

交通运输行业周报（20191021-20191027）

## 冬春航季开启，时刻延续控总量；京沪高铁披露招股书，黄金线路强盈利

推荐（维持）

- **核心策略：优质赛道+管理溢价。**1) 护城河策略框架下继续推荐优质赛道：**机场**：颜值经济黄金时代受益者，免税红利加速释放期；**快递**：龙头集中尽享电商红利，天量时代待格局优化；**航空**：需求潜力筑长期增长基础，供给过快或告一段落。2) 叠加**管理溢价**：a) 优质赛道+管理溢价：上海机场，韵达股份，春秋航空；b) 优质赛道+管理正在改善：白云机场、顺丰控股、吉祥航空；c) 优质赛道+管理具备改善空间：申通快递、深圳机场、三大航。2) **近期重点推荐顺丰控股、上海机场、吉祥航空、白云机场、中国国航。**
- **航空：2019年冬春航季开启，时刻延续控总量。**1) 整体日均航班量增长5.8%，增速明显放缓，环比下滑1.7%（夏秋季为8.9%）。其中国内航司国内航班同比增长5%，国际航班同比增长16.2%。2) **机场：一线机场继续严控，白云与深圳增速领先，日本航线大幅放量。核心机场**：虹桥时刻增长，北京整体同比提升。首都、浦东、广州、深圳、虹桥时刻增速分别为-4.8%（夏秋0.1%）、-0.5%（0.7%）、6.8%（6.5%）、5.7%（5.6%）和2.7%（0%）。**注：首都+大兴整体增长3.2%。白云与深圳机场国际线提升明显。**白云机场内航国际时刻增速20.8%，外航4%，合计增速13.6%；深圳内航国际时刻增速38.5%，外航12.5%，合计增速28.7%。**国际线目的地：日本线同比增速达67%，总时刻数超过泰国，成为第一大。**3) **航空公司：整体降速，海航系增速不足4%，春秋逆势提升至20%。**三大航（集团）增速5.8%，非上市航司增速9.8%。海航系增速3.7%，吉祥和春秋分别增速8.7%和20.7%，春秋逆势提升。4) **行业判断**：预计11月起行业增速将重回两位数（基数因素+释放节奏）。
- **铁路：京沪高铁披露招股书，黄金线路强盈利能力。**1) **黄金线路强盈利：2018年利润过百亿。**公司15-18年营收复合增速10.9%，净利润增速15.9%，全线客运量增速17%。2018年公司收入312亿，利润102亿，全线发送2亿人次，客座率78.3%；2019前三季度利润95.2亿元。公司营业里程占全国铁路的1%，但总发送量占5.69%。**收入结构**：2019年前三季度旅客票价收入（44%）、线路使用服务收入（31%）和接触网使用服务收入（14%）合计占比约90%。2) **盈利水平显著高于同行。**2018年毛利率48%，显著高于大秦铁路25%、广深铁路8%；净利率则达到38%。**我们观察委托管理模式助力提升公司盈利水平**：公司员工人数仅67人，人均管理资产规模27.92亿，而大秦员工9.9万人、广深4.3万人，均远多于公司。采取委托管理模式使得整体成本降低，是公司盈利能力较强的一大因素。3) **募投项目：拟用于收购京福安徽公司65%股权。**公司拟公开发行股票不超过75.57亿股，全部用于收购京福安徽公司65.1%股权，对价500亿元。发行完成后，总股本增加至503.9亿股。标的公司目前尚处于亏损期，19年前三季度营业收入13.80亿元，亏损8.85亿元。
- **油运：VLCC-TCE 即期报7.9万美元，周环比下跌17%，仍处于高景气区间。**持续看好油运大周期向上，双巨头弹性逐步释放。**干散货**：BDI周下跌2.9%，收1801点；CBFI上涨2%，收1152点。**集装箱**：SCFI收于774点，上涨3.6%，美西收于1361美元/FEU，下跌0.5%，欧洲线收于594美元/TEU，上涨2.4%。
- **风险提示**：油价大幅上升，人民币大幅贬值，经济大幅下滑。

重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价(元)	EPS(元)			PE(倍)			PB	评级
		2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E		
顺丰控股	40.94	1.33	1.63	1.97	30.78	25.12	20.78	4.94	推荐
吉祥航空	13.6	0.88	1.07	1.32	15.45	12.71	10.3	2.84	强推
上海机场	75.68	2.77	3.14	3.9	27.32	24.1	19.41	5.16	推荐
白云机场	21.06	0.44	0.65	0.84	47.86	32.4	25.07	2.79	推荐
中国国航	8.04	0.58	0.78	0.97	13.86	10.31	8.29	1.25	强推

资料来源：Wind，华创证券预测

注：股价为2019年10月25日收盘价

华创证券研究所

证券分析师：吴一凡

电话：021-20572539  
邮箱：wuyifan@hcyjs.com  
执业编号：S0360516090002

证券分析师：刘阳

电话：021-20572552  
邮箱：liuyang@hcyjs.com  
执业编号：S0360518050001

证券分析师：肖祎

电话：021-20572553  
邮箱：xiaoyi@hcyjs.com  
执业编号：S0360519100002

证券分析师：王凯

电话：021-20572538  
邮箱：wangkai@hcyjs.com  
执业编号：S0360519090002

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	117	3.16
总市值(亿元)	22,835.85	3.69
流通市值(亿元)	15,664.18	3.45

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	-0.01	-8.15	13.68
相对表现	-1.46	-8.34	-9.1



相关研究报告

《交通运输行业周报（20190916-20190922）：VLCC 运价再上盈亏线，看好油运周期向上；吉祥获京沪线排班优化，料助推市值修复》

2019-09-22

《交通运输行业周报（20191014-20191020）：9月数据综述：航空国际线高景气，机场粤港澳重塑，快递顺丰连续5个月业务量提速》

2019-10-20

# 目录

一、行业观点.....	5
(一) 航空：冬春航季开启，延续时刻控总量.....	5
(二) 铁路：京沪高铁披露招股书，黄金线路强盈利.....	8
1、黄金线路强盈利：公司 2018 年利润过百亿.....	8
2、盈利水平显著高于同行.....	11
3、募投项目：拟用于收购京福安徽公司 65% 股权.....	12
(三) 油运：VLCC-TCE 即期运价回落至 7.9 万，仍处于高景气区间.....	14
二、一周市场回顾.....	17

# 图表目录

图表 1	日均航班量增速大幅降低.....	5
图表 2	分区域航班量增速.....	5
图表 3	核心机场时刻.....	6
图表 4	核心机场国际+地区时刻.....	6
图表 5	前三十大机场增速.....	6
图表 6	航司时刻.....	7
图表 7	上市公司时刻增速.....	7
图表 8	上市公司本航季增速.....	7
图表 9	股权结构图.....	8
图表 10	京沪高铁营收利润.....	8
图表 11	京沪高铁运量.....	8
图表 12	公司客座率.....	9
图表 13	分业务收入增速.....	9
图表 14	分业务收入占比.....	9
图表 15	公司细分业务收入占比.....	10
图表 16	营业成本.....	10
图表 17	分业务成本.....	10
图表 18	成本按类型分类.....	11
图表 19	成本按类型分类占比.....	11
图表 20	铁路公司毛利率净利率对比.....	11
图表 21	公司历年 ROE.....	12
图表 22	铁路行业 ROE 对比.....	12
图表 23	公司资产负债率.....	12
图表 24	铁路行业资产负债率对比.....	12
图表 25	京福安徽公司管辖线路示意图.....	13
图表 26	京福安徽公司运营投资线路.....	13
图表 27	京福安徽公司主要财务数据.....	14
图表 28	历史运价/货值比例.....	15
图表 29	VLCC 行业在手订单量.....	16
图表 30	VLCC 船队船龄.....	16
图表 31	VLCC-TCE.....	16
图表 32	不同船型油运运价.....	16
图表 33	VLCC-TCE 季度.....	17

