

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 021-28972077
yuanding@htsc.com

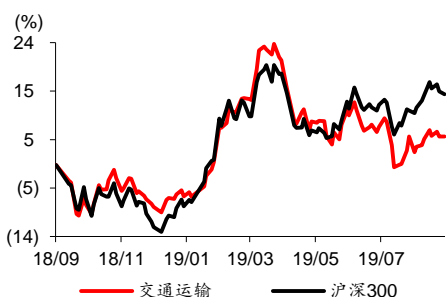
林霞颖 执业证书编号: S0570518090003
研究员 0755-82492284
linxiaying@htsc.com

黄凡洋 执业证书编号: S0570519090001
研究员 +86 21 28972065
huangfanyang@htsc.com

相关研究

- 1 《中国外运(601598 SH,增持): 领先综合物流服务商, 未来可期》2019.09
- 2 《大秦铁路(601006 SH,增持): 增资蒙华公司, 拓展北煤南运布局》2019.09
- 3 《交通运输: 行业周报(第三十八周)》2019.09

一年内行业走势图



资料来源: Wind

经济下行成拖累, 布局旺季子板块

交通运输 8 月数据点评

经济下行拖累 8 月需求; 四季度看好快递、油运、航空

8 月交通运输产量增速整体趋缓, 但子行业表现有差异。油运与干散运费上涨, 景气度向好; 快递件量维持较高增速, 集中度同比提升; 航空机场需求表现不佳; 港口增速放缓、集运运费承压; 公路、铁路稳健增长。四季度, 看好旺季将至的快递、油运, 关注估值较低、预期差较大的航空。

航空等待需求复苏信号来临; 机场 8 月流量增幅普遍下滑

2019 年 8 月主要上市航空公司整体客座率同比持平, 达到 86.1%。受到宏观经济下行影响, 需求增速放缓, 不过由于一线机场时刻紧张, 以及暑期极端天气等影响, 航司供给同样放缓。暑运国内线量价齐跌, 国际线弃价保量。目前航空需求等待复苏, 刺激政策或将拉动需求回暖, 供给端关注波音 737MAX 停飞时长, 推动供需结构获得改善。8 月主要上市机场公司飞机起降架次增幅环比普遍下滑, 旅客吞吐量增幅下滑更为明显。我们认为主要因为: 1) 航空行业客座率达到高位, 上升幅度放缓; 2) 航司更放宽飞机空间缩小; 3) 宏观经济拖累一线机场旅客吞吐量。

航运港口: 油运和干散环比大幅改善、集运短期承压、港口增速放缓

8 月水路货物吞吐量总体平稳, 但增速放缓; 航运运费环比改善。1) 油运: 8 月 20 日-9 月 20 日, VLCC (TD3C) 运费环比和同比分别上涨 95.5% 和 103.8%。运费上涨主要受季节性因素及沙特事件推动。2) 集运: 8 月 20 日-9 月 20 日, SCFI 指数环比下跌 3.6%。其中上海至美西线环比上涨 4.4%、上海至欧洲线环比下跌 13.7%, 板块短期承压。3) 干散: 8 月 20 日-9 月 20 日, BDI 指数环比和同比分别上涨 21.1% 和 41.7%, 板块景气度向好。4) 港口: 8 月全国港口货物、外贸货物和集装箱吞吐量同比增速分别为 6.6%/8.8%/4.5%, 受经济放缓及贸易不确定性影响, 吞吐量增速放缓。

快递物流: 生产物流景气回落, 快递步入旺季

经济放缓, 生产物流景气回落: 1) 1-7 月, 中国社会物流总额增速环比 1-6 月下降 0.2pct; 2) 8 月, 物流业景气度指数和仓储指数分别为 50.9 和 54.3, 环比分别下降 0.2 和提升 4.5; 3) 8 月, 公路物流运价环比基本持平, 同比+2.5%。网购和快递增速稳定, 逐步进入旺季: 1) 8 月, 社零增速环比下降 0.1pct 至 7.5%, 但网购 GMV 和快递件量增速环比提升 3.4pct 和 0.7pct; 2) 服务品质持续改善, 7 月有效申诉同比-61%, 一线快递优于二三线; 3) 集中度提升, 1-8 月集中度指数 CR8 环比持平, 较去年同期+0.3。建议重点布局快递“双十一”, 首选圆通; 挖掘嘉友国际等细分生产物流龙头。

公路铁路: 暑期客货运输两旺; 公路追逐高股息, 铁路关注主题

暑期公路铁路运输保持稳健增长, 其中高速公路数据明显好于一二季度。7-8 月, 高速公路客车、货车流量同比增长 8.8%、8.6%; 国铁客运量、货运量增长 10.4%、7.6%。在全球降息周期背景下, 高股息资产对于低风险资金的吸引力仍在提升。铁路改革大方向不变, 关注铁路主题投资机会。

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
600026.SH	中远海能	7.03	买入	0.03	0.37	0.78	0.88	234.33	19.00	9.01	7.99
600233.SH	圆通速递	11.87	增持	0.67	0.71	0.84	0.98	17.72	16.72	14.13	12.11
601111.SH	中国国航	8.36	买入	0.54	0.68	1.10	1.50	15.48	12.29	7.60	5.57
603885.SH	吉祥航空	13.36	买入	0.69	0.90	1.27	1.73	19.36	14.84	10.52	7.72
000429.SZ	粤高速 A	7.64	增持	0.80	0.66	0.74	0.84	9.55	11.58	10.32	9.10

资料来源: 华泰证券研究所

正文目录

航空&机场	3
航空：等待需求复苏信号来临	3
机场：8 月流量增幅普遍下滑	4
航运港口	5
油运：受益旺季需求推动，运费环比大幅改善	5
集运：全球宏观经济增速放缓，需求承压，运费环比下滑	6
干散货运输：全球铁矿石出货量逐步恢复，运费大幅提升	7
港口：受经济放缓和贸易摩擦影响，吞吐量增速放缓	8
快递&物流	10
生产物流：景气度环比回落，关注细分赛道	10
消费物流（快递）：稳健增长，提前布局“双十一”	11
公路&铁路	14
公路：暑期车流量增速好于一二季度；降息周期利好高股息资产	14
铁路：暑运客货两旺；铁路法修订在即，关注主题机会	16
风险提示	17

航空&机场

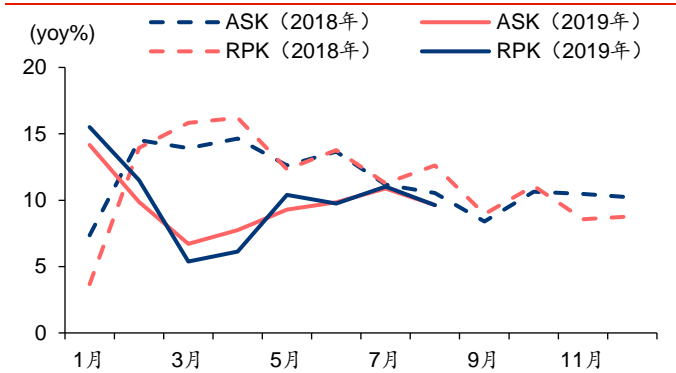
航空：等待需求复苏信号来临

2019年8月主要上市航空公司（三大航、春秋、吉祥、海航）整体客座率同比持平，达到86.1%，维持高位，其中国内线客座率87.3%，同比下降0.8pct，国际线更为坚挺，同比增长2.1pct，达到84.2%，地区线受到区域事件影响，客座率大幅下滑9.0pct。

自2018年四季度以来，受到宏观经济下行影响，公商务客流需求疲软，8月运营数据延续这一趋势，整体需求同增9.5%，国内线同增仅8.8%，国际线由于出境游支撑，叠加部分地区线旅客分流至国际线，需求优于国内线，同增12.4%，地区线同比下降7.0%。不过由于一线机场时刻紧张，以及暑期极端天气等影响，整体供给同增9.6%，与需求增速相仿，同时国内国际投放较为均衡，分别同增9.8%和9.6%。

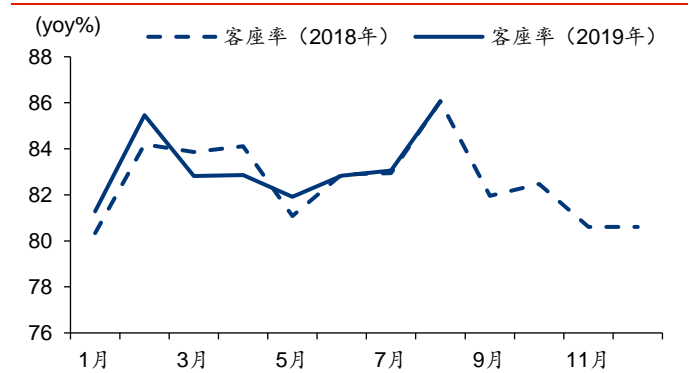
累计来看，航空需求增速下滑明显，2019年1-8月航空需求同比增长9.9%，增速相较2018年同期下滑2.5pct，不过航空公司供给同样放缓，2019年1-8月供给同增9.8%，增速相较2018年同期下滑2.4pct，客座率小幅提升0.1pct，达到83.3%。

