

# 交通运输行业

## 中铁特货完成股权转让，铁路资产证券化加速

### 核心观点：

#### ● 快递：拼多多 2018 订单量达 111 亿件，预计今年快递增速将高于 23%

根据拼多多 2019 年 2 月 8 日披露的定增预案，拼多多移动平台 2018 年订单量总计达 111 亿件，同比增长 158.1%。2018 年，全国快递总量为 507.10 亿件，按照 111 亿件计算，拼多多贡献快递占比达 21.89%。

根据上述新增信息，我们调整模拟测算，假设拼多多 2018 年产生快递量为 100 亿件，2019 年同比增速为 90%，其他来源快递同比增长 12%，那么 2019 年快递行业增速将高于 23%。在电商低线城市快速成长的背景下，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，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：农历错峰 1 月客座率同比提升

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 1 月经营数据：南航、国航、东航、海航、春秋、吉祥 1 月 ASK 分别同增 16.01%、9.4%、16.44%、16.71%、11.41%、22.09%，六大航 1 月运力合计同比增长 14.53%；同时，南航、国航、东航、海航、春秋、吉祥 1 月客座率分别较去年同期变化+0.33pcts、+1.10pcts、+1.79 pcts、+0.49pcts、+3.57pcts、-1.10pcts，六大航 1 月平均客座率同比变化+0.6pcts。受农历错峰影响，客座率同比明显回升。

#### ● 铁路：中铁特货完成股权转让，铁路资产证券化提速

2019 年 2 月 14 日，中国铁路总公司下属中铁特货运输有限责任公司在上海联合产权交易所顺利完成股权转让，为推动公司上市创造有利条件。

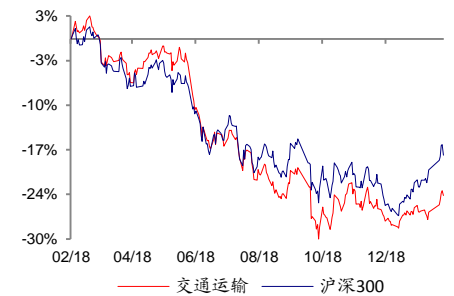
从近期动向看，目前中铁总公司制改革基本完成，公司治理结构有所完善。而 2019 年中央经济工作会议重点工作部署进一步点名“加快推动中国铁路总公司股份制改造”——从公司制改革到股份制改革的快速推进，显示铁路系统亟待推进股权多元化、优化资本经营效率效益。预计此后伴随中铁总股份制改革有序推进，中铁总内部收支清算制度将进一步明确，市场经营机制、内部管理及权责制度将进一步完善，届时将会有更多股改上市、债转股、或上市公司再融资等资产证券化动向。

### 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	2019-02-18

### 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:2019 春运前 2019-02-12

20 天客运量同增 0.79%，整体保持平稳增长

交通运输行业:拼多多“年货节”总物流订单数同增逾

340%

交通运输行业:2018 快递量同 2019-01-20

增 26.6%，A 股快递市占率提至 44.6%

联系人：孙瑜 021-60750602

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
<b>快递：拼多多 2018 年订单量达 111 亿件，预计今年快递增速将高于 23%</b> .....	5
<b>航空：六大航 2019 年 1 月 ASK 同增 14.53%，平均客座率略有回升</b> .....	6
<b>铁路：中铁特货完成股权转让，关注板块资产证券化动向</b> .....	7
<b>海运：油运、集运运价下跌，散运运价回升</b> .....	8
三、本周重点新闻.....	10
<b>●招商港口通过 30 亿参与定增并最终控股湛江港</b> .....	10
四、本周数据跟踪.....	11
4.1 本周市场行情回顾.....	11
<b>4.1.1 交运涨跌幅</b> .....	11
<b>4.1.2 板块估值</b> .....	12
4.2 行业数据跟踪.....	13
<b>4.2.1 海运</b> .....	13
<b>4.2.2 陆运</b> .....	17
<b>4.2.3 空运</b> .....	20
<b>4.2.4 快递</b> .....	23
风险提示.....	25

## 图表索引

图 1: 本周各行业涨跌幅 .....	11
图 2: 本周交运子行业涨跌幅 .....	11
图 3: 本周交运板块涨跌幅前五及后五个股 .....	11
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 2 月 15 日) .....	12
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 2 月 15 日) .....	12
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 2 月 15 日) .....	12
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 2 月 15 日).....	12
图 8: 航空板块各航司 PB (LF) 整体处于历史低位区域 (截至 2 月 15 日) ....	13
图 9: 机场板块厦门空港估值接近历史低位 (截至 2 月 15 日) .....	13
图 10: 快递板块各公司 PE (TTM) 整体处于历史最低位 (截至 2 月 15 日) ...	13
图 11: 快递板块 PB (LF) 均处于历史最低位 (截至 2 月 15 日) .....	13
图 12: 原油价格 (美元/桶) .....	14
图 13: 原油运输指数.....	14
图 14: 欧线集装箱运价 (美元/TEU) .....	15
图 15: 美线集装箱运价 (美元/FEU) .....	15
图 16: 波罗的海干散货指数 (BDI) .....	15
图 17: 铁矿石运价 (美元/吨) .....	16
图 18: 铁矿石库存 (万吨) .....	16
图 19: 沿海煤炭运价 (元/吨) .....	16
图 20: 六大发电集团煤炭库存 (万吨) .....	17
图 21: 秦皇岛港口煤炭库存 (万吨) .....	17
图 22: 秦皇岛煤炭吞吐量 (万吨)/调入量 (万吨) .....	18
图 23: 秦皇岛煤炭调入量 (万吨)/锚地船舶 (艘) .....	18
图 24: 六大电厂电煤库存量 (万吨) .....	18
图 25: 六大电厂电煤库存可用天数 (天) .....	18
图 26: 六大电厂日均耗煤量 (万吨) .....	19
图 27: 六大电厂月度日均耗煤量 (万吨) .....	19
图 28: 公路货运量 (亿吨) .....	19
图 29: 公路货运周转量 (亿吨公里) .....	19
图 30: 铁路货运量 (亿吨) .....	20
图 31: 铁路货运周转量 (亿吨公里) .....	20
图 32: 1 月单月六大航 ASK 运力合计同增 14.53%.....	20
图 33: 六大航 ASK 运力 1 月累计同增 14.53% .....	20
图 34: 1 月单月六大航合计客座率同增 0.6pct, 三大航合计同增约 0.5pcts .....	21
图 35: 六大航 1 月累计客座率同比增加 0.6pct, 行业客座率仍处在历史最低水平	

.....	21
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%	21
.....	21
图 37: 1 月上海浦东、白云、深圳机场起降架次分别同增: 3.6%、6.1%、7.8%	22
.....	22
图 38: 1 月上海浦东、白云、深圳机场旅客量分别同增: 8.8%、8.7%、10.9%	22
图 39: 快递业务收入 (亿元) .....	23
图 40: 快递业务量 (亿件) .....	23
图 41: 快递分类型收入增速 (%) .....	23
图 42: 快递分类型业务量增速 (%) .....	23
图 43: 快递平均单价增速 (元\%) .....	24
图 44: 快递分类型单价增速 (%) .....	24
图 45: 2018 年, A 股快递单量增速 .....	24
图 46: 2018 年, A 股快递单价增速 .....	24
表 1: 下周 (2019.02.18-02.22) 推荐组合, 股价为 2019 年 02 月 15 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: 2017 年度中铁特货主要财务数据 (亿元) 及此次股权转让估值 .....	7
表 4: 2017 年度中铁特货 ROE 杜邦拆解与铁路上市公司对比 .....	7
表 5: 本周海运行业主要指数 .....	14
表 6: 主要上市航司与机场最新业务量数据同比增速 (%) 更新 .....	22
表 7: 2018 年快递公司单量和份额数据 .....	25

## 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日开始兑现，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。

2019年2月14日，中国铁路总公司下属中铁特货运输有限责任公司（以下称特货公司）在上海联合产权交易所顺利完成股权转让，为推动特货公司上市创造了有利条件。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（A+H：601333.SH，00525.HK）**、**铁龙物流**，当前公司估值已经反映前期悲观预期。

根据拼多多2019年2月8日披露的定增预案，拼多多移动平台2018年订单量总计达111亿件，同比增长158.1%。2018年，全国快递总量为507.10亿件，按照111亿件计算，拼多多贡献快递占比达21.89%。

跟据上述新增信息，我们调整模拟测算，假设拼多多2018年产生快递量为100亿件，2019年同比增速为90%，其他来源快递同比增长12%，那么2019年快递行业增速将高于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。建议配置当前估值处于板块绝对低位的**申通快递**。

表1：下周（2019.02.18-02.22）推荐组合，股价为2019年02月15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	
600009.sh	上海机场	买入	52.00	1.91	2.13	2.91	3.14	27.23	24.41	17.87	16.56	3.69
002468.sz	申通快递	增持	19.95	0.97	1.31	1.46	1.69	20.57	15.23	13.66	11.80	3.79
601333.sh	广深铁路	买入	3.58	0.14	0.16	0.23	0.18	25.57	22.38	15.57	19.78	0.87
600125.sh	铁龙物流	买入	7.51	0.25	0.38	0.48	0.61	29.68	19.76	15.65	12.31	1.76

