

交通运输行业月报（201902）

2月强化“超跌+预期修复”逻辑，展望3月： 低估+MSCI或催化龙头长期价值回归

推荐（维持）

- 行业表现：1) 指数表现：**1-2月交运指数上涨16.56%，跑输沪深300指数5.28个百分点，位列28个子行业第21名。其中2月上涨14.48%，1月上涨1.06%。
2) 子行业看：涨幅前三分别为航运（22%）、航空（21%）、港口（17.6%），单列快递（通达+顺丰，20%）；其中2月物流、港口、航运居前三，1月铁路、航运、航空居前三；涨幅较少的主要为高速、公交、铁路。
3) 个股看：2月涨幅前五为飞马国际（48.67%）、南京港（32.6%）、同益股份（30.81%）、怡亚通（29.7%）、盐田港（29.4%）；仅宁沪高速下跌，有意思的是，飞马与怡亚通是1月跌幅前五个股。1-2月合计来看涨幅前五标的为新宁物流、中信海直、中远海能、南京港、中远海发，涨幅均超30%；跌幅标的为长江投资与宁沪高速。
4) 华创交运金股表现：Q1四金股，广深铁路、南方航空、韵达股份、上海机场2月平均涨幅12.78%，1-2月平均19.71%，跑赢交运指数3.1个百分点，全年精选的十大金股平均涨幅21.4%，其中中远海能位居涨幅第三。
- 行情演绎分析：市场持续升温，强化1月“超跌+预期修复”逻辑，叠加题材开花与“外资”流入。**1) 1月我们总结为“超跌+流量+预期（修复）”，其中快递、白云机场最典型，还包括广深铁路：超跌+铁路改革预期（修复）；航空：对中美贸易谈判进展的预期修复；航空：对油汇环境的预期修复。2) 2月演绎：市场持续升温，强化“超跌+预期修复”逻辑，题材开花+“外资”流入。
a) 超跌标的反弹：1月主流板块超跌反弹后，2月随着市场升温开始扩散，如前述1月跌幅居前的标的2月涨幅居前。
b) 预期修复：中美贸易谈判进展构成2月预期修复强因子。航运与航空最为典型，尤其航空在汇率预期变化后快速启动。
c) 题材开花：港口涨幅2月第一，粤港澳规划发布推升相关标的。
4) 外资流入：1月24日沪港通持续净流入上海机场推动股价上行，更为显著深圳机场深港通持股比例半个月提升近3.8个百分点，股价创三年新高。
- 行情展望：3月增量资金何处去？低估+MSCI——催化龙头长期价值回归。**1) MSCI提升A股权重，或为增量资金明确去处。目前交运板块纳入13只标的（航空4只，机场1只，铁路、物流、港口、航运各2只），我们认为一方面权重提升引来增量资金配置，利好原有标的；另一方面或推动新增标的纳入指数，依据证券时报网报道列出扩容潜在入选的包括白云机场、吉祥航空、中远海能、以及大连港、天津港、唐山港等。同时我们预计未来深圳机场、招商轮船等均有可能被纳入。MSCI纳入标的多为行业龙头或具备足够竞争优势，我们此前提出护城河策略框架：需求潜力定行业，护城河要素选公司。长期资金进场或实现空头价值回归的催化。2) 持续推荐航空：有利油汇将助推业绩明显增长，当前估值处于低位。平稳需求为支撑：春运40天累计增速11.38%，各种交通方式下最快；油汇减负为驱动：或可参考14H2-15H1；业绩预期升温有望推动股价强劲上行，当前仅12倍PE左右，处于估值低位。4) 申通快递：走在变革路上的通达系“元老”，15倍PE明显低估。5) 持续推荐Q1四金股，尤其京沪高铁明确上市预期，两会召开在即，破净的广深铁路或迎催化。
- 航运月度数据：干散货：**BDI二月均值环比下降41%；**集装箱：**运价上行；**油运：**淡季不淡超预期，1月淡季回落后期运价连续回升，当前站上盈亏平衡。
- 风险提示：**油价大幅上升，人民币大幅贬值，经济大幅下滑。

重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价(元)	EPS(元)			PE(倍)			PB	评级
		2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E		
南方航空	8.39	0.24	0.67	0.93	34.96	12.52	9.02	1.45	强推
上海机场	59.5	2.2	2.71	2.95	27.05	21.96	20.17	4.56	推荐
广深铁路	3.82	0.18	0.27	0.2	21.22	14.15	19.1	0.94	强推
韵达股份	36.31	1.46	1.48	1.84	24.87	24.53	19.73	11.93	推荐

资料来源：Wind，华创证券预测

注：股价为2019年03月01日收盘价

华创证券研究所

证券分析师：吴一凡

电话：021-20572539
邮箱：wuyifan@hcyjs.com
执业编号：S0360516090002

证券分析师：刘阳

电话：021-20572552
邮箱：liuyang@hcyjs.com
执业编号：S0360518050001

联系人：肖祎

电话：021-20572553
邮箱：xiaoyi@hcyjs.com

联系人：王凯

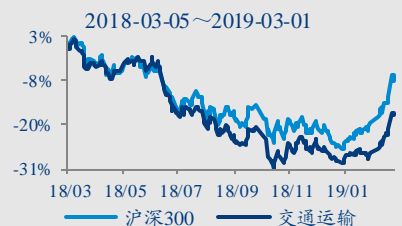
电话：021-20572538
邮箱：wangkai@hcyjs.com

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	114	3.18
总市值(亿元)	23,106.36	3.88
流通市值(亿元)	15,153.66	3.52

