



2019 年 06 月 25 日

增持(维持)

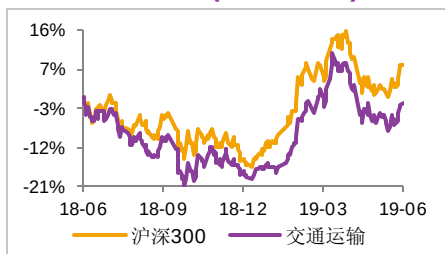
分析师：王晓艳

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

《【联讯交运周报】全球制造业略见低迷，择取稳健板块和个股》2019-06-10

《【联讯交运周报】外贸增长保持稳定，关注增长确定性板块》2019-06-17

《【联讯交运周报】贸易问题阶段性趋稳，快递旺季增长可期》2019-06-24

交通运输

【联讯交运】2019 年中期投资策略-积极把握确定性，适度点缀周期性

投资要点

✧ 调结构、降成本、促消费、提升服务质量依旧是趋势

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。交通运输体系将继续通过优化运输结构，包括完善国家物流枢纽网络建设、加快实施铁路运能提升、公路货运治理、水运系统升级、多式联运提速等六大行动，逐步建立与高质量发展相匹配的交通物流服务体系，物流服务实体经济的能力显著增强。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，从结构性、制度性、技术性等方面不断突破。交通运输行业将继续增强优势，满足经济发展的需求，调结构、降成本、促消费，提高服务能力，提升服务质量，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

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，物流行业的综合服务水平不断提升。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。随着消费成为经济发展第一驱动力，高层次的物流服务需求将日益增多，物流行业的服务能力、服务品质也将进一步提升，具有战略眼光、技术先进、模式创新、竞争力强大的物流服务提供商已经开始在这一过程暂露头脚，成为各自领域的头部企业，并继续推动量身打造的发展战略落地，未来将获得更好的发展空间。

✧ 运行大背景或将趋稳，积极把握确定性，适度点缀周期性

2019 年下半年，交通运输行业仍在整体不确定性较大的环境中运行，不过局面比上半年相对趋稳。虽然全球主要经济发达地区的经济增速下行风险加大，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。然而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、分化发展、优化完善、功能升级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）、上海机场（600009）、传化智联（002010）。

✧ 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、全球经济增速继续下滑，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，外贸稳定发展存在坚实基础	6
（三）货运供需整体宽松，降成本依旧是大势所趋	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，物流行业继续分化成长	12
（一）物流行业景气度整体持平，打造高效供应链体系	12
（二）快递业务量保持快速增长，终端单票收入继续磨底	14
三、航空供需继续改善，机场进入盈利提升阶段	17
（一）航空供需继续改善，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，港口主题投资仍在进行	22
（一）航运供需平衡面临一定压力，磨底尚需时间	22
（二）港口行业盈利修复，自贸主题仍在发酵	25
五、陆路运输格局逐步优化，铁路运输量价齐升	26
（一）铁路运输优势显现，货运量增速继续保持	26
（二）铁路客运持续增长，动车组运量比重持续攀升	27
六、投资建议	29
（一）顺丰控股：快递行业龙头，倾力打造物流综合服务商	31
（二）中国国航：资源优势显著，供需变化提升主业盈利能力	31
（三）大秦铁路：经营稳健，优质的战略投资标的	31
（四）上海机场：区位优势显著，非航业务发展空间巨大	32
（五）白云机场：不利因素消除，新的上升周期到来	32
（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	33
七、风险提示	34
（一）经济增速低于预期	34
（二）政策推进速度低于预期	34
（三）油价汇率因素异于预期	34

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: 交通运输行业固定资产投资增速.....	9
图表 12: 交通运输行业货运量增长趋势.....	10
图表 13: 人民币汇率-兑美元.....	11
图表 14: 原油价格走势.....	11
图表 15: 航油价格走势.....	11
图表 16: 物流景气指数.....	12
图表 17: 物流景气指数变化.....	12
图表 18: 全社会物流总额.....	13
图表 19: 中国仓储指数.....	13
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.....	14
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.....	15
图表 24: 终端单票收入变化趋势.....	15
图表 25: 快递分类型结构.....	15
图表 26: 快递分区域业务量.....	16
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.....	17
图表 29: 民航分航线总周转量.....	18
图表 30: 民航分航线旅客运输量.....	18
图表 31: 民航正班客座率.....	18
图表 32: 民航分航线票价指数.....	19
图表 33: 中国主要机场旅客吞吐量增速 1.....	20
图表 34: 中国主要机场旅客吞吐量增速 2.....	20
图表 35: 中国主要机场飞机起降架次增速 1.....	20
图表 36: 中国主要机场飞机起降架次增速 2.....	21
图表 37: 中国主要机场货邮吞吐量增速 1.....	21
图表 38: 中国主要机场货邮吞吐量增速 2.....	21
图表 39: BDI 干散货运输指数走势.....	23
图表 40: 中国沿海干散货运输指数走势.....	23
图表 41: 海岬型船铁矿石运费走势.....	23
图表 42: 中国出口集装箱运价指数走势.....	24
图表 43: 中国出口集装箱运价指数走势.....	24
图表 44: 全球集装箱船运力变化趋势.....	24
图表 45: BDI 原油/成品油运输指数走势.....	25
图表 46: 沿海主要港口吞吐量.....	25



图表 47: 沿海主要港口集装箱吞吐量	26
图表 48: 铁路货运量增速.....	26
图表 49: 大秦线煤炭运量.....	27
图表 50: 铁路客运量增速.....	28
图表 51: 高铁客运量及其占比.....	28
图表 52: 板块历史估值水平	29
图表 53: 市盈率（整体法）	30
图表 54: 成分区间涨跌幅.....	30
图表 55: 重点标的盈利预测与估值.....	34

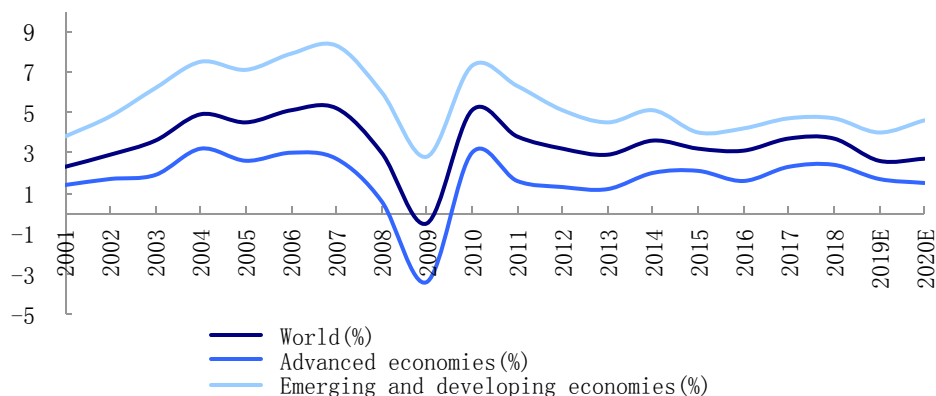


一、全球经济增速继续下滑，货运整体供需宽松

（一）全球经济增速下滑，贸易需求减缓

根据世界银行 6 月份最新的预测，2019 年、2020 年全球经济增速分别为 2.6% 和 2.7%，比今年 1 月份的预测值分别下调 0.3 和 0.1 个百分点。其中，发达经济体 2019 年经济增速预计放缓至 1.7%，2020 年将进一步降至 1.5%；新兴市场和发展中经济体 2019 年经济增速预计下滑至 4%，但 2020 年有望回升至 4.6%。受到贸易紧张局势、金融压力等因素的影响，全球经济增长仍然面临重大下行风险，一些主要经济体经济增速降幅或将超出预期。

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



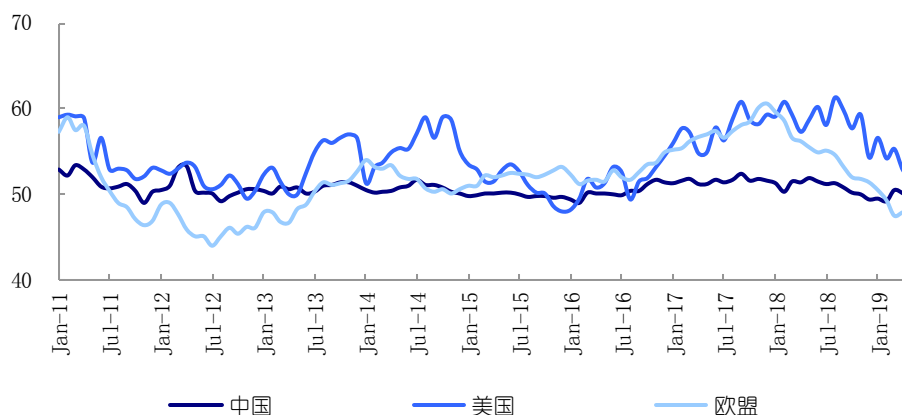
资料来源：联讯证券，wind

2019 年 1-5 月份，美国、欧元区、中国制造业采购经理人指数（PMI）大部分保持回落态势，目前已经处在经济荣枯的分水岭，特别是欧元区已经回落到分水岭之下，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，预测 70% 的全球经济体增速将会下降。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，



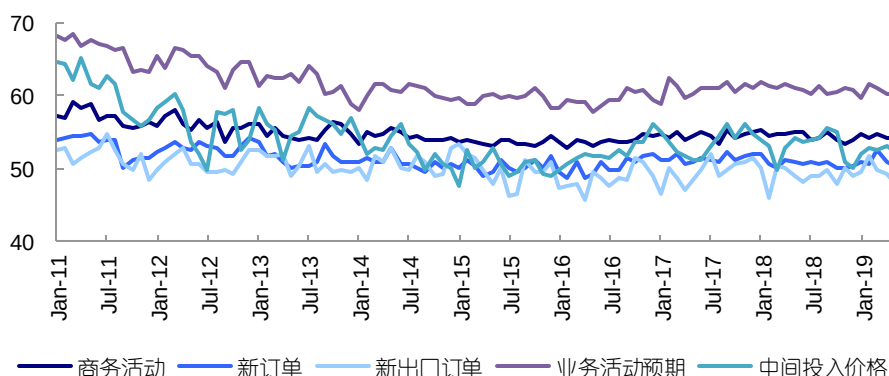
导致国际贸易增速较 2018 年进一步降低，达到 2.6%，国际贸易逐步减缓，为 2008 年全球金融危机以来最低增速。

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，外贸稳定发展存在坚实基础

2019 年 1-5 月，我国货物贸易进出口总值 12.1 万亿元人民币，同比增长 4.1%。其中，出口 6.5 万亿元，增长 6.1%；进口 5.6 万亿元，增长 1.8%；贸易顺差 8933.6 亿元，扩大 45%。