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 2018 年订单量达 111 亿件，预计今年快递增速将高于 23%

根据拼多多 2019 年 2 月 8 日披露的定增预案，拼多多移动平台 2018 年订单量总计达 111 亿件，同比增长 158.1%。2018 年，全国快递总量为 507.10 亿件，按照 111 亿件计算，拼多多贡献快递占比达 21.89%。

根据上述新增信息，我们对 2019 年快递行业增速模拟测算进行了调整：首先，假定当前拼多多产生快递增速和物流订单增速基本持平，即拼多多 2018 年创造的快递量同增 158.1%；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 年产生快递量为 110 亿件、100 亿件、90 亿件、80 亿件四种情形，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 112.54%），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 10 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；根据拼多多“年货节”340% 增势保守判断，2019 年增速大概率在 90% 左右，因此，综合来看，快递 2019 年仍有 23% 以上的增速，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 年拼多多贡献快递量	110	100	90	80
2018 年拼多多贡献快递占比	22%	20%	18%	16%
2017 年拼多多贡献快递量	43	39	35	31
2017 年拼多多贡献快递占比	11%	10%	9%	8%
2018 年其他来源快递增速	11%	13%	14%	16%
2019 年其他来源快递增速	10%	12%	13%	15%
拼多多 2019 年同比增速				
90%	27%	27%	27%	26%
70%	23%	23%	23%	23%
50%	19%	19%	20%	20%
40%	16%	17%	18%	19%

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。随着中通收购中转场、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 2019 年 1 月 ASK 同增 14.53%，平均客座率略有回升

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 1 月经营数据：

整体来看，南航、国航、东航、海航、春秋、吉祥 1 月 ASK 分别同增 16.01%、9.4%、16.44%、16.71%、11.41%、22.09%，**六大航运力合计同比增长 14.53%，较 18 年 1-12 月累计增速提升了 3.08pcts**；同时，南航、国航、东航、海航、春秋、吉祥 1 月客座率分别较去年同期变化 +0.33pcts、+1.10pcts、+1.79pcts、+0.49pcts、+3.57pcts、-1.10pcts，六大航平均客座率同比变化 0.6pcts。

国内航线方面，南航、国航、东航、海航、春秋、吉祥 1 月 ASK 分别同增 15.47%、9.6%、20.52%、13.71%、9.46%、21.29%，**六大航运力合计同比增长 14.91%，较**

**1-12月累计增速提升了4.26pcts**；同时，南航、国航、东航、海航、春秋、吉祥1月客座率分别较去年同期变化**-0.93pcts、-0.50pcts、+0.13pcts、+0.71pcts、+1.10pcts、-0.81pcts**。

国际航线方面，南航、国航、东航、海航、春秋、吉祥1月ASK分别同增**17.20%、8.40%、9.61%、27.81%、14.90%、25.60%**，**六大航运力合计同比增长13.69%**，**较1-12月累计增速提升0.41pcts**；同时，南航、国航、东航、海航、春秋、吉祥1月客座率分别较去年同期变化**+3.06pcts、+3.20pcts、+4.65pcts、+0.93pcts、+8.69pcts、-2.41pcts**。

2018年全年来看，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。；受农历春节错峰影响，客座率同比显著回升。

**风险提示：**人民币汇率大幅波动、油价大幅上行

### 铁路：中铁特货完成股权转让，关注板块资产证券化动向

中国铁路报道显示，2019年2月14日，中国铁路总公司下属中铁特货运输有限责任公司（以下称特货公司）在上海联合产权交易所顺利完成股权转让，为推动特货公司上市创造了有利条件。

2018年12月17日特货公司发布股权转让公告后，国内多家大型企业和投资机构表现出浓厚兴趣。特货公司秉持开放合作、优势互补的理念，与意向受让方进行了充分接洽。2019年1月11日挂牌期满后，按照国有产权交易相关规定，意向投资人通过网络竞价的方式竞买公司股权，最终东风汽车、北京汽车、中车资本、京东物流、普洛斯、中集投资等6家企业取得特货公司15%的股权，成交金额23.65亿元。

从中铁特货财务表现来看，公司ROE相比行业可比公司存在一定优化空间。分拆看，公司净利润率表现相对较好，资产周转率及负债率表现相对有所拖累。随着后续IPO募集资金进行三十多块物流场站的收购投放，公司经营规模优势逐渐发挥，资产周转率或将有所提升。

**表3：2017年度中铁特货主要财务数据（亿元）及此次股权转让估值**

营业收入	营业利润	净利润	公司评估价值	PE 估值
62.97	5.81	5.82	157.70	27.08
资产总计	负债总计	所有者权益	PB 估值	
161.76	18.34	143.41	1.10	

数据来源：上海联合产权交易所，广发证券发展研究中心

**表4：2017年度中铁特货 ROE 杜邦拆解与铁路上市公司对比**

	大秦铁路	铁龙物流	广深铁路	中铁特货
ROE	13.43%	6.28%	3.54%	4.06%
净利润率	23.54%	2.81%	5.52%	9.25%

资产周转率	44.30%	143.06%	54.83%	38.93%
资产负债率	20.97%	40.14%	15.70%	11.34%

数据来源：上海联合产权交易所，广发证券发展研究中心

**铁路改革自上而下政策力度有所显现，资产证券化加速信号明确。**从近期动向看，2018年12月5日中铁总更名为“中国国家铁路集团有限公司”获工商局核准，2019年1月2日全路年度工作会议上宣布分别任命杨宇栋、陆东福为中国铁路总公司总经理、董事长，显示中铁总公司制改革基本完成，公司治理结构有所完善。

而2019年中央经济工作会议重点工作部署进一步点名“加快推动中国铁路总公司股份制改造”——从公司制改革到股份制改革的快速推进，显示铁路系统亟待推进股权多元化、优化资本经营效率效益。

2019年度工作会议上，陆东福亦表示2019年工作重点之一就是股份制改造，并提到会推动重点项目股改上市，推进市场化债转股和上市公司再融资工作，还将实施铁路领域混改三年工作计划，择优推进混改试点。

**铁总股改将对子公司资产证券化提供制度铺垫，建议关注优质公司股改上市及上市公司再融资动向。**面对铁路建设投融资的巨大压力，资产证券化将对铁路资产配置效率提供优化，一方面可加快盈利性资产变现以反哺基建投入，另一方面也有助于国家集中财政资源对公益性业务进行针对性投放。具体看，目前京沪高铁、中铁特货均在准备上市，预计此后伴随中铁总股份制改革有序推进，中铁总内部收支清算制度将进一步明确，市场经营机制、内部管理及权责制度将进一步完善，届时将会有更多股改上市、债转股、或上市公司再融资等资产证券化动向。

**风险提示：**铁路领域股份制改革推进不达预期，新股发行及再融资政策变动超预期。

## 海运：油运、集运运价下跌，散运运价回升

**油运：**全球原油运输市场的运价下跌。CT1（中东-中国宁波）报WS 47.77，较上周下跌0.31%，CT2（西非-中国宁波）报WS 49.69，较上周下跌0.38%。2月14日，上海航运交易所发布的中国进口原油综合指数（CTFI）报709.85点，较上期下跌10.75%。

**集运：**本周集运需求平淡，运价下跌。欧洲航线较上期下跌5.63%。美西航线较上期下跌了7.98%。2月15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888.29点，较上期下跌4.9%。

**散运：**本周散货板块需求、运价回升。BDI收报于639，较上周上升了6.32%，BPI收于619，较上周上升了7.84%，BCI收于729，较上周下跌了7.95%。2月14日，上海航运交易所发布的远东干散货（FDI）综合指数为633.19点，运价指数为680.41，租金指数为562.36点，与上期相比分别上涨了1.8%，0.1%和5.1%。

**沿海散货市场：**春节结束后企业陆续恢复工作，沿海散货的市场需求有所复苏，运价有所回升。2月15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947.45点，较上周上涨了1.6%。



**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

#### ● 招商港口通过 30 亿参与定增并最终控股湛江港

招商港口公告、Wind

招商港口的全资子公司港航香港与湛江基投、湛江港于2019年1月8日在湛江市签署《增资协议》。湛江港以每股人民币1.867元或等值外币的价格增发18.5万股普通股从而将其注册资本增加至人民币58.7亿元，其中，港航香港认购16.1亿股普通股，占于认购股份发行日湛江港已发行股份的27.4%，认股价款合计为人民币30亿元或等值外币。

港航香港于2019年2月2日收到国家市场监督管理总局出具的《经营者集中反垄断审查不实施进一步审查决定书》，国家市场监督管理总局经审查决定，对本次交易不实施进一步审查，港航香港从即日起可以实施集中。本次交易完成后，公司合计控制湛江港58.4%股权，湛江港将纳入公司合并报表范围。

#### 点评：

湛江港是我国沿海25个主要港口之一，“一带一路”战略支点港口、西南沿海港口群的主体港、中西部地区货物进出口的主通道和中国南方能源、原材料等大宗散货的主要流通地，是华南沿海地区通航条件和原油、铁矿石接卸条件最好的港口。2018年，湛江港完成港口吞吐量3.02亿吨，同比增长6.5%，其中铁矿石吞吐量达到了5500万吨，港口吞吐量位列全国沿海港口第11位。

