

运输行业

2018-9-8

行业研究 | 行业周报

评级 **中性** 维持

理性看待航线补贴的变与不变

本周指数	指标	现值	涨跌幅	指标	现值	涨跌幅
干散货市场 (点、\$/天)	BDI	1,490	-5.6%			
	BCI	2,411	-11.7%	Cape TC	18,600	-10.0%
集运市场 (点、\$/TEU、 \$/FEU)	CCFI	856	0.9%	SCFI	921	-1.9%
	美西(SCFI)	2,332	1.5%	欧线(SCFI)	885	-5.1%
	美东(SCFI)	3,518	0.9%	地线(SCFI)	870	-4.2%
油运市场 (点、\$/天)	BDTI	785	-0.1%	BCTI	532	6.2%
	VLCC-TCE	8,661	-11.7%	TD3-TCE	13,380	-10.5%
沿海散货(点)	综合	1,181	-0.1%	煤炭	1,234	-1.9%
航空市场(点、%)	国内运量	203	9.1	国际运量	304	10.9
	国内运价	90	2.3	国际运价	71	4.4
	国内客座率	85	5.0	国际客座率	76	1.0
油价(\$/桶、吨)	布伦特	76.83	-0.8%	CST380	463	-1.7%
汇率	人民币/美元	6.8212	-0.1%			

行业最新动态

物流(看好)	西北货航获批筹建, 丰巢战略合作链家
航空(看好)	7月国内航司平均航班正常率71.9%
机场(看好)	8月中国大陆机场出港航班40.2万班次, 同比增加8.5%
铁路(中性)	2018年7月全国铁路货物周转量同比增长9.6%, 累计增速6.1%
公路(中性)	2017年全国新改建农村公路约28.97万公里
航运(看好)	Eagle Bulk 将为37艘船改装洗涤器
港口(看好)	2018年7月全国港口货物吞吐量同比增长4.2%, 累计增速2.3%

行业投资观点

物流(看好)	建议关注通达系的估值修复, 以及顺丰控股的配置价值
航空(看好)	短期利空逐步出清, 核心逻辑依然不变, 推荐航线资源占优的三大航
机场(看好)	建议关注资源禀赋优势显著、非航业务潜力可观的上海机场
铁路(中性)	推荐铁改看涨期权广深铁路和类债券品种大秦铁路
公路(中性)	优选板块中低估值、高股息率相关标的
航运(看好)	行业从不断过剩走向边际改善, 短期贸易争端或成基本面预期最低点
港口(看好)	优选竞争格局稳定、受益外需回暖的标的

重点推荐公司

顺丰控股、德邦股份、韵达股份、大秦铁路、中国国航、春秋航空、广深铁路、中远海控

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

联系人 张宜泊

☎ (8621) 61118710

✉ zhangyb1@cjsc.com.cn

联系人 张银哈

☎ (8621) 61118710

✉ zhangyh14@cjsc.com.cn

相关研究

《全球视野下的海运“中考”答卷: 周期谷底, 披沙拣金》2018-9-3

《从快递生命周期看竞争格局变化: 龙头优势显现, 成本管控为王》2018-9-3

《从中期业绩看航空股当前配置价值》2018-9-3

风险提示:

1. 欧美经济复苏受阻;
2. 原油价格大幅上涨; 人民币汇率风险。

目录

近期观点：关注风险释放充分的航空投资机会	3
每周一图：理性看待航线补贴的变与不变	4
物流板块：西北货航获批筹建，丰巢战略合作链家	5
要闻汇总：西北货航获批筹建，丰巢战略合作链家	5
航空板块：7月国内航司平均航班正常率 71.9%	6
本周数据：油跌汇升，国际票价同比改善	6
航空观点：成本压力趋于缓解，票价弹性逐步显现	7
要闻汇总：7月国内客运航司平均航班正常率 71.9%	7
海运板块：散运震荡走低，集运欧降美升	9
干散货运输：矿运交易平淡，运价震荡走低	9
集装箱运输：市场走势分化，运价欧降美升	9
油品运输：供需关系不佳，运价低位徘徊	10
沿海散货运输：市场成交转淡，运价小幅震荡	11
班轮公司提价计划&船舶闲置率	11

