



交通运输

【联讯交运】变数增加，仍可期待

2018年12月16日

投资要点

增持(维持)

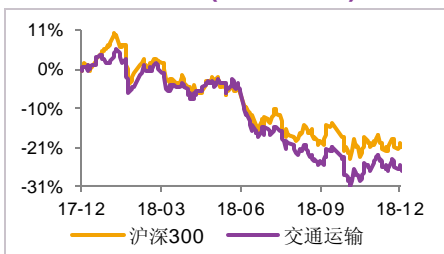
分析师：王晓艳

执业编号：S0300518080001

电话：010-66235701

邮箱：wangxiaoyan_bf@lxsec.com

行业表现对比图(近12个月)



资料来源：聚源

相关研究

《【联讯交运】快递量增价降，重资产比重将逐步增加》2018-10-22

《【联讯交运】铁路客货运量稳增长，铁路改革继续推进》2018-11-19

《【联讯交运】快递量增价降，行业竞争向中部推移》2018-11-22

◇ 供给侧结构性改革力度加大，主业盈利能力仍为增长趋势。

2019年我国经济结构继续调整，经济增速阶段性底部还在探寻，加快开放和推动结构性改革仍是明年经济工作的重点，在内部“攻坚战”与外部“贸易战”的叠加中加大供给侧结构性改革力度，更好地落实已经出台的各项政策，把“六稳”政策进一步落实到位。作为供给侧结构性改革的重点任务，降成本将是一项长期工作常抓不懈。交通运输行业将继续满足经济发展的需求，调结构，降成本，促消费，各细分子行业呈现不同的景气度，主业盈利能力呈现增长趋势。

◇ 行业整体进入供需平衡、局部优化、功能升级的状态。

随着消费成为经济发展第一驱动力，服务业的服务能力、服务品质的提升也将进一步提上日程。经过基础设施的搭建、标准的完善、网络的优化、模式的创新等多个层面的提升，未来物流行业的专业化水平将更加凸显，高层次的物流服务需求将日益增多。截至2018年11月，近两年我国已经出台全国范围最新物流行业政策多达二十余个，多个省市地区就全国政策给出了相关的指导意见以及配套的措施，并陆续出台具体细化的地方性物流行业政策扶持行业发展。预计到2020年，我国物流短板将得到有效的改善，并形成高效的物流运行体系，服务于工业生产、居民消费等等各个层次、领域的需求。行业整体进入供需平衡、局部优化、功能升级的状态，高瞻远瞩、技术先进、模式创新、竞争力强大的物流服务提供商将在这一过程中脱颖而出，成为各自领域的行业巨头，获得更好的发展空间。

◇ 运行环境不确定性加大，因时因事合理配置高景气度行业。

2019年，交通运输行业将在整体不确定性更大的环境中运行，全球主要经济发达地区的经济增速下行风险加大，外围环境相对较差，行业上下游景气度、政策、汇率等因素仍将继续影响交通运输行业的表现。不过国内消费仍可保持增长，需求增长和供给侧改革带来的供需逐步平衡将不断提升行业的盈利能力，行业内持续推进的整合重组、改革发展、优化完善将逐步推动行业向上发展。得益于格局优化和消费升级等强大的动力，物流、航空、机场、铁路等细分子行业将保持相对较快的增长。重点推介组合：顺丰控股（002352）、中国国航（601111）、大秦铁路（601006）、广深铁路（601333）、上海机场（600009）、传化智联（002010）、怡亚通（002183）。

◇ 风险提示。

经济增速低于预期；政策推进速度低于预期；油价、汇率变化异于预期等。



目 录

一、全球经济增速有所下滑，货运整体供需宽松.....	5
（一）全球经济增速下滑，贸易需求减缓.....	5
（二）贸易摩擦或将加剧，外贸出口压力趋大.....	6
（三）货运供需整体宽松，降成本背景下运价难以提升.....	9
（四）油价相对低位徘徊，汇率因素弹性加大.....	10
二、消费升级赋予动力，物流行业继续快速增长.....	11
（一）物流行业景气度整体持平，打造高效供应链体系.....	11
（二）快递业务量保持快速增长，终端单票收入整体下降.....	13
三、航空供需持续改善，机场进入盈利提升阶段.....	17
（一）航空供需持续改善，收益水平有望提升.....	17
（二）机场新设施陆续投入使用，非航业务带来新一轮盈利周期.....	19
四、航运供需趋于改善，区域整合推动港口主题投资.....	21
（一）航运供需趋于改善，磨底尚需时间.....	21
（二）港口行业盈利修复，区域整合正在进行.....	24
五、陆路运输格局逐步优化，铁路运输量价齐升.....	25
（一）铁路运输优势显现，货运量增速继续保持.....	25
（二）铁路客运持续增长，开启市场化定价.....	27
（三）多式联运作用渐显，铁路集装箱加速发展.....	28
六、行业供给侧改革继续推进，发展格局不断优化.....	29
（一）供给侧改革继续推进，降成本依旧是大方向.....	29
（二）消费升级进程仍在推进，高水平物流值得期待.....	30
（三）区域协同发展，关注龙头引擎作用.....	30
七、投资建议.....	30
（一）顺丰控股：快递行业龙头，倾力打造物流综合服务商.....	32
（二）中国国航：资源优势显著，供需变化提升主业盈利能力.....	32
（三）大秦铁路：经营稳健，优质的战略投资标的.....	33
（四）广深铁路：提价、改革，后期想象空间巨大.....	33
（五）上海机场：区位优势显著，非航业务发展空间巨大.....	34
（六）传化智联：制造业和服务业深度融合，积极打造道路运输生态圈.....	34
（七）怡亚通：流通领域整合的供应链龙头.....	35
九、风险提示.....	35
（一）经济增速低于预期.....	35
（二）政策推进速度低于预期.....	35
（三）改革进程低于预期.....	36



图表目录

图表 1: 全球经济增长情况.....	5
图表 2: 全球贸易量增长情况.....	5
图表 3: 制造业 PMI 指数走势.....	6
图表 4: 非制造业 PMI 指数走势.....	6
图表 5: 中国进出口状况.....	7
图表 6: 中国机电产品和高新技术产品出口状况.....	7
图表 7: 中国对美欧日地区出口额累计增长情况.....	7
图表 8: 欧美日消费增长情况.....	8
图表 9: 中国主要出口产品出口量增长趋势.....	8
图表 10: 中国主要进口产品进口量增长趋势.....	8
图表 11: 交通运输行业货运量增长趋势.....	9
图表 12: 交通运输行业固定资产投资增速.....	9
图表 13: 人民币汇率-兑美元.....	10
图表 14: 原油价格走势.....	10
图表 15: 航油价格走势.....	11
图表 16: 物流景气指数.....	11
图表 17: 物流景气指数变化.....	12
图表 18: 全社会物流总额.....	12
图表 19: 中国仓储指数.....	12
图表 20: 中国公路物流运价指数.....	13
图表 21: 规模以上快递业务量及其增速.....	13
图表 22: 规模以上快递业务收入及其增速.....	14
图表 23: 快递分类型增长趋势.....	14
图表 24: 终端单票收入变化趋势.....	14
图表 25: 快递分类型结构.....	15
图表 26: 快递分区域业务量.....	15
图表 27: 快递分区域增长趋势.....	16
图表 28: 快递行业品牌集中度指数 CR8.....	16
图表 29: 民航分航线总周转量.....	17
图表 30: 民航分航线旅客运输量.....	17
图表 31: 民航正班客座率.....	18
图表 32: 民航分航线票价指数.....	18
图表 33: 近两年民航票价改革重要政策.....	19
图表 34: 中国主要机场旅客吞吐量增速 1.....	19
图表 35: 中国主要机场旅客吞吐量增速 2.....	20
图表 36: 中国主要机场飞机起降架次增速 1.....	20



图表 37: 中国主要机场飞机起降架次增速 2.....	20
图表 38: 中国主要机场货邮吞吐量增速 1.....	21
图表 39: 中国主要机场货邮吞吐量增速 2.....	21
图表 40: BDI 干散货运输指数走势.....	22
图表 41: 中国沿海干散货运输指数走势.....	22
图表 42: 海岬型船铁矿石运费走势.....	23
图表 43: 中国出口集装箱运价指数走势.....	23
图表 44: 中国出口集装箱运价指数走势.....	23
图表 45: 全球集装箱船运力变化趋势.....	24
图表 46: BDI 原油/成品油运输指数走势.....	24
图表 47: 沿海主要港口吞吐量.....	25
图表 48: 沿海主要港口集装箱吞吐量.....	25
图表 49: 铁路货运量增速.....	26
图表 50: 大秦线煤炭运量.....	26
图表 51: 铁路客运量增速.....	27
图表 52: 高铁客运量及其占比.....	28
图表 53: 铁路进出港口集装箱数量.....	29
图表 54: 板块历史估值水平.....	31
图表 55: 市盈率（整体法）.....	31
图表 56: 成分区间涨跌幅.....	31
图表 57: 重点标的盈利预测与估值.....	35

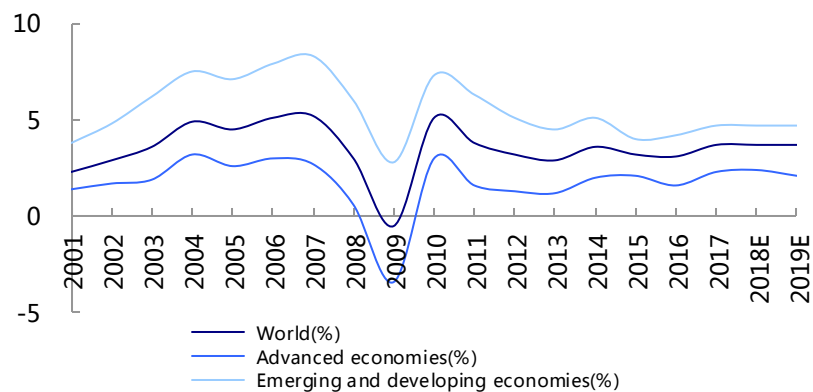


一、全球经济增速有所下滑，货运整体供需宽松

（一）全球经济增速下滑，贸易需求减缓

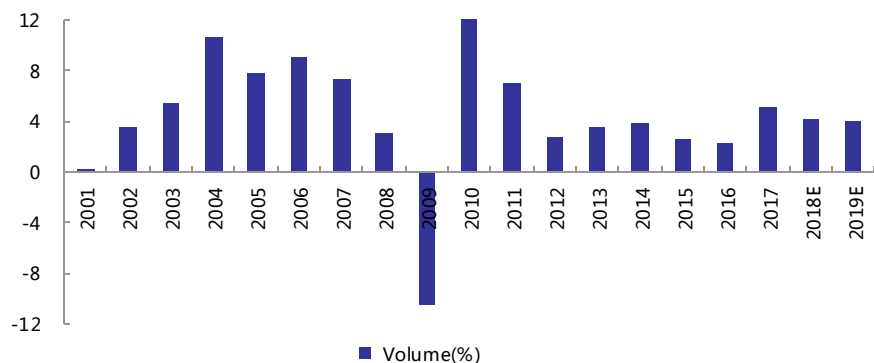
根据 IMF10 月对世界经济展望进行的预测，预计 2019 年世界经济增速分别 3.7%。2016 年中期以来，经济在稳步扩张，不过经济扩张的均衡性已经开始下降，一些主要经济体的增长速度可能已经触顶，全球增长的下行风险已经上升，预计 2018 年的全球经济增长率仍将保持在 2017 年的水平。美国、中国经济增长势头虽然相对强劲，但中美贸易摩擦使得 2019 年的增长预测有所下调。包括欧元区、日本和英国等在内的发达经济体受到劳动年龄人口增长大幅减缓的影响，生产率增长乏力，中期潜在产出增长受到抑制。新兴和发展中经济体增长势头亦在减弱，全球增长强于预期的可能性已经下降。

图表1： 全球经济增长情况



资料来源：联讯证券，wind

图表2： 全球贸易量增长情况



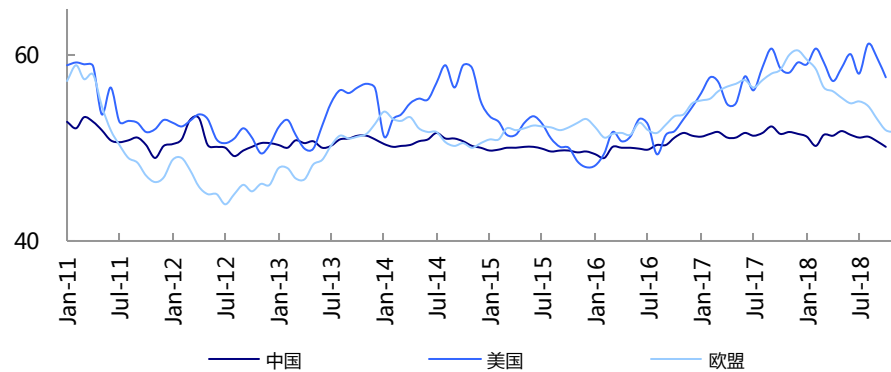
资料来源：联讯证券，wind

2018 年 1-10 月份，美国、欧元区、中国的制造业采购经理人指数（PMI）大部分保持回升态势，均处在经济荣枯的分水岭之上，特别是美国呈现强劲增长态势，不过受到贸易摩擦、金融收紧等因素的影响，全球经济增长下行风险上升。而贸易紧张局势加



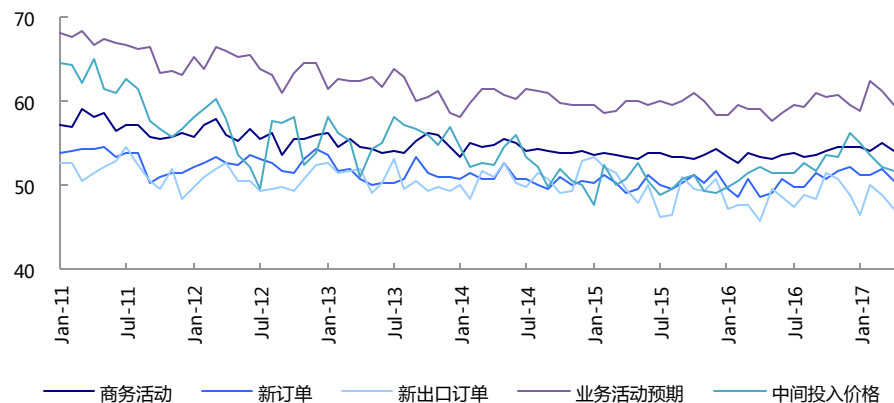
剧，基于现有规则的多边贸易体系可能被削弱，导致国际贸易增速较 2017 年降低，预计在 2018 年和 2019 年分别同比增长 4.2%和 4.0%，国际贸易逐步减缓。

图表3： 制造业 PMI 指数走势



资料来源：联讯证券，wind

图表4： 非制造业 PMI 指数走势



资料来源：联讯证券，wind

（二）贸易摩擦或将加剧，外贸出口压力趋大

2018 年 1-11 月，我国货物贸易进出口总值 27.88 万亿元人民币，同比增长 11.1%。其中，出口 14.92 万亿元，增长 8.2%；进口 12.96 万亿元，增长 14.6%；贸易顺差 1.96 万亿元，收窄 21.1%。

