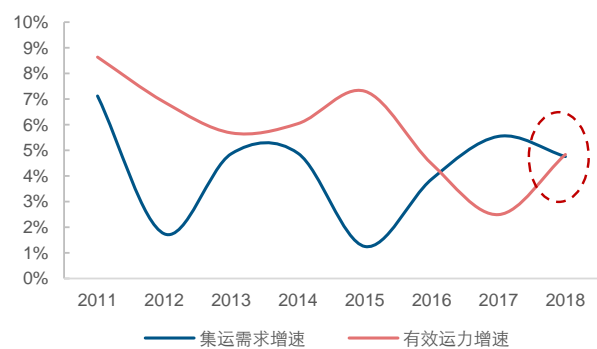
资料来源：Clarksons，长江证券研究所

图 55：集运新船交付压力增加



资料来源：Clarksons，长江证券研究所

图 56：2018 年预计集运供需增速大致持平

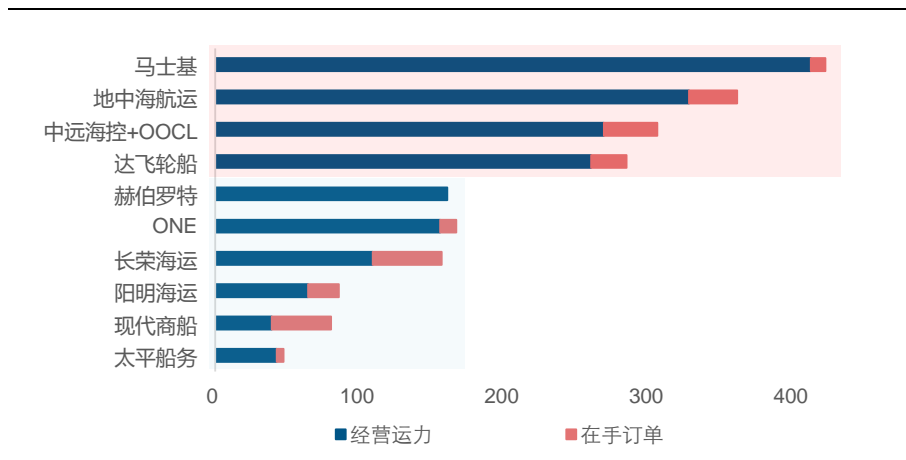


资料来源：Clarksons，长江证券研究所

**拉锯战后第一梯队凸显，行业竞争结构实质改善。**值得关注的是，在班轮公司一系列重组并购事件之后，集运行业竞争结构进入实质性改善期。尤其是随着中远海控收购东方海外事件完成，班轮公司第一梯队与第二梯队的界限变得清晰起来：行业第4名达飞轮船（属于第一梯队）是第5名赫伯罗特（属于第二梯队）运力规模的1.8倍。从“长跑理论”来看，已经有班轮公司跑在了前面，行业激烈的竞争已经进入了尾声。

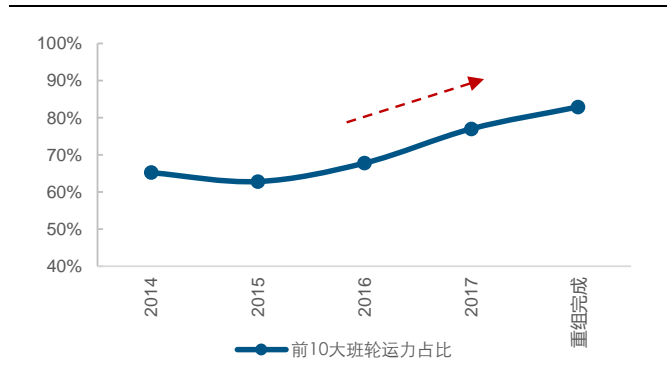
与此同时，由于近年来大船化抬高了竞争门槛，叠加班轮公司之间兼并重组，在东西主干线上，竞争格局要明显优于行业平均水平：以美线市场为例，目前 Top10 合计市场份额已经达到 89.9%；在中远海控收购东方海外完成之后，美线市场集中度有望再度提升。

图 57：中远海控收购东方海外之后，班轮公司呈现明显梯队化（单位：万 TEU）



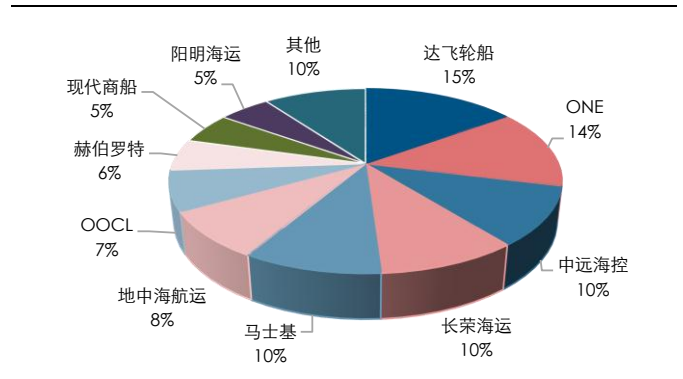
资料来源：Alphaliner，长江证券研究所

图 58：重组完成后，全球 Top10 运力占比有望达到 82.9%



资料来源：Alphaliner，长江证券研究所

图 59：美线市场，Top10 合计市场份额已经达到 89.9%



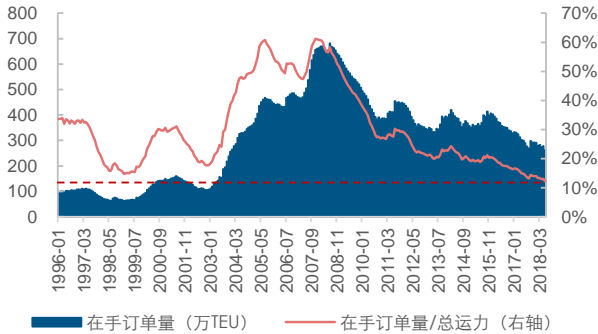
资料来源：JMC，长江证券研究所（注：以上为 2018 年前 5 月销量占比）

## 最大一波运力交付潮落地，下半年供给压力走弱

从长周期来看，由于目前新船在手订单量/总运力比例（决定行业未来 2-3 年运力交付情况）处于历史最低水平，集运行业底部已经确立。同时，在上半年最大一波运力交付潮落地之后，新增运力进入下行周期。