图表目录

图 1：春秋航空对于补贴的依赖性降低	4
图 2：国外油价走势（美元/桶）	6
图 3：人民币/美元汇率走势	6
图 4：运输量指数同比	6
图 5：价格指数同比	6
图 6：客座率指数	7
图 7：客座率指数同比	7
图 8：BDI 指数报收 1,490 点，较上周下跌 5.6%	9
图 9：上海出口集装箱运价指数（SCFI）报 921 点，较上周下跌 1.9%	9
图 10：波罗的海重质、轻质油轮运价指数分别为 785（-0.1%）、532（6.2%）点	10
图 11：中国沿海煤炭运价指数报收于 1,234 点，较上周下跌 1.9%	11
图 12：8 月底集运行业船舶闲置率为 1.9%	12
表 1：波罗的海干散货运价指数一周表现（单位：点）	9
表 2：欧美航线集装箱运费	10
表 3：上海港欧美航线船舶平均舱位利用率	10
表 4：各类型油轮运费（单位：美元/天）	10
表 5：沿海散货运价指数一周表现（单位：点）	11
表 6：班轮公司美线和欧线提价计划	11

近期观点：关注风险释放充分的航空投资机会

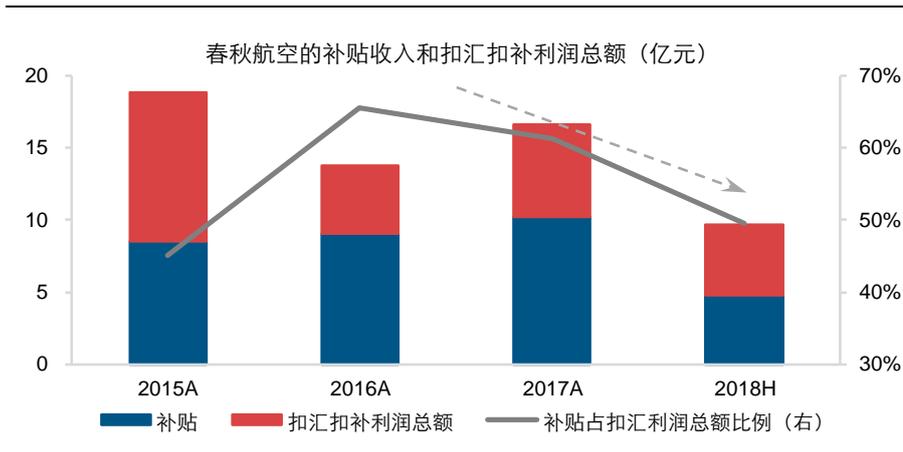
- 在油价走高、贸易摩擦频频的国际局势背景以及去杠杆防风险的国内政策环境下，我们倾向于认为行业的投资机会来自：1) 长周期维度向上确定性高，叠加短期催化的弹性标的；2) 低估值、高安全边际的配置型标的。近期，建议关注汇率反弹和中报风险释放完毕的航空投资机会。
- **快递**：基于运营效率与新业务卡位的二维选股策略。考虑到当前快递行业尚未摆脱同质化竞争的困局，具备运营效率与新业务卡位优势的公司有望胜出。我们推荐成本效率占优、市占率持续提升的韵达股份，大件快递进入收获期的德邦股份；建议关注申通快递、圆通速递基本面改善带来的估值修复，以及多元化布局领先、估值回落后配置价值显现的顺丰控股。
- **防御性配置**：优选机场、铁路、公路。以相对收益作为目标的投资者，可以在高股息率的铁路、公路行业寻找投资机会，以低风险、稳收益作为目标，推荐大秦铁路；同时，可以配置资产负债率低、现金流充裕的机场板块，建议关注上海机场。
- **航空**：由于人民币贬值，航空股大幅回调，估值已经处于历史低位。随着供给控制趋严，市场化改革不断推进，票价弹性逐步显现，收益有望持续改善，建议持续关注航空股。2018年油价和汇率等外部因素的极端变化，掩盖了多重利好带来的业绩弹性，但2019年油价和汇率的负面影响或将减弱。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和上海市场占比高的吉祥航空。
- **海运**：中期复苏趋势确立，短期催化迫近。油运行业周期底部已然确立，中长期复苏动力来自：OPEC增产启动，运力增速下行，美国原油出口增加。8、9月份是油运淡季，也是年内运价低点，是左侧投资较好的窗口期。随着后续原油贸易商补库存、伊朗制裁事件发酵和4季度的旺季催化，运价有望实现反弹。