图表 34	VLCC-TCE 月度	17
图表 35	VLCC-TCE 季度	17
图表 36	VLCC-TCE 年度	17
图表 37	交运行业周涨跌幅	17
图表 38	航运数据	18
图表 39	CCFI 指数一周表现	18
图表 40	SCFI 指数表现	18
图表 41	BDI 指数	19
图表 42	CBFI 指数表现	19
图表 43	VLCC-TCE	19
图表 44	不同船型油运运价	19

## 一、行业观点

### (一) 航空：冬春航季开启，延续时刻控总量

**1、整体日均航班量增长 5.8%，增速明显放缓。**其中国内航司国内线增长 5%，国际线增长 16%；外航仅增长 0.5%。

民航局披露 2019 冬春航季时刻表，根据测算，19 年冬春航季日均航班量为 16580 班，同比增长 5.8%，增速较夏秋航季 8.9% 显著放缓，环比下滑 1.66%。

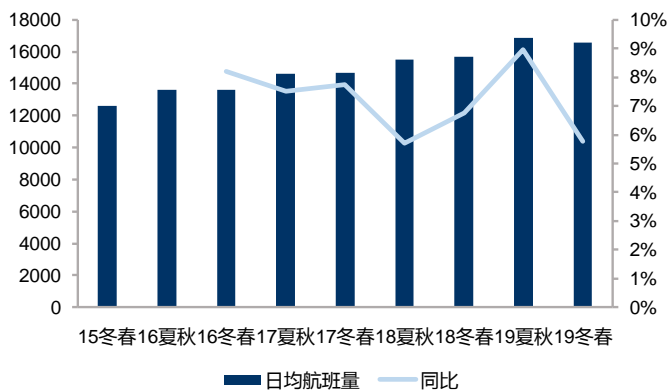
其中国内航司国内航班日均 12910 班，同比增长 5.0%，环比下滑 2.36%；

国际航班日均 1890 班，同比增长 16.2%，为 16 年冬春季以来最快增速；

地区航班日均 258 班，同比增长 7.5%，环比下滑 1.42%；

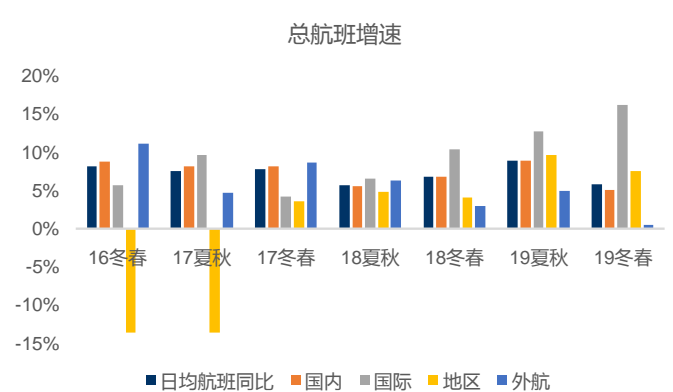
外国及港澳台航司航班日均 1523 班，同比增长 0.5%，环比下滑 4.37%。

**图表 1 日均航班量增速大幅降低**



资料来源：民航预飞行管理系统，华创证券

**图表 2 分区域航班量增速**



资料来源：民航预飞行管理系统，华创证券

### 2、机场：一线机场继续严控，白云与深圳增速领先，日本航线大幅放量

**协调机场：**21 大主协调机场时刻增速为 2.2%（夏秋 4.2%），15 个辅协调机场增速为 4.8%（9.5%），非协调机场增速为 19.2%（夏秋 30.6%）

**核心机场：虹桥时刻增长，北京整体同比提升。**北上广深 5 大机场（不含大兴）合计时刻增速 1.3%（夏秋 2.5%），其中首都、浦东、广州、深圳、虹桥时刻增速分别为 -4.8%（夏秋 0.1%）、-0.5%（0.7%）、6.8%（6.5%）、5.7%（5.6%）和 2.7%（0%）。注：首都+大兴整体增长 3.2%。

其中：国内航班，5 大机场合并时刻增速为 0.8%（夏秋 2.7%），首都、浦东、广州、深圳、虹桥时刻增速分别为 -4.1%（1.3%）、1.0%（3.6%）、4.5%（5.3%）、2.1%（3.2%）和 2.5%（0%）

国际+地区（含外航），5 大机场合并时刻增速 2.6%（2.0%），其中首都、浦东、广州、深圳、虹桥时刻增速分别为 -7.0%（-3.1%）、-1.9%（-1.9%）、13.6%（9.8%）、28.7%（21.8%）和 4.7%（0.7%），白云与深圳机场国际线提升明显。

