

# 交通运输行业

## 拼多多“年货节”总物流订单数同增逾 340%

### 核心观点:

#### ● 快递: 拼多多“年货节”物流订单数同增逾 340%, 快递仍具成长性

据公司公告, 拼多多 2017 年 10 月 01 日至 2018 年 9 月 30 日的 GMV 达到 3448 亿元, 同增 386%; 报告期内, 平台年客单价达 894.4 元, 较去年同期的 449.2 元大幅提升。据运联传媒、36 氪数据, 拼多多 2018 年“双十二”和 2019 年“年货节”期间的总物流订单数同比增长达 370% 和 340%。

拼多多的快速成长反映中国电商低线市场增长潜力较大。据模拟测算, 假设拼多多 2018 年快递贡献占比为 15%, 2019 年同比增速为 90%, 其他来源快递同比增速较 2018 年下降 1pct, 则 2019 年快递行业增速将达 23%。在电商低线市场快速成长的背景下, 快递行业仍然具备较高的成长性。

目前, 存量与增量份额的争夺逐渐加剧, 快递价格下行压力较大, 这将进一步考验公司的成本管控力。随着中通收购中转账、圆通加速运力调整, 三通一达核心业务自营、关键资产自有的经营策略已逐渐一致, 2019 上半年, 快递龙头企业将加速产能优化。建议关注成本端显著改善, 增速回升而估值较低, 存在预期差的公司: 中通快递, 韵达股份。

#### ● 航空: 客座率小幅回落, 供给增速继续放缓

南方航空、中国国航、东方航空、海南航空、春秋航空和吉祥航空发布 12 月经营数据: 南航、国航、东航、海航、春秋、吉祥 12 月 ASK 分别同增 10.91%、8.0%、9.61%、11.41%、17.22%、11.39%, 六大航运力全年合计同比增长 11.45%; 同时, 南航、国航、东航、海航、春秋、吉祥 12 月客座率分别较去年同期变化 -0.81pcts、-1.70pcts、+0.27pcts、-2.95pcts、+0.55pcts、-1.81pcts, 六大航全年平均客座率同比变化 -0.06pcts。整体来看, 六大航 2018 全年运力供给增速放缓符合 2017 年 10 月以来的供给调控思路; 客座率同比略有下降, 航空需求增长相对较弱。

#### ● 铁路: 2018 年货运量同增 9.1%, 增量目标超额完成

2018 年全国铁路完成货物发送量 40.22 亿吨, 同比增长 9.1%, 增运 3.34 亿吨。其中, 国家铁路完成货物发送量 31.9 亿吨, 同比增长 9.3%, 增运 2.72 亿吨, 超额完成全年增运 2 亿吨的目标任务。煤炭方面, 大秦、唐呼、瓦日铁路全年运量分别完成 45100、5405、3395 万吨, 同比增长 4.3%、491.6%、75.6%。集运方面, 2018 年铁路集装箱、商品汽车、冷链运输分别同比增长 33.4%、25.1%、52.3%。

目前看来, 铁路货运增量行动开局良好。预计在“一港一策”公转铁政策推进下, 沿海港口大宗货物运量将保持稳定增长; 在多式联运及铁路专业物流发展下, 集装箱是铁路货运增量的重要着力点, 将保持较快增长。

#### ● 风险提示:

宏观经济下行超预期; “公转铁”推进及基建不及预期; 极端天气造成航班执行率大幅低于预期; 电商增速大幅下滑、人力成本快速攀升等。

### 行业评级

买入

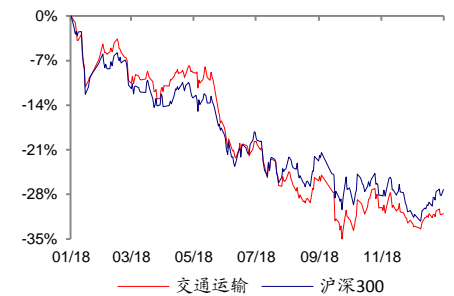
前次评级

买入

报告日期

2019-01-27

### 相对市场表现



分析师:

关鹏



SAC 执证号: S0260518080003



SFC CE No. BNU877



021-60750602



guanpeng@gf.com.cn

### 相关研究:

交通运输行业:2018 快递量同增 26.6%, A 股快递市占率提至 44.6% 2019-01-20

交通运输行业:中通自营率持续提升, 关注机场盈利确定性 2019-01-01

交通运输行业:预期收益稳定, 继续看好高速板块 2018-12-23

联系人:

孙瑜

suny@gf.com.cn

联系人:

曾靖珂 021-60750602

zengjingke@gf.com.cn

## 目录索引

一、核心观点及推荐组合.....	5
二、本周板块聚焦.....	5
快递：拼多多“年货节”物流订单数同增逾 340%，快递仍具较高成长性.....	5
航空：六大航全年 ASK 同增 11.45%，平均客座率略有下降.....	7
铁路：2018 年货运量同增 9.1%，增量目标超额完成.....	7
海运：散运、集运板块运价下跌.....	8
三、本周重点新闻.....	9
● 达飞轮船整合旗下两个支线集装箱航运公司品牌.....	9
四、本周数据跟踪.....	10
4.1 本周市场行情回顾.....	10
4.1.1 交运涨跌幅.....	10
4.1.2 板块估值.....	11
4.2 行业数据跟踪.....	12
4.2.1 海运.....	12
4.2.2 陆运.....	16
4.2.3 空运.....	19
4.2.4 快递.....	21
风险提示.....	24

## 图表索引

图 1: 本周各行业涨跌幅 .....	10
图 2: 本周交运子行业涨跌幅 .....	10
图 3: 本周交运板块涨跌幅前五及后五个股 .....	10
图 4: 陆运板块各公司 PE (TTM) 整体处于历史中值的靠下分位(截至 1 月 26 日) .....	11
图 5: 陆运板块各公司 PB (LF) 整体处于历史中值的靠下分位(截至 1 月 26 日) .....	11
图 6: 航空板块各航司 PE (TTM) 整体处于历史中值的靠上分位(截至 1 月 26 日) .....	11
图 7: 机场板块上海机场估值处于中值靠上。深圳机场与厦门空港处于中值以下(截至 1 月 26 日) .....	11
图 8: 航空板块各航司 PB (LF) 整体处于中值靠下区域 (截至 1 月 26 日) ....	12
图 9: 机场板块厦门空港估值接近历史低位 (截至 1 月 26 日) .....	12
图 10: 快递板块各公司 PE (TTM) 整体处于历史最低位 (截至 1 月 26 日) ...	12
图 11: 快递板块 PB (LF) 均处于历史最低位 (截至 1 月 26 日) .....	12
图 12: 原油价格 (美元/桶) .....	13
图 13: 原油运输指数 .....	13
图 14: 欧线集装箱运价 (美元/TEU) .....	14
图 15: 美线集装箱运价 (美元/FEU) .....	14
图 16: 波罗的海干散货指数 (BDI) .....	14
图 17: 铁矿石运价 (美元/吨) .....	15
图 18: 铁矿石库存 (万吨) .....	15
图 19: 沿海煤炭运价 (元/吨) .....	15
图 20: 六大发电集团煤炭库存 (万吨) .....	16
图 21: 秦皇岛港口煤炭库存 (万吨) .....	16
图 22: 秦皇岛煤炭吞吐量 (万吨) /调入量 (万吨) .....	17
图 23: 秦皇岛煤炭调入量 (万吨) /锚地船舶 (艘) .....	17
图 24: 六大电厂电煤库存量 (万吨) .....	17
图 25: 六大电厂电煤库存可用天数 (天) .....	17
图 26: 六大电厂日均耗煤量 (万吨) .....	18
图 27: 六大电厂月度日均耗煤量 (万吨) .....	18
图 28: 公路货运量 (亿吨) .....	18
图 29: 公路货运周转量 (亿吨公里) .....	18
图 30: 铁路货运量 (亿吨) .....	19
图 31: 铁路货运周转量 (亿吨公里) .....	19
图 32: 12 月单月六大航 ASK 运力合计同增 10.22% .....	19
图 33: 六大航 ASK 运力 1-12 月累计同增 11.45% .....	19
图 34: 12 月单月六大航合计客座率同降 1.1pct, 三大航合计同降约 0.8pcts ...	20
图 35: 六大航 1-12 月累计客座率同比提升 0.06pct, 行业客座率仍处在历史较高	

水平.....	20
图 36: 11 月 (最新) 一线机场同增 1.60%; 二线同增 4.97%; 三线同增 7.64% .....	20
图 37: 12 月北京首都、上海浦东、白云、深圳机场起降架次分别同增: 1.6%、1.4%、2.6%、3.4%.....	20
图 38: 12 月北京首都、上海浦东、白云、深圳机场旅客量分别同增: 3.0%、3.3%、4.7%、4.9%.....	20
图 39: 快递业务收入 (亿元) .....	22
图 40: 快递业务量 (亿件) .....	22
图 41: 快递分类型收入增速 (%) .....	22
图 42: 快递分类型业务量增速 (%) .....	22
图 43: 快递平均单价增速 (元\%) .....	23
图 44: 快递分类型单价增速 (%) .....	23
图 45: 2018 年, A 股快递单量增速 .....	23
图 46: 2018 年, A 股快递单价增速 .....	23

表 1: 本周 (2019.01.21-01.25) 推荐组合, 股价为 2019 年 01 月 25 日收盘价..	5
表 2: 2019 年快递行业增速估算 (蓝色高亮部分为假设) .....	6
表 3: 本周海运行业主要指数 .....	12
表 4: 主要上市航司与机场最新业务量数据同比增速 (%) 更新 .....	21
表 5: 2018 年快递公司单量和份额数据 .....	23

## 一、核心观点及推荐组合

19年上半年以盈利确定性与高股息为两条核心配置思路，从前者来讲我们主要推荐**上海机场**，免税保底协议将于19年1月1月开始兑现，根据公司公告19年T2与卫星厅将合计为公司贡献约35亿免税收入，19H1公司盈利预计高增长。

12月整体高速板块具备显著的超额收益，我们认为19年高速板块凭借高股息特征仍然具备稳健收益的特点。并且高速具备基本面稳健几乎不受外部因素（油价、汇率）干扰的特点，在当前经济与市场环境下具有一定的配置价值，具体标的包括：**深高速**，未来三年分别有路产回购补贴、梅林关项目等新增收入贡献，业绩增长性较好，股息率将明显提升；**宁沪高速**，核心路产区位优势显著，业绩增长稳定，股息率约5%左右。

