

交通运输

证券研究报告

2019年03月03日

春运收官空铁领跑，继续推荐三大航+铁路

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

姜明

分析师

SAC 执业证书编号: S1110516110002
jiangming@tfzq.com

黄盈

分析师

SAC 执业证书编号: S1110518080007
huangying1@tfzq.com

曾凡喆

分析师

SAC 执业证书编号: S1110518110001
zengfanzhe@tfzq.com

行业走势图



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 1 《交通运输-行业研究周报:中美和谈预期乐观, 航空航运最为获益》 2019-02-24
- 2 《交通运输-行业投资策略:逐日寒冬尽, 踏雪迎春归》 2019-02-20
- 3 《交通运输-行业研究周报:元月民航数据高增长, 航运股或受益于贸易战缓和》 2019-02-17

春运落下帷幕，旅客量有所增长

一年一度为期40天的春运落下帷幕。全国旅客发送量合计达到29.8亿人次，同比增长0.33%，其中铁路发送旅客累计达到4.1亿人次，同比增长6.67%，民航发送旅客量7288.2万人次，同比增长11.38%，道路发送旅客量24.6亿人次，同比下降0.83%，水运发送4076.9万人次，同比略有下降。

民航增速领跑，需求依然旺盛

民航春运需求增长11.4%，领跑交运板块。春运需求增速虽不能完全指引全年需求增速，但二者仍具备较强的正相关性。2017-2018年民航官方统计客运量增速分别为14.0%、11.7%，数据同比增速分别为11.2%、10.8%，全年旅客运输量增速分别为13.0%、11.0%，基本接近。2019年春运客运量同比增长实现开门红，且增速远高于2018年10-12月10.8%、7.7%、7.9%的增速水平，因此我们认为2019年春运民航需求的旺盛表现已经基本奠定了全年基调，预计全年需求仍将维持两位数的旺盛增长。

航空逻辑不改，持续推荐三大航

2018年供给逐步收紧的逻辑已经逐步印证，2019年航空公司创造超额供给的空间或进一步收窄，ASK增速放缓是大概率事件；民航需求仍处于高速发展期，春运高增速很可能意味着全年需求平稳较快增长；价格方面，涨价航线的票价韧性依旧，暑运旺季的稀缺性进一步增加导致票价弹性十足。近期汇率表现强势，拉低人民币航油成本的同时，经营租赁并表也将在2019年为三大航带来更大的汇兑弹性。2018年油价汇率暴击，2019年外部环境显著转暖，看好短期情绪修复，长期超预期叠加，继续推荐三大航。

铁路春运结束，动车组发送旅客占比60%

春运全国铁路累计发送旅客4.1亿人次，同比增加2539.2万人次，增长6.7%。其中动车组发送旅客2.4亿人次，增长16.2%；动车组发送旅客占旅客总发送量60%，同比提高5个百分点。自2008年8月我国高铁首次投用以来，高铁运能快速扩张，四纵四横网络已经基本完成，带来高铁占整个铁路客运系统的比重快速提升，从2008当年的1%提升至2019年春运的60%。其中承载客流量最大的当属连接了中国两座一线城市的京沪高铁，京沪高铁占高铁客运量的比重在2012年达到顶点，而后下降趋于稳定，2016年，京沪高铁旅客运输量达到1.6亿人，占当年高铁整体运输量的13.1%。

资产证券化有望点燃行情

2月26日，证监会北京监管局网站披露京沪高速铁路股份有限公司上市辅导备案表，京沪高铁A股上市工作正式启动。京沪高铁的上市事宜符合铁路股份制改造的方向。2019年铁路的改革十分明确，中央经济工作会议自2016年开始连续第三年点名铁路改革，在2019年中铁总工作会议上，更进一步的股份制改造获得高亮，其中重点在于“通过多层次、多渠道的股份制改造，加快构建现代企业法人治理体系”。除京沪高铁之外，中铁特货也于2月14日在上海联合产权交易所完成股权转让，完成股份制改革的重要一步，我们认为2019将会是铁路改革密集催化的一年。投资上我们继续以改革作为主线：推荐广深铁路、铁龙物流。