图表1：上市航司月供给、需求增幅变化图（2018年1月-2019年8月）



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表2：上市航司月客座率变化图（2018年1月-2019年8月）



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表3：2019年8月上市航空公司经营数据

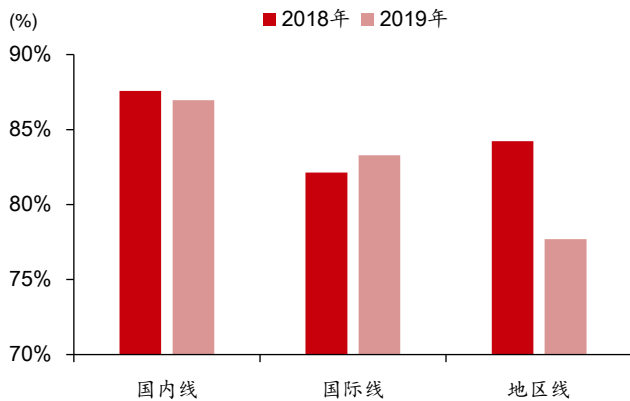
(百万)	国航		东航		春秋		吉祥		三大航合计		上市航空合计	
	2019.8	变化(%)	2019.8	变化(%)	2019.8	变化(%)	2019.8	变化(%)	2019.8	变化(%)	2019.8	变化(%)
客运												
可用座位公里	25,176	5.60	23,763	11.01	3,846	12.48	3,598	18.64	80,461	8.9	103,903	9.6
收入客公里	21,297	6.10	20,278	9.80	3,612	15.01	3,208	15.90	68,681	8.8	89,425	9.5
客座率(%)	84.6	0.4pp	85.3	-0.9pp	93.9	2.1pp	89.2	-2.1pp	85.4	-0.1pp	86.1	0.0pp
国内												
可用座位公里	14,668	7.30	15,193	12.78	2,509	13.73	2,801	4.96	51,357	9.8	68,143	9.8
收入客公里	12,636	6.90	13,145	10.69	2,366	13.88	2,529	3.46	44,304	8.7	59,459	8.8
客座率(%)	86.1	-0.3pp	86.5	-1.6pp	94.3	0.1pp	90.3	-1.3pp	86.3	-0.9pp	87.3	-0.8pp
国际												
可用座位公里	9,580	2.90	8,009	8.52	1,212	10.44	746	130.87	27,231	7.7	33,647	9.6
收入客公里	7,944	5.90	6,715	10.10	1,137	18.83	636	123.30	22,947	10.3	28,335	12.4
客座率(%)	82.9	2.3pp	83.8	1.2pp	93.8	6.6pp	85.3	-2.9pp	84.3	2.0pp	84.2	2.1pp
地区												
可用座位公里	927	7.10	562	1.23	125	8.11	52	25.05	1,872	3.1	2,114	3.9
收入客公里	717	-4.50	418	-15.41	108	2.62	42	10.77	1,430	-8.3	1,631	-7.0
客座率(%)	77.3	-9.4pp	74.5	-14.6pp	86.8	-4.6pp	81.9	-10.6pp	76.4	-9.5pp	77.2	-9.0pp
货运												
货运载运吨公里	401	-6.20	245	17.55	10	20.44	21	58.03	1,289	-0.8	1,482	0.7

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

近期，中国航信航指数公布暑运相关数据，国内线量价齐跌，国际线弃价保量，票价同比下滑同样印证目前航空需求的低迷。暑运期间，国内线客座率同降0.6pct，票价同降1.6%，国际线虽然客座率同增1.1pct，但票价大幅下滑4.6%，或与油价同比下降有关，2019年7-8月，航空煤油含税出厂价同降9.7%，航司有空间通过降低票价吸引旅客，保障客座率稳定。

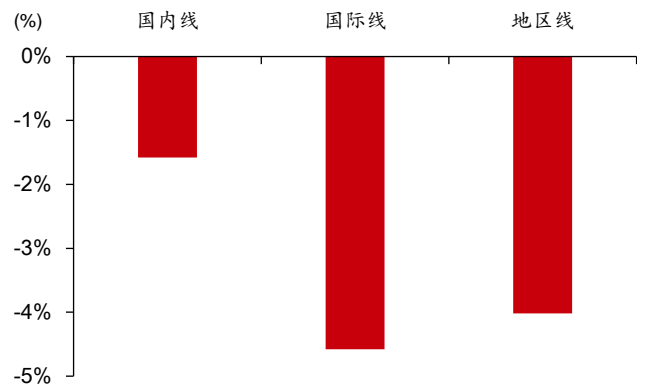
整体来看，目前航空需求等待复苏，刺激政策或将拉动需求回暖，供给端关注波音737MAX停飞时长，以及因准点表现不佳或将重启时刻收紧，推动供需结构获得改善。

图表4：暑运分区域客座率变化



资料来源：中国航信航指数、华泰证券研究所

图表5：暑运分区域票价情况



资料来源：中国航信航指数、华泰证券研究所

机场：8月流量增幅普遍下滑

2019年8月，主要上市机场公司飞机起降架次增幅环比普遍下滑，旅客吞吐量增幅下滑更为明显。上海、白云、深圳、首都、厦门机场起降架次分别同增0.2%、3.4%、5.7%、-1.4%、-0.4%，增幅相比7月提高-3.6pct、-0.6pct、1.4pct、-0.2pct、-2.1pct，起降架次受到8月极端天气频发影响，增速依旧低位徘徊。

另一方面，旅客吞吐量增速普遍下滑幅度超过起降架次，我们认为主要因为：1) 航空行业客座率达到高位，上升幅度放缓；2) 航司更换宽体机空间缩小；3) 宏观经济拖累一线机场旅客吞吐量。8月上海、白云、深圳、首都、厦门机场旅客吞吐量分别同增1.0%、6.5%、9.2%、-0.2%、1.2%，增幅相比7月提高-3.6pct、-1.2pct、1.4pct、-2.3pct、-3.1pct。

图表6：上市机场公司2019年8月运营数据

	旅客吞吐量 (千人)			飞机起降架次 (千次)			货邮吞吐量 (千吨)		
	2019.8	同比增速	增幅变化	2019.8	同比增速	增幅变化	2019.8	同比增速	增幅变化
上海机场	6,709	1.0%	-3.6pp	42.5	0.2%	-3.6pp	298	-5.3%	-2.1pp
白云机场	6,581	6.5%	-1.2pp	42.283	3.4%	-0.6pp	163	1.6%	0.9pp
深圳机场	4,691	9.2%	1.4pp	31.6	5.7%	1.4pp	110.6	7.2%	-1.3pp
首都机场	9,027	-0.2%	-2.3pp	51.62	-1.4%	-0.2pp	-	-	-
厦门空港	2,474	1.2%	-3.1pp	16.654	-0.4%	-2.1pp	27	-3.6%	3.9pp

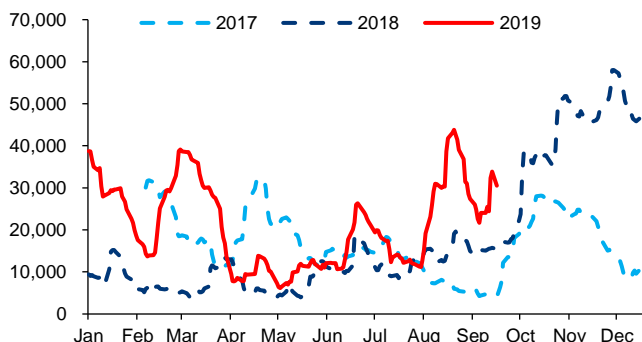
资料来源：公司公告、华泰证券研究所

航运港口

油运：受益旺季需求推动，运费环比大幅改善

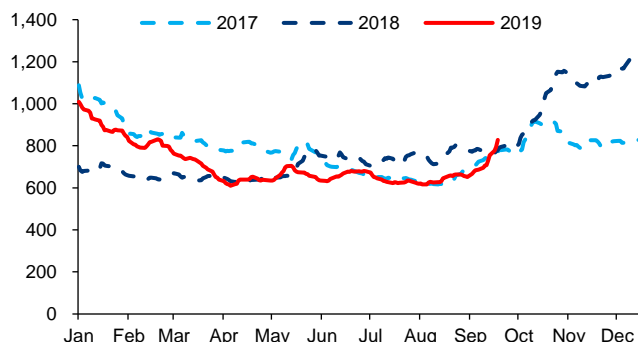
受季节性需求向好及沙特事件影响，运费环比大幅上涨：2019年8月20日-9月20日，BDTI指数环比上涨7.1%，同比下跌11.4%。其中，VLCC中东至中国航线（TD3C）运费环比和同比分别上涨95.5%和103.8%。运费大幅上涨，主要受季节性需求改善和沙特油田受袭击事件影响。市场担心短期油价走高和地缘政治风险，出现抢出货需求。展望四季度，受益传统旺季需求推动，我们预期四季度平均运费水平环比和同比都有望大幅改善。

