

行业研究/行业月报

2019年10月22日

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

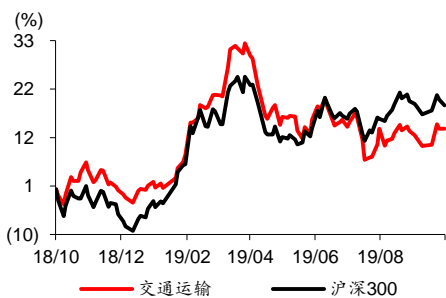
**林霞颖** 执业证书编号: S0570518090003  
研究员 0755-82492284  
linxiaying@htsc.com

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

相关研究

- 1 《交通运输: 行业周报 (第四十二周)》2019.10
- 2 《交通运输: 重申“双十一”机会》2019.10
- 3 《交通运输: 供给增速提升, 需求增长较为平淡》2019.10

一年内行业走势图



资料来源: Wind

# 经济下行拖累交运数据, 布局旺季

## 交通运输 9 月数据点评

### 受经济下行影响, 9 月交运数据疲软; 四季度布局快递、油运、航空

9 月交通运输数据增速整体疲软, 但子板块表现有差异: 油运表现突出, 主要受国际市场影响; 机场增速回暖、快递增速放缓; 航空、公路、铁路和港口等增长均较为平淡。四季度, 建议布局快递、油运旺季和预期差较大的航空, 高股息公路吸引力提升, 把握铁路改革和港口整合等主题行情。

### 航空需求增长仍较为平淡, 机场准点率提升推动流量增速回暖

三季度 GDP 增速下行至+6.0%, 受整体宏观经济影响, 航空需求增长仍较为平淡。其中国内线与地区线表现疲软, 客座率分别同降 0.6pct 和 9.3pct, 国际线相比较为坚挺, 客座率同增 0.6pct。根据 19 年冬春航季航班时刻计划表, 内航内线计划航班数同增仅 5.0%, 供给或再次面临收紧, 等待催化剂推动供需结构改善。9 月准点率水平较高的白云和深圳机场增速提升明显, 伴随大型产能正式投入运营, 若能持续有效提升准点率和安全性, 有助于民航局给予时刻边际放松, 缓解一线机场时刻紧张局势。

### 快递物流: 生产物流景气环比回落, 快递逐步进入旺季

经济放缓, 生产物流景气回落: 1) 1-8 月, 中国社会物流总额增速环比 1-7 月下降 0.1pct; 2) 9 月, 物流业景气指数和仓储指数环比分别提升 2.9 和下降 2.3; 3) 9 月, 公路物流运价指数环比-0.03%, 同比+2.63%。行业进入旺季, 网购和快递增速自然放缓: 1) 9 月, 社零增速环比提升 0.3pct, 网购 GMV 和快递件量增速环比分别下降 1.7pct 和 4.3pct; 2) 服务品质持续改善, 8 月有效申诉环比-12%, 同比-61%, 一线快递优于二三线; 3) 集中度提升, 1-9 月集中度指数 CR8 环比+0.1。快递行业逐步进入旺季, 继续参与“双十一”, 首选圆通; 挖掘嘉友国际等细分生产物流龙头。

### 航运港口: 油运大幅上涨、干散小幅回调、集运港口短期承压

油运: 受多重利好因素叠加, VLCC 运费创历史新高。9 月 21 日-10 月 21 日, VLCC (TD3C) 运费环比和同比分别大幅上涨 187.9% 和 226.4%。干散: 继前期运费大幅上涨后, 9 月运费小幅回调, BDI 指数均值环比下降, 但同比改善。集运: 受宏观经济增速放缓及贸易摩擦影响, 9 月美线和欧线运费继续下挫。港口: 9 月全国港口吞吐量维持低增长, 主要受经济放缓及贸易不确定性影响, 关注港口整合、“一带一路”等主题行情。

### 公路铁路: 公路客运受益于 ETC 普及; 铁路客货运稍显疲弱

9 月, 高速公路客车、货车流量同比增长 9.8%、6.0%, 较 7-8 月提升 1.0pct、降低 2.6pct。三季度以来, 高速公路客车流量增速与货车流量增速的差额持续走阔, 我们认为主要受益于 ETC 设备的普及推广。ETC 收费方式替代传统 MTC, 有利于减轻出入口拥堵情况, 促进自驾频次上升。9 月, 国铁总客运量、动车组客运量、货运量同比增长 3.9%、10.4%、6.0%, 表现稍显疲弱。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
601111.SH	中国国航	8.09	买入	0.54	0.68	1.10	1.50	14.98	11.90	7.35	5.39
600009.SH	上海机场	77.64	增持	2.20	2.81	3.33	3.88	35.29	27.63	23.32	20.01
601872.SH	招商轮船	5.79	买入	0.19	0.28	0.45	0.58	30.47	20.68	12.87	9.98
600233.SH	圆通速递	13.05	增持	0.67	0.71	0.84	0.98	19.48	18.38	15.54	13.32
000429.SZ	粤高速 A	7.85	增持	0.80	0.66	0.74	0.84	9.81	11.89	10.61	9.35

资料来源: 华泰证券研究所

## 正文目录

航空&机场 .....	3
航空：需求增长仍较为平淡 .....	3
机场：准点率提升推动流量增速回暖 .....	4
快递&物流 .....	6
生产物流：景气度环比继续回落，关注细分赛道 .....	6
消费物流（快递）：旺季自然放缓，继续参与“双十一” .....	7
航运&港口 .....	10
油运：受多重因素叠加影响，VLCC 运费创历史新高 .....	10
集运：全球宏观经济增速放缓，板块短期承压，运费环比继续下滑 .....	11
干散货运输：供需结构向好，运费环比小幅回调，但同比大幅改善 .....	12
港口：受经济放缓和贸易摩擦影响，吞吐量增速放缓符合预期 .....	13
公路&铁路 .....	15
公路：客车流量增速持续改善，受益于 ETC 普及推广 .....	15
铁路：9 月客货运量增速稍显疲弱 .....	17
风险提示 .....	18

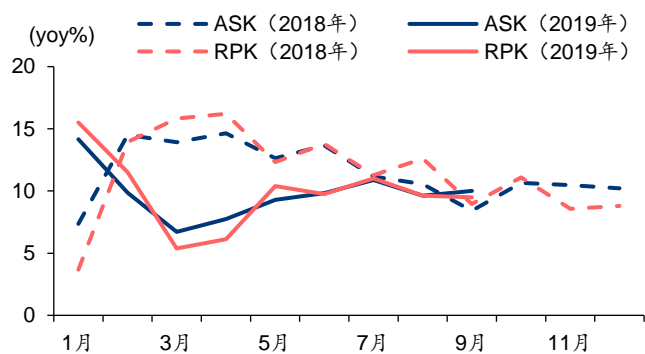
## 航空&机场

### 航空：需求增长仍较为平淡

三季度 GDP 增速继续回落，社零符合预期。三季度 GDP 增速下行至+6.0%，较二季度下行 0.2 个百分点，低于华泰宏观团队预期和 Wind 一致预期 0.1 个百分点。虽然 9 月份工业增加值当月同比+5.8%，重新回升到+5%以上，但三季度当季工业生产表现延续下行，季度均值 5%。工业生产数据反映设备制造、汽车制造业生产持续低迷，进出口产业链仍受贸易摩擦预期扰动。1-9 月制造业投资累计同比+2.5%，维持低位；基建投资累计同比+4.5%，小幅上行；制造业投资继续承压，基建投资年内难现大幅上行。另外 9 月社零名义同比增速 7.8%，整体符合预期，除汽车外消费有韧性，家电、家具类消费出现改善趋势，化妆品仍然维持高景气度，预计四季度消费数据将适当回升。华泰宏观团队认为，稳增长是短期经济工作重点，积极财政政策和转向稳健略宽松的货币政策有望在一定程度上对冲经济下行速率。

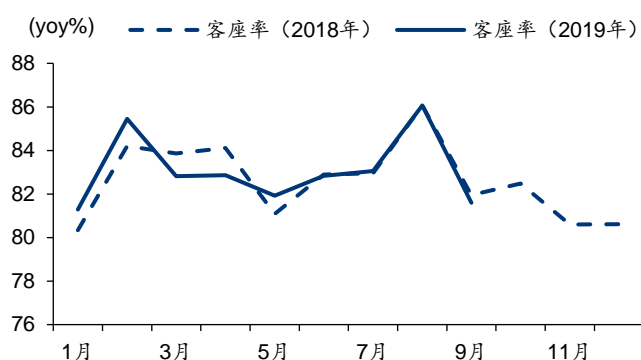
9 月航空需求增长较为平淡，整体客座率同比小幅下滑 0.4pct。受整体宏观经济影响，9 月 A 股六家上市航空公司整体供给/需求分别同比增长 9.9%/9.4%，客座率 81.6%，同降 0.4pct，暑运旺季过后客座率高位下滑，环比降低 4.5pct。其中国内线与地区线表现疲软，客座率分别同降 0.6pct 和 9.3pct，国际线相比较为坚挺，客座率同增 0.6pct。四季度逐步进入航空淡季，由于低基数等原因，航空供需或将在 11 月有所回暖。另外从 19 年冬春航季航班时刻计划表来看，内航国内航线计划航班数同增仅 5.0%，为供给侧改革以来最低增速，供给或再次面临收紧，等待催化剂推动供需结构改善。

图表1：上市公司月供给、需求增幅变化图（2018年1月-2019年9月）



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表2：上市公司客座率变化图（2018年1月-2019年9月）