分地区来看，我国对欧盟、美国、东盟和日本等主要出口地区均实现增长，对“一带一路”沿线国家进出口增速高于整体。其中对欧盟进出口增长 7.4%，对美国进出口增长 8.7%，对东盟进出口增长 12.1%。

分商品来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力。1-11 个月，我国机电产品出口 8.76 万亿元，增长 9.2%，占出口总值的 58.7%。其中，电器及电子产品出口 3.98 万亿元，增长 10.7%；机械设备 2.57 万亿元，增长 9.8%。7 大类劳动密集型产品合计出口 2.85 万亿元，增长 1.5%，占出口总值的 19.1%。此外，原油、成品油和天然气等大宗商品进口量继续提升，不过进口价格涨跌互现。



图表5： 中国进出口状况



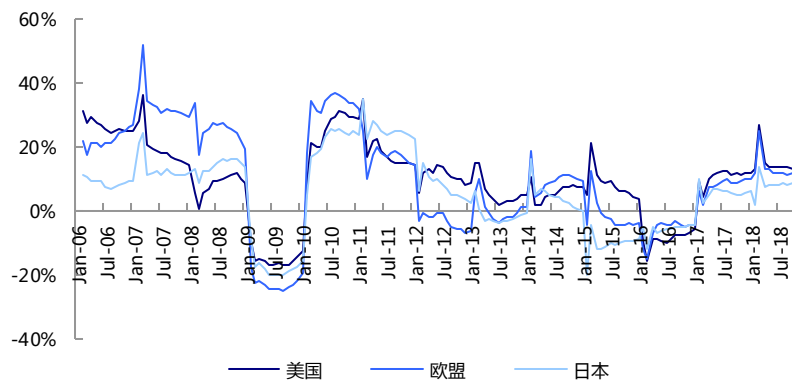
资料来源：联讯证券，wind

图表6： 中国机电产品和高新技术产品出口状况



资料来源：联讯证券，wind

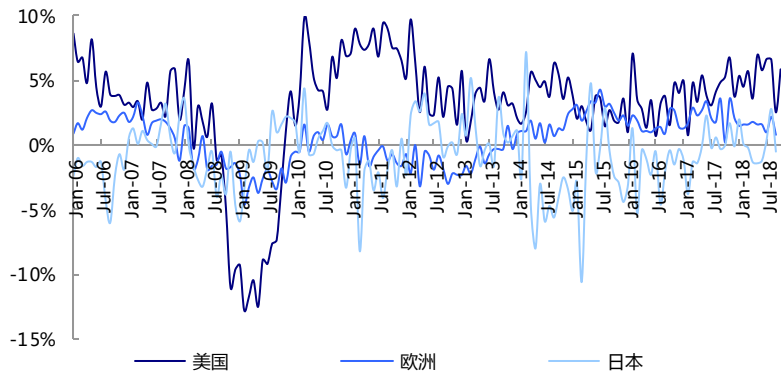
图表7： 中国对美欧日地区出口额累计增长情况



资料来源：联讯证券，wind

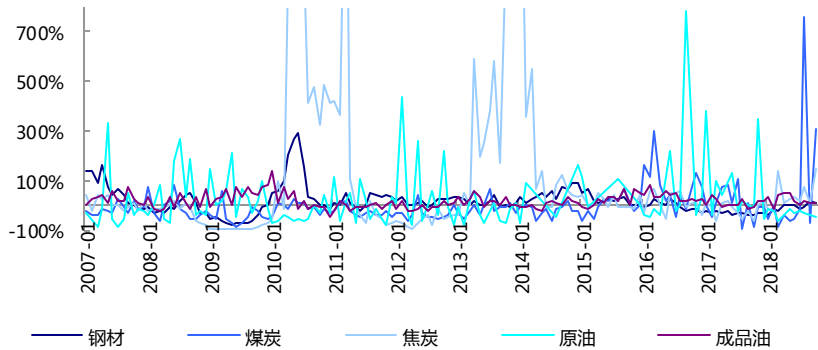


图表8： 欧美日消费增长情况



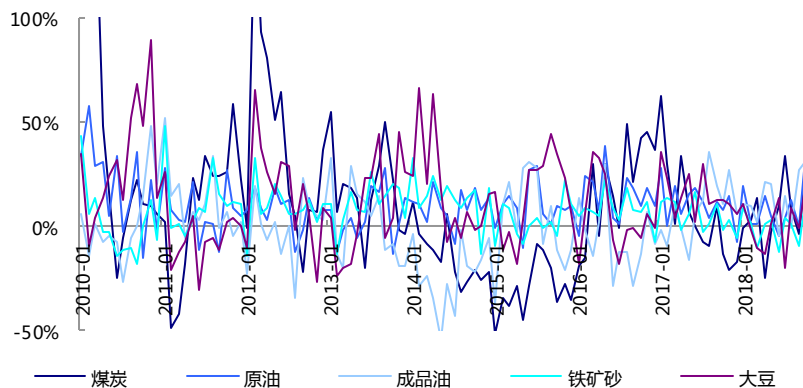
资料来源： 联讯证券， wind

图表9： 中国主要出口产品出口量增长趋势



资料来源： 联讯证券， wind

图表10： 中国主要进口产品进口量增长趋势



资料来源： 联讯证券， wind

自从 2018 年 7 月 6 日中美两国相互提高关税生效后，中美贸易摩擦开始。目前内外需求均有所放缓，由于贸易摩擦对出口的负面影响预期较大，“抢跑”带来了 2018 年我国外贸出口数据相对较好。不过从最新的 11 月数据看到，“抢跑”已经透支了出口数据，预计 2019 年的贸易摩擦问题和内外需求放缓将对外贸出口带来一定的压力。考虑

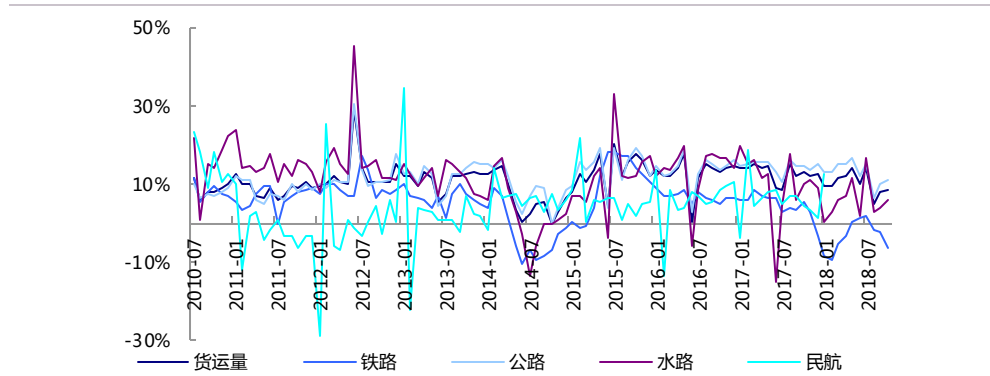


到政府仍在积极出台促进进口的政策，外贸进口增速会相对乐观。

（三）货运供需整体宽松，降成本背景下运价难以提升

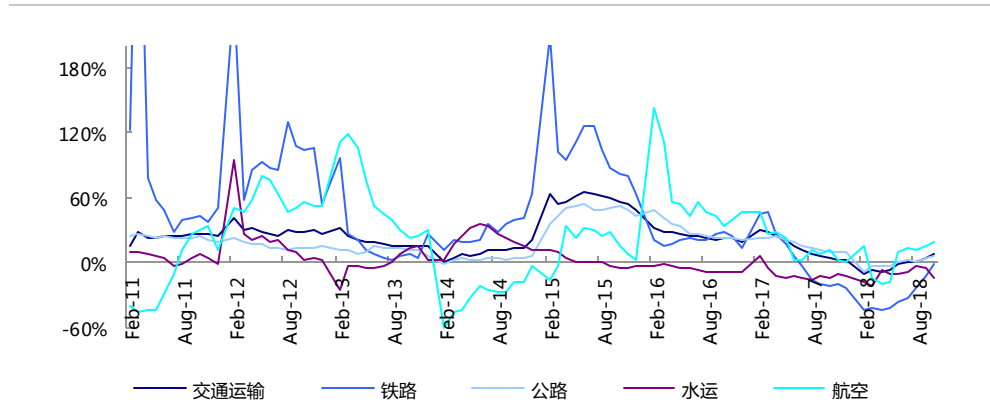
伴随经济增速放缓，大宗货物需求增长有所减少，不过货物运输结构逐步优化调整，铁路运输量进一步增长。在消费的拉动之下，与消费相关的物流业务继续保持相对快速增长，消费升级以及消费需求的增长带动了相关领域基础设施的投资需求，与此相关的领域，包括运输、仓储以及其他加工、制造等都将继续保持稳定投资、较快增长的局面。

图表11： 交通运输行业货运量增长趋势



资料来源：联讯证券，wind

图表12： 交通运输行业固定资产投资增速



资料来源：联讯证券，wind

由于近年来航空、航运新增运力的投入、港口吞吐量的提升以及铁路、公路路网的不断完善，目前交通运输的基础设施能力大幅提升，航运继续处于供大于求的阶段。预计 2019 年，国际海运市场仍然处于寻求平衡的阶段，其余细分市场整体仍然处于供求相对平衡状态，可以说基础物流整体呈现平稳态势，但是会由于季节性等因素出现阶段性或区域性的供小于求状况，从而对于运价比较敏感且市场化程度比较高的板块带来阶段性投资机会。

从交通运输行业整体的固定资产投资可以看到，国内涉及基础物流的铁路、公路、航空等增速在逐步回落之后再次进入小幅增长阶段，预计 2019 年这一局面还将持续，国内的交通运输基础设施将继续提升能力。相比较而言，前期运力投放过多的航运业新增运力已经放缓，行业将通过运力减少逐步实现再平衡。



就各种传统运输方式而言，经过多年来的建设，各种运输基础设施都已成规模，我国已成为名副其实的物流大国，铁路、港口、道路、电子商务市场规模、高速铁路和高速公路里程、快递业务量等重要指标数据均居世界第一，目前交通运输部已经具备统一运筹规划大运输体系的运作机制。2019年，我国将大力发展多式联运，逐步形成铁路、公路、水运、航空配置合理、协调发展的运输格局，实现多种运输方式的高效组织和顺畅衔接。

（四）油价相对低位徘徊，汇率因素弹性加大

2018年1-11月，NYMEX原油均价约66美元/桶，较去年同期上涨30%。考虑到全球经济增长仍旧缓慢，石油需求将保持相对疲软。我们预计2019年NYMEX原油均价在60美元/桶上下波动。

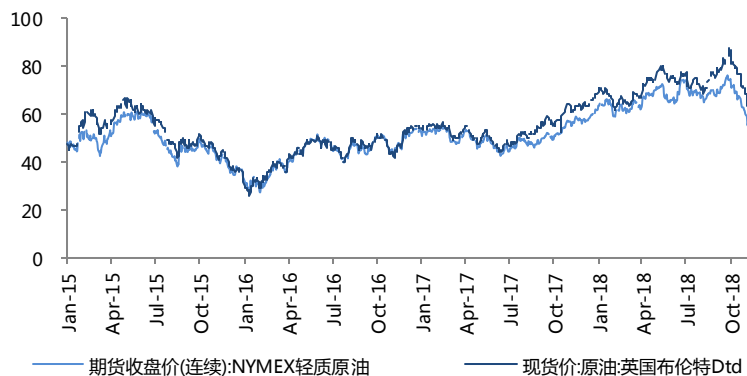
2018年，人民币兑美元贬值相对明显，今年以来人民币对美元中间价小幅贬值4.94%。尽管中国经济基本面走弱、美国增长相对强劲以及全球风险溢价上升等因素加剧了人民币汇率的下行压力，但是预计2019年全年人民币兑美元汇率仍将持平，不过弹性将进一步加大，全年对航空公司的业绩影响相对较小。

图表13： 人民币汇率-兑美元



资料来源：联讯证券，wind

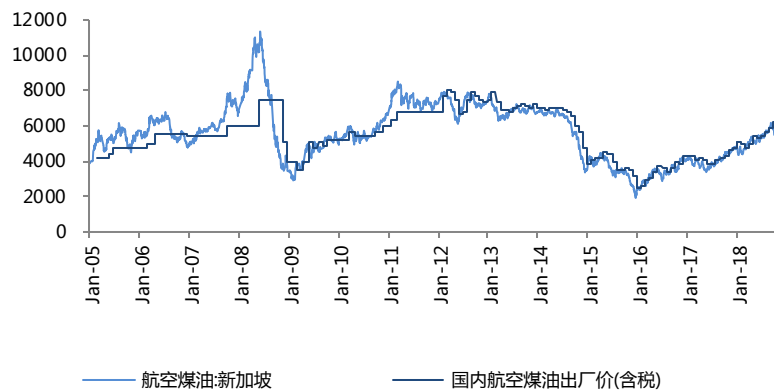
图表14： 原油价格走势



资料来源：联讯证券，wind



图表15: 航油价格走势



资料来源: 联讯证券, wind

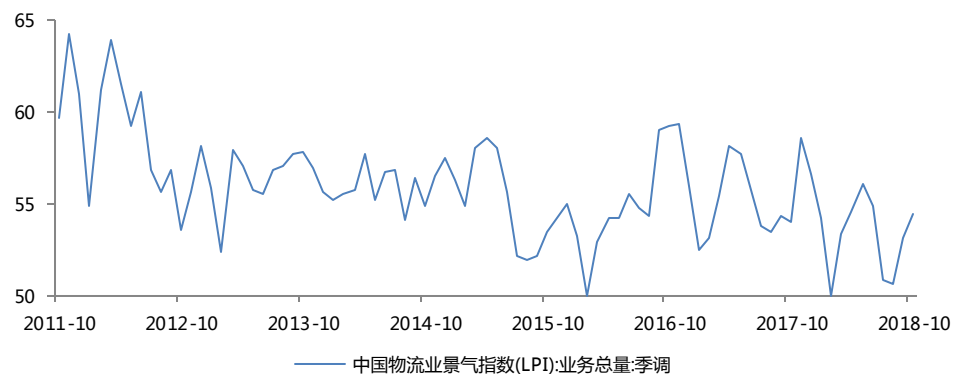
2019 年我国经济结构继续调整, 经济增速阶段性底部还在探寻, 出口增速回落、贸易顺差下降、人民币汇率贬值承压仍旧是大概率事件, 内外部风险较 2018 年将有所放大, 外向型行业或将回落。交通运输行业将继续满足经济发展的需求, 调结构, 降成本, 促消费, 各细分子行业呈现不同的景气度。

二、消费升级赋予动力, 物流行业继续快速增长

(一) 物流行业景气度整体持平, 打造高效供应链体系

2018 年, 中国物流业景气指数略有所回落, 仓储指数为 52.4%, 中国公路物流运价指数为 106.33 点, 物流行业景气度整体持平。过去我国经济发展的主要动力来自于投资, 随着经济发展, 我国经济增长结构开始发生转变, 消费取代投资成为中国经济增长的第一驱动力, 今年我国消费市场规模保持平稳增长, 消费结构不断升级, 消费对经济增长的基础性作用持续增强, 前三季度, 最终消费支出对经济增长的贡献率达到 78%, 比上年同期提高 14 个百分点, 继续保持了我国经济增长第一动力的地位。未来零售行业将继续朝着消费者极致化的体验和个性化的消费两个主要方面延伸发展, 物流行业也将继续围绕这一目标提前布局。

