

行业研究/中期策略

2019年05月09日

行业评级:

交通运输

中性 (维持)

关注航空航运旺季行情

交通运输 2019 年中期策略

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

袁钉 执业证书编号: S0570519040005
研究员 yuanding@htsc.com

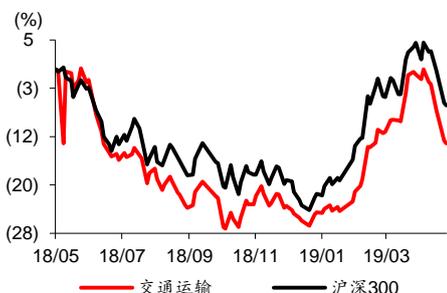
林霞颖 执业证书编号: S0570518090003
研究员 0755-82492723
linxiaying@htsc.com

陈宇 021-28972065
联系人 chenyu011574@htsc.com

相关研究

- 1《大秦铁路(601006,增持): 春季检修结束, 运量有望恢复高位》2019.05
- 2《交通运输: 行业周报(第十八周)》2019.05
- 3《吉祥航空(603885,买入): 1Q 业绩同比下滑, 主因成本扩张》2019.04

一年内行业走势图



资料来源: Wind

投资策略: 把握航空航运旺季投资机会

航空航运可把握旺季投资机会, 看点颇多, 航空看 737max 停飞、票价继续放开带来的边际改善, 助力业绩在低基数上反弹, 航运看环保政策加速运力出清。快递股价回调后估值具备吸引力, 物流长期看好多式联运赛道。受降成本政策影响, 基础设施存在降费压力, 相对看好非航业务蓬勃发展的机场、具备改革主题的铁路。

航空: 低基数叠加边际改善, 看好旺季行情

2018 年, 受益供给收紧、票价放开, 行业 RASK 同比提升; 但油价走高、人民币大幅贬值, 拖累业绩下滑约 30%。展望 2019, 基于: 1) 18 年油汇创造业绩低基数; 2) 737MAX8 大概率旺季停飞利好供需改善、新航季票价放开继续推进, 全年 RASK 有望提升, 我们看好航空旺季行情。近期板块股价回调约 20%, 当前估值具有吸引力。建议把握暑运旺季机会, 择时买入, 首选南方航空、中国国航, 次选春秋航空、吉祥航空。

航运: 供需格局向好, 下半年旺季需求推动运价上行

受益国际海事组织 IMO2020 年低硫令, 老旧船舶有望加速拆解, 我们认为航运供需格局将迎来改善, 行业进入上行周期。油运: 1) 行业触底反弹, 2019-2020 年进入上行周期; 2) 受淡旺季和地缘政治影响, 运价波动剧烈。受益下半年旺季需求和低硫令执行临近, 运价涨幅有望超预期; 3) 2019 年油运公司盈利有望实现同比大幅增长。集运: 1) 行业采用谨慎的运力部署策略, 有效支撑运价上涨; 2) 受益下半年旺季需求推动, 运价有望进一步上行; 3) 行业面临低硫油成本上涨压力, 行业集中度有望进一步提升。

物流: 快递优选申通, 多式联运首推嘉友国际

快递: 我们预计 19 年全国快递件量同比增长 24.6%, 考虑集中度提升和温和价格竞争, 电商快递龙头仍能实现 35% 以上件量增速和 20% 左右盈利增速, 股价回调后估值具备吸引力, 板块性机会在双十一旺季, 个股优选申通(下一阶段预期差在盈利改善)。多式联运: 多式联运是降低物流成本的有效手段, 符合中央运输结构调整方向, 且具备培育巨头土壤, 个股推荐嘉友国际。供应链: 大宗商品价格处于 16 年以来相对高位, 龙头企业受益集中度提升, 市场担心大宗周期下行业估值双杀, 相对看好建发股份。

基础设施: 降费让利, 政策压制; 板块内精选个股

发改委 4 月 18 日新闻会提到, 降低运输成本措施将在公路、铁路、港口、机场实施, 基础设施存在降费压力。机场: 2019 免税零售等非航业绩有望超预期, 板块业绩稳健分红率高、防御性强, 当前估值合理, 具配置价值, 首选上海机场。铁路: 关注改革主题投资机会, 股份制改造和网运分离为两大主线。高速公路: 缺乏短期催化, 高股息标的可做防御配置, 等待新条例出台。港口: 吞吐量增速放缓及收费下调对行业带来负面影响; 业务转型和功能升级将成为港口发展的新方向。

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	05 月 09 日 收盘价 (元)	投资评级	EPS (元)				P/E (倍)			
				2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E
601111	中国国航	8.79	买入	0.54	0.88	1.27	1.68	16.28	9.99	6.92	5.23
600029	南方航空	7.41	买入	0.24	0.75	1.10	1.62	30.88	9.88	6.74	4.57
601872	招商轮船	4.06	买入	0.19	0.28	0.45	0.58	21.37	14.50	9.02	7.00
600026	中远海能	6.02	买入	0.03	0.47	0.71	0.70	200.67	12.81	8.48	8.60
603871	嘉友国际	42.08	买入	2.41	3.12	3.99	4.99	17.46	13.49	10.55	8.43

资料来源: 华泰证券研究所

正文目录

航空：基数叠加边际改善，看好旺季行情.....	4
回顾 2018：RASK 同比改善但油价上涨、汇率贬值侵蚀利润	4
展望 2019：多因素驱动 RASK 有望提升，助力业绩低基数上改善	5
2019 年一季度航司业绩小幅上涨	5
2018 年油、汇逐季恶化创造低基数，2019 油价受益增值税率下调、汇兑损益敏感性变大	5
737max 停飞、票价放开继续推进，RASK 有望继续改善.....	7
投资建议：业绩风险释放，估值具有吸引力，看好旺季机会	8
油运：供需结构改善，行业进入上行周期.....	10
供给收紧：2020 年低硫新规加速老旧船拆解.....	10
2020 年新船交付放缓，1H19 仍有交付压力	10
需求扩张：运距拉长成为新增长点.....	11
原油产能分散化创造新航线.....	12
上行周期有望开启，警惕 2Q19 淡季运价低迷	12
投资建议.....	13
招商轮船（“买入”评级，目标价 6.52-6.88 元）	13
中远海能（“买入”评级，目标价 8.3-8.6 元）	13
集运：供给端改善，行业集中度提升打开运价上行空间.....	14
新船交付放缓，行业供给趋好	14
行业集中度有望进一步提升，竞争格局优化利好行业长期发展	14
2019 年开局不良，下半年有望改善	15
行业供需格局改善叠加旺季需求推动，下半年运价有望稳步上行.....	16
投资建议：中远海控（“增持”评级，目标价 6.2-6.5 元）	17
物流：快递优选申通，多式联运首推嘉友国际	18
年初至今市场表现回顾.....	18
快递：竞争面临不确定性，相对看好申通	18
多式联运：寻找中国的 J.B. Hunt	20
供应链：整体谨慎，相对看好建发股份.....	22
机场：业绩稳健，估值合理，防御性强，具配置价值.....	23
回顾 2018&1Q19：受益产量增长、非航业绩突出等，板块业绩增长稳健.....	23
展望 2019：免税、零售等非航业绩成看点	24
夏航季时刻增量机场间差异化，部分机场航空性收入增速有望小幅加快	24
重点看免税、零售等非航业绩表现	25
投资建议：业绩稳健、估值合理、防御性强，具配置价值，首选上海机场	27
铁路：改革逻辑不破，关注主题投资机会.....	29
复盘：铁路跑输沪深 300，高股息吸引力下降	29
货运量表现不佳，铁总降费促增量	29

投资建议：铁路股份制改造释放活力，关注主题投资机会	30
高速公路：短期缺少催化，静待新条例出台	32
复盘：大市值弱于大市，小市值估值修复	32
1Q19 客车增速微增，货车增速微降	33
投资建议：减税基本无影响，静待新条例出台	34
港口：降费让利，吞吐量增速放缓；受益功能升级	36
降费提效，让利下游.....	36
受宏观经济影响，吞吐量增速放缓	36
中国港口吞吐量稳居世界宝座	36
港口升级，一流港口进军综合枢纽港	37
投资建议：上港集团（“买入”评级，目标价 9.97-10.41 元）	37
风险提示	39

航空：基数叠加边际改善，看好旺季行情

回顾 2018，行业供给收紧、票价放开双轮驱动，推动 RASK 同比提升，但上行周期遭遇油价走高、人民币大幅贬值，业绩同比下滑。展望 2019，我们认为航空低基数叠加边际改善，看好上行周期中的旺季行情：一方面 2018 年油汇创造业绩低基数，另一方面考虑 737MAX8 旺季停飞利好供需格局改善、票价放开继续推进，RASK 有望提升。近期股价回调约 20%，当前估值具有吸引力。我们建议把握旺季机会，择时买入，首选南方航空、中国国航，次选春秋航空、吉祥航空。

回顾 2018：RASK 同比改善但油价上涨、汇率贬值侵蚀利润

供给收紧、票价放开双轮驱动，RASK 同比提升。2018 年，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尽可能增加供给，六家上市航司总供给仍同比增长 11.5%；需求稳健增长 11.4%，客座率略降 0.1 个百分点至 82.6%。受益票价放开政策（2018 年两个航季，部分核心线——例如北上广深间互飞航线的经济舱全价票已提价 2 轮，共计 21%），叠加燃油附加费恢复征收、航司强化收益管理等，各航司票价均实现同比增长，推动 RASK 同比提升，国航、南航、春秋、吉祥同比各改善 0.94%/0.53%/1.33%/1.93%。

图表1：2018 年运营数据

(百万)	中国国航			南方航空			吉祥航空			春秋航空			三大航合计			上市航空合计		
	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	34,812	31,530	10.41	38,965	33,401	16.66	832,566	754,399	10.4	1,070,673	960,239	11.5
收入客公里	220,728	201,027	9.80	259,186	230,696	12.35	30,021	27,412	9.52	34,683	30,248	14.66	680,844	614,985	10.7	884,457	793,785	11.4
客座率 (%)	80.6	81.1	-0.5pp	82.4	82.2	0.2pp	86.2	86.9	-0.7pp	89.0	90.6	-1.6pp	81.8	81.5	0.3pp	82.6	82.7	-0.1pp
国内																		
可用座位公里	160,323	147,899	8.40	216,175	194,350	11.23	29,839	26,611	12.13	25,475	22,181	14.85	530,047	483,314	9.7	707,945	639,476	10.7
收入客公里	132,261	122,919	7.60	178,972	160,427	11.56	25,894	23,295	11.16	23,296	20,563	13.29	439,653	400,378	9.8	597,127	540,326	10.5
客座率 (%)	82.5	83.1	-0.6pp	82.8	82.5	0.2pp	86.8	87.5	-0.8pp	91.4	92.7	-1.3pp	82.9	82.8	0.1pp	84.3	84.5	-0.1pp
国际																		
可用座位公里	103,501	90,711	14.10	93,884	82,449	13.87	4,451	4,485	-0.75	12,212	10,156	20.25	281,720	252,140	11.7	339,447	299,555	13.3
收入客公里	80,403	71,027	13.20	76,910	67,335	14.22	3,684	3,745	-1.64	10,262	8,754	17.23	224,529	199,752	12.4	268,587	236,865	13.4
客座率 (%)	77.7	78.3	-0.6pp	81.9	81.7	0.3pp	82.8	83.5	-0.7pp	84.0	86.2	-2.2pp	79.7	79.2	0.5pp	79.1	79.1	0.1pp
地区																		
可用座位公里	10,032	9,153	9.60	4,384	3,844	14.04	522	434	20.34	1,278	1,064	20.14	20,799	18,945	9.8	23,281	21,146	10.1
收入客公里	8,064	7,162	12.60	3,305	2,935	12.61	443	371	19.31	1,124	932	20.65	16,662	14,855	12.2	18,743	16,679	12.4
客座率 (%)	80.4	78.2	2.1pp	75.4	76.3	-1.0pp	84.9	85.6	-0.7pp	88.0	87.6	0.4pp	80.1	78.4	1.7pp	80.5	78.9	1.6pp
货运																		
货运载运吨公里	7,987	7,549	5.80	7,506	7,009	7.09	153	145	5.40	101	83	21.55	18,078	17,016	6.2	20,109	18,724	7.4

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表2：2018 年经营状况数据一览

2018 年度数据	客座率 (%)	变化 (PP)	票价 (元/客公里)	变化 (%)	RASK (元/座公里)	变化 (%)
中国国航	80.60	-0.54	0.546	2.87	0.440	0.94
南方航空	82.44	0.23	0.494	1.04	0.407	0.53
春秋航空	89.01	-1.55	0.367	6.07	0.327	1.33
吉祥航空	86.24	-0.70	0.466	5.92	0.402	1.93
三大航算术平均	81.78	0.31	0.519	2.51	0.424	1.19

资料来源：公司财报、华泰证券研究所

油价上涨及人民币贬值创造利润低基数，最终行业利润同比下降，降幅约 30%。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%，成本压力加大（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）。2018 年人民币对美元汇率贬值 5.0%（2017 年升值 5.8%）带来大额汇兑损失（其中国航、南航各录得汇兑损失 23.8/17.4 亿元），蚕食利润，五家上市航司总利润同比下降约 30%。其中春秋航空受益票价改善明显、政府补贴大幅增加等，业绩逆势上行 19%；中国国航因受益补贴增加、贡献投资收益的国泰航空转亏为盈、减值损失转回等多处一次性收益，净利润同比上涨 1.3%。

图表3: 汇兑损益及其影响分析

公司名称	年度净利润 (百万元)			汇兑损益			净利润 (扣除汇兑影响)		
	2017A	2018A	YoY	2017A	2018A	YoY	2017A	2018A	YoY
中国国航	7,240	7,336	1%	2,938	-2,377	-181%	5,387	9,087	69%
南方航空	5,914	2,983	-50%	1,790	-1,742	-197%	4,711	4,141	-12%
春秋航空	1,262	1,503	19%	-9	-35	296%	1,268	1,529	21%
吉祥航空	1,326	1,233	-7%	6	-14	-352%	1,322	1,243	-6%

资料来源: 公司财报、华泰证券研究所

图表4: 覆盖航司业绩一览表

公司名称	评级	股票代码	报表币种	净利润 (百万元)								
				2017A	2018A	YoY	1Q18	1Q19	YoY	2018A	2019E	YoY
中国国航	买入	601111.SH	CNY	7,240	7,336	1%	2,628	2,723	4%	7,336	12,019	64%
南方航空	买入	600029.SH	CNY	5,914	2,983	-50%	2,544	2,649	4%	2,983	9,260	210%
春秋航空	买入	601021.SH	CNY	1,262	1,503	19%	385	475	23%	1,503	2,174	45%
吉祥航空	买入	603885.SH	CNY	1,326	1,233	-7%	433	400	-7%	1,233	1,489	21%

资料来源: Wind、华泰证券研究所

展望 2019: 多因素驱动 RASK 有望提升, 助力业绩低基数上改善

2019 年一季度航司业绩小幅上涨

座公里收益稳中略升, 经租进表汇兑敏感性变大, 一季度航司业绩小幅上涨。2019 年一季度, 油价小幅下跌, 尽管经租进表令美元债务增加, 但因今年人民币兑美元升值幅度减小 (1Q19 为 1.89% vs 1Q18 为 3.77%), 整体汇兑收益减少; 航司经营稳健, 座公里收益稳中略升, 行业净利上涨约 4%, 其中春秋航空因票价大幅改善业绩上涨 23%, 吉祥航空因成本涨幅加大, 业绩下跌 7%, 中国国航、南方航空同比各上涨 4%。

图表5: 2019 年一季度运营数据

(百万)	中国国航			南方航空			吉祥航空			春秋航空			三大航合计			上市航司合计		
	2019.1-3	2018.1-3	变化 (%)															
客运																		
可用座位公里	70,319	65,965	6.60	83,513	75,068	11.25	9,974	8,708	14.54	10,156	9,315	9.03	219,641	200,359	9.62	284,134	257,906	10.17
收入客公里	57,268	53,521	7.00	69,215	61,860	11.89	8,500	7,448	14.12	9,362	8,306	12.71	180,827	163,885	10.34	236,219	213,628	10.57
客座率 (%)	81.4	81.1	0.3pp	82.9	82.4	0.5pp	85.2	85.5	-0.3pp	92.2	89.2	3.0pp	82.3	81.8	0.5pp	83.1	82.8	0.3pp
国内																		
可用座位公里	41,364	39,394	5.00	57,177	51,805	10.37	8,198	7,203	13.81	6,580	6,172	6.60	140,683	128,247	9.70	189,066	172,428	9.65
收入客公里	34,100	32,726	4.20	47,207	42,749	10.43	7,040	6,180	13.92	6,099	5,610	8.70	116,363	106,118	9.66	159,410	145,359	9.67
客座率 (%)	82.4	83.1	-0.6pp	82.6	82.5	0.0pp	85.9	85.8	0.1pp	92.7	90.9	1.8pp	82.7	82.7	0.0pp	84.3	84.3	0.0pp
国际																		
可用座位公里	26,224	24,103	8.80	25,191	22,222	13.36	1,601	1,363	17.47	3,212	2,859	12.34	73,429	67,105	9.42	88,832	79,855	11.24
收入客公里	20,930	18,856	11.00	21,136	18,349	15.19	1,316	1,151	14.31	2,928	2,455	19.26	59,997	53,840	11.44	71,729	63,851	12.34
客座率 (%)	79.8	78.2	1.6pp	83.9	82.6	1.3pp	82.2	84.5	-2.3pp	91.2	85.9	5.3pp	81.7	80.2	1.5pp	80.7	80.0	0.8pp
地区																		
可用座位公里	2,732	2,448	11.60	1,145	1,042	9.88	175	142	23.43	365	284	28.58	5,529	5,007	10.41	6,236	5,607	11.22
收入客公里	2,238	1,927	16.10	872	764	14.15	144	117	22.65	336	241	39.50	4,466	3,927	13.72	5,081	4,409	15.22
客座率 (%)	81.9	78.7	3.2pp	76.2	73.4	2.9pp	82.1	82.6	-0.5pp	92.0	84.8	7.2pp	80.8	78.4	2.3pp	81.5	78.6	2.8pp
货运																		
货运载运吨公里	1,097	1,112	-1.30	1,687	1,672	0.89	42	33	27.21	25	22	14.82	3,398	3,385	0.37	3,889	3,809	2.10