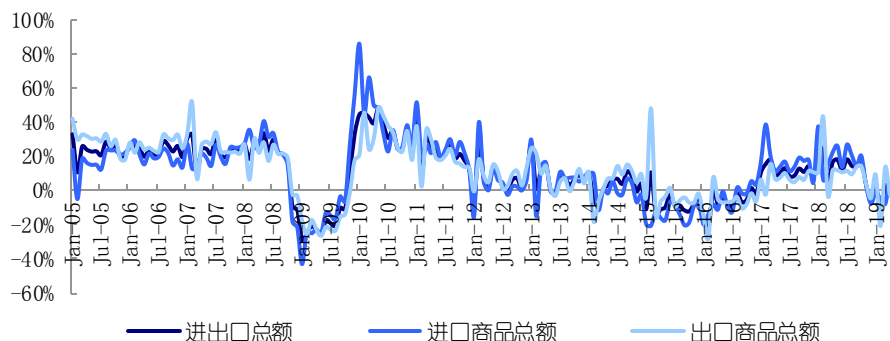
分地区来看，我国对欧盟、东盟和日本等主要市场进出口增长，不过主要贸易伙伴持续分化，欧盟仍然是我国第一大贸易伙伴，东盟已超越美国成为我国第二大贸易伙伴，对“一带一路”沿线国家进出口增速高于整体。受中美贸易摩擦影响，我国对美贸易持续下滑，美国已下降为我国的第三大贸易伙伴，进出口贸易总值均呈现负增长。

分商品来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力。前 5 月我国机电产品出口 3.8 万亿元，增长 5.1%，占出口总值的 58.4%。其中，我国电器及电子产品出口 1.7 万亿元，增长 6.3%；机械设备 1.14 万亿元，增长 4.1%。七大类劳动密集型产品合



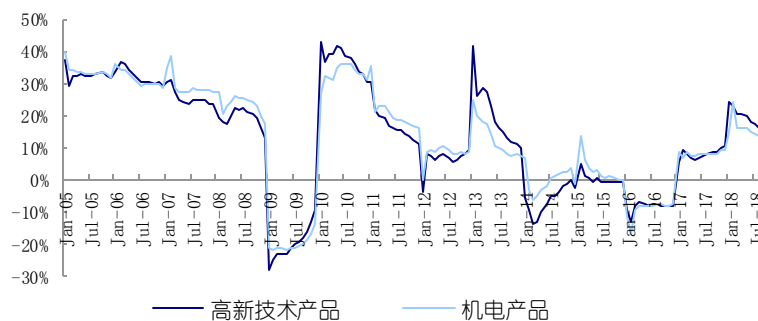
计出口 1.21 万亿元，增长 7.2%，占出口总值的 18.6%。此外，原油、成品油和天然气等大宗商品进口量继续提升，不过进口价格均有不同幅度的上涨。

图表5： 中国进出口状况



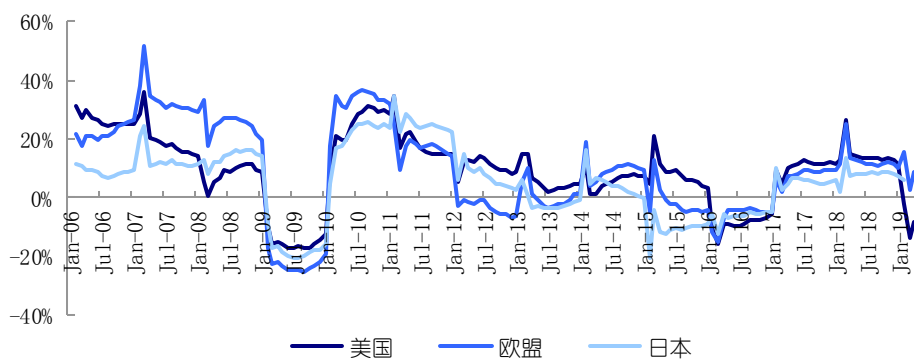
资料来源：联讯证券，wind

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

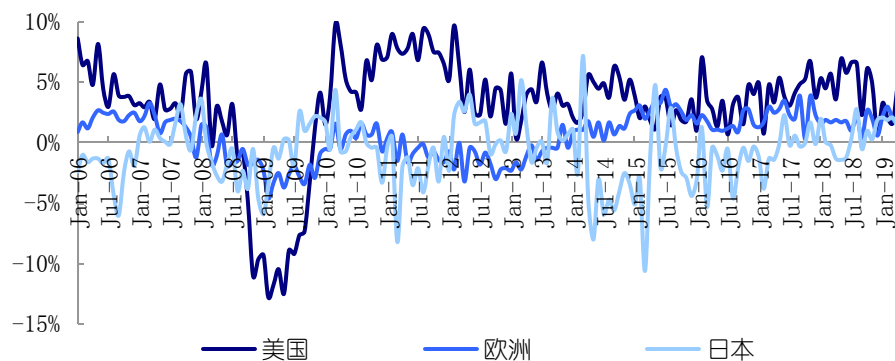
图表7： 中国对美欧日地区出口额累计增长情况



资料来源：联讯证券，wind

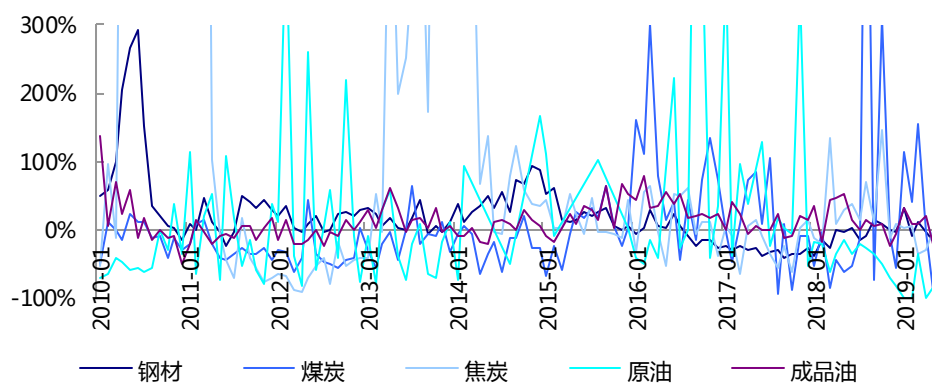


图表8： 欧美日消费增长情况



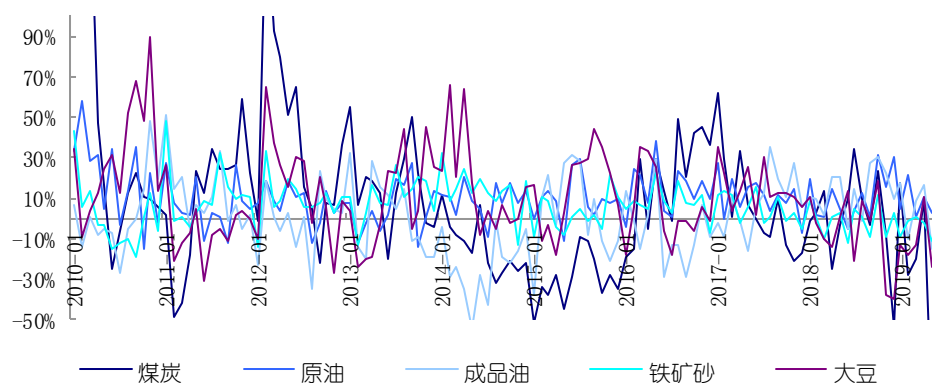
资料来源：联讯证券，wind

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

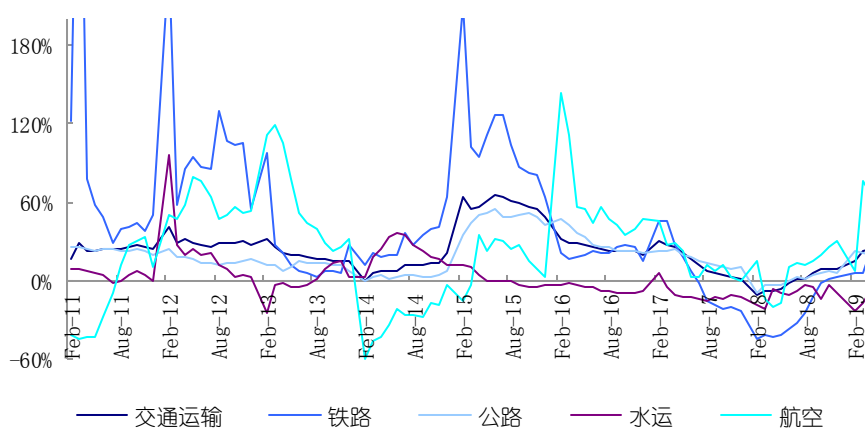


从 2019 年 1-5 月的数据来看，我国外贸延续平稳增长发展态势。虽然世界经济增长和国际贸易有所放缓，不过我国经济稳中向好、长期向好的大趋势没有改变，经济韧性强、潜力大、后劲足的基本面没有改变，经济发展新动能逐步壮大，外贸稳定发展存在坚实的基础。

（三）货运供需整体宽松，降成本依旧是大势所趋

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、航空等增速继续保持增长，预计 2019 年下半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。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，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。

图表11： 交通运输行业固定资产投资增速

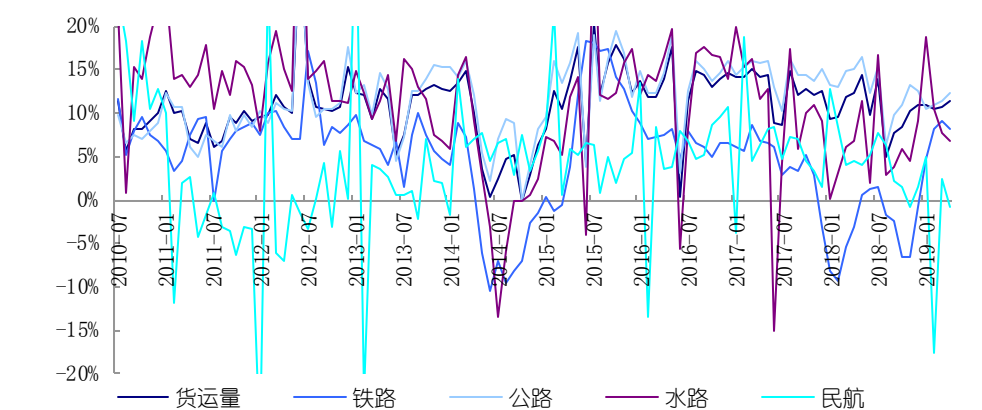


资料来源：联讯证券，wind

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。交通运输领域将进一步推动建设高品质的综合立体交通网络，完善“十纵十横”综合运输大通道，推进国家物流枢纽建设，推进约 20 个综合客运枢纽和约 30 个货运枢纽建设，完善港口枢纽集疏运体系；加快形成高效率的综合运输服务体系，提高大宗货物铁路、水路运输量，深入实施多式联运示范工程。实现运输结构更优、运输效率更高、物流营商环境更好、物流链上下游衔接更畅，逐步建立与高质量发展相匹配的交通物流服务体系，物流服务实体经济的能力显著增强。



图表12： 交通运输行业货运量增长趋势



资料来源：联讯证券，wind

降成本依旧是行业要务。5月17日，发改委、工信部、财政部、人民银行联合发布了《关于做好2019年降成本重点工作的通知》，《通知》表示，将继续推动大规模减税和降费、加大金融对实体经济的支持力度、持续降低制度性交易成本、明显降低企业社保缴费负担、继续降低用能用地成本、推进物流降本增效、提高资金周转效率、支持企业内部挖潜。其中包括，取消或降低一批公路、铁路、民航、港口收费；下浮铁路货物执行运价，将降低增值税税率的实惠传导至下游企业；进一步清理规范铁路货运杂费及铁路专用线等收费；减并港口收费项目，降低港口设施保安费、货物港务费等收费标准。交通运输部研究制定了降低交通运输物流成本工作方案，通过四大举措进一步降低物流成本，巩固并扩大交通运输降低物流成本成果。近3年来，可量化措施降低物流成本分别为558亿元、882亿元、981亿元。通过综合施策，预计2019年降低物流成本1209亿元。

