

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

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

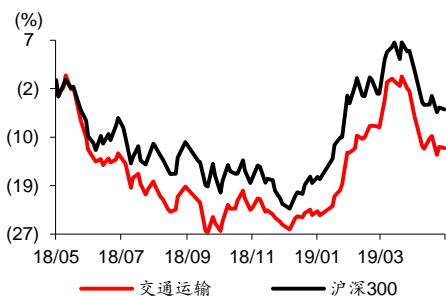
相关研究

1《交通运输: 行业周报(第二十一周)》
2019.05

2《交通运输: 行业周报(第二十周)》2019.05

3《交通运输: 4月PLF同比下降, 5月有望改善》2019.05

一年内行业走势图



资料来源: Wind

4月整体产量增速放缓

交通运输4月数据点评

4月, 交运行业整体产量增速放缓, 其中快递物流环比改善

4月, 节假日错期效应显著。去年五一假期自4月29日开始, 今年自5月1日开始。小长假客流高峰错期, 使4月客运基数较高。受此影响, 航空、机场、公路、铁路的4月客运增速放缓; 因货运基数较低, 公路和铁路的4月货运增速较高。港口和航运受假期影响较小, 其增速更多反映经济情况、运输供需。生产物流和快递增速环比改善, 主要受益于电商渗透率提升、竞争格局改善。建议关注航空、油运旺季投资机会。

航空机场: 4月产量同比增速全面收窄, 5月或有望改善

今年4月航空机场产量同比增速全面收窄, 主因: 1) 去年4月高基数; 2) 首都机场跑道及周边维护影响当月产能; 3) 雷暴等极端天气影响较甚; 4) “五一”小长假的调整令部分需求延迟至5月体现。六家A股上市航空公司4月的供给/需求同比仅各增7.6%/6.0%, 较去年同期大幅放缓7.1/10.3个百分点, 总客座率同比下挫1.3个百分点。五家上市机场总起降架次、旅客吞吐量增速同比则各下滑2.2%/1.5%。鉴于部分需求延迟至5月体现, 我们认为5月行业数据或有望同比改善。

港口&航运: 港口吞吐量增速放缓; 油运&集运环比下降、干散环比改善

4月水运货物吞吐量总体平稳, 但外贸数据相对疲软: 1) 港口: 4月全国主要港口货物、外贸货物和集装箱吞吐量同比增速分别为4.7%/1.1%/5.9%, 其中外贸数据不佳, 环比下降3.1%。2) 油运: 受淡季和伊朗局势影响, VLCC(TD3C)运费环比下滑69.3%, 但同比上涨57.7%, 行业景气程度向好。3) 集运: 受海外经济疲软和贸易摩擦负面影响, 2019年1季度, 全球集装箱吞吐量同比增长0.48%, 需求低迷; SCFI指数环比下跌2.4%。4) 干散: 运费修复, BDI指数环比上涨30.1%, 但同比下跌30.6%, 板块短期承压。

快递物流: 生产物流和快递增速环比改善

受节后开工影响, 3-4月生产物流环比改善: 1) 1-3月, 中国社会物流总额增速较1-2月提高1pp; 2) 4月, 中国物流业景气度指数和仓储指数分别为53.5和54.3, 均处于扩张区间; 3) 公路物流运价指数环比改善, 同比略有下滑。消费增速下行, 但网购拉动快递增速反弹: 1) 4月, 社零增速环比放缓1.5pp至7.2%, 但网购增速和快递增速环比分别提升2.3pp和8.7pp; 2) 一线快递服务品质优于二三线快递, 行业集中度整体提升, 1-4月快递服务品牌集中度指数CR8同比提升0.4, 环比轻微下降0.2。

公路铁路: 节假日错期影响基数, 公路铁路的客运增速较低

在五一假期期间, 高速公路对7座及以下载客车辆免收通行费, 客车流量较大; 因道路通行能力饱和、员工放假, 假期货车流量较小。铁路与高速公路相似, 因节假日为客运高峰, 客车调度优先级高于货车, 使4月客运基数较高、货运基数较低。建议综合4-5月数据进一步观察。

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)			
				2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E
601111	中国国航	8.52	买入	0.54	0.88	1.27	1.68	15.78	9.68	6.71	5.07
600029	南方航空	7.29	买入	0.24	0.75	1.10	1.62	30.38	9.72	6.63	4.50
601872	招商轮船	3.97	买入	0.19	0.28	0.45	0.58	20.89	14.18	8.82	6.84
600026	中远海能	6.18	买入	0.03	0.47	0.71	0.70	206.00	13.15	8.70	8.83
603871	嘉友国际	42.40	买入	2.41	3.12	3.99	4.99	17.59	13.59	10.63	8.50

资料来源: 华泰证券研究所

正文目录

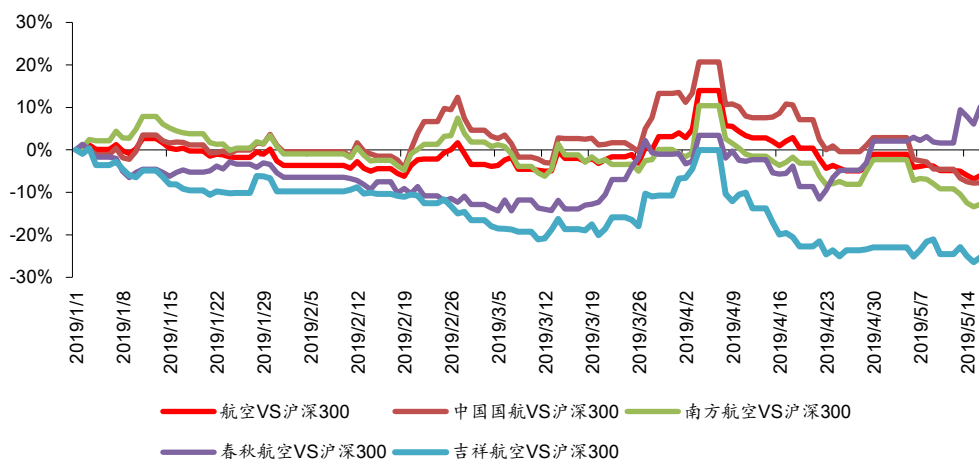
航空&机场	3
航空	3
机场	6
港口&航运	12
港口	12
油运	12
集运	14
干散货运输	15
快递&物流	17
生产物流	17
消费物流：快递	18
公路&铁路	21
公路	21
铁路	22
风险提示	24

航空&机场

航空

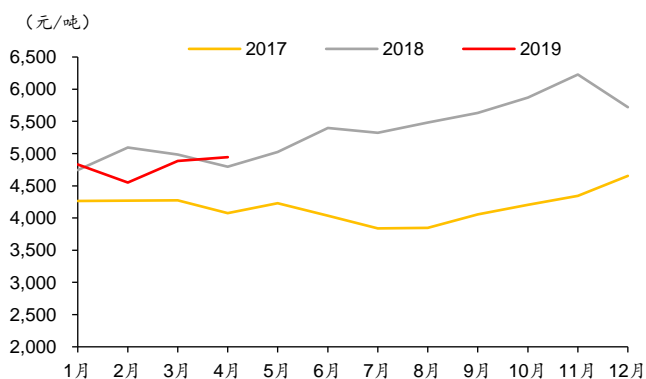
年初至今股价先起后落，当前股价跌至低位，估值具有一定吸引力。受益市场情绪好转，民航发展基金征收减半、波音 737Max 停飞时长超预期等多重利好因素推动，航空板块年初至 4 月 5 日估值上移至高点，板块上涨 49%。此后，因一季度业绩略不及预期，叠加油价上涨，近期中美贸易摩擦升温，人民币快速贬值（4 月末至 5 月 27 日，人民币兑美元汇率已贬值 2.4%至 6.8924），此外 4 月国内经济数据表现较弱，市场情绪回落，股价回调 24%，当前估值具有一定吸引力。

图表1： 2019 年初至今航空板块股价走势



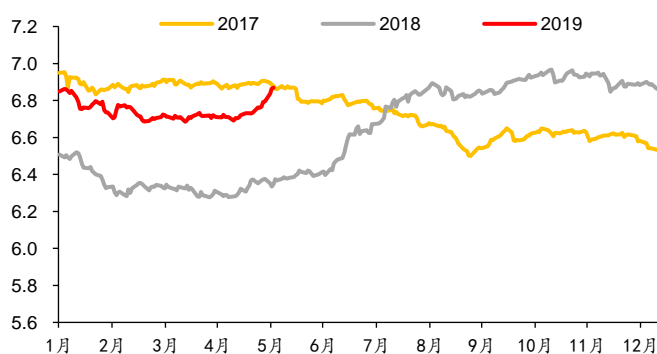
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表2： 中国航空煤油出厂价（含税）



资料来源：Wind、华泰证券研究所

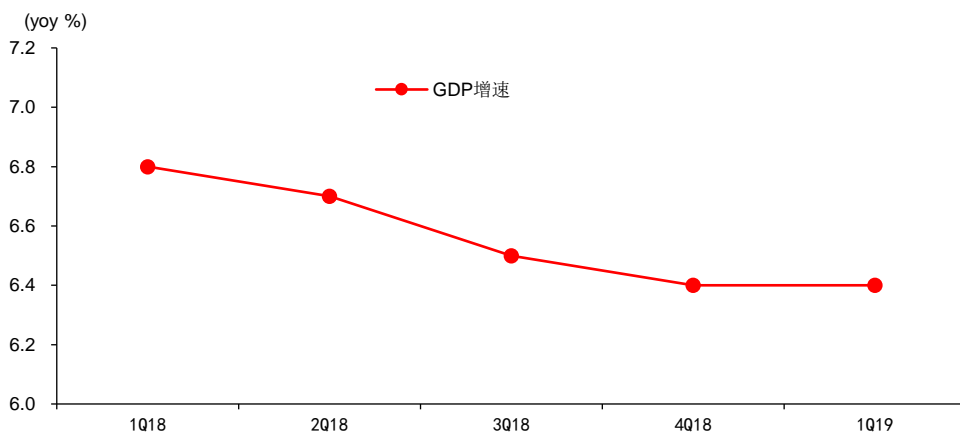
图表3： 美元兑人民币中间价



资料来源：Wind、华泰证券研究所

4 月经济数据弱于上月，一季度 GDP 增速+6.4%持平去年四季度。4 月经济数据整体弱于 3 月，包括 PMI、固定资产投资、消费、工业生产在内的经济数据呈现了一定程度的回调。政府工作报告将今年经济增长目标下调至 6.0%-6.5%。华泰宏观团队预计 Q2-Q4 经济增速持平为+6.3%。

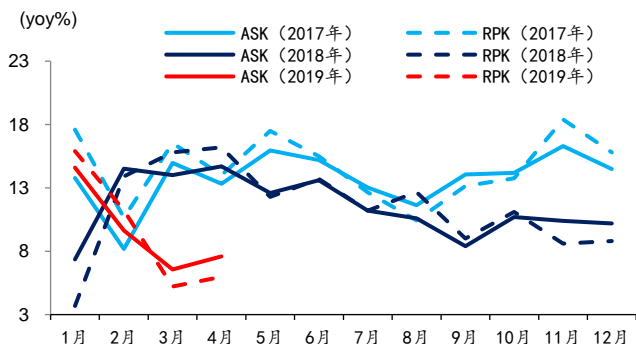
图表4： 2018年一季度至2019年一季度GDP增速



资料来源：国家统计局、华泰证券研究所

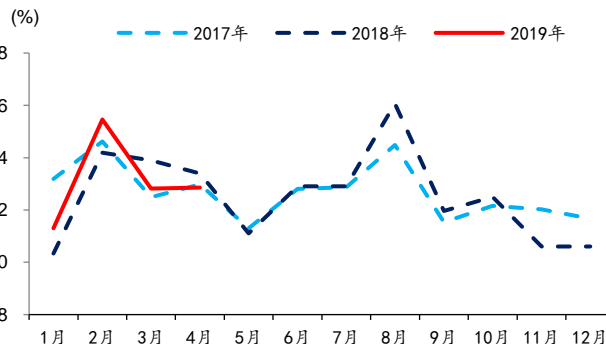
4月供给需求增速全面放缓，客座率同比下降1.3个百分点。4月，六家A股上市航空公司的供给/需求同比各增长7.6%/6.0%，较去年同期大幅放缓7.1/10.3个百分点，总客座率同比下挫1.3个百分点，国内、国际同比各下降1.6/0.5个百分点。我们分析原因主要有：1) 去年4月供给增速基数较高，同比增14.7%，为全年单月最高增速；2) 首都机场受跑道周边维护影响，4月产量同比削减；3) 受极端天气影响，广深机场4月产量增速明显放缓；4) “五一”小长假的调整，部分需求延迟至5月，我们认为5月行业客座率或有望改善。

