

交通运输

证券研究报告

2019年10月20日

油运运价逐步回归常态，看好顺丰三季报

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:油价上行风险有限,关注航空博弈机会》
2019-09-22
- 《交通运输-行业研究周报:多重利好集中释放,航空迎来反弹窗口》
2019-09-08

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: 民航正班时刻表部分披露, 我们测算换季初国内线时刻同比增长 5%, 明显低于去年同期 6.8%的增速水平。加航将 B737MAX 停飞时间延长至 2020 年 2 月, 或意味着该机型复飞仍无明确时间表, 期待 B737MAX 停飞延长及时刻政策严格执行从两个维度强化供给侧逻辑。我们认为四季度民航运价有望在供给偏紧、需求回暖及低基数的带动下有所改善, 继续推荐三大航, 春秋、吉祥。

快递物流: 快递方面, 本周行业公司 9 月数据披露完成: 9 月全行业实现业务量 56 亿件, 同比增长 25.0%; 业务收入完成 649.2 亿元, 同比增长 22.2%。公司方面, 增速从高到底依次为申通 (+50.6%)、圆通 (42.2%)、韵达 (40.6%)、顺丰 (38.0%)。当前看, 三季度公司业务量增速由高到低排序依次为申通 (53%)、韵达 (47%)、圆通 (44%) 与顺丰 (30%)。价格方面顺丰主要由特惠件影响有所下滑。季度高频数据披露收官, 通达系电商快递延续了增速上的强势表现, 但改善最大的依然是顺丰, 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, 三季报值得期待。通达系中, 长期看规模效应+成本改善反哺市场获取的逻辑依旧, 短期看部分公司已出台双十一涨价策略, 建议关注双十一行情, 关注韵达、申通、圆通。

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; 快递行业竞争格局恶化

重点标的推荐

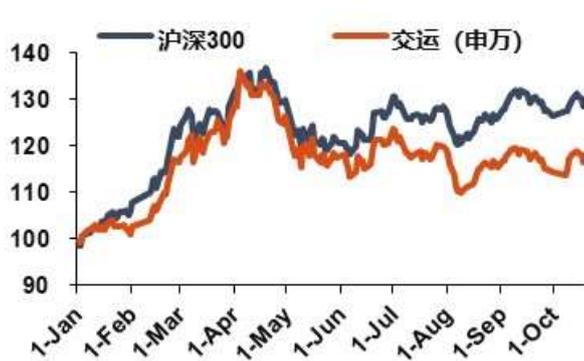
股票代码	股票名称	收盘价 2019-10-18	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2018A/E	2019E	2020E	2021E	2018A/E	2019E	2020E	2021E
601111.SH	中国国航	8.17	买入	0.51	0.55	0.71	0.79	16.02	14.85	11.51	10.34
600029.SH	南方航空	6.75	买入	0.24	0.39	0.59	0.72	28.13	17.31	11.44	9.38
600115.SH	东方航空	5.30	买入	0.18	0.29	0.52	0.60	29.44	18.28	10.19	8.83
600009.SH	上海机场	79.31	买入	2.20	2.73	3.17	3.70	36.05	29.05	25.02	21.44
600004.SH	白云机场	21.94	增持	0.55	0.46	0.64	0.79	39.89	47.70	34.28	27.77
002468.SZ	申通快递	22.62	买入	1.34	1.16	1.28	1.47	16.88	19.50	17.67	15.39
600233.SH	圆通速递	12.29	买入	0.67	0.74	0.80	0.89	18.34	16.61	15.36	13.81
600018.SH	上港集团	5.76	买入	0.45	0.46	0.46		12.80	12.52	12.52	
603128.SH	华贸物流	7.40	买入	0.44	0.51			16.82	14.51		
601919.SH	中远海控	4.73	买入	0.10	0.24	0.27	0.48	47.30	19.71	17.52	9.85
603713.SH	密尔克卫	37.50	买入	0.87	1.30	1.78	2.35	43.10	28.85	21.07	15.96
002352.SZ	顺丰控股	40.92	买入	1.03	1.28	1.42	1.67	39.73	31.97	28.82	24.50

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

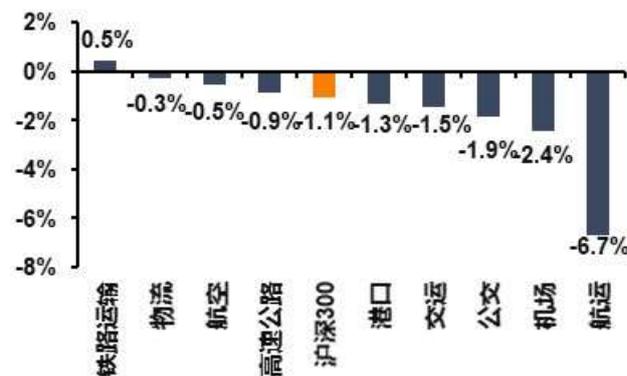
市场综述: 本周 A 股高开低走, 上证综指报收于 2938.14, 环比跌 1.19%; 深证综指报收于 1616.72, 跌 1.24%; 沪深 300 指报收于 3869.38, 跌 1.08%; 创业板指报收于 1648.63, 跌 1.09%; 申万交运指数报收于 2363.78, 跌 1.56%。交运行业子板块表现一般, 其中最为强势的是铁路运输 (0.5%), 其次为物流 (-0.3%)、航空 (-0.5%)。本周交运板块涨幅前三为恒基达鑫(26.6%)、密尔克卫 (10.9%)、珠海港 (7.3%); 跌幅前三为天顺股份(-14.1%)、中远海能 (-12.7%)、中远海控(-9.9%)。