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	14.49	17.1	-8.02
相对表现	-0.98	4.65	-1.38



相关研究报告

《交通运输行业月报（201901）：超跌+流量+预期（修复）构成1月交运上涨标的主旋律》

2019-02-10

《透视春运：春运过半，看大迁徙中的新变化》

2019-02-10

《交通运输行业周报（20190211-20190217）：春运错峰致航空、机场生产数据提速；持续关注外资偏好板块及“超跌+流量+预期修复”标的》

2019-02-17

目录

一、2月市场回顾.....	4
（一）行业表现:	4
（二）行业表现分析: 市场持续升温, 强化1月“超跌+预期修复”逻辑, 题材开花+“外资”流入.....	6
1、1月行情演绎: 我们总结为“超跌+流量+预期（修复）.....	6
2、2月行情演绎: 市场持续升温, 强化1月“超跌+预期修复”逻辑, 题材开花+“外资”流入.....	7
二、3月行情展望: 增量资金何处去? 低估值+MSCI——催化龙头长期价值回归.....	8
1、MSCI 标的或获得增量资金配置: 尤其重视机场.....	8
2、持续推荐航空: 有利油汇将助推业绩明显增长, 当前估值处于低位.....	9
3、中通快递: 走在变革路上的通达系“元老”, 15倍PE被明显低估.....	11
4、继续推荐Q1四金股.....	12
三、航运2月数据回顾: 油运淡季不淡, 踩上盈亏平衡点.....	13

图表目录

图表 1	2019 年 1-2 月交运指数上涨 16.6%，位列 21 名（截止 2/28）	4
图表 2	交运行业 2019 年涨跌幅	4
图表 3	2019 年 1-2 月个股涨跌幅	5
图表 4	2019 年交运金股表现	6
图表 5	沪深港通持机场流通股占比（%）	8
图表 6	当前 MSCI 纳入的交运板块标的	8
图表 7	春运数据	10
图表 8	达美南航单机营收差距分布（示意图）	11
图表 9	2019 年金股	13
图表 10	航运数据	13
图表 11	BDI 指数	14
图表 12	CBFI 指数表现	14
图表 13	CCFI 指数一周表现	14
图表 14	SCFI 指数表现	14
图表 15	VICC-TCE	15
图表 16	VLCC-TD3	15
图表 17	月度 VLCC 交付与拆解量	15
图表 18	年度 VLCC 交付与拆解量	15

一、2月市场回顾

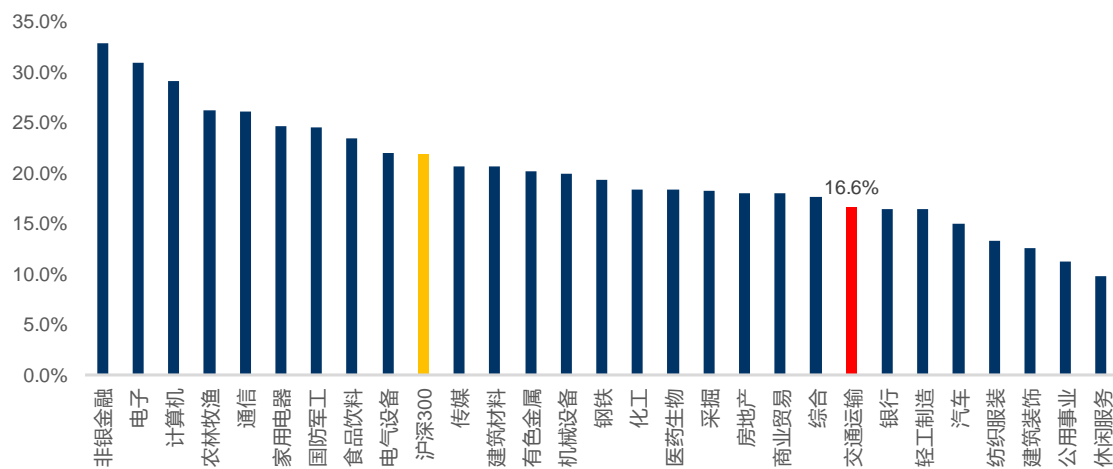
（一）行业表现：

指数表现：2019年1-2月交运指数上涨16.56%，跑输沪深300指数5.28个百分点（沪深300指数上涨21.9%），位列28个子行业第21名。

其中2月交运指数上涨14.48%，跑输沪深300指数1.33个百分点；

1月上涨1.06%，跑输沪深300指数5.3个百分点

图表1 2019年1-2月交运指数上涨16.6%，位列21名（截止2/28）



资料来源：Wind、华创证券

子行业表现：2019年1-2月子行业涨幅前三分别为航运（22%）、航空（21%）、港口（17.6%），我们单独列出快递（通达+顺丰，20%）

其中1月铁路（4.56%）、航运（3.70%）、航空（3.52%）板块上涨前三；快递实际涨幅8.8%列首位

2月物流（17.3%）、港口（16.7%）、航运（16.4%）居前三，快递涨幅11.4%。

1-2月涨幅较少的主要为高速、公交、铁路。

图表2 交运行业2019年涨跌幅

行业	2月涨跌幅	1月涨跌幅	1-2月合计涨幅	行业	2019年涨跌幅
沪深300	15.8%	6.3%	21.9%	沪深300	24.5%
交通运输	14.5%	1.1%	16.6%	交通运输	17.5%
航运	16.4%	3.7%	22.0%	航运	23.2%
航空运输	14.6%	3.5%	20.7%	航空运输	20.8%
快递	11.4%	8.8%	20.0%	快递	23.0%
港口	16.7%	0.2%	17.6%	港口	17.9%

