

# 交通运输行业

## Q3 基金持仓增配物流，取消高速省站进入试运行阶段

### ● 19Q3 基金持仓：物流行业显著增配，航空行业有所减配

从整体持仓占比看，19Q3 交运行业基金重仓持股市值占比为 2.46%，较 19Q2 小幅上升 0.02 pcts，低配 0.48%。其中，基金加仓的子行业分别为物流、机场、航运，基金减仓的子行业分别为航空、铁路。

从个股持仓来看，19Q2 交运板块前 10 大重仓股持仓占比合计 2.31%，前 20 大合计 2.42%，相比 19Q1 持股集中度有所提升。19Q2 基金持股市值前 5 大个股分别为上海机场、中国国航、白云机场、南方航空、韵达股份，加仓幅度最大的 3 支个股为上海机场、白云机场、中国国航。

### ● 快递：Q3 快递量同增 27.6%，顺丰 9 月增速提至 37.8%

根据国家邮政局：9 月快递量同增 25.0%；Q3 单季同增 27.6%（Q1：22.5%；Q2：28.4%），高于 2018 年同期的 25.6%（18Q1：30.7%；18Q2：25.0%），环比 Q2 增长 3.4%。Q3 快递增速创新高主要源于电商促销带动。

9 月快递均价同比下降约 2.2%，环比下降 0.3%；Q3 单季快递单价同比下降 2.1%，与 Q2 降幅基本持平（Q1：-0.9%；Q2：-2.0%）。1-9 月，全国快递单价累计同比下降 1.8%，行业价格战趋稳。

公司层面，韵达、圆通、申通、顺丰 9 月快递量分别同增 40.6%、42.2%、50.6%、38.0%，合计增速达 42.6%，环比 8 月降低 3.5pcts；三季度，韵达、圆通、申通、顺丰快递量分别同增 47.0%、44.1%、52.7%、29.5%；较 Q2 增速变化-0.1pct、+12pcts、+4pcts、+19pcts；单季市占率分别为 16.1%、14.5%、12.6%、7.6%。价格方面，四家公司 Q3 同比降幅较 Q2 明显扩大。

Q4 为行业传统旺季，旺季调价正带动市场情绪逐渐修复，前期成本优化成效突出、业务增速回升较快的公司有望迎来估值回升。推荐：业务增速加速回升的顺丰控股，成本改善较大的圆通速递，成本优势突出的韵达股份。

### ● 取消高速省站工作持续推进，确保年底顺利完成 ETC 推广目标

2019 年 11 月 2 日，交通运输部透露，全国高速公路 ETC 门架系统建设和 ETC 车道改造工程建设于 10 月已全面完工。从 11 月开始，取消高速公路省界收费站工作已转入联调联试和试运行阶段。交通运输部表示，下一步将组织各地交通运输部门和相关技术支撑单位，扎实推进通信链路联调联试、系统功能联调联试等方面工作，确保年底顺利实施系统切换。

若仅考虑 ETC 推广收费优惠及设施改造带来的折旧成本，我们估算主要上市路企 2019 年归母净利润所受影响约在 0.9%~2.6%，2020 年影响约为 4.2%~13.8%。实际情况还需综合考虑通行效率提升对车流量的潜在诱增、收费标准调整以及 ETC 按实际里程收费的影响。

### ● 风险提示

宏观经济下行超预期；“公转铁”推进及基建不及预期；极端天气造成航班执行率大幅低于预期；电商增速大幅下滑、人力成本快速攀升等。

买入

前次评级

买入

报告日期

2019-11-04

### 相对市场表现



分析师:

关鹏



SAC 执证号: S0260518080003



SFC CE No. BNU877



021-60750602



guanpeng@gf.com.cn

### 相关研究:

交通运输行业:Q3 快递量同增 27.6%，19 冬春航季国内航班同增约 5% 2019-10-20

交通运输行业:Q3 快递量预计同增 28.3%，季报业绩有望边际改善 2019-10-13

交通运输行业:大兴机场、浩吉铁路相继投产，取消高速省站工作持续推进 2019-10-07

联系人: 孙瑜 021-60750602

suny@gf.com.cn

联系人: 曾靖珂 021-60750602

zengjingke@gf.com.cn

## 重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
上海机场	600009.sh	人民币	76.26	2019/10/29	买入	84.42	2.71	2.93	28.14	26.03	20.86	17.58	15.6	14.4
招商公路	001965.sz	人民币	8.29	2019/11/4	买入	9.58	0.70	0.77	11.84	10.77	16.49	15.15	9.0	9.3
韵达股份	002120.sz	人民币	33.84	2019/10/31	买入	37.80	1.26	1.56	26.86	21.69	15.69	12.33	20.1	19.9
嘉友国际	603871.sh	人民币	30.89	2019/10/29	买入	46.00	2.30	2.71	13.43	11.40	10.01	8.46	18.7	18.1
南方航空	600029.sh	人民币	6.76	2019/8/30	买入	8.90	0.36	0.55	18.78	12.29	7.70	6.63	6.5	9.1
中国南方航空 股份	01055.hk	港元	4.85	2019/8/30	买入	5.85	0.42	0.64	11.51	7.54	11.55	6.30	6.5	9.1

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

## 目录索引

一、核心观点及推荐组合 .....	6
二、上周板块聚焦 .....	7
1. 19Q3 基金持仓：物流行业显著增配，航空行业有所减配 .....	7
2. 快递：Q3 快递量同增 27.6%，顺丰 9 月增速提至 37.8% .....	9
3. 航空：19 冬春航季内线同增 5%，静候需求改善 .....	11
(1) 内线同增 5.0%，增速较 18 年冬春下降 1.8pcts .....	11
(2) 虹桥机场、白云机场、深圳机场显著扩容 .....	12
(3) 21 大主协调机场内线同增 1.9%，增速下降 .....	13
(4) 四大航内线航班量增速与行业同步 .....	15
(5) 大兴机场周离港 898 班次，为首都机场的 20% .....	15
4. 公路：取消高速省站工作持续推进，年底预计完成 ETC 推广目标 .....	17
三、上周重点信息跟踪 .....	19
● 韵达股份：Q3 产能投入环比加码，扣非净利同增 24.96% .....	19
● 圆通速递：成本改善超预期，Q3 扣非净利同增 17.41% .....	19
四、上周数据跟踪 .....	21
4.1 上周市场行情回顾 .....	21
4.1.1 交运涨跌幅 .....	21
4.1.2 板块估值 .....	22
4.2 行业数据跟踪 .....	24
4.2.1 海运 .....	24
4.2.2 陆运 .....	27
4.2.3 空运 .....	30
4.2.4 快递 .....	32
风险提示 .....	36

## 图表索引

图 1: 交运 19Q3 基金持股占比上升 0.02 pcts.....	7
图 2: 物流行业 19Q3 基金持股占比上升 0.33 pcts.....	7
图 3: 19Q3 交运行业加仓前 10 大个股.....	8
图 4: 19Q3 交运行业减仓前 10 大个股.....	8
图 5: 国内周航班总量同比与环比增速.....	11
图 6: 港澳台周航班总量同比与环比增速.....	12
图 7: 五大核心机场航班量同比增速.....	12
图 8: 四大核心机场航班量环比增速.....	13
图 9: 21 主协调机场周离港航班量同比增速.....	13
图 10: 21 主协调机场周离港航班量环比增速.....	13
图 11: 非主协调机场周离港航班量同比增速.....	14
图 12: 非主协调机场周离港航班量环比增速.....	14
图 13: 四大航航班量同比增速.....	15
图 14: 四大航航班量环比增速.....	15
图 15: 大兴机场国内航班各类航线数量 (离港和到岗合计).....	16
图 16: 大兴机场国内航班前 20 航线.....	16
图 17: 上周各行业涨跌幅.....	21
图 18: 上周交运子行业涨跌幅.....	21
图 19: 上周交运板块涨跌幅前五及后五个股.....	21
图 20: 陆运板块各公司 PE (TTM) 高低不等(截至 11 月 1 日).....	22
图 21: 陆运板块各公司 PB (LF) 高低不等 (截至 11 月 1 日).....	22
图 22: 航空板块各航司 PE (TTM) 高低不等(截至 11 月 1 日).....	22
图 23: 机场板块各航司 PE (TTM) 整体处于中值或高位(截至 11 月 1 日).....	22
图 24: 航空板块各航司 PB (LF) 整体处于历史中值偏低区域 (截至 11 月 1 日) .....	23
图 25: 机场板块 PB (LF) 高低不等 (截至 11 月 1 日).....	23
图 26: 快递板块各公司 PE (TTM) 整体处于历史中值靠下区域 (截至 11 月 1 日) .....	23
图 27: 快递板块 PB (LF) 整体处于历史中值靠下区域 (截至 11 月 1 日).....	23
图 28: 原油价格 (美元/桶).....	24
图 29: 原油运输指数.....	24
图 30: 欧线集装箱运价 (美元/TEU).....	25
图 31: 美线集装箱运价 (美元/FEU).....	25
图 32: 波罗的海干散货指数 (BDI).....	25
图 33: 铁矿石运价 (美元/吨).....	26
图 34: 铁矿石库存 (万吨).....	26
图 35: 沿海煤炭运价 (元/吨).....	26
图 36: 六大发电集团煤炭库存 (万吨).....	27
图 37: 秦皇岛港口煤炭库存 (万吨).....	27

图 38: 秦皇岛煤炭吞吐量 (万吨) /调入量 (万吨) .....	28
图 39: 秦皇岛煤炭调入量 (万吨) /锚地船舶 (艘) .....	28
图 40: 六大电厂电煤库存量 (万吨) .....	28
图 41: 六大电厂电煤库存可用天数 (天) .....	28
图 42: 六大电厂日均耗煤量 (万吨) .....	29
图 43: 六大电厂月度日均耗煤量 (万吨) .....	29
图 44: 公路货运量 (亿吨) .....	29
图 45: 公路货运周转量 (亿吨公里) .....	29
图 46: 铁路货运量 (亿吨) .....	30
图 47: 铁路货运周转量 (亿吨公里) .....	30
图 48: 9 月单月六大航 ASK 运力合计同增 8.40%.....	30
图 49: 六大航 ASK 运力合计 1-9 月累计同增 11.80%.....	30
图 50: 9 月单月六大航合计客座率同增 0.4pct, 三大航合计同增约 1.1pct.....	31
图 51: 六大航 1-9 月累计客座率同增 0.16pct, 三大航累计同增约 0.5pct.....	31
图 52: 7 月 (最新) 一线机场同增 3.59%, 二线机场同增 5.51%, 三线机场同增 9.76%.....	31
图 53: 9 月上海浦东、白云、深圳机场起降架次分别同增: 2.2%、5.2%、6.6%.....	31
图 54: 9 月上海浦东、白云、深圳机场旅客量同增: 2.4%、8.5%、13.4% .....	31
图 55: 快递业务收入 (亿元) .....	33
图 56: 快递业务量 (亿件) .....	33
图 57: 快递分类型收入增速 (%) .....	33
图 58: 快递分类型业务量增速 (%) .....	33
图 59: 快递平均单价增速 (元/%) .....	34
图 60: 快递分类型单价增速 (%) .....	34
图 61: A 股快递单量增速.....	34
图 62: A 股快递单价增速.....	34
表 1: 本周 (2019.11.04-11.08) 推荐组合, 股价为 2019 年 11 月 01 日收盘价...6	
表 2: 19Q3 交运行业基金持股占比变化 .....	7
表 3: 19Q3 交运行业基金持股市值前 20 大个股.....	8
表 4: 2019 年 Q3 快递行业数据 .....	9
表 5: 快递公司 2019 年 9 月经营数据 .....	10
表 6: 21 个主协调机场离港航班量增速 .....	14
表 7: 取消高速公路省界收费站相关政策梳理.....	17
表 8: ETC 推广及设施改造对主要路企利润影响测算.....	18
表 9: 上周海运行业主要指数 .....	24
表 10: 主要上市航司与机场最新业务量数据同比增速 (%) 更新 .....	32
表 11: 2018-2019 年快递公司单量及增速 .....	34
表 12: 2018-2019 年快递公司市场份额.....	35

## 一、核心观点及推荐组合

十一月关注相对收益个股推荐：**韵达股份、圆通速递、上海机场、嘉友国际**

**韵达股份：**公司自2013年开始，分别在中转中心、运输模式、人员管理三方面进行管理模式变革，是唯一实现中转全自营的公司。持续的成本优化配合积极的价格策略，韵达连续三年保持40%以上的业务增速，连续四年保持30%以上的扣非净利增速，市占率达到15%，稳居行业第二。

在利润稳步增长的同时，公司营运资本逐年增长，经营性现金流持续提升，并进一步反哺主业产能优化，实现了成本向利润、现金流、产能的循环传导。公司目前在三通一达中，单件中心操作成本最低，单件运输成本仅次于中通，单件经营性净现金流最高，现金储备超80亿。

韵达66%的收入来自华东，在该区域的市占率预计约为19%，而中通的主要优势区域在华南，二者形成了错位竞争，短期来看，韵达受价格战的直接冲击有限；长期来看，韵达已具备龙头壁垒，未来将加速提份额，逐步释放价格弹性，迎来业绩增速的全面提升。

**嘉友国际：**低杠杆背景下，公司连续多年保持稳定的高ROE以及充裕的现金流。公司主营跨境多式联运，为国际矿业工程项目提供跨境工程设备物流以及矿产品流通物流的“一站式”服务。凭借良好的行业口碑，公司和国内外大型矿企建立了稳定的合作关系，长期订单带来了稳定的业务量。2017年，公司成立新疆分公司，以乌鲁木齐为核心开展霍尔果斯等与中亚国家接壤的陆运口岸跨境多式联运业务。2018年，公司拿下哈萨克矿业的订单，合计3991.20万美元；同时，跟随中有色和云南铜业进入赞比亚、刚果（金）市场，并收购枫悦国际巩固非洲市场开拓，成为公司新增长点。看好公司的长期增长潜力。

表1：本周（2019.11.04-11.08）推荐组合，股价为2019年11月01日收盘价

代码	公司	评级	股价（元）	EPS（元/股）				PE				PB（LF）
				2017A	2018A	2019E	2020E	2017A	2018A	2019E	2020E	
603871.sh	嘉友国际	买入	30.89	2.41	2.30	2.71	3.54	14.33	13.43	11.40	8.73	2.69
600009.sh	上海机场	买入	76.26	2.2	2.71	2.93	3.43	23.12	28.14	26.03	22.23	4.75
002120.sz	韵达股份	买入	33.84	1.58	1.26	1.56	2.01	19.24	26.86	21.69	16.84	5.90
600233.sh	圆通速递	增持	12.7	0.67	0.74	0.85	1.02	14.86	17.16	14.94	12.45	3.02

