

交通运输

证券研究报告

2019年09月08日

多重利好集中释放，航空迎来反弹窗口

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

姜明

分析师

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

黄盈

分析师

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

曾凡喆

分析师

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

高晟

联系人

gaosheng@tfzq.com

行业走势图



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 《交通运输-行业研究周报:密尔克卫维持高速增长, 航运中报表现亮眼》
2019-09-01
- 《交通运输-行业研究周报:南方机场板块异动, 关注中报超预期标的》
2019-08-18

市场综述: 本周 A 股大幅走高, 上证综指报收于 2999.60, 环比涨 3.93%; 深证综指报收于 1657.50, 涨 4.95%; 沪深 300 指报收于 3948.51, 涨 3.92%; 创业板指报收于 1692.24, 涨 5.05%; 申万交运指数报收于 2422.18, 涨 3.35%。交运行业子板块表现较好, 其中最为强势的是港口 (4.6%), 其次为公交 (4.2%)、航空 (4.2%)。本周交运板块涨幅前三为 ST 安通(19.6%)、ST 飞马(16.0%)、德新交运(13.3%); 跌幅前三为顺丰控股(-4.8%)、保税科技(-4.2%)、中信海直(-3.2%)。

航空板块: 2019 年冬春航季时刻配置政策出台, 继续严格控制 22 个航班时刻主协调机场时刻增量, 增量控制在 3%以内, 时刻辅助协调机场及其他千万级机场, 时刻增量控制在 5%以内, 对中小机场也提出了相应的控制机制, 仅对 2018 年冬春季放行正常率达到 85%以上、2019 年以来容量标准和航班时刻协调参数进行过调整的机场额外奖励增量时刻 1%, 放行正常率不足 70%的机场原则上不增时刻。由 2018 年暑运和 2019 年暑运的市场表现我们可以大致得出结论, 当前我国航空公司创造供给的核心约束仍然是时刻而非飞机。如政策严格执行, 我们认为冬春航季时刻增速环比夏秋季将明显下降, 从时刻层面持续压制供给, 带来运价修复。近期汇率贬值风险已经显著释放, 央行降准再度放出积极信号托底经济, 且暑运旺季过后, 市场对后续航空公司的预期也并不算高, 因此我们认为主导股价的各大变量出现向积极方向变化的可能性更大, 继续看好民航发展前景, 推荐三大航, 同步推荐汇兑中性的民营航空公司, 强调市值、估值水平双低的吉祥航空。

航运板块: 本周中共中央政治局委员、国务院副总理、中美全面经济对话中方牵头人刘鹤应约与美国贸易代表莱特希泽、财政部长姆努钦通话, 双方同意 10 月初在华盛顿举行第十三轮中美经贸高级别磋商, 此前双方将保持密切沟通。此外, 9 月 6 日, 中国人民银行决定于 2019 年 9 月 16 日全面下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点。此次降准释放长期资金约 9000 亿元, 其中全面降准释放资金约 8000 亿元, 定向降准释放资金约 1000 亿元, 或将刺激制造业企业的出口需求。集运方面, 当前特朗普继续加征关税有望带来类似去年的抢运行情, 且航运正在进入旺季, 叠加 IMO 环保公约的临近, 部分运力暂时退出以抢装脱硫塔, 行业运价弹性有望进一步兑现。此外, 一带一路的持续推进以及上海自贸区扩区、深圳加大改革开放力度有望带来全球航运货量的提升, 板块有望迎来预期差机。

快递物流: 快递方面, 进入三季度我们认为顺丰的好转将会持续, 受益于去年的低基数、特惠件的放量以及公司成本管理的持续改善, 我们认为公司月度经营数据与业绩都将持续改善, 且超过 Q2 增幅。通达系中, 中通依然为单季度业绩增幅最快的公司, A 股中韵达表现领先, 规模效应+成本改善反哺市场获取的逻辑依旧; 圆通受货代影响、申通受并表后扩产的扰动带来短期业绩增长略慢于竞争对手, 我们期待公司下半年持续进行改善的潜力。

投资建议: 推荐上海机场、白云机场、顺丰控股、密尔克卫、申通快递、圆通速递、东方航空、中国国航、南方航空、中远海控、上港集团, 关注深圳机场、华贸物流、保税科技。

风险提示: 宏观经济超预期下滑; 国企改革不及预期; 航空票价不及预期; 快递行业竞争格局恶化



重点标的推荐

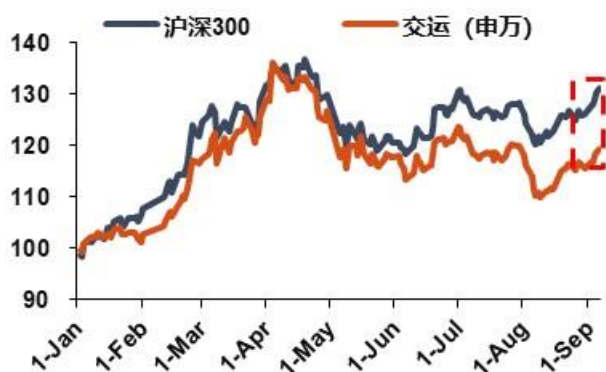
股票代码	股票名称	收盘价 2019-09-06	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
601111.SH	中国国航	8.39	买入	0.51	0.55	0.71	0.79	16.45	15.25	11.82	10.62
600029.SH	南方航空	6.95	买入	0.24	0.39	0.59	0.72	28.96	17.82	11.78	9.65
600115.SH	东方航空	5.47	买入	0.18	0.29	0.52	0.60	30.39	18.86	10.52	9.12
600009.SH	上海机场	86.00	买入	2.20	2.73	3.17	3.70	39.09	31.50	27.13	23.24
600004.SH	白云机场	20.64	增持	0.55	0.46	0.64	0.79	37.53	44.87	32.25	26.13
002468.SZ	申通快递	23.65	买入	1.34	1.16	1.28	1.47	17.65	20.39	18.48	16.09
600233.SH	圆通速递	11.44	买入	0.67	0.74	0.80	0.89	17.07	15.46	14.30	12.85
600018.SH	上港集团	6.06	买入	0.45	0.46	0.46		13.47	13.17	13.17	
603128.SH	华贸物流	7.40	买入	0.44	0.51			16.82	14.51		
601919.SH	中远海控	4.97	买入	0.10	0.24	0.27	0.48	49.70	20.71	18.41	10.35
603713.SH	密尔克卫	34.04	买入	0.87	1.30	1.78	2.35	39.13	26.18	19.12	14.49
002352.SZ	顺丰控股	39.44	买入	1.03	1.28	1.42	1.67	38.29	30.81	27.77	23.62

资料来源: WIND,天风证券研究所,注: PE=收盘价/EPS

1. 本周回顾

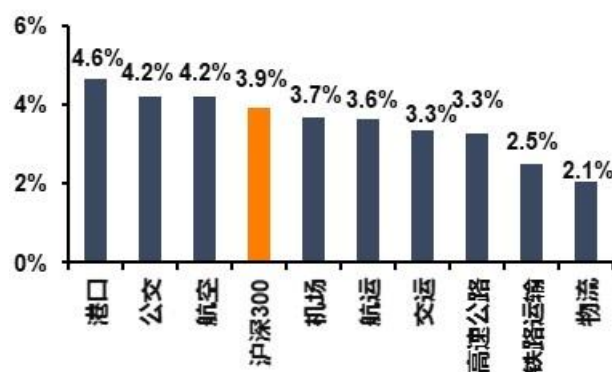
市场综述: 本周 A 股大幅走高, 上证综指报收于 2999.60, 环比涨 3.93%; 深证综指报收于 1657.50, 涨 4.95%; 沪深 300 指报收于 3948.51, 涨 3.92%; 创业板指报收于 1692.24, 涨 5.05%; 申万交运指数报收于 2422.18, 涨 3.35%。交运行业子板块表现较好, 其中最为强势的是港口 (4.6%), 其次为公交 (4.2%)、航空 (4.2%)。本周交运板块涨幅前三为 ST 安通 (19.6%)、ST 飞马 (16.0%)、德新交运 (13.3%); 跌幅前三为顺丰控股 (-4.8%)、保税科技 (-4.2%)、中信海直 (-3.2%)。

图 1: 交运板块表现 (2019 年以来可比表现)



资料来源: WIND, 天风证券研究所

图 2: 交运各子板块表现 (2019.9.2-9.8)



资料来源: WIND, 天风证券研究所

表 1: 交运板块领涨公司

	本周收盘价 (元)	周涨幅	月涨幅	年涨幅
本周交运板块领涨个股				
ST 安通	3.9	19.6%	19.6%	-41.2%
*ST 飞马	1.4	16.0%	16.0%	-62.4%
德新交运	27.0	13.3%	13.3%	-6.0%
皖江物流	3.0	11.2%	11.2%	39.9%
宏川智慧	15.3	10.9%	10.9%	-16.2%
9 月交运板块领涨股				
ST 安通	3.9	19.6%	19.6%	-41.2%
*ST 飞马	1.4	16.0%	16.0%	-62.4%
城发环境	11.2	13.4%	13.4%	60.2%
德新交运	27.0	13.3%	13.3%	-6.0%
皖江物流	3.0	11.2%	11.2%	39.9%
19 年交运板块领涨股				
白云机场	20.6	10.4%	10.4%	107.4%
上海机场	86.0	2.3%	2.3%	70.8%
保税科技	4.4	-4.2%	-4.2%	68.6%
五洲交通	4.9	1.9%	1.9%	61.7%
中远海能	7.1	0.0%	0.0%	61.1%

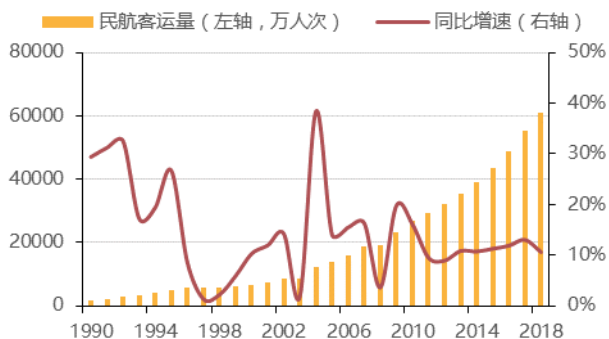
资料来源: WIND, 天风证券研究所

2. 航空板块专题: 航空股是否又到了值得配置的区域?