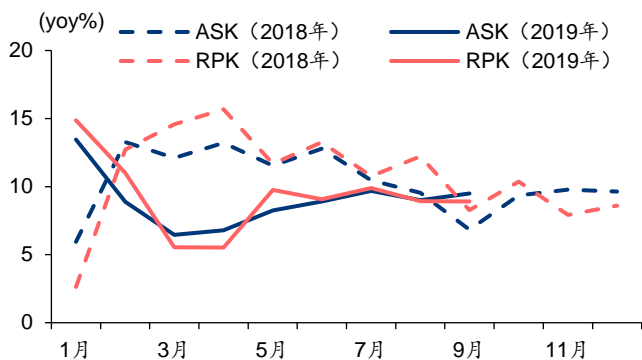


资料来源：公司公告、华泰证券研究所

9 月三大航国内线疲软、国际线客座率增幅缩窄、地区线遭受打击持续。9 月，三大航（国航、东航、南航，下同）运力投入延续旺季较快势头，供给同增 9.4%，纵向比较，环比 8 月上升 0.5pct，三季度供给累计同增 9.3%，相比 2019 年上半年加速 0.6pct。但需求增长并未与运力投入完全匹配，9 月需求同增 8.7%，环比 8 月下滑 0.1pct，三季度需求累计同增 9.1%，相比 2019 年上半年下滑 0.1pct。需求增长平淡，使得 9 月整体客座率同比下滑 0.5pct，为 80.8%，三大航仍需等待供需结构改善。

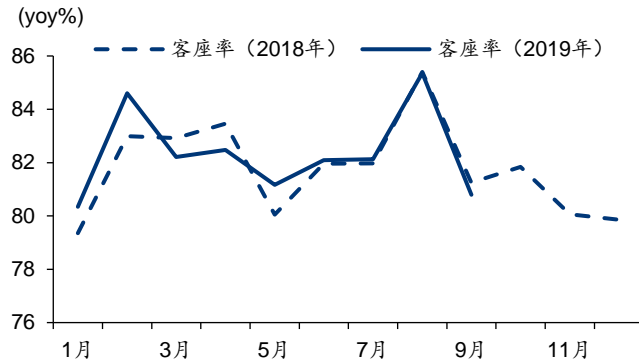
分区域看，三大航仍将更多的运力增量投放至国内航线，供给同增 10.4%，相比 8 月旺季 9.8% 的增速加快 0.6pct。但国内线需求仍较为疲软，同增 9.3%，同比拉低国内线客座率 0.8pct。国际线表现稍有回落，供给与需求分别同增 9.0% 和 9.6%，带动客座率同增 0.4pct，预计出境游需求相比旺季较弱，相比 8 月旺季国际线需求增速下降 0.7pct，客座率增幅缩窄 1.6pct。香港等区域事件影响持续，地区线 9 月需求下滑明显，同降 19.6%，客座率同比大幅下滑 9.5pct，仅为 69.0%，待局势稳定后，预计将逐步回暖。

图表3: 三大航月供给、需求增幅变化图 (2018年1月-2019年9月)



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表4: 三大航客座率变化图 (2018年1月-2019年9月)



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

**春秋航空客座率提升行业领先, 吉祥国际线客座率降幅缩窄。**春秋需求韧性十足, 9月供给/需求分别同增 13.1%/17.6%, 客座率达到 90.5%, 同增 3.4pct, 明显领先其他航空公司, 其中国内同增 0.6pct, 国际线去年由于泰国沉船事件影响, 基数较低, 客座率同增 10.7pct。吉祥伴随 B787 宽体机逐步交付, 并且开始运营洲际航线, 运力投入增长明显, 9月供给同增 23.3%, 其中国际线同增 146.1%。宽体机培育稳步推进, 国际线需求同增 142.5%, 客座率同降 1.1pct, 降幅相比 8月缩窄 1.8pct, 并且国内线客座率增幅转负为正, 同增 1.1pct, 带动整体客座率同降仅 0.4pct, 降幅为 6月以来最低。

图表5: 2019年9月航司运营数据

(百万)	国航			春秋			吉祥			三大航合计			上市航空合计		
	2019.9	2018.9	变化 (%)	2019.9	2018.9	变化 (%)	2019.9	2018.9	变化 (%)	2019.9	2018.9	变化 (%)	2019.9	2018.9	变化 (%)
<b>客运</b>															
可用座位公里	23,683	22,576	4.90	3,700	3,270	13.13	3,348	2,717	23.25	75,143	68,665	9.4	97,256	88,465	9.9
收入客公里	19,083	18,174	5.00	3,349	2,848	17.57	2,869	2,337	22.73	60,710	55,847	8.7	79,392	72,557	9.4
客座率 (%)	80.6	80.5	0.1pp	90.5	87.1	3.4pp	85.7	86.0	-0.4pp	80.8	81.3	-0.5pp	81.6	82.0	-0.4pp
<b>国内</b>															
可用座位公里	13,995	13,018	7.50	2,365	2,134	10.80	2,700	2,433	11.01	48,093	43,578	10.4	63,983	58,163	10.0
收入客公里	11,446	10,748	6.50	2,182	1,957	11.50	2,379	2,116	12.43	39,372	36,022	9.3	53,372	48,873	9.2
客座率 (%)	81.8	82.6	-0.8pp	92.3	91.7	0.6pp	88.1	87.0	1.1pp	81.9	82.7	-0.8pp	83.4	84.0	-0.6pp
<b>国际</b>															
可用座位公里	8,894	8,728	1.90	1,208	1,030	17.22	602	245	146.12	25,481	23,373	9.0	31,474	28,373	10.9
收入客公里	7,092	6,773	4.70	1,065	799	33.39	458	189	142.50	20,256	18,480	9.6	24,767	22,163	11.8
客座率 (%)	79.7	77.6	2.1pp	88.2	77.5	10.7pp	76.0	77.1	-1.1pp	79.5	79.1	0.4pp	78.7	78.1	0.6pp
<b>地区</b>															
可用座位公里	795	819	-3.00	127	106	20.35	45	39	15.32	1,569	1,715	-8.5	1,799	1,918	-6.2
收入客公里	545	647	-15.70	102	93	9.50	32	33	-2.31	1,082	1,345	-19.6	1,253	1,514	-17.2
客座率 (%)	68.6	78.9	-10.3pp	80.2	88.2	-7.9pp	70.8	83.5	-12.8pp	69.0	78.4	-9.5pp	69.6	78.9	-9.3pp
<b>货运</b>															
货运载运吨公里	395	429	-7.90	20	19	5.41	25	14	82.42	1,347	1,329	1.3	1,569	1,523	3.1

资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

### 机场: 准点率提升推动流量增速回暖

**9月广深流量增速提升。**9月白云、深圳、浦东、首都机场起降架次同比分别增长 5.2%、6.6%、2.2%、0.4%, 旅客吞吐量同比分别增长 8.5%、13.4%、2.3%、-1.0%, 由于低基数因素影响, 主要机场 9月起降架次增速普遍提升, 其中准点率水平较高的白云和深圳机场增速提升最为明显, 并且由于分流部分香港流量, 旅客吞吐量增速同样领先上市机场。上海机场由于地区线需求受影响, 流量增长处于低位。

**图表6：机场上市公司2019年9月生产数据对比**

	旅客吞吐量 (千人)			飞机起降架次 (千次)			货邮吞吐量 (千吨)		
	2019.9	同比增速	增幅变化	2019.9	同比增速	增幅变化	2019.9	同比增速	增幅变化
上海机场	6,153	2.3%	-1.3pp	42	2.20%	2.5pp	319	0.0%	5.4pp
白云机场	6,017	8.5%	5.5pp	41	5.20%	5.9pp	172	3.2%	0.2pp
深圳机场	4,339	13.4%	10.9pp	31	6.60%	7.0pp	120	12.0%	12.1pp
首都机场	8,125	-1.0%	-0.2pp	50	0.40%	5.1pp	-	-	-
厦门空港	217	2.0%	-21.5pp	16	-1.80%	-15.2pp	30	-4.5%	-26.3pp

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

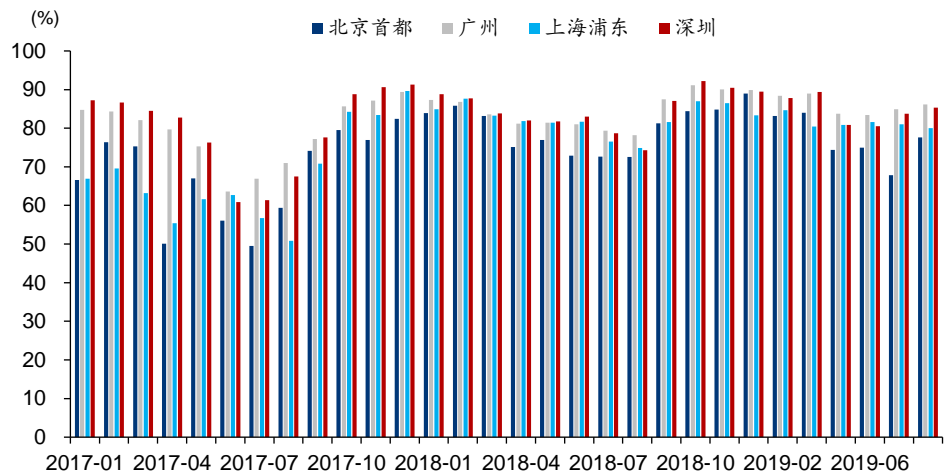
**图表7：机场上市公司2019年1-9月累计生产数据对比**

	旅客吞吐量 (千人)			飞机起降架次 (千次)			货邮吞吐量 (千吨)		
	2019.1-9	同比增速	增幅变化	2019.1-9	同比增速	增幅变化	2019.1-9	同比增速	增幅变化
上海机场	57,907	3.6%	-2.8pp	385	2.0%	0.0pp	2,628	-6.3%	-6.7pp
白云机场	54,512	5.3%	-1.3pp	366	3.1%	0.3pp	1,397	1.5%	-6.4pp
深圳机场	39,345	7.5%	-1.5pp	275	3.7%	-1.5pp	925	3.5%	-1.9pp
首都机场	75,165	-0.3%	-6.3pp	445	-2.5%	-5.7pp	-	-	-
厦门空港	20,647	3.9%	-6.5pp	145	0.3%	-4.6pp	241	-6.6%	-10.8pp