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，我国将继续发展多式联运，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

2019年截至6月14日，布油均价约66美元/桶，较去年同期下降6%。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年布油均价在60美元/桶上下波动。

2019年5月起，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1.15%。尽管中国经济增速放缓、中美贸易摩擦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



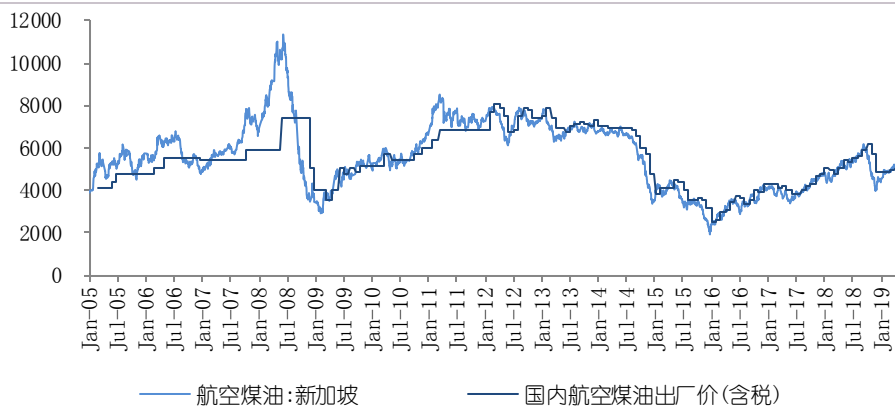
资料来源: 联讯证券, wind

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



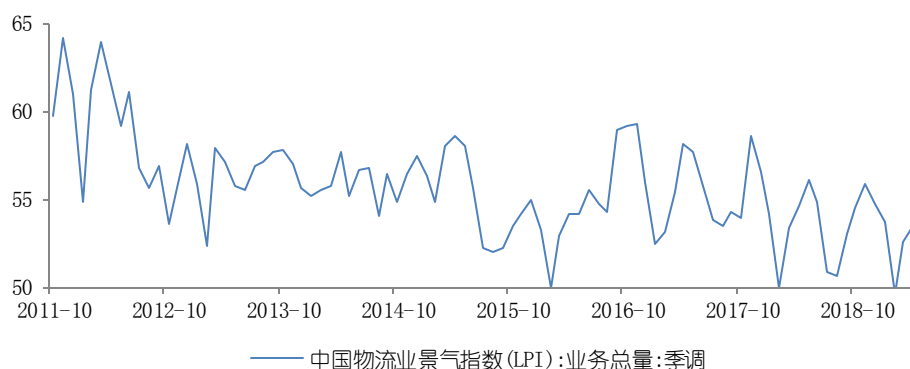
大，外向型行业或将回落。交通运输行业将继续满足经济发展的需求，调结构，降成本，促消费，各细分子行业呈现不同的景气度。

二、消费升级赋予动力，物流行业继续分化成长

（一）物流行业景气度整体持平，打造高效供应链体系

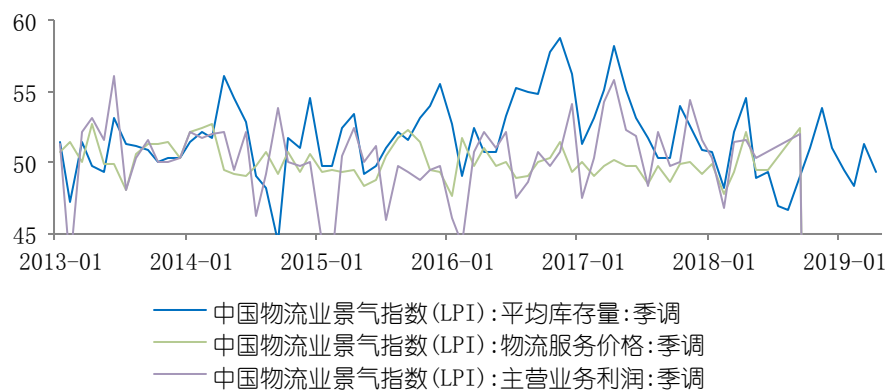
2019年5月份中国物流业景气指数为52.8%，中国仓储指数为52.8%，物流业务活动继续保持活跃，物流规模增势趋稳。随着经济发展，我国经济增长结构开始发生转变，消费取代投资成为中国经济增长的第一驱动力，今年我国消费市场规模保持平稳增长，消费结构不断升级，1季度，最终消费支出对经济增长的贡献率达到65%，继续保持了我国经济增长第一动力的地位。预计全年消费市场将继续保持平稳向好、稳中回升的态势，未来零售行业将继续朝着消费者极致化的体验和个性化的消费两个主要方面延伸发展，物流行业也将继续围绕这一目标提前布局。

图表16： 物流景气指数



资料来源：联讯证券，wind

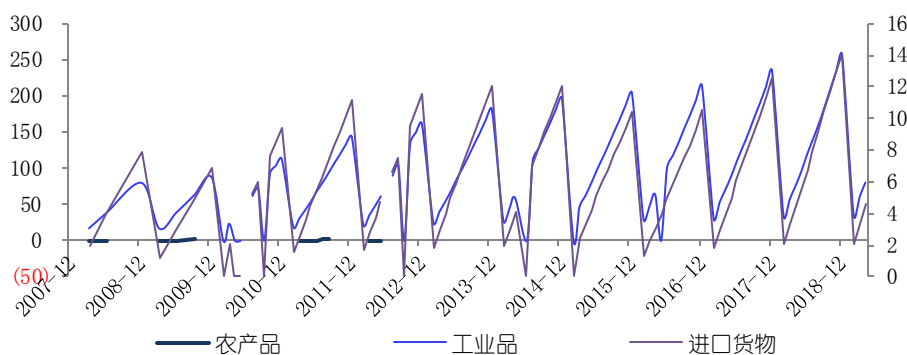
图表17： 物流景气指数变化



资料来源：联讯证券，wind

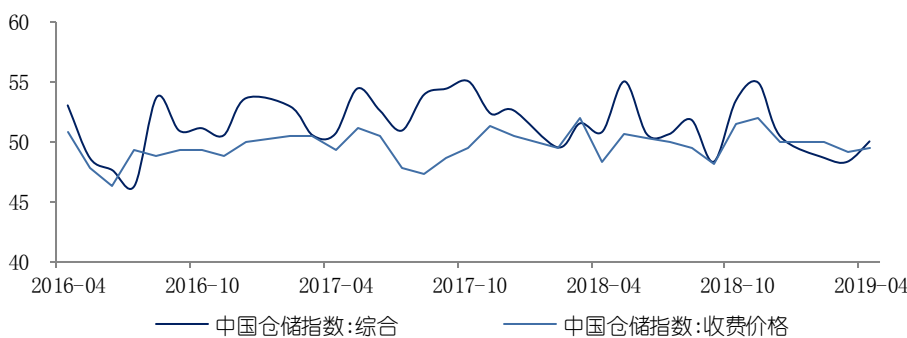


图表18: 全社会物流总额



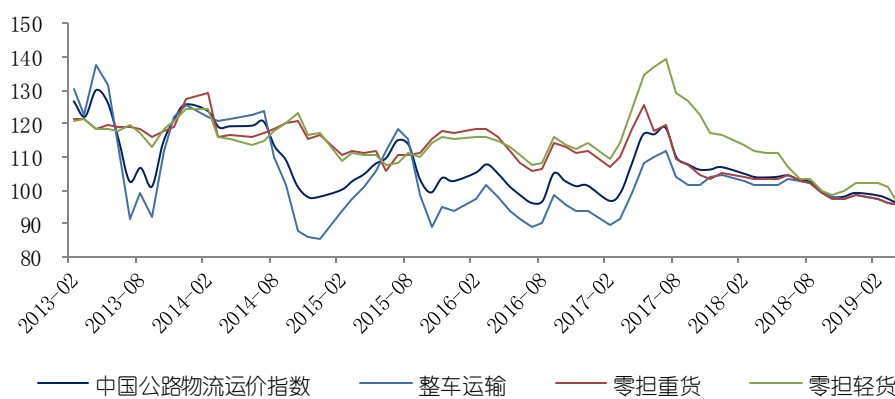
资料来源: 联讯证券, wind

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

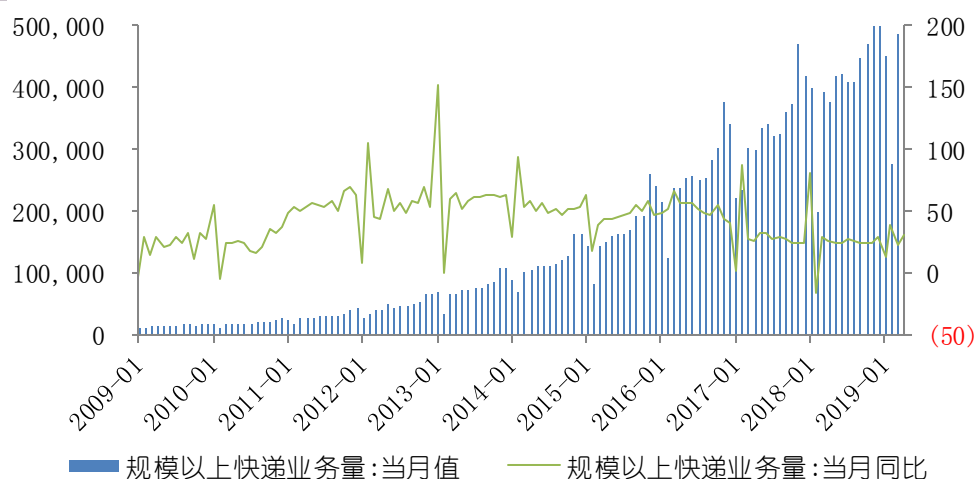


（二）快递业务量保持快速增长，终端单票收入继续磨底

1-5 月份，全国快递服务企业业务量累计完成 223 亿件，同比增长 24.9%；业务收入累计完成 2753.6 亿元，同比增长 23.1%。5 月份，全国快递服务企业业务量完成 52.3 亿件，同比增长 25.2%；业务收入完成 618.1 亿元，同比增长 24.2%。