招商港口本次控股湛江港，意在打造以湛江港为重要枢纽的中国西南区域“一带一路”的海陆双通道，加强公司在中国西南区域的战略布局。

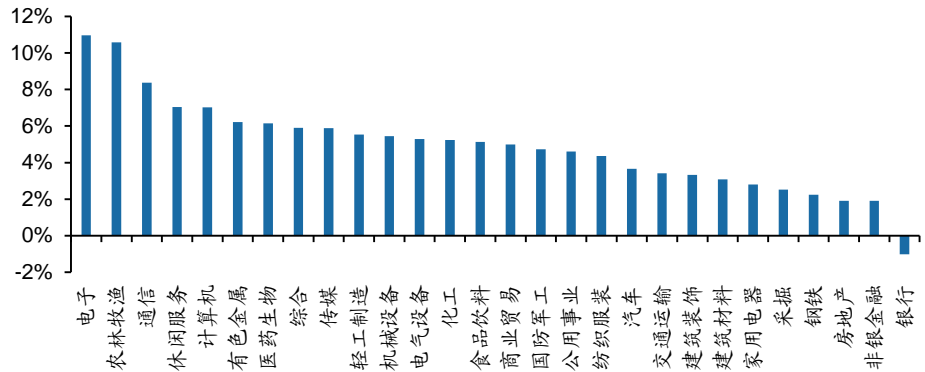
## 四、本周数据跟踪

### 4.1 本周市场行情回顾

#### 4.1.1 交运涨跌幅

本周交运行业上涨3.42%，在28个申万一级行业中排名第20位。

图1：本周各行业涨跌幅

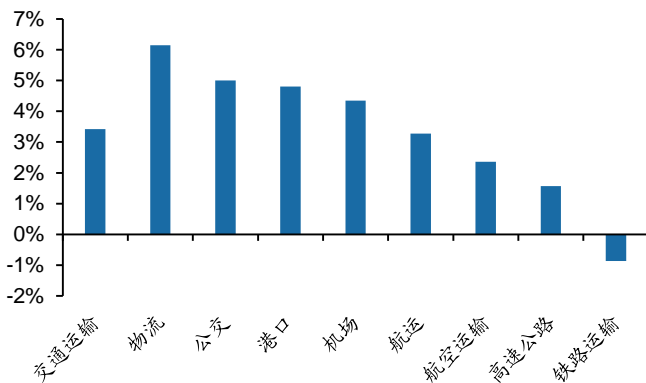


数据来源：wind，广发证券发展研究中心

本周交运子版块中，物流板块涨跌幅表现最好，上涨6.14%；铁路运输板块涨跌幅表现靠后，下跌0.86%。8个交运子版块中，共有5个板块取得相对沪深300(+2.81%)的超额收益。

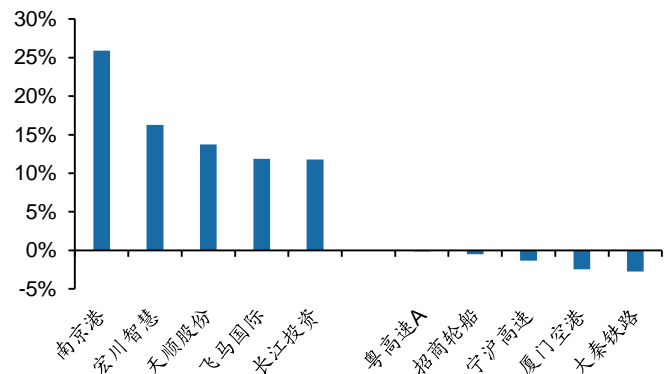
本周交运行业涨幅居前的个股分别为：南京港、宏川智慧、天顺股份等，涨幅靠后的个股分别为大秦铁路、厦门空港、宁沪高速等。

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

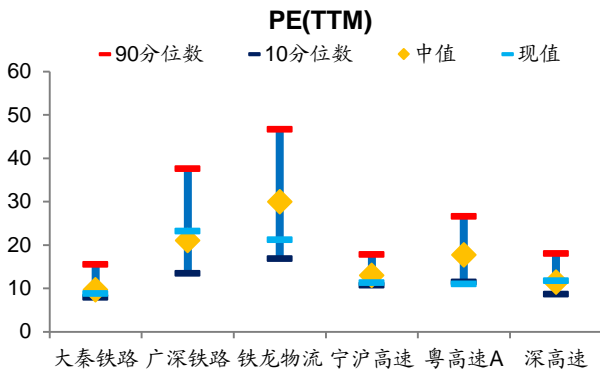


数据来源：wind，广发证券发展研究中心

### 4.1.2 板块估值

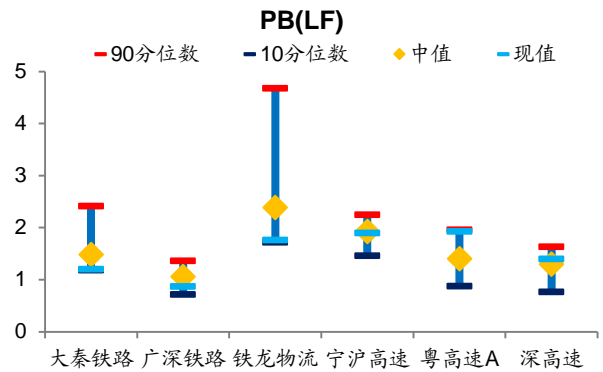
截至2月15日，陆运板块各公司除广深铁路与深高速PE（TTM）处于中值靠上分位外，其他个股整体处于历史估值低位，其中大秦铁路、宁沪高速、粤高速A均接近历史最低水平。PB（LF）值来看，粤高速A、深高速估值处于历史中值上分位，粤高速A已接近最高值，大秦铁路、广深铁路、铁龙物流均接近或处于历史最低位。

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2月15日)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

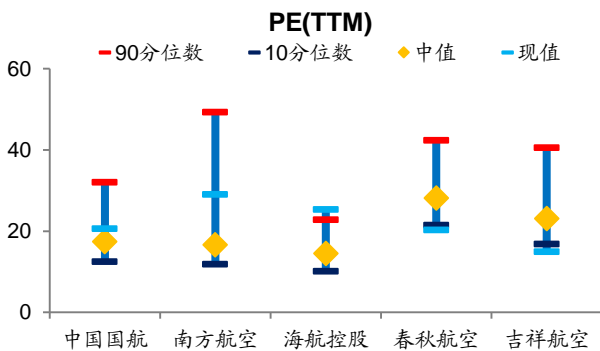
图5: 陆运板块各公司PB（LF）整体处于历史中值的靠下分位(截至2月15日)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

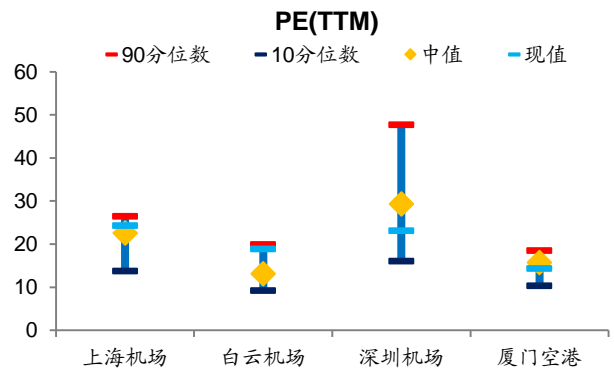
截至2月15日，航空板块各航司PE（TTM）除春秋航空、吉祥航空以外，整体处于历史中值靠上分位，其中海航控股突破历史高位，春秋航空与吉祥航空低于历史低位。机场板块上海机场、白云机场估值处于中值靠上分位，深圳机场与厦门空港处于中值及以下。

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2月15日)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

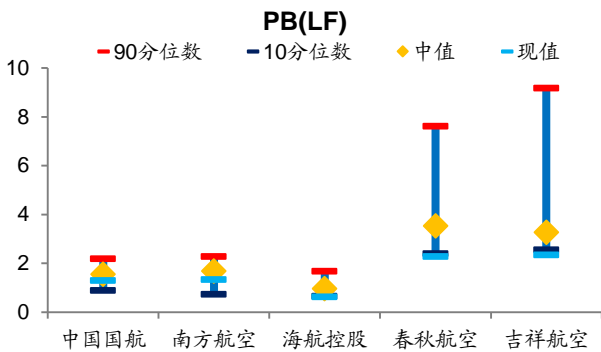
图7: 机场板块上海机场估值处于中值靠上。深圳机场与厦门空港处于中值以下(截至2月15日)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