预计2019年铁路改革全面推进，铁路资产证券化加速，板块估值有望提振，推荐**广深铁路**，当前公司估值已经反映前期悲观预期。

最后建议关注管理改善带动基本面逐月显著改善，当前估值处于板块绝对地位的**申通快递**。

表1：本周（2019.01.21-01.25）推荐组合，股价为2019年01月25日收盘价

代码	公司	评级	股价（元）	EPS（元/股）				PE				PB（LF）
				2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E	
600548.SH	深高速	买入	8.97	0.65	1.46	0.92	1.18	13.72	6.16	9.80	7.58	1.34
600377.SH	宁沪高速	买入	9.98	0.71	0.88	0.87	0.90	14.02	11.41	11.51	11.09	1.94
600009.SH	上海机场	买入	48.14	1.91	2.13	2.91	3.14	25.20	22.60	16.54	15.33	3.42
002468.SZ	申通快递	增持	18.91	0.97	1.31	1.46	1.69	19.49	14.44	12.95	11.19	3.59
601333.SH	广深铁路	买入	3.45	0.14	0.16	0.23	0.18	24.64	21.56	15.00	19.06	0.84

数据来源：wind，广发证券发展研究中心，PB以2018半年报股东权益(不含少数股东权益)计算

## 二、本周板块聚焦

### 快递：拼多多“年货节”物流订单数同增逾340%，快递仍具较高成长性

根据公司公告，拼多多2017年10月01日至2018年9月30日的GMV达到3448亿元，同增386%；报告期内，平台年客均单价达894.4元，较去年同期的449.2元大幅提升。拼多多的快速成长反映出中国电商低线市场具有较大增长潜力。

据此前运联传媒报道，2018年“双十二”当日，拼多多平台总物流订单数同比增长达370%，其中农产品订单量超3800万单，家居用品订单超2.8亿单，女装销量超9000万单（数据来源：运联传媒）。

根据拼多多公布“年货节”大促最新数据显示，从1月4日“年货节”开幕至1月24日0时，平台总物流订单数同比增长逾340%，“年货节”期间，拼多多农产品及农副产品订单总量超5500万单，总量超过3亿斤，低线城市和农村市场年货消费“餐桌升级”、“厨房升级”的双升趋势明显（数据来源：36氪）。



和阿里、京东上万亿的 GMV 比，拼多多的 GMV 不算高，但拼多多的单次消费额低，产生的包裹量较大。据亿欧网报道，拼多多创始人兼 CEO 黄峥 2018 年 11 月在接受采访时表示“拼多多每天产生的快递要占整个中国快递总量的 20% 以上”。

我们基于两个主要假设进行 2019 年快递行业增速的模拟测算：首先，当前拼多多 GMV 增速与物流订单增速基本持平，假设拼多多 2018 年创造的快递量同增 386%（即 2017Q4-2018Q3 的 GMV 增速）；其次，长期来看，传统电商增速呈逐步放缓趋势，且商条件增速也在放缓，假设 2019 年其他来源快递量增速较 2018 年下降 1pcts。

基于谨慎原则，考虑拼多多 2018 年快递贡献比为 20%、15%、10%、5% 四种情形，拼多多 2019 年创造快递量增速为 90%、70%、50%、40% 四种情形（wind 一致预期 2019 年营收增速为 113.31%），可以得出 16 种组合情形下 2019 年全国快递量增速。在 16 种情形中，有 9 种情形的测算增速大于等于 20%。

我们估计目前其他来源快递增速仍在 10% 以上，保守判断，2018 年拼多多贡献快递占比为 10-15% 较为合理；根据拼多多“年货节”增势估计，2019 年增速大概率在 90% 左右，因此，综合来看，快递 2019 年仍有 23% 左右的增速，具备较高成长性。

表 2：2019 年快递行业增速估算（蓝色高亮部分为假设）

2018 年拼多多贡献快递占比	20%	15%	10%	5%
2018 年拼多多贡献快递量	101	76	51	25
2017 年拼多多贡献快递量	21	16	10	5
2017 年拼多多贡献快递占比	5%	4%	3%	1%
2018 年其他来源快递增速	7%	12%	17%	22%
2019 年其他来源快递增速	6%	11%	16%	21%
拼多多 2019 年同比增速				
90%	23%	23%	23%	24%
70%	19%	20%	21%	23%
50%	15%	17%	19%	22%
40%	13%	15%	18%	22%

数据来源：wind，公司公告，广发证券发展研究中心

2018 年以来，CR8 和 CR4 都显著提升，头部企业的规模效应持续增强，龙头企业未来将继续以高于行业的速度增长，行业格局有望进一步优化。

当前存量与增量份额的争夺逐渐加剧，快递价格下行压力较大，这将进一步考验公司的成本管控力。随着申通收购中转场、圆通加速运力调整，三通一达核心业务自营、关键资产自有的经营策略已逐渐一致，目前几家上市快递公司在手现金充裕，经营性现金流较好，2019 上半年，快递龙头企业将加速投入产能优化，二季度有望看到快递成本端的进一步改善。建议关注成本端显著改善，增速回升而估值较低，存在预期差的公司。

建议关注：申通快递，韵达股份，顺丰控股

风险提示：网购需求增速大幅放缓、快递价格战加速恶化

## 航空：六大航全年 ASK 同增 11.45%，平均客座率略有下降

南方航空、中国国航、东方航空、海南航空、春秋航空和吉祥航空发布12月经营数据：

整体来看，南航、国航、东航、海航、春秋、吉祥12月ASK分别同增**10.91%、8.0%、9.61%、11.41%、17.22%、11.39%**，**六大航运力合计同比增长10.22%**，**较1-11月累计增速放缓1.35pcts**；同时，南航、国航、东航、海航、春秋、吉祥12月客座率分别较去年同期变化**-0.81pcts、-1.70pcts、+0.27pcts、-2.95pcts、+0.55pcts、-1.81pcts**，六大航平均客座率同比变化**-1.1pcts**。

国内航线方面，南航、国航、东航、海航、春秋、吉祥12月ASK分别同增**9.89%、8.4%、11.14%、8.07%、14.62%、11.29%**，**六大航运力合计同比增长9.73%**，**较1-11月累计增速放缓1.00pcts**；同时，南航、国航、东航、海航、春秋、吉祥12月客座率分别较去年同期变化**-1.55pcts、-2.60pcts、-0.92pcts、-2.57pcts、-1.81pcts、-1.57pcts**。

国际航线方面，南航、国航、东航、海航、春秋、吉祥12月ASK分别同增**13.15%、7.2%、7.36%、23.28%、21.47%、12.00%**，**六大航运力合计同比增长11.22%**，**较1-11月累计增速放缓2.27pcts**；同时，南航、国航、东航、海航、春秋、吉祥12月客座率分别较去年同期变化**-0.79pcts、-0.40pcts、+2.10pcts、-2.94pcts、+5.39pcts、-3.45pcts**。

全年来看，六大航ASK合计同增11.45%，较2017年放缓2.49pcts，其中国内、国际航线ASK分别同增10.64%、13.29%；客座率方面，六大航合计同比变化-0.06pcts，其中国内、国际航线分别变化-0.13pcts、-0.04pcts。运力供给增速放缓符合2017年10月以来的供给调控思路，也符合航季时刻表反映的供给增速预期；客座率同比略有下降，航空需求增长相对较弱。

**风险提示：**人民币汇率大幅波动、油价大幅上行

## 铁路：2018 年货运量同增 9.1%，增量目标超额完成

根据央广网报道，2018年全国铁路完成货物发送量40.22亿吨，同比增长9.1%，增运3.34亿吨。其中，国家铁路完成货物发送量31.9亿吨，同比增长9.3%，增运2.72亿吨，超额完成全年增运2亿吨的目标任务。

煤炭方面，2018年以来，唐呼、瓦日铁路首次开行万吨重载列车，大秦、唐呼、瓦日铁路全年运量分别完成45100、5405、3395万吨，同比增长4.3%、491.6%、75.6%，陕煤外运和疆煤外运分别同比增长24.3%、44.9%。

矿石方面，2018年沿海主要港口疏港矿石运量完成3.11亿吨，同比增长11.2%，曹妃甸港、黄骅港两个港口的疏港矿石铁路运量分别同比增长352.4%、65.2%。

集运方面，2018年铁路集装箱、商品汽车、冷链运输分别同比增长33.4%、25.1%、52.3%。

**铁路增量行动推进顺利，关注集装箱运量增长。**按照中铁总于2018年7月2日开始实施的《2018-2020年货运增量行动方案》，至2020年，全国铁路货运量将达到

47.9亿吨，较2017年增长30%；沿海港口大宗货物公路运输量减少4.4亿吨；铁路集装箱多式联运年均增长30%以上。目前看来，第一阶段铁路货运增势强劲，货运增量行动开局良好。围绕“六线六区域”提质增效，预计未来西煤东运增量将主要体现在唐呼及瓦日线，大秦、朔黄保持高位满载；围绕“一港一策”的港口“公转铁”政策，预计沿海港口大宗货物运量将保持稳定增长；多式联运及铁路专业物流发展下，集装箱是铁路货运增量的重要着力点，预计将保持较快增长。

**风险提示：**“公转铁”推进不达预期，物流配套基础设施建设不达预期

### 海运：散运、集运板块运价下跌

**油运：**全球原油运输市场运价波动盘整。CT1（中东-中国宁波）报WS 54.65，较上周下跌2.81%，CT2（西非-中国宁波）报WS 54.85，较上周下跌4.23%。1月24日，上海航运交易所发布的中国进口原油综合指数（CTFI）报897.94点，较上期下跌1.73%。

**集运：**本周集运运价皆呈现下跌趋势。欧洲航线过去一周运价下跌了1.03%。美西航线较上期下跌了3.55%。1月25日，上海航运交易所发布的上海出口集装箱综合运价指数为945.44点，较上期下跌2.3%。

**散运：**本周散货板块需求下滑，各大船型运价皆呈现下跌趋势。BDI收报于905，较上周下跌了18.62%，BPI收于828，较上周下跌了18.66%，BCI收于1726，较上周下跌了15.27%。1月24日，上海航运交易所发布的远东干散货（FDI）综合指数为761.46点，运价指数为767.88，租金指数为751.83点，与上期相比分别下跌了6.5%，2.8%和11.6%。

**沿海散货市场：**随着春节假期的临近，沿海散货的市场需求有所下滑，运价继续下滑。1月25日，上海航运交易所发布的中国沿海（散货）综合运价指数报收955.26点，较上周下跌了6.0%。

**风险提示：**油价大幅度上行，传统旺季需求复苏不利，订单大幅交付



### 三、本周重点新闻

- 达飞轮船整合旗下两个支线集装箱航运公司品牌

[http://info.chineseshipping.com.cn/cninfo/News/201901/t20190122\\_1315312.shtml](http://info.chineseshipping.com.cn/cninfo/News/201901/t20190122_1315312.shtml) (中华航运网)

