

行业研究/深度研究

2019年04月12日

行业评级:

交通运输 中性 (维持)

沈晓峰 执业证书编号: S0570516110001
研究员 021-28972088
shenxiaofeng@htsc.com

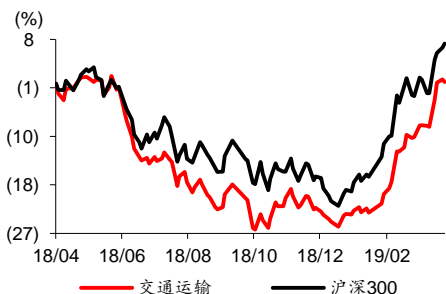
林霞颖 执业证书编号: S0570518090003
研究员 0755-82492723
linxiaying@htsc.com

陈宇 021-28972065
联系人 chenyu011574@htsc.com

相关研究

- 1 《吉祥航空(603885,买入): 业绩符合预期, 受益行业上行;买入》2019.04
- 2 《申通快递(002468,增持): 年报符合预期, 盈利有望逐季改善》2019.04
- 3 《招商公路(001965,增持): 业绩符合预期, 股权激励成新亮点》2019.04

一年内行业走势图



资料来源: Wind

交运公司一季报业绩预测

投资策略: 航空乘风上行, 油运基本面筑底, 建议把握周期与主题机会

公司推荐: 1) 中国国航、南方航空: 周期底部、景气向上; 2) 中远海能: 长航距运输及 IMO 低硫令, 行业进入上行周期; 3) 上海机场: 结构持续改善、免税招标兑现; 4) 申通快递: 行业增速不悲观, 直营化力度超预期。

航空一季度业绩稳健增长, 机场个股差异化但非航业绩值得期待

综合考虑: 1) 大额汇兑收益; 2) 油价同比下降; 3) 客座率和票价表现稳中有升, 我们预计 1Q19 国航、南航、吉祥、春秋同比增长 20%、13%、6%、19%。综合考虑产量增速及免税零售等非航表现、叠加经营杠杆, 我们预计上海机场、深圳机场 1Q19 净利润同比各增 28%、35%; 白云机场受 T2 投产成本增加所拖累, 业绩同比下降 42%。近期民航发展基金征收减半落地, 737Max 停飞时长或超预期助力旺季供需格局改善, 外围油价汇率相对稳定, 我们看好航空景气上行, 暑运旺季确定性大, 首选南航、国航。机场板块业绩长期稳健增长, 具备配置价值, 首选上海机场。

油运有望同比改善、集运同比或将下滑、港口业绩增速放缓

油运: 行业复苏, 1Q19 运价同比大幅改善, 业绩实现扭亏为盈。其中, VLCC 中东至中国运费 1Q19 同比大幅上涨 243%。集运: 虽然 1Q19 运价同比上涨 (上海至美西运价同比大幅上涨 30%; 上海至欧洲运价与上年同期持平), 行业吞吐量预期将出现同比下降。我们预计集运业绩同比或将出现下滑。港口: 1-2 月, 全国主要港口吞吐量增速有所放缓。其中, 货物和集装箱吞吐量同比分别增长 5.2% 和 4.8%。港口因地理位置及经济腹地不同, 个股业绩差异较大。另一方面, 自贸区、大湾区、港口整合等主题行情有望延续。重点关注: 中远海能、中远海控。

快递优选申通, 供应链相对看好建发, 其它物流主题为王

快递: 1Q19, 邮政局预计快递行业增速 23.5%; 考虑集中度提升和温和价格战, 电商快递龙头仍能实现 35% 以上件量和 20% 左右盈利增速, 个股优选申通 (下一阶段的预期差在盈利改善)。供应链: 大宗品价格处于 16 年以来相对高位, 龙头企业受益集中度提升, 预计 1Q19 利润增速 20% 左右; 市场较为担心大宗周期下行后业绩估值双杀, 相对看好低估值的建发股份。其它物流: 个股差异较大, 盈利波动剧烈且面临成长瓶颈, 我们推荐的策略是主题为王, 近期重点推荐“一带一路”和“上海自贸区”板块。

公路铁路一季度业绩稳健增长, 行业缺乏短期催化, 静待改革措施出台

受到春节错期的影响, 1-2 月的客运增速较高、货运增速较低, 铁路旅客周转量、货物周转量同比增长 13.3%、2.6%, 高速公路客车、货车流量同比增长 10.6%、4.0%。我们预计, 公路铁路 1Q19 业绩保持平稳增长。因上市公司每月公布运输数据, 我们认为季报较难超预期。公路铁路缺乏短期催化剂。两会强调深化铁路改革, 收费公路管理条例仍在修订中。静待铁路改革方案公布以及新收费公路条例出台。

风险提示: 经济低迷, 贸易摩擦, 油价上涨, 人民币贬值, 竞争结构恶化。

重点推荐

股票代码	股票名称	收盘价 (元)	投资评级	EPS (元)				P/E (倍)			
				2017	2018	2019E	2020E	2017	2018	2019E	2020E
601111	中国国航	11.14	买入	0.53	0.54	0.81	1.15	21.02	20.63	13.75	9.69
600029	南方航空	9.04	买入	0.48	0.24	0.62	0.95	18.83	37.67	14.58	9.52
600026	中远海能	7.05	买入	0.44	0.03	0.47	0.71	16.02	235.00	15.00	9.93
601919	中远海控	5.90	增持	0.22	0.10	0.20	0.22	26.82	59.00	29.50	26.82
002468	申通快递	25.54	增持	0.97	1.34	1.51	1.91	26.33	19.06	16.91	13.37

资料来源: 华泰证券研究所

正文目录

交运公司一季报业绩预测	4
航空：预计一季度业绩增速稳健；暑运旺季确定性大.....	5
2018 回顾：供给略加快，票价改善；但高油价、汇兑损失拖累业绩表现	5
2019 一季度预览：汇兑敏感性变大，油价小幅下降，一季度业绩增速稳健.....	5
展望和推荐标的：暑运旺季确定性大，推荐南方航空、中国国航.....	6
航运：油运迎来复苏，1Q19 同比实现扭亏为盈；集运业绩同比下滑	7
重点推荐	8
机场：业绩稳健，估值合理，具配置价值.....	9
2018 回顾：受益产量增长、机场收费调整和商业业绩亮眼，整体表现优异.....	9
2019 一季度预览：一季度机场业绩差异化，看好非航业绩增长空间	9
展望和推荐标的：首选基本面良好、结构稳定、估值略低的上海机场	10
快递物流：快递优选申通，供应链相对看好建发，其它物流主题为王	11
铁路：优质资产加速上市，行业估值有望上移	13
铁路跑输沪深 300，高股息吸引力下降.....	13
我们预计一季度业绩较为平淡	13
减税降费对客货影响各异，长期仍看好铁路改革	14
高速公路：短期缺乏催化，静待政策出台	15
大市值弱于大市，小市值估值修复	15
我们预计一季度业绩稳健增长	16
减税基本无影响，静待新条例出台	16
港口：业绩增速放缓；自贸区、大湾区、港口整合等主题行情有望延续.....	17
风险提示	18

图表目录

图表 1: 覆盖标的业绩预测表.....	4
图表 2: 2018 年运营数据 (不含海南航空)	5
图表 3: 2019 年 1-2 月运营数据.....	6
图表 4: 中国航空煤油出厂价 (含税)	6
图表 5: 美元兑人民币中间价.....	6
图表 6: 原油轮市场: 供需增速	7
图表 7: VLCC 市场: 供需增速	7
图表 8: 波罗的海原油运输指数 (BDTI)	7
图表 9: VLCC 中东-中国航线运费 (TD3C TCE)	7
图表 10: 集装箱运输市场: 供需增速.....	8
图表 11: 上海出口集装箱运价指数 (SCFI)	8
图表 12: 上海至美西集装箱运价	8
图表 13: 上海至欧洲集装箱运价	8
图表 14: 机场上市公司 2018 年 1-12 月生产数据对比.....	9
图表 15: 机场航站楼产能利用率 (2019E)	9
图表 16: 机场跑道产能利用率 (2019E)	9
图表 17: 机场上市公司 2019 年一季度生产数据对比	10
图表 18: 实物商品网上零售额及增速.....	11
图表 19: 快递行业增速.....	11
图表 20: 快递行业增速预测	11
图表 21: 南华大宗商品指数处于相对高位.....	12
图表 22: PC、智能手机和平板电脑出货量增长停滞.....	12
图表 23: 其它物流标的涨跌幅 (年初至今)	12
图表 24: 2019 年一季度铁路涨跌幅.....	13
图表 25: 铁路旅客周转量同比增速	13
图表 26: 铁路货物周转量同比增速	13
图表 27: 2019 年一季度高速公路涨跌幅	15
图表 28: 高速公路个股涨跌幅气泡图.....	15
图表 29: 高速公路客车流量同比增速.....	15
图表 30: 高速公路货车流量同比增速.....	15
图表 31: 乘用车和商用车销量.....	16
图表 32: 私家车保有量.....	16
图表 33: 全国主要港口货物吞吐量及增速 (2019 年 1-2 月)	17
图表 34: 全国主要港口集装箱吞吐量及增速 (2019 年 1-2 月)	17

