

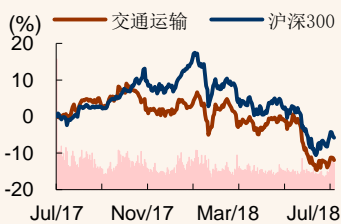
推荐 (维持)

## 经济预期修复，运输结构调整进行时

2018年07月30日

### 招商“交”点之周报篇

上证指数	2874		
行业规模	占比%		
股票家数 (只)	112	3.2	
总市值 (亿元)	19388	3.9	
流通市值 (亿元)	14311	3.6	
行业指数			
%	1m	6m	12m
绝对表现	-1.4	-16.6	-11.1
相对表现	-3.2	3.0	-6.0



资料来源: 贝格数据、招商证券

#### 相关报告

- 1、《招商“交”点之周报篇—宏观经济预期仍有压力，把握两条投资主线》2018-07-16
- 2、《招商“交”点之周报篇—人民币汇率企稳，关注运输结构调整机会》2018-07-10
- 3、《招商“交”点之周报篇—黎明前的黑暗》2018-07-02

袁钉

010-57601857  
 yuanding@cmschina.com.cn  
 S1090517080001

- **交运板块市场变化 (本周):** 沪深 300 指数报收 3521 点, 上涨 0.8%; 申万交运指数报收 2420 点, 上涨 1.8%, 领先沪深 300 指数 1.0%。申万交运 8 个二级行业有 6 个跑赢沪深 300 指数, 其中公交涨幅最大 (+6.7%), 铁路涨幅最小 (+1.3%)。个股本周上涨 84 家, 未涨 3 家, 下跌 21 家。其中, 涨幅最大的是重庆路桥 (+24.0%), 跌幅最大的是海航控股 (-16.2%)。
- **航运 (本周):** (1) 干散: BDI 报收 1676 点, 本周下跌 0.8%; BCI 报收 3197 点, 本周下跌 0.2%; BPI 报收 1588 点, 本周上涨 2.0%; BSI 报收 1035 点, 本周上涨 1.2%; BHSI 报收 553 点, 本周下跌 1.3%。(2) 沿海干散: CCBFI 综合指数报收 1054 点, 本周下跌 3.4%; (3) 集运: CCFI 报收 821 点, 本周下跌 1.3%; SCFI 报收 864 点, 本周上涨 8.8%; (4) 远洋油轮: BDTI 报收 755 点, 本周上涨 5.0%; BCTI 报收 508 点, 本周上涨 0.6%。
- **航空 (本周):** (1) 油价: 布油报 74.3 美元/桶, 本周上涨 1.7%; (2) 汇率: 美元兑人民币汇率中间价报收 6.79, 本周上涨 0.4%; (3) 合计: 运输量同比+11%, 环比+3%; 价格同比+0%, 环比+2%; 客座率 86%, 同比+8pct, 环比+2pct; (4) 国内: 运输量同比+10%, 环比+4%; 价格同比+0%, 环比+1%; 客座率 88%, 同比+11pct, 环比+4pct; (5) 国际: 运输量同比+12%, 环比+1%; 价格同比+0%, 环比+2%; 客座率 82%, 同比+0pct, 环比+3pct。
- **投资策略:** 我们认为交运仍将延续分化态势, 重点推荐旧经济供给侧改革 (民航+铁路), 以及新经济高成长 (快递+多式联运) 两条主线。1) 民航供给侧改革持续兑现, 行业景气度上行且周期性下降, 标的选择: 东航>吉祥=春秋>南航>国航。2) 电商快递从分层到分化, 商务快递格局稳定; 推荐电商快递龙头韵达, 关注申通、圆通边际改善以及顺丰新业务的价值。3) 运输结构调整孕育铁路和多式联运机会, 推荐大秦铁路, 关注广深铁路和铁龙物流, 多式联运重点推荐龙洲股份和嘉友国际, 关注安通控股、长久物流和象屿股份。

□ **风险警示:** 宏观经济大幅下滑

#### 重点公司主要财务指标

	股价	17EPS	18EPS	19EPS	18PE	19PE	PB	评级
东方航空	5.92	0.44	0.41	0.54	14.4	11.0	1.6	强烈推荐-A
春秋航空	33.57	1.58	1.64	2.06	20.5	16.3	2.5	强烈推荐-A
吉祥航空	14.93	0.74	0.85	1.07	17.6	14.0	3.1	强烈推荐-A
深圳机场	8.16	0.32	0.37	0.42	22.2	19.6	1.5	强烈推荐-A
上海机场	61.70	1.91	2.24	2.84	27.5	21.7	4.5	强烈推荐-A
中远海控	4.59	0.26	0.23	0.53	19.9	8.7	2.3	强烈推荐-A
大秦铁路	8.74	0.90	0.96	0.96	9.1	9.1	1.3	强烈推荐-A
中通快递	48.56	1.31	1.62	2.21	30.0	22.0	6.7	强烈推荐-A
圆通速递	17.98	0.97	1.22	1.52	14.8	11.8	4.0	强烈推荐-A
韵达股份	13.18	0.51	0.67	0.81	19.6	16.3	4.0	强烈推荐-A
龙洲股份	5.33	0.48	0.68	0.85	7.8	6.2	1.1	强烈推荐-A
嘉友国际	43.14	3.44	2.32	2.90	18.6	14.9	3.5	强烈推荐-A

资料来源: 公司数据、招商证券

## 正文目录

一、策略观点 .....	5
1.1、行业季度观点 .....	5
1.2、个股估值表 .....	7
二、近期重点报告和调研 .....	8
2.1、重点报告 .....	8
2.2、重点调研 .....	10
三、一周行情回顾 .....	12
3.1、交运行业市值 .....	12
3.2、交运行业涨跌幅 .....	12
3.3、交运行业估值 .....	14
四、行业核心数据跟踪 .....	16
4.1、航运港口 .....	16
4.1.1、干散 .....	16
4.1.2、集运 .....	17
4.1.3、油运 .....	18
4.1.4、港口 .....	18
4.2、航空机场 .....	18
4.2.1、航空 .....	18
4.2.2、机场 .....	19
4.3、铁路公路 .....	20
4.3.1、铁路 .....	20
4.3.2、公路 .....	21
4.4、快递物流 .....	22

## 图表目录

图 1: 交运二级行业上市公司数量 .....	12
图 2: 交运二级行业上市公司市值 .....	12
图 3: 交运行业及沪深 300 涨跌 .....	13
图 4: 本周交运子板块累计涨幅 .....	13
图 5: 本月交运子板块累计涨幅 .....	13
图 6: 年初至今交运子板块累计涨幅 .....	13
图 7: 本周交运个股涨跌幅 (前五) .....	14
图 8: 本月交运个股涨跌幅 (前五) .....	14
图 9: 年初至今交运个股涨跌幅 (前五) .....	14
图 10: 交运子行业最新 PE .....	14
图 11: 交运子行业最新 PB .....	15
图 12: BDI、CDFI .....	16
图 13: 分船型运价指数 .....	16
图 14: 螺纹钢和普氏铁矿石价格 .....	16
图 15: C3/C5 航线铁矿石运价 .....	16
图 16: CCBFI .....	17
图 17: 秦港动力煤价格 (Q5500) .....	17
图 18: CCFI、SCFI .....	17
图 19: SCFI (美线) .....	17
图 20: SCFI (欧地线) .....	17
图 21: BDTI、BCTI .....	18
图 22: CTFI .....	18
图 23: 全国港口货物吞吐量 .....	18
图 24: 全国港口集装箱吞吐量 .....	18
图 25: 航空客运周转量 .....	19
图 26: 航空货运周转量 .....	19
图 27: 民航正班客座率 .....	19
图 28: 布伦特原油价格 .....	19
图 29: 美元兑人民币汇率中间 .....	19

图 30: 首都机场旅客吞吐量 .....	20
图 31: 浦东机场旅客吞吐量 .....	20
图 32: 广州机场旅客吞吐量 .....	20
图 33: 深圳机场旅客吞吐量 .....	20
图 34: 全国铁路货运量 .....	20
图 35: 大秦线货运量 .....	20
图 36: 全国铁路客运周转量 .....	21
图 37: 全国铁路货运周转量 .....	21
图 38: 全国公路货运量 .....	21
图 39: 全国公路客运量 .....	21
图 40: 全国公路货运周转量 .....	21
图 41: 全国公路客运周转量 .....	21
图 42: 全国快递业务量 .....	22
图 43: 全国快递业务收入 .....	22
图 44: 全国快递件均价 .....	22

## 一、策略观点

### 1.1、行业季度观点

#### 航空（推荐）：供改进入兑现期

- **供给侧改革持续兑现，首推东航。**民航供给侧改革持续兑现，行业景气度上行且周期性下降，旺季 Showtime 来临，维持板块“推荐评级”，标的选择：东航>吉祥=春秋>南航>国航。1) 供给：空域、准点率和安全三重约束下，行业供需中期维持小缺口；18 年行业机队增速放缓，且 18q3 航班量增速环比下降 2pct，兑现供给收缩；2) 需求：民航大众化和消费升级带动年均 10% 的长期增长，以日韩为代表的外线需求持续改善；3) 内线客座率全球第三，18 年即将突破 85% 的阈值；4) 票价市场化改革持续推进，京沪线提价落地；5) 行业收益进入中期上升通道，大航未来三年 RASK 年均增长 3%-5%，净利率逐步接近 10%。