资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

2018 年油、汇逐季恶化创造低基数, 2019 油价受益增值税率下调、汇兑损益敏感性变大从去年基数看, 油价、汇率逐季恶化。4 个季度的错期布伦特原油均价分别为 66.3、71.3、74.9 和 76.5 美元/桶, 国内航油出厂价分别为 4943、5050、5481 和 5939 元/吨, 期末汇率变动分别为升值 3.8%、贬值 5.2%、贬值 4.0%、升值 0.2%, 基本呈逐季恶化的趋势, 为今年奠定了良好的基础。

图表6：2018年油价汇率逐季恶化

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19
错期布伦特原油期货均价（美元/桶）	66.31	71.28	74.88	76.52	60.36
国内航空煤油出厂价（元/吨）	4,943	5,050	5,481	5,939	4,756
错期新加坡燃油均价（美元/桶）	76.25	81.00	85.18	89.01	73.08
错期间汇率均值（RMB/USD）	6.47	6.33	6.63	6.89	6.82
期间汇率均值（RMB/USD）	6.36	6.38	6.80	6.91	6.75
期末汇率变化	-3.8%	5.2%	4.0%	-0.2%	-2.6%

注：错期指国内航空煤油价格依据国际油价变化波动，中间滞后40天

资料来源：Wind、华泰证券研究所

油价受益增值税率下调，布油75美元/桶以内影响微小。财政部、税务总局和海关总署联合发布的《关于深化增值税改革有关政策的公告》，决定自今年4月1日起，增值税一般纳税人发生增值税应税销售行为或者进口货物，原适用16%税率的，税率调整为13%。受益该项政策，国内航油出厂价增值税率将从16%降低至13%，减缓油价上涨的压力。

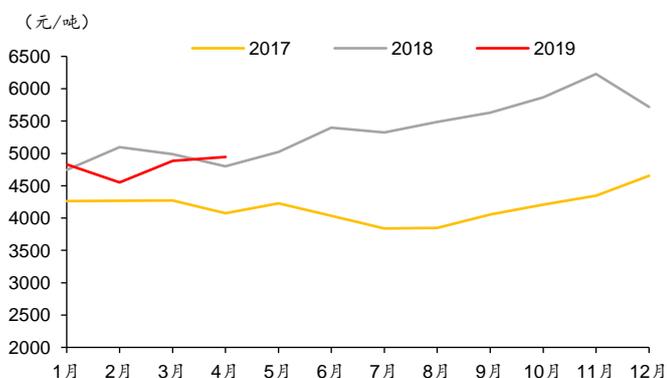
按照燃油附加费计算准则，假设美元兑人民币汇率维持6.7的水平，当新加坡油价上涨至85-86美元/桶时，国内线800公里及以下/800公里以上的燃油附加费，跳升至10元/20元，我们认为20元以内的附加费，对需求的压制非常微弱，因此成本传导效果会很好。按照年初至今新加坡航油和布油约10美元/桶的差价，即对应布油价格75美元/桶。

图表7：新加坡航空煤油现货 VS 布伦特原油期货价格



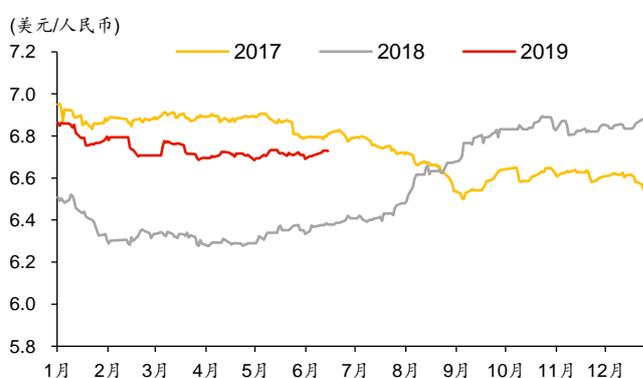
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表8：中国航空煤油出厂价（含税）



资料来源：Wind、华泰证券研究所

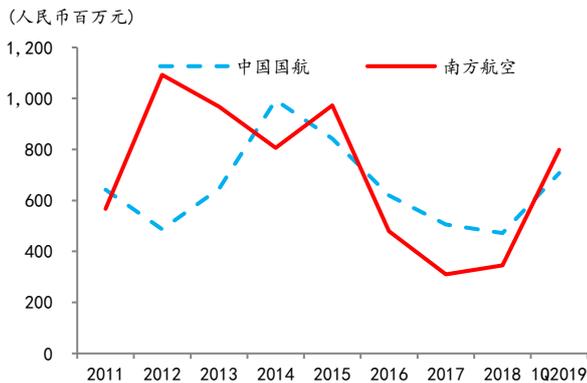
图表9：美元兑人民币中间价



资料来源：Wind、华泰证券研究所

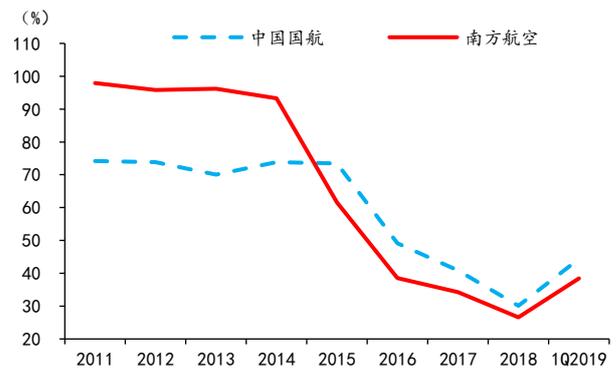
2019年因经租入表汇兑损益敏感性扩大，若人民币维持升值趋势则进一步利好航司业绩表现。国际会计准则从今年开始将经营租赁资产纳入报表，航空公司经营租赁飞机占总机队比重约 1/3，均为美元支付，因此，准则更新后，美元负债敞口明显变大，汇兑收益弹性变大。通过财报及公司一季度业绩会数据测算，中国国航和南方航空的美元债占比 2019 年一季度末较 2018 年末各提升了 14.3/11.8 个百分点，汇兑损益敏感性各扩大了 50% 和 131%。2019 年汇率趋稳，截止目前人民币兑美元升值 1.5%，若汇率走势维持该趋势则利好航空业绩表现。

图表10： 汇兑敏感性年度变化（假设人民币升值 1%的税前利润变化）



资料来源：公司财报、1Q19 业绩会、华泰证券研究所

图表11： 美元债占比（2011-1Q2019）



资料来源：公司财报、1Q19 业绩会、华泰证券研究所

737max 停飞、票价放开继续推进，RASK 有望继续改善

夏航季全网计划时刻增速加快，737MAX 停飞或拉低实际供给。据民航预飞行系统公布的 2019 年夏航季时刻计划表测算分析，全网计划时刻增速加快，同比增长 8.9%，较过去两个航季持续提速（2018 年夏航季和 2018-19 冬航季计划时刻同比增速各为 5.7%/6.9%）。但受两起 737MAX8 坠机事件影响，国内航司已受民航局指示于 3 月 11 日暂停 737MAX8 运行。中国民航局表示，737MAX8 恢复运行的时间要根据问题解决时间而定，至少需要把握三个原则：1) 查明飞机设计的适航符合性；2) 确保有关安全措施得到贯彻落实；3) 与事故调查结论密切关联。基于中国民航局对飞行安全的要求较高，考虑波音公司削减 737MAX8 飞机产量、美国航司停飞至 8 月中下旬，我们估计 737MAX8 在暑假旺季继续停飞是大概率事件。

2 季度为淡季，行业飞机日利用率处于全年低位，我们预计航司将通过提高飞机日利用率的方式，维持 ASK 增幅不变。到 7-8 月暑运旺季，按线性交付节奏计算，7-8 月 737MAX8 飞机约为 135 架，行业飞机 3800 架，占比 3.6%。旺季大概率供不应求，预计 737MAX8 停飞带来约 3 个点的供需缺口。

图表12： 737Max 数量表（架次）

	国航	南航	春秋	吉祥	其他	全行业
18 年末数量	20	33	0	1	35	89
19 年交付	2	1	0	0	4	7
当前数量	22	34	0	1	39	96
19 年剩余计划引进	13	44	0	3	20	80
19 年期末	35	78	0	4	59	176
19 年计划净增总机队数量	55	69	9	9	167	309
19 年期末（总机队）	739	909	90	99	2088	3925
20 年计划引进	33	51	0	5	34	123
20 年期末	68	129	0	9	93	299
20 年计划净增总机队数量	46	63	10	20	180	319
20 年期末（总机队）	785	972	100	119	2268	4244

注：假设 20 年原本计划引进的 737 系列均为 max

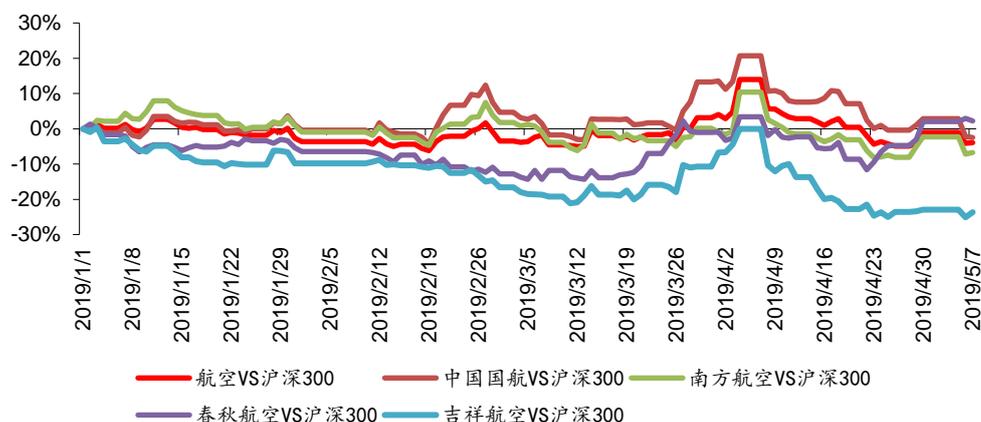
资料来源：公司公告、华泰证券研究所

经济舱全价放开继续推进。从2014年107号文《关于进一步完善民航国内航空运输价格政策有关问题的通知》开始，民航局开启了经济舱全价的放松之路，直至2015年132号文《中国民用航空局关于推进民航运输价格和收费机制改革的实施意见》，明确指出，“到2020年，市场决定价格机制基本完善，科学、规范、透明的价格监管体系基本建立”。在2018年两轮价格放松之后，北上广深间互飞等核心航线经济舱全价票均完成上调21%。据管理层所述，2019年夏航季票价放开将继续推进，各航司将会择选核心盈利航线继续提价10%。

投资建议：业绩风险释放，估值具有吸引力，看好旺季机会

业绩风险释放，当前估值具有吸引力；波音737Max停飞时长超预期利好供需关系、票价放开继续推进，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，航空板块年初至4月初估值上移，板块股价上涨逾40%。自4月初，因油价上涨、一季度业绩略不及预期，叠加中美贸易摩擦升温，市场情绪回落，股价回调约20%，当前估值具有吸引力。考虑航空2018年油、汇基数好，票价放开继续推进、737max停飞锦上添花，我们认为暑运旺季值得期待，首选南方航空、中国国航，次选春秋航空、吉祥航空。

图表13：2019年初至今航空板块股价走势



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表14：敏感性测算表

假设(2019E) 2019年布伦特油均价为68美元/桶，汇率为1美元兑人民币6.70元。

(百万人民币)	中国国航		南方航空		吉祥航空		春秋航空	
净利润(2019E)	12,019		9,260		1,489		2,174	
	绝对值	(%)	绝对值	(%)	绝对值	(%)	绝对值	(%)
票价+1%	994	8.27%	992	10.71%	105	7.05%	84	3.88%
客座率+1个pp	1,099	9.14%	952	10.28%	122	8.21%	115	5.28%
油价+1美元/桶	-377	-3.13%	-400	-4.32%	-40	-2.69%	-40	-1.84%
人民币贬值1% (汇兑损益)	-471	-3.92%	-561	-6.06%	-3	-0.20%	-2	-0.08%

资料来源：华泰证券研究所

图表15: 航空可比公司估值表 (2019年5月7日的收盘价)

股票名称	代码	评级	市值 (USDmn)	PE (x)			PB (x)			ROE (%)			股息率(%)			EV/EBITDA			年均复合增 长率(%)	PEG (x)
				18	19E	20E	18	19E	20E	18	19E	20E	18	19E	20E	18	19E	20E	18-21E	19E
A股																				
中国国航	601111 CH	买入	18579	17.2	10.5	7.3	1.4	1.2	1.1	7.9	11.6	14.6	1.5	1.4	2.1	9.6	7.9	6.7	53.5	0.2
南方航空	600029 CH	买入	12755	31.9	10.3	7.0	1.5	1.3	1.1	4.6	12.7	16.3	1.1	3.3	5.0	14.0	10.5	9.2	113.1	0.1
春秋航空	601021 CH	买入	5428	24.4	16.9	13.0	2.8	2.4	2.1	11.3	14.2	15.9	0.5	0.9	1.2	14.8	11.8	9.8	37.2	0.5
吉祥航空	603885 CH	买入	3328	18.2	15.1	10.2	2.4	2.1	1.8	13.1	13.7	17.5	0.0	2.0	2.9	9.1	8.5	7.1	33.9	0.4
加权平均				24.2	11.4	7.9	1.7	1.5	1.3	7.3	12.8	16.1	0.9	1.8	2.7	11.0	8.9	7.6	77.3	0.2
H股																				
中国国航	753 HK	买入	18579	13.8	8.2	5.7	1.1	1.0	0.8	8.2	12.3	15.7	1.7	2.8	4.0	9.7	7.6	6.7	53.9	0.2
南方航空	1055 HK	买入	12755	19.9	7.3	4.8	1.0	0.9	0.8	5.0	13.0	17.4	1.7	4.8	7.3	11.4	9.3	8.2	102.5	0.1
国泰航空	293 HK	买入	6476	21.7	9.6	6.7	0.8	0.7	0.7	3.8	7.9	10.5	0.4	3.1	4.5	7.7	6.1	5.8	79.5	0.1
加权平均				18.3	8.4	5.6	1.0	0.9	0.8	6.1	11.5	15.3	1.3	3.0	4.4	9.7	7.9	7.0	79.4	0.1
国际																				
美国																				
美联航	UAL US	未覆盖	23200	10.0	7.8	7.2	2.2	1.9	1.5	25.4	27.4	25.4	0.0	0.0	0.0	6.6	5.9	5.7	15.6	0.5
达美航空	DAL US	未覆盖	37793	10.4	8.6	8.0	2.9	2.5	2.0	27.6	30.4	28.0	2.3	2.5	2.8	7.0	6.1	5.9	11.1	0.8
美国航空	AAL US	未覆盖	15458	7.7	6.8	6.1	9.0	8.2	3.8	(126.2)	483.1	108.4	1.2	1.4	1.1	8.1	7.4	7.1	11.9	0.6
美西南航空	LUV US	未覆盖	29043	12.9	11.8	10.3	2.6	2.4	2.0	22.9	24.6	24.1	1.1	1.2	1.5	7.1	6.8	6.2	11.9	1.0
阿拉斯加航空	ALK US	未覆盖	7687	14.1	10.9	9.2	1.9	1.7	1.5	14.3	18.0	18.9	2.0	2.3	2.4	8.0	6.3	5.7	19.4	0.6
加权平均				10.8	9.2	8.2	3.4	3.1	2.1	4.1	89.3	36.8	1.3	1.5	1.6	7.1	6.4	6.1	12.9	0.7
欧洲																				
法荷航空	AF FP	未覆盖	4523	6.4	6.3	5.3	1.2	1.6	1.2	19.0	28.9	26.2	0.0	0.0	0.6	2.6	2.6	2.5	11.3	0.6
汉莎航空	LHA GR	未覆盖	11040	4.9	5.0	4.7	0.9	0.9	0.8	18.4	18.2	17.2	4.0	4.1	4.2	3.4	3.1	2.9	4.5	1.1
北欧航空	SAS SS	未覆盖	729	5.0	7.5	5.3	0.9	1.1	0.9	19.7	15.2	16.8	1.2	0.2	0.0	3.0	3.4	2.3	6.7	1.1
芬兰航空	FIA1S FH	未覆盖	1053	9.7	14.7	11.8	0.9	1.0	1.0	11.0	7.2	8.7	3.5	3.3	3.7	2.2	1.4	1.3	3.3	4.5
加权平均				5.6	6.0	5.3	1.0	1.1	0.9	18.1	20.2	19.0	2.8	2.8	3.1	3.1	2.9	2.7	6.3	1.2
亚洲																				
新加坡航空	SIA SP	未覆盖	8398	15.3	15.7	13.4	0.8	0.9	0.8	5.1	5.2	6.2	3.6	3.6	3.9	5.9	6.3	5.5	2.3	6.9
澳洲航空	QAN AU	未覆盖	6255	8.5	9.1	8.3	2.6	2.6	2.3	30.9	26.1	27.0	2.5	4.2	4.8	3.8	3.8	3.7	4.5	2.0
大韩航空	003490 KS	未覆盖	2725	(35.3)	10.6	7.2	1.0	1.0	0.8	(2.0)	9.3	11.4	0.7	0.8	0.8	6.8	6.3	6.2	(282.3)	(0.0)
中华航空	2610 TT	未覆盖	1689	25.1	10.3	13.2	0.9	0.8	na	4.7	10.0	6.2	1.8	5.5	3.1	5.7	4.4	na	na	na
新西兰航空	AIR NZ	未覆盖	2034	7.8	11.1	8.7	1.5	1.5	1.4	19.0	12.3	15.3	8.0	8.0	8.2	4.3	5.0	4.4	(0.6)	(19.4)
加权平均				6.8	12.2	10.6	1.4	1.4	1.2	13.2	13.0	13.9	3.2	4.0	4.1	5.2	5.3	4.5	(34.3)	1.5