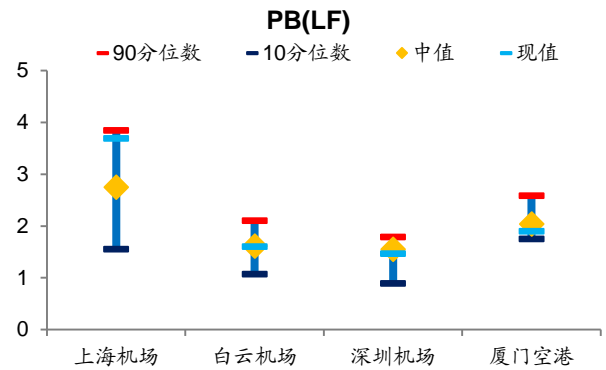
截至2月15日，航空板块各航司PB（LF），除国航和南航处于中位偏下分位外，海航、春秋航空和吉祥航空均处于历史低位。机场板块上海机场估值接近历史最高值，厦门空港处于中值靠下分位、接近历史最低值，深圳机场、白云机场处于中值附近。

图8: 航空板块各航司PB(LF)整体处于历史低位区域(截至2月15日)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

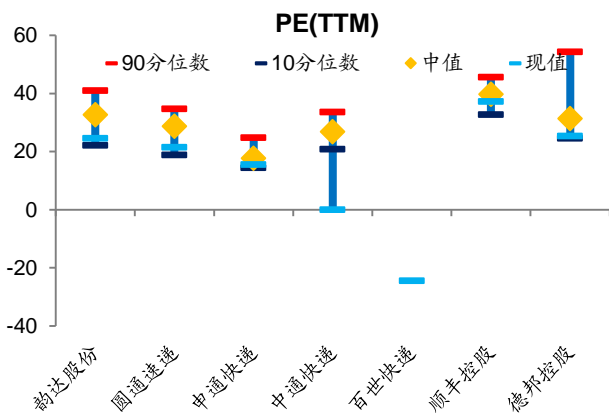
图9: 机场板块厦门空港估值接近历史低位(截至2月15日)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

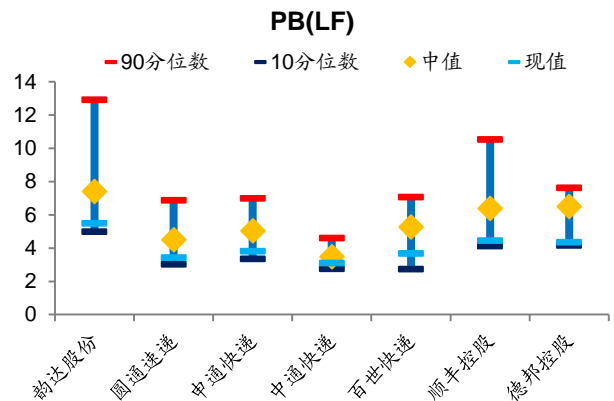
截至2月15日, 快递板块各公司PE(TTM)整体处于历史低位, 其中韵达股份、圆通速递、中通快递、中通快递、德邦控股皆处于或接近历史最低水平, 顺丰控股处于中值靠下分位, 百世快递PE(TTM)为负。截至2月15日, 快递板块各公司PB(LF)整体均处于或接近历史最低水平。

图10: 快递板块各公司PE(TTM)整体处于历史最低位(截至2月15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2月15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 5: 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	818	+2.89%
	BCTI	609	-2.40%
集运	SCFI: 欧线 (美元/TEU)	906	-5.63%
	SCFI: 美西 (美元/FEU)	1834	-7.98%
散运	BDI	639	+6.32%
	BPI	619	+7.84%
	BCI	729	-7.95%
	BSI	526	+26.75%
	BHSI	311	+7.24%

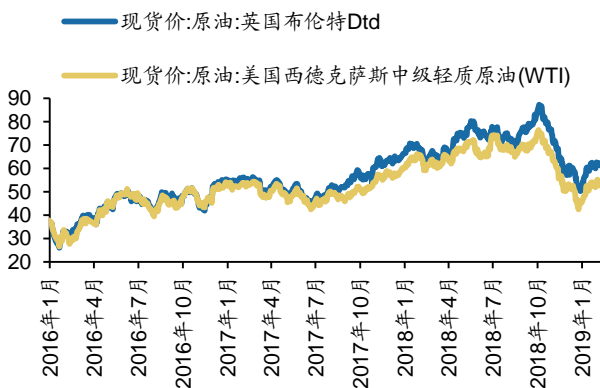
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

■ 国际油轮市场——油价上涨，运价下跌（以下括号内数据均为环比上周变化）

燃油价格: Brent油价收于63.96美元/桶 (+3.04%); WTI油价收于54.41美元/桶 (+3.21%)。

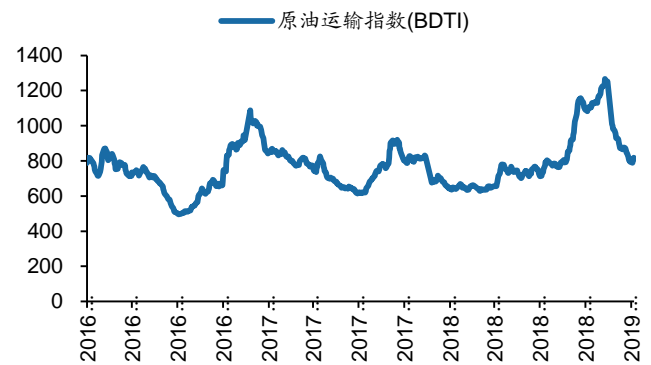
运价指数/运价: BDTI: 818点 (+2.89%); BCTI: 609点 (-2.40%); CT1 (中东-中国宁波): WS 47.77 (-0.31%); CT2 (西非-中国宁波): WS 49.69 (-0.38%)。中国原油进口情况: 2018年全年累计进口原油41811万吨 (+8.4%)。

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

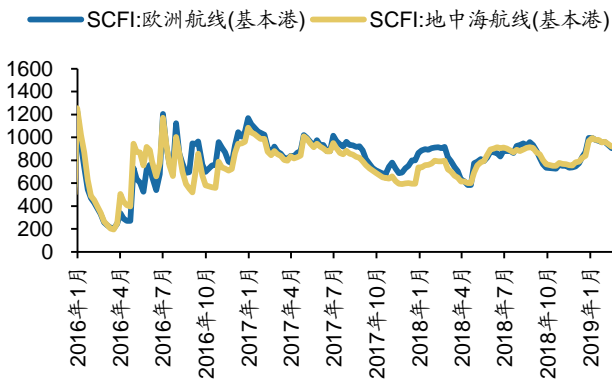
■ 集装箱市场——运价下跌

欧线市场情况: 2月15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906美元/TEU、920美元/TEU, 至欧洲的运价较上期下跌5.6%, 至地中海的运价较上期下跌4.4%。

美线市场情况: 2月15日, 上海出口至美西、美东基本港市场运价 (海运及海运

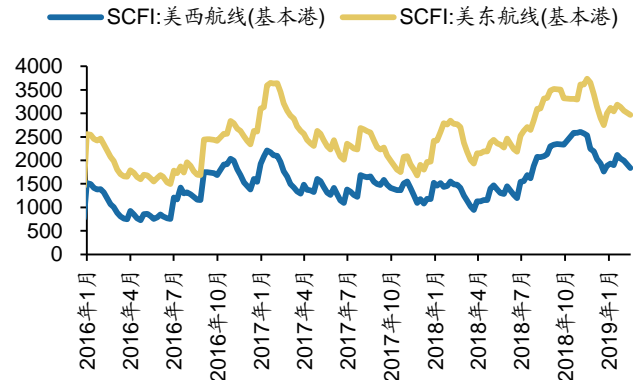
附加费)分别为1834美元/FEU、2968美元/FEU,上海至美西的运价较上期下跌8.0%,上海至美东的运价较上期下跌2.8%。

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)

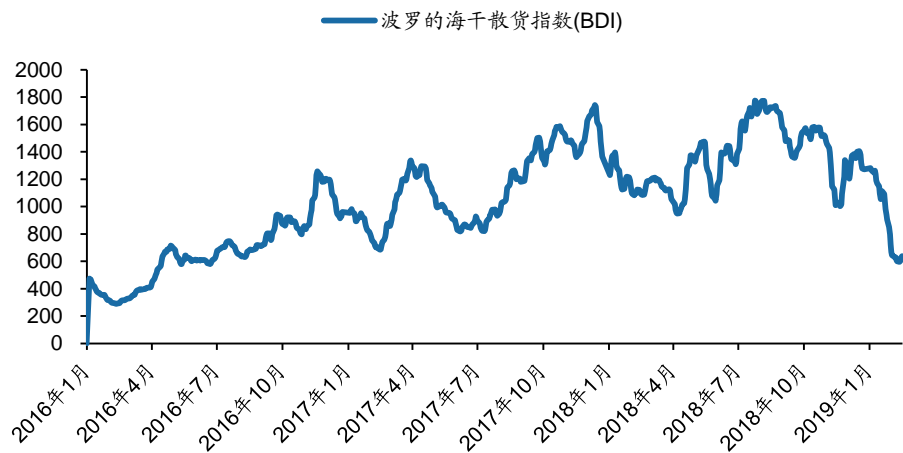


数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

■ 国际干散货市场——运价上涨(以下括号内数据均为环比上周变化)

指数变化: BDI: 639点(+6.32%); BPI: 619点(+7.84%); BCI: 729点(-7.95%); BSI: 526点(+26.75%); BHSI: 311点(+7.24%)。