近日，达飞轮船CMA CGM宣布将整合旗下的两个欧洲内部支线集装箱航运公司品牌Containerships和MacAndrews。亦即从2019年4月1日后，两个品牌将统一以Containerships品牌开始运营。

Containerships此前主要经营波罗的海、俄罗斯、北欧、北非以及土耳其等市场，去年CMA CGM正式收购了该公司。

CMA CGM于更早之前的2002年收购了MacAndrews，并于去年与OPDR完成了合并。该公司主要它主要经营连接欧洲北部和中部与伊比利亚半岛、加那利群岛和摩洛哥的航线。

#### 点评：

区域内（欧洲、亚洲区域内等等）的集装箱运价波动相比干线而言较为稳定，公司可在区域内获得更加稳定的收益。此外，区域内的海运公司都期望通过整合品牌、发展陆上物流业务，从而达成海陆业务一体化、增加业务附加值。

许多大船东都做了类似的事情，去年马士基就宣布将旗下的三个从事区域内运输的航运公司（亚洲的MCC Transport、欧洲地中海的Seago Line和美洲的Sealand）进行品牌整合，统一以“Sealand-a Maersk Company”品牌进入市场，统一的品牌可增强品牌认知度和产品辨识度，也方便公司针对统一品牌进行投资和营销。

除了干线上的大船东外，也有专门经营区域内的航运公司，例如亚洲的万海航运、海丰国际等等。由于各大船东在区域内市场的布局，预计区域内市场的竞争将会更加激烈。

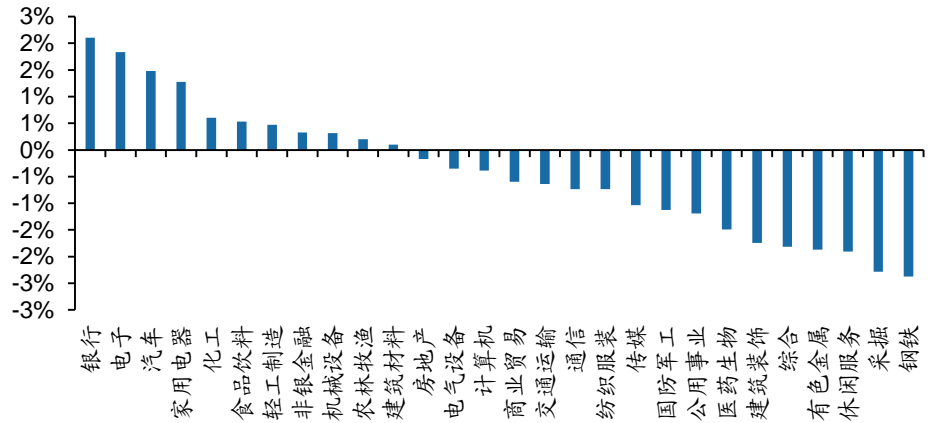
## 四、本周数据跟踪

### 4.1 本周市场行情回顾

#### 4.1.1 交运涨跌幅

本周交运行业下跌0.64%，在28个申万一级行业中排名第16位。

图1：本周各行业涨跌幅

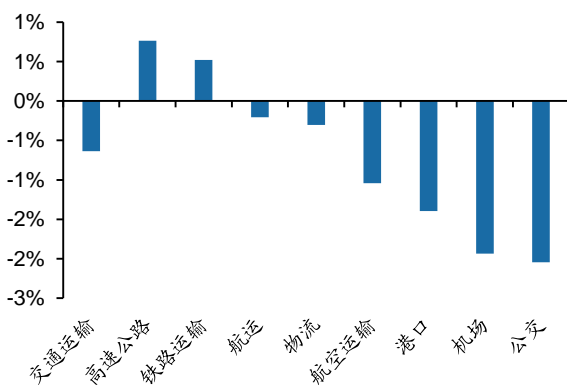


数据来源：wind，广发证券发展研究中心

本周交运子板块中，高速公路板块涨跌幅表现最好，上涨0.76%；公交板块涨跌幅表现靠后，下跌2.05%。8个交运子板块中，共有2个板块取得相对沪深300(0.51%)的超额收益。

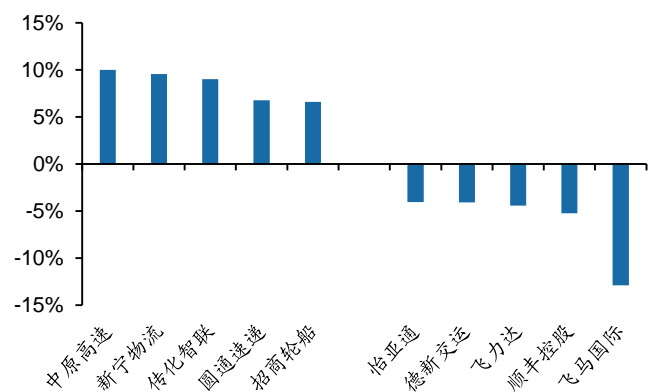
本周交运行业涨幅居前的个股分别为：中原高速、新宁物流、传化智联等，涨幅靠后的个股分别为飞马国际、顺丰控股、飞力达等。

图2：本周交运子行业涨跌幅



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图3：本周交运板块涨跌幅前五及后五个股

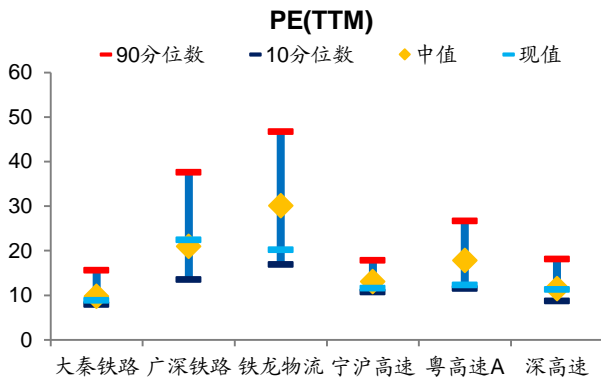


数据来源：wind，广发证券发展研究中心

### 4.1.2 板块估值

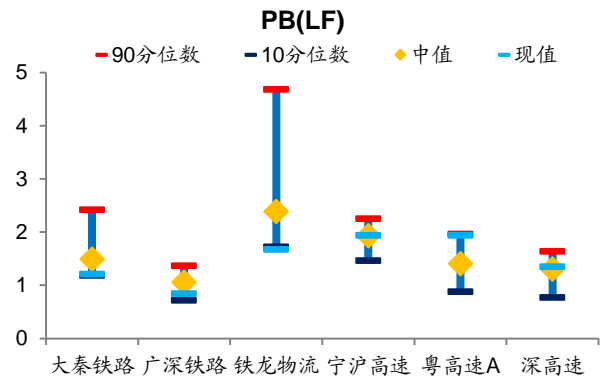
截至1月26日，陆运板块各公司除广深铁路与深高速PE（TTM）处于中值靠上分位外，其他个股整体处于历史低位位置，其中大秦铁路、铁龙物流、宁沪高速、粤高速A均接近历史最低水平。PB（LF）值来看，宁沪高速、粤高速A、深高速估值处于历史中值上分位，粤高速A已接近最高值，大秦铁路、广深铁路、铁龙物流均接近或处于历史最低位。

图4：陆运板块各公司PE（TTM）整体处于历史中值的靠下分位(截至1月26日)



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

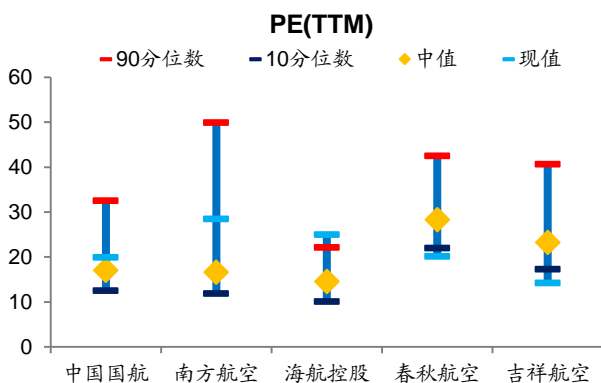
图5：陆运板块各公司PB（LF）整体处于历史中值的靠下分位(截至1月26日)



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

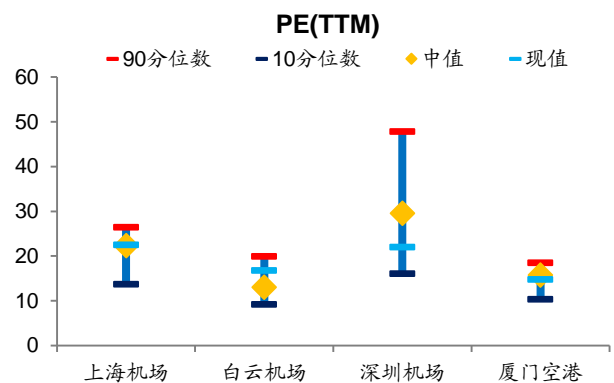
截至1月26日，航空板块各航司PE（TTM）除春秋航空、吉祥航空以外，整体处于历史中值靠上分位，其中海航控股突破历史高位，春秋航空与吉祥航空突破历史低位。机场板块上海机场、白云机场估值处于中值靠上分位，深圳机场与厦门空港处于中值以下。

图6：航空板块各航司PE（TTM）整体处于历史中值的靠上分位(截至1月26日)



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

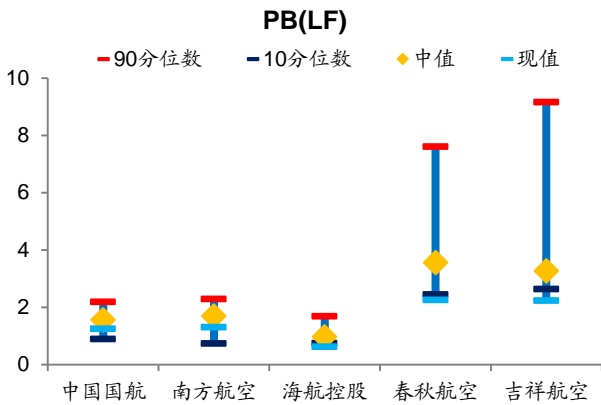
图7：机场板块上海机场估值处于中值靠上。深圳机场与厦门空港处于中值以下(截至1月26日)