数据来源：wind，广发证券发展研究中心，PB以最新报告期股东权益（不含少数股东权益）计算

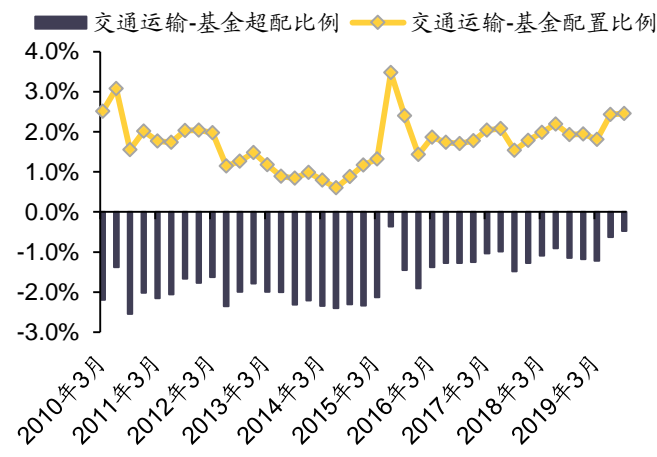
## 二、上周板块聚焦

### 1. 19Q3 基金持仓：物流行业显著增配，航空行业有所减配

根据Wind数据显示，公募基金2019年三季度报告已披露完毕，我们以申万交通运输行业成分股为基础，对基金交运板块持仓情况及其变化趋势进行分析。

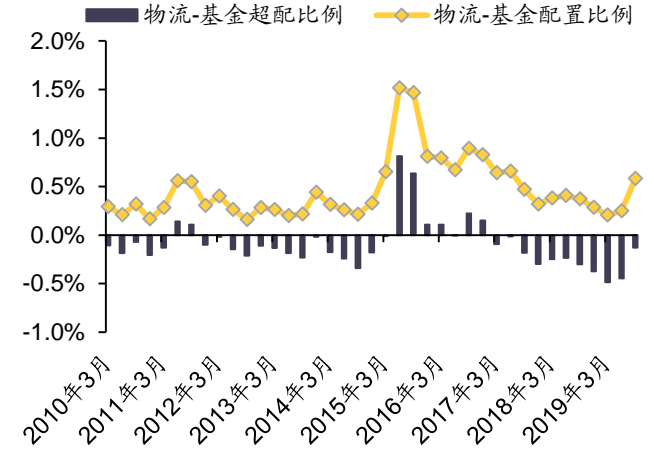
从整体持仓占比来看，19Q3交运行业基金重仓持股市值占比为2.46%，较19Q2小幅上升0.02pcts，低配0.48%。其中，基金加仓的子行业分别为物流（持仓占比0.58%、QoQ+0.33pcts，低配0.13%）、机场（持仓占比1.32%、QoQ+0.03pcts，超配0.84%）、航运（持仓占比0.04%、QoQ+0.005pcts，低配0.21%），基金减仓的子行业分别为航空、铁路，基金持仓基本不变的子行业为公路、铁路、港口。

图1：交运19Q3基金持股占比上升0.02pcts



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图2：物流行业19Q3基金持股占比上升0.33pcts



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

表 2：19Q3 交运行业基金持股占比变化

	交通运输	航空	机场	航运	港口	铁路	公路	物流	公交
19Q3 持仓占比	2.46%	0.43%	1.32%	0.04%	0.00%	0.02%	0.06%	0.58%	0.00%
19Q2 持仓占比	2.43%	0.75%	1.29%	0.03%	0.00%	0.04%	0.06%	0.25%	0.00%
19Q3 持仓变动	0.02pcts	-0.32pcts	0.03pcts	0.00pcts	0.00pcts	-0.02pcts	0.00pcts	0.33pcts	0.00pcts
19Q3 超配比例	-0.48%	-0.09%	0.84%	-0.21%	-0.37%	-0.24%	-0.21%	-0.13%	-0.07%

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

从个股持仓来看，19Q3交运板块前10大重仓股持仓占比合计2.29%，前20大合计2.43%，相比19Q2的2.25%、2.40%，持股集中度有所提升。

持仓市值最大的个股主要集中于机场、航空、物流板块，前5大个股分别为上海机场、白云机场、顺丰控股、韵达股份、中国国航。

基金持股市值占流通市值比重最大的前5大个股包括上海机场（占比9.69%）、韵达股份（占比7.62%）、白云机场（占比6.21%）、顺丰控股（占比4.42%）、密尔克卫（占比3.72%）。

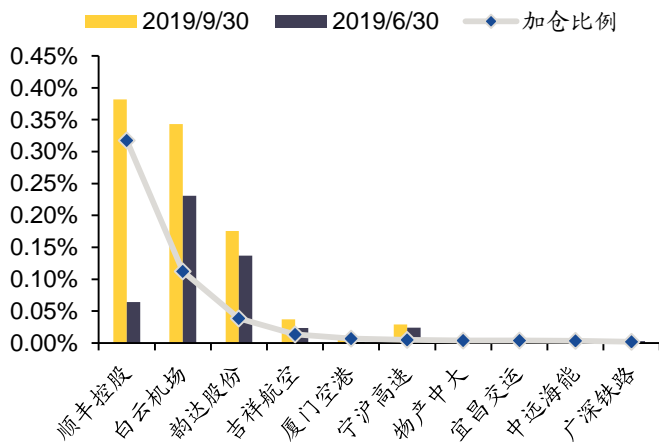
表 3: 19Q3 交运行业基金持股市值前 20 大个股

排序	2019Q3				2019Q2			
	股票名称	持股市值(万元)	占流通市值比(%)	持有基金数	股票名称	持股市值(万元)	占流通市值比(%)	持有基金数
1	上海机场	845,452	9.69	194	上海机场	893,778	9.76	193
2	白云机场	288,639	6.21	86	中国国航	226,518	2.51	62
3	顺丰控股	280,502	4.42	40	白云机场	196,434	5.22	67
4	韵达股份	150,509	7.62	50	南方航空	181,890	3.35	38
5	中国国航	125,312	1.66	35	春秋航空	116,734	2.85	49
6	春秋航空	107,044	2.76	39	东方航空	102,651	1.67	27
7	南方航空	106,419	1.98	28	韵达股份	100,740	5.71	31
8	上港集团	100,221	0.76	2	上港集团	73,390	0.46	5
9	大秦铁路	65,072	0.58	61	顺丰控股	49,975	0.91	22
10	宁沪高速	41,438	1.05	68	大秦铁路	38,362	0.32	59
11	吉祥航空	37,142	1.51	15	宁沪高速	25,812	0.63	35
12	中远海控	18,470	0.51	7	中远海控	18,134	0.47	5
13	东方航空	15,497	0.31	10	建发股份	14,673	0.58	10
14	招商轮船	15,453	0.61	16	密尔克卫	9,286	6.99	3
15	深圳机场	8,876	0.39	11	深圳机场	8,146	0.45	11
16	密尔克卫	8,139	3.72	1	招商轮船	5,228	0.25	12
17	建发股份	7,318	0.30	11	深高速	4,594	0.34	11
18	中远海能	6,494	0.35	12	广深铁路	3,688	0.20	8
19	厦门空港	5,983	0.95	2	华贸物流	3,554	0.39	3
20	深高速	5,708	0.38	17	中远海控	18,134	0.47	5

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

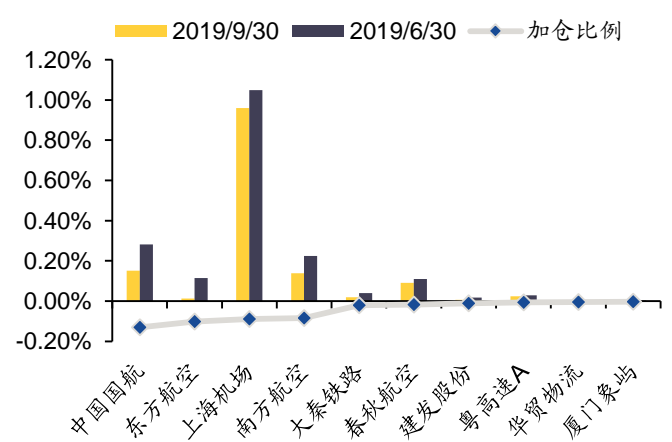
19Q3加仓幅度最大的三支个股为顺丰控股、白云机场、韵达股份, 减仓幅度最大的三支个股为中国国航、东方航空、上海机场。

图3: 19Q3交运行业加仓前10大个股(持仓市值占公募基金重仓持股市值比重)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图4: 19Q3交运行业减仓前10大个股(持仓市值占公募基金重仓持股市值比重)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

风险提示: 基金三季报仅披露十大重仓股, 反映的信息不够全面。



## 2. 快递：Q3 快递量同增 27.6%，顺丰 9 月增速提至 37.8%

据国家邮政局数据：9月，全国快递量56.0亿件，同增25.0%，其中同城、异地、国际件分别同比变化-6.0%、+33.7%、+41.2%；东部、中部、西部分别同增24.9%、30.2%、19.3%。

三季度，全国快递量161.5亿件，同增27.6%（Q1：22.5%；Q2：28.4%），高于2018年同期的25.6%（18Q1：30.7%；18Q2：25.0%），环比Q2增长3.4%。

同城、异地、国际件Q3分别同比变化-4.4%、+36.9%、+39.2%；东部、中部、西部Q3分别同增27.7%、31.0%、21.3%。1-9月全国快递量累计同增26.4%。

表 4：2019 年 Q3 快递行业数据

	（亿件）						（元/件）				
	当季值	同比	环比	累计同比	当季值		同比	环比	累计同比		
单量	全国	161.5	27.6%	3.4%	26.4%	单价	全国	11.6	-2.1%	-2.2%	-1.8%
	同城	27.5	-4.4%	0.9%	-1.7%		同城	6.8	-15.2%	-2.1%	-15.0%
	异地	130.3	36.9%	3.8%	35.0%		异地	7.8	-5.5%	-1.0%	-4.6%
	国际/港澳台	3.7	39.2%	8.6%	27.2%		国际/港澳台	49.4	-7.0%	-8.0%	-4.4%
	东部	128.5	27.7%	2.1%	26.2%		东部	11.8	-1.3%	-1.8%	-1.2%
	中部	20.3	31.0%	4.7%	31.6%		中部	10.2	-7.0%	-1.9%	-6.5%
	西部	12.7	21.3%	16.1%	20.0%		西部	12.2	-2.5%	-7.2%	-0.1%
	（亿件）						（亿件）				
	当季值	同比	环比	累计同比	当季值		同比	环比	累计同比		
收入	全国	1874.4	24.9%	1.1%	24.1%	收入	东部	1503.6	26.1%	0.2%	24.8%
	同城	186.2	-18.9%	-1.2%	-16.4%		中部	208.1	21.8%	2.7%	23.0%
	异地	1010.3	29.4%	2.8%	28.7%		西部	162.7	18.2%	7.7%	19.9%
	国际/港澳台	182.1	29.4%	-0.1%	21.7%						

数据来源：国家邮政局，wind，广发证券发展研究中心

行业保持高景气，主要源于三方面：1）电商促销节带动网购需求增速保持在高位；2）社交电商和直播电商等新兴电商模式对行业增长的贡献提升，对快递业务量增长的贡献率超过一半；3）中部地区持续发力，前三季度增速高于整体增速5.2pcts，其中：河南、安徽、湖南和吉林业务量增速均超过30%，成为增长的亮点。此外，跨境快递增速回升，业务量连续6个月高于30%，其中6月、8月、9月增速超过40%。

9月，全国快递均价约为11.6元/件，同比下降2.2%，环比下降0.3%；其中同城、异地、国际件分别同比下降12.5%、6.5%、8.7%；东部、中部、西部分别同比下降0.7%、12.4%、0.8%；

三季度快递单价同比下降2.1%，与Q2降幅基本持平（Q1：-0.9%；Q2：-2.0%）。1-9月，全国快递单价累计同比下降1.8%，剔除附加收入的快递单价累计同比下降6.0%，行业价格战趋稳。

根据公司月度公告，韵达、圆通、申通、顺丰9月快递量分别同增40.6%、42.2%、50.6%、38.0%，合计增速达42.6%，环比8月降低3.5pcts；韵达、圆通、申通、顺丰单月市占率分别为15.8%、14.5%、13.0%、8.1%，合计达51.4%，环比8月提0.93pcts。

表 5: 快递公司 2019 年 9 月经营数据

2019 年 9 月	申通	圆通	韵达	顺丰
快递收入(亿元)	20.47	22.16	27.72	98.82
YOY	30.3%	16.7%	158.6%	22.3%
快递单量(亿件)	7.25	8.11	8.87	4.54
YOY	50.6%	42.2%	40.6%	38.0%
快递单价(元)	2.82	2.73	3.13	21.77
YOY	-13.5%	-17.9%	84.1%	-11.3%
可比单件 YOY(测算)	-19.3%	-17.9%	-7.6%	-11.3%
9 月单件环比	2.17%	0.37%	-2.19%	0.55%
8 月单件环比	-1.43%	-3.20%	1.59%	-4.25%
7 月单件环比	-1.75%	-6.95%	-0.94%	-2.59%
6 月单件环比	-5.94%	0.00%	0.00%	-0.81%
5 月单件环比	-8.18%	-2.89%	-1.24%	-1.52%
4 月单件环比	-6.25%	-4.60%	-2.42%	1.89%
3 月单件环比	-1.1%	-3.0%	-7.3%	4.7%
2 月单件环比	5.3%	-2.3%	0.0%	-10.3%

数据来源: 公司月度数据公告, 广发证券发展研究中心

价格方面, 韵达、圆通、申通、顺丰分别同比变化84.1%、-17.9%、-13.5%、-11.3%, 除韵达外, 环比降幅较8月大幅收窄。剔除申通合并中转加盟商因素, 预计9月价格降幅在18%左右; 参考韵达2019H1中报的单件派费1.6元/件, 剔除该因素后的快递单件收入同比降幅约为7.6%。

三季度, 韵达、圆通、申通、顺丰快递量分别同增47.0%、44.1%、52.7%、29.5%; 分别较Q2增速变化-0.1pct、+12pcts、+4pcts、+19pcts; 单季度市占率分别为16.1%、14.5%、12.6%、7.6%, 较Q2变化-0.2pcts、0.8pct、1.5pcts、+0.9pcts。

价格方面, 韵达、圆通、申通、顺丰分别同比变化96%、-15.7%、-13.1%、-6.0%, 降幅较Q2明显扩大。剔除申通合并中转加盟商因素, 预计Q3价格降幅在20%左右; 参考韵达2019H1中报的单件派费1.6元/件, 剔除该因素后的快递单件收入同比降幅约为-2.3%。

整体来看, 圆通、顺丰8-9月的业务增速表现亮眼。从中报可以看到, 圆通和顺丰都已经在成本管控上取得了显著的成效, 圆通19H1单件快递成本同比下降约0.35元, 在三通一达中的降幅最高; 顺丰Q2毛利率环比提3.5pcts。顺丰新推出的特惠产品成功下沉电商市场, 并作为填仓件摊薄公司固定成本, 带动公司业务、业绩增速双双回升。

受益8月电商促销, 快递行业Q3保持高景气, 增速保持在较高位, 伴随行业价格竞争更加理性, 三通一达的业绩增速有望加速修复。Q4为行业传统旺季, 份额争夺的压力犹在, 上半年的产能优化效果将在Q4集中显现, 旺季调价有望进一步带动市场情绪修复。