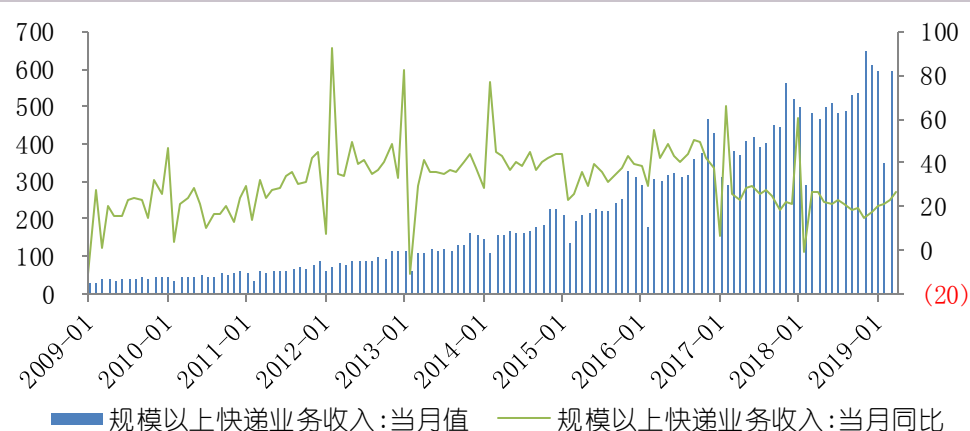
分类型来看，其中，同城业务量累计完成 41.3 亿件，同比增长 0.6%；异地业务量累计完成 176.5 亿件，同比增长 32.7%；国际/港澳台业务量累计完成 5.1 亿件，同比增长 17.3%。同城、异地、国际/港澳台快递业务量分别占全部快递业务量的 18.5%、79.2% 和 2.3%，业务收入分别占全部快递收入的 10.5%、52.3% 和 10.1%。今年快递终端的单票价格同比继续下降，环比也略有下降。以“拼多多”为代表的新的商业模式目前仍然处于价低量大的增长阶段。除了 2019 年 1 月份，2-5 月份，快递行业剔除其他收入的单票收入均呈现下降态势，降幅分别为-17.79%、-4.96%、-7.34%和-5.95%，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

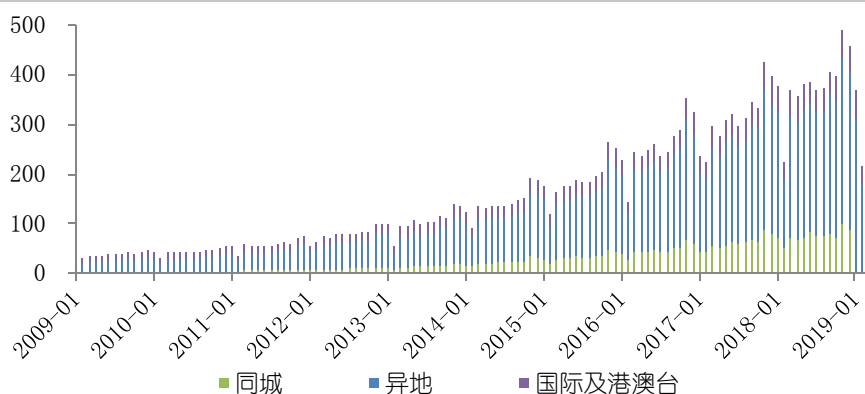
图表22： 规模以上快递业务收入及其增速



资料来源：联讯证券，wind

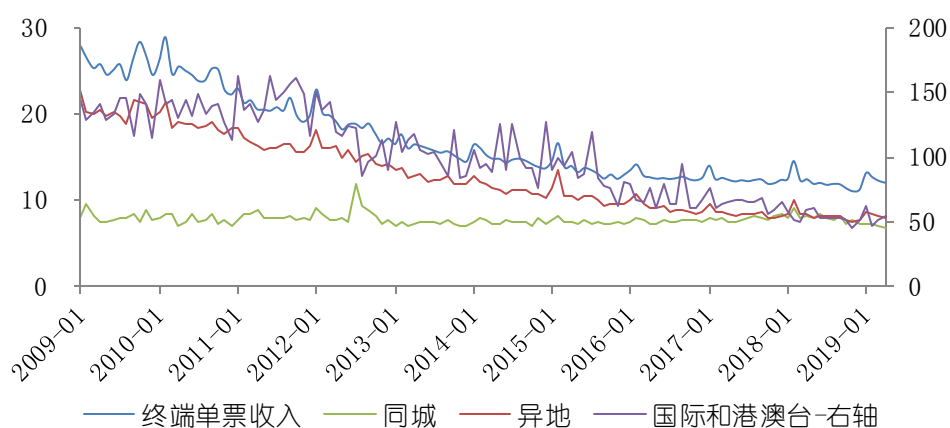


图表23: 快递分类型增长趋势



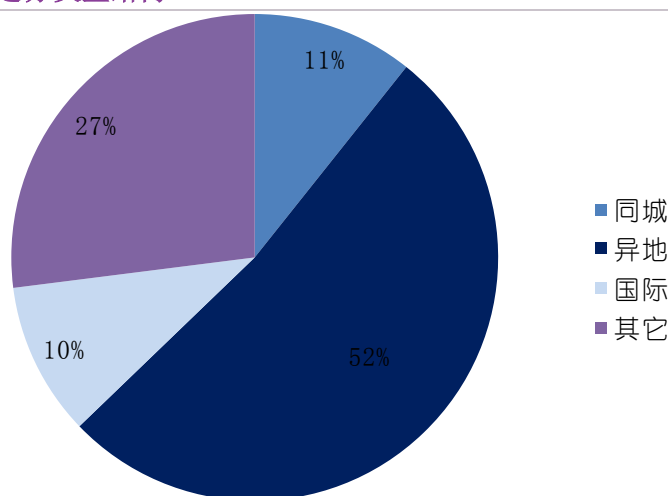
资料来源: 联讯证券, wind

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



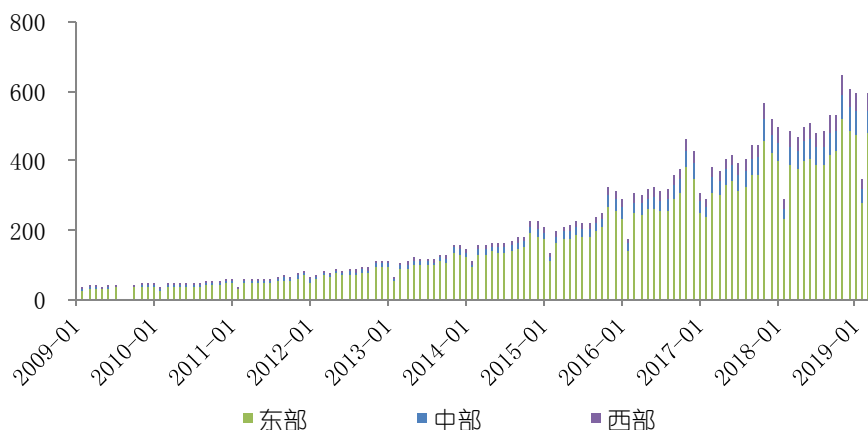
资料来源: 联讯证券, wind



电商继续向农村渗透，中部地区竞争压力凸显。分区域来看，1-5 月份，东、中、西部地区快递业务量比重分别为 80%、12.6%和 7.4%，业务收入比重分别为 80.5%、11.1%和 8.4%，中部地区继续提升。当下农村消费环境持续改善，电商等新兴业态不断向低线城市、乡村地区下沉，这些地区的消费潜力持续释放，消费品零售额增速更快。目前，快递服务乡镇覆盖率已经达到 92.6%，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，今年连续五个月同比持续为负增长，且降幅普遍在 5%以上。相比较而言，东部地区和西部地区则有增有降，竞争相对缓和。

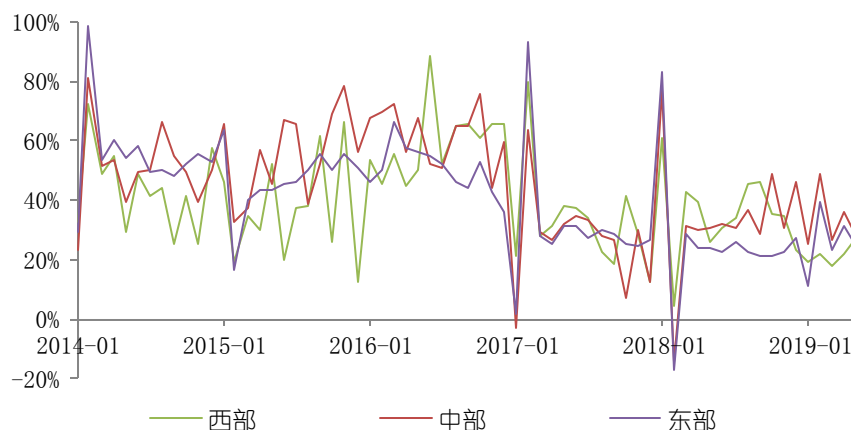
快递服务质量继续提高，客户满意度小幅提升。行业服务水平不断提升。在过去几年内，快递企业在网络布局、基础设施的投入陆续到位后，一直在加强用户体验，提升服务质量，今年 2 月以来，服务质量指数持续增长，连续九个月高于发展规模指数增速，成为推动快递发展指数提升的重要原因。服务质量的提升将成为快递企业长远发展的保障。

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



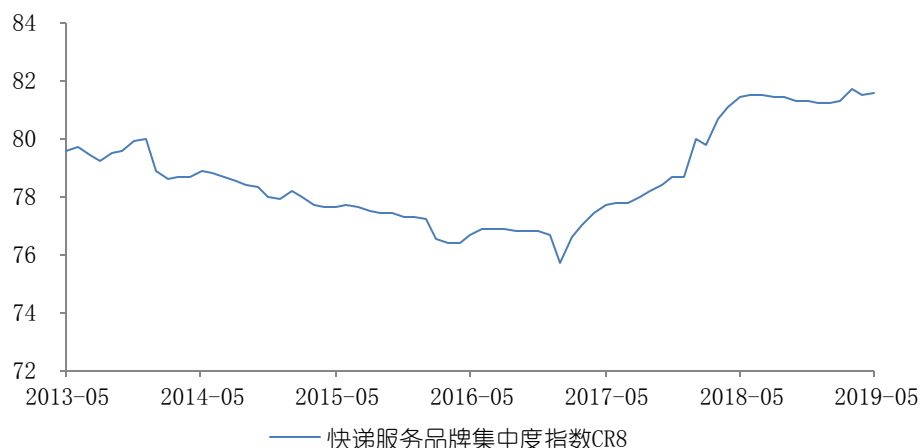
资料来源：联讯证券，wind

1-5 月，快递与包裹服务品牌集中度指数 CR8 为 81.6。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，部分二线、三线快递公司陆续退出，头部企业的增速高于行业平均增速，服务质量也领先同行，市场份额继续向头部企业集中，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 25% 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，头部企业的竞争格局还在变化之中，然而寻找龙头依旧是要务所在，龙头依旧是 2019 年下半年重点关注的领域。

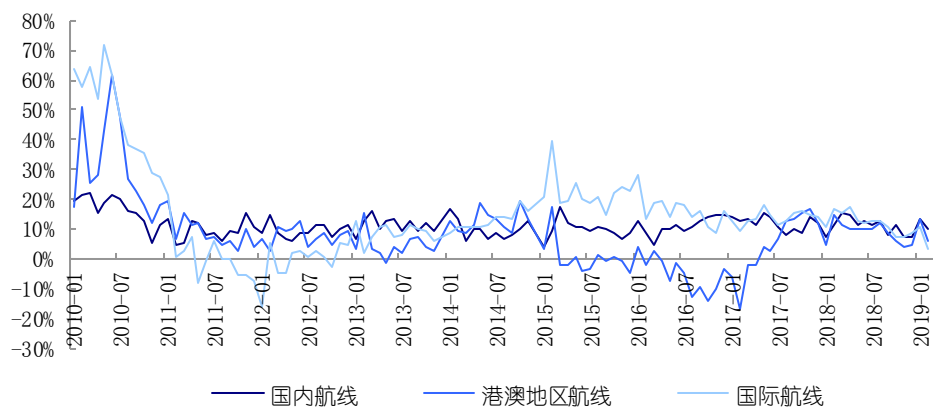
三、航空供需继续改善，机场进入盈利提升阶段

（一）航空供需继续改善，收益水平有望提升

2019 年 1-5 月，行业共完成运输总周转量 522.1 亿吨公里，同比增长 7.4%；从航线结构看，国内、国际航线分别完成 336.8 亿吨公里、185.3 亿吨公里，同比分别增长 7.7%、6.9%。1-5 月，全国民航共完成旅客运输量 2.68 亿人，同比增长 8.5%。从航线结构看，国内、国际航线分别完成 2.38 亿人和 3020.7 万人，同比分别增长 7.6%、16.5%。1-5 月，全行业共完成货邮运输量 290.4 万吨，同比下降 1.4%，从航线结构看，国内、国际航线分别完成 195.5 万吨和 94.9 万吨，同比分别下降 1.5% 和 1.1%。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，2019 年 1-5 月行业客座率维持在 80% 以上，行业供需匹配向好。