图表5： 上市公司月供给、需求增幅变化图（2017-2019年4月）



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

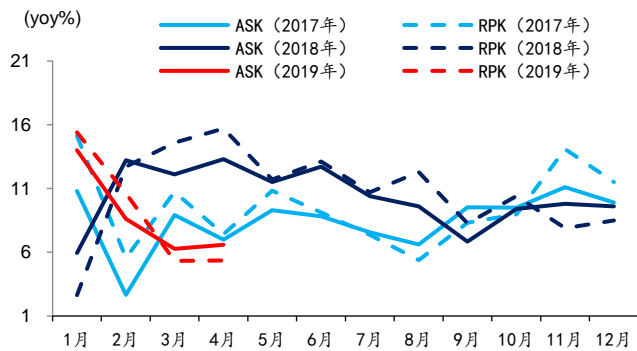
图表6： 上市公司客座率变化图（2017-2019年4月）



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

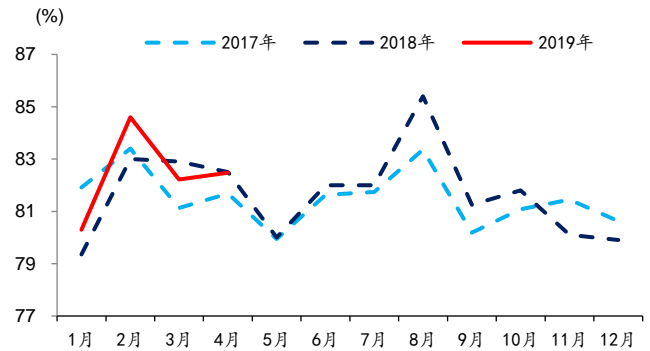
4月，三大航国内线供给明显放缓，中国国航受首都机场跑道维修影响较甚；国际线运力增速相对稳定，客座率稳中略降0.2个百分点。今年4月，三大航国内供给、需求增速显著放缓，同比仅各增4.4%/2.7%，增速较去年同期各收窄7.1/11.0个百分点，相较于1Q19增速也各收窄5.3/6.9个百分点，客座率同比下滑1.3个百分点，带动总客座率同比下滑1.0个百分点至82.5%。国内需求增速放缓明显，我们分析一定程度或受整体经济增速放缓的影响。其中中国国航受首都机场跑道维修影响较甚（其4月起降架次和旅客吞吐量同比各下滑8.3%/5.9%，据CAPA统计首都机场航班量约占国航总航班量的15%），国内线供给同比仅增0.8%，需求同比下降0.1%，客座率同比下滑0.7个百分点。国际线运力增速相对稳定，供给同比增10.1%，尽管增速较去年同期仍缩窄6.9个百分点，但较1Q19则略加快了0.7个百分点；需求同比增9.9%，客座率同比略降0.2个百分点。

图表7: 三大航月供给、需求增幅变化图 (2017-2019年4月)



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表8: 三大航月客座率变化图 (2017-2019年4月)



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表9: 2019年4月运营数据

(百万)	中国国航			南方航空			吉祥航空			春秋航空			三大航合计			上市航合计		
	2019年4月	2018年4月	变化(%)	2019年4月	2018年4月	变化(%)	2019年4月	2018年4月	变化(%)	2019年4月	2018年4月	变化(%)	2019年4月	2018年4月	变化(%)	2019年4月	2018年4月	变化(%)
客运																		
可用座位公里	23,744	22,635	4.90	27,101	25,098	7.98	3,380	2,949	14.63	3,461	3,208	7.89	72,124	67,664	6.6	93,773	87,150	7.6
收入客公里	19,225	18,450	4.20	22,490	21,159	6.29	2,878	2,541	13.23	3,163	2,871	10.15	59,486	56,465	5.4	77,697	73,318	6.0
客座率 (%)	81.0	81.5	-0.5pp	83.0	84.3	-1.3pp	85.1	86.2	-1.1pp	91.4	89.5	1.9pp	82.5	83.4	-1.0pp	82.9	84.1	-1.3pp
国内																		
可用座位公里	13,281	13,175	0.80	18,262	17,343	5.30	2,859	2,444	17.00	2,311	2,082	11.01	44,963	43,076	4.4	60,840	57,538	5.7
收入客公里	10,961	10,972	-0.10	15,142	14,665	3.25	2,441	2,132	14.48	2,121	1,911	11.01	37,490	36,498	2.7	51,378	49,488	3.8
客座率 (%)	82.5	83.3	-0.7pp	82.9	84.6	-1.6pp	85.4	87.3	-1.9pp	91.8	91.8	0.0pp	83.4	84.7	-1.3pp	84.4	86.0	-1.6pp
国际																		
可用座位公里	9,489	8,666	9.50	8,449	7,400	14.17	460	463	-0.60	1,029	1,026	0.31	25,219	22,903	10.1	30,744	27,736	10.8
收入客公里	7,473	6,806	9.80	7,042	6,214	13.33	385	373	3.23	931	872	6.66	20,425	18,592	9.9	24,534	22,269	10.2
客座率 (%)	78.8	78.5	0.2pp	83.4	84.0	-0.6pp	83.7	80.6	3.1pp	90.4	85.1	5.4pp	81.0	81.2	-0.2pp	79.8	80.3	-0.5pp
地区																		
可用座位公里	974	803	21.30	390	356	9.72	61	42	45.01	122	101	20.51	1,942	1,685	15.2	2,190	1,885	16.2
收入客公里	791	657	20.40	306	281	8.86	51	36	42.98	111	88	26.25	1,571	1,375	14.2	1,785	1,544	15.6
客座率 (%)	81.2	81.8	-0.6pp	78.3	78.9	-0.6pp	84.1	85.3	-1.2pp	91.6	87.5	4.2pp	80.9	81.6	-0.7pp	81.5	81.9	-0.4pp
货运																		
货运载运吨公里	415	422	-1.60	2,621	2,510	4.41	17	12	40.53	9	8	4.01	1,269	1,276	-0.5	2,522	2,453	2.8

资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

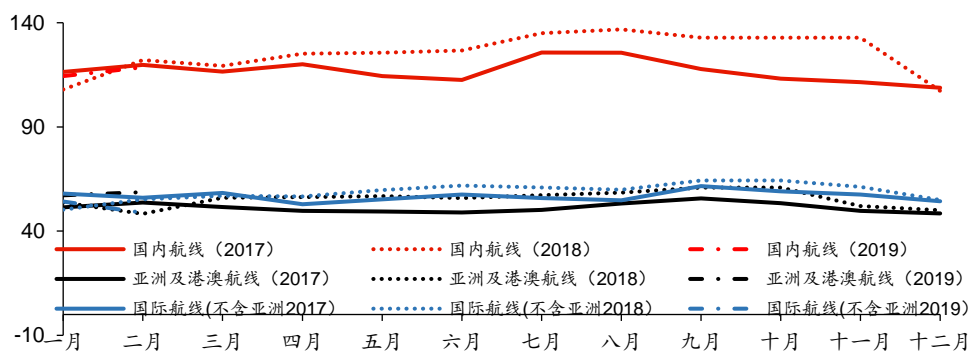
吉祥春秋国际线客座率大幅改善。吉祥航空4月国内供给同比增17.0%，需求略放缓（同比增14.5%），客座率同比下滑1.9个百分点；国际因泰国线运力调减，供给同比削减0.6%，需求同比增长3.2%，客座率同比大幅改善3.1个百分点，总客座率同比下滑1.1个百分点。春秋航空4月份供给较1Q19（同比增9.0%）略有放缓，同比增7.9%，主要因国际线运力收紧，同比仅增0.3%，国内线同比仍增11.0%；国际、国内线需求同比各增6.7%/11.0%，国际线客座率同比大幅改善5.4个百分点，带动总客座率同比改善1.9个百分点，一枝独秀。

图表10: 2019年1-4月累计运营数据

(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		
	2019.1-4	2018.1-4	变化(%)	2019.1-4	2018.1-4	变化(%)	2019.1-4	2018.1-4	变化(%)	2019.1-4	2018.1-4	变化(%)	2019.1-4	2018.1-4	变化(%)	2019.1-4	2018.1-4	变化(%)
客运																		
可用座位公里	94,063	88,571	6.20	110,614	100,166	10.43	13,355	11,658	14.56	13,618	12,523	8.74	291,765	268,045	8.85	377,907	345,035	9.53
收入客公里	76,493	71,959	6.30	91,705	83,021	10.46	11,378	9,990	13.89	12,525	11,178	12.05	240,313	220,351	9.06	313,916	286,940	9.40
客座率 (%)	81.3	81.2	0.1pp	82.9	82.9	0.0pp	85.2	85.7	-0.5pp	92.0	89.3	2.7pp	82.4	82.2	0.2pp	83.1	83.2	-0.1pp
国内																		
可用座位公里	54,644	52,593	3.90	75,439	69,147	9.10	11,057	9,647	14.62	8,890	8,254	7.71	185,646	171,350	8.34	249,905	229,993	8.66
收入客公里	45,061	43,706	3.10	62,349	57,412	8.60	9,482	8,313	14.06	8,219	7,521	9.28	153,854	142,622	7.87	210,788	194,855	8.18
客座率 (%)	82.5	83.1	-0.6pp	82.6	83.0	-0.4pp	85.7	86.2	-0.4pp	92.5	91.1	1.3pp	82.9	83.2	-0.4pp	84.3	84.7	-0.4pp
国际																		
可用座位公里	35,713	32,764	9.00	33,640	29,623	13.56	2,062	1,827	12.89	4,241	3,885	9.16	98,648	90,003	9.60	119,576	107,585	11.15
收入客公里	28,403	25,658	10.70	28,178	24,563	14.72	1,702	1,525	11.60	3,859	3,328	15.95	80,422	72,427	11.04	96,262	86,116	11.78
客座率 (%)	79.5	78.3	1.2pp	83.8	82.9	0.8pp	82.5	83.5	-1.0pp	91.0	85.7	5.3pp	81.5	80.5	1.1pp	80.5	80.0	0.5pp
地区																		
可用座位公里	3,706	3,250	14.00	1,535	1,398	9.84	236	184	28.36	487	385	26.46	7,470	6,692	11.63	8,425	7,491	12.47
收入客公里	3,028	2,584	17.20	1,178	1,045	12.73	195	153	27.41	447	329	35.94	6,036	5,302	13.86	6,865	5,953	15.32
客座率 (%)	81.7	79.5	2.2pp	76.7	74.8	2.0pp	82.6	83.3	-0.6pp	91.9	85.5	6.4pp	80.8	79.2	1.6pp	81.5	79.5	2.0pp
货运																		
货运载运吨公里	1,513	1,534	-1.40	10,356	9,590	7.98	59	45	30.74	33	30	11.83	4,667	4,661	0.13	9,691	9,237	4.92

资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表11: 航空票价指数变化

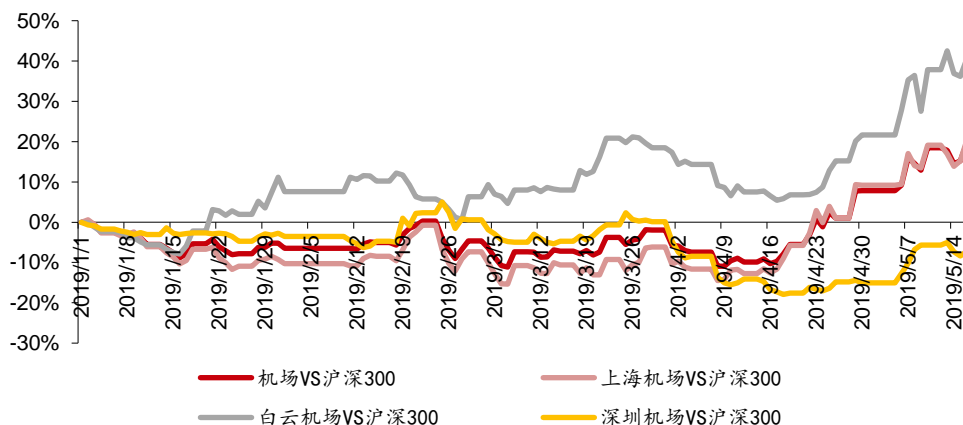


资料来源: Wind、华泰证券研究所

机场

机场板块受益业绩稳健, 防御性强; 且非航业绩增速亮眼, 基础设施板块兼具消费属性, 股价表现相对稳健, 年初至今板块已上涨 34%, 当前估值合理。

图表12: 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

4月五家上市机场总产量增速下滑。4月，正好是冬航季过渡至夏航季的衔接月份，时刻资源尚未全面释放，航司航班量增速放缓；叠加广深地区雷暴等极端天气、首都机场跑道维修等影响，上市机场产量同比增速全面收窄，部分机场产量同比下降，五家上市机场总起降架次、旅客吞吐量同比各下滑2.2%/1.5%。