从快递公司中报来看, 前期卡位较好的韵达和申通已经在成本和现金流上展现出明显的优势, 加速演绎强者恒强; 而圆通、申通、百世、顺丰上半年都在成本管

控上取得了明显的改善。伴随精细化管控的进一步深化，圆通、顺丰的业务增速已大幅回升，Q3-Q4有望看到业绩增速显著修复。

**重点推荐：**业务增速加速回升的顺丰控股，成本改善较大的圆通速递，成本优势突出的韵达股份。

**风险提示：**网购需求增速大幅放缓、快递价格战恶化，人力、运输成本快速攀升；资本开支持续大幅提升

### 3. 航空：19 冬春航季内线同增 5%，静候需求改善

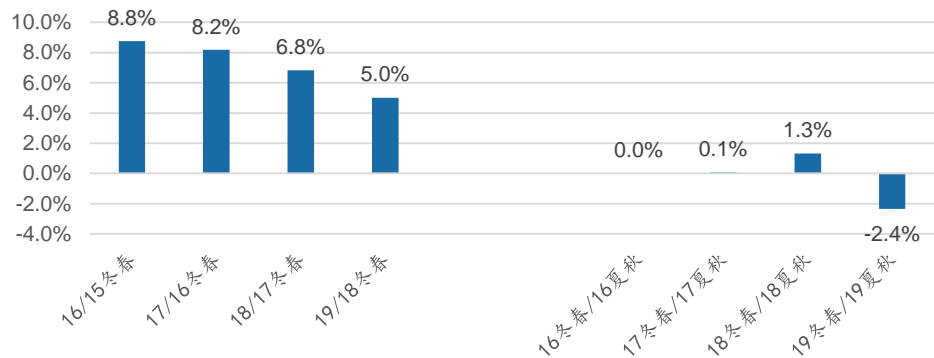
2019 年 10 月 17 日，民航局于民航预先飞行计划网站发布 2019 冬春航季时刻表，我们采用定量测算的方法，对最新航季和之前航季的航班结构变化做出分析，主要结论如下：

#### (1) 内线同增 5.0%，增速较 18 年冬春下降 1.8pcts

根据测算：19 年冬春国内航班同比增长 **5.0%**，较 18 年冬春同比增速下降 **1.8pcts**；环比 19 年夏秋下降 2.4%，较 18 年冬春环比增速下降 3.7pcts。

19 年冬春港澳台航班同比增长 **7.5%**，同比增速较 18 年冬春增速提升 **3.4pcts**，环比 19 年夏秋下降 1.4%，较 18 年环比增速下降 2.0pcts。

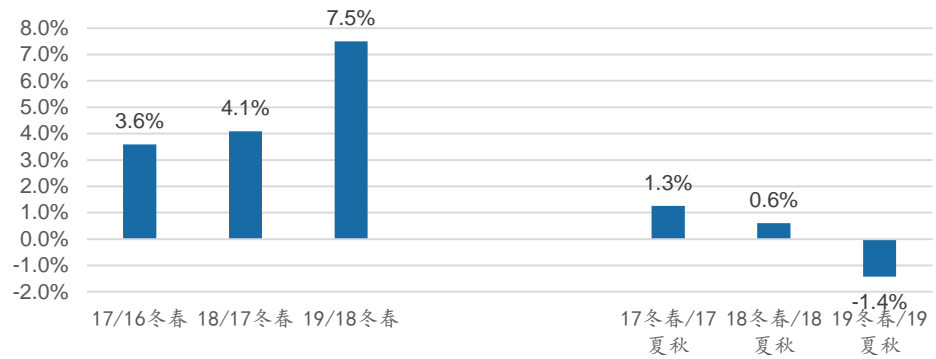
图5：国内周航班总量同比与环比增速



数据来源：民航预先飞行计划，广发证券发展研究中心

注：根据航空时刻计划表估算，存在误差的可能

图6: 港澳台周航班总量同比与环比增速



数据来源: 民航预先飞行计划, 广发证券发展研究中心

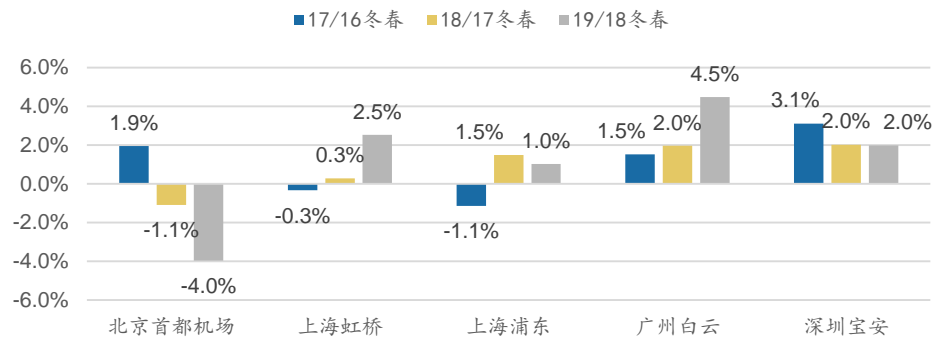
注: 根据航空时刻计划表估算, 存在误差的可能

## (2) 虹桥机场、白云机场、深圳机场显著扩容

19年冬春, 北京首都(北京首都机场股份)、上海虹桥、上海浦东(上海机场)、广州白云(白云机场)和深圳宝安机场国内航司国内离港航班同比增幅分别为**-4.0%**、**2.5%**、**1.0%**、**4.5%**和**2.0%**; 环比增幅分别为**-4.5%**、**1.4%**、**-3.7%**、**1.3%**和**1.2%**。

从同比和环比口径来看: 除首都机场、浦东机场时刻增速下降之外, 虹桥机场、白云机场、深圳机场均较2018年提速。

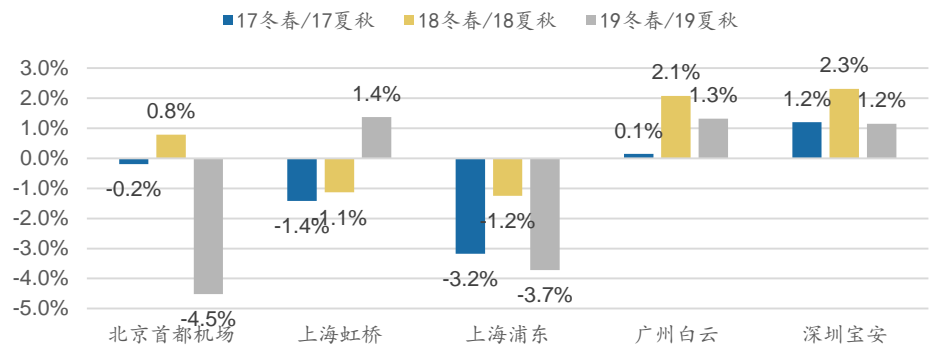
图7: 五大核心机场航班量同比增速



数据来源: 民航预先飞行计划, 广发证券发展研究中心

注: 根据航空时刻计划表估算, 存在误差的可能

图8: 四大核心机场航班量环比增速



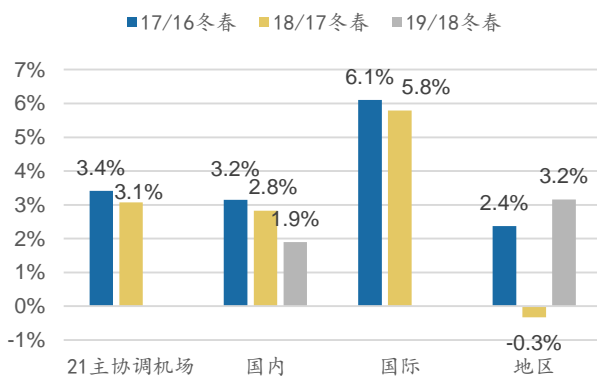
数据来源: 民航预先飞行计划, 广发证券发展研究中心

注: 根据航空时刻计划表估算, 存在误差的可能

### (3) 21大主协调机场内线同增1.9%，增速下降

前 21 大主协调机场国内航班量同增 **1.9%**, 增速较 18 年冬春下降 0.9pcts; 环比增速为-1.1%, 增速较 18 年冬春环比增速下降 1.6pct; 港澳台航线同比增长 3.2%, 环比下降 0.5%。

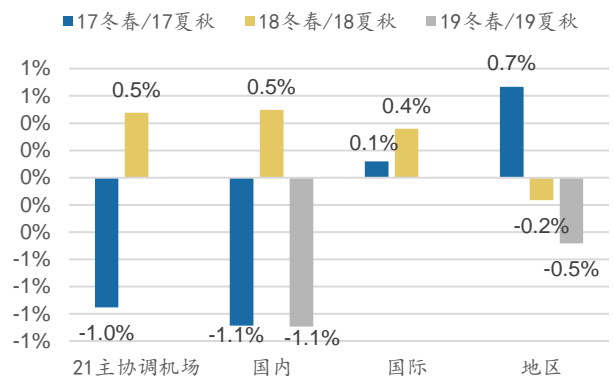
图9: 21主协调机场周离港航班量同比增速



数据来源: 民航预先飞行计划, 广发证券发展研究中心

注: 根据航空时刻计划表估算, 存在误差的可能

图10: 21主协调机场周离港航班量环比增速

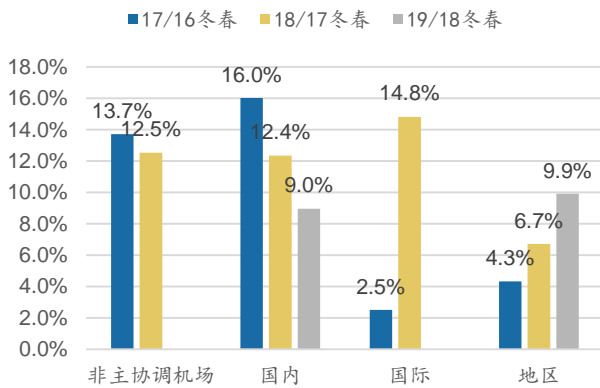


数据来源: 民航预先飞行计划, 广发证券发展研究中心

注: 根据航空时刻计划表估算, 存在误差的可能

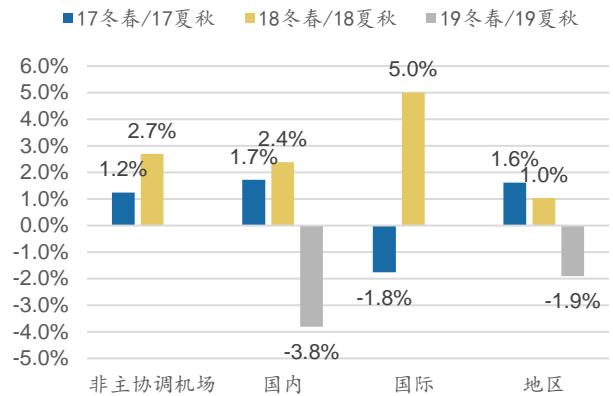
非主协调机场国内航班同比增速由 18 年冬春的 12.4%下降至 **9.0%**, 环比增速由 18 年冬春的 2.4%下降至 **-3.8%**。整体来看, 非主协调机场增速下降幅度显著高于主协调机场。

图11: 非主协调机场周离港航班量同比增速



数据来源: 民航预先飞行计划, 广发证券发展研究中心  
注: 根据航空时刻计划表估算, 存在误差的可能

图12: 非主协调机场周离港航班量环比增速



数据来源: 民航预先飞行计划, 广发证券发展研究中心  
注: 根据航空时刻计划表估算, 存在误差的可能

表6: 21个主协调机场离港航班量增速

机场名	19/18 冬春	19/18 夏秋	18/17 冬春	18/17 夏秋	17/16 冬春
北京/首都	-3.97%	1.36%	-1.10%	-2.06%	1.95%
上海/虹桥	2.53%	0.00%	0.29%	0.00%	-0.33%
上海/浦东	1.03%	3.62%	1.48%	-0.50%	-1.15%
广州/白云	4.48%	5.27%	1.97%	0.03%	1.53%
成都/双流	2.44%	2.23%	4.81%	6.35%	2.30%
昆明/长水	1.63%	-1.35%	-0.37%	0.82%	-0.77%
深圳/宝安	1.98%	3.15%	2.02%	0.91%	3.11%
西安/咸阳	2.77%	4.11%	4.87%	2.27%	5.79%
重庆/江北	3.25%	7.92%	8.02%	2.43%	1.51%
杭州/萧山	2.03%	2.54%	1.95%	0.35%	5.38%
厦门/高崎	1.42%	1.94%	2.81%	1.25%	0.37%
南京/禄口	2.78%	6.34%	6.78%	3.67%	11.90%
长沙/黄花	3.20%	11.00%	2.80%	0.23%	0.06%
武汉/天河	5.09%	13.72%	5.94%	-0.86%	-1.85%
青岛/流亭	-0.33%	-2.28%	6.55%	3.22%	1.92%
乌鲁木齐/地窝堡	2.18%	1.93%	4.48%	5.57%	5.77%
海口/美兰	2.44%	2.91%	3.70%	-2.76%	4.58%
三亚/凤凰	7.73%	0.47%	0.42%	-1.03%	0.84%
天津/滨海	0.26%	2.56%	-2.63%	3.69%	25.55%
大连/周水子	0.70%	11.17%	14.76%	1.75%	3.97%
福州/长乐	3.08%	1.03%	-1.16%	4.18%	12.93%

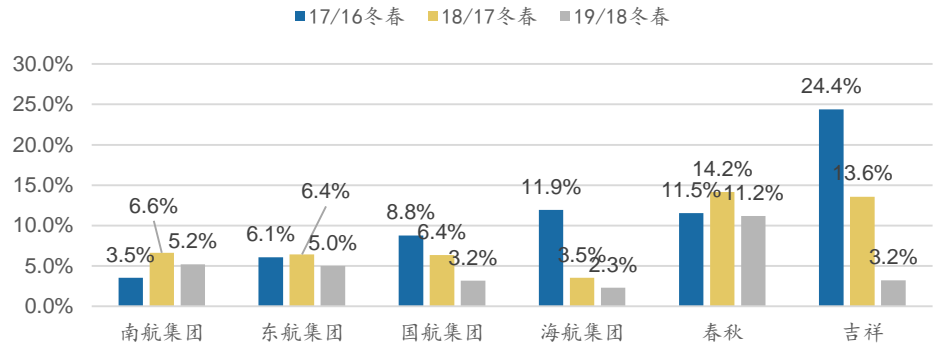
数据来源: 民航预先飞行计划, 广发证券发展研究中心  
注: 根据航空时刻计划表估算, 存在误差的可能

#### (4) 四大航内线航班量增速与行业同步

从集团口径看，19年冬春，南航、东航、国航、海航、春秋、吉祥国内航班分别同增5.2%、5.0%、3.2%、2.3%、11.2%、3.2%，继续保持低增速；环比增速为-2.9%、-0.9%、-2.8%、-4.7%、-4.1%、-6.4%。