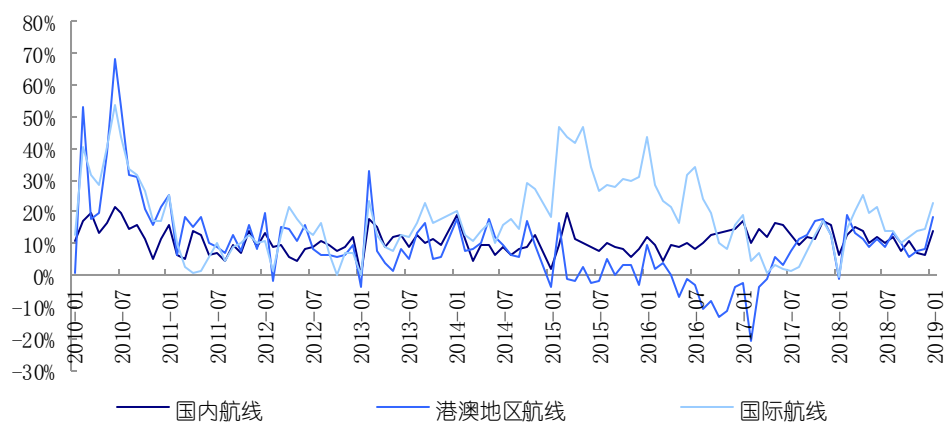


图表29： 民航分航线总周转量



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

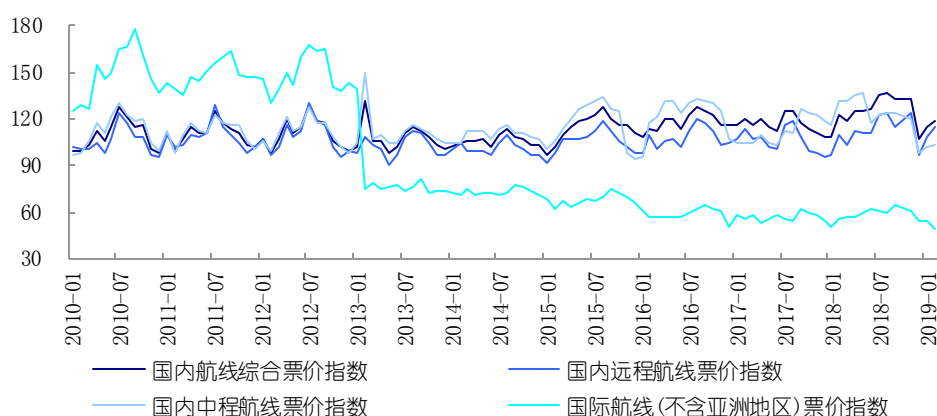
图表31： 民航正班客座率量



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

2019年3月31日起到10月26日，中国民航将执行2019年夏秋航季航班计划。新的夏秋航季共有大约200家国内外航空公司每周安排客货航班计划97249余班，同比增长9.38%，其中国际航线（不含港澳台）同比增速要略高国内航线，特别是国内航空公司的国际航线航班增速要大于15%。不过，国内航班的增速大约9.12%，要低于整体水平，预计全年民航运输的需求增速仍然可以达到10%左右，行业整体继续呈现供需整体平衡略微偏紧的态势。

此外，波音737-8事件尚未完全解决，6月分，美国联邦航空局(FAA)发布通知，部分737-700/800/900(737NG)和737-8/-9(737MAX)飞机的前缘缝翼滑轨存在制造质量问题，可能导致全球合计312架波音737 NG和MAX系列客机出现问题，敦促各航空运营商自行检查各自飞机并及时更换问题部件。民航局也6月11日发布了适航指令，要求国内航空公司在规定时间内对受影响的飞机主缝翼滑轨组件进行检查、报告、更换和退返，在飞机恢复运行前，有关的安全问题必须得到相应的解决。目前国内在运营的MAX飞机共有96架737-8，占比国内机队总量3%，订单还有423架，在一定程度上将令当下平衡略微偏紧的态势进一步小幅加紧。

自从2017年底以来，民航时刻全面收紧，航空供给增速始终处于较低水平，特别是一线机场的时刻管控力度更大，预计航空公司在一线机场之间的优质航线的价格弹性将进一步加大，盈利能力继续提升。关注中国国航、南方航空和东方航空的投资机会。

（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

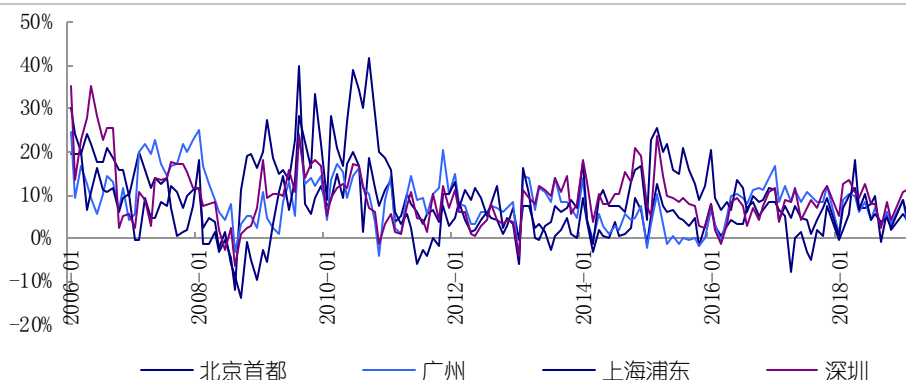
受到机场产能瓶颈和空域限制，2017年主要枢纽机场的业务量增速都呈现下滑趋势，这一趋势也继续延续到2018年，并且随着时刻资源的紧缺更加凸显。18年5月白云机场T2航站楼投入使用、2018年10月上海虹桥机场T1航站楼改造完成投入使用以及预计2019年上海浦东机场卫星厅、北京大兴国际机场的建成使用将进一步提升枢纽机场的能力，新设施的投入使用也将释放资本开支的压力。

2019夏秋航季，前十大机场中，京沪地区的新增航班数量非常少，首都国际机场、上海浦东机场和上海虹桥机场增速分别只有0.43%、1.45%和-0.12%。相对而言，广州白云机场、深圳宝安机场增速分别为7.46%和5.76%，特别是国际航班增速分别达到了14%和25%，成都、西安、重庆等中西部地区的枢纽机场的国际航班增速都在20%以上。枢纽机场新的设施投入使用之后，带来一定程度的产能释放，2019年夏秋航季的航班增



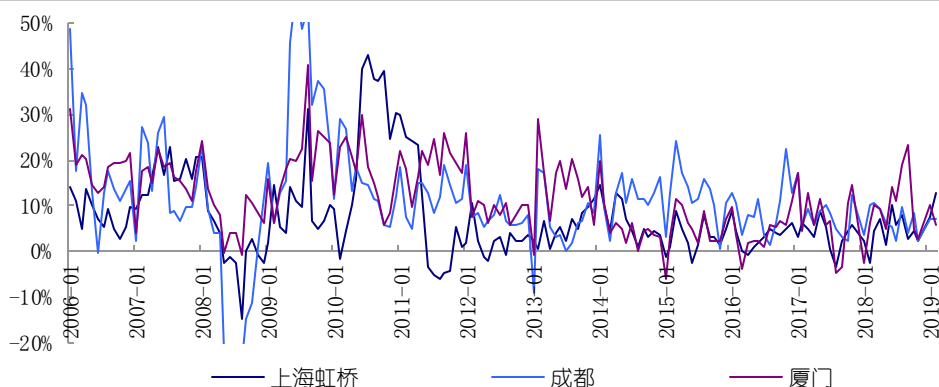
速较 2018 年夏秋航季和冬春航季均有所放大。在民航客流量保持 10%左右增速的背景下，国内主要枢纽机场有望继续保持 5%做的增速。