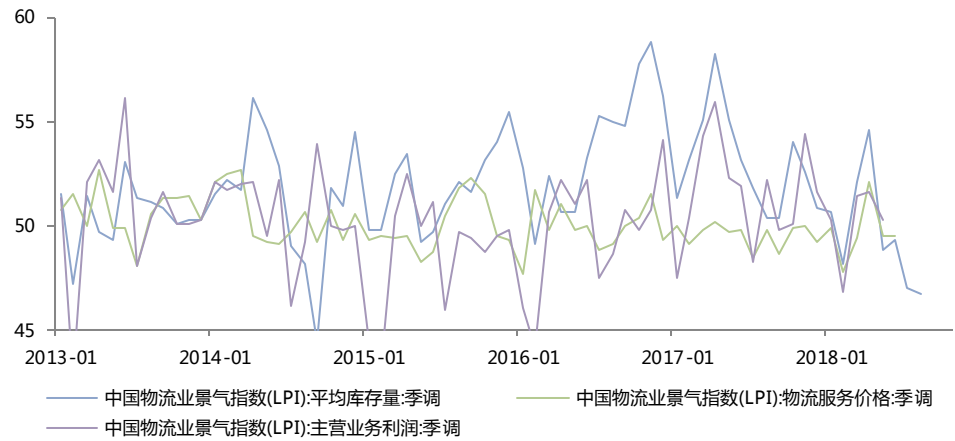
图表16: 物流景气指数



资料来源: 联讯证券, wind

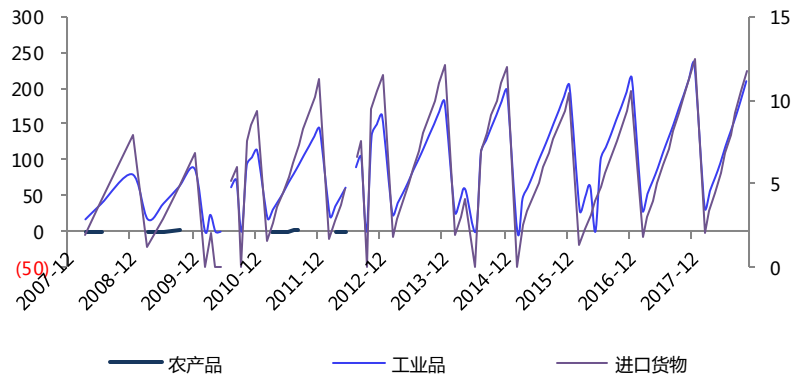


图表17: 物流景气指数变化



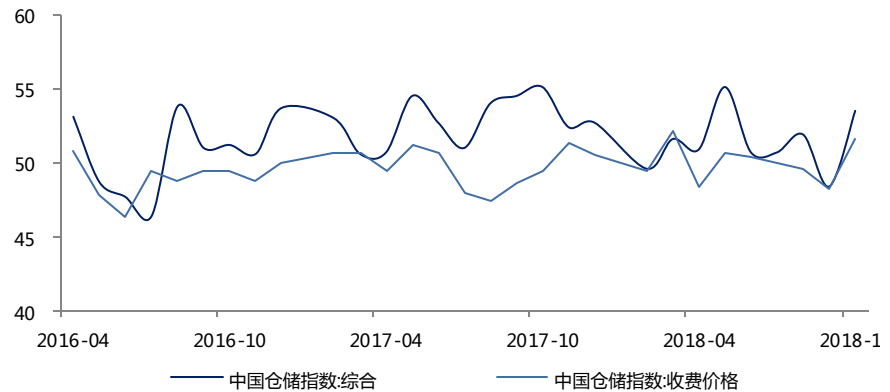
资料来源: 联讯证券, wind

图表18: 全社会物流总额



资料来源: 联讯证券, wind

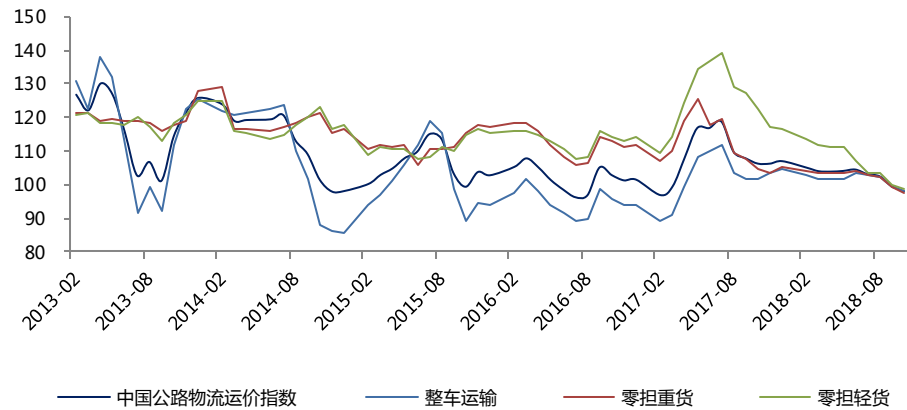
图表19: 中国仓储指数



资料来源: 联讯证券, wind



图表20： 中国公路物流运价指数



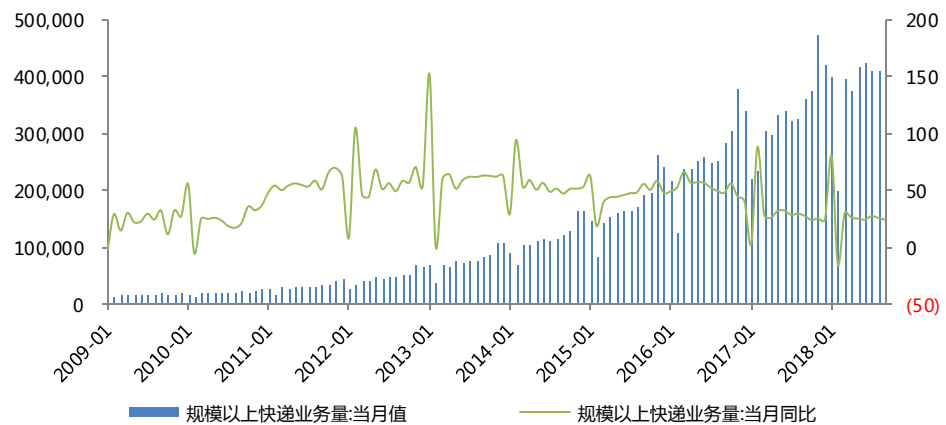
资料来源：联讯证券，wind

(二) 快递业务量保持快速增长，终端单票收入整体下降

1-10月，全国快递服务企业业务量累计完成394.3亿件，同比增长26.6%；业务收入累计完成4780.5亿元，同比增长23.5%。其中，同城业务量累计完成89.6亿件，同比增长23.9%；异地业务量累计完成295.9亿件，同比增长27.1%；国际/港澳台业务量累计完成8.8亿件，同比增长38.4%。

分类型来看，1-10月，同城、异地、国际/港澳台快递业务量分别占全部快递业务量的22.7%、75%和2.3%；业务收入分别占全部快递收入的15.1%、51.2%和10%。今年快递终端的单票价格同比继续下降，环比也略有下降。以“拼多多”为代表的新的商业模式目前处于价低量大的增长阶段，虽然为电商贡献了增速，但是其低价的营销策略也拉低了快递的定价水平。预计2019年快递行业终端的定价将继续在低价阶段磨底。

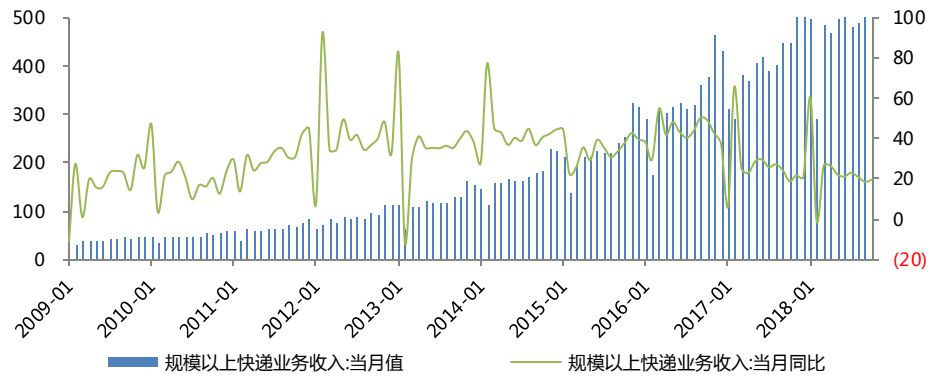
图表21： 规模以上快递业务量及其增速



资料来源：联讯证券，wind

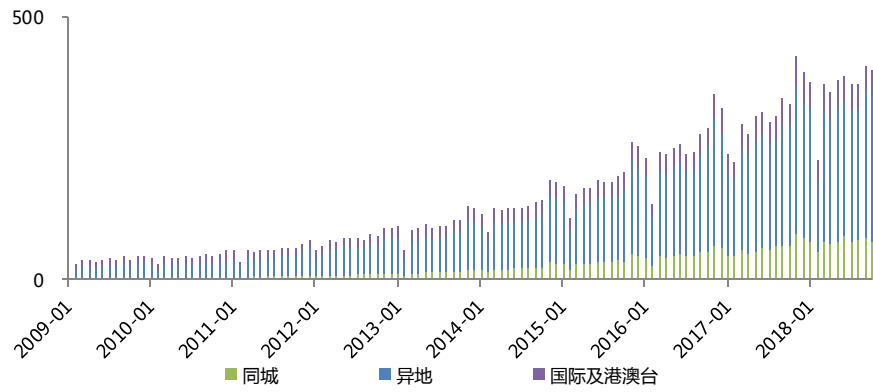


图表22: 规模以上快递业务收入及其增速



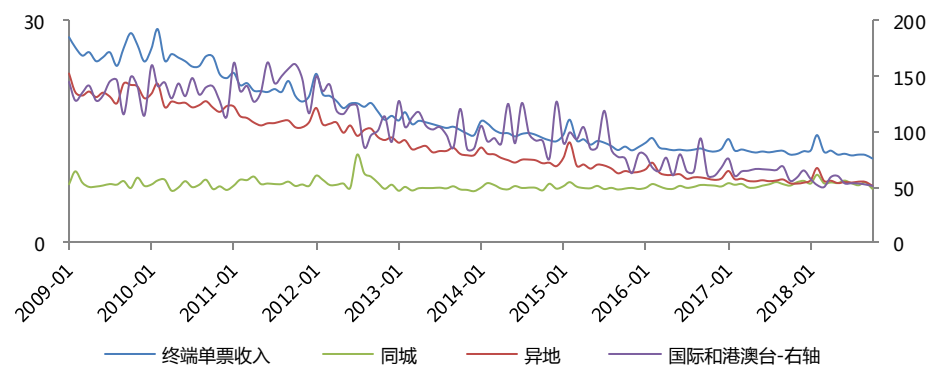
资料来源: 联讯证券, wind

图表23: 快递分类型增长趋势



资料来源: 联讯证券, wind

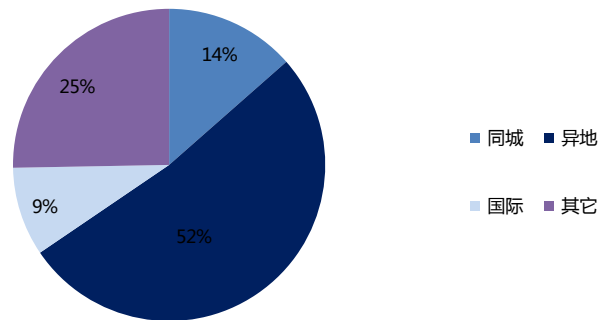
图表24: 终端单票收入变化趋势



资料来源: 联讯证券, wind



图表25: 快递分类型结构

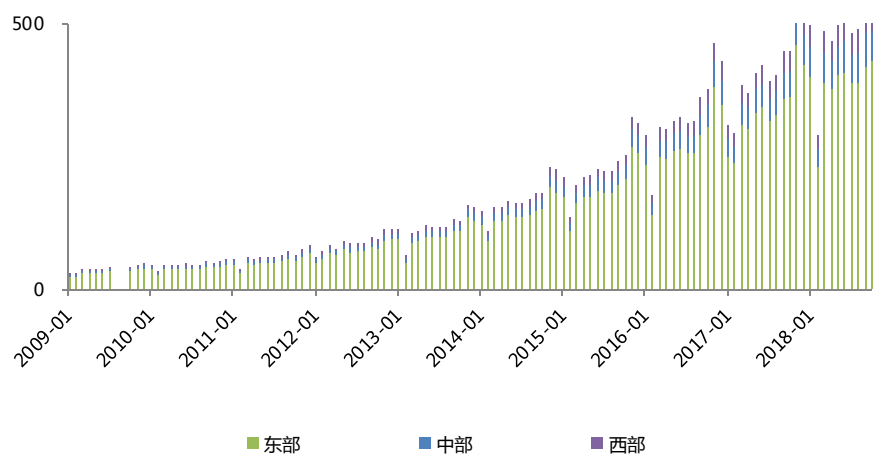


资料来源: 联讯证券, wind

电商向农村渗透, 中部地区竞争压力凸显。分区域来看, 1-10月, 东、中、西部地区快递业务量比重分别为79.9%、12.2%和7.9%, 业务收入比重分别为80%、11.2%和8.8%。目前, 快递服务乡镇覆盖率已经超过了90%, 部分省市已经实现了全覆盖, 在全国推广的“快递+农村电商+农特产品”的产业扶贫模式的带动下, 订单农业等新的商业模式进一步加大了农村业务量的增长。快递行业的价格竞争已经推进到中部地区, 竞争压力凸显, 中部地区的单票收入水平下滑要高于东部地区和西部地区, 同比和环比分别达到-16.9%和-15.6%, 说明竞争还是非常激烈。相比较而言, 前期竞争激烈的东部地区降幅在2-3%之间, 竞争相对缓和。

快递服务质量继续提高, 客户满意度小幅提升。行业服务水平不断提升。在过去几年内, 快递企业在网络布局、基础设施的投入陆续到位后, 一直在加强用户体验, 提升服务质量, 今年2月以来, 服务质量指数持续增长, 连续九个月高于发展规模指数增速, 成为推动快递发展指数提升的重要原因。服务质量的提升将成为快递企业长远发展的保障。