#### 机场（中性）：估值消化

- **推荐深圳机场，关注上海机场。**1) 城镇化和消费升级拉动年均 10% 的人均乘机次数增长，但空域紧张可能制约枢纽机场产能释放；2) 商业模式清晰，垄断性强，航空性收入政府定价，非航收入处于流量加速变现期，人工和建设成本能够向下游（航空公司、旅客）传导；3) 机场 17 年和 18H1 领跑交运板块，但板块即期估值处于历史相对高位，推荐产能释放+非航收入加速变现的深圳机场，关注免税可能超预期的上海机场。

#### 航运（回避）：大周期底部，相对看好集运

- **干散货（回避）：关注中远海特。**1) 8% 的订单/运力比逼近上一轮熊市底部，大周期底部明确；2) 16Q1 触底后进入中周期的后半段（16-19 景气上行），BDI 指数 18 年进入 1300-1500 的盈亏平衡点；3) 中远海特基本面持续改善（油价上行海工复苏+干散相关多用途和重吊业务），关注下半年旺季行情。
- **集运（中性）：关注中远海控。**1) 13% 的订单/运力比为 2000 来新低；2) 集运市场 16 年初触底后，运价持续上行，但大船交付导致运价承压，17H2 和 18H1 表现低于市场预期；3) Alphaliner 预测 18/19 年供给+5.8%/+3.6%，需求+4.5%/+4.3%，大船订单 18 年去化后景气度持续上行；4) 市场集中度持续提升，最新 CR5/CR10 为 61%/81%，中远海控收购东方海外后运力规模将超过达飞位居世界第二；5) 集运中期买点或在 18 年 H2，关注中远海控。
- **油运（回避）：VLCC 供给过剩，运价持续下行，关注美国重启对伊制裁后储油需求的增长。**

#### 港口（回避）：主题为王

- **估值不具备吸引力。**1) 货物和集装箱吞吐量增速从 15 年底 0% 提升至 5%，考虑新增产能投放（高成本+低利用率），业绩改善不显著；2) 板块估值 20X PE，并不具备吸引力，重点关注港口整合（广东、山东、辽宁等）和自贸区（上海、福建等）主题。

#### 铁路&多式联运（推荐）：运输结构调整的机会

- **铁路：**1) 大秦铁路：供改导致煤源进一步向三西地区集中，小缺口下煤价长期维

持 535 以上，量价风险下降；虽然短期运价受到行政压制，客运和非大秦线货运提供运量弹性，对冲成本增长；大秦铁路的本质是公用事业，但即期估值和煤炭股相当，隐含较高的风险溢价和悲观预期，5.2%的股息率极具吸引力，维持“强烈推荐-A”评级。2）广深铁路和铁龙物流估值偏高，重点关注改革兑现情况（客运提价、公司化改革、土地资产变现、资产注入）。

- **多式联运:** 1) 改革增强铁路运输吸引力，治超和油价上涨削弱公路运输竞争力；2) 多式联运是降低物流成本和运输结构调整的有效手段，政策推动行业从导入期步入成长期；3) 民营多式联运承运人率先受益，通过标准化多式联运产品，实现业绩高速增长；4) 个股重点推荐龙洲股份（沥青多式联运）和嘉友国际（一带一路跨境多式联运），关注安通控股、长久物流和象屿股份。

#### 公路（中性）：估值具备吸引力

- **公路:** 1) 车流量增速下降，18.1-5 月（客车+9%/货车+10%），低于 17 年（客车+15%/货车+16%）；2) 18 年约 11X PE，估值基本合理，关注政策面变化，板块性机会需要等待利率企稳回落。

#### 快递（推荐）：从分层到分化

- **电商快递(推荐):** 1) 电商渗透率持续提升，未来 5 年增速从 30%逐步退坡至 20%；2) 一线快递从比拼件量到服务和盈利过渡，二三线快递很难通过价格战改变行业格局，需要关注仓配模式的影响；3) 龙头企业持续优化干线运输和中转成本，提升服务品质，理论单票净利有望达到 0.38 元；4) 行业上下游还存在巨大空间供优势企业开疆拓土；5) 推荐增速持续领跑行业的韵达，关注申通、圆通边际改善。
- **商务快递(中性):** 1) 商务件增速为 GDP 2-3X，预计在 15%-20%；2) 航空运力+品牌+服务壁垒较高，顺丰+EMS 形成双寡头垄断，电商快递短期难以切入，提价能力强；3) 顺丰是中国物流业核心资产，应享受估值溢价，关注新业务的价值。

#### 公交（回避）：转型路漫漫

- **公路:** 1) 受高铁和私家车分流影响，传统公路客运企业业绩持续下滑；出租车运营企业持续受到网约车冲击；2) 转型压力巨大，警惕壳价值的变化。

## 1.2、个股估值表

表 1: 重点公司估值对比表

公司	股价	EPS			盈利增长率			PE			PB (MRQ)	ROE (TTM)	市值 (亿元)
		18E	19E	20E	18E	19E	20E	18E	19E	20E			
南方航空	7.13	0.69	0.81	1.00	35%	18%	23%	10.4	8.8	7.1	1.39	13.1%	719
东方航空	5.92	0.41	0.54	0.68	-6%	50%	26%	14.4	11.0	8.7	1.57	10.0%	856
中国国航	7.8	0.60	0.72	0.89	14%	19%	24%	13.0	10.9	8.8	1.31	9.5%	1,133
春秋航空	33.57	1.64	2.06	2.62	19%	26%	28%	20.5	16.3	12.8	2.54	10.9%	308
吉祥航空	14.93	0.85	1.07	1.31	15%	26%	23%	17.6	14.0	11.4	3.09	14.7%	268
白云机场	14.12	0.78	0.91	1.02	2%	16%	12%	18.0	15.6	13.8	1.96	10.5%	292
上海机场	61.7	2.24	2.84	2.88	17%	26%	2%	27.5	21.7	21.4	4.55	15.0%	1,189
深圳机场	8.16	0.37	0.42	0.46	15%	13%	11%	22.2	19.6	17.6	1.50	6.0%	167
中远海特	3.64	0.15	0.20	0.24	33%	33%	23%	24.7	18.6	15.1	0.82	2.6%	78
中远海控	4.59	0.23	0.53	0.71	-11%	127%	35%	19.9	8.7	6.5	2.32	12.8%	469
大秦铁路	8.74	0.96	0.96	0.97	7%	1%	1%	9.1	9.1	9.0	1.35	13.8%	1,299
广深铁路	4.35	0.25	0.19	0.21	72%	-22%	8%	17.6	22.6	20.9	1.06	4.1%	308
福建高速	3.08	0.25	0.26	0.28	4%	7%	4%	12.4	11.6	11.1	0.99	7.0%	85
韵达股份	48.56	1.62	2.21	2.94	34%	36%	33%	30.0	22.0	16.5	6.73	30.5%	640
申通快递	17.98	1.22	1.52	1.83	25%	25%	20%	14.8	11.8	9.8	4.03	21.6%	275
圆通速递	13.18	0.67	0.81	0.97	33%	20%	19%	19.6	16.3	13.6	3.99	15.4%	373
顺丰控股	43.99	1.14	1.44	1.76	9%	26%	22%	38.5	30.5	24.9	5.93	14.8%	1,944
华贸物流	5.96	0.33	0.40	0.47	20%	19%	17%	17.9	15.0	12.8	1.61	7.7%	60
龙洲股份	5.33	0.68	0.85	1.01	53%	25%	19%	7.8	6.2	5.3	1.11	6.3%	30
建发股份	8.66	1.40	1.63	1.86	19%	16%	14%	6.2	5.3	4.7	1.04	14.4%	246
嘉友国际	43.14	2.32	2.90	3.48	30%	25%	20%	18.6	14.9	12.4	3.54	15.0%	48

资料来源: 公司数据、招商证券

## 二、近期重点报告和调研

### 2.1、重点报告

#### 1、交运行业 2018 年中期投资策略-供改与成长共舞

**航空：供给侧改革持续兑现。**民航供给侧改革持续兑现，行业景气度上行且周期性下降，标的选择：东航>吉祥=春秋>南航>国航。1) 供给：空域、准点率和安全三重约束下，行业供需中期维持小缺口；18Q3 机队和航班量增速下降；2) 需求：民航大众化和消费升级带动年均 10% 的长期增长，以日韩为代表的外线需求持续改善；3) 内线客座率全球第三，18 年即将突破 85% 的阈值；4) 票价市场化改革持续推进，京沪线提价落地；5) 行业收益进入中期上升通道，大航未来三年 RASK 年均增长 3%-5%，净利率逐步接近 10%。

**快递：电商快递从分层到分化，商务快递格局稳定。**1) 电商渗透率持续提升，未来 5 年增速从 30% 逐步退坡至 20%；2) 一线快递从比拼件量到服务和盈利过渡，二三线快递很难通过价格战改变行业格局；3) 龙头企业持续优化干线运输和中转成本，提升服务品质，理论单票净利有望达到 0.38 元；4) 行业上下游还存在巨大空间；5) 推荐增速持续领跑行业的韵达，关注申通、圆通边际改善。商务快递增速稳定 (GDP 2-3X)，但竞争格局稳定且提价能力强，应享受估值溢价，关注顺丰新业务的价值。