图表7：VLCC 中东-中国航线运费（TD3C TCE）



资料来源：Clarksons，华泰证券研究所

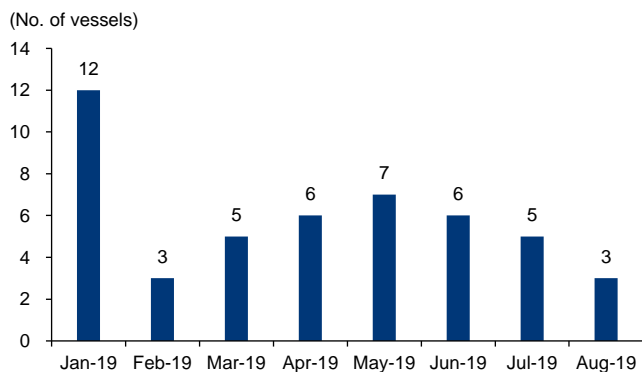
图表8：原油运输指数(BDTI)



资料来源：Baltic Sea Exchange，华泰证券研究所

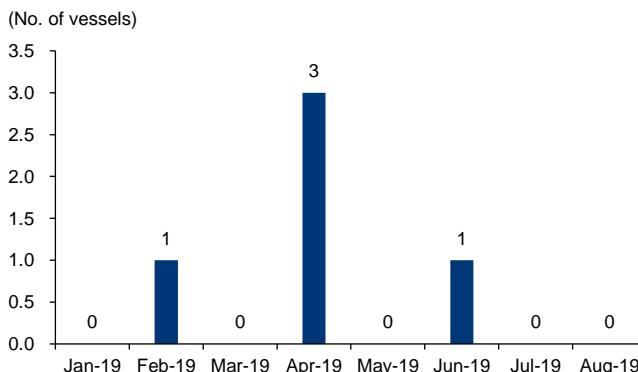
今年拆船数量低于预期：8月VLCC新船交付3艘，无旧船拆解。2019年1-8月，VLCC新船交付共50艘，VLCC船舶拆解5艘。受行业景气程度向好影响，今年VLCC拆解量低于预期。根据Clarksons数据，2019年全年VLCC新船交付量共计约66艘，我们预计还剩16艘新船将于今年交付。

图表9：VLCC 新船交付量



资料来源：Clarksons，华泰证券研究所

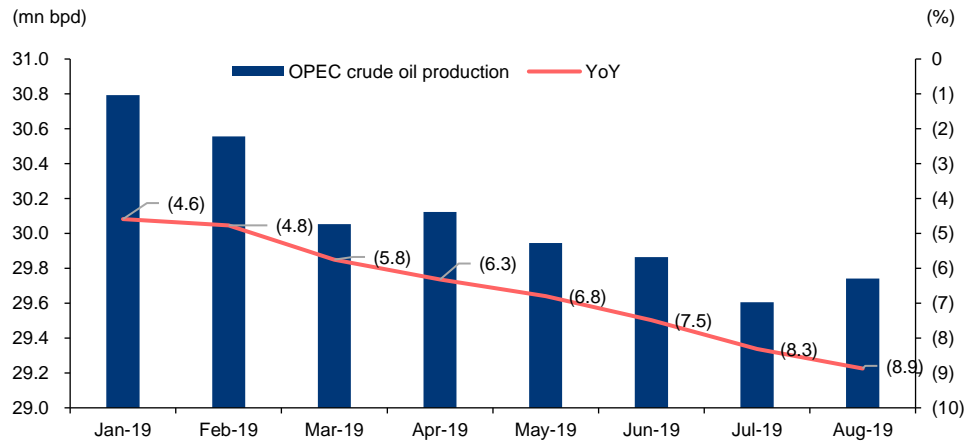
图表10：VLCC 旧船拆解量



资料来源：Clarksons，华泰证券研究所

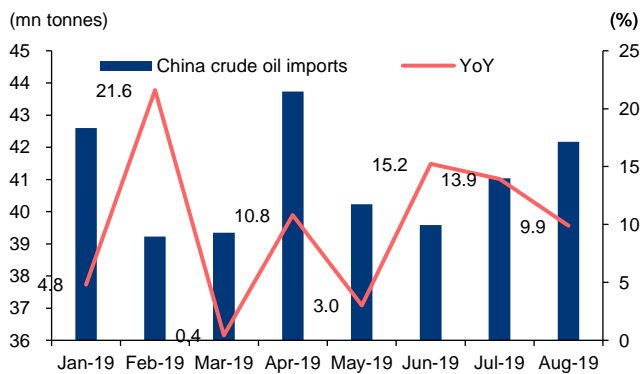
8月OPEC原油产量和中国原油进口量环比上涨，美国原油出口环比下滑：2019年8月，OPEC原油产量为2,974万桶/天，环比增长0.5%，同比下降8.9%；中国原油进口量为4,217万吨，环比增长2.8%，同比增长9.9%；美国原油出口量为269万桶/天，环比下降6.1%，同比增长70.4%。伴随今年底美国原油管道和港口基础设施的修建完工，我们预期明年美国原油出口量有望进一步提升并带动全球油运需求的增长。

图表11: OPEC原油产量



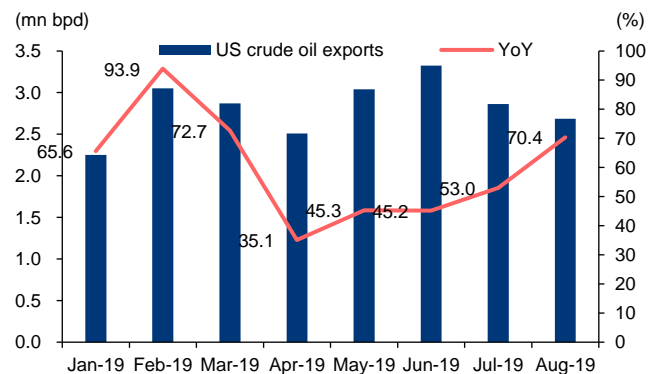
资料来源: OPEC, 华泰证券研究所

图表12: 中国原油进口量



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表13: 美国原油出口量

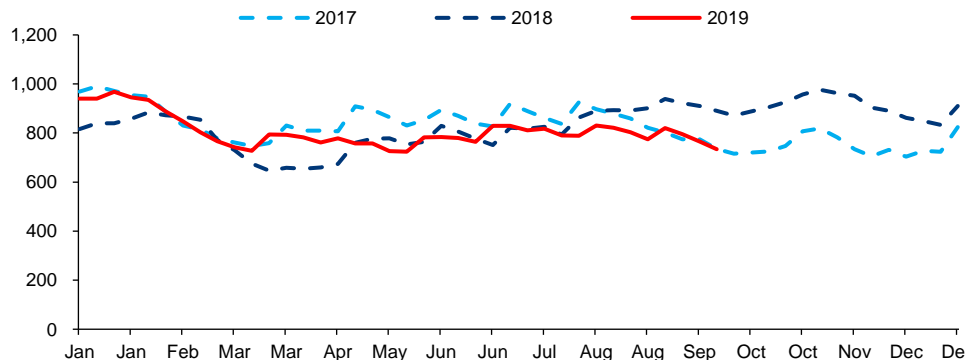


资料来源: EIA, 华泰证券研究所

集运: 全球宏观经济增速放缓, 需求承压, 运费环比下滑

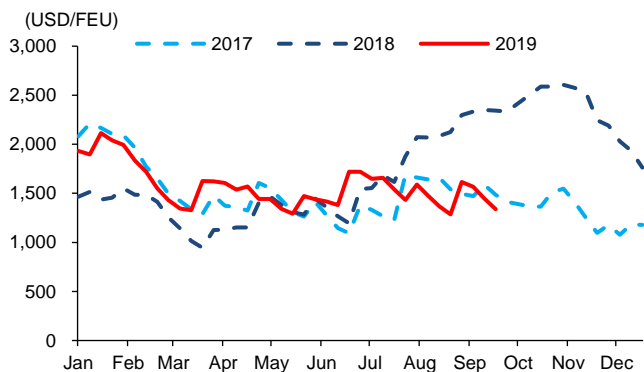
美线环比上涨, 欧线环比下降:2019年8月20日-9月20日, SCFI指数环比下跌3.6%, 同比下降14.9%。其中, 上海至美西航线运费环比上涨4.4%, 同比大幅下降36.0%; 上海至欧洲航线运费环比和同比分别下跌13.7%和18.4%。今年以来, 受经济增速放缓及贸易摩擦影响, 集运市场总体表现疲软, 短期板块承压。