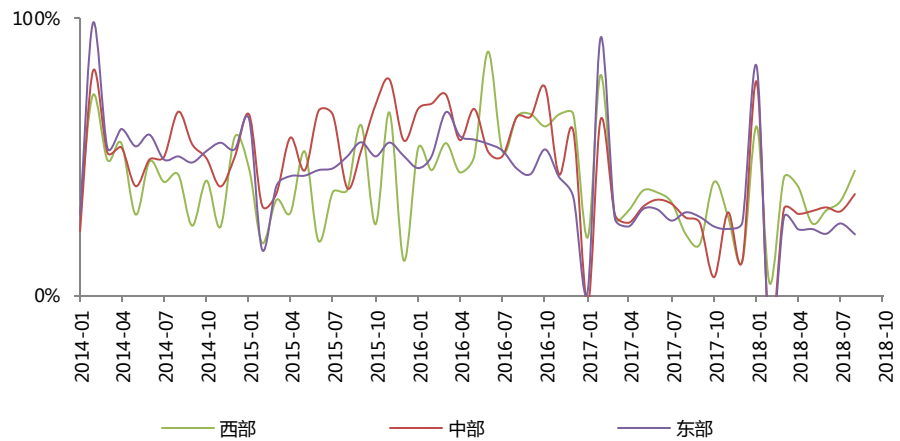
图表26: 快递分区域业务量



资料来源: 联讯证券, wind



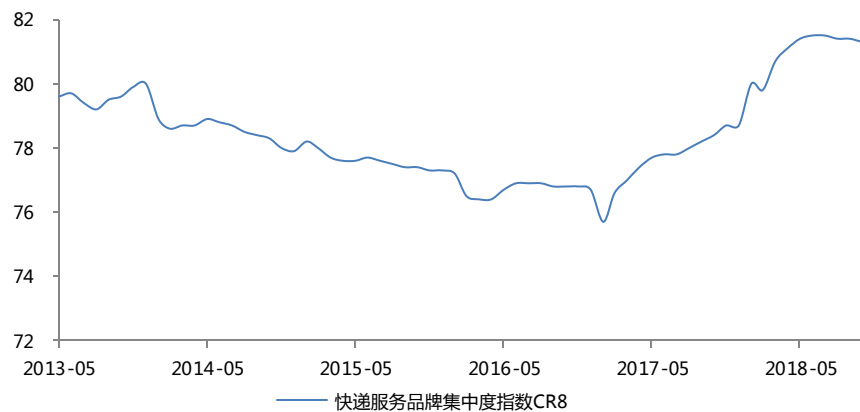
图表27： 快递分区域增长趋势



资料来源：联讯证券，wind

1-10月，快递与包裹服务品牌集中度指数CR8为81.3。快递企业加大重资产运营提升处理效率，快递企业通过改扩建转运中心、终端直营化、布局航空枢纽、加大专用货机数量、增加干线运输车辆自有化等方式，加大重资产属性，不断提升服务质量和处理效率。目前快递业务量增速整体放缓，竞争格局有所改善，但是龙头企业的增速高于行业平均增速，服务质量也领先同行，市场份额继续向龙头企业集中，竞争格局有利于龙头快递企业。现阶段，快递企业重点进行转运中心、配送、终端、快运等领域的投资建设，通过完善商业模式、优化产品供给、进行资源整合等方式加大竞争优势。

图表28： 快递行业品牌集中度指数CR8



资料来源：联讯证券

目前，快递行业整体呈现快速增长，既有增长动力依旧存在，新的商业模式继续催生快递需求，快递企业不断拓展包括快运在内的业务。与此同时，快递企业不断提高网点密度，加大进出设施投入，在包括转运中心、网络布局、运输车队、信息系统、手持终端等各个方面逐步加大投入，综合服务能力不断提升。预计2019年全年行业业务量有望保持20%的增速，收入保持20%以上的增速。快递行业依然处于成长期，行业的业务增长动力还在更新替代过程当中，行业的竞争格局也在可变化阶段之中。企业成长动力在转变，企业战略规划在优化，龙头竞争格局还在变化之中，然而寻找龙头依旧是要务所在。我们希望从当前的行业发展中探寻未来行业龙头的雏形：第一，行业最终会呈现垄断竞争格局，未来的龙头即意味着市场份额和盈利的增加；第二，各快递企业阶段



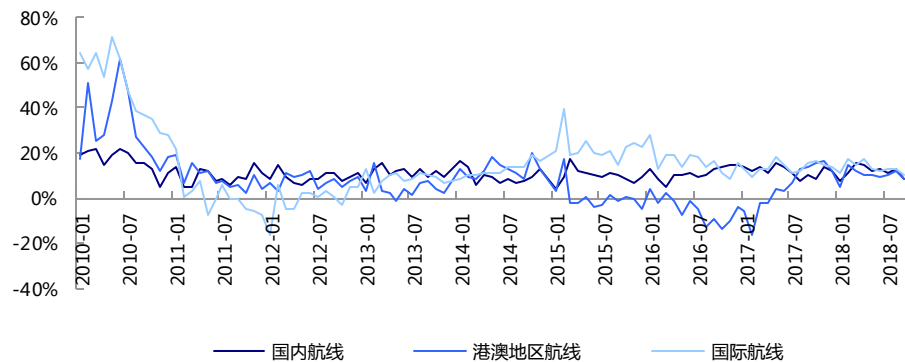
性的增速，这将在一定程度上决定了其未来的行业地位。龙头依旧是 2019 年重点关注的领域。

三、航空供需持续改善，机场进入盈利提升阶段

(一) 航空供需持续改善，收益水平有望提升

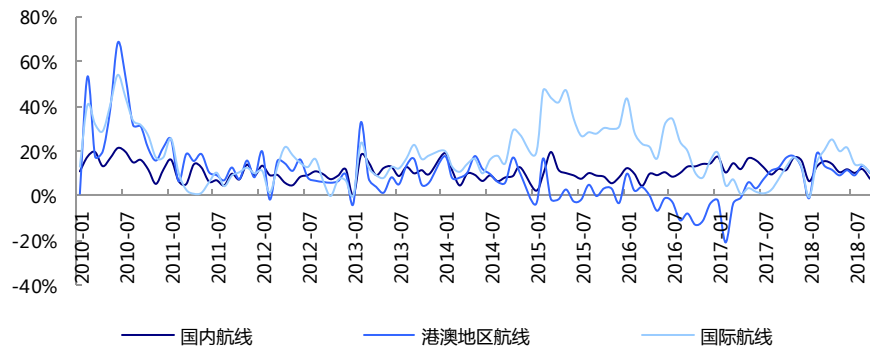
2018 年 1-10 月，全行业共完成运输总周转量超千亿吨公里，达到 1001.5 亿吨公里，同比增长 12.1%；旅客运输量 5.1 亿人次，同比增长 11.5%；货邮运输量 604.7 万吨，同比增长 5.5%。预计 2018 年民航将完成运输总周转量 1217 亿吨公里、旅客运输量 6.15 亿人次、货邮运输量 750 万吨。自 2011 年以来，民航增速整体有所回落，但是依然还有两位数的增长，国内客运市场需求持续旺盛。由于需求提升带来供需结构的改善，客座率有明显的提升，2018 年 1-9 月行业客座率维持在 80% 以上，行业供需匹配向好。

图表29： 民航分航线总周转量



资料来源：联讯证券，WIND

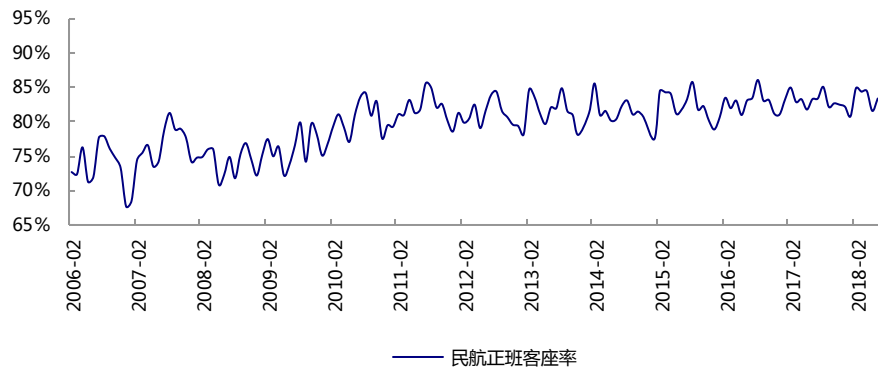
图表30： 民航分航线旅客运输量



资料来源：联讯证券，WIND

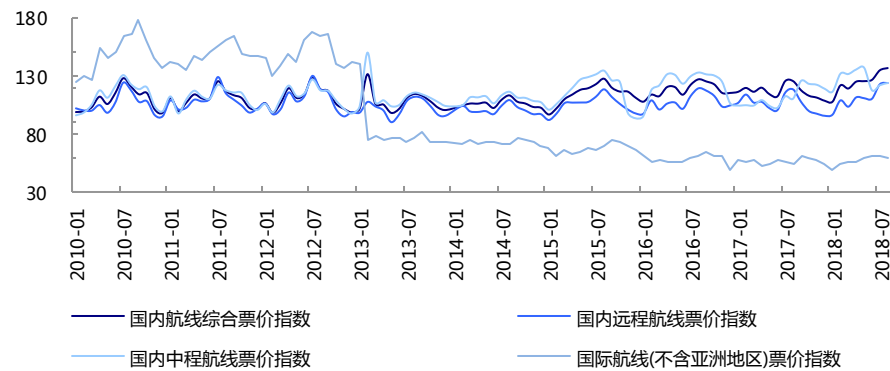


图表31： 民航正班客座率量



资料来源：联讯证券，WIND

图表32： 民航分航线票价指数



资料来源：联讯证券，WIND

10 月份，民航完成 2018 年冬航季航班换季工作。新航季共涉及 63 家国内航空公司（含 14 家港澳台地区航空公司）和 141 家外国航空公司，日均计划 15580 班，同比增长 5.33%。定期飞越航班共涉及 91 家航空公司（含 11 家港澳台地区航空公司），日均计划 957 班，同比增长 18.5%。2018 年冬春航季周平均航班总量约 115759 班，与 2017 年冬春航季周平均航班总量相比增长 4.49%，与 2018 年夏航季相比增长 1.03%。行业供需结构有望持续改善。

从 2018 年 2 月份之后，整体票价水平同比持续提升，票价指数连续走高。国内航线和国际航线分别从 2 月份和 4 月开始同比转正，无论是航空淡季或旺季，票价指数均在提升。2017 年 9 月，民航局发布《民航局关于发布把控运行总量调整航班结构提升航班正点率若干政策措施的通知》，此文件重点旨在确保运行安全，全力提升航班正点率。因此，在当下这一阶段，航空公司将面对机场时刻增量的控制，枢纽机场的优质时刻资源重要性更加凸显，航空公司将进一步优化航线有能力投放，优化航线网络，提高运转水平，将现有资源有效的转化成为收入和利润。民航局强调的提高运行质量，将推动行业提高准点率，优化旅客体验，提高旅客乘机出行率，而民航的票价改革打开了核心干线市场价格的天花板，有利于将核心干线的需求有效地转化为收益，特别是在旺季。在这一阶段，时刻趋紧、供需改善、票价改革将有利于航空公司持续小幅进行提价，提高收益水平。预计 2019 年在需求供给持续向好的方向发展的情况下，行业运价水平有望



在旺季有更好的表现，而汇率、油价因素影响偏中性，拥有良好的时刻资源、网络布局的航空公司将获得更多的发展空间，关注中国国航、南方航空和东方航空的投资机会。

图表33：近两年民航票价改革重要政策

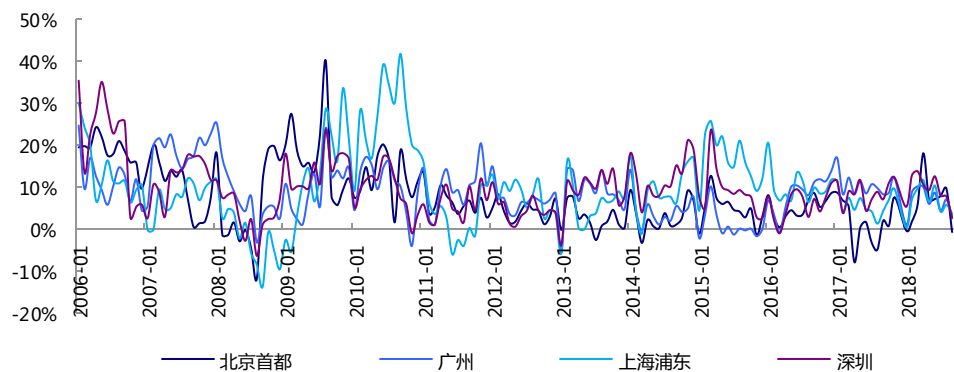
时间	文件	主要内容
2016年10月	《关于深化民航国内航空旅客运输票价改革有关问题的通知》	进一步扩大市场调节价航线范围，800公里以下航线、800公里以上与高铁动车组列车形成竞争航线旅客运输票价交由航空公司依法自主制定。
2017年12月	《民用航空国内运输市场价格行为规则》 《关于进一步推进民航国内航空旅客运输价格改革有关问题的通知》	每家航空运输企业每航季上调实行市场调节价的经济舱旅客无折扣公布运价的航线条数，原则上不得超过本企业上航季运营实行市场调节价航线总数的15%（不足10条航线的最多可以调整10条）；每条航线每航季无折扣公布运价上调幅度累计不得超过10%。
2018年4月	《关于印发实行市场调节价的国内航线目录的通知》	共1030条国内航线实行市场调节价。实行市场调节价航线的旅客运输量已经接近民航总旅客量的50%。根据民航局规划，预计票价天花板在2020年将完全放开，19年有望在2018年基础上进一步放开市场化调节航线。

资料来源：民航局，联讯证券

（二）机场新设施陆续投入使用，非航业务带来新一轮盈利周期

受到机场产能瓶颈和空域限制，2017年主要枢纽机场的业务量增速都呈现下滑趋势，这一趋势也继续延续到2018年，并且随着时刻资源的紧缺更加凸显。18年5月白云机场T2航站楼投入使用、2018年10月上海虹桥机场T1航站楼改造完成投入使用以及预计2019年上海浦东机场卫星厅、北京大兴国际机场的建成使用将进一步提升枢纽机场的能力，新设施的投入使用也将释放资本开支的压力。在民航客流量保持10%以上增速的背景下，国内主要枢纽机场有望继续保持5%做的增速。