**铁路&多式联运：长期的机会。**1) 改革增强铁路运输吸引力，治超和油价上涨削弱公路运输竞争力；2) 多式联运是降低物流成本和运输结构调整的有效手段，政策推动行业从导入期步入成长期；3) 民营多式联运承运人率先受益，通过标准化多式联运产品，实现业绩高速增长；4) 大秦铁路估值和股息率极具吸引力，广深铁路和铁龙物流重点关注改革兑现情况；5) 多式联运重点推荐龙洲股份和嘉友国际，关注安通控股、长久物流和象屿股份。

**投资策略：**我们认为交运下半年仍将延续分化态势，重点推荐旧经济供给侧改革（民航+铁路），以及新经济高成长（快递+多式联运）两条主线，个股重点推荐：东方航空、大秦铁路、韵达股份、龙洲股份。

#### 2、航空旺季前瞻-供给收缩兑现，Showtime!

**供给收缩将在旺季兑现。**旺季机队增速较年初下降 1.5pct；前二十大航司 18q3 航班量增速环比下降 2pct。民营资本投资民航业意愿大幅下降，去杠杆和财政压力制约地方政府投资能力，新进入者风险大幅下降。

**行业供需中期维持小缺口。**民航供给的松紧取决于安全、正常率和空域三重约束，中期维持小缺口状态，这也是局方和航司博弈的最佳均衡。即使产生“大缺口”，“保出行”会变成更大的“政治正确”，局方突破约束让缺口快速减小。

**景气度提升的持续性超预期。**我们认为：15-16 年是本轮航空周期的票价底部，三大航的真实定价能力被低估了，未来三年 RASK 维持 3%-5% 的提升。市场普遍的预期是 18 年内线收益急剧提升，而对于 19/20 年收益持续提升预期不足。

**Showtime 来临，继续首推东航！**航空即期股价仅反映 18 年景气度回升，并未反应供改后的行业本质变化，旺季 Showtime 来临，继续首推东航。

#### 3、大秦铁路深度报告-估值隐含悲观预期，高股息静待修复

铁总三大上市平台之一，核心资产为大秦线。大秦线设计产能 4.5 亿吨，是西煤东运第一大通道。除大秦线外，公司 2010 年收购太原局运输主业资产，主营铁路煤炭运输业务。铁总通过太原局间接持股 61.7%，为公司实际控制人。

**煤炭供给侧改革稳定量价预期。**根据招商煤炭的测算，供改导致煤炭行业未来三年维持 5000 万吨/年小缺口，秦港 5500 动力煤价波动区间为 535-725 元/吨。区域上看，产能进一步向三西地区集中，其中山西产量基本稳定，内蒙古和陕西大幅增产。

**铁路货运定价和清算日益市场化，终端价格支撑提价。**2018 年起，铁路货运价格持续松绑，运价上浮范围从 10% 扩大至 15%（下浮不限）；货运清算从分段清算调整为承运清算，利好大秦铁路等发货为主的企业。大秦铁路管内运价实际上浮约 7%，虽然降低成本背景下运价上浮面临行政压力，但强劲的终端煤价支撑运费提升，运价弹性有望持续释放。

**分流风险可控，大秦线中期运量 4.5 亿吨。**分区域看，晋北煤源公司具备明显运距和运费优势；晋中南煤源可能部分被瓦日线分流；神华陕西协议煤保持稳定。在蒙西煤源上，准朔线增强大秦线竞争力；朔黄线疏运能力不足+铁路建设基金远期改革，大幅降低朔黄线分流风险；铁总控制的蒙冀铁路不构成实质性竞争；蒙华铁路目标市场为华中地区，并不重叠。

**高股息静待预期修复，维持“强烈推荐-A”评级。**我们维持大秦线 18/19 年运量 4.5/4.5 亿吨判断，预测公司 18-20 年 EPS 为 0.96/0.96/0.97 元，50% 的分红比率下 18/19 年股息率 5.7%/5.7%。大秦铁路中长期风险已经大幅下降，但即期估值和煤炭股相当，隐含较高的风险溢价和悲观预期，5.7% 的股息率极具吸引力，维持“强烈推荐-A”评级。

#### 4、航空二季度投资策略-否极泰来，买点已至

**1) 市场回顾：2 月以来，航空板块出现明显回撤。**春运供给和票价表现低于市场预期，航空股在 2 月初和 2 月底创造两次高点后有所回撤。进入 3 月，中美贸易战持续发酵；布油在 OPEC 减产、地缘政治危机的因素下攀升至 74 美元；海南天价机票事件导致提价进度推迟；外资行下调三大航 H 股评级；诸多利空下大航回撤近 30%，小航回撤近 20%。

**2) 票价改革：提价破冰，长期趋势不变。**市场最初预计提价在 18 夏秋换季（3 月底）兑现，但由于春节期间海南天价机票的影响，提价迟迟未能兑现。实际上，春节期间海南“天价机票”均为两舱，和经济舱票价市场化无直接关系，但舆论压力确实影响了提价节奏。但民航 2C 属性决定提价符合政策逻辑（市场化+拉动内需），三大航已经明确在未来两个月内全面完成提价。

**3) 供给：重申空域资源约束的核心逻辑。**中国实行军航空管体制，“加强实战化训练”意味着军航体制短期难以改变，空域资源瓶颈日益严重。机队引进和飞行计划实行行政管理，民航局具备控制行业供给的能力，而供给的松紧则取决于安全、正常率和资源保障能力。

**4) 内需：政治局会议重振市场信心。**2018Q1，宏观经济数据走弱，引发市场对航空乃至整个周期板块需求的担忧。总体上看，政治局会议稳定了市场对于宏观经济的预期，改善了风险偏好，有利于周期股的表现。

**5) 外需：贸易战心理冲击远大于实质影响。**从市场份额看，美联航、国航、东航、南航和达美航空是中国-北美航线前五大承运人；从运力投入上看，国航/东航/南航在美线上投放 11%/9% 和 6% 的总运力。中美贸易摩擦影响中美公商务活动，在一定程度上减

少航空需求。尤其值得关注的是，若中国政府限制对美签证，则可能导致赴美游客数量大幅下降，对美线收益的影响不容小觑。

### 5、美国航空大牛市深度思考-无形供给侧改革，9年长牛10倍股

**巴菲特两次投资航空股的启示：价值毁灭者=>第一大股东。**1989年，巴菲特在周期高点重仓美国航空优先股，虽然1998年（下一个周期高点）成功获利退出，但巴菲特还是认为航空业是“价值毁灭者”。金融危机后，美国航空业启动无形“供给侧改革”，竞争格局持续优化，迎来9年长牛。目前，巴菲特是美国航空业第一大股东（市值105亿美元），原油股对冲油价风险。

**管制放松后，美国航空业30年价值破坏。**1979年以前，美国航空业受到严格管制，尽管盈利有周期波动，但仅有三次行业亏损。1980-2010年，美国航空业进入完全竞争状态，尽管客座率不断提升，但30年中亏损15年，长期ROE中枢约等于零，名副其实的“价值毁灭者”。

**无形的供给侧改革，9年航空长牛。**金融危机后，并购和破产大幅减少美国航企数量，行业集中度提升，竞争格局优化。几乎相同的股东导致大航行动一致，即扩张方式从运力引进变成并购，在核心枢纽形成垄断优势。行业运力低速增长，客座率屡创历史新高，实际票价首次连续5年（2010-2014）提升，5家主要航司9年（2009-2018）涨幅超过10倍，显著跑赢指数。

**趋势交易超级周期，长期投资供给侧改革。**我们认为航空投资逻辑优先级是：供给侧改革>需求超预期>油价>汇率。超级周期的本质是需求持续超预期，周期的振幅被急剧放大，但随着牛市结束，行业陷入长期萧条，仍然只能趋势交易 $\beta$ 。供给侧改革的本质是持续的供给缺口，周期景气中枢抬升，供给自发收缩应对需求下降，周期振幅下降，长期投资 $\alpha$ 。

## 2.2、重点调研

### 1、三大航17年度和18Q1业绩发布会汇总

**1) 内线提价进展情况：**东航预计可调价航线47条，占内线ASK的三分之一；南航全票价占比20%左右，可调价航线57条，占内线ASK的35%左右，夏秋航季提价预计实现20亿利润；国航可提价航线30条，占内线ASK的30%。

**2) 18年机队引进和ASK增速指引。**国航：17年末655架飞机，18年引进/退出54/22架，净增32架；ASK+10%，其中国内5%，国际15%，地区3%。东航：17年末637架，18年引进/退出67/15架，净增52架；ASK+9.5%，其中国内10.7%，国际7.5%，地区6.1%。南航：17年末754架，预计18年引进/退出115/29架，净增86架；ASK+14.7%，其中国内+17.1%，国际+9.7%。

**3) 18Q1和4月客公里收益回顾，18Q1成本情况。**国航18Q1客公里收益-1%，17.4首都中跑道维修不可比；东航18Q1客公里收益+1%，4月国内+6%/国际+8%，昆明和西安市场同比均有所改善，全年3.6%（国内5%）的客公里收益指引不变；南航18Q1客公里收益同比基本持平，4月国内+4%/国际+3%，客座率提升2-3pct。成本方面，三大航18Q1燃油采购均价同比增长+12%，单位油耗有所下降；国航单位非油成本同比-1%左右，东航和南航同比下降3%-4%。