2.1. 规模扩张带来高弹性, 多变量扰动难以捉摸

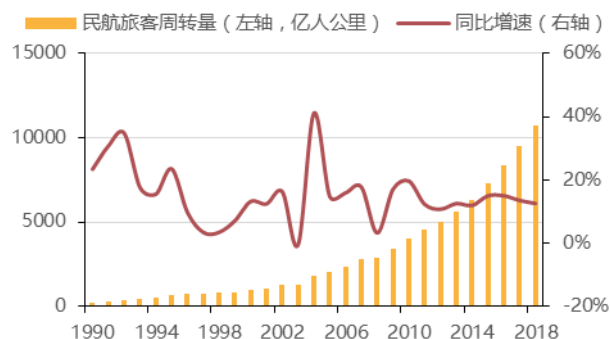
伴随着经济持续增长, 居民消费能力不断增强, 作为民众出行方式顶峰的我国民航业依旧处于中高速发展期, 2010-2018 年全民航旅客运输量从 2.68 亿人次增长至 6.10 亿人次, 年化增速 10.84%, 旅客周转量从 4039 亿人公里增长至 10712 亿人公里, 年化增速 13.0%。

图 3: 民航旅客运输量及同比增速



资料来源: Wind, 天风证券研究所

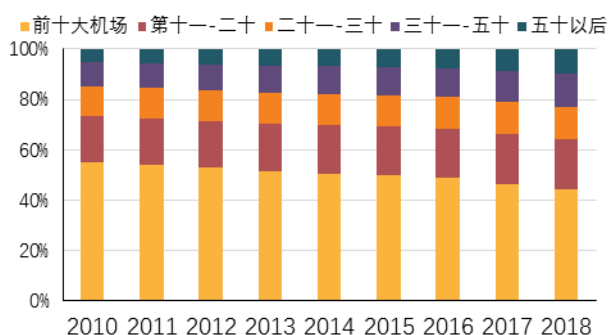
图 4: 民航旅客周转量及同比增速



资料来源: Wind, 天风证券研究所

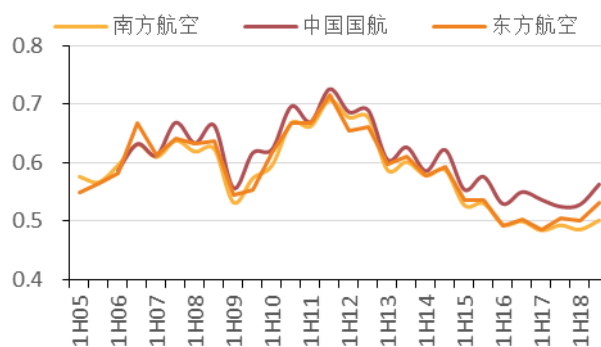
民航提供产品具备较高的同质性, 产品的低差异度及近年来不断下降的市场集中度导致市场持续处于高度竞争状态, 同时由于近年来一线城市机场时刻资源饱和, 增量运力大量投放至低收益的二三线市场, 叠加高铁逐步成网造成分流, 除 2018 年受时刻收紧政策及票价改革双重刺激外, 2011 年后我国民航整体运价仍呈现下跌态势。

图 5：民航分类别机场市场份额



资料来源：Wind，天风证券研究所

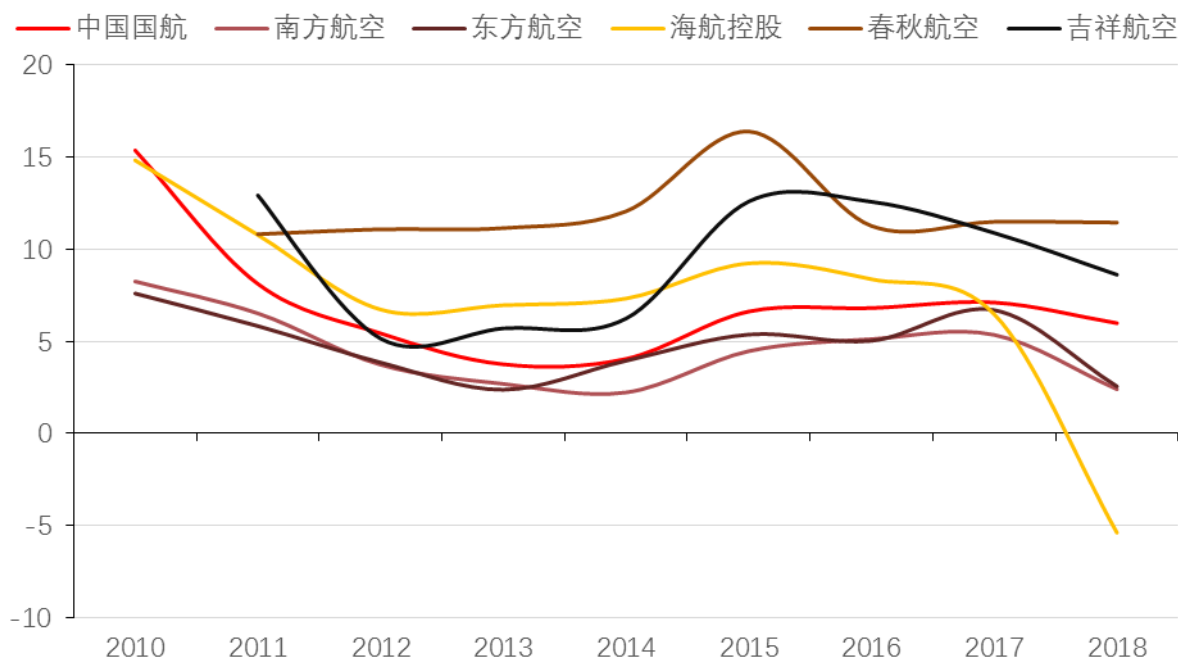
图 6：三大航客公里收益



资料来源：公司公告，天风证券研究所

纵使行业处于中高速发展期，但高度竞争及市场下沉依然导致整个行业依然处于低利润区间，全行业净利润率长期低于 10%。2018 年三大航整体净利润率平均为 3.65%。海航录得大幅亏损，民营上市航空公司中，春秋航空盈利能力最高，2018 年为 11.46%，吉祥为 8.63%。

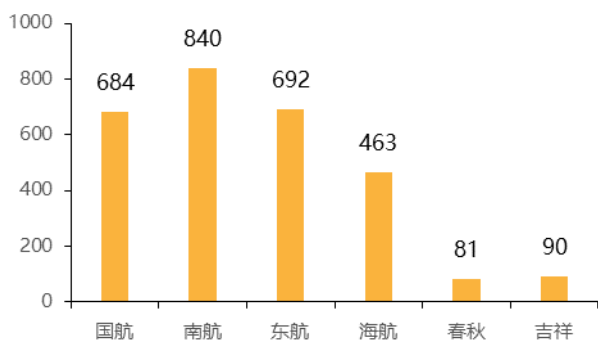
图 7：各公司销售净利润率 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

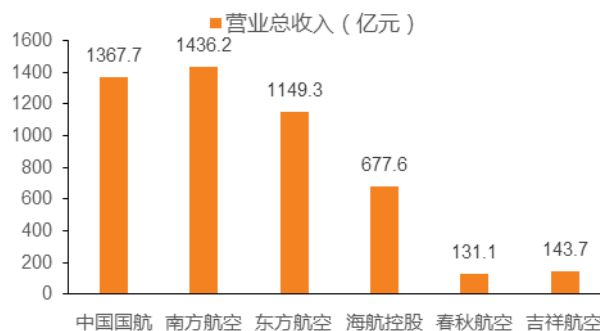
我国民航机队规模已位居全球第二，国航、南航、东航、春秋、吉祥 2018 年机队体量分别达到 684 架、840 架、692 架、81 架、90 架。庞大的机队规模带来相当规模的营业收入，2018 年三大航收入规模均为千亿级别，春秋、吉祥也均在百亿元级别，高收入体量伴随低利润率便意味着一旦收入成本端部分变量发生波动，业绩的弹性较大。

图 8：2018 年各航空公司机队规模（架）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

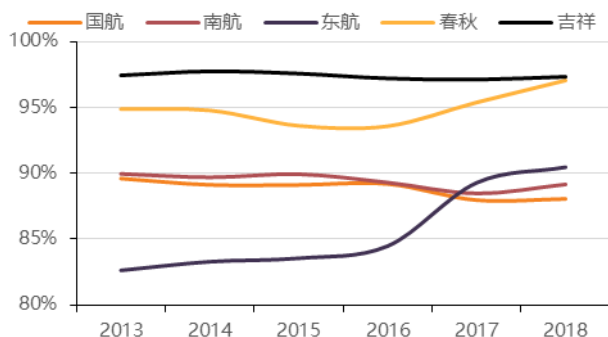
图 9：2018 年各航空公司营业收入



资料来源：Wind，天风证券研究所

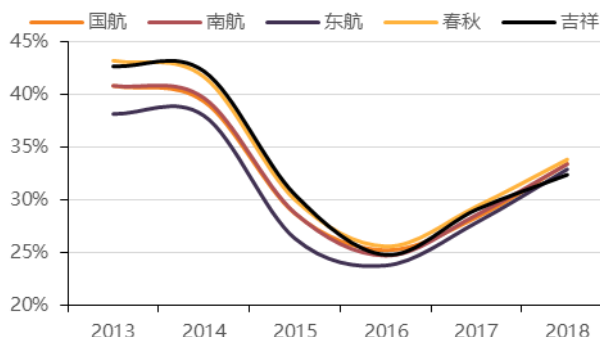
航空公司业绩弹性的核心来源有三点。第一是运价：我国航空公司收入端的核心构成部分为民航空运收入，对大航而言，客运收入占整体营收比重的 90%左右，对于民营航司而言，由于其不运营货机，客运收入占比更高，在 95%以上。因此高收入体量及低利润率导致一旦运价发生波动，航空公司的业绩弹性大。第二个弹性来源为油价：民用航空飞机燃料成本开支庞大，就我国航空公司而言，2018 年航油成本占各航空公司营业成本比重超三成。航油成本直接与国际油价挂钩，滞后国际油价变动约一个月，油价大幅波动导致航空公司成本端波动幅度较大，进而影响业绩。第三个弹性来源为汇率：航空公司大量的账面美元净负债暴露导致汇率波动带来显著汇兑损益，影响财务费用，进而影响业绩，即便是当前汇兑中性的小航空公司，因 2021 年会计准则变更，经营租赁并表后同样有汇兑敞口暴露。

图 10：各航空公司客运收入占营业收入比重



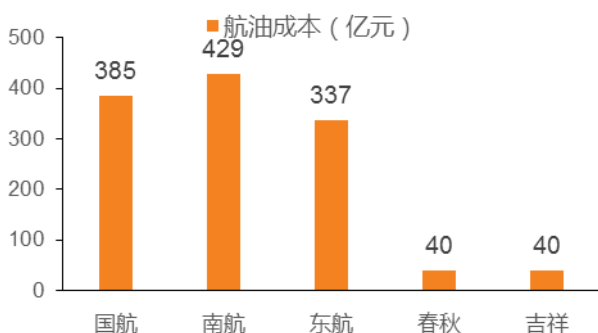
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 11：历年各航空公司航油成本占营业成本比重



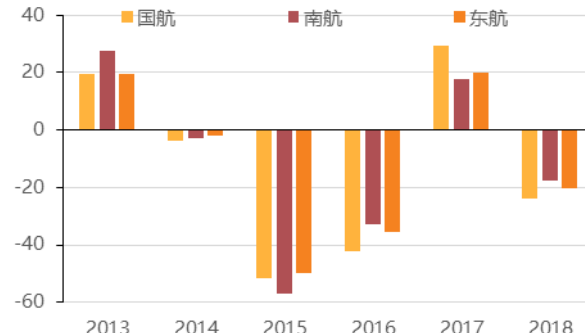
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 12：各航空公司 2018 年航油成本绝对额