注: 未覆盖可比公司盈利预测来自彭博一致预期。

资料来源: 彭博、华泰证券研究所

油运：供需结构改善，行业进入上行周期

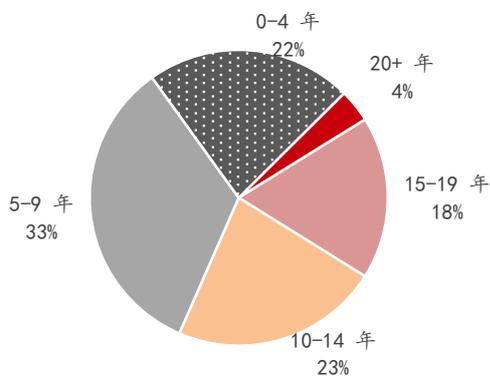
2018年油运板块触底，主要因需求疲软和多年供给过剩带来的负面影响。自2019年起，受益供需格局改善，我们认为行业已走出底部，迎来2019-2020年上行周期。2019年1季度，超大型油轮（VLCC）中东-中国航线（TD3C）日均盈利为27,948美元/日，同比大幅上涨243%，其他主要航线的其他油轮类型的日均盈利同比增幅也达到50-220%。4月以来，受淡季需求疲软影响，运价出现环比下滑。展望下半年，行业步入旺季，特别是4季度冬季对原油需求的大幅提升，整体运价水平有望进一步上涨。我们预期2019年全年油运公司盈利将实现同比大幅增长。

供给收紧：2020年低硫新规加速老旧船拆解

我们预期2H19-2020年，油运行业将有望出现运力短缺。国际海事组织（IMO）硫排放上限条约将于2020年1月1日正式生效。我们认为不合规的老旧船舶将被加速拆解，部分计划安装脱硫塔的船舶也将暂时退出市场进坞改装。另一方面，使用低硫燃油，造成燃油成本上涨也将促使船东降低航速。老旧船拆解、船舶进坞改装以及降速航行都将减少市场的有效供给，利好运价上涨。

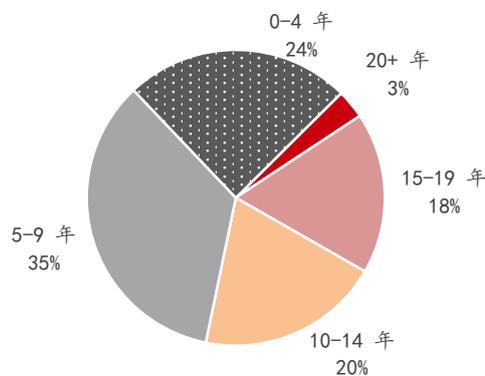
截止2019年4月，全球大约有22%（以载重吨计）的油轮超过15岁船龄，这些老龄船中有57%（以载重吨计）是VLCC船型。为应对IMO监管条款，船东可以选择为现有船舶安装脱硫塔或者使用低硫油，但都会额外增加成本。安装单套脱硫塔设备需要资本开支大约200万美元，而低硫油价格则高于现在普遍使用的高硫油和船用燃油。由于老旧船燃油单耗、船舶剩余残值以及其他维护运营成本相较新船具有明显劣势，我们预期2019-2020年老旧船舶会加速拆解，有利市场供需格局改善。

图表16：原油轮：各船龄运力分布（2019.4）



资料来源：Clarksons，华泰证券研究所

图表17：VLCC：各船龄运力分布（2019.4）



资料来源：Clarksons，华泰证券研究所

2020年新船交付放缓，1H19仍有交付压力

截止2018年底，全球油轮订单运力占现有运力比重为13.0%，VLCC订单量占现有运力比重13.9%，均处于历史低位，并且大部分运力将于1H19交付。行业拆船量方面，存在较大不确定性，难以预测船东的具体拆船时间。2018年，受运价持续低迷影响，2018年全年拆解率为4.9%，创历史高位。我们给出基准情景假设拆解率（拆解运力/现有运力）：2019E/2020E分别为4.1%/4.3%。根据当前的交付计划和我们的拆解量预测，我们认为2019年行业供给增速将达到4.0%，而2020年供给增速将急剧跌至0.5%。

VLCC船型方面，我们认为IMO环保条约将支撑VLCC高拆解率。船东出于经济性和效率性，有望作出提早拆解老旧船的决定。我们预测2019E/2020E VLCC基准情景的拆解率将达到3.5%/3.8%（2018年为4.4%）。结合今年VLCC的密集交付，我们预测VLCC板块2019年供给增速为4.9%，2020年供给增速将回落至2%。

图表18: 原油轮: 订单占现有运力比重



资料来源: Clarksons, 华泰证券研究所

图表19: VLCC: 订单占现有运力比重

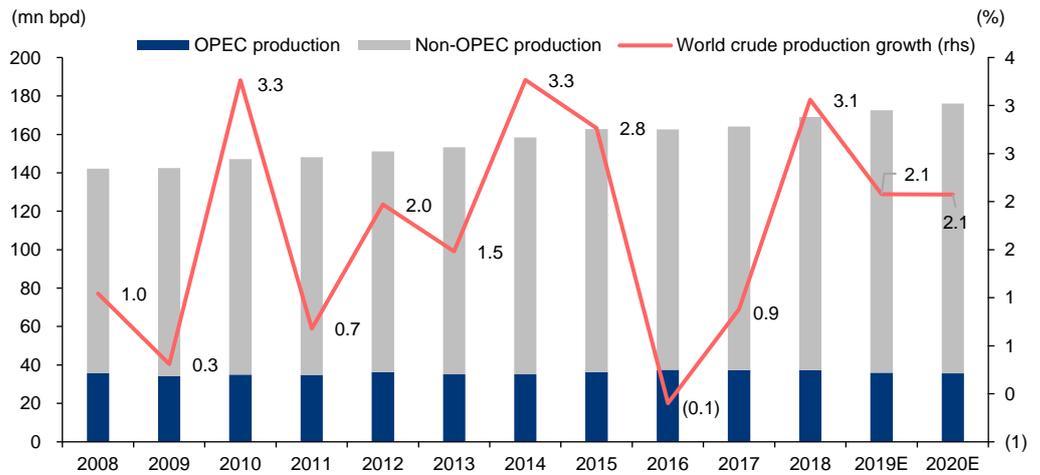


资料来源: Clarksons, 华泰证券研究所

需求扩张: 运距拉长成为新增长点

需求增量对原油轮市场短期影响显著。原油海运有效需求由运量和运距两方面构成, 2019-2020年运距拉长是需求扩张的重要支撑。短期来看, 由于运力调度存在滞后, 单个区域内的需求暴增容易造成该航线的运价大幅上涨。总量上, 全球原油运输需求平稳; 但结构上, 过去十年原油供给由高度集中在中东地区向全球分散化, 尤其是美国的页岩油革命改变了全球原油供给格局。

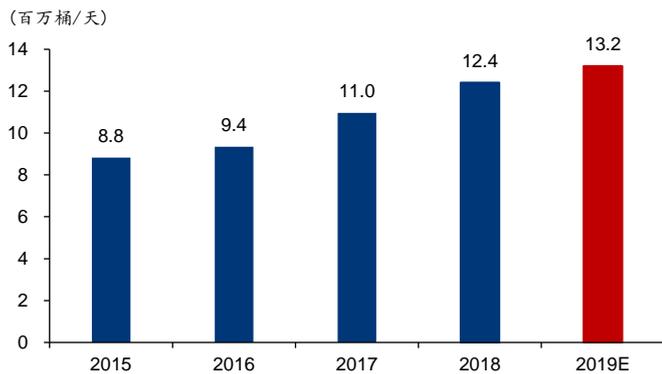
图表20: 全球原油供给



资料来源: EIA, 华泰证券研究所

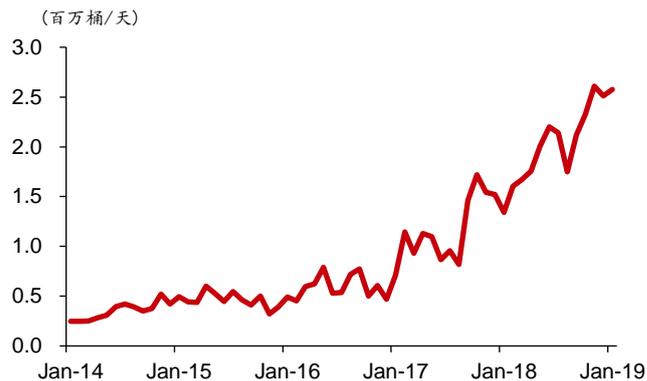
2018年, 美国原油出口量平均每天约190万桶, 而2015年每天仅50万桶。美国油气管道产能瓶颈问题预计在2019年下半年解决, 配套码头基础设施也将逐步完善。因此我们认为美国原油产量和可用出口产能将扩大, 中长途油气运输需求也将随之增长。根据EIA数据, 2018年美国原油产量平均为1,240万桶/天(2017年为1,100万桶/天), 预计2019年将增长至1,320万桶/天。美国强劲的出口推动国际油运市场运距增长, 进而推动航运需求。

图表21: 美国原油产量



资料来源: EIA, 华泰证券研究所

图表22: 美国原油出口量

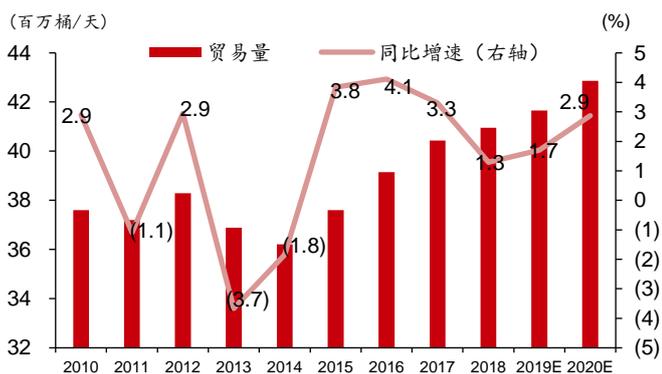


资料来源: EIA, 华泰证券研究所

原油产能分散化创造新航线

美国原油出口放量后, 美湾-远东航线对 VLCC 的需求激增 (之前几乎为零)。随着新航线货量增长, 我们预期全球油运运距将被拉长。美湾-远东线航程大约为 120 天, 是中东-远东线 (约 45 天) 的 3 倍。我们预计国际原油贸易量在 2019/2020 年将分别增长 1.7%/2.9%; 周转量受益运距拉长, 增速更高, 预计 2019/2020 年货物周转量增速分别达到 3.7%/5.4%。

图表23: 全球海上原油贸易量



资料来源: Clarksons, 华泰证券研究所

图表24: 全球海上原油周转量



资料来源: Clarksons, 华泰证券研究所

上行周期有望开启, 警惕 2Q19 淡季运价低迷

油轮行业供需格局改善, 我们对中长期表示乐观。但短期来看, 2019 年上半年仍有大批运力等待交付, 需要警惕淡季运价低迷。我们预计 2019 年行业供给增速为 4%, 需求增速为 3.9%; 2020 年由于 IMO 限硫令生效, 部分老旧船舶将被淘汰, 而需求端则受益经济复苏和运距拉长, 我们预计 2020 年行业供给增速下滑至 0.5%, 而需求增速提高至 5.1%。

VLCC 船型方面, 基于 2019 年仍有大量 VLCC 等待交付, 需求在 2018 年触底, 我们预计 VLCC 板块 2019 年供给增速为 4.9%, 需求增速为 4.9%, 供需相对平衡。考虑到原油需求回暖, 运距拉长以及潜在老旧船拆解量庞大, 我们预计 2020 年需求增速将高达 6.2%, 供给增速为 2.0%。

图表25: 原油轮行业: 供需增速



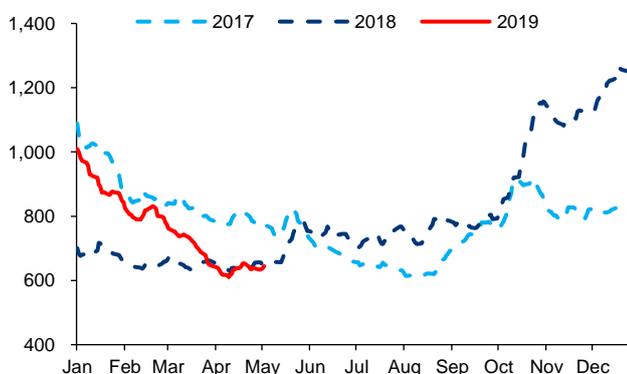
资料来源: Clarksons, 华泰证券研究所

图表26: VLCC 板块: 供需增速



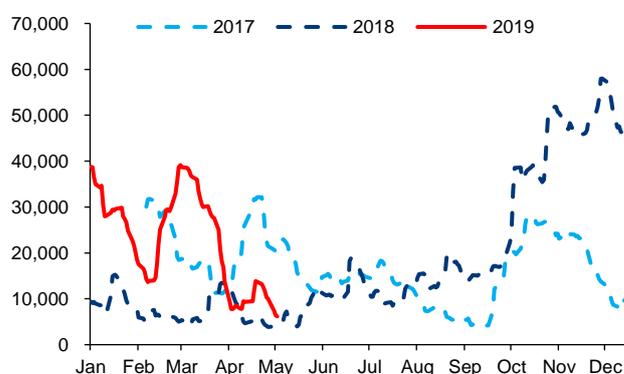
资料来源: Clarksons, 华泰证券研究所

图表27: 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28: 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

投资建议

招商轮船 (“买入” 评级, 目标价 6.52-6.88 元)

1) VLCC 船队规模全球第一, 盈利弹性大; 2) 干散船队继续扩张, COA 合同锁定长期收益; 3) 受益油运上行拐点, 2019-2020 业绩有望大幅增长。

1Q19 公司实现营收 31.4 亿元, 同比增长 35%; 归母净利润 2.8 亿元, 同比大幅增长 88%, 主要因油运板块运费上涨推动。其中, 公司油运业务贡献归母净利润 2.6 亿元 (1Q18 净亏损 0.7 亿元)。干散运输业务方面, 截止 2019 年 3 月底, 公司运营 VLOC 船队 27 艘, 订单 7 艘, 均已签署长期运输协议, 为公司带来稳定盈利。年内公司油轮和散货船队均有新交船计划, 运力进一步扩张。我们预计公司 2019 年净利润同比增长 43%。

中远海能 (“买入” 评级, 目标价 8.3-8.6 元)

1) 全球第一大油轮船东, 盈利弹性大; 2) 内贸油运和 LNG 业务贡献稳定收益; 3) 受益油运上行拐点, 2019-2020 业绩有望大幅增长。

1Q19 公司实现营收 38 亿元, 同比增长 60%; 归母净利润人民币 4.3 亿元 (1Q18 为净亏损人民币 8,600 万元), 主因运价上涨和成品油运输业务贡献增长推动。公司 LNG 运输业务 1Q19 实现税前利润 1.4 亿元, 大幅增长 90%, 为公司带来稳定盈利。我们预计公司 2019 年净利润同比大幅增长 1704%。

集运：供给端改善，行业集中度提升打开运价上行空间

年初至今，受宏观经济增速放缓及中美贸易不确定性影响，集运公司在跨太平洋航线上，采用谨慎的运力部署策略，削减有效运力投放，促进行业供给端改善，推动运价上涨。2019年1-4月，上海至美西航线运价同比上涨30%，其余主要航线运价相对平稳，行业整体盈利好于去年同期。伴随下半年旺季到来，运价有望进一步上涨，2019年全年行业平均盈利水平有望实现同比增长。

新船交付放缓，行业供给趋好

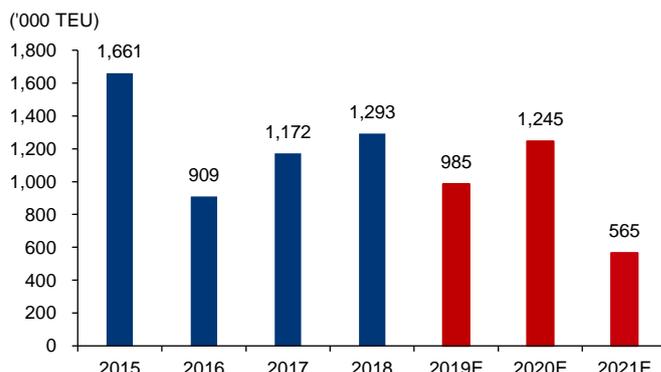
2018年，受新船密集交付影响，行业供给增速大幅上涨至5.6%，而需求增速下滑至5.1%，行业景气程度低迷。根据最新的新船交付计划，2019-2020年，行业供给增速有望放缓，利好运价提升。根据Alphaliner数据，截止2019年4月，全球集装箱船舶订单量为280万标准箱，订单占现有运力比重为12.8%，处于近几年来低位。我们预计2019年新交船99万标准箱，老旧船舶拆解量为35万标准箱，2019年全年行业供给增速从上年的5.6%大幅下降至2.9%，行业供给端趋好。值得注意的是，在过去几年，集运行业经历运力快速扩张及船舶大型化趋势，行业整体船龄结构较为年轻，需要拆解的老旧船舶数量较少。截止目前，全球共计6%的集运运力为20岁以上老旧船舶，占比较低。

图表29：集运：订单占现有运力比重



资料来源：Clarksons，华泰证券研究所

图表30：集运：新船交付量



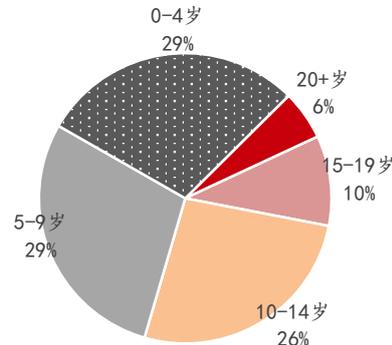
资料来源：Clarksons，华泰证券研究所

图表31：集运：船舶拆解量



资料来源：Clarksons，华泰证券研究所

图表32：集运：各船龄结构占比 (2019.4)