图表33: 中国主要机场旅客吞吐量增速 1



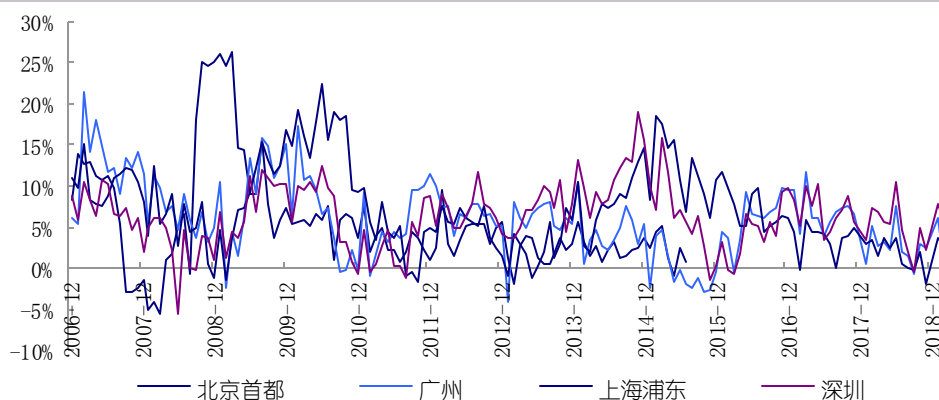
资料来源: 联讯证券, WIND

图表34: 中国主要机场旅客吞吐量增速 2



资料来源: 联讯证券, WIND

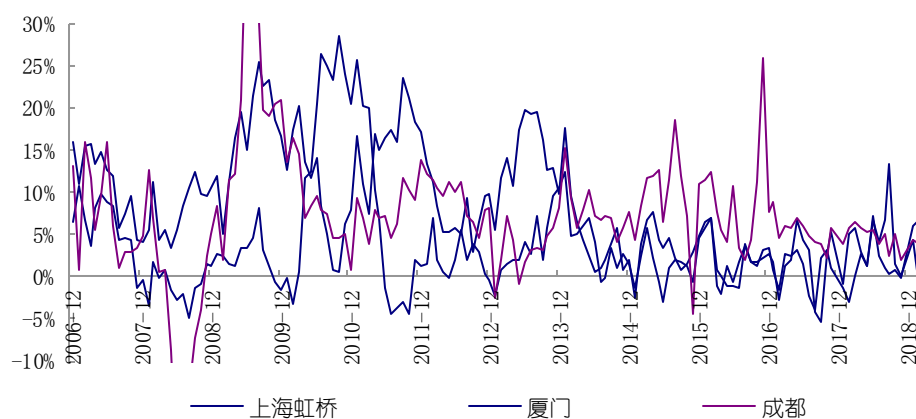
图表35: 中国主要机场飞机起降架次增速 1



资料来源: 联讯证券, WIND

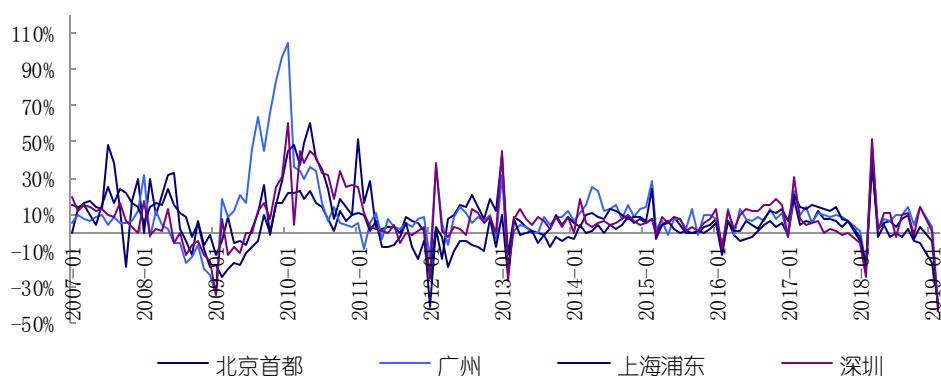


图表36： 中国主要机场飞机起降架次增速 2



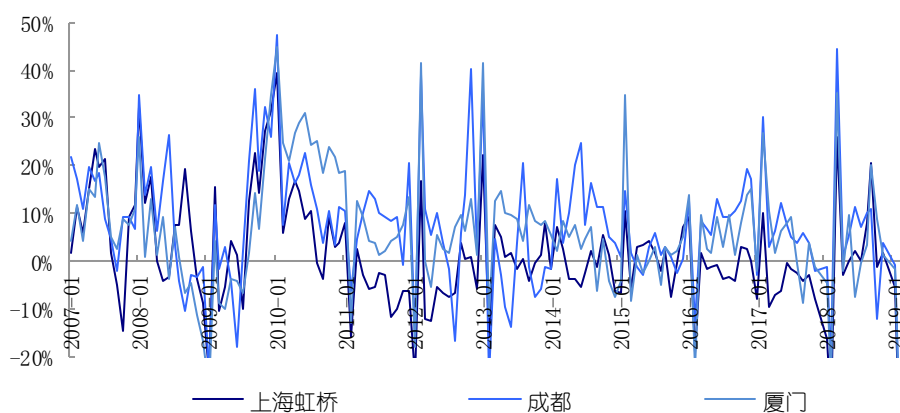
资料来源：联讯证券，WIND

图表37： 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38： 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，推荐上海机场和白云机场。

四、航运供需趋于改善，港口主题投资仍在进行

（一）航运供需平衡面临一定压力，磨底尚需时间

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，全球集装箱运输量增速约为 4.5%，2019 年这一状况继续加剧。由于贸易争端反复，国际贸易形势面临较高的不确定性，欧元区经济也相对低迷，总体运输需求呈现出增长乏力的态势，预计 2019 年主干航线集装箱运输量将继续低速增长，增速为 1.8%。根据克拉克森统计，2019 年新船交付量约为 106.1 万 TEU，截至年底全球集装箱船队运力将达 2308.0 万 TEU，同比增长 4.8%，船舶大型化趋势明显。如果考虑船舶拆解量和推迟交付，2019 年全球船队运力为 2270.6 万 TEU，同比增长 3.1%，集运市场供求平衡面临一定压力。

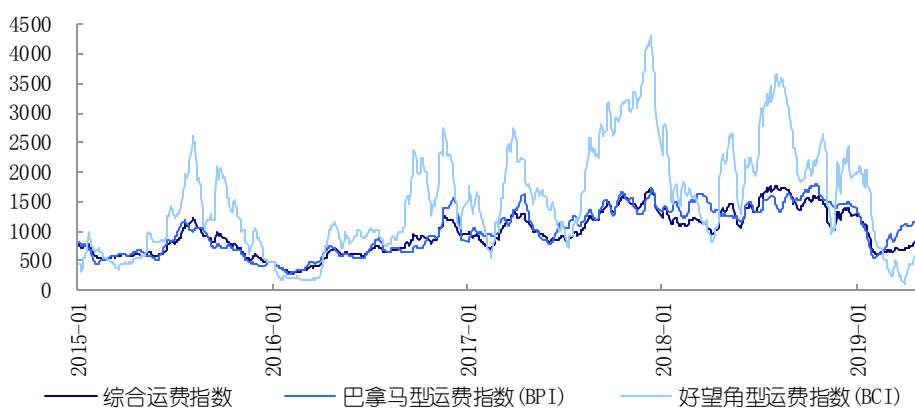
2018 年国际干散货海运量增速由 2017 年的 4.1%下降到 2.3%，远东地区铁矿石需求触顶，中美贸易摩擦影响到中国大豆进口增幅，大豆贸易格局生变。根据克拉克森统计，预计 2019 年，全球干散货海运贸易量为 53.3 亿吨，同比增长 2.3%，运力继续维持低速增长，运力增速为 2.8%，比运量增速稍高。不过，2020 年 1 月 1 日起施行的 IMO 限硫令将对 2019 年运力供给影响带来很大的不确定性，干散货行业供需有望呈现趋于平衡的状态。

根据克拉克森统计，预计 2019 年，全球石油海运量总体同比增长 2.3%。原油轮船队约 3.86 亿 DWT，同比增长 4%，其中 VLCC 约 2.28 亿 DWT，增长 5%。油运行业供给仍然相对过剩。

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。

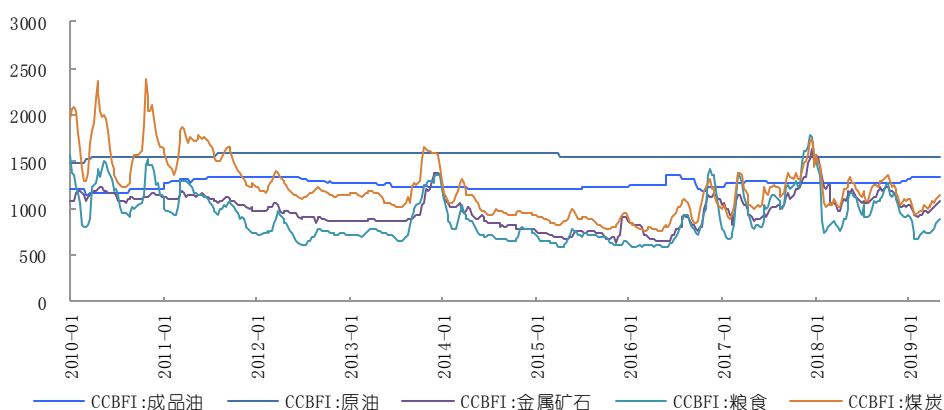


图表39: BDI 干散货运输指数走势



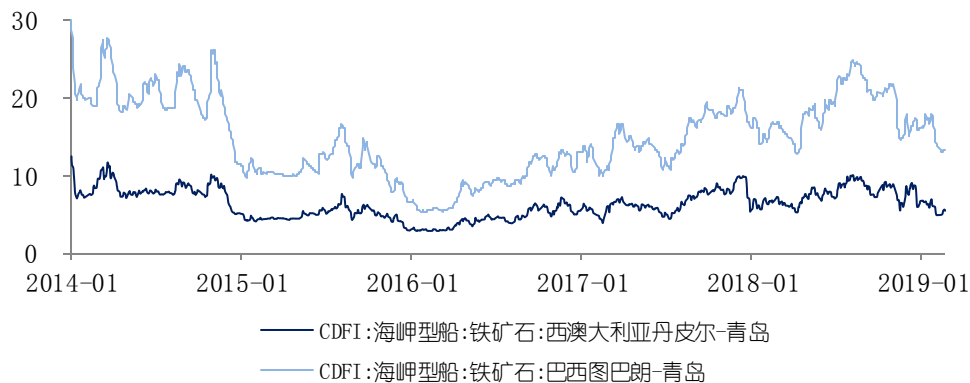
资料来源: 联讯证券, WIND

图表40: 中国沿海干散货运输指数走势



资料来源: 联讯证券, WIND

图表41: 海岬型船铁矿石运费走势



资料来源: 联讯证券, WIND

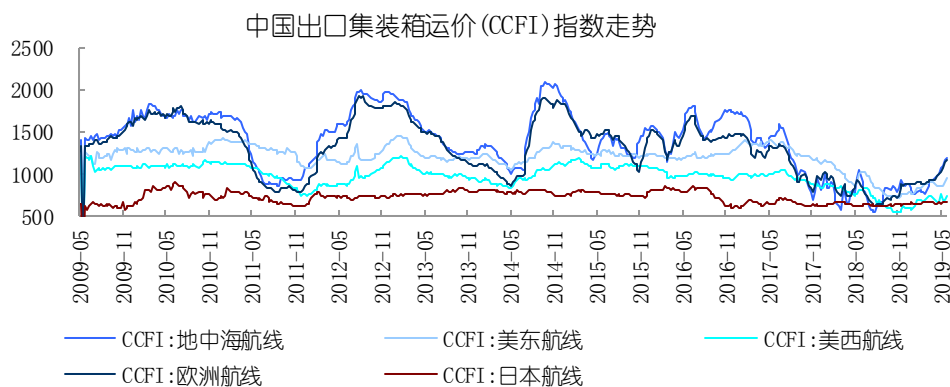


图表42: 中国出口集装箱运价指数走势



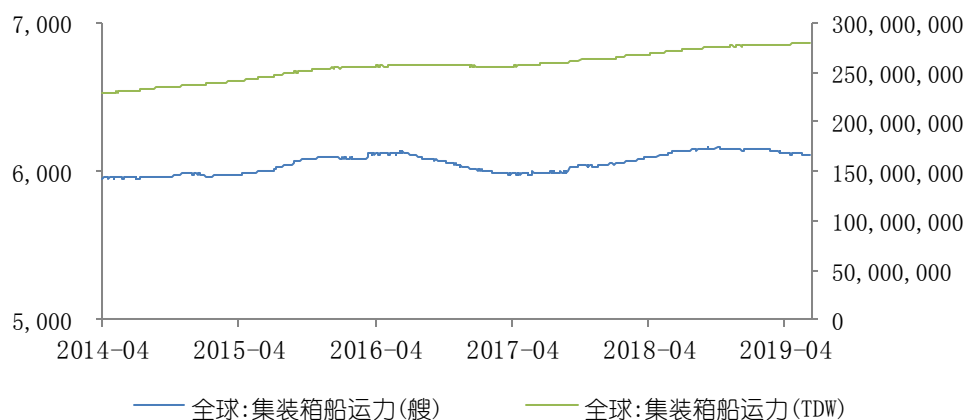
资料来源: 联讯证券, WIND

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: 全球集装箱船运力变化趋势



资料来源: 联讯证券, WIND



图表45: BDI 原油/成品油运输指数走势

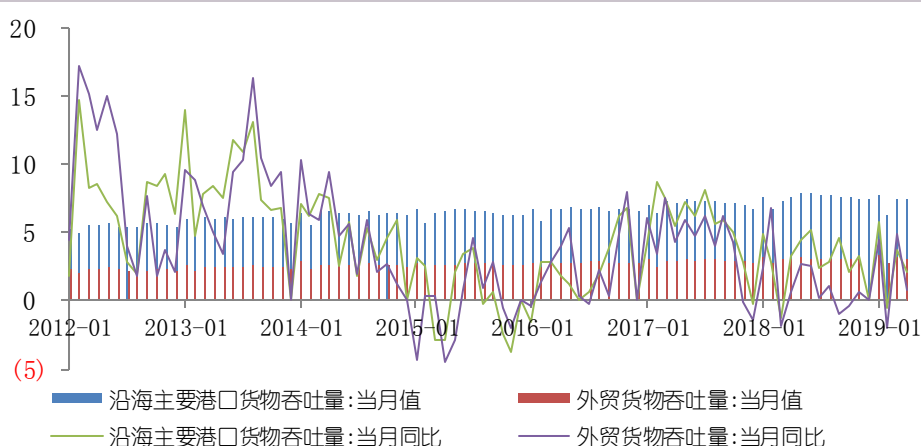


资料来源: 联讯证券, WIND

(二) 港口行业盈利修复, 自贸主题仍在发酵

2019年1-5月, 全国港口完成货物吞吐量55.0亿吨, 比去年同期增长6.7%, 其中, 外贸货物吞吐量17.5亿吨, 比去年同期增长2.3%; 完成集装箱吞吐量10467万标准集装箱, 比去年同期增长5.2%。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, 关注核心区域龙头以及陆路运输格局的优化调整带来增量显著的港口, 例如上港集团、日照港。