每周一图：理性看待航线补贴的变与不变

近期市场关注航线补贴的相关问题，从大的方向看，补贴利好航空行业、航空公司、地方经济和航空旅客，规则或许会有变动，短期或许会依然稳健：

- 以航线补贴来推动民航业发展是一直以来的发展模式，即使在欧美等航空发达市场，航线补贴依然存在，截至 2017 年底我国只有 9.4% 的居民乘坐过飞机，因此，**中长期航线补贴或许依然持续**；
- 地方政府的航线补贴短期有利于降低当地居民的出行成本，提升当地居民的出行体验，长期有利于带动地方旅游、物流等相关行业的发展；
- 随着民航深化改革的不断推进，股权改革、市场定价和资源分配等相关规则逐步完善，**补贴规则或许会趋于规范化**。

图 1：春秋航空对于补贴的依赖性降低



资料来源：公司公告，长江证券研究所

2016 年以来，春秋航空对于补贴的依赖性不断降低，补贴占扣汇利润总额的占比从 2016 年的 66% 降低到 2018 年上半年的 50%，**公司的经营性盈利能力不断增强**。

在控总量调结构和民航市场化改革的背景下，公司的收益管理优化和成本管控加强，票价水平有望提升，单位成本有望不断改善，盈利能力或将持续提升。

物流板块：西北货航获批筹建，丰巢战略合作链家

要闻汇总：西北货航获批筹建，丰巢战略合作链家

西北货航获批筹建，圆通航空占股 20%

最新获悉，中国民航局关于拟批准西北国际货运航空有限公司筹建进行公示，其申请筹建已经由民航西北地区管理局初审同意。

公示显示，拟筹建公司申请的注册资本为人民币 10 亿元，陕西交通建设投资有限公司出资人民币 5 亿元，占注册资本的 50%；杭州圆通货运航空有限公司出资人民币 2 亿元，占注册资本的 20%；西部机场集团有限公司出资人民币 1 亿元，占注册资本的 10%；陕西省空港民航产业投资有限公司出资人民币 2 亿元，占注册资本的 20%。

此外，公告还披露了西北货航筹建、飞行及机务负责人。其中筹建负责人为杭州圆通货运航空有限公司原高级安全顾问、安全总监李润杰；飞行负责人为杭州圆通货运航空有限公司原总裁助理兼飞行部总经理卫海波；机务负责人为杭州圆通货运航空有限公司总工程师兼维修工程部总经理黄弄磊。

新闻来源：物流指闻

长江观点：考虑到西安作为中国的地理中心，西北货航选取西安咸阳国际机场作为基地，有助于充分发挥西安的区位优势。而圆通航空入股西北货航，也将进一步巩固其在航空货运领域的相对优势。

丰巢与链家达成战略合作

近日获悉，丰巢已经与链家集团达成战略合作，北京 1200 个链家网点作为丰巢服务站。链家做快递代收发，丰巢提供系统和快递公司资源引进，实现资源最大化协作。

信息显示，2018 年，丰巢智能柜覆盖全国 100+重点城市，实现 120000+网点布局，北上广深市场占有率超过 70%；同时，日均派件量达 900 万+，行业平均水平的 2-3 倍，服务 100 万+快递员，1.5 亿+消费者。

作为最贴近用户的末端开放平台，目前丰巢已经开放合作伙伴包括快递物流、电商企业、急救公益组织、共享资源平台、社区及媒体发布渠道、社群电商等，坚持以用户体验为核心努力打造辐射最后一公里的城市生活圈。目前，丰巢已初步实现盈亏平衡，除了已有业务，丰巢积极挖掘新业务，拓展新增长点。

