

## 宏观需求扰动，布局结构行情

### 交通运输行业 2020 年度策略

投资建议： 中性

上次建议： 中性

#### 投资要点：

##### 市场回顾

2019年初以来，沪深300指+30.56%，A股大部分行业板块均出现上涨，其中食品饮料行业涨幅最大，为+76.30%；建筑板块跌幅最大，为-9.36%；交通运输的板块表现在所有行业中位列第16名，接近中位数，+11.53%。在交通运输行业的8个子行业中，机场板块涨幅最大，上涨幅度为+49.09%；仅铁路板块出现下跌，跌幅为4.39%。

##### 航运：首选油运，干散集运仍在左侧

受中美贸易摩擦及世界经济疲弱的影响，航运各子行业板块需求增速下行。展望2020年，IMO2020限硫令将于1月1日起正式实施。我们认为，此项法令的颁布将等同于全球航运业内的“供给侧改革”：活跃运力的退出、老旧船舶的加速拆解、低硫油的不适配性、新订单的不确定性等将对航运业的供给过剩现状产生缓解作用。供需结构与市场格局的改善正在发生。首选油运行业，美油出口和供给侧的影响和持续性可能超过市场预期，建议关注中远海能（600026.SH）。

##### 航空：供需双弱，期待汇率反弹

19年以来，航空业出现了供需双弱、客座率平稳的格局。一方面，全国民航旅客吞吐量增速仅为8.05%，低于过去三年的11.30%的平均增速；另一方面，可用座位公里数（ASK）增速也由过去三年的11.45%下滑至8.72%。我们认为这是受到诸多因素的影响，包括：宏观经济增速下滑、公商务旅客出行意愿下降、737MAX停飞事件导致的飞机延期交付。在当前格局下，我们建议投资者更应关注汇率的扰动，尤其是在新租赁准则下，汇率弹性加大，利润扰动性更强。据我们测算，汇率波动每1%对应的三大航2019E净利润影响在5%-8%之间，中美贸易摩擦的改善亦会对人民币汇率产生提振作用，建议关注三大航。

##### 机场：免税驱动业绩，关注时刻增量及北京市场转运

机场行业已连续3年在交运各子行业中保持最高涨幅。尽管今年以来国内总体客流量增速下滑，但上市机场时刻早已受限，非航业务（免税）仍有较大增长空间。从19年冬春时刻看，白云、深圳机场冬春季时刻国际线明显放量（因新航站楼投运），而随着卫星厅启用，预计明年浦东机场夏秋时刻也将实现放量。此外，我们建议关注北京一市两场的转运计划，尽管首都机场将遭遇确定性的旅客吞吐量下滑，但其旅客结构将因此改善。

##### 风险提示

贸易摩擦加剧、全球宏观经济疲弱、油价与汇率大幅波动、政策实施超出预期

#### 一年内行业相对大盘走势



王正成 分析师

执业证书编号：S0590519080001

电话：0510-85607670

邮箱：wangzc@glsc.com.cn

#### 相关报告

 1、《航空、油运周期上行，机场、高速攻守兼备》  
 2019.07.02

2、《贸易谈判进展顺利，航空航运板块迎来反弹良机》

 3、《油运价格大幅反弹，机场运营数据明显改善》  
 2019.02.21

## 正文目录

<b>1</b>	<b>市场回顾</b>	<b>4</b>
<b>2</b>	<b>航运：首选油运，集运干散左侧布局</b>	<b>5</b>
2.1	干散货市场：19年前低后高，后市复苏待验证	5
2.2	集装箱市场：需求承压，但竞争格局改善	6
2.3	油运市场：供需格局持续向好，周期反转已确认	9
<b>3</b>	<b>航空：供需双弱，关注油汇预期逆转</b>	<b>12</b>
3.1	整体运营情况：供需双弱，客座率持平	12
3.2	微观运营情况：国航领跑三大航，民营航空客座率分化	13
3.3	油价、汇率扰动：关注中美贸易摩擦	15
3.4	东航、吉祥交叉持股，上海两场更具看点	16
<b>4</b>	<b>机场：把握消费属性与产能周期</b>	<b>17</b>
4.1	行情回顾：行业领跑，个股分化	17
4.2	生产数据：增速放缓，广、深机场亮眼	17
4.3	经营数据：免税业务增速仍可观	18
4.4	大兴机场投产，首都机场分流影响几何	19
<b>5</b>	<b>投资建议</b>	<b>20</b>
5.1	中远海能（600026.SH）	20
5.2	中国国航（601111.SH、0753.HK）	20
5.3	北京首都机场股份（0694.HK）	20
<b>6</b>	<b>风险提示</b>	<b>20</b>