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

**各大机场准点率继续改善。**自2017/18年冬航季至2018/19冬航季，民航局着眼准点与安全，始终采取时刻紧缩政策，我们注意到各大机场的准点率均有明显改善。其中北上广深的五家机场准点率由2017年7月50%左右的水平（雷暴等极端天气影响很大）波动提升至2019年8月的80%左右。伴随浦东卫星厅及大兴机场正式投入运营，有利于提升一线机场运营效率，若能持续有效提升准点率 and 安全性，有助于民航局给予时刻边际放松，将缓解一线机场时刻紧张局势，并且这一点已在白云和深圳机场有所体现。

**图表8：机场准点率变化（2017-2019年8月）**



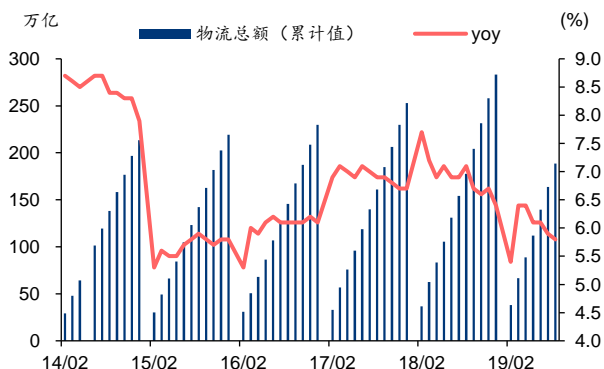
资料来源：Wind、华泰证券研究所

## 快递&物流

### 生产物流：景气度环比继续回落，关注细分赛道

宏观经济放缓，生产物流持续承压。三季度，GDP 同比增长 6%，增速环比下降 0.2pct，低于市场预期的 6.1%。9 月，中国官方制造业 PMI 环比提升 0.3 至 49.8，但仍低于荣枯线；财新制造业 PMI 环比提升 1.0 至 51.4，连续两个月回升并维持荣枯线以上。受宏观经济放缓影响，生产物流业普遍承压。1-8 月，中国社会物流总额为 188.6 万亿元，按可比价格计算增速为 5.8%，增速环比 1-7 月下降 0.1pct；物流总费用为 8.9 万亿元，我们计算的同比增速为 7.2%，增速环比 1-7 月下降 1.1pct，其中运输、保管和仓储费用为 4.7、3.1 和 1.1 万亿元，分别占比 52.8%、34.8%和 12.4%，结构整体稳定。

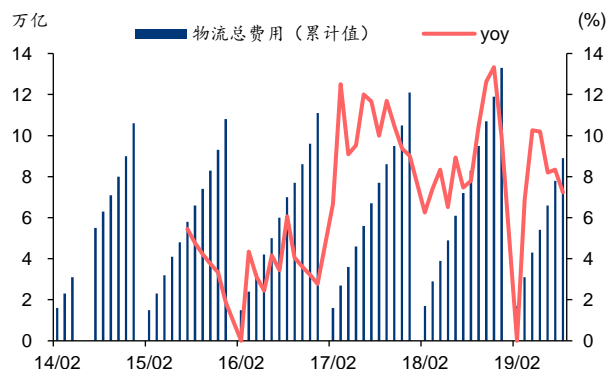
图表9：中国社会物流总额及同比增速



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10：中国社会物流总费用及同比增速

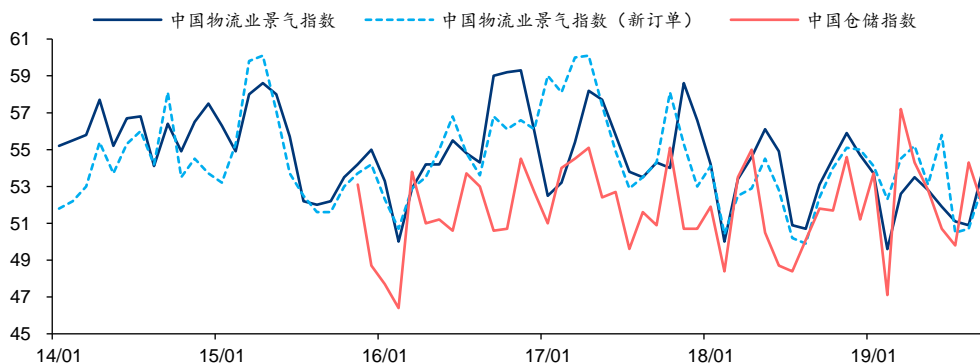


注：同比增速根据披露的物流总费用测算（名义值）

资料来源：Wind、华泰证券研究所

物流业景气度环比明显回升，仓储景气度环比下降。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。9 月，中国物流业景气度指数为 53.8，环比明显提升 2.9，其中新订单指数为 53.0，环比提升 2.3；中国仓储指数为 52，环比下降 2.3。

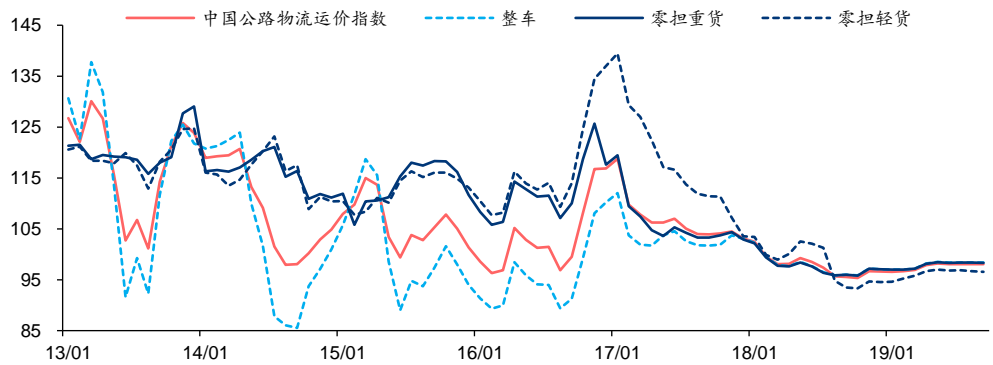
图表11：中国物流景气指数和仓储指数



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。9 月，中国公路物流运价指数为 98.03，环比-0.03%，同比+2.63%；其中整车指数 98.40，环比+0.01%，同比+2.50%；零担重货指数 98.34，环比-0.02%，同比+2.45%；零担轻货指数 96.53，环比-0.17%，同比+3.28%。

图表12: 中国公路物流运价指数

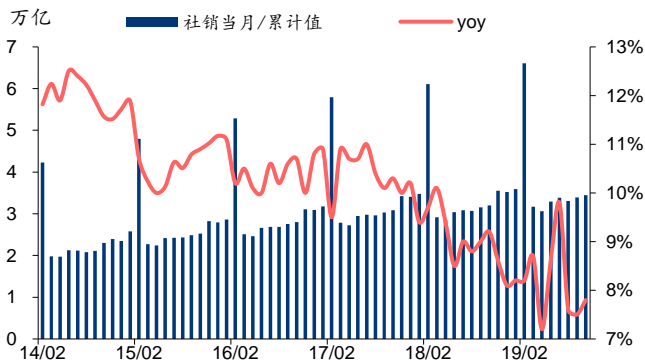


资料来源: Wind、华泰证券研究所

### 消费物流（快递）：旺季自然放缓，继续参与“双十一”

社消增速反弹，网购旺季自然放缓。2019 年 9 月，全国社会消费品零售总额为 3.45 万亿元，同比名义增长 7.8%，增速环比 8 月提升 0.3pct；我们（根据累计值）测算实物商品网上零售额为 7032 亿元，同比增长 18.4%，增速环比 8 月下降 1.7pp；实物商品网上零售额占社零总额的 20.4%，占比环比 8 月提升 1.2pct。