图表14: 上海出口集装箱运价指数 (SCFI)



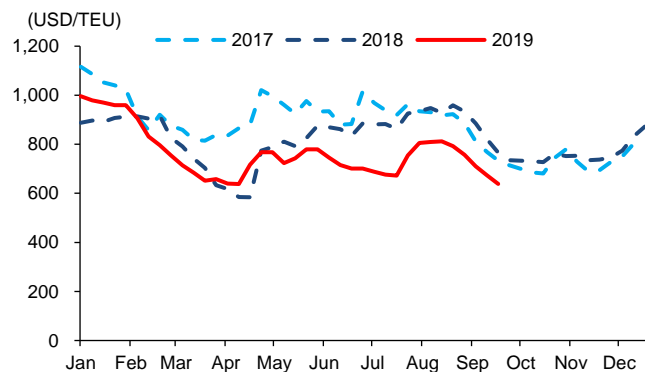
资料来源: 上海航运交易所, 华泰证券研究所

图表15: 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16: 上海-欧洲航线集装箱运费

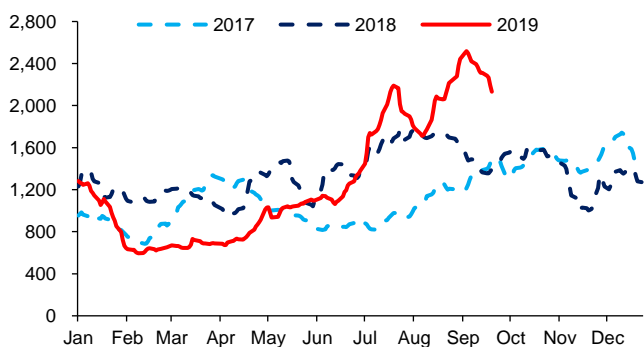


资料来源: 上海航运交易所, 华泰证券研究所

干散货运输: 全球铁矿石出货量逐步恢复, 运费大幅提升

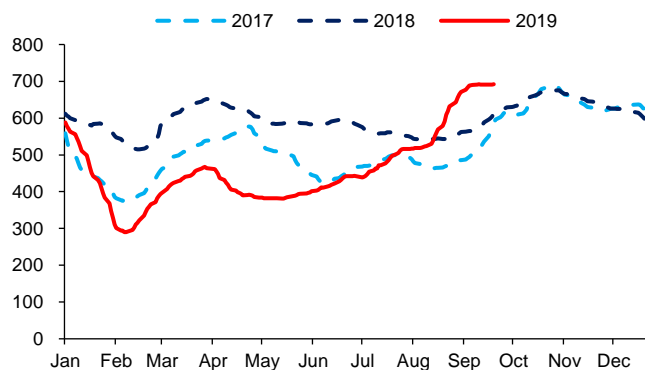
受季节性需求推动, 运费环比大幅改善: 2019年8月20日-2019年9月20日, BDI指数环比和同比分别上涨21.1%和41.7%; BHSI指数环比和同比分别上涨31.1%和12.6%。其中, 海岬型运费环比和同比分别上涨20.9%和51.9%, 上涨明显; 灵便型运费环比和同比分别上涨30.4%和13.6%。近期运费上涨, 主要受巴西和澳洲铁矿石出货量逐步恢复推动干散运输需求。

图表17: 波罗的海干散货指数 (BDI)



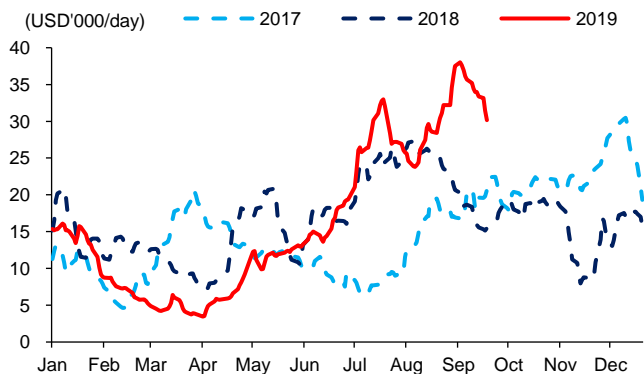
资料来源: Baltic Sea Exchange, 华泰证券研究所

图表18: 小灵便型运费指数 (BHSI)



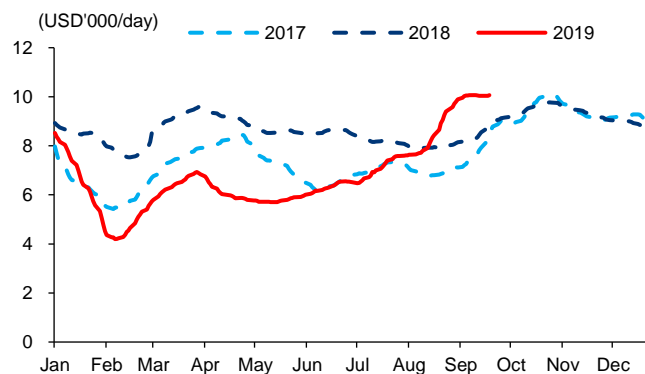
资料来源: Baltic Sea Exchange, 华泰证券研究所

图表19: 海岬型运费



资料来源: Baltic Sea Exchange, 华泰证券研究所

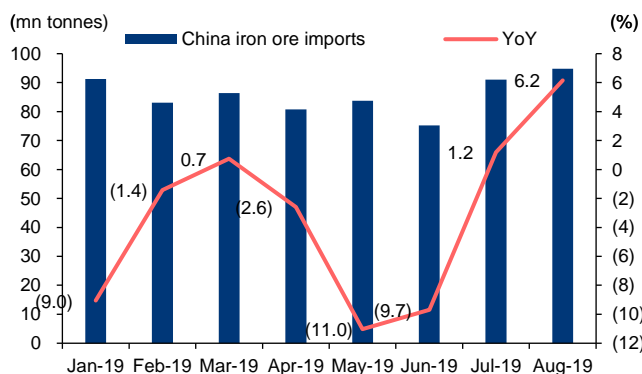
图表20: 灵便型运费



资料来源: Baltic Sea Exchange, 华泰证券研究所

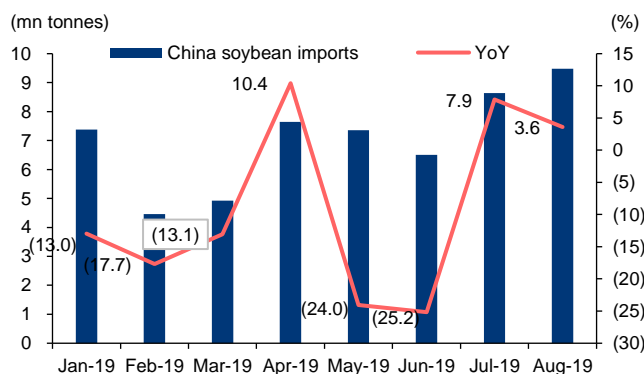
8月中国铁矿石和大豆进口量改善明显：2019年8月，中国铁矿石进口量为9,485万吨，环比和同比分别上涨4.2%和6.2%。进口量增长主要受巴西和澳洲铁矿石出货量逐步恢复推动（今年1-5月，受巴西矿难和澳洲飓风影响，全球铁矿石出货量受负面影响）；中国大豆进口量为948万吨，环比和同比分别上涨9.7%和3.6%。2019年1-8月，中国铁矿石和大豆进口量分别为6.8亿吨和5,639万吨，同比分别下降3.3%和9.1%，主要受宏观经济疲软和贸易摩擦等负面影响。展望四季度，受益季节性旺季需求推动，我们预计干散货量和运费有望环比改善。