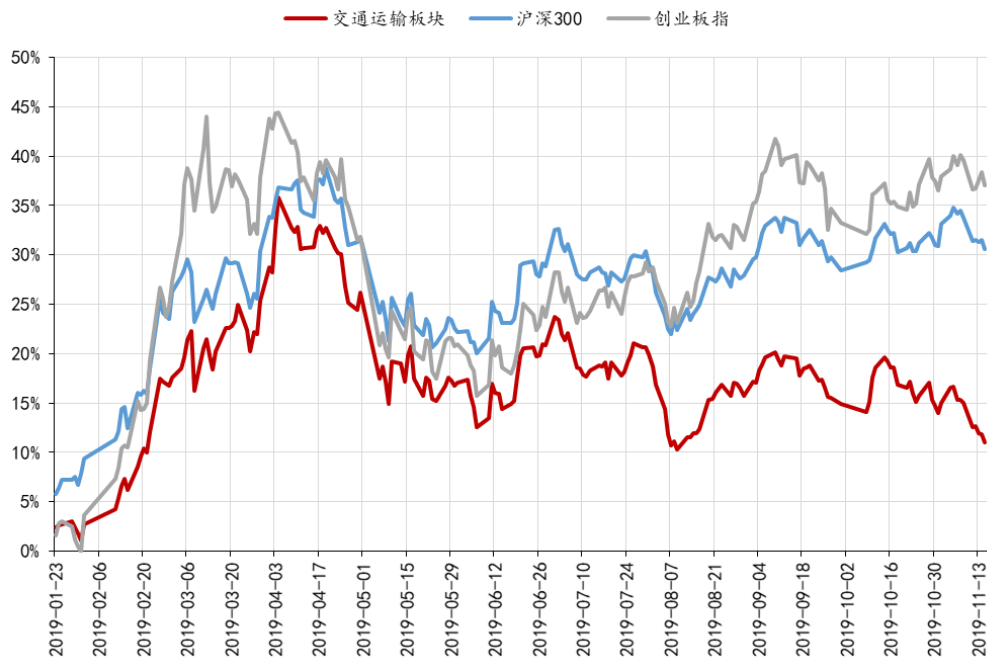
## 图表目录

图表 1: 2019 年初以来交运板块、沪深 300、创业板指的涨幅情况.....	4
图表 2: 2019 年初以来 A 股各行业涨跌幅.....	4
图表 3: 2019 年初以来交运各子板块涨跌幅.....	4
图表 4: BDI 各指标近三年走势.....	5
图表 5: 散运货运结构 (2019) .....	5
图表 6: 中国铁矿石进口量 (百万吨) 及其增速.....	6
图表 7: 干散货船订单占比处于历史低位.....	6
图表 8: 太平洋东向航线集装箱运输量增速 (%) .....	7
图表 9: 2019H1 亚洲多地至北美集装箱运输量增速 (%) .....	7
图表 10: 集装箱需求增速表 (百万 TEU, %) .....	7
图表 11: 上海-欧洲航线集装箱运价 (美元/TEU) .....	8
图表 12: 上海-美国航线集装箱运价 (美元/TEU) .....	8
图表 13: 2018 年以来集装箱船拆解量 (kTEU) .....	8
图表 14: 集装箱船新建船订单占比 (%) .....	8
图表 15: 10 年以来 VLCC TD3C 年度均值 (美元/天) .....	9
图表 16: 2018 年 VLCC TD3C 走势.....	9
图表 17: 美国原油产量 (百万桶/天) .....	9
图表 18: 美国原油出口量 (百万桶/天) .....	9
图表 19: 美国原油管道投产时间表 .....	10
图表 20: OECD 原油商业库存低于 5 年均值.....	10
图表 21: VLCC 在手订单占总船队比例 (%) .....	10
图表 22: 当前 VLCC 船龄结构图.....	10
图表 23: 限硫令对船舶供给的影响.....	11
图表 24: VLCC 脱硫塔安装时间表.....	11
图表 25: VLCC 供需增速与运价预测.....	11
图表 26: 上市 6 大航空公司国内航线供需情况 (% , pct) .....	12
图表 27: 上市 6 大航空公司国际航线供需情况 (% , pct) .....	12
图表 28: 中国国航运营情况 .....	13
图表 29: 东方航空运营情况 .....	13
图表 30: 南方航空运营情况 .....	14
图表 31: 海航控股运营情况 .....	14
图表 32: 春秋航空运营情况 .....	14
图表 33: 吉祥航空运营情况 .....	14
图表 34: 人民币汇率走势.....	15
图表 35: 国际油价及航空煤油出厂价走势.....	15
图表 36: 年初以来, 各上市机场的股份表现.....	17
图表 37: 上市六大航司旅客增速下行.....	17
图表 38: 上市机场旅客吞吐量增速 (%) .....	17
图表 39: 上市机场起降增速 (%) .....	17
图表 40: 四大上市机场前三季度营收情况 (百万元) .....	18
图表 41: 四大上市机场前三季度净利情况 (百万元) .....	18
图表 42: 2019-2025 年首都机场与大兴机场旅客吞吐量规划 (万人) .....	19
图表 43: 首都机场与大兴机场地理位置示意图.....	19
图表 44: 转场过程中大兴机场与首都机场航班量规划情况 (班次/日) .....	19

## 1 市场回顾

2019年初以来,沪深300指数上涨+30.56%,A股大部分行业板块均出现上涨,其中食品饮料行业涨幅最大,为+76.30%;建筑板块跌幅最大,为-9.36%;交通运输的板块表现在所有行业中位列第16名,接近中位数,上涨+11.53%。

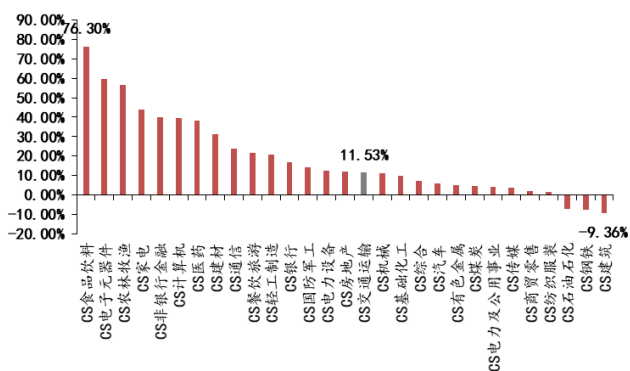
图表 1: 2019年初以来交运板块、沪深300、创业板指的涨幅情况



来源: Wind, 国联证券研究所

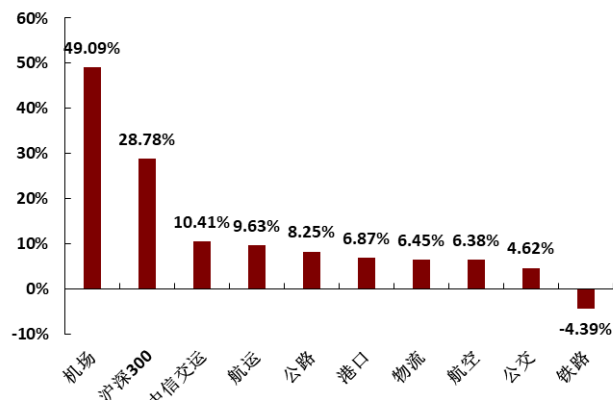
在交通运输行业的8个子行业中,机场板块涨幅最大,上涨幅度为+49.09%;航运、航空等强周期板块受到中美贸易摩擦、汇率、油价等外围因素的影响,平均涨幅为+10.41%,仅铁路板块实现下跌,跌幅为-4.39%。

图表 2: 2019年初以来A股各行业涨跌幅



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 3: 2019年初以来交运各子板块涨跌幅



来源: Wind, 国联证券研究所

## 2 航运：首选油运，集运干散左侧布局

2019年前三季度，全球经济表现疲弱，国际货币基金组织（IMF）预计19年全年经济增长率为3.0%，已降至全球金融危机以来的最低水平。贸易摩擦加剧和地缘政治紧张对全球贸易、投资决策及商业信心带来不利影响。在此背景下，全球航运业各细分领域的需求端正面临不同程度的压力。

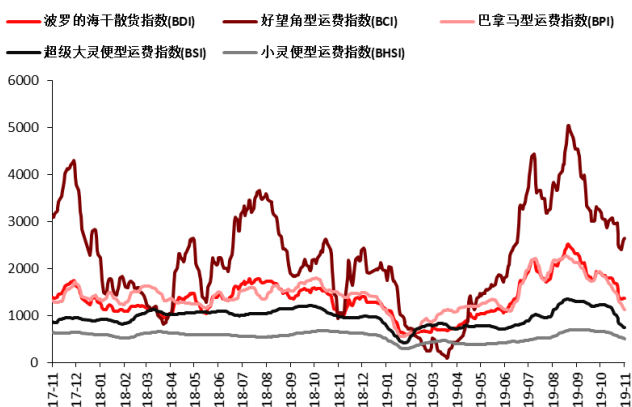
展望2020年，IMO2020限硫令将于1月1日起正式实施。我们认为，此项法令的颁布将等同于全球航运业内的“供给侧改革”：活跃运力的退出、老旧船舶的加速拆解、低硫油的不适配性、新订单的不确定性等将对航运业的供给过剩情况产生缓解作用。供需结构与市场格局的改善正在发生，部分子行业或因此加速复苏。我们首选油运行业，认为供给侧的影响或超越贸易摩擦。

### 2.1 干散货市场：19年前低后高，后市复苏待验证

淡水河谷溃坝事件导致BDI创10年新高。由于好望角型船在BDI中的权重上调至40%，近年来好望角型船租金的大幅变动也导致了BDI指数的大幅震荡。19年上半年，淡水河谷发生溃坝事故，铁矿石出货量因此同比下滑20%。由于巴西和澳大利亚几乎垄断了铁矿石的出口市场，而巴西-远东运距是澳大利亚到远东的3倍，叠加澳洲飓风影响，极端事件的同时发生直接导致干散货市场供过于求，BDI在3月触底，跌至300点附近，接近历史最低点。

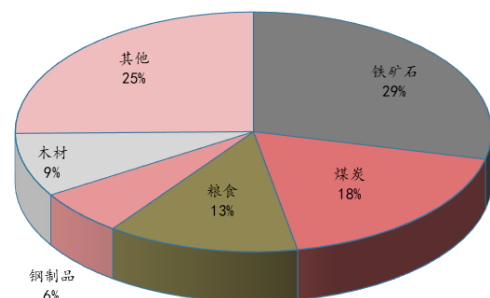
随后，需求端短暂的溃坝事件得到缓解，期间铁矿石价格高企，各大矿山因此积极发货，淡水河谷的出货量也逐渐恢复。供给端，二季度开始，部分淡水河谷旗下VLOC进入船坞集中安装脱硫塔以应对IMO2020限硫令。活跃运力下降叠加需求回暖，导致BDI在9月突破5000点，创出10年新高的水平。

图表4：BDI各指标近三年走势



来源：Clarksons，国联证券研究所

图表5：散运货运结构（2019）



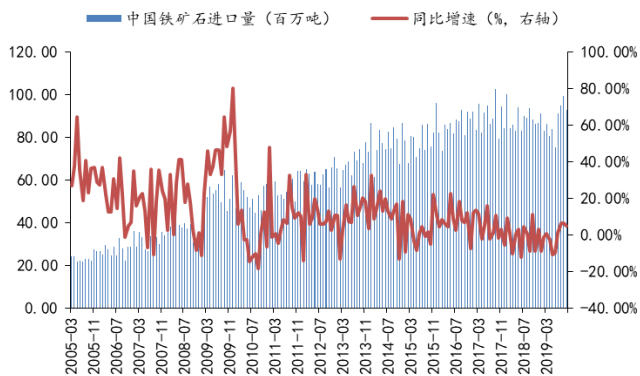
来源：Clarksons，国联证券研究所

我们认为，干散货航运自 2016 年触底后已处于底部复苏与改善阶段，但复苏逻辑仍有待验证。

需求端方面，18 年以来，中美贸易摩擦导致了大豆、高粱等粮食的运输需求承压，但整体影响有限。根据 Clarkson 的预测，贸易摩擦对于粮食运输的影响最大，约为 4.4%，但对于整体干散货运输需求的影响仅为 0.6%。而以铁矿石（主要出口地为中国）、煤炭运输需求为主的货运结构，又限制了该行业未来需求的增长空间。