此外，非六大航的内线航班量同比增速为10.5%，和2018冬春基本持平。

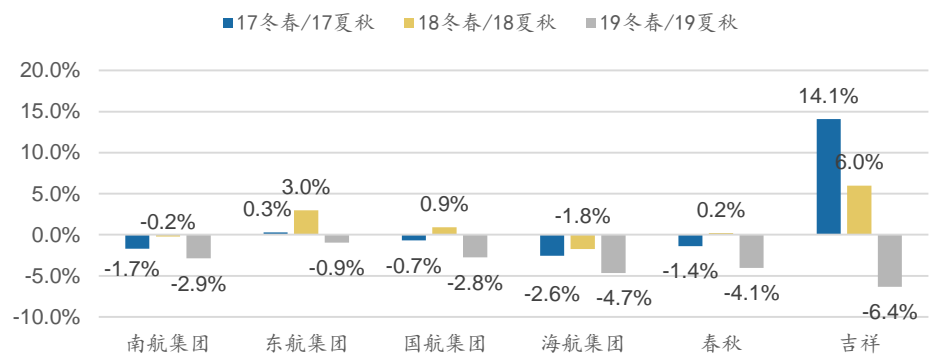
图13：四大航航班量同比增速



数据来源：民航预先飞行计划，广发证券发展研究中心

注：根据航空时刻计划表估算，存在误差的可能

图14：四大航航班量环比增速



数据来源：民航预先飞行计划，广发证券发展研究中心

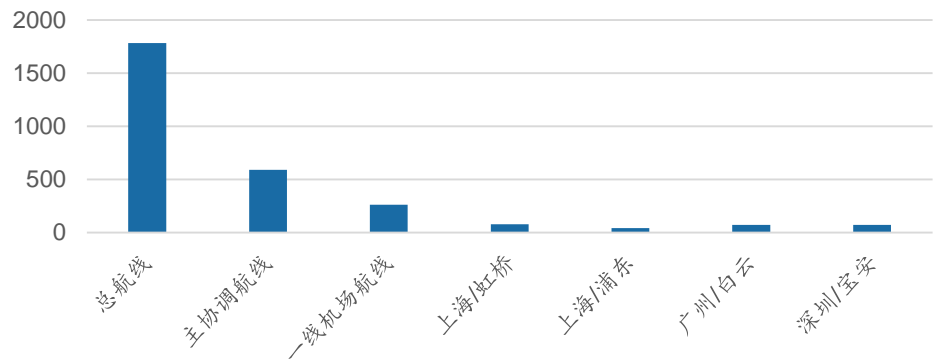
注：根据航空时刻计划表估算，存在误差的可能

#### (5) 大兴机场周离港898班次，为首都机场的20%

2019年冬春航季，大兴机场国内航线周离港班次达898次，约为首都机场国内航班量的20%；离港到港班次合计为1785次，其中，主协调机场相关航班590班次，占总量的33%，上海、广州、深圳相关航班为260班次，占总量的14.6%。

大兴机场排名前三的航线分别是飞上海虹桥、广州白云、深圳宝安机场。

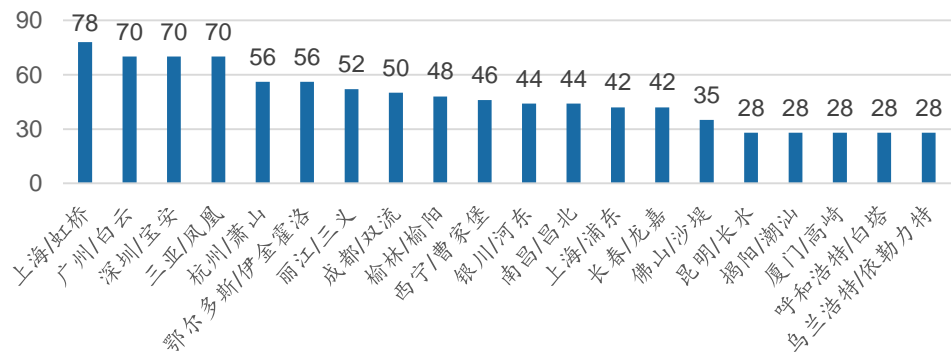
图15: 大兴机场国内航班各类航线数量 (离港和到港合计)



数据来源: 民航预先飞行计划, 广发证券发展研究中心

注: 根据航空时刻计划表估算, 存在误差的可能

图16: 大兴机场国内航班前20航线



数据来源: 民航预先飞行计划, 广发证券发展研究中心

注: 根据航空时刻计划表估算, 存在误差的可能

2019年冬春航季行业总量继续保持增长, 但整体呈现的现象仍然为核心机场低速增长, 非核心机场高增长的结构差异化增长; 核心机场产能受限是民航中短期面临的主要问题, 在全民航致力于提升准点率与出行安全的背景下, 总量调控叠加结构优化仍然是长期主题。

展望下半年来看, 7月1日开始, 航司民航建设基金减半将开始落地, 航司成本压力将得到显著缓解; 其次, 伴随外部冲击影响进一步加速, 国内逆周期调节政策将进一步加码, 整体需求有望逐步改善; 目前航空板块PB估值都已位于历史底部区域, 伴随负面因素逐步改善, 航空板块投资价值逐步提升。建议关注: 南方航空 (A股)、中国南方航空股份 (H股)、吉祥航空。

**风险提示:** 人民币汇率大幅波动、油价大幅上行



#### 4. 公路：取消高速省站工作持续推进，确保年底顺利完成 ETC 推广目标

2019年11月2日，交通运输部透露，全国高速公路ETC门架系统建设和ETC车道改造工程已于10月已全面完工。从11月开始，取消高速公路省界收费站工作已转入联调联试和试运行阶段。交通运输部表示，下一步将组织各地交通运输部门和相关技术支持单位，扎实推进通信链路联调联试、系统功能联调联试等方面工作，确保年底顺利实施系统切换。

数据显示，截至10月31日，全国29个联网收费省份的24588套ETC门架系统、48211条ETC收费车道全部完成工程建设和改造，部省两级系统改造、部站传输系统建设等系统工程建设也已完成，这意味着年底全面完成“撤销高速公路省界收费站，实现不停车电子收费”的基础工作基本完成。

2019年5月，在物流降本增效的政策目标统筹下，国务院办公厅印发了《深化收费公路制度改革取消高速公路省界收费站的实施方案》，取消省站、实现不停车快捷收费，共需落实完善收费体系（制定技术方案、软硬件改造等）、加快ETC系统推广、修订完善收费政策法规、推动收费公路存量债务置换4方面工作。此后相关配套政策陆续出台。

表7：取消高速公路省界收费站相关政策梳理

时间	政策/事件	主要内容
2018.05	国务院常务会议	确定进一步降低实体经济物流成本的措施，包括推动取消高速公路省界收费站，简化物流企业分支机构设立手续等。
2018.12	苏鲁川渝4省取消15个高速公路省界收费站	4省作为试点率先取消两两间所有高速公路省界收费站，交通运输部将总结省份试点经验，优化完善方案，扩大试点范围，在全国逐渐推广。
2019.03	2019年政府工作报告	两年内基本取消全国高速公路省界收费站，实现不停车快捷收费，减少拥堵、便利群众。
2019.05	国务院常务会议	将《政府工作报告》提出的两年内基本取消全国高速公路省界收费站的任任务提前至力争今年底实现，要求推广电子不停车快捷收费系统，优化货车通行费计费方式，完善相关制度和政策。
2019.05	《收费公路车辆通行车型的分类》标准修订	进一步统一、规范和完善全国收费公路车型分类
2019.05	《深化收费公路制度改革取消高速公路省界收费站实施方案》	推广电子不停车快捷收费系统；修订《收费公路车辆通行车型的分类》；全面清理规范地方性车辆通行费减免；进一步优化鲜活农产品运输“绿色通道”
2019.05	《关于大力推动高速公路ETC发展应用工作的通知》	全面实施ETC车载装置免费安装，并增加安装服务网点；开展互联网发行服务；分类推进车辆安装；加大ETC车辆通行优惠，优化ETC产品服务。
2019.08	《关于全面清理规范地方性车辆通行费减免政策的通知》	各省根据清理内容自行出台实施车辆通行费减免政策并形成书面报告，以维护公平规范的公路收费秩序，减少拥堵，便利群众
2019.08	《关于进一步优化鲜活农产品运输“绿色通道”政策的通知》	严格免收车辆通行费范围；优化鲜活农产品运输车辆通行服务。
2019.08	《关于切实做好货车通行费计费方式调整有关工作的通知》	加快货车车型分类调整；科学测算大件运输车辆收费系数；加强收费标准调整监管；全面推广高速公路差异化收费；加快货车ETC车载装置安装。

数据来源：人民政府网、交通部官网，广发证券发展研究中心

推广ETC对高速路企的短期影响主要体现在：

1) ETC用户通行费95折优惠。此前路企的ETC收费占比约为40%，客车用户主要享受储值卡优惠，不同省市折扣不同，主要有为9折、95折、97折、98折几种；货车用户折扣主要为部分路段针对物流降费落实的差异化收费政策。根据政策目标，至2019年底，ETC使用率将达到90%，此次推广的无差别优惠预计对主要上市路企2020年的通行费收入影响在2.5%~3.7%左右。

2) ETC推广工程建设资本开支。上市路企需要对ETC车道增设、门架安装、电子化收费系统升级等进行资本投入，相应增加折旧成本。主要路企的改造投资约1~3亿，将根据所属路产剩余路龄进行资本化摊销。

考虑以上两方面影响，我们估算主要路企2019年归母净利润所受影响约在0.9%~2.6%，2020年影响约为4.2%~13.8%。实际情况还需综合考虑通行效率提升对车流量的潜在诱增、收费标准调整以及ETC按实际里程收费的影响。

**表8：ETC推广及设施改造对主要路企利润影响测算**

股票简称	股票代码	2019E		2020E	
		归母净利润影响（百万元）	占比	归母净利润影响（百万元）	占比
招商公路	001965.SZ	-40.4	-0.9%	-204.1	-4.2%
宁沪高速	600377.SH	-72.4	-1.7%	-380.3	-8.4%
深高速	600548.SH	-43.7	-1.7%	-318.8	-13.8%
皖通高速	600012.SH	-28.8	-2.6%	-145.3	-13.2%

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

**风险提示：**宏观经济下行导致车流量增长未达预期，公路收费政策调整对企业通行费收入造成负面影响。

### 三、上周重点信息跟踪

#### ● 韵达股份：Q3 产能投入环比加码，扣非净利同增 24.96%

（公司公告）

公司发布2019年三季报：19Q3营收同增160.04%至86.99亿元，Q1/Q2 分别同增151.6%、173.3%，Q3快递主业同增188.17%至82.07亿元，剔除并入派费因素，Q3快递收入估计同增约43.6%；19Q3毛利同增21.82%至11.33亿元，Q1/Q2 分别同增50.8%、26.8%；归母净利同减32.81%至6.59亿元，Q1/Q2 分别同增40.4%、22.3%；扣非归母净利同增24.96%至5.98亿元，Q1/Q2 分别同增38.08%、20.70%。

点评：

Q3市占率提2.1pcts至16.1%，快递单价环比小幅提升。韵达19Q3快递量同增47.00%至25.99亿件，Q1/Q2分别同增41.48%、47.06%；市占率同比提2.1pcts至16.1%，Q1/Q2分别为14.7%、16.3%。

单件毛利在0.44元较高水平，Q3总毛利率同增21.82%。三季度，韵达单件毛利同比下降0.09元（-17.13%）至0.44元，环比Q2下降0.08元，Q1/Q2分别同比变化+0.04元、-0.08元。公司三季度总毛利同增2.03亿元（+21.82%）至11.33亿元，毛利率环比降1.8pcts。

单件经营性净现金流同比持平，三季度产能投入环比加码。三季度，公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金达9.38亿元，环比增长26.45%，固定资产、无形资产、在建工程合计环比Q2增长10.84亿元（+15.09%）。

公司业务增速保持在高位，市占率持续提升；在产能投入不减速的情况下，单件利润保持优势，现金流健康；伴随精细化管理的深入，龙头规模优势将进一步放大，正在龙头竞争中加速突围。

#### ● 圆通速递：成本改善超预期，Q3 扣非净利同增 17.41%

（公司公告）

公司发布2019年三季报：19Q3营收同增16.87%至76.63亿元，Q1/Q2 分别同增20.65%、11.65%，其中快递主业同增21.51%至64.68亿元，Q1/Q2 分别同增24.55%、15.29%；毛利同增13.64%至9.76亿元，Q1/Q2 分别同增18.71%、1.83%；归母净利同增13.51%至5.14亿元，Q1/Q2 分别同增15.66%、2.41%；扣非归母净利同增17.41%至5.12亿元，Q1/Q2 分别同增19.41%、0.41%。

点评：

19Q3业务量增速回升至44%，市占率提1.7pcts至14.7%。圆通19Q3快递量同增44%至23.49亿件，Q1/Q2分别同增40%、32%；市占率同比提1.7pcts至14.5%，Q1/Q2分别为13.6%、13.7%；三季度，公司快递单件收入同减0.51元（-15.68%），Q1/Q2分别同减0.41元、0.44元；考虑到公司收入口径从18H2开始调整，Q1/Q2可比口径下单件收入估计分别同减0.22元、0.25元。

成本管控效果持续显现，Q3毛利率环比Q2提0.2pcts。报告期内，公司单件毛利同比下降0.11元（-21.14%）至0.42元，环比Q2下降0.02元，Q1/Q2分别同降0.08元、0.13元。公司三季度毛利同增1.17亿元（+13.64%）至9.76亿元，毛利率同比下降0.4pcts至12.7%，环比Q2提升0.2pcts。

Q3扣非净利同增17.41%，经营性净现金流显著改善。19Q3，公司四费同比增长12.8%，低于毛利增速，归母净利同增13.51%，扣非归母净利同增17.41%，较Q2增速大幅回升。三季度单季，圆通经营性净现金流同增9.03%，单件经营性净现金流环比Q2仅下降0.02元。

圆通成本管控效果持续显现，更主动的价格策略带动业务增速加快回升；公司单件毛利保持在较高水平，伴随规模效应的不断释放，公司盈利增速有望进一步修复。

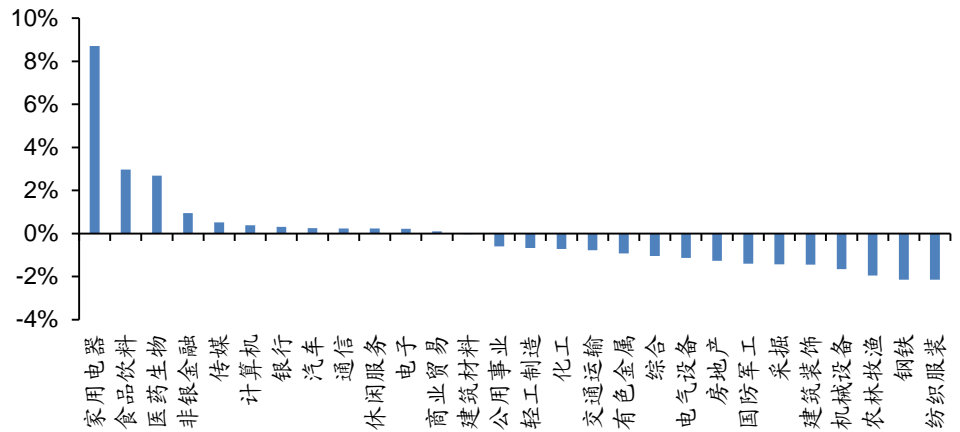
## 四、上周数据跟踪

### 4.1 上周市场行情回顾

#### 4.1.1 交运涨跌幅

上周交运行业下跌0.78%，在28个申万一级行业中排名第17位。

图17: 上周各行业涨跌幅

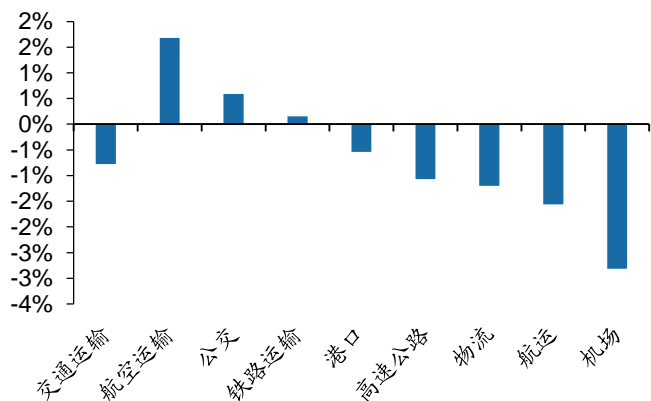


数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

上周交运子版块中，航空运输板块涨跌幅表现最好，上涨1.68%；机场板块涨跌幅表现靠后，下跌2.81%。8个交运子版块中，共有1个板块取得相对沪深300（1.43%）的超额收益。