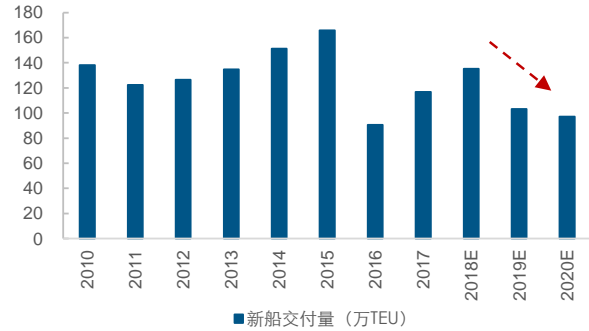
年内来看，根据 Clarksons 统计，下半年的运力交付压力将低于上半年：预计下半年运力交付量占全年的 39%。此外，由于目前集运船舶闲置率为 1.0%，已经达到自然闲置率水平（剩下运力解除闲置的难度较大），后续存量运力回归市场带来的供给压力较小。

图 60：7 月初，在手订单量/总运力比例为 11.7%，处于历史低位



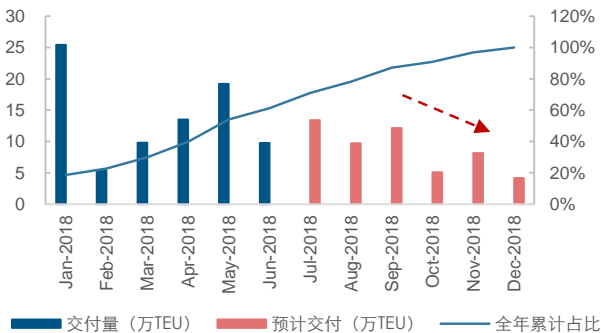
资料来源：Clarksons, 长江证券研究所

图 61：2018 年后，预计集运新增运力将大幅减小



资料来源：Clarksons, 长江证券研究所

图 62：2018 年下半年，预计集运运力交付量稳步下行



资料来源：Clarksons, 长江证券研究所

图 63：船舶闲置率处于低位，后续存量运力回归市场的压力较小



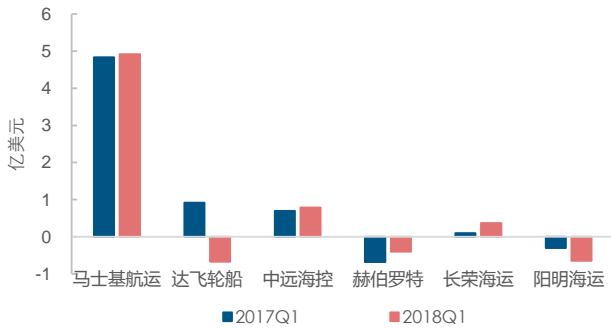
资料来源：Alphaliner, 长江证券研究所

## 盈利低点已现，静待旺季来临

2018 年上半年，由于运力集中交付以及中美贸易摩擦等因素影响，SCFI 均值同比下降 10.0%。同时，由于燃油成本的上涨，班轮公司经营压力较大：2018 年上半年，380CST 均值同比上涨 21.8%，集运运价和油价走势呈现明显剪刀差。

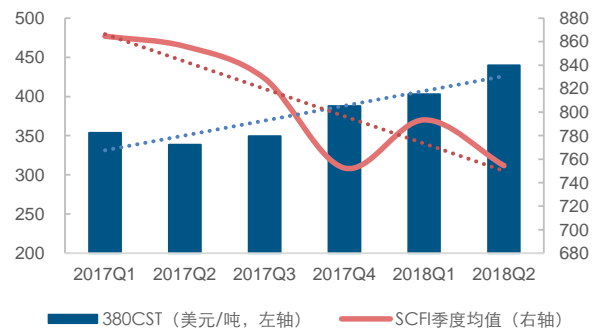
**2 季度大概率全年盈利低点，旺季提价可期：**1) 参照历史，2011 年运价和油价同样出现剪刀差，班轮公司亏损严重，但是随后行业通过集体提价，显著改善盈利。2) 我们认为，今年旺季提价的可能性同样较高，主要由于从历史对比来看，一方面，目前行业竞争格局已经显著优化，叠加盈利压力较大，班轮公司之间协同能力较强，例如，针对油价快速上涨，前几大班轮公司陆续征收了燃油附加费；另一方面，随着 3 季度集运传统旺季临近，在需求环比改善的背景下，集运船舶装载率走高将支撑运价上行。