新闻来源：快递杂志

长江观点：随着快递末端环节人工成本的持续上涨，快递入柜率将得到快速提升，一方面，有助于提高快递员人效，另一方面，最后一公里城市生活圈的流量价值也将逐步显现。

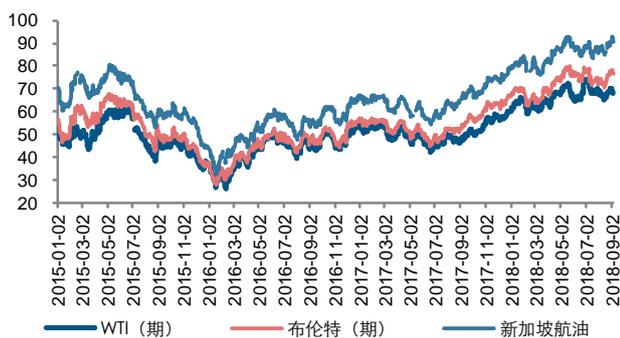
航空板块：7月国内航司平均航班正常率 71.9%

本周数据：油跌汇升，国际票价同比改善

油价：小幅下跌。截至9月7日，WTI（期）、布伦特（期）和新加坡航油分别报收 67.75 美元/桶、76.83 美元/桶和 90.40 美元/桶，较上期分别变化-2.94%、-0.76%和 0.16%。

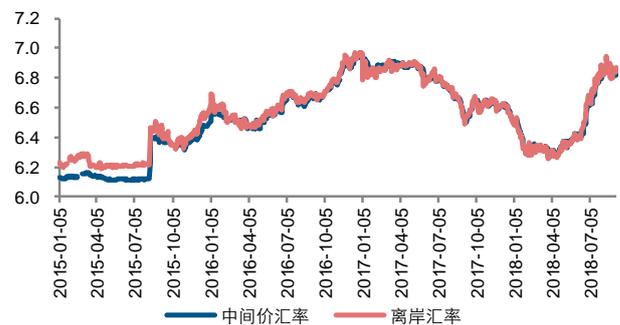
人民币：小幅升值。截至9月7日，人民币兑美元中间价汇率为 6.8212，较上周五（8月31日）环比升值 0.05%，三季度以来累计贬值 3.09%，2018年初以来累计贬值 4.39%。周五离岸汇率最终报收 6.8691，较上周五（8月31日）贬值 0.36%。

图 2：国外油价走势（美元/桶）



资料来源：Wind，长江证券研究所

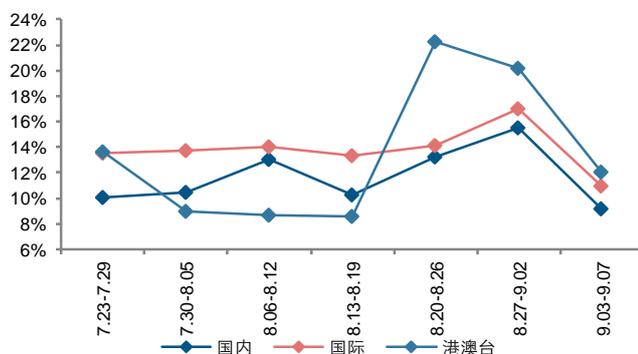
图 3：人民币/美元汇率走势



资料来源：Wind，长江证券研究所

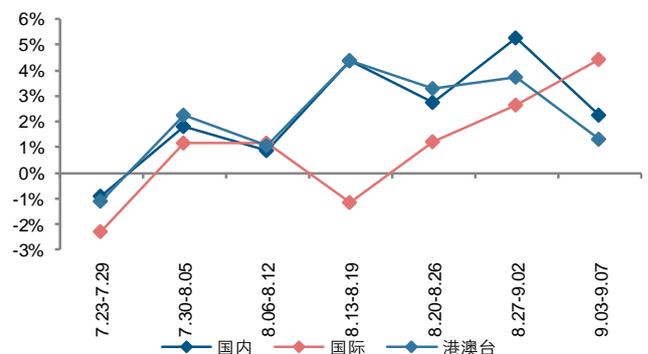
行业周度数据：国内客座率同比提升，国际票价同比改善。本周（9.03-9.07），行业客座率整体上升 4.0%，票价整体上升 2.4%。其中，国内线运输量指标和价格指标分别为 203 和 90，同比变化+9.1%和+2.3%，客座率为 85%，同比、环比分别变化+5.0pct、-2.0pct；国际线运输量指标和价格指标分别为 304 和 71，同比变化+10.9%和+4.4%，客座率为 76%，同比、环比分别变化+1.0pct、-4.0pct。