图表21：中国铁矿石进口量



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表22：中国大豆进口量

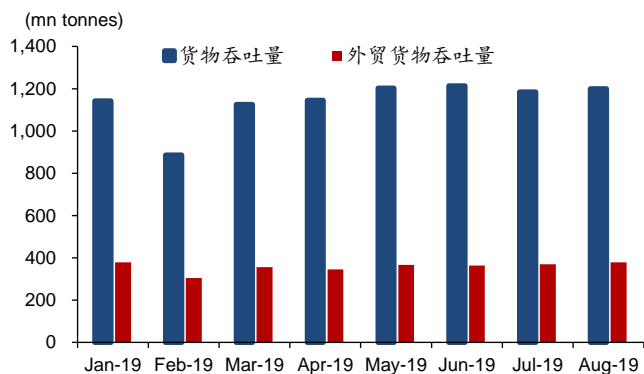


资料来源：Wind，华泰证券研究所

港口：受经济放缓和贸易摩擦影响，吞吐量增速放缓

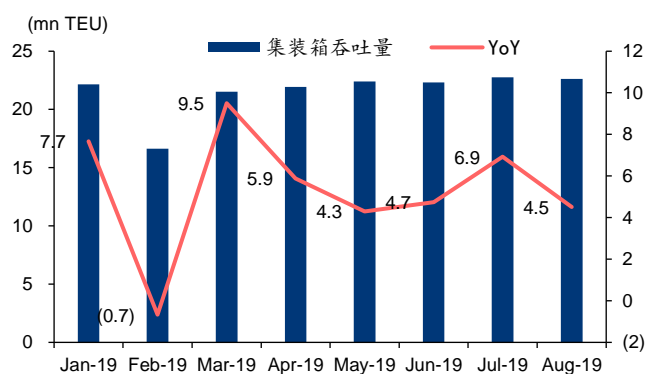
8月全国主要港口吞吐量增速放缓；受宏观经济影响，低增速符合预期：2019年8月，全国主要港口完成货物吞吐量12.0亿吨，环比和同比分别增长1.3%和6.6%。其中，完成外贸货物吞吐量3.8亿吨，环比和同比分别增长2.6%和8.8%；完成集装箱吞吐量2,262万标准箱，环比下跌0.7%，同比增长4.5%。2019年1-8月，全国主要港口完成货物、外贸货物和集装箱吞吐量分别为91.0亿吨、28.6亿吨、1.7亿标准箱，同比分别增长4.7%、4.0%和5.5%。港口吞吐量增速明显放缓，主要受今年以来宏观经济增速放缓和中美贸易不确定性等负面影响。整体上看，港口板块受宏观经济和进出口贸易影响较为直接，板块短期承压。

图表23: 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

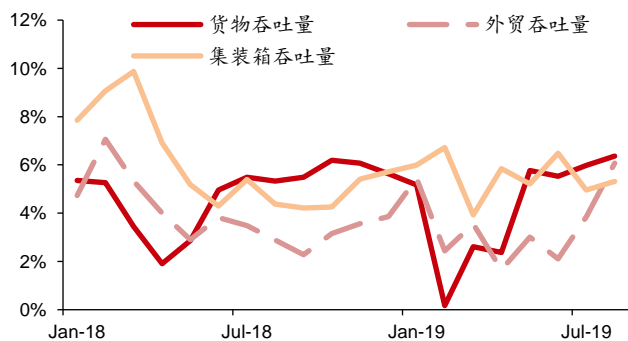
图表24: 全国主要港口集装箱吞吐量



资料来源: 交通运输部, 华泰证券研究所

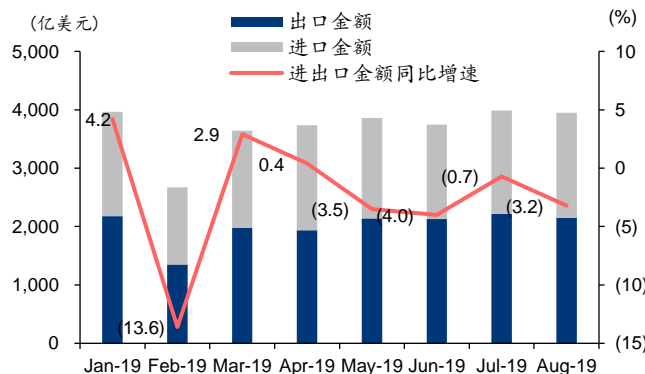
8月进出口贸易疲软, 宏观经济存不确定性: 2019年8月, 中国出口金额为2,148亿美元, 环比和同比分别下跌3.0%和1.0%; 进口金额为1,800亿美元, 环比上涨1.7%, 同比下降5.6%。2019年1-8月, 中国出口金额为1.6万亿美元, 同比增长0.4%; 进口金额为1.3万亿美元, 同比下降4.6%。

图表25: 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26: 全国进出口金额及增速



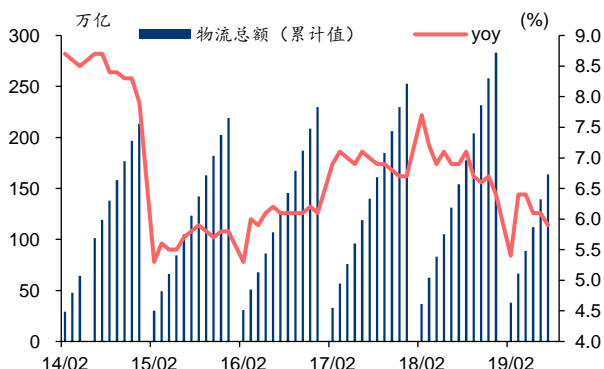
资料来源: 海关总署, 华泰证券研究所

快递&物流

生产物流：景气度环比回落，关注细分赛道

宏观经济放缓，生产物流承压。8月，中国官方制造业PMI环比下降0.2至49.5，持续走弱并低于荣枯线；财新制造业PMI环比上升0.5至50.4，重回荣枯线上。受宏观经济放缓影响，生产物流业普遍承压。1-7月，中国社会物流总额为163.8万亿元，按可比价格计算增速为5.9%，增速环比1-6月下降0.2pct；物流总费用为7.8万亿元，我们计算的同比增速为8.3%，增速环比1-6月小幅提升0.1pct，其中运输、保管和仓储费用为4.1、2.7和1万亿元，分别占比52.6%、34.6%和12.8%，结构整体稳定。

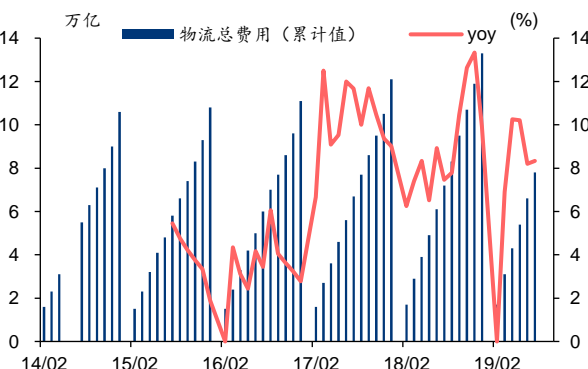
图表27：中国社会物流总额及同比增速



注：同比增速为中国物流与采购联合会披露的可比价格增速（实际值）

资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表28：中国社会物流总费用及同比增速

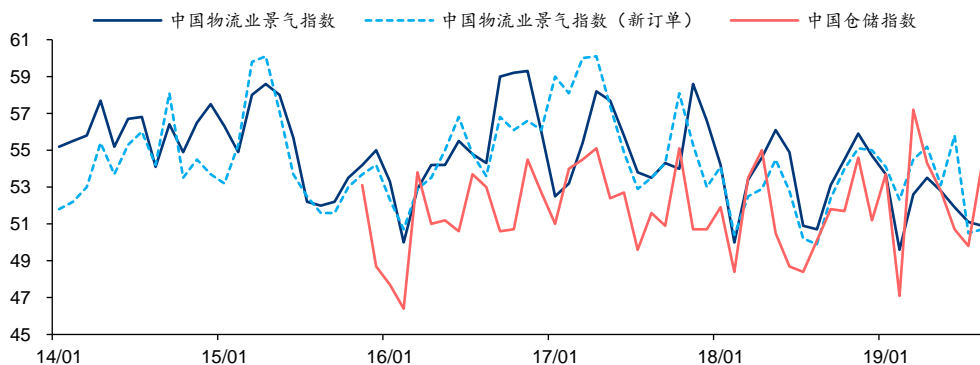


注：同比增速根据披露的物流总费用测算（名义值）

资料来源：Wind、华泰证券研究所

物流业景气度持续下行，仓储景气度中枢波动。物流业景气度指数在16年底见顶后趋势向下，仓储指数中枢整体稳定。8月，中国物流业景气度指数为50.9，环比下降0.2，其中新订单指数为50.7，环比提升0.2；中国仓储指数为54.3，环比提升4.5。

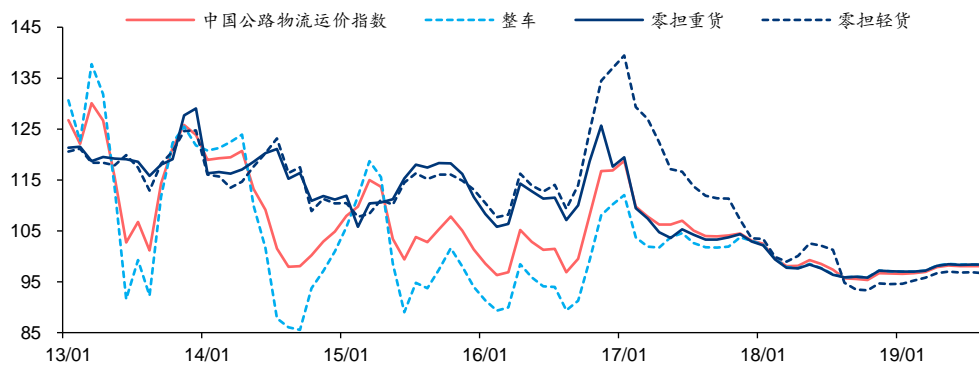
图表29：中国物流景气度和仓储指数



资料来源：Wind、华泰证券研究所

公路运价指数整体稳定，同比小幅上行。公路运价指数在16年底（治超+经济回暖）见顶后持续回落，2018年三季度见底后小幅回升，并维持95-100区间窄幅波动。8月，中国公路物流运价指数为98.06，环比-0.02%，同比+2.51%；其中整车指数98.39，环比+0.04%，同比+2.62%；零担重货指数98.36，环比-0.03%，同比+2.62%；零担轻货指数96.69，环比-0.18%，同比+2.00%。