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

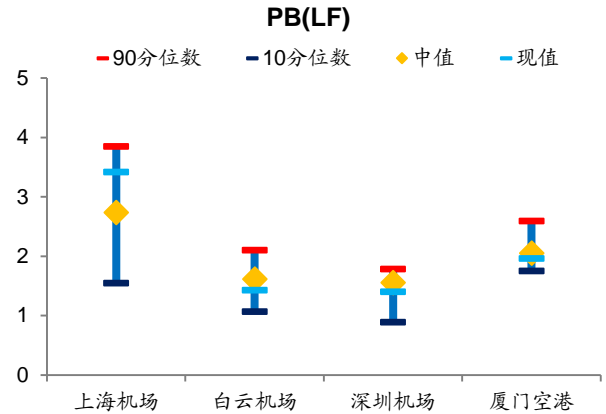
截至1月26日，航空板块各航司PB（LF），除国航和南航处于中位偏下分位外，海航、东方、春秋和吉祥均处于历史低位。机场板块上海机场估值靠上分位，深圳机场、白云机场、厦门空港处于中值靠下分位。

图8: 航空板块各航司PB(LF)整体处于中值靠下区域(截至1月26日)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

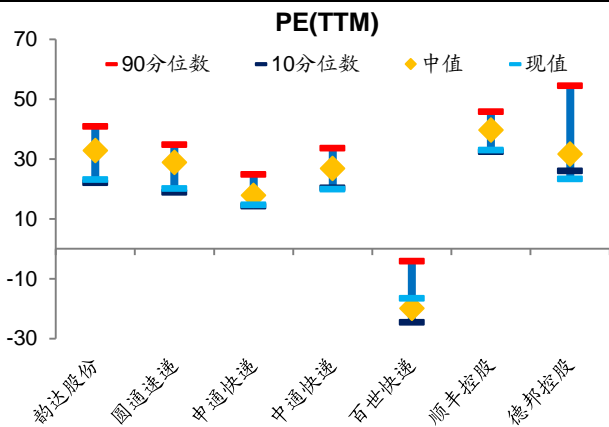
图9: 机场板块厦门空港估值接近历史低位(截至1月26日)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

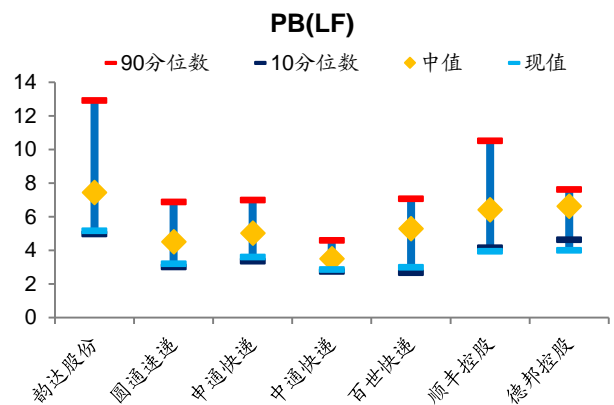
截至1月26日, 快递板块各公司PE(TTM)整体处于历史低位, 其中韵达股份、圆通快递、中通快递、中通快递、顺丰控股、德邦控股接近最低水平, 百世快递处于中值附近。截至1月26日, 快递板块各公司PB(LF)整体均处于或接近历史最低水平。

图10: 快递板块各公司PE(TTM)整体处于历史最低位(截至1月26日)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图11: 快递板块PB(LF)均处于历史最低位(截至1月26日)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

## 4.2 行业数据跟踪

### 4.2.1 海运

表3: 本周海运行业主要指数

航运子行业	指数	值	变动幅度
油运	BDTI	877	0.46%
	BCTI	672	1.66%

集运	SCFI: 欧线 (美元/TEU)	960	-1.03%
	SCFI: 美西 (美元/FEU)	2039	-3.55%
散运	BDI	905	-18.62%
	BPI	828	-18.66%
	BCI	1726	-15.27%
	BSI	607	-13.41%
	BHSI	409	-9.31%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

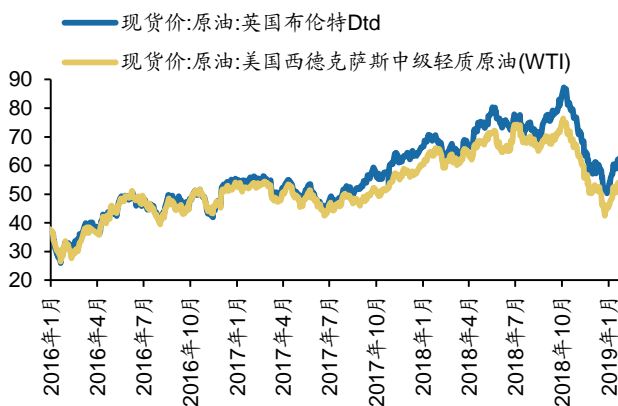
■ 国际油轮市场——油价下跌，运价盘整（以下括号内数据均为环比上周变化）

燃油价格: Brent油价收于61.41美元/桶 (-0.98%); WTI油价收于53.13美元/桶 (-1.25%)。

运价指数/运价: BDTI: 877点 (+0.46%); BCTI: 672点 (+1.66%); CT1 (中东-中国宁波): WS 54.65 (-2.81%); CT2 (西非-中国宁波): WS 54.85 (-4.23%)。

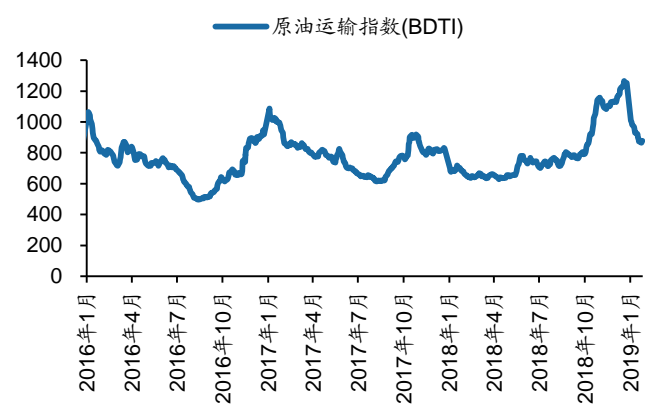
中国原油进口情况: 2018年全年累计进口原油41811万吨 (+8.4%)。

图12: 原油价格 (美元/桶)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图13: 原油运输指数



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

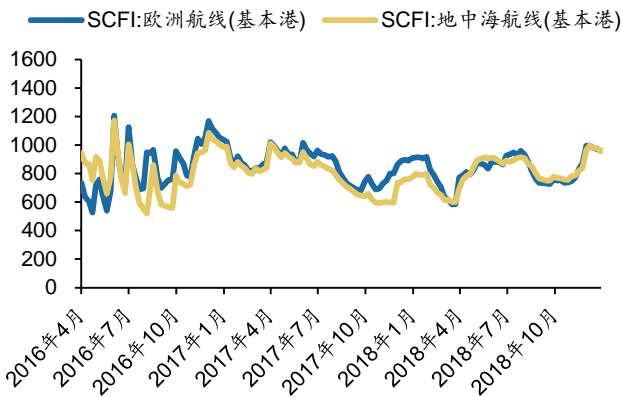
■ 集装箱市场——欧线下跌、美线下跌

欧线市场情况: 01月25日, 上海出口至欧洲、地中海基本港市场运价(海运及海运附加费)分别为960美元/TEU、957美元/TEU, 至欧洲的运价较上期下跌1.0%, 至地中海的运价较上期下跌2.1%。

美线市场情况: 01月25日, 上海出口至美西、美东基本港市场运价(海运及海运附加费)分别为2039美元/FEU、3137美元/FEU, 上海至美西的运价较上期下跌3.5%, 上海至美东的运价较上期下跌1.6%。

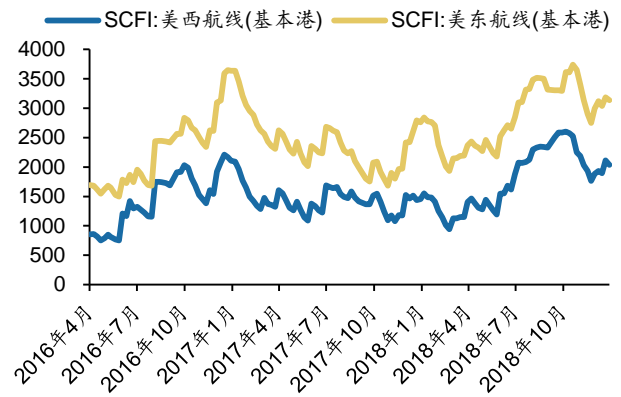


图14: 欧线集装箱运价 (美元/TEU)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图15: 美线集装箱运价 (美元/FEU)

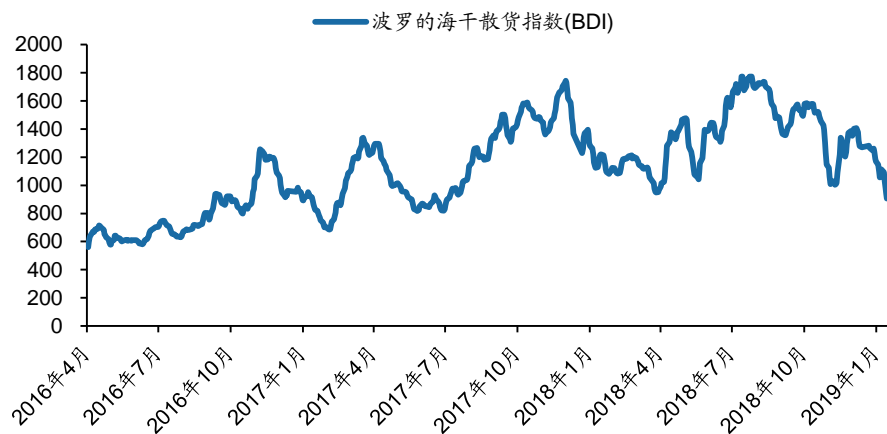


数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

■ 国际干散货市场——运价下跌 (以下括号内数据均为环比上周变化)

指数变化: BDI: 905点 (-18.62%); BPI: 828点 (-18.66%); BCI: 1726点 (-15.27%); BSI: 607点 (-13.41%); BHSI: 409点 (-9.31%)。