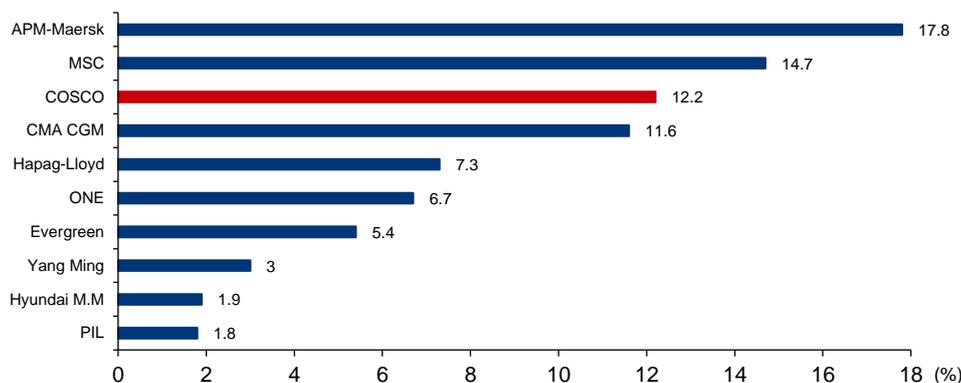
资料来源：Clarksons，华泰证券研究所

行业集中度有望进一步提升，竞争格局优化利好行业长期发展

集运市场近年来经历多家公司破产和被收购后，市场集中度大幅提高。根据Alphaliner数据，截止2019年4月，全球前十大集装箱航运公司总市场份额高达82.4%。分航线运力投放看，在远东-欧洲航线，2M+HMM和海洋联盟几乎平分秋色，分别占比38%和35%，THE联盟占比26%；在远东-北美航线，海洋联盟独占鳌头拥有38%的份额，THE联盟和2M+HMM分别占比26%/18%。

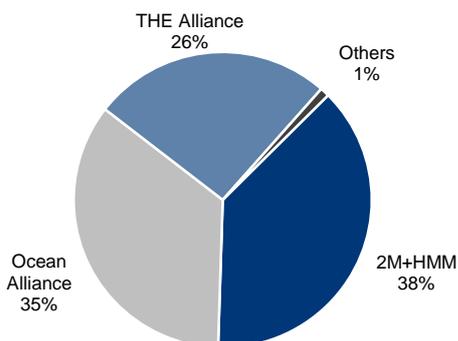
2020 年低硫令执行，行业将面临燃油成本上涨的负面影响。我们认为运力规模较小或负债较高的集运公司将不具备成本优势而面临严峻的考验，行业有望迎来新一轮兼并收购浪潮，行业集中度有望进一步提升。截止 2019 年 4 月，全球集运公司 CR4 为 56.3%，我们认为行业存在集中度进一步提升的空间。集运龙头企业有望凸显议价能力优势，运价打开上行空间。

图表33： 全球前十大集装箱公司运力占比（2019.4）



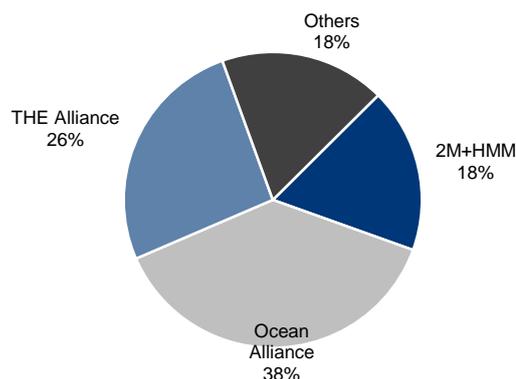
资料来源：Alphaliner，华泰证券研究所

图表34： 三大联盟运力投放占比：远东-欧洲（2019.4）



资料来源：Alphaliner，华泰证券研究所

图表35： 三大联盟运力投放占比：远东-北美（2019.4）



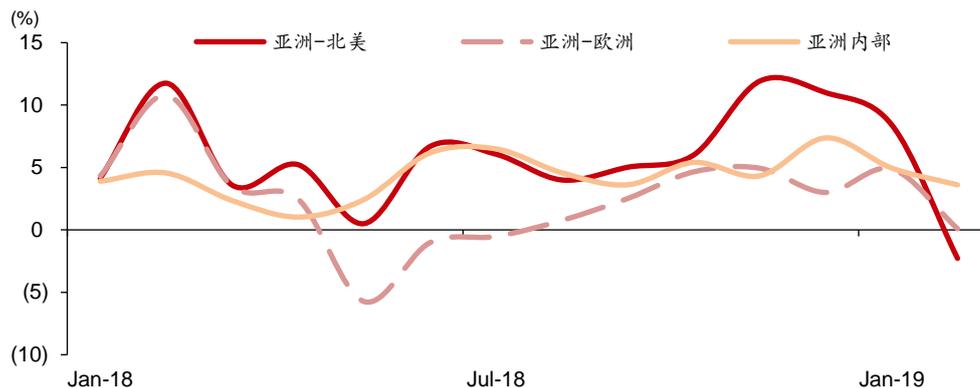
资料来源：Alphaliner，华泰证券研究所

2019 年开局不良，下半年有望改善

2018 年贸易商在中美贸易摩擦悲观预期下，选择“抢出口”策略，提前透支了部分 2019 年上半年的美线货运量。总体来看，2019 年一季度，全球集装箱货运量预计同比下滑。根据 CTS 数据，2019 年 1-2 月，亚洲-北美航线集装箱货运量同比下滑 6%，亚洲-欧洲航线同比下降 1%，亚洲区域内航线货量基本与去年同期持平。

长期来看，我们认为区域内航线贸易需求将更加活跃，支线盈利能力将优于主干航线。2018 年全年，全球集装箱货运量为 1.7 亿标准箱，同比增长 3.8%。其中，亚洲区域内航线完成货运量 4,282 万标准箱，同比增长 5.0%；欧洲区域内航线完成货运量 773 万标准箱，同比增长 6.8%，区域内货量增速均高于行业平均水平。

图表36: 全球集装箱海运贸易量增速

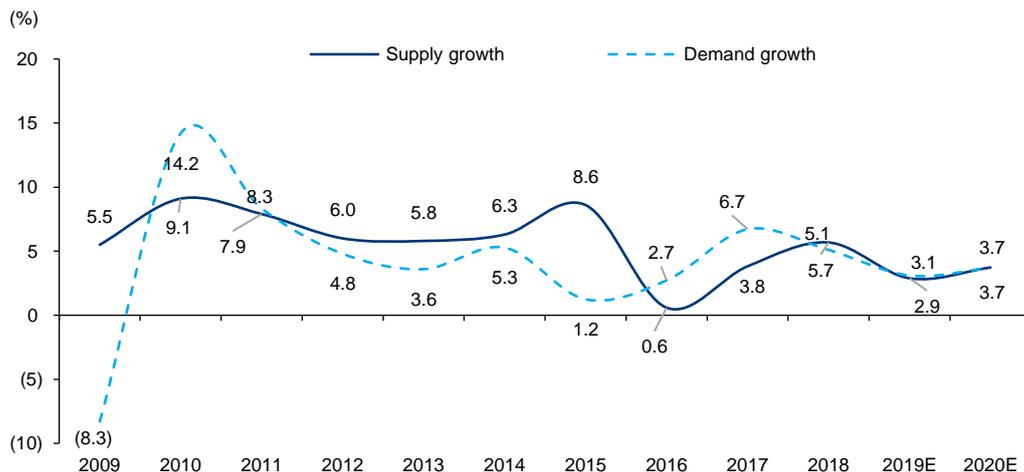


资料来源: CTS, 华泰证券研究所

行业供需格局改善叠加旺季需求推动, 下半年运价有望稳步上行

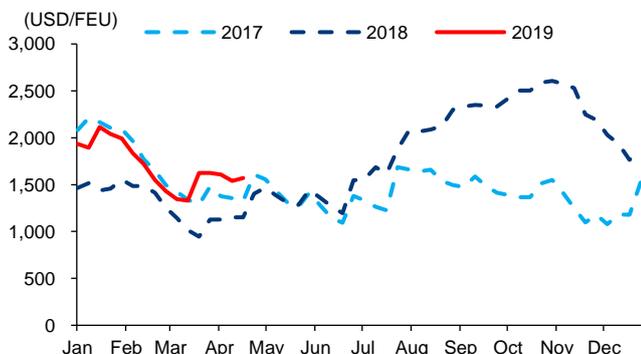
受全球经济增速放缓影响, 我们预计 2019 年行业需求增速将由 2018 年的 5.1% 下滑至 3.1%, 供给增速为 2.9%, 行业供需格局较上年有明显改善。另一方面, 受下半年旺季需求推动, 我们预期下半年运价有望稳步上行, 集运公司全年盈利有望实现同比增长。

图表37: 集运: 行业供需增速



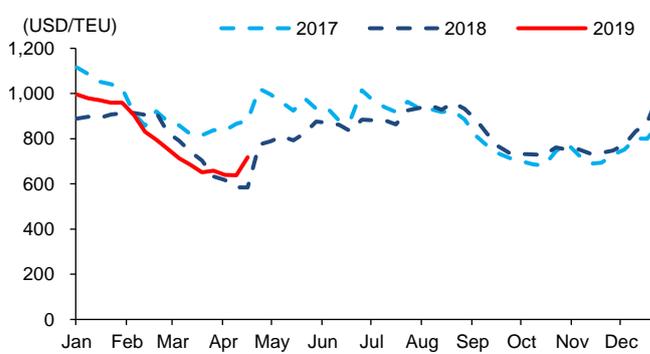
资料来源: Alphaliner, 华泰证券研究所

图表38: 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39: 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

投资建议：中远海控（“增持”评级，目标价 6.2-6.5 元）

1) 集运业务内生增长稳健，并购东方海外有望发挥协同效应；2) 全产业链布局，子公司码头业务遍布全球；3) 集运行业高集中度提升龙头议价能力，运价上行空间打开。

1Q19 公司实现营业收入 351 亿元，同比增长 60%；归母净利润 6.9 亿元，同比大幅增长 280%，主要因东方海外并表导致。剔除东方海外并表的影响，公司集装箱业务实现营业收入 210 亿元，同比增长 15%；完成集装箱货运量 429 万标准箱，同比增长 4%。我们认为公司和东方海外合并的协同效应逐步显现，长期来说，公司有望进一步优化运力部署和提升盈利能力。我们预计受益东方海外并表，公司 2019 年全年净利润增速为 98%。

图表40： 航运：可比公司估值表

公司名称	股票代码	评级	市值			PE (X)			PB (X)			ROE (%)			Dividend yield (%)		
			(USDmn)	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018	2019E
港股																	
中远海能	1138 HK	NR	2,466	223.4	10.1	5.9	0.6	0.6	0.5	0.4	6.2	9.3	0.5	3.9	6.8		
中远海控	1919 HK	NR	5,264	24.1	14.6	13.3	1.3	1.3	1.2	5.4	8.9	8.9	0.0	0.0	0.0		
太平洋航运	2343 HK	NR	908	11.9	7.2	5.6	0.7	0.7	0.7	5.9	9.8	11.7	4.1	6.9	8.9		
A 股																	
中远海能	600026 SH	买入	3,875	350.9	15.9	9.3	0.9	0.9	0.9	0.4	6.2	9.3	0.3	2.5	4.3		
中远海控	601919 SH	增持	9,588	43.9	26.6	24.2	2.4	2.4	2.2	5.4	8.9	8.9	0.0	0.0	0.0		
招商轮船	601872 SH	买入	3,830	24.6	17.1	11.3	1.3	1.3	1.2	5.7	8.2	11.1	1.4	2.0	3.0		
中远海特	600428 SH	增持	1,184	93.0	27.7	23.2	0.8	0.8	0.8	0.9	2.9	3.4	0.0	0.0	0.0		
海外																	
马士基航运	MAERSKB DC	NR	26,493	128.0	45.7	21.1	0.8	0.9	0.9	0.7	2.5	4.2	1.8	2.5	2.7		
赫伯罗特航运	HLAG GR	NR	5,401	346.9	18.4	11.5	0.8	0.7	0.7	0.2	4.6	7.4	0.5	2.1	2.9		
长荣海运	2603 TT	NR	1,898	(59.5)	25.1	14.7	0.9	0.9	0.8	(1.4)	2.2	9.5	0.0	0.8	1.5		
阳明海运	2609 TT	NR	654	(2.9)	(189.1)	(19.6)	1.0	1.1	1.6	(34.5)	(23.8)	(13.2)	na	1.1	2.3		
万海航运	2615 TT	NR	1,181	56.5	19.5	na	1.1	na	na	1.9	5.1	na	3.7	na	na		
珍宝航运	PSL TB	NR	396	27.9	29.2	16.5	1.0	1.0	0.9	3.6	3.1	5.3	0.0	0.6	2.5		
商船三井	9104 JP	NR	2,973	(44.0)	16.6	8.7	0.6	0.6	0.6	(1.4)	3.6	7.0	0.7	1.4	2.2		
欧航公司	EURN US	NR	2,130	na	166.9	7.4	na	0.9	0.9	(6.7)	0.3	11.7	na	1.7	8.9		
Scorpio 油轮公司	STNG US	NR	1,420	(6.1)	575.4	6.4	0.8	0.8	0.7	(9.0)	(0.1)	11.6	1.4	1.3	3.3		
Frontline 有限公司	FRO US	NR	1,353	(58.6)	13.1	4.8	1.2	1.1	1.0	(2.0)	8.4	24.9	0.0	2.4	13.7		
DHT 控股公司	DHT US	NR	798	(20.1)	93.5	4.1	0.9	1.0	0.9	(4.5)	0.5	24.5	1.4	2.9	16.7		
Scoprio 船舶	SALT US	NR	380	(29.7)	(34.7)	8.1	0.4	0.4	0.4	(1.4)	(1.7)	5.2	1.5	1.3	1.3		
黛安娜船舶	DSX US	NR	329	28.0	20.4	9.4	0.6	0.5	0.5	2.1	2.4	6.0	0.0	0.0	0.0		
Navios 海事	NM US	NR	58	(0.3)	(424.5)	1.0	0.2	0.2	0.2	(52.6)	(37.3)	16.7	0.0	na	na		

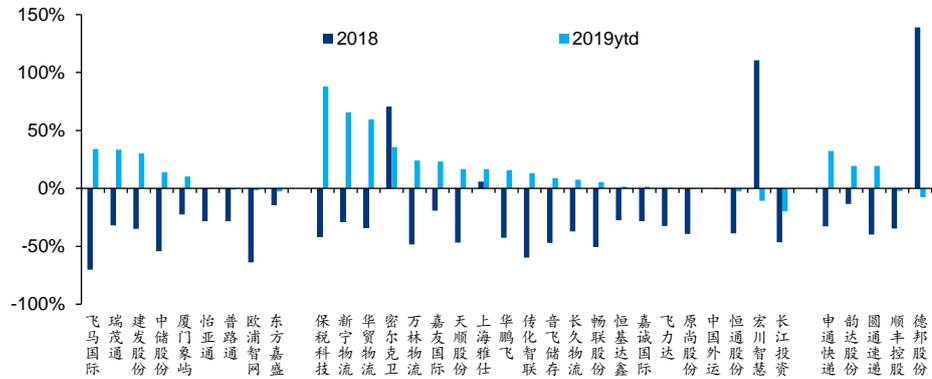
资料来源：NR=未覆盖，H 股及海外采用彭博一致预期，A 股未覆盖公司采用万得一致预期，华泰证券研究所，收盘价 2019.5.7

物流：快递优选申通，多式联运首推嘉友国际

年初至今市场表现回顾

我们尝试将快递物流板块分为三大类：快递、供应链和其它物流。2019年至今，个股标的（即使板块内部）分化非常明显，且和18年市场表现呈现轻微负相关特征。

图表41：快递物流个股标的涨跌幅



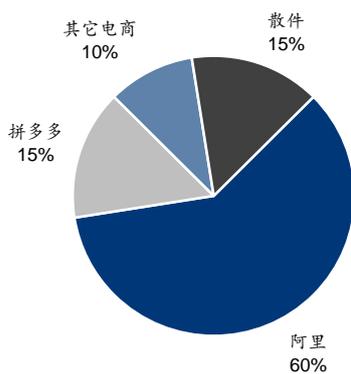
资料来源：Wind、华泰证券研究所

快递：竞争面临不确定性，相对看好申通

(1) 增速：19年24.6%，未来5年退坡至GDP增速的2-3X

电商仍然是中国快递行业最主要的增长动力。以中通为例（2018），电商件占比约85%，其中阿里/拼多多和其它电商分别占比60%/15%/10%，其余15%为散件。1Q19，全国社会消费品零售总额同比+8.3%，增速较18年放缓0.7pp；实物商品网上零售额同比+23.5%，增速较18年放缓1.9pp；伴随社销总额和网购增速放缓，全国快递件量同比+22.5%，增速较18年下降4.1pp。根据邮政局的数据，全国快件量4月初步统计增速为26.7%，5月预估增速为24.5%，均较一季度有所回升。

图表42：中通快递件量结构（2018）



备注：据调研数据估算

资料来源：华泰证券研究所

图表43：实物商品网上零售额增速



资料来源：统计局、华泰证券研究所

展望2019年，我们预计全国电商GMV同比增长26.3%至10万亿，网购渗透率提升至24.2%；全国快递件量同比增长24.6%至632亿件，国内电商件中阿里/拼多多件量同比分别+19.5%/+85%，国内商务件同比温和增长14.3%。2020-2024年，全国快递件量增速将从18.2%放缓至13.4%，仍然维持在GDP增速的2-3X。