图 64：2018 年 1 季度，班轮公司盈利（净利润）情况不佳



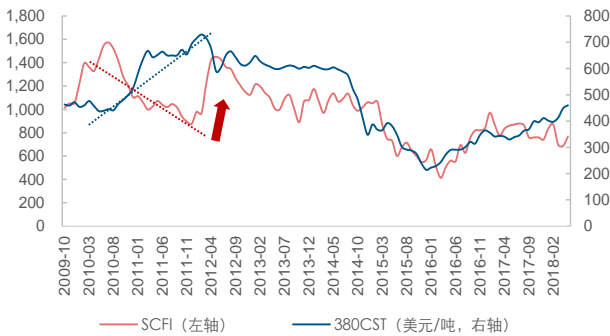
资料来源：公司公告，Wind，长江证券研究所（注：马士基航运为 EBITDA）

图 65：油价和运价出现剪刀差



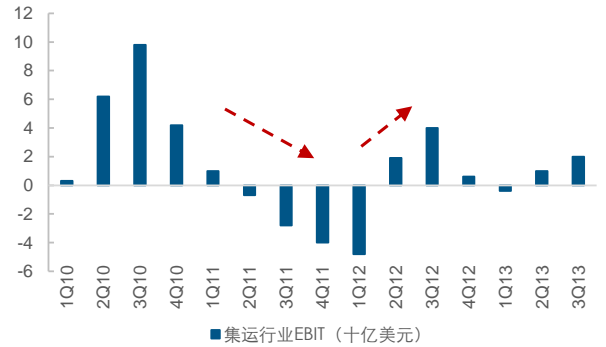
资料来源：Bloomberg，Wind，长江证券研究所

图 66：2011 年，油价和运价同样出现剪刀差



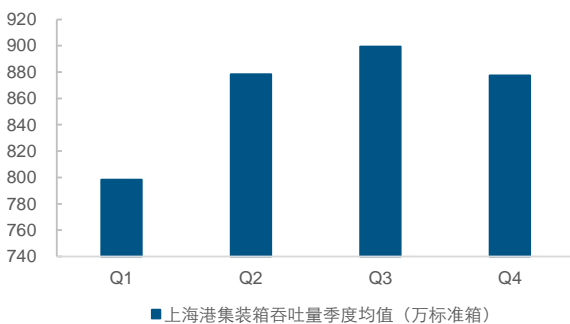
资料来源：Bloomberg，Wind，长江证券研究所

图 67：2012 年提价后，班轮公司盈利大幅改善



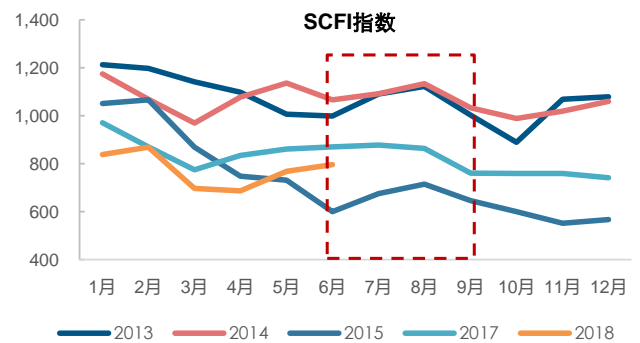
资料来源：德鲁里，长江证券研究所（注：选取马士基、达飞轮船等公司作为样本）

图 68：3 季度为集运行业传统旺季



资料来源：Wind，长江证券研究所（注：2010-2017 年季度平均值）

图 69：成本压力叠加旺季催化，运价有望大幅提升



资料来源：Wind，长江证券研究所

表 3：班轮公司燃油附加费征收情况（单位：美元）

船东	生效日期	干货箱			冷藏箱		
		20尺	40尺	45尺	20尺	40尺	45尺
马士基	2018-6-1	60	120		90	180	
地中海航运	2018-6-1			50			
达飞轮船	2018-6-1		55			85	
美总轮船	2018-6-1		55			85	
现代商船	2018-7-1	56	112		84	168	
ONE	2018-7-15		50			90	

资料来源：公司公告，长江证券研究所（注：以上仅列出班轮公司部分航线）

**中远海控：集运核心标的，盈利高弹性待现。**我们看好集运行业未来 2-3 年的持续修复，由于公司目前处于盈亏平衡线附近徘徊，盈利高弹性有待体现。此外，从公司股价表现来看，已经反映了最为悲观的基本面预期，股价下行风险较小。

图 70：年初以来，中远海控相对沪深 300 下跌 20%



资料来源：Wind，长江证券研究所（注：以 2018 年 1 月 2 日股价为 100%）

图 71：中远海控 PB 估值处于历史 43%的分位



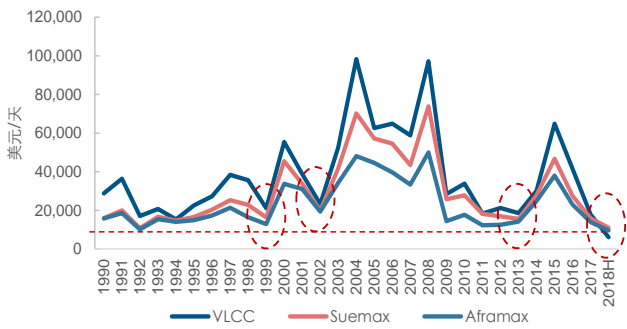
资料来源：Wind，长江证券研究所

## 油运：周期底部确立，通往复苏之路

### 行业底部特征明显，拆船缓解供给压力

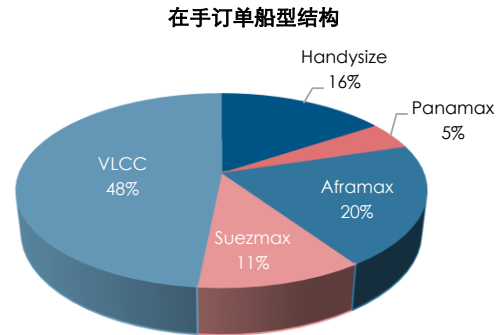
**2018 年上半年，油运市场周期底部特征明显：**油轮日收益水平处于历史低位，且大小船型日收益水平趋同。低迷的运价表现迫使行业供给加速出清，部分船东增加老旧船舶拆解：2018 年前 6 月，共拆解 VLCC 船舶 28 艘，超过过去 4 年总和，其中 23 艘为 15-20 年船龄的油轮；油轮单月拆解量和交付量大致相等，运力净增加趋近于零，船队规模同比增速逐月下行。