行业	2月涨跌幅	1月涨跌幅	1-2月合计涨幅	行业	2019年涨跌幅
物流	17.3%	-2.8%	16.0%	物流	16.7%
机场	15.2%	1.2%	15.2%	机场	19.9%
高速公路	12.0%	1.1%	13.6%	高速公路	14.1%
公交	15.1%	-3.3%	12.5%	公交	13.7%
铁路运输	6.6%	4.6%	11.5%	铁路运输	11.0%

资料来源: Wind, 华创证券

从个股看, 剔除次新股,

2月涨幅超过20%的有21只个股, 涨幅前五为飞马国际(48.67%)、南京港(32.6%)、同益股份(30.81%)、怡亚通(29.7%)、盐田港(29.4%); 仅宁沪高速(-1.52%)下跌。

有意思的是, 飞马国际与怡亚通是1月跌幅前五的个股。

1月涨幅超过10%的有7只标的, 新宁物流(23.6%)、圆通速递(19.2%)、白云机场(17.5%)、申通快递(15.4%)、中远海能(12.6%)、招商轮船(12.5%)、广深铁路(10.8%)。

1-2月合计来看涨幅前五标的为新宁物流(53.4%)、中信海直(33.87%)、中远海能(32.88%)、南京港(32.26%)、中远海发(31.14%); 跌幅标的为长江投资(-1.64%)与宁沪高速(-0.92%)

图表3 2019年1-2月个股涨跌幅

2019年2月			2019年1月			2019年1-2月		
公司	行业	涨幅	公司	行业	涨幅	公司	行业	涨幅
飞马国际	物流	48.7%	新宁物流	物流	23.6%	新宁物流	物流	53.4%
南京港	港口	32.6%	圆通速递	快递	19.2%	中信海直	航空	33.9%
同益股份	物流	30.8%	白云机场	机场	17.5%	中远海能	航运	32.9%
怡亚通	物流	29.7%	申通快递	快递	15.4%	南京港	港口	32.3%
盐田港	港口	29.4%	中远海能	航运	12.6%	中远海发	航运	31.1%
公司	行业	跌幅	公司	行业	跌幅	公司	行业	跌幅
宁沪高速	高速	-1.5%	飞马国际	物流	-34.3%	长江投资	物流	-2.7%
			欧浦智网		-22.1%	宁沪高速	高速	-0.6%
			上海雅仕		-17.7%			
			长江投资		-17.6%			
			怡亚通		-15.4%			

资料来源: Wind, 华创证券

华创交运 Q1 四金股, 广深铁路、南方航空、韵达股份、上海机场 2 月涨幅分别为 10%、15.81%、8.72% 及 16.6%, 平均涨幅 12.78%, 跑输交运指数 1.7 个百分点。1 月平均涨幅 6.1%, 跑赢交运指数 5 个点。

1-2 月四金股平均 19.71%, 跑赢交运指数 3.1 个百分点, 其中广深铁路(21.8%)、南方航空(25.8%)、韵达股份(18.4%)、上海机场(12.8%)。

全年精选的十大金股中, 中远海能位居涨幅第三。平均涨幅 21.4%, 跑赢交运指数 5 个百分点, 基本跑平沪深 300。

图表 4 2019 年交运金股表现

	2019年2月	2019年1月	2019年1-2月
南方航空	15.8%	7.2%	25.8%
广深铁路	10.0%	10.8%	21.8%
上海机场	16.6%	-2.9%	12.8%
韵达股份	8.7%	9.2%	18.4%
Q1金股平均	12.8%	6.1%	19.7%
中国国航	18.8%	7.5%	29.3%
深圳机场	20.3%	3.6%	22.7%
东方航空	14.7%	5.9%	22.9%
中远海能	18.2%	12.6%	32.9%
深高速	4.9%	0.1%	4.6%
白云机场	8.9%	17.5%	22.6%
十大金股平均	14.3%	7.2%	21.4%
交运指数	14.5%	1.1%	16.6%
沪深300	15.8%	6.3%	21.9%

资料来源：Wind、华创证券

（二）行业表现分析：市场持续升温，强化 1 月“超跌+预期修复”逻辑，题材开花+“外资”流入

1、1 月行情演绎：我们总结为“超跌+流量+预期（修复）”

快递最为典型：

1) **超跌**：2018 年圆通速递跌幅 40%，中通快递跌幅 33%，韵达下跌 13%，中通快递最低跌至对应当年扣非不到 15 倍 PE，超跌构成反弹的第一要素；

2) **流量**：18 年 12 月业务量增速回升超预期，为 18 年 4 月以来最高，通达系增速均超 40%，1 月集中度进一步向头部集中。

3) **预期修复**：需求端拼多多等新型电商平台依旧被低估，其对行业的贡献占比越来越高（2018 年产生件量 111 亿件，占比 22%，我们测算 Q4 占比已达 27%），拼多多等的快速增长使得行业增速可维持在 20-25% 的景气区间；**竞争格局上**，我们认为百世为代表的低价竞争策略的后来者因规模优势难以充分再现，未来也难有新公司出现，新进入者的威胁降低，通达系作为整体已经构筑了一定程度的成本优势护城河。这两点的边际重要变化，直指上述量价循环的关键前提。

白云机场：超跌+流量+预期修复的又一案例

1) **超跌**：白云机场 18 年跌幅 30.5%，因机场建设费返还取消，公司从高点下跌 48%，构成了超跌的因素

2) **流量+预期修复**：白云机场的上涨有一部分因素来自于市场对于其免税业务的预期修复，即市场预期 18Q4 白云机场免税业务存在突破的可能，从而再度重估其资产价值，而免税也是流量变现的一种形式。