图 4：运输量指数同比



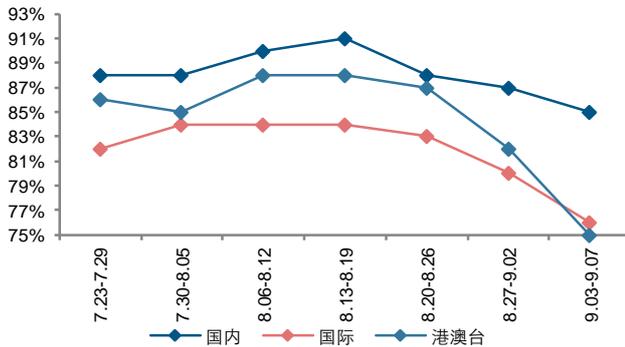
资料来源：中航信，长江证券研究所（注：本周中航信数据为周一至周五数据，下周将对本周数据进行追溯调整）

图 5：价格指数同比



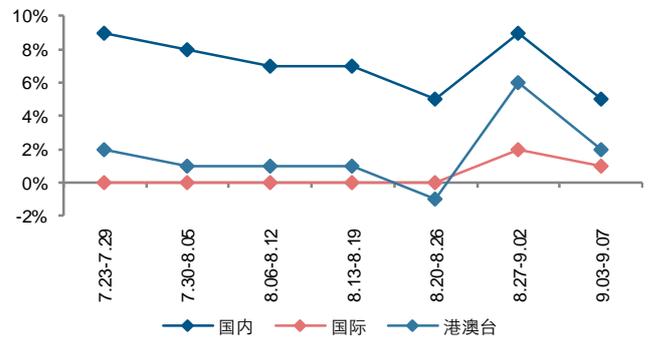
资料来源：中航信，长江证券研究所（注：本周中航信数据为周一至周五数据，下周将对本周数据进行追溯调整）

图 6：客座率指数



资料来源：中航信，长江证券研究所（注：本周中航信数据为周一至周五数据，下周将对本周数据进行追溯调整）

图 7：客座率指数同比



资料来源：中航信，长江证券研究所（注：本周中航信数据为周一至周五数据，下周将对本周数据进行追溯调整）

航空观点：成本压力趋于缓解，票价弹性逐步显现

油汇压力趋于缓解：站在当前的时点，随着人民银行重启“逆周期因子”，人民币兑美元汇率趋于稳定，人民币贬值的风险释放。燃油附加费重启征收，对冲油价上涨的压力，同时，由于 2017 年下半年油价高基数，往后看航油成本压力同比趋缓。

运行效率不断改善：民航局控总量调结构的政策严格实施，航班正常率同比大幅提升，有利于改善航空公司成本端的压力。正常率提升带来两方面的利好，1) 航班的虚耗运行缓解，单位油耗逐步降低；2) 飞机的利用率提升，单位非油成本持续摊薄。我们预计政策的实施或将持续，航空公司的运行效率有望持续改善。

价格弹性渐渐显现：票价改革政策坚定实施，京沪线等热门航线率先提价，打开了航空公司价格上涨的空间。随着提价航线数量增多，价格弹性有望逐步显现。同时，受益于国际市场的供需改善，2018 年上半年国际线票价拐点隐隐显现，将贡献额外盈利空间。