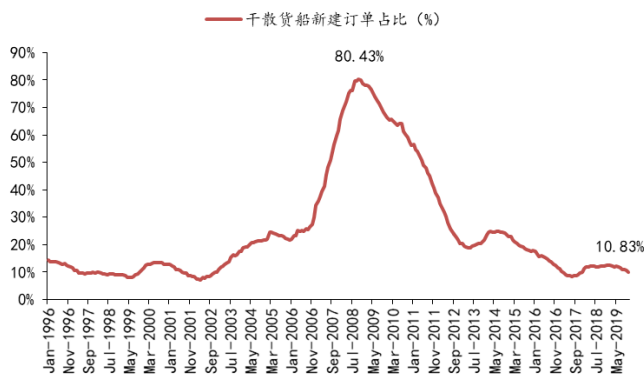
供给方面，当前行业整体的新船在建订单仅 10.83%，仍处于历史较低水平。综合来看，我们认为行业向下风险不大，但显著复苏仍依赖于中国基建与房地产开发的持续高增长。

图表 6：中国铁矿石进口量（百万吨）及其增速



来源：Wind，国联证券研究所

图表 7：干散货船订单占比处于历史低位



来源：Clarksons，国联证券研究所

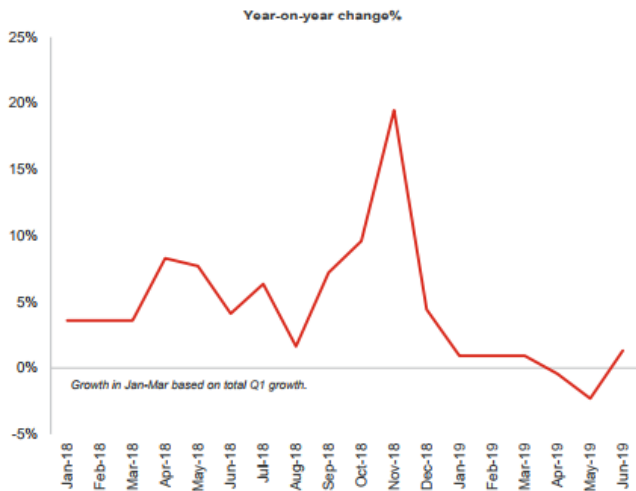
## 2.2 集装箱市场：需求承压，但竞争格局改善

中美贸易摩擦影响有限，但全球需求增速将放缓。根据 Clarkson 的测算，受中美贸易摩擦直接影响的集装箱货物影响占比为 0.6%，如若考虑距离因素，这一比例仅为 0.4%；而全球经济放缓的影响更大，预计 19-20 年，全球集装箱运输需求增速为 2.2%、3.2%（17-18 年的增速为 5.8%、4.3%）。

太平洋东向航线需求增速放缓。随着 2018 年抢运潮的结束，2019 年上半年开始，太平洋东向航线的集装箱运输需求增速快速回落至 1%左右，预计 19 年全年、20 年将出现负增长，增速分别为-1.7%，-0.8%。

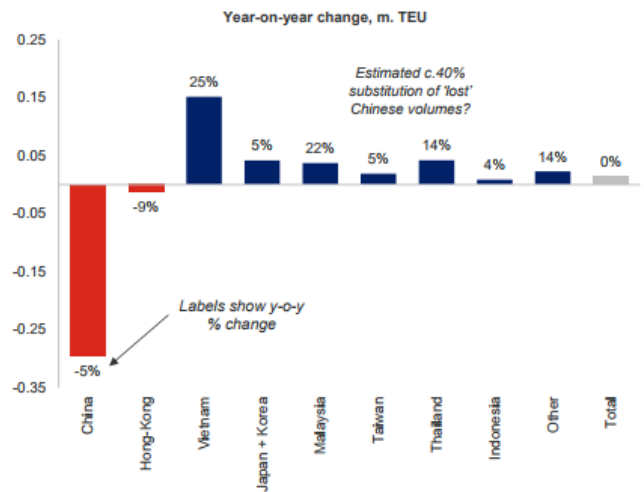
亚洲区域替代效应和消费者价格敏感性为集运需求带来韧性。2019 年前 8 个月，中国至美国的集装箱出口量同比减少 7%。然而，由于价格敏感和替代趋势的存在，太平洋航线的整体运输需求波动有限。50%的中-美集装箱出口量的缩减已由亚洲其他国家替代。非中国出口至北美的集装箱量同比提升了 14%，越南和马来西亚分别贡献了这一增量的 47%和 11%。

图表 8: 太平洋东向航线集装箱运输量增速 (%)



来源: Clarksons, 国联证券研究所

图表 9: 2019H1 亚洲多地至北美集装箱运输量增速



来源: Clarksons, 国联证券研究所

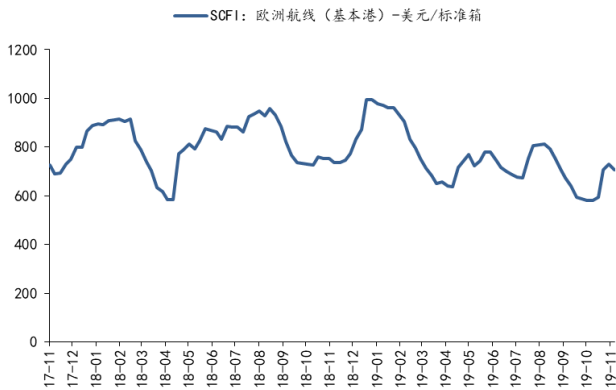
图表 10: 集装箱需求增速表 (百万 TEU, %)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
东西干线	46.8	48.6	48.9	50.3	52.0	52.3	54.6	57.2	58.5	59.6	60.3
同比	11.5%	3.7%	0.6%	3.0%	3.2%	0.8%	4.4%	4.7%	2.2%	1.8%	1.3%
东西非干线	13.4	14.9	15.5	16.0	17.2	18.1	19.1	20.0	20.5	20.4	21.1
同比	16.0%	11.0%	3.9%	3.6%	7.2%	5.0%	6.0%	4.4%	2.5%	-0.3%	3.4%
南北航线	23.5	25.7	25.8	27.4	28.4	28.4	28.9	30.7	32.3	32.4	33.5
同比	15.0%	9.1%	0.5%	6.0%	3.7%	0.1%	1.6%	6.2%	5.2%	0.3%	3.4%
区域内航线	50.7	55.3	59.1	62.8	66.9	69.0	72.9	77.9	82.4	85.7	89.4
同比	14.5%	9.1%	6.7%	6.4%	6.5%	3.2%	5.7%	6.8%	5.9%	4.0%	4.3%
亚洲区域内航线	33.8	37.8	40.7	43.9	46.6	48.1	51.3	55.1	58.3	60.3	62.7
其他区域内航线	16.9	17.6	18.4	18.9	20.3	20.9	21.7	22.8	24.1	25.4	26.7
全球航线总计	134.6	144.5	149.2	156.6	164.4	167.9	175.6	185.8	193.7	198.0	204.3
同比	13.7%	7.4%	3.3%	4.9%	5.0%	2.1%	4.6%	5.8%	4.3%	2.2%	3.2%