图表13：机场上市公司2019年4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)		
	2019年4月	同比增幅	增幅变化	2019年4月	同比增幅	增幅变化	2019年4月	同比增幅	增幅变化
上海机场	6,347	-0.4%	-4.0pp	42	-0.2%	-11.8pp	294	-9.7%	-12.8pp
白云机场	5,814	0.2%	-9.7pp	39	0.8%	-2.3pp	159	1.7%	-2.9pp
深圳机场	4,164	1.9%	-8.6pp	29	0.0%	-5.6pp	102	2.6%	-3.2pp
首都机场	7,994	-5.9%	-23.8pp	46	-8.3%	-26.8pp	-	-	-
厦门空港	2,249	1%	-8.0pp	16	0.5%	-2.5pp	28	-6.1%	-10.0pp

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

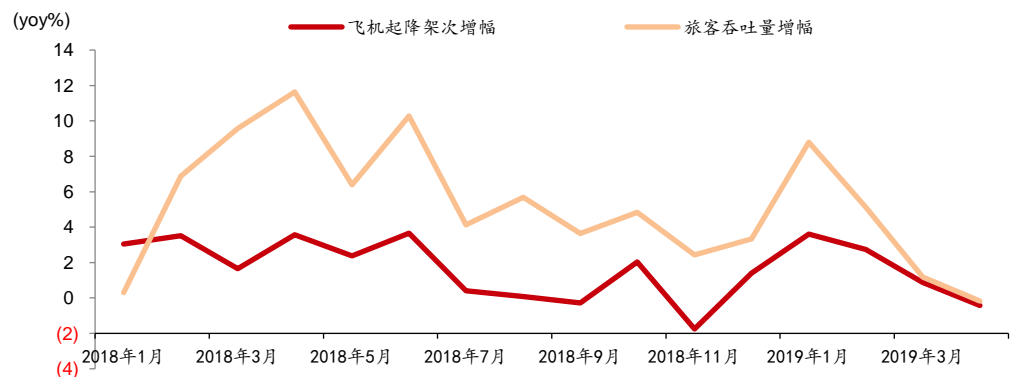
图表14：机场上市公司2019年1-4月累计生产数据对比

	旅客吞吐量 (千人)			飞机起降架次 (千次)			货邮吞吐量 (千吨)		
	2019.1-4	同比增速	增幅变化	2019.1-4	同比增速	增幅变化	2019.1-4	同比增速	增幅变化
上海机场	25,173	3.6%	-3.5pp	169	1.7%	-1.2pp	1,099	-9.2%	-12.4pp
白云机场	23,961	3.7%	-3.6pp	160	2.3%	-0.9pp	589	1.8%	-6.4pp
深圳机场	17,361	6.4%	-4.1pp	121	3.5%	-2.4pp	374	0.2%	-5.6pp
首都机场	32,912	-0.3%	-6.3pp	196	-2.9%	-7.0pp	-	-	-
厦门空港	9,066	4.7%	-1.0pp	64	0.8%	-2.4pp	103	-7.4%	-8.6pp

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

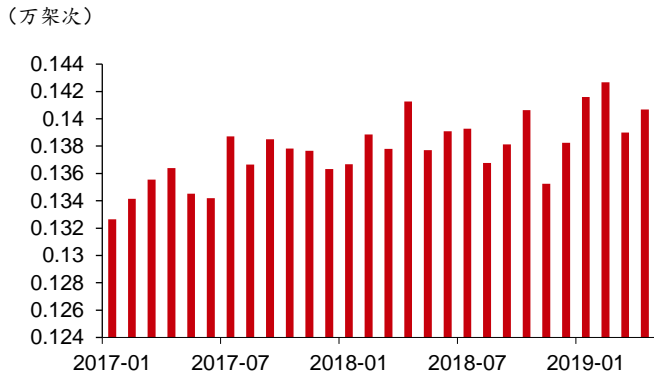
上海机场4月产量同比削减，1-4月累计增速收窄但外线占比稳定。上海机场4月产量同比削减，起降架次和旅客吞吐量同比下滑0.4%/0.2%，其中外线起降架次同比下降1.1%但旅客吞吐量同比增长1.3%，分析外线客座率同比改善。1-4月累计起降架次和旅客吞吐量同比各增1.7%/3.6%，较去年同期各缩窄1.2/3.5个百分点；但外线占比相对稳定，1-4月累计旅客吞吐量占比与去年同期基本持平，稳定在50.9%，起降架次占比略下滑0.6个百分点至47.4%。

图表15：上海机场月起降架次和旅客吞吐量增幅变化 (2018年1月-2019年4月)



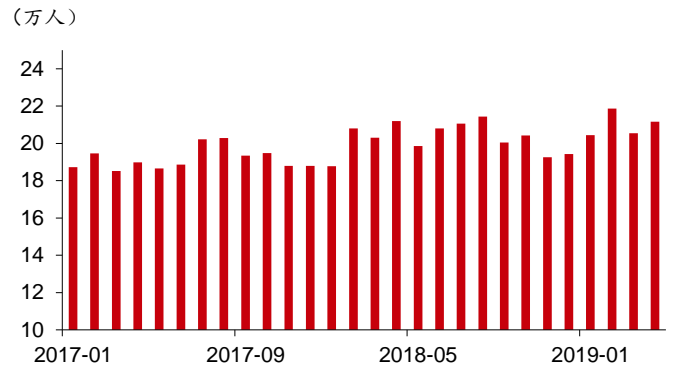
资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表16: 上海机场日起将架次



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

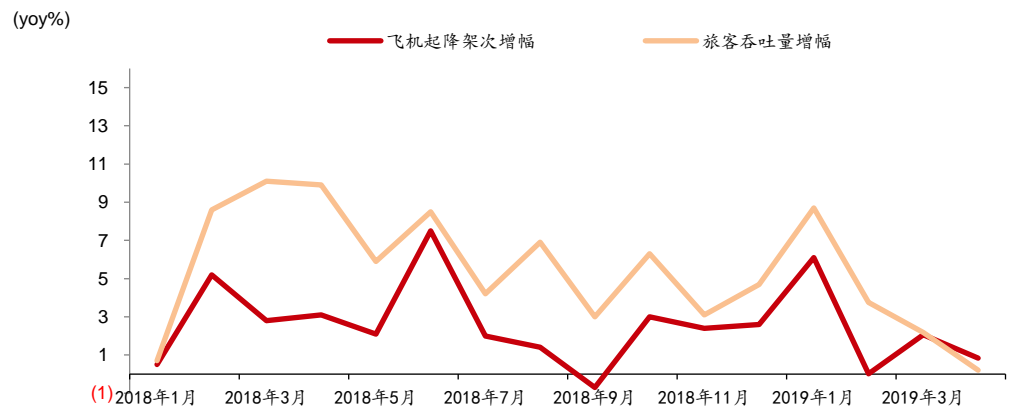
图表17: 上海机场日旅客吞吐量



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

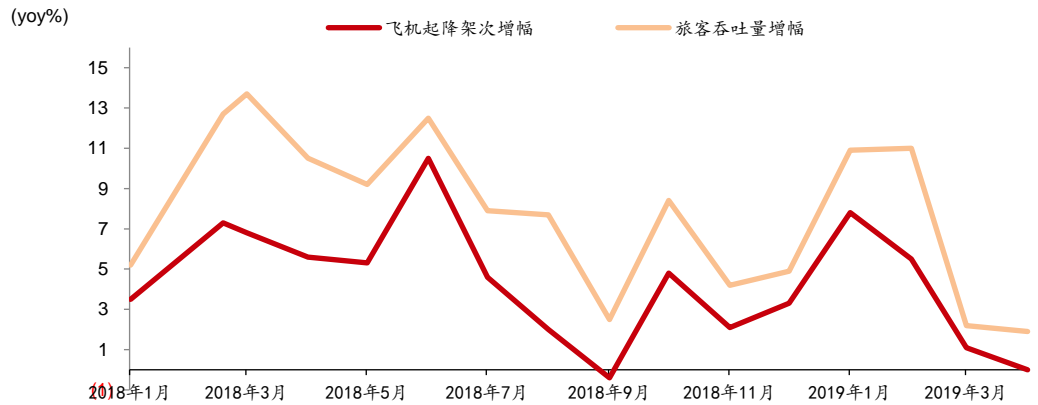
广深机场4月产量增速继续收窄, 首都机场4月产量同比下滑。广深机场4月产量增速环比收窄, 白云机场、深圳机场4月起降架次、旅客吞吐量同比仅各增0.8%/0.2%和0.0%/1.9%, 同比增速较3月各缩窄1.2/2.0和1.1/0.3个百分点, 1-4月累计则同比各增2.3%/3.7%和3.5%/6.4%, 累计增速较去年同期各缩窄0.9/3.6和2.4/4.1个百分点, 白云机场航班累计客座率较去年同期或小幅下降。首都机场受跑道及周边环境维护影响, 4月起降架次和旅客吞吐量同比各下滑8.3%/5.9%。

图表18: 白云机场月起降架次和旅客吞吐量增幅变化 (2018年1月-2019年4月)



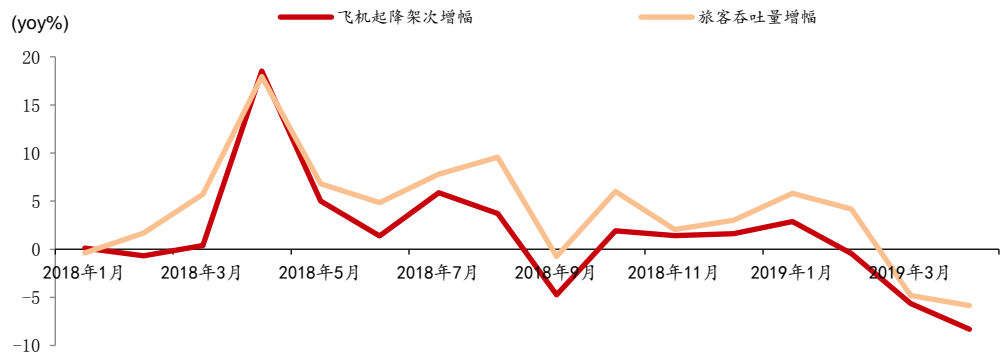
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表19: 深圳机场月起降架次和旅客吞吐量增幅变化 (2018年1月-2019年4月)



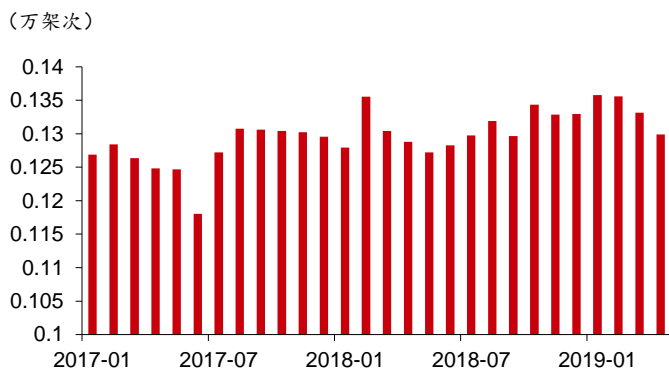
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表20: 首都机场月起降架次和旅客吞吐量增幅变化 (2018年1月-2019年4月)



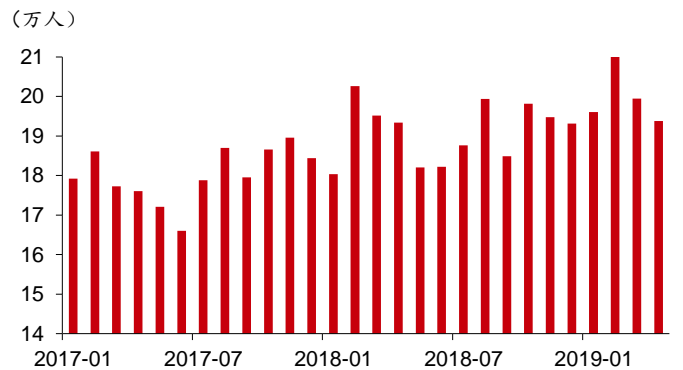
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表21: 白云机场日起将架次