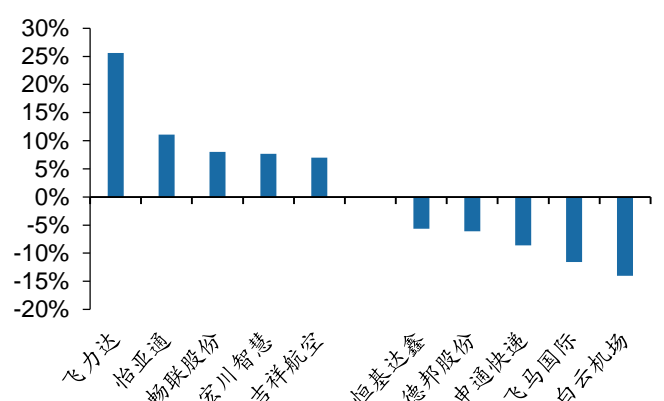
上周交运行业涨幅居前的个股分别为：飞力达、怡亚通、畅联股份等，涨幅靠后的个股分别为白云机场、飞马国际、申通快递等。

图18: 上周交运子行业涨跌幅



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图19: 上周交运板块涨跌幅前五及后五个股



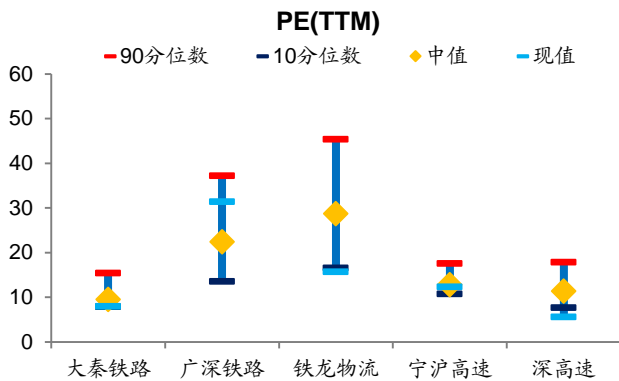
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

### 4.1.2 板块估值

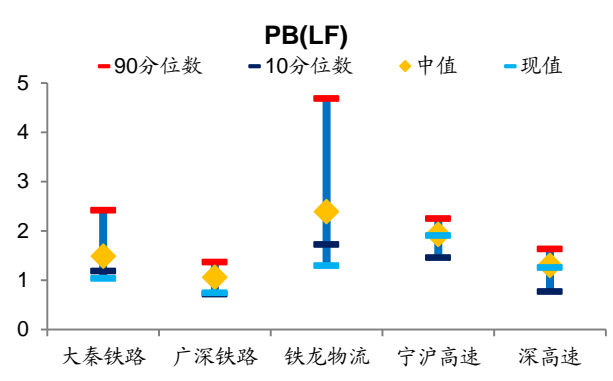
截至11月1日，陆运板块各公司的PE（TTM）中广深铁路处于中值靠上分位，宁沪高速、大秦铁路接近历史中值，深高速、铁龙物流处于历史低位。从PB（LF）值来看，宁沪高速，深高速处于历史中值，铁龙物流、广深铁路、大秦铁路接近或处于历史低位。

图20: 陆运板块各公司PE（TTM）高低不等(截至11月1日)

图21: 陆运板块各公司PB（LF）高低不等 (截至11月1日)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

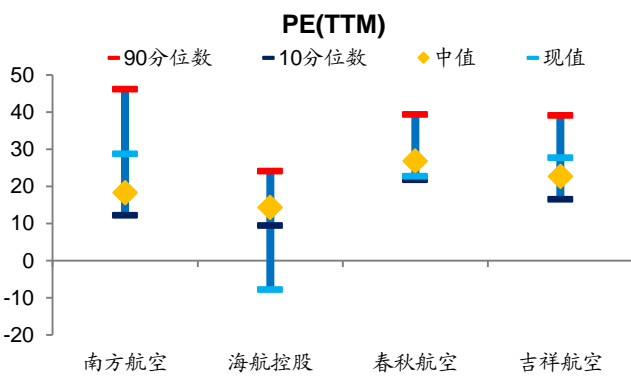


数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

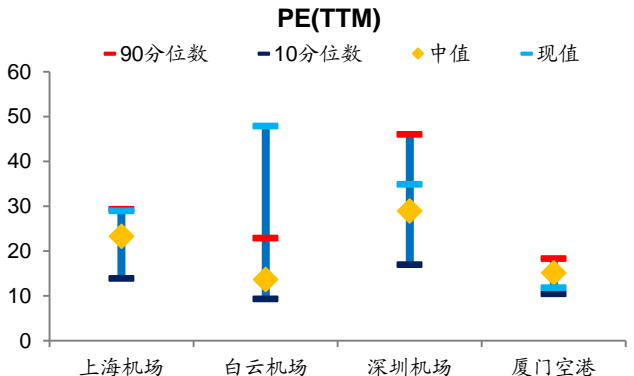
截至11月1日，航空板块各航司PE（TTM）中南方航空、吉祥航空估值处于中值靠上分位，春秋航空处于历史中值靠下分位，海航控股PE（TTM）为负。机场板块白云机场、上海机场估值接近历史高位，深圳机场处于中值靠上分位，厦门空港处于中值靠下分位。

图22: 航空板块各航司PE（TTM）高低不等(截至11月1日)

图23: 机场板块各航司PE（TTM）整体处于中值或高位(截至11月1日)



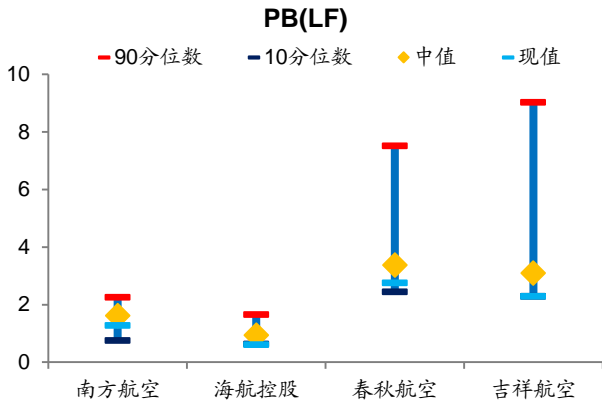
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

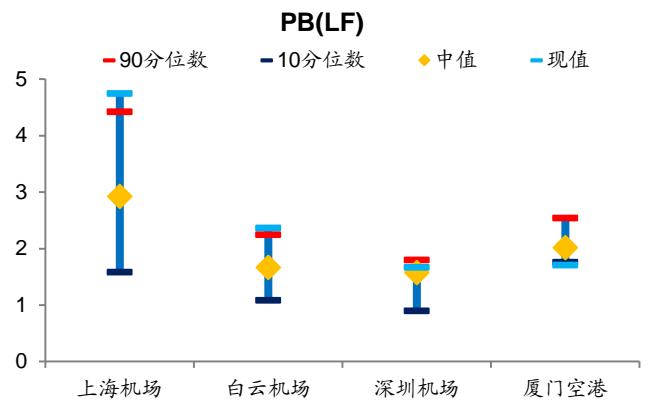
截至11月1日，航空板块各航司PB（LF），南方航空、海航控股估值处于中值，春秋航空处于中值靠下分位，吉祥航空处于历史低位。机场板块上海机场、白云机场估值处于历史高位，深圳机场处于中值，厦门空港接近历史低位。

图24: 航空板块各航司PB(LF)整体处于历史中值偏低区域(截至11月1日)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

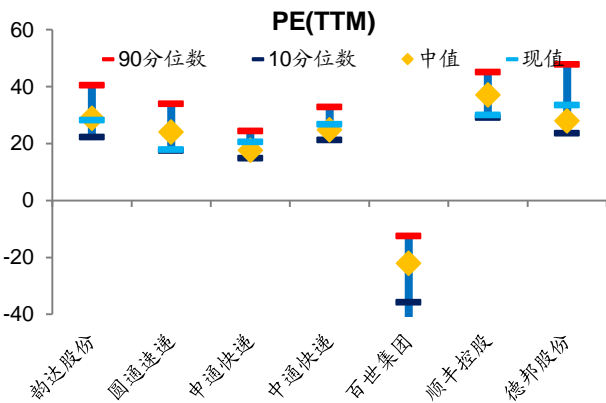
图25: 机场板块PB(LF)高低不等(截至11月1日)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

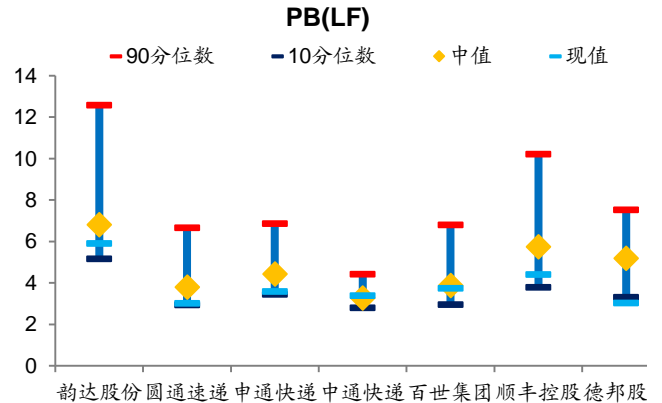
截至11月1日, 快递板块各公司PE(TTM)整体处于历史中值靠下区域, 其中圆通速递、顺丰控股处于历史低位, 韵达股份、申通快递, 中通快递处于历史中值, 德邦股份处于中值靠上分位, 百世集团PE(TTM)为负。截至11月1日, 快递板块各公司PB(LF)整体均处于历史中值靠下区域, 其中圆通速递、申通快递处于历史低位, 百世集团、中通快递处于历史中值, 韵达股份、顺丰控股处于中值靠下分位, 德邦控股低于历史低位。

图26: 快递板块各公司PE(TTM)整体处于历史中值靠下区域(截至11月1日)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图27: 快递板块PB(LF)整体处于历史中值靠下区域(截至11月1日)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

## 4.2 行业数据跟踪

### 4.2.1 海运

表 9: 上周海运行业主要指数

航运子行业	指数	值	变动幅度
油运	BDTI	1040	-12.24%
	BCTI	693	-6.60%
集运	SCFI: 欧线 (美元/TEU)	707	19.02%
	SCFI: 美西 (美元/FEU)	1588	16.68%
散运	BDI	1697	-5.77%
	BPI	1513	-10.74%
	BCI	2950	-1.96%
	BSI	1045	-11.96%
	BHSI	580	-8.08%

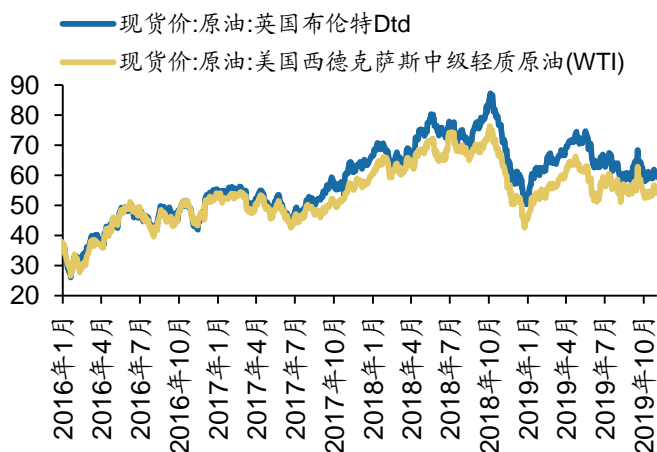
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

#### ■ 国际油轮市场——油价下跌，运价下跌（以下括号内数据均为环比前周变化）

燃油价格: Brent油价收于59.42美元/桶 (-4.05%); WTI油价收于54.18美元/桶 (-4.38%)。

运价指数/运价: BDTI: 1040点 (12.24%); BCTI: 693点 (-6.60%); CT1 (中东-中国宁波): WS 90.08(-6.95%); CT2 (西非-中国宁波): WS 93.81(-3.60%)。

图28: 原油价格 (美元/桶)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图29: 原油运输指数



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

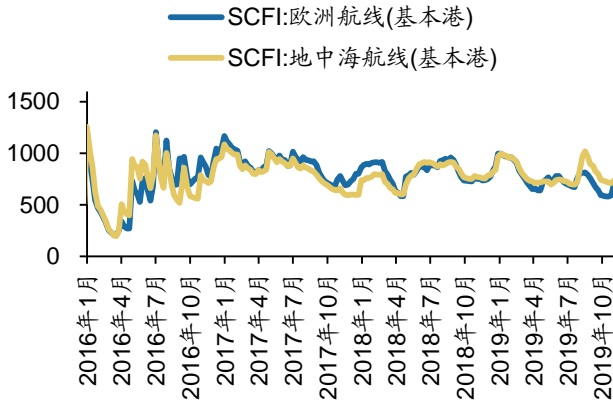


■ 集装箱市场——运价上涨

欧线市场情况：11月1日，上海出口至欧洲、地中海基本港市场运价（海运及海运附加费）分别为707美元/TEU、735美元/TEU，至欧洲的运价较上期）上涨19.02%，至地中海的运价较上期上涨3.52%。

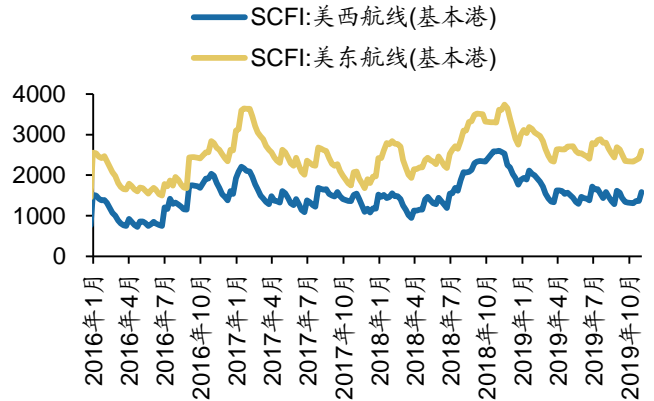
美线市场情况：11月1日，上海出口至美西、美东基本港市场运价（海运及海运附加费）分别为1588美元/FEU、2604美元/FEU，上海至美西的运价较上期上涨16.68%，上海至美东的运价较上期上涨8.00%。

图30: 欧线集装箱运价 (美元/TEU)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图31: 美线集装箱运价 (美元/FEU)