来源: Clarksons, 国联证券研究所

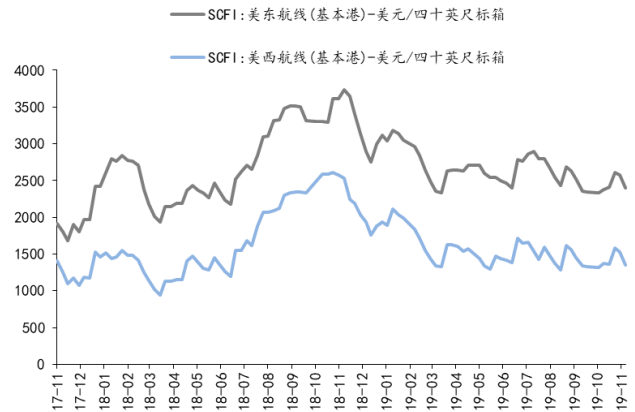
从运价上看, 2019Q3 的集装箱市场旺季不旺。美线运价在 2018 Q3、Q4 表现亮眼, 除旺季因素之外, 也体现了部分因担心关税而发生的抢运行为。欧美 PMI 指数明显回落, 经济增长动能放缓影响集运需求, 导致 2019Q3 旺季运价不旺: SCFI 欧线、美西线 2019Q3 均价同比下降 18%、28%。

图表 11: 上海-欧洲航线集装箱运价 (美元/TEU)



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 12: 上海-美国航线集装箱运价 (美元/TEU)

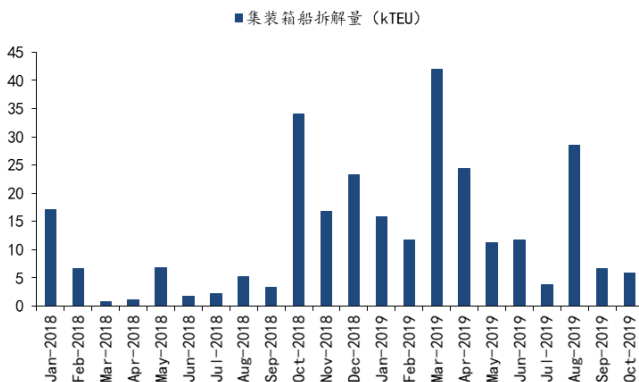


来源: Wind, 国联证券研究所

小船拆解量激增, 运力交付减少, 关注竞争格局。2019 年 1-9 月, 集装箱船队的交付量同比减少 18%, 当前 9.57% 的在手订单水平已处于历年最低; 而拆船量较去年同比提升 242%。此外, 为应对 IMO2020, 10 月以来, 有 45 艘集装箱船 (相当于 0.47 百万 TEU, 2% 的运力) 正在船厂进行脱硫塔安装, 而当下的平均安装时间为 52 天, 较 19Q1 的 37 天明显拉长。

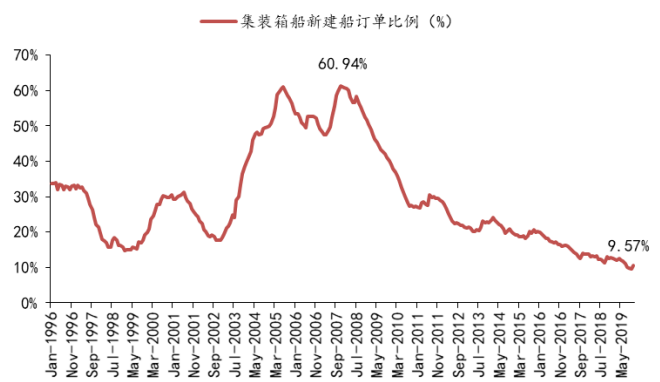
值得关注的是, 相比于其他两大航运子行业, 集运行业的市场集中度极高: 前十大公司占有全市场份额的 80% 以上, 而这一数字在干散货与油运领域仅为 20% 左右。因此, 航运联盟之间的运力合作对市场有很重要的影响, 而龙头公司 (例如马士基) 对于提价的诉求将很可能得到市场的响应。

图表 13: 2018 年以来集装箱船拆解量 (kTEU)



来源: Clarksons, 国联证券研究所

图表 14: 集装箱船新建船订单占比 (%)



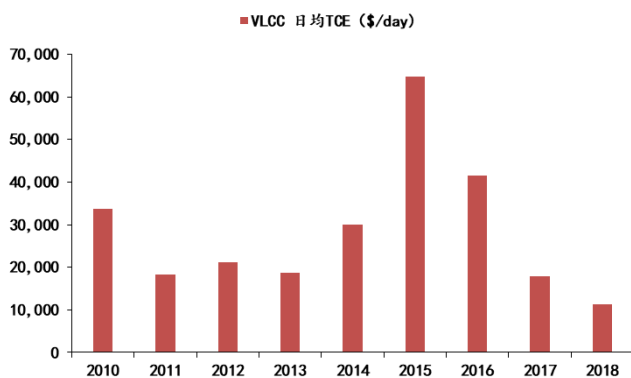
来源: Calrksons, 国联证券研究所



### 2.3 油运市场：供需格局持续向好，周期反转已确认

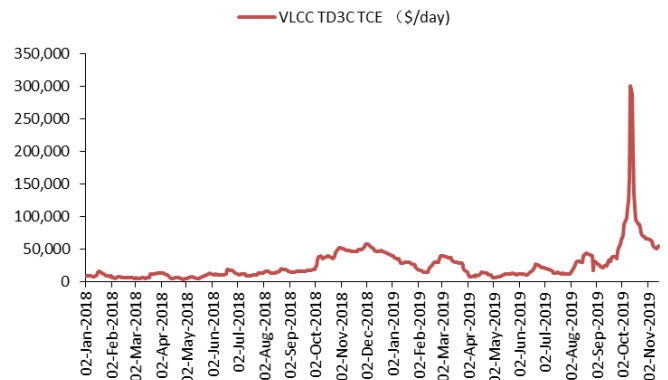
2019年10月，VLCC TD3C 即期 TCE 突破 30 万美元/天，创有记录以来的历史最高水平。自我们从 2018Q3 提示油运行业的复苏趋势以来，VLCC 运价水平受供需改善持续提升，而地缘政治因素将运价推上新高度。我们相信，油运周期反转已经确认，并可以预见未来 2 年的上行。

图表 15：10 年以来 VLCC TD3C 年度均值（美元/天）



来源：Clarkson, 国联证券研究所

图表 16：2018 年 VLCC TD3C 走势



来源：Clarkson, 国联证券研究所

#### ➤ 页岩油增产带动出美国原油口量剧增

美国原油增产是除 OPEC 与俄罗斯外影响全球原油供给的最大变量。2016 年，美油产量为 880 万桶/天，出口量为 60 万桶/天；2019 年 11 月，美油产量达到 1280 万桶/天，出口量为 368 万桶/天。与 3 年前相比分别提升 45% 与 513%，而出口比例也由 6.8% 提升至 28.75%。