换季临近改革依旧：民航局下发《2018 年冬航季航班时刻配置政策》，制定了 2018 年冬航季航班时刻配置政策，热门机场航班时刻适度放量，将带来三方面利好：1) 进一步提升飞机利用率，上半年非油成本降低的趋势延续；2) 热门机场适度放量，航线网络质量上移，利好票价弹性释放；3) 热门市场供需适度缓和，促进价格改革加速实施。

建议持续关注航空股：由于人民币贬值，航空股大幅回调，估值已经处于历史低位。随着供给控制趋严，市场化改革不断推进，票价弹性逐步显现，收益有望持续改善，建议持续关注航空股，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和上海市场占比高的吉祥航空。

要闻汇总：7 月国内客运航司平均航班正常率 71.9%

7 月国内客运航司平均航班正常率 71.9%

国内客运航空公司按照 2017 年日均执行航班架次划分，日均执行航班在 300 架次(含)以上的 10 家航空公司为国内主要客运航空公司，日均执行航班在 300 架次以下的为国内其

他客运航空公司。2018年7月，国内客运航空公司平均航班正常率71.91%，同比提高21.15个百分点。

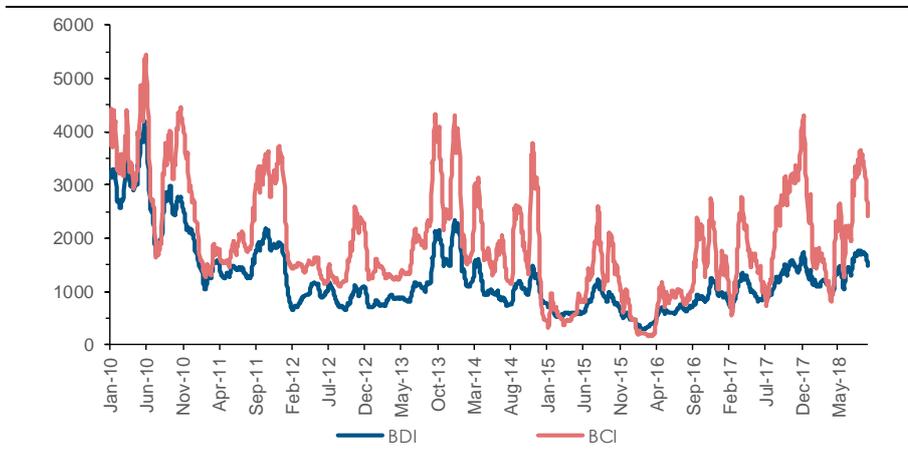
新闻来源：中国民航报

长江观点：民航局以提升航班正常率为推动民航发展的核心目标，通过不断做大做强资源禀赋，提升行业的服务水平，实现行业的高质量发展。2018年7月，国内航司航班正常率同比大幅改善，延续了2018年以来的改善趋势，随着2018年冬航季时刻安排政策的逐步出台，针对航班正常率的激励机制也稳步推行，正向激励机制和反向处罚措施共同实施，体现了控总量调结构的政策日益完善，利好行业的长久发展。