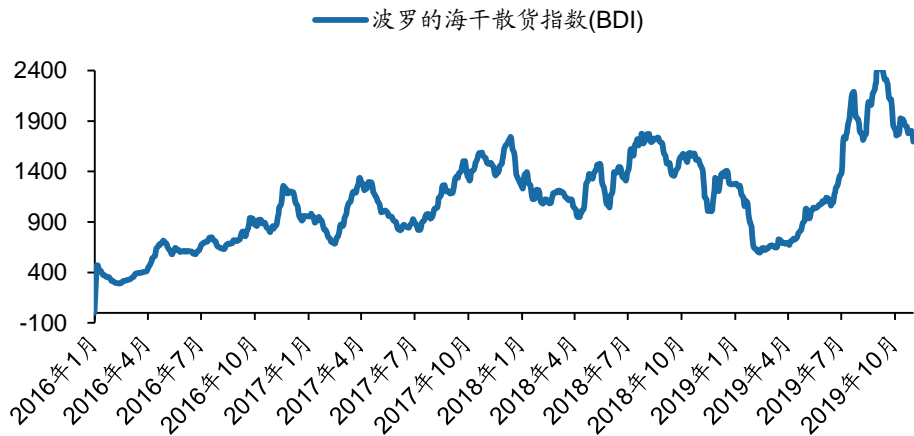


数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

■ 国际干散货市场——运价下跌 (以下括号内数据均为环比前周变化)

指数变化: BDI: 1697点 (-5.77%); BPI: 1513点 (-10.74%); BCI: 2950点 (-1.96%); BSI: 1045点 (-2.86%); BHSI: 631点 (-11.96%)。

图32: 波罗的海干散货指数 (BDI)



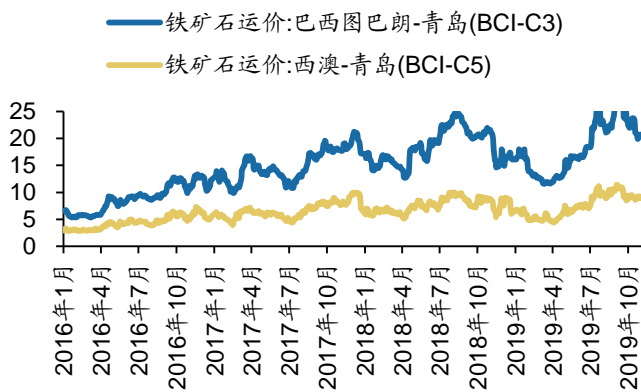
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

主要船型的运价：海峡型船的4条航线平均期租为24637美元/天 (-1.23%)；巴拿马型船的4条航线平均期租为12142美元/天 (-10.69%)；超灵便型船的6条航线平均期租为11590美元/天 (-12.05%)。

国际铁矿石运价：巴西图巴朗与西澳至青岛铁矿石运价分别为20.42美元/吨（-0.10%）和9.03美元/吨（-2.55%）；国际煤炭运价：纽卡斯尔与海波因特至舟山（Capesize船/Panamax船）的运价分别为13.07美元/吨（-0.55%）和12.67美元/吨（-4.10%）；国际粮食运价：巴西桑托斯与美西塔克马至中国运价分别为36.28美元/吨（-2.68%）和26.42美元/吨（-2.46%）；美国密西西比河至中国港口运价为50.96美元/吨（-1.37%）。

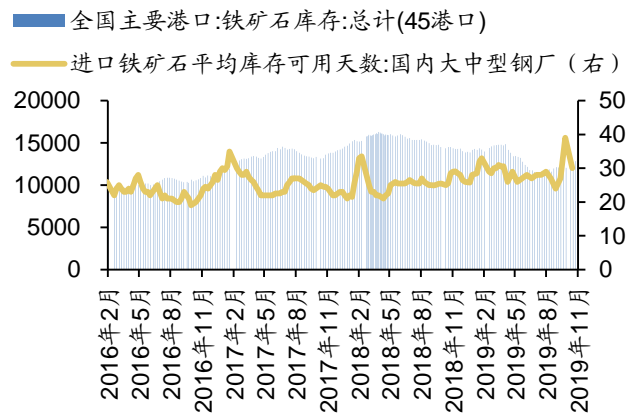
沿海矿石库存、价格以及钢价指数：沿海铁矿石库存：12648.50万吨（-1.46%）；钢厂进口铁矿石库存可用天数：30天；矿石价格：青岛港澳大利亚PB粉矿（61.5%）最新价为670元/吨。

图33：铁矿石运价（美元/吨）



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图34：铁矿石库存（万吨）

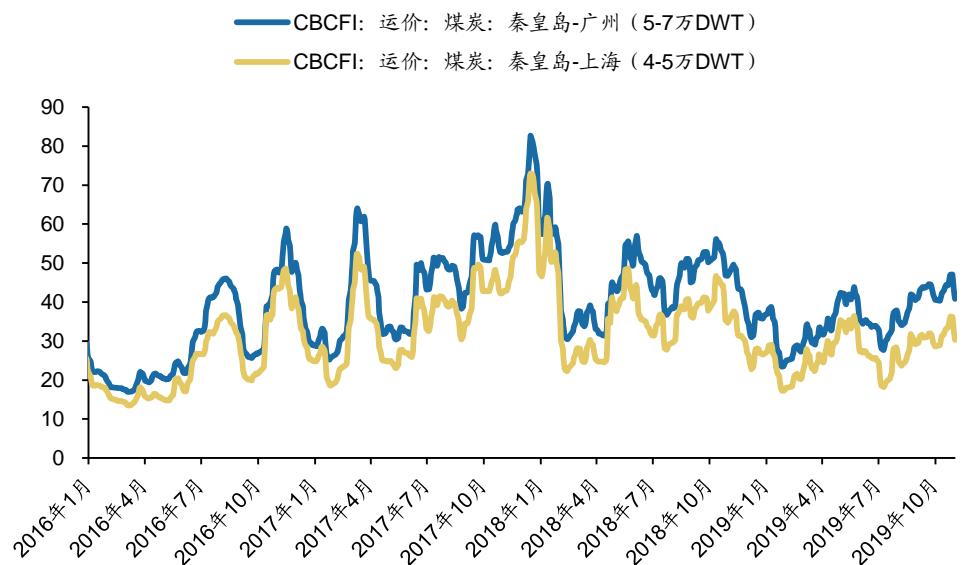


数据来源：wind，广发证券发展研究中心

■ 沿海煤炭运输市场——运价下跌（以下括号内数据均为环比前周变化）

沿海煤炭运价：秦皇岛至广州（5-7万DWT）航线运价为40.8元/吨，周变动（-6.3元/吨），秦皇岛至上海（4-5万DWT）航线运价为30.3元/吨，周变动（-6.0元/吨）。

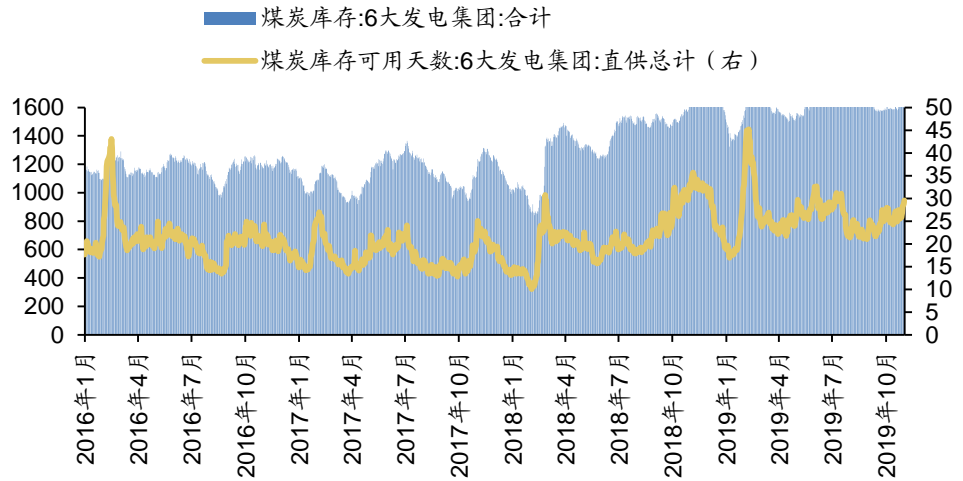
图35：沿海煤炭运价（元/吨）



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

电厂/港口煤炭库存：六大发电集团煤炭库存可用天数：29.52天（3.51天）；煤炭港库：秦皇岛港煤炭库存量为655万吨（-2.6%）；广州港煤炭库存：上周为261万吨（0.35%）。

图36：六大发电集团煤炭库存（万吨）



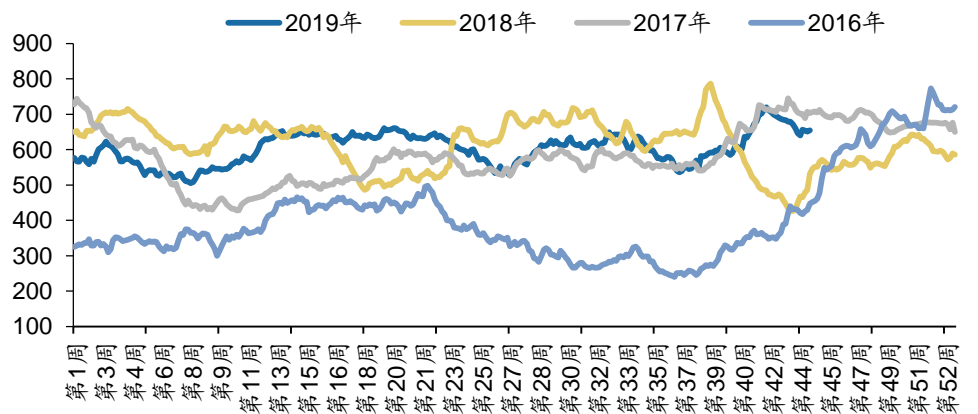
数据来源：wind，广发证券发展研究中心

#### 4.2.2 陆运

##### 铁路货运—秦皇岛港口煤炭库存减少

上周（10.28-11.01）平均库存651.00万吨，较前周（10.21-10.27）减少3.09%。

图37：秦皇岛港口煤炭库存（万吨）



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

##### ■ 铁路货运—秦皇岛港煤炭调入量增加，煤炭吞吐量下降，锚地船舶数减少

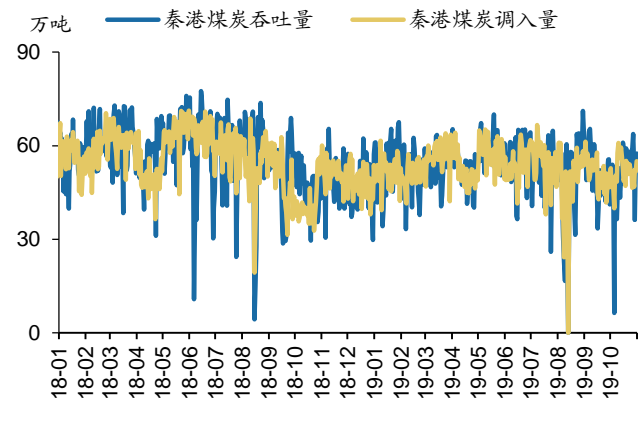
上周（10.28-11.01）秦港煤炭日均吞吐量为50.98万吨，较前周（10.21-10.27）下降10.85%。

上周（10.28-11.01）秦港煤炭日均调入量为52.10万吨，较前周（10.21-10.27）

增加1.50%。

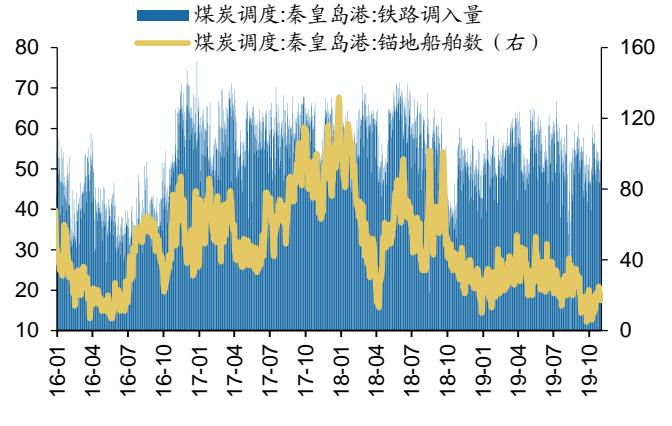
上周(10.28-11.01)秦港日均锚地煤炭船舶数为19.20艘,较前周(10.21-10.27)减少7.31%。

图38: 秦皇岛煤炭吞吐量(万吨)/调入量(万吨)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图39: 秦皇岛煤炭调入量(万吨)/锚地船舶(艘)



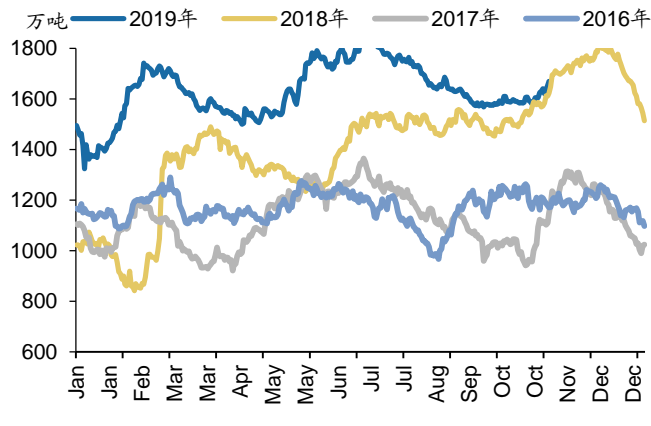
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

■ 铁路货运—六大电厂电煤库存量增加, 可用天数增加

上周(10.28-11.01)六大电厂期末煤炭库存为1669.30万吨,较前周(10.21-10.27)增加1.75%。

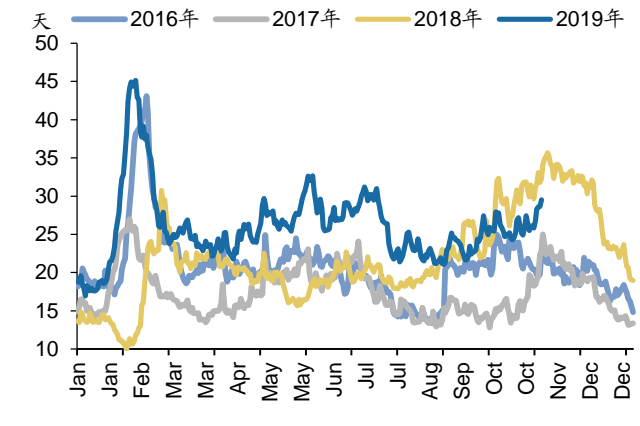
上周(10.28-11.01)六大电厂期末电煤库存可用天数为29.52天,较前周(10.21-10.27)增加3.68天。

图40: 六大电厂电煤库存量(万吨)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图41: 六大电厂电煤库存可用天数(天)



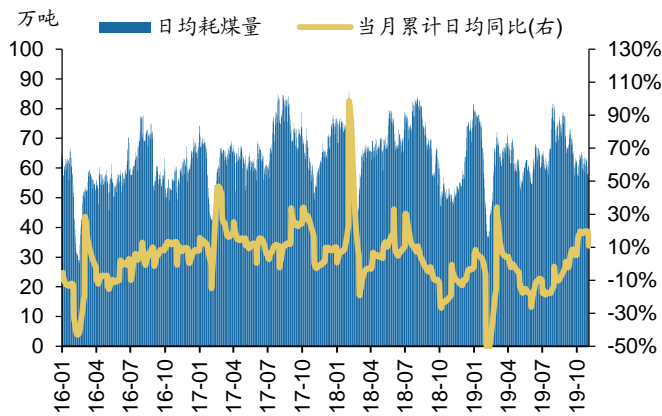
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