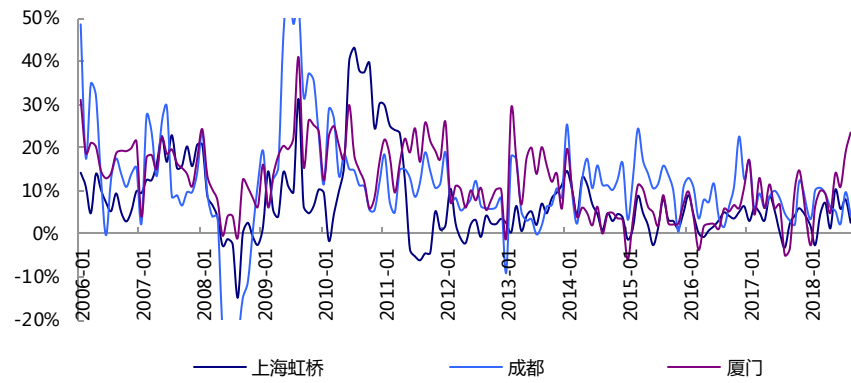
图表34：中国主要机场旅客吞吐量增速1



资料来源：联讯证券，WIND

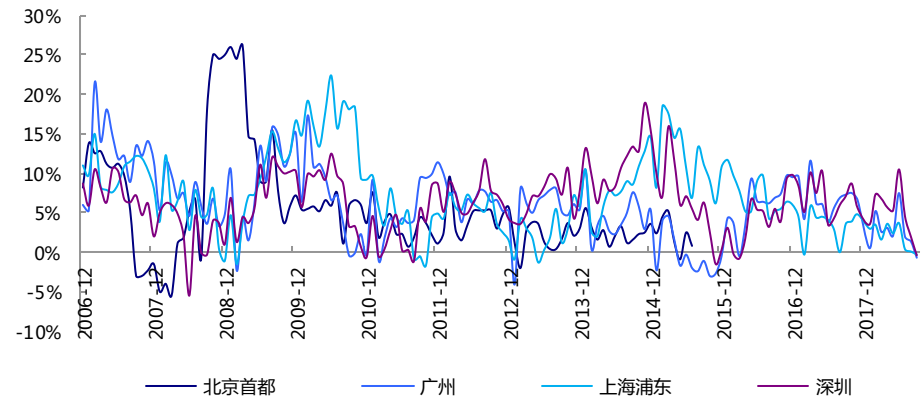


图表35： 中国主要机场旅客吞吐量增速 2



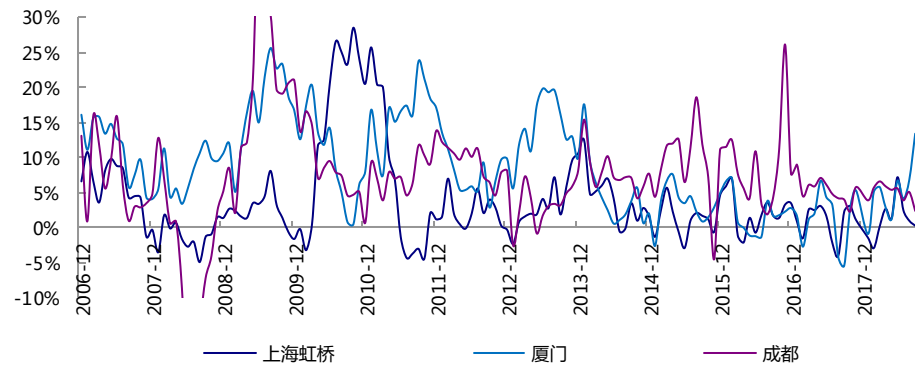
资料来源：联讯证券，WIND

图表36： 中国主要机场飞机起降架次增速 1



资料来源：联讯证券，WIND

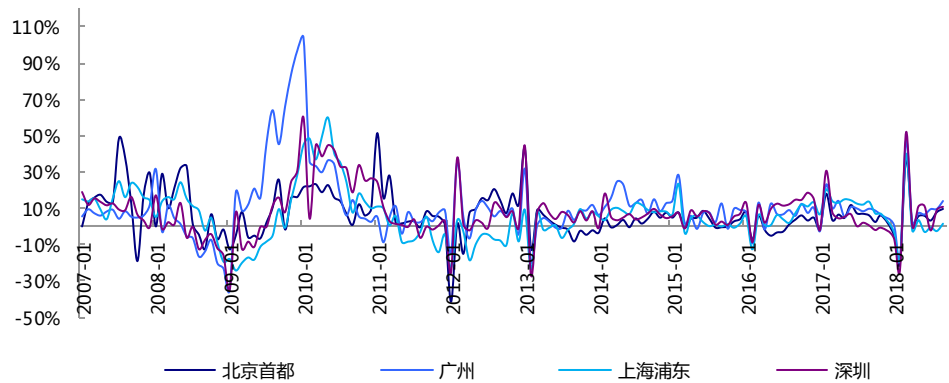
图表37： 中国主要机场飞机起降架次增速 2



资料来源：联讯证券，WIND

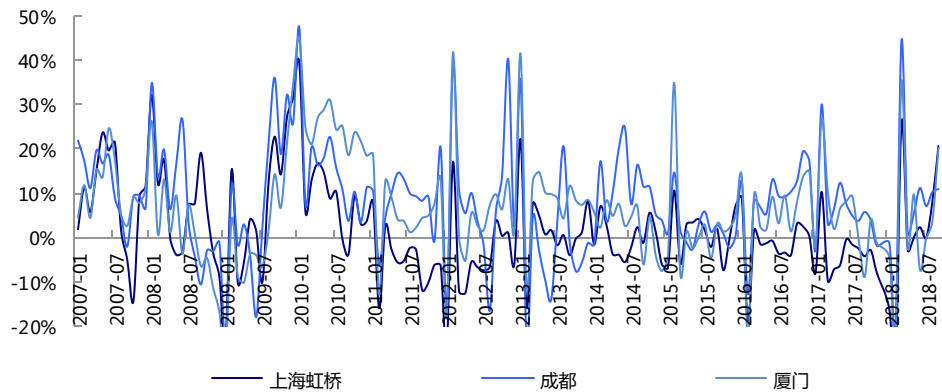


图表38： 中国主要机场货邮吞吐量增速 1



资料来源：联讯证券，WIND

图表39： 中国主要机场货邮吞吐量增速 2



资料来源：联讯证券，WIND

航空客流量的持续提升为枢纽机场的非航业务奠定良好的基础。这两年，包括上海、北京、广州、深圳等主要枢纽机场免税业务开始重新招标，扣点率显著提升 30%以上，分别达到 42.5%、47.5%、42%和 35%，机场免税租金市场化更进一步，从而进一步提升机场非航收入。免税业务通常是商业化程度较高的国际枢纽机场主要盈利来源之一，出境游的持续增长带来了国际和地区旅客吞吐量的大量增长，预计机场行业的收入水平仍能保持两位数的增长，稳定、良好的业绩赋予板块较高的安全边际。我们看好一线枢纽机场的流量优势与商业价值。

四、 航运供需趋于改善， 区域整合推动港口主题投资

（一） 航运供需趋于改善， 磨底尚需时间

2008 年金融危机以来，一直到 2017 年，全球海运贸易量都呈稳步增长的趋势，全球经济形势在整体稳定回升，全球经济贸易量的增长也带来了航运业务量的增长。在 2017 年的全球海运量中，全球集装箱贸易增长 6.4%，干散货增加了长 4.0%，原油出增长 2.4%。进入 2018 年，全球经济增速放缓，贸易紧张局势加剧，航运面临来自需求方

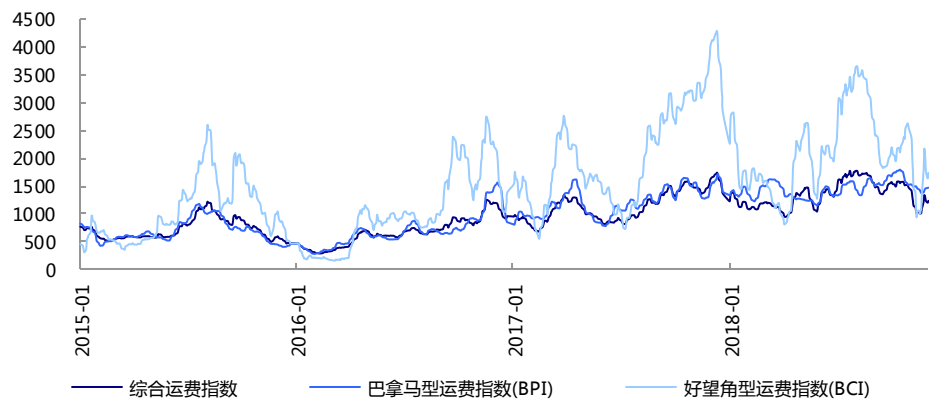


面的挑战继续，而 2019 年这一状况或将继续加剧。

根据克拉克森的统计数据，2018 年 1-10 月，全球船厂共交付新船 1474 艘，共计 0.72 亿载重吨。与 2017 年同期的全球新船交付订单 1799 艘，共计 0.90 亿载重吨相比，数量同比下降 18.07%，载重吨同比下跌 20.63%。截至 2018 年 11 月 10 日，全球船厂手持订单 3095 艘，共计 0.79 亿载重吨。考虑到目前手持订单量相当于船队规模的 10%，较 2008 年相比下跌 50%，全球新签订单量处于历史低位。

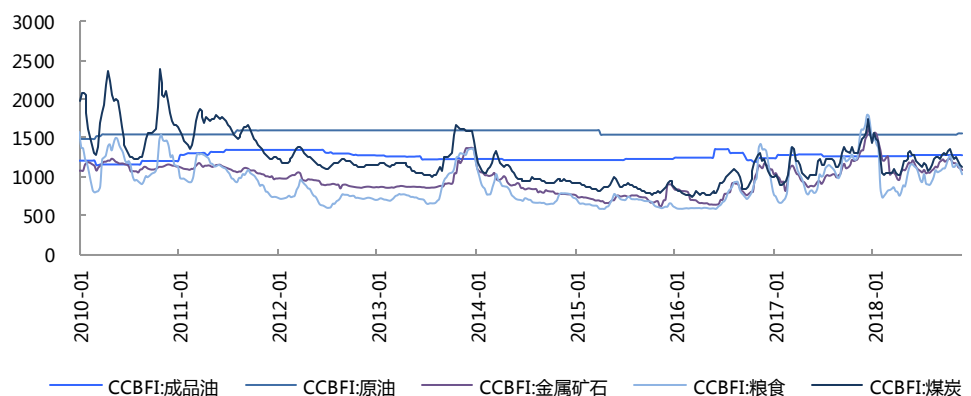
从运价情况来看，海运市场的价格都处于较低水平，这种因供需失衡带来的结果仍然需要需求的改善以及运力的逐步消化才能够从根本上解决。预计 2019 年，国际货运市场仍然位于低谷，国际贸易带来的需求增长继续呈现个位数的增长。不过，随着运力同比增速的下降以及需求同比增速的小幅回升，市场总体还是向供需平衡努力，部分货种、时间段将会带来运价的提升，预计幅度较近两年将有所增加，企业的盈利情况将有所好转。