图 72: 油运日收益水平处于历史低位, 且不同船型趋同



资料来源: Clarksons, 长江证券研究所

图 73: 从在手订单来看, 大船的供给压力相对较大



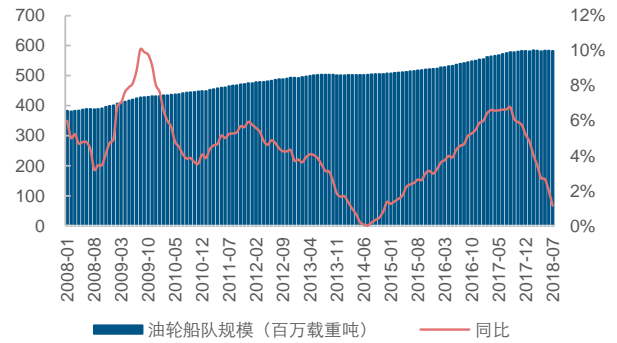
资料来源: Clarksons, 长江证券研究所

图 74: 油轮拆解量大幅增加, 运力净增长趋于零



资料来源: Clarksons, 长江证券研究所

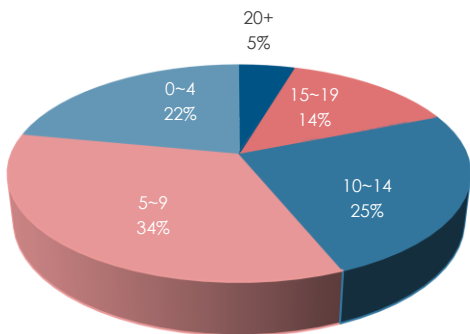
图 75: 油轮运力规模同比增速大幅走低



资料来源: Clarksons, 长江证券研究所

展望下半年, 由于油轮运力结构中老旧船 (15 年以上船龄) 比例达到 19.0%, 并且新船在手订单/总运力比率 (12.1%) 处于低位, 一方面老旧船舶将持续拆解, 另一方面新船交付量将大大减小, 因此预计 2018 年下半年行业供给压力依然较小。

图 76: 15 年以上船龄油轮占比达到 19.0%



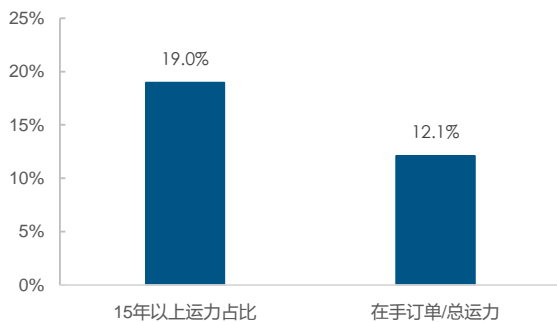
资料来源: Clarksons, 长江证券研究所

图 77: 油轮在手订单/总运力比例处于历史低位



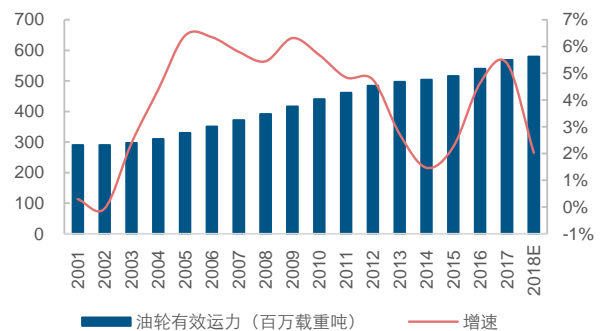
资料来源: Clarksons, 长江证券研究所

图 78: 15 年以上运力占比 &gt; 在手订单量/总运力



资料来源: Clarksons, 长江证券研究所

图 79: 预计 2018 年油轮有效运力增速为 2.0%



资料来源: Clarksons, 长江证券研究所

## 伊朗制裁事件发酵, 部分运力有望退出

北美当地时间 5 月 8 日, 美国总统特朗普宣布将退出伊朗核协定: 将重新开始对伊朗实行严厉的经济制裁。针对不同的行业, 将给予从 90 天到 180 天不等的宽限期, 允许企业在期限内退出和伊朗的商业合作。

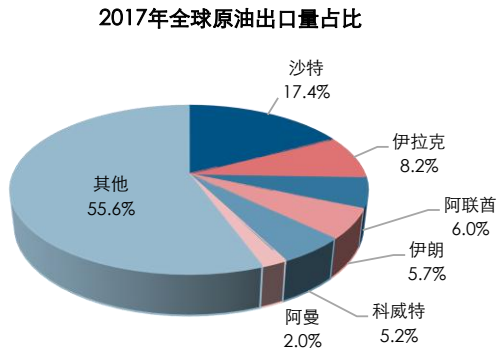
若美国对伊朗制裁如期执行, 其他国家将大幅减少从伊朗进口原油, 是否对油运需求产生负面影响? 2017 年, 伊朗原油出口量占到全球总量的 5.7%。在上一次伊朗受到经济制裁(石油禁运)时, 伊朗原油出口量大幅下滑: 由 2011 年的 2.5 百万桶/天缩减至 2012 年的 1.3 百万桶/天, 下降幅度达到 48%。但是, 伊朗减少的原油出口很快被其他中东国家所弥补: 2011-2012 年, 沙特、伊拉克和科威特分别增加原油出口 0.4、0.3 和 0.3 百万桶/天; 中东整体原油出口量仅小幅下降。因此, 我们预计, 美国对伊朗实施经济制裁对原油的运输需求影响较小。当然, 若用美国或者南美洲的原油来替代这部分原油, 反而存在因运距增加而有效需求增加的可能。