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 (2019.10.14-10.20)



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				
恒基达鑫	6.4	26.6%	43.0%	19.5%
密尔克卫	37.5	10.9%	16.6%	35.8%
珠海港	6.0	7.3%	10.1%	-8.7%
澳洋顺昌	3.8	6.1%	8.8%	-0.7%
招商公路	8.3	4.8%	5.8%	7.0%
10 月交运板块领涨股				
恒基达鑫	6.4	26.6%	43.0%	19.5%
天顺股份	30.5	-14.1%	25.8%	84.3%
招商轮船	6.0	-7.0%	24.7%	63.6%
密尔克卫	37.5	10.9%	16.6%	35.8%
ST 安通	5.1	2.6%	13.5%	-23.0%
19 年交运板块领涨股				
白云机场	21.9	-6.6%	-2.3%	120.4%
天顺股份	30.5	-14.1%	25.8%	84.3%
招商轮船	6.0	-7.0%	24.7%	63.6%
保税科技	4.1	1.5%	5.7%	58.6%
上海机场	79.3	-1.2%	-0.6%	57.5%

资料来源：WIND，天风证券研究所

航空板块：民航正班时刻表部分披露，我们测算换季初国内线时刻同比增长 5%，明显低于去年同期 6.8% 的增速水平。加航将 B737MAX 停飞时间延长至 2020 年 2 月，或意味着该机型复飞仍无明确时间表，期待 B737MAX 停飞延长及时刻政策严格执行从两个维度强化供给侧逻辑。我们认为四季度民航运价有望在供给偏紧、需求回暖及低基数的带动下有所改善，继续推荐三大航，春秋、吉祥。

快递物流：快递方面，本周行业公司 9 月数据披露完成：9 月全行业实现业务量 56 亿件，同比增长 25.0%；业务收入完成 649.2 亿元，同比增长 22.2%。公司方面，增速从高到底依次为申通（+50.6%）、圆通（42.2%）、韵达（40.6%）、顺丰（38.0%）。当前看，三季度公司业务量增速由高到低排序依次为申通（53%）、韵达（47%）、圆通（44%）与顺丰（30%）。价格方面顺丰主要由特惠件影响有所下滑。季度高频数据披露收官，通达系电商快递延续了增速上的强势表现，但改善最大的依然是顺丰，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，季报值得期待。通达系中，长期看规模效应+成本改善反哺市场获取的逻辑依旧，短期看部分公司已出台双十一涨价策略，建议关注双十一行情，关注韵达、申通、圆通。

物流板块：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。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：中美双方虽已达成部分协议，但是后续仍有第二第三轮的谈判，不确定性仍较为显著。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，当前运价或将对船公司造成较为明显的冲击，有望带来行业的洗牌。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 0.2%，同比下跌 20.2%至 580 美元/TEU；地中海线状况类似，略优于欧洲航线，环比跌 1.0%，同比跌 4.8%至 715 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，美西线运价环比涨 4.2%、同比跌 47.1%至 1368 美元/FEU，美东线环比涨 1.7%、同比跌 28.1%至 2374 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，行业或将出现底部布局机会，推荐中远海控。
- **油运市场：**如我们的预期，油运运价逐步回归常态，欧美经济情况不容乐观，中期全球原油需求侧仍具备不确定性。数据来看，本周 BDTI 环比跌 26.2%，同比涨 39.8%至 1432 点；BCTI 环比涨 40.7%、同比涨 59.6%至 937 点，CTFI 较上期大跌 1263 点至 1945 点，涨幅高达 26.7%。TD3C 航线 TCE 也出现大幅下降。国际油运方面，行业进入由北半球取暖需求驱动的传统旺季，中远海能受美国制裁叠加油轮遇袭带来的运价疯涨大概率将逐步回归常态，但是因海能事件造成的供给侧收紧，运价有望维持在相对高位，建议关注招商轮船、中远海能。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关注招商南油。
- **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 本周环比跌 3.6%、同比涨 19.4%至 1855 点。权重指数方面，BCI 本周环比下跌 6.9%至 3064 点，BPI 环比跌 4.0%至 1840 点，BSI 环比跌 0.3%至 1222 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：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；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：港澳台航线大幅波动，需求仍稳中向好

各公司披露 9 月运营数据，全民航旅客运量增速 8.9%。各航空公司披露 9 月运营数据，根据各公司数据推算，全民航 9 月 ASK 同比增长 10.5%，RPK 同比增长 10.0%，旅客运输量同比增长 8.9%，客座率 82.2%，同比下降 0.4pct。1-9 月 ASK 同比增长 10.3%，RPK 同比增长 10.3%，旅客运输量同比增长 8.7%，客座率 83.6%，同比基本持平。