图表 17：美国原油产量（百万桶/天）



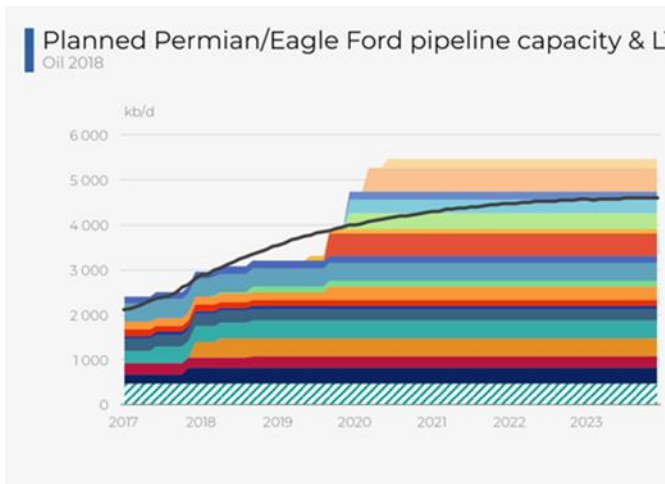
来源：EIA, 国联证券研究所

图表 18：美国原油出口量（百万桶/天）



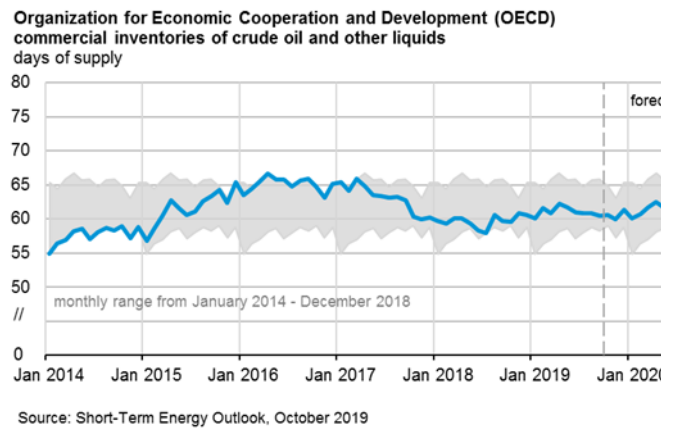
来源：EIA, 国联证券研究所

图表 19: 美国原油管道投产时间表



来源: IEA, 国联证券研究所

图表 20: OECD 原油商业库存低于 5 年均值



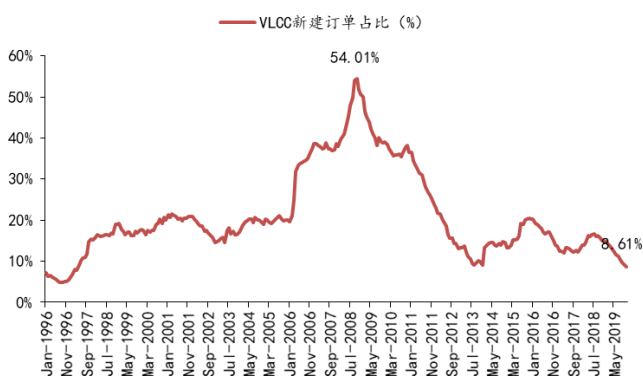
来源: eia, 国联证券研究所

➤ 新船订单处于低位, 新签订单多因素抑制

市场较为担心的是 2019 年的低拆船量, 我们认为较低的新建订单水平、较高的老龄船占比是未来供给侧的中期利好。目前 VLCC 的在手订单占总船队的比例仅为 8.61%, 预计明年将继续下行。从船队年龄来看, 15 岁以上的高龄船占比为 28%。这一比例显著高于油轮船队的在手订单率, 这意味着当前订单或无法满足船队的更新替换需求。15 岁以上船龄的 VLCC 运营维护成本陡升, 在市场上基本不具备竞争力, 而更多以浮仓的形式存在。

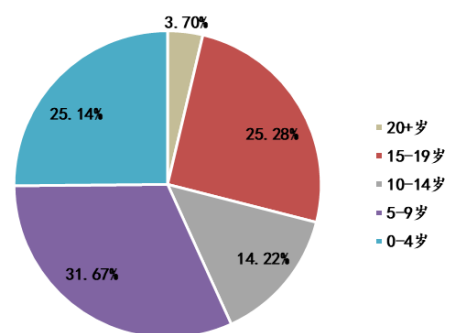
此外, 尽管今年运费大幅改善, 但新签 VLCC 订单仅有 21 艘, 同比减少 52%。我们认为, 新船投资融资难、环保要求趋严或将使订单受到长期抑制。

图表 21: VLCC 在手订单占总船队比例 (%)



来源: Clarkson, 国联证券研究所

图表 22: 当前 VLCC 船龄结构图



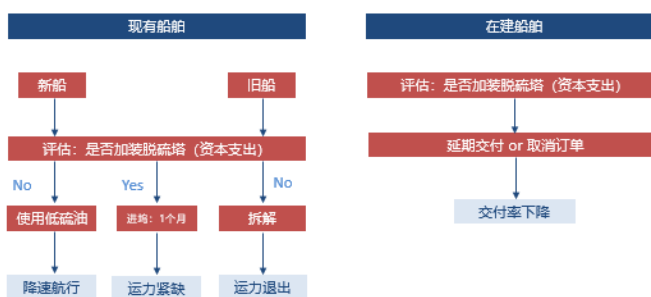
来源: Clarkson, 国联证券研究所

➤ 限硫令加速运力出清，降低活跃运力

IMO2020 将于 2020 年 1 月 1 日起实施，它规定了全球航行船舶使用 0.5%低硫燃油标准。面对限硫令，船东将有 3 种方法来应对：

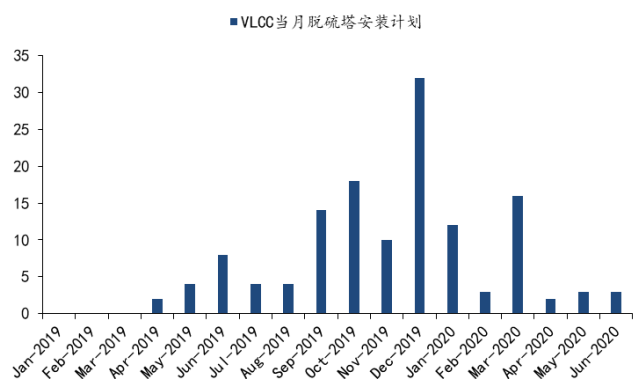
1) 使用价格更高的低硫油；2) 给现有船只安装脱硫塔；3) 采购 LNG 动力船舶。考虑到资本开支，前两种将成为船东们的主要选择，而是否安装脱硫塔则需要考虑高低硫油价差、船舶自身性能、改造的资产回报率。我们认为，该法案导致的最终结果将是新船交付的延期、可用运力的下降和老旧船舶的加速拆解。

图表 23: 限硫令对船舶供给的影响



来源：国联证券研究所

图表 24: VLCC 脱硫塔安装时间表

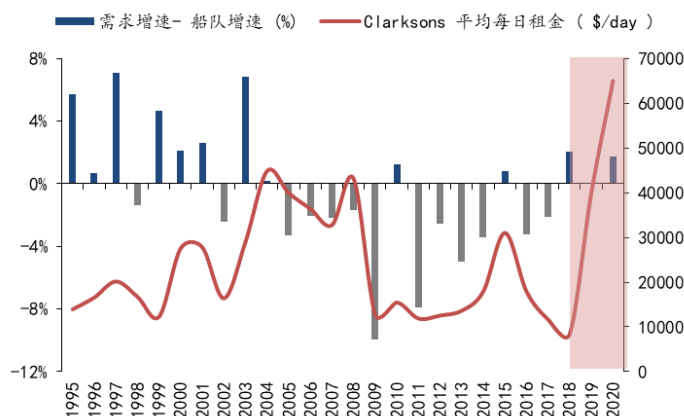


来源：国联证券研究所

➤ 经营扭亏，油轮复苏行情不容错过

我们预计 19-20 年底，全球油运市场需求-供给增速分别为+0.26%、+2.73%，增速差相比过去七年（平均-3.29%）大幅改善，并将带动运价起底复苏。行业将结束亏损状态，VLCC 日均 TCE 水平将有望达到 45000、65000 美元/天，油轮的复苏周期不容错过。