表 4: 伊朗制裁事件梳理

时间	事件
2004年11月	伊朗与英法德3国就暂停铀浓缩活动达成初步协议。
2006年6月	伊朗重启铀浓缩活动; 中美俄加入欧盟三国行列, “6+1”谈判正式开端。
2012年1月	<b>欧盟对伊朗实施石油禁运:</b> 欧盟成员不得再进口伊朗原油及石油产品, 对现有合同, 欧盟成员须在今年7月1日前完成交易。
2015年7月	伊朗与六国达成初步协议, 限制伊朗发展核武器, <b>解除伊朗石油禁运。</b>
2018年5月	<b>美国宣布撤出伊朗核协议, 并将对伊朗实行严厉的经济制裁。</b> 针对不同的行业, 将给予从90天到180天不等的宽限期, 允许企业在期限内退出和伊朗的商业合作。

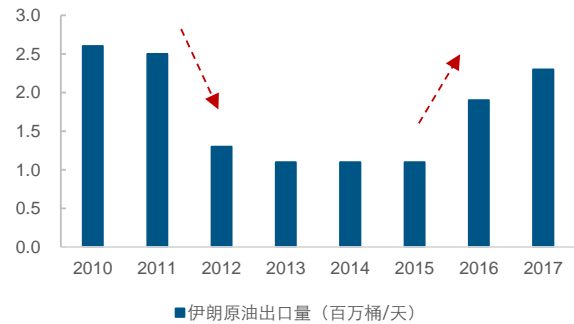
资料来源: 新华网, 凤凰网, 网易新闻, 长江证券研究所

图 80: 2017 年, 伊朗原油出口量占全球的 5.7%



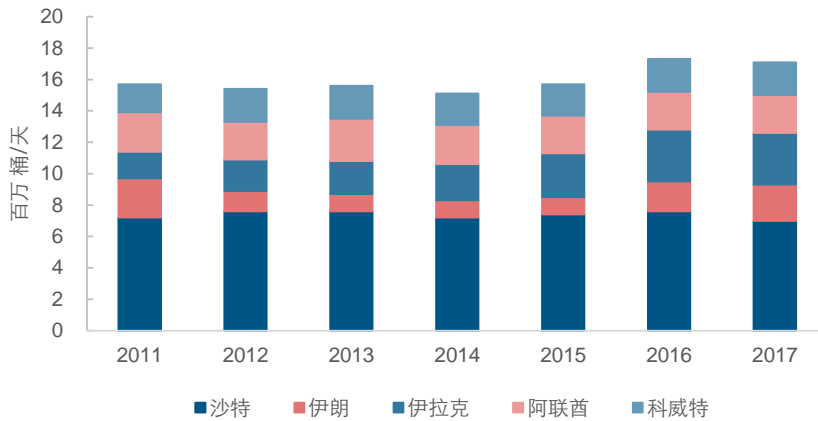
资料来源: Clarksons, 长江证券研究所

图 81: 石油禁运期间, 伊朗原油出口量大幅下滑



资料来源: Clarksons, 长江证券研究所

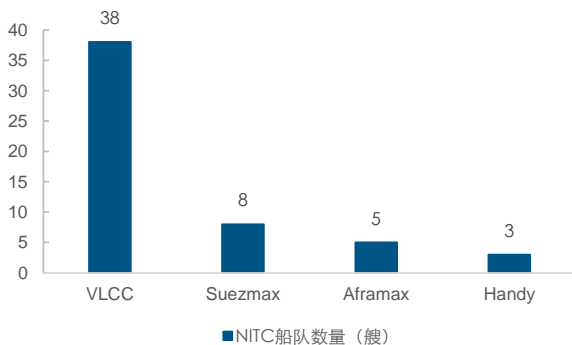
图 82: 伊朗石油禁运期间, 中东原油出口量维持稳定



资料来源: Clarksons, 长江证券研究所

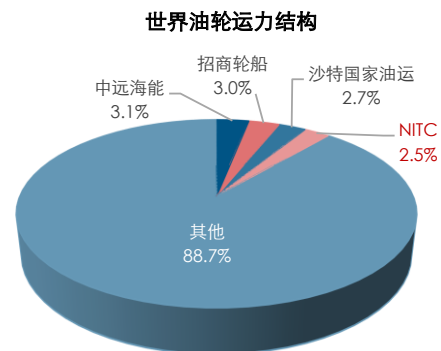
从供给端来看, 由于伊朗国家油运公司 (NITC) 也将牵扯进本次经济制裁中, 后续退出油运市场的可能性较高。目前 NITC 拥有 38 艘 VLCC、8 艘 Suezmax、5 艘 Aframax 和 3 艘 Handy, 总运力全球占比为 2.5%, 其中 VLCC 运力全球占比为 5.3%。在上次伊朗石油禁运期间, NITC 船队退出运输市场, 并主要用于海上储油。若本次制裁生效, 或将再次导致 2.5% 的运力退出市场, 显著减轻油运市场供给压力。

