

# 交通运输

证券研究报告

2019年09月22日

## 油价上行风险有限，关注航空博弈机会

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:美元汇率升破 7.1, 滞涨航空有望向上修复》  
2019-09-15
- 《交通运输-行业研究周报:密尔克卫维持高增长, 航运中报表现亮眼》  
2019-09-01

**市场综述:** 本周 A 股高开低走, 上证综指报收于 3006.45, 环比跌 0.82%; 深证综指报收于 1675.35, 跌 0.35%; 沪深 300 指报收于 3935.65, 跌 0.92%; 创业板指报收于 1705.05, 跌 0.32%; 申万交运指数报收于 2405.25, 跌 0.70%。交运行业子板块表现较好, 其中最为强势的是公交 (1.3%), 其次为物流 (0.1%)、机场 (-0.2%)。本周交运板块涨幅前三为中创物流(8.3%)、东方嘉盛(7.3%)、ST 欧浦 (6.3%); 跌幅前三为华鹏飞(-14.3%)、怡亚通 (-5.3%)、东莞控股(-4.7%)。

**航空板块:** 各航空公司披露 8 月运营数据, 我们根据各公司数据推算, 8 月全民航 ASK 同比增 10.0%, RPK 同比增 10.3%, 客座率 86.7%, 同比提高 0.2pct, 在 B737MAX 停飞的影响下, 整个民航供给确有放缓, 客座率实现上升。2019 年冬春航季时刻配置政策出台, 继续严格控制主辅时刻协调机场时刻增量, 期待政策严格执行压制供给; 需求端, 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。当前大航 PB 估值已经接近于底部区域, 前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。

**快递物流:** 快递方面, 本周行业公司 8 月数据披露完成: 8 月全行业业务量 53 亿件 (YoY +29.3%); 业务收入 616.8 亿元 (YoY +26.2%)。公司方面, 8 月 A 股上市通达系公司增速较为趋近, 增速从高到底依次为申通 (+55.6%)、圆通 (48.9%)、韵达 (45.1%)、顺丰 (32.8%), 顺丰圆通均实现了大幅改善, 顺丰 6-8 月增速分别为 15.8%、22.6%与 32.8%, 我们认为主要受到特惠专配的拉动, 我们估计公司 8 月的特惠专配量在日均 100-150 万票之间; 另外顺丰供应链业务收入同比大涨 468.97%, 这与供应链入口口径变化相关; 去年 8 月仅包含夏晖, 今年则为夏晖+敦豪。上市公司价格方面, 我们预计韵达在可比口径下较为稳定, 顺丰则由于特惠专递快速增长占比变高, 导致单价有所下跌; 圆通申通的同比下跌趋势未变。三季度后, 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。

**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。

**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



重点标的推荐

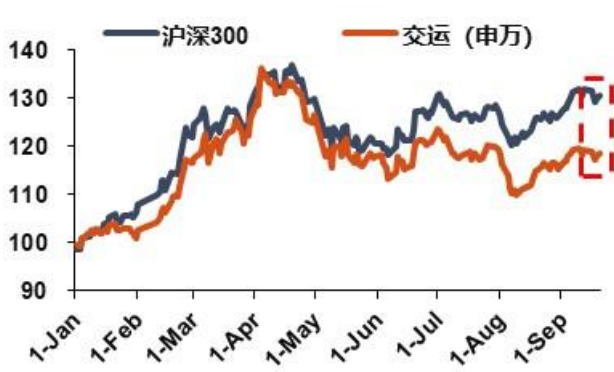
股票代码	股票名称	收盘价 2019-09-20	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2018A/E	2019E	2020E	2021E	2018A/E	2019E	2020E	2021E
601111.SH	中国国航	8.47	买入	0.51	0.55	0.71	0.79	16.61	15.40	11.93	10.72
600029.SH	南方航空	6.83	买入	0.24	0.39	0.59	0.72	28.46	17.51	11.58	9.49
600115.SH	东方航空	5.43	买入	0.18	0.29	0.52	0.60	30.17	18.72	10.44	9.05
600009.SH	上海机场	81.26	买入	2.20	2.73	3.17	3.70	36.94	29.77	25.63	21.96
600004.SH	白云机场	21.26	增持	0.55	0.46	0.64	0.79	38.65	46.22	33.22	26.91
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	12.49	买入	0.67	0.74	0.80	0.89	18.64	16.88	15.61	14.03
600018.SH	上港集团	6.17	买入	0.45	0.46	0.46		13.71	13.41	13.41	
603128.SH	华贸物流	7.53	买入	0.44	0.51			17.11	14.76		
601919.SH	中远海控	4.90	买入	0.10	0.24	0.27	0.48	49.00	20.42	18.15	10.21
603713.SH	密尔克卫	33.99	买入	0.87	1.30	1.78	2.35	39.07	26.15	19.10	14.46
002352.SZ	顺丰控股	40.40	买入	1.03	1.28	1.42	1.67	39.22	31.56	28.45	24.19