交运公司一季报业绩预测

图表1: 覆盖标的业绩预测表

股票代码	公司名称	归母净利润预测 (人民币百万元)					
		2018	2019E	yoy	1Q18	1Q19E	yoy
601111.SH	中国国航	7,336	11,077	51%	2,628	3,165	20%
600029.SH	南方航空	2,983	7,561	153%	2,544	2,864	13%
601021.SH	春秋航空*	1,375	2,135	55%	385	460	19%
603885.SH	吉祥航空	1,233	1,755	42%	433	460	6%
600009.SH	上海机场	4,231	5,216	23%	1,017	1,299	28%
600004.SH	白云机场*	1,127	1,008	-11%	433	252	-42%
000089.SZ	深圳机场	668	989	48%	158	214	35%
601919.SH	中远海控	1,230	2,440	98%	181	360	99%
600026.SH	中远海能	105	1,897	1704%	-85	270	nm
600428.SH	中远海特	86	290	236%	20	35	78%
600018.SH	上港集团	10,276	11,380	11%	1,651	1,706	3%
600717.SH	天津港	600	643	7%	231	185	-20%
600233.SH	圆通速递*	1,834	2,145	17%	316	405	28%
002468.SZ	申通快递	2,049	2,311	13%	378	457	21%
002183.SZ	怡亚通	452	749	66%	208	105	-49%
603128.SH	华贸物流*	340	376	10%	76	85	11%
002769.SZ	普路通	134	240	80%	41	25	-39%
600787.SH	中储股份	992	1,039	5%	18	15	-16%
600153.SH	建发股份*	3,591	4,083	14%	581	704	21%
603056.SH	德邦股份	700	870	24%	100	125	25%
600548.SH	深高速	3,440	2,088	-39%	397	415	5%
000429.SZ	粤高速 A	1,677	1,462	-13%	342	373	9%
600377.SH	宁沪高速	4,377	4,010	-8%	1,017	946	-7%
600033.SH	福建高速*	698	783	12%	184	202	10%
001965.SZ	招商公路	3,910	4,149	6%	879	962	9%
601006.SH	大秦铁路*	14,456	14,670	1%	4,097	3,899	-5%
601333.SH	广深铁路	784	1,489	90%	446	458	3%
600125.SH	铁龙物流	508	592	17%	129	145	13%

备注: 标*个股尚未发布2018年报, 表中的2018年归母净利润为华泰预测值

资料来源: Wind、华泰证券研究所

航空：预计一季度业绩增速稳健；暑运旺季确定性大

2018 回顾：供给略加快，票价改善；但高油价、汇兑损失拖累业绩表现

供给小幅加快但需求稳定、客座率稳中有升，票价改善；航司成本管控得当，单位扣油成本下降。2018 年，虽然民航局严控时刻总量，但各航司通过宽体机投入、时刻网络优化、机舱座位改造等方式，五家上市航司总供给仍实现同比增长 10.6%，较 2017 年扩大 1.1 个百分点；其中国内/国际运力供给相对均衡，同比各增长 10.0%/11.8%。需求稳健，同比增长 10.9%，客座率稳中略升 0.2 个百分点至 82.3%，国内航线表现持平，国际及地区则各改善 0.4/1.6 个百分点。据国航、南航财报数据披露，两家航司 2018 年票价均改善，其中国航全年票价同比提升 2.9%，而南航则提升 1%，我们分析主要因：1) 价格优先的销售政策；2) 经济舱全价持续上调；3) 恢复征收燃油附加费；4) 优化运力投入至热门航线。航司成本管控得当，我们测算国航、南航单位吨公里扣油成本同比各下降 2.3%/3.7%。

油价上涨及人民币贬值拖累盈利，创造利润低基数。2018 年布伦特原油均价同比上涨 30.4% 至 71.5 美元/桶，使得航空煤油出厂价同比上涨 28.2%，据国航公司管理层披露因油价上涨而带来的额外燃油成本约为 71 亿元，我们测算南航的额外燃油成本约 86 亿元，拖累航司业绩。2018 年人民币对美元汇率贬值 5.0%，带来大额汇兑损失，其中国航录得汇兑损失 23.8 亿元（2017 年：29.4 亿元的汇兑收益）、南航录得汇兑损失 17.4 亿元（2017 年：17.9 亿元的汇兑收益）。综上，南航 2018 年业绩同比下滑 49.6%，而国航则受益于国泰航空扭亏为盈，国货航处置收益、减值损失转回等多处一次性收益，业绩同比略涨 1.3%。

图表2：2018 年运营数据（不含海南航空）

(百万)	中国国航			南方航空			春秋航空			吉祥航空			三大航合计			上市航空合计 (不含海航)		
	2018.1-12	2017.1-12	变化 (%)	2018.1-12	2017.1-12	变化 (%)	2018.1-12	2017.1-12	变化 (%)	2018.1-12	2017.1-12	变化 (%)	2018.1-12	2017.1-12	变化 (%)	2018.1-12	2017.1-12	变化 (%)
客运																		
可用座位公里	273,855	247,833	10.50	314,443	280,652	12.04	38,965	33,401	16.66	34,812	31,530	10.41	832,566	754,399	10.4	906,344	819,402	10.6
收入客公里	220,728	201,027	9.80	259,186	230,696	12.35	34,683	30,248	14.66	30,021	27,412	9.52	680,844	614,985	10.7	745,548	672,562	10.9
客座率 (%)	80.6	81.1	-0.5pp	82.4	82.2	0.2pp	89.0	90.6	-1.6pp	86.2	86.9	-0.7pp	81.8	81.5	0.3pp	82.3	82.1	0.2pp
国内																		
可用座位公里	160,323	147,899	8.40	216,175	194,350	11.23	25,475	22,181	14.85	29,839	26,611	12.13	530,047	483,314	9.7	585,361	532,106	10.0
收入客公里	132,261	122,919	7.60	178,972	160,427	11.56	23,296	20,563	13.29	25,894	23,295	11.16	439,653	400,378	9.8	488,843	444,236	10.0
客座率 (%)	82.5	83.1	-0.6pp	82.8	82.5	0.2pp	91.4	92.7	-1.3pp	86.8	87.5	-0.8pp	82.9	82.8	0.1pp	83.5	83.5	0.0pp
国际																		
可用座位公里	103,501	90,711	14.10	93,884	82,449	13.87	12,212	10,156	20.25	4,451	4,485	-0.75	281,720	252,140	11.7	298,384	266,780	11.8
收入客公里	80,403	71,027	13.20	76,910	67,335	14.22	10,262	8,754	17.23	3,684	3,745	-1.64	224,529	199,752	12.4	238,475	212,251	12.4
客座率 (%)	77.7	78.3	-0.6pp	81.9	81.7	0.3pp	84.0	86.2	-2.2pp	82.8	83.5	-0.7pp	79.7	79.2	0.5pp	79.9	79.6	0.4pp
地区																		
可用座位公里	10,032	9,153	9.60	4,384	3,844	14.04	1,278	1,064	20.14	522	434	20.34	20,799	18,945	9.8	22,599	20,443	10.5
收入客公里	8,064	7,162	12.60	3,305	2,935	12.61	1,124	932	20.65	443	371	19.31	16,662	14,855	12.2	18,230	16,158	12.8
客座率 (%)	80.4	78.2	2.1pp	75.4	76.3	-1.0pp	88.0	87.6	0.4pp	84.9	85.6	-0.7pp	80.1	78.4	1.7pp	80.7	79.0	1.6pp
货运																		
货运载运吨公里	7,987	7,549	5.8	7,506	7,009	7.09	101	83	21.55	153	145	5.40	18,078	17,016	6.2	18,331	17,244	6.3

