

交通运输行业周报（20190422-20190428）

继续推荐机场：免税重估未完待续；受油价短期上涨影响，航空股回调是参与机遇

推荐（维持）

- **持续推荐护城河系列之机场：免税重估未完待续。**上周周报我们认为17-18年机场行情大部分来自于免税扣点提升推动了价值重估，而19年起我们认为免税业务不断超预期推动业绩超预期，同时使估值进一步向全球靠拢。本周我们发布上海机场深度研究，认为公司超级枢纽价值凸显，免税红利未完待续。1) 公司三点优势：长三角贡献国内强大的消费客群；独特的区位优势造就超级枢纽；从最新的优质国际航权分配规则看，未来会呈现更明显的头部航空+超级枢纽的马太效应。2) 免税红利未完待续，卫星厅投产承接能力更上台阶。我们测算大陆居民海外免税规模约为2000-3000亿，占全球免税销售额的40%-60%，a) 消费回流空间可观：假设中长期50%可以回流，即1000-1500亿规模，相当于当前免税市场的2.5-3.5倍。18年浦东机场占国内比重28%，照此测算上海机场免税可承接回流量达到约280-420亿/年，综合扣点42.5%，相当于可为机场带来120-176亿/年。b) 卫星厅9月投产，更强资源保障，更大购物面积。卫星厅启用后免税面积大幅增加9062平，为此前面积的115%，将有效刺激销售额增长。3) 公司发布一季报：业绩同比增长36.7%。我们认为免税快速增长+新合同执行扣点提升，贡献公司业绩快速上行。季报披露公司新合同下实现营业收入10.1亿元，我们测算对应T2免税销售额23.8亿元，考虑T1销售额约为T2的50%左右，则预计一季度浦东机场免税销售额约为36亿，同比增长约30%。国际旅客人均免税消费额达到约377元（18年为300元），同比超过25%增长。同时我们看好白云机场扩面积、增品类、运营商提供更具性价比的产品后，正处于免税业务爆发阶段；深圳机场深耕国际线，基础虽弱，增速最快，处于潜力释放期。
- **受油价短期上涨影响，航空股回调是参与机遇。**1) 油价实质性影响或将远弱于2018年。受美国强化对伊朗制裁影响，布油短期冲高，但周五下跌使得布油转为周下跌。一方面我们认为下半年美国石油管道投产后美油出口量大幅提升，对油价或产生压制作用，另一方面在2018年年报中我们发现航空公司通过提高座收以及降低成本，克服油价上涨压力，实现扣汇扣非利润总额整体同比增长13.3%，再者2018年布油均价72.4美元，19年目前均价65美元，布油冲高75美元左右将重新征收燃油附加费，可对冲燃油成本，故我们认为油价在2019年的边际影响将远弱于2018年。2) 2018年行业变化：超级承运人+超级枢纽格局深化演绎将放大客运价格市场化效果。以东航为例，公司核心枢纽份额提升推动座收上涨。尤其虹桥上半年提升4.3%，全年提升达到8.2%。客运价格市场化帮助航空公司提升抵御外部风险的能力。3) 启航正当时：把握波音事件对供给影响逻辑主线。此前我们分析波音MAX机型影响国内全年运力增速或在4%左右，淡季或不显著，旺季料将充分释放。历史弹性看，座收弹性是供需缺口的2倍水平。
- **一周市场回顾：交运周下跌5.9%。**机场微跌0.9%，跌幅最小、航空、航运与港口领涨。航运指数：集运：SCFI指数周涨幅2.1%至778点，干散货：BDI周上涨12.5%至889点。
- **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		
东方航空	7.75	0.19	0.67	0.82	40.79	11.57	9.45	2.01	强推
南方航空	8.88	0.24	0.73	0.93	37.0	12.16	9.55	1.68	强推
中国国航	11.0	0.51	0.85	0.97	21.57	12.94	11.34	1.71	强推
中通快递	24.48	1.34	1.45	1.77	18.27	16.88	13.83	4.41	推荐

资料来源：Wind，华创证券预测

注：股价为2019年04月26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

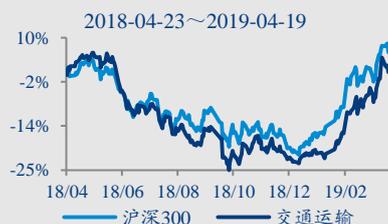
邮箱：wangkai@hcyjs.com

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	114	3.16
总市值(亿元)	26,257.74	3.97
流通市值(亿元)	17,598.23	3.65