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 13：三大航历年汇兑损益（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

多重弹性互相扰动使得航空股投资难度较大，也使得在市场情绪升温之时股价显著波动，且同时考虑众多剧烈波动的变量使得航空股投资时点不易把握，因此航空股较好的介入时点往往来自于股价低迷，低预期低估值之时，反而是一切明晰的时候，股价已经接近山顶

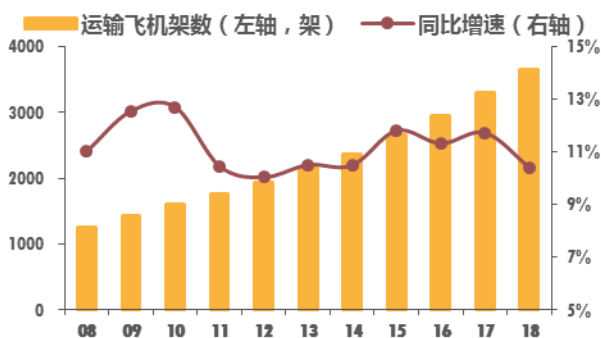
2.2. 2020 年供需展望及我们如何看待大兴机场对行业产生的影响

2.2.1. 供给端主要受政策不确定性影响，持续严控时刻方可带来供给侧逻辑

随着民航业的发展，我国各航司航线网络纵横交织，已经形成了你中有我、我中有你的大格局，因此民航业的分析从来都是自上而下的。航空的分析框架首先依然要研究供需，而需求往往难以量化分析，因此细致的研究民航主要从供给则入手。

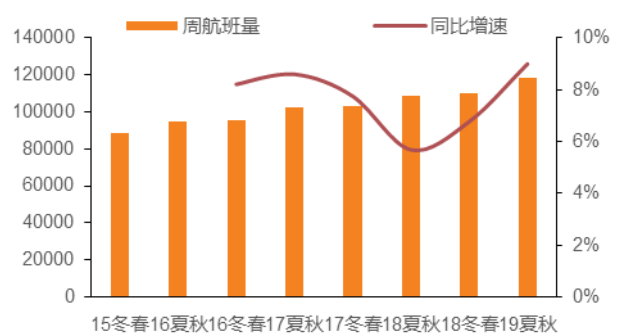
民航供给创造的链条为航空公司购买飞机，选定航线，安排时刻并投放运力，那么分析供给的两大变量即为飞机数量及时刻数量。过去我国民航运输飞机数量每年以 10% 左右的速度增长，而核心机场时刻则由于空域资源及机场地面保障能力限制而有显著放缓，增量时刻主要来自于二三线机场，2016-2018 年整体时刻增速依然在 8% 左右。

图 14：我国民航运输飞机数量及同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 15：各航季周航班总量及同比增速

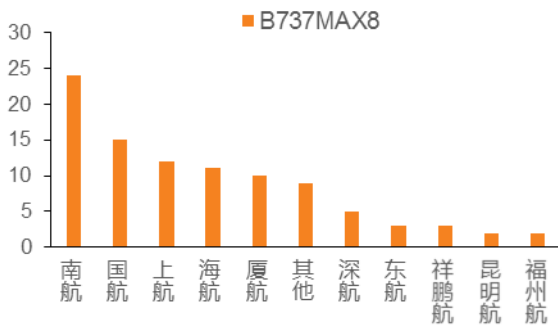


资料来源：Pre-flight，天风证券研究所

供需决定价格。2017 年 9 月民航出台控总量调结构文件，限制枢纽机场及胡焕庸线东南侧机场时刻增量，2017 冬春航季、2018 夏秋航季民航时刻增量仅为 7.7%、5.7%，2018 年暑运严控加班，供给被严格控制，需求平稳增长，全民航价格显著提升，也在很大程度上印证了供给侧逻辑在政策严格执行且具备连续性的前提下真实有效。

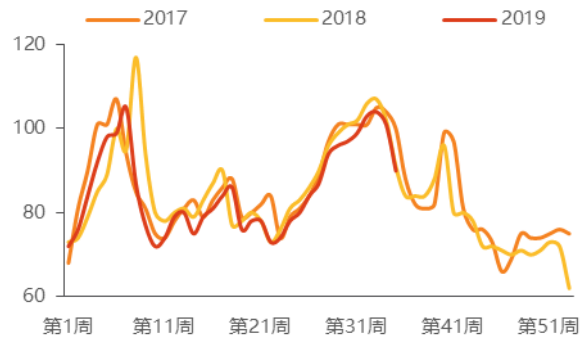
控制繁忙机场时刻实属在民航高速发展与空域不开放矛盾激化下为保障安全准点运营的权衡之举。2019 年春运民航局试点红眼航班运行，夏秋季时刻同比增量达到 9%，时刻控制政策明显松动，也恰因如此，即便是在 B737MAX 全面停飞，全民航超 3% 的存量运力停放及拟新增运力引进受阻的情况下，由于去年同期时刻收紧力度大，飞机存量利用率低，航空公司提高飞机整体运营效率，2019 年 7 月暑运旺季民航航班量同比仍增长 8%。超出预期的运力投放及宏观经济低迷下偏弱的公商务需求导致 2019 年暑运旺季价格同比出现下滑，而市场期待的硬件层面供给缺口在时刻政策松动的夏秋航季并未明显兑现。

图 16: 各公司 B737MAX 数量



资料来源: 波音官网, 天风证券研究所

图 17: 2019 年民航运价指数



资料来源: 中航信航指数, 天风证券研究所

由于民航供给创造链条中, 飞机-时刻-ASK 传导路径中, 时刻执行率的天花板难以量化, 且一旦时刻松动, 从目前的结果看, 航空公司会倾尽所有创造供给。2019 年 8 月民航局再度出台政策控制时刻总量保障建国 70 周年大庆前民航市场运行的绝对安全和效率, 政策的不确定性及 2020 年北京市场因大兴机场密集转场时刻逐步放量, 市场对供给侧逻辑的认同度已经有所下降。

另一方面, 抛开时刻不谈, 波音 737MAX 停飞及延迟交付如持续更长时间, 由于机队规模的刚性约束, 供给增速迟早会逐步走低, 只是 B737MAX 飞机停飞及延迟交付并非意味着其永久退出历史舞台, 但考虑到波音方面解决该机型存在的一系列问题需要时间, 且各国对该机型适航审批重启也需要一定的时间周期, 因此硬件层面的供给缺口何时修复也不确定, 因此分析后续民航供给具体增速几何的难度较大。

■ 期待冬春季时刻政策的严格执行

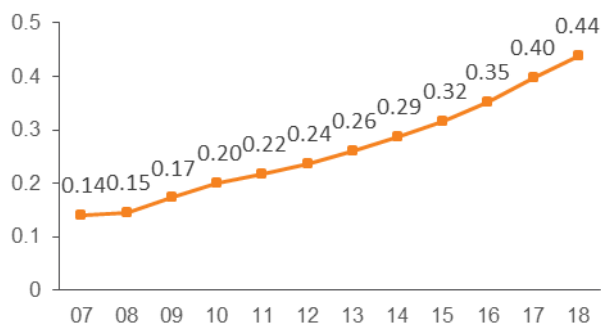
2019 年冬春航季时刻配置政策出台, 继续严格控制 22 个航班时刻主协调机场时刻增量, 增量控制在 3%以内, 时刻辅协调机场及其他千万级机场, 时刻增量控制在 5%以内, 吞吐量 500 万-1000 万级别机场增量控制在 10%以内, 吞吐量 200-500 万级别机场控制在 15%以内, 100 万-200 万级别机场控制在 20%以内, 100 万以下级别机场每小时时刻容量最大不好过 4 个起降架次、每 15 分钟不超过 1 个架次为标准, 仅对 2018 年冬春季放行正常率达到 85%以上、2019 年以来容量标准和航班时刻协调参数进行过调整的机场额外奖励增量时刻 1%, 放行正常率不足 70%的机场原则上不增时刻。

由 2018 年暑运和 2019 年暑运的市场表现我们可以大致得出结论, 当前我国航空公司创造供给的核心约束仍然是时刻而非飞机。如政策严格执行, 我们认为冬春航季时刻增速环比夏秋季将明显下降, 从时刻层面持续压制供给, 带来运价修复。

2.2.2. 需求长期空间广, 短期或在十月有所复苏

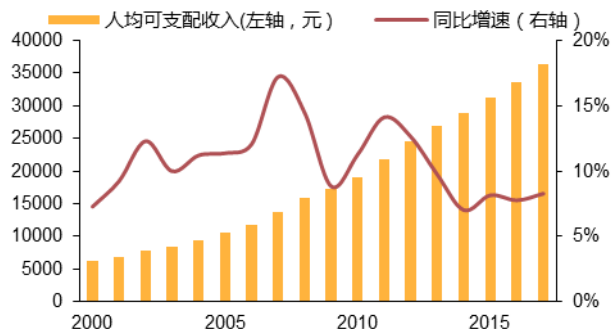
我国民航 2018 年旅客运输量 6.1 亿人次, 已经是世界第二民航大国, 但人均乘机次数仍不足 0.5 次。随着经济进一步发展, 居民消费水平再度提升, 不论从居民消费升级出行方式选择多样化的逻辑来讲, 还是民航高频数据走势来看, 我国民航需求仍正在并将持续处于中高速增长区间。从另一个层面来看, 新建及扩建民用机场如火如荼, 我国航空公司的运力引进的热情不减, 可见民航参与者也对中国民航事业的发展前景有着充分的信心。

图 18：我国年度人均乘机次数



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 19：我国居民可支配收入

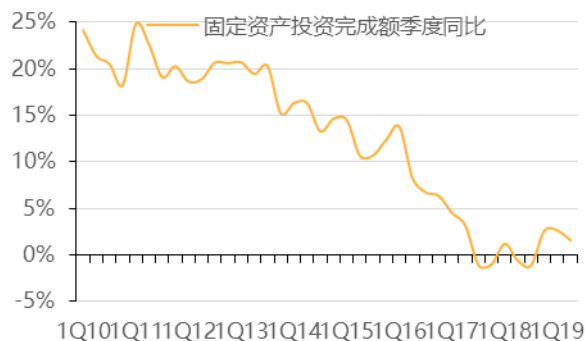


资料来源：Wind，天风证券研究所

从宏观经济来看，我国经济仍处于 L 型探底的进程中，短期经济数据疲弱，固定资产投资额，进出口总额有所放缓，受其影响，公商务旅客贡献疲软，无法形成明显拉动行业运价的向上动能。天风宏观团队认为，在逆周期政策的适度对冲下，经济有望在 3 季度中后期阶段性企稳，部分行业景气度接近触底并有望步入上行期，经济短期不会很难再向更坏的方向发展，因此在需求景气度或见底复苏。