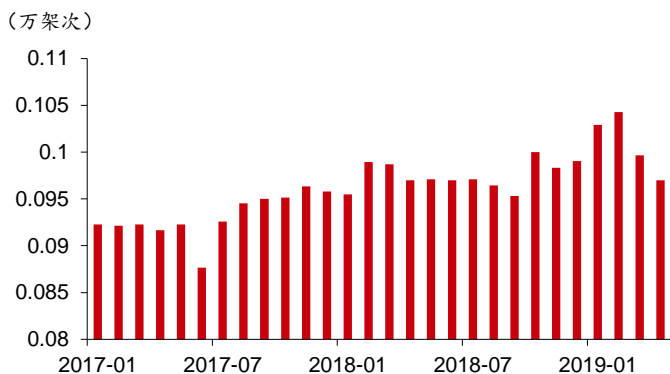
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表22: 白云机场日旅客吞吐量



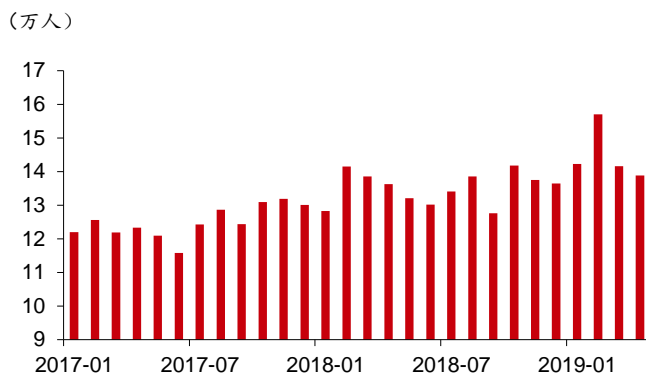
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表23: 深圳机场日起将架次



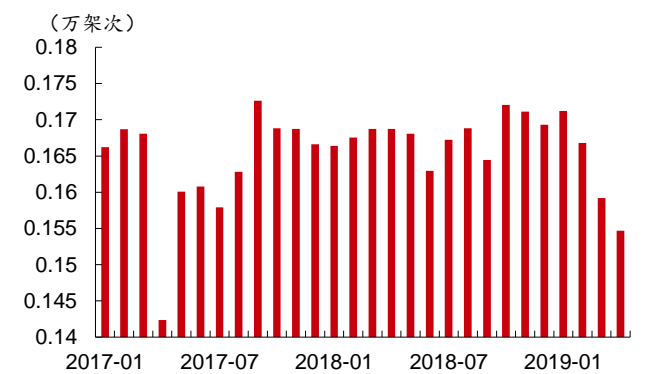
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表24: 深圳机场日旅客吞吐量



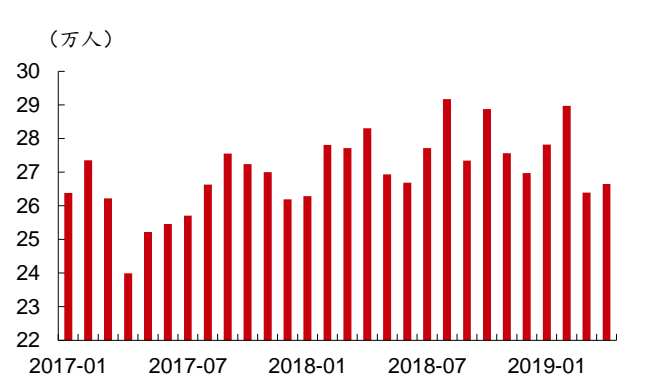
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表25: 首都机场日起将架次



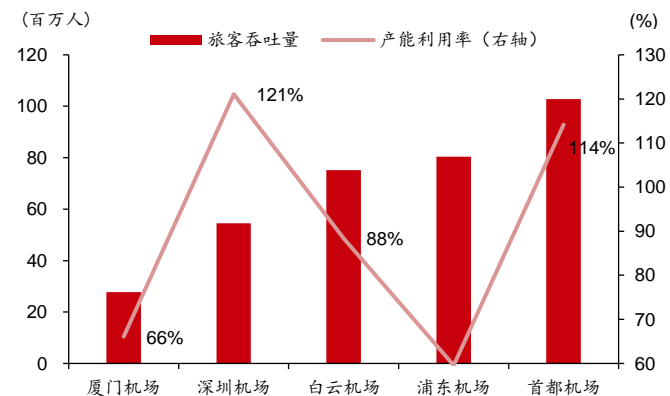
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表26: 首都机场日旅客吞吐量



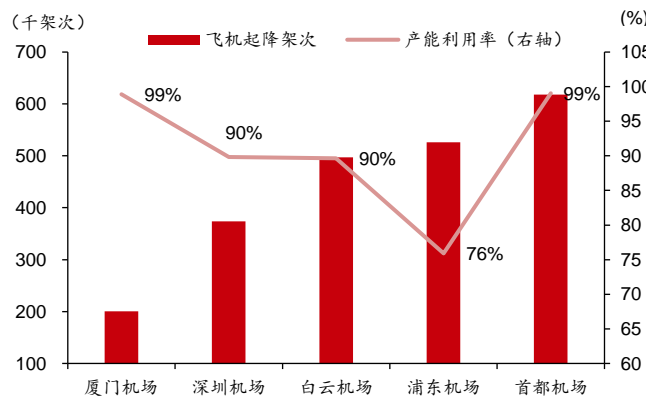
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表27: 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

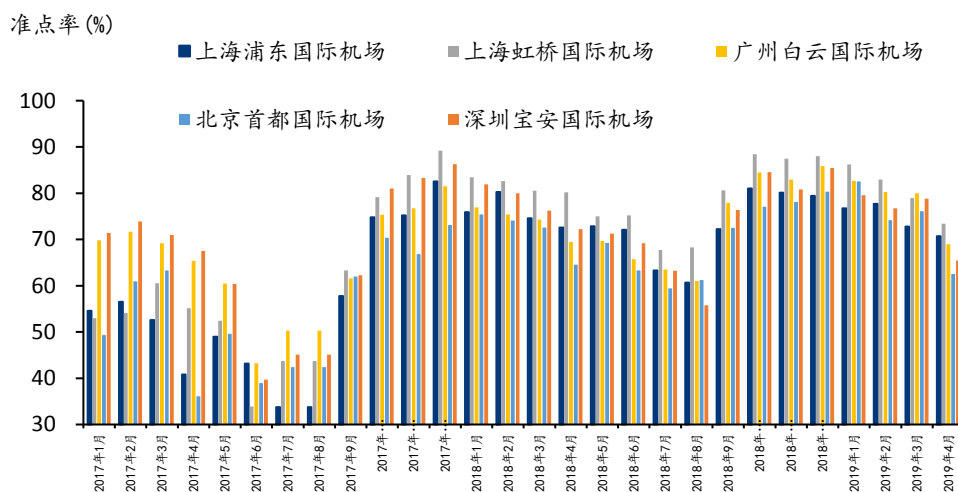
图表28: 机场跑道产能利用率 (2019E)



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

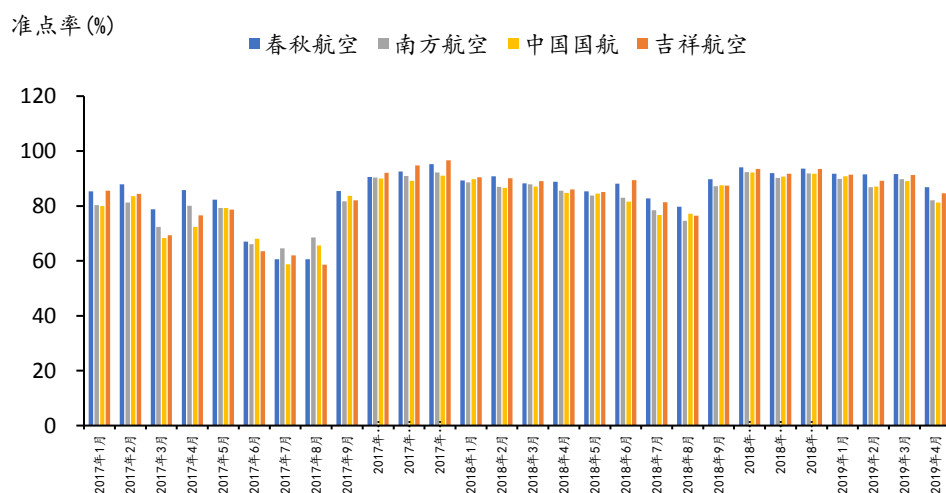
时刻紧缩政策成效初显, 各大机场准点率逐步提升。自 2017/18 年冬航季至 2018/19 冬航季, 民航局着眼准点与安全, 始终采取时刻紧缩政策, 我们注意到各大机场的准点率均有明显改善。其中北上广深的五家机场准点率由 2017 年 7 月的不到 50% (雷暴等极端天气影响很大) 波动提升至 2019 年 4 月的 70% 左右。

图表29： 机场准点率变化（2017-2019）



资料来源：飞常准、华泰证券研究所

图表30： 航司准点率变化（2017-2019）



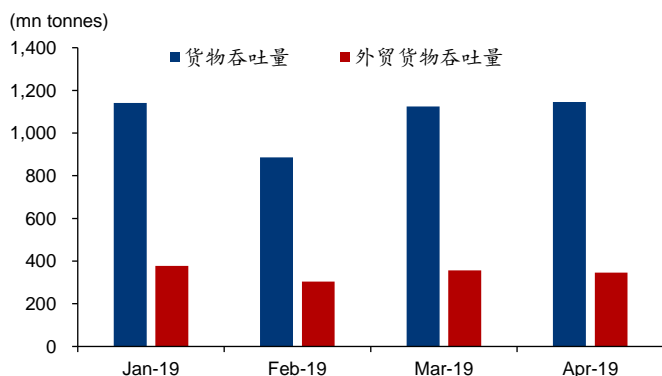
资料来源：飞常准、华泰证券研究所

港口&航运

港口

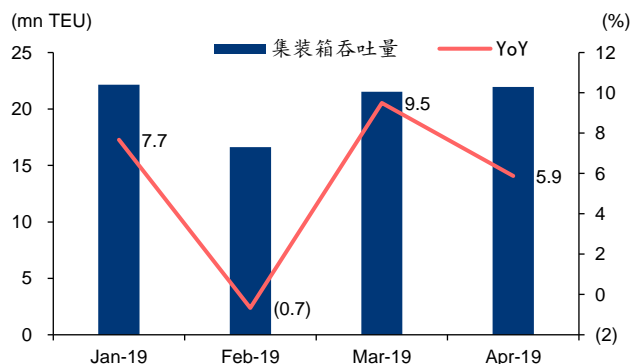
4月全国主要港口吞吐量总体平稳，但外贸数据表现不佳：2019年4月，全国主要港口完成货物吞吐量11.5亿吨，环比和同比分别增长1.8%和4.7%。其中，完成外贸货物吞吐量3.5亿吨，环比下降3.1%，同比增长1.1%；完成集装箱吞吐量2,194万标准箱，环比和同比分别增长1.9%和5.9%。2019年1-4月，全国主要港口完成货物、外贸货物和集装箱吞吐量分别为42.9亿吨、13.8亿吨，8,227万标准箱，同比分别增长4.2%、2.9%和5.7%。

图表31：全国主要港口货物吞吐量



资料来源：交通运输部，华泰证券研究所

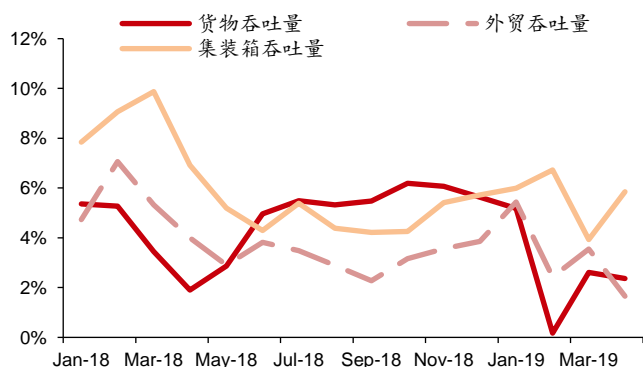
图表32：全国主要港口集装箱吞吐量



资料来源：交通运输部，华泰证券研究所

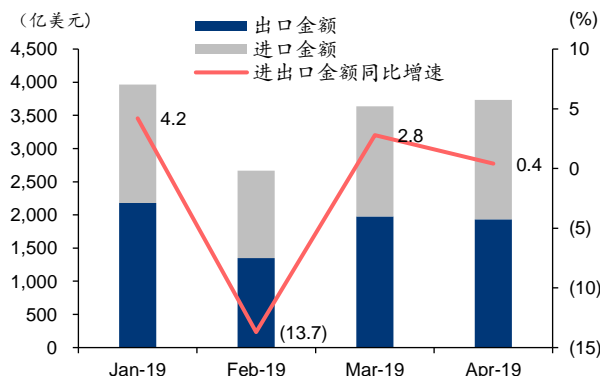
4月出口数据低于预期，宏观经济存不确定性：2019年4月，中国出口金额为1,935亿美元，环比和同比分别下降2.2%和2.7%；进口金额为1,797亿美元，环比和同比分别增长8.5%和4.0%。2019年1-4月，中国出口金额为7,466亿美元，同比增长0.2%；进口金额为6,552亿美元，同比下降2.5%。