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

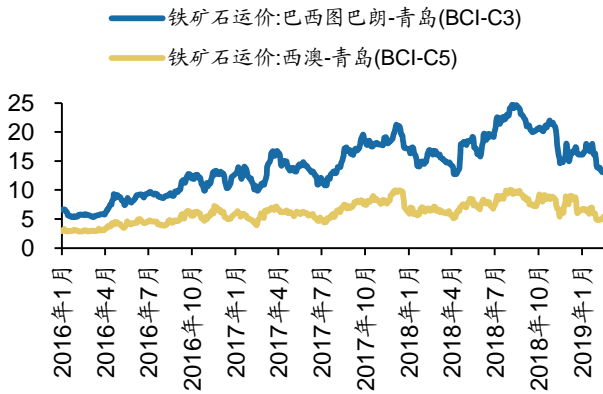
主要船型的运价: 海峡型船的4条航线平均期租为7342美元/天(-7.19%); 巴拿马型船的4条航线平均期租为4988美元/天(+8.01%); 超灵便型船的6条航线平均期租为6161美元/天(+26.51%)。

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(+36.05%)和7.06美元/吨(+44.06%); 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7.77美元/吨(-1.36%)和10.31美元/吨(+4.34%); 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26.41美元/吨(+0.23%)和21.47美元/吨(+2.42%); 美国密西西比河至中国港口运价为

40.34美元/吨 (-0.42%)。

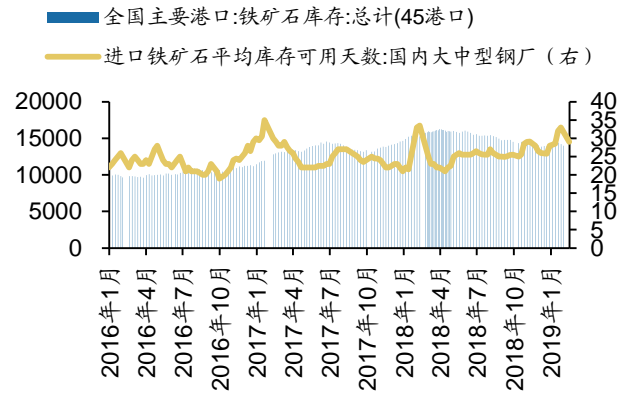
沿海矿石库存、价格以及钢价指数: 沿海铁矿石库存: 14414.21万吨(+3.15%); 钢厂进口铁矿石库存可用天数: 29天; 矿石价格: 青岛港澳澳大利亚PB粉矿最新价为648元/吨。

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)

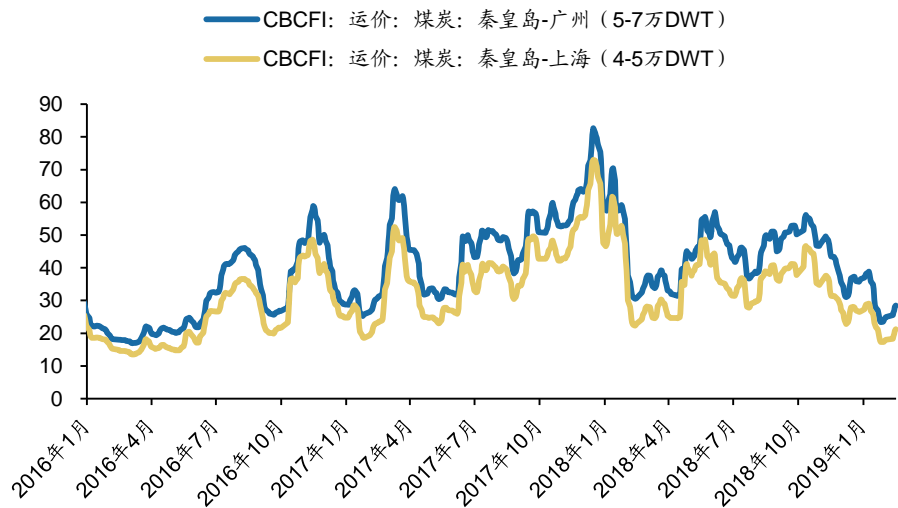


数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

■ 沿海煤炭运输市场——运价上涨 (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28.5元/吨, 周变动+3.5元/吨, 秦皇岛至上海 (4-5万DWT) 航线运价为21.2元/吨, 周变动+3.2元/吨。

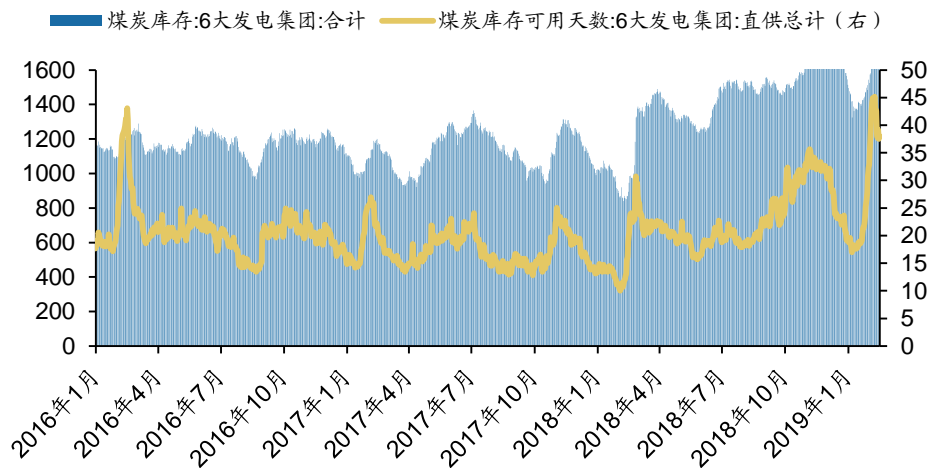
图19: 沿海煤炭运价 (元/吨)



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: 38.00天 (-7.16天); 煤炭港库: 秦皇岛港煤炭库存量为519万吨 (-2.4%); 广州港煤炭库存: 本周为253万吨 (+33.26%)。

图20: 六大发电集团煤炭库存(万吨)



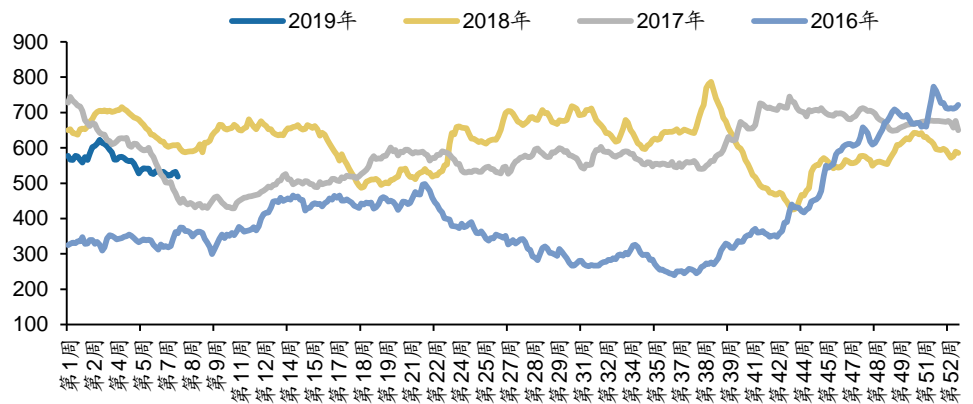
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

#### 4.2.2 陆运

##### ■ 铁路货运—秦皇岛港口煤炭库存减少

本周(02.11-02.15)平均库存524.90万吨,较前周(02.04-02.10)减少1.00%。

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

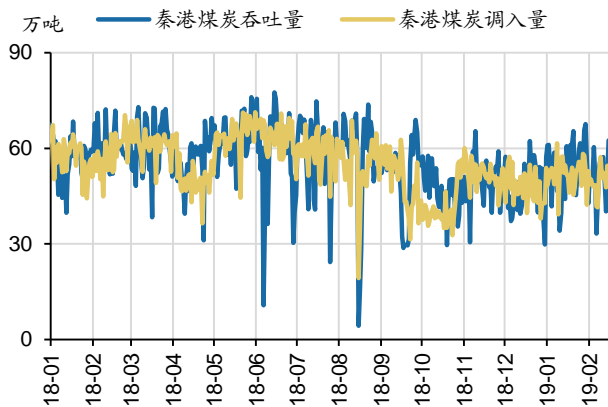
##### ■ 铁路货运—秦皇岛港煤炭调入量增加, 煤炭吞吐量增加, 锚地船舶数减少

本周(02.11-02.15)秦港煤炭日均吞吐量为52.60万吨,较前周(02.04-02.10)增加3.57%。

本周(02.11-02.15)秦港煤炭日均调入量为51.10万吨,较前周(02.04-02.10)增加4.90%。

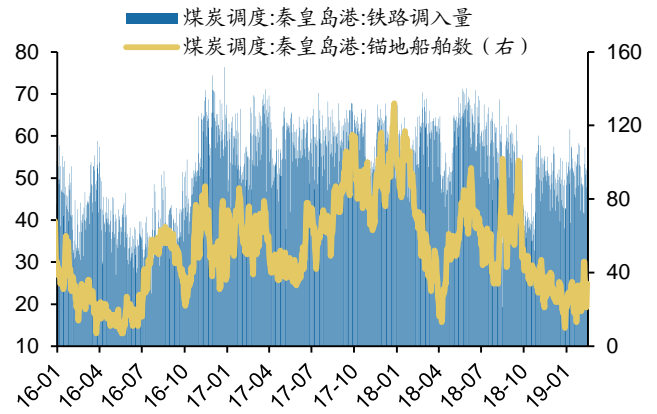
本周(02.11-02.15)秦港日均锚地煤炭船舶数为27.20艘,较前周(02.04-02.10)减少26.49%。