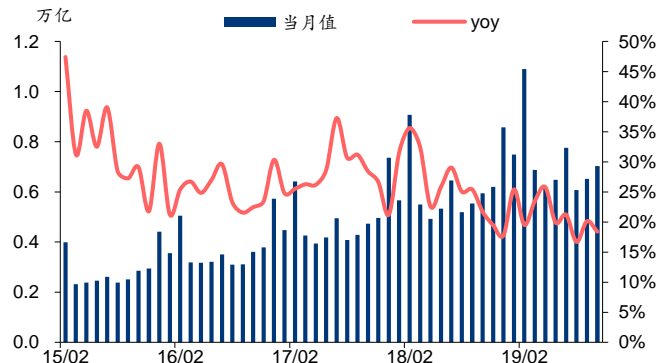
图表13: 全国社会消费品零售总额及增速



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

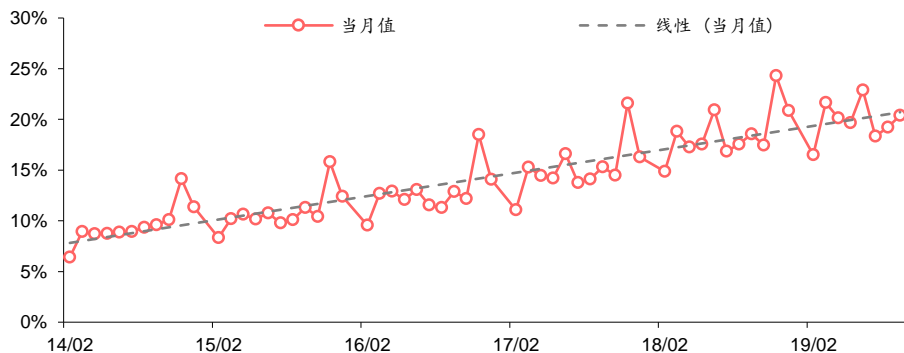
图表14: 全国社会消费品零售总额及增速



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

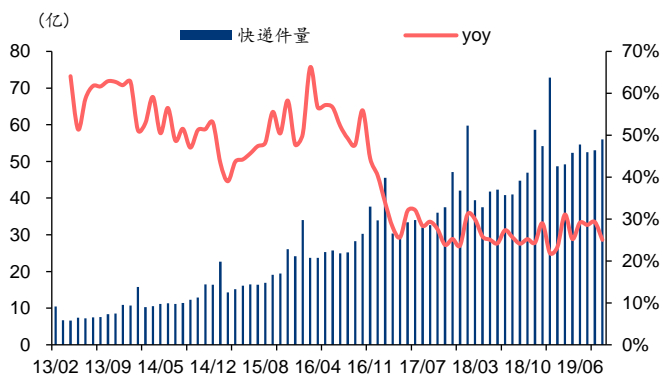
图表15: 实物商品网上零售额/社零总额（网购渗透率）



资料来源: Wind、华泰证券研究所

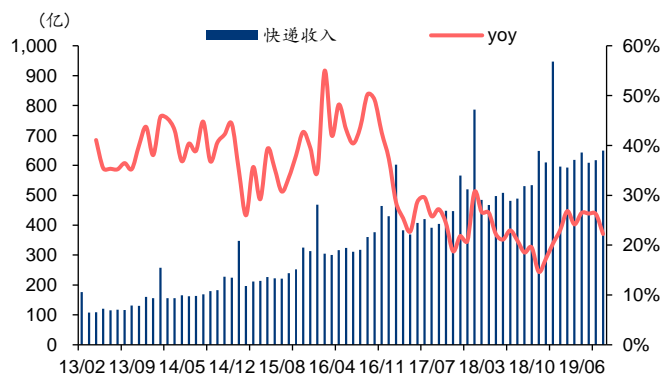
**快递增速自然回落，整体件均价跌幅收窄但国内件均价跌幅扩大。**2019年9月，全国规模以上快递企业完成件量56.0亿件，同比增长25.0%，增速环比8月下降4.3pct，低于邮政局27%的增速指引；完成收入649.2亿元，同比增长22.2%，增速环比8月下降4.0pct；快递企业件均价为11.60元，同比下降2.2%，跌幅环比8月收窄0.2pct；国内件均价（同城件+异地件）为7.59元，同比下跌7.5%，跌幅环比8月扩大1.0pct。

**图表16：规模以上快递企业件量及增速**



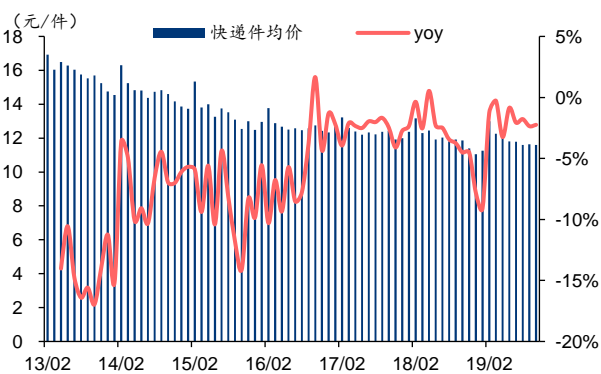
注：为避免春节错位干扰，剔除了1月数据，2月数据为1-2月累计值  
资料来源：Wind、华泰证券研究所

**图表17：规模以上快递企业收入及增速**



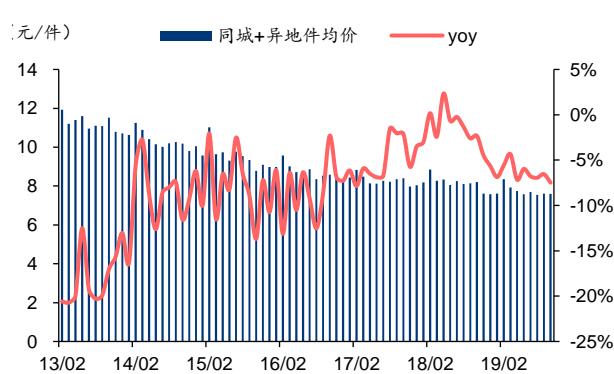
注：为避免春节错位干扰，剔除了1月数据，2月数据为1-2月累计值  
资料来源：Wind、华泰证券研究所

**图表18：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19：快递企业件均价（同城+异地）**

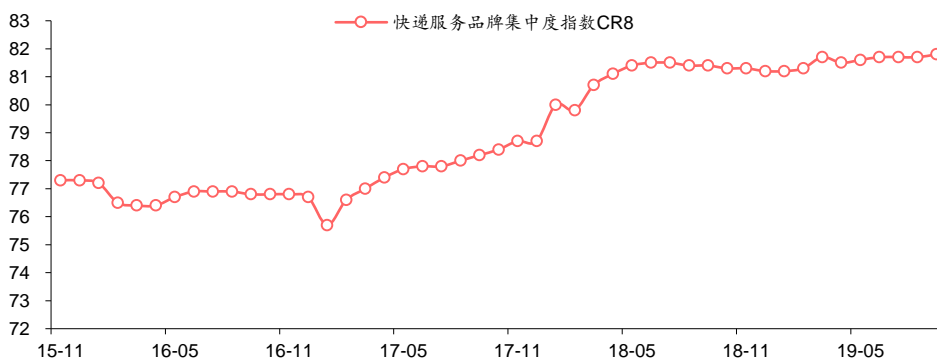


注：为避免春节错位干扰，剔除了1月数据，2月数据为1-2月累计值  
资料来源：Wind、华泰证券研究所

**快递市场集中度维持高位，环比同比均小幅回升。**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1-9月，全国快递企业集中度指数CR8为81.8，环比1-8小幅提升0.1，较去年同期提升0.4。



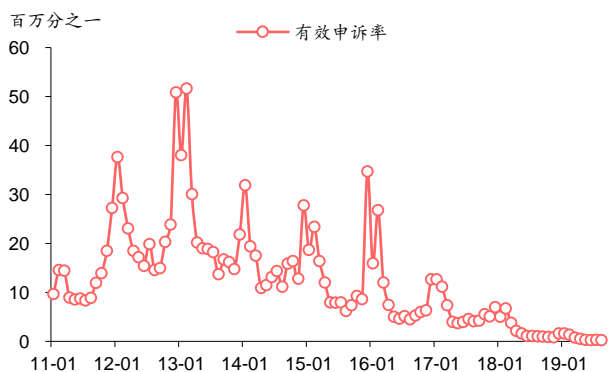
**图表20: 快递企业集中度指数**



资料来源: Wind、华泰证券研究所

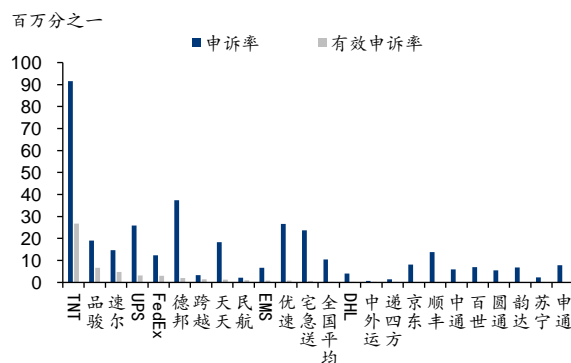
**快递服务品质持续提升, 有效申诉率持续下降。**8月, 快递服务问题申诉 55041 件, 环比下降 1.6%, 同比下降 4.0%; 有效申诉 1557 件, 环比下降 11.5%, 同比下降 63.2%。分公司看, 一线快递申诉率普遍较低, 而二三线快递申诉率较高, 即一线快递服务品质和二三线快递持续拉开差距。