图表33：全国主要港口吞吐量增速（3个月滚动均值）



资料来源：交通运输部，华泰证券研究所

图表34：全国进出口金额及增速

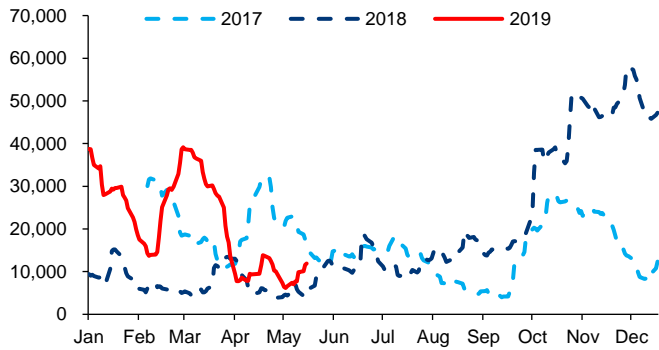


资料来源：海关总署，华泰证券研究所

油运

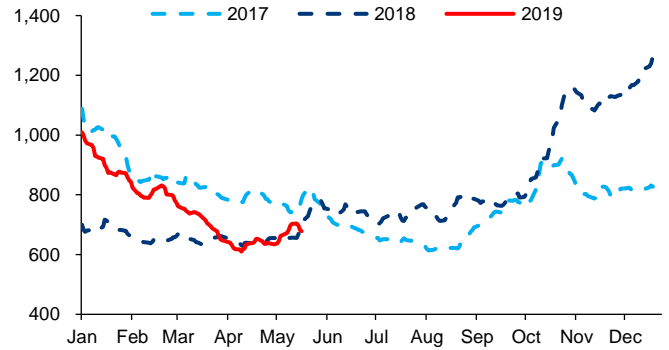
受淡季影响，运费表现总体疲软：2019年4月27日-5月27日，BDTI指数环比下跌11.5%，同比上涨0.2%。其中，VLCC中东至中国航线(TD3C)运费环比大幅下跌69.3%，同比上涨57.7%。受季节性波动影响，运费出现环比下滑，但同比表现改善，行业景气程度向好。

图表35: VLCC 中东-中国航线运费 (TD3C TCE)



资料来源: Clarksons, 华泰证券研究所

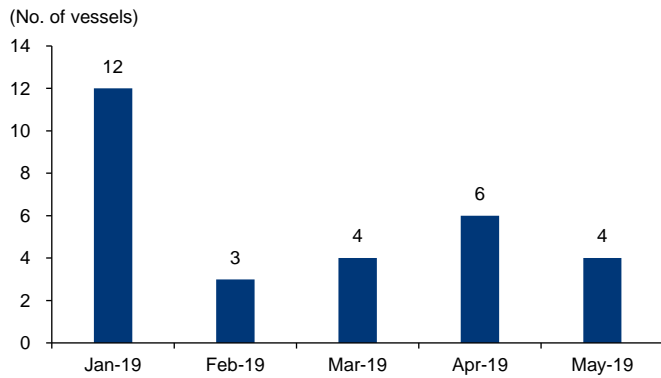
图表36: 原油运输指数(BDTI)



资料来源: Baltic Sea Exchange, 华泰证券研究所

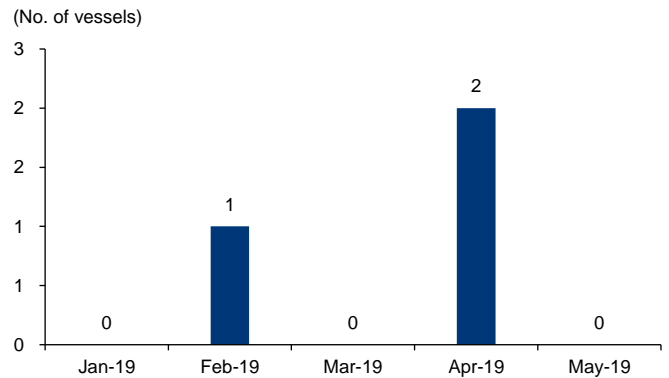
拆船数量低于预期: 2019年1月1日-5月27日, VLCC 新船交付 29 艘, VLCC 船舶拆解 3 艘。受市场景气程度向好影响, VLCC 拆解量低于预期。根据 Clarksons 数据, 2019 年全年 VLCC 新船交付量共计约 65 艘, 预计还剩 36 艘新船将于今年交付。

图表37: VLCC 新船交付量



资料来源: Clarksons, 华泰证券研究所

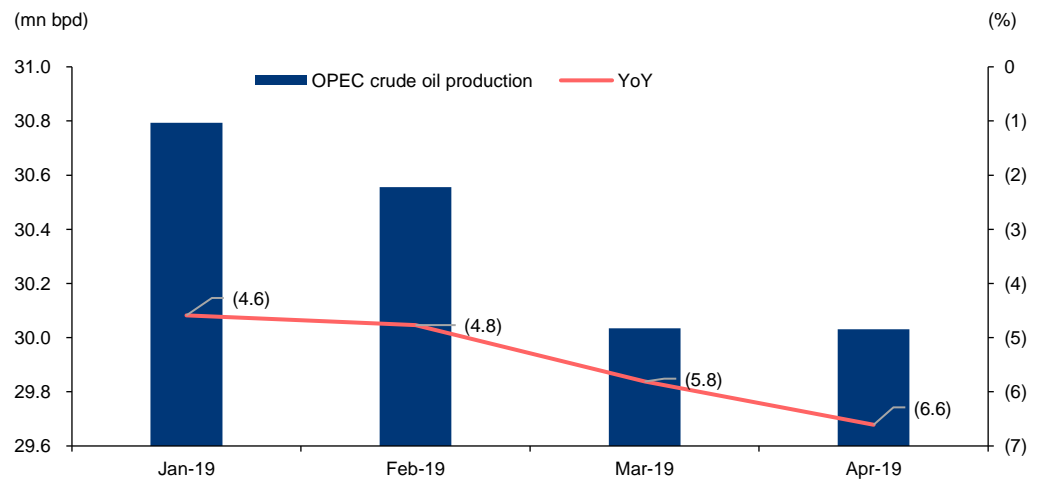
图表38: VLCC 旧船拆解量



资料来源: Clarksons, 华泰证券研究所

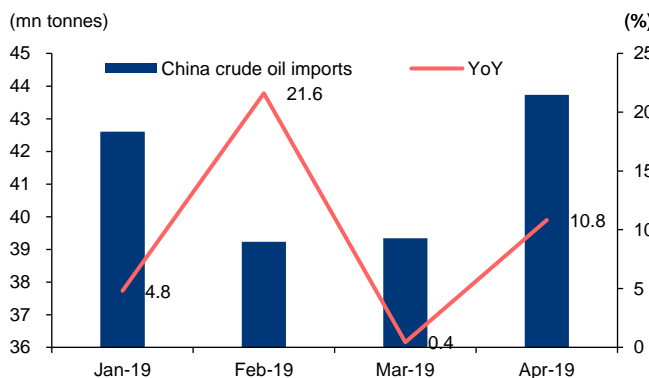
OPEC 执行减产, 原油产量出现下滑: 2019年4月, OPEC 原油产量为 3,003 万桶/天, 环比下降 0.01%, 同比下降 6.6%; 中国原油进口量为 4,373 万吨, 环比增长 11.2%, 同比增长 10.8%; 美国原油出口量为 251 万桶/天, 环比下降 12.9%, 同比增长 35.5%。

图表39: OPEC 原油产量



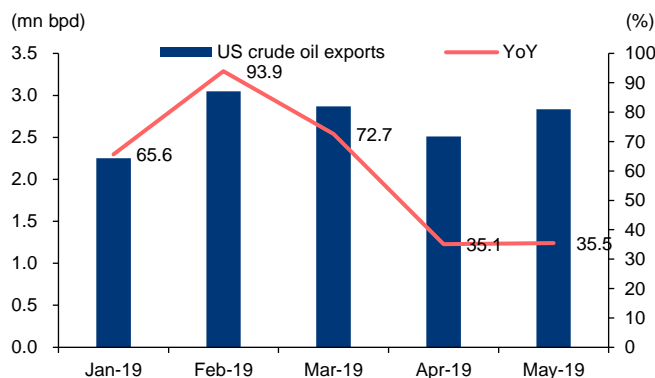
资料来源: OPEC, 华泰证券研究所

图表40: 中国原油进口量



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表41: 美国原油出口量

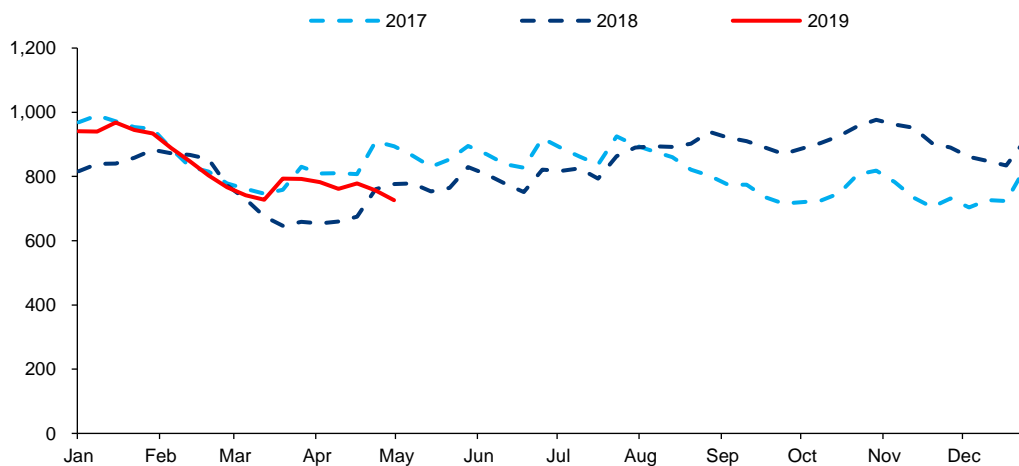


资料来源: EIA, 华泰证券研究所

集运

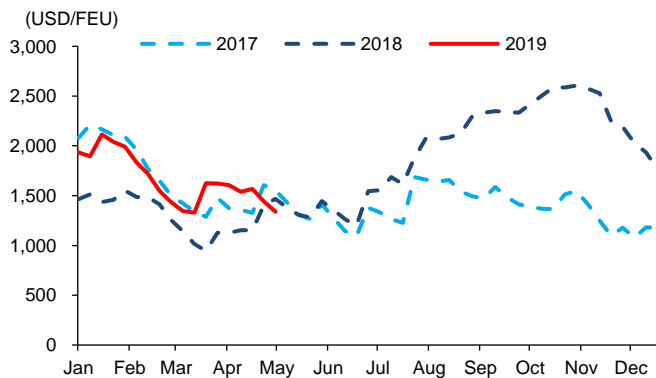
受贸易摩擦负面影响, 运费表现总体疲软: 2019年4月27日-5月27日, SCFI指数环比和同比分别下跌2.4%和1.5%。其中, 上海至美西航线运费环比下跌5%, 同比上涨6%; 上海至欧洲航线运费环比上涨8%, 同比下跌10%。

图表42: 上海出口集装箱运价指数 (SCFI)