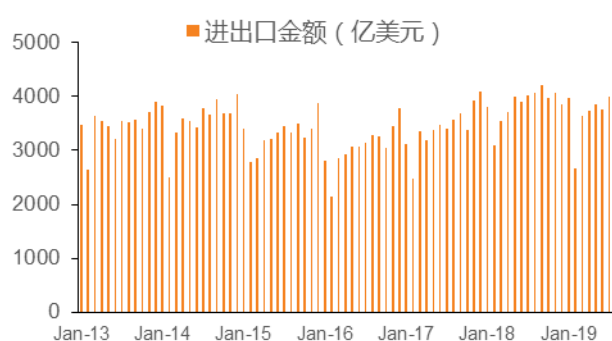
短期来看，因建国 70 周年大庆在即，部分公商务需求可能于 9 月受种种影响而被压制，10 月国庆结束后有望阶段性释放需求，且去年 11-12 月民航运价及客座率均处于低基数状态，因此四季度民航运价及客座率表现有望好于市场预期。

图 20：我国固定资产投资完成额季度同比



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 21：我国进出口总额



资料来源：Wind，天风证券研究所

2.3. 三大航博弈大兴机场，行业或仍处于较高景气区间

2019-2020 年我国民航面临的一大变量即为北京大兴机场开始投入运营。过去一年时间大兴机场专场方案一波三折，目前时刻分配计划已经基本确定。国航系及海航系公司主要保留在北京首都机场运行，同时国航获得大兴机场 10% 的时刻资源；南航系公司全部搬迁至北京大兴机场、东航系公司除京沪线保留在首都机场 T2 运营以外，其余全部搬迁至大兴机场。

表 2: 大兴机场转场初步方案 (时刻: 个)

分类	航空公司	W19	S20	W20	S21	W21
南航集团	南航	25	198	262	316	319
	厦航	0	53	58	53	58
	重庆航	0	4	5	4	5
	河北航	30	30	30	30	30
	合计	55	285	355	403	412
东航集团	东航	22	111	142	185	178
	上航	0	0	0	7	10
	中联航	131	134	131	134	131
合计	153	245	273	326	319	
中航集团	国航	22	44	66	88	105
	首都航空	30	30	30	30	30
其他	吉祥航空	5	3	5	3	5
	外航新增	16	32	48	64	80
	外行转场	6	28	22	28	22
	邮政航空	0	0	0	5	5
	合计	287	667	799	947	978
	大兴容量	370	670	810	980	1050
待定	长龙	不转	4	4	4	4
	东海	不转	2	2	2	2
	川航	不转	31	34	31	34
	祥鹏	不转	2	1	2	1
	金鹏	不转	8	8	8	8
	西藏	不转	2	2	2	2
	顺丰	不转	16	16	16	16

资料来源: 民航资源网, 天风证券研究所

至 2021 年夏航季, 在不考虑北京两机场准点率均达标给予奖励时刻的前提下, 北京市场中大兴机场每日将安排 1050 个时刻, 首都机场将减少至 1350 个时刻, 总时刻量达到 2400 个, 相比于 2019 年夏秋季增长 26%, 绝对增量占我国民用机场 2019 年夏秋季时刻总量的 1.64%。1.64% 的绝对增量对全局的影响看似不大, 但考虑由于北京一市两场运行初期以首都机场航班平移至大兴机场为主, 涉及到存量高收益市场利益再分配问题, 因此市场格局改变将导致民航核心市场基本面或有显著变化。

市场对一市两场如何演进并无一致预期, 事实上也确实很难预判。首先, 从市场份额来看, 直观而言, 转场初期至 2021 年夏秋季, 如按照当前转场初步方案及 2019 年夏秋季时刻表数据, 国航系公司于北京地区的时刻份额将从 38% 下降至 34.5%, 南航市场份额将从 15.3% 上升至 17.2%, 东航市场份额将从 19.8% 下降至 15.7%, 但考虑到如果大兴机场提前完成 4500 万吞吐量目标, 老机场可能一次增补时刻, 届时国航市场份额降幅可能远小于前述测算值。

表 3：三大航于北京市场周度时刻份额估算

	首都机场及南苑机场原有时刻	转场后大兴机场时刻	转场后首都机场时刻	北京市场时刻合计	转场前市占率	转场后市占率
国航	5068	735	5068	5803	38.0%	34.5%
南航	2036	2884	0	2884	15.3%	17.2%
东航	2638	2233	409	2642	19.8%	15.7%

资料来源：CAAC, pre-flight, 天风证券研究所

第二，由于我们很难在全球范围内找到在一个成熟且需求被严重压制的民航市场中增开一个同规格但距离市区更远的机场之先例，且由于全球范围各成熟一市多场成型的时间较早，相关价格数据极难获取，因此无法对各航空公司运价走势变动有明确的量化分析。市场目前主流观点认为由于新机场距离市区较远且北京核心商务人士聚集于中心城区及东部使馆区、北部的高教园区，且新机场投入初期配套交通设施可能尚未完善，同时东航旗下中联航作为低成本航空切入市场与全服务航空共同开展业务，可能导致东航、南航需要以低价格吸引旅客乘机进一步造成收益品质下降。而我们认为商务旅客中东南航客户有可能“用脚投票”选择转乘国航航班出行，国航客户也有可能价格的诱惑下转投东南航的怀抱。对于整个民航的大网络而言，民航近年来的市场结构下沉拉低整体运价，而增投一线城市运力对整个民航大环境来说未尝不是一件好事，因此我们无法判断各航空公司各自的运价趋势具体如何。

第三，大兴机场一市两场转场政策在一年多的时间内屡次变动，从起初的设定四年过渡期，到目前的两年过渡期，从东航全部搬迁至大型机场到保留京沪线在首都机场运营，国航从在大兴机场不获取时刻资源到获取 10% 的时刻资源。政策后续演变的不确定性也导致北京一市两场运行的推演存在较大难度。

综上所述，2020 年民航供给由于供给侧政策及 B737MAX 复飞的双重不确定性难以量化，但即便放开，无非是回到 2019 年初 B737MAX 停飞之前的状态，至少不会失控；需求端或阶段性企稳复苏，整个民航市场仍将处于景气度较高的区间。

■ 上海市场有望成为明年民航市场亮点

我们前面提到，大兴机场的投产将对北京市场的竞争格局产生重大影响，各航空公司于北京市场确实可能有竞争加剧的风险，因此我们认为上海市场有望成为明年民航市场的亮点。首先如果东航在北京市场面临明显竞争，则上海地区保收益很可能成为未来两年的策略，同时其与吉祥的交叉持股或进一步削弱竞争，春秋航空与前述两者错位竞争，竞争激化的可能性低。三者占上海两机场时刻资源的 56.9%，占主要执飞国内航班的虹桥机场时刻资源的 68.9%，因此我们认为 2020 年民航市场运价的亮点很可能在上海市场，两大民营航空也有望有所获益。

2.4. 简要回顾国航历次底部估值水平，低估值低预期往往是介入良机

当前航空股又回到了低估值低预期的时点，回顾国航上市以来的股价表现，其经历了五轮大涨大跌，其中每轮行情的涨幅最少为 70%，最大为 963%。

图 22：国航历史股价走势



资料来源：Wind，天风证券研究所

表 4：五轮涨跌周期国航表现

	起始日期	起始股价	结束日期	结束股价	区间涨跌	指数涨跌	超额收益	持续交易日
第一轮上涨	2006年8月18日	2.46	2008年1月2日	26.15	963%	230%	733%	334
第一轮下跌	2008年1月2日	26.15	2008年11月6日	2.98	-89%	-67%	-21%	207
第二轮上涨	2008年11月6日	2.98	2010年10月26日	14.99	403%	77%	326%	478
第二轮下跌	2010年10月26日	14.99	2014年6月23日	3.01	-80%	-33%	-46%	888
第三轮上涨	2014年6月23日	3.01	2015年6月29日	14.53	383%	81%	302%	250
第三轮下跌	2015年7月28日	14.53	2016年2月29日	5.83	-60%	-27%	-33%	142
第四轮上涨	2016年2月29日	5.83	2018年2月26日	14.01	140%	24%	116%	488
第四轮下跌	2018年2月26日	14.01	2018年10月18日	6.9	-51%	-25%	-25%	158
第五轮上涨	2018年10月18日	6.9	2019年4月3日	11.76	70%	29%	41%	114
第五轮下跌	2019年4月3日	11.76	2019年9月2日	7.93	-33%	-9%	-23%	103

资料来源：Wind，天风证券研究所

回顾五轮行情，每一轮驱动股价涨跌的因素都不尽相同，但综合来看，我们大致可以判断，供需是第一重要因素，其次市场环境，再次是油价，最后是汇率。2011年后供需没有大的改善，因此每轮行情的涨幅都越来越小。市场环境则是股价的走势的放大器，油价在没有大的波动时，例如最近三年时间，汇率则成为主导股价短期走向的因素。

表 5：历次涨跌周期各变量贡献

	供需	市场	油价	汇率	区间涨跌	指数涨跌	超额收益	持续交易日
第一轮上涨	+	+	-	+	963%	230%	733%	334
第一轮下跌	-	-	+	+	-89%	-67%	-21%	207
第二轮上涨	+	+	-	0	403%	77%	326%	478
第二轮下跌	-	-	-	+	-80%	-33%	-46%	888
第三轮上涨	0	+	+	0	383%	81%	302%	250
第三轮下跌	-	-	+	-	-60%	-27%	-33%	142
第四轮上涨	0	+	-	+	140%	24%	116%	488
第四轮下跌	+	-	-	-	-51%	-25%	-25%	158
第五轮上涨	-	+	+	+	70%	29%	41%	114
第五轮下跌	-	-	+	-	-33%	-9%	-23%	103

资料来源：Wind，天风证券研究所

航空股的行情一旦形成趋势，从历史经验看，行情跨度将至少存续接近半年时间，行情的起点，对应的 PB 估值水平一般在 1.1-1.4 倍区间，当市场出现极端熊市且基本面前景无望时，如 2014 年，方才跌到 0.78 倍 PB 估值，而彼时 PE 估值则在 15 倍附近，唯一例外的是 2008 年的亏损导致股价底部负 PE。历次股价的顶点，PB 估值十分夸张，PE 估值也均在 20 倍以上。因此我们可以大致推断，每当国航 A 股跌至 1.3 倍左右 PB 时，PE 水平在 15 倍以下，可以进入到密集观察期，当 PB 估值在 2 倍以上，PE 水平在 20 倍以上，则需相对谨慎，其进一步上涨往往需要多变量配合。

表 6：历次行情始末点估值水平

上涨行情起始日	行情起始日 PE	行情起始日 PB	下跌行情起始日	行情起始日 PE	行情起始日 PB
2006 年 8 月 18 日	18.14	1.28	2008 年 1 月 2 日	108.94	11.62
2008 年 11 月 6 日	-155.69	1.41	2010 年 10 月 26 日	30.39	7.32
2014 年 6 月 23 日	13.36	0.78	2015 年 7 月 28 日	37.34	3.62
2016 年 2 月 29 日	11.63	1.31	2018 年 2 月 26 日	26.52	2.44
2018 年 10 月 18 日	13.73	1.13	2019 年 4 月 3 日	22.23	1.75