国际线表现继续优于国内线。整体来看，三大航中国航增速保持低位，ASK、RPK 增速分别仅为 4.9%、5.0%，南航及东航增速均达到两位数；民营航司方面，春秋、吉祥业务量增长均在 15%以上，其中吉祥旅客周转量达到 22.7%。国际线仍整体优于国内线。三大航中，国航国际线客座率同比升 2.1pct，南航基本持平，东航下降 1.2pct，民营航司中，春秋国际线同比大幅提高 10.7pct，吉祥下降 1.1pct；除春秋、吉祥国内线客座率同比分别升 0.6pct、1.1pct 外，各公司国内线客座率均出现下滑，其中东航降幅最大，为 1.3pct。

港澳台航线大幅波动，或明显影响三季度盈利。本月值得一提的是，各公司地区线因香港事件性影响整体出现大幅降低，RPK 同比降幅加大，客座率大幅下降，其中东航、吉祥受冲击程度较大，客座率同比下降 12.0%、12.8%。在细分航线分类中，虽然地区航线的业务量占比最低，但收益品质最高，因此客座率大幅下降预计对各公司三季报将产生一定影响。以三大航为例，2018 年国航、南航、东航地区线 RRPK 分别为 0.700、0.740、0.722 元，RPK 分别为 80.35 亿、33.05 亿、52.90 亿、客运收入分别为 56.22 亿、24.46 亿、38.21 亿。考虑到客座率下降 10%左右很可能意味着票价降幅更大。假如年化客座率下降 10%，客公里收益下降 20%，则年化收入预计下降 15.74 亿、6.85 亿、10.70 亿。对应全年利润总额的 15.8%、15.3%、27.7%。

继续看好民航发展前景。预计香港事件较难成为常态，因此地区线或将逐步恢复，考虑到我国民航需求仍处于中高速发展期，需求仍将稳步上行，B737MAX 停飞延续压制供给，换季在即需密切关注时刻表动态，如时刻增速按照“控总量调结构”精神有所放缓，将从时刻及飞机硬件层面两个维度压缩供给，利好价格改善。

投资建议：9 月中下旬及 10 月上旬因建国 70 周年大典，公商务需求在一定程度上受到抑制，运价相对低迷。目前国庆结束，预计公商务需求将逐步恢复，且考虑到去年四季度的低基数，预计运价同比表现将逐步向好。外部环境方面，目前油价仍处于 60 美金/桶左右的低位，汇率因中美贸易谈判暂时缓和而区间震荡，在低油价和民航发展基金减负的刺激下，预计四季度业绩仍将明显改善。考虑到基本面的逐步改善及市场对航空股的预期并不算高，继续推荐航空板块，核心推荐三大航，同步推荐民营航司，强调低市值、低估值的吉祥。

风险提示：宏观经济超预期下滑，油价大幅上涨，汇率剧烈波动，安全事故。

2.1.2. 物流：旺季快递涨价如约而至，重视 Q3 与年末估值切换行情

事件：10月11日，中通快递官网发布“告客户书，将从2019年11月11日起调整快递费用。10月15日，圆通亦宣布自11月11日日期调整快递费用。二者价格调整幅度均为“根据总部指导并结合实际情况实施”。

旺季涨价已成惯例，产能与需求不匹配为核心，覆盖变动成本为关键。2017年10月、2018年9月，中通快递都曾对外发布客户书进行调价。战线绵长的双十一、双十二活动使得Q4成为快递行业旺季，2017/2018年Q4行业业务量占去年量均为32%，双十一当天的揽收量预计将为全年平均的2-3x，产能紧张是旺季涨价的根源。此外，旺季人手与设备不足需要网点和总部投入更多变动成本，叠加部分区域淡季时放松价格，旺季的涨价行为也是对网点财务状况的补偿。认为旺季价格上浮的行为是市场化行为，且将会是各品牌的普遍现象。

旺季之后，价格依然市场决定。快递行业的季节性决定了其价格也存在季节高低，Q2-Q3作为淡季，价格往往较低。年末旺季之后紧接而来的是春节前的抢运，需求依然较为旺盛，而次年的价格需要由各家快递公司+末端加盟网点的产能扩张幅度、公司诉求等因素共同决定。

预计大部分拼多多商家的盈利能力逊于淘系，背后原因为拼多多优先爆款，重商品轻店铺，因此拼多多爆款需要依靠强供应链能力打造超高性价比，商家利润率相比淘系更薄，因此对物流成本更为敏感，认为快递旺季涨价对拼系商家的影响更大。

料明年景气度依然高企，年末估值切换即将来临。快递行业经历了多年高增长，与中国电商业共生共荣，相信中国的网络零售渗透率仍然空间巨大，预计明年行业增速依旧20%以上。往长看，12月至明年年初，随着次年需求情况逐步明朗，快递存在估值切换空间。