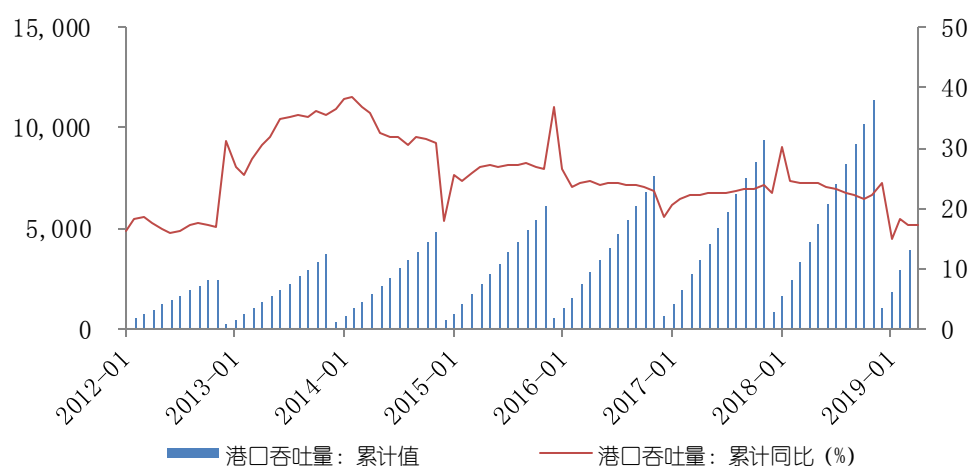
图表46: 沿海主要港口吞吐量



资料来源: 联讯证券, WIND



图表47：沿海主要港口集装箱吞吐量



资料来源：联讯证券，WIND

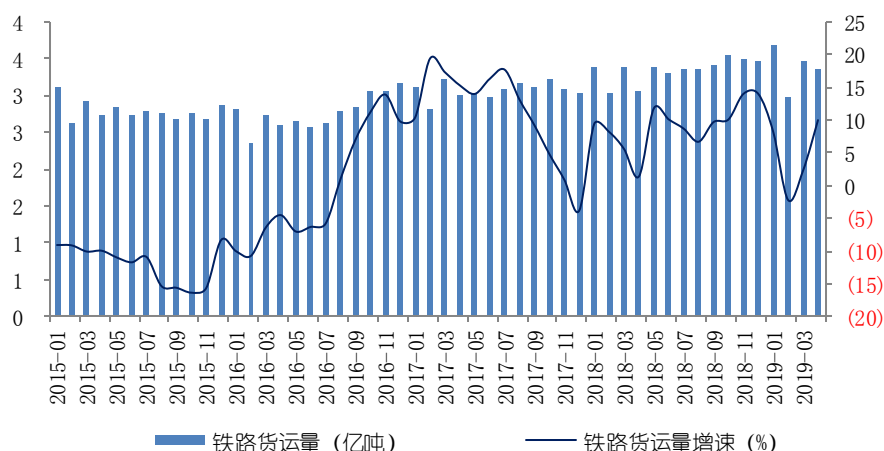
五、陆路运输格局逐步优化，铁路运输量价齐升

（一）铁路运输优势显现，货运量增速继续保持

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。2019 年 1-5 月，国家铁路货物发送量累计完成 13.53 亿吨，同比增加 4.9%。

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。

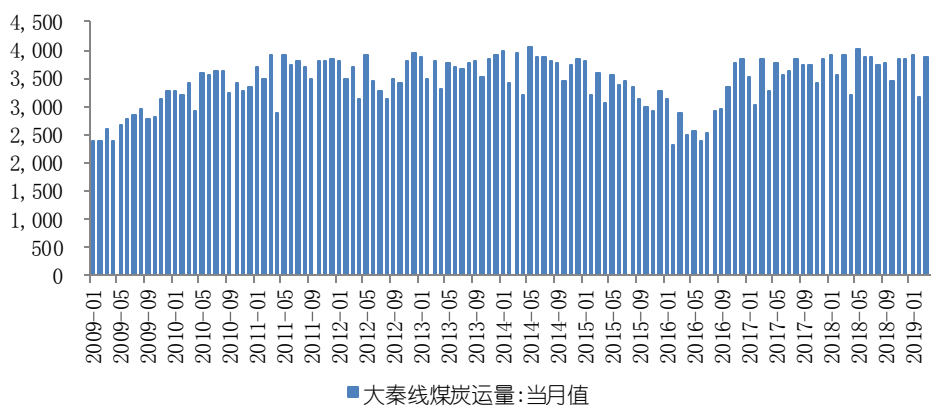
图表48：铁路货运量增速



资料来源：联讯证券，WIND



图表49： 大秦线煤炭运量



资料来源：联讯证券，WIND

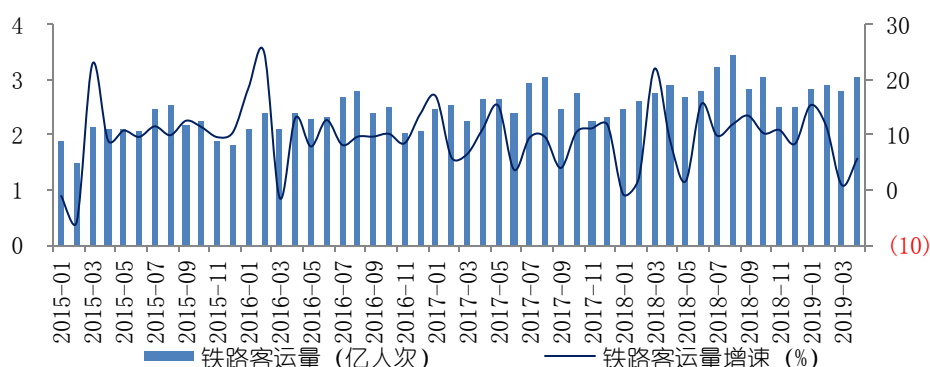
除了经济增长趋稳之外，还有两个重要因素推动铁路货运量增长，第一：交通部治理公路超载超限，公路货运回流铁路。多年来的供需失衡使得公路运输行业陷入恶性竞争状态，公路运输超载超限成为常态，在一定程度上扭曲的公路运输价格。交通运输部于 2016 年 8 月公布公路超载超限治理政策、9 月开始执行，2018 年 7 月开始全面禁止不合规运输车辆的通行。目前，公路超载超限治理力度持续加码，各地陆续出台相关细则，治超工作将构建完备的治超法规体系、高效的治超实施体系、严密的治超监督体系和有力的治超保障体系。公路运输超载超限的治理将持续推动货源向铁路回流。第二，降成本、重环保，高效低耗能的铁路运输优势更加突出。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。今年以来，铁路总公司实施了一系列货运降费措施：4 月 1 日，铁路货运降价降费、让利 60 亿元；5 月 31 日起，铁路部门将降低铁路专用线（含专用铁路）代运营代维护、自备机车货车检修服务收费，预计让利约 9.4 亿元。铁路的这一系列措施不断降低社会物流成本，在一定程度上也能够吸引更多的货源。

（二）铁路客运持续增长，动车组运量比重持续攀升

铁路客运需求持续增长，市场化定价区域逐步放大。2019 年 1-5 月，国家铁路旅客发送量累计完成 14.36 亿人次，同比增加 8.95%。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，2019 年，全国铁路分别在 1 月 5 日、4 月 10 日和 7 月 10 日实现新的列车运行图，铁路客运能力显著提升。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%，到 2019 年 5 月份的 63.8%。

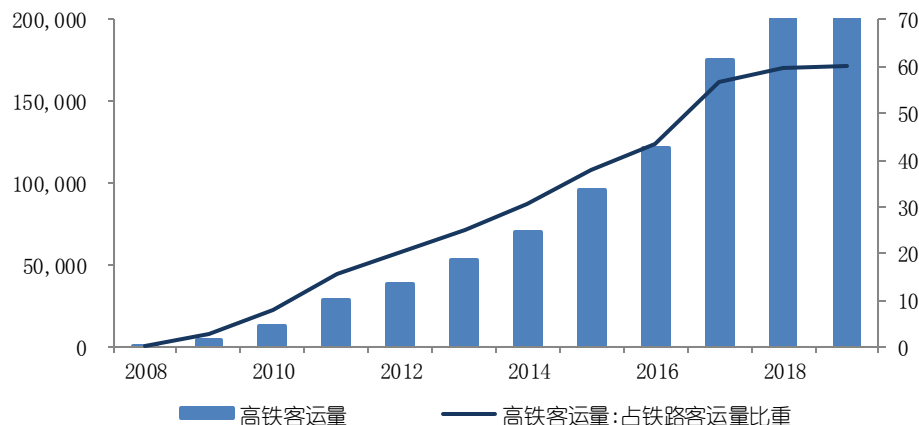


图表50： 铁路客运量增速



资料来源：联讯证券，WIND

图表51： 高铁客运量及其占比



资料来源：联讯证券，WIND

（三）铁路改革有序推进，资产证券化不断突破

2017 年以来，铁路系统先后实施了铁路局公司制改革、铁路总公司机关内设机构改革、所属非运输企业公司制改革、铁路局集团公司内设机构改革，2019 年 6 月，中国铁路总公司改制成立中国国家铁路集团有限公司正式挂牌，公司注册资本为人民币 17395 亿元，以铁路客货运输为主业，实行多元化经营，原中国铁路总公司的债权、债务、品牌、资质证照、知识产权等均由改制后的中国国家铁路集团有限公司承继。

2019 年，京沪高速铁路股份有限公司 A 股上市工作开启，计划募集资金金额高达约 300 亿元人民币，有望于 2019 年内完成辅导验收。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。