资料来源：Wind，天风证券研究所

当前国航 PE 估值 17.4 倍，PB 估值 1.38 倍，PB 估值已经接近于底部区域，当然我们无法确定具体哪个股价才是绝对的低点，只能大致判断这个位置的股价离底部并不远。近期汇率贬值风险已经显著释放，央行降准再度放出积极信号托底经济，且暑运旺季过后，市场对后续航空公司的预期也并不算高，因此我们认为主导股价的各大变量出现向积极方向变化的可能性更大，继续看好民航发展前景，推荐三大航，同步推荐汇兑中性的民营航空公司，强调市值、估值水平双低的吉祥航空。

3. 本周交运子板块观点综述

航空板块：2019 年冬春航季时刻配置政策出台，继续严格控制 22 个航班时刻主协调机场时刻增量，增量控制在 3%以内，时刻辅协调机场及其他千万级机场，时刻增量控制在 5%以内，对中小机场也提出了相应的控制机制，仅对 2018 年冬春季放行正常率达到 85%以上、2019 年以来容量标准和航班时刻协调参数进行过调整的机场额外奖励增量时刻 1%，放行正常率不足 70%的机场原则上不增时刻。由 2018 年暑运和 2019 年暑运的市场表现我们可以大致得出结论，当前我国航空公司创造供给的核心约束仍然是时刻而非飞机。如政策严格执行，我们认为冬春航季时刻增速环比夏秋季将明显下降，从时刻层面持续压制供给，

带来运价修复。近期汇率贬值风险已经显著释放，央行降准再度放出积极信号托底经济，且暑运旺季过后，市场对后续航空公司的预期也并不算高，因此我们认为主导股价的各大变量出现向积极方向变化的可能性更大，继续看好民航发展前景，推荐三大航，同步推荐汇兑中性的民营航空公司，强调市值、估值水平双低的吉祥航空。

航运板块：本周中共中央政治局委员、国务院副总理、中美全面经济对话中方牵头人刘鹤应约与美国贸易代表莱特希泽、财政部长姆努钦通话，双方同意 10 月初在华盛顿举行第十三轮中美经贸高级别磋商，此前双方将保持密切沟通。此外，9 月 6 日，中国人民银行决定于 2019 年 9 月 16 日全面下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点。此次降准释放长期资金约 9000 亿元，其中全面降准释放资金约 8000 亿元，定向降准释放资金约 1000 亿元，或将刺激制造业企业的出口需求。集运方面，当前特朗普继续加征关税有望带来类似去年的抢运行情，且航运正在进入旺季，叠加 IMO 环保公约的临近，部分运力暂时退出以抢装脱硫塔，行业运价弹性有望进一步兑现。此外，一带一路的持续推进以及上海自贸区扩区、深圳加大改革开放力度有望带来全球航运货量的提升，板块有望迎来预期差机会。

- **集运市场：**本周为正式提升关税的第一周，市场货量于短期受到一定抑制，虽然航商控制了运力的整体规模，但暂无法对冲货量增长势头的趋缓，运价出现不同程度的下降，但是我们认为中美重启和谈+央行降准有望在短期带来基本面及情绪的双修复，是一个积极的做多机会。数据方面，本周 SCFI 环比下跌 3.0%、同比下降 13.7%至 795 点。权重航线方面，欧洲航线出现降价揽货的状况，欧洲线运价环比下跌 6.2%，同比下跌 19.8%至 719 美元/TEU；地中海线状况类似，环比跌 2.0%，同比涨 0.8%至 877 美元/TEU。上海港平均舱位利用率约为 90-95%。美国航线方面，由于上周刚刚涨价，航商为维持市占率出现不同程度的降价揽货，美西线运价环比跌 3.0%、同比跌 32.8%至 1566 美元/FEU，美东线环比跌 2.2%、同比跌 25.2%至 2631 美元/FEU，上海港平均舱位利用率维持 95%左右。**集运涨价季到来，叠加央行降准、中美重启和谈、IMO 环保公约临近，部分运力停运以加装脱硫塔，供需格局略有改善等因素，短期运价有望出现较为明显的向上修复。此外，一带一路的持续推进以及上海自贸区的扩区升级、深圳加大改革开放均将带来集运的长期货量提升，行业有望迎来量价齐升的预期差机会，推荐中远海控。**
- **油运市场：**因全球经济前景暂不明朗，原油需求侧存在压力，市场运价出现不同程度的下跌。本周 BDTI 环比涨 2.4%，同比跌 13.1%至 676 点；BCTI 环比跌 1.1%、同比跌 13.1%至 464 点，CTFI 较上期大幅下跌 153 点报 834 点，大幅回落。TD3C 航线 TCE 本周跌破盈亏平衡点，接近 25000 美元/天，较上周继续下跌 21%，年同比因基数较低，约上涨 80%。国际油运方面，随着 3 季度的来临，行业将会逐步由淡转旺，且当前波斯湾的安全情况堪忧，运价如成功上涨将带来行业盈利的改善。此外，20 年起 IMO 环保公约的执行要求所有的运输船改用低硫油，但是低硫油的产能尚无保证，部分港口可能缺乏低硫油的供应，因此内贸低硫油运输需求有望提升。建议关注 OPEC 减产情况以及中美贸易战关于能源进口谈判的情况，标的关注中远海能、招商轮船。
- **散货市场：**本周散运运价继续上涨，主因地方债的投资目标与基础设施建设存在较高相关性，而 VLCC 运力又因进坞加装脱硫塔而短缺。BDI 本周环比上涨 3.5%、同比增长 66.7%至 2462 点。权重指数方面，BCI 本周环比上涨 10.8%至 4949 点，BPI 环比跌 1.9%至 2216 点，BSI 环比涨 0.1%至 1338 点。当前散运行业集中度仍旧较低，但是产业趋势正在改善，长期来看，IMO 环保公约的执行、行业的持续低迷有望带来产能逐渐出清，新船订单逐渐缩小的趋势有望得以延续，维持 2020 年或为行业长期拐点判断不变。

快递物流：快递方面，进入三季度我们认为顺丰的好转将会持续，受益于去年的低基数、特惠件的放量以及公司成本管理的持续改善，我们认为公司月度经营数据与业绩都将持续改善，且超过 Q2 增幅。通达系中，中通依然为单季度业绩增幅最快的公司，A 股中韵达

表现领先，规模效应+成本改善反哺市场获取的逻辑依旧；圆通受货代影响、申通受并表后扩产的扰动带来短期业绩增长略慢于竞争对手，我们期待公司下半年持续进行改善的潜力。

此外，继续推荐密尔克卫，长期逻辑看，江苏化工爆炸推动行业监管收严，密尔克卫公司质地优良、大客户对接稳定，公司继续沿着内生+外延路径快速扩张，我们看好公司今年业绩释放逐季加速，看好公司长期成长价值。

机场板块：我们认为口岸出境免税店政策对三大枢纽机场短期几无影响，长期看政策执行力度也存在一定弹性，继续看好居民消费升级及海外消费回流共振刺激下的免税行业的发展空间。中免市内店开业后受政策限制，暂不对国人开放，分流非常有限，而机场作为地主方根据免税销售额抽取佣金，商业模式优质，业绩持续增长。目前市场资金更加偏好增长稳定，前景明朗的消费类品种，带来估值提升的逻辑。机场板块的消费属性带来长线的配置价值，推荐上海机场、首都机场股份、白云机场，关注深圳机场。

主题机会：继续重点提示上海相关股票，目前美方重提加征关税，自贸区扩区加大进口的战略定位及目标更为明确，后续的配套政策有望超预期。【大虹桥串联长三角】：长三角一体化上升至国家级战略，大虹桥是上海西大门，淀山湖是上海大都市圈飓风眼，周围环绕着上海青浦、苏州的昆山&吴江、浙江的嘉善，定位于高新技术产业，致力于打造科创硅谷。【自贸区政策有望升级】：上海东向的自贸区以洋山临港作为核心区域，致力打造为国际标准化自贸区。近期，上海自贸区政策东风不断，在税收、货币兑换等方面或有超预期的新政颁布。东线临港区域：建议关注地产—上海临港、光明地产；推荐物流：上港集团，关注：华贸物流；西线青浦苏州区域：建议关注地产-上实发展、苏州高新；物流：推荐圆通、申通、韵达快递；建议关注保税科技、新宁物流、万林物流、飞力达。

铁路板块：京沪高速铁路股份有限公司（下称京沪高铁公司）于上月底变更了董事长，原董事长余邦利卸任，由刘洪润接任，刘洪润同时也是国铁路财务有限责任公司董事长。投资上，19年铁路以改革为主线，中央经济工作会议自2016年开始连续第三年点名铁路改革，强调要以股份制改造为牵引，铁路板块的估值预计将随整个混改预期再起而提升。标的上，广深铁路PB估值跌至0.75x，公司弹性在于土地价值与客运业务，去年二季度业绩基数低，今年预计有望同比较大幅度修复；大秦铁路为高股息率品种，今年虽运量略有波动，但整体依旧在产能利用率较高的状态下经营，具备避险价值；铁龙物流：随着公转铁持续、沙鲛线有望量价齐升释放业绩弹性，另外公司运营铁路特种集装箱业务，业务拓展空间巨大。

高速板块：高速公路板块具备低贝塔、类债券属性，2018年股息率较高的标的股价表现更优，因此拉长时间轴，我们继续看好具备区域优势的高股息标的，推荐深高速，关注粤高速A，宁沪高速。

港口板块：2019国际经济增速放缓，进出口需求存在一定压力，叠加国家降低物流成本的政策导向，我们认为板块投资机会更多将来自主题性的大幅增长以及长期受益于环保压力下“公转铁”新增货量的低估值标的。8月18日，中共中央、国务院印发《关于支持深圳建设中国特色社会主义先行示范区的意见》，在更高起点、更高层次、更高目标上推进改革开放，有利于更好实施粤港澳大湾区战略，对比国际港口城市的经济地位，深圳及上海仍有非常大的地位提升空间，未来在税收、货币等方面都存在超预期的可能！关注核心标的盐田港、招商港口、上港集团的预期差机会！

投资建议：推荐上海机场、白云机场、顺丰控股、密尔克卫、韵达股份、申通快递、圆通速递、东方航空、中国国航、南方航空、中远海控、上港集团，关注深圳机场、华贸物流、保税科技。

风险提示：宏观经济超预期下滑；国企改革不及预期；航空票价不及预期；快递行业竞争格局恶化。

4. 本周报告和重大事件

4.1. 本周重点公司报告

4.1.1. 中远海控（601919）：集运业务大幅改善，单箱收入表现亮眼

事件：中远海控披露中报业绩，实现营业收入 721.01 亿元，同比增长 60.0%；归母净利润 12.37 亿元，同比大增 2932.8%；扣非归母净利润 10.5 亿，同比扭亏。