图 83: 伊朗国家油运公司 (NITC) 船队情况



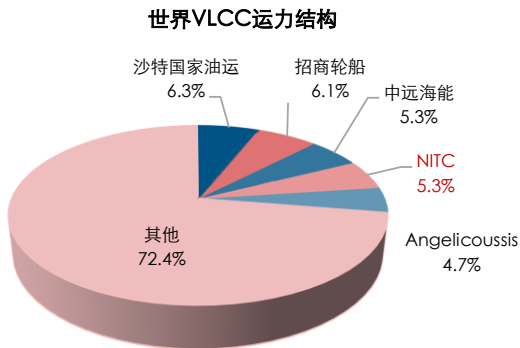
资料来源: Clarksons, 长江证券研究所

图 84: NITC 占到世界油轮总运力的 2.5%



资料来源: Clarksons, 长江证券研究所

图 85: NITC 占到世界 VLCC 总运力的 5.3%



资料来源: Clarksons, 长江证券研究所

图 86: 伊朗石油禁运开始后, 储油轮储油量明显增加

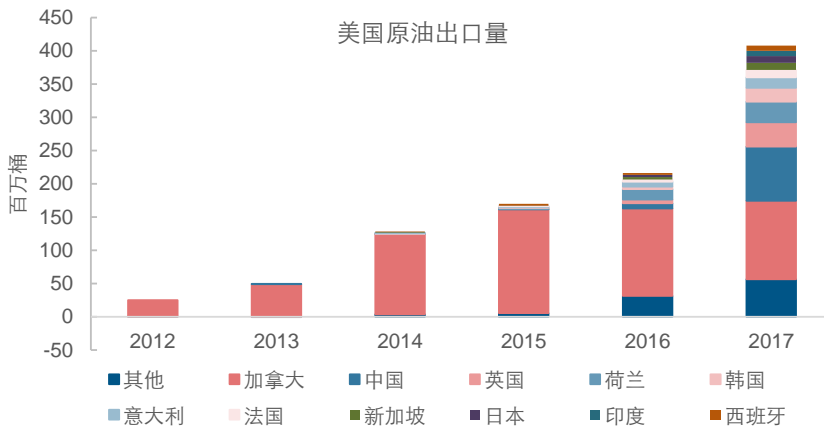


资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

### 中美原油贸易增加, 长航距增加有效需求

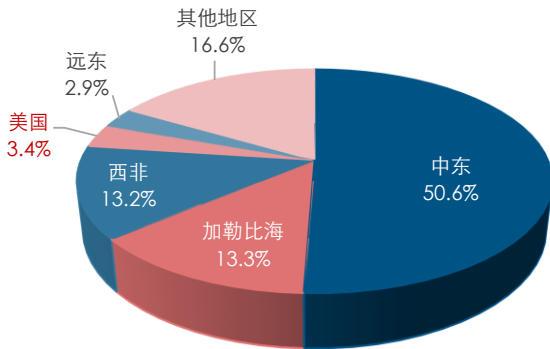
中美原油贸易的增加, 将是影响下半年油运市场的另一个关键变量。2015 年 12 月, 美国国会正式通过法案, 解除维持了长达 40 年之久的原油出口禁令。随后几年, 美国原油出口量快速增长。与此同时, 在中美贸易摩擦之中, 美国方面也展现出希望通过增加能源出口减少贸易赤字的意愿, 预计未来几年美国出口至中国原油将维持快速增长。

图 87: 2015 年出口禁令解除后, 美国原油出口量大幅增长



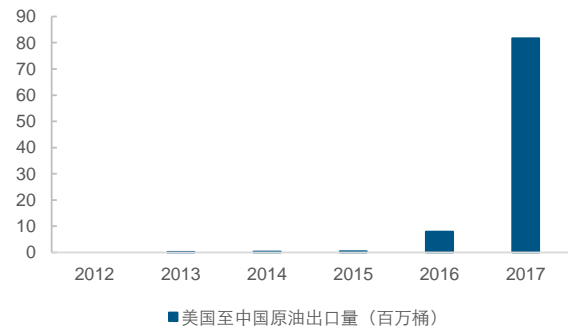
资料来源: EIA, 长江证券研究所

图 88：2017 年美国出口原油海运周转量占比为 3.4%



资料来源：Clarksons, 长江证券研究所

图 89：美国至中国原油出口量大幅提升



资料来源：EIA, 长江证券研究所

2017 年，中国从美国进口原油共 765.3 万吨，同比增长 1476.5%。美国原油出口至中国的主要航线为：美国墨西哥湾-大西洋-好望角-中国，总航程约为 15200 海里。在美国对中国原油出口增加的前提下，我们测算对油运市场的可能影响：

- 目前美国进口原油仅占到中国总进口量的 1.8%，由于基数较小，后续提升空间较大，我们假设 2018 年中国从美国原油进口量分别同比增长 100%、200%、300%。
- 出于谨慎考虑，假设从美国进口原油增加后，中国从中东国家（沙特、伊拉克等）原油进口量等量减少；中东到中国航程约为 5700 海里。

最终，测算得出，若 2018 年中国从美国进口原油量增长 100%、200%和 300%，则将为原油运输市场分别贡献 0.7%、1.4%和 2.2%的增量需求，边际影响显著。

整体来看，考虑到美国原油出口增加的影响，预计 2018 年油运需求同比增加 4.5%，需求增速超过供给增速（2.0%），油运运价有望实现底部反弹，带动油运公司盈利改善，建议关注中远海能、招商轮船。

图 90：墨西哥湾到中国航距约为 15200 海里



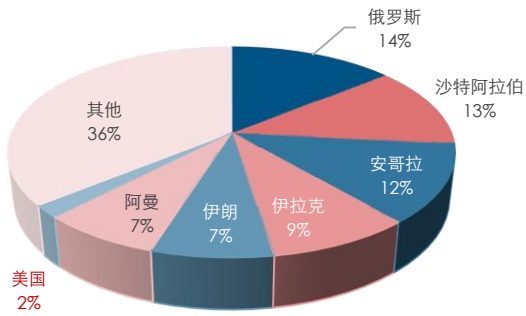
资料来源：海运圈，长江证券研究所（注：图上港口本身无意义）

图 91：中东到中国航距约为 5700 海里



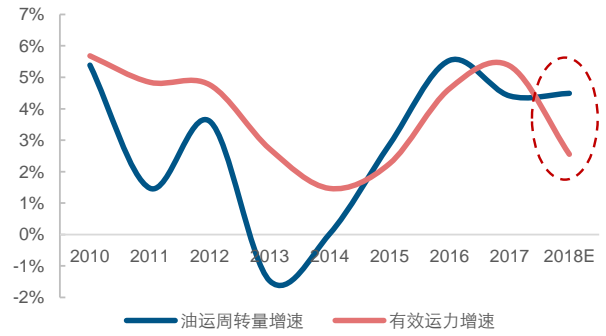
资料来源：海运圈，长江证券研究所（注：图上港口本身无意义）

图 92：2017 年，美国仅占中国原油进口总量的 1.8%



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 93：预计 2018 年油运需求增速为 4.5%



资料来源：Clarksons，长江证券研究所

## 铁路：低估值铸就安全边际，铁改提供向上弹性

中铁总公司换届以来，铁路行业市场化改革加速推进，改革红利不断释放，其中铁路客运运价改革（普客提价）和土地资源开发将是两个重要的方向。广深铁路作为铁路客运核心标的，将多方面受益于铁路改革，公司盈利迎来向上拐点。目前，公司 PB 估值接近 1 倍，结合非亏损央企特点，安全边际较高。