**4) 18 年市场展望和收益策略:** 三大航整体对于 18 年内线市场保持乐观, 视客座率提价兑现收益 (包括票价上限提升)。美线/澳线: 18 年收益降幅收窄; 欧线/日本线: 明显恢复; 韩国和东南亚市场持续调整; 地区线表现良好。

## 2、中远海控

**1) 运力供给和交付:** 截止 17 年底, 公司运力 360 艘, 计 186.9 万 TEU (+10.3%); 手持订单 28 艘, 计 49.5 万 TEU, 预计 18-19 年陆续交付。公司目前正积极推动东方海外收购计划, 暂时没有新船订造计划, 会根据市场变化调整订单交付进度。

**2) 中美贸易战的影响:** 17 年, FE-USA 运量 1480 万 TEU (+6.5%), 不考虑贸易战因素预计 18 年增速维持。第一轮钢铝制品运量仅占公司美线运量的 2%, 近期美线仓位利用率在 96%。即使中美出现贸易摩擦, 更大程度上为贸易量的转移, 即美国进口从中国转向新兴市场。公司持续调整运力结构, 加大新兴市场投入, 美线运力占比从重组前的 23% 下降到 19%。公司美线长协/即期运量占比 6: 4, 传统上美线谈判为 4-5 月, 今年由于中美贸易摩擦, 进度慢于预期, 已签约合同运价同比 17 年基本持平。

**3) 对集运市场的判断:** 集运市场订单运力比为 12.8%, 是近 20 年的最低点; 17 年需求增长超过供给, 未来 3-5 年需求增速超过运力供给是大概率事件, 公司看好 19/20 年集运市场表现。过去几年集装箱班轮史无前例的并购潮流, 全球性班轮公司减少到 11 家 (实际可能 5-7 家), 运价波幅明显减小。

**4) 中远海发租入运力:** 公司目前从中远海发租入运力 74 艘 (58 万 TEU), 租期 5 年, 分别在 2020 年底和 2022 年 3 月陆续到期。到期后, 公司会重新基于公允原则和市场价格确定新的租约。

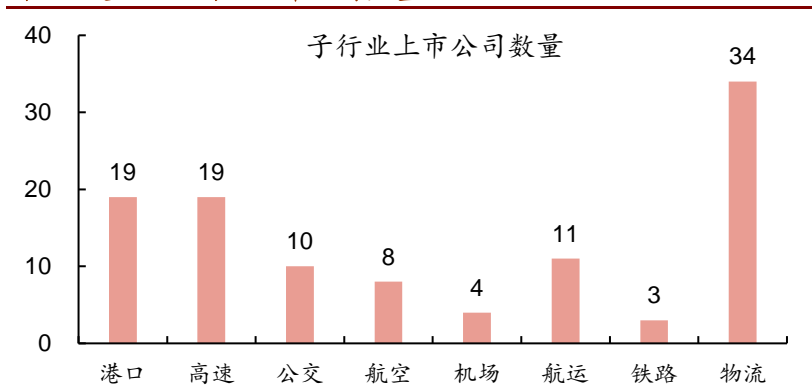
**5) 政府补贴:** 2017 年, 公司拿到 5 亿拆船造新补贴, 预计 18 年为 8 亿元。过去五年, 公司拆解船舶 55 条, 资产减值损失 25 亿元, 补贴合计 26 亿元, 基本覆盖损失。

### 三、一周行情回顾

#### 3.1、交运行业市值

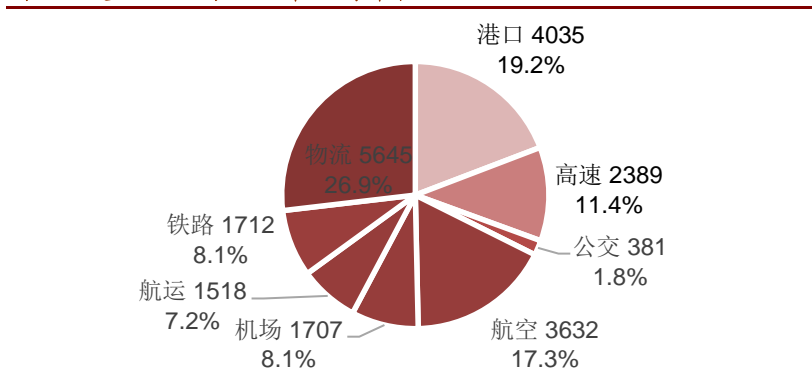
截至 2018 年 7 月 27 日，交运行业共有 108 家上市公司，总市值 21019 亿元，占 A 股总市值的 3.9%。子行业中物流市值最大，为 5645 亿元，占行业总市值的 26.9%；公交市值最小，为 381 亿元，占行业总市值的 3.9%。

图 1：交运二级行业上市公司数量



资料来源：wind、招商证券

图 2：交运二级行业上市公司市值

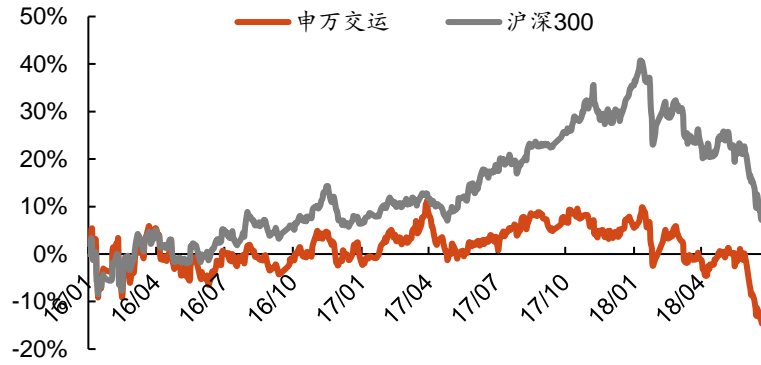


资料来源：wind、招商证券

#### 3.2、交运行业涨跌幅

本周，沪深 300 指数报收 3521 点，上涨 0.8%；申万交运指数报收 2420 点，上涨 1.8%，领先沪深 300 指数 1.0%。

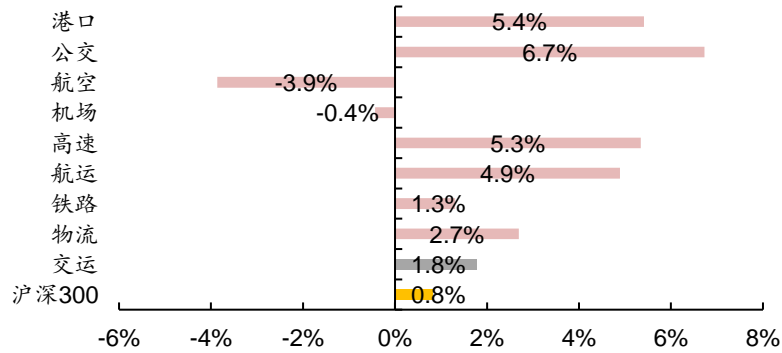
图 3: 交运行业及沪深 300 涨跌



资料来源: wind、招商证券

本周,申万交运 8 个二级行业有 6 个跑赢沪深 300 指数,为公交(+6.7%)、港口(+5.4%)、高速(+5.3%)、航运(+4.9%)、物流(+2.7%)、铁路(+1.3%); 2 个跑输沪深 300 指数,依次是航空(-3.9%)、机场(-0.4%)。

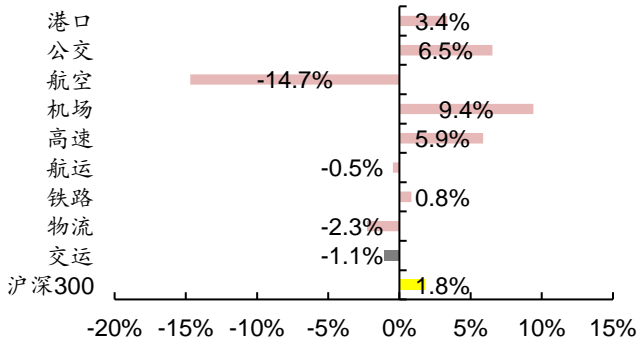
图 4: 本周交运子版块累计涨幅



资料来源: wind、招商证券

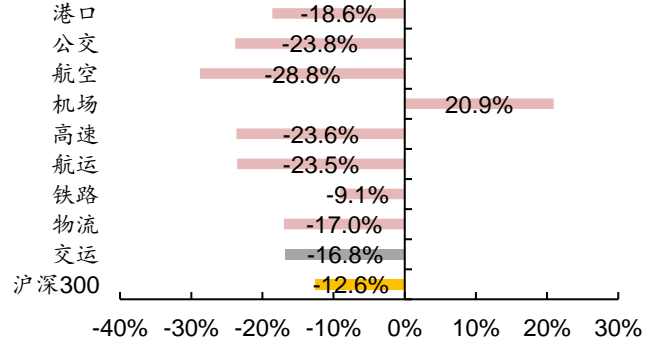
本月,申万交运 8 个二级行业有 4 个跑赢沪深 300 指数,依次为机场(+9.4%)、公交(+6.5%)、高速(+5.9%)和港口(+3.4%); 4 个跑输沪深 300 指数,分别是铁路(+0.8%)、航运(-0.5%)、物流(-2.3%)和航空(-14.7%)。