资料来源: WIND,天风证券研究所, 注: PE=收盘价/EPS

1. 本周回顾和投资观点

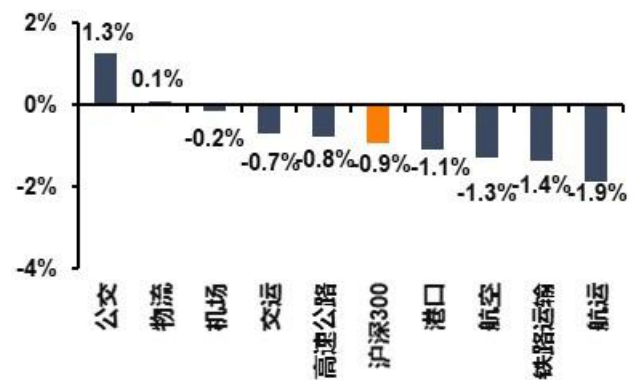
**市场综述:** 本周 A 股高开低走, 上证综指报收于 3006.45, 环比跌 0.82%; 深证综指报收于 1675.35, 跌 0.35%; 沪深 300 指报收于 3935.65, 跌 0.92%; 创业板指报收于 1705.05, 跌 0.32%; 申万交运指数报收于 2405.25, 跌 0.70%。交运行业子板块表现较好, 其中最为强势的是公交 (1.3%), 其次为物流 (0.1%)、机场 (-0.2%)。本周交运板块涨幅前三为中创物流(8.3%)、东方嘉盛(7.3%)、ST 欧浦 (6.3%); 跌幅前三为华鹏飞(-14.3%)、怡亚通 (-5.3%)、东莞控股(-4.7%)。

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 (2019.9.16-9.22)



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
<b>本周交运板块领涨个股</b>				
中创物流	19.4	8.3%	13.8%	-12.3%
东方嘉盛	27.7	7.3%	14.9%	13.7%
*ST 欧浦	1.0	6.3%	2.0%	-73.8%
白云机场	21.3	5.8%	13.7%	113.6%
龙洲股份	5.0	5.8%	14.3%	17.1%
<b>9 月交运板块领涨股</b>				
ST 安通	4.3	5.2%	30.3%	-35.9%
德新交运	28.1	2.7%	18.0%	-2.1%
*ST 飞马	1.4	-1.4%	15.1%	-62.7%
东方嘉盛	27.7	7.3%	14.9%	13.7%
龙洲股份	5.0	5.8%	14.3%	17.1%
<b>19 年交运板块领涨股</b>				
白云机场	21.3	5.8%	13.7%	113.6%
五洲交通	5.0	-2.0%	4.8%	66.4%
保税科技	4.3	-1.8%	-5.7%	65.9%
上海机场	81.3	-2.3%	-3.3%	61.3%
中远海能	6.9	-2.8%	-2.7%	56.8%

资料来源: WIND, 天风证券研究所

**航空板块:** 各航空公司披露 8 月运营数据, 我们根据各公司数据推算, 8 月全民航 ASK 同比增 10.0%, RPK 同比增 10.3%, 客座率 86.7%, 同比提高 0.2pct, 在 B737MAX 停飞的影响下, 整个民航供给确有放缓, 客座率实现上升。2019 年冬春航季时刻配置政策出台, 继续严格控制主辅时刻协调机场时刻增量, 期待政策严格执行压制供给; 需求端, 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。当前大航 PB 估值已经接近于底部区域, 前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。

**快递物流:** 快递方面, 本周行业公司 8 月数据披露完成: 8 月全行业业务量 53 亿件 (YoY +29.3%); 业务收入 616.8 亿元 (YoY +26.2%)。公司方面, 8 月 A 股上市通达系公司增速较为趋近, 增速从高到底依次为申通(+55.6%)、圆通(48.9%)、韵达(45.1%)、顺丰(32.8%), 顺丰圆通均实现了大幅改善, 顺丰 6-8 月增速分别为 15.8%、22.6%与 32.8%, 我们认为主要受到特惠专配的拉动, 我们估计公司 8 月的特惠专配量在日均 100-150 万票之间; 另外顺丰供应链业务收入同比大涨 468.97%, 这与供应链收入口径变化相关: 去年 8 月仅包含夏晖, 今年则为夏晖+敦豪。上市公司价格方面, 我们预计韵达在可比口径下较为稳定, 顺丰则由于特惠专递快速增长占比变高, 导致单价有所下跌; 圆通申通的同比下跌趋势未变。

三季度后, 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, 自下而上继续推荐密尔克卫, 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，公司二季度继续沿着内生+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。

**航运板块：**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。当前时点，全球经济低迷以及供过于求的行业格局造成行情较为低迷，IMO 限硫令的临近又将给航运行业带来较高的额外成本，行业中小落后产能有望加速去化，建议关注行业底部布局机会，推荐中远海控，关注中远海能、招商轮船。