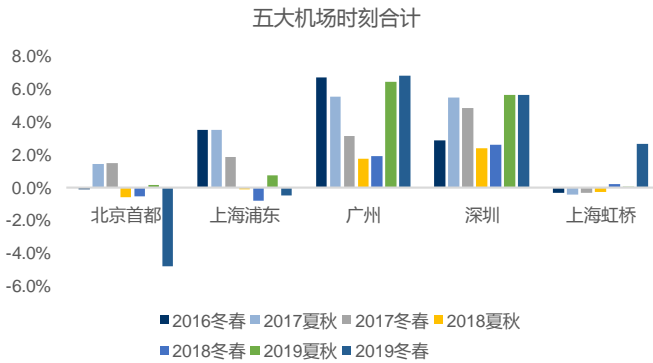
#### 上市机场国际线情况：

白云机场内航国际时刻增速 20.8%，外航 4.0%，合计增速 13.6%；

深圳内航国际时刻增速 38.5%，外航 12.5%，合计增速 28.7%；

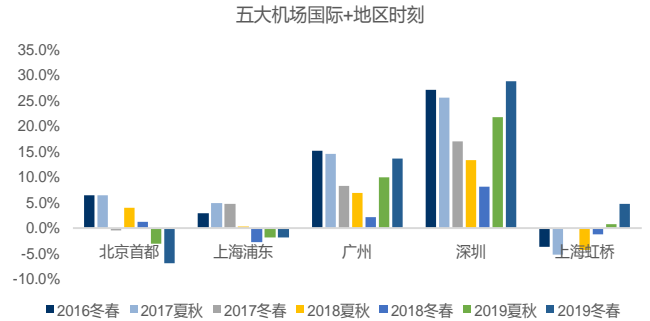
浦东机场内航国际增长 2.9%,地区下降 4.8%，外航下降 6.8%。

图表 3 核心机场时刻



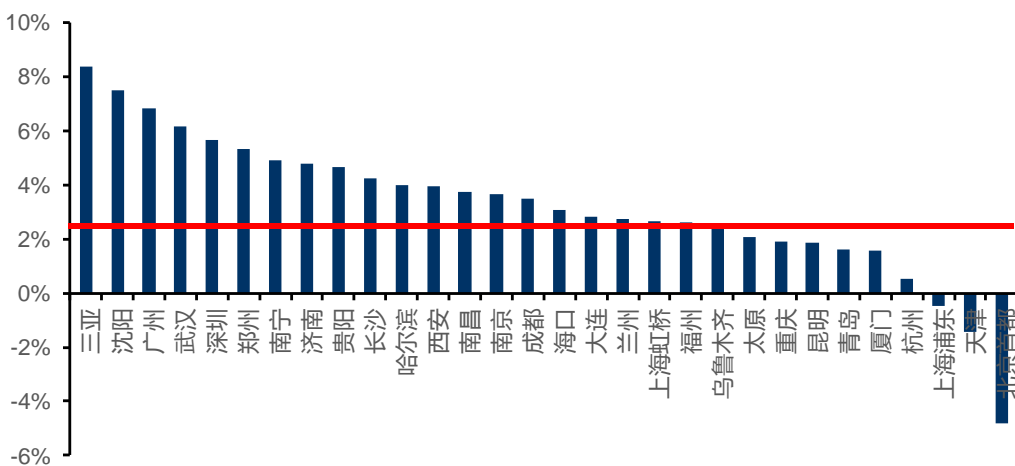
资料来源：民航预飞行管理系统，华创证券

图表 4 核心机场国际+地区时刻



资料来源：民航预飞行管理系统，华创证券

图表 5 前三十大机场增速

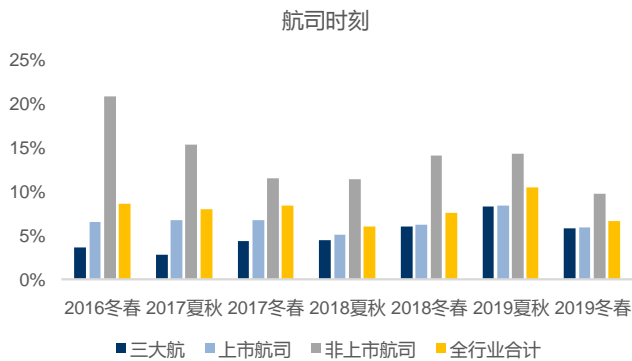


资料来源：民航预飞行管理系统，华创证券

### 3、航空公司：整体降速，海航系增速不足 4%，春秋逆势提升至 20%

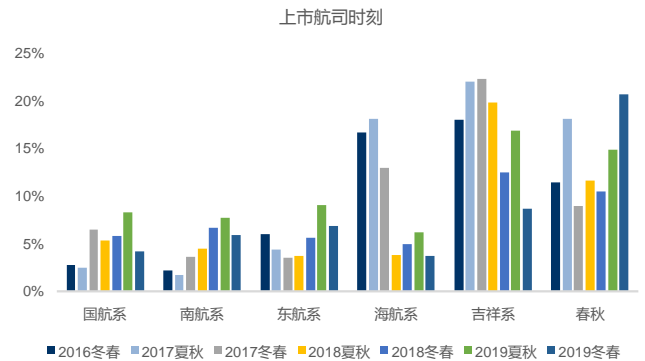
三大航（集团）增速 5.8%（夏秋 8.3%），上市 6 大航司（集团）增速 6.0%（8.4%），非上市航司增速 9.8%（14.4%）。国航、南航、东航增速分别为 4.2%、6.0%和 6.9%，较冬春航季分别降低 4.1、1.8 和 2.2 个百分点，海航系增速 3.7%，为上市航司中最慢。吉祥和春秋分别增速 8.7%和 20.7%，春秋逆势提升。

图表 6 航司时刻



资料来源：民航预飞行管理系统，华创证券

图表 7 上市公司时刻增速



资料来源：民航预飞行管理系统，华创证券

图表 8 上市公司本航季增速

	合计	国内	国际	地区
国航系	4.2%	4.1%	5.3%	3.8%
南航系	6.0%	5.3%	10.1%	5.8%
东航系	6.9%	6.3%	9.3%	12.8%
海航系	3.7%	3.0%	19.4%	-30.0%
吉祥	8.7%	3.2%	53.1%	-9.1%
春秋	20.7%	11.2%	42.8%	54.0%
六大集团合计	6.0%	4.9%	13.4%	9.1%
非上市航司	9.8%	7.0%	51.7%	6.1%

资料来源：民航预飞行管理系统，华创证券

**行业判断：预计 11 月起行业增速将重回两位数（基数因素+释放节奏）**

- 1) 基数因素：18 年 11-12 月行业旅客增速仅为 7.5% 左右，航空自身存韧性特征，11 月起行业旅客增速有概率出现回暖，保持两位数增长；相对应的，供给增速不存在基数效应。
- 2) 释放节奏：结构性看，国际旅客快速增长，春秋与吉祥旅客增速均明显超越行业，推测今年影响需求走弱主要是国内公商务旅客（尤其公务出行）增速较低，包括央企国企开展的主题教育活动、七十周年庆前的全力保障，均会造成差旅频率降低，预计公务出行会逐步释放。

**投资建议：**

**1) 三大航：底部区域，渐入布局良机。**

下半年行业成本明显减负（油价同比下降两位数，民航发展基金减半等），三大航当前 PB 处于历史次低点，底部区域渐入布局良机。中美关系及汇率或成为向上催化剂。三大航中优选国航，看好公务需求回暖后释放的弹性。

**2) 吉祥：我们认为公司业绩拐点已至，而当前市值被明显低估。**

小周期看料至少连续四个季度主业持续同比改善；公司拿下京沪 3 对优化时刻将带来明显增量利润，同时印证公司

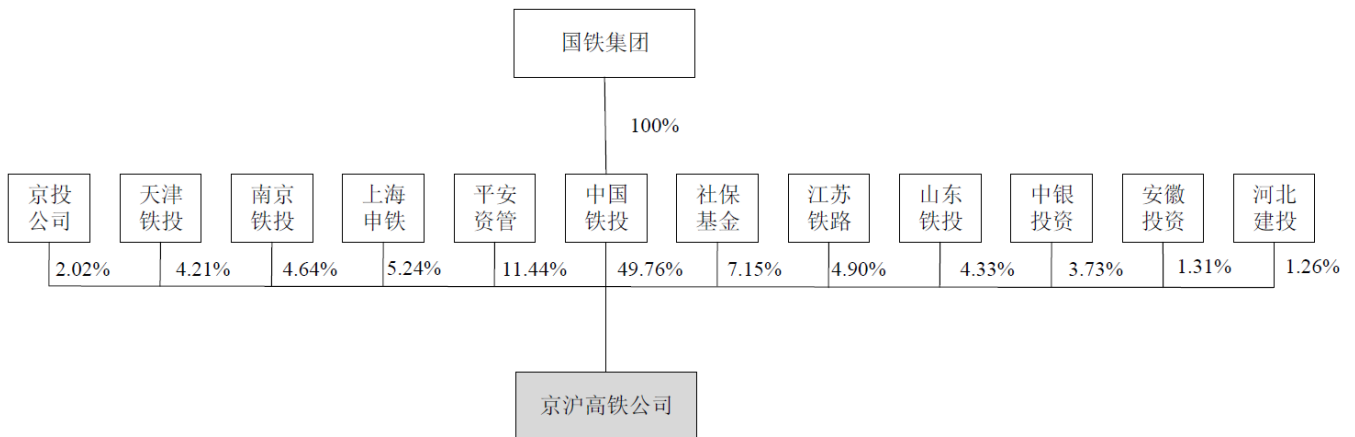
获取优质资源的能力；中长期看公司与东航完成股权合作事宜将夯实公司战略基础。当前市值被明显低估。横向与春秋比较，公司机队规模略高于春秋，市值低于春秋 120 亿。

3) 长期看好春秋航空发展，我们认为公司处于竞争格局优化阶段，更能将低成本优势并化为业绩稳定性增长。

### (二) 铁路：京沪高铁披露招股书，黄金线路强盈利

京沪高铁披露招股说明书，公司控股股东为中国铁投，持有公司 49.76% 股份，国铁集团（前身中国铁路总公司）为公司实际控制人。

图表 9 股权结构图



资料来源：招股说明书，华创证券

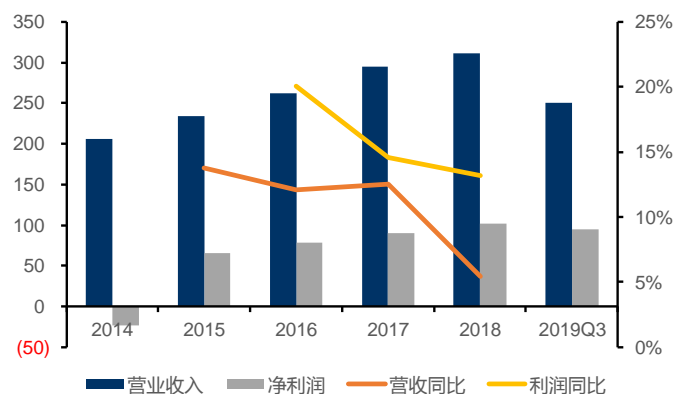
### 1、黄金线路强盈利：公司 2018 年利润过百亿

公司 2015 年扭亏以来，经营业绩较为稳定，营收复合增速为 10.9%，净利润复合增速为 15.9%。2018 年收入增长 5.4%，利润增长 13.2%。营收与客运量增速基本契合，2015-18 年全线客运量复合增速为 17%。