此外还包括**广深铁路**：超跌+铁路改革预期（修复）；**航运板块**：对中美贸易谈判进展的预期修复；**航空板块**：对油汇环境的预期修复。

2、2月行情演绎：市场持续升温，强化1月“超跌+预期修复”逻辑，题材开花+“外资”流入

2月全市场持续升温，沪深300涨幅16%，交运指数上涨15%，

1) 超跌标的的反弹：1月主流板块超跌标的反弹后，2月随着市场升温开始扩散，如前文我们所述，有意思的是2月涨幅居前的飞马国际、怡亚通均为1月跌幅前5的标的，飞马国际更是2018年全年跌幅最大的交运标的。

2) 预期修复：中美贸易谈判进展构成2月预期修复强因子。

交运板块中航运与航空是受中美贸易谈判影响较大的子行业，前者涉及贸易往来，一旦中美之间达成乐观条件，则加大油气能源进口是大概率事件，利于油运双雄，同时对于受到压制的集运标的海控也是修复的机会；后者则因人民币汇率因素会产生对利润影响较大的汇兑损益。

因此在中美推迟加税的进展下，航运板块涨幅16%，航空涨幅15%。尤其汇率预期修复推动三大航快速上行。

3) 题材开花：典型题材板块港口涨幅为2月第一。其中南京港受益于长三角一体化战略，而2月中旬粤港澳大湾区发展规划的发布，直接推升盐田、珠海、广州等港口标的涨幅超20%。特别的，对于粤港澳主题严格意义上不属于新主题，依旧显著上涨，也反应市场的活跃度。

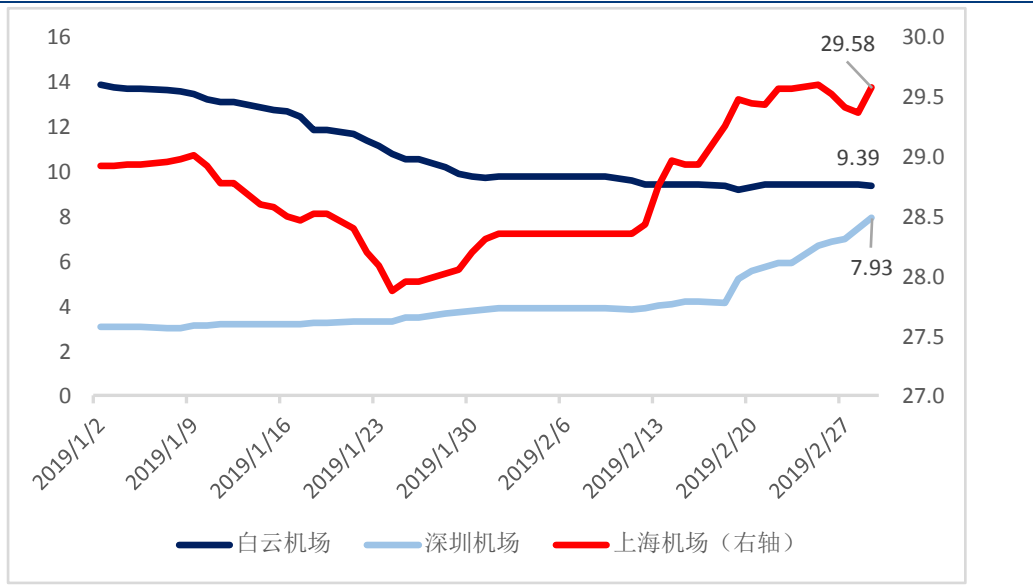
4) “外资”流入：1月我们分析全市场看，外资偏好的板块表现较为突出，家电、食品饮料排名前二；在Qfii额度将翻倍，MSCI权重或提升（3月1日宣布将从5%分阶段提升至20%），国际资金具备潜在持续流入可能的背景下，外资对于市场的影响值得重视。

1月机场板块除白云机场外，整体由于偏向防御属性，涨幅一般，但2月板块开始上行，得益于深圳与上海机场的上行，深圳机场涨幅20%，股价创三年新高，上海机场涨幅17%。1月涨幅18%的白云机场2月涨幅9%（但3月1日纳入潜在MSCI标的后，涨幅7%）

我们研究沪深港通持股比例的变化，会明显发现1月24日起上海机场从净流出开始转向净流入，一度连续9天净流入，股价随之10连阳；目前持股占流通股比达到29.6%，接近于沪港通可持股上限，但外资整体占全部股本比例不到20%，仍有空间。我们认为外资开始净流入上海机场，与航空业务的稳定性，以及免税业务的高增长，打消担忧相关。

深圳机场则更为明显，深港通持股比例显著提升。自粤港澳大湾区规划发布后，“外资”加速流入，持股比例从1月初的3.1%提升至3月1号的7.93%，两个月时间持股比例提升4.8个百分点，其中2月份单月提升4个百分点，主要来自于2月18号粤港澳大湾区规划发布后，提升了3.76个百分点。作为我们自2018年10月以来连续深度报告强推的标的，公司处于三区（大湾区+特区+自贸区）叠加的战略机遇期，正步入潜力释放期，规划的发布强化了公司国际机场的定位，打消我们此前报告分析市场存在对公司国际线拓展能力的担忧之一即定位的弱势。