海运板块：散运震荡走低，集运欧降美升

干散货运输：矿运交易平淡，运价震荡走低

图 8：BDI 指数报收 1,490 点，较上周下跌 5.6%



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

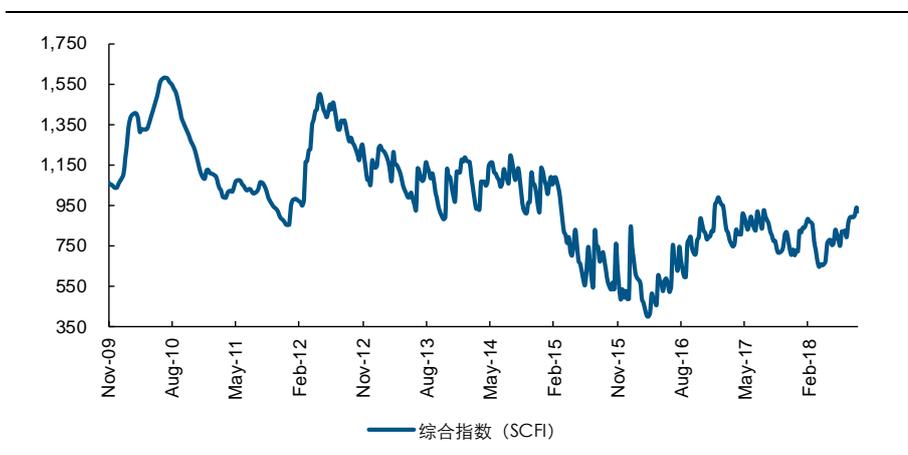
表 1：波罗的海干散货运价指数一周表现（单位：点）

	上周	本周	变动幅度
BDI	1,579	1,490	-5.6%
BCI	2,732	2,411	-11.7%
BPI	1,571	1,528	-2.7%
BSI	1,132	1,134	0.2%
BHSI	562	568	1.1%

资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

集装箱运输：市场走势分化，运价欧降美升

图 9：上海出口集装箱运价指数（SCFI）报 921 点，较上周下跌 1.9%



资料来源：中华航运网，长江证券研究所

本周，矿运市场交易气氛依旧冷淡，叠加即期运力较多，海岬型船运价跌幅扩大。最终，BDI 指数报收 1,490 点，较上周下跌 5.6%。

长江观点：散运年后复工行情基本告一段落，需求或将环比走弱，但是受益于供给增速下行，预计 3 季度 BDI 维持震荡。

本周，集运市场运价走势分化：欧线旺季渐行渐远，运价承压下行；美线需求相对稳定，部分航商月初执行提价计划，运价小幅推涨。最终，上海出口集装箱运价指数（SCFI）报 921 点，较上周下跌 1.9%。

长江观点：集运市场进入传统旺季，船舶装载率环比修复，叠加目前船舶闲置率仍处历史低位，预计 3 季度集运运价呈现稳中有升的趋势。

表 2: 欧美航线集装箱运费

	上周	本周	变动幅度
SCFI (点)	939	921	-1.9%
欧线 (美元/TEU)	933	885	-5.1%
地线 (美元/TEU)	908	870	-4.2%
美西 (美元/FEU)	2,298	2,332	1.5%
美东 (美元/FEU)	3,485	3,518	0.9%

资料来源: 中华航运网, 长江证券研究所

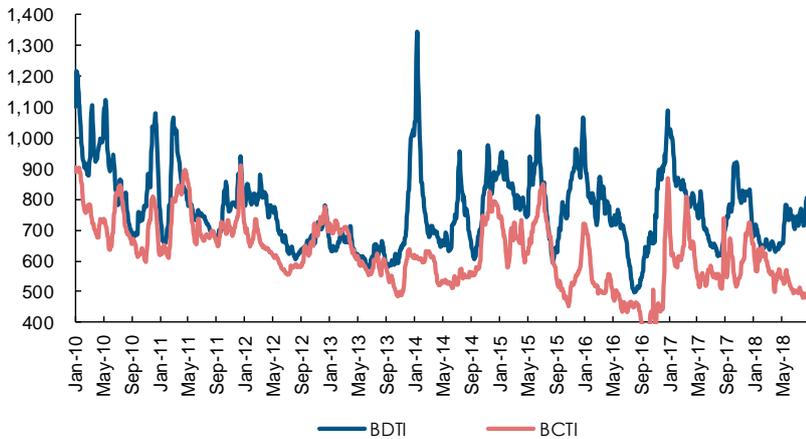
表 3: 上海港欧美航线船舶平均舱位利用率

	上周	本周	变动额
欧线	95.0%	95.0%	0.0%
地线	97.5%	92.5%	-5.0%
美西	-	-	-
美东	-	-	-

资料来源: 中华航运网, 长江证券研究所

油品运输: 供需关系不佳, 运价低位徘徊

图 10: 波罗的海重质、轻质油轮运价指数分别为 785 (-0.1%)、532 (6.2%) 点



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

表 4: 各类型油轮运费 (单位: 美元/天)

	上周	本周	变动幅度
BDTI	786	785	-0.1%
BCTI	501	532	6.2%
VLCC-TCE	9,807	8,661	-11.7%
Suez-TCE	11,514	13,095	13.7%
Afra-TCE	13,825	13,726	-0.7%
MR-TCE	6,311	7,401	17.3%