图表 25: VLCC 供需增速与运价预测



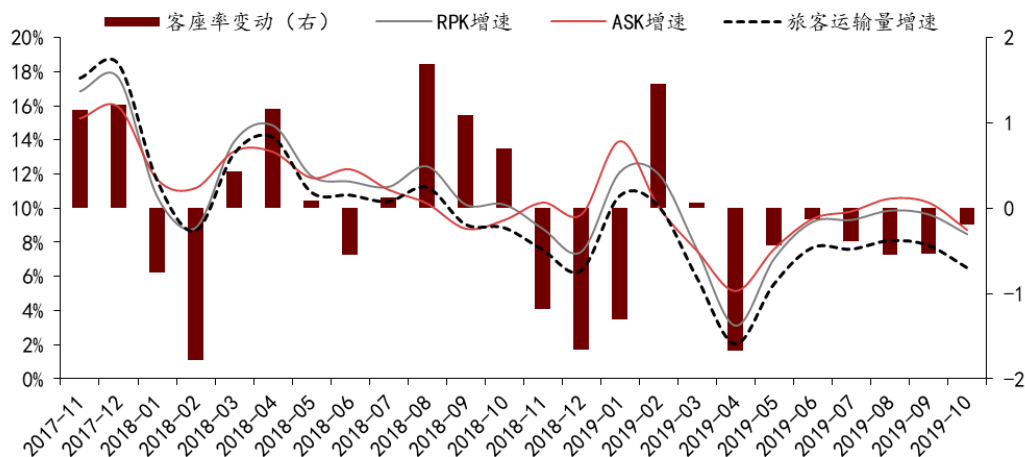
来源：Clarkson，国联证券研究所

### 3 航空：供需双弱，关注油汇预期逆转

#### 3.1 整体运营情况：供需双弱，客座率持平

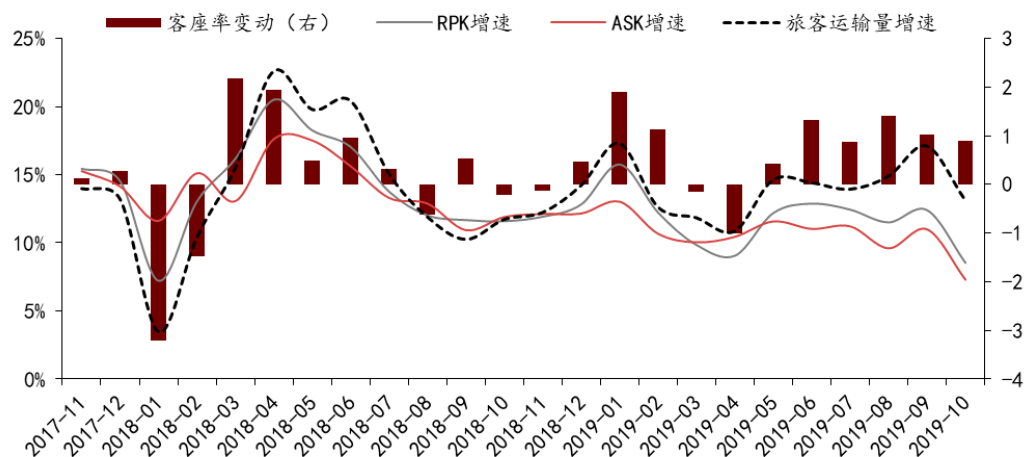
2019年1-10月，航空业供需增速呈同步放缓趋势。国内方面，10月上市6大航司客运量增速降至6.51%（过去三年平均增速为11.30%），RPK增速降至8.48%（过去三年平均增速为11.96%），ASK增速为8.72%（过去三年平均增速为11.45%），客座率为84.53%，较去年降0.19pct，已连续7个月下滑。

图表 26：上市 6 大航空公司国内航线供需情况（%，pct）



来源：Wind，国联证券研究所

图表 27：上市 6 大航空公司国际航线供需情况（%，pct）



来源: Wind, 国联证券研究所

国际航线面临类似情况,但旅客发送量增速保持至高位。10月国际旅客ASK与RPK增速分别为7.30%、8.53%,而过去三年的均值分别为13.39%、13.72%。国际旅客发送量增速为13.15%,处于过去三年的中枢水平,客座率则连续6个月实现正增长。各大航空公司将远程洲际航线(例如中美航线)置换为近程东北亚航线,是造成以上数据差异的主因。

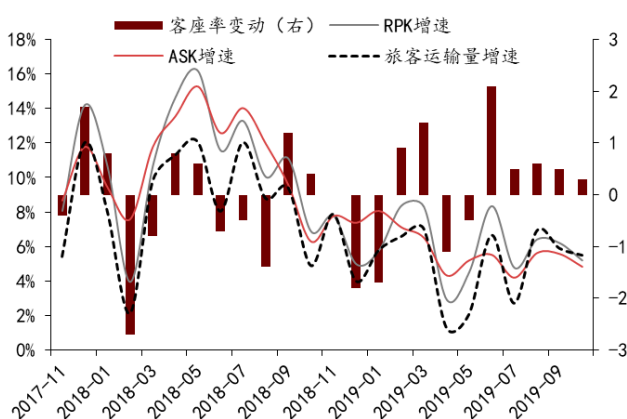
我们认为,国内与国际供需增速同步放缓主要由以下几个原因导致:

- 1) 控总量、调结构背景叠加国庆重大活动影响,核心机场时刻增量受限;
- 2) 中美贸易摩擦、经济增速放缓导致公商务旅客出行意愿下降;
- 3) 737MAX停飞事件,导致机队交付大幅放缓,而2018H2是交付高峰。
- 4) 部分航线的特殊情况(香港机场受阻、台湾自由行受限等)。

### 3.2 微观运营情况: 国航领跑三大航, 民营航空客座率分化

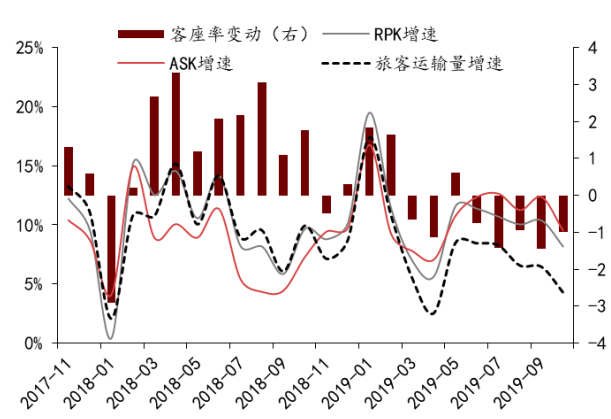
三大航方面,2019Q3国航、南航、东航的ASK分别同比增长5.4%、10.8%、11.8%,而去年同期分别为9.2%、12.2%、4.8%,即除东航外,运力同比增速均放缓。客座率方面,上市三家航空公司分别为82.1%、83.7%、82.4%,分别同比+0.4pct、0.3pct、-1.3pct。其中,国航客座率连续5个月实现正增长。

图表 28: 中国国航运营情况



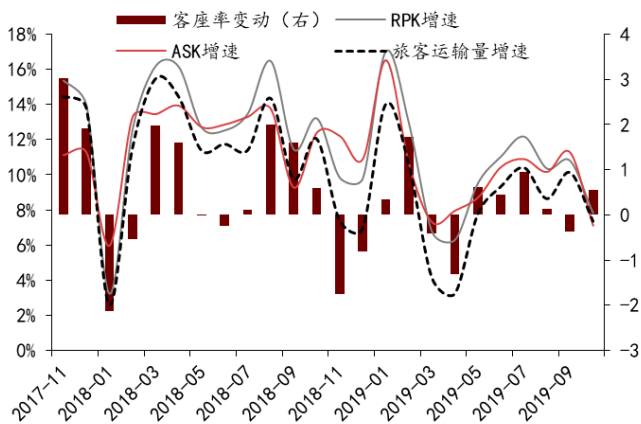
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 29: 东方航空运营情况



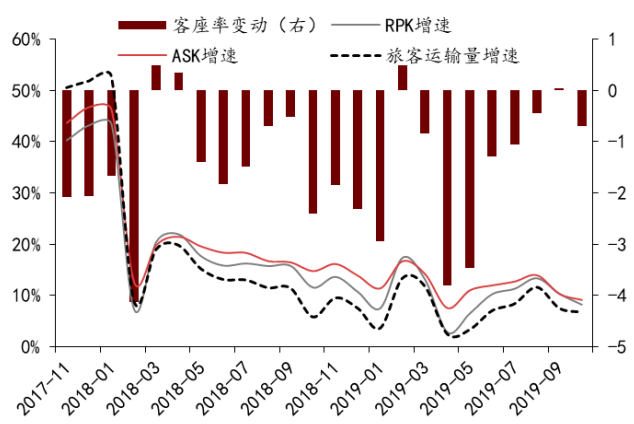
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 30: 南方航空运营情况



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 31: 海航控股运营情况

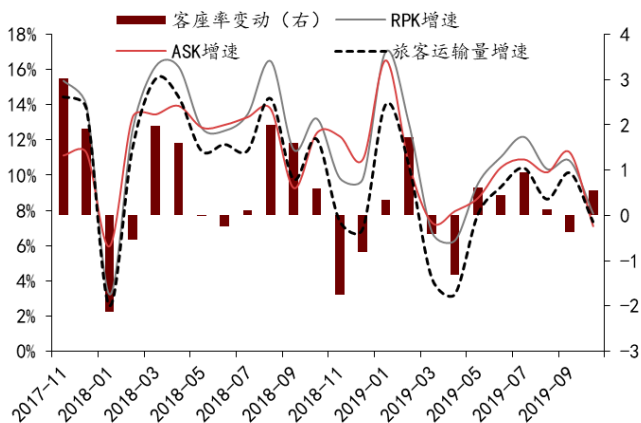


来源: Wind, 国联证券研究所

**春秋客座率稳中有升。**2019Q3, 春秋航空整体 ASK 同比增长 13.3%, 与去年同期基本持平。但春秋的运力投放结构调整较大: 国内线 ASK+13.8% (去年同期+9.8%); 国际线 ASK+12.1% (去年同期+21.3%)。受日本、韩国泰国等亚洲航线的持续火爆, 公司 Q3 客座率上升 2.4pct 至 91.9%。