图表 5 沪深港通持机场流通股占比（%）



资料来源: Wind, 华创证券

二、3月行情展望：增量资金何处去？低估值+MSCI——催化龙头长期价值回归

1、MSCI 标的或获得增量资金配置：尤其重视机场

MSCI 3月1日宣布：将通过三步在 MSCI 新兴市场指数中将中国 A 股的纳入因子从 5% 增加至 20%，目前交运板块纳入 13 只标的，航空 4 只，机场 1 只，铁路、物流、港口、航运各 2 只，其中顺丰为 2018 年底新增纳入标的。

我们认为一方面权重提升，引来增量资金配置，利好于原有标的；另一方面或推动新增标的纳入指数，官方列出潜在可能入选的包括白云机场、吉祥航空、中远海能、以及大连港、天津港、唐山港等。以及我们预计未来深圳机场、招商轮船等均有可能被纳入。

图表 6 当前 MSCI 纳入的交运板块标的

	公司	PE	PB	股息率
航空	东方航空	12.4	1.46	0.87%
	南方航空	12.5	1.55	1.19%
	中国国航	12.2	1.53	1.16%
	春秋航空	19.0	2.44	0.53%
机场	上海机场	22.1	3.91	0.97%
铁路	大秦铁路	9.3	1.27	5.29%
	广深铁路	18.2	0.94	2.09%
物流	建发股份	8.0	0.98	2.33%
	顺丰控股	36.2	4.38	0.60%
港口	上港集团	13.5	1.82	2.85%
	宁波港	18.0	1.35	1.91%
航运	中远海发	31.0	2.24	
	中远海控	77.9	2.05	

资料来源: Wind, 华创证券

MSCI 纳入标的多为行业龙头或具备足够竞争优势，华创交运从长期价值以及竞争优势角度提出护城河策略框架：需求潜力定行业，护城河要素选公司。我们筛选出航空、机场以及快递。目前推出三大系列：

航空：

需求潜力为依托，区位（航线时刻）构筑护城河；

南方航空：全方位对照达美航空，看我国大航离世界级超级承运人还有多远？

机场：需求潜力决定长期价值，区位护城河推动强者恒强；

电商快递：

复盘通达系快递：城头变幻大王旗，成本优势定乾坤

电商快递再探讨：“价格战”的边界与通达系的空间

中通快递：低估值之谜及修复路径探讨-被低估的通达系元老，依旧存在预期差！

尤其重视机场：机场是交运板块中外资持股最多的标的，此前我们发布报告，分析我国机场资产依旧是全球视野下极具配置价值：

其一在于我国机场整体处于潜力释放期；

其二在于全球来看我国机场估值水平仍然偏低；

其三在于我国机场虽然当前分红比例不高，但历史上亦有过高分红操作，分红与资本开支周期有强相关，在未来存在潜在提升可能。

近期深圳机场不断获得深港通资金流入，外资的影响程度需要重视。

2、持续推荐航空：有利油汇将助推业绩明显增长，当前估值处于低位

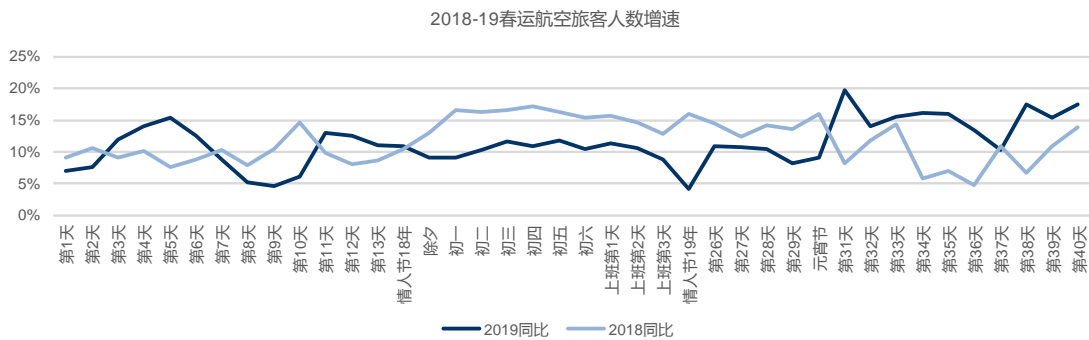
我们认为 2018 年遭遇油汇双杀而超跌的航空股，在 19 年外部较为友好环境下，存在补涨基础（1 月月报总结交运行情：超跌+流量+预期修复），逐一分析需求、油价、汇率、业绩，我们认为 10% 的平稳需求构成支撑，油价映射短期钝化（同比下降成基本共识），汇率（预期）变化会成为催化，真正随着业绩预期逐步升温，或将推动股价持续上行。