相对指数表现

	%	1M	6M	12M
绝对表现	8.26	34.08	13.34	
相对表现	0.82	2.63	3.77	



相关研究报告

《交通运输行业周报（20190304-20190310）：市场调整后更加关注低估值+长期价值回归标的，持续推荐航空机场快递》

2019-03-10

《交通运输行业周报（0318-0324）：减税降费+刺激消费，继续推荐航空、机场、快递》

2019-03-24

《交通运输行业周报（20190401-20190407）：民航发展基金减半利好航企，六大利好兑现其一，波音事件逻辑强化，持续推荐航空板块》

2019-04-07

目 录

一、行业观点.....	4
（一）持续推荐护城河系列之机场：免税重估未完待续。.....	4
（二）受油价短期上涨影响，航空股回调是参与机遇.....	4
二、一周市场回顾：周跌幅 5.9%.....	5

图表目录

图表 1 交运行业周涨跌幅.....	5
图表 2 航运数据.....	5
图表 3 CCFI 指数一周表现.....	6
图表 4 SCFI 指数表现.....	6
图表 5 BDI 指数.....	6
图表 6 CBFI 指数表现.....	6

一、行业观点

（一）持续推荐护城河系列之机场：免税重估未完待续。

上周周报我们认为 17-18 年机场行情大部分来自于免税扣点提升推动了价值重估，而 19 年起我们认为免税业务不断超预期推动业绩超预期，同时使估值进一步向全球靠拢。

本周我们发布上海机场深度研究，认为公司超级枢纽价值凸显，免税红利未完待续。

1) 公司三点优势：长三角贡献国内强大的消费客群；独特的区位优势造就超级枢纽；从最新的优质国际航权分配规则看，未来会呈现更明显的头部航空+超级枢纽的马太效应。

2) 免税红利未完待续，卫星厅投产承接能力更上新台阶。我们测算大陆居民海外免税规模约为 2000-3000 亿，占全球免税销售额的 40%-60%，

a) 消费回流空间可观：假设中长期 50%可以回流，即 1000-1500 亿规模，相当于当前免税市场的 2.5-3.5 倍。18 年浦东机场占国内比重 28%，照此测算上海机场免税可承接回流量达到约 280-420 亿/年，综合扣点 42.5%，相当于可为机场带来 120-176 亿/年。

b) 卫星厅 9 月投产，更强资源保障，更大购物面积。卫星厅启用后免税面积大幅增加 9062 平，为此前面积的 115%，将有效刺激销售额增长。

3) 公司发布一季报：业绩同比增长 36.7%。我们认为免税快速增长+新合同执行扣点提升，贡献公司业绩快速上行。季报披露公司新合同下实现营业收入 10.1 亿元，我们测算对应 T2 免税销售额 23.8 亿元，考虑 T1 销售额约为 T2 的 50%左右，则预计一季度浦东机场免税销售额约为 36 亿，同比增长约 30%。国际旅客人均免税消费额达到约 377 元（18 年为 300 元），同比超过 25%增长。

同时我们看好白云机场扩面积、增品类、运营商提供更具性价比的产品后，正处于免税业务爆发阶段；深圳机场深耕国际线，基础虽弱，增速最快，处于潜力释放期。

（二）受油价短期上涨影响，航空股回调是参与机遇

1) 油价实质性影响或将远弱于 2018 年。

受美国强化对伊朗制裁影响，布油短期冲高，但周五下跌使得布油转为周下跌。一方面我们认为下半年美国石油管道投产后美油出口量大幅提升，对油价或产生压制作用，另一方面在 2018 年年报中我们发现航空公司通过提高座收以及降低成本，克服油价上涨压力，实现扣汇扣非利润总额整体同比增长 13.3%，再者 2018 年布油均价 72.4 美元，19 年目前均价 65 美元，布油冲高 75 美元左右将重新征收燃油附加费，可对冲燃油成本，故我们认为油价在 2019 年的边际影响将远弱于 2018 年。