- **集运市场：**本周欧洲航线的价格环比继续下行，虽然即将到来的四季度为传统的旺季，但是 IMO 限硫令将为公司带来增量成本，当前运价下或将对船公司造成较为明显的冲击，带来行业的洗牌。权重航线方面，欧洲航线整体货量较往年稍弱，欧洲线运价环比下跌 5.2%，同比下跌 16.6%至 639 美元/TEU；地中海线状况类似，略优于欧洲航线，环比跌 3.5%，同比跌 0.9%至 797 美元/TEU。上海港平均舱位利用率约为 90-95%。美国航线方面，由于中美贸易争端持续，北美航线运输需求减少，虽然已进入传统运输旺季，但供需基本面较弱，美西线运价环比跌 7.5%、同比跌 42.9%至 1338 美元/FEU，美东线环比跌 6.6%、同比跌 32.9%至 2351 美元/FEU，上海港平均舱位利用率降至 95%以下。集运旺季到来，叠加 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，但同时部分船舶因航线较长，将提前使用低硫油，带来增量成本。低迷的运价以及高企的成本有望带来行业的洗牌。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货量提升和情绪修复，行业有望迎来底部布局的预期差机会，推荐中远海控。
- **油运市场：**本周油运运价因沙特的遇袭出现了单日 30%以上的跳涨，运价到达可以为船公司带来盈利的水平。但是由于本次沙特被破坏的是分离装置，且库存量较高，对原油运输行业的影响相对有限，且欧美经济不容乐观，中期全球原油需求侧仍具备不确定性。数据来看，本周 BDTI 环比涨 16.9%，同比涨 4.7%至 828 点；BCTI 环比涨 0.2%、同比跌 11.7%至 451 点，CTFI 较上期跳涨 228 点至 1100 点，涨幅高达 26.7%。TD3C 航线 TCE 本周最高接近 36000 美元/天，较上周大涨 40%，年同比约上涨 130%。国际油运方面，随着 4 季度的到来，行业将会进入由北半球取暖需求驱动的传统旺季，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：**地方债的投资目标与基础设施建设存在较高相关性，而 VLOC 运力又因进坞加装脱硫塔而短缺，散运运价虽有下跌，但整体维持较为强势的位置。BDI 本周环比下跌 7.8%、同比增长 55.2%至 2131 点。权重指数方面，BCI 本周环比下跌 13.1%至 3952 点，BPI 环比跌 5.6%至 2013 点，BSI 环比涨 0.1%至 1300 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。

**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颶风眼，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：**大秦铁路拟以 39.85 亿元出资蒙华公司，出资完成后大秦铁路将成为蒙华铁路并列第三大股东，持股比例 10%。蒙华铁路计划 19 年 9 月底开始通车。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 0.78x，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。

## 2. 本周报告和重大事件

### 2.1. 本周重点行业报告

#### 2.1.1 航空运输：供给有所收缩，暑运客座率创新高

**事件：**各航空公司披露 8 月运营数据，我们根据各公司数据推算，8 月全民航 ASK 同比增 10.0%，RPK 同比增 10.3%，旅客运输量同比增 8.3%，客座率 86.7%，同比提高 0.2pct。1-8 月 ASK 同比增 10.2%，RPK 同比增 10.3%，旅客运输量同比增 8.7%，客座率 83.8%，同比增长 0.1pct。

**总量增速略有放缓，暑运客座率创新高。**8 月是一年中民航最旺的一个月，供需均处于年内峰值。受制于 B737MAX 停飞、8 月下旬民航严控时刻及天气原因共同限制，8 月民航各类飞行保障航班量同比仅增 6.64%，低于 7 月 8% 的升幅，ASK 同比增速下降至 10%，旅客运输量增速放缓至 8.3%，增速环比放缓 2.3pct，同时客座率再创新高，达到 86.7% 的历史性高位。

**各公司表现不一，国际线仍明显好于国内线。**各公司运营数据表现不一，国航依旧保持低增速，ASK 投放增速略超 5%，东南海航及春秋航增速接近，ASK 增速略超 10%，吉祥运投增速最快，达到 18.6%。客座率方面，国南航同比小幅改善，东航有所下降，海航持平，春秋延续强势，客座率同比升 2.1pct，吉祥因国际长航线仍处于培育期，客座率同比下降 2.1pct。细分市场方面，国内线表现依旧偏弱，除春秋国内客座率微升 0.1pct 外，各航司国内线客座率均出现下滑，其中东航、吉祥降幅超过 1pct。国际航线表现较好，各公司业务量继续保持较快增速，客座率除吉祥外均有明显升幅，三大航平均升超 1.5pct，春秋国际线客座率升幅达到 6.6pct。

**供给逻辑犹在，需求有望复苏。**从暑运民航运力运量的增速来看，在 B737MAX 停飞的影响下，整个民航供给确有放缓，即便是在相对低迷的需求下，客座率依然实现上升。2019 年冬春航季时刻配置政策出台，继续严格控制主辅时刻协调机场时刻增量，对中小机场增量亦有严格的控制，期待政策严格执行压制供给。需求端，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。

**投资建议：**当前大航 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。前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。

**风险提示：**宏观经济下滑，油价大幅上涨，汇率剧烈波动，安全事故

#### 2.1.2 物流：顺丰增速超 30%，行业单价环比修复

**事件：**国家邮政局和上市公司披露 8 月快递数据：行业方面，8 月全行业实现业务量 53

亿件，同比增长 29.3%；业务收入完成 616.8 亿元，同比增长 26.2%。公司方面，8 月 A 股上市通达系公司增速较为趋近，增速从高到底依次为申通（+55.6%）、圆通（48.9%）、韵达（45.1%）、顺丰（32.8%）。

**单价：异地件带动价格环比修复。**行业 8 月单价 11.63 元/票，同比每票跌幅 0.28 元，跌幅 2.4%，剔除其他收入的单价同比跌幅 5.7%。异地件单价 7.82 元/票（同比-0.43 元/票，环比+0.07 元/票），带动综合单价环比回升。上市公司方面，顺丰单价下滑，但我们认为主要来自于公司特惠件基数扩大对平均单价的影响，而非时效件调价；通达系当中，韵达同比大幅扩大，主因为派费并表扰动，我们预期同口径下单价水平仅有小幅微跌；圆通同比调整较大，主因为竞争与重量减轻。