图表40: BDI 干散货运输指数走势



资料来源: 联讯证券, WIND

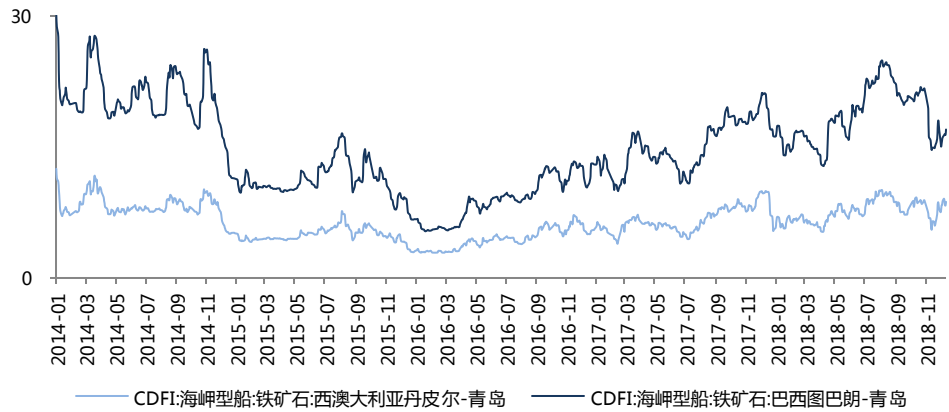
图表41: 中国沿海干散货运输指数走势



资料来源: 联讯证券, WIND

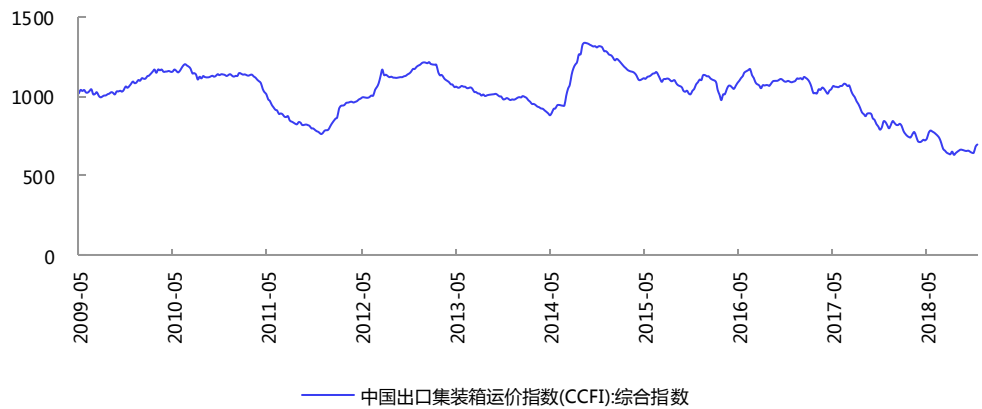


图表42: 海岬型船铁矿石运费走势



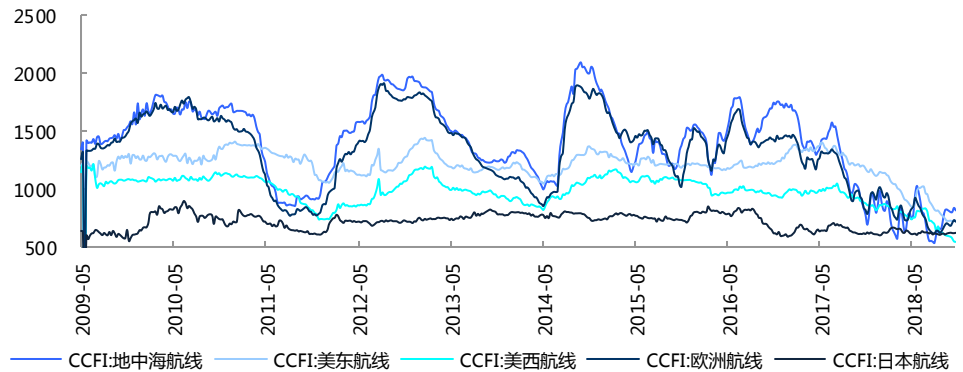
资料来源: 联讯证券, WIND

图表43: 中国出口集装箱运价指数走势



资料来源: 联讯证券, WIND

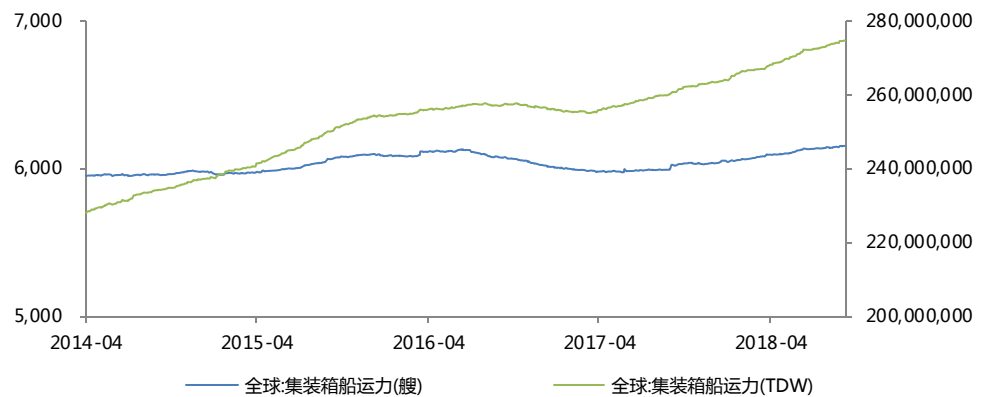
图表44: 中国出口集装箱运价指数走势



资料来源: 联讯证券, WIND

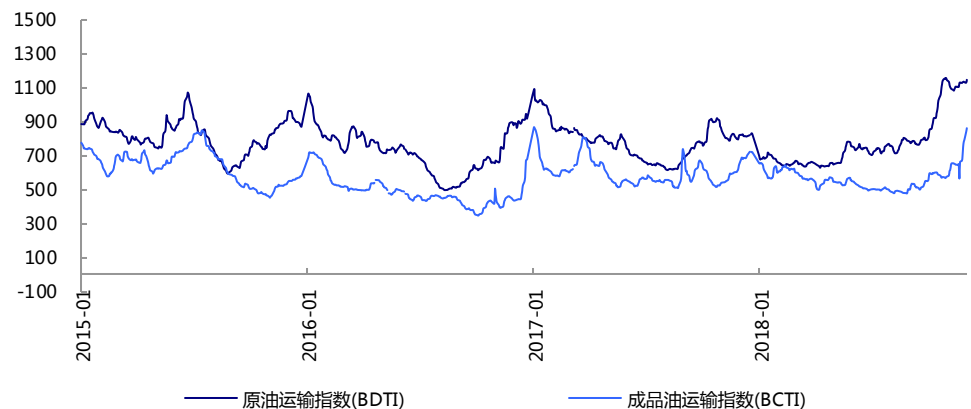


图表45: 全球集装箱船运力变化趋势



资料来源: 联讯证券, WIND

图表46: BDI 原油/成品油运输指数走势



资料来源: 联讯证券, WIND

(二) 港口行业盈利修复, 区域整合正在进行

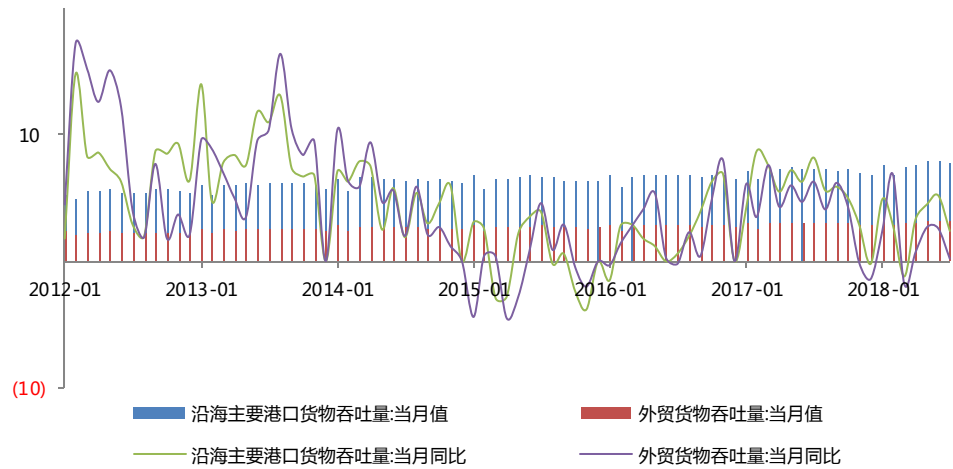
2018年1-10月, 全国主要港口货物吞吐量110.9亿吨, 比去年同期增加2.7%; 全国港口外贸货物吞吐量34.8亿吨, 同比增长2.4%; 全国港口集装箱吞吐量2.07亿TEU, 同比上升5.1%。港口作为基础设施类行业, 受供需影响相对较小, 但是增速也在趋于下降。经过过去多年的建设, 国内基础设施已经达到一定规模, 能够满足当下经济的发展需求。未来的发展方向将会随着中国经济的升级, 进行功能升级, 金融等服务属性将更加突出。伴随区域经济的发展, 级别较高的枢纽型港口和机场的功能升级将更加突出, 我们更看好长三角、珠三角、京津冀等核心区域的增长空间。与此同时, 伴随陆路运输格局的优化调整, 部分港口的货物吞吐量也将受到相应的影响, 建议关注受益带来较多增量的港口, 例如日照港。

伴随港口作业能力的提升和需求增速的放缓, 区域间的港口竞争有所加剧, 相应的区域港口整合提上日程。港口行业的供给侧改革有助于合理利用岸线资源, 统一规划产能建设, 避免恶性竞争。通过优化港口行业的供给端, 提升港口企业的经营效益。目前港口整合已经在长三角、珠三角等区域有序开展, 2019年将继续推进这一举措, 展开区



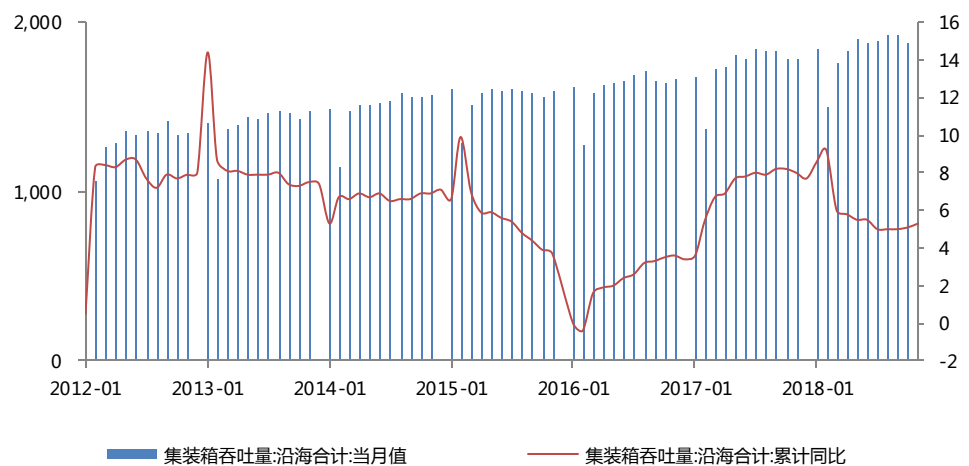
域港口资源的进一步整合。

图表47：沿海主要港口吞吐量



资料来源：联讯证券，WIND

图表48：沿海主要港口集装箱吞吐量



资料来源：联讯证券，WIND

五、陆路运输格局逐步优化，铁路运输量价齐升

（一）铁路运输优势显现，货运量增速继续保持

2012年至2015年，我国铁路货运量连续下降，并在2015年呈现加速下滑态势，在2016年2月，铁路货运量跌幅达到12.3%。2016年下半年，铁路货运趋势开始回暖，跌幅不断收窄。2017年，铁路货运量在连续下跌近5年后开始正增长。2018年，铁路行业持续推进运输供给侧结构性改革，集中力量推进货运增量行动、客运提质计划、复兴号品牌战略三大举措，国家铁路货运主要指标均实现同比大幅增长。2018年1-11月，铁路货物发送量完成291634万吨，同比增长8.8%。

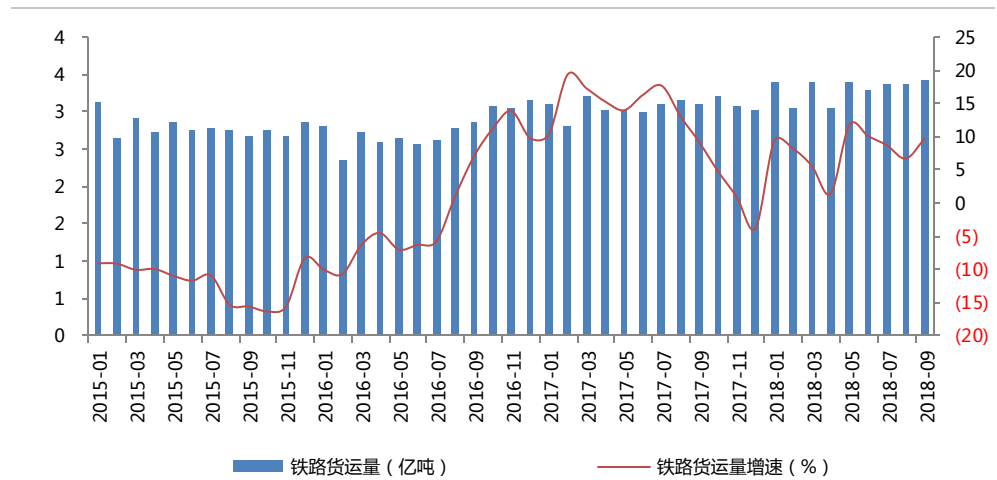
铁总发布的《2018~2020年货运增量行动方案》显示，到2020年，全国铁路货运



量较 2017 年增长 30%，即达到 47.96 亿吨，大宗货物运量占铁路货运总量的比例稳定保持在 90%以上。其中到 2020 年，全国铁路煤炭运量达到 28.1 亿吨，较 2017 年增运 6.5 亿吨，铁路运输煤炭要占全国煤炭产量的 75%，较 2017 年产运比提高 15%；全国铁路疏港矿石运量达到 6.5 亿吨，较 2017 年增运 4 亿吨，占陆路疏港矿石总量的 85%，较 2017 年大幅提高 50%；集装箱多式联运年均增长要保持在 30%以上。

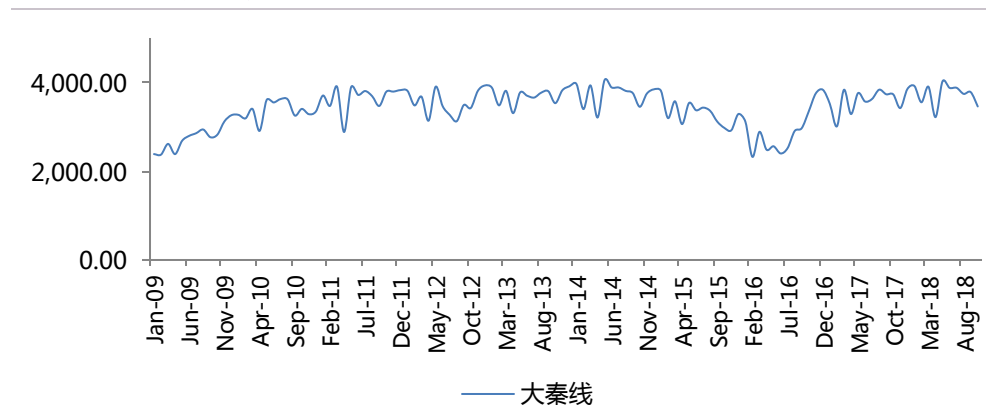
2019 年新图实施后，继续实施“六线六区域”（六线：大秦线、张唐线、瓦日线、侯月线、西合线、兰渝线；六区域：山西、陕西、蒙西、新疆、沿海、沿江）货运增量战略，唐山、天津、董家口等环渤海湾港口货运集疏运能力大幅提升。全国铁路主要货运通道能力得到进一步扩充，路网整体运用效率得到提升。未来三年，铁总将以扩充煤炭外运通道能力为着力点，以“六线六区域”为重点，挖掘运输潜力，为铁路货运增量提供运力保障。陆路运输格局优化将进一步为铁路带来持续增长的货源。

图表49： 铁路货运量增速



资料来源：联讯证券，WIND

图表50： 大秦线煤炭运量



资料来源：联讯证券，WIND

除了经济增长趋稳之外，还有两个重要因素推动铁路货运量增长，第一：交通部治理公路超载超限，公路货运回流铁路。多年来的供需失衡使得公路运输行业陷入恶性竞争状态，公路运输超载超限成为常态，在一定程度上扭曲的公路运输价格。为了使公路

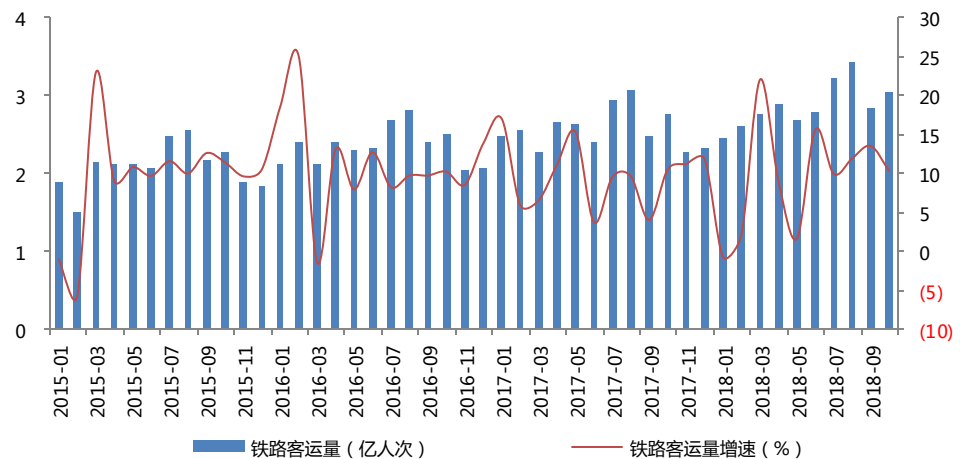


运输恢复正常,交通运输部于2016年8月公布公路超载超限治理政策,9月开始执行,2018年7月开始全面禁止不合规运输车辆的通行。自2016年8月治理公路超载超限开始,公路货运开始向铁路运输回流。目前,公路超载超限治理力度持续加码。公路运输超载超限的治理将持续推动货源向铁路回流。第二,降成本、重环保,高效低耗能的铁路运输优势更加突出。在“降成本+重环保”的考虑之下,陆路运输将以低成本、低污染的铁路运输为主导。而地方政府也将面临严格的考核问责机制,局部地区来看,环保部将对京津冀及周边地区城市进行空气质量改善情况排名,季度考核结果将作为城市领导班子和领导干部综合考核评价的重要依据,相关政策落地将更加严格。交通运输部从2018年起在京津冀及周边地区、长三角和汾渭平原三大重点区域实施“公转铁”和“公转水”的行动方案,铁路货运也将围绕运输结构调整,打赢蓝天保卫战提出进一步提高企业运输能力、优化运力,规范收费,加快设备研发等一系列举措,全方位加快推进增加铁路货运量举措落地,未来重点区域的大宗散货陆路运输都将逐步实现铁路运输为主,为调整交通运输结构、增加铁路货运量、打赢蓝天保卫战提供有力保障。

(二) 铁路客运持续增长,开启市场化定价

铁路客货运需求持续增长。铁路客运需求持续增长,市场化定价区域逐步放大。2018年1-11月,国家铁路旅客发送量累计完成30.6亿人次,同比增长9.2%。国民收入水平的提高和出行需求的持续增长将继续给铁路客运带来源源不断的客流量。铁路部门实行市场化的动车组开行方案,通过运力投放与客流需求的精准匹配,装备增幅、能力增幅、运量增幅和收入增幅梯次扩大,实现铁路装备运用高效化、能力利用充分化和产品结构优化。自高铁网络不断完善以来,铁路部门也持续优化客运产品供给,增加部分客运需求较大的高铁运能,动车组运量比重持续攀升,由2017年的56%进一步提高到2018年的60%。