投资建议

航空板块，推荐三大航，首推国航；铁路板块，推荐广深铁路、铁龙物流。

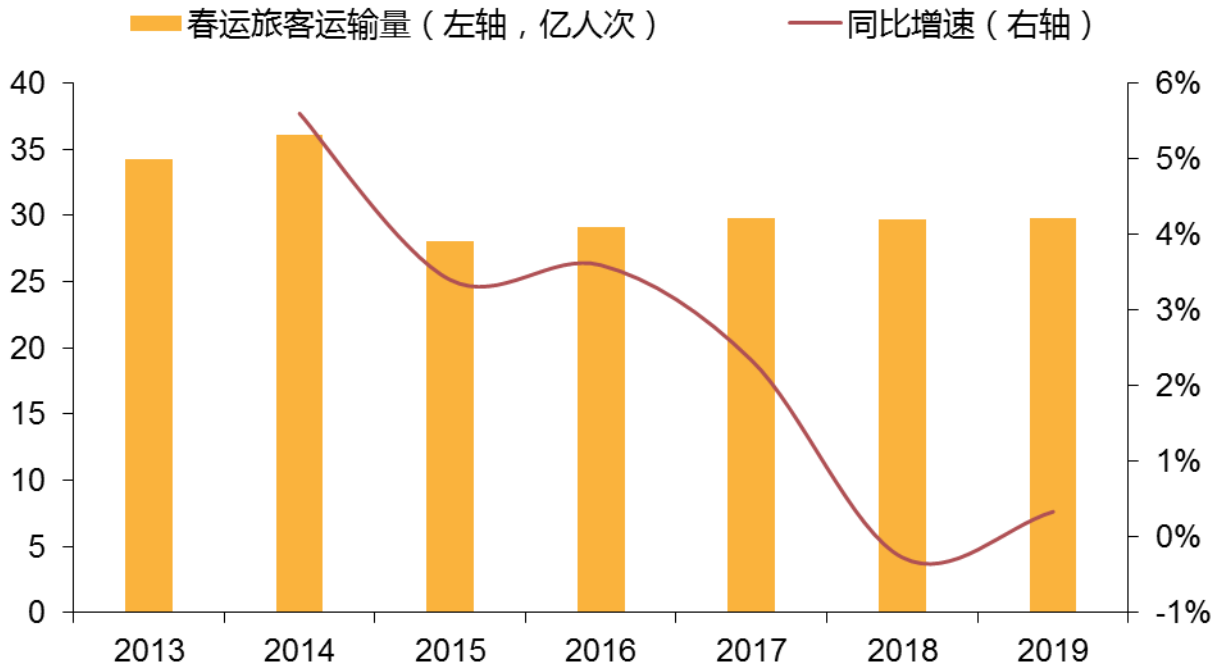
风险提示：经济超预期下滑，油价汇率波动，安全事故，铁路改革不及预期



1. 春运落下帷幕，全国发送旅客量略有提升

2019年3月1日，一年一度为期40天的春运落下帷幕。根据初步统计，全国旅客发送量合计达到29.8亿人次，同比增长0.33%，其中铁路发送旅客累计达到4.1亿人次，同比增长6.67%，民航发送旅客量7288.2万人次，同比增长11.38%，道路发送旅客量24.6亿人次，同比下降0.83%，水运发送4076.9万人次，同比略有下降。