**区域增速格局。**8 月收入增速方面，整体呈现出东部（+28%YOY）>中部（+26%YOY）>西部（+13%YOY）的格局。西部累计收入占比同比去年微降 0.3 个 pct，中部累计收入占比不变，**快递业务格局整体已趋于稳定。考虑人口密度和商流流向集中在东部沿海发达地区的大背景不改，长期来看东部地区依旧会是快递业务的支撑区域。**

**投资建议：**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。

**风险提示：行业增速低于预期；行业竞争格局恶化**

## 2.2. 本周重点公司报告

### 2.2.1. 中远海控（601919）：资产处置收益再下一城，全面推进港航协同

**事件：**中远海控间接控股子公司中远海运港口有限公司拟分别以 3.67 亿元、3.16 亿元、3.81 亿元向上港集团(香港)有限公司转让其直接持有的三家全资子公司 COSCOPorts (Nanjing) Limited、COSCOPorts (Yangzhou) Limited 及 WinHanverky Investments Limited 100% 股权，从而将其间接持有的南京港龙潭集装箱有限公司 16.14% 股权、扬州远扬国际码头有限公司 51% 股权及张家港永嘉集装箱码头有限公司 51% 股权转让给上港香港。

**三大港口作价共 10.64 亿元，资产溢价高达 7.69 亿元。**本次处置的三块港口资产情况如下：龙潭项目公司股东权益账面值为人民币 1.09 亿元，评估值为人民币 3.67 亿元，增值率 237.25%；远扬项目公司股东权益账面值为人民币 0.86 亿元，评估值为人民币 3.16 亿元，增值率 266.18%；张家港项目公司股东权益账面值为人民币 1.00 亿元，评估值为人民币 3.81 亿元，增值率 282.24%。资产溢价率较高的原因在于上述资产均为中远海运港口的长期股权投资，账面值为原始投资额采用成本法核算，增值当中还包含了较高的时间价值。

**上港香港财务状况良好，本次交易或有风险较小，有望增厚 2019 年业绩。**上港香港为上港集团境外全资子公司，2018 年资产总额为人民币 266.56 亿元，资产净额为人民币 49.36 亿元，营业收入为人民币 1.71 亿元，净利润为人民币 16.43 亿元，近三年总资产规模实现大幅增长，年均复合增长率约 36.7%，财务状况良好。双方约定，上港香港应不晚于交割日后 30 日或 2019 年 12 月 31 日（上述两个日期以孰晚为准）安排向中远海运港口付款，或将显著增厚海控 2019 年业绩。

**致力打造全球码头网络，港航协同效应有望进一步增强。**海外业务上，母公司中远海控身

处海洋联盟，港口公司与大型船公司的合作推进顺利，本次出售国内码头带来的收益为后续全球码头网络布局打下基础；国内业务上，中远海控与上港在股权实现了进一步交叉，深化合作的同时增进信任，港航协同效应有望持续加强。

**投资建议：**本次出售扬州、南京及张家港三大港口权益，并披露有意出售其于太仓国际集装箱码头（持股 39.04%）及江苏长江石油化工有限公司（持股 30.40%）之全部间接权益，有望为公司带来高额的现金收益，改善公司的财务状况的同时为后续的布局奠定基础。不考虑出售码头资产一次性收益的情况下，预计 2019-2021 年归母净利润为 29.71、32.74、58.70 亿元，对应 2019-2021 年 PE20.1X、18.2X、10.2X，维持“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