图表51: 铁路客运量增速



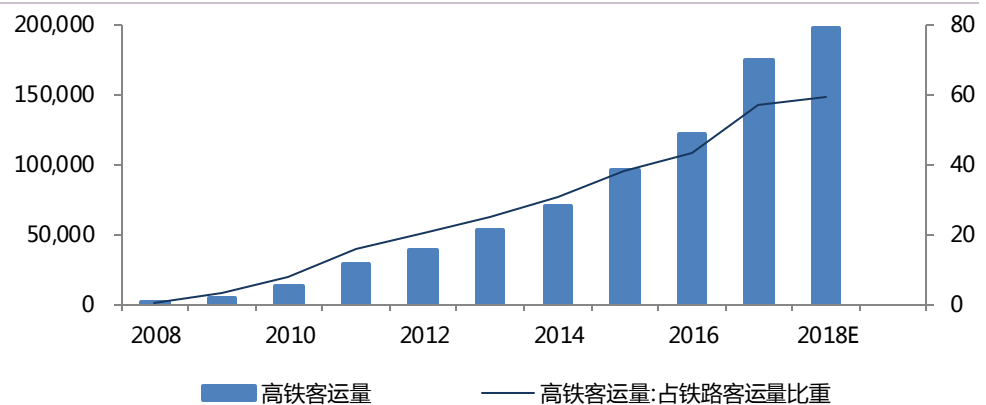
资料来源: 联讯证券, WIND

2019年1月5日,全国铁路将实施新的列车运行图,铁路客运能力显著提升。全国铁路共开行动车组列车日常线2847.5对、周末线221.5对、高峰线382.5对,对应日常运行图开行动车组列车2847.5对、周末运行图开行动车组列车3069对、高峰运行图开行动车组列车3451.5对,高铁运输能力较调图前提升约9%。目前,高铁市场化定价已经开启,未来将逐步完善,铁路市场化改革将初见成效,为铁路后续改革奠定良好的基础。



京沪高速拟最快于明年上半年递交 A 股上市申请，计划募集资金额高达约 300 亿元人民币。2007 年，京沪高铁公司成立，负责京沪高铁的相关建设与运营，京沪高铁总投资 2209 亿元，资产负债率不到 30%。2011 年，京沪高铁投入运营，经过三年即实现盈利，2017 年完成客流量 1.8 亿人次，实现收入 296 亿元，利润 127 亿元，是盈利能力非常强的铁路资产。根据不完全统计，目前能够实现盈利的高铁线路达到 11 条，伴随高铁“八纵八横”网络的不断完善，既有高铁线路的客流量将进一步提升，优质线路的盈利能力将会不断提高。铁路资产证券化的进程加快将给铁路板块带来更多良好的投资标的。

图表52： 高铁客运量及其占比



资料来源：联讯证券，WIND

（三）多式联运作用渐显，铁路集装箱加速发展

多式联运是国家物流业发展的战略问题，是不同运输方式协同构建的高效服务系统。大力发展多式联运，是实现交通强国战略、发展综合交通运输体系的重要支撑，是推进运输结构调整、促进物流业降本增效的主要举措，是引领国际物流通道建设、推动国际贸易便利化的基础工程。目前第三批国家多式联运示范工程，共有 70 个项目入选，有力支持了示范企业在运输组织模式创新、经营人培育、信息互联互通、装备研发应用、联运网络布局等方面先行先试、积累经验，取得初步成效。

铁路集装箱发展进入快车道。自 2013 年铁路货改以来，中国铁路总公司把集装箱运输作为向现代物流转型、推进市场化改革的重要途径。铁总在今年年初也明确提出要“加快调整货运产品供应，大力发展集装箱、特货运输、快运业务和多式联运，不断优化运输物流结构，实现各种交通方式优势互补、合作竞争，努力降低社会物流成本，进一步发挥好铁路在综合交通体系中的枢纽骨干作用。未来，铁路将在创新物流服务模式、打造多式联运链条、加强运输时效性管理、拓展延伸增值服务等方面不断探索，积极拓展以集装箱为载体的冷链、商品汽车、液体化工和食品、粮食、水泥等专业物流服务。

2017 年 4 月，国家发改委、交通运输部、铁路总公司联合印发《“十三五”铁路集装箱多式联运发展规划》。该规划是国家层面制定的第一个铁路专项规划和以铁路为主导的多式联运纲领性文件，根据规划，力争到 2020 年，我国铁路集装箱多式联运发展取得明显成效，集装箱运量达到铁路货运量 20% 左右，其中集装箱铁水联运量年均增长 10% 以上，中欧班列年开行 5000 列左右，成为铁路货运增长的新引擎。

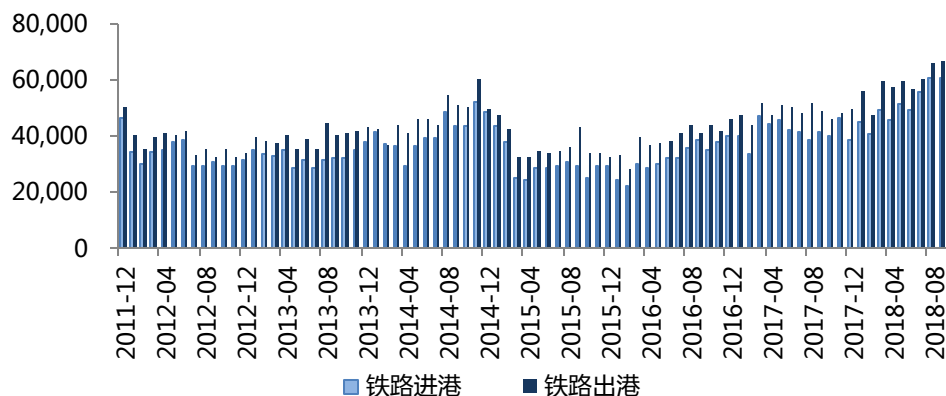
2018 年 8 月，交通运输部办公厅公布《深入推进长江经济带多式联运发展三年行动计划的通知》。到 2020 年，构建有机衔接、具备竞争力的铁水联运系统，长江经济带主



要港口铁路进港率达到 80%以上，大宗散货铁路、水运集疏港比例力争达到 90%以上，重点集装箱港口铁水联运量年均增长 15%以上，力争上海洋山集装箱江海直达比例达到 20%。

2018 年 10 月，国务院办公厅印发了《推进运输结构调整三年行动计划(2018—2020 年)》，实现全国多式联运货运量年均增长 20%，重点港口集装箱铁水联运量年均增长 10% 以上。

图表 53: 铁路进出港口集装箱数量



资料来源: 联讯证券, WIND

作为重要的传统的陆路运输方式，铁路在过去的经济发展当中发挥了巨大的作用，承担了大量的客货运输业务。在经济发展新阶段，铁路将继续发挥其不可替代的作用，高铁为居民出行提供了更加高效、舒适、快捷的交通工具，成为满足消费升级需求的有效供给，路网的完善、动车的加密将更好的发挥高铁的优势。铁路货运也在积极转型，为社会提供更加符合需求的产品，包括冷链、危化品等高端物流，既有路线客运运力的释放为货运提供了更多的空间来完善供给。我们可以看到，每一次铁路运行图的调整都在不断完善铁路的产品供给，其低成本、大运量、体系化等优势将继续发挥，伴随铁路改革的推进，铁路的发展空间将更加巨大，经济效益将更加显著。我们继续重点关注大秦铁路、广深铁路和铁龙物流。

六、行业供给侧改革继续推进，发展格局不断优化

(一) 供给侧改革继续推进，降成本依旧是大方向

加快开放和推动结构性改革仍是明年经济工作的重点，预计 2019 年宏观经济在内部“攻坚战”与外部“贸易战”的叠加中加大供给侧结构性改革力度，更好地落实已经出台的各项政策，把“六稳”政策进一步落实到位，发挥政策效应，促进国民经济平稳健康运行。

作为供给侧结构性改革的重点任务，降成本将是一项长期工作常抓不懈。未来降成本仍有空间，包括增值税税率“三档变两档”、继续降低增值税税率、降低社保费率、降低企业电力等各类成本、精简行政审批事项等等。增值税改革有利于推动整个社会交易成本的降低。自 2018 年 5 月 1 日起，交通运输行业增值税税率已从 11% 降至 10%。交通运输业减税明显，首月交通运输业减税幅度达到 11.38%，预计今年交通运输业增值税税率的降低等因素带来社会整体运输成本下降 0.9% 左右。现行增值税率为 16%、10%、6% 三档，交运子行业中适用 10% 税率的包括航空国内运输、铁路运输、公路货运等；适



用于 6% 税率的包括机场、快递等；高速公路行业通常选择适用简易计税方法，按照 3% 征收率计算；涉及国际、远洋运输业务均为零税率。倘若进一步推出“进三并二”，16% 及 10% 两档税率存在较大的调整空间。从今年的增值税调整来看，铁路和航空是减税空间最大的两个行业。

（二）消费升级进程仍在推进，高水平物流值得期待

随经济的发展和居民收入的提升，消费升级进程仍在推进，消费需求加速向个性化、多样化、多层次转变，形成消费驱动经济增长的格局。根据国际消费发展规律和我国经济发展阶段来看，我国人均 GDP 超过 8000 美元，已迈向中高收入国家行列，未来消费将保持平稳快速增长态势，居民消费能力持续增强，消费增长和升级值得期待。“十三五”期间，消费将作为拉动经济增长的强大动力。我们将从需求和供给两个角度，为创新消费升级提供制度、政策、基础设施、网络、环境等多层次、多方位的保障，进一步释放消费潜力，推动消费升级，通过促进形成强大国内市场，提升国民经济整体性水平。

2019 年，促进消费增长从实现居民增收和完善消费体制机制两个方面推进。一方面，2019 年 1 月，个人所得税修正案正式实施，个税改革第二阶段开启。新一轮个税改革将起征点调高至每月 5000 元，3%、10% 和 20% 三档税率级距扩大，增加子女教育、继续教育、大病医疗、房贷利息和房租以及赡养老人等六项支出的专项附加扣除。个税下降有助于实现居民增收。另一方面，国务院发布《关于完善促进消费体制机制进一步激发居民消费潜力的若干意见》和《完善促进消费体制机制实施方案（2018—2020 年）》，进一步优化消费政策体系，激发居民消费潜力。

随着消费成为经济发展第一驱动力，服务业的服务能力、服务品质的提升也将进一步提上日程。经过基础设施的搭建、标准的完善、网络的优化、模式的创新等多个层面的提升，未来物流行业的专业化水平将更加凸显，高层次的物流服务需求将日益增多。截至 2018 年 11 月，近两年我国已经出台全国范围最新物流行业政策多达二十余个，多个省市地区就全国政策给出了相关的指导意见以及配套的措施，并陆续出台具体细化的地方性物流行业政策扶持行业发展。预计到 2020 年，我国物流短板将得到有效的改善，并形成高效的物流运行体系，服务于工业生产、居民消费等等各个层次、领域的需求。高瞻远瞩、技术先进、模式创新、竞争力强大的综合物流服务提供商将在这一过程中脱颖而出，成为各自领域的行业巨头。

（三）区域协同发展，关注龙头引擎作用

京津冀、长三角、珠三角是我国参与世界经济竞争的平台，对于我国经济全局发展举足轻重。顶级城市群建设提上日程，京津冀、长三角、珠三角这三个区域将分别以雄安新区、上海和粤港澳大湾区为龙头发挥引擎作用，区域的协同发展将成为区域建设的重要内容。

交通运输在区域协同发展的过程中发挥着重要作用，只有区域间的运输网络和基础设施不断完善，才能为经济的协同发展创造良好的环境，促进区域内部的产业升级和产业转移。这一主题性投资机会将继续成为交运行业的催化剂。

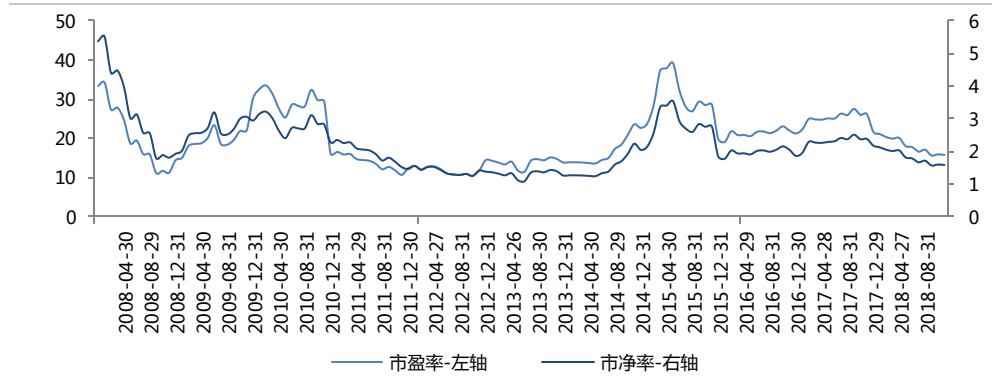
七、投资建议

截至 12 月 12 日，交通运输行业平均下跌 27.6%，高于 A 股市场 22.4% 的跌幅，机场和铁路运输两个子行业走势均显著优于市场平均水平，特别是机场行业还获得了正



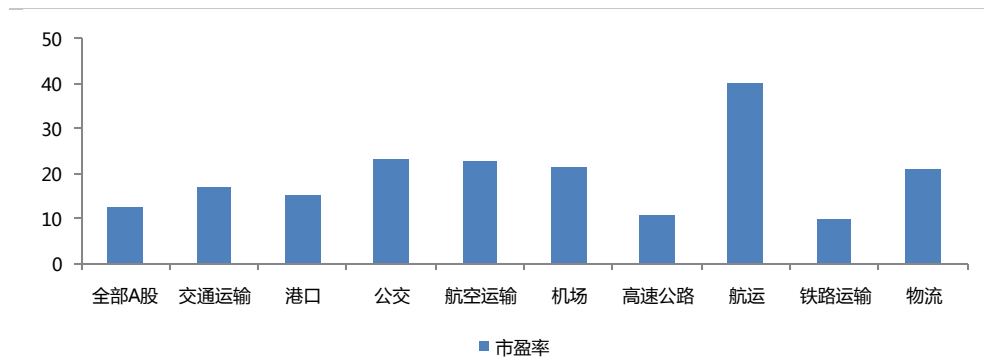
收益。目前，交通运输行业的平均估值水平为 17 倍，整体高于 A 股市场 12.7 倍的市盈率，物流等子行业的估值逐步回落在合理区域。从估值而言，整个板块仍然在历史较低区域，足够为股价上行带来更大的空间。