2018 年，公司收入 312 亿，利润 102 亿，全线发送 2 亿人次，客座率 78.3%；

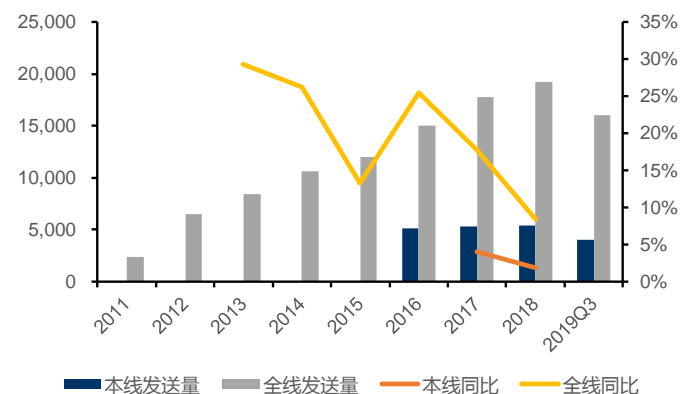
2019 截止 Q3 利润 95.2 亿元。利润过百亿，显现公司强盈利能力。

图表 10 京沪高铁营收利润



资料来源：招股说明书，华创证券

图表 11 京沪高铁运量



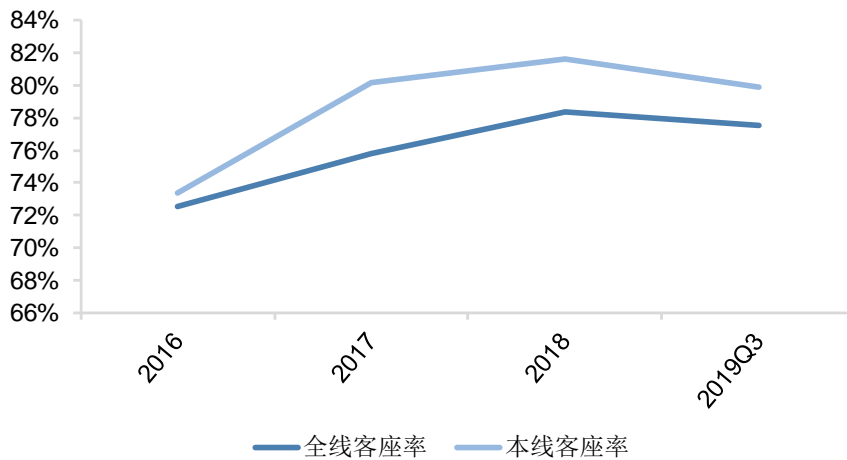
资料来源：招股说明书，华创证券（15 年及其运量为 Wind 数据）

公司营业里程占全国铁路总营业里程的 1%，但总发送量占全国发送旅客人次的 5.69%，客运周转量占 6.26%。本线



客座率保持在 80% 左右，全线客座率保持在 77-78% 左右。

图表 12 公司客座率



资料来源：招股说明书，华创证券

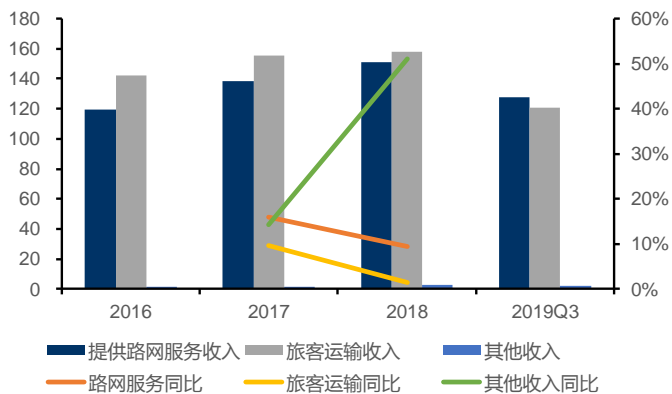
**收入结构：**主要收入为提供路网服务收入以及旅客运输服务，其他收入占比极小。路网服务收入增速高于旅客运输收入，占比缓慢提升。

提供路网服务收入中：线路使用服务和接触网使用服务分别占收入的 60% 和 30%；

旅客运输服务收入中，旅客票价收入占比超过 90%。

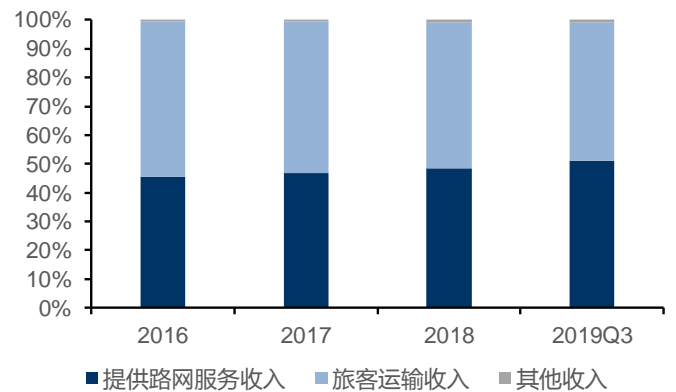
因此，从细分业务占比看，2019 年前三季度公司旅客票价收入（44%）、线路使用服务收入（31%）和接触网使用服务收入（14%）为占比最高三项，合计占比约 90%。