### 2.3. 本周重大事件

表 2：重大事件回顾（2019 年 9 月 16 日-2019 年 9 月 22 日）

	重大事件
高速公路	<p>深高速（600548.SH）公告以人民币 0.67 元的价格收购包头南风 67%股权，并为包头南风承担债务 13.52 亿元。</p> <p>赣粤高速（600269.SH）公告发行 19 年度第五期超短期融资券计划，发行规模 8 亿元，发行利率 2.66%，发行期限 180 日，四川成渝（601107.SH）披露 19 年 8 月高速公路通行费收入 407.40 百万元，同比增长 4.85%。</p> <p>山东高速（600350.SH）公告 19 年度第七期超短期融资券发行计划，计划发行总额 15 亿元，发行利率 3.04%，发行价格 100 元/百元，期限 180 日，兑付日 2020 年 3 月 17 日。</p>
铁路	本周板块暂无重大公告。
公交	<p>宜昌交运（002627.SZ）公告发行股份购买资产 12.92 百万股，发行价格 7.03 元/股，向募集配套资金对象发行 6.37 百万股，发行价格 6.59 元/股，共计发行募集配套资金总额 42.00 百万元。</p> <p>锦江投资（600650.SH）公告与锦江酒店、红星美凯龙以及上海卓巡签署 GPP 股东协议，共同投资设立合资公司锦江全球云采购。公司出资人民币 15000 万元，占 50%股权。</p>
物流	<p>申通快递（002468.SZ）、韵达股份（002120.SZ）、圆通速递（600233.SH）、顺丰控股（002352.SZ）发布 19 年 8 月经营数据。</p> <p>中创物流（603967.SH）公告 19 年半年度权益分派计划，9 月 25 日登记，9 月 26 日除权派息，向全体股东每 10 股派发 3.75 元，共计派发现金红利 1 亿元。</p> <p>保税科技（600794.SH）公告控股股东金港资产增持公司股份计划，截止至 2019 年 9 月 7 日，累计增持公司股份 22.43 百万股，占公司总股本 1.85%。</p> <p>恒通股份（603223.SH）公告为控股子公司华恒能源提供担保，担保金额人民币 5000 万元。</p> <p>音飞储存（603066.SH）公告公司业绩未满足解锁条件，拟于 2019 年 9 月 20 日回购注销 1.64 百万股股权激励限制性股票。</p> <p>怡亚通（002183.SZ）公告为控股子公司新疆嘉恒向光大银行申请不超过人民币 2,500 万元综合授信额度提供连带责任担保，担保期限不超过三年。</p> <p>万林物流（603117.SH）公告为控股子公司上海迈林向银行申请不超过人民币 29,000 万元综合授信提供担保，公司已实际为其担保约 629.65 百万元</p> <p>澳洋顺昌（002245.SZ）公告控股股东澳洋集团签署了《股份转让协议》，拟将其所持有的 49.07 百万股股份协议转让，占公司总股本 5.00%。</p> <p>传化智联（002010.SZ）公告参股公司江苏锦鸡实业首次公开发行股票获得中国证监会审核通过。</p> <p>宏川智慧（002930.SZ）公告公司股东南靖瑞锦部分董事、监事及高级管理人员减持计划，预计通过集中竞价减持股份不超过 71.08 万股，占公司总股本 0.21%。</p>
机场	<p>厦门空港（600897.SH）披露 19 年 8 月运输生产数据，飞机起降 1.67 万架次，同比减少 0.41%，旅客吞吐量 247.36 万人次，同比增长 1.16%，。货邮吞吐量 2.70 万吨，同比减少 3.74%。</p> <p>上海机场（600009.SH）披露 19 年 8 月运输生产数据，飞机起降 4.25 万架次，同比增长 0.16%，旅客吞吐量 670.88 万人次，同比增长 0.95%，。货邮吞吐量 29.77 万吨，同比减少 5.28%。</p>

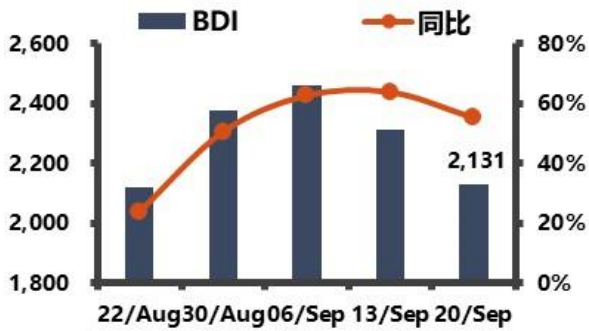


	深圳机场 (000089.SZ) 披露 19 年 8 月运输生产数据, 飞机起降 3.16 万架次, 同比增长 5.8%, 旅客吞吐量 469.12 万人次, 同比增长 9.2%。货邮吞吐量 11.06 万吨, 同比增加 7.1%。
<b>航运</b>	<p>中远海控 (601919.SH) 公告转让控股子公司中国海运港口持有的部分长江码头资产, 包括龙潭项目公司, 远扬项目公司及张家港项目公司 100%股权, 间接将持有的南京港龙潭公司 16.14%股权、扬州远扬码头 51%股权及张家港永嘉码头 51%股权转让给上港香港。</p> <p>长航凤凰 (000520.SZ) 公告提示公司股东南烨集团及其一致行动人华资创投、山西黄河股权合计买入持有上市公司 10.00%股权。</p> <p>中昌数据 (600242.SH) 公告股东陈立军、上海申炜减持股份计划, 通过竞价方式累计减持 4.57 百万股, 占公司总股本 0.99%</p>
<b>港口</b>	<p>招商港口 (001872.SZ) 披露 19 年 8 月业务量数据, 集装箱 966.1 万 TEU, 同比增长 2.3%; 干散货 4049.0 万吨, 同比减少 10.9%。</p> <p>上港集团 (600018.SH) 公告收购中远海运港口持有的部分长江码头资产</p> <p>北部港湾 (000582.SZ) 披露 19 年 8 月港口吞吐量, 完成货物吞吐量 2025.06 万吨, 同比增长 16.03%, 其中集装箱吞吐量 36.39 万标箱, 同比增长 41.55%。</p> <p>广州港 (601228.SH) 公告公司董事长蔡锦龙因退休原因辞职。</p> <p>厦门港务 (000905.SZ) 公告 1) 公司决定在本期债券存续期第 3 年末, 上调“16 厦港 02”票面利率 23 个基点, 即上调为 3.25%, 并在债券存续期后 2 年固定不变。2) “16 厦港 02”债券回售登记期 2019 年 9 月 20 日至 2019 年 9 月 24 日, 回售价格 100 元人民币, 兑付日 2019 年 10 月 25 日。</p>
<b>航空</b>	<p>中信海直 (000099.SZ) 公告拟购置 1 架 AW139 型直升机以满足中海油作业需求。</p> <p>中国国航 (601111.SH) 披露 19 年 8 月份主要运营数据, 可用座公里数 251.76 亿人公里, 同比增加 5.6%; 客座率 84.6%, 同比增加 0.4%。</p> <p>海航控股 (600221.SH) 披露 1) 19 年 8 月主要运营数据, 可用座位公里数 159.98 亿人公里, 同比增加 10.31%; 收入客公里 139.24 亿人, 同比增加 10.36%; 客座率 87.04%, 同比增加 0.04%。2) 公告累计收到政府补助 409.29 百万元, 占公司净利润绝对值 11.40%。3) 控股股东美兰有限通过集中竞价减持 103.85 百万股, 减持比例 0.62%。4) 公告 18 年可续期公司债券付息计划, 债券利率首个周期 7.45%, 9 月 16 日登记, 9 月 27 付息, 公司向每手“18 海航 Y2”面值 100 元派发 74.5 元。</p> <p>东方航空 (600115.SH) 披露 1) 19 年 8 月主要运营数据, 可用座位公里数 237.63 亿人公里, 同比增加 11.01%; 收入客公里 202.78 亿人, 同比增加 9.80%; 客座率 87.04%, 同比减少 0.94%。2) 公告韩元债券还本付息计划, 银行担保私募债发行规模 1200 亿韩元, 发行期限 3 年, 年利率 2.05%, 兑付日 2019 年 9 月 28 日; 优先私募债发行规模 550 亿韩元, 发行期限 3 年, 年利率 2.85%, 兑付日 2019 年 9 月 28 日。</p>