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)



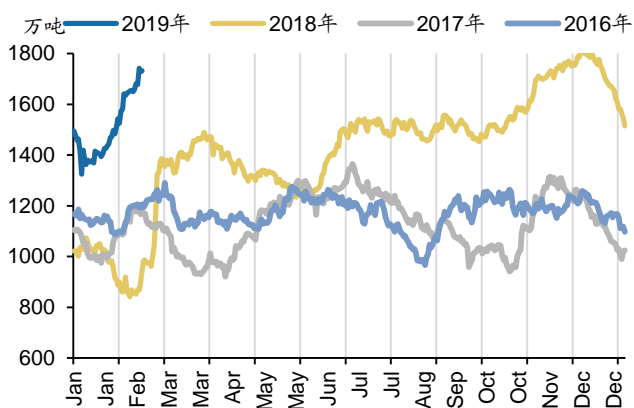
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

■ 铁路货运—六大电厂电煤库存量增加, 可用天数减少

本周(02.11-02.15)六大电厂期末煤炭库存为1731.84万吨, 较前周(02.04-02.10)增加4.46%。

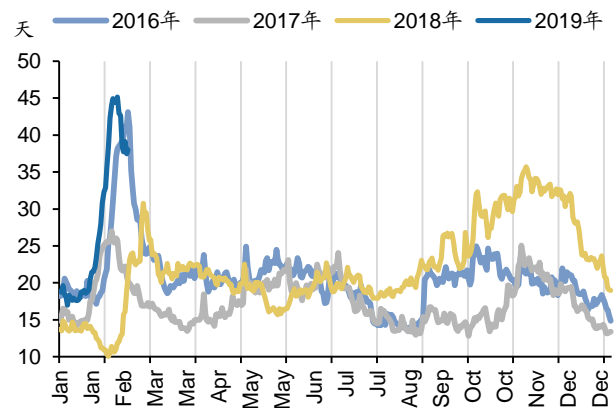
本周(02.11-02.15)六大电厂期末电煤库存可用天数为38.00天, 较前周(02.04-02.10)减少4.62天。

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

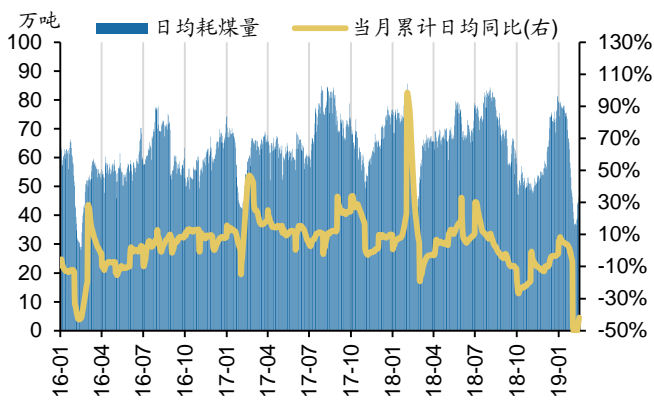
■ 铁路货运—六大电厂日均发电耗煤量增加

本周(02.11-02.15)六大电厂日均发电耗煤量为44.88万吨, 较前周(02.04-02.10)增加20.00%。

19年2月至今, 六大电厂日均发电耗煤量为45.58万吨, 同比下降41.81%。19年1月, 六大电厂月度日均发电耗煤量为70.26万吨, 同比下降6.98%。

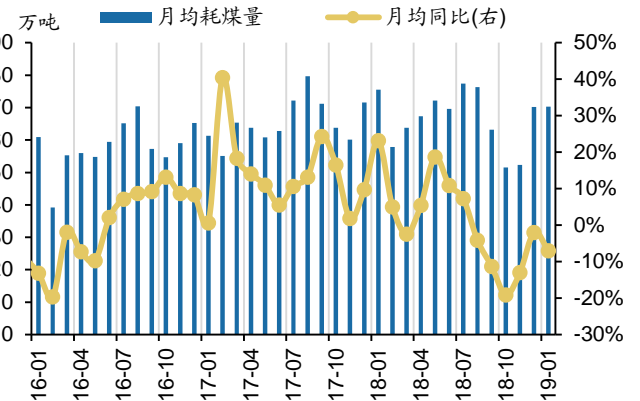


图26: 六大电厂日均耗煤量(万吨)



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)

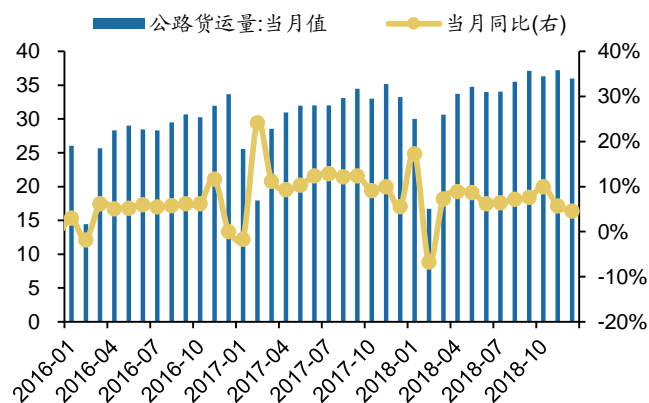


数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

■ 公路、铁路月度货运量

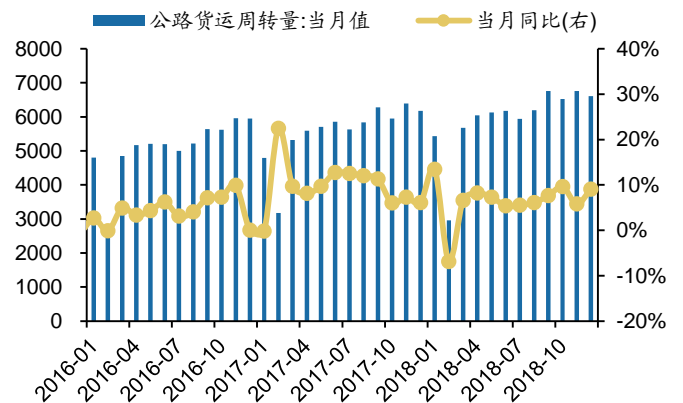
公路: 18年12月, 公路货运量为35.99亿吨, 同比增长4.56%, 累计同比增长7.40%。18年12月, 公路货运周转量同比增长9.05%, 累计同比增长6.60%。

图28: 公路货运量(亿吨)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

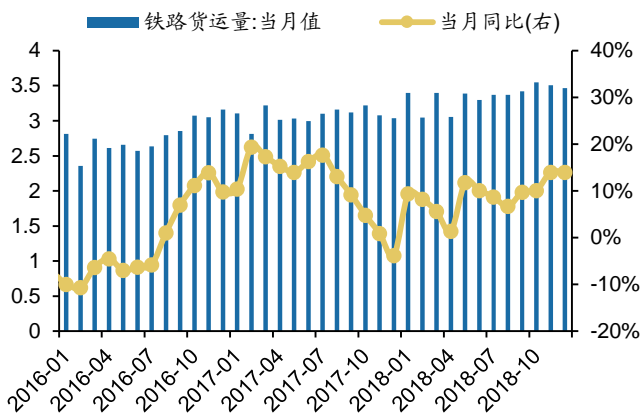
图29: 公路货运周转量(亿吨公里)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

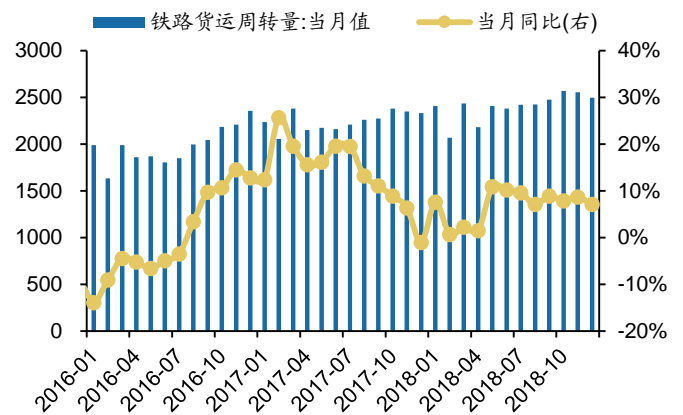
铁路: 18年12月, 铁路货运量为3.46亿吨, 同比增长14.00%, 累计同比增长9.10%。18年12月, 铁路货运周转量为2497.77亿吨公里, 同比增长7.10%, 累计同比增长6.90%。

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)