**图表21: 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22: 主要快递企业申诉率 (2019年8月)**



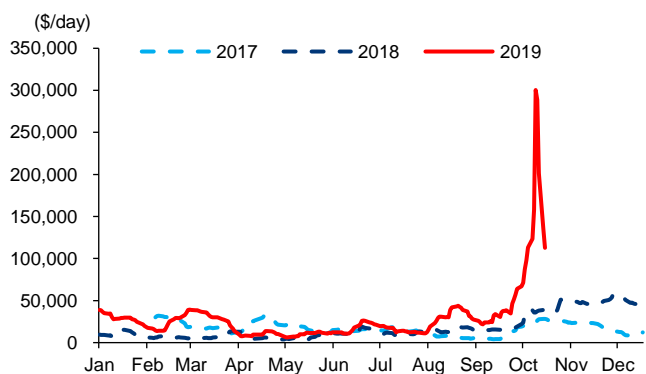
资料来源: Wind、华泰证券研究所

## 航运&港口

### 油运：受多重因素叠加影响，VLCC 运费创历史新高

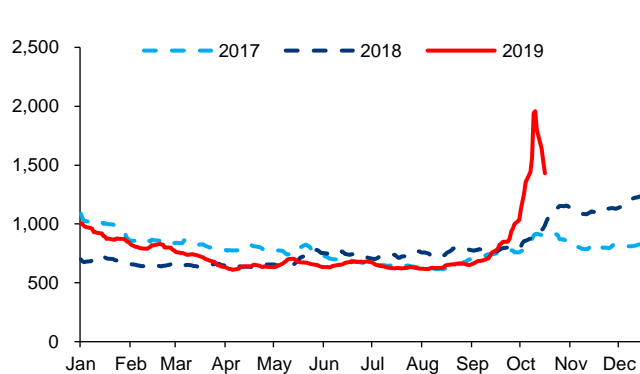
季节性旺季需求叠加因制裁因素和安装脱硫塔导致市场有效供给减少，货主因避免风险，积极锁定船期，运费创新高：2019 年 9 月 21 日-10 月 21 日，BDTI 指数均值环比和同比分别上涨 70.8%和 32.3%。其中，VLCC 中东至中国航线（TD3C）运费均值环比和同比分别上涨 187.9%和 226.4%，创历史新高。运费大幅上涨，主要受季节性需求、船舶制裁、脱硫塔安装、中东局势升级等多重因素叠加，船舶供给不确定性增加。货主为保证船舶使用，积极锁定船期，推高运费。展望四季度，受多重因素扰动，我们认为油运运费波动性将加大，但整体四季度运费平均水平将有望超市场预期，环比和同比都有望大幅提升。

图表23：VLCC 中东-中国航线运费（TD3C TCE）



资料来源：Clarksons, 华泰证券研究所

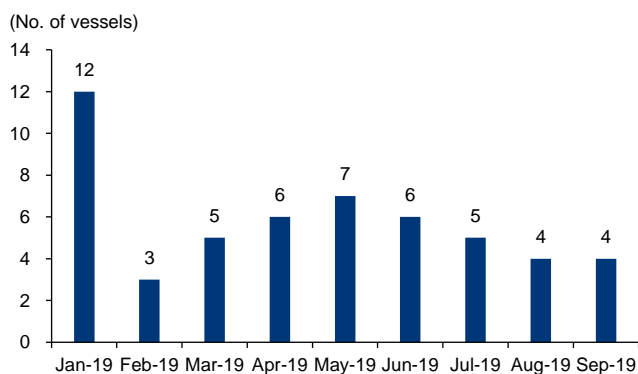
图表24：原油运输指数(BDTI)



资料来源：Baltic Sea Exchange, 华泰证券研究所

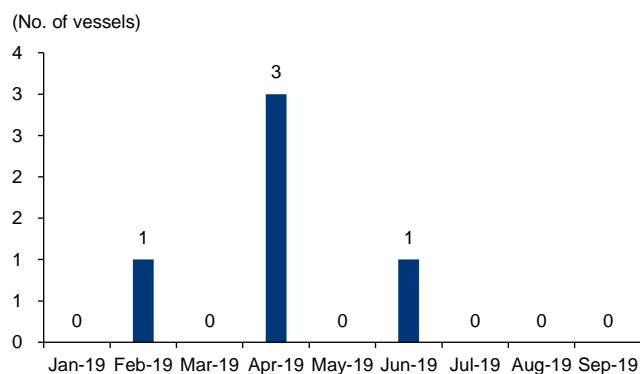
拆船数量依旧低于预期：9 月 VLCC 新船交付 4 艘，无旧船拆解。2019 年 1-9 月，VLCC 新船交付共 52 艘，VLCC 船舶拆解 5 艘。受行业景气程度向好影响，今年 VLCC 拆解量低于预期。根据 Clarksons 数据，2019 年全年 VLCC 新船交付量共计约 69 艘，我们预计还剩 17 艘新船将于今年交付。

图表25：VLCC 新船交付量



资料来源：Clarksons, 华泰证券研究所

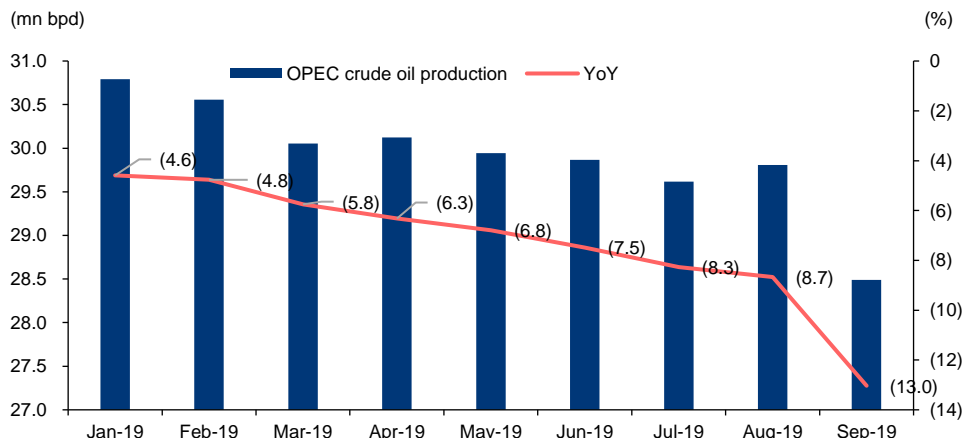
图表26：VLCC 旧船拆解量



资料来源：Clarksons, 华泰证券研究所

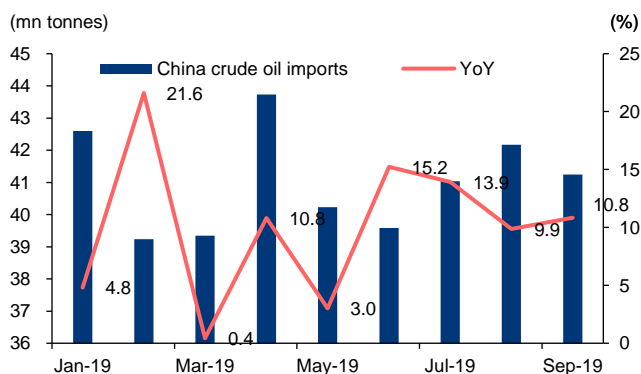
9 月 OPEC 原油产量环比和同比大幅下降；中国原油进口量环比下降；美国原油出口量环比增长：2019 年 9 月，OPEC 原油产量为 2,849 万桶/天，环比和同比分别下降 4.4%和 13.0%，产量下降主要受中东紧张局势升级，地缘政治因素等负面影响；中国原油进口量为 4,124 万吨，环比下降 2.2%，同比增长 10.8%，整体进口需求向好；美国原油出口量为 308 万桶/天，环比和同比分别上涨 14.7%和 44.0%。伴随今年底美国原油管道和港口基础设施的修建完工，我们预期明年美国原油出口量有望进一步提升并带动全球油运需求的增长。