图表 13 分业务收入增速



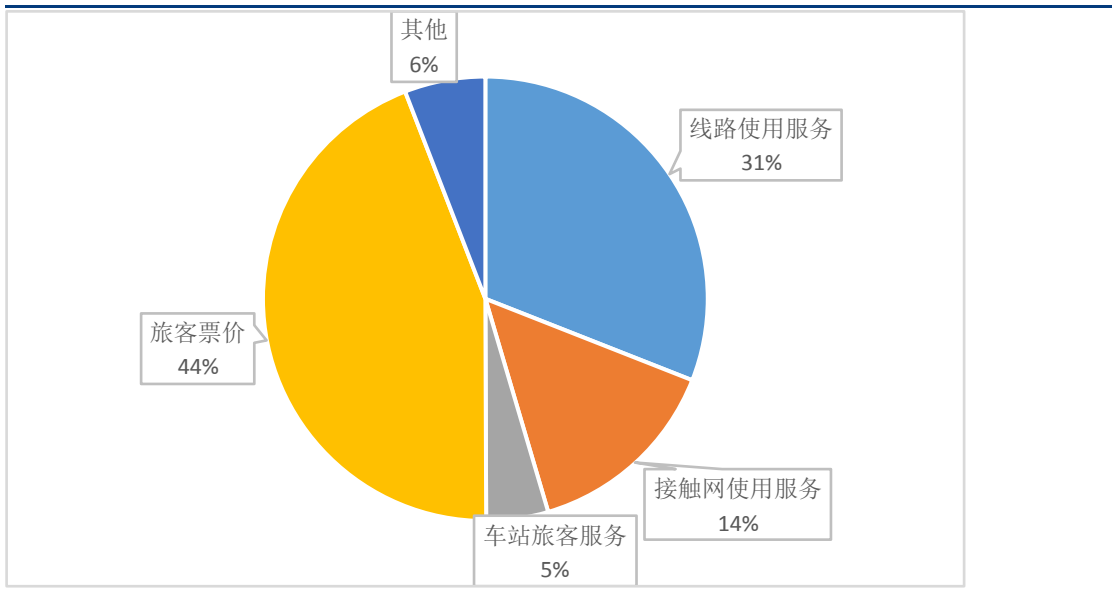
资料来源：招股说明书，华创证券

图表 14 分业务收入占比



资料来源：招股说明书，华创证券

图表 15 公司细分业务收入占比

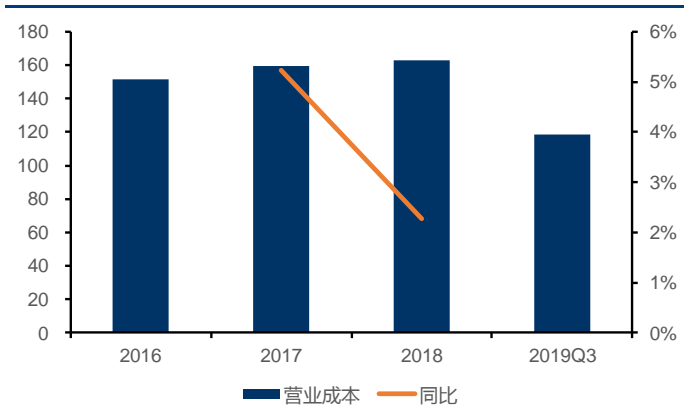


资料来源：招股说明书，华创证券

成本端：增速保持较低水平，17-18 年分别为 5.2%和 2.3%。

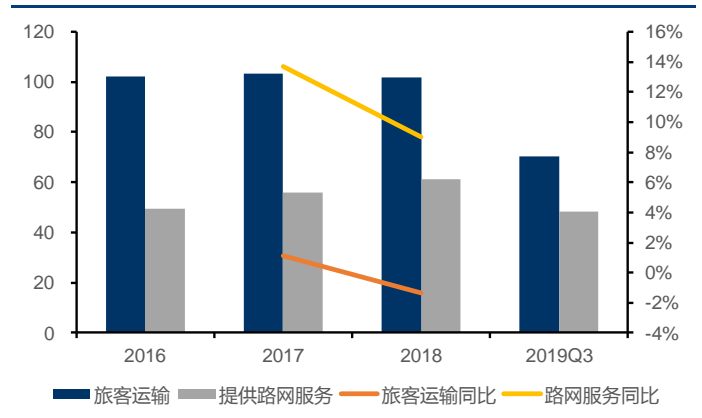
其中：公司旅客运输业务成本占比约 60%，路网服务业务成本占比约 40%，路网服务成本增速高于旅客运输业务。

图表 16 营业成本



资料来源：招股说明书，华创证券

图表 17 分业务成本

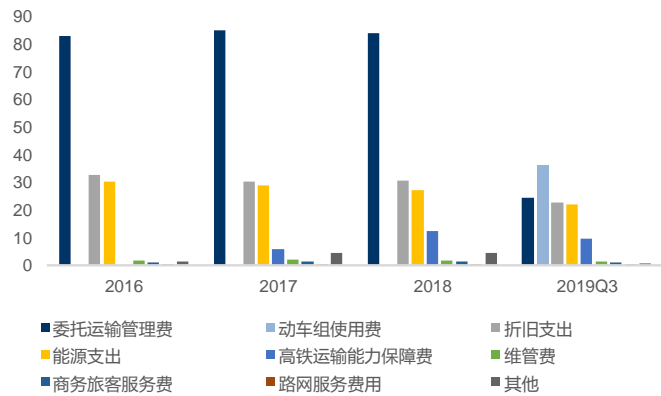


资料来源：招股说明书，华创证券

细分来看：委托运输管理费为公司第一大成本项，16-18 年保持相对稳定约 50%-55%，19 年受铁路清算机制调整，委托管理费减少，占比降低至 20.8%，相应的动车组使用费增加，占比达到 30.5%。

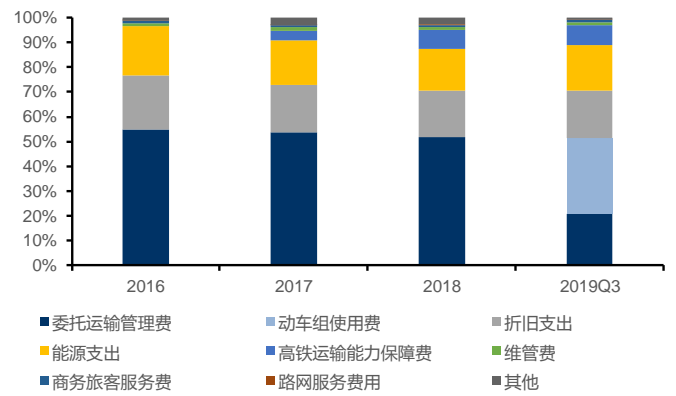
其他成本中折旧支出和能源支出较多，占比分别为 19.2%和 18.5%。以上四项合计成本占比 88.9%。

图表 18 成本按类型分类



资料来源: 招股说明书, 华创证券

图表 19 成本按类型分类占比



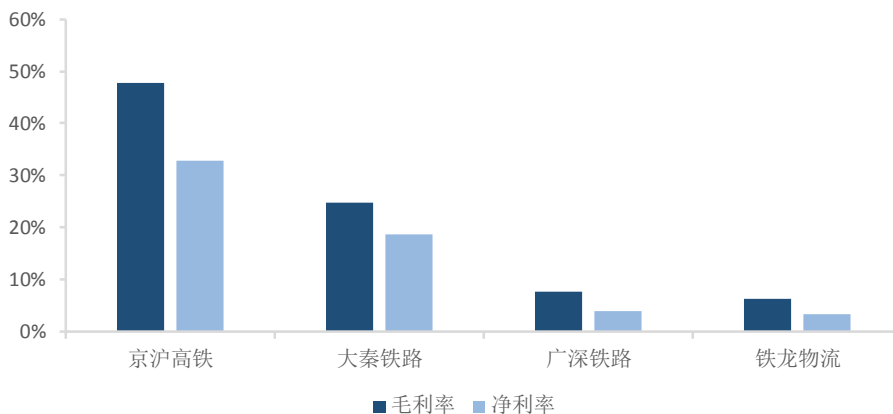
资料来源: 招股说明书, 华创证券

## 2、盈利水平显著高于同行

公司毛利率、净利率水平高。

近年毛利率维持在 40% 以上, 且不断提高, 19 年前三季度已达到 53%; 净利率同样不断提高, 达到 38%, 对比目前已经上市的 3 家铁路公司, 公司利润率水平超过此前铁路行业利润率水平最高的大秦铁路, 公司显示出公司极强的盈利能力。

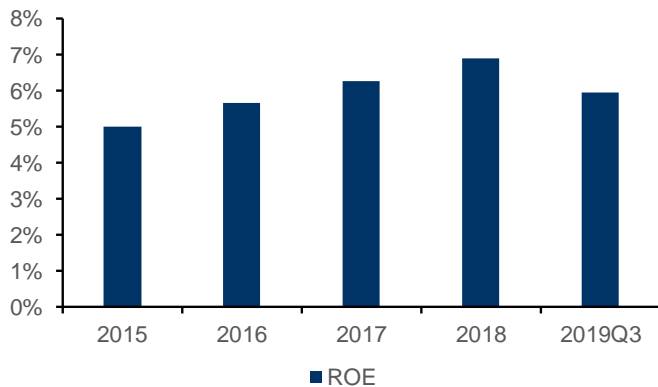
图表 20 铁路公司毛利率净利率对比



资料来源: 招股说明书, 华创证券

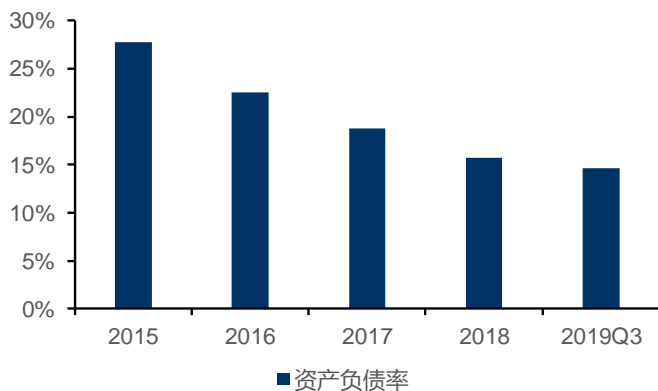
委托管理模式推升公司盈利水平。值得关注的是公司极少的人力负担, 目前公司员工人数仅有 67 人(含借调人员), 人均管理资产规模 27.92 亿元, 作为对比, 大秦拥有员工 99173 人、广深 42738 人、铁龙物流 2154 人, 均远多于公司。由于公司一开始即采取委托管理模式, 除委托管理费用和折旧/能源费用外, 其他成本极少, 是公司盈利能力较强的一大因素。