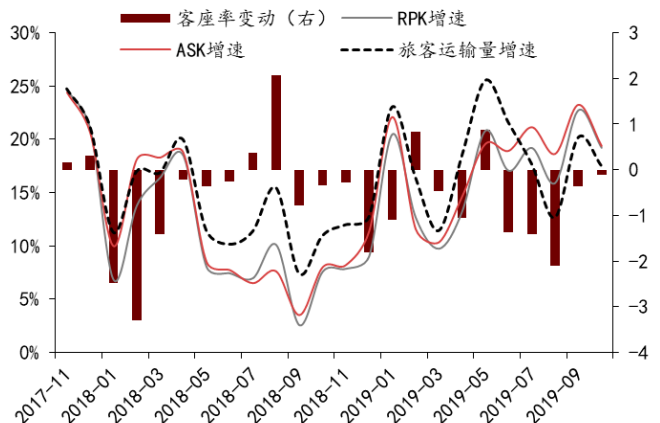
**吉祥国际线短期承压。**2019Q3, 受到宽体机执飞洲际航线的影响, 吉祥航空国际线 ASK 同比+122.7%, 带动公司整体 ASK 同比+20.9%。公司国际线客座率 10 月客座率为 74.59%, 较去年同期下降 9.36pct。我们认为, 公司旗下由 Boeing 787 系列执飞的远程航线仍处于产能爬坡期。

图表 32: 春秋航空运营情况



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 33: 吉祥航空运营情况

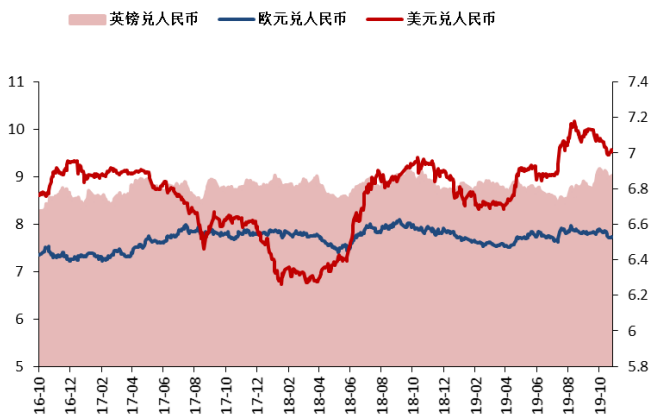


来源: Wind, 国联证券研究所

### 3.3 油价、汇率扰动：关注中美贸易摩擦

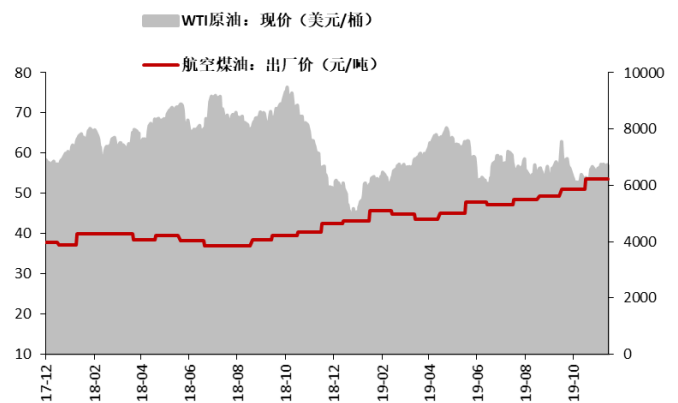
油价较去年同期下跌约 11%，利好成本端。2019Q3 布油均价约 65 美元/桶，较 2018 年同期均价下降 8 美元（同比降幅 11%），得益于此，国航、南航、东航、春秋、吉祥单位 ASK 航油成本分别同比下降约 14%、12%、11%、9%、8%。

图表 34：人民币汇率走势



来源：Wind，国联证券研究所

图表 35：国际油价及航空煤油出厂价走势



来源：Wind，国联证券研究所

根据我们的测算，油价 1 美元/桶的变动对应三大航全年净利润变化约 3.7-4.5 亿元人民币，占 2019E 净利润 4%~7%；对应春秋、吉祥全年净利润变化约 4000 万元人民币，占 2019E 净利润 2.2、2.9%。

#### 新租赁准则加大汇率弹性，利润扰动性加强

2019 年 1 月 1 号开始，三大航都开始适用 IFRS16 会计准则，即经营性租赁飞机进表的新的租赁准则。在新准则下，航司资产与负债端同时扩大，美元负债绝对规模的提升，使三大航净利润对汇率的敏感性扩大。

截至 2019 年 6 月底，国航、东航、南航美元带息负债为 604 亿人民币、489 亿人民币、777 亿人民币，较 2018 年底分别增加 316 亿人民币、204 亿人民币和 441 亿人民币，三大航净利润对美元/人民币汇率敏感性放大约 1.8-2.7 倍。

根据我们的测算，人民币对美元变动 1% 对应国航、南航、东航净利润的扰动由 18 年上半年的 2.36、2.96、2.33 亿元提升至 19H1 的 4.81、5.15、3.14 亿元（占 2019E 净利润 5%~8%）。对春秋与吉祥的影响比较有限。而三季度人民币兑美元贬值约 3.9%（去年同期为 3.8%）。后期建议关注人民币汇率回升带来的利好。

### 3.4 东航、吉祥交叉持股，上海两场更具看点

18年11月，吉祥航空公告，拟向东航母公司的全资子公司——东航产投非公开发行不超过1.69亿股股份，募集资金总额不超过31.54亿元，用于引进3架B787系列飞机及1台备用发动机项目以及偿还银行贷款项目，为其国际化战略转型提供支持。本次投资完成后，若按发行上限计算，将摊薄吉祥航空EPS约8.6%，而东航产投将持有公司约8.6%的股份。根据此前的公告，吉祥航空及均瑶集团拟认购东航A+H共18.6亿股（占东航现有股份约12.9%），这意味双方将形成交叉持股。

19年10月，均瑶集团与东航集团签署《战略合作框架协议》，业务合作正稳步推进。根据公司公告，两大集团将尽快促成向对方下属控股子公司吉祥航空和东方航空派驻一名董事。业务合作方面，双方将充分利用各自在渠道、研发、营销等方面优势，实现多领域的合作发展，我们预计双方在航线布局等方面产生较强的协同效应。

19年11月，吉祥航空发布公告，拟支付现金10亿元收购控股股东均瑶集团持有的吉道航100%的股权。收购完成后，公司将直接持有东方航空1.41%股权，并通过全资子公司吉祥香港持有东航3.16%股权，拟通过新增全资子公司吉道航持有东航3.60%股权，合计持股比例上升至8.17%。

东航与吉祥的合作不断深入，我们认为上海航空市场的合作局面正在形成。当下东航、吉祥在上海两场的航班量占比各为40%、9%，两家公司在长三角区域的市场占有率也高达35%，我们认为此番合作将改善上海市场的竞争格局，未来或能看到票价红利的进一步释放。

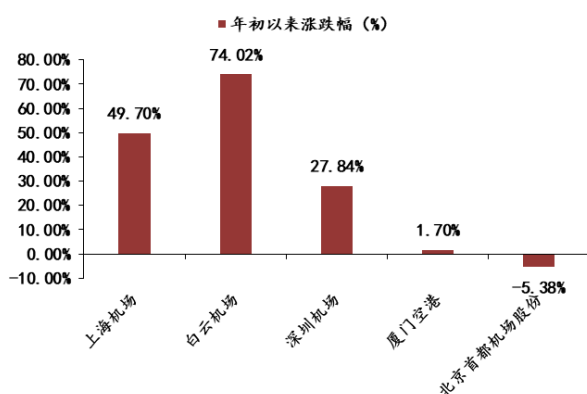


## 4 机场：把握消费属性与产能周期

### 4.1 行情回顾：行业领跑，个股分化

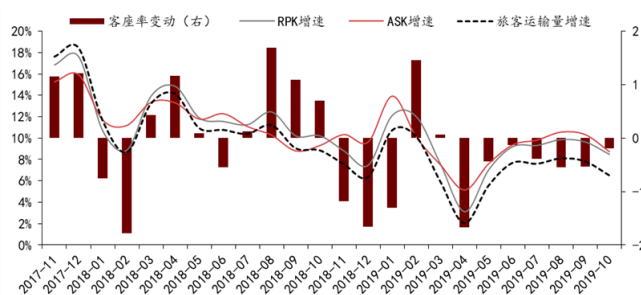
2019 年以来，由于机场本身所具备的防御属性与消费属性，其成为了交运板块中绝对收益最高的子版块：年初以来上涨 49.09%。而具体到公司，其表现较为分化：表现最佳的白云机场涨幅为 74.02%，表现最差的北京首都机场股份，跌幅为 5.38%。