资料来源: WIND, 天风证券研究所

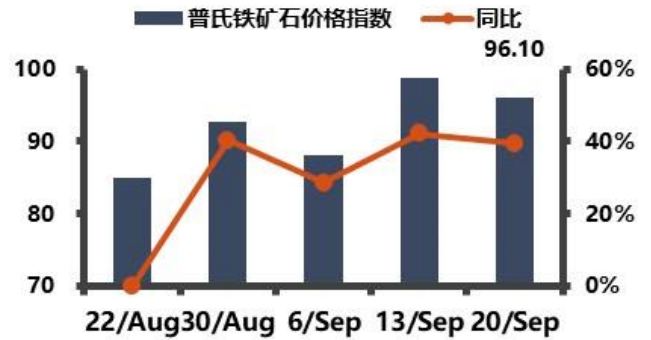
### 3. 本周行业数据追踪

图 3: BDI 指数及同比 (%)



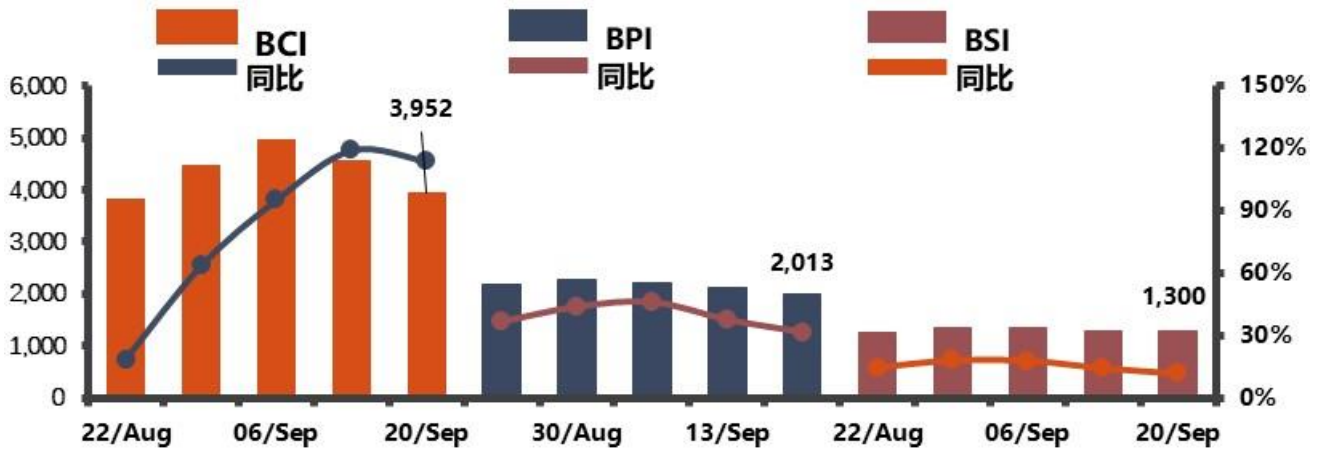
资料来源: WIND, 天风证券研究所

图 4: 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 5: BCI、BPI、BSI 指数及同比 (%)



资料来源: WIND, 天风证券研究所

图 6: 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 7: 螺纹钢期货收盘价 (元/吨)



资料来源: WIND, 天风证券研究所

图 8：印尼-南通动力煤运价指数及同比 (%)