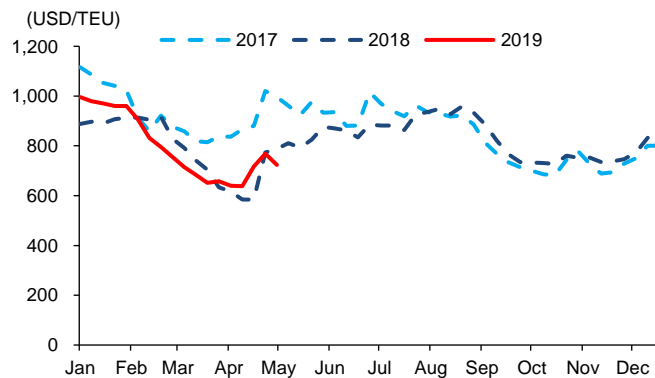
资料来源: 上海航运交易所, 华泰证券研究所

图表43: 上海-美西航线集装箱运费



资料来源: 上海航运交易所, 华泰证券研究所

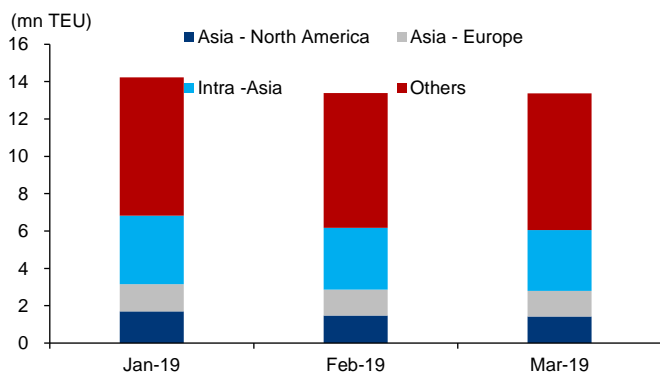
图表44: 上海-欧洲航线集装箱运费



资料来源: 上海航运交易所, 华泰证券研究所

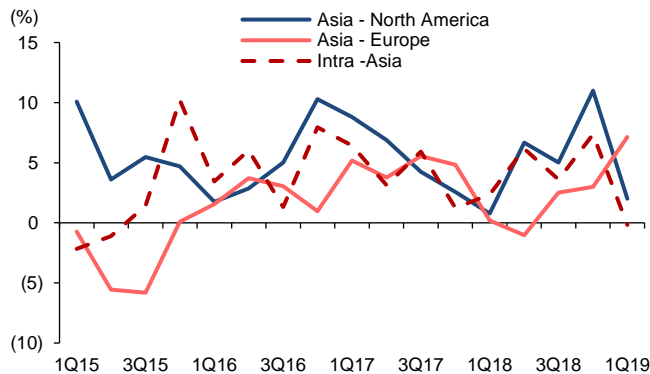
受宏观经济影响，全球集装箱吞吐量增速放缓：2019年1季度，全球共计完成集装箱运输量4,011万标准箱，环比下降7%，同比增长0.48%，同比增速低于预期。其中，亚洲至北美航线完成集装箱量427万标准箱，环比下降16%，同比增长2%；亚洲至欧洲航线完成集装箱量409万标准箱，环比和同比分别增长2%和7%；亚洲区域内航线完成集装箱量979万标准箱，环比和同比分别下降15%和0.2%。

图表45：全球集装箱运输量



资料来源：CTS，华泰证券研究所

图表46：全球主要航线集装箱运输量同比增速

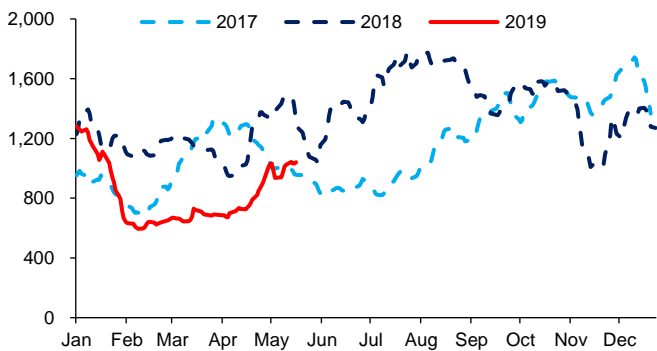


资料来源：CTS，华泰证券研究所

干散货运输

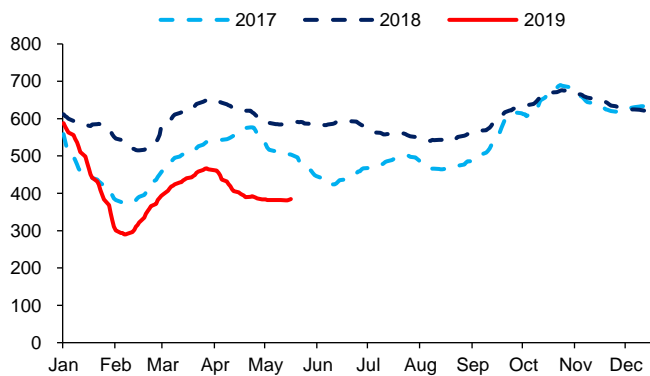
淡水河谷矿难影响逐步减轻，运费有所修复：2019年4月27日-2019年5月27日，BDI指数环比上涨30.1%，但同比下跌30.6%；BHSI指数环比和同比分别下跌9.0%和37.2%。其中，海岬型运费环比上涨75.6%，修复明显，但同比下跌43.0%；灵便型运费环比和同比分别下跌7.3%和35.8%。

图表47：波罗的海干散货指数 (BDI)



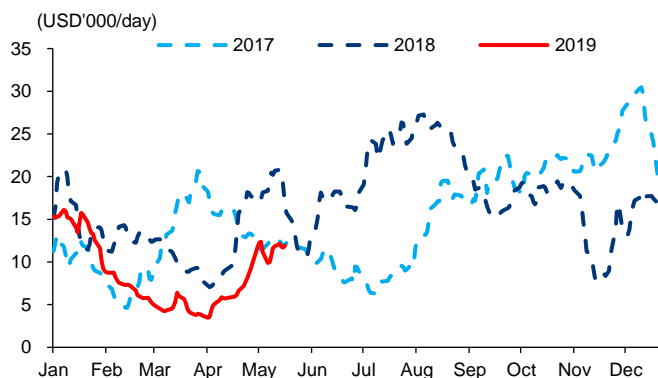
资料来源：Baltic Sea Exchange，华泰证券研究所

图表48：小灵便型运费指数 (BHSI)



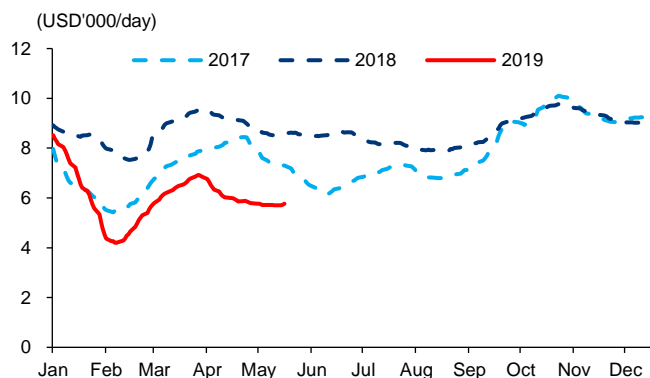
资料来源：Baltic Sea Exchange，华泰证券研究所

图表49: 海岬型运费



资料来源: Baltic Sea Exchange, 华泰证券研究所

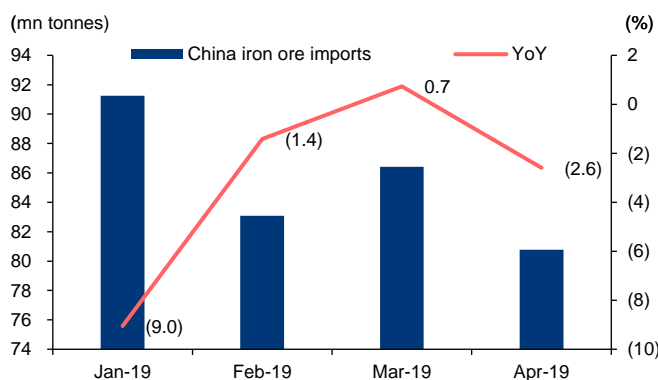
图表50: 灵便型运费



资料来源: Baltic Sea Exchange, 华泰证券研究所

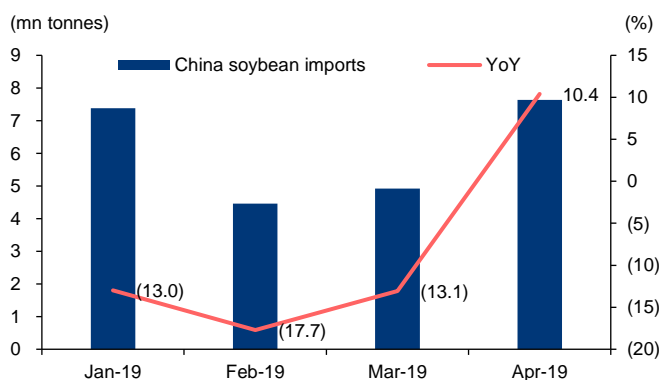
4月中国铁矿石进口量继续下滑、大豆进口量趋好: 2019年4月, 中国铁矿石进口量为8,077万吨, 环比和同比分别下降6.5%和2.6%; 中国大豆进口量为764万吨, 环比和同比分别增长55.3%和10.4%。2019年1-4月, 中国铁矿石和大豆进口量分别为3.4亿吨和2,440万吨, 同比分别下降3.3%和7.9%。

图表51: 中国铁矿石进口量



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表52: 中国大豆进口量



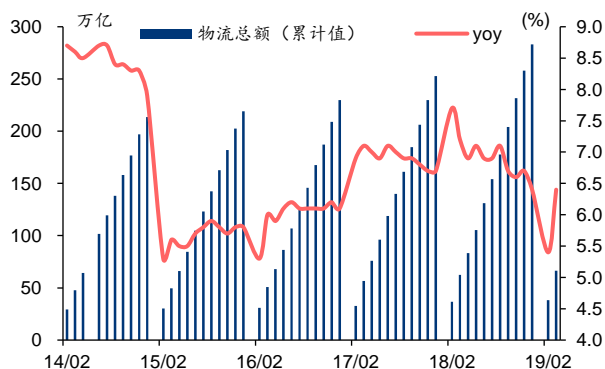
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

快递&物流

生产物流

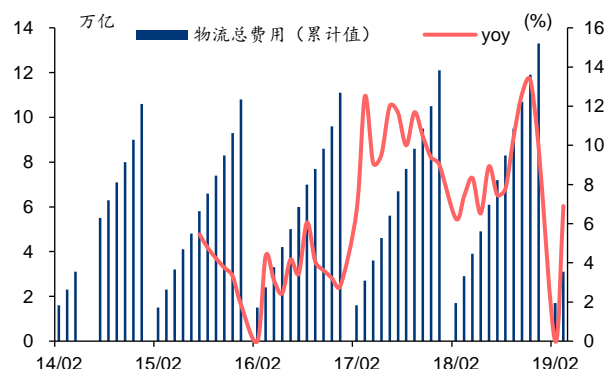
春节错位, 3月物流总额和总费用增速反弹。社会物流总额及总费用和宏观经济高度相关, 增速整体伴随宏观经济放缓; 19年春节晚于18年, 低基数下3月增速出现明显反弹。2019年1-3月, 中国社会物流总额为66.5万亿, 按可比价格计算增速为6.4%, 增速较1-2月累计值提高1pp; 中国社会物流总费用为3.1万亿元, 我们计算的同比增速为6.9%, 较1-2月提升6.9pp, 其中运输、保管和仓储费用分别为1.6、1.1和0.4万亿元, 分别占比51.6%、35.5%和12.9%, 结构整体稳定。

图表53: 中国社会物流总额及同比增速



资料来源: Wind、华泰证券研究所

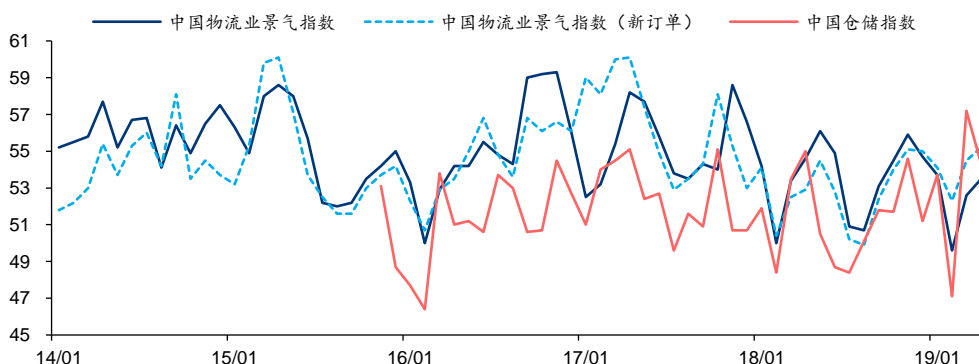
图表54: 中国社会物流总费用及同比增速



资料来源: Wind、华泰证券研究所

物流业景气度指数和仓储指数均处于扩张区间, 环比涨跌分化。物流业景气度指数在16年底见顶后中枢持续下行, 节后开工指数季节性回升明显; 仓储指数中枢整体稳定。2019年4月, 中国物流业景气度指数为53.5, 环比提升0.9, 其中新订单指数为55.2, 环比提升0.7; 中国仓储指数为54.3, 环比下降2.9。