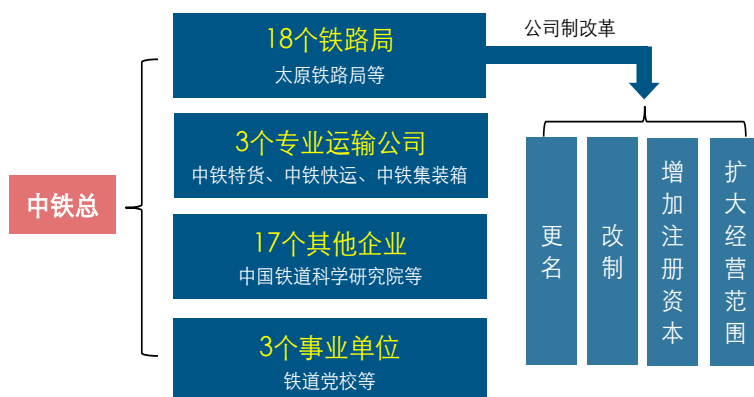
### 铁路市场化改革推进，价改和土地开发为核心

2016 年 10 月，陆东福接替盛光祖担任中铁总公司总经理。自从中铁总公司换届以来，铁路行业市场化改革不断推进：

- 2017 年 11 月，中铁总公司 18 个铁路局公司制改革落地，跨出了市场化改革的重要一步：路局名称由“XX 局”变更为“中国铁路 XX 局集团有限公司”；企业性质由“全民所有制企业”变更为“有限责任企业”；增加了物流、房地产开发等新业务。
- 此外，中铁总还在主要高铁客运站推出互联网订餐服务；铁路订票新添接续换乘和选座功能；“铁路畅行”常旅客会员可累计积分兑换车票；拟通过北京产权交易所转让高铁 WiFi 公司 49% 股权，等等。

在这样的背景下，我们认为，铁路改革的红利将持续释放，对铁路上市公司带来积极的影响。其中，铁路客运运价改革和土地资源开发将是两个重要的方向。

图 94：18 个铁路局率先完成公司制改革



资料来源：公司公告，长江证券研究所

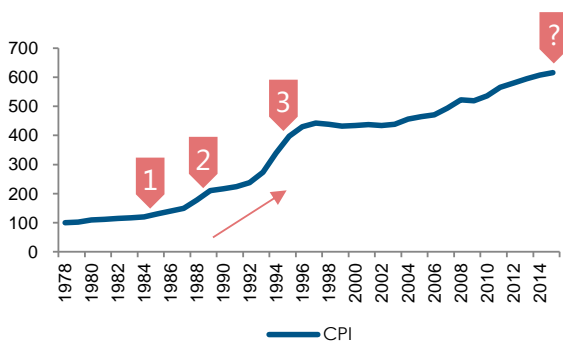
表 5：中铁总动作频频，多个方面寻求突破

时间	主要事件
2017年7月	中铁总在全国27个主要高铁客运站推出动车组列车互联网订餐服务
2017年10月	铁路订票推出接续换乘和选座功能
2017年11月	高铁快运“双十一”加盟电商物流，为电商、快递及供货企业提供铁路干线运输及“库到库”全程物流服务
	陆东福在杭州访问阿里巴巴集团总部，与马云就进一步深化路企合作举行座谈
	陆东福与京东集团董事局主席刘强东就深化开发合作意向举行会谈
	12306网站微信支付功能正式上线运行
2017年12月	推出“铁路畅行”常旅客会员服务，可累积积分并兑换车票
2018年1月	中铁总与深圳证券交易所签署战略合作协议，在铁路建设债券发行、资产证券化、混合所有制改革等方面加强合作
2018年4月	中铁总拟通过北京产权交易所转让高铁WiFi公司49%股权
	中铁总与上交所签署战略合作协议

资料来源：中铁总，12306网站，新华网等，长江证券研究所

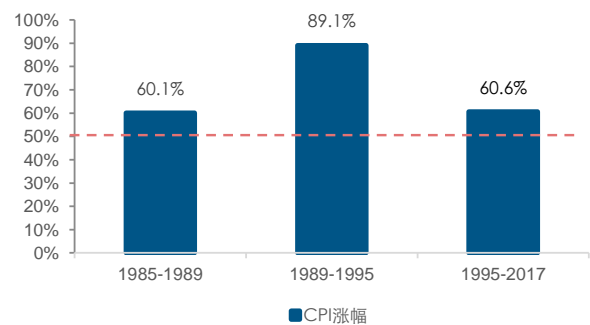
客运运价改革方面，铁路普客定价权一直在发改委手中，且自1995年以来执行至今、未有调整。然而，1995年以来国内CPI已经大幅上涨了60.6%（物价水平上涨，铁路客运成本压力增加），反观历史上普客的两次提价（1989年和1995年），期间CPI同样大幅上涨。虽然铁路普客公益属性较强，但是在成本压力积累到一定程度后，还是会通过上调运价来抵消成本压力。考虑到1995-2017年国内CPI累计上涨幅度（60.6%）已经基本接近前2次普客调价时的累计水平（60.1%和89.1%），普客提价的临界点或许已然逼近。