大力推行 OCEAN&PLUS 战略，数字化+端到端带来集装箱航运及相关业务持续放量。公司依托于规模化的班轮规模及网络，延伸端到端业务，提升为客户创造价值的能力的同时，毛利额大幅增长，H1 集团集运及相关业务实现毛利 63.5 亿元，同比增长 230.6%。公司首次披露集装箱业务 EBIT33.8 亿元，EBIT Margin4.9%，较去年同期提升 3.7%。其中中远海运集运实现 EBIT20.3 亿元，EBIT Margin4.3%，较去年同期提升 3.1 个 pct。

集运业务量价齐升，航线收入表现亮眼。公司上半年实现航线收入 638.8 亿元（数据未考虑内部抵消），较去年同期 384.7 亿元增长 65.9%，其中中远海运集运取得 435.0 亿元，同比增长 13.1%。货运量方面，集团完成货运量 1,245.9 万标准箱，同比增长 39.8%。其中，中远海运集运完成货运量 908.5 万标准箱，同比增长 2.0%；价格方面，集团单箱航线收入受益于景气度回升及人民币贬值录得 5123.2 元/TEU，同比大增 18.7%；以美元计的国际航线单箱收入达 882.2USD/TEU，同比提升 36.75 美元/TEU。

协同效应带动集运业务成本下降，燃油成本影响有限。H1 公司集运业务板块以美元计的单箱成本较去年同期下降 0.3 个 pct，其中中远海运集运单箱成本微升 1.2%，扣油单箱成本持平；东方海外单箱成本下降 1.7%、扣油成本下降 2%。

持有待售资产长滩码头，有望为公司带来高额一次性收益及充沛的现金流，为后续业务发展奠定基础。公司收购东方海外过程中，东方海外、中远海控与美国国土安全部及司法部就东方海外持有的美国长滩码头签订了国家安全协议，并已于 4.30 公告出售资产，当前该资产账面价值 104.5 亿人民币，有望带来高额的一次性收益及充沛的现金流，为公司的后续发展带来腾挪空间。

投资建议：公司盈利水平及行业竞争格局已出现较为明显的改善，当前集装箱船订单基本交付完毕，预计后续资本开支大幅下滑，集运业务具备高弹性。不考虑长滩码头一次性收

益的情况下，将 19 和 20 年盈利预测由 18.6、20.4 亿元上调至 29.7、32.7 亿元，预计 2021 年归母净利润为 58.7 亿，对应 2019-2021 年 PE19.5X、17.7X、9.9X，上调评级至“买入”评级。

风险提示：宏观经济超预期下行、燃料油成本超预期上行、行业竞争格局超预期恶化、安全事故等

4.1.2. 吉祥航空（603885）：收益品质稳中有升，二季度成本压力显著缓解

事件：吉祥航空披露 2019 年中报，上半年营业收入 80.61 亿，同比增长 16.32%，实现归母净利润 5.79 亿，同比下降 6.4%。二季度实现营业收入 39.3 亿，同比增长 18.3%，实现归母净利润 1.78 亿，同比下降 4%，降幅环比一季度有所收窄。

业务量增长，收益品质稳中有升，营收增速超 15%。上半年在机队规模扩张，B787 宽体客机数量达到 4 架，公司实现 ASK 增速 16.8%，RPK 增速 15.5%，客座率 85.38%，同比下降 0.41pct。收益品质稳中有升，不考虑剥离华瑞租赁并表范围缩小的影响，上半年单位 RPK 营业收入 0.4726 元，同比上升 0.7%。在量价齐升的共同刺激下，公司营收增速超 15%，其中二季度达到 18.3%。

B787 利用率提高，成本压力显著缓解。上半年单位油价基本与去年持平，公司航油成本 21.26 亿，同比增长 17.5%，基本与业务量增长相近。非油成本方面，上半年 B787 客机利用率显著提高，日利用小时数达到 11.57 小时，远高于去年全年 8.71 小时的日利用率水平，因此不同于去年四季度超 20% 的增长，公司上半年单位 ASK 非油成本 0.2389 元，同比提高 4.3%，其中二季度为 0.2397 元，同比升幅收窄至 2.2%，成本压力显著缓解。随着 B787 开始执飞洲际航线，飞机利用率有望进一步提高，预计下半年公司单位非油成本水平将不断优化。

财务费用上升导致费用水平有所提高，业绩微降基本符合预期。上半年公司销售费用率 3.84%，同比下降 0.31pct，管理（含研发）费用率 2.79%，同比上升 0.16pct，由于引进飞机导致借款规模扩大，公司财务费用率 1.76%，同比上升 0.58pct。考虑到下半年再融资资金有望落地，财务成本压力有望缓解。补贴收入有所增长，其他收益 1.98 亿元，同比增加约 4600 万元，整体来看，业绩微降基本符合预期。

投资建议：伴随着洲际航线的开辟，公司成本端压力最大的时期或已过去。未来公司将立足上海，优化航线网络，积极营销，与东航交叉持股强化合作并优化上海地区竞争格局，旗下九元航空则继续在低成本航空领域探索，为旅客提供差异化服务。考虑到虽然公司成本压力未来将逐步缓解，但稳态水平或依然高于历史平均水平，因此相比前次报告，自 15.3 亿、19.2 亿、23.1 亿分别下调 2019-2021 年盈利预测 10.5%、14.8%、18.8%至 13.7 亿、16.3 亿、18.7 亿。鉴于公司优良的成长性，维持“买入”评级，暂不考虑增发对股本的摊薄，自 18.3 元下调目标价 10.7%至 16.34 元，对应 2020 年 EPS 的 PE 估值为 18 倍。

风险提示：宏观经济下滑，油价大涨，汇率贬值，安全事故

4.1.3. 东方航空 (600115): 高基数导致收益品质有所下降, 业绩小幅走低

事件: 东方航空披露 2019 年中报, 上半年实现营业收入 587.8 亿, 同比提高 8.0%, 实现归母净利润 19.43 亿, 同比下降 14.9%。二季度实现营业收入 287.3 亿, 同比增长 3.84%, 实现归母净利润-0.63 亿元。

二季度高基数导致收益品质有所下降, 收入增速明显放缓。上半年公司 ASK 同比增 10.36%, RPK 增 10.61%, 客座率 82.66%, 同比提高 0.19pct。由于二季度宏观经济相对低迷, 公商务需求承压, 叠加去年同期的运价高基数, 公司单位收益有所下降, 单位 RPK 营业收入约 0.53 元, 同比下降约 5%, 同时二季度公司 ASK 增速下降至 10.1%, 低于一季度 11.2% 的升幅, 且客座率下降 0.43pct, 低于一季度同比上升 0.89pct 的表现, 此外, 公司处置上航国旅, 后者不再并表, 综合因素导致公司二季度收入增速仅为 3.84%, 并拉低整个上半年增速。

租赁并表导致成本腾挪, 但整体水平基本保持稳定。上半年公司航油成本 166.25 亿, 同比增速基本与运力投放量接近, 非油成本方面, 公司起降费、餐食机供品成本增速基本与业务量增速接近, 职工薪酬、飞发维修费用增速水平分别为 13.9%, 略快于业务量增速。因租金准则更改, 公司经营性租赁飞机进表, 租赁费用几乎归零, 而折旧费用增加 30.36 亿至 97.29 亿, 同比增长 45.4%, 但整体来看, 公司成本水平基本保持稳定。

销售、管理费用水平小幅优化, 财务成本因准则调整明显增加。上半年公司销售费用率 5.06%, 同比下降 0.2pct, 管理 (含研发) 费用率 2.74%, 同比微升 0.08pct, 由于经营租赁进表, 公司租赁利息显著提升, 利息支出同比增加 5.54 亿, 同时因上半年汇兑损失 1.96 亿, 带动财务费用率达到了 4.73%, 同比微升 0.17pct, 扣汇财务费用率 4.40%, 同比提升 0.84pct。

补贴收入基本平稳, 投资收益略有增加。上半年公司其他收益 29.76 亿, 同比提高 1.61 亿, 基本平稳, 投资收益因处置上航国旅等原因达到 2.62 亿, 同比提高 1.72 亿。公允价值变动损益 1800 万元, 同比降低 2.25 亿, 主要是去年外汇远期合约收益较多带来的高基数导致。整体来看, 上半年公司扣汇利润总额 29.1 亿, 同比下降 14.5%, 业绩基本符合预期。

投资建议: 随着未来大兴机场的投产, 公司战略目标明晰, 北京、上海枢纽形成“双龙出海”的航线网络布局, 且核心黄金干线京沪线经努力保留在首都老机场运行平稳收益品质, 与吉祥航空交叉持股协同作战进一步优化上海市场竞争格局, 发展空间广阔。考虑到相比于前次报告汇率明显贬值, 自 88.3 亿、105.0 亿、134.1 亿分别下调 2019-2021 年盈利预测 50.1%、25.1%、32.6%至 43.4 亿、78.6 亿、90.4 亿, 暂时不考虑暂未落地的 A 股增发, 考虑到三大航历史 PE 估值中枢约为 15 倍, 自 9.15 元下调目标价 13.9%至 7.88 元, 对应 2020 年 EPS 的估值为 15X。

风险提示: 宏观经济下滑, 油价大涨, 汇率贬值, 安全事故

4.2. 本周重大事件

表 7: 重大事件回顾 (2019 年 9 月 2 日-2019 年 9 月 8 日)

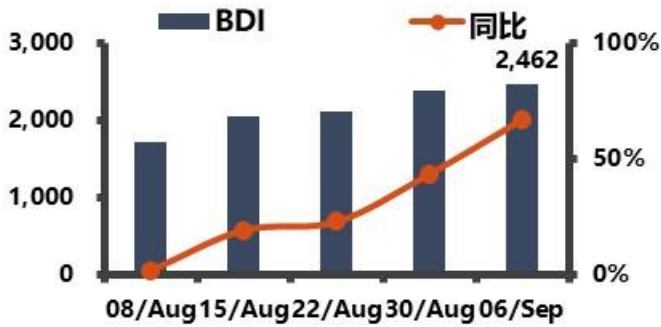
重大事件	
高速公路	赣粤高速 (600269.SH) 公告控股股东增持公司股份计划, 增持公司股份 12.45 百万股, 占公司总股本 0.53%。