图 5: 本月交运子版块累计涨幅



资料来源: wind、招商证券

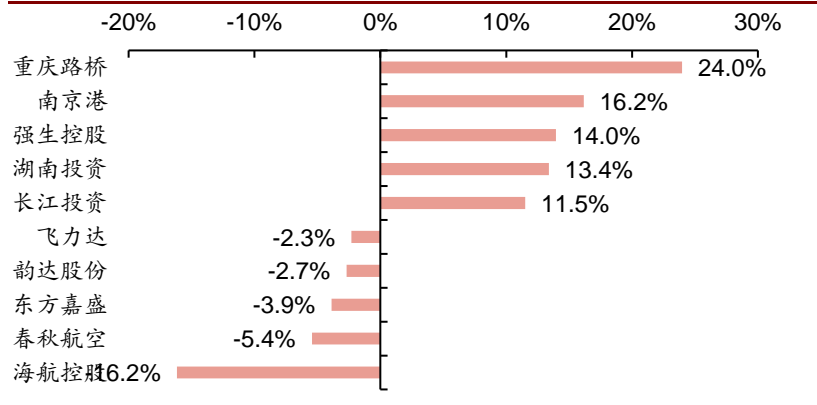
图 6: 年初至今交运子版块累计涨幅



资料来源: wind、招商证券

个股本周上涨 84 家,未涨 3 家,下跌 21 家。其中,个股涨幅最大的是重庆路桥,上涨 24.0%; 跌幅最大的是海航控股,下跌 16.2%。

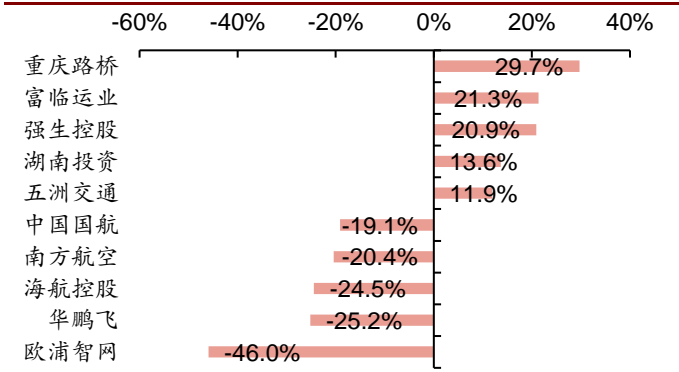
图 7: 本周交运个股涨跌幅 (前五)



资料来源: wind、招商证券

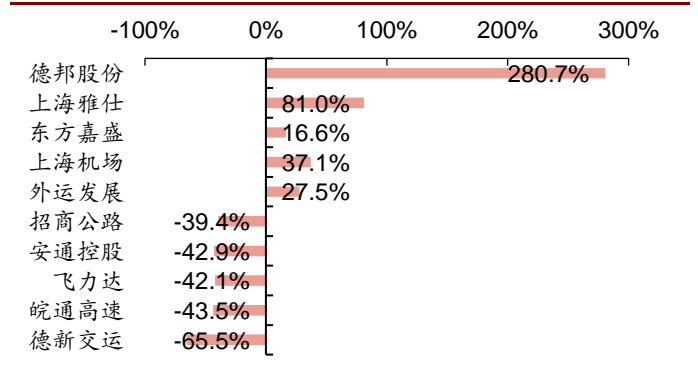
本月, 个股涨幅最大的是重庆路桥, 上涨 29.7%; 跌幅最大的是欧浦智网, 下跌 46.0%。年初至今, 个股涨幅最大的是德邦股份, 上涨 280.7%; 跌幅最大的是德新交运, 下跌 65.5%。

图 8: 本月交运个股涨跌幅 (前五)



资料来源: wind、招商证券

图 9: 年初至今交运个股涨跌幅 (前五)

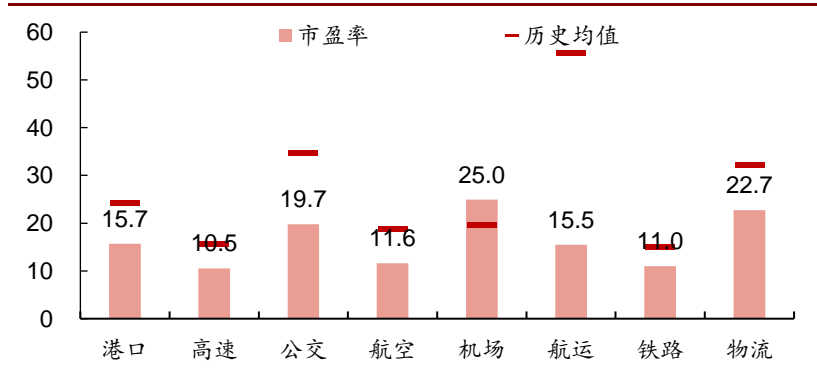


资料来源: wind、招商证券

### 3.3、交运行业估值

交运二级子行业中, 机场板块市盈率最高, 为 25.0 倍; 高速板块市盈率最低, 为 10.5 倍。

图 10: 交运子行业最新 PE

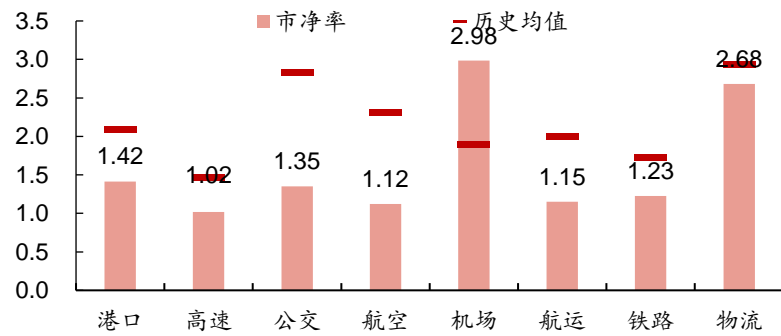


资料来源: wind、招商证券

交运二级子行业中, 机场板块市净率最高, 为 2.98 倍; 高速板块市净率最低, 为 1.02

倍。

图 11: 交运子行业最新 PB



资料来源: wind、招商证券

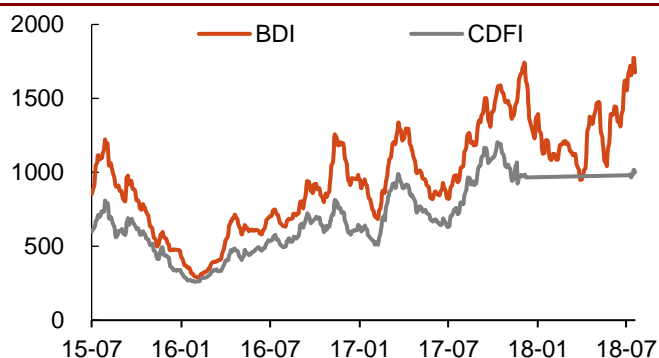
## 四、行业核心数据跟踪

### 4.1、航运港口

#### 4.1.1、干散

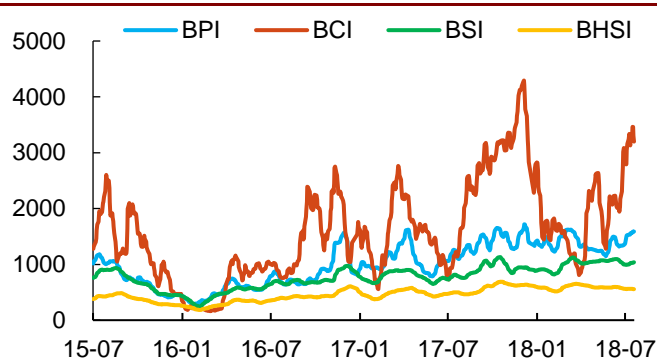
截至 2018 年 7 月 27 日，BDI 报收 1676 点，本周下跌 0.8%；BCI 报收 3197 点，本周下跌 0.2%；BPI 报收 1588 点，本周上涨 2.0%；BSI 报收 1035 点，本周上涨 1.2%；BHSI 报收 553 点，本周下跌 1.3%。

图 12: BDI、CDFI



资料来源: wind、招商证券

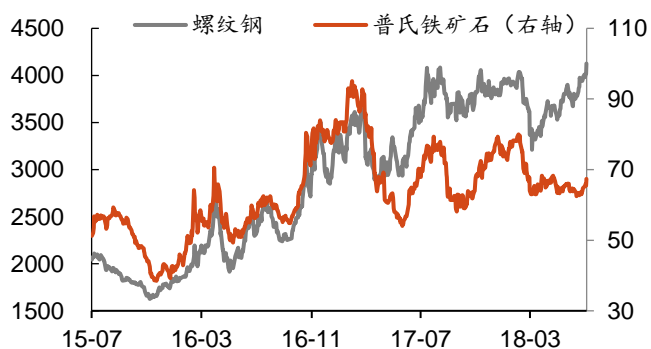
图 13: 分船型运价指数



资料来源: wind、招商证券

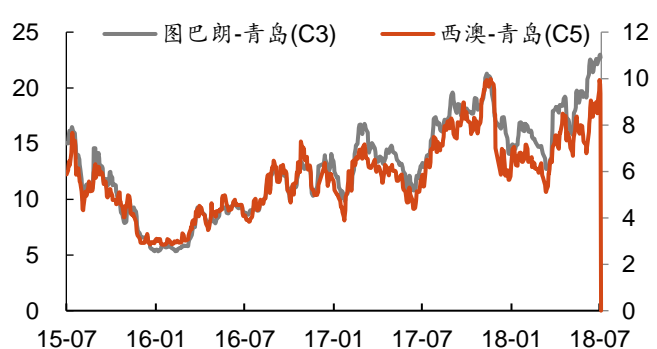
截至 2018 年 7 月 27 日，螺纹钢报收 4126 元/吨，本周上涨 3.5%；普氏铁矿石价格指数报收 67.4 美元/吨，本周上涨 3.9%；7 月 26 日，图巴朗-青岛航线（C3）铁矿石运价报收 23 美元/吨，本周上涨 2.8%；西澳-青岛航线（C5）铁矿石运价报收 9 美元/吨，本周上涨 10.2%。