平稳需求为支撑：春运 40 天累计增速 11.38%，各种交通方式下最快。预计全年维持两位数增速。

1) 2019 年市场对航空股的担心集中于需求，此前报告我们多因素对比 2012 年，认为可维持 10% 的旅客人数增速。

2) 春运 40 天累计增速 11.4%，各种交通运输方式下最快，春运对全年有一定的指引。

3) 1 月行业在春运错峰下旅客增速 14.9%，其中国际线 22% 增速，客座率大幅提升超预期，随着汇率企稳以及中美谈判进展，国际线或持续高光表现。

图表 7 春运数据


资料来源：中国交通报，华创证券

油汇减负为驱动：参考 14H2-15H1。 我们总结 15H1 行情为油价大跌+供需小幅改善推动，当前有相似之处。

- 1) Q1 油价压力下降已明确，全年减负或更高：我们预计 Q1 燃油价格同比下降 4.7%。若全年均价维持该水平则下降 12%。全年依靠油价下跌带来的贡献为国航 35 亿、东航 31 亿、南航 40 亿元。
- 2) 汇率或带来大幅边际贡献。我们测算 18 年三大航汇兑损失影响净利在 16-20 亿元左右。以中间价 6.71 算，今年升值 2.2% 带来利润贡献国航 5.3 亿、东航 5.2 亿，南航 6.6 亿元。假设全年汇率为当前水平，则带来边际利润贡献（减少财务费用）为国航 22.5、东航 21.2、南航 23.1 亿元。
- 3) 综合油、汇以及燃油附加费影响，带来边际利润增厚：国航 50，东航 43，南航 52 亿元（18 年利润预计为 65、29 及 29 亿元），减负程度可比 15 年。
- 4) 关于经租进表对汇率影响的讨论：根据准则要求 19 年经租飞机将进表，因公司大部分租金美元支付，或增加美元负债规模，加大汇率敏感性。我们做不同情境测算：a) 最大理论影响值：对所有合同未来约定支付租金进行折现，b) 航空公司有多种方式调节降低美元敞口：存量经租飞机在保税区设立 SPV 架构；新引进飞机可将购买权更替予租赁公司并以人民币支付租金；采用短约替换长约，如将长期改为 1 年或以内合约；用人民币替换美元，或到期不续租。综上测算理论影响各公司汇率敏感性为：波动 1%，影响国航 2.78-4.97 亿，南航：3.6-7.1 亿，东航：2.6-3.76 亿元。（截止 18 年中报对应敏感性为影响国航净利 2.35 亿，东航 2.32 亿，南航 2.97 亿元）。

业绩预期升温将推动股价强劲上行。

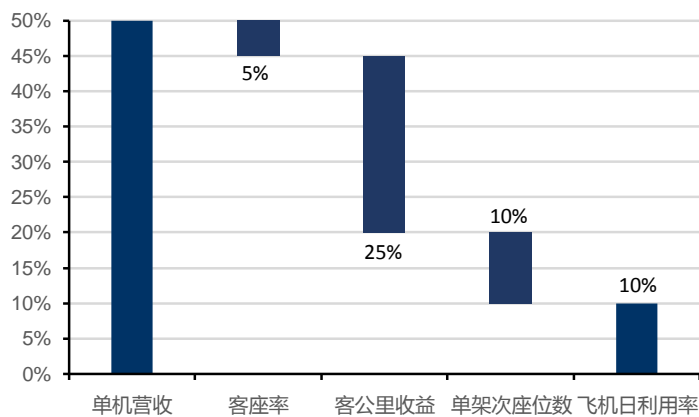
- 1) 保守角度假设座收无增长，单位非油成本不下降，当前（油价 62 美元，人民币 6.71）国航、东航、南航 19 年可实现利润 115、72 及 82 亿元（同比增长 78%、150% 及 178%），对应 PE11.9、11.3 及 11.8 倍；中性组合（油价 70 美元，汇率 6.86）下对应 PE15-18 倍。
- 2) 我们判断全年客座率持平，票价在连续价格市场化下旺季更释放弹性，座收提升 1%，三大航将带来 8-10 亿元的

利润，因此小幅座收上升或单位扣油成本下降，都将使三大航 PE 仅 10 倍附近。

《全方位比照达美航空，我国大航离世界级超级承运人还有多远？》从更长期的角度探讨航空价值，看我国大航潜力有多大。

收入端差距明显：达美单机营收 2.2 亿，比南航（1.5 亿）高约 50%，分解看，平均客座率高 4%（达美 86.2%，南航 82.2%），客公里收益高 23%（达美 0.6，南航 0.49 元），单架次座位数高 10%（达美 137，南航 125），飞机日利用率高 8%（达美 10.5，南航 9.8）。

图表 8 达美南航单机营收差距分布（示意图）



资料来源：Bloomberg，公司公告，华创证券

展望未来：我们认为南航在收入端可提升空间较大，而成本端具备优势。需求潜力逐步渗透和时刻价值回归，客座率与客收的差距会随着时间的推移而弥补，公司自身则需要提升包括国际和宽体机占比以提升飞机日利用率和单架次座位数，同时在政策资源推动下，努力提升国内枢纽机场集中度水平。综合看，我们认为南航在单机座位数（10%提升空间），客座率（3%提升），客公里收益（20%提升），日利用率（2%提升），意味着单机收入端存在 35% 的远期提升空间，即从 1.5 亿提升至 2.02 亿，相当于达美当前的 92%，假设在 1000 架机队规模时，收入将达到 2000 亿，考虑净利率水平向达美 8% 靠拢，较 17 年南航 5% 提升 3 个百分点，则净利润可达到 160 亿。

3、申通快递：走在变革路上的通达系“元老”，15 倍 PE 被明显低估

过去四重担忧压制公司过去估值水平。

经营层面：市场份额 14-17 年连续 4 年下滑（16.5% 降至 10%）=>引发对公司竞争力的担忧；

资产层面：转运中心资产直营化不足，总部资本开支落后=>资本投入代表未来竞争力；

财务层面：没有效率提升推动的单票毛利逆势增长不被认可=>以量为先逻辑下，量居首；

经营模式层面：持有转运中心资产的大加盟商与总部利益诉求不同成为另一个担忧点。

估值能否修复？四大变革正在进行时！

1) 变革措施 1：转运中心直营化比例提升。2018 年以来，公司已累计公告 5 批转运中心中转业务资产组收购公告，

合计金额 14.91 亿元，我们测算直营化率从 45% 提升至 88%（根据转运中心个数计算）。

2) 变革措施 2: 加大资本开支。过往的投资“缺位”，主要受到转运中心直营化不足约束，随着直营比例提升，资本开支亦大幅增长。2018 年前三季度，公司资本开支增速明显高于通达系同行，金额与韵达持平。