图16: 波罗的海干散货指数 (BDI)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

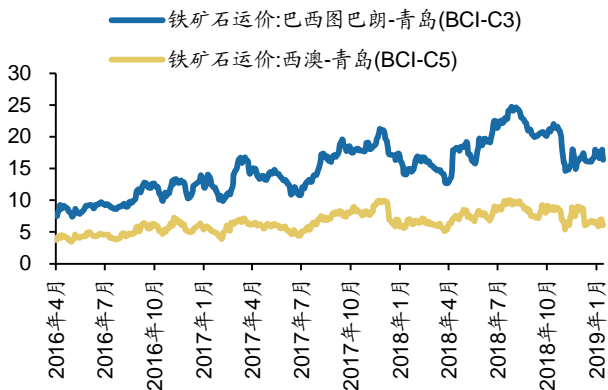
主要船型的运价: 海峡型船的4条航线平均期租为13373美元/天 (-15.07%); 巴拿马型船的4条航线平均期租为6671美元/天 (-18.55%); 超灵便型船的6条航线平均期租为6784美元/天 (-13.91%)。

国际铁矿石运价: 巴西图巴朗与西澳至青岛铁矿石运价分别为17.89美元/吨 (+0.03%)和7.06美元/吨 (+1.50%); 国际煤炭运价: 纽卡斯尔与海波因特至舟山 (Capesize船/Panamax船)的运价分别为9.58美元/吨 (-2.82%)和10.74美元/吨 (-4.21%); 国际粮食运价: 巴西桑托斯与美西塔克马至中国运价分别为27.64美元/吨 (-5.41%)和22.11美元/吨 (-4.38%); 美国密西西比河至中国港口运价为42.45美元/吨 (-4.26%)。

沿海矿石库存、价格以及钢价指数: 沿海铁矿石库存: 14205.75万吨 (-1.17%); 钢厂进口铁矿石库存可用天数: 33天; 矿石价格: 青岛港澳澳大利亚PB粉矿最新价为

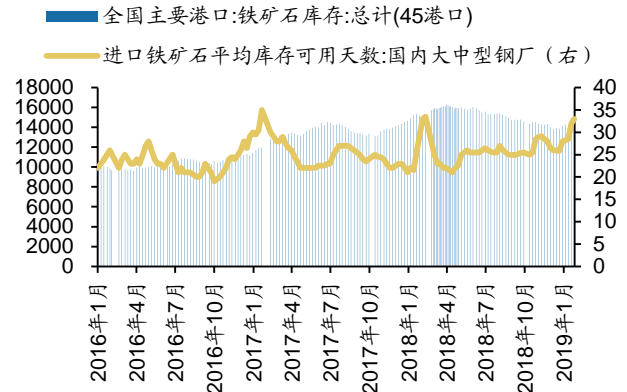
560元/吨 (+61.5%)。

图17: 铁矿石运价 (美元/吨)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图18: 铁矿石库存 (万吨)

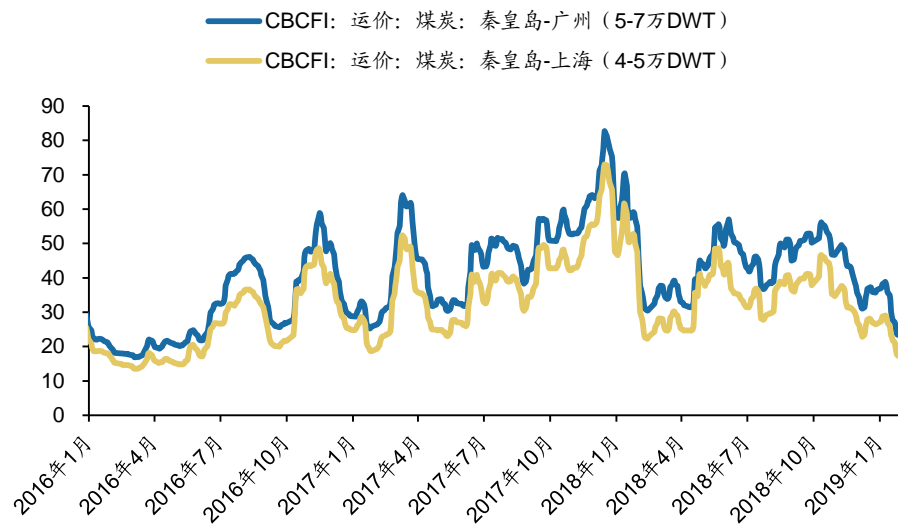


数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

■ 沿海煤炭运输市场——运价下跌 (以下括号内数据均为环比上周变化)

沿海煤炭运价: 秦皇岛至广州 (5-7万DWT) 航线运价为23.4元/吨, 周变动-4.3元/吨, 秦皇岛至上海 (4-5万DWT) 航线运价为17.3元/吨, 周变动-4.5元/吨。

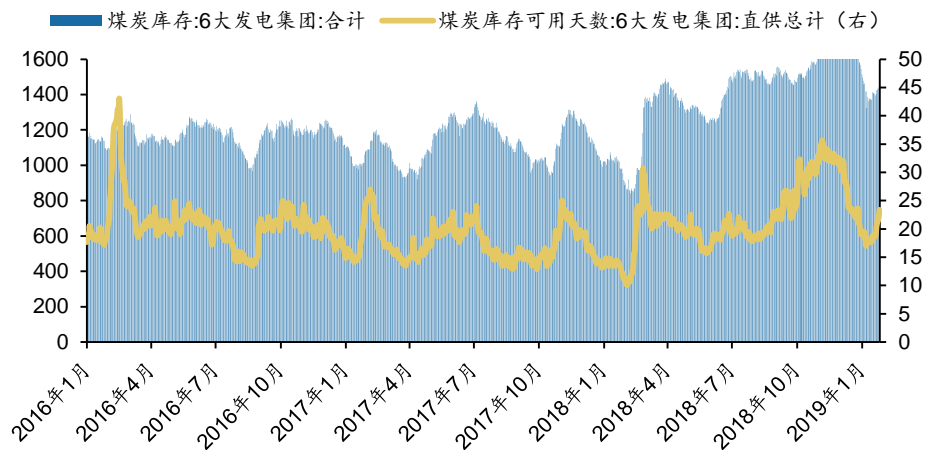
图19: 沿海煤炭运价 (元/吨)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

电厂/港口煤炭库存: 六大发电集团煤炭库存可用天数: 23.36天 (+4.80天); 煤炭港库存: 秦皇岛港煤炭库存量为565万吨 (-5.0%); 广州港煤炭库存: 本周为162万吨 (-17.21%)。

图20: 六大发电集团煤炭库存(万吨)



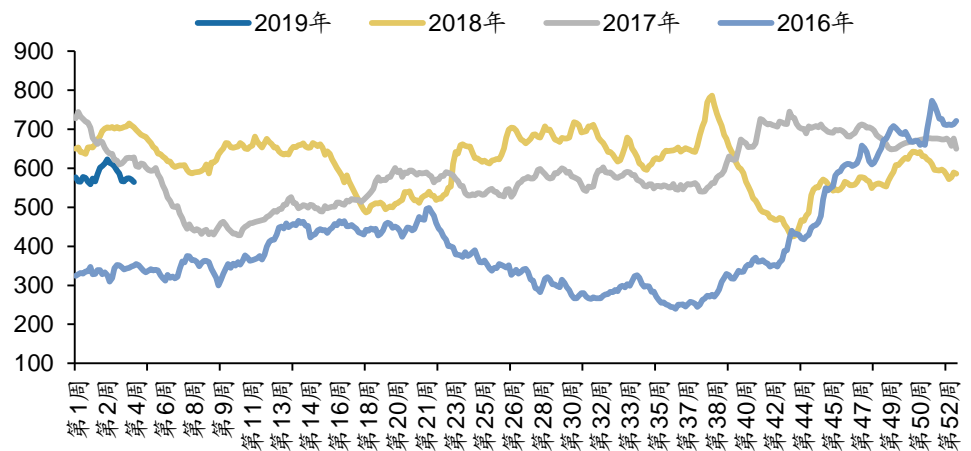
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

#### 4.2.2 陆运

##### ■ 铁路货运—秦皇岛港口煤炭库存减少

本周(01.21-01.25)平均库存570.20万吨,较前周(01.14-01.20)减少4.97%。

图21: 秦皇岛港口煤炭库存(万吨)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

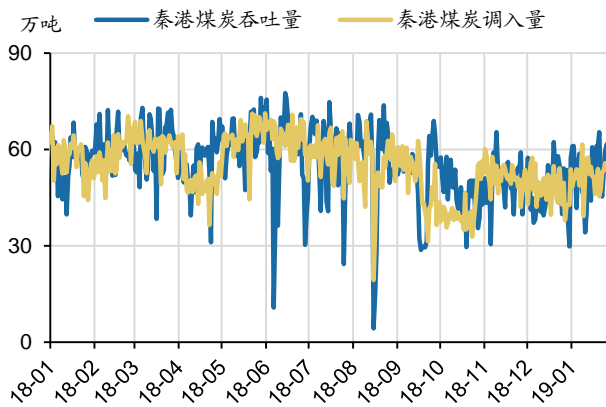
##### ■ 铁路货运—秦皇岛港煤炭调入量增加,煤炭吞吐量下降,锚地船舶数增加

本周(01.21-01.25)秦港煤炭日均吞吐量为53.44万吨,较前周(01.14-01.20)下降6.15%。

本周(01.21-01.25)秦港煤炭日均调入量为53.04万吨,较前周(01.14-01.20)增加5.00%。

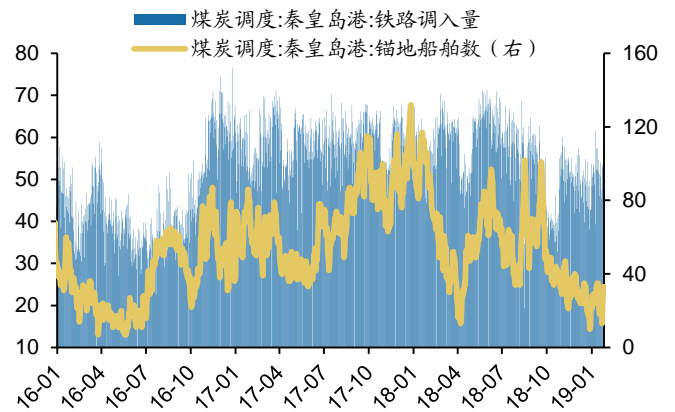
本周(01.21-01.25)秦港日均锚地煤炭船舶数为24.00艘,较前周(01.14-01.20)增加2.44%。

图22: 秦皇岛煤炭吞吐量(万吨)/调入量(万吨)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图23: 秦皇岛煤炭调入量(万吨)/锚地船舶(艘)