投资建议：短期关注三季报行情，优选Q3可能释放业绩红利的顺丰，关注韵达、申通、圆通。

风险提示：行业增速低于预期、行业恶性竞争

2.1.3. 航运：运价涨近10倍，高弹性油轮板块有望超预期！

过去投资人对航运行业敏感度较低的原因：

1. 航运包括弹性最大的油轮板块本身受旺季因素影响巨大，短期逻辑难以证实或者证伪。
2. 运输的商品具备金融属性，行业基本面受该因子影响明显，叠加旺季因素、地缘政治、战争等因素后更为复杂。
3. 以中日韩三国为首的商船制造强国的工艺又使得船舶的建造周期缩短，供给随着需求的反应越来越灵敏，运价波动的空间和时间收窄导致行业右侧机会难以把握。

IMO 环保公约实施在即，对行业影响因素的粗略梳理：

1. 船东成本上涨是必然结果：更为昂贵的低硫油或安装脱硫塔后的增量维护及运营成本将会带来成本端的提升。
2. 安装脱硫塔带来行业的供给收缩：全球航运公司为满足环保要求，分批组织船舶进坞

- 维修，全球实际可用运力有所收缩，或转化为收入提升。
3. 不确定因素——转嫁能力和非标脱硫塔的技术风险：COA 合同往往锁价一年，且价格较现货市场较低，未来在成本上升格局下转嫁风险的能力存在不确定性。而脱硫塔因船舶的情况不同，每一票工程都是非标，今年下半年以来事故频发，后续环保标准也存在不确定性。

周末中美会谈趋于利好的信息已不断释放，认为：

1. 中国能源安全的大背景下，海能的运力实质性退出市场的概率较低，国家有能力通过央企重组等手段，将被制裁主体下的运力移到别的油轮平台运营，倾向于认为中远海能和油运行业恢复常态是迟早的事。
2. 如果双方和谈达成一致，中国从美国采购农产品、猪肉、油气的预期会再度提升，不排除中远海能被美国从制裁名单中“摘帽的可能”。
3. 宏观贸易改善预期下中远海控的走势非常强劲，而这轮磋商又明确指向粮食大宗，油轮的预期原则上会更为强烈。

基于上述逻辑推断，仅从中美贸易和谈的预期来看，这波航运股的走势大概率是没有结束的，且油运行业具备高弹性的特征，回顾上一轮油运 TCE 突破 30 万美元的 07-08 年，当前油轮标的股价仍在低位。

投资建议：短期油轮和航运板块具备系统性上涨的机会，建议关注：短期末：受影响且受益较明显的招商轮船（19 中报油运板块占比 47%）、业绩高弹性的中远海能（中报 89% 的油运收入占比，若被剔除制裁名单，估值修复+本身业绩弹性）、中远海集团旗下其他航运标的、恒基达鑫等产业链相关标的。

风险提示：中美和谈低于预期、中远海能继续被制裁、地缘政治导致的不可控因素

2.2. 本周重点公司报告

2.2.1. 吉祥航空（603885）：回归快车道，吉祥的进击之路

民航仍将处于高景气区间，上海市场有望成为亮点。2020 年由于时刻政策执行力度及 B737MAX 飞机复飞时间点的双重不确定性，供给增速难以具体量化。我们期待控总量调结构政策继续严格贯彻落实压制行业供给增长。需求端，我国民航需求仍将保持在中高速区间。2020 年北京一市两场大规模转场将对大航的基本面分析产生扰动，但就行业整体而言，民航仍将处于高景气区间，且如北京市场面对竞争压力，上海市场则有望成为运价表现的亮点，利好以上海为核心基地的吉祥航空。

低成本全服务，战略清晰。吉祥航空是一家以上海为基地的民营航空公司，业务模式为“低成本，全服务”，扩张版图十分清晰，即围绕上海市场拓展业务。上海虹浦两场趋于饱和，公司增量运力逐步外扩，主要投放至南京、贵阳、西安等地。未来公司将切入北京大兴机场，开航初期将使用 A320 及 B787 执飞京沪航线。

宽体机引进攻守兼备。关于宽体机的引进及国际长航线的运营，我们的观点可能与市场有所不同。我们认为在竞争激烈的国际长航线市场，我们无法精确的测算出吉祥航空未来国际长航线具体盈利几何，但我们通过分析可以得知引进 B787 宽体客机是攻守兼备的战略选择。首先，当前存量的宽体客机即便完全执飞国内及周边国际或港澳台航线，对营收

的影响至少不会是负面；其次，随着一线机场的需求溢出及公司于一线市场核心公商务航线的时刻结构优化，使用宽体客机执飞核心公商务航线相比于窄体机将愈发具备单班盈利的优势，未来核心航线对于宽体机供给的诉求及吸纳能力会愈发强烈；最后，如果未来公司国际长航线经营得当，将成为增量盈利贡献点，放大公司的利润弹性。攻守兼备，方为王牌。

机队规模仍将持续扩张，发展重回快车道。公司于 2019 年拟净增 9 架客机，2020-2021 年将分别引进 20 架客机。预计至 2019 年底，公司飞机数量将达到 99 架，2020-2021 年机队规模将分别达到 119 架、139 架。在 B787 引进并投入运营，利用效率不断上升的带动下，公司月度 ASK 增速已经恢复至 20%左右的水平。如公司增量运力如期引进，未来两年公司运力增长或均在 20%上下，相比 2018 年将显著提升，重回发展的快车道。