3) 变革措施 3: 优化加盟商管理。收购转运中心后，公司对加盟商管控力增强。

4) 变革措施 4: 产品层面，去重货，优化产能。5) 变革效果：业务量显著提升。业务量增速自 18 年下半年以来持续提升，19 年 1 月市场份额已经达到 11.3%。同时公司在 10 月、12 月及 1 月三个月增速超越韵达，成为行业领跑者；同时此前大加盟商所在区域开始发力；品质指标亦提升明显。

市场依旧存在预期差：一次性释放还是可持续改善？

1) 我们认为目前的改善更多是受益于直营化后利益分配红利；成本改善将主要体现在 19 年下半年，同时公司大加盟商有望由劣势转为优势。

2) 我们给出两大观察指标：成本改善以及业务量增速的持续性。我们预计可比单票成本 2019 年可同比下降 10% 左右（剔除掉转运口径变化，不含派费），意味着转运中心直营化后核心效率提升的开始；2019 年下半年，低基数因素消退，业务量增速依旧超越行业 10 个百分点，也可证明公司非一次性释放。

我们认为处于景气区间的快递行业中枢可给予 20 倍 PE：需求端拼多多等新型电商平台的兴起以及快速发展给行业维持 20-25% 的景气区间带来支撑；竞争格局，低价竞争策略的“失效”以及难复制，新进入者威胁降低；同时我们认为集中度将向头部公司集中，且“价格战”存在边界而非无止境，整体将进入良性量价循环。

公司当前仅 15 倍 PE，市场对公司的认知仅限于转运中心直营化的推动了一次性的红利释放，预期差在于忽视公司直营化后通过效仿行业领先者成功路径进行的精细化管理与降本增效，我们认为公司业务量增速重回一线阵营并有 3 个月处于行业领先，其估值应当得以修复，而根据其改善的路径与持续性可给予 18-22 倍 PE，对应市值为 414-506 亿元，较当前市值有 21%-48% 的空间，中性情况下给予 20 倍 PE，目标价 30 元，较现价 34% 空间

4、继续推荐 Q1 四金股

年初策略中，结合 2019 年的具体节奏，我们从金股推荐角度给出 2019 年十大金股组合，并依据季度时间轴，Q1 推荐广深、南航、上机、韵达。

图表 9 2019 年金股



资料来源: 华创证券

三、航运 2 月数据回顾: 油运淡季不淡, 踩上盈亏平衡点

图表 10 航运数据

航运子行业	指数	最新值			均值				同比			
		2019/3/2	2019/2/23	周环比	201902	201901	2019Q1	2019	201902	201901	19Q1	2019
干散货	BDI	664	634	4.7%	629	1063	852	852	-44.1%	-14.7%	-27.5%	-37.0%
	CBFI	963	963	0.0%	948	1027	989	989	-13.5%	-27.5%	-15.8%	-13.9%
集装箱	SCFI	804	848	-5.2%	890	949	909	909	2.4%	13.1%	14.6%	9.2%
	美西	1549	1720	-9.9%	1849	1995	1885	1885	24.6%	35.9%	41.7%	8.6%
	美东	2640	2837	-6.9%	2058	3121	3017	3017	-25.8%	17.9%	21.3%	7.5%
	欧洲	796	831	-4.2%	899	976	925	925	-1.4%	9.0%	10.1%	12.6%
油运	CCFI	850	879	-3.3%	886	862	870	870	5.5%	7.9%	6.7%	6.3%
	Vlcc-Tee	36953	28310	30.5%	20902	28067	25870	25870	265.7%	238.9%	286.1%	66.2%
	Td3	42667	31362	36.0%	24164	31948	29679	29679	265.4%	203.9%	260.4%	55.8%

资料来源: Wind, 华创证券

干散货: BDI 二月均值较 1 月环比下降 41%, 较高点跌幅超 5 成

BDI 1 月均值 1063, 同比下跌 14.7%; 2 月均值 629, 同比下降 44.1%, Q1 均值 852, 同比下降 27.5%
CBFI 1 月均值 1027, 同比下跌 27.5%; 2 月均值 948, 同比下降 13.5%, Q1 均值 989, 同比下降 15.8%

BDI 大幅下跌有两种因素:

其一圣诞节后的传统淡季回落, 17、18 年同时段 BDI 指数分别下跌 38% 及 15%。

其二突发事件导致: 1 月下旬, 全球最大的铁矿石生产商淡水河谷位于巴西东南部米纳斯吉拉斯州布鲁马迪纽市的一处尾矿坝发生溃坝事故。2017 年该地铁矿石产量约 780 万吨, 占全球产量约 1%, 而海运铁矿石贸易量占干散货

贸易总量的 30% 左右, 在行业本身运营处于盈亏平衡之下, 行业一定程度供给过剩时, 此次事故对运输需求也带来了负面影响, 加速指数下跌。

3 月 1 日, BDI 上涨 4.7%, 收于 664 点, CBF1 持平, 收于 963 点。

图表 11 BDI 指数



资料来源: wind, 华创证券

图表 12 CBF1 指数表现



资料来源: wind, 华创证券

集装箱: 运价上行

1 月均值: SCFI 949, 美西 1995, 美东 3121, 欧洲 976, 分别上涨 13.1%、36%、18%及 9%

2 月均值: SCFI 890, 美西 1849, 美东 2058, 欧洲 899, 分别上涨 2.4%、24.6%, 下降 25.8%及下降 1.4%

Q1 均值: SCFI 909, 美西 1885, 美东 3017, 欧洲 925, 分别上涨 14.6%、41.7%, 21.3%及 10.1%

3 月 1 日 SCFI 收于 804 点, 下跌 5.2%, 美西收于 1549 美元/FEU, 美东收于 2640 美元/FEU, 分别下跌 9.9%、6.9%, 欧洲线收于 796 美元/TEU, 下跌 4.2%; CCFI 收于 850 点, 下跌 3.3%。