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

2019 一季度预览：汇兑敏感性变大，油价小幅下降，一季度业绩增速稳健

2019 年 1-2 月，累计客座率同比改善，预计一季度航司票价和客座率稳中略升。2019 年 1-2 月，五家 A 股上市航司总供给、需求同比各增长 11.6%/13.3%，相较去年同期各扩大 1.7/5.5 个百分点。国内国际运力供给增速相对均衡，同比各增长 12.1%/10.4%；需求表现强劲，国内国际同比各增 13.0%/13.5%，较去年同期各扩大 5.9/4.7 个百分点，带动客座率同比各改善 0.7/2.2 个百分点。我们认为稳固的需求表现主要得益于：1) 春运错期影响；2) 航司或采取相对较低票价销售的策略。因 3 月份为淡季，叠加春运错期等因素，我们分析 3 月单月客座率同比表现会不及此前两月，但预计一季度航司累计客座率和票价表现将稳中略升。综合考虑，我们预计一季度国航票价、客座率表现同比各改善 1%和 0.5 个百分点，南航票价和客座率表现基本持平，吉祥航空票价上涨 1.2%但客座率同比下降 0.5 个百分点，春秋航空票价、客座率同比各改善 0.5%和 2.5 个百分点。

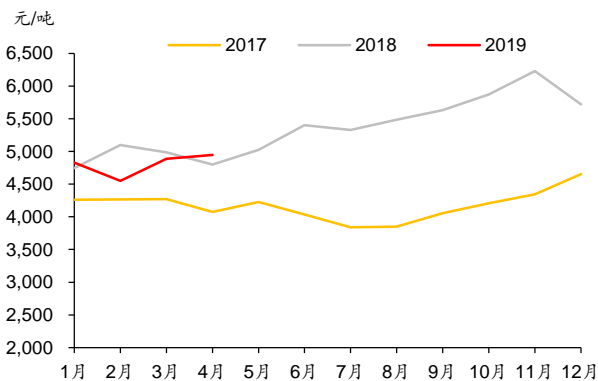
图表3：2019年1-2月运营数据

(百万)	中国国航			南方航空			春秋航空			吉祥航空			三大航合计			上市航司合计(不含海航)		
	2019.1-2	2018.1-2	变化 (%)	2019.1-2	2018.1-2	变化 (%)	2019.1-2	2018.1-2	变化 (%)	2019.1-2	2018.1-2	变化 (%)	2019.1-2	2018.1-2	变化 (%)	2019.1-2	2018.1-2	变化 (%)
客运																		
可用座位公里	46,629	43,175	8.00	56,089	49,518	13.27	6,731	6,058	11.11	6,703	5,744	16.70	146,929	131,920	11.4	160,363	143,748	11.6
收入客公里	38,155	34,845	9.50	46,414	40,500	14.60	6,198	5,388	15.03	5,680	4,879	16.42	121,047	107,105	13.0	132,926	117,366	13.3
客座率 (%)	81.8	80.7	1.1pp	82.8	81.8	1.0pp	92.1	89.0	3.1pp	84.7	84.9	-0.2pp	82.4	81.2	1.2pp	82.9	81.6	1.2pp
国内																		
可用座位公里	27,651	25,770	7.30	38,291	33,952	12.78	4,396	4,017	9.42	5,495	4,740	15.94	94,206	84,093	12.0	104,096	92,850	12.1
收入客公里	22,867	21,271	7.50	31,538	27,767	13.58	4,065	3,640	11.67	4,692	4,025	16.59	77,788	68,906	12.9	86,546	76,571	13.0
客座率 (%)	82.7	82.5	0.2pp	82.4	81.8	0.6pp	92.5	90.6	1.9pp	85.4	84.9	0.5pp	82.6	81.9	0.6pp	83.1	82.5	0.7pp
国际																		
可用座位公里	17,155	15,753	8.90	17,029	14,872	14.50	2,091	1,848	13.15	1,087	907	19.89	49,031	44,517	10.1	52,210	47,272	10.4
收入客公里	13,790	12,291	12.20	14,299	12,229	16.93	1,910	1,583	20.63	891	775	14.98	40,292	35,603	13.2	43,093	37,961	13.5
客座率 (%)	80.4	78.0	2.4pp	84.0	82.2	1.7pp	91.3	85.7	5.7pp	82.0	85.5	-3.5pp	82.2	80.0	2.2pp	82.5	80.3	2.2pp
地区																		
可用座位公里	1,823	1,629	11.90	769	692	11.10	244	192	26.71	121	98	23.94	3,692	3,310	11.5	4,057	3,600	12.7
收入客公里	1,498	1,289	16.20	577	505	14.19	223	165	35.51	97	80	21.80	2,967	2,597	14.3	3,287	2,841	15.7
客座率 (%)	82.2	79.1	3.0pp	75.1	73.1	2.0pp	91.6	85.7	6.0pp	80.1	81.5	-1.4pp	80.4	78.4	1.9pp	81.0	78.9	2.1pp
货运																		
货运载运吨公里	685	711	-3.60	1,022	1,051	-2.81	16	14	13.58	25	21	18.75	2,089	2,144	-2.5	2,130	2,179	-2.2

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

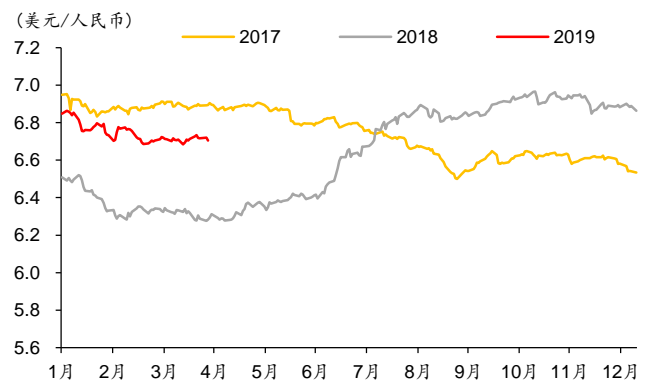
受益人民币升值 1.89%、汇兑敏感性加大，预计一季度航司录得大额汇兑收益；叠加油价同比下降，共同助力一季度业绩稳健增长。2019 年一季度，人民币对美元升值 1.89%（去年同期升值 3.77%）；鉴于经营租赁的会计准则调整之后，三大航美元债务将规模增长，令汇兑损益的敏感性扩大；我们测算一季度中国国航、南方航空将录得汇兑收益各 15.7/20.4 亿元。据万得最新数据，一季度航空煤油出厂价同比下跌 3.8%，利好航司业绩表现。综合考虑票价及客座率情况，我们预计中国国航、南方航空、吉祥航空、春秋航空一季度净利润分别为 31.7/28.6/4.6/4.6 亿元，同比各增长 20%/13%/6%/19%。

图表4：中国航空煤油出厂价(含税)



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表5：美元兑人民币中间价



资料来源：Wind、华泰证券研究所

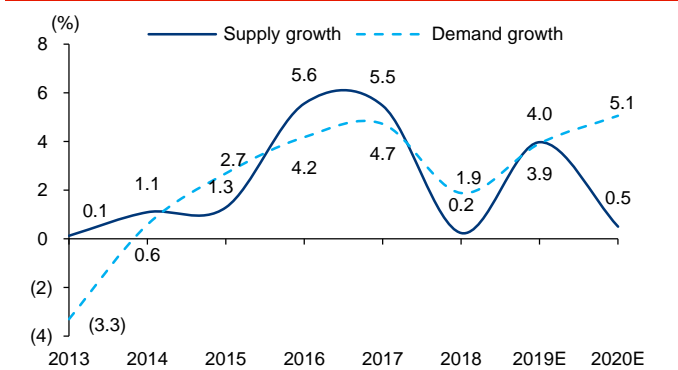
展望和推荐标的：暑运旺季确定性大，推荐南方航空、中国国航

民航发展基金征收减半落地，波音 737Max 停飞时长或超预期，我们看好航空景气上行，把握旺季机会。受益市场情绪好转，民航发展基金征收减半、波音 737Max 停飞时长超预期等多重利好因素推动，航空板块估值上移，年初至今股价上涨 40.6%。一方面，民航发展基金征收标准降低一半将切实减少航司成本，进而提振盈利，我们测算航司将因发展基金费用减少而增厚 2019 年利润约 5%。另一方面，737Max 停飞时长或超预期，假设停飞持续至暑运高峰，考虑旺季飞机利用率已在较高水平，737Max 机型运力空缺将难以被弥补，停飞将直接导致供给短缺，我们测算夏季高峰时期供给将因此削减约 3%，全年供给下降至少约 0.5%。近期油价汇率稳定，年初至今人民币升值 2.1%，油价维持 64 美元每桶的相对低位（较去年同期下降 4.5%）；票价放开将继续推进，我们看好航空景气上行，认为暑运旺季确定性大，推荐南方航空、中国国航、吉祥航空、春秋航空。