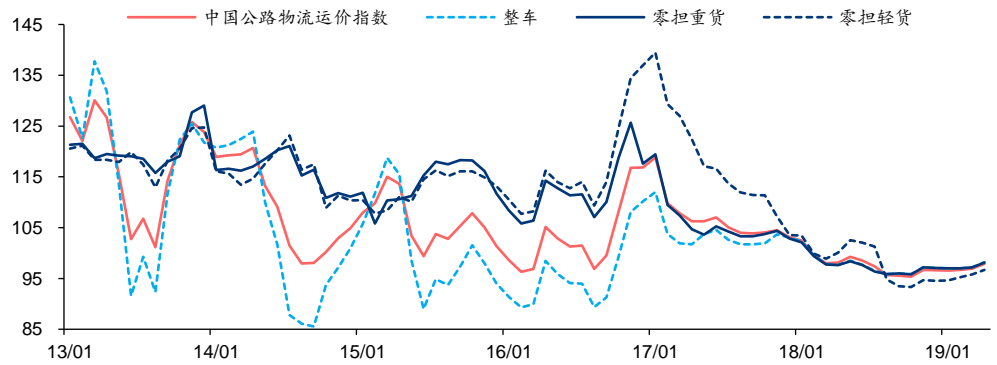
图表55: 中国物流景气度和仓储指数



资料来源: Wind、华泰证券研究所

公路运价指数整体稳定, 环比小幅回升。公路运价指数在16年底(治超+经济回暖)见顶后持续回落, 近期由于节后开工小幅反弹。2019年4月, 中国公路物流运价指数为97.89, 环比+0.99%, 同比-0.25%; 其中整车指数98.19, 环比+1.02%, 同比+0.49%; 零担重货指数98.13, 环比+0.99%, 同比+0.53%; 零担轻货指数96.7, 环比+0.94%, 同比-3.4%。

图表56： 中国公路物流运价指数

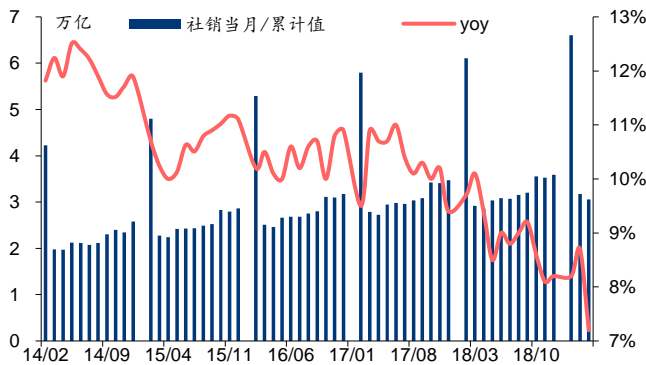


资料来源：Wind、华泰证券研究所

消费物流：快递

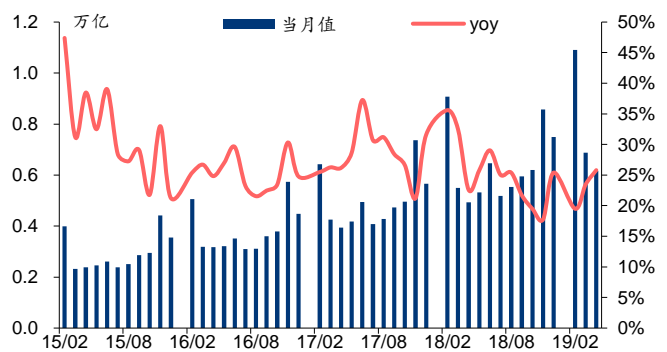
社销增速持续下行，但网购增速小幅反弹。2019年4月，全国社会消费品零售总额3.06万亿元，同比增长7.2%，增速环比3月下降1.5pp；我们测算实物商品网上零售额为6161亿元，同比增长25.8%，增速环比3月提升2.3pp；实物商品网上零售额占社零总额的20.1%，占比环比3月下降1.6pp。

图表57： 全国社销总额及增速



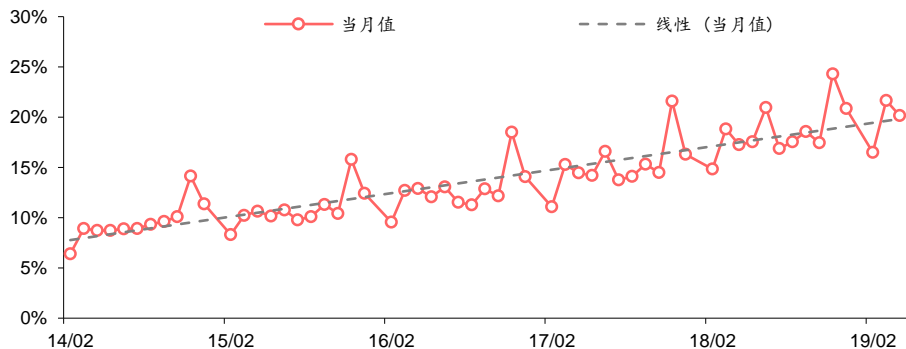
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表58： 实物商品网购额及增速



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表59： 实物商品零售额/社销总额占比

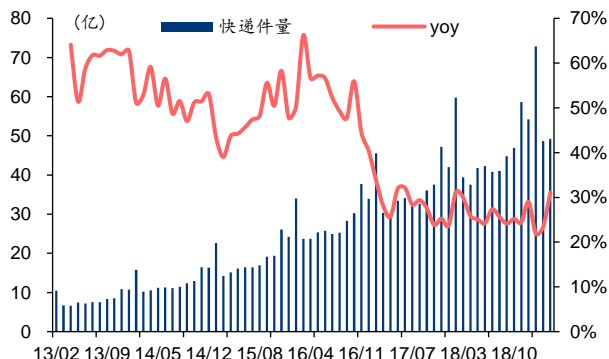


资料来源：Wind、华泰证券研究所

网购拉动快递增速反弹，件均价跌幅环比扩大。2019年4月，全国规模以上快递企业完成件量49.19亿件，同比增长31.1%，增速环比3月提升8.7pp；规模以上快递企业完成

收入 592.5 亿元，同比增长 26.8%，增速环比 3 月提升 3.8pp；快递企业件均价为 12.04 元，同比下降 3.3%，价格降幅环比扩大 3pp。值得注意的是，快递企业收入为邮政局分省统计汇总数值，可靠性较差（快递企业件均价同理）。

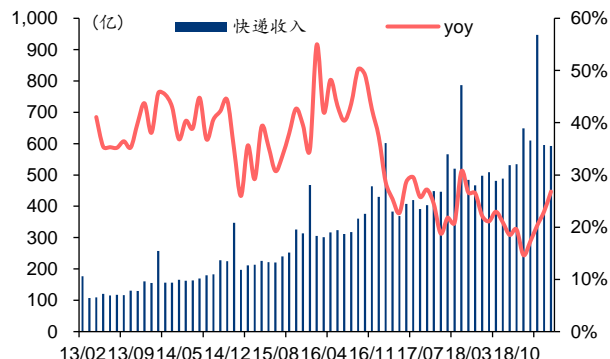
图表60：规模以上快递企业件量



资料来源：Wind、华泰证券研究所

注：为避免春节错位干扰，剔除了1月数据，2月数据为1-2月累计值

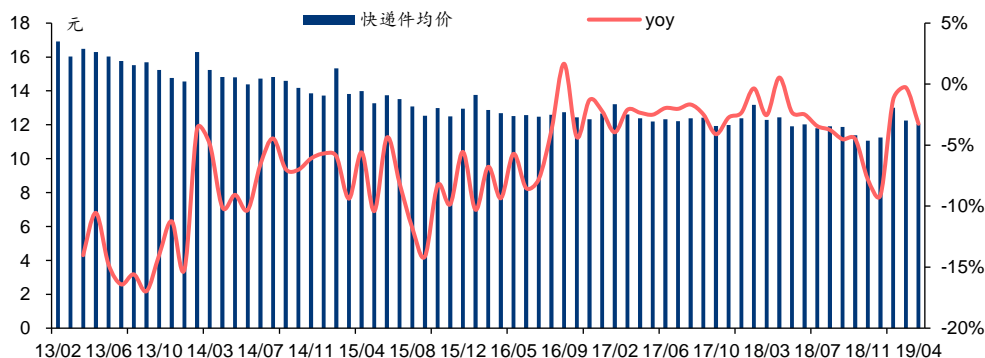
图表61：规模以上快递企业收入



资料来源：Wind、华泰证券研究所

注：为避免春节错位干扰，剔除了1月数据，2月数据为1-2月累计值

图表62：快递企业件均价

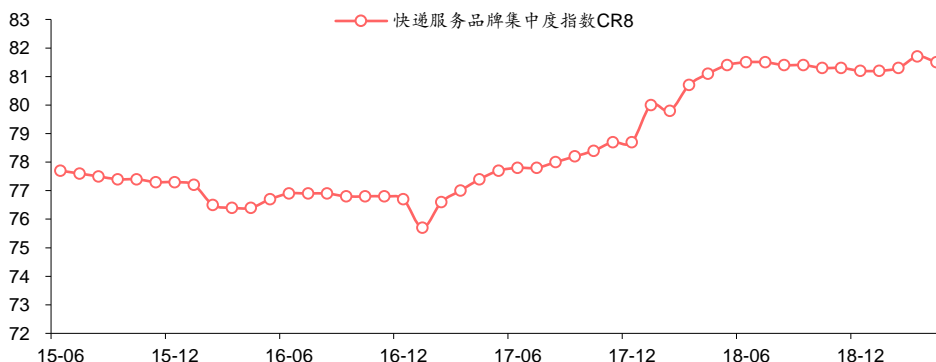


资料来源：Wind、华泰证券研究所

注：为避免春节错位干扰，剔除了1月数据，2月数据为1-2月累计值

快递市场集中度维持高位，环比略有下滑。2017 年以来，全国快递件量增速持续下滑，但激烈的价格战导致二三线快递持续退出，行业集中度持续上行。2019 年 1-4 月，全国快递企业集中度 CR8 为 81.5，同比提升 0.4，环比较轻微下降 0.2。

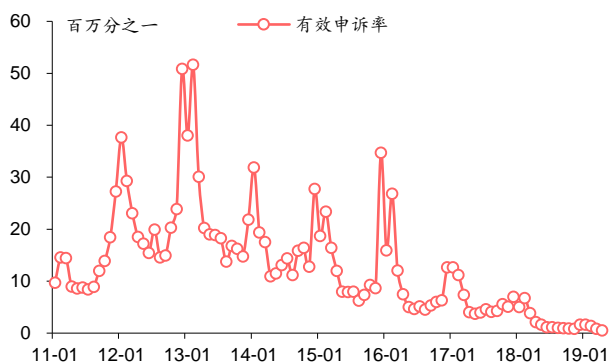
图表63：快递企业集中度指数



资料来源：Wind、华泰证券研究所

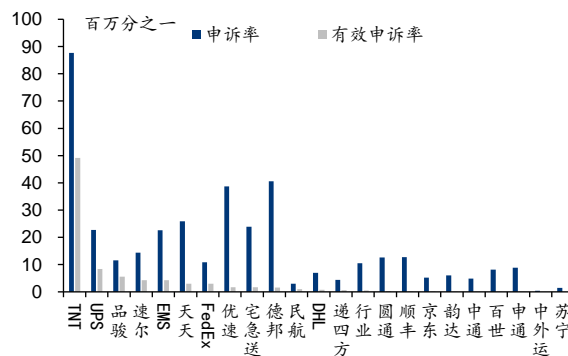
快递服务品质持续提升，有效申诉率持续下降。4月，快递服务问题申诉51801件，环比下降11.2%，同比下降15.5%；其中有效申诉2377件，环比下降39.2%，同比下降70.4%。分公司看，一线快递申诉率普遍较低，而二三线快递申诉率较高，即一线快递服务品质和二三线快递持续拉开差距。