图 1：历年春运全国旅客发送量及同比增速



资料来源：交通运输部网站，天风证券研究所

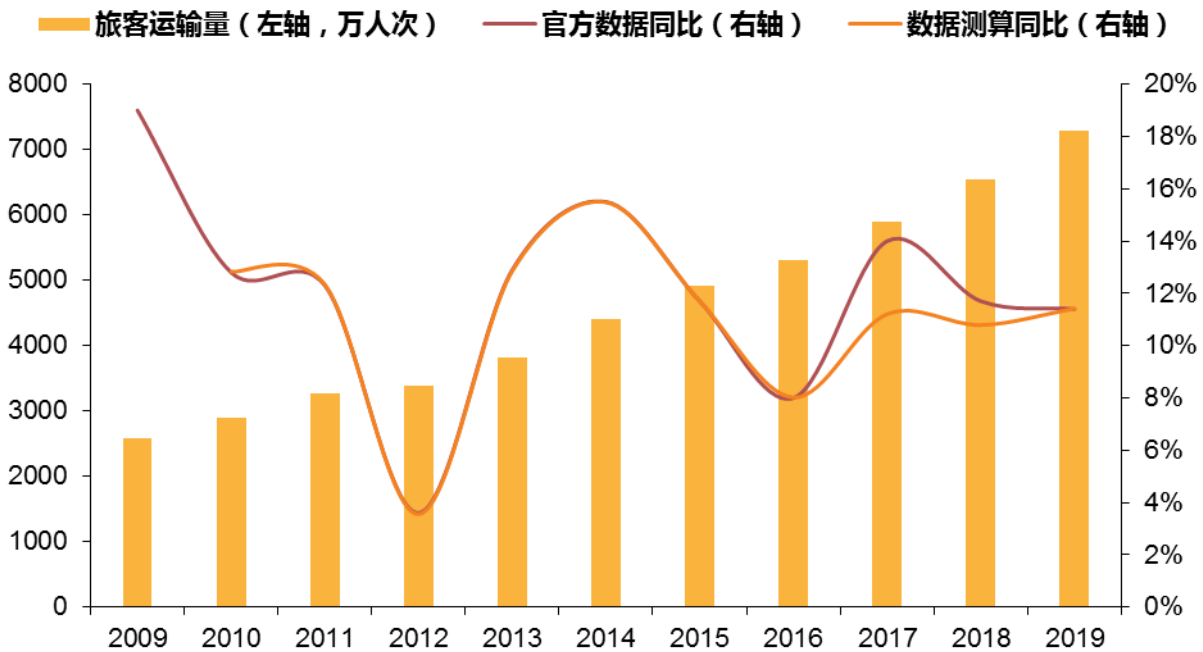
注：2015年春运公路统计口径发生改变造成数据不可比

2. 民航增速两位数，持续领跑交运行业

2.1. 民航需求维持两位数增长，增速基本与2018年相近

民航局初步统计的2019年春运旅客运输量7288.2万人次，同比增长11.38%。值得一提的是，2016年官方披露民航春运旅客运输量为5309万人次，2017年为5904万人次，从数据上看同比提高11.2%，而民航局官方披露增速为14%，同理，2018年官方披露旅客运输量为6541万人次，从数据上看同比增速为10.8%，而民航局官方披露增速为11.7%，2017-2018年官方同比增速均高于数据测算值。2019年数据测算增速与官方披露增速相同，均为11.4%，因此我们认为不同于2017及2018年，今年民航局披露增速准确度较高。