图表30：中国公路物流运价指数

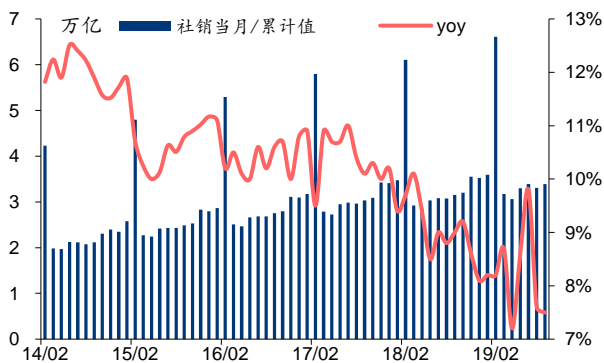


资料来源：Wind、华泰证券研究所

消费物流（快递）：稳健增长，提前布局“双十一”

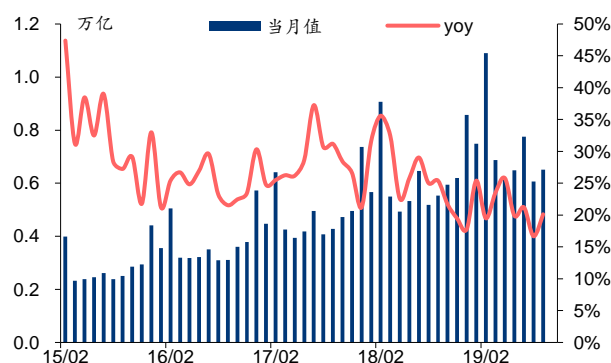
社消增速放缓，网购整体稳定。2019年8月，全国社会消费品零售总额为3.39万亿元，同比名义增长7.5%，增速环比7月下降0.1pct；我们（根据累计值）测算实物商品网上零售额为6512亿元，同比增长20.1%，增速环比7月提升3.4pp；实物商品网上零售额占社零总额的19.2%，占比环比7月提升0.9pct。

图表31：全国社销总额及增速



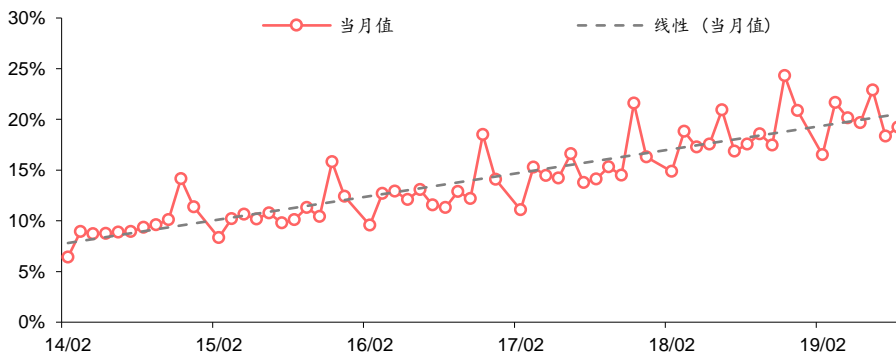
注：为避免春节错位干扰，剔除了1月数据，2月数据为1-2月累计值
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表32：实物商品网上零售额及增速



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
资料来源：Wind、华泰证券研究所

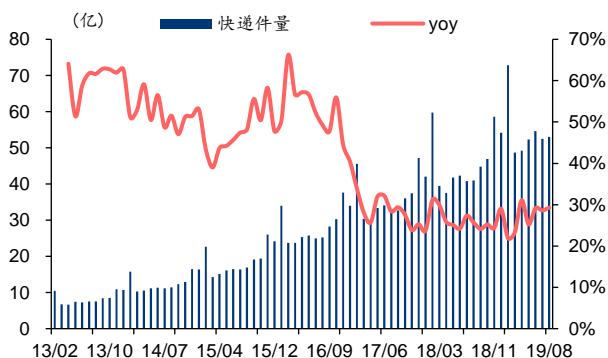
图表33：实物商品网上零售额/社零总额（网购渗透率）



资料来源：Wind、华泰证券研究所

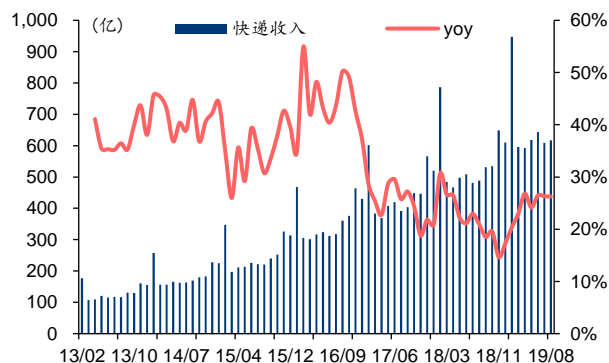
快递增速回升，整体件均价跌幅扩大但国内件均价跌幅收窄。2019年8月，全国规模以上快递企业完成件量53.0亿件，同比增长29.3%，增速环比7月提升0.7pct；规模以上快递企业完成收入616.8亿元，同比增长26.3%，增速环比7月下降0.1pct；快递企业件均价为11.63元，同比下降2.4%，跌幅环比7月扩大0.6pct；国内件均价（同城件+异地件）为7.61元，同比下跌6.5%，跌幅环比7月收窄0.4pct。

图表34：规模以上快递企业件量



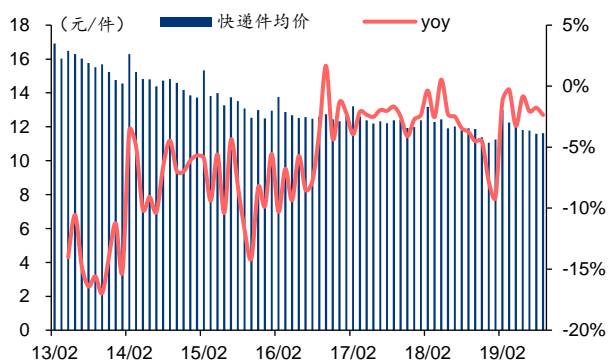
注：为避免春节错位干扰，剔除了1月数据，2月数据为1-2月累计值
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表35：规模以上快递企业收入



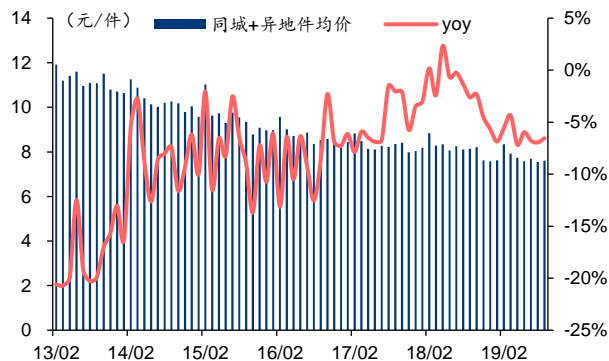
注：为避免春节错位干扰，剔除了1月数据，2月数据为1-2月累计值
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表36：快递企业件均价（合计）



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
资料来源：Wind、华泰证券研究所

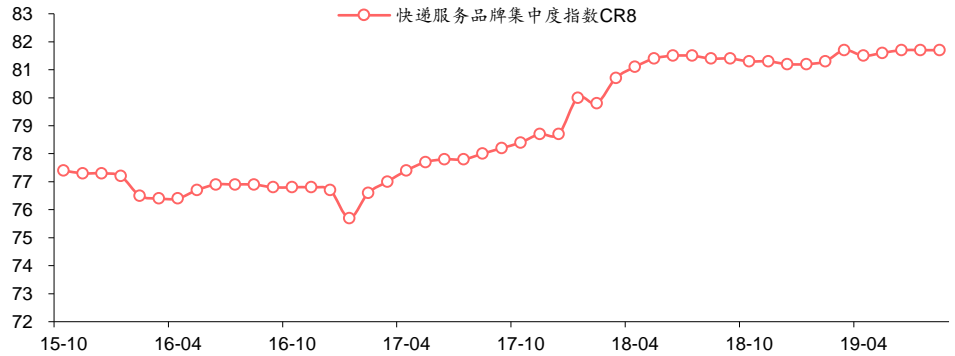
图表37：快递企业件均价（同城+异地）



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
资料来源：Wind、华泰证券研究所

快递市场集中度维持高位，环比持平但同比小幅回升。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1-8月，全国快递企业集中度指数CR8为81.7，环比1-7月持平，但较去年同期提升0.3。