图表54： 板块历史估值水平



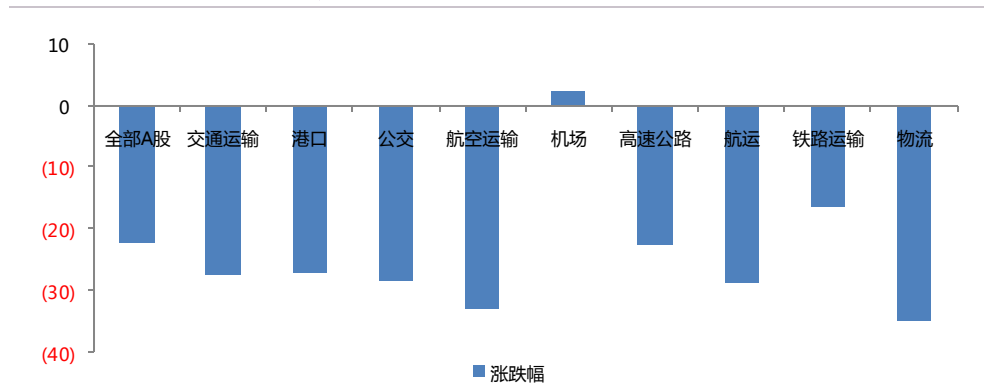
资料来源：联讯证券，WIND

图表55： 市盈率（整体法）



资料来源：联讯证券，WIND

图表56： 成分区间涨跌幅



资料来源：联讯证券，WIND



整体而言，2018 年交通运输行业各子行业由于影响因素的差异化，呈现出不同的发展态势，经济增长和消费升级各子行业带来的不同程度的发展空间。未来行业的发展和宏观经济的发展趋势密切相关。预计经济增长动力依旧，消费升级需求持续，相关领域的增长将更加突出。2019 年，交通运输行业将在整体不确定性更大的环境中运行，全球主要经济发达地区的经济增速下行风险加大，外围环境相对较差，行业上下游景气度、政策、汇率等因素仍将继续影响交通运输行业的表现。不过国内消费仍可保持增长，需求增长和供给侧改革带来的供需逐步平衡将不断提升行业的盈利能力，行业内持续推进的整合重组、改革发展、优化完善将逐步推动行业向上发展。得益于格局优化和消费升级等强大的动力，物流、航空、机场、铁路等细分子行业将保持相对较快的增长。重点推介组合：顺丰控股（002352）、中国国航（601111）、大秦铁路（601006）、广深铁路（601333）、上海机场（600009）、传化智联（002010）、怡亚通（002183）。

（一）顺丰控股：快递行业龙头，倾力打造物流综合服务商

公司是国内首家采用直营模式的快递公司，拥有对全网络强有力管控的经营模式。公司控制全部快递网络和核心资源，包括收派网点、中转场、干支线、航空枢纽、飞机、车辆、员工等，对各环节具有绝对控制力，保障公司战略和经营目标的有效达成。公司的重资产为快递业务的发展奠定了良好的基础，是当下快递行业龙头特征的公司之一。

公司致力于打造国内领先的物流综合服务商。公司拥有通达国内外的庞大物流网络，“天网+地网+信息网”三网合一，形成独特的综合性物流网络体系。经过多年发展，顺丰控股已具备为客户提供全方位综合解决方案的能力，良好的市场口碑为顺丰控股带来大量优质企业客户，公司也逐步为生鲜、服装、3C、医药等行业的客户价值链的产、供、销、配等环节高质量物流服务。

公司逐步拓展新领域、新业务，深挖不同场景端到端全流程客户需求，依托科技手段驱动内部生态变革，不断提升客户服务能力，重货、冷链、同城等业务均保持快速增长，伴随业务规模的提升，未来新业务将逐步贡献利润。公司目前发展战略清晰，能够有效配置运输资源，进行节点布局，高端业务发展势头良好，是当下可以判断的具备行业龙头特征的标的之一，综合物流服务商的发展趋势良好。预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 1.05/1.30/1.50 元，对应 PE 分别为 34x/27x/24x，给予“买入”评级。

（二）中国国航：资源优势显著，供需变化提升主业盈利能力

公司以北京首都国际机场为主基地，构建了以北京、成都、上海和深圳为节点的四角菱形网络结构，持续打造北京超级枢纽、成都国际枢纽、上海和深圳国际门户，深入推进全球化网络布局，为中高端商务旅客提供高品质的产品和服务。受人均收入增长、消费升级等因素影响，国内航空运输业仍处于成长期，公司拥有高品质航线资源和时刻资源，盈利能力处于领先地位。

供需结构持续向好，公司率先执行提价策略。自 2017 以来，公司率先执行提价策略，一线城市间的航线实现量价齐升。2018 年，行业整体呈现供需稳定局面，国内出行需求旺盛，国际/地区出行需求良好，虽然运力供给增速较快，但是盈利能力保持相对稳定。2019 年，供需结构继续向好，公司主业盈利能力有望继续提升。

汇率油价等外围因素利好公司业绩。2019 年国际油价上行承压，预计油价中枢较 2018 年有所下降，油价对成本的影响将有所改善。公司负债结构不断优化，美元负债占比下降到 37%，汇率影响逐步减弱。预计航空业在未来三年仍将保持相对较高景气，随



着收入增长和消费升级推动航空出行需求持续增长，行业竞争格局将不断优化。公司坐拥良好的枢纽、航线、时刻资源，具有良好的收益水平提升空间，预计 2018-2010 年 EPS 分别为 0.43 元/0.67 元/0.89 元，对应 PE 为 19x/12x/9x，给予“买入”评级。

（三）大秦铁路：经营稳健，优质的战略投资标的

纵深推进煤炭运输产业链条。大秦铁路拥有重要的西煤东运通道大秦线，参股朔黄铁路，此次收购唐港铁路 19.73% 股权，参与蒙华铁路投资将进一步增加公司在煤炭铁路运输领域的优质资产，扩大公司在这一领域的话语权，而相关资产在陆路运输格局优化的过程当中，将具有更好的盈利能力，收购大股东的资产也将进一步降低与大股东的关联交易。公司具有良好的业绩稳定性和资产盈利能力，此次收购将进一步提升公司的这一特征，提升风险防御能力。

降成本、重环保，公路货运回流铁路。随着公路货运超限超载治理工作的推进和铁路货运新业务的拓展，铁路在长距离运输上的效率和运价优势逐步显现，国内长距离公路货物运输逐步向铁路转移，铁路货运迎来了新一轮的发展。在公路治超、环保力度加大、电气附加费下调带来铁路运费下降等因素的共同作用下，公路乃至铁路货源不断向大秦线回流，大秦铁路需求将继续保持旺盛。

大秦铁路需求将继续保持旺盛，铁路后续改革动力强劲。按照大秦线全年实现 4.2 亿吨运量，运价保持基准运价的水平，PE 回落到 10 倍左右，股息率达到 5% 左右，大秦铁路战略投资价值更加凸显。预计公司 2018-2020 年实现每股收益 0.96 元/1.02 元/1.05 元，PE 分别为 8.3x/7.8x/7.6x，考虑大秦线的战略地位和公司较高的股息率，铁路公司化改革进入实质性阶段，维持“买入”评级。

（四）广深铁路：提价、改革，后期想象空间巨大

公司是一家铁路运输企业，客运是最主要的运输业务，包括广深城际列车（含广州东至潮汕跨线动车组）、长途车和过港（香港）直通车运输业务，同时还受委托为武广铁路、广珠城际、广深港铁路、广珠铁路、厦深铁路、赣韶铁路、南广铁路、贵广铁路和珠三角城际等提供铁路运营服务。铁路网络的完善将推动公司铁路客运业务和委托经营业务收入的持续增长。而陆路运输格局优化也将有助于公司货运业务保持持续增长。

广深沿线铁路土地巨大增值空间可期待。公司拥有土地面积约 1200 万平米，主要是铁路运输和生产用地，广深沿线站段所占面积大约 400 万平。经过多年的建设和发展，铁路用地的利用现状和设计功能的发挥情况已经发生了一些变化，存在着面积较大的预留用地、低效用地和变更用地，未来铁路用地可开发空间巨大。由于广深沿线腹地经济较好，沿线部分站点利用率低，开发空间大，沿线站段土地增值（静态和动态）空间显著。

铁路改革赋予公司多项催化剂。铁路客运业务周期性相对弱化，公司业绩稳定增长，后续具有铁路改革利好，土地开发空间显著，派息率在 50% 左右，可作为长期投资配置。不考虑客运提价，预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.18 元/0.20 元/0.21 元，PE 分别为 18x/16x/15x。考虑到土地政策带来增值空间非常显著，并且公司在改革后期可能成为华南铁路资产注入主要平台，我们维持“买入”评级。



（五）上海机场：区位优势显著，非航业务发展空间巨大

时刻增量总量控制制约业务量增速，明年有望改善现状。上海浦东机场区位优势显著，枢纽价值较高。2017年4季度以来，受时刻增量总量控制影响，浦东机场按照机场容量标准75%的目标，调减始发航班时刻数量，机场飞机起降架次增速放缓。不过航空公司大飞机置换策略、客座率提升等因素还是带来了旅客吞吐量的相对快速增长。根据新航季飞行计划，浦东机场的新增航班增速依旧较低，日均起降架次增速不足1%。短期浦东机场时刻增量总量控制仍将影响飞机起降架次的提升，不过旅客吞吐量预计能够维持6%左右的增速，伴随浦东机场第5条跑道和卫星厅的先后启用，这一状态将得到改善。

非航业务将成为公司未来业绩增长的亮点。浦东机场国际和地区旅客量保持全国第一，新的冬春航季国际航线占比继续达到50%以上的水平，预计全年出入境旅客吞吐量超过50%，巨大的客流量以及国际航线占比将推动机场非航业务发展，商业租赁业务经营面积和扣点率的显著增长将进一步提高非航收入水平，相应的收入占比将提高到40%以上，非航业务将进一步提升公司业务的增长水平。此外，航油、广告业务也在未来三年也将贡献8-10亿的投资收益。

资源优势赋予长久发展空间，建议长期关注。上海机场拥有优越的地理位置和丰富的市场资源，伴随航空旅客吞吐量特别是国际航线旅客的稳定增长，机场的非航业务有望保持较好的发展。预计公司2018-2020年EPS分别为2.22元/2.45元/2.66元，PE分别为22x/20x/19x。我们看好公司的资源优势及其带来的长期投资价值，维持“买入”评级。

（六）传化智联：制造业和服务业深度融合，积极打造道路运输生态圈

公司线下与线上融合联动的运营方式，为货主企业、物流企业及个体货运司机等公路物流主体提供综合性物流及配套服务，形成“高效的货物调度与协同运输平台”、“优质的货运生活服务圈”、“可靠的物流诚信运营体系”，构筑起一个中国道路运输的全新生态。“线下”公路港及其生态圈的建设，为传化物流打造万亿级的商业机会，并具有极高的门槛。公司以中国物流大脑为核心，不断推进“全国化城市物流中心、金融服务、智能化”三大基础设施建设，结合共享理念、平台模式和数字化技术构建物流供应链服务平台体系。

公司积极打造传化网智能物流生态圈，搭建以智能信息系统和支付系统为核心，依托公路港城市物流中心，打造基于供应链服务，集“物流、信息、金融”一体化发展的行业与区域供应链服务体系。公司聚焦物流行业四个万亿级市场（司机消费、车后消费、运费支付结算、货款支付结算等），通过“支付+”的模式，将原有物流各交易场景中的线下支付逐步引导转换成线上支付，形成涵盖B端货主、物流企业和C端货运司机、商户等全场景、全流程的支付闭环，进而打造万亿级的物流线上支付平台。

公司以公路港为基础，以信用体系重构为突破，以人-车-货为对象，以“物流+互联网+金融”为导向，发展“基础公路港+核心智能物流+创新物流金融”的“323”战略业务构架，打造顺应国家物流战略的“蓝领工人商圈”。公司积极打造智能化城市物流中心一体化解决方案，链接并服务全国数千个城市物流园区，服务2000万+卡车及3000万卡车司机，服务全国生产制造企业，新增市场空间可期。我们继续战略性推介，预计公司2018-2020年EPS分别为0.24元/0.32元/0.39元，PE分别为30x/23x/19x，维持“买入”评级。



（七）怡亚通：流通领域整合的供应链龙头

公司与 100 余家世界 500 强及 2000 多家国内外著名企业达成战略合作关系，具有强大的资源整合能力和竞争优势。目前拥有 500 余家分支机构，业务领域覆盖 IT、通讯、医疗器械、快速消费品、汽车、化工、家电、服装、安防、传媒等行业，为思科、IBM、苹果、GE、飞利浦、英特尔等全球 100 余家世界 500 强及近 2000 多家国内外知名企业提供专业供应链服务。

怡亚通从 2009 年开始打造 380 平台，并在 2016 年进行生态圈战略升级。公司建设的 380 深度供应管理平台，将商流、物流、信息流和资金流整合在一起，直接将品牌商和各类销售终端连接，能够提高效率、降低库存和货损、大幅改善服务 KPI，具有变革性的替代作用。怡亚通 380 平台经历探索期和成长期，怡亚通供应链生态圈业务规模达到 1000 亿元，已成为中国最大的流通分销服务平台。

流通领域发生重大变革，流通链条二十年积淀，率先布局“线上+线下”新零售。2016 年流通领域的变化凸显了怡亚通的战略前瞻性，公司业务成长性更加鲜明，以 380 平台为核心的分销业务和围绕 380 平台展开的各项增值服务将相互促进，下一个十年公司将完成“千亿-万亿”的生态打造，规模提升话语权，强者愈强。公司现金流逐步改善，资本结构相对稳定，盈利能力和营运能力持续小幅提升。通过平台建设、资源整合带来的效率提升，将进一步提高公司的盈利能力。公司的成长性始终未变，放弃浮华，脚踏实地的打造国内快消品流通渠道的龙头。预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.25、0.32 和 0.41 元，PE 分别为 21x、15x 和 13x，维持“买入”评级。

图表57：重点标的盈利预测与估值

代码	公司	股价 元	总市值 亿元	EPS				PE				PB
				2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E	
002352.SZ	顺丰控股	35.56	1581	1.12	1.05	1.3	1.5	31.8	33.9	27.4	23.7	4.5
601111.SH	中国国航	8.31	1123	0.54	0.43	0.67	0.89	15.4	19.3	12.4	9.3	1.3
601006.SH	大秦铁路	7.97	1186	0.9	0.96	1.02	1.05	8.9	8.3	7.8	7.6	1.1
601333.SH	广深铁路	3.22	219	0.14	0.18	0.2	0.21	23.0	17.9	16.1	15.3	0.8
600009.SH	上海机场	49.78	958	1.91	2.22	2.45	2.66	26.1	22.4	20.3	18.7	3.5
002010.SZ	传化智联	7.22	238	0.14	0.24	0.32	0.39	51.6	30.1	22.6	18.5	2.0
002183.SZ	怡亚通	5.14	108	0.28	0.25	0.34	0.41	18.4	20.6	15.1	12.5	1.7

资料来源：wind，联讯证券

九、风险提示

（一）经济增速低于预期

交通运输行业和国民经济具有密切的联系，经济增速的变化将对行业带来巨大的影响，我们对每个子行业的预期当中都包含了对经济增速的预期假设。倘若经济增速低于预期，那么与当下经济增长关系密切的子行业需求将出现低于预期的结果，行业的供需将出现失衡乃至严重失衡的局面，企业盈利空间有所下降乃至亏损。

（二）政策推进速度低于预期

近年来，交通运输行业得益于政策的推出和落实，政策的推进速度将影响相关行业和企业的成长空间和增长速度。改革将赋予经济以更大的增长空间，并给交通运输行业



注入新的发展动力。我们对铁路等领域的改革寄予一定的期望，多数公司都会或多或少地受到改革的影响。倘若改革进程低于预期，行业和公司的发展将会在一定程度上受制于此，并低于预期。

（三）油价汇率因素异于预期

油价和汇率因素对行业影响相对较大，如果与预期相差较大，会带来业绩的较大不同。



分析师简介

王晓艳，2018年8月加入联讯证券，现任研究院交运行业首席分析师，证书编号：S0300518080001。

研究院销售团队

北京	周之音	010-66235704	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价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；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

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：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com