图表44： 快递行业增速预测

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
电商GMV (亿)	18925	27889	38028	46812	61000	79425	100319	122037	145127	169099	193585
yoy	59.4%	47.4%	31.6%	25.6%	28.0%	30.2%	26.3%	21.6%	18.9%	16.5%	14.5%
渗透率	7.8%	10.3%	12.6%	14.1%	16.7%	20.8%	24.2%	26.8%	29.3%	31.4%	33.3%
国内快递 (百万件)	8924	13640	20230	30660	39230	49604	61758	72919	84571	96949	109801
yoy	62.2%	52.8%	48.3%	51.6%	28.0%	26.4%	24.5%	18.1%	16.0%	14.6%	13.3%
电商快递	6995	11272	17497	27490	35584	45411	56965	67473	78381	89958	101935
yoy	80.6%	61.1%	55.2%	57.1%	29.4%	27.6%	25.4%	18.4%	16.2%	14.8%	13.3%
阿里		8106	11297	15283	19958	24081	28765	34210	40456	47048	53751
yoy			39.4%	35.3%	30.6%	20.7%	19.5%	18.9%	18.3%	16.3%	14.2%
拼多多				233	2365	6105	11292	14423	16871	19328	21981
yoy					915.7%	158.1%	85.0%	27.7%	17.0%	14.6%	13.7%
其它				11973	13261	15226	16907	18840	21054	23582	26203
yoy					10.8%	14.8%	11.0%	11.4%	11.8%	12.0%	11.1%
商务快递	1929	2368	2733	3170	3646	4193	4793	5447	6190	6991	7865
yoy	18.4%	22.8%	15.4%	16.0%	15.0%	15.0%	14.3%	13.6%	13.6%	13.0%	12.5%
国际快递 (百万件)	262	330	430	620	830	1110	1443	1804	2201	2641	3116
yoy	44.0%	26.0%	30.3%	44.2%	33.9%	33.7%	30%	25%	22%	20%	18%
全国快递 (百万件)	9187	13960	20670	31280	40060	50710	63201	74723	86771	99590	112917
yoy	61.6%	52.0%	48.1%	51.3%	28.1%	26.6%	24.6%	18.2%	16.1%	14.8%	13.4%

资料来源：邮政局、华泰证券研究所（电商GMV单位为亿元，快递件量单位均为百万件）

(2) 竞争：二线快递逐步出清，一线竞争有加剧风险

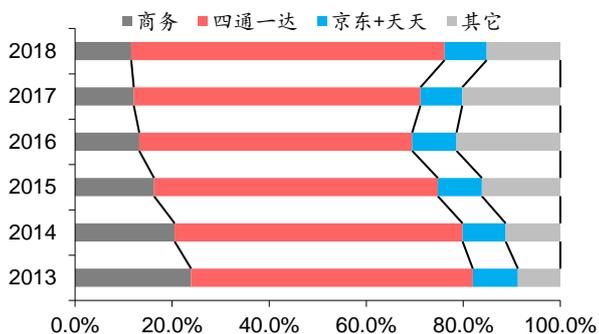
从商业模式角度，“好”的消费品需要解决复购率和价格敏感度问题。快递终端需求属于2C的消费品，但产品同质和包邮模式导致激烈的市场竞争。从目前的情况看，快递公司总部的件均价仍处于下跌通道，给市场的盈利预测带来较大不确定性。

1) 产品同质：广义的交通运输服务是一种衍生需求，即2B部门的成本中心和2C旅客的负效应。快递业用户触点极少（简单的交付行为），体验模糊（时效、货损等），难以产生差异，市场竞争激烈，类似大宗消费品。

2) 包邮模式：包邮成就了中国网购的繁荣，也成为快递企业提价的最大阻力，快递费甚至成为卖家的盈利手段。以拼多多为例，考虑40元的客单件和2.5%左右的净利率，卖家净利不到1元/单。由此，我们容易理解拼多多快递费会压低到2-3元/单，提价难度较大。

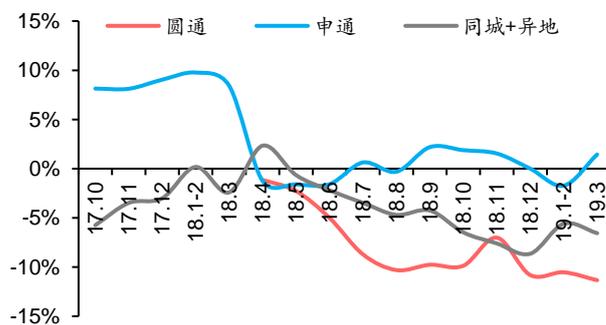
13-16年，全国快递行业维持高速增长，二三线快递通过价格战获取市场份额，市场集中度和终端价格持续下降。但从16年起（尤其是18年），行业增速放缓，二三线快递在激烈的竞争中出让市场份额，行业集中度持续优化，但价格仍处于下降通道。

图表45： 主要快递企业市场份额变化



资料来源：邮政局、公司公告、华泰证券研究所

图表46： 快递行业 and 主要快递企业件均价变化

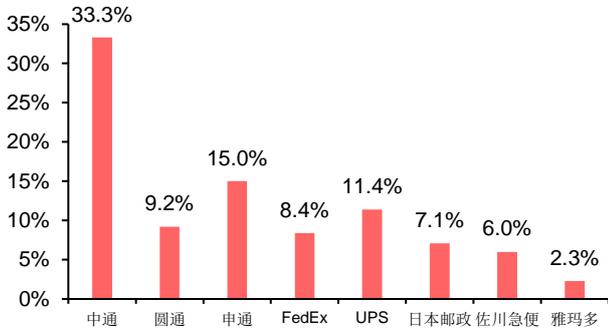


资料来源：邮政局、公司公告、华泰证券研究所

根据运联传媒的研究，海外快递市场普遍形成寡头垄断格局：美国 CR3=95%+，欧洲 CR4=88%，日本 CR3=93%（2017年）。“网络效应+规模效应”是海外快递市场高度集中的根本原因。首先需要建立跨地域的服务网络（进入壁垒高），而且需要足够量的业务支撑（宽护城河），龙头企业才能将成本降低到社会可以承受的水平。随着业务量的增长，龙头企业继续降低成本，创新服务，保持自身竞争优势（护城河越挖越宽）。

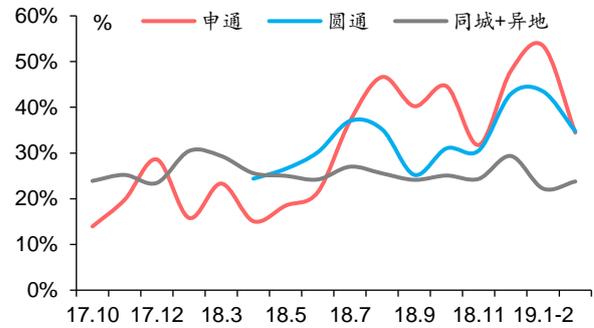
A股投资者普遍希望：中国快递行业集中度快速接近海外水平，盈利能力逐步稳定！但从2H18开始，一线快递中处于劣势的申通/圆通开始发力，竞争有所加剧。即使在市场高度集中的日本和美国，快递业仍然并非暴利，高市占率未产生高议价能力。日本快递业龙头雅玛多毛利率甚至低于日本邮政和佐川急便。剔除非经常性因素，FedEx长期净利率约为4%-6%，UPS长期净利率约为6%-8%。

图表47：中美日快递企业毛利率（2017）



资料来源：运联传媒、华泰证券研究所

图表48：申通、圆通件量增速底部回升



资料来源：邮政局、公司公告、华泰证券研究所

图表49：一线快递单票毛利趋于收敛

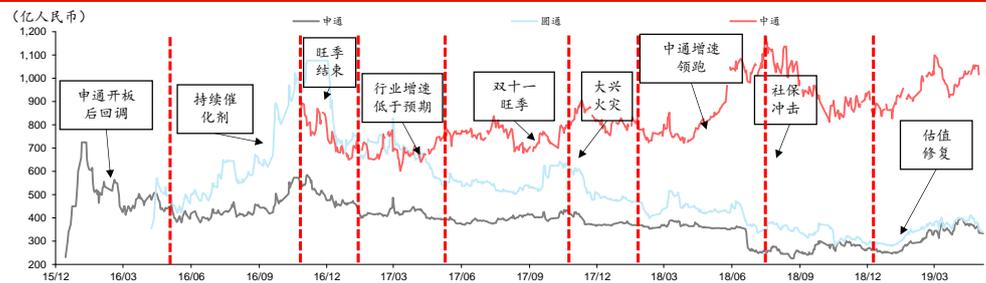
	16Q4	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1
中通	0.78	0.62	0.75	0.74	0.67	0.64	0.68	0.63	0.57	
圆通	0.51	0.45	0.50	0.50	0.36	0.46	0.50	0.44	0.47	0.40
申通		0.64	0.64	0.61	0.53	0.58	0.65	0.53	0.45	0.52
百世	-0.11	-0.14	0.12	0.13	0.15	0.03	0.18	0.16	0.17	
差额	0.27	0.17	0.25	0.24	0.30	0.18	0.18	0.19	0.12	

资料来源：公司公告、华泰证券研究所（差额为中通-圆通/申通较小值）

（3）评级：板块性机会在“双十一”，个股优选申通

展望2019年，我们预计全国快递件量同比增长24.6%至632亿件，2020-2024年，全国快递件量增速将从18.2%放缓至13.4%，仍然维持在GDP增速的2-3X。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，股价阶段性回调后估值已经具备吸引力，板块性机会在旺季“双十一”，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50：快递企业市值变化回顾



资料来源：Wind、华泰证券研究所

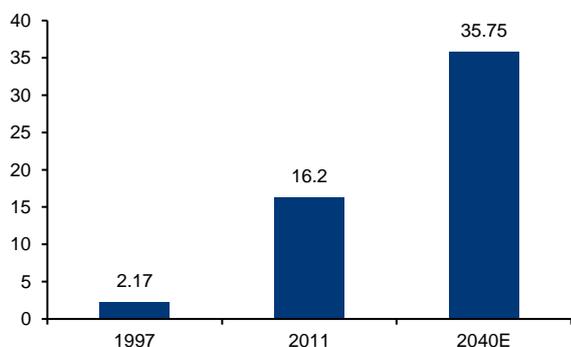
多式联运：寻找中国的 J.B. Hunt

（1）美国启示：40倍的 J.B. Hunt

狭义多式联运是通过集装箱实现多种运输方式（水/公/铁/空）的联合运用，优势包括降低货差货损、转运方便、小批量仓储、降低物流成本和简化流程等。美国多式联运自1980年末铁路转型发展开始，发展较为成熟。根据交通部的数据，1997-2011年，美国多式联运货运量增长了6.5倍（CAGR=15%），占货运总量的9.2%（2011）。

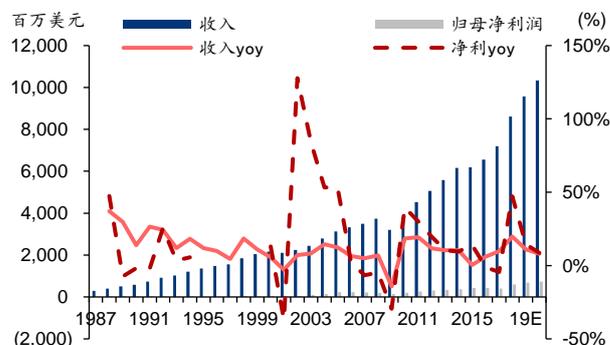
JB 亨特运输服务 (JBHT) 成立于 1961 年, 并于 1989 年成立多式联运部门, 现已成为美国最大的多式联运服务商, 市场份额达到 30%。JBHT 于 1981 年在纳斯达克上市, 当前 (2019.5.7) 市值超过 105 亿美元。2001-2018: JBHT 收入和净利润高速增长 (CAGR=9%/21%), 净利率从 1% 抬升至 7% 左右; 2000.9 至今股票最高涨幅超过 40 倍 (CAGR=21%)。

图表51: 美国多式联运货运量 (亿吨)



资料来源: 交通运输部《多式联运技术指引》, 华泰证券研究所

图表52: JBHT 收入和净利润高速增长



资料来源: 彭博、华泰证券研究所

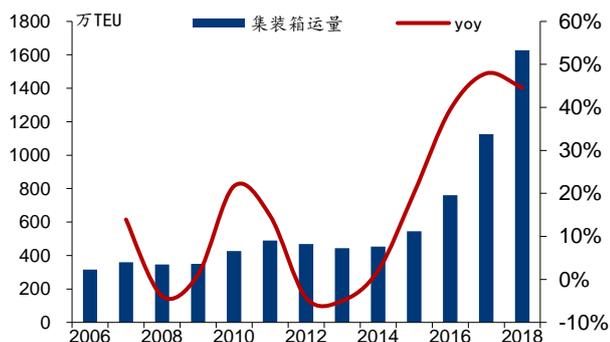
(2) 政策催化, 2020 年千亿市场空间

调整运输结构是党中央、国务院部署推动的重大决策。通过多式联运, 将长距公路运输转移到廉价的铁路运输和水运, 不仅符合中央“运输结构调整”的政策思路, 还能够大幅降低物流成本。根据交通部 2016 年提供的数据, 多式联运在国内物流运输中仅占 2% 左右, 远低于发达国家。2018 年, 我国铁路集装箱运量仅占铁路货运总量的 8% 左右, 显著低于发达国家的 30%-40%, 也低于铁路适箱货物的比例 (20%)。

根据中央和铁总规划, 2018-2020 年, 全国多式联运货运量年均增长 20%, 铁路集装箱多式联运年均增长 30% 以上。这意味着, 2020 年全国铁路集装箱运量将达到 2500 万标箱, 按照 5000 元/箱运费计算, 市场空间将达到 1250 亿; 假设净利率 8%, 利润空间达到 100 亿元。中国铁路网运能释放后, 或将诞生不弱于 JBHT 的巨头。

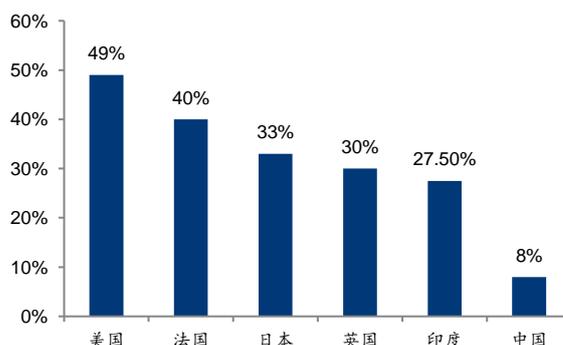
从商业模式和附加值上看, 多式联运颇为类似快递业; 运营和管理驱动, 而非资源驱动; 附加值在于门到门一体化服务, 而非单一运输环节。这意味着在规模最大的公铁联运细分市场, 企业的核心竞争力并非掌握铁路运力甚至铁路线资源, 而是节点的管控。铁路经营机制普遍僵化, 难以低成本高效完成门到门多式联运, 为民营企业提供充足空间。个股标的的首推嘉友国际 (一带一路跨境多式联运+未来三年业绩 30% 增长)。

图表53: 铁路集装箱运量 (2012-2018)



资料来源: 铁总、华泰证券研究所 (18 年为通过国家铁路估算值)

图表54: 各国铁路集装箱运量占比 (2012)



注: 由于数据可得性原因, 中国为 18 年数据, 其它国家为 12 年数据

资料来源: 铁总、《铁路集装箱多式联运发展探讨》、华泰证券研究所

供应链：整体谨慎，相对看好建发股份

(1) 大宗商品供应链

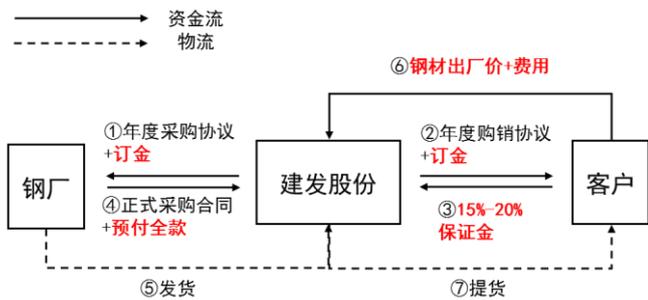
我们以建发股份钢贸为例讨论大宗供应链模式：

1) 采购：建发股份与国内多家大型钢厂建立长期合作关系，成为其战略伙伴，然后公司与钢厂签订全年采购协议并支付年度协议定金，以锁定钢材供应量，公司借此加强对钢铁资源的控货能力，提高物流运输效率；

2) 销售：建发股份与下游客户签订年度购销协议，并收取一定的年度保证金，公司每个月根据下游客户需求收取 15%-20%保证金后向钢厂订货，与钢厂签订正式的采购合同，预付全款，进一步锁定价格和供应量，下游客户在所采购的钢材到货后，根据自身需求在合同规定的时间内向公司付款提货，结算价格是在钢厂出厂价格的基础上加上相关费用等，公司可以确保稳定的利润来源。

因此，大宗供应链以垫资为核心（准金融机构），盈利和估值均对大宗价格较为敏感。当大宗商品价格下跌，下游客户发生信用违约时，及时快速的商品变现（风控能力）尤为关键。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；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业绩估值双杀，相对看好建发股份。

图表55：建发股份大宗供应链模式



资料来源：华泰证券研究所

图表56：南华大宗商品指数处于相对高位

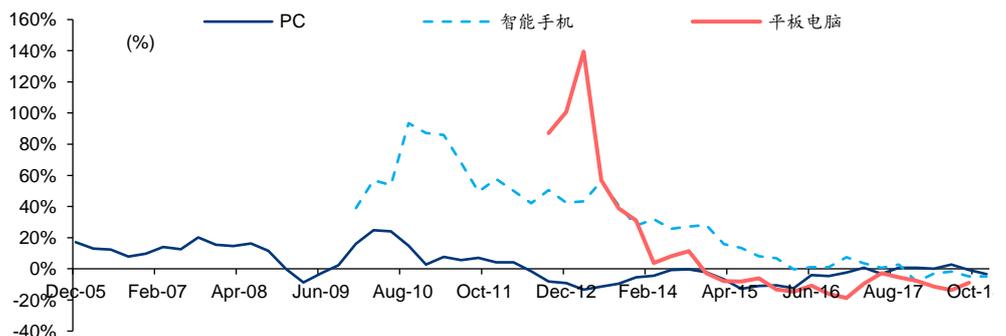


资料来源：Wind、华泰证券研究所

(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。上市公司体系内，怡亚通和普路通先后引入国资股东，宁波东力和九有股份子公司踩雷。对 ICT 供应链企业，我们整体较为谨慎。