图 2：历年民航春运旅客发送量，官方口径同比增速及数据测算同比增速

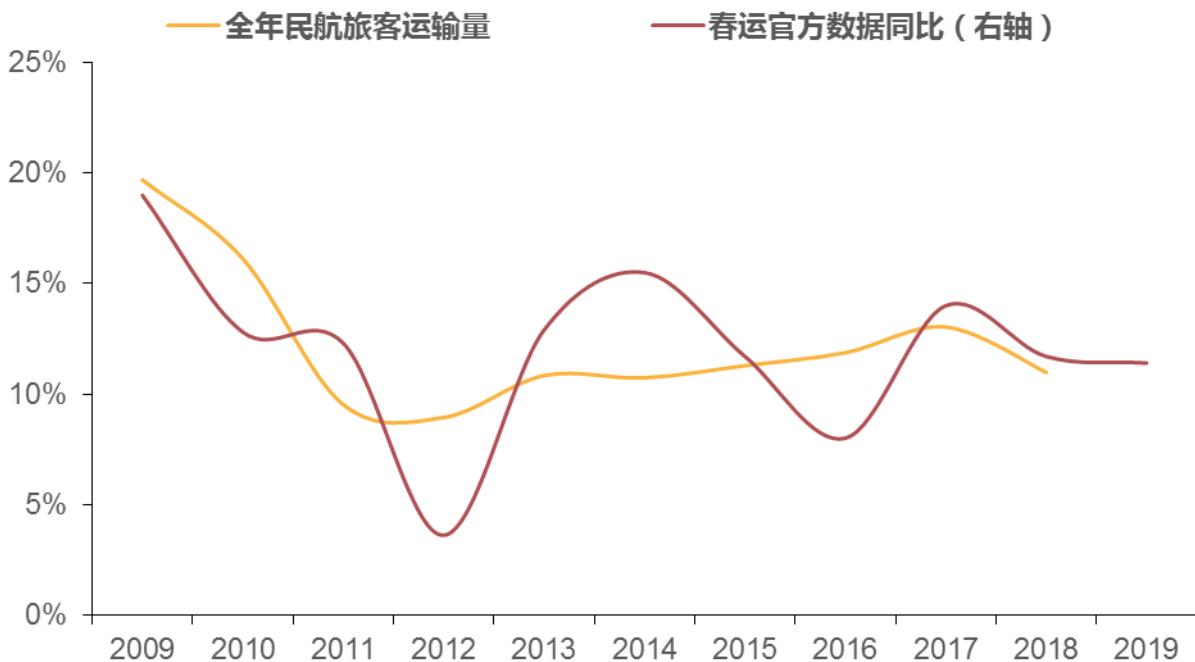


资料来源：CAAC，天风证券研究所

2.2. 春运开门红或为全年旺盛需求增长奠定基调

春运民航增速与全年民航需求无绝对指引意义但存在较强正相关性：从过去 10 年民航春运增速与全年客运量增速的对比来看，由于春运同比数据摆动幅度较大，春运需求增速对全年需求增速虽无绝对指引意义，但二者之间仍呈现显著的正相关关系。

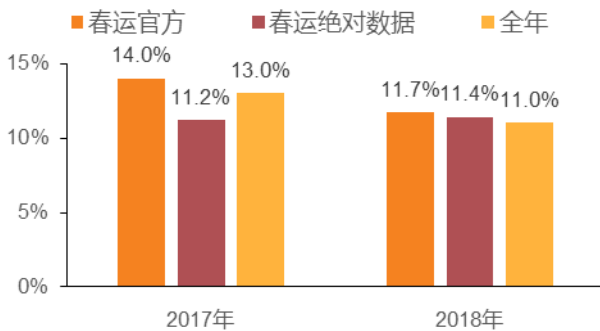
图 3：民航全年及春运旅客量同比增速对比



资料来源：CAAC、Wind、天风证券研究所

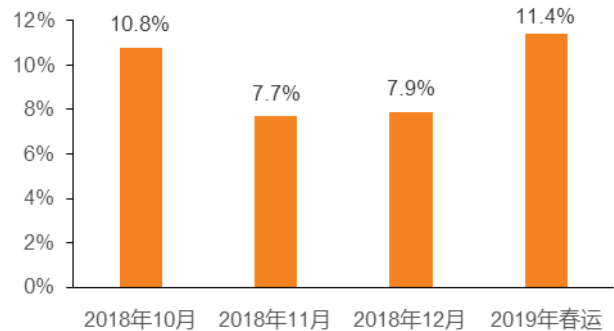
2019 年春运或为全年需求旺盛增长奠定基调：从过去两年的数据看，2017-2018 年民航官方统计客运量增速分别为 14.0%、11.7%，数据同比增速分别为 11.2%、10.8%，全年旅客运输量增速分别为 13.0%、11.0%，基本接近。2019 年春运客运量同比增长 11.4%，实现开门红，且增速显著恢复，远高于 2018 年 10-12 月 10.8%、7.7%、7.9% 的增速水平，因此我们认为 2019 年春运民航需求的旺盛表现已经基本奠定了全年基调，预计全年需求仍将维持两位数的旺盛增长。