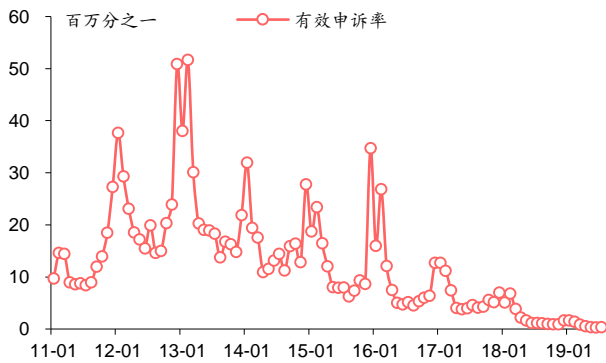
图表38： 快递企业集中度指数



资料来源：Wind、华泰证券研究所

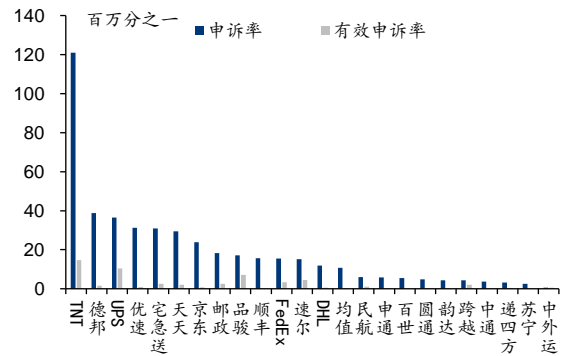
快递服务品质持续提升，有效申诉率持续下降。7月，快递服务问题申诉55908件，环比增长30.5%，同比下降4.0%；其中有效申诉1759件，环比增长18.9%，同比下降61.2%。分公司看，一线快递申诉率普遍较低，而二三线快递申诉率较高，即一线快递服务品质和二三线快递持续拉开差距。

图表39： 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40： 主要快递企业申诉率 (2019年7月)



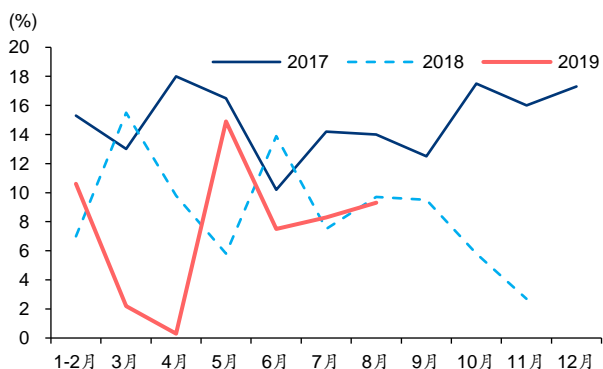
资料来源：Wind、华泰证券研究所

公路&铁路

公路：暑期车流量增速好于二三季度；降息周期利好高股息资产

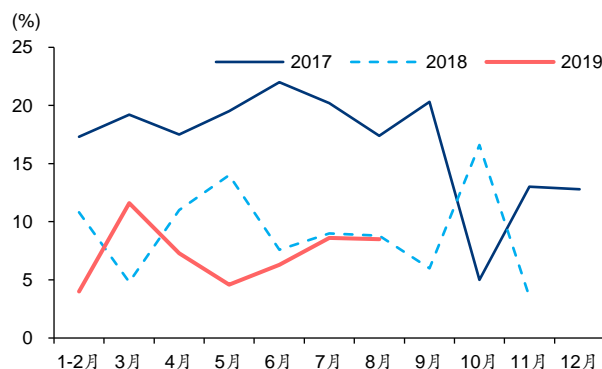
相较于上半年，暑期全国高速公路客车、货车增速均有提升。8月，高速公路总车流量同比增长9.2%。其中，客车、货车流量同比增长9.3%、8.5%。分地区看，1) 东部：客车、货车流量同比增长9.2%、8.1%；2) 中部：客车、货车流量增长10.6%、8.5%；3) 西部：客车、货车流量增长8.5%、9.6%。7-8月，高速公路客车、货车流量同比增长8.8%、8.6%。上半年，我国高速公路的客车、货车流量同比增长7.8%、6.4%；其中，1-3月客车、货车流量同比增长7.9%、7.1%，4-6月客车、货车流量同比增长7.4%、6.0%。暑期车流量数据较一二季度明显好转。

图表41：高速公路客车流量同比增速



资料来源：交通运输部、华泰证券研究所

图表42：高速公路货车流量同比增速

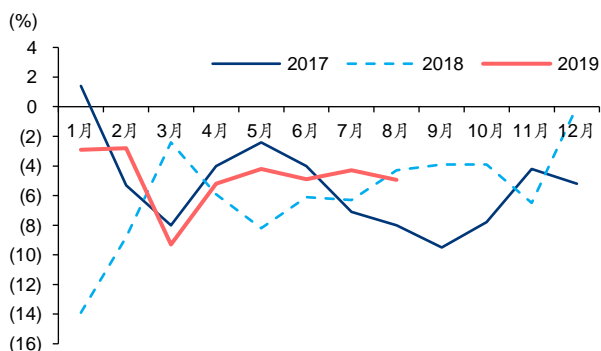


资料来源：交通运输部、华泰证券研究所

客运结构持续优化，私家车出行日益火爆。2019年8月，营运性公路客运量同比下降4.9%；1-8月，营运性公路客运量同比下降4.8%。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。与之相对，自驾出行成为居民首选。8月，高速公路7座及以下小客车流量同比增长9.8%，8座及以上大中型客车流量同比降低1.9%；1-8月，高速公路7座及以下小客车流量同比增长8.3%，8座及以上大中型客车流量同比降低1.0%。

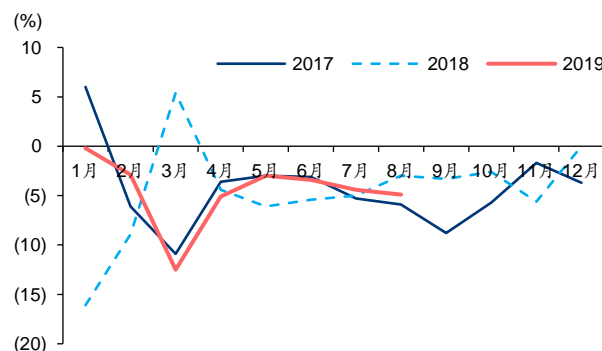
在市内交通方面，轨道交通客运量快速增长。2019年8月，轨道交通客运量同比增长12.7%，公共汽车下降3.3%，出租汽车微增1.3%，客运轮渡增长4.0%；1-8月，轨道交通客运量同比增长13.2%，公共汽车微降1.6%，出租汽车微增0.1%，客运轮渡降低4.1%。

图表43：营运性公路客运量同比增速



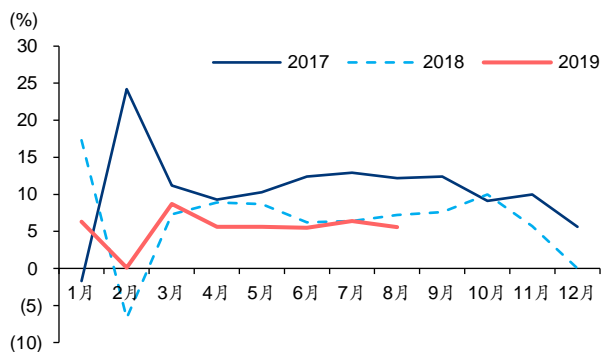
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表44：营运性公路旅客周转量同比增速



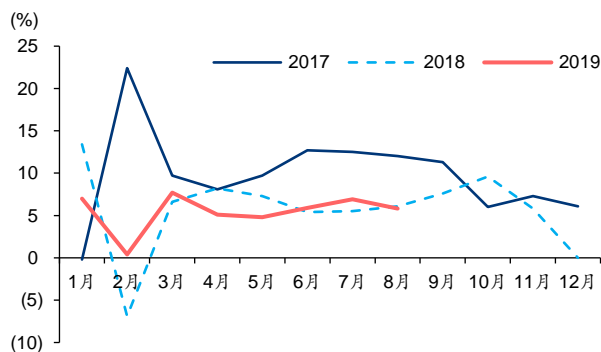
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表45: 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46: 营运性公路货物周转量同比增速