图 14: 螺纹钢和普氏铁矿石价格



资料来源: wind、招商证券

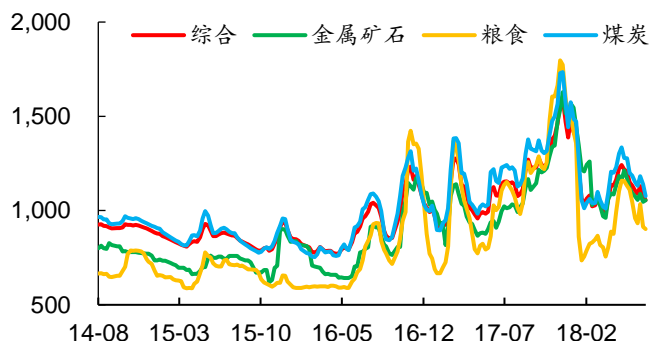
图 15: C3/C5 航线铁矿石运价



资料来源: wind、招商证券

截至 2018 年 7 月 27 日，CCBFI 综合指数报收 1054 点，本周下跌 3.4%。其中，金属矿石指数报收 1055 点，本周上涨 0.9%；粮食指数报收 902 点，本周下跌 1.3%；煤炭指数报收 1077 点，本周下跌 5.6%；7 月 28 日，秦港动力煤（Q5500）价格为 622 元/吨，本周下跌 4.5%。

图 16: CCBFI



资料来源: wind、招商证券

图 17: 秦港动力煤价格 (Q5500)

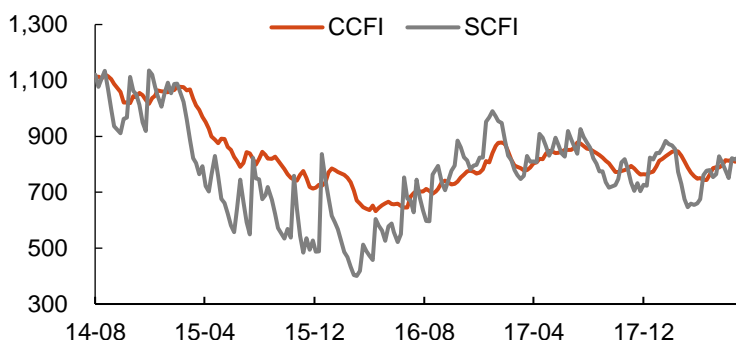


资料来源: wind、招商证券

### 4.1.2、集运

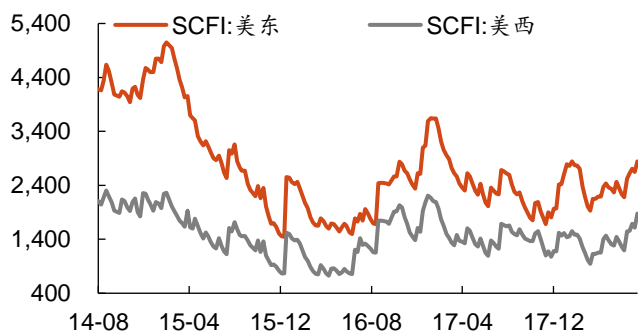
截至 2018 年 7 月 27 日, CCFI 报收 821 点, 本周下跌 1.3%; SCFI 报收 864 点, 本周上涨 8.8%。SCFI 美东航线报收 2846 美元/FEU, 本周上涨 7.4%; SCFI 美西航线报收 1877 美元/FEU, 本周上涨 16.2%; SCFI 欧洲航线报收 926 美元/TEU, 本周上涨 7.3%; SCFI 地中海航线报收 893 美元/TEU, 本周上涨 2.8%。

图 18: CCFI、SCFI



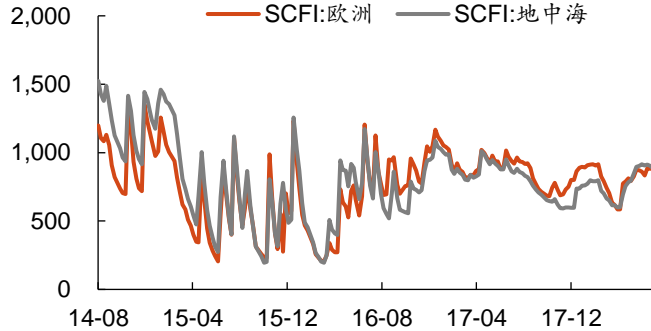
资料来源: wind、招商证券

图 19: SCFI (美线)



资料来源: Wind、招商证券

图 20: SCFI (欧地线)

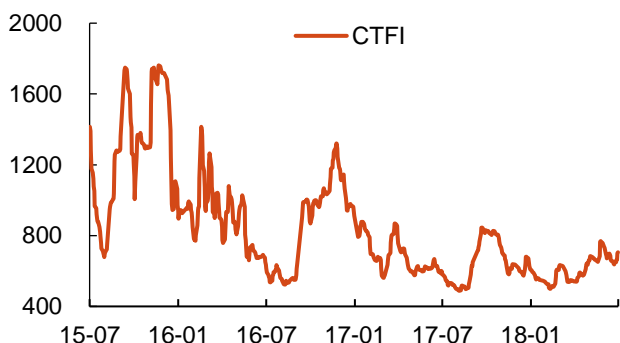


资料来源: Wind、招商证券

### 4.1.3、油运

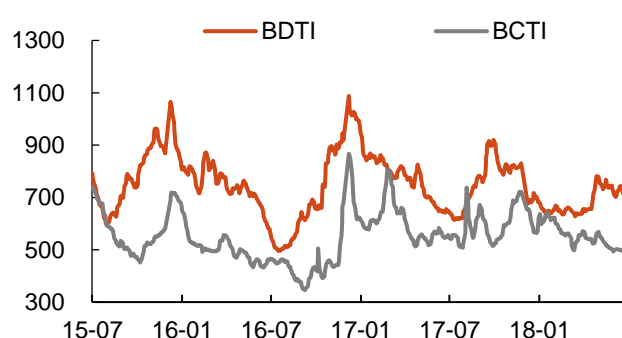
截至 2018 年 7 月 27 日, BDTI 报收 755 点, 本周上涨 5.0%; BCTI 报收 508 点, 本周上涨 0.6%; CTFI 报收 705.15 点, 本周上涨 8.7%。

图 21: BDTI、BCTI



资料来源: wind、招商证券

图 22: CTFI

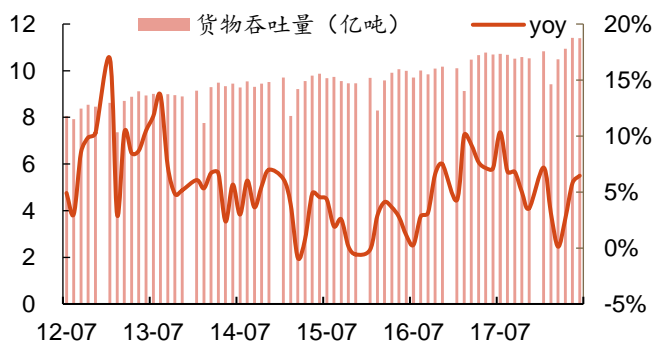


资料来源: wind、招商证券

### 4.1.4、港口

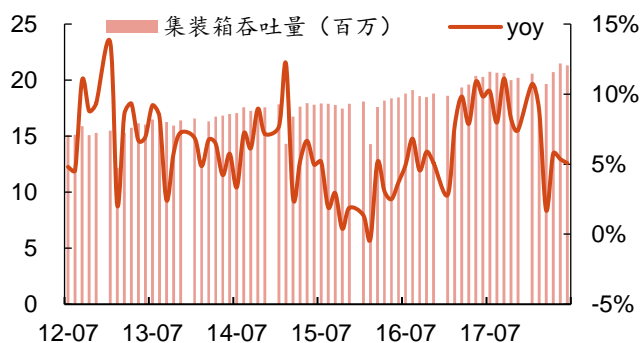
2018 年 06 月, 全国港口货运吞吐量 11.39 亿吨, 同比增长 6.5%; 集装箱吞吐量 2131 万标箱, 同比增长 5.4%。