图表 13 CCFI 指数一周表现



资料来源: wind, 华创证券

图表 14 SCFI 指数表现



资料来源: wind, 华创证券

油运：1月淡季正常回落，2月运价连续回升，当前站上盈亏平衡

VLCC 运价 3 月 1 日报 3.7 万美元，本周上涨 30%，淡季高于盈亏平衡线；其中 TD3 航线为 4.2 万美金。

1 月均值，2.81 万美元，同比增长 239%；

2 月均值，2.09 万美元，同比增长 266%，

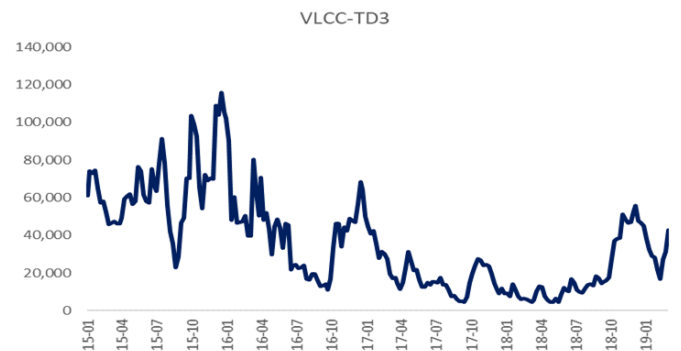
2 月 8 号报价 1.42 万，为今年以来低点，之后连续三周上行，2 月 23 日报 2.83 万，回归盈亏平衡，3 月 1 日到 3.7 万，淡季超预期。

图表 15 VLCC-TCE



资料来源: Clarkson, 华创证券

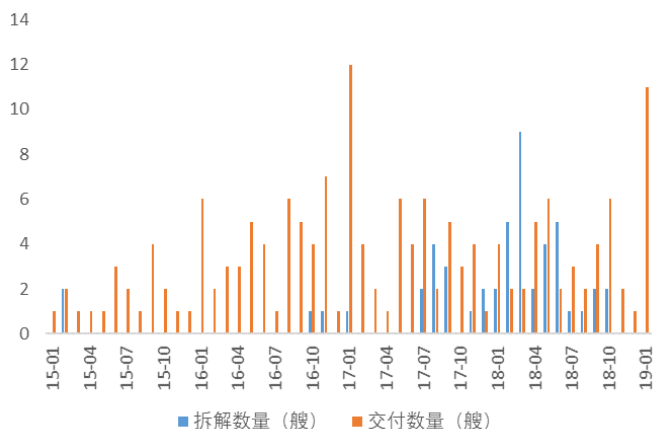
图表 16 VLCC-TD3



资料来源: Clarkson, 华创证券

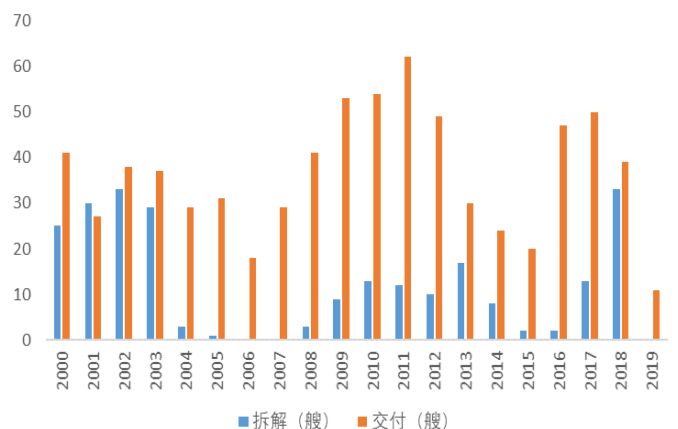
1 月交付 VLCC 船 11 艘，拆解 0 艘，净增加运力 11 艘；我们维持此前观点，认为油运度过 19 年上半年交付压力后，19Q4 开始将迎来右侧顺畅上行。

图表 17 月度 VLCC 交付与拆解量



资料来源: 克拉克森, 华创证券

图表 18 年度 VLCC 交付与拆解量



资料来源: 克拉克森, 华创证券

交通运输组团队介绍

组长、首席分析师：吴一凡

上海交通大学经济学硕士。曾任职于普华永道会计师事务所、上海申银万国证券研究所。2016 年加入华创证券研究所。2015 年金牛奖交运行业第五名，2017 年金牛奖交运行业第五名。

分析师：刘阳

上海交通大学工学硕士。2016 年加入华创证券研究所。2017 年金牛奖交运行业第五名团队成员。

研究员：肖祎

香港城市大学经济学硕士。曾任职于华泰保险资管、中铁信托。2017 年加入华创证券研究所。2017 年金牛奖交运行业第五名团队成员。

助理研究员：王凯

华东师范大学经济学硕士。2017 年加入华创证券研究所。2017 年金牛奖交运行业第五名团队成员。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售助理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售助理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	沈晓瑜	资深销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	杨晶	高级销售经理	021-20572582	yangjing@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjianian@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyding@hcyjs.com
	乌天宇	高级销售经理	021-20572506	wutianyu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	张敏敏	销售经理	021-20572592	zhangminmin@hcyjs.com
蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com	

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500