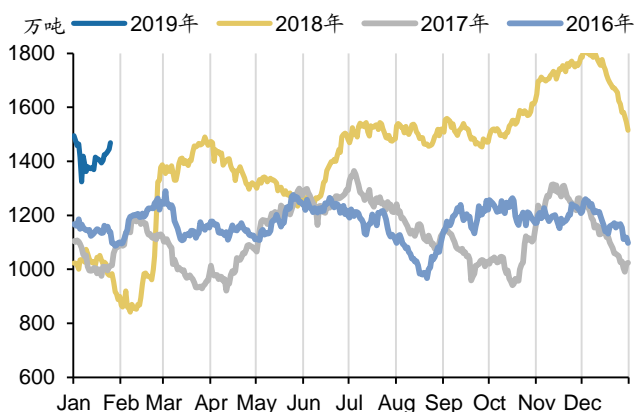
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

■ 铁路货运—六大电厂电煤库存量增加, 可用天数增加

本周(01.21-01.25)六大电厂期末煤炭库存为1469.30万吨, 较前周(01.14-01.20)增加4.66%。

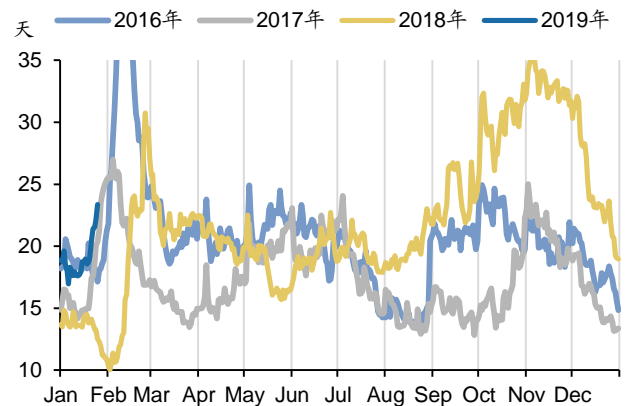
本周(01.21-01.25)六大电厂期末电煤库存可用天数为23.36天, 较前周(01.14-01.20)增加4.24天。

图24: 六大电厂电煤库存量(万吨)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图25: 六大电厂电煤库存可用天数(天)



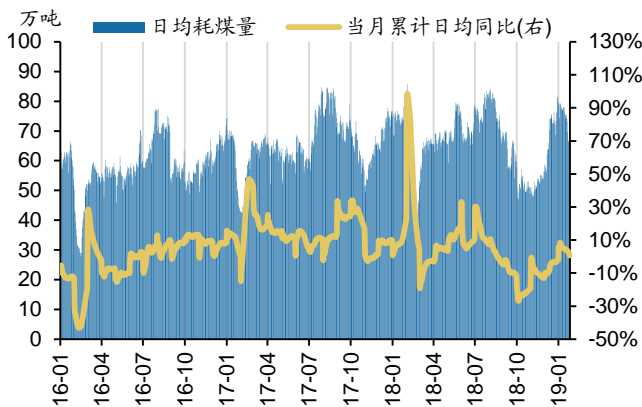
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

■ 铁路货运—六大电厂日均发电耗煤量下降

本周(01.21-01.25)六大电厂日均发电耗煤量为66.20万吨, 较前周(01.14-01.20)减少11.70%。

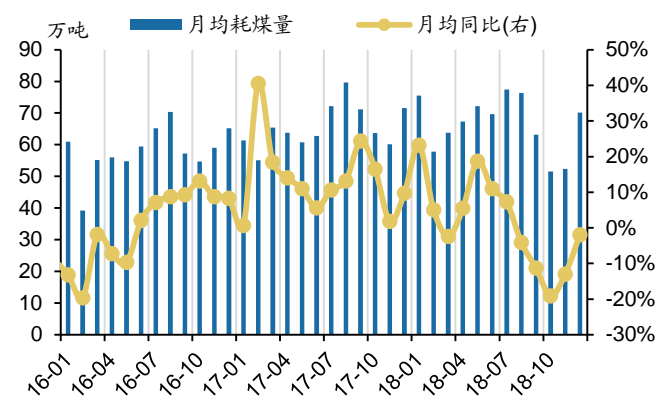
19年1月至今, 六大电厂日均发电耗煤量为62.90万吨, 同比增加0.65%。18年12月, 六大电厂月度日均发电耗煤量为70.16万吨, 同比下降1.96%。

图26: 六大电厂日均耗煤量(万吨)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图27: 六大电厂月度日均耗煤量(万吨)

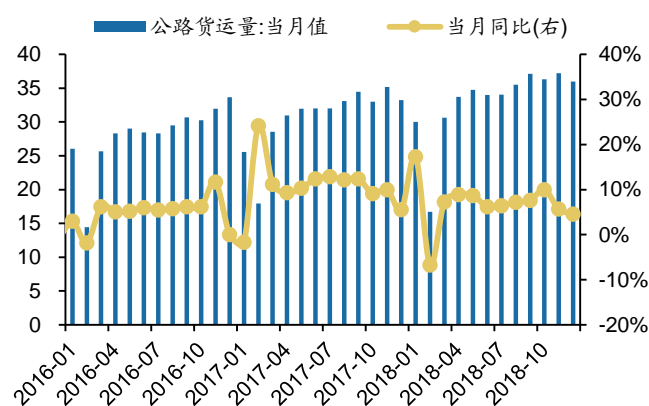


数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

### ■ 公路、铁路月度货运量

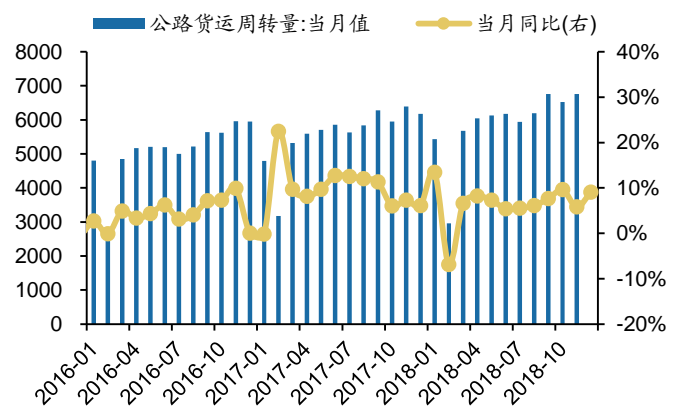
公路: 18年12月, 公路货运量为35.99亿吨, 同比增长4.56%, 累计同比增长7.40%。18年12月, 公路货运周转量同比增长9.05%, 累计同比增长6.60%。

图28: 公路货运量(亿吨)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图29: 公路货运周转量(亿吨公里)

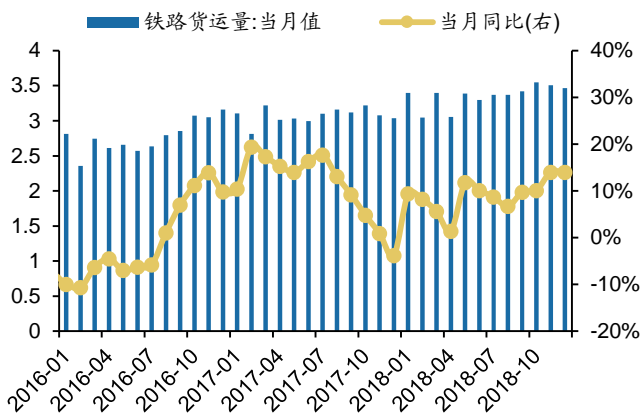


数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

铁路: 18年12月, 铁路货运量为3.46亿吨, 同比增长14.00%, 累计同比增长9.10%。18年12月, 铁路货运周转量为2497.77亿吨公里, 同比增长7.10%, 累计同比增长6.90%。

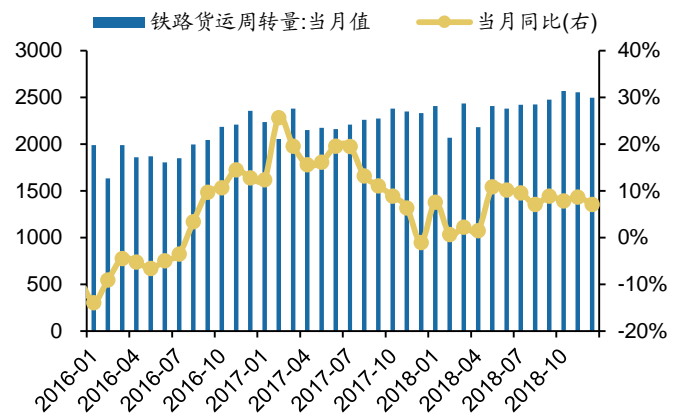


图30: 铁路货运量 (亿吨)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图31: 铁路货运周转量 (亿吨公里)



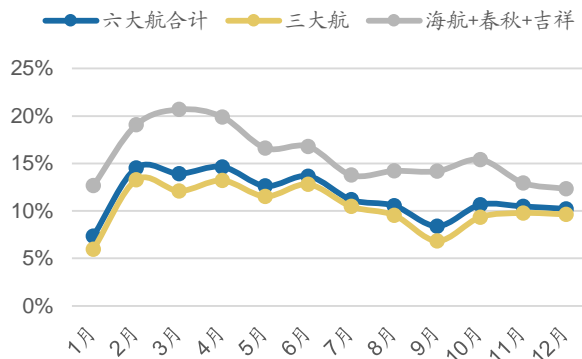
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

### 4.2.3 空运

#### ■ 航空公司月度数据

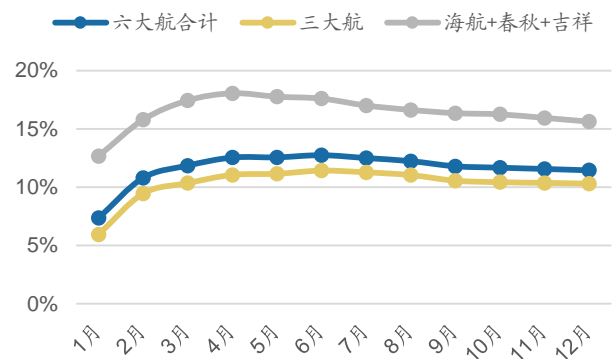
12月单月六大航ASK运力合计同增10.22%，1-12月累计同增11.45%，增速较11月上升，其中三大航合计12月提升至9.64%，海航+春秋+吉祥合计增速约12.32%。行业总体增速稍有提升。