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，



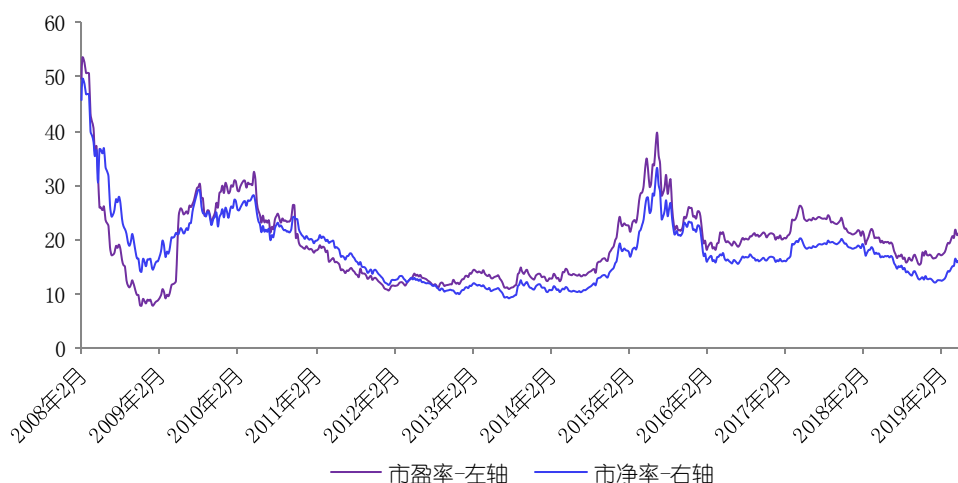
承担了大量的客货运输业务。在经济发展新阶段，铁路将继续发挥其不可替代的作用，高铁为居民出行提供了更加高效、舒适、快捷的交通工具，成为满足消费升级需求的有效供给，路网的完善、动车的加密将更好的发挥高铁的优势。铁路货运也在积极转型，为社会提供更加符合需求的产品，包括冷链、危化品等高端物流，既有路线客运运力的释放为货运提供了更多的空间来完善供给。我们可以看到，每一次铁路运行图的调整都在不断完善铁路的产品供给，其低成本、大运量、体系化等优势将继续发挥，伴随铁路改革的推进，铁路的发展空间将更加巨大，经济效益将更加显著。我们继续重点关注大秦铁路、广深铁路和铁龙物流。

六、投资建议

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，物流行业的综合服务水平不断提升。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。随着消费成为经济发展第一驱动力，高层次的物流服务需求将日益增多，物流行业的服务能力、服务品质也将进一步提升，具有高瞻远瞩、技术先进、模式创新、竞争力强大的物流服务提供商已经开始将在这一过程暂露头脚，成为各自领域的头部企业，并继续推动量身打造的发展战略落地，获得更好的发展空间。

截至 6 月 23 日，交通运输行业平均上涨 18.8%，低于 A 股市场 22.6% 的跌幅，机场子行业走势一枝独秀，显著优于市场平均水平，达到了 50.1%，港口和航运也相对于市场获得了 1 个点左右的超额收益。目前，交通运输行业的平均估值水平为 18 倍，整体高于 A 股市场 15 倍的市盈率，物流板块估值继续回落，下降到 20 左右的水平，逐步回落在合理区域；机场板块涨幅虽大，估值也从年初的 20 倍左右提高到 30 倍左右的水平，不过行业仍然具有良好的业绩增长预期，还能够支撑相对较高的估值水平；航空、港口、航运板块在主题和周期等因素的推动之下，估值也呈现了较大的波动性；公交板块伴随主题消失估值也逐步回落；铁路和公路则保持相对的稳定，始终在 10 倍左右徘徊。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。

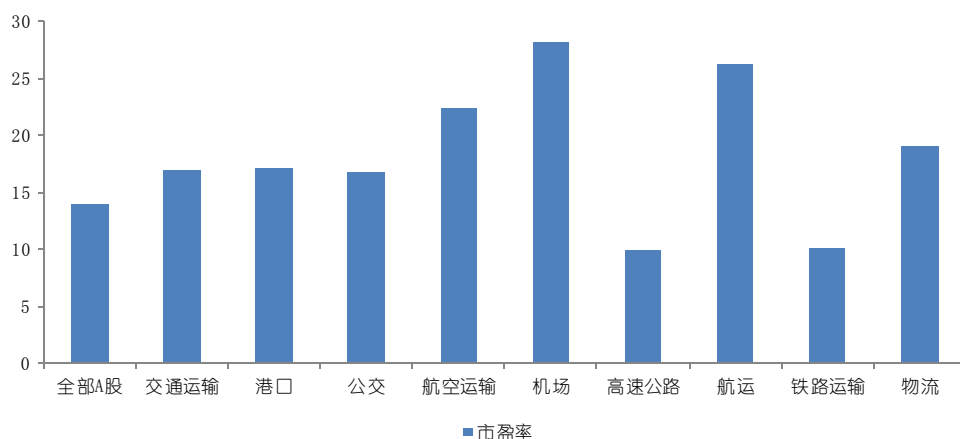
图表52： 板块历史估值水平



资料来源：联讯证券，WIND

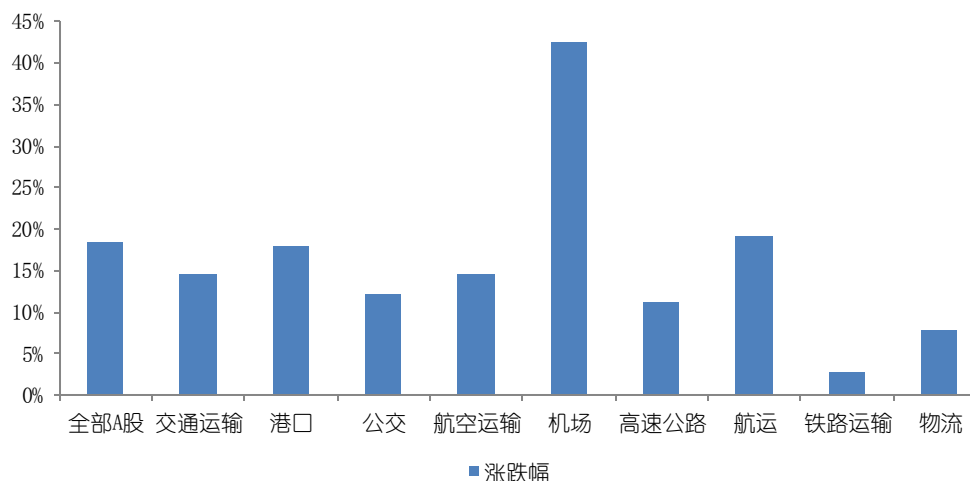


图表53: 市盈率（整体法）



资料来源: 联讯证券, WIND

图表54: 成分区间涨跌幅



资料来源: 联讯证券, WIND

整体而言, 2019 年上半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对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 年下半年, 交通运输行业仍在整体不确定性较大的环境中运行, 不过局面比上半年更加趋稳。虽然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)、上海机场 (600009)、白云机场 (600004)、传化智联 (002010)。



（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。

快递行业市场份额向头部企业集中，CR5 的快递企业市占率均已经达到 10%以上，并且仍有不断提高的趋势。公司业务始终位于中高端业务领域，业务量增速较其它头部企业要低，但是仍然能够超过行业平均水平。公司业务量占行业比重不到 8%，但是收入规模却占到行业的 15%。公司的核心产品是国内速递业务，始终位于中高端业务领域，在服务水平、产品创新及营运标准上处于行业领先地位，在商务快递市场处于领导地位，60%以上的收入来自于这个领域。公司积极推出中高端电商件，适度推出经济产品，成为公司产品体系的有益补充；公司在航空、高铁等领域具有明显的资源优势，通过资源整合，有望形成更具成本优势的多类产品组合，为客户提供更多的产品和更好的服务。

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 2019-2021 年 EPS 分别为 1.15/1.49/1.76 元，对应 PE 分别为 27.09/20.91/17.70x，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 2019-2021 年 EPS 分别为 0.72/0.89/1.01 元，对应 PE 为 13.19/10.73/9.41x，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 2019-2021 年实现每股收益 1.01/1.02/1.03 元，PE 分别为 8.67/8.62/8.48x，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）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，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 2019-2021 年 EPS 分别为 2.70/2.98/3.45 元，PE 分别为 28.98/26.26/22.68x。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。

（五）白云机场：不利因素消除，新的上升周期到来

机场定位升级，新一轮发展推动实现世界级航空枢纽。广州白云机场在 2017 年升格一类一级机场。广东机场集团将把白云机场建设成为一流的航空枢纽，并以白云机场带动省内中小机场协同发展，形成一流的机场群和一流的机场布局。2019-2022 年，白云机场将全面推动新一轮大发展，初步实现世界级航空枢纽目标。

机场能力显著提升，业务量有望呈现相对快速增长

白云机场二期扩建工程在 2018 年 4 月投入使用，可以提高地面处理能力，空管系统也在通过空域精细化管理等多方面措施推进航班正常化，机场现有各方面能力显著提



升，有效缓解了白云机场超负荷运作的局面。从 2019 年的夏秋航班计划中，我们可以看到白云机场的新增航班数量在一线机场中非常突出，预计白云机场的每日起降架次同比增加 7.46%，国内和国际航线分别同比增长 5.4%和 13.7%。

流量带来商业价值，非航业务盈利增长可观。2017-2018 年，公司陆续就 T1、T2 的广告业务、免税业务、餐饮业务等进行招投标，并确定了相关的运营商，伴随着商业运营面积的大幅提升、扣点率的提高，机场以“保底+分成”的形式，能够获得持续增长的收入，对公司的业绩贡献将逐步加大。预计伴随广州白云国际机场国际枢纽的进一步建设以及国际旅客和中转旅客占比提升，非航业务的收入会获得更好的发展，对公司的盈利贡献持续提升。

最大的不确定性因素消除，业绩进入新一轮上升周期。公司作为国际航空枢纽地位具有长远的发展空间和良好的成长潜力。虽然新设施投入使用带来了新增成本，民航发展基金返还取消减少了收入来源，但是非航业务的新增盈利能够覆盖一半以上的新增成本，消除了公司业绩中最大的不确定性因素，使得公司的业绩再进入新一轮上升周期。预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.45/0.63/0.81 元，PE 分别为 37.82/27.02/21.01x，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 2019-2021 年 EPS 分别为 0.40/0.58/0.69 元，PE 分别为 19.90/13.72/11.54x，维持“买入”评级。



图表55： 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
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E	
002352.SZ	顺丰控股	31.1500	1440	1.03	1.15	1.49	1.76	30.24	27.09	20.91	17.70	3.9
601111.SH	中国国航	9.5	1263	0.53	0.72	0.89	1.01	17.92	13.19	10.73	9.41	1.5
601006.SH	大秦铁路	8.7600	1310	0.98	1.01	1.02	1.03	8.94	8.67	8.62	8.48	1.2
600009.SH	上海机场	78.24	1525	2.20	2.70	2.98	3.45	35.56	28.98	26.26	22.68	5.1
600004.SH	白云机场	17.0200	365	0.55	0.45	0.63	0.81	30.95	37.82	27.02	21.01	2.3
002010.SZ	传化智联	7.9600	255	0.25	0.40	0.58	0.69	31.84	19.90	13.72	11.54	2.1

资料来源：wind，联讯证券

七、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	王爽	010-66235719	18810181193	wangshuang@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