铁路	本周板块暂无重大公告。
公交	德新交运 (603032.SH) 公告重大资产重组实施进展, 乌鲁木齐市沙依巴克区房屋征收与补偿管理办公室征收了公司的乌鲁木齐汽车站、乌鲁木齐国际运输汽车站等资产, 同时将高铁新客站部分资产补偿给公司并支付 6,611 万元货币补偿款。
物流	<p>保税科技 (600794.SH) 公告与京东数字科技控股有限公司签订《战略合作意向书》, 拟建立战略合作伙伴关系。</p> <p>顺丰控股 (002352.SZ) 公告持股 5%以上股东顺达丰润部分股份解除质押, 解除质押股数 18.46 百万股, 占其所持股份 5.66%。</p> <p>畅联股份 (603648.SH) 公告高级管理人员周颖因个人原因辞职。</p> <p>音飞储值 (603066.SH) 公告截至 2019 年 8 月 31 日, 公司以集中竞价交易方式回购股份 2.20 百万股, 占公司总股本 0.73%, 购买最高价 7.33 元/股, 最低价 7.06 元/股, 已支付总金额 158.28 百万元。</p> <p>德邦股份 (603056.SH) 公告截至 2019 年 8 月 31 日, 公司以集中竞价交易方式回购股份 74.37 万股, 占公司总股本 0.08%, 购买最高价 12.23 元/股, 最低价 11.69 元/股, 已支付总金额 8.95 百万元。</p> <p>万林物流 (603117.SH) 公告公司向 8 名特定投资者非公开发行限售股 51,820,932 股, 已于 2016 年 9 月 6 日上市流通。</p> <p>嘉友国际 (603871.SH) 公告公司与中土集团刚果分公司就刚果卡松巴莱萨-萨卡尼亚道路与陆港现代化改造项目签订重大项目建设工程施工合同, 合同金额 2.29 亿美元, 项目施工期限 26 个月。</p> <p>ST 长投 (600119.SH) 公告控股子公司陆交中心拟通过上海联合产权交易所公开挂牌方式出售陆交中心所拥有的土地及附属建筑物, 资产评估价为人民币 5.40 亿元。</p> <p>华鹏飞 (300350.SZ) 公告持股 5%以上股东所持公司股份 4.74 百万股股票被强制平仓, 被动减持股份占公司总股本 0.99%。</p> <p>澳洋顺昌 (002245.SZ) 公告将所持公司 98.66 百万股普通无限售流通股以 4.50 元/股价格转让给绿伟有限公司, 占公司总股本 10.05%。</p> <p>原尚股份 (603813.SH) 公告公司部分董事、高管拟通过集中竞价减持股份计划, 计划减持数量不超过 47000 股, 占公司总股本 0.52%。</p> <p>建发股份 (600153.SH) 公告共公司 19 年累计新增借款 235.60 亿元, 超过上年末净资产 43.29%。</p> <p>华贸物流 (603128.SH) 公告截至 2019 年 8 月 31 日, 公司以集中竞价累计回购股份 20.62 百万股, 占公司总股本 2.04%, 最高成交价 7.98 元/股, 最低成交价 5.20 元/股, 支付总金额 1.27 亿元。</p> <p>畅联股份 (603648.SH) 公告股东通过集中竞价方式减持公司股份 10000 股, 占公司总股本 0.00%。</p>
机场	本周板块暂无重大公告
航运	<p>海航科技 (600751.SH) 公告境外子公司延期支付并购贷款本金 3.5 亿美元。</p> <p>渤海轮渡 (603167.SH) 公告使用自有资金购买国债逆回购, 合计到期收益 2.21 万元。</p>
港口	<p>天津港 (600717.SH) 公告董事会秘书郭小薇女士因工作变动辞职。</p> <p>皖江物流 (600575.SH) 公告变更证券简称“淮河能源”。</p> <p>上港集团 (600018.SH) 公告全资子公司发行境外美元债券完成定价并签署认购协议, 其中发行 5 年期债券 3 亿美元, 票面利率 2.40%; 10 年期债券 5 亿美元, 票面利率 2.85%。</p>
航空	<p>东方航空 (600115.SH) 公告 1) 公司使用实际募集资金人民币 73.99 亿元和 0.37 亿元分别置换部分“引进 14 架飞机项目”及“购置 20 台备用发动机项目”预先投入的部分自筹资金。2) 公司向 4 名发行对象非公开发行 A 股股票 1,394,245,744 股, 发行价格 5.35 元/股, 预计于 2022 年 8 月 30 日上市流通。</p> <p>吉祥航空 (603885.SH) 公告公司非公开发行 A 股股票 169,130,680 股, 发行价格 12.47 元/股, 预计于 2022 年 9 月 3 日上市流通。</p> <p>海航控股 (600221.SH) 公告 18 年可续期公司债券付息计划, 9 月 12 日登记, 9 月 16 日付息, 向每手“18 海航 Y1”派发利息 76.0 元。</p>

资料来源: WIND, 天风证券研究所

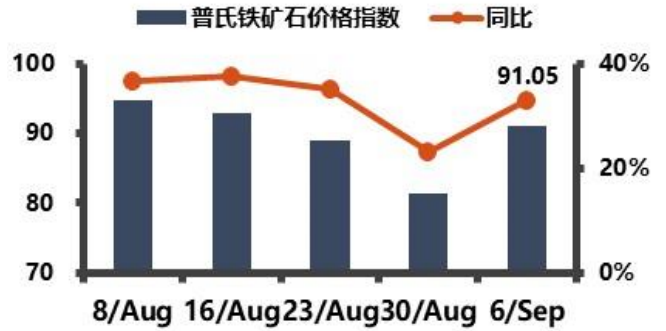
5. 本周行业数据追踪

图 23: BDI 指数及同比 (%)



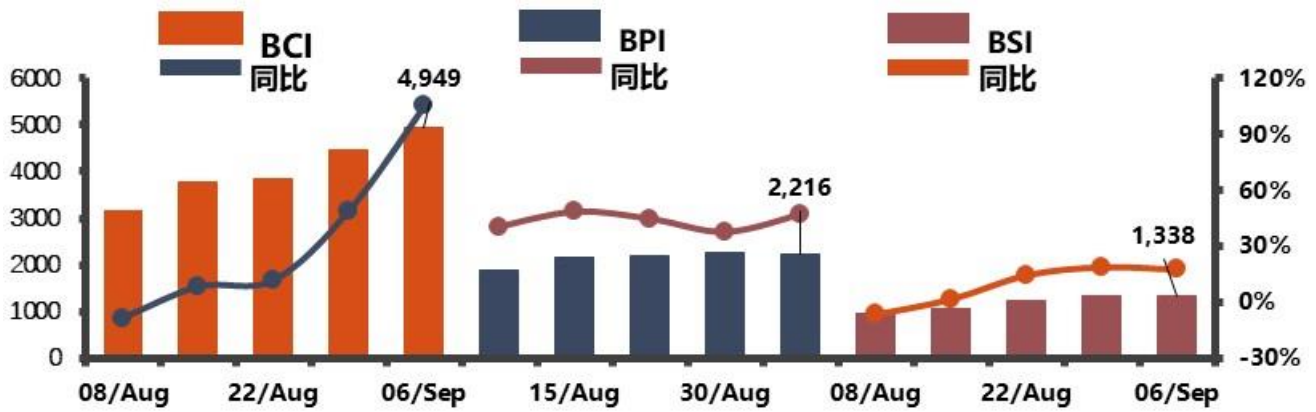
资料来源: WIND, 天风证券研究所

图 24: 普氏铁矿石价格指数及同比 (%)



资料来源: WIND, 天风证券研究所

图 25: BCI、BPI、BSI 指数及同比 (%)



资料来源: WIND, 天风证券研究所

图 26: 中国出口散货煤炭运价指数及同比 (%)



资料来源: WIND, 天风证券研究所

图 27: 螺纹钢期货收盘价 (元/吨)



资料来源: WIND, 天风证券研究所

图 28：印尼-南通动力煤运价指数及同比 (%)



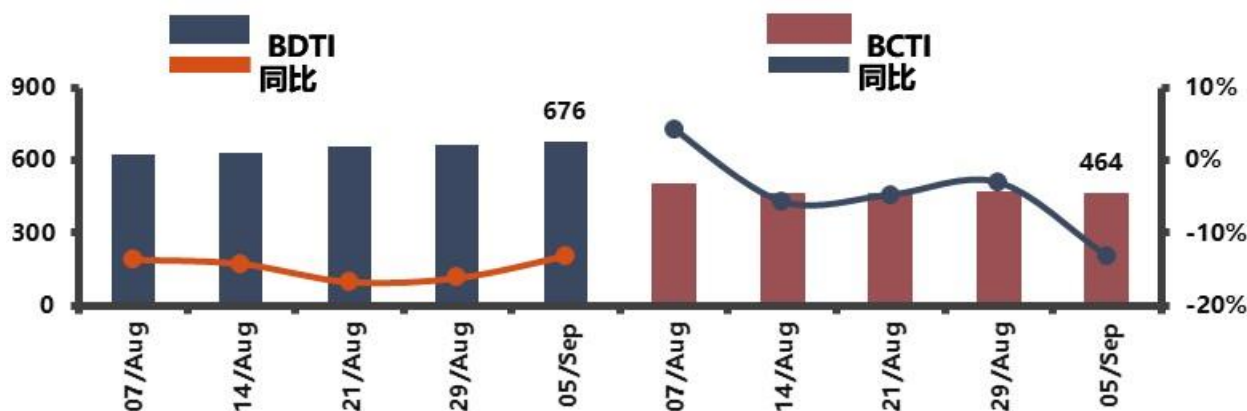
资料来源：WIND，天风证券研究所

图 29：新加坡燃料油价格 (美元/吨) 及同比 (%)



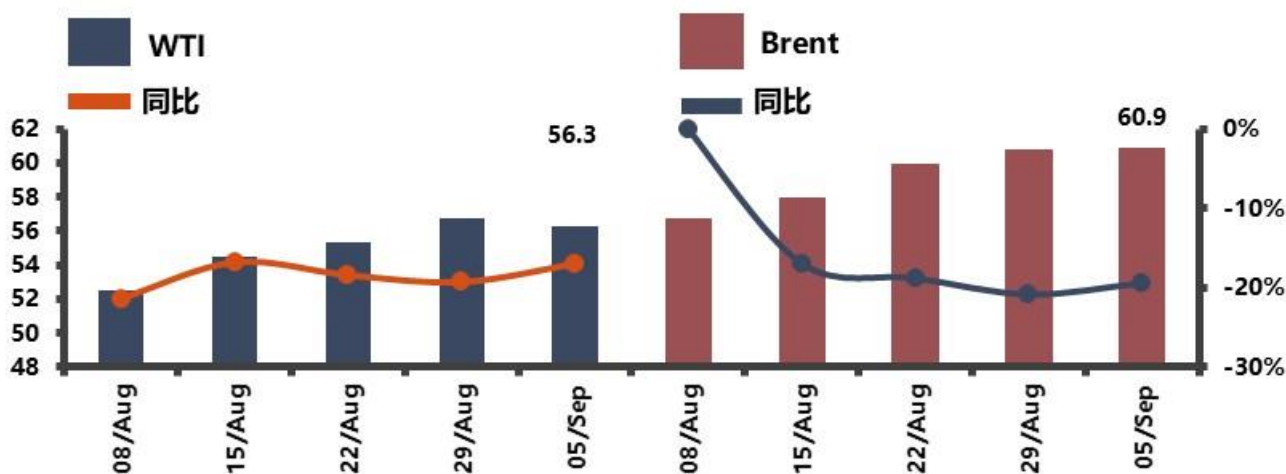
资料来源：WIND，天风证券研究所

图 30：油轮运价指数及同比 (%)