2) 2018 年行业变化：超级承运人+超级枢纽格局深化演绎将放大客运价格市场化效果。

以东航为例，公司核心枢纽份额提升推动座收上涨。尤其虹桥上半年提升 4.3%，全年提升达到 8.2%。客运价格市场化帮助航空公司提升抵御外部风险的能力。

3) 启航正当时：把握波音事件对供给影响逻辑主线。

此前我们分析波音 MAX 机型影响国内全年运力增速或在 4%左右，淡季或不显著，旺季将充分释放。历史弹性看，座收弹性是供需缺口的 2 倍水平。

二、一周市场回顾：周跌幅 5.9%

一周市场回顾：交运周跌幅 5.9%，基本跑平沪深 300。机场下跌 0.9%，跌幅最小，航空、航运与港口跌幅前三。

个股看：保税科技、建发股份、韵达股份涨幅前三；飞马国际、天顺股份、连云港跌幅前三。

图表 1 交运行业周涨跌幅

行业	周涨跌幅	行业	2019 年涨跌幅
沪深 300	-5.61%	沪深 300	29.18%
交通运输	-5.87%	交通运输	25.51%
机场	-0.92%	机场	30.15%
铁路运输	-4.19%	铁路运输	3.97%
物流	-5.06%	物流	28.94%
高速公路	-6.07%	高速公路	17.40%
航运	-6.53%	航运	37.04%
港口	-7.33%	港口	36.62%
公交	-7.86%	公交	20.72%
航空运输	-9.21%	航空运输	23.31%

资料来源：wind，华创证券

航运数据

干散货：BDI 本周上涨 12.5%，收于 889 点；CBFI 上涨 3.4%，收于 1072 点。

集装箱：SCFI 收于 778 点，上涨 2.1%，美西收于 1569 美元/FEU，美东收于 2705 美元/FEU，分别上涨 2% 及 2.7%，欧洲线收于 717 美元/TEU，上涨 12.4%；CCFI 收于 802 点，上涨 0.2%。

图表 2 航运数据

航运子行业	指数	最新值			均值			同比		
		2019/4/26	2019/4/19	周环比	2019Q2	2019Q1	2019	2019Q2	2019Q1	2019
干散货	BDI	889	790	13%	800	817	788	-37%	-30%	-42%
	CBFI	1072	1036	3%	1037	993	1004	-9%	-16%	-13%
集装箱	SCFI	778	762	2%	779	878	839	3%	11%	1%
	美西	1569	1538	2%	15844	1785	1697	1106%	34%	-2%
	美东	2705	2634	3%	2533	2897	2785	10%	17%	-1%
	欧洲	717	638	12%	663	887	803	-15%	6%	-2%
	CCFI	802	801	0%	800	861	839	3%	6%	2%

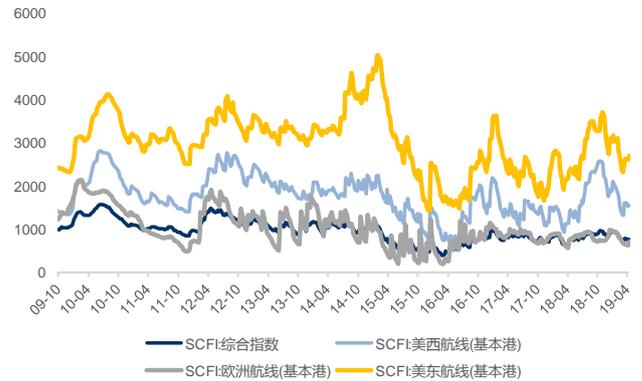
资料来源：wind，华创证券

图表 3 CCFI 指数一周表现



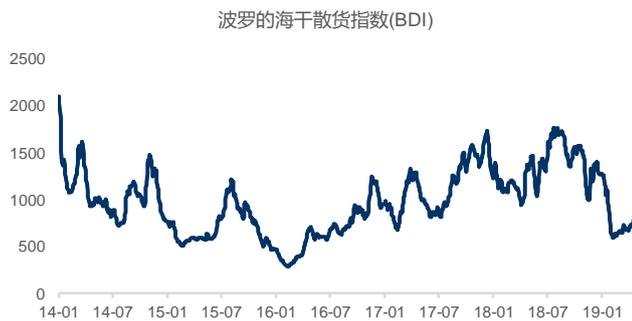
资料来源: wind, 华创证券

图表 4 SCFI 指数表现



资料来源: wind, 华创证券

图表 5 BDI 指数



资料来源: wind, 华创证券

图表 6 CCBFI 指数表现



资料来源: wind, 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	zhangjian@hcyjs.com
	乌天宇	高级销售经理	021-20572506	wutianyu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	sheny@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
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@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