18 年公司净资产达到 1482 亿, 超过大秦铁路的 1144 亿元。

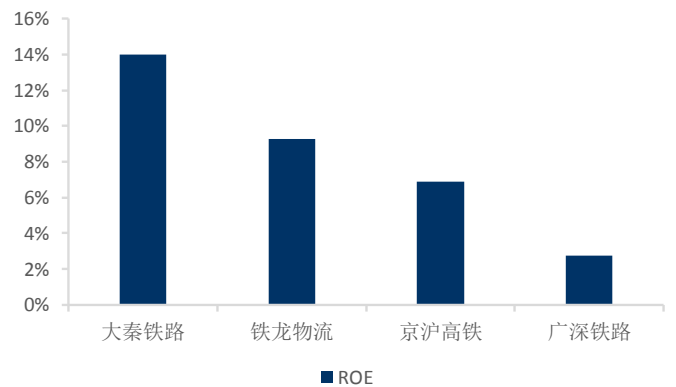
**图表 21 公司历年 ROE**


资料来源：招股说明书，华创证券

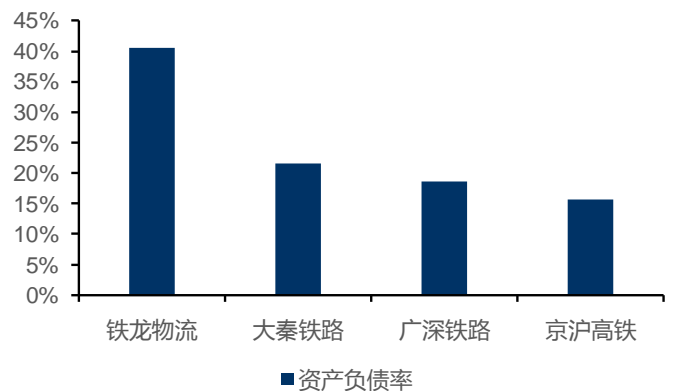
近年公司资产负债率持续下降。

**图表 23 公司资产负债率**


资料来源：招股说明书，华创证券

**图表 22 铁路行业 ROE 对比**


资料来源：招股说明书，华创证券

**图表 24 铁路行业资产负债率对比**


资料来源：招股说明书，华创证券

综合来看，公司凭借极强的区位优势 and 充沛的客流需求，带动业务量持续增长贡献稳定的收入，而成本端采取委托管理模式，人力负担极轻，使得公司成本管控得力，二者共同推升了公司极强的盈利能力。

### 3、募投项目：拟用于收购京福安徽公司 65% 股权

本次公开发行股票不超过 75.57 亿股，占发行后总股本的比例不超过 15%，所募集的资金在扣除发行费用后拟全部用于收购京福安徽公司 65.0759% 股权，收购对价为 500 亿元，收购对价与募集资金的差额通过自筹资金解决。发行完成后，公司总股本将由 428.21 亿股增加至 503.77 亿股。

京福安徽公司是合蚌客专、合福铁路安徽段、商合杭铁路安徽段、郑阜铁路安徽段的投资、建设、运营主体。本次募集资金收购京福安徽公司有助于发行人扩大网络覆盖，优化路网结构，发挥路网协同效应，增强骨干作用，形成以京沪通道为骨架、区域连接线衔接的高速铁路网。

图表 25 京福安徽公司管辖线路示意图



资料来源：招股说明书，华创证券

京福安徽公司主营业务为高铁旅客运输。与公司类似，京福安徽公司本身不担当列车，仅提供路网服务，其他铁路运输企业担当的列车在京福安徽公司运营的高铁线路上运行时，向其提供线路使用、接触网使用等服务并收取相应费用。京福安徽公司通过委托运输管理模式，委托铁路沿线的上海局集团、南昌局集团对其已开通运营的合蚌客专、合福铁路安徽段进行运输管理。

图表 26 京福安徽公司运营投资线路

线路名称	起止点	里程 (km)	其他信息
合蚌客专	蚌埠南站-合肥枢纽	132	沿途设蚌埠站（非自有车站）、蚌埠南站（非自有车站）、淮南东站、水家湖站、合肥北城站、合肥站（非自有车站）共 6 个车站，设计时速 350 公里/小时，于 2012 年 10 月 16 日正式开通运营。 合蚌客专与合宁、合武铁路相连接，是京沪通道与沿江通道间快速连接线。
合福铁路安徽段	合肥西站-黄山	388.6	沿途设合肥西站（非自有车站）、合肥南站（非自有车站）、长临河站、巢湖东站、无为站、铜陵北站、南陵站、泾县站、旌德站、绩溪北站、歙县北站、黄山北站等 12 个车站。 设计时速 350 公里/小时，于 2015 年 6 月 28 日正式开通运营。 合福铁路安徽段向北通过合蚌客专与京沪高铁连接，是京港（台）通道的重要组成部分。
商合杭铁路安徽段	安徽亳州-宣城	592	沿途设芦庙站、亳州南站、古城东站、太和东站、阜阳西站、颍上北站、凤台南站、寿县站、淮南南站、水家湖站、合肥北城站、合肥西站（非自有车站）、合肥站（非自有车站）、肥东站（非自有车站）、巢湖北站、巢湖东站、含山西站、芜湖北站、芜湖站（非自有车站）、弋江站（非自有车站）、湾沚南站（非自有车站）、宣城站（非自有车站）、郎溪站、广德南站等 24 个车站， 设计时速 350 公里/小时，工程于 2015 年 11 月 30 日开工，计划 2020 年 10 月建成投产。 商合杭高速铁路是我国客运专线网的重要干线和华东地区南北向的第二大

线路名称	起止点	里程 (km)	其他信息
			客运通道, 与沪昆通道相连接, 沿线城市密集、人口众多, 是有效联系中原、江淮与长三角重要的交通干线。
郑阜铁路安徽段	安徽阜阳	69	共设界首南站、临泉站、阜阳西站等 3 个车站; 设计时速 350 公里/小时, 工程于 2016 年 8 月 18 日开工, 计划 2019 年 12 月建成投产。 郑阜铁路与陆桥通道、京港澳通道相连, 有利于完善中部地区铁路网布局, 强化西北与华东地区快速客运通道, 促进区域经济协调发展。

资料来源: 招股说明书, 华创证券

目前京福安徽公司尚处于亏损期, 19 年前三季度营业收入 13.80 亿元, 净利润-8.85 亿元。公司总资产 1283.73 亿元, 负债合计 580.23 亿元, 所有者权益合计 703.50 亿元。

图表 27 京福安徽公司主要财务数据

主要财务项目	2018	2019 年 9 月 30 日
流动资产	27.82	34.13
非流动资产	1140.57	1249.60
总资产	1168.39	1283.73
流动负债	68.03	73.06
非流动负债	427.65	507.17
总负债	495.68	580.23
所有者权益合计	672.71	703.50
营业收入	17.66	13.80
营业成本	18.65	14.35
净利润	-12.00	-8.84

资料来源: 华创证券

根据第三方评估结果, 京福安徽公司净资产为 772.32 亿元, 相比评估基准日 (2019 年 3 月 31 日) 账面价值 671.60 亿元, 溢价 15%。

### (三) 油运: VLCC-TCE 即期运价回落至 7.9 万, 仍处于高景气区间

**1、数据更新: VLCC-TCE 即期报 7.9 万美元, 周环比下跌 17%, 仍处于高景气区间。**此前即期运价突破 30 万美元, 创 30 年最高, 我们分析为多因素造成, 中东局势未持续恶化叠加日本台风过去, 同时炼厂对超高运价的承受压力, 导致运价出现明显回落, 但在这个传统旺季, 运力受限情况下, 当前运价水平仍属于高景气。