图表57：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

机场：业绩稳健，估值合理，防御性强，具配置价值

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39.1%，当前估值合理。我们认为机场业绩稳健且分红率高，防御性强，具配置价值，首选基本面优异的上海机场，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。

回顾2018&1Q19：受益产量增长、非航业绩突出等，板块业绩增长稳健

受制时刻紧缩政策，机场板块2018年及1Q19产量同比增速均放缓，但结构优化。受制时刻紧缩政策影响，2018年上海机场、白云机场、深圳机场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。2018/19年冬航季时刻紧缩政策持续，1Q19上海机场、白云机场、深圳机场产量增速较去年同期仍继续收窄，起降架次和旅客吞吐量各缩窄0.3/0.4/1.2和0.6/1.7/2.6个百分点。尽管如此，我们注意到所有上市机场2018年的结构均进一步优化，上海机场、首都机场、白云机场、厦门空港、深圳机场外线（国际+地区）旅客吞吐量占比较2017年各提升1.2/0.3/0.7/0.1/2.8个百分点，上海机场因其地理位置得天独厚，外线占比一马当先，达50.8%。

图表58：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

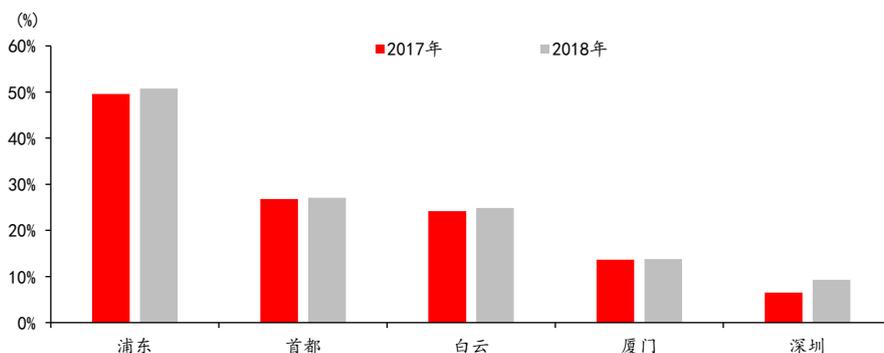
资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表59：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)		
	2019.1-3	同比增速	增幅变化	2019.1-3	同比增速	增幅变化	2019.1-3	同比增速	增幅变化
上海机场	18,826	4.9%	-0.6pp	127	2.4%	-0.3pp	805	-9.1%	-12.2pp
白云机场	18,148	4.8%	-1.7pp	121	2.8%	-0.4pp	430	1.8%	-7.7pp
深圳机场	13,197	7.9%	-2.6pp	92	4.7%	-1.2pp	271	-0.6%	-6.4pp
首都机场	24,918	1.6%	-0.8pp	149	-1.1%	-1.1pp	-	-	-
厦门空港	6,817	5.9%	1.4pp	48	0.9%	-2.4pp	75	-7.9%	-8.1pp

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

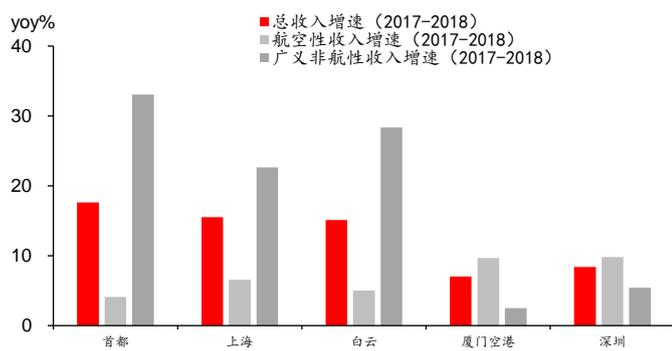
图表60：上市机场外线吞吐量占比变化 (2017-2018年)



资料来源：公司财报、华泰证券研究所

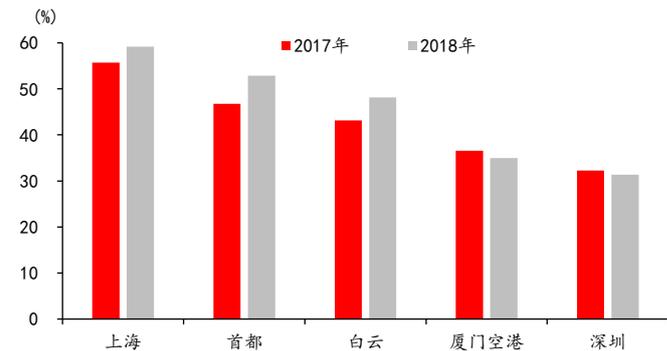
非航业绩增速可观，上市机场间业绩表现差异大。受益航线结构优化、旅客吞吐量增加、旅客消费能力升级、及新免税合同生效扣点率提升等影响，北上广深四家机场 2018 年商业收入增速可观，首都机场、上海机场、深圳机场同比各增长 29%/33%/9%，白云机场因 T2 于去年 4 月 26 日投产，免税零售等商业面积翻倍，2018 年商业收入增速可观，预计达 70%，拉动四家公司非航收入同比各增长 33%/23%/28%/5%。因产量增长，且 1Q18 受益机场内航内线提价影响，上海机场、深圳机场航空性收入同比各上涨 7%/10%，首都机场、白云机场航空性收入同比各增 4%/5%。因商业收入增速可观、叠加经营杠杆，机场整体业绩增速稳健但公司间差异明显，其中上海机场 2018 年及一季度业绩同比各上涨 15%/37%，深圳机场因成本涨幅加快，业绩小幅各涨 1%/10%；白云机场因 T2 投产后相关成本增长加快、叠加民航发展基金返还取消，业绩同比各下跌 29%/48%。

图表61: 上市机场收入增速变化 (2017-2018)



注：广义非航收入指除航空性收入以外的收入
资料来源：公司财报、华泰证券研究所

图表62: 上市机场广义非航收入占比变化 (2017-2018)



注：广义非航收入指除航空性收入以外的收入
资料来源：公司财报、华泰证券研究所

图表63: 覆盖上市机场公司业绩一览表

公司名称	评级	股票代码	报表币种	净利润 (百万元)								
				2017A	2018A	YoY	1Q18	1Q19	YoY	2018A	2019E	YoY
上海机场	增持	600009.SH	CNY	3,683	4,231	15%	1,018	1,391	37%	4,231	5,672	34%
白云机场	中性	600004.SH	CNY	1,596	1,129	-29%	433	224	-48%	1,129	967	-14%
深圳机场	增持	000089.SZ	CNY	661	668	1%	158	173	10%	668	901	35%

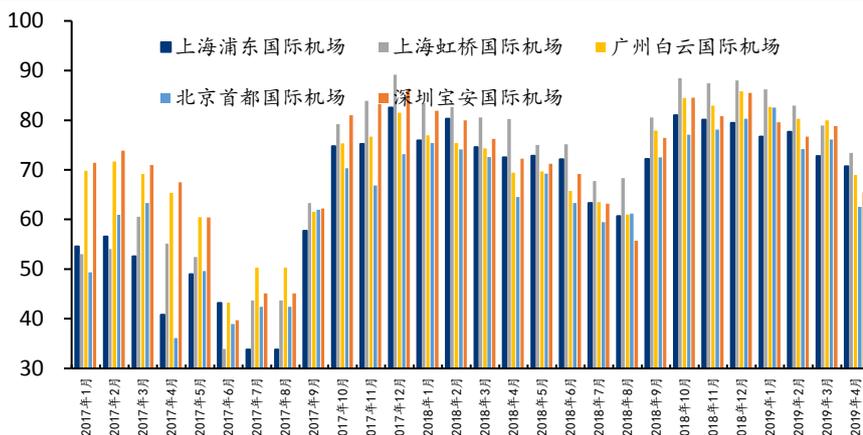
资料来源：Wind、华泰证券研究所

展望 2019: 免税、零售等非航业绩成看点

夏航季时刻增量机场间差异化，部分机场航空性收入增速有望小幅加快

时刻紧缩政策成效初显，各大机场准点率逐步提升。自 2017/18 年冬航季至 2018/19 冬航季，民航局着眼准点与安全，始终采取时刻紧缩政策，我们注意到各大机场的准点率均有明显改善。其中北上广深的五家机场准点率由 2017 年 7 月的不到 50% (雷暴等极端天气影响很大) 波动提升至 2019 年 4 月的 70% 左右。

图表64： 机场准点率变化（2017-2019）



资料来源：飞常准、华泰证券研究所

白云机场、深圳机场产量增速或有望加快，相应提振航空性收入表现。据民航预飞行系统公布的夏航季航班时刻计划表，各机场时刻增量体现差异化原则，小机场时刻增速明显快于大机场，前 10 大、前 11-20 大、前 31-40 及 50-100 计划时刻增速依次为 3.23%/5.41%/7.78%/12.90%/30.14%；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，差异化措施将有助于增强民航发展的平衡协调性，防范化解高密度机场大流量航段运行重大风险，提升机场放行正点率。我们分析白云机场、深圳机场 2019 年产量增速或有望加快，叠加外线占比有望继续提升，单机收入进一步改善，预计 2019 年航空性收入表现有望得到提振。

图表65： 各机场夏航季计划时刻增速（周起降架次）

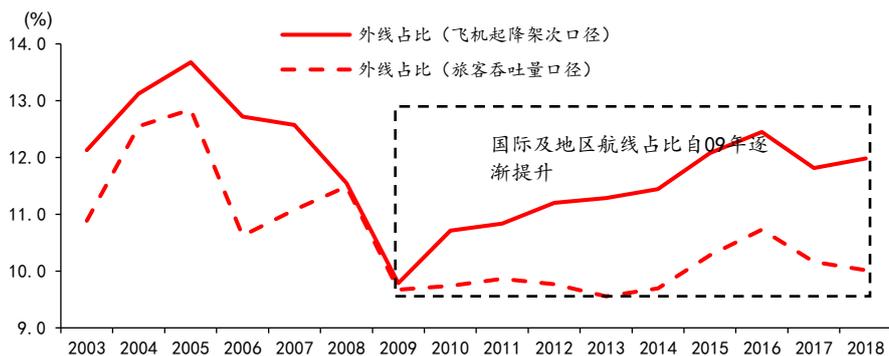
机场	2019 夏秋	2018 夏秋	同比
北京/首都	12,368	12,343	0.20%
上海/浦东	10,971	10,898	0.67%
广州/白云	10,042	9,424	6.56%
深圳/宝安	7,584	7,178	5.66%
前 10 大	80,373	77,855	3.23%
11 至 20	40,318	38,248	5.41%
21 至 30	27,462	25,479	7.78%
31 至 50	31,476	27,880	12.90%
50 至 100	19,471	14,962	30.14%
100 以后	12,237	10,002	22.35%

资料来源：民航数据控、民航预飞行系统、华泰证券研究所

重点看免税、零售等非航业绩表现

国际及地区旅客吞吐量保持高增长，叠加消费升级、免税扣点水涨船高，机场免税、零售等商业收入快速增长。随着中国经济高速发展，国际出行需求不断增加，过去 10 年，国际及地区旅客吞吐量复合增速达 12.4%，外线占比稳步提升至 12%。随着旅客消费能力升级、各机场新签免税合同（新开免税面积招商、旧免税合同到期重签等）扣点水涨船高，上市机场免税、零售等商业收入快速增长，人均狭义非航收入不断提升。

图表66：外线占比变化（2003-2018）



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表67：人均狭义非航收入不断提升（2014-2018）

（元/人）	2014	2015	2016	2017	2018
上海机场	78	71	73	95	119
深圳机场	35	32	34	33	32
白云机场	42	42	38	37	56
首都机场	72	70	67	76	93
厦门空港	30	31	33	32	32

注：狭义非航仅指免税、零售、广告等商业收入

资料来源：公司财报、华泰证券研究所

以上海机场为例，国际客消费能力强叠加日上免税促销活动多，有望推动免税收入表现超预期。2018年7月末，公司公告日上免税行中标浦东、虹桥机场免税店项目，锁定浦东机场7年保底销售提成总额为人民币410亿，综合销售提成比例为42.5%，预设合同期为2019年初至2025年末，其中浦东机场T1出入境免税自2022年初起始、卫星厅自启用日起始。考虑：1) T2、卫星厅于2019年实行新扣点；2) 浦东机场国际航线质量高、国际旅客增长稳健且消费能力提升；3) 日上免税促销活动较多，我们测算2019E-2021E免税收入复合增速有望达38%。叠加卫星厅投产后，新开的普通零售店铺招商值得期待，我们预计2019-2021E年商业租赁收入复合增速有望超35%。

图表68：上海机场免税收入分析（2015-2021E）

单位：人民币百万元	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
公司免税收入	1,383	1,590	2,474	3,444	6,127	7,765	9,007
增速（% yoy）		15	56	39	78	27	16
人均销售额（元/人）	372	382	484	634	756	847	910
增速（% yoy）		3	27	31	19	12	7
面积（平方米）	16,915	T1 出入境+T2 出入境+卫星厅出境					
综合扣点率	25%	25%	29%	29%	40%	41%	41%
国际旅客吞吐量（百万）	30	33	35	38	41	45	48
增速（% yoy）		12	4	8	9	9	8

资料来源：公司财报、公司公告、华泰证券研究所

图表69：首都机场商业面积拆分（2019年5月）

万平米	T1	T2	T3	合计
航站楼面积	7.8	33.6	100.0	141.4
商业面积（总）	0.4	1.7	5.0	7.0
免税	-	0.4	1.1	1.5
普通商业面积	0.4	1.3	3.8	5.5
占比	5.0%	3.9%	3.8%	3.9%

资料来源：公司公告及官网、华泰证券研究所

图表70：上海机场商业面积拆分（2019年5月）

万平米	T1	T2	卫星厅	合计
航站楼面积	28.0	48.0	62.0	138.0
商业面积（总）	1.6	2.4	3.3	7.3
免税	0.3	0.4	0.9	1.7
普通商业面积	1.3	2.0	2.4	5.6
占比	4.5%	4.1%	3.8%	4.0%

资料来源：公司公告及官网、华泰证券研究所

图表71: 白云机场商业面积拆分 (2019年5月)

万平米	T1	T2	合计
航站楼面积	52.0	66.0	118.0
商业面积 (总)	3.3	4.3	7.6
免税	0.5	1.1	1.6
普通商业面积	2.8	3.2	6.0
占比	5.3%	4.9%	5.1%

资料来源: 公司公告及官网、华泰证券研究所

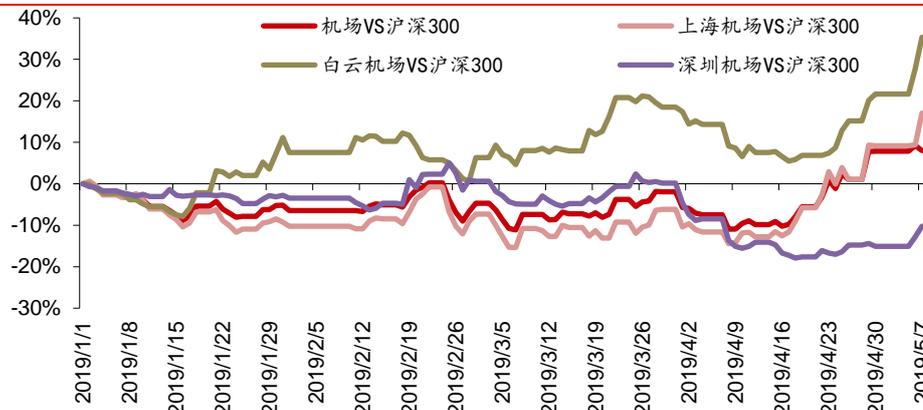
图表72: 深圳机场商业面积拆分 (2019年5月)

万平米	T3	卫星厅	合计
航站楼面积	45.0	22.0	67.0
商业面积 (总)	2.9	1.0	3.9
免税	0.2	-	0.2
普通商业面积	2.7	1.0	3.7
占比	5.9%	4.5%	5.5%

资料来源: 公司公告及调研及官网、华泰证券研究所

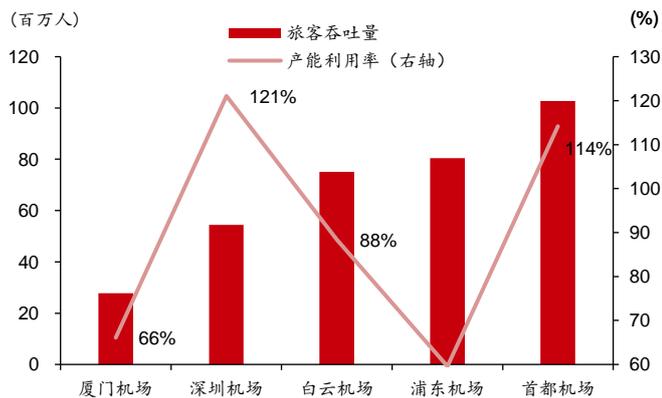
投资建议: 业绩稳健、估值合理、防御性强, 具配置价值, 首选上海机场
非航增长潜力足, 但股价反应充分, 当前估值合理; 长期看, 业绩稳健具配置价值, 首选上海机场。随着新开商业面积及旅客消费能力持续升级, 我们认为机场非航业绩有望维持较高增速, 但股价反应相对充分, 年初至今板块已上涨 39.1%, 当前估值合理。我们认为机场业绩稳健且分红率高, 防御性强, 具配置价值, 首选基本面优异的上海机场, 因: 1) 旅客消费能力升级、新开 T1 入境免税面积、卫星厅商铺下半年投产, 推高非航增长; 2) 产能相对富裕; 3) 航线结构改善, 国际及地区线占比提高。