盈利预测及投资建议：公司未来两年继续保持较高增速水平，考虑到随着航线网络的丰富，宽体机投放选择更加灵活，且伴随着民航运价市场化政策的不断突破，预计公司单位收益品质将保持稳定，成本端则受益于宽体机利用效率的提升及政策利好而度过阵痛期，后续将持续优化，拉动业绩不断增长。在布油价格 60 美元/桶的假设基础上，我们预计 2019 年-2021 年公司归母净利润分别为 13.7 亿、18.0 亿、20.7 亿，EPS 分别为 0.70 元、0.91 元、1.05 元。维持“买入”评级及目标价 16.34 元，目标价对应 2019-2021 年 EPS 的 PE 估值分别为 23.4X、17.9X、15.5X。

风险提示：宏观经济超预期下滑，油价暴涨，汇率贬值，安全事故

2.3. 本周重大事件

表 2：重大事件回顾（2019 年 10 月 14 日-2019 年 10 月 20 日）

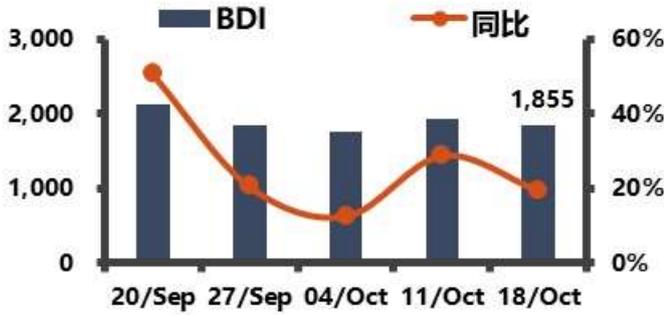
	重大事件
高速公路	<p>湖南投资（000548.SZ）预告 19 年前三季度业绩数据，预计归母净利润 3500 万元-4500 万元，同比增加 33.74%-71.95%。</p> <p>海南高速（000886.SZ）预告 19 年前三季度业绩数据，预计归母净利润 5000 万元-7000 万元，同比下降 55.12%-67.94%。</p> <p>山西路桥（000755.SZ）预告 19 年前三季度业绩数据，预计归母净利润 1.05 亿元-1.15 亿元，同比增加 203.45%-213.30%。</p> <p>赣粤高速（600269.SH）公告 15 年公司债券付息计划，10 月 22 日登记，10 月 23 日付息，向每手“15 赣粤 02”债券面值 1000 元派发利息 38.50 元。</p> <p>吉林高速（601518.SH）公告公司副总经理、董事会秘书张向东先生因工作调整辞职。</p> <p>山东高速（600350.SH）公告 19 年第九期超短期融资券发行情况，发行金额 10 亿元，发行利率 2.70%，发行价格 100 元/百元，期限 60 日，兑付日 2019 年 12 月 17 日。</p> <p>重庆路桥（600106.SH）公告股东同方国信持有公司股份 1.68 百万股无限售流通股质押，占公司总股本 13.89%。</p> <p>东莞控股（000828.SZ）公告向康亿创新新能源科技有限公司增资 1866.67 万元，增资后认缴注册资本 4000 万元，占公司总股本 40%。</p>
铁路	本周板块暂无重大公告
公交	宜昌交运（002627.SZ）公告获得政府补助 368.69 万元。
物流	<p>顺丰控股（002352.SZ）公告持股 5%以上股东元禾顺风股份减持计划，通过以大宗交易及集中竞价方式减持不超过 1.32 亿股，减持比例不超过 3%。</p> <p>保税科技（600794.SH）预告 19 年前三季度业绩数据，预计归母净利润约 1.79 亿元，同比增加 514.08%。</p> <p>新宁物流（300013.SZ）预告 19 年前三季度业绩数据，预计归母净利润 1900 万元-2200 万元，同比下降 41.47%-49.45%。</p> <p>华鹏飞（300350.SZ）预告 19 年前三季度业绩数据，预计归母净利润 714.74 万元-2858.97 万元，同比下降 90%-60%。</p> <p>西部创业（000557.SZ）预告 19 年前三季度业绩数据，预计归母净利润约 1100 万元。</p> <p>建发股份（600153.SH）公告公开发行 19 年公司债券，发行规模 10 亿元，票面利率 3.50%，期限 2 年。</p>