航运：油运迎来复苏，1Q19 同比实现扭亏为盈；集运业绩同比下滑

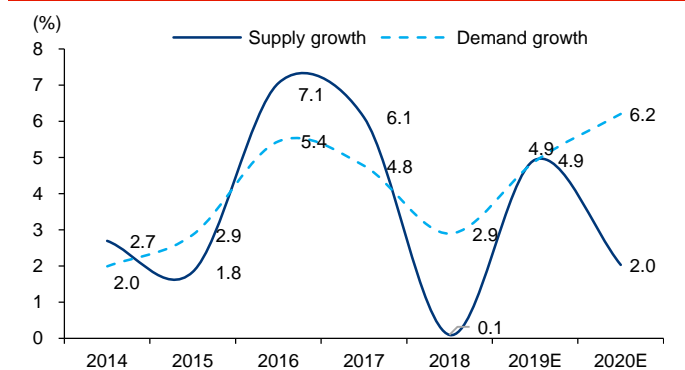
油运：2018年油运板块触底，主要受到需求疲软和多年的供给过剩影响。2018年前9个月，超大型油轮中东—中国航线运输日均收入为10,413美元，同比下滑42.8%，未达盈亏平衡点。其他船型主要航线的日均盈利水平也同比下滑40-50%。我们看到运费于4Q18开始好转，受益全球原油需求稳步增长、长航距运输需求增加及老旧船舶加速拆解，我们认为油运板块已走出底部，运价有望在2019年逐步修复，行业进入上行周期。我们预计2019年运力供给增速为4.0%，需求增速将从去年的1.9%回升至3.9%。2019年一季度，VLCC中东至中国航线运价均值为27,948美元/天，同比大幅上涨243%，运价水平实现扭亏为盈。

图表6：原油轮市场：供需增速



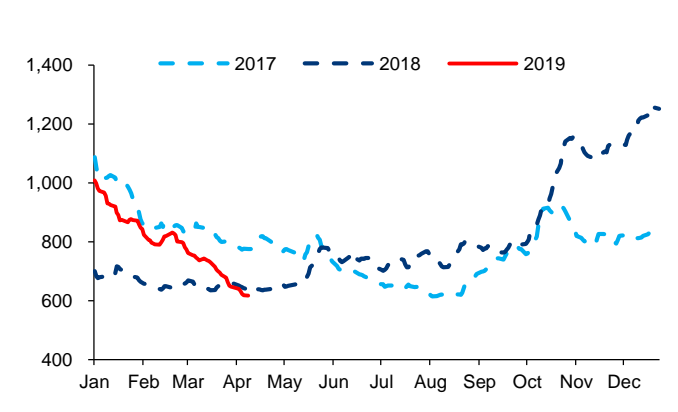
资料来源：Clarksons, 华泰证券研究所

图表7：VLCC市场：供需增速



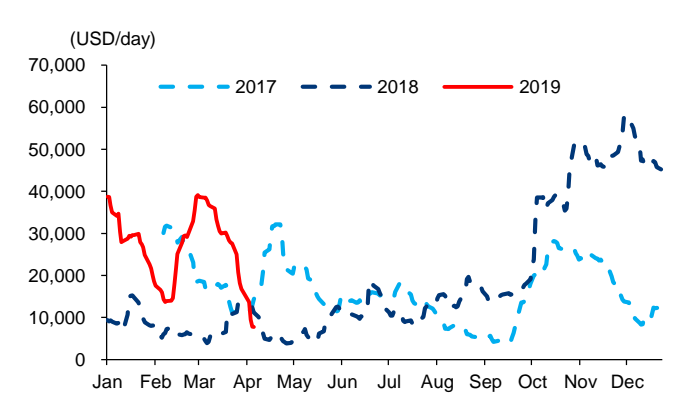
资料来源：Clarksons, 华泰证券研究所

图表8：波罗的海原油运输指数 (BDTI)



资料来源：波罗的海交易所, 华泰证券研究所

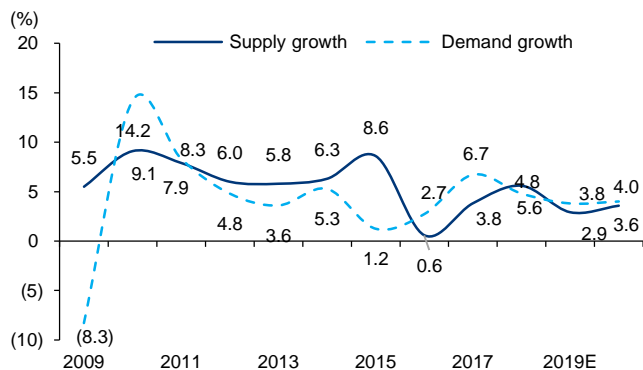
图表9：VLCC中东-中国航线运费 (TD3C TCE)



资料来源：波罗的海交易所, 华泰证券研究所

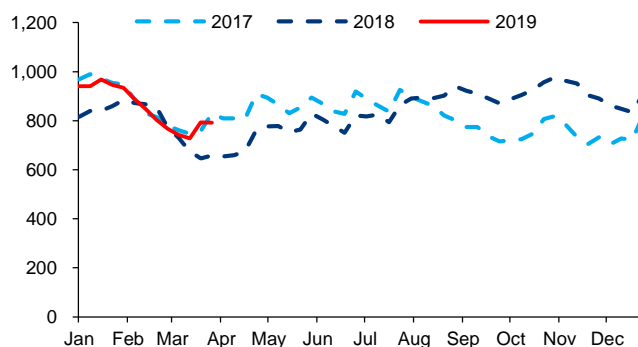
集装箱运输：2018年由于超大型船舶集中交付以及燃油成本大幅上涨，集运市场整体表现不佳。2019年一季度，集运整体运费水平同比有所好转。其中，SCFI指数同比上涨8%，上海至美西航线运价同比上涨30%，上海至欧洲航线运价同比上涨1%。我们认为美西航线运价大幅上涨主要受益于集运公司暂停部分美国航线导致的运力收紧。然而，由于受中美贸易不确定性及全球宏观经济增速放缓影响，我们预期2019年一季度集装箱吞吐量数据将出现同比下滑。根据CTS数据，2019年1-2月，全球共完成集装箱运输量2,565万标准箱，同比下降2.1%。其中，亚洲至美国、亚洲至欧洲货量同比分别下降5.9%和0.7%。综合考量，我们预期1Q19行业吞吐量同比下降1.5%、燃油成本同比上涨9%。我们预计运价上涨的幅度不足以弥补吞吐量及成本的上涨，集运公司1Q19盈利或将出现同比下滑。

图表10： 集装箱运输市场：供需增速



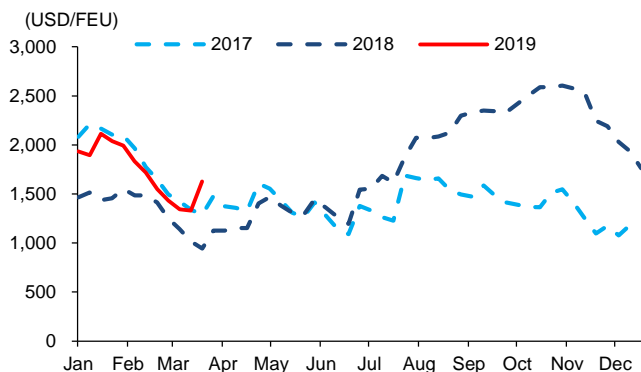
资料来源：Alphaliner，华泰证券研究所

图表11： 上海出口集装箱运价指数 (SCFI)