图32: 12月单月六大航ASK运力合计同增10.22%



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

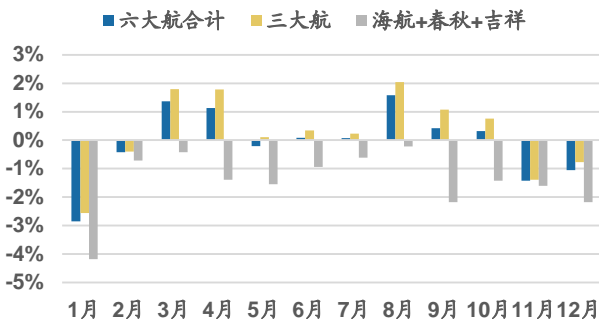
图33: 六大航ASK运力1-12月累计同增11.45%



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

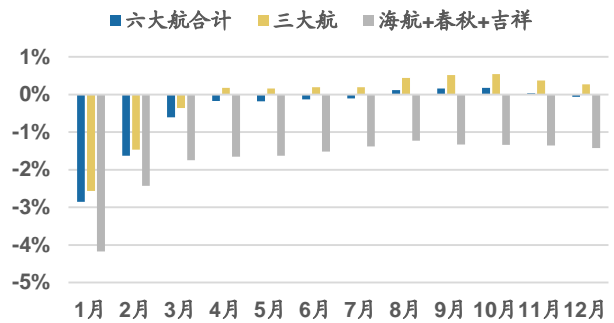
12月单月六大航合计客座率同降1.1pct，三大航合计同降约0.8pct，海航+春秋+吉祥合计客座率同比下滑2.2pct。六大航1-12月累计客座率同比降低0.06pct，行业客座率仍处在历史较高水平。

图34: 12月单月六大航合计客座率同降1.1pct, 三大航合计同降约0.8pcts



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

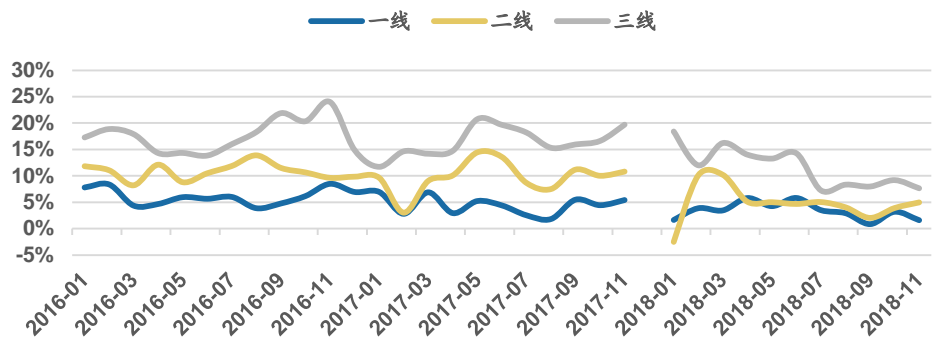
图35: 六大航1-12月累计客座率同比下滑0.06pct, 行业客座率仍处在历史较高水平



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

机场起降数据来看, 一二三线机场增速都继续放缓, 三线增速略增, 我们认为与今年旺季航班调控有密切关系。分别来看11月(最新)一线机场同增1.60%; 二线机场同增4.97%; 三线机场同增7.64%。

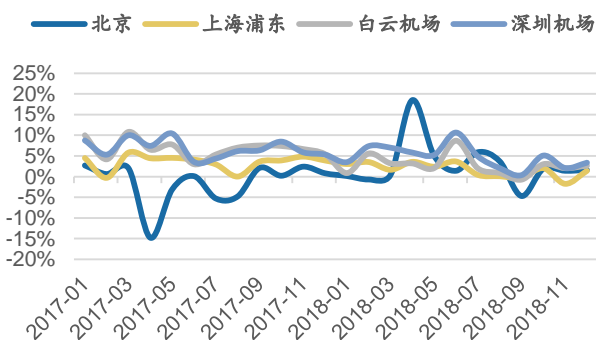
图36: 11月(最新)一线机场同增1.60%; 二线同增4.97%; 三线同增7.64%



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

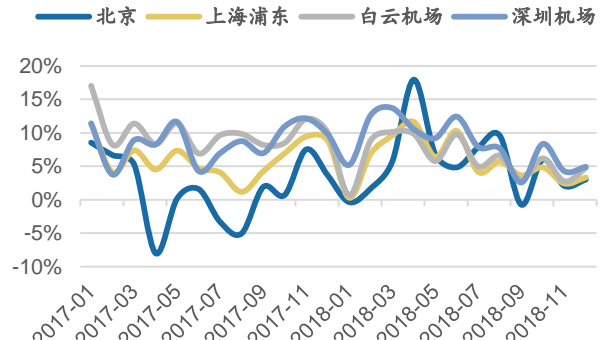
18年12月北京首都、上海浦东、白云、深圳机场起降架次分别同增: 1.6%、1.4%、2.6%、3.4%; 旅客量分别同增: 3.0%、3.3%、4.7%、4.9%。

图37: 12月北京首都、上海浦东、白云、深圳机场起降架次分别同增: 1.6%、1.4%、2.6%、3.4%



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图38: 12月北京首都、上海浦东、白云、深圳机场旅客量分别同增: 3.0%、3.3%、4.7%、4.9%



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

表4: 主要上市航司与机场最新业务量数据同比增速 (%) 更新

YOY		1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
中国国航	ASK	7.6%	11.8%	13.5%	15.3%	12.6%	14.0%	12.0%	9.6%	6.3%	7.8%	7.3%	8.1%
	客座率	-2.7%	-0.8%	0.8%	0.6%	-0.7%	-0.5%	-1.4%	1.2%	0.4%	0.0%	-1.8%	-1.7%
南方航空	ASK	6.0%	13.3%	13.4%	13.9%	12.7%	12.9%	13.3%	13.8%	9.3%	12.4%	12.2%	10.9%
	客座率	-2.1%	-0.5%	2.0%	1.6%	0.0%	-0.2%	0.1%	2.0%	1.6%	0.6%	-1.8%	-0.8%
东方航空	ASK	4.1%	14.9%	8.9%	10.1%	8.9%	11.3%	5.4%	4.3%	4.4%	7.3%	9.4%	9.8%
	客座率	-2.9%	0.2%	2.7%	3.3%	1.2%	2.1%	2.2%	3.1%	1.1%	1.8%	-0.5%	0.3%
海南航空	ASK	12.7%	19.9%	21.5%	19.6%	18.4%	18.3%	16.7%	16.5%	14.8%	16.2%	13.9%	11.4%
	客座率	-4.1%	0.5%	0.3%	-1.4%	-1.8%	-1.5%	-0.7%	-0.5%	-2.4%	-1.8%	-2.3%	-3.0%
春秋航空	ASK	15.0%	16.7%	19.7%	22.4%	17.1%	19.0%	9.0%	11.1%	22.0%	19.2%	13.5%	17.2%
	客座率	-6.1%	-3.2%	-2.6%	-2.6%	-1.5%	0.8%	-0.9%	-0.8%	-2.5%	-0.6%	0.4%	0.6%
吉祥航空	ASK	10.0%	18.1%	18.3%	18.8%	8.5%	7.7%	6.5%	7.6%	3.5%	8.0%	8.2%	11.4%
	客座率	-2.5%	-3.3%	-1.4%	-0.2%	-0.4%	-0.3%	0.4%	2.1%	-0.8%	-0.3%	-0.3%	-1.8%
首都机场	起降架次	0.1%	-0.7%	0.4%	18.5%	5.0%	1.4%	5.9%	3.7%	-4.7%	1.9%	1.4%	1.6%
	旅客	-0.4%	1.7%	5.7%	17.9%	6.8%	4.8%	7.8%	9.6%	-0.8%	6.0%	2.1%	3.0%
上海机场	起降架次	3.0%	3.5%	1.6%	3.6%	2.4%	3.7%	0.4%	0.1%	-0.3%	2.0%	-1.8%	1.4%
	旅客	0.3%	6.9%	9.6%	11.6%	6.4%	10.3%	4.1%	5.7%	3.6%	4.8%	2.4%	3.3%
白云机场	起降架次	0.8%	5.6%	3.2%	3.2%	2.1%	8.7%	2.0%	0.9%	-0.7%	3.0%	2.0%	2.6%
	旅客	0.6%	8.9%	10.1%	9.8%	5.8%	9.8%	5.0%	6.6%	3.0%	6.2%	2.7%	4.7%
深圳机场	起降架次	3.5%	7.4%	7.0%	5.8%	5.2%	10.6%	4.9%	2.0%	0.4%	5.1%	2.1%	3.4%
	旅客	5.2%	12.6%	13.7%	10.6%	9.2%	12.4%	7.9%	7.7%	2.6%	8.3%	4.3%	4.7%

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

#### ■ 油价汇率

布伦特原油: 布伦特原油价格收于61.41美元/桶(01月24日); 相比上周下跌0.98%(01月18日); 年初至今累计同比下跌7.65%。

NYMEX轻质原油: NYMEX轻质原油价格收于53.69美元/桶(01月25日); 相比上周下跌0.20%(01月18日); 年初至今累计同比下跌11.14%。

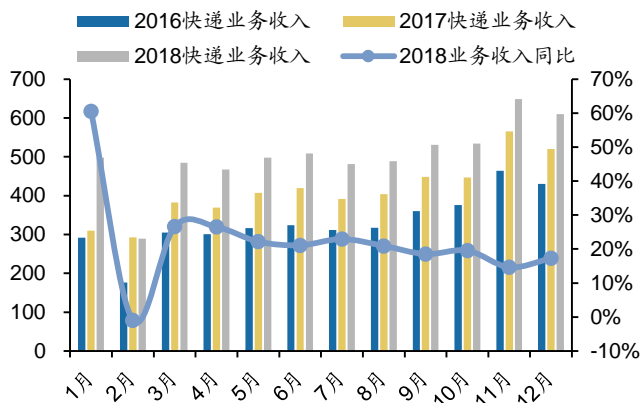
美元兑人民币汇率: 美元兑人民币汇率收于6.7941(01月25日); 较上周人民币贬值0.41%(01月18日); 年初至今贬值3.83%。

#### 4.2.4 快递

##### ■ 快递业务收入及业务量

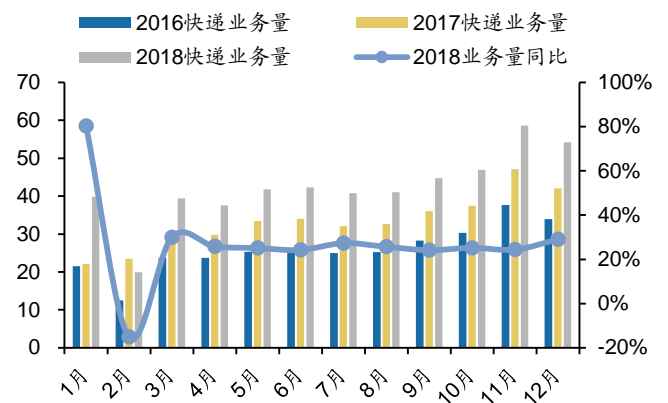
12月全行业快递业务收入为609.60亿元, 同比增长17.28%; 快递业务量为54.18亿件, 同比增长28.99%。