资料来源: Clarksons, 长江证券研究所 (注: BDTI 和 BCTI 为油运运价指数)

典型船舶行情变化情况如下: VLCC 原油轮 TCE 报收 8,661 美元/天, 较上周下跌 11.7%; Suezmax 原油轮 TCE 报收 13,095 美元/天, 较上周上涨 13.7%; Aframax 原油轮 TCE 报收 13,726 美元/天, 较上周下跌 0.7%; MR 型成品油轮 TCE 报收 7,401 美元/天, 较上周上涨 17.3%。

长江观点: 油运市场在上游原油库存压力缓解, 以及 OPEC 原油增产的背景下, 需求得到改善, 预计 3 季度将逐渐走出低谷, 运价稳步上行。

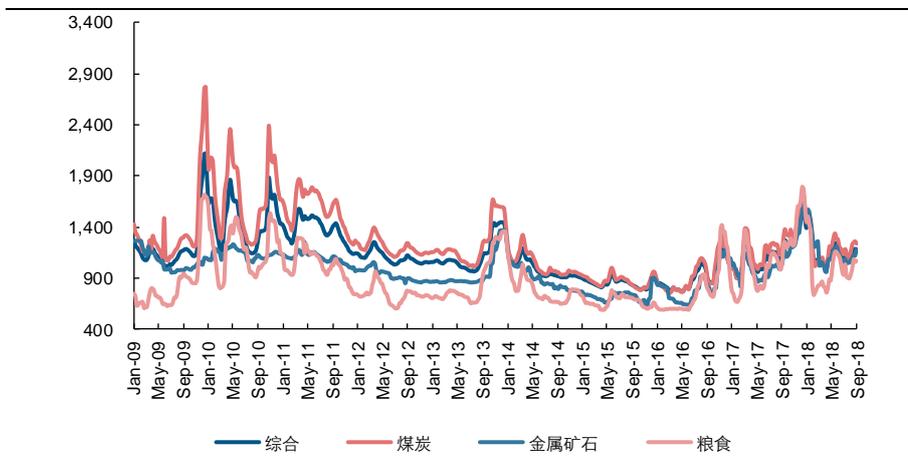
沿海散货运输：市场成交转淡，运价小幅震荡

表 5：沿海散货运价指数一周表现（单位：点）

	上周	本周	变动幅度
综合	1,183	1,181	-0.1%
煤炭	1,258	1,234	-1.9%
金属矿石	1,122	1,184	5.5%
粮食	1,058	1,069	1.0%

资料来源：中华航运网，长江证券研究所

图 11：中国沿海煤炭运价指数报收于 1,234 点，较上周下跌 1.9%



资料来源：中华航运网，长江证券研究所

本周，电煤消费进入传统淡季，下游电厂日耗煤量下降，市场成交转淡；但同时部分内贸船舶转投外贸市场或承运砂石等建筑材料，供给压力阶段性下降，沿海煤炭运价小幅震荡。最终，(沿海散货)综合运价指数报收 1,181 点，较上周下跌 0.1%。

长江观点：夏季用电高峰期临近，沿海煤运市场运输需求将明显改善，预计 3 季度沿海运费呈现季节性上涨。

班轮公司提价计划&船舶闲置率

表 6：班轮公司美线和欧线提价计划

船东	公告日期	生效日期	欧线 (美元/TEU)	地中海 (美元/TEU)	美东 (美元/FEU)	美西 (美元/FEU)
赫伯罗特	2018/8/27	2018/10/1			700	700
	2018/8/31	2018/9/15	1050 (目标价)	1275 (目标价)		
美总轮船	2018/9/6	2018/10/15			1000	1000
	2018/9/7	2018/9/24	1100 (目标价)	1300 (目标价)		
达飞轮船	2018/9/7	2018/9/24	1000 (目标价)	1300 (目标价)		

资料来源：公司网站，长江证券研究所

图 12: 8月底集运行业船舶闲置率为 1.9%



资料来源: Clarksons, 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。