图 4：2017-2018 年春运及全年需求增速对比



资料来源：CAAC，Wind，天风证券研究所

图 5：2019 年春运增速与 2018 年底需求增速对比



资料来源：CAAC，Wind，天风证券研究所

2.3. 投资建议——继续推荐三大航

我们认为鉴于时刻紧张，2019 年民航供给难以放量，运力增投相比 2018 大概率有所减缓；需求端伴随着经济探底复苏，增速或呈现前低后高态势，全年客座率可能与 2018 年基本持平，但在票价改革有序推进及旺季票价高弹性的刺激下，看好全年价格走势。

我们认为航空股当前依然具备显著的投资价值，从基本面来看：后续旺季表现仍将大概率显著向好，逻辑如下：第一，总量控制政策下，民航暑运旺季供给更可能出现显著的收紧；第二，经济很可能于三季度逐步复苏，公商务旅客与暑运因私出行旅客高峰形成共振，需求向好；第三，票价改革政策不断突破，且不同于 2018 年暑运旺季的同比一次提价，2019 年旺季同比提价次数为两次，价格弹性更足；第四，如果假设美油价格中枢为 55 美金/桶，则三季度航油成本同比优势将显著扩大，成本优势显著；最后，如果汇率不变，2018 年三季度汇率贬值 3.97%，2019 年如无汇兑损益，财务费用同比优势较大。

从情绪上看，目前市场对二季度民航票价表现预期较低，且对三季度旺季预期也并不高，且对油价汇率的波动及市场环境的变化也处于“走一步、看一步”的状态。因此如票价、油价、汇率及市场环境稍有超预期，股价就可能迅速反映。

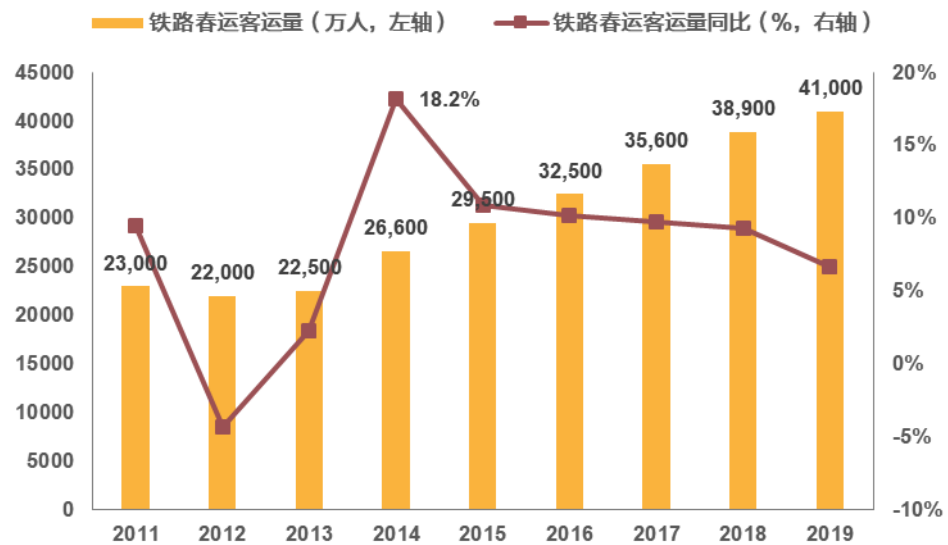
从标的上看，鉴于 2018 年受油价、汇率暴击的三大航业绩下滑明显，因此 2019 年业绩大概率具备更大的弹性，继续推荐 PB 估值处于相对低位，经营性租赁并表后汇率敏感性显著扩大的高弹性品种三大航，首推国航，此外，民营航空公司目前估值同样处于上市以来低位，考虑到其经营效率更优，具备更强的成长性，同步推荐春秋、吉祥。

3. 铁路：高铁角色日益重要，资产证券化有望引燃行情

3.1. 铁路春运结束，动车组发送旅客占比 60%

3 月 1 日，为期 40 天的 2019 年铁路春运结束，全国铁路累计发送旅客 4.1 亿人次，首次突破 4 亿人次，同比增加 2539.2 万人次，增长 6.7%。其中动车组发送旅客 2.4 亿人次，增长 16.2%；动车组发送旅客占旅客总发送量 60%，同比提高 5 个百分点。