图39: 快递业务收入 (亿元)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图40: 快递业务量 (亿件)



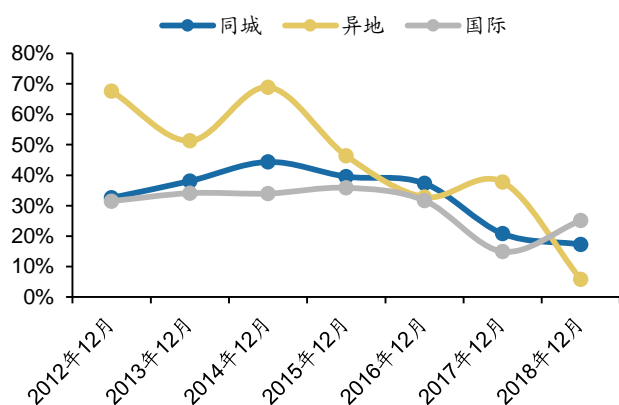
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

■ 快递分类型收入及业务量

12月同城收入为86.10亿元, 同增5.77%; 异地收入为318.70亿元, 同增25.18%; 国际收入为53.70亿元, 同减10.50%;

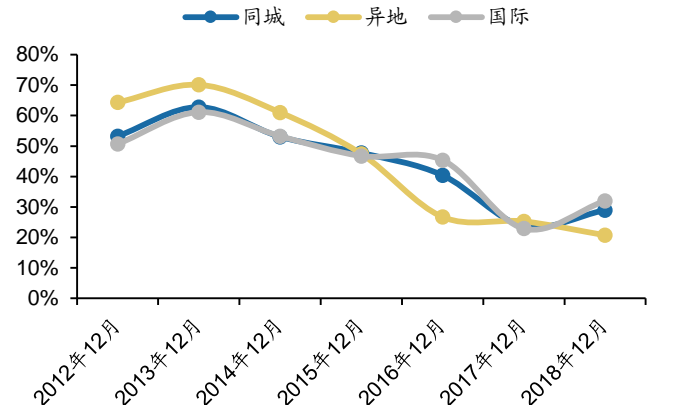
12月同城业务量为11.75亿件, 同增20.73%; 异地业务量为41.39亿件, 同增32.03%; 国际业务量为1.04亿件, 同增12.86%。

图41: 快递分类型收入增速 (%)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图42: 快递分类型业务量增速 (%)

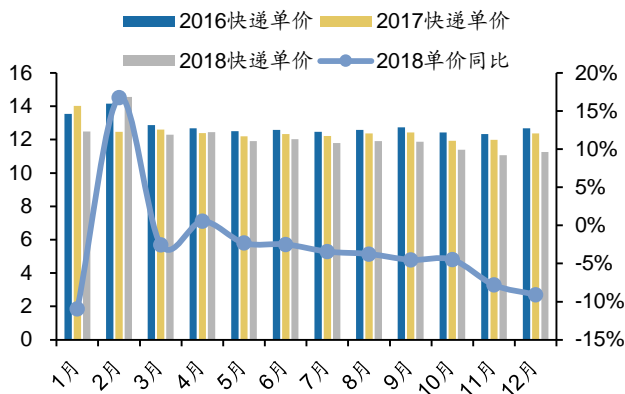


数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

■ 快递分类型平均单价

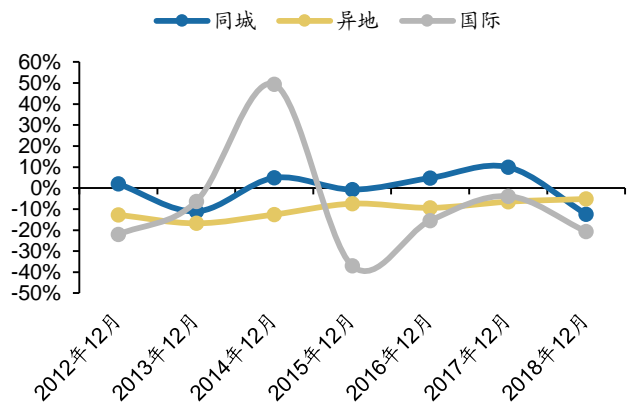
12月同城业务单价为7.33元, 同减12.39%; 异地业务单价为7.70元, 同减5.19%; 国际业务单价为51.65元, 同减20.70%。

图43: 快递平均单价增速 (元/%)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图44: 快递分类型单价增速 (%)

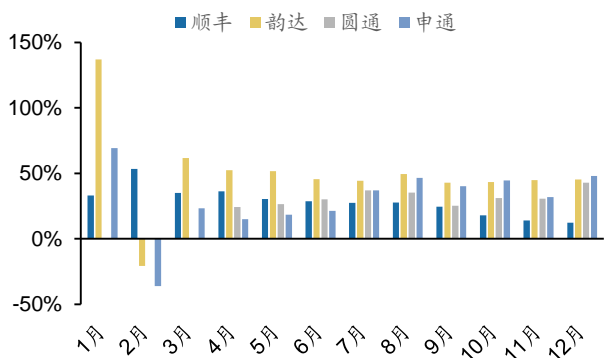


数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

■ 快递公司量价与市场份额

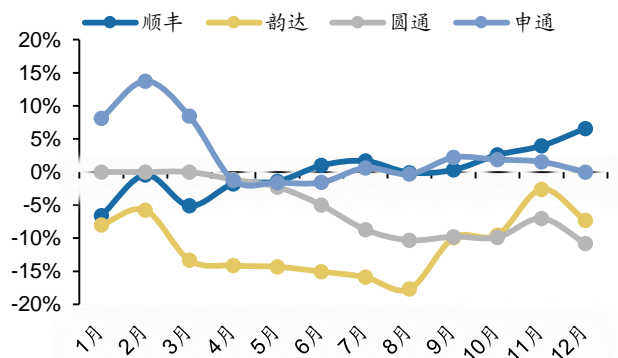
12月, 顺丰控股、韵达股份、圆通速递、申通快递单量同比增速分别为12.24%、45.30%、42.93%、47.98%, 单价同比增速分别为6.59%、-7.34%、-10.81%、0.00%。剔除派费因素影响(假设派费与上半年持平), 预计圆通速递、申通快递的单价降幅分别为**11.99%**和**5.70%**。

图45: 2018年, A股快递单量增速



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图46: 2018年, A股快递单价增速



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

12月, 顺丰+韵达+圆通+申通单量总计同比增长40.96%, 市占率总计46.40%; CR8剔除顺丰、韵达、圆通、申通后单量同比增20.90%, 市占率总计33.97%。

1-9月, 顺丰+韵达+圆通+申通+中通+百世单量总计同比增长32.45%, 市占率总计71.39%; CR8剔除顺丰、韵达、圆通、申通、中通、百世单量同比增长34.57%, 市占率总计9.67%。

表 5: 2018 年快递公司单量和份额数据

单量	顺丰+韵达+圆通+申通				CR8 剔除顺丰、韵达、圆通、申通			
	2018	2017	同比	市占率	2018	2017	同比	市占率
亿件	2018	2017	同比	市占率	2018	2017	同比	市占率
1-3月	42.46	31.89	33.16%	42.81%	37.12	26.18	41.81%	37.43%
4月	17.21	13.04	31.99%	45.86%	13.22	10.04	31.67%	35.24%
5月	18.86	14.25	32.32%	45.14%	15.15	11.70	29.47%	36.26%



6月	18.59	14.06	32.18%	43.96%	15.87	12.42	27.79%	37.54%
1-6月	97.12	73.24	32.60%	43.99%	82.82	61.49	34.69%	36.86%
7月	18.27	13.29	37.47%	44.77%	14.99	11.65	28.71%	36.73%
8月	18.32	13.03	40.60%	44.67%	15.07	12.43	21.21%	36.73%
9月	20.17	15.09	33.65%	45.06%	16.27	13.11	24.10%	36.34%
1-9月	153.88	114.66	34.21%	44.30%	129.14	98.67	30.88%	36.76%
10月	21.05	15.51	35.71%	44.86%	17.09	13.87	23.24%	36.44%
11月	26.24	19.89	31.95%	44.75%	21.43	18.15	18.05%	36.55%
12月	25.14	17.84	40.96%	46.40%	18.40	15.22	20.90%	33.97%
全年	<b>226.31</b>	<b>167.89</b>	<b>34.80%</b>	<b>44.63%</b>	<b>185.46</b>	<b>147.35</b>	<b>25.86%</b>	<b>36.57%</b>
份额	顺丰	韵达	圆通	申通	中通	百世	合计	CR8 其余
1-3月	9.23%	12.71%	12.00%	8.87%	16.12%	9.58%	68.51%	12.19%
4月	8.13%	14.71%	13.46%	9.57%				
5月	7.51%	14.53%	13.40%	9.69%				
6月	7.64%	13.60%	13.22%	9.51%				
1-6月	8.41%	13.57%	12.75%	9.27%	16.83%	10.10%	70.92%	10.58%
7月	7.38%	13.80%	13.36%	10.24%				
8月	7.53%	14.00%	12.56%	10.58%				
9月	7.48%	14.10%	12.73%	10.75%				
1-9月	8.07%	13.71%	12.79%	9.73%	16.73%	10.37%	71.39%	9.67%
10月	6.42%	14.15%	13.41%	10.89%				
11月	6.65%	13.66%	13.95%	10.49%				
12月	6.94%	13.97%	14.29%	11.20%				
全年	<b>7.63%</b>	<b>13.77%</b>	<b>13.14%</b>	<b>10.08%</b>				

数据来源：公司月度经营公告，wind，广发证券发展研究中心

## 风险提示

宏观经济下行；极端天气造成航班执行率大幅低于预期；“公转铁”政策实施、铁路基础设施建设不及预期；电商增速大幅下滑、人力成本快速攀升等。

## 广发交通运输行业研究小组

- 关 鹏： 分析师，上海财经大学数量经济学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。联系方式：guanpeng@gf.com.cn。
- 孙 瑜： 联系人，新加坡国立大学金融工程硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。联系方式：suny@gf.com.cn。
- 曾靖珂： 联系人，上海交通大学管理科学与工程硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。联系方式：zengjingke@gf.com.cn。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河北路 183 号大都会广场 5 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区世纪大道 8 号国金中心一期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
邮政编码	510075	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密性

务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

## 权益披露

- (1) 广发证券在过去 12 个月内与东方航空(600115)公司有投资银行业务关系。
- (2) 广发证券在过去 12 个月内与东方航空(00670)公司有投资银行业务关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。