图 23: 全国港口货物吞吐量



资料来源: wind、招商证券

图 24: 全国港口集装箱吞吐量



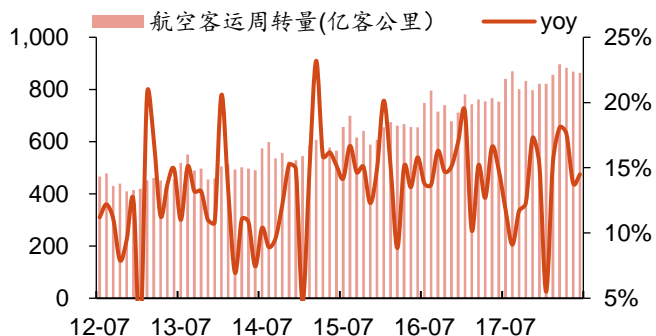
资料来源: wind、招商证券

## 4.2、航空机场

### 4.2.1、航空

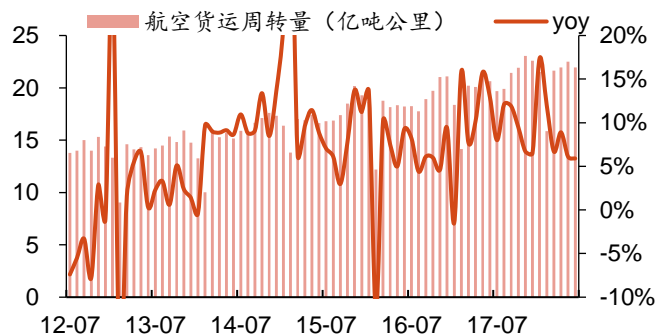
2018 年 06 月, 航空客运周转量为 864 亿客公里, 同比增长 14.50%; 航空货运周转量为 21.9 亿吨公里, 同比增长 5.90%; 2018 年 05 月, 民航正班客座率为 81.6%。

图 25: 航空客运周转量



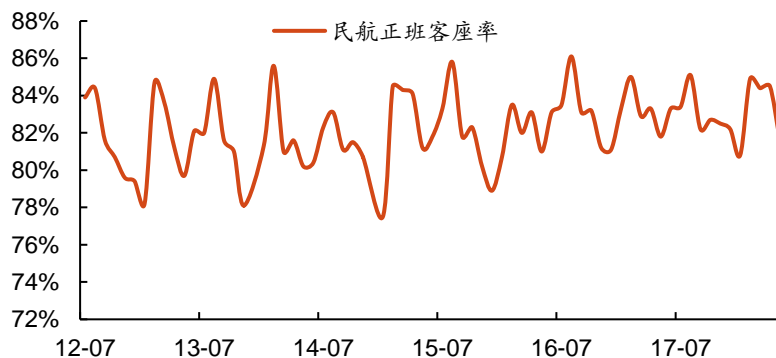
资料来源: wind、招商证券

图 26: 航空货运周转量



资料来源: wind、招商证券

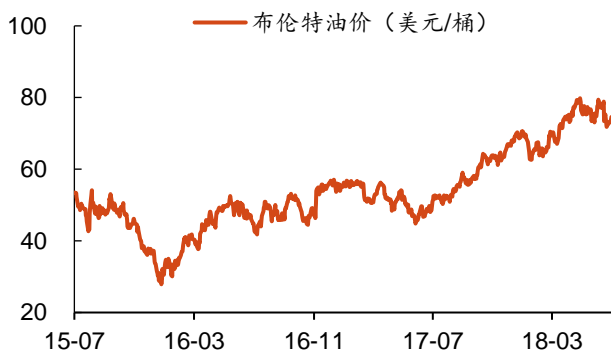
图 27: 民航正班客座率



资料来源: wind、招商证券

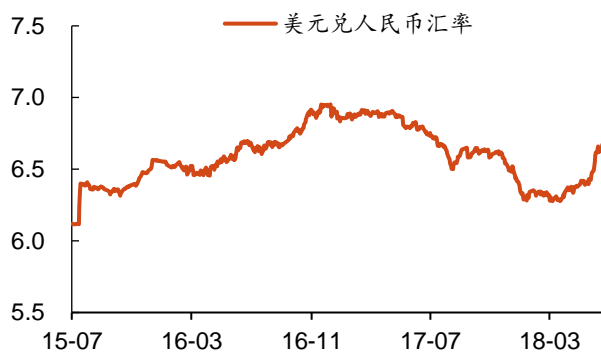
截至 2018 年 7 月 27 日, 布伦特原油报 74.3 美元/桶, 本周上涨 1.7%; 美元兑人民币  
汇率中间价报收 6.79, 本周上涨 0.4%。

图 28: 布伦特原油价格



资料来源: wind、招商证券

图 29: 美元兑人民币汇率中间

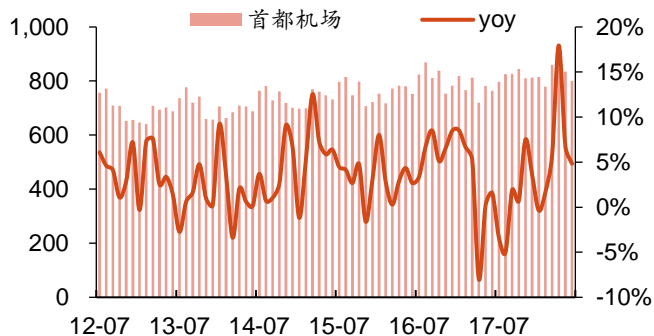


资料来源: wind、招商证券

#### 4.2.2、机场

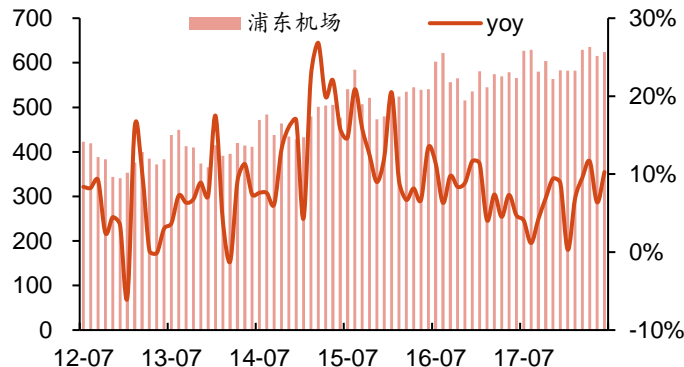
2018 年 06 月, 首都机场旅客吞吐量 801 万人次, 同比增长 4.8%; 浦东机场旅客吞吐量  
624 万人次, 同比增长 10.3%; 白云机场旅客吞吐量 547 万人次, 同比增长 9.8%; 深  
圳机场旅客吞吐量 390 万人次, 同比增长 12.4%。

图 30: 首都机场旅客吞吐量



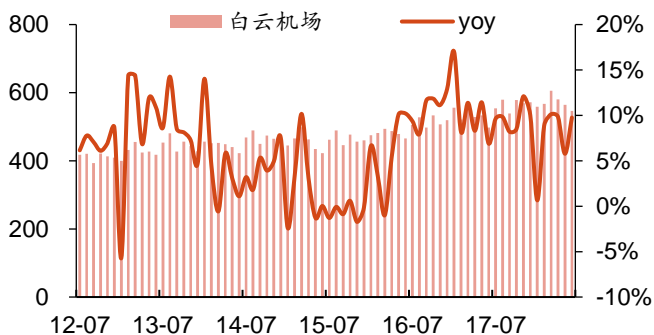
资料来源: wind、招商证券

图 31: 浦东机场旅客吞吐量



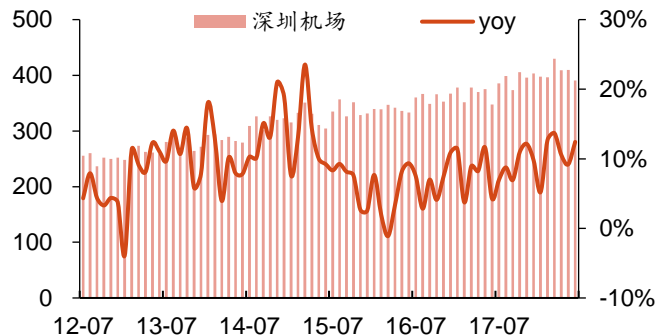
资料来源: wind、招商证券

图 32: 广州机场旅客吞吐量



资料来源: wind、招商证券

图 33: 深圳机场旅客吞吐量



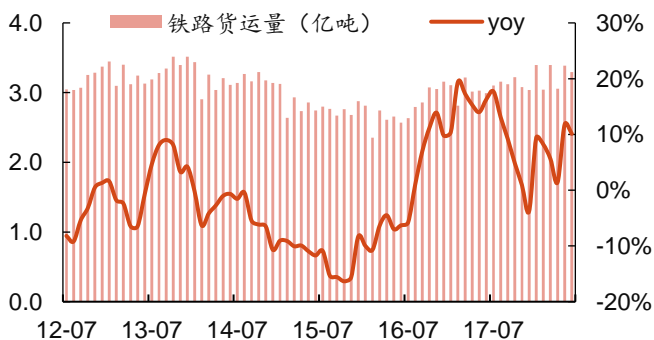
资料来源: wind、招商证券

### 4.3、铁路公路

#### 4.3.1、铁路

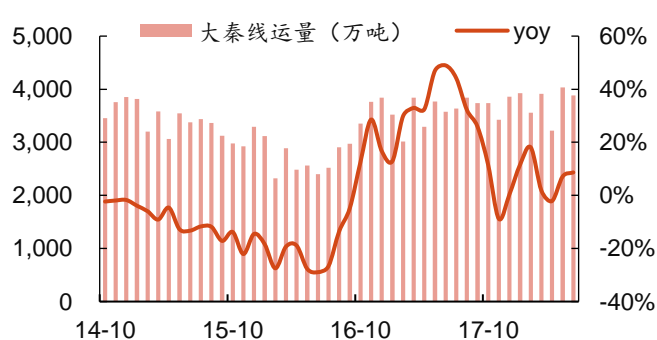
2018 年 06 月, 全国铁路货运量为 3.30 亿吨, 同比增长 10.10%; 大秦线货运量为 3884 万吨, 同比增长 8.6%; 全国铁路客运周转量为 1121 亿客公里, 同比增长 8.5%; 货运周转量为 2380 亿吨公里, 同比增长 10.2%。