	<p>传化智联 (002010.SZ) 预告 19 年前三季度业绩数据, 预计归母净利润 8.11 亿元-8.51 亿元, 同比增加 100.45%-110.34%。</p> <p>宏川智慧 (002930.SZ) 预告 19 年前三季度业绩数据, 预计归母净利润 1.13 亿元-1.25 亿元, 同比增加 47%-62%。</p> <p>嘉诚国际 (603535.SH) 预告 19 年前三季度业绩数据, 预计营业收入 8.56 亿元, 同比增加 10.11%, 归母净利润 1.08 亿元, 同比增加 5.82%。</p>
机场	<p>深圳机场 (000089.SZ) 披露 19 年 9 月生产经营数据, 航班起降架次 3.05 万架次, 同比增加 6.6%; 旅客吞吐量 433.85 万人次, 同比增加 13.4%; 货邮吞吐量 11.96 万吨, 同比增加 11.7%。</p>
航运	<p>亚通股份 (600692.SH) 公告全资子公司新增土地储备崇明区堡镇 CMS12-0002 单元 25-05 地块。</p> <p>招商轮船 (601872.SH) 公告全资子公司名称变更为“上海招商明华船务有限公司”。</p>
港口	<p>招商港口 (001872.SZ) 公告 16 年第一期中期票据到期兑付, 发行规模 3 亿元, 期限 3 年, 票面利率 2.97%。</p> <p>厦门港务 (000905.SZ) 公告子公司获得政府补助 3.21 百万元。</p> <p>日照港 (600017.SH) 公告 17 年公司债券付息计划, 10 月 24 日登记, 10 月 25 日付息, 向每手债券面值 1000 元派发利息 50.70 元。</p>
航空	<p>中国国航 (601111.SH)、南方航空 (600029.SH)、海航控股 (600221.SH)、春秋航空 (601021.SH)、吉祥航空 (603885.SH) 披露 19 年 9 月主要运营数据,</p> <p>中国国航 (601111.SH) 公告公司非执行董事史乐山先生辞职。</p> <p>华夏航空 (002928.SZ) 1) 预告 19 年前三季度业绩数据, 预计归母净利润 3.56 亿元-3.76 亿元, 同比增加 80%-90%。2) 公告公开发行人可转换公司债券计划, 发行金额 7.9 亿元, 面值 100 元, 期限 6 年, 票面利率每年依次为 0.5%, 0.8%, 1.00%, 1.50%, 2.00%, 3.00%。</p> <p>海航控股 (600221.SH) 公告 1) 18 年可续期公司债券付息计划, 10 月 18 日登记, 10 月 21 日付息, 向每手“18 海航 Y3”面值 1000 元派发利息 74.5 元。2) 公司股东大新华航空减持股份计划, 累计减持 1.07 亿股, 占公司总股本的 0.63%。3) 向海航航空集团转让控股子公司天津航空 48% 股权, 交易金额 66.85 亿元。</p>

资料来源: WIND, 天风证券研究所

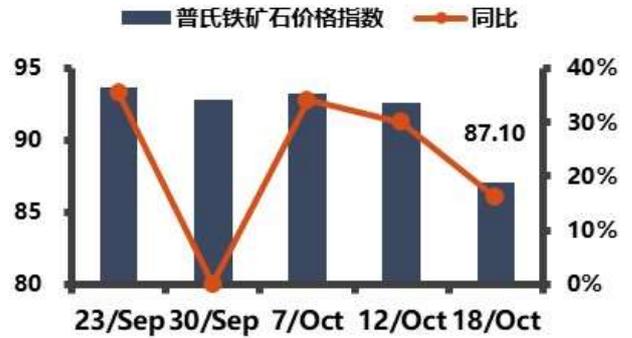
3. 本周行业数据追踪

图 3: BDI 指数及同比 (%)



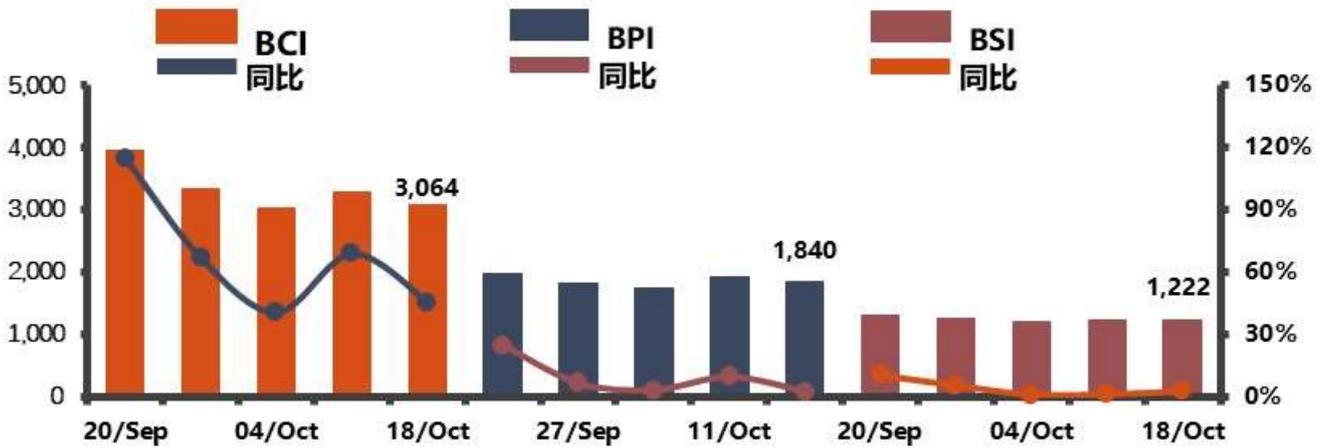
资料来源: WIND, 天风证券研究所

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 (%)