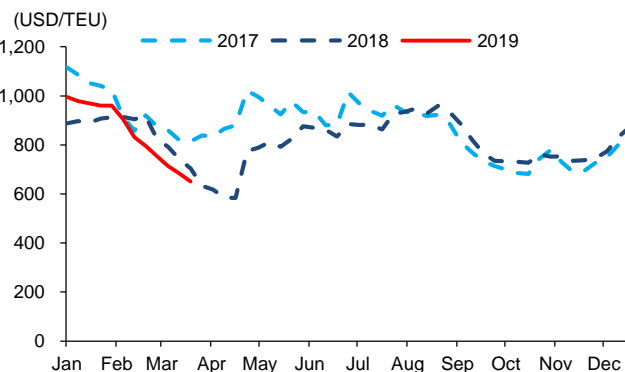
资料来源：上海航运交易所，华泰证券研究所

图表12： 上海至美西集装箱运价



资料来源：上海航运交易所，华泰证券研究所

图表13： 上海至欧洲集装箱运价



资料来源：上海航运交易所，华泰证券研究所

重点推荐

中远海能（“买入”评级，目标价区间 8.3-8.6 元）：我们预计公司 1Q19 核心净利润约 2.7 亿元，同比实现扭亏为盈（公司上年同期归母净亏损 8,488 万元）。截止 2018 年底，公司为全球第一大油轮船东，受益国际油运业务的运费提升以及内贸油运和 LNG 运输业务的稳步增长，我们预计公司 2019 全年归母净利润为 19 亿元（上年同期归母净利润为 1.1 亿元）。

中远海控（“增持”评级，目标价区间 6.2-6.5 元）：我们预计公司 1Q19 集装箱业务经营利润为 7 亿元（因收购东方海外，上年同期不可比）。鉴于集运业的高度集中性，在当前贸易形势不明朗的情况下，运力部署和价格策略变得愈加重要。考虑到正在进行的贸易谈判或将带来行业运力部署以及价格策略的变化，我们对行业发展保持谨慎观点。

机场：业绩稳健，估值合理，具配置价值

2018 回顾：受益产量增长、机场收费调整和商业业绩亮眼，整体表现优异

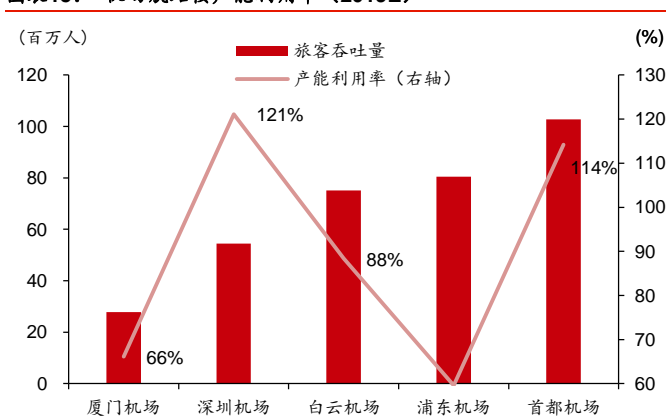
受制时刻紧缩政策，机场板块整体产量增速放缓，但非航业绩增速可观。上海机场、白云机场、深圳机场 2018 年起降架次增速分别较 2017 年各缩窄 1.9/4.1/2.1 个百分点至 1.6%/2.7%/4.7%，但受益宽体机占比提升、航班客座率改善等，旅客吞吐量增速领先起降架次的增速差扩大。首都机场则因 2017 年基数较低，2018 年产量增速回暖，起降架次和旅客吞吐量同比各增 2.7%/5.2%。受益航线结构优化、旅客吞吐量增加、旅客消费能力升级等影响，上海机场 2018 年商业收入增速可观，同比增长 33%，深圳机场同比上涨约 9%；而去年一季度受益机场内航内线提价影响，上海机场、深圳机场航空性业务收入同比各上涨 7%/10%；上海机场 2018 年净利润增长 15%；深圳机场因成本增速超预期，同比上涨 13%，拖累公司净利润仅略涨 1%。

图表14：机场上市公司 2018 年 1-12 月生产数据对比

	旅客吞吐量 (千人)			飞机起降架次 (千次)			货邮吞吐量 (千吨)		
	2018.1~12	同比增幅	增幅变化	2018.1~12	同比增幅	增幅变化	2018.1~12	同比增幅	增幅变化
上海机场	74,007	5.7%	-0.3pp	505	1.6%	-1.9pp	3,766	-1.5%	-12.7pp
白云机场	69,745	6.0%	-4.1pp	477	2.7%	-4.1pp	1,890	7.5%	1.1pp
深圳机场	49,347	8.2%	-0.5pp	356	4.7%	-2.1pp	1,216	5.1%	1.9pp
首都机场	100,804	5.2%	3.8pp	613	2.7%	4.1pp	-	-	-
厦门空港	26,554	8%	0.8pp	193	3.7%	2.1pp	346	2.1%	-1.0pp

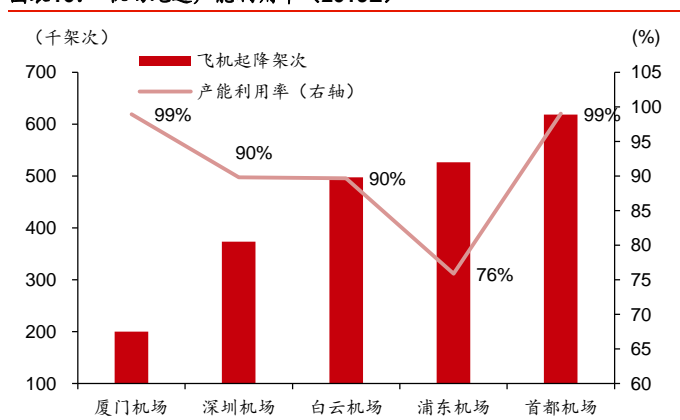
资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表15：机场航站楼产能利用率 (2019E)



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表16：机场跑道产能利用率 (2019E)



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

2019 一季度预览：一季度机场业绩差异化，看好非航业绩增长空间

机场一季度产量增速差异化，预计上海机场、深圳机场一季度业绩增速亮眼而白云机场同比下降。2019 年 1-2 月，受益航班客座率改善，上海机场、深圳机场、首都机场、厦门空港等四家机场旅客量同比增速较去年同期均改善，同比各提升 3.5%/2.2%/4.4%/5.9 个百分点至 7.0%/10.9%/5.0%/7.8%，起降架次增速相对稳定；但考虑春运错峰因素影响，预计 3 月产量增速同比回落，一季度累计产量增速预计与去年同期基本持平。其中已公布 3 月生产数据的白云机场一季度起降架次和旅客吞吐量同比增长 2.8%/4.8%，增速较去年同期各放缓 0.4/1.7 个百分点。综合考虑生产量增幅、旅客消费升级推动免税等商业租赁表现、深圳机场新开商业面积及出境免税重签值得期待，预计上海机场、深圳机场 2019 年一季度归属母公司净利润分别为 12.99/2.14 亿元，同比各增长 28%/35%。而白云机场一季度受 T2 投产后相关成本增长加快、民航发展基金返还取消双重影响，预计净利润同比下降 42%至 2.52 亿元。

图表17: 机场上市公司 2019 年一季度生产数据对比

	旅客吞吐量 (千人)			飞机起降架次 (千次)			货邮吞吐量 (千吨)		
	2019.1-2	同比增速	增幅变化	2019.1-2	同比增速	增幅变化	2019.1-2	同比增速	增幅变化
上海机场	12,459	7.0%	3.5pp	84	3.2%	-0.1pp	491	-12.0%	-18.1pp
白云机场*	18,148	4.8%	-1.7pp	121	2.8%	-0.4pp	430	1.8%	-7.7pp
深圳机场	8,807	10.9%	2.2pp	61	6.6%	1.3pp	165	-3.2%	-10.7pp
首都机场	16,737	5.0%	4.4pp	100	1.3%	1.6pp	-	-	-
厦门空港	4,505	7.8%	5.9pp	32	1.6%	-0.4pp	47	-8.7%	-10.3pp

注: 1) 白云机场已经公布 3 月生产数据, 因此列示的为 1-3 月生产数据。

资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

展望和推荐标的: 首选基本面良好、结构稳定、估值略低的上海机场

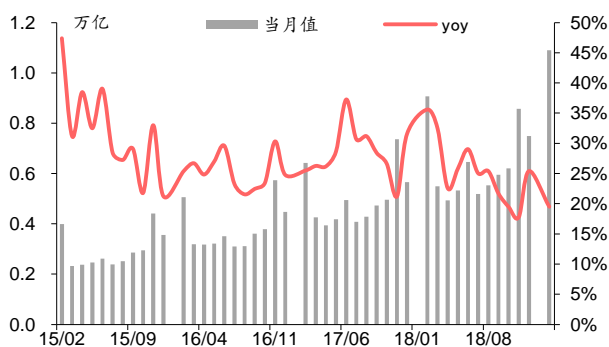
非航增长潜力足, 但股价反应非常充分; 长期看, 业绩稳健具配置价值, 首选估值略低的上海机场。据民航预飞行系统公布的夏航季航班时刻计划表, 各机场新航季时刻增量体现差异化原则, 其中首都机场、上海机场仅为 0.2%和 0.7%, 白云机场、深圳机场则各为 6.6%和 5.7%, 我们分析时刻放量程度不同主要因各机场空域资源紧张程度和准点率表现不同, 预计白云机场、深圳机场 2019 年产量增速或有望加快, 并相应提振航空性收入表现。随着新开商业面积及旅客消费能力持续升级, 我们认为机场非航业绩有望维持较高增速, 但股价反应相对充分, 年初至今板块已上涨 23.6%。我们认为机场业绩稳健且分红率高, 具配置价值, 首选基本面良好、结构稳定、估值略低的上海机场, 因: 1) 旅客消费能力升级、新开 T1 入境免税面积、卫星厅商铺下半年投产, 推高非航增长; 2) 产能相对富裕; 3) 航线结构改善, 国际及地区线占比提高。