图表73: 2019年初至今机场板块股价走势



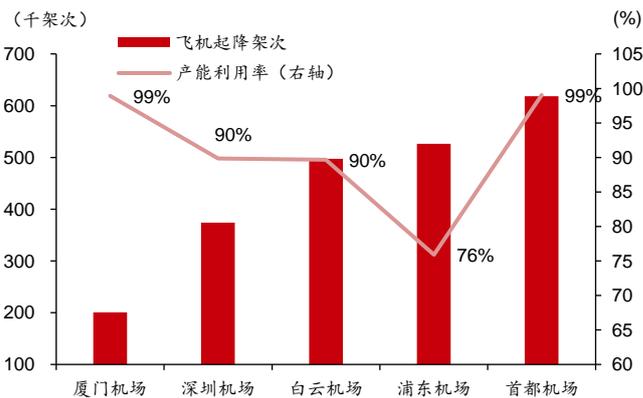
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表74: 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75: 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

图表76: 机场可比公司估值表 (2019年5月7日的收盘价)

股票名称	代码	评级	市值 (USDmn)	PE (x)			PB (x)			ROE (%)			Dividend yield(%)			EV/EBITDA (x)			年均复合增长率(%)
				18	19E	20E	18	19E	20E	18	19E	20E	18	19E	20E	18	19E	20E	
A股																			
上海机场	600009 CH	增持	20,345	32.5	24.3	22.1	4.9	4.2	3.7	15.0	17.4	16.7	0.9	1.2	1.4	20.9	15.4	13.4	20.2
白云机场	600004 CH	中性	4,888	29.3	34.2	25.9	2.1	2.0	1.9	7.2	6.0	7.4	1.1	0.9	1.2	11.5	13.8	11.5	16.1
深圳机场	000089 CH	增持	2,678	27.1	20.2	15.7	1.6	1.5	1.3	5.7	7.2	8.6	0.9	0.5	0.6	9.5	9.7	8.0	22.7
厦门空港	600897 CH	未覆盖	1,025	15.1	13.5	13.1	1.9	1.9	1.7	12.9	13.8	13.2	5.0	3.7	3.8	8.2	7.5	7.3	na
加权平均				30.8	25.2	21.8	4.0	3.5	3.1	12.7	14.4	14.3	1.1	1.2	1.3	17.8	14.3	12.4	19.0
H股																			
北京机场	694 HK	中性	3,786	9.1	12.5	15.2	1.1	1.1	1.0	12.8	8.6	6.8	4.3	3.2	2.6	5.3	6.9	7.9	5.8
美兰机场	357 HK	未覆盖	380	3.9	6.3	5.0	0.6	0.7	0.6	na	11.4	13.0	5.6	5.0	6.8	na	na	na	5.6
加权平均				8.6	11.9	14.3	1.1	1.0	1.0	11.6	8.8	7.4	4.4	3.4	3.0	4.8	6.3	7.1	5.8
国际																			
巴黎机场	ADP FP	未覆盖	20,107	31.4	30.2	27.8	3.6	3.4	3.2	11.4	11.1	12.2	1.9	2.0	2.2	12.8	13.1	12.4	16.8
泰国机场	AOT Tb	未覆盖	30,786	39.0	35.8	32.7	6.7	6.3	5.8	17.3	17.5	18.1	1.3	1.5	1.7	24.8	23.2	21.1	29.8
悉尼机场	SYD AU	未覆盖	12,035	44.9	42.4	39.1	78.2	(66.6)	(21.9)	174.2	(157.0)	(30.7)	5.0	5.1	5.3	20.8	19.9	18.8	22.4
法兰克福机场	FRA Gr	未覆盖	7,702	15.9	16.4	15.2	1.6	1.5	1.5	10.1	9.3	10.2	2.4	2.7	2.9	9.6	9.2	8.8	10.8
奥克兰机场	AIA NZ	未覆盖	6,405	35.1	34.9	33.9	2.2	1.7	1.7	6.3	4.8	4.9	2.7	2.9	3.0	23.3	21.2	20.2	20.8
苏黎世机场	FHZN SW	未覆盖	5,027	18.8	17.1	17.5	2.1	2.3	2.2	11.2	13.3	11.6	4.1	4.3	3.5	9.5	8.8	8.7	9.7
马来西亚机场	MAHB MK	未覆盖	3,039	28.0	23.5	21.0	1.4	1.4	1.4	5.1	6.0	7.3	2.7	2.5	2.9	8.5	7.9	7.5	9.4
维也纳机场	FLU AV	未覆盖	3,622	22.3	20.9	20.0	2.5	2.4	2.3	11.3	11.6	12.4	2.3	2.7	2.9	10.3	9.8	9.5	11.3
威尼斯机场	SAVE IM	未覆盖	na	na	na	na	na	na	na	19.6	20.1	na	na	na	na	na	na	na	na
加权平均				33.6	31.6	29.2	14.3	(5.6)	0.3	34.8	(10.1)	7.5	2.4	2.6	2.7	18.1	17.2	16.0	21.0

注: 未覆盖可比公司盈利预测来自彭博一致预期。

资料来源: 彭博、华泰证券研究所

铁路：改革逻辑不破，关注主题投资机会

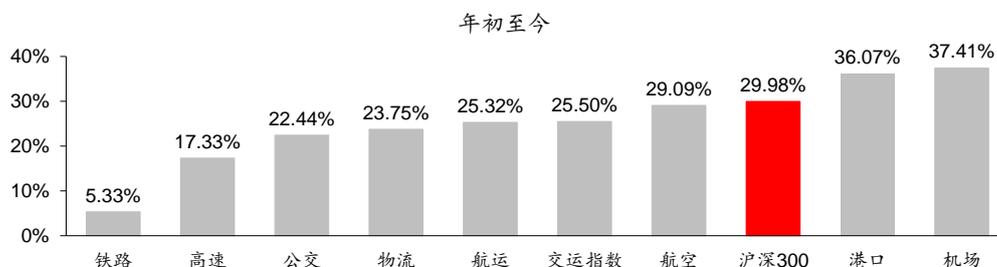
复盘：铁路跑输沪深300，高股息吸引力下降

2019年1-4月，铁路板块上涨5.33%，跑输沪深300指数，并且在交运板块垫底。其中，高股息低估值的大秦铁路上涨3.52%，含改革预期但估值较高的铁龙物流、广深铁路分别上涨8.23%、14.29%。在大盘回升期间，高股息标的吸引力下降，市场对超跌小票与主题投资的关注度更高。

1Q19，铁路板块盈利小幅下降，大秦铁路、铁龙物流、广深铁路的归母净利润同比下跌2.22%、3.61%、12.49%。受矿难事件及下游高库存的影响，大秦线1Q运量同比下降，使大秦铁路盈利下滑。铁路季度成本起伏较大，结算节奏可能与去年不同，铁龙物流与广深铁路的盈利下滑须待中报进一步验证。

铁路行业估值基本稳定。铁路板块PE(TTM)由9.9倍(2019年1月初)小幅提升至10.6倍(2019年4月末)，PB(MRQ)由1.10倍(2019年1月初)提高至1.11倍(2019年4月末)。

图表77：2019年1-4月铁路涨跌幅



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表78：铁路板块PE和PB走势

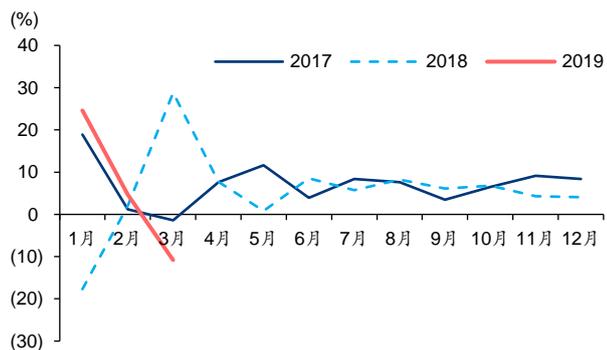


资料来源：Wind、华泰证券研究所

货运量表现不佳，铁总降费促增量

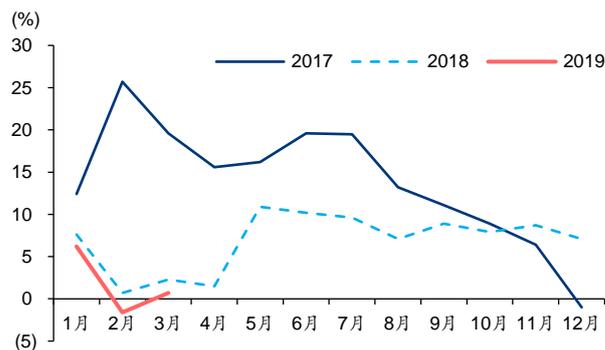
一季度铁路货运量低速增长，增速不达预期。1Q19，全国铁路货物发送量、货物周转量同比增长3.0%、1.9%。而在2018年，这两项指标的同比增速分别达到9.1%、6.9%。我们认为，铁路一季度运量不佳，主要受到煤炭矿难事件、下游高库存、电厂低日耗的综合影响。煤炭约占国铁货运量的一半(2017年)。据运输结构调整三年行动计划，2020年全国铁路货运量比2017年增加11亿吨、增长30%，2019年与2020年铁路货运量增速应在9%以上。1Q19货运量增速不达预期，铁总在2Q开启一系列货运降费措施。

图表79: 铁路旅客周转量当月同比



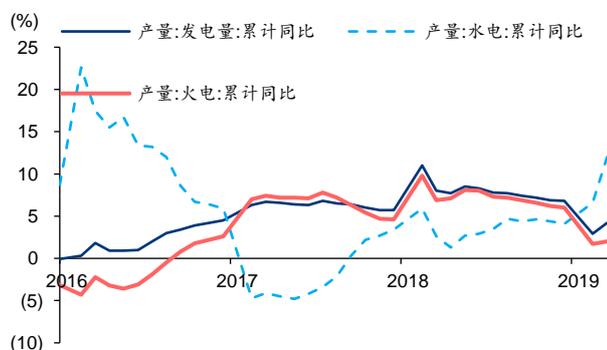
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表80: 铁路货物周转量当月同比



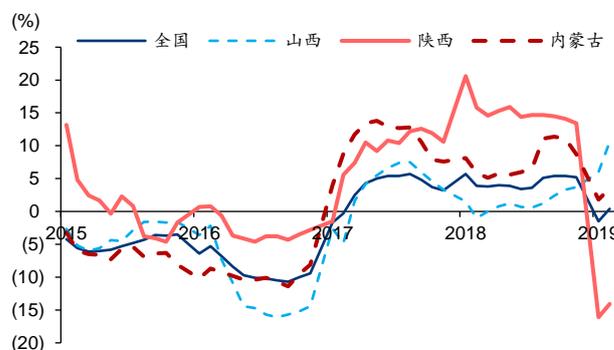
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表81: 发电量累计同比增速



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表82: 原煤产量累计同比增速



资料来源: Wind、华泰证券研究所

2019年两会提出在4月1日降低增值税率。针对铁路运输增值税税率从10%降低至9%，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；2) 降低杂费对货运企业略有负面影响。

此外，太原局、沈阳局、西安局在4月陆续推出降低货运运费措施，针对从特定站点装车、行经特定线路、到达特定站点的煤炭和矿石等货种实施运费优惠，以促进铁路上量。我们认为，三大路局运费降低可能对上市公司运输的货种产生分流影响，需要二季度数据验证。

投资建议：铁路股份制改造释放活力，关注主题投资机会

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%股权引入社会资本，上市准备工作已启动；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。关注主题投资机会，推荐弹性较大的广深铁路、铁龙物流。

图表83: 铁路可比公司表

公司名称	代码	评级	市值 (USDmn)	PE (x)			PB (x)			ROE (%)			股息率 (%)			CAGR (%)	PEG (x)
				2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018-20E	2020E
A股铁路上市公司																	
大秦铁路	601006 CH	增持	18,125	8.4	8.5	8.4	1.2	1.1	1.0	13.7	12.7	12.1	5.8	5.8	5.9	0.5	17.4
广深铁路	601333 CH	增持	3,226	29.4	15.5	20.2	0.8	0.8	0.8	2.7	5.0	3.8	1.8	3.5	2.7	20.4	1.0
铁龙物流	600125 CH	买入	1,399	18.6	16.0	13.7	1.7	1.6	1.4	9.0	9.7	10.5	1.7	1.9	2.3	16.7	0.8
Weighted avg				12.0	9.9	10.4	1.1	1.1	1.0	11.8	11.4	10.8	5.0	5.2	5.2	4.3	14.1
H股铁路上市公司																	
港铁公司	66 HK	n.a.	37,013	25.5	22.6	21.3	1.6	1.5	1.5	6.5	7.0	7.2	2.5	2.7	2.9	9.3	2.3
广深铁路	525 HK	n.a.	3,226	21.2	11.2	14.6	0.6	0.6	0.6	2.7	5.0	3.8	2.5	4.8	3.7	20.4	0.7
Weighted avg				25.1	21.7	20.8	1.5	1.5	1.4	6.2	6.8	6.9	2.5	2.9	2.9	10.2	2.2
国际铁路上市公司																	
Union Pacific	UNP US	n.a.	125,401	22.4	19.5	17.1	6.3	7.4	7.5	26.6	33.2	42.1	1.7	2.0	2.2	14.4	1.2
Canadian National Railway	CNR CN	n.a.	67,229	22.7	20.3	18.1	5.1	4.8	4.4	23.7	24.9	26.5	1.5	1.7	1.9	12.0	1.5
CSX Corp	CSX US	n.a.	64,790	20.9	18.3	16.6	5.2	5.4	5.2	23.5	27.8	30.6	1.1	1.2	1.4	12.0	1.4
Norfolk Southern	NSC US	n.a.	54,326	21.5	18.7	16.6	3.6	3.5	3.3	16.0	18.5	20.1	1.5	1.7	1.8	13.9	1.2
Central Japan Railway	9022 JT	n.a.	42,092	11.2	10.4	10.1	1.4	1.3	1.1	14.4	13.2	12.2	0.6	0.6	0.7	5.6	1.8
East Japan Railway	9020 JT	n.a.	35,255	13.6	13.3	12.8	1.4	1.3	1.2	10.8	10.0	9.7	1.4	1.5	1.6	3.3	3.8
Canadian Pacific Railway	CP CN	n.a.	31,061	20.6	18.3	16.1	6.3	5.5	4.8	31.8	31.9	31.3	0.8	0.9	1.0	13.2	1.2
West Japan Railway	9021 JT	n.a.	14,885	15.0	16.1	13.7	1.6	1.5	1.4	11.4	9.9	10.6	1.9	2.0	2.2	4.5	3.1
Kansas City Southern	KSU US	n.a.	12,509	20.8	18.2	16.1	2.6	2.5	2.3	12.7	13.6	14.4	1.2	1.2	1.3	13.8	1.2
Weighted avg				20.0	17.8	15.9	4.5	4.7	4.6	21.5	24.3	27.5	1.4	1.5	1.7	11.5	1.6

注: 未覆盖个股的预测取自 Bloomberg, 收盘价 2019/5/7

资料来源: Bloomberg、华泰证券研究所

高速公路：短期缺少催化，静待新条例出台

复盘：大市值弱于大市，小市值估值修复

2019年1-4月，高速公路板块上涨17.33%，跑输沪深300与交运指数。其中，前期超跌个股在此期间反弹幅度较高，小市值个股的整体表现好于大市值。高速公路为防御型板块，在大盘下跌期间跑赢，在大盘回升期间跑输，实属常态。

1Q19，A股高速公路的归母净利同比增长31.67%，其中扣非净利增长11.58%，非经常性收益贡献主要盈利增量。扣非净利的增长，主要源自车流量的内生增长，1Q19行业毛利润同比增长12.07%。虽然财务费用同比增长11.31%，但毛利润增长与非经常性收益足以弥补，1Q19行业营业利润同比增长29.25%。

行业估值基本稳定。高速公路板块PE（TTM）由10.6倍（2019年1月初）小幅降低至10.3倍（2019年4月末），PB（MRQ）由1.09倍（2019年1月初）小幅提升至1.17倍（2019年4月末），股息率由年初的3.49%（以2017年度分红计算）小幅降低至4月末的3.16%（以2018年度分红计算）。

图表84：高速公路与沪深300指数区间涨跌幅



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表85：A股高速公路板块扣非净利同比增速



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表86：高速公路板块 PE 和 PB 走势

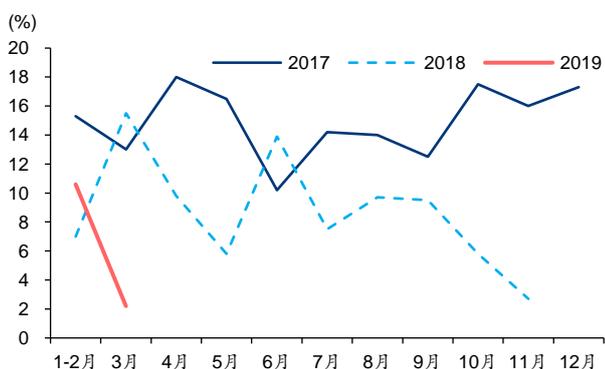


资料来源：Wind、华泰证券研究所

1Q19 客车增速微增，货车增速微降

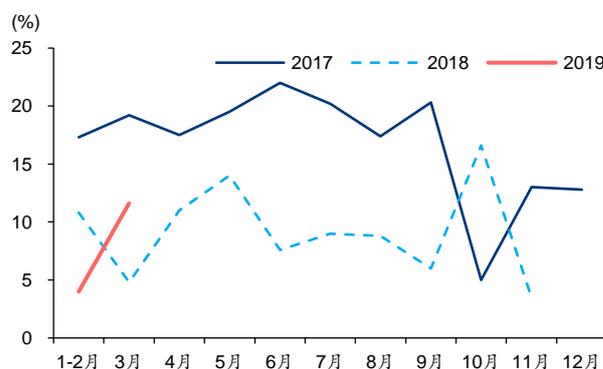
一季度，客车增速微增，中部好于东部与西部；货车增速微降，东部好于中部与西部。2019年1-3月，我国高速公路总车流量同比增长7.7%。其中，客车、货车流量同比分别增长7.9%、7.1%。分地区看，1) 东部：客车、货车流量同比分别增长6.5%、11.0%；2) 中部：客车、货车流量增长16.4%、5.3%；3) 西部：客车、货车流量增长9.1%、10.1%。相较于2018年9-11月(12月数据未公布)，1Q19客车增幅小幅提升，但货车增幅微降。2018年9-11月，我国高速公路客车、货车流量分别同比增长约6.0%、8.5%。