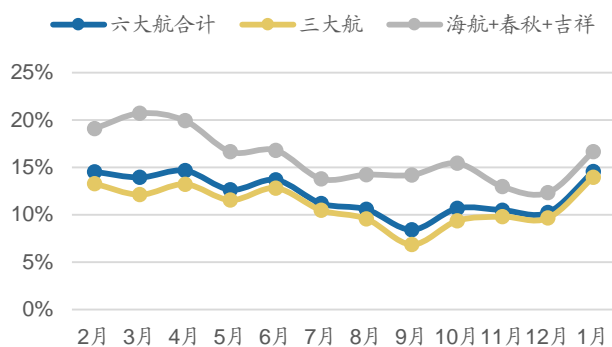
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

### 4.2.3 空运

#### ■ 航空公司月度数据

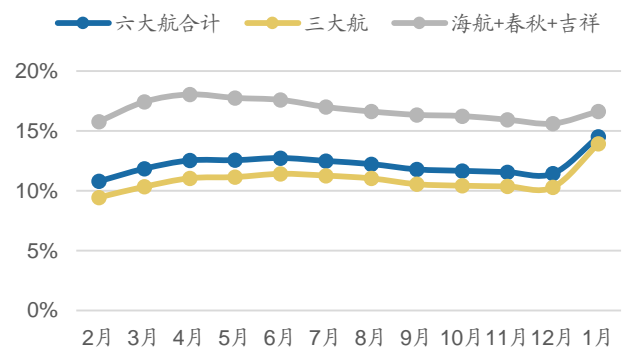
1月单月六大航ASK运力合计同增14.53%，增速较12月有所回升，其中三大航合计1月同增13.93%，海航+春秋+吉祥合计增速约16.63%。行业总体增速有所提升。

图32: 1月单月六大航ASK运力合计同增14.53%



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

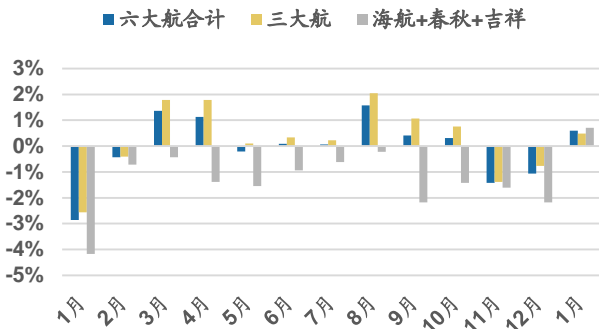
图33: 六大航ASK运力1月累计同增14.53%



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

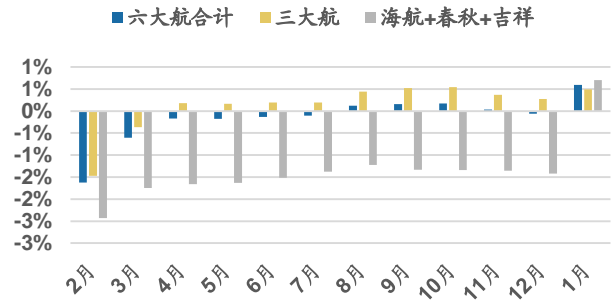
1月单月六大航合计客座率同增0.6pct，三大航合计同增约0.5pct，海航+春秋+吉祥合计客座率同比增加0.7pct。六大航1月累计客座率同比增加0.6pct，行业客座率接近历史最低水平。

图34: 1月单月六大航合计客座率同增0.6pct, 三大航合计同增约0.5pcts



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

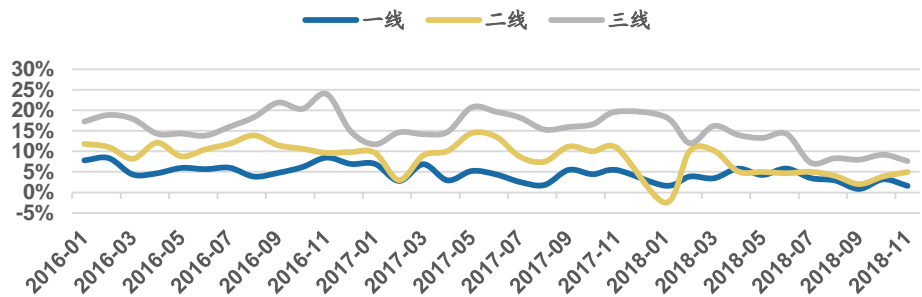
图35: 六大航1月累计客座率同比增加0.6pct, 行业客座率仍处在历史最低水平



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%。

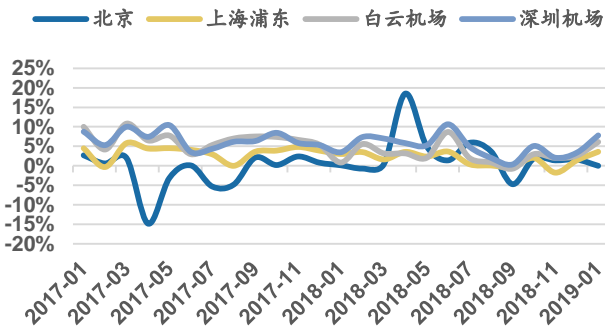
图36: 11月(最新)一线机场同增1.60%; 二线同增4.97%; 三线同增7.64%



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

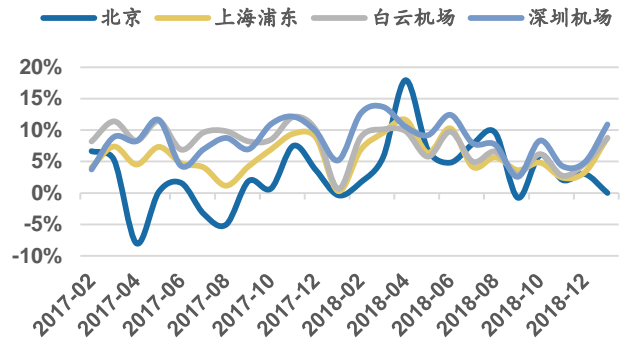
19年1月上海浦东、白云、深圳机场起降架次分别同增: 3.6%、6.1%、7.8%; 旅客量分别同增: 8.8%、8.7%、10.9%。(首都机场数据本周末未更新)

图37: 1月上海浦东、白云、深圳机场起降架次分别同增: 3.6%、6.1%、7.8%



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图38: 1月上海浦东、白云、深圳机场旅客量分别同增: 8.8%、8.7%、10.9%



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

表6: 主要上市航司与机场最新业务量数据同比增速(%)更新

	YOY	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月
中国国航	ASK	11.8%	13.5%	15.3%	12.6%	14.0%	12.0%	9.6%	6.3%	7.8%	7.4%	8.1%	9.4%
	客座率	-0.8%	0.8%	0.6%	-0.7%	-0.5%	-1.4%	1.2%	0.4%	0.0%	-1.8%	-1.7%	1.1%
南方航空	ASK	13.3%	13.4%	13.9%	12.7%	12.9%	13.3%	13.8%	9.3%	12.4%	12.2%	10.9%	16.1%
	客座率	-0.5%	2.0%	1.6%	0.0%	-0.2%	0.1%	2.0%	1.6%	0.6%	-1.8%	-0.8%	0.3%
东方航空	ASK	14.9%	8.9%	10.1%	8.9%	11.3%	5.4%	4.3%	4.4%	7.3%	9.4%	9.8%	16.4%
	客座率	0.2%	2.7%	3.3%	1.2%	2.1%	2.2%	3.1%	1.1%	1.8%	-0.5%	0.3%	1.8%
海南航空	ASK	19.9%	21.5%	19.6%	18.4%	18.3%	16.7%	16.5%	14.8%	16.2%	13.9%	11.4%	16.7%
	客座率	0.5%	0.3%	-1.4%	-1.8%	-1.5%	-0.7%	-0.5%	-2.4%	-1.8%	-2.3%	-3.0%	0.5%
春秋航空	ASK	16.7%	19.7%	22.4%	17.1%	19.0%	9.0%	11.1%	22.0%	19.2%	13.5%	17.2%	11.4%
	客座率	-3.2%	-2.6%	-2.6%	-1.5%	0.8%	-0.9%	-0.8%	-2.5%	-0.6%	0.4%	0.6%	3.6%
吉祥航空	ASK	18.1%	18.3%	18.8%	8.5%	7.7%	6.5%	7.6%	3.5%	8.0%	8.2%	11.4%	22.1%
	客座率	-3.3%	-1.4%	-0.2%	-0.4%	-0.3%	0.4%	2.1%	-0.8%	-0.3%	-0.3%	-1.8%	-1.1%
首都机场	起降架次	-0.7%	0.4%	18.5%	5.0%	1.4%	5.9%	3.7%	-4.7%	1.9%	1.4%	1.6%	0.0%
	旅客	1.7%	5.7%	17.9%	6.8%	4.8%	7.8%	9.6%	-0.8%	6.0%	2.1%	3.0%	0.0%
上海机场	起降架次	3.5%	1.6%	3.6%	2.4%	3.7%	0.4%	0.1%	-0.3%	2.0%	-1.8%	1.4%	3.6%
	旅客	5.6%	3.2%	3.2%	2.1%	8.7%	2.0%	0.9%	-0.7%	3.0%	2.0%	2.6%	8.8%
白云机场	起降架次	8.9%	10.1%	9.8%	5.8%	9.8%	5.0%	6.6%	3.0%	6.2%	2.7%	4.7%	6.1%
	旅客	7.4%	7.0%	5.8%	5.2%	10.6%	4.9%	2.0%	0.4%	5.1%	2.1%	3.4%	8.7%
深圳机场	起降架次	12.6%	13.7%	10.6%	9.2%	12.4%	7.9%	7.7%	2.6%	8.3%	4.3%	4.9%	7.8%
	旅客	12.6%	13.7%	10.6%	9.2%	12.4%	7.9%	7.7%	2.6%	8.3%	4.3%	4.9%	10.9%