图 34: 全国铁路货运量



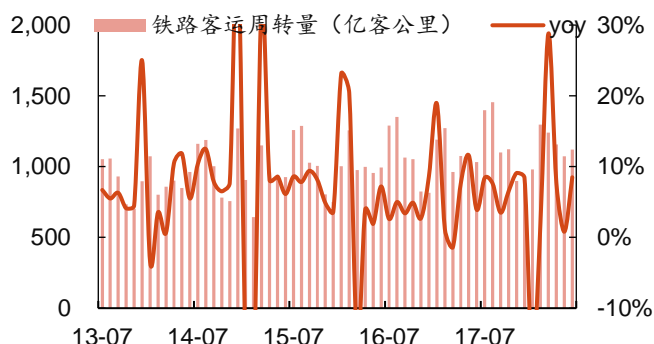
资料来源: wind、招商证券

图 35: 大秦线货运量



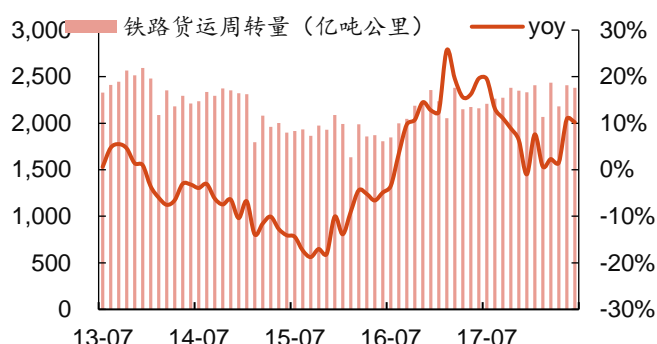
资料来源: wind、招商证券

图 36: 全国铁路客运周转量



资料来源: wind、招商证券

图 37: 全国铁路货运周转量

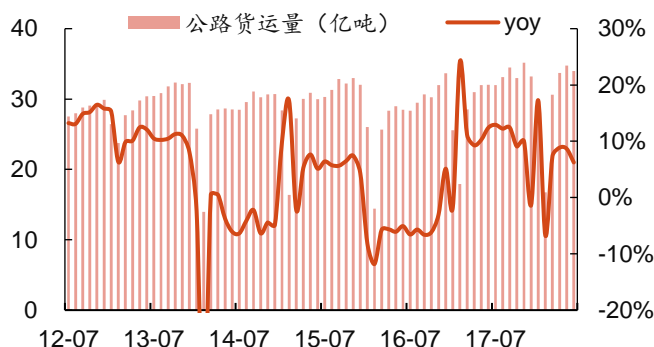


资料来源: wind、招商证券

### 4.3.2、公路

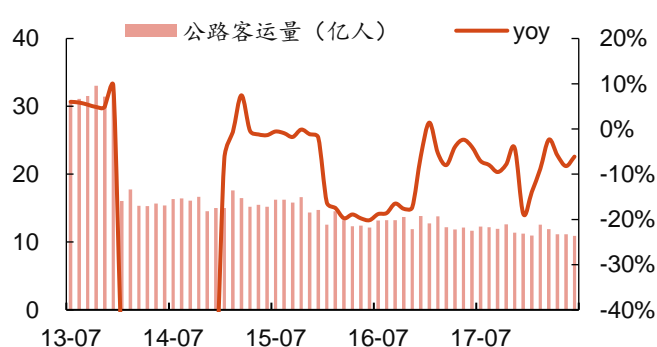
2018 年 06 月, 全国公路货运量为 34 亿吨, 同比增长 6.2%; 公路客运量为 10.93 亿人次, 同比下降 6.1%; 公路货运周转量为 6172 亿吨公里, 同比增长 5.4%; 公路客运周转量为 726 亿吨公里, 同比下降 5.4%。

图 38: 全国公路货运量



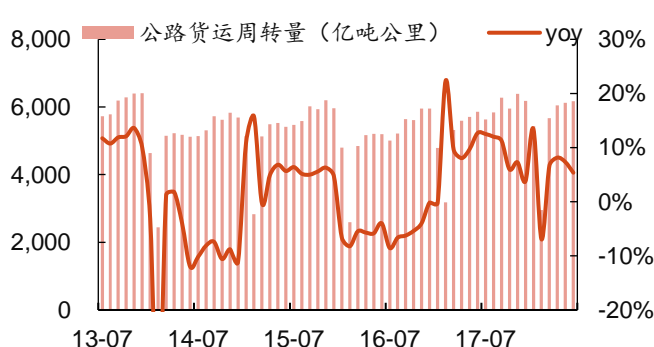
资料来源: wind、招商证券

图 39: 全国公路客运量



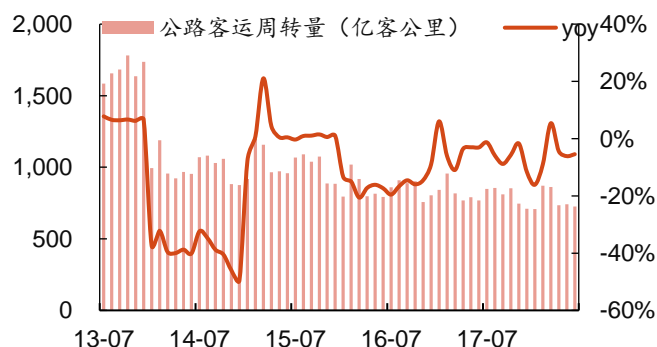
资料来源: wind、招商证券

图 40: 全国公路货运周转量



资料来源: wind、招商证券

图 41: 全国公路客运周转量

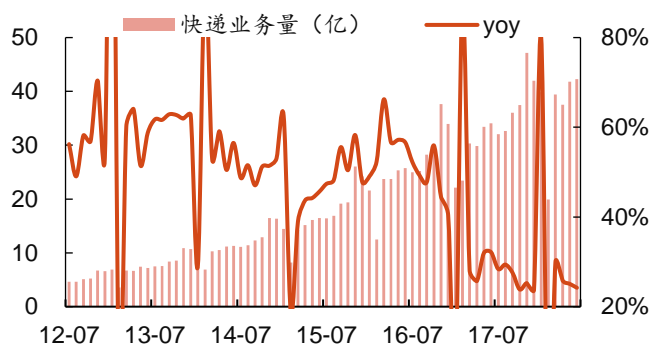


资料来源: wind、招商证券

### 4.4、快递物流

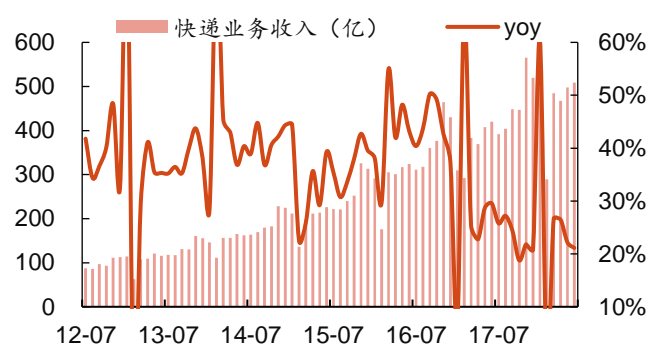
2018年06月，全国快递业务量为42.3亿件，同比增长24.2%；业务收入为509亿元，同比增长21.1%；件均价12元，同比下降2.5%。

图 42: 全国快递业务量



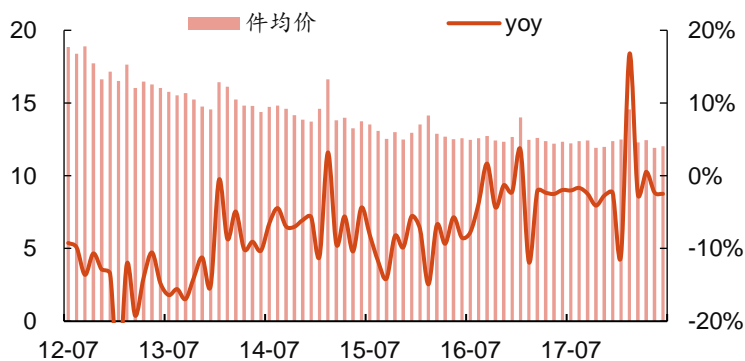
资料来源: wind、招商证券

图 43: 全国快递业务收入



资料来源: wind、招商证券

图 44: 全国快递件均价



资料来源: wind、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**袁钉：**中国社科院金融硕士，清华大学物理学学士，2015 年加入招商证券研发中心，现为招商证券交运行业分析师。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。