图表87：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88：高速公路货车流量同比增速



资料来源：Wind、华泰证券研究所

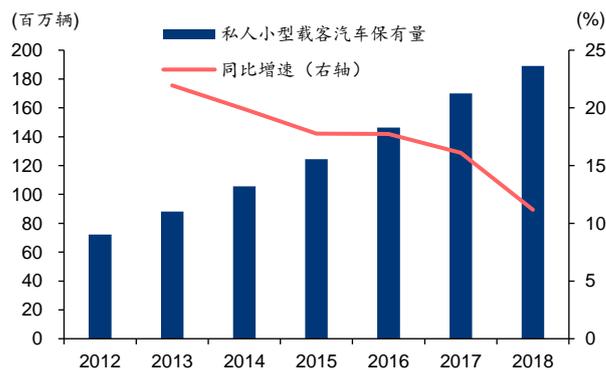
汽车销量是判断高速公路车流量的先行指标。2019年1-3月，乘用车销量同比下降13.7%，商用车销量同比增长2.5%。与2018年相比，汽车销量增速均有不同程度的降低。2018年，我国乘用车销量同比下降4.1%，商用车销量同比增长5.1%。虽然汽车销量下滑，但保有量依然在增加，只是增速在放缓。

图表89: 乘用车和商用车销量 (2016年-2019年3月)



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表90: 私家车保有量 (2012年-2018年)



资料来源: Wind、华泰证券研究所

投资建议: 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。

行业缺少短期催化, 静待新条例出台。作为防御配置, 推荐主业稳健增长、股息率较高的宁沪高速、深高速。

图表91: 高速公路可比公司表

公司名称	代码	评级	市值 (USDmn)	PE (x)			PB (x)			ROE (%)			股息率 (%)			CAGR (%)		PEG (x)
				2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018-20E	2020E	
A股高速公路上市公司																		
招商公路	001965 CH	增持	7,395	12.8	12.0	10.9	1.1	1.0	1.0	8.6	8.5	8.9	3.1	3.3	3.7	8.6	1.3	
宁沪高速	600377 CH	增持	7,322	11.4	12.1	10.8	1.9	1.8	1.7	16.7	14.7	15.3	4.6	4.8	5.0	2.9	3.8	
山东高速	600350 CH	n.a.	3,391	7.8	8.9	12.4	0.8	0.8	0.8	7.5	7.5	6.2	4.6	3.6	2.9	-20.7	-0.6	
粤高速A	000429 CH	增持	2,485	10.5	12.2	11.1	1.8	1.8	1.7	17.5	14.6	15.2	6.7	5.7	6.3	-2.7	-4.1	
深高速	600548 CH	增持	3,013	6.3	10.1	9.1	1.3	1.2	1.1	19.8	11.9	12.3	7.1	4.4	4.9	-16.8	-0.5	
皖通高速	600012 CH	增持	1,418	9.3	9.1	8.5	1.0	0.9	0.9	11.2	10.4	10.4	4.0	4.1	4.3	4.6	1.9	
四川成渝	601107 CH	n.a.	1,581	14.5	12.6	12.2	0.9	0.8	0.8	6.0	6.2	6.1	2.5	2.7	2.7	9.0	1.4	
福建高速	600033 CH	增持	1,330	12.3	11.3	10.4	1.0	1.0	0.9	8.1	8.4	8.7	4.6	5.0	5.4	8.6	1.2	
Weighted avg				10.8	11.3	10.8	1.3	1.3	1.2	12.6	10.9	11.1	4.5	4.2	4.4	-0.4	1.1	
H股高速公路上市公司																		
宁沪高速	177 HK	n.a.	7,322	10.9	11.6	10.3	1.8	1.7	1.6	15.4	14.7	15.3	4.9	5.1	5.3	2.9	3.6	
浙江沪杭甬	576 HK	n.a.	4,798	10.4	8.8	8.2	1.4	1.3	1.2	13.6	15.5	15.2	5.1	5.4	5.8	12.5	0.7	
深高速	548 HK	n.a.	3,013	5.1	8.2	7.4	1.0	1.0	0.9	19.8	11.9	12.3	8.8	5.5	6.1	-16.8	-0.4	
皖通高速	995 HK	n.a.	1,418	6.7	6.9	6.8	0.8	0.7	0.7	11.2	10.4	9.9	5.5	5.2	5.3	-0.5	-13.1	
合和公路基建	737 HK	n.a.	1,575	16.1	14.9	13.5	2.1	2.2	2.3	12.3	14.9	16.6	2.8	6.7	7.1	9.4	1.4	
四川成渝	107 HK	n.a.	1,581	7.9	6.9	6.7	0.5	0.4	0.4	6.0	6.2	6.1	4.5	5.0	5.0	9.0	0.7	
越秀交通基建	1052 HK	n.a.	1,369	8.7	8.3	7.9	0.9	0.8	0.7	10.7	10.0	10.1	6.2	6.4	6.7	5.0	1.6	
Weighted avg				9.7	9.8	9.0	1.4	1.3	1.2	14.1	13.3	13.5	5.4	5.4	5.7	3.1	0.7	
国际高速公路上市公司																		
ATLANTIA SPA	ATL IM	n.a.	21,934	23.1	12.7	12.1	2.3	1.8	1.7	14.9	15.9	16.1	3.8	5.1	5.7	38.2	0.3	
CCR	CCRO3 BZ	n.a.	6,254	31.7	13.0	11.2	3.0	2.7	2.7	9.6	20.3	22.4	4.9	5.9	8.6	68.3	0.2	
JASA MARGA (PERSERO) TBK PT	JSMR IJ	n.a.	2,896	26.0	20.3	18.6	2.4	2.1	2.0	13.8	10.4	10.5	1.3	1.0	1.1	18.3	1.0	
SIAS SPA	SIS IM	n.a.	3,789	12.7	12.1	11.3	1.5	1.4	1.3	11.8	11.2	12.0	4.7	4.1	4.6	6.0	1.9	
AUTOSTRADA TO-MI	AT IM	n.a.	2,501	12.1	10.4	9.5	1.5	1.9	1.8	12.7	9.3	8.2	2.9	3.1	3.1	12.7	0.7	
Eiffage	FGR FP	n.a.	9,912	13.9	12.5	11.5	1.8	1.7	1.5	14.5	14.1	14.0	2.5	3.0	3.3	10.1	1.1	
Vinci	DG FP	n.a.	58,594	16.4	15.0	13.8	2.5	2.4	2.2	15.9	16.2	16.1	3.1	3.3	3.7	9.2	1.5	
Weighted avg				18.5	14.1	13.0	2.4	2.2	2.0	14.9	15.7	15.8	3.3	3.8	4.3	19.0	1.1	

注: 未覆盖个股的预测取自 Bloomberg, 收盘价 2019/5/7

资料来源: Bloomberg、华泰证券研究所

港口：降费让利，吞吐量增速放缓；受益功能升级

受宏观经济增速放缓和基础设施降费让利的政策导向，我们认为2019年港口行业盈利承压。长期来看，区域经济规划、自贸区、“一带一路”、港口整合等为港口转型升级带来政策暖风，利好港口的长期发展。

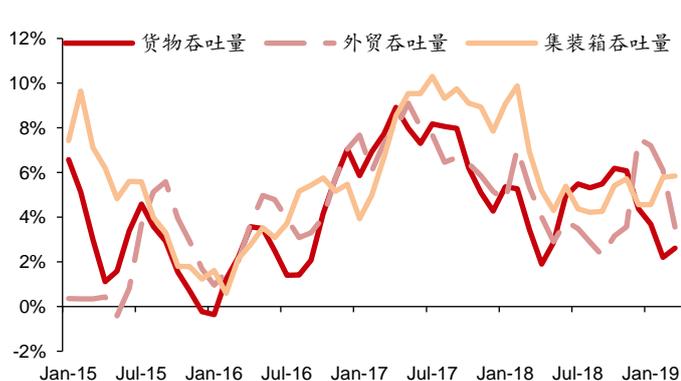
降费提效，让利下游

政策压制传统港口业务模式盈利空间。2019年《政府工作报告》重申“降低制度性交易成本”，我们预计将会有更多港口被加入到降费提效的名单中。新修订的《港口收费计费办法》自2019年4月1日正式实行，其中下调4项港口经营服务型收费标准，让利航运和外贸企业，港口装卸业务收入承受压力。

受宏观经济影响，吞吐量增速放缓

根据交通运输部数据，2019年1季度全国主要港口完成货物吞吐量31.5亿吨，同比增长4%，其中完成集装箱吞吐量6,033万标箱，同比增长6%，增速有所放缓。我们预计全球经济内生增长动力不足，存在经济增速放缓压力，集装箱港口吞吐量将受负面影响。

图表92：全国主要港口吞吐量增速



资料来源：中国交通运输部，华泰证券研究所

图表93：中国进出口金额及增速

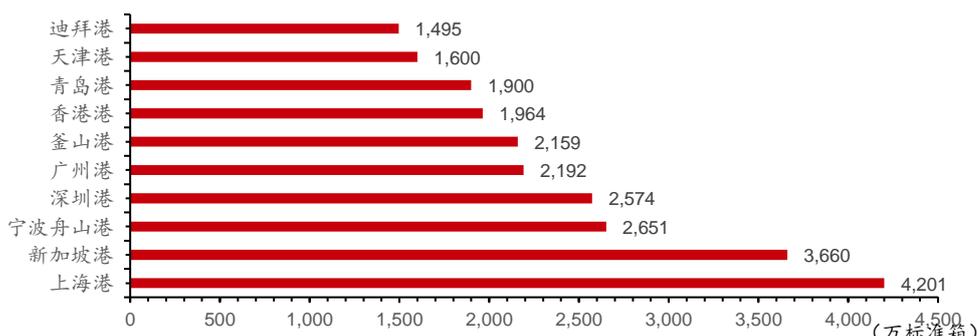


资料来源：海关总署，Wind，华泰证券研究所

中国港口吞吐量稳居世界宝座

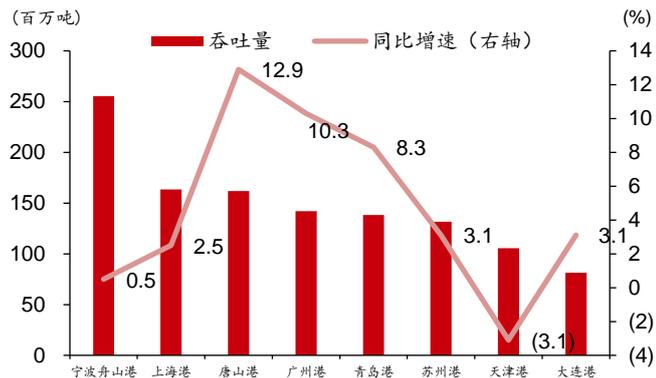
2018年，中国有7家港口位列全球前十大集装箱港口。2018年全年，全国主要港口共计完成集装箱吞吐量2.5亿标准箱，同比增长5.3%。中国沿海港口形成五大港口群格局，中国前八大集装箱港口中，上海港、宁波舟山港位于长三角港口群；深圳港、广州港位于珠三角港口群；青岛港、天津港和大连港位于环渤海港口群；厦门港位于东南港口群。其中，上海港已连续九年稳居世界第一大集装箱港。

图表94：全球前十大集装箱港口吞吐量（2018）



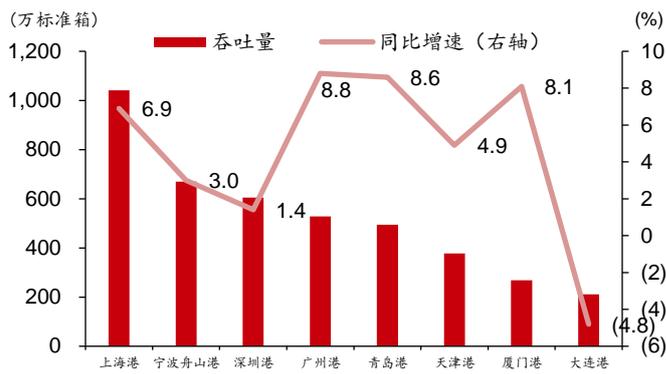
资料来源：Clarksons，华泰证券研究所

图表95：全国前八大货物港口吞吐量及增速（1Q19）



资料来源：中国交通运输部，华泰证券研究所

图表96：全国前八大集装箱港口吞吐量及增速（1Q19）



资料来源：交通运输部，华泰证券研究所

港口升级，一流港口进军综合枢纽港

传统港口业务模式单一，需求受宏观经济周期波动，政策压制盈利空间。集装箱港盈利能力强于干散货港。集装箱运输货物价值高、时效紧、具有规模效应，相邻港口间竞争激烈。

集装箱港口多以外贸型经济为主，腹地经济发展水平与吞吐量规模相关性高。我国沿海港口为腹地发展临港产业提供了优质的基础设施，腹地经济结构升级将反哺港口产业升级，因此我国港口产业发展的关键在于“制度升级”。

随着区域经济规划的密集出台，综合性大型枢纽港口有望加速建设。未来，港口企业除了完成传统装卸业务外，纵向上可发展以港口为中心，提供多方位的物流增值服务，打造物流中心区并形成现代物流运输组织方式，带动相关产业的发展；横向上可发展投资业务，多业务协同发展，提高抗风险能力。

投资建议：上港集团（“买入”评级，目标价 9.97-10.41 元）

1) 全球第一大集装箱港，有望率先建成自贸港；2) 货源结构优化，主动缩减低毛利率的煤炭接卸业务；3) 投资业务利润稳定，静待科创基金开花。

1Q19 公司完成集装箱吞吐量 1,041 万标准箱（约占全国主要港口总吞吐量的 1/6），同比增长 6.9%；货物吞吐量 1.32 亿吨，同比增长 2%。公司已连续九年位列全球第一大集装箱港，2018 年上海港集装箱吞吐量遥遥领先排名第二的新加坡港吞吐量约 15%。受益自贸区的进一步开放和建设，上海港有望吸引更多国际中转货源，集装箱吞吐量有望进一步提升。公司以 10 亿认缴上海科创中心一期股权投资基金合伙企业 15.3% 股权，2019 年科创板即将正式挂牌，公司创投项目有望获得丰厚回报。我们预计公司 2019 年净利润同比增长 11%。

图97: 港口: 可比公司估值表

公司名称	股票代码	评级	市值 (USD mn)	PE(X)			PB(X)			ROE(%)			Dividend yield(%)		
				2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
A股															
上港集团	600018 SH	买入	25,113	16.5	14.9	13.4	2.2	2.0	1.7	13.6	13.1	12.9	2.4	2.8	3.3
天津港	600717 SH	增持	1,916	21.6	20.2	18.5	0.8	0.8	0.8	3.8	3.9	4.1	0.0	0.0	0.0
宁波港	601018 SH	NR	8,744	23.6	19.5	17.9	1.5	1.5	1.4	7.7	7.6	7.8	2.1	1.8	2.0
广州港	601228 SH	NR	3,937	43.0	na	na	2.1	na	na	5.8	0.0	0.0	0.8	0.0	0.0
唐山港	601000 SH	NR	2,514	10.6	10.1	9.6	1.1	1.0	0.9	10.6	10.3	10.0	2.4	2.4	2.8
招商港口	001872 SZ	NR	4,377	57.4	na	na	1.0	na	na	6.1	0.0	0.0	0.7	0.0	0.0
秦港股份	601326 SH	NR	2,957	25.6	20.1	15.1	1.4	1.3	1.2	5.9	7.0	8.9	2.2	2.0	2.5
港股															
招商局港口	144 HK	NR	6,534	10.7	7.5	9.3	0.7	0.6	0.6	6.4	8.3	6.7	6.2	5.7	4.7
中远海运港口	1199 HK	NR	2,987	9.1	8.8	8.0	0.6	0.5	0.5	6.2	6.4	6.7	4.4	4.2	4.7
海外															
和记港口	HPHT SP	NR	2,004	26.5	26.5	25.1	0.6	0.5	0.5	1.8	2.1	2.2	9.4	8.4	8.5
迪拜环球港务集团	DPW DU	NR	15,903	12.4	12.4	11.6	1.4	1.3	1.2	11.6	11.1	10.8	2.2	2.4	3.4
国际集装箱码头服务	ICT PM	NR	5,292	32.2	24.6	19.8	2.6	3.5	3.2	8.8	19.2	20.3	1.9	2.5	2.7
西港控股	WPRTS MK	NR	3,064	23.6	20.6	19.0	5.3	4.9	4.3	22.7	24.3	25.0	3.1	3.5	3.9
西岸码头投资	WTE CN	NR	1,069	11.5	11.1	8.8	2.2	2.0	1.8	19.7	16.7	15.0	3.1	3.1	5.8
阿达尼港口	ADSEZ IN	NR	11,353	20.9	20.3	17.2	3.8	3.3	2.8	19.7	17.1	17.4	0.5	0.7	0.8

资料来源: NR=未覆盖, H股及海外采用彭博一致预期, A股未覆盖公司采用万得一致预期, 华泰证券研究所, 收盘价 2019.5.7

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

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