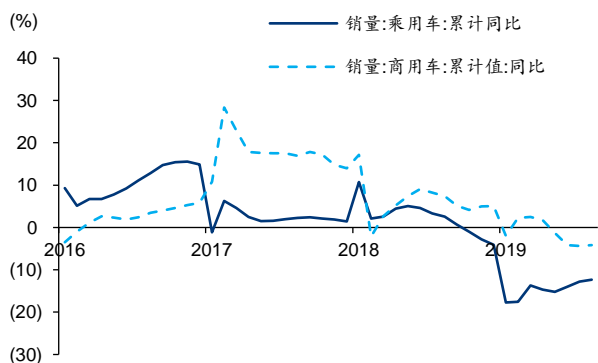


资料来源: Wind、华泰证券研究所

汽车销量降幅缩窄。高速公路车流量的驱动力是汽车保有量和出行频次，汽车销量是判断其保有量的先行指标。2019年8月，乘用车、商用车销量同比下降7.7%、2.8%；7-8月，乘用车、商用车销量同比下降5.9%、4.5%；1-6月，乘用车、商用车销量同比下降14.0%、4.1%。

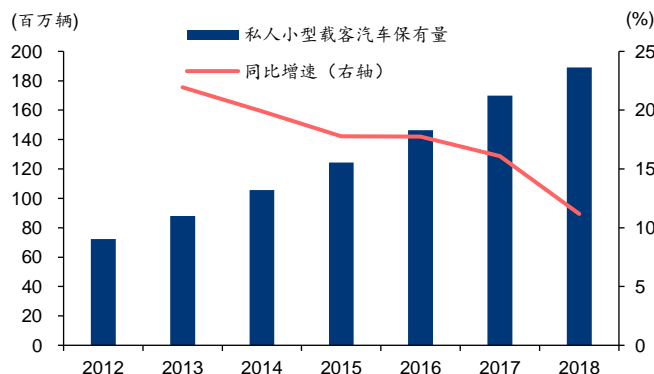
虽然汽车销量下滑，但保有量依然在增加，只是因为基数提高使增速放缓。同时，我们也观察到，在过去五年，高速公路客车流量的增速低于保有量的增速，出行频次仍有提升空间。

图表47: 乘用车和商用车销量 (2016年-2019年8月)



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表48: 私家车保有量 (2012年-2018年)



资料来源: Wind、华泰证券研究所

在全球降息周期背景下，高股息资产对于低风险偏好资金的吸引力仍在提升。维持高速公路行业“增持”评级。

图表49: 中国国债到期收益率:10年



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表50: 美国国债到期收益率:10年

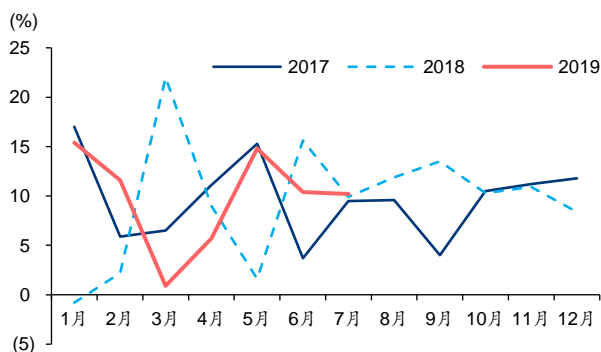


资料来源: Wind、华泰证券研究所

铁路: 暑运客货两旺; 铁路法修订在即, 关注主题机会

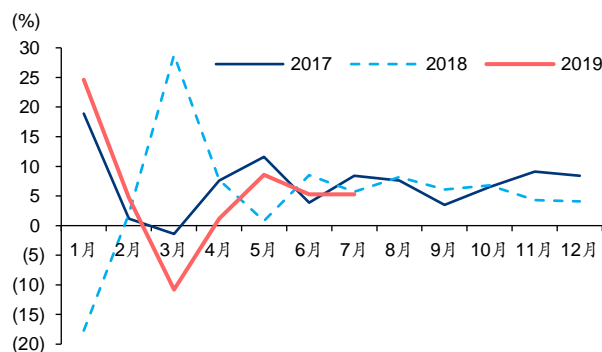
暑运期间, 国铁客货运量均保持较高增速。7-8月, 国家铁路旅客发送量约 7.35 亿人次, 同比增长 10.4%, 其中动车组旅客发送量约 4.6 亿人次, 同比增长 16.9%, 占客运量比重达到 62.5%。动车组贡献主要客运增量。7-8月, 国家铁路货物发送量达到 7.25 亿吨, 同比增长 7.6%。7-8月客运增速较二季度小幅提高, 货运增速略有放缓。4-6月, 国铁客运量同比增长 9.2%, 其中动车组客运量同比增长 14.2%; 国铁货运量同比增长 8.3%。

图表51: 铁路客运量同比增速



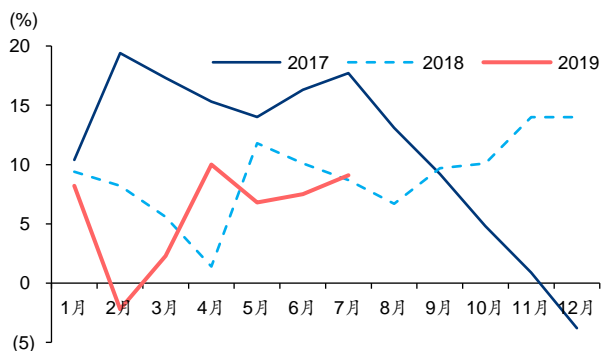
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表52: 铁路旅客周转量同比增速



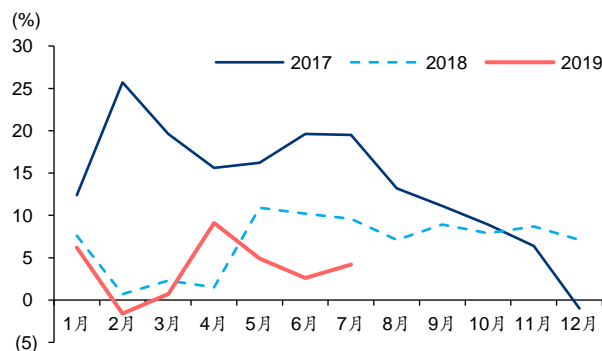
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表53: 铁路货运量同比增速



资料来源: Wind、华泰证券研究所

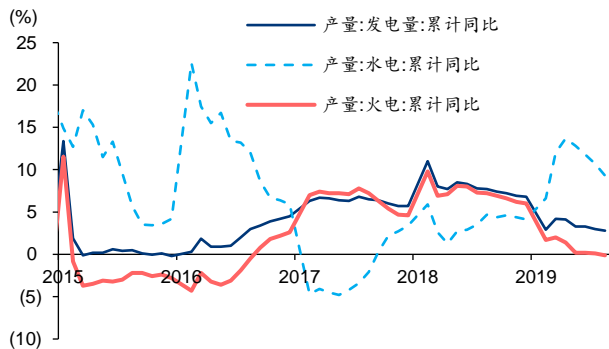
图表54: 铁路货物周转量同比增速



资料来源: Wind、华泰证券研究所

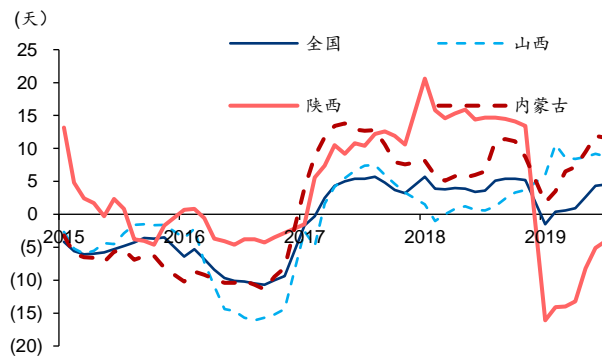
铁路运输的品种主要是煤炭矿石等大宗商品，受火电用煤需求影响较大。2018年，全国铁路货运量达到40.2亿吨，其中煤炭发运量达到23.8亿吨，占比接近60%（来源：交通运输部）。“三西”地区继续受益于煤炭产地西移调整。1-8月，全国煤炭产量同比增长4.5%，其中煤炭主产区山西和内蒙古煤炭产量同比增长8.8%、11.6%；受矿难整改影响，陕西煤炭产量同比下降4.1%。年初以来，水电对火电的挤压影响较大。1-8月，全国发电量同比增长2.8%，其中水电同比增长9.3%，火电同比降低0.1%。

图表55：全国发电量累计同比增速-截止2019年8月



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表56：原煤产量累计同比增速-截止2019年8月



资料来源：Wind、华泰证券研究所

7月30日，国家铁路局就《中华人民共和国铁路法（修订草案）》向社会公开征求意见。《铁路法》自1991年生效以来，仅在2009、2015年进行两次小修。我们认为，本次草案修订幅度较大，有两个亮点：1) 将铁路土地综合开发利用政策上升到法律层面；2) 将铁路公益性运输补贴机制纳入法律规范。铁路改革大方向不变，建议投资者关注铁路主题投资机会。

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，需在允许的范围内使用，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：AOK809

©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