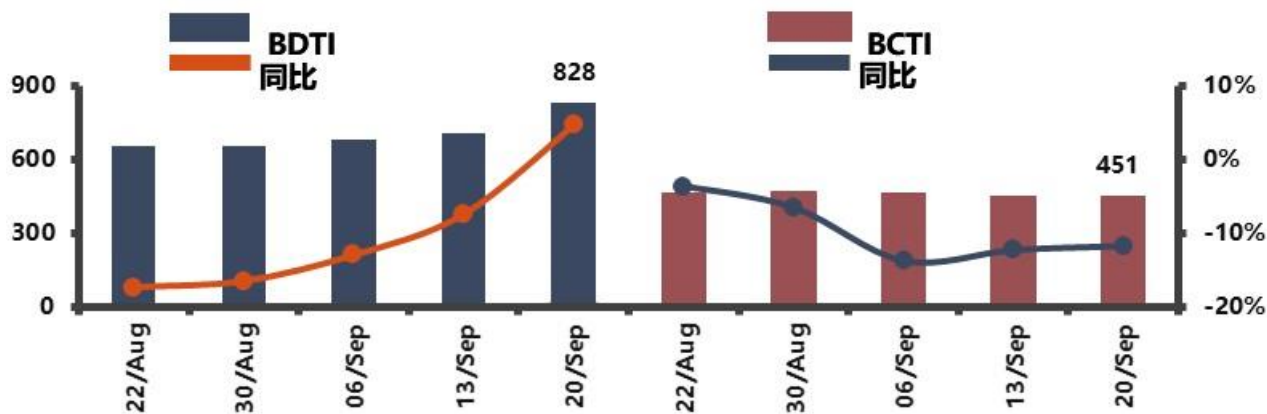
资料来源：WIND，天风证券研究所

图 9：新加坡燃料油价格 (美元/吨) 及同比 (%)



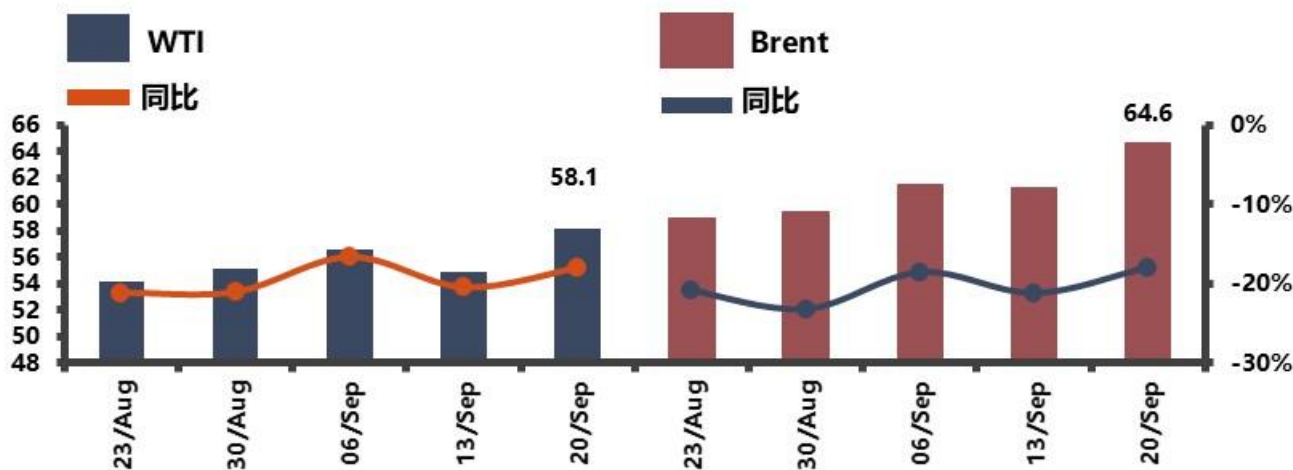
资料来源：WIND，天风证券研究所

图 10：油轮运价指数及同比 (%)



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 11：国际原油价格 (美元/桶) 及同比 (%)