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心 (2月-12月为18年数据、1月为19年数据)

### ■ 油价汇率

布伦特原油: 布伦特原油价格收于63.96美元/桶(2月14日); 相比上周上涨3.04%(2月8日); 年初至今累计同比下跌3.82%。

NYMEX轻质原油: NYMEX轻质原油价格收于55.59美元/桶(2月15日); 相比上周上涨5.44%(2月8日); 年初至今累计同比下跌7.99%。

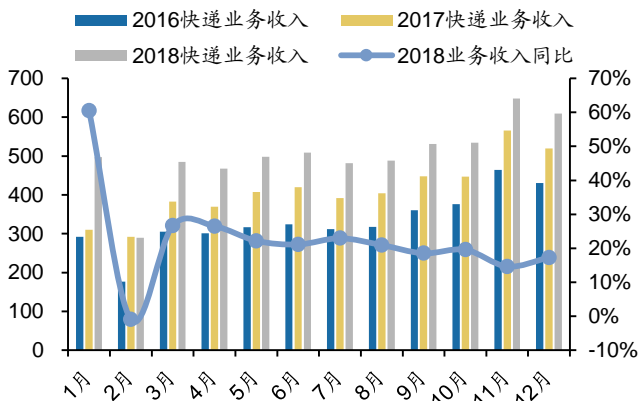
美元兑人民币汇率：美元兑人民币汇率收于6.7623（2月15日）；较上周人民币贬值100.00%（2月8日）；年初至今贬值3.37%。

#### 4.2.4 快递

##### ■ 快递业务收入及业务量

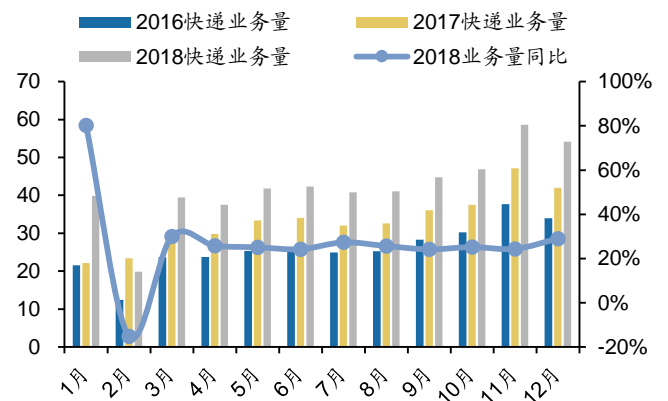
12月全行业快递业务收入为609.60亿元，同比增长17.28%；快递业务量为54.18亿件，同比增长28.99%。

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）



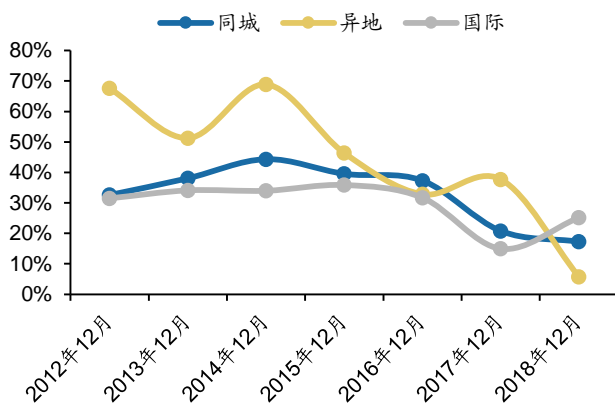
数据来源：wind，广发证券发展研究中心

##### ■ 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%；

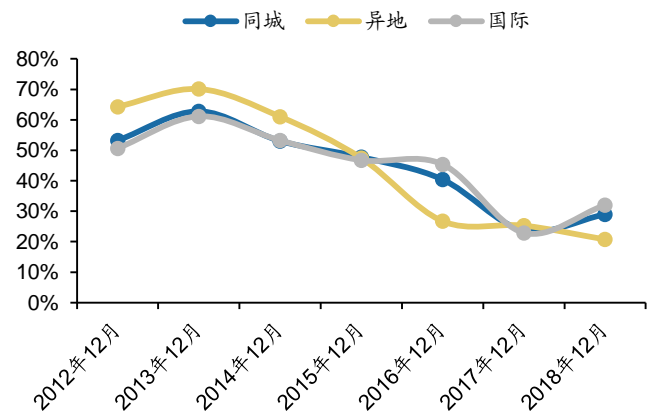
12月同城业务量为11.75亿件，同增20.73%；异地业务量为41.39亿件，同增32.03%；国际业务量为1.04亿件，同增12.86%。

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（%）



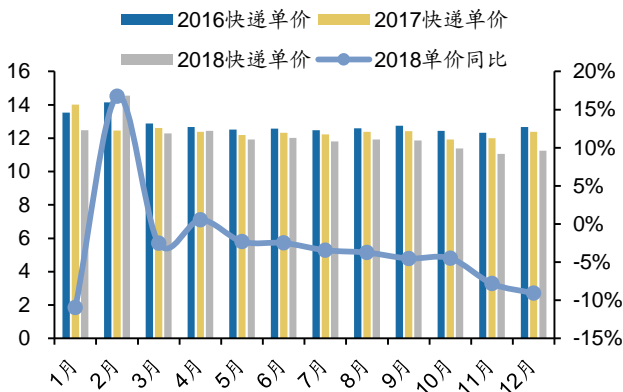
数据来源：wind，广发证券发展研究中心



■ 快递分类型平均单价

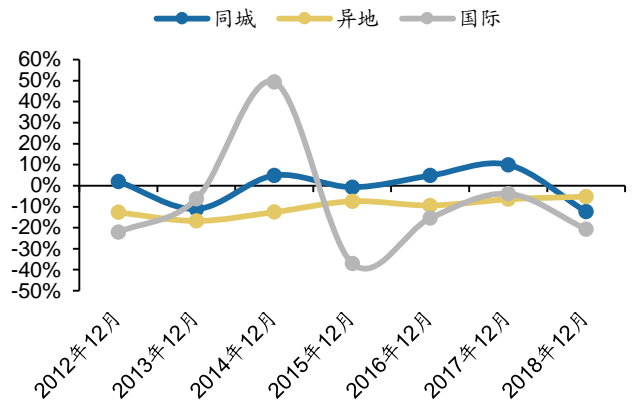
12月同城业务单价为7.33元,同减12.39%;异地业务单价为7.70元,同减5.19%;国际业务单价为51.65元,同减20.70%。

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 (%)

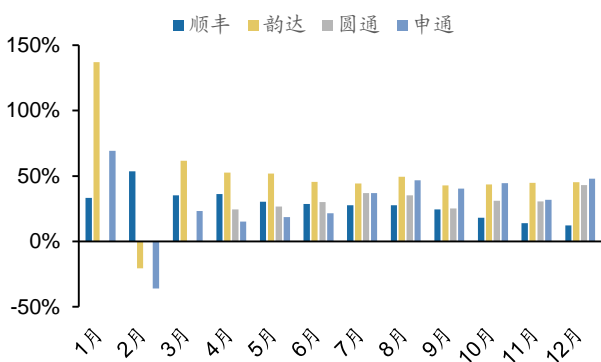


数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

■ 快递公司量价与市场份额

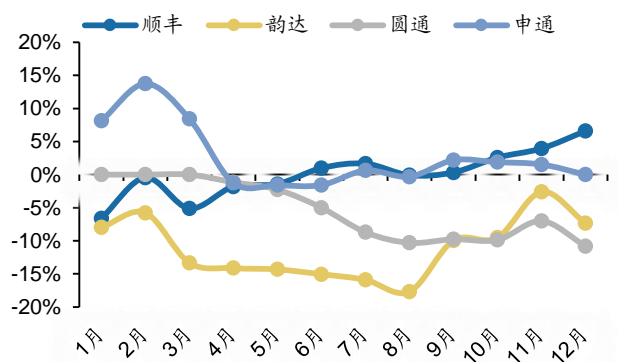
12月, 顺丰控股、韵达股份、圆通速递、中通快递单量同比增速分别为12.24%、45.30%、42.93%、47.98%, 单价同比增速分别为6.59%、-7.34%、-10.81%、0.00%。剔除派费因素影响(假设派费与上半年持平), 预计圆通速递、中通快递的单价降幅分别为**11.99%**和**5.70%**。

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+中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、中通后单量同比增20.90%, 市占率总计33.97%。

1-9月, 顺丰+韵达+圆通+中通+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、中通、中通、百世单量同比增长34.57%, 市占率总计9.67%。

表 7: 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			
	亿件	2018	2017	同比	市占率	2018	2017	同比
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。