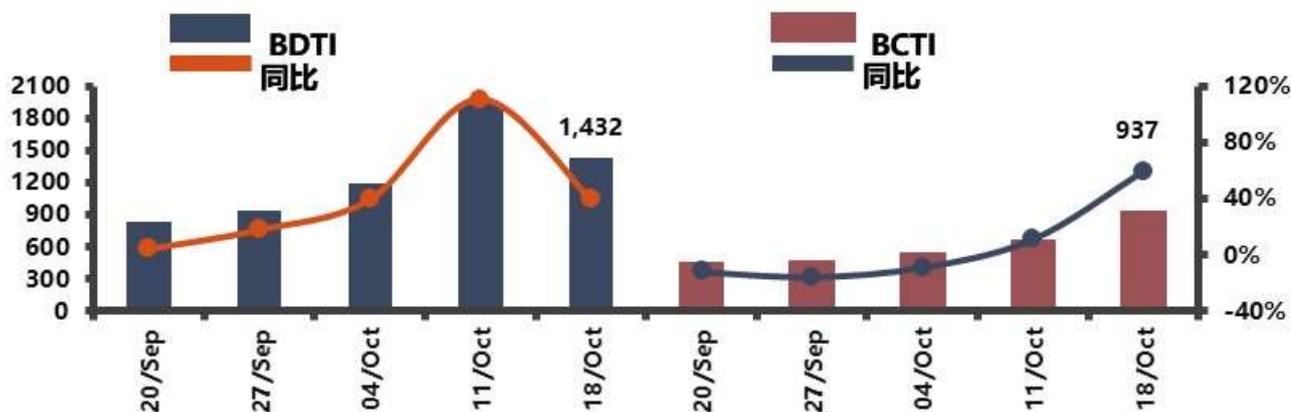
资料来源：WIND，天风证券研究所

图 9：新加坡燃料油价格 (美元/吨) 及同比 (%)



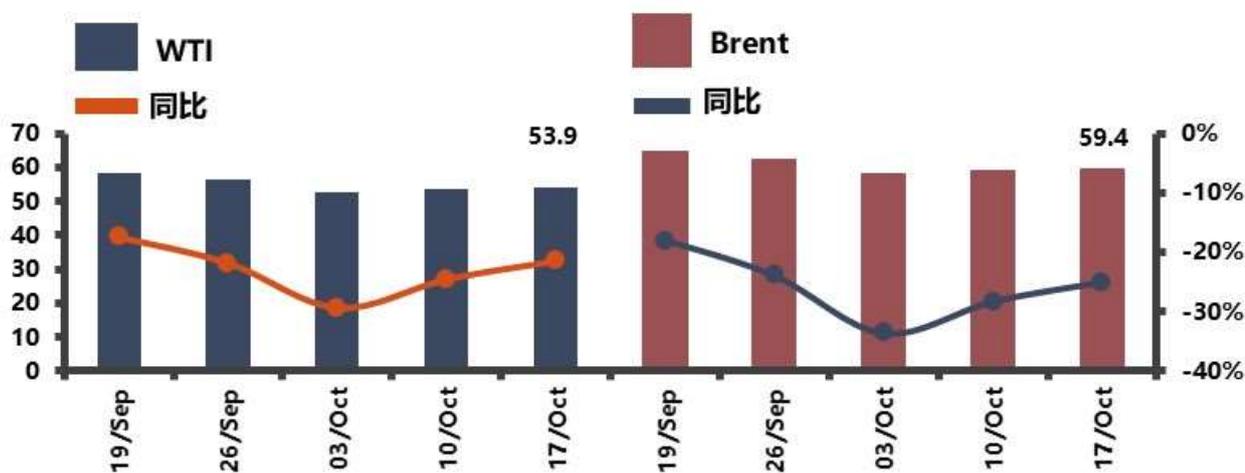
资料来源：WIND，天风证券研究所

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 (%)



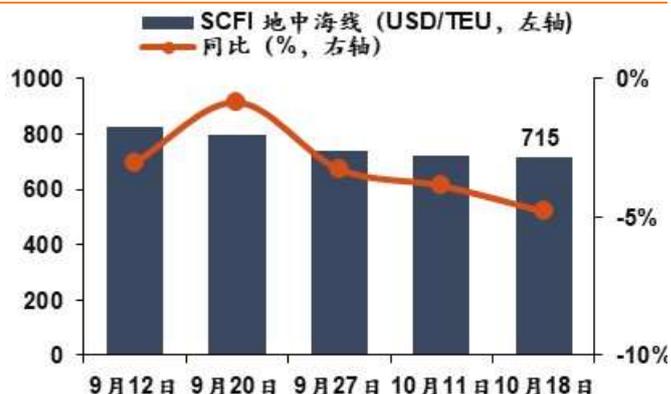
资料来源: WIND, 天风证券研究所

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

图 20: 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 21: 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 22: 航空国际运输量指数及同比 (%)



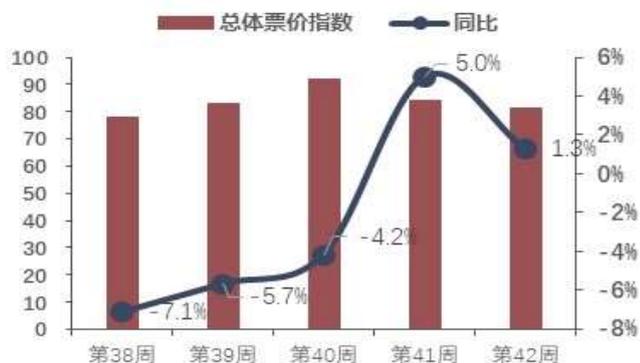
资料来源: 航指数, 天风证券研究所

图 23: 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 24：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 25：航空国内线票价指数及同比 (%)