■ 铁路货运—六大电厂日均发电耗煤量下降

上周(10.28-11.01)六大电厂日均发电耗煤量为58.24万吨,较前周(10.21-10.27)减少5.64%。

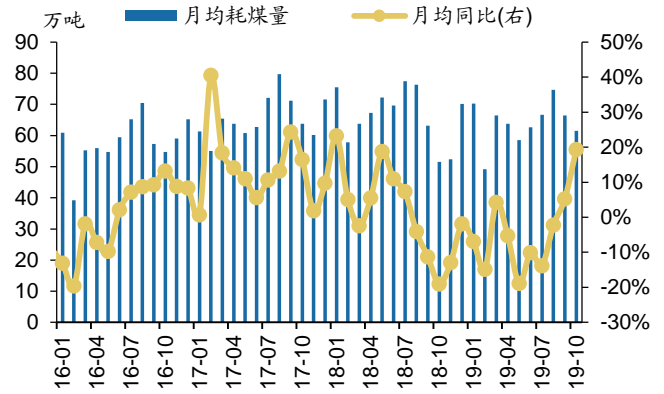
19年11月至今,六大电厂日均发电耗煤量为56.55万吨,同比增加10.82%。19年10月,六大电厂月度日均发电耗煤量为61.49万吨,同比增加19.28%。

图42: 六大电厂日均耗煤量 (万吨)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图43: 六大电厂月度日均耗煤量 (万吨)

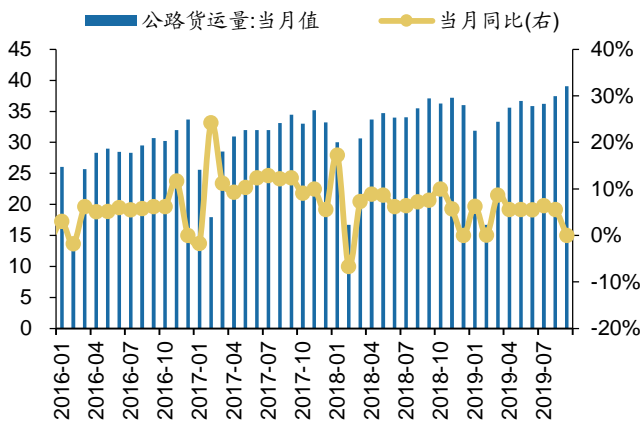


数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

### ■ 公路、铁路月度货运量

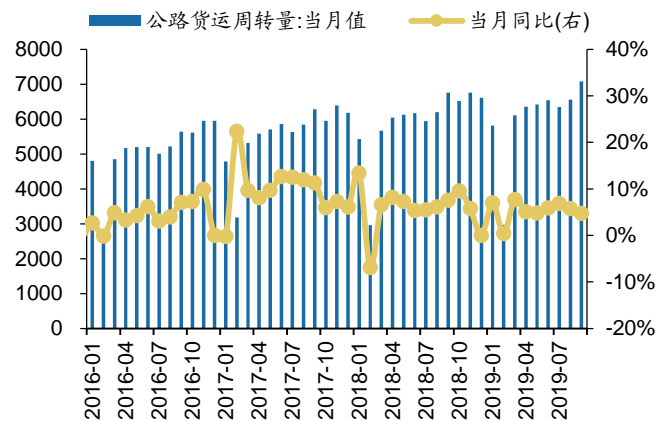
公路: 19年9月, 公路货运量为39.03亿吨, 同比增长5.57%, 累计同比增长5.70%。  
19年9月, 公路货运周转量为7080.46亿吨公里, 同比增长4.77%, 累计同比增长5.60%。

图44: 公路货运量 (亿吨)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

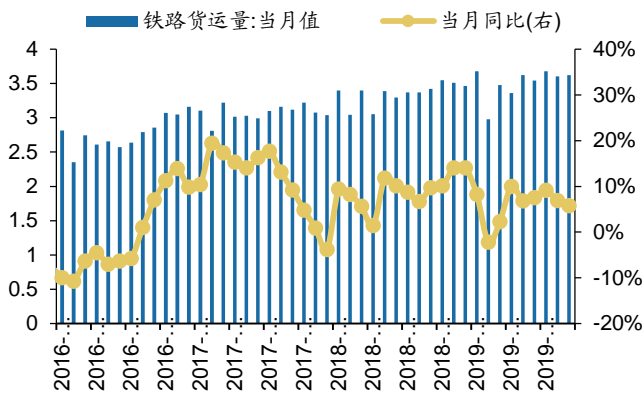
图45: 公路货运周转量 (亿吨公里)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

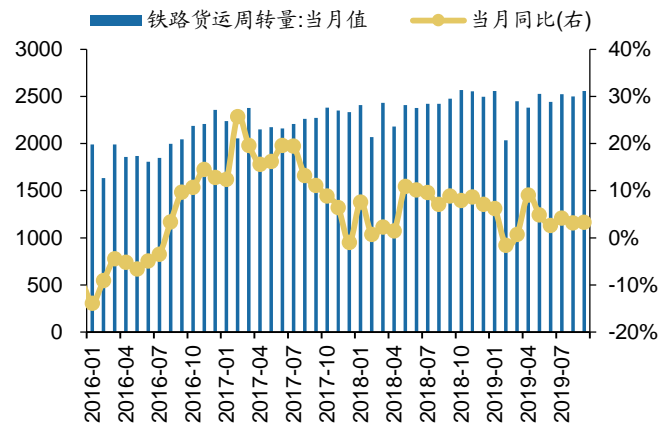
铁路: 19年9月, 铁路货运量为3.62亿吨, 同比增长5.80%, 累计同比增长6.10%。  
19年9月, 铁路货运周转量为2557.67亿吨公里, 同比增长3.30%, 累计同比增长3.60%。

图46: 铁路货运量 (亿吨)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图47: 铁路货运周转量 (亿吨公里)



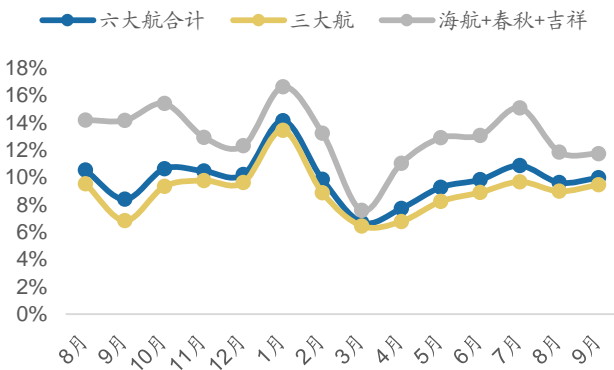
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

### 4.2.3 空运

#### ■ 航空公司月度数据

9月单月六大航ASK运力合计同增8.40%，1-9月累计同增11.80%，增速较8月上升，其中三大航合计9月提升6.85%，海航+春秋+吉祥合计增速约14.19%。行业总体增速稍有提升。

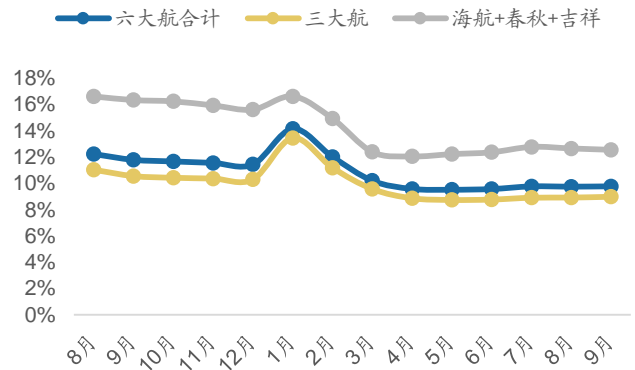
图48: 9月单月六大航ASK运力合计同增8.40%



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

注: 10月-12月为18年数据, 1-9月为19年数据

图49: 六大航ASK运力合计1-9月累计同增11.80%

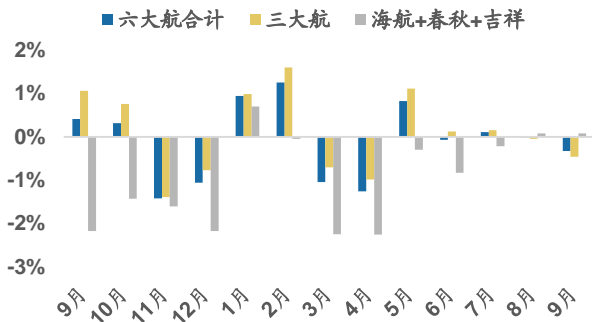


数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

注: 10月-12月为18年数据, 1-9月为19年数据

9月单月六大航合计客座率同增0.4pct，三大航合计同增约1.1pct，海航+春秋+吉祥合计客座率同比下滑2.2pct。六大航1-9月累计客座率同比提升0.16pct，三大航合计同增约0.5pct。行业客座率接近历史最低水平。

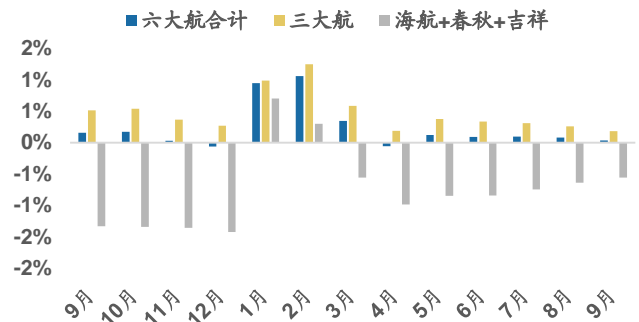
图50: 9月单月六大航合计客座率同增0.4pct, 三大航合计同增约1.1pct



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

注: 9月-12月为18年数据, 1-9月为19年数据

图51: 六大航1-9月累计客座率同增0.16pct, 三大航累计同增约0.5pct

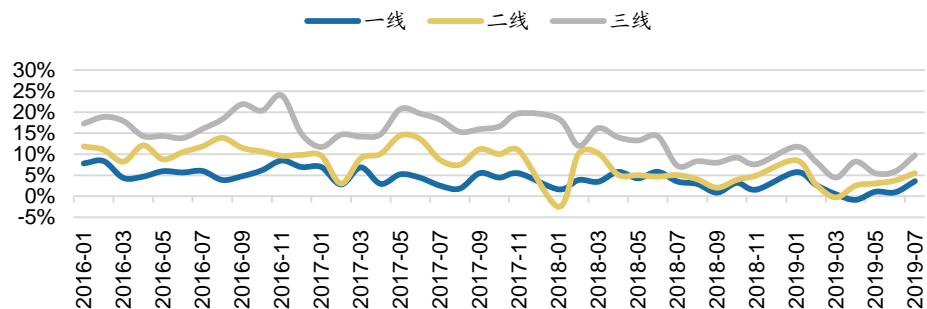


数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

注: 9月-12月为18年数据, 1-9月为19年数据

机场起降数据来看, 一二三线机场增速加快。分别来看7月(最新)一线机场同增3.59%, 二线机场同增5.51%, 三线机场同增9.76%。

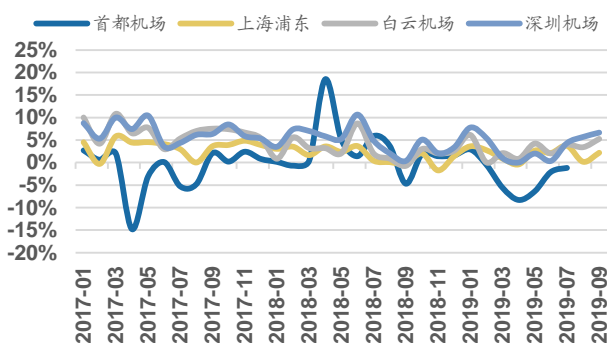
图52: 7月(最新)一线机场同增3.59%, 二线机场同增5.51%, 三线机场同增9.76%



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

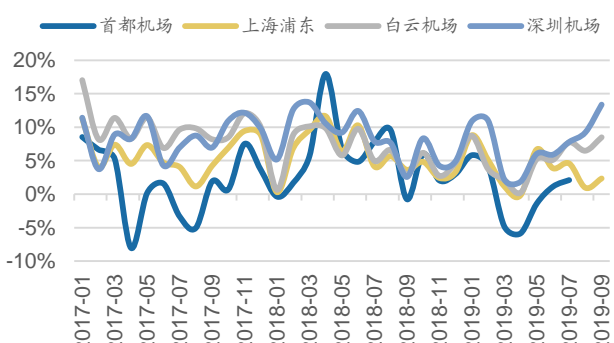
19年9月上海浦东、白云、深圳机场起降架次分别同增: 2.2%、5.2%、6.6%; 旅客量分别同增: 2.4%、8.5%、13.4%。

图53: 9月上海浦东、白云、深圳机场起降架次分别同增: 2.2%、5.2%、6.6%



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图54: 9月上海浦东、白云、深圳机场旅客量同增: 2.4%、8.5%、13.4%



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

**表10: 主要上市航司与机场最新业务量数据同比增速 (%) 更新**

YOY		10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月
中国国航	ASK	7.8%	7.4%	8.1%	7.1%	6.5%	4.3%	5.2%	5.5%	4.2%	5.6%	5.6%	4.9%
	客座率	0.0%	-1.8%	-1.7%	0.9%	1.4%	-1.1%	-0.5%	2.1%	0.5%	0.6%	0.5%	0.3%
南方航空	ASK	12.4%	12.2%	10.9%	16.5%	10.6%	7.3%	8.0%	8.7%	10.4%	10.9%	10.2%	11.3%
	客座率	0.6%	-1.8%	-0.8%	0.3%	1.7%	-0.4%	-1.3%	0.6%	0.4%	1.0%	0.1%	-0.4%
东方航空	ASK	7.3%	9.4%	9.8%	16.8%	9.2%	7.8%	7.1%	10.8%	12.4%	12.6%	11.3%	12.1%
	客座率	1.8%	-0.5%	0.3%	1.8%	1.7%	-0.7%	-1.1%	0.6%	-0.8%	-1.4%	-0.9%	-1.5%
海南航空	ASK	16.2%	13.9%	11.4%	16.7%	14.2%	7.6%	11.0%	12.0%	12.7%	14.0%	10.3%	9.2%
	客座率	-1.8%	-2.3%	-3.0%	0.5%	-0.8%	-3.8%	-3.5%	-1.3%	-1.1%	-0.5%	0.0%	-0.7%
春秋航空	ASK	19.2%	13.5%	17.2%	11.4%	10.8%	5.2%	7.9%	11.0%	9.6%	14.4%	12.5%	13.1%
	客座率	-0.6%	0.4%	0.6%	3.6%	2.7%	2.8%	1.9%	2.8%	0.7%	1.8%	2.1%	3.4%
吉祥航空	ASK	8.0%	8.2%	11.4%	22.1%	11.6%	10.3%	14.6%	19.6%	18.9%	21.1%	18.6%	23.3%
	客座率	-0.3%	-0.3%	-1.8%	-1.1%	0.8%	-0.5%	-1.1%	0.9%	-1.4%	-1.4%	-2.1%	-0.4%
北京首都机场股份	起降架次	1.9%	1.4%	1.6%	2.9%	-0.5%	-5.6%	-8.3%	-6.4%	-2.1%	-1.2%		
	旅客	6.0%	2.1%	3.0%	5.8%	4.2%	-4.8%	-5.9%	-1.4%	1.1%	2.1%		
上海机场	起降架次	2.0%	-1.8%	1.4%	3.6%	2.7%	0.9%	-0.4%	2.7%	2.1%	3.7%	0.2%	2.2%
	旅客	4.8%	2.4%	3.3%	8.8%	5.1%	1.2%	-0.2%	6.7%	3.9%	4.6%	1.0%	2.4%
白云机场	起降架次	3.0%	2.0%	2.6%	6.1%	0.0%	2.1%	0.8%	4.2%	2.0%	4.0%	3.4%	5.2%
	旅客	6.2%	2.7%	4.7%	8.7%	3.8%	2.2%	0.2%	5.2%	5.1%	7.7%	6.5%	8.5%
深圳机场	起降架次	5.1%	2.1%	3.4%	7.8%	5.4%	1.0%	0.0%	2.0%	0.3%	4.3%	5.7%	6.6%
	旅客	8.3%	4.3%	4.9%	10.9%	11.0%	2.2%	1.9%	6.0%	5.9%	7.8%	9.2%	13.4%