#### 2、核心观点: 油运周期拐点确立

##### 1) 从运价角度看: 拐点确立

复盘三十年报告提出 10 年一周期, 18-19 处于十年低迷周期末端, 18Q4 均值踩上 4 万美元景气线, 19 年各月均高于 18 年同期, 10 月不仅报出过 30 万美元的即期运价, 目前均值亦超过 12 万美元, 同时将 19 年年度均价拉升至 3.2 万美元, 意味着全年均值已经超过了船公司的盈亏平衡点, 为 2016 年以来首次, 进一步确认向上周期到来。

##### 2) 从供需交付看: 拐点确立

**供给端:**

- a) 交付高峰逐步度过（19 年预计为近 20 年交付压力最大的年份，但没有冲击运价）；
- b) 在手订单不到 10%，为近年低位；
- c) 叠加低硫油等环保约束消耗运力，预计 2020-21 年运力增速在 3.5、3%，供给收缩是每一轮景气周期的必要条件之一。

**需求端: 本轮周期最大不同在于运输版图变迁或构成周期向上重要因素**

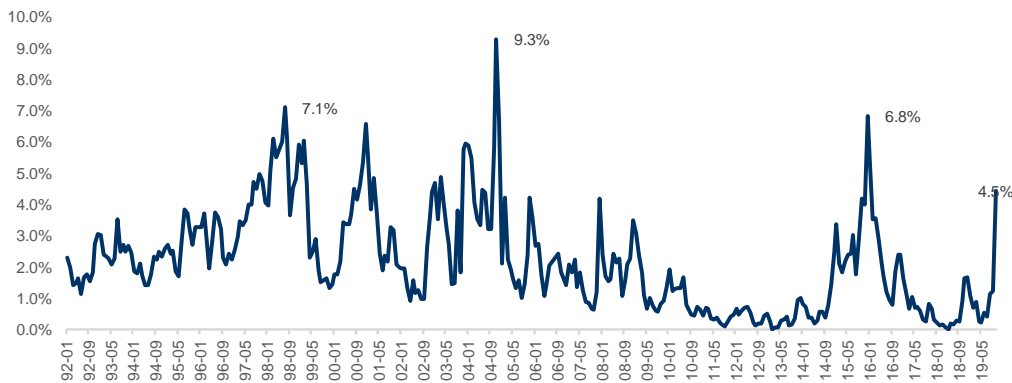
美国原油出口量明显提升，制约其出口的基础设施因素正在逐步改善，石油管道产能将不断释放，而美国到亚洲相较于中东到亚洲是 2-3 倍的运距拉长，因此，仅考虑替代，美国因素会使得行业周转量提升至 3.6%、4.4%。

**3、当前油运在历史上处于什么位置？**

**1) 比较 1: 运费/货值比，处于中枢偏上**

以油价 60 美元，月度运价 12 万美金计算，45 天航程，对应目前即期运费/货值比例为 4.5%，近三十年均值 2.2%，峰值为 9.32%。这一数值或意味着船东对运价的上行的接受程度。

**图表 28 历史运价/货值比例**

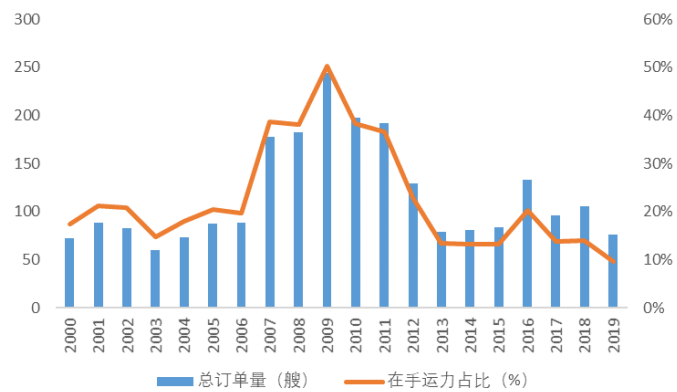


资料来源: 克拉克森, 华创证券

**2) 比较 2: 行业在手订单运力占比处于历史底部**

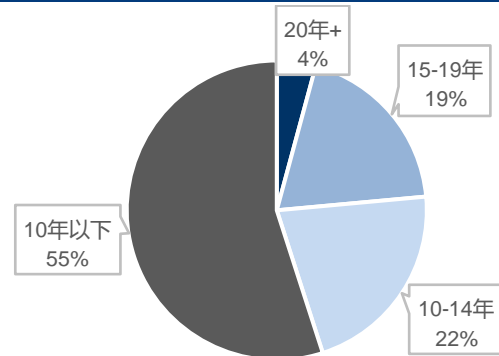
在手订单运力合计 75 艘，占现有运力比重为 9.52%，为行业历史底部水平，意味着接下来的两年内行业运力将低速增长，预计维持 3% 左右。

图表 29 VLCC 行业在手订单量



资料来源：克拉克森，华创证券

图表 30 VLCC 船队船龄



资料来源：克拉克森，华创证券

### 3) 比较 3: 国内能源运输龙头公司的规模不可同日而语

当前按照运营的 VLCC 数量，招商轮船与中远海能（含租入）均为 52 艘，并列全球第一，合计份额占比 13%。因此发挥的影响与利润弹性与过去几轮周期已经不可同日而语。

### 4、投资建议：持续看好油运大周期向上，双巨头弹性逐步释放

1) 我们认为行业周期向上另一个重要因素在于原油运输的格局重塑，即美国原油出口部分替代中东将推动海上周转量的提升。

2) 持续看好油运双巨头：招商轮船与中远海能。

a) 招商轮船：公司即期运营船舶将有望明显受益于当前高涨的运价。

b) 中远海能：子公司被美列入限制清单预计非长期因素，高涨的运价或存在以价补量消除部分影响。

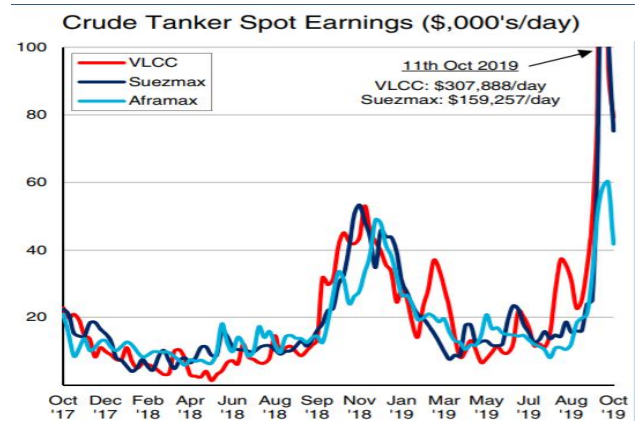
此外需说明的是：由于各公司运营中均存在 COA 合同及锁定价格合同，在运价上行过程中，公司实际受益的弹性或受到影响。