**图表27: OPEC原油产量**



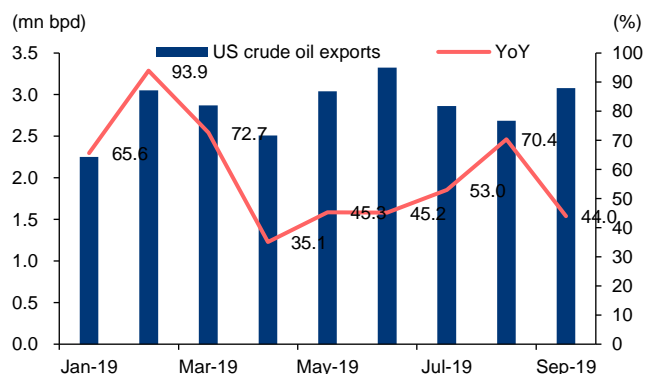
资料来源: OPEC, 华泰证券研究所

**图表28: 中国原油进口量**



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

**图表29: 美国原油出口量**

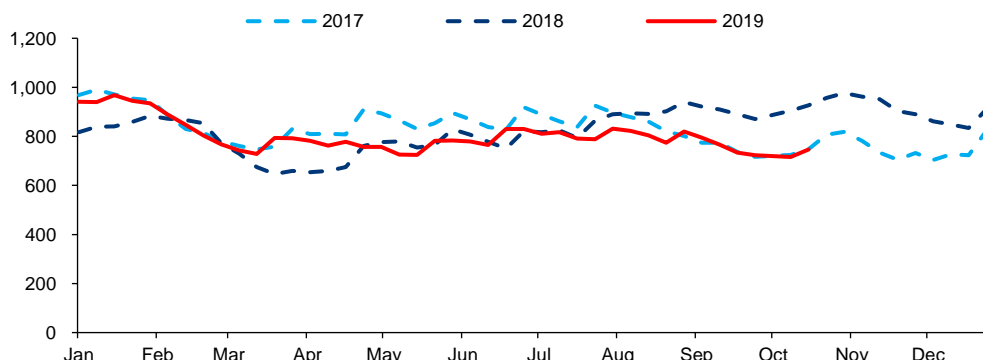


资料来源: EIA, 华泰证券研究所

**集运: 全球宏观经济增速放缓, 板块短期承压, 运费环比继续下滑**

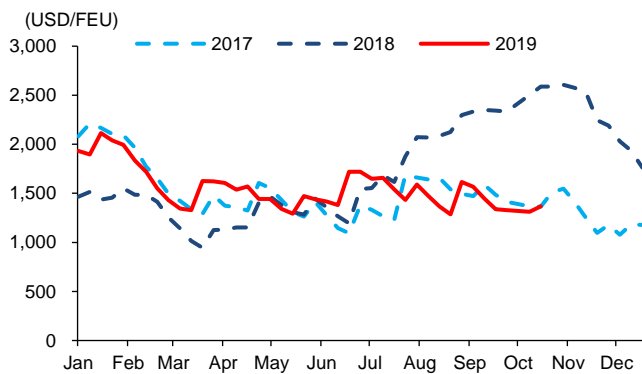
受需求疲软拖累, 美线和欧线运费环比和同比均出现下滑: 2019年9月21日-10月21日, SCFI指数均值环比下跌0.2%, 同比上涨3.3%。其中, 上海至美西航线运费环比和同比分别下降9.6%和45.2%, 运费承压; 上海至欧洲航线运费环比和同比分别下降18.4%和19.1%, 运费已持续多周下滑。今年以来, 受经济增速放缓及贸易摩擦影响, 集运市场总体表现疲软, 短期板块承压。

**图表30: 上海出口集装箱运价指数 (SCFI)**



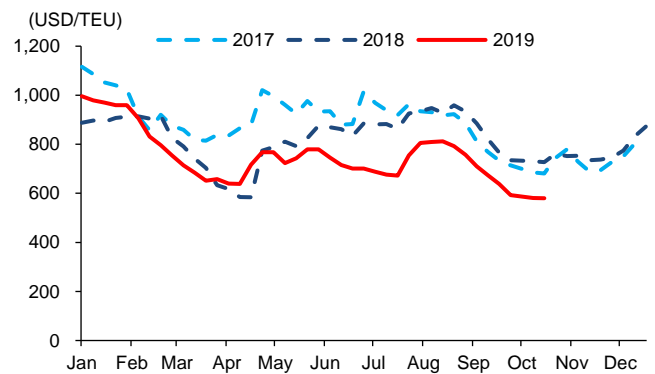
资料来源: 上海航运交易所, 华泰证券研究所

**图表31: 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32: 上海-欧洲航线集装箱运费**

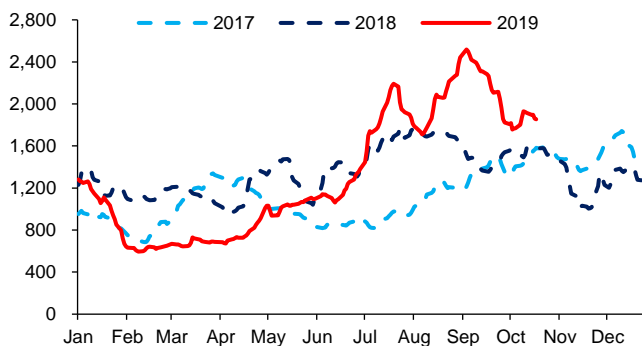


资料来源: 上海航运交易所, 华泰证券研究所

**干散货运输: 供需结构向好, 运费环比小幅回调, 但同比大幅改善**

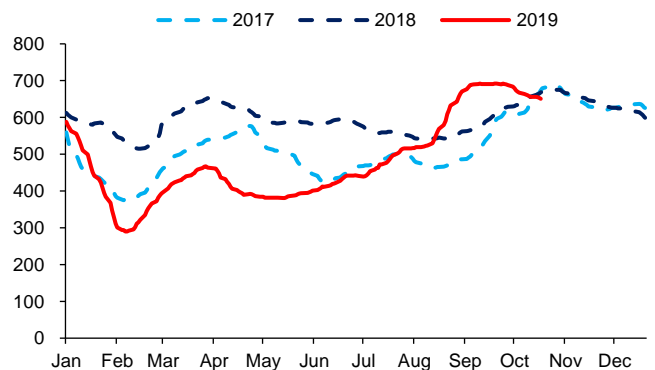
继8月运费大幅上涨后, 9月运费环比小幅回调, 但同比改善: 2019年9月21日-2019年10月21日, BDI指数均值环比下降1.4%, 同比上涨36.3%; BHSI指数均值环比和同比分别上涨17.1%和9.0%。其中, 海岬型运费环比小幅下降3.1%, 同比上涨63.4%, 同比涨幅明显; 灵便型运费环比和同比分别上涨15.9%和8.7%。展望四季度, 受益季节性需求旺季和部分船舶因安装脱硫塔而退出即期市场, 市场有效供给减少, 运费有望继续上涨。我们对四季度干散板块持乐观观点。

**图表33: 波罗的海干散货指数 (BDI)**



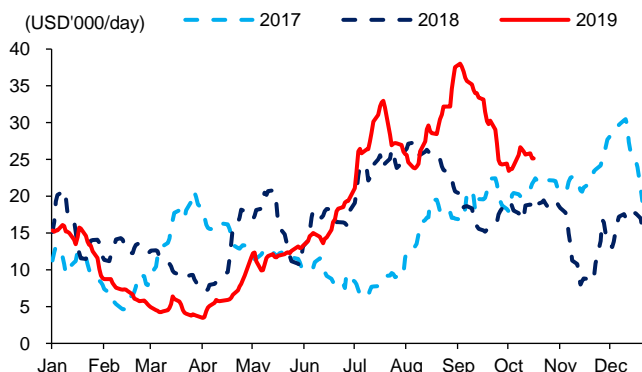
资料来源: Baltic Sea Exchange, 华泰证券研究所

**图表34: 小灵便型运费指数 (BHSI)**



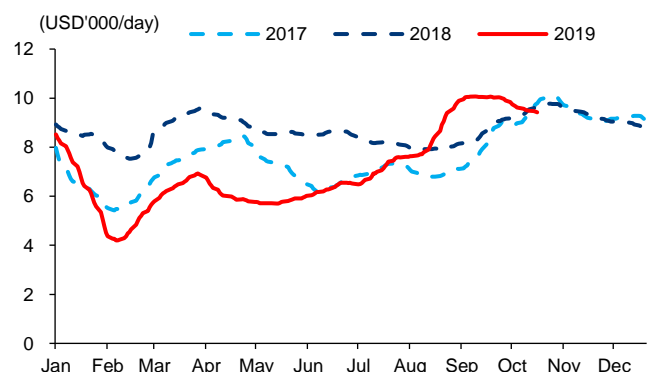
资料来源: Baltic Sea Exchange, 华泰证券研究所

**图表35: 海岬型运费**



资料来源: Baltic Sea Exchange, 华泰证券研究所

**图表36: 灵便型运费**



资料来源: Baltic Sea Exchange, 华泰证券研究所

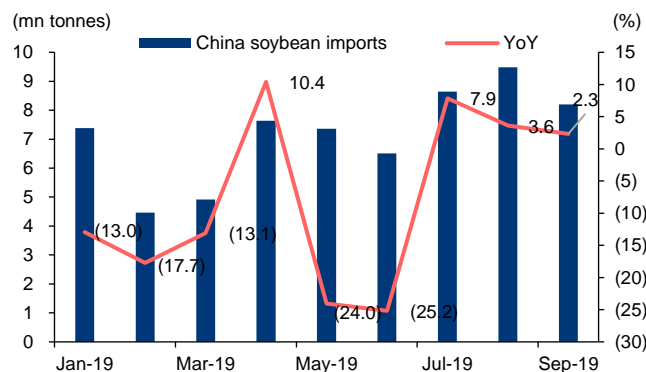
**9月中国铁矿石进口量继续改善、大豆进口量环比下滑：**2019年9月，中国铁矿石进口量为9,935万吨，环比和同比分别上涨4.7%和6.3%。进口量增长主要受巴西和澳洲铁矿石出货量逐步恢复推动；中国大豆进口量为820万吨，环比下降13.5%，同比增长2.3%。2019年1-9月，中国铁矿石和大豆进口量分别为7.9亿吨和6,459万吨，同比分别下降2.2%和7.8%，主要受宏观经济疲软和贸易摩擦等负面影响。展望四季度，受益季节性旺季需求推动，我们预计干散货量有望环比改善。

图表37：中国铁矿石进口量



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表38：中国大豆进口量

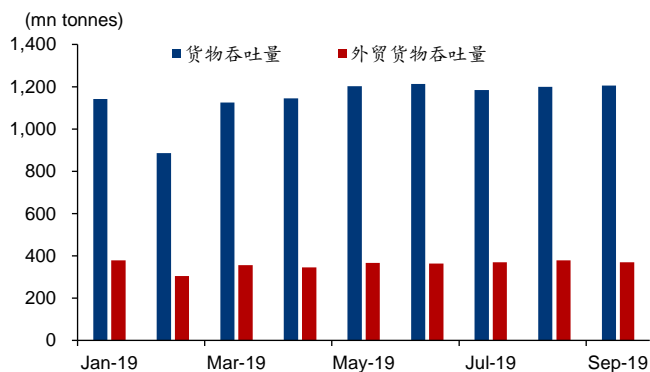


资料来源：Wind，华泰证券研究所

### 港口：受经济放缓和贸易摩擦影响，吞吐量增速放缓符合预期

**9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9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0.5%和7.1%。其中，完成外贸货物吞吐量3.7亿吨，环比下降2.3%，同比增长7.8%；完成集装箱吞吐量2,279万标准箱，环比和同比分别增长0.8%和5.0%。2019年1-9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103.0亿吨、32.3亿吨、1.9亿标准箱，同比分别增长8.1%、4.1%和4.8%。港口吞吐量增速明显放缓，特别是外贸货物吞吐量增速，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39: 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