快递物流：快递优选申通，供应链相对看好建发，其它物流主题为王

快递：1Q19，伴随市场回暖，快递板块迎来估值修复，个股涨幅中值 28.6%，略低于沪深 300 指数 32.8% 的涨幅；个股表现分化明显，申通和圆通领涨。1-2 月，全国快递件量同比增长 21.9%；邮政局预计 3 月件量同比增长 25.7%，较 1-2 月高 3.8pp，一季度件量合计增长 23.5%。安能等二三线快递相继退出，行业集中度持续提升。1Q19，我们预计电商快递龙头仍能实现 35% 以上件量增速，即高于行业增速 10pp 以上，考虑轻微价格战因素，我们预计圆通、德邦和申通一季报同比增长 28%/25%/21%。

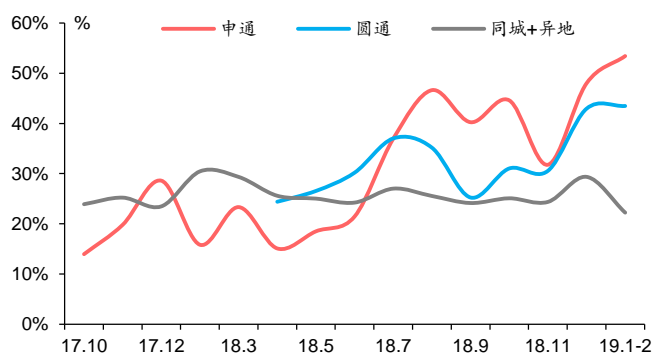
展望 2019 年，考虑到拼多多的贡献，我们维持 2019 年行业件量增速 27% 判断，预计 2020 年件量增速下降至 15%-20%；龙头快递企业集中度提升的逻辑不变，核心矛盾仍是各家快递企业（尤其是中通）价格策略。社保费率下调兑现，表明政府“减负”的积极态度，快递员社保问题或将有妥善解决方案。综合考虑增速、社保和竞争因素，我们认为板块性估值修复基本完成，暂时维持“增持”评级，个股优选申通（下一阶段的预期差在盈利改善持续兑现）。

图表18：实物商品网上零售额及增速



资料来源：统计局、华泰证券研究所

图表19：快递行业增速



资料来源：邮政局、公司公告、华泰证券研究所

图表20：快递行业增速预测

	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
电商GMV (亿)	27889	38028	46812	61000	79425	100126	120972	142968	165843	190720
yoy	47.4%	31.6%	25.6%	28.0%	30.2%	26.1%	20.8%	18.2%	16.0%	15.0%
渗透率	10.3%	12.6%	14.1%	16.7%	20.8%	24.1%	26.6%	28.8%	30.8%	32.8%
国内快递 (百万)	13640	20230	30660	39230	49604	62807	71893	80528	90202	101107
yoy	52.8%	48.3%	51.6%	28.0%	26.4%	26.6%	14.5%	12.0%	12.0%	12.1%
电商快递	11272	17497	27490	35584	45411	58013	66446	74338	83211	93242
yoy	61.1%	55.2%	57.1%	29.4%	27.6%	27.8%	14.5%	11.9%	11.9%	12.1%
拼多多			423	4300	11100	19959	24164	27269	30710	34624
yoy				915.7%	158.1%	79.8%	21.1%	12.9%	12.6%	12.7%
占比			1.5%	12.1%	24.4%	34.4%	36.4%	36.7%	36.9%	37.1%
其它			27066	31284	34311	38054	42283	47070	52501	58617
yoy				15.6%	9.7%	10.9%	11.1%	11.3%	11.5%	11.7%
商务快递	2368	2733	3170	3646	4193	4793	5447	6190	6991	7865
yoy	22.8%	15.4%	16.0%	15.0%	15.0%	14.3%	13.6%	13.6%	13.0%	12.5%

资料来源：邮政局、华泰证券研究所

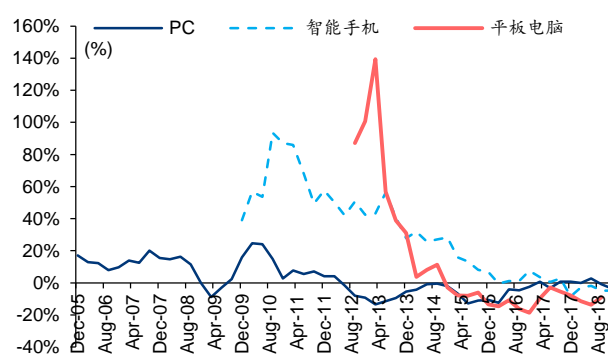
供应链：1Q19，市场对供应链板块关注度不高，个股涨幅中值 25.7%，部分前期跌幅较大的票（如飞马国际/瑞茂通）表现相对较好。1）大宗商品供应链：典型商业模式以垫资为核心（准金融机构），盈利和估值均对大宗价格较为敏感。1Q19，南华大宗指数仍处于 16 年以来的高位，龙头企业受益集中度提升，预计盈利增速 20% 左右。但市场担心供给侧改革退出后，大宗价格下行可能导致板块双杀，相对看好建发股份集中度提升逻辑。2）ICT 供应链：从全球看，PC、智能手机、平板电脑三大件出货量持续放缓，即 ICT 供应链下游需求基本处于停滞状态，企业经营压力较大，板块整体谨慎。

图表21: 南华大宗商品指数处于相对高位



资料来源: Wind、华泰证券研究所

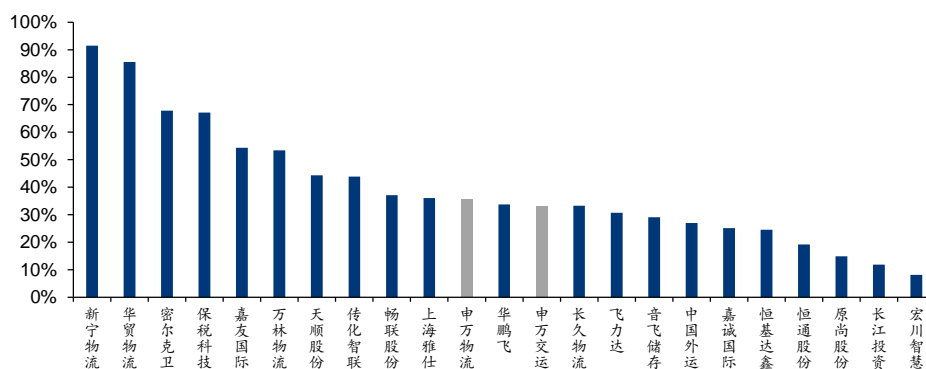
图表22: PC、智能手机和平板电脑出货量增长停滞



资料来源: Wind、华泰证券研究所

其它物流: 1Q19, 其它物流个股表现剧烈分化, 个股涨幅中值 31%, 优于供应链和快递板块, 主题类标的较为活跃。展望 1Q19, 其它物流 (剔除供应链和快递) 个股差异较大, 盈利波动剧烈, 且面临较大成长瓶颈, 我们推荐的策略是主题为王, 重点推荐“一带一路”和“上海自贸区”板块。

图表23: 其它物流标的涨跌幅 (年初至今)