图表 31 VLCC-TCE



资料来源：克拉克森，华创证券

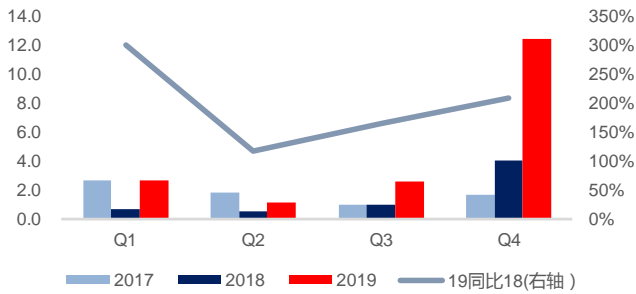
图表 32 不同船型油运运价



资料来源：克拉克森，华创证券

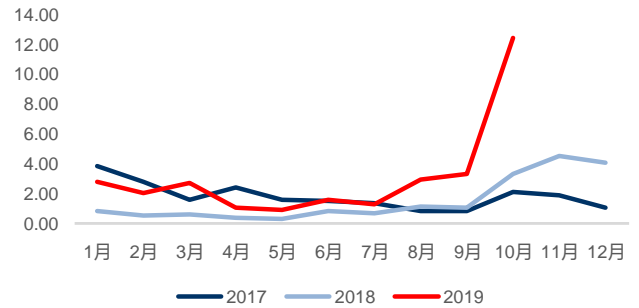


图表 33 VLCC-TCE 季度



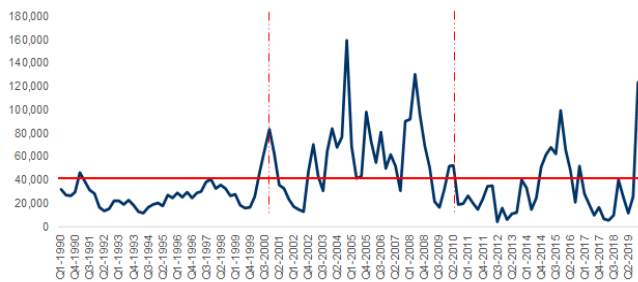
资料来源: Wind, 华创证券

图表 34 VLCC-TCE 月度



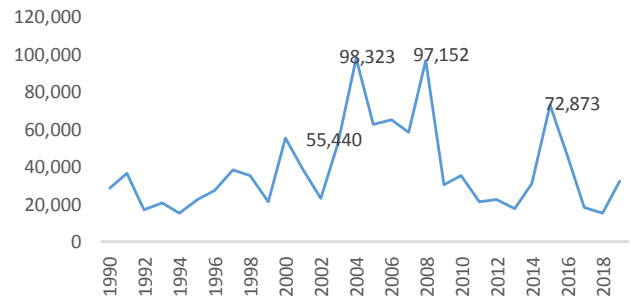
资料来源: Wind, 华创证券

图表 35 VLCC-TCE 季度



资料来源: Wind, 华创证券

图表 36 VLCC-TCE 年度



资料来源: Wind, 华创证券

## 二、一周市场回顾

一周市场回顾: 交运板块下跌 1.5%，跑输沪深 300 约 0.4 个百分点

分子行业看: 今年涨幅最大的机场板块下跌 4.3% 居首。

个股看: 长久物流、圆通速递、飞力达涨幅前三，恒基达鑫、st 安通、天顺股份跌幅前三。

华创交运年度十大金股平均涨幅 33%，跑赢行业 17.4 个百分点。

图表 37 交运行业周涨跌幅

行业	周涨跌幅	行业	2019 年涨跌幅
沪深 300	0.71%	沪深 300	29.43%
交通运输	-0.97%	交通运输	15.28%
机场	-4.32%	机场	54.95%

行业	周涨跌幅	行业	2019 年涨跌幅
航运	-1.11%	航运	23.74%
物流	-0.16%	物流	14.92%
港口	0.18%	港口	9.89%
高速公路	0.41%	高速公路	7.86%
航空运输	-1.19%	航空运输	7.34%
公交	1.01%	公交	7.08%
铁路运输	-0.05%	铁路运输	-6.57%

资料来源: Wind, 华创证券

**航运数据: VLCC-TCE 即期运价回落至 7.9 万美元, 仍处于高景气水平**

**干散货: BDI 本周下跌 2.9%, 收于 1801 点; CBFi 上涨 2%, 收于 1152 点。**

**集装箱: SCFI 收于 774 点, 上涨 3.6%, 美西收于 1361 美元/FEU, 下跌 0.5%, 欧洲线收于 594 美元/TEU, 上涨 2.4%; CCFI 收于 777 点, 上涨 0.1%。**

**油运: VLCC-TCE 运价 79318 美元, 本周下跌 17.1%; 其中 TD3 航线为 78270 美元, 下跌 22.1%。**

图表 38 航运数据

航运子行业	指数	最新值			季度年度均值					同比变动%						
		2019/10/26	2019/10/19	周环比	2019Q1	2019Q4	2019Q3	2019Q2	2019Q1	2019	2019Q1	2019Q4	2019Q3	2019Q2	2019Q1	2019
干散货	BDI	1,801	1,855	-2.9%	1,836	1,848	2,034	995	817	1,282	18.8%	35.6%	26.5%	-21.0%	-30.5%	-5.2%
	CBFI	1,152	1,129	2.0%	1,126	1,113	1,019	1,064	993	1,026	-9.8%	-2.3%	-11.0%	-6.3%	-15.51%	-10.71%
集装箱	SCFI	774	747	3.6%	746	731	791	772	878	812	0.8%	-19.7%	-9.9%	2.3%	10.66%	-2.47%
	美西	1,361	1,368	-0.5%	1,347	1,341	1,484	1,487	1,785	1,583	-47.4%	-41.3%	-27.9%	13.2%	34.22%	-8.83%
	美东	2,411	2,374	1.6%	2,373	2,355	2,638	2,597	2,897	2,712	-28.1%	-28.8%	-16.4%	12.3%	16.51%	-3.35%
	欧洲	594	580	2.4%	585	581	722	717	887	773	-37.0%	-26.0%	-18.1%	-7.7%	5.54%	-5.93%
油运	VLCC-Tce	79,318	95,668	-17.1%	124,833	124,833	25,504	11,565	26,923	32,173	272.7%	209.5%	157.4%	118.2%	301.78%	230.32%

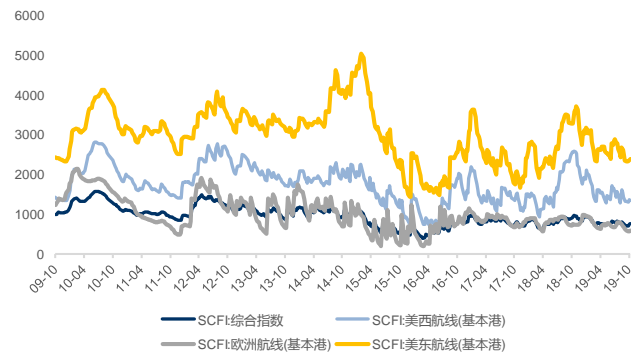
资料来源: Wind, 华创证券

图表 39 CCFI 指数一周表现



资料来源: Wind, 华创证券

图表 40 SCFI 指数表现



资料来源: Wind, 华创证券

图表 41 BDI 指数



资料来源: Wind, 华创证券

图表 42 CBFI 指数表现



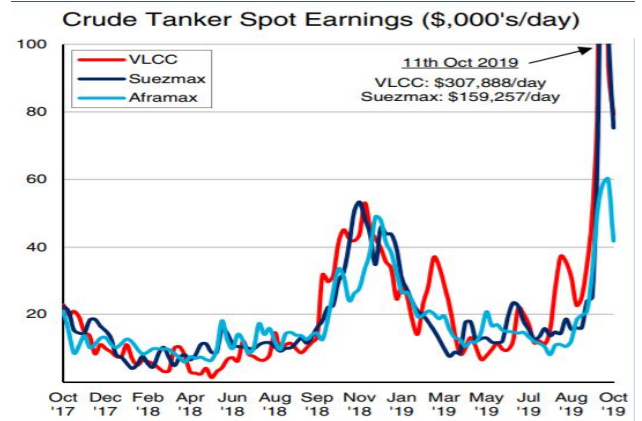
资料来源: Wind, 华创证券

图表 43 VLCC-TCE



资料来源: 克拉克森, 华创证券

图表 44 不同船型油运运价



资料来源: 克拉克森, 华创证券

## 交通运输组团队介绍

### 组长、首席分析师：吴一凡

上海交通大学经济学硕士。曾任职于普华永道会计师事务所、上海申银万国证券研究所。2016年加入华创证券研究所。2015年金牛奖交运行业第五名，2017年金牛奖交运行业第五名。

### 分析师：刘阳

上海交通大学工学硕士。2016年加入华创证券研究所。2017年金牛奖交运行业第五名团队成员。

### 分析师：肖祎

香港城市大学经济学硕士。曾任职于华泰保险资管、中铁信托。2017年加入华创证券研究所。2017年金牛奖交运行业第五名团队成员。

### 助理分析师：王凯

华东师范大学经济学硕士。2017年加入华创证券研究所。2017年金牛奖交运行业第五名团队成员。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com	

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500