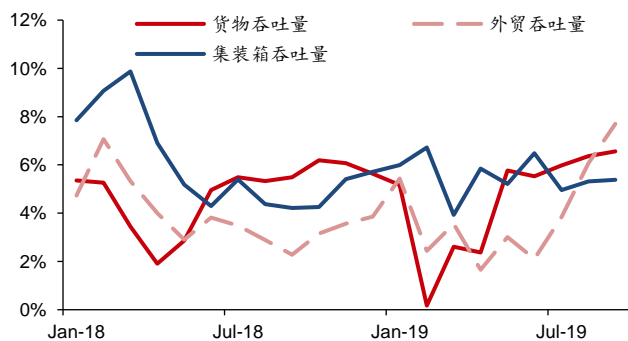
图表40: 全国主要港口集装箱吞吐量



资料来源: 交通运输部, 华泰证券研究所

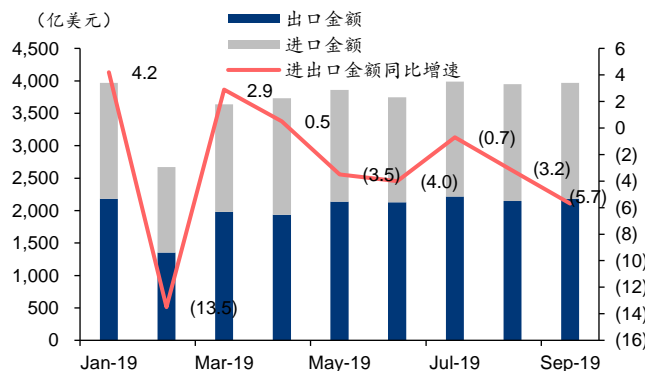
**9月进出口贸易疲软, 宏观经济存压力:** 2019年9月, 中国出口金额为2,181亿美元, 环比增长1.6%, 同比下降3.2%; 进口金额为1,784亿美元, 环比和同比分别下降0.8%和8.5%。2019年1-9月, 中国出口金额为1.8万亿美元, 同比下降0.1%; 进口金额为1.5万亿美元, 同比下降5.0%。

图表41: 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42: 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

## 公路&铁路

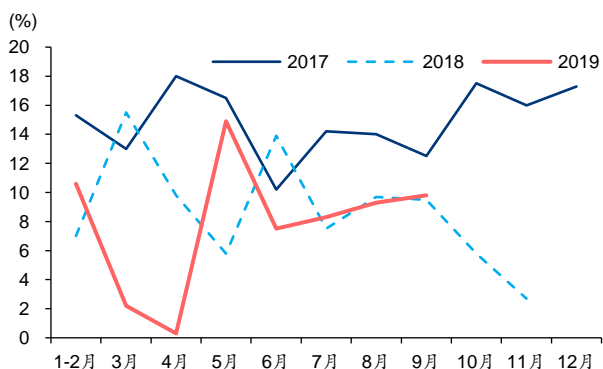
### 公路：客车流量增速持续改善，受益于ETC普及推广

相较于7-8月，9月全国高速公路的客车增速小幅提升、货车增速略有下降。9月，高速公路总车流量同比增长8.8%。其中，客车、货车流量同比增长9.8%、6.0%。分地区看，1)东部：客车、货车流量同比增长10.8%、5.7%；2)中部：客车、货车流量增长9.2%、5.2%；3)西部：客车、货车流量增长8.2%、8.0%。7-8月，高速公路客车、货车流量同比增长8.8%、8.6%。

相较于上半年，三季度客车、货车流量增速均有提升。7-9月，我国高速公路的客车、货车流量同比增长9.1%、7.6%；4-6月客车、货车流量增长7.4%、6.0%；1-3月客车、货车流量增长7.9%、7.1%。

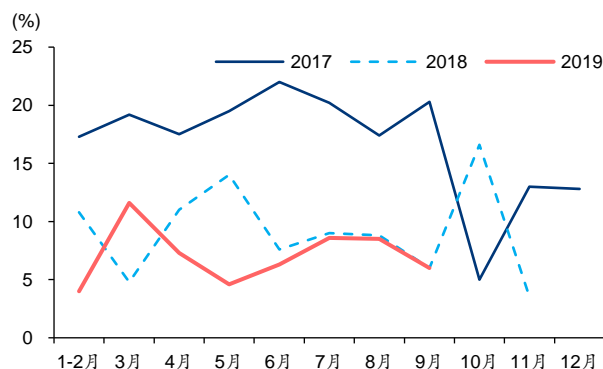
7月以来，高速公路客车流量增速与货车流量增速的差额持续走阔，我们认为，这主要受益于ETC设备的普及推广。自全面开展取消省界收费站行动以来（5月15日至10月9日），全国累计新增ETC用户6281万，增幅达77.9%；全国ETC车辆装载率由33.8%提升至60.1%。ETC替代MTC，将使车辆通过高速公路收费站的时间由平均14秒降低至3秒，减轻出入口拥堵情况，提升出行效率，促进自驾频次上升。

图表43：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44：高速公路货车流量同比增速

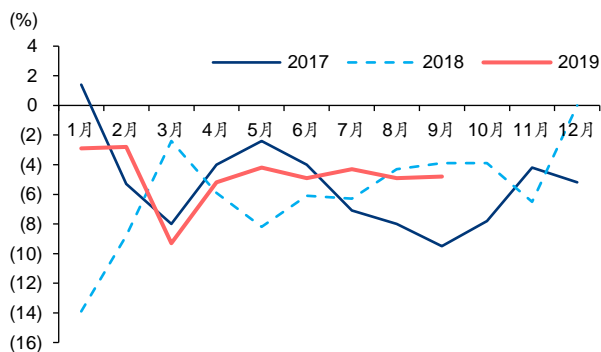


资料来源：交通运输部、华泰证券研究所

客运结构持续优化，私家车出行日益火爆，大巴汽运市场萎缩。2019年9月，营运性公路客运量同比下降4.8%；1-9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。9月，高速公路7座及以下小客车流量同比增长10.3%，8座及以上大中型客车流量同比降低2.4%；1-9月，高速公路7座及以下小客车流量同比增长8.5%，8座及以上大中型客车流量同比降低1.1%。

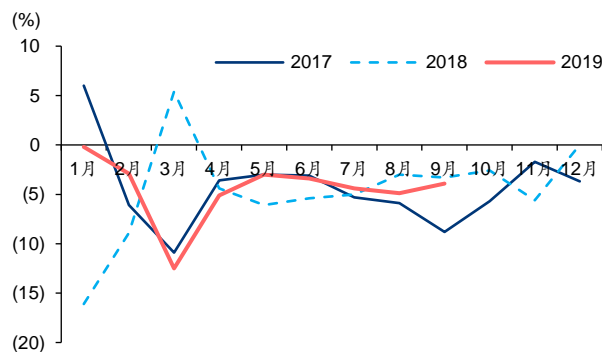
在市内交通方面，轨道交通客运量快速增长。2019年9月，轨道交通客运量同比增长11.5%，公共汽车下降1.2%，出租汽车微增0.8%，客运轮渡下降5.6%；1-9月，轨道交通客运量同比增长13.0%，公共汽车微降1.6%，出租汽车微增0.1%，客运轮渡降低4.3%。

图表45: 营运性公路客运量同比增速



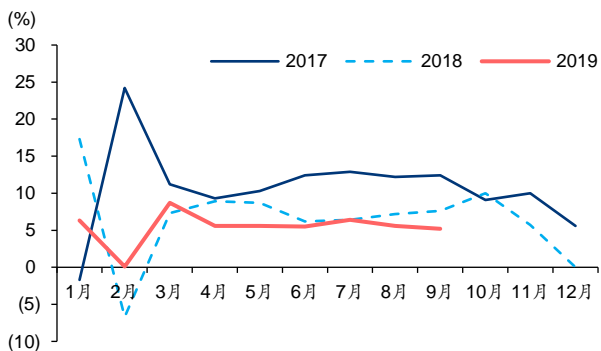
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表46: 营运性公路旅客周转量同比增速



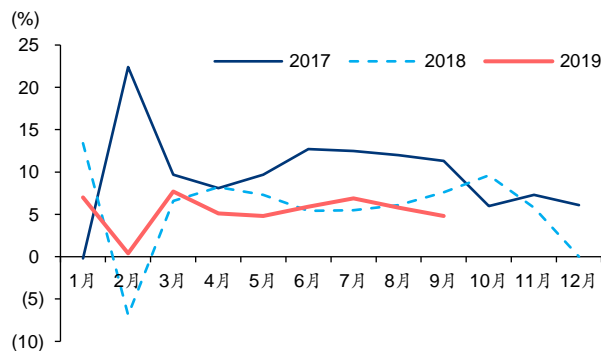
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表47: 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48: 营运性公路货物周转量同比增速