图 95：前两次铁路普客提价期间，国内物价水平上涨较多



资料来源：Wind，长江证券研究所（注：CPI以1978年为100）

图 96：1995-2017年，国内CPI上涨60.6%



资料来源：Wind，长江证券研究所

铁路土地开发方面，中铁总换届之后，土地开发节奏明显加快：根据中铁总网站和凤凰财经报道，2017年8月8日和18日，铁路部门分别在上海和北京产权交易所推出了21个和11个土地综合开发项目，分别涉及土地20552亩和5689亩，开发项目类型包括物流园区、商品住宅和城镇综合体等。我们预计，后续铁路土地资源开发将实现常态化，将为铁路公司提供可观的利润来源。

表 6：铁路土地资源开发进度

时间	文件名称	主要内容
2013年8月	33号文：《关于改革铁路投融资体制，加快推进铁路建设的意见》	加大力度盘活铁路用地资源，鼓励土地综合利用；按照市场化、集约化原则实施综合开发，以开发收益支持铁路发展。
2014年8月	37号文：《关于支持铁路建设实施土地综合开发的意见》	支持铁路运输企业以自主开发、转让、租赁等多种方式盘活利用现有建设用地；铁路运输企业依法取得的划拨用地， <b>因转让或改变用途不再符合《划拨用地目录》的，可依法采取协议方式办理用地手续。</b>
2017年8月8日和18日	铁路土地综合开发项目试点	上海和北京产权交易所推出了21个和11个铁路土地综合开发项目，分别涉及土地20552亩和5689亩，开发项目类型包括物流园区、商品住宅和城镇综合体等。
2017年8月	中铁总拥有可开发利用土地3亿平方米	中铁总在北京土地推介会上介绍，中铁总拥有丰富的土地资源：既有铁路土地总面积68万公顷，可开发利用土地3亿平方米，分布于18个铁路局所在的31个省、市、自治区。
2017年11月	18家铁路局调整经营范围	部分路局增加物流、金融、旅游餐饮、广告经营、房地产开发、农畜产品和烟草制品销售等业务。

资料来源：中铁总网站、凤凰财经、新浪网、国务院网站、国家企业信用信息公示系统等，长江证券研究所

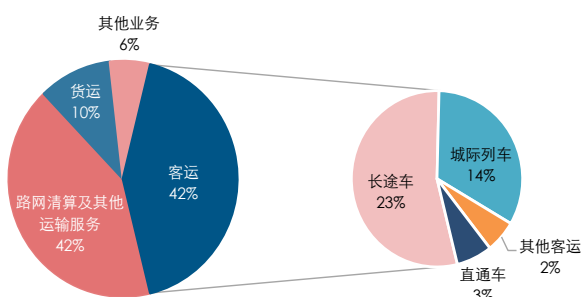
## 广深铁路：盈利拐点出现，铁改提供向上弹性

广深铁路是铁路改革最为受益标的。由于近几年来，公司人工成本等快速上涨，而收入增长缓慢，公司盈利压力较大。但是，随着铁路改革的逐步推进，公司盈利将迎来向上拐点：

- 一方面，公司是 A 股铁路客运相关度最高的标的，公司长途车（铁路普客）收入占比约为 23%，将是普客提价最直接受益者：根据我们测算，若普客提价 10%，公司归属净利润将提升 20%以上。
- 另一方面，根据公司招股说明书披露，公司合计拥有土地面积约 1181 万平方米。2018 年 4 月，公司公告拟交储开发土地 3.7 万平方米，预计增加公司净利润超过 5.05 亿元。本次交储土地面积仅占公司土地总面积的 0.3%左右，后续土地可开发空间和利润提升空间依然较大，将给公司带来价值重估的机会。

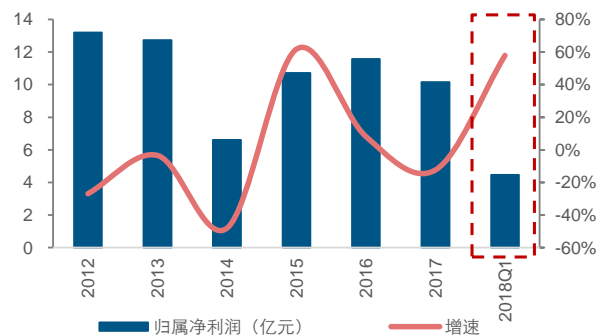
在铁路改革的大背景下，公司将在多个方面受益，盈利向上弹性较大。目前，广深铁路 PB 估值接近 1 倍，结合非亏损央企的特点，安全边际相对较高。

图 97：2017 年广深铁路收入结构



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 98：2018Q1 公司归属净利润同比增长 57.9%



资料来源：公司公告，长江证券研究所

表 7：2018 年预计公司长途车客运量和单位运价对归属净利润的敏感性测算

		长途车客运量增幅				
		-5%	-3%	0%	3%	5%
长途车单位 运价增幅	0%	-10%	-6%	0%	6%	10%
	5%	-1%	4%	10%	16%	21%
	10%	9%	13%	20%	27%	31%
	15%	19%	23%	30%	37%	42%
	20%	28%	33%	40%	47%	52%
	25%	37%	42%	50%	57%	62%
	30%	47%	52%	60%	68%	73%

资料来源：长江证券研究所

图 99：年初以来，广深铁路相对沪深 300 下跌 9%



资料来源：Wind，长江证券研究所（注：以 2018 年 1 月 2 日股价为 100%）

图 100：广深铁路 PB 估值接近 1 倍



资料来源：Wind，长江证券研究所

## 投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于市场
中性	相对表现与市场持平
看淡	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对大盘涨幅大于 10%
增持	相对大盘涨幅在 5%~10%之间
中性	相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减持	相对大盘涨幅小于-5%
无投资评级	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。

## 联系我们

### 上海

浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层 (200122)

### 武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼 (430015)

### 北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层 (100032)

### 深圳

深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼 (518048)

## 重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。