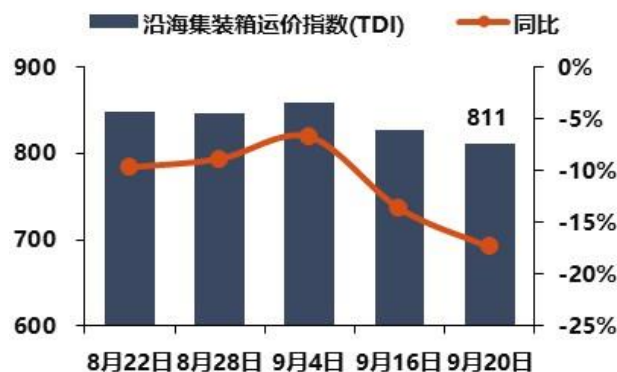
资料来源：WIND，天风证券研究所

图 12：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 13：沿海集装箱运价指数及同比（%）



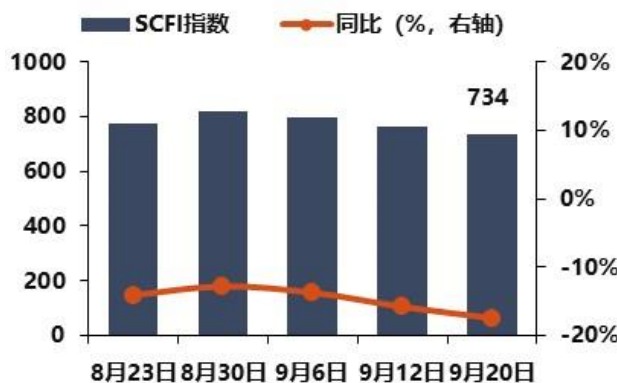
资料来源：WIND，天风证券研究所

图 14：中国出口集装箱运价指数及同比（%）



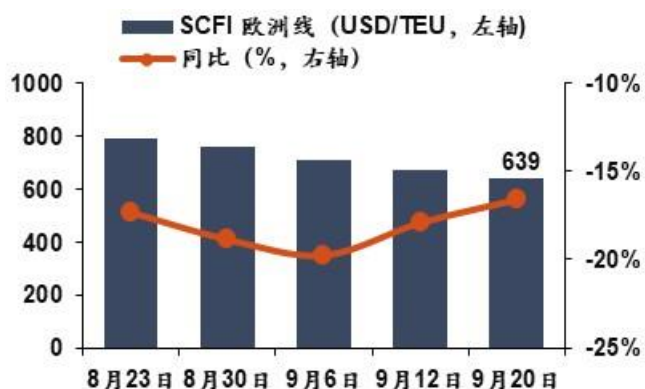
资料来源：WIND，天风证券研究所

图 15：上海出口集装箱运价指数及同比（%）



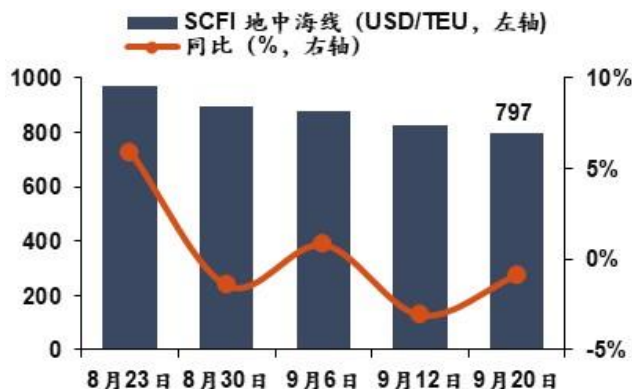
资料来源：WIND，天风证券研究所

图 16：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

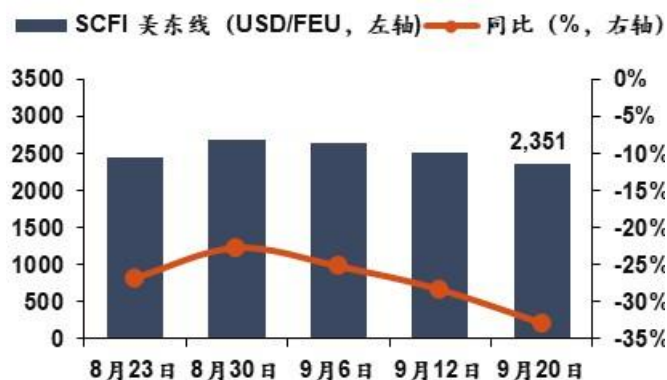
图 17：SCFI 地中海航线集装箱运价及同比（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

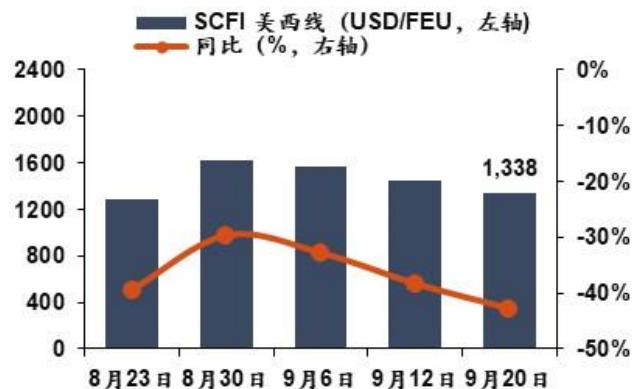


图 18: SCFI 美东航线集装箱运价及同比 (%)



资料来源: WIND, 天风证券研究所

图 19: 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

## 4. 近期交运个股解禁情况

表 3: 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%
南方航空	2019-09-26	108,887.04	702,265.00	57.25	811,152.04	66.12
圆通速递	2019-09-26	181,347.15	78,891.87	27.82	260,239.02	91.75
圆通速递	2019-09-30	22,439.02	260,239.02	91.75	282,678.04	99.67
唐山港	2019-12-17	35,208.26	557,384.60	94.06	592,592.86	100.00
韵达股份	2019-12-24	165,013.65	57,472.15	25.81	222,485.80	99.92
申通快递	2019-12-27	119,902.62	33,177.60	21.67	153,080.22	100.00
北部湾港	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

## 5. 标的预测

表 4: 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	33.0	1.3
	东方航空	600115.SH	0.18	0.29	0.52	37.5	1.4
	中国国航	601111.SH	0.55	0.71	0.91	17.6	1.4
航运	中远海控	601919.SH	0.10	0.24	0.27	24.8	2.0
港口	上港集团	600018.SH	0.45	0.46	0.46	12.7	1.8
物流	华贸物流	603128.SH	0.44	0.51		23.3	1.9
	顺丰控股	002352.SZ	1.03	1.28	1.42	32.9	4.6
	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	18.0	3.1
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	31.9	5.5
	白云机场	600004.SH	0.55	0.46	0.64	51.5	2.7
高速	深高速	600548.SH	1.48	0.98	1.13	5.8	1.3
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	16.5	1.4
	大秦铁路	601006.SH	1.01	1.02	1.02	7.9	1.1

资料来源: WIND, 天风证券研究所

## 6. 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