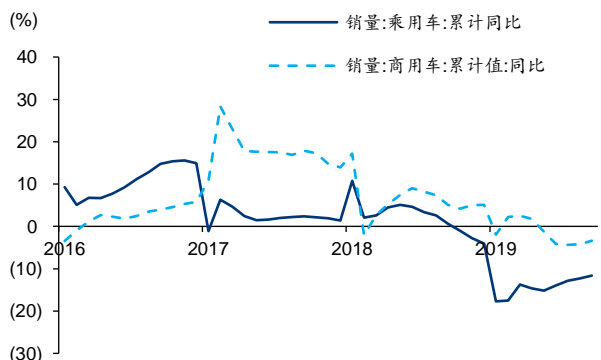


资料来源: Wind、华泰证券研究所

**汽车销量增速环比改善。**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9月，乘用车销量同比下降6.3%、商用车增长1.9%；7-9月，乘用车、商用车销量同比下降6.0%、2.3%；1-6月，乘用车、商用车销量同比下降14.0%、4.1%。

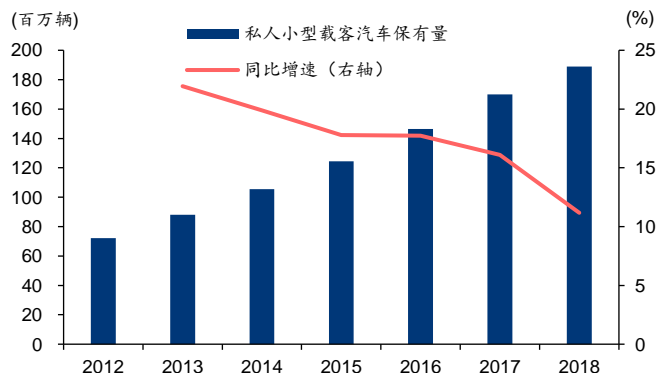
虽然乘用车销量下滑，但保有量依然在增加，只是因为基数提高使增速放缓。同时，我们也观察到，在过去五年，高速公路客车流量的增速低于保有量的增速，出行频次仍有提升空间。

图表49: 乘用车和商用车销量 (2016年-2019年9月)



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表50: 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，高股息资产对低风险偏好资金仍有吸引力。

图表51: 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52: 美国国债到期收益率:10年

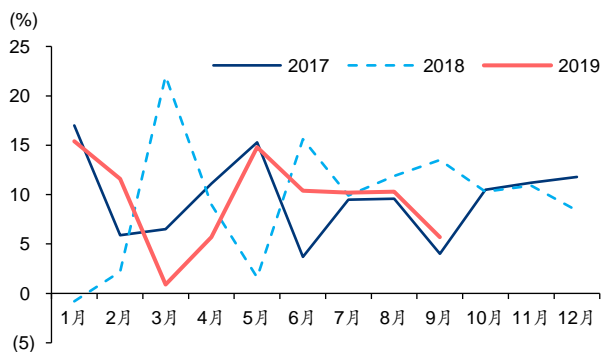


资料来源: Wind、华泰证券研究所

### 铁路: 9月客货运量增速稍显疲弱

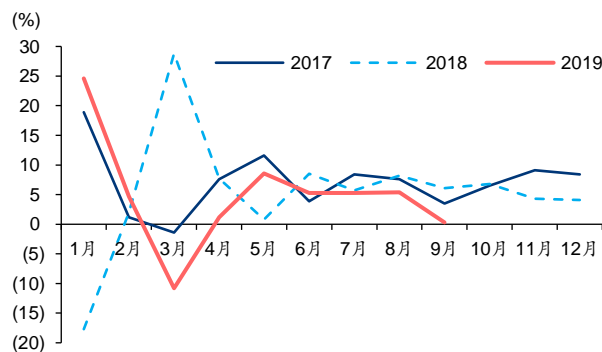
9月, 国铁客货运量增速较7-8月有所降低。据中国经营网报道, 9月, 国家铁路旅客发送量约 2.88 亿人次, 同比增长 3.9%, 其中动车组旅客发送量约 1.87 亿人次, 同比增长 10.4%, 占客运量比重达到 64.9%。动车组贡献主要客运增量。9月, 国家铁路货物发送量达到 2.89 亿吨, 同比增长 6.0%。7-9月, 国铁总客运量、动车组客运量同比增长 8.0%、14.5%; 货运量同比增长 7.4%。4-6月, 国铁总客运量、动车组客运量同比增长 9.2%、14.2%; 国铁货运量同比增长 8.3%。

图表53: 铁路客运量同比增速



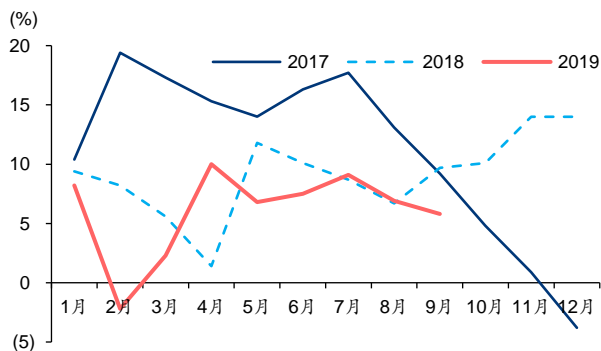
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表54: 铁路旅客周转量同比增速



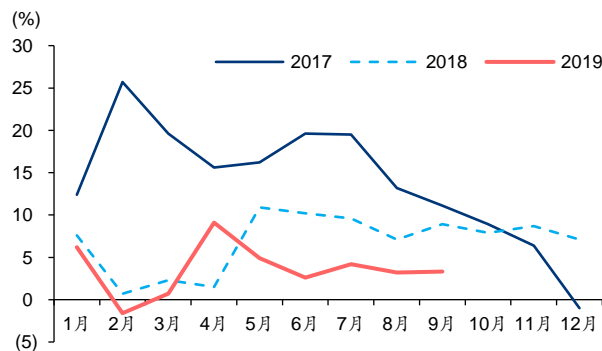
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表55: 铁路货运量同比增速



资料来源: Wind、华泰证券研究所

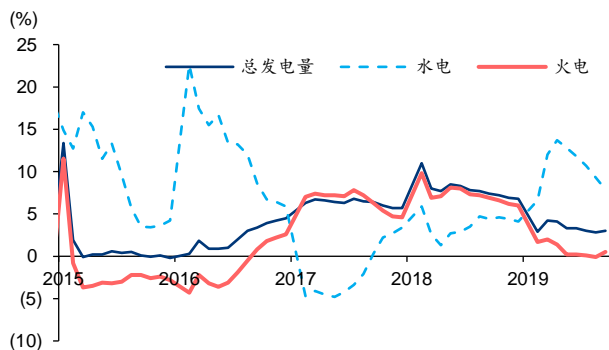
图表56: 铁路货物周转量同比增速



资料来源: Wind、华泰证券研究所

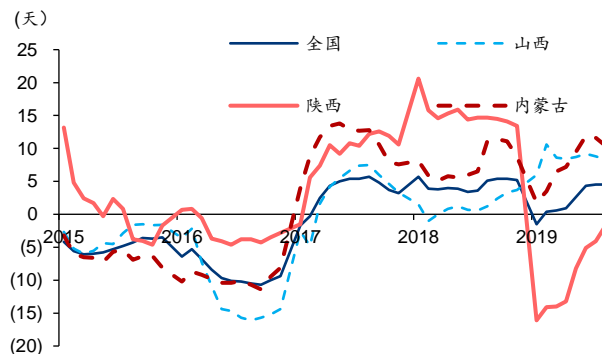
铁路运输的品种主要是煤炭矿石等大宗商品，受火电用煤需求影响较大。2018年，全国铁路货运量达到40.2亿吨，其中煤炭发运量达到23.8亿吨，占比接近60%（来源：交通运输部）。“三西”地区继续受益于煤炭产地西移调整。1-9月，全国煤炭产量同比增长4.5%，其中煤炭主产区山西和内蒙古煤炭产量同比增长8.3%、10.4%；受矿难整改影响，陕西煤炭产量同比下降1.7%。年初以来，水电对火电的挤压影响较大。1-9月，全国发电量同比增长3.0%，其中水电同比增长7.9%，火电同比微增0.5%。

图表57：全国发电量累计同比增速-截至2019年9月



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表58：原煤产量累计同比增速-截至2019年9月



资料来源：Wind、华泰证券研究所

## 风险提示

### (1) 经济低迷

航空、机场：经济增速放缓，可能令出行需求不达预期；航运、港口：全球经济下滑，可能使海运需求增长低于预期，需求下挫可能进而拖累运价；物流：需求不足可能导致快递业务量不及预期；铁路、公路：大宗商品需求下滑，可能使铁路公路货运量增速放缓。

### (2) 贸易摩擦

航空：中美贸易摩擦，可能影响国际线补贴；航运、港口：中美冲突加剧，导致中美贸易量大幅下降，进而影响海运运量、港口吞吐量。

### (3) 油价上涨

航空：油价大幅上涨，可能令运营成本大幅上升，侵蚀利润；物流、公路：油价上涨，可能使道路运输成本上涨。

### (4) 人民币贬值

航空：人民币大幅贬值，可能产生大额汇兑损失，减损盈利。

### (5) 竞争结构恶化

航空：高铁提速，可能对航空分流效应加大；航运：IMO 低硫令延期执行，老旧船舶拆解量低于预期，行业总体供给增长超预期；物流：价格竞争超预期，导致营收和盈利不及预期；机场：民航控准点率可能影响机场时刻容量；铁路、公路：公路降费、“公转铁”、治超载构成多重扰动；港口：环保限令执行力度高于预期，散杂货吞吐量大幅下滑。

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，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