图表64：全国快递企业有效申诉率



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表65：主要快递企业有效申诉率（2019年4月）



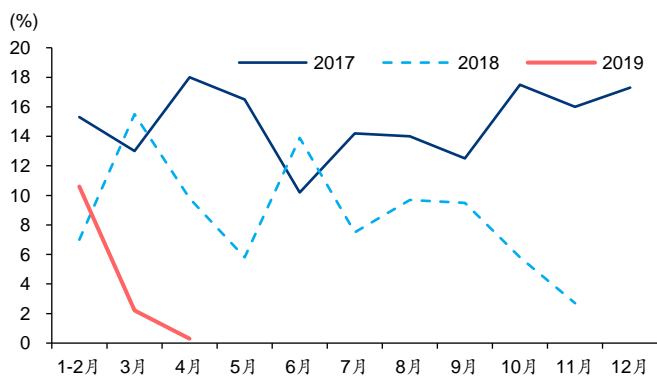
资料来源：Wind、华泰证券研究所

公路&铁路

公路

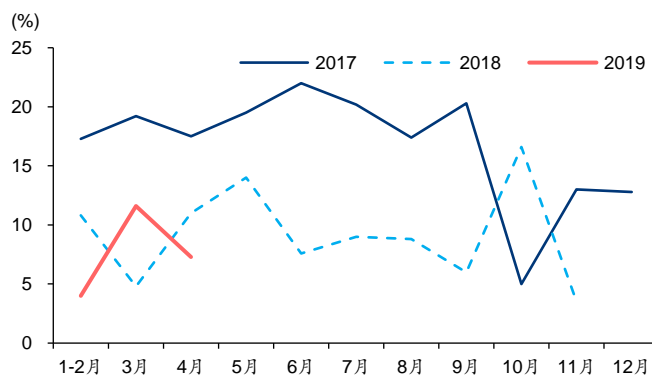
受节假日效应影响，4月公路客运呈现低增速状态。4月，我国高速公路总车流量同比增长1.9%。其中，客车、货车流量同比分别增长0.3%、7.3%。分地区看，1) 东部：客车、货车流量同比分别增长0.3%、6.5%；2) 中部：客车、货车流量增长0.7%、11.5%；3) 西部：客车、货车流量增长0.0%、5.0%。相较于1-3月，4月客车增幅降低7.6个百分点，但货车增幅微增0.2个百分点。去年五一假期自4月29日开始，今年五一假期自5月1日开始。在五一假期期间，高速公路对7座及以下载客车辆免收通行费，使得客运基数较高、货运基数较低。在低基数的背景下，4月货车增速较1-3月无明显提升，本质反映经济相对较弱与“公转铁”分流影响。

图表66：高速公路客车流量同比增速



资料来源：Wind、华泰证券研究所

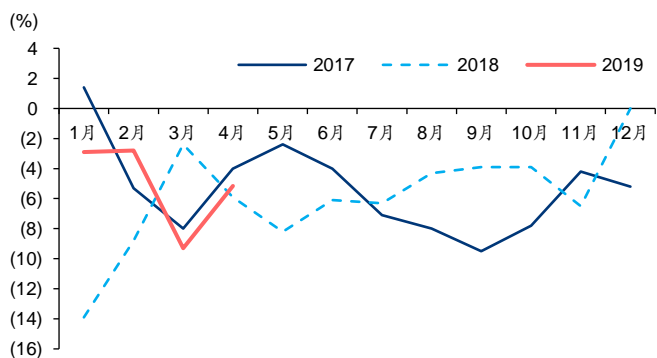
图表67：高速公路货车流量同比增速



资料来源：Wind、华泰证券研究所

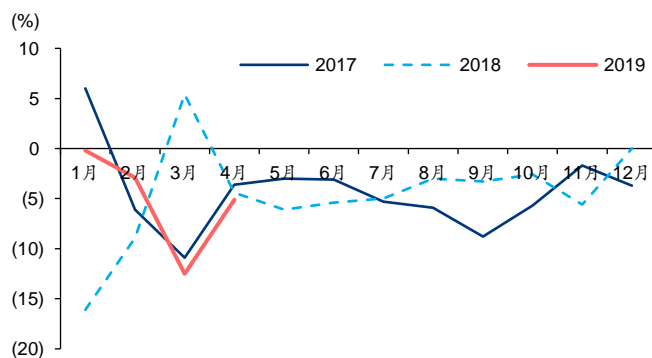
客运结构持续优化。2019年4月，营运性公路客运量同比下降5.2%。营运性公路客运量连续三年下滑，主要因为公路客运统计口径主要是城际大巴车，不含私家车和市内公交地铁出租车。因消费升级，城际大巴车客运市场持续萎缩。

图表68：营运性公路客运量同比增速



资料来源：Wind、华泰证券研究所

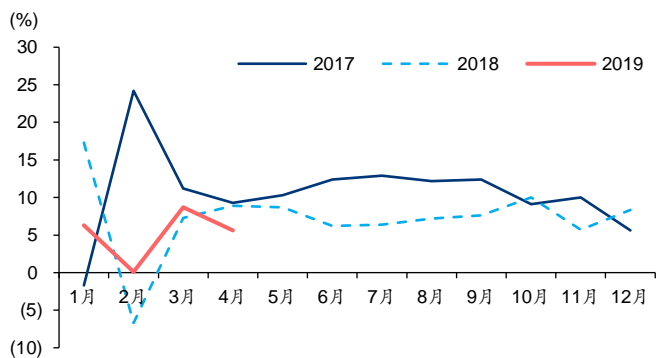
图表69：营运性公路旅客周转量同比增速



资料来源：Wind、华泰证券研究所

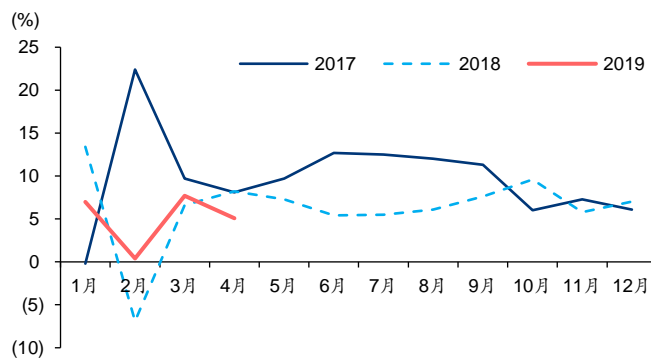
货运结构调整对公路货运量有负面影响，但地区差异较大。2019年4月，营运性公路货运量同比增长5.6%，而2018年公路货运量增长7.3%。据《推进运输结构调整三年行动计划（2018-2020年）》，在总量方面，到2020年，全国铁路货运量预计达47.9亿吨，较2017年增长30%；在结构方面，“公转铁”重点实施区域为京津冀及周边地区、长三角地区、汾渭平原，到2020年，三大区域的货运量较2017年分别增长40%、10%、25%。

图表70: 营运性公路货运量同比增速



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表71: 营运性公路货物周转量同比增速

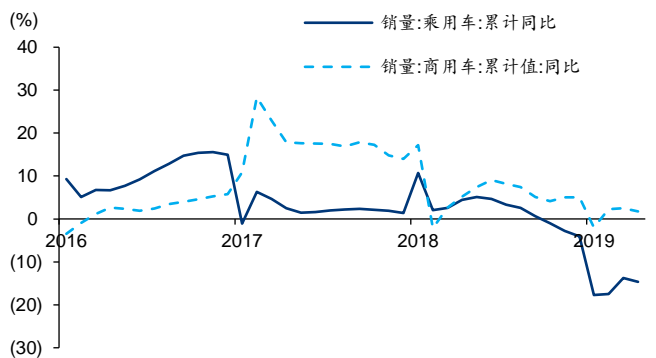


资料来源: Wind、华泰证券研究所

汽车销量是判断高速公路车流量的先行指标。2019年4月,乘用车销量同比下降17.7%,商用车销量同比增长0.13%。与1-3月相比,汽车销量增速均有不同程度的降低。一季度,我国乘用车销量同比下降13.7%,商用车销量同比增长2.5%。

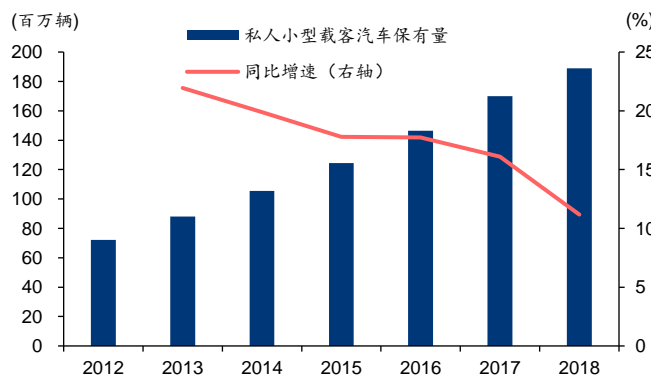
高速公路车流量的驱动力是汽车保有量和出行频次。虽然汽车销量下滑,但保有量依然在增加,只是因为基数提高使增速放缓。同时,我们也观察到,在过去五年,高速公路客车流量的增速低于保有量的增速。

图表72: 乘用车和商用车销量(2016年-2019年4月)



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表73: 私家车保有量(2012年-2018年)

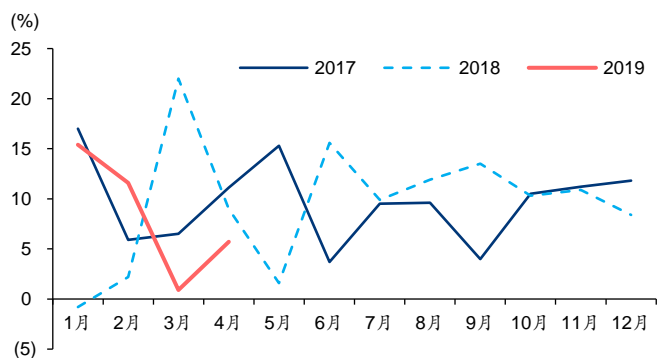


资料来源: Wind、华泰证券研究所

铁路

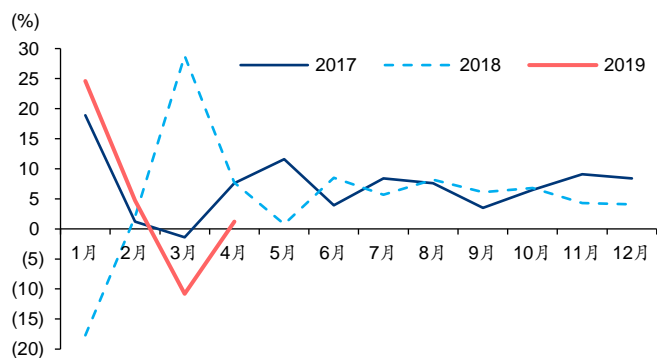
受节假日错期的影响,4月铁路客运增速小幅回落,货运增速小幅提升。4月,国家铁路旅客发送量约2.95亿人次,同比增长4.0%,其中动车组旅客发送量约1.88亿人次,同比增长8.9%,占客运量比重达到63.7%。动车组贡献主要客运增量。4月,国家铁路货物发送量达到2.66亿吨,同比增长10.0%。与一季度相比,4月铁路呈现客运增速略降、货运增速略升的状态。1-3月,国铁客运量同比增长8.5%,其中动车组客运量同比增长17.0%;国铁货运量同比增长2.9%。我们认为,这主要受到节假日错期的影响。去年五一假期自4月29日开始,今年五一假期自5月1日开始,即客运基数较高,货运基数较低。

图表74： 铁路客运量同比增速



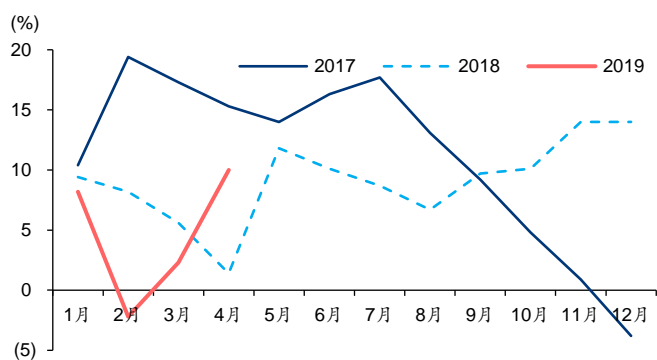
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表75： 铁路旅客周转量同比增速



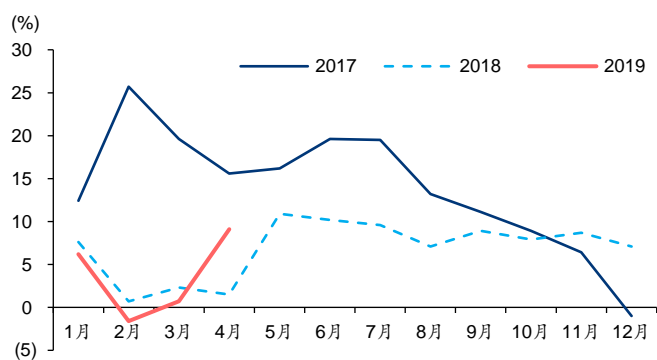
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表76： 铁路货运量同比增速



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表77： 铁路货物周转量同比增速



资料来源：Wind、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

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