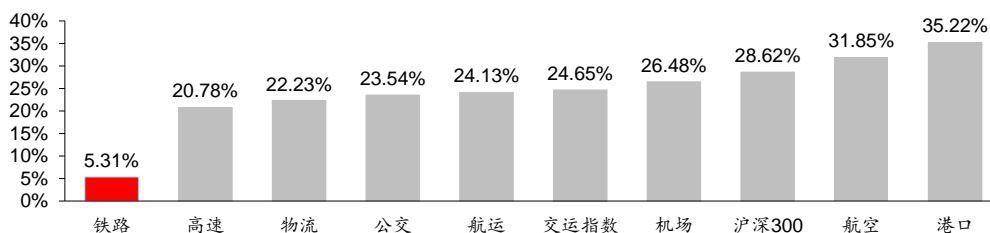
资料来源: Wind、华泰证券研究所

铁路：优质资产加速上市，行业估值有望上移

铁路跑输沪深300，高股息吸引力下降

2019年一季度，铁路板块上涨5.31%，跑输沪深300与交运指数，防御型个股的吸引力下降。个股表现分化，高股息低估值的大秦铁路上涨1.34%，含改革预期但估值较高的广深铁路、铁龙物流分别上涨12.66%、23.43%。其中，广深铁路在1-2月上漲21.84%，但因年报业绩低于市场预期，3月股价下跌7.53%。

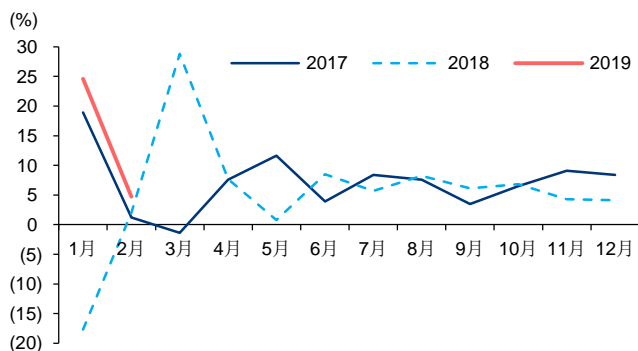
图表24：2019年一季度铁路涨跌幅



资料来源：Wind、华泰证券研究所

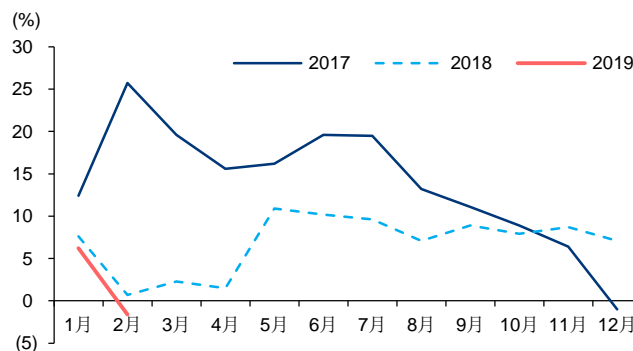
受到春节错期的影响，1-2月的客运增速较高、货运增速较低。2019年1-2月，全国铁路旅客周转量、货物周转量分别同比增长13.3%、2.6%。与之相比，2018年，全国铁路旅客周转量、货物周转量分别同比增长5.1%、6.9%。2019年春节时间较早，春运在3月1日结束，而2018年春运在3月12日结束。据此，我们判断，3月份铁路数据将呈现客运增速较低、货运增速较高的形态。我们需要等待3月数据，才能更准确地判断全年走势。

图表25：铁路旅客周转量同比增速



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表26：铁路货物周转量同比增速



资料来源：Wind、华泰证券研究所

我们预计一季度业绩较为平淡

我们预计，大秦铁路1Q19归母净利润同比下降4.82%，主要考虑：1) 大秦线货运量同比下降3.72%；2) 人力成本刚性上涨；3) 收购唐港铁路小幅增厚利润。我们预计，广深铁路1Q19归母净利润同比增长2.59%，主要考虑：1) 广深港高铁全线贯通对广九直通车的分流影响；2) 广深城际保持自然增长。我们预计，铁龙物流1Q19归母净利润同比增长12.75%，主要为特种集装箱业务增长。

减税降费对客货影响各异，长期仍看好铁路改革

2019 年两会提出在 4 月 1 日减增值税率、5 月 1 日降社保费率。针对铁路运输增值税税率从 10%降低至 9%的减税政策，铁总决定，自 4 月 1 日起，同步下调国铁运输的整车、零担、集装箱等货物运价，同时取消翻卸车作业服务费等 6 项杂费、降低货车延期占用费等 4 项收费标准，预计年化让利约 60 亿元。自 7 月 1 日起，铁总计划降低专用线代运营代维护服务收费和自备车检修服务收费，预计年化让利约 10 亿元。我们认为，1) 增值税减税对铁路货运企业的影响基本呈中性，对铁路客运企业有小幅正面影响；2) 降低杂费对货运企业略有负面影响，对客运企业无影响。降低社保费率对客货运企业均有利好，利好程度主要与所在地执行的社保费率以及是否按基数足额缴纳相关。

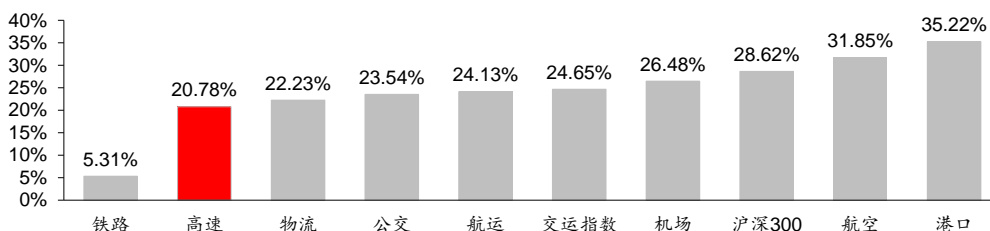
2019 年政府工作报告强调深化铁路改革，实行网运分开，将竞争性业务全面推向市场。此前，中央经济工作会议、国家铁路局 2019 年工作会议、中国铁路总公司 2019 年工作会议陆续召开，会议均强调积极推进铁总股份制改造。铁总已陆续完成：1) 18 个铁路局完成公司制改造；2) 动车组 Wifi 平台公司的股权混改引入腾讯与吉利；3) 中铁快运与顺丰成立合资公司。陆东福在两会期间表示，将积极推动铁路资产资本化、股权证券化、混合所有制改革。其中，1) 京沪高铁上市工作持续推进，监管部门正在组织辅导验收；2) 中铁特货公司成功转让 15%的股权引入社会资本，上市准备工作已经启动；3) 铁路科技型企业的科创板股改上市方案在加快研究推进。我们认为，铁总股份制改造有望加速，特别是优质资产上市进程有望提速，行业估值有望上移。

高速公路：短期缺乏催化，静待政策出台

大市值弱于大市，小市值估值修复

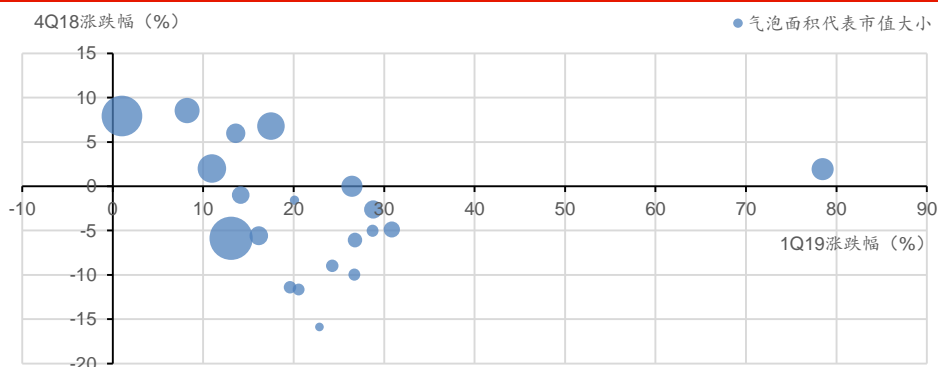
2019年一季度，高速公路板块上涨20.78%，跑输沪深300与交运指数。其中，4Q18超跌个股在1Q19反弹幅度较高，小市值个股在1Q19的整体表现好于大市值。