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 31：国际原油价格 (美元/桶) 及同比 (%)



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 32：动力煤市场价格（元/吨，秦皇岛）及同比（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 33：沿海集装箱运价指数及同比（%）



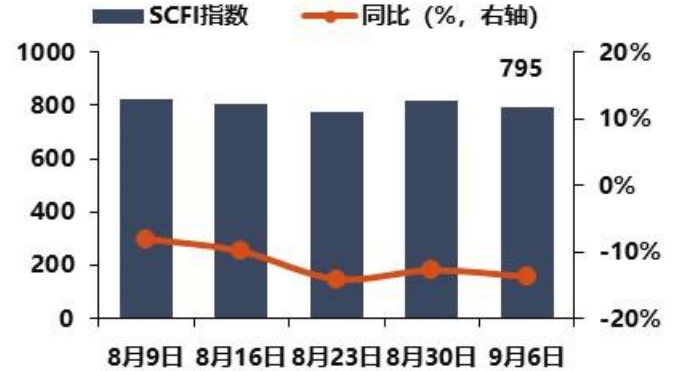
资料来源：WIND，天风证券研究所

图 34：中国出口集装箱运价指数及同比（%）



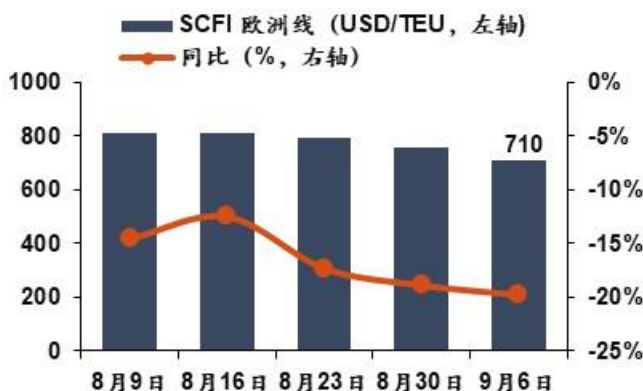
资料来源：WIND，天风证券研究所

图 35：上海出口集装箱运价指数及同比（%）



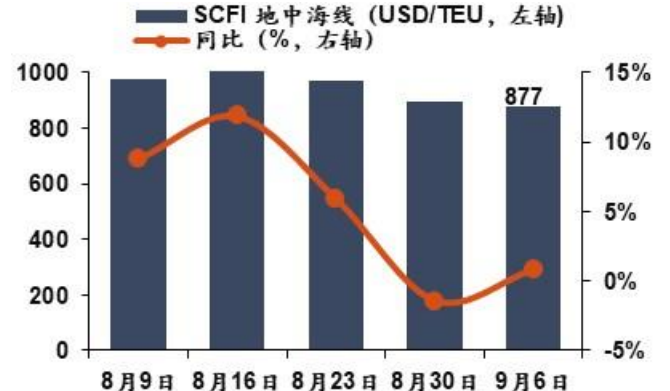
资料来源：WIND，天风证券研究所

图 36：SCFI 欧洲航线集装箱运价及同比（%）



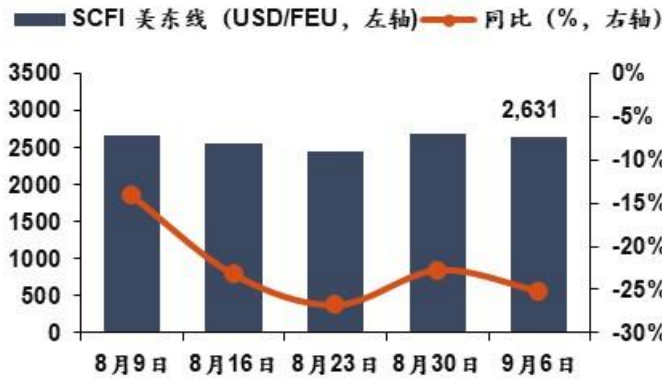
资料来源：WIND，天风证券研究所

图 37：SCFI 地中海航线集装箱运价及同比（%）



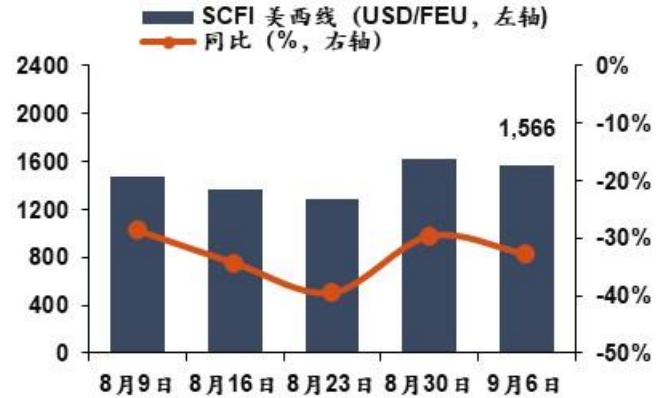
资料来源：WIND，天风证券研究所

图 38: SCFI 美东航线集装箱运价及同比 (%)



资料来源: WIND, 天风证券研究所

图 39: SCFI 美西航线集装箱运价及同比 (%)



资料来源: WIND, 天风证券研究所

图 40: 航空总体运输量指数及同比 (%)



资料来源: 航指数, 天风证券研究所

图 41: 航空国内运输量指数及同比 (%)



资料来源: 航指数, 天风证券研究所

图 42: 航空国际运输量指数及同比 (%)



资料来源: 航指数, 天风证券研究所

图 43: 航空地区运输量指数及同比 (%)



资料来源: 航指数, 天风证券研究所

图 44: 航空总体票价指数及同比 (%)



资料来源: 航指数, 天风证券研究所

图 45: 航空国内线票价指数及同比 (%)



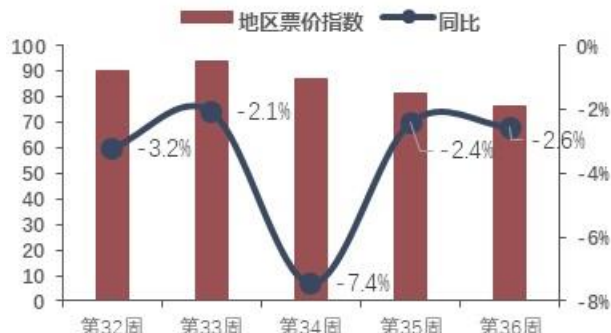
资料来源: 航指数, 天风证券研究所

图 46: 航空国际线票价指数及同比 (%)



资料来源: 航指数, 天风证券研究所

图 47: 航空地区线票价指数及同比 (%)



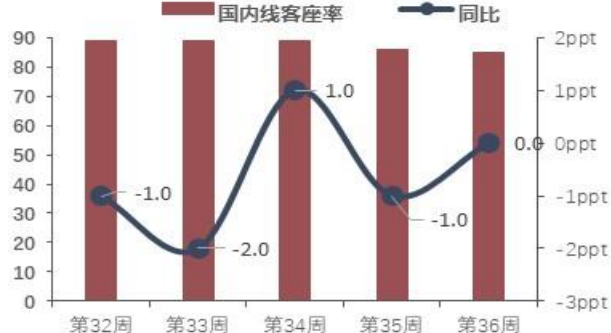
资料来源: 航指数, 天风证券研究所

图 48: 航空总体客座率 (%) 及同比 (ppt)



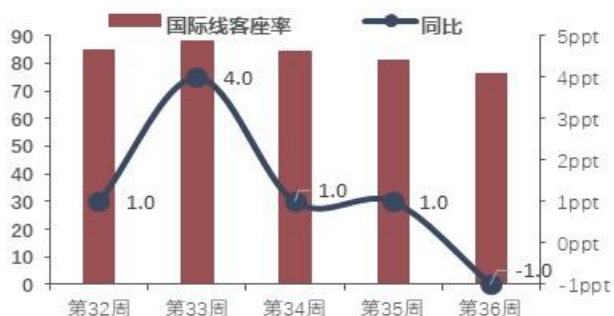
资料来源: 航指数, 天风证券研究所

图 49: 航空国内线客座率 (%) 及同比 (ppt)



资料来源: 航指数, 天风证券研究所

图 50: 航空国际线客座率 (%) 及同比 (ppt)



资料来源: 航指数, 天风证券研究所

图 51: 航空地区客座率 (%) 及同比 (ppt)



资料来源: 航指数, 天风证券研究所

6. 近期交运个股解禁情况

表 8: 近期交运个股解禁情况

证券简称	解禁日期	解禁数量(万股)	解禁前流通股数量 (万股)	流通股占比%	解禁后流通股数量(万股)	流通股占比%
ST 安通	2019-09-26	108,887.04	702,265.00	57.25	811,152.04	66.12
万林物流	2019-09-26	181,347.15	78,891.87	27.82	260,239.02	91.75
南方航空	2019-09-30	22,439.02	260,239.02	91.75	282,678.04	99.67
圆通速递	2019-12-17	35,208.26	557,384.60	94.06	592,592.86	100.00
圆通速递	2019-12-24	165,013.65	57,472.15	25.81	222,485.80	99.92
唐山港	2019-12-27	119,902.62	33,177.60	21.67	153,080.22	100.00
韵达股份	2019-12-30	24,805.19	26,317.52	16.10	51,122.71	31.28

资料来源: WIND, 天风证券研究所

7. 标的预测

表 9：主要标的预测

板块	公司名称	代码	EPS (元)			PE(TTM)	PB(LF)
			2018A	2019E	2020E		
航空	南方航空	600029.SH	0.51	0.55	0.71	33.6	1.4
	东方航空	600115.SH	0.18	0.29	0.52	37.8	1.4
	中国国航	601111.SH	0.55	0.71	0.91	17.4	1.4
航运	中远海控	601919.SH	0.10	0.24	0.27	25.1	2.1
港口	上港集团	600018.SH	0.45	0.46	0.46	12.5	1.8
物流	华贸物流	603128.SH	0.44	0.51		22.9	1.9
	顺丰控股	002352.SZ	1.03	1.28	1.42	32.1	4.5
	申通快递	002468.SZ	1.34	1.16	1.28	18.0	4.2
	圆通速递	600233.SH	0.67	0.74	0.80	16.5	2.8
机场	密尔克卫	603713.SH	0.87	1.30	1.78	32.5	3.9
	上海机场	600009.SH	2.20	2.73	3.17	33.8	5.8
	白云机场	600004.SH	0.55	0.46	0.64	50.0	2.7
高速	深高速	600548.SH	1.48	0.98	1.13	5.3	1.2
铁路	广深铁路	601333.SH	0.11	0.23	0.16	25.4	0.8
	铁龙物流	600125.SH	0.39	0.44	0.51	16.3	1.4
	大秦铁路	601006.SH	1.01	1.02	1.02	8.1	1.1

资料来源：WIND，天风证券研究所

8. 风险提示

宏观经济超预期下滑；国企改革不及预期；航空票价不及预期；快递行业竞争格局恶化。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

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

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

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

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

特别声明

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

投资评级声明

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

天风证券研究

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