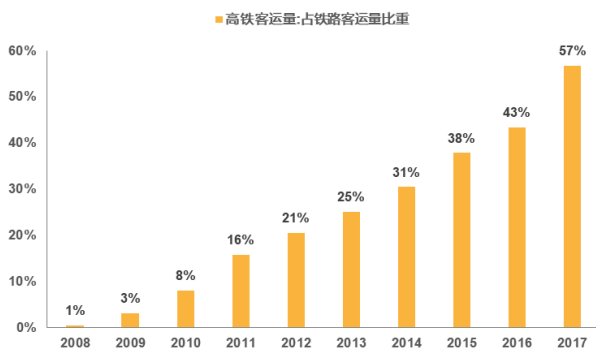
图 6：铁路春运旅客量及同比



资料来源：wind，天风证券研究所

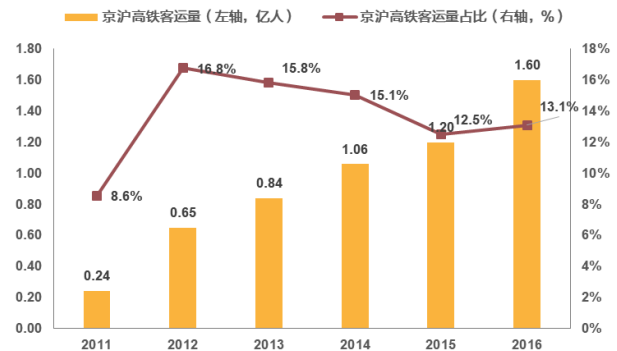
自 2008 年 8 月我国高铁首次投用以来，高铁运能快速扩张，四纵四横网络已经基本完成，带来高铁占整个铁路客运系统的比重快速提升，从 2008 当年的 1% 提升至 2019 年春运的 60%。其中承载客流量最大的当属连接了中国两座一线城市的京沪高铁，京沪高铁占高铁客运量的比重在 2012 年达到顶点，而后下降趋于稳定，2016 年，京沪高铁旅客运输量达到 1.6 亿人，占当年高铁整体运输量的 13.1%。

图 7：高铁客运量占比 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：京沪高铁客运量及占高铁客运量比重 (%)



资料来源：wind，天风证券研究所

2 月 26 日，中国证监会北京监管局网站披露了京沪高速铁路股份有限公司上市辅导备案表，京沪高铁 A 股上市工作正式启动。京沪高铁的上市事宜符合铁路股份制改造的方向。2019 年铁路的改革十分明确。中央经济工作会议自 2016 年开始连续第三年点名铁路改革，在 2019 年中铁总工作会议上，更进一步的股份制改造获得高亮，其中重点在于“通过多层次、多渠道的股份制改造，加快构建现代企业法人治理体系”。除京沪高铁之外，中铁特货也于 2 月 14 日在上海联合产权交易所完成股权转让，完成股份制改革的重要一步，我们认为 2019 将会是铁路改革密集催化的一年。

3.2. 投资建议

我们认为 2019 将会是铁路改革信号持续刺激的大年，投资上我们继续以改革作为主线：广深铁路 PB 估值低至 0.93x 处于历史低位，公司以铁路客运作为主业，地处广深地区，土地价值高，土地价值释放循序渐进；铁龙物流：大集团小公司，今年继续受益于公转铁、

沙鲛线有望量价齐升释放业绩弹性，另外公司运营铁路特种集装箱业务，业务拓展空间巨大，2018 年业绩 PE 为 18x；大秦铁路为高股息率品种，业绩稳健，战略地位重要。

4. 投资建议

航空板块，推荐三大航，首推国航；铁路板块，推荐广深铁路、铁龙物流。

5. 风险提示

宏观经济超预期下滑，油价汇率波动，安全事故，铁路改革不及预期。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com