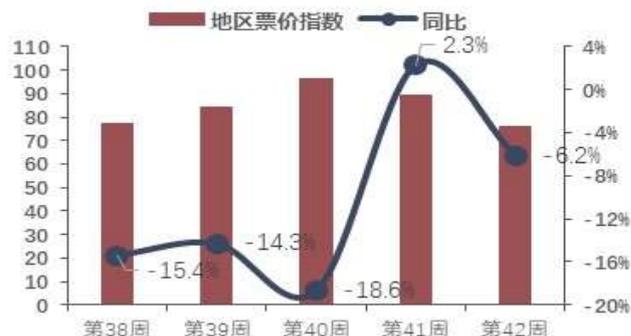
资料来源：航指数，天风证券研究所

图 26：航空国际线票价指数及同比 (%)



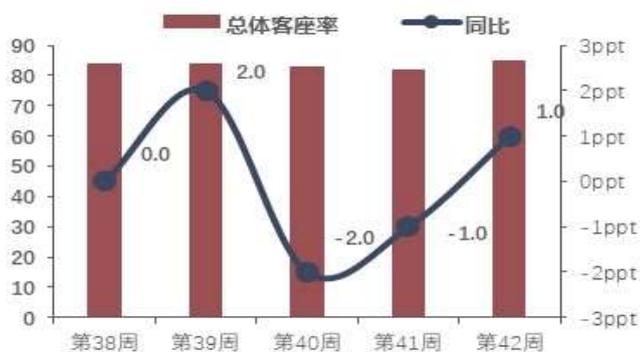
资料来源：航指数，天风证券研究所

图 27：航空地区线票价指数及同比 (%)



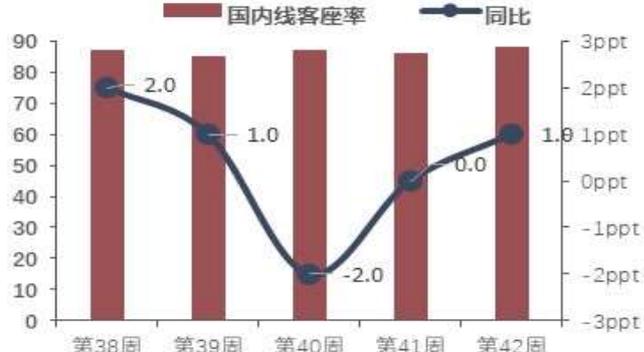
资料来源：航指数，天风证券研究所

图 28：航空总体客座率 (%) 及同比 (ppt)



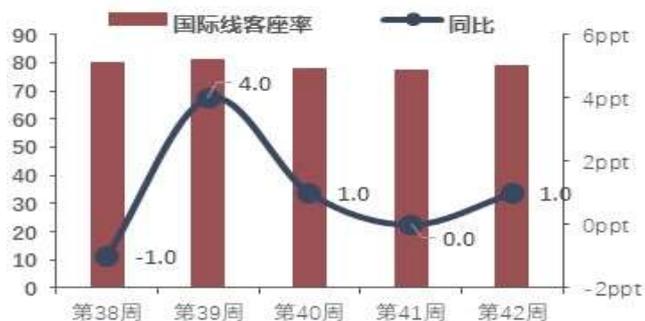
资料来源：航指数，天风证券研究所

图 29：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 30: 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 31: 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

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%
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
德新交运	2020-01-06	8,160.00	7,840.80	49.00	16,000.80	100.00
招商南油	2020-01-08	176,742.23	189,855.20	37.79	366,597.43	72.98
南京港	2020-01-20	8,519.34	39,877.34	82.40	48,396.68	100.00
青岛港	2020-01-21	141,552.00	45,437.60	7.00	186,989.60	28.81
顺丰控股	2020-01-23	270,192.71	163,095.21	36.94	433,287.92	98.15
中远海控	2020-01-27	102,162.74	763,567.44	62.28	865,730.18	70.62
楚天高速	2020-02-24	9,157.47	152,531.82	90.10	161,689.29	95.51

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	33.5	1.4
	东方航空	600115.SH	0.18	0.29	0.52	37.9	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	24.4	2.0
港口	上港集团	600018.SH	0.45	0.46	0.46	12.2	1.8
物流	华贸物流	603128.SH	0.44	0.51		22.8	1.9
	顺丰控股	002352.SZ	1.03	1.28	1.42	33.4	4.7
	申通快递	002468.SZ	1.34	1.16	1.28	17.6	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	33.8	4.1
	上海机场	600009.SH	2.20	2.73	3.17	31.6	5.5
	白云机场	600004.SH	0.55	0.46	0.64	54.4	2.9
高速	深高速	600548.SH	1.48	0.98	1.13	5.7	1.3
铁路	广深铁路	601333.SH	0.11	0.23	0.16	24.9	0.8
	铁龙物流	600125.SH	0.39	0.44	0.51	15.6	1.3
	大秦铁路	601006.SH	1.01	1.02	1.02	8.0	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