数据来源: wind, 公司经营月报, 广发证券发展研究中心 (10月-12月为18年数据, 1-9月为19年数据)

#### ■ 油价汇率

布伦特原油: 布伦特原油价格收于59.42美元/桶 (10月31日); 相比前周下跌4.05% (10月25日); 年初至今累计同比下跌10.65%。

NYMEX轻质原油: NYMEX轻质原油价格收于56.2 (11月01日); 相比前周下跌0.81% (10月18日); 年初至今累计下跌6.93%。

美元兑人民币汇率: 美元兑人民币汇率收于7.0437 (11月01日); 较前周人民币贬值0.44% (10月25日); 年初至今贬值2.78%。

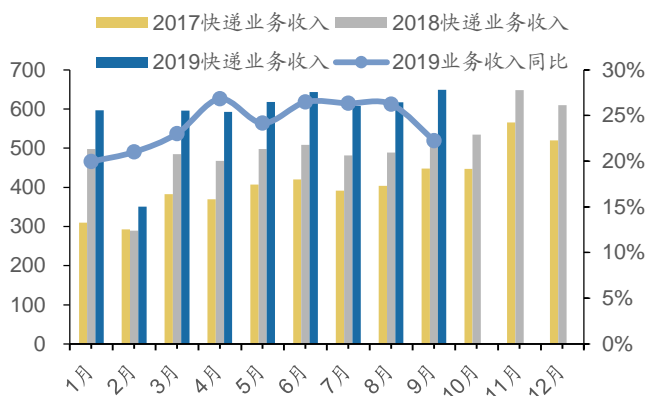
#### 4.2.4 快递

##### ■ 快递业务收入及业务量

9月全行业快递业务收入为649.20亿元, 同比增长22.24%; 快递业务量为55.97亿件, 同比增长25.04%。

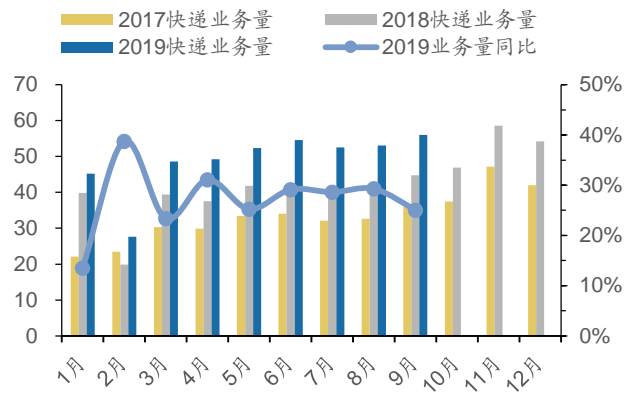


图55: 快递业务收入 (亿元)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图56: 快递业务量 (亿件)



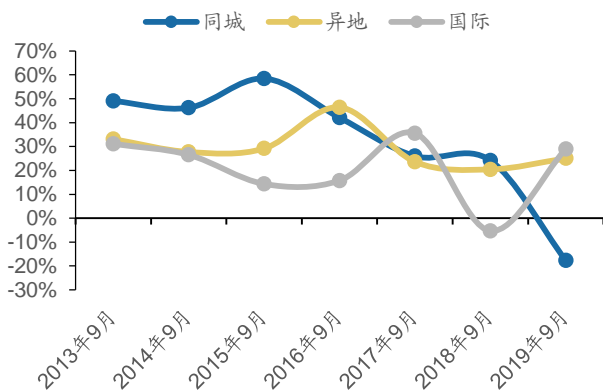
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

■ 快递分类型收入及业务量

9月同城收入为66.90亿元, 同减17.71%; 异地收入为348.70亿元, 同增25.03%; 国际收入为59.60亿元, 同增29.00%;

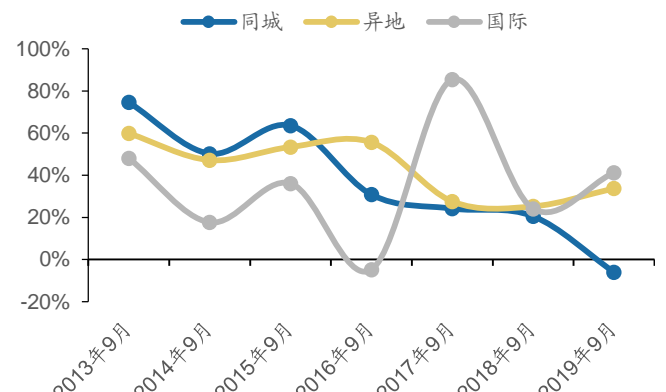
9月同城业务量为9.37亿件, 同减5.99%; 异地业务量为45.36亿件, 同增33.74%; 国际业务量为1.24亿件, 同增41.25%。

图57: 快递分类型收入增速 (%)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图58: 快递分类型业务量增速 (%)

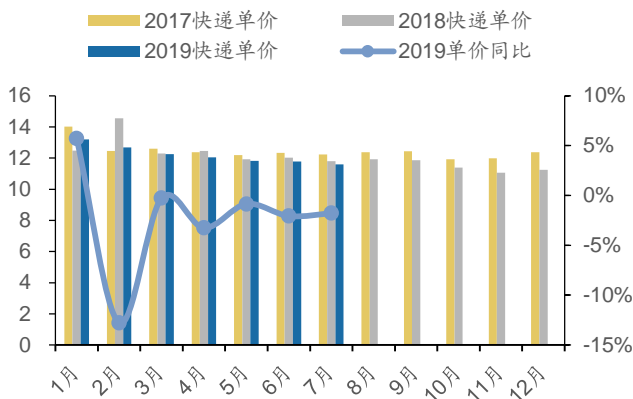


数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

■ 快递分类型平均单价

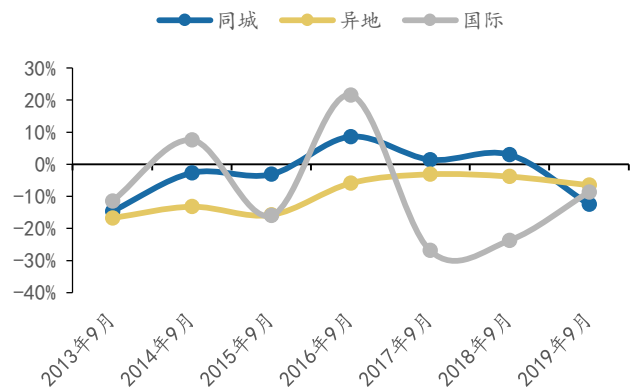
9月同城业务单价为7.14元, 同减12.47%; 异地业务单价为7.69元, 同减6.52%; 国际业务单价为47.92元, 同减8.67%。

图59: 快递平均单价增速 (元/%)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图60: 快递分类型单价增速 (%)

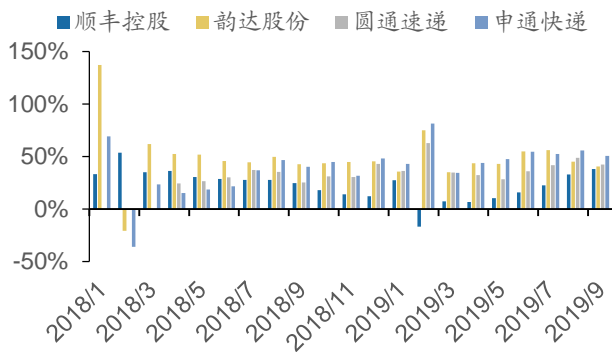


数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

■ 快递公司量价与市场份额

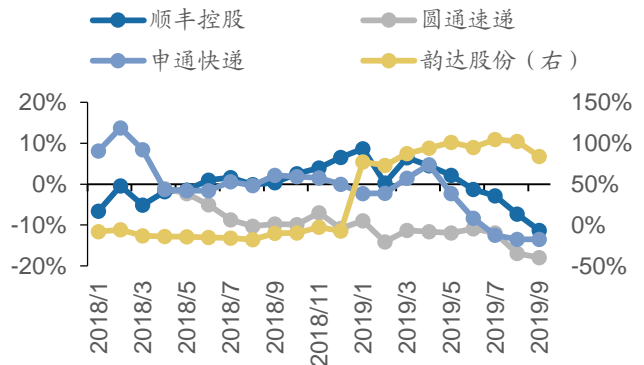
9月, 顺丰控股、韵达股份、圆通速递、中通快递单量同比增速分别为37.99%、40.57%、42.19%、50.64%, 单价同比增速分别为-11.32%、84.12%、-17.93%、-13.50%。

图61: A股快递单量增速



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图62: A股快递单价增速



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

1-9月, 顺丰+韵达+圆通+中通单量总计同比增长39.0%, 市占率总计48.70%; CR8剔除顺丰、韵达、圆通、申通后单量同比增长12.75%, 市占率总计33.10%。

表11: 2018-2019年快递公司单量及增速

单量	顺丰+韵达+圆通+申通				CR8 剔除顺丰、韵达、圆通、申通			
	2018	2017	同比	市占率	2018	2017	同比	市占率
1-3月	42.46	31.89	33.2%	42.8%	37.58	26.56	41.50%	37.89%
4月	17.21	13.04	32.0%	45.9%	13.62	10.35	31.65%	36.30%
5月	18.86	14.25	32.3%	45.1%	15.56	12.02	29.47%	37.24%
6月	18.59	14.06	32.2%	44.0%	16.05	12.56	27.79%	37.96%
1-6月	97.12	73.24	32.6%	44.0%	82.82	61.49	34.69%	37.51%
7月	18.27	13.29	37.5%	44.8%	14.99	11.65	28.71%	36.73%
8月	18.32	13.03	40.6%	44.7%	14.80	12.84	15.29%	36.09%

9月	20.17	15.09	33.7%	45.1%	16.27	13.58	19.75%	36.34%
1-9月	153.88	114.66	34.2%	44.3%	128.88	99.56	29.45%	37.10%
10月	21.05	15.51	35.7%	44.9%	16.75	14.42	16.15%	35.69%
11月	26.24	19.89	32.0%	44.8%	21.43	18.15	18.05%	36.55%
12月	25.14	17.84	41.0%	46.4%	18.40	15.22	20.90%	33.97%
全年	<b>226.31</b>	<b>167.89</b>	<b>34.8%</b>	<b>44.6%</b>	<b>185.46</b>	<b>147.35</b>	<b>25.86%</b>	<b>36.57%</b>
亿件	2019	2018	同比	市占率	2019	2018	同比	市占率
1月	22.33	16.45	35.7%	49.37%	14.40	15.44	-6.75%	31.83%
2月	11.14	7.85	41.9%	40.37%	11.34	7.94	42.84%	41.09%
3月	23.54	18.1	29.9%	48.40%	16.49	14.24	15.83%	33.90%
1-3月	57.01	42.43	34.4%	46.94%	42.23	37.61	12.26%	34.76%
4月	23.01	17.21	33.7%	46.78%	16.84	13.62	23.93%	34.72%
5月	25.29	18.83	34.3%	48.33%	17.58	15.56	12.96%	33.60%
6月	26.43	18.59	42.2%	48.40%	18.41	16.05	14.67%	33.71%
1-6月	131.74	97.09	35.7%	47.46%	95.05	82.85	14.73%	34.24%
7月	26.55	18.3	45.3%	50.59%	16.33	14.99	8.95%	31.11%
8月	26.76	18.3	46.1%	50.47%	16.56	14.80	11.87%	31.23%
9月	20.2	28.8	42.6%	51.40%	16.27	17.40	6.96%	31.08%
1-9月	153.8	213.8	39.0%	48.70%	128.91	145.34	12.75%	33.10%

数据来源: wind, 公司公告, 广发证券发展研究中心

表12: 2018-2019年快递公司市场份额

2018 份额	顺丰	韵达	圆通	申通	中通	百世	合计	CR8 其余
1-3月	9.2%	12.7%	12.0%	8.9%	16.1%	9.6%	68.5%	12.2%
4月	8.1%	14.7%	13.5%	9.6%				
5月	7.5%	14.5%	13.4%	9.7%				
6月	7.6%	13.6%	13.2%	9.5%				
1-6月	8.4%	13.6%	12.7%	9.3%	16.8%	10.1%	70.9%	10.6%
7月	7.4%	13.8%	13.4%	10.2%				
8月	7.5%	14.0%	12.6%	10.6%				
9月	7.5%	14.1%	12.7%	10.7%				
1-9月	8.1%	13.7%	12.8%	9.7%	16.7%	10.4%	71.4%	10.0%
10月	6.4%	14.2%	13.4%	10.9%				
11月	6.7%	13.7%	14.0%	10.5%				
12月	6.9%	14.0%	14.3%	11.2%				
全年	7.6%	13.8%	13.1%	10.1%	16.8%	10.8%	71.4%	10.0%
2019 份额	顺丰	韵达	圆通	申通	中通	百世	合计	CR8 其余
1月	9.0%	14.6%	14.5%	11.3%				
2月	8.0%	12.4%	10.8%	9.1%				
3月	7.2%	16.1%	14.5%	10.6%				
1-3月	8.1%	14.7%	13.6%	10.5%	18.6%	11.0%	76.6%	5.1%
4月	6.6%	16.1%	13.6%	10.5%				
5月	6.6%	16.6%	13.7%	11.4%				

6月	6.8%	16.3%	13.9%	11.4%				
1-6月	7.3%	15.6%	13.7%	10.8%	19.3%	11.7%	81.7%	3.2%
7月	7.0%	16.7%	14.7%	12.1%				
8月	7.6%	15.7%	14.5%	12.7%				
9月	8.1%	15.8%	14.5%	13.0%				
1-9月	7.4%	15.8%	14.0%	11.5%				

数据来源: wind, 公司公告, 广发证券发展研究中心

## 风险提示

宏观经济下行; 极端天气造成航班执行率大幅低于预期; “公转铁”政策实施、铁路基础设施建设不及预期; 电商增速大幅下滑、人力成本快速攀升等。

## 广发交通运输行业研究小组

- 关 鹏：首席分析师，上海财经大学数量经济学硕士，2016 年进入广发证券发展研究中心。  
孙瑜：联系人，新加坡国立大学金融工程硕士，2016 年进入广发证券发展研究中心。  
曾靖珂：联系人，上海交通大学管理科学与工程硕士，2018 年进入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。  
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。  
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。  
增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。  
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。  
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区世纪 大道 8 号国金中心一 期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

- (1) 广发证券在过去 12 个月内与东方航空(600115)公司有投资银行业务关系。
- (2) 广发证券在过去 12 个月内与东方航空(00670)公司有投资银行业务关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。