图表27：2019年一季度高速公路涨跌幅



资料来源：Wind、华泰证券研究所

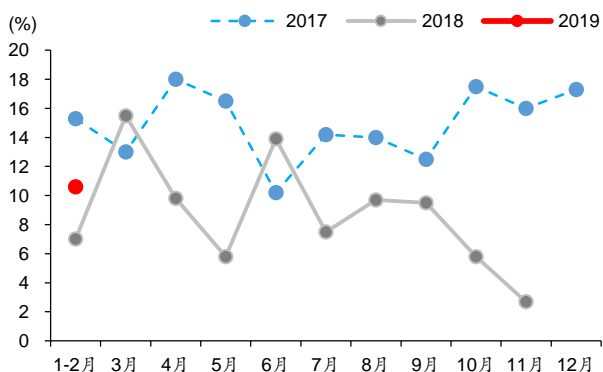
图表28：高速公路个股涨跌幅气泡图



资料来源：Wind、华泰证券研究所

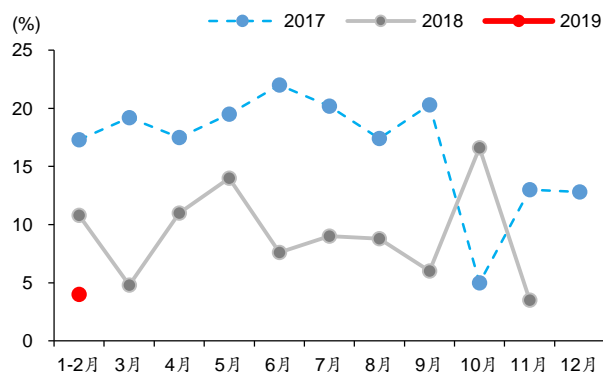
受到春节错期的影响，1-2月高速公路客车增速较高、货车增速较低。2019年1-2月，全国高速公路的客车、货车流量分别同比增长10.6%、4.0%。与之相比，2018年1-11月，客车、货车流量分别同比增长8.4%、9.2%（12月数据未公布）。我们判断，3月份高速公路车流量数据将呈现客车增速较低、货车增速较高的形态。我们需要等待3月数据，才能更准确地判断全年走势。

图表29：高速公路客车流量同比增速



资料来源：Wind、华泰证券研究所

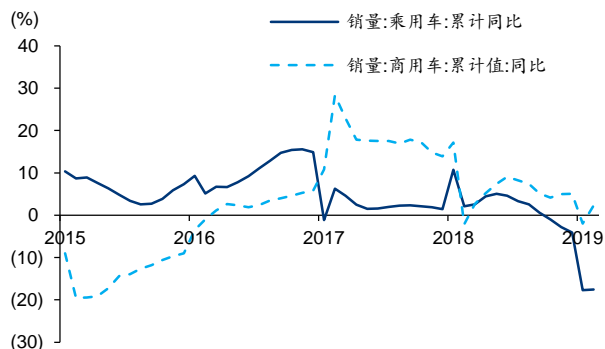
图表30：高速公路货车流量同比增速



资料来源：Wind、华泰证券研究所

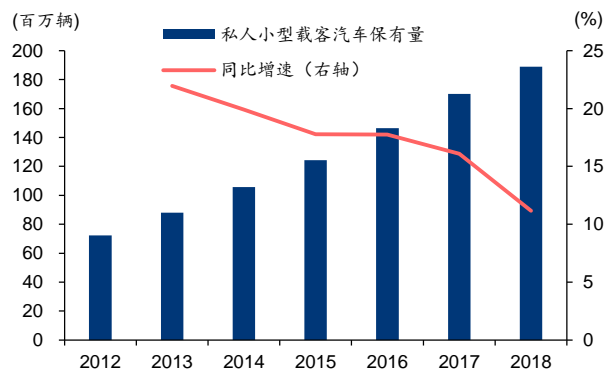
汽车销量是判断高速公路车流量的先行指标。2019年1-2月,乘用车销量同比下降17.5%,商用车销量同比增长2.2%。与2018年相比,汽车销量增速均有不同程度的降低。2018年,我国乘用车销量同比下降4.1%,商用车销量同比增长5.1%。虽然汽车销量下滑,但保有量依然在增加,只是增速在放缓。

图表31: 乘用车和商用车销量



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表32: 私家车保有量



资料来源: Wind、华泰证券研究所

我们预计一季度业绩稳健增长

我们预计,宁沪高速1Q19归母净利润同比下降6.96%,主要因为去年同期房地产项目集中交房,使业绩基数较高。我们预计,深高速、粤高速、招商公路、福建高速1Q19归母净利润分别同比增长4.58%、9.20%、8.85%、10.07%。

减税基本无影响,静待新条例出台

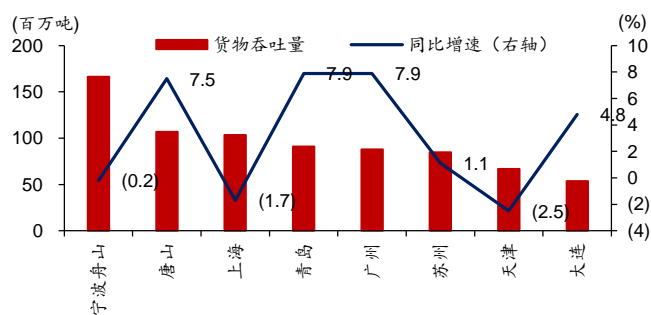
2019年两会提出在4月1日减增值税率、5月1日降社保费率。高速公路行业因普遍执行3%的增值税征收率,基本不受此次降税事件影响。基本养老保险单位缴费率从20%降低至16%,对行业有小幅利好。利好程度主要与所在省份的社保费率、否按基数足额缴纳相关。

2019年政府工作报告强调以改革推动降费,要求深化收费公路制度改革、降低路桥收费、取消省界收费站。《收费公路管理条例》修订征求意见稿于去年12月发布,目前条例在修订过程中,草案释放中长期利好信号。自2018年两会提出以来,各省陆续实施货车优惠政策。虽然降低收费能够吸引车流量,但我们认为降费整体对行业盈利和估值产生负面影响,建议关注是否有补偿。我们认为,取消省界收费站只是更换收费方式,收费标准并未因此调整。取消省界站将利好物流企业提高效率,对高速公路运营企业影响较小。

港口：业绩增速放缓；自贸区、大湾区、港口整合等主题行情有望延续

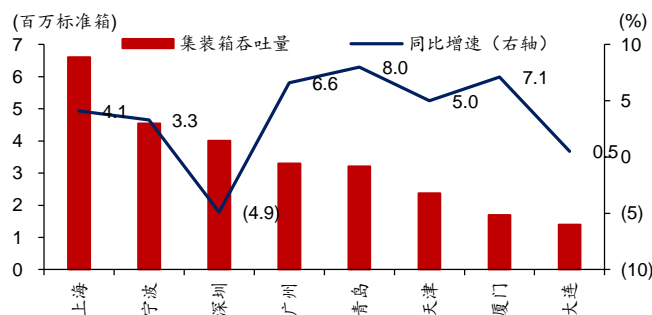
受宏观经济增速放缓及港口下调装卸费率的影响，我们预计2019年一季度港口板块整体业绩增速将有所放缓。2019年1-2月，全国主要港口完成货物吞吐量20亿吨，完成集装箱吞吐量3,880万标准箱，同比分别增长5.2%和4.8%，吞吐量增速均有所放缓。另一方面，我们认为自贸区、大湾区和港口整合等主题行情有望延续。

图表33：全国主要港口货物吞吐量及增速（2019年1-2月）



资料来源：交通运输部，华泰证券研究所

图表34：全国主要港口集装箱吞吐量及增速（2019年1-2月）



资料来源：交通运输部，华泰证券研究所

风险提示

(1) 经济低迷

航空、机场：经济增速放缓，可能令出行需求不达预期；航运、港口：全球经济下滑，可能使海运需求增长低于预期，需求下挫可能进而拖累运价；物流：需求不足可能导致快递业务量不及预期；铁路、公路：大宗商品需求下滑，可能使铁路公路货运量增速放缓。

(2) 贸易摩擦

航空：中美贸易摩擦，可能影响国际线补贴；航运、港口：中美冲突加剧，导致中美贸易量大幅下降，进而影响海运运量、港口吞吐量。

(3) 油价上涨

航空：油价大幅上涨，可能令运营成本大幅上升，侵蚀利润；物流、公路：油价上涨，可能使道路运输成本上涨。

(4) 人民币贬值

航空：人民币大幅贬值，可能产生大额汇兑损失，减损盈利。

(5) 竞争结构恶化和政策风险

航空：高铁提速，可能对航空分流效应加大；航运：IMO 低硫令延期执行，老旧船舶拆解量低于预期，行业总体供给增长超预期；物流：价格竞争超预期，导致营收和盈利不及预期；机场：民航控准点率可能影响机场时刻容量；铁路、公路：公路降费、“公转铁”、治超载构成多重扰动；港口：环保限令执行力度高于预期，散杂货吞吐量大幅下滑。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com