图表 36：年初以来，各上市机场的股份表现



来源：Wind，国联证券研究所

图表 37：上市六大航司旅客增速下行

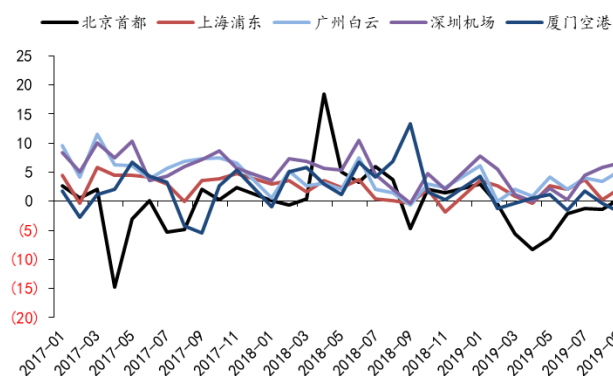


来源：CAAC，国联证券研究所

### 4.2 生产数据：增速放缓，广、深机场亮眼

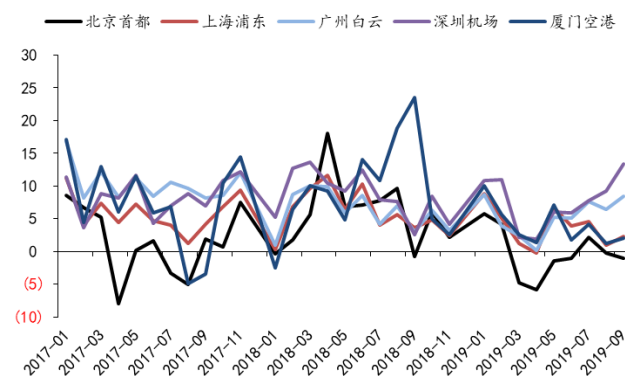
受宏观经济形势、地区局势、及重大活动等短期扰动因素影响，19 年民航需求总体呈现回落态势。1-9 月，全行业共完成旅客运输量 5.0 亿人次，同比增长 8.7%，增速较去年同期下滑 1.6pct。

图表 38：上市机场旅客吞吐量增速 (%)



来源：Wind，国联证券研究所

图表 39：上市机场起降增速 (%)



来源：CAAC，国联证券研究所

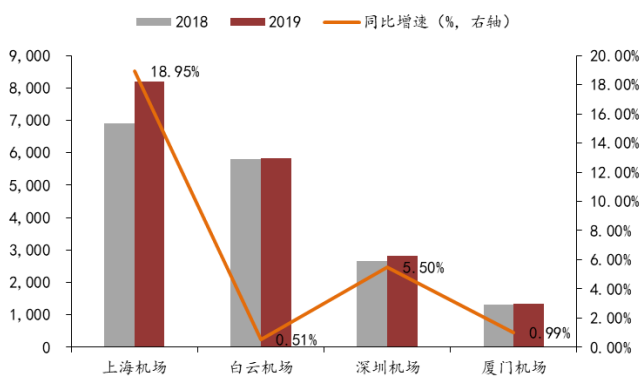
受地区形势、机场产能投放等影响，广深机场业务量增长明显提速。三季度上海机场、白云机场、深圳机场、厦门空港起降增速分别为 2.0%、4.2%、5.5%、0.2%，旅客吞吐量同比分别增长 2.6%、7.2%、10.0%、2.4%。而受到大兴机场的投运分流影响，北京首都机场的表现最差，三季度旅客吞吐量及起降增速为-0.7%、+0.3%。

#### 4.3 经营数据：免税业务增速仍可观

从财报数据来看，前三季度，上海机场、白云机场、深圳机场和厦门空港的收入分别为 82.07 亿元、58.33 亿元、28.09 亿元和 13.40 亿元，同比增速分别为 18.95%、0.51%、5.50%和 0.99%。净利润方面，前三季度上海机场、白云机场、深圳机场和厦门空港分别为 41.56 亿元、6.14 亿元、4.88 亿元和 4.12 亿元，同比增速分别为 26.98%、-34.57%、23.29%、4.15%。其中，白云机场受 T2 投产以及民航发展基金返还影响，Q3 业绩低于预期。

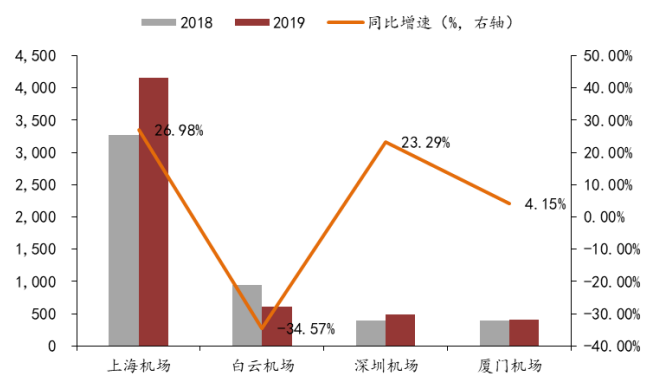
从非航业务来看，白云机场免税销售额持续爬坡，上海机场收入增速放缓。白云机场免税随着基础设施的日益完善，免税销售环比持续增长，我们测算三季度机场免税销售额约为 5.2 亿。上海机场受宏观形势、出境客流增速放缓、免税供货周期等影响，Q3 非航收入增速放缓，单季度非航收入 17.1 亿元，同比增长 25.1%，其中免税销售额增长 15%至 33 亿元。

图表 40：四大上市机场前三季度营收情况（百万元）



来源：Wind，国联证券研究所

图表 41：四大上市机场前三季度净利情况（百万元）



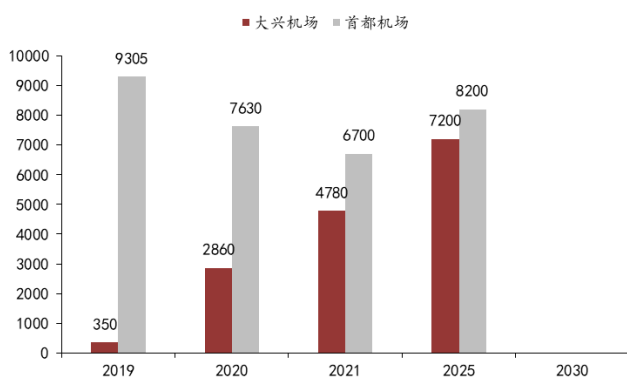
来源：Wind，国联证券研究所

#### 4.4 大兴机场投产，首都机场分流影响几何

未来 2 年，大兴机场将对首都机场产生分流作用。转场分流将导致首都机场在 2019-2021 年内损失近 2500 万的旅客吞吐量，期间净利润将确定性下滑。然而转场方案中仅规定了国内航司的转场计划，对于外航是否转场则不做限制，这导致国际航线分流存在较大的不确定性，且将进一步影响公司未来免税业务收入及盈利能力的测算。

我们认为市场对于首都机场的分流预期过于悲观。我们预计现有的国际旅客能够在转场后保留 75% 以上，而当前首都机场每年约有 2700 万人次的国际旅客量。此外，首都机场在未来的两场竞争中具有较大先发优势，其距离北京核心商务区更近且周边基础设施条件更为完善。这一次的转场的机会或许是其优化航线结构、特别是国际航线的良机，非航收入也将因此获得充足的上升空间。

图表 42：2019-2025 年首都机场与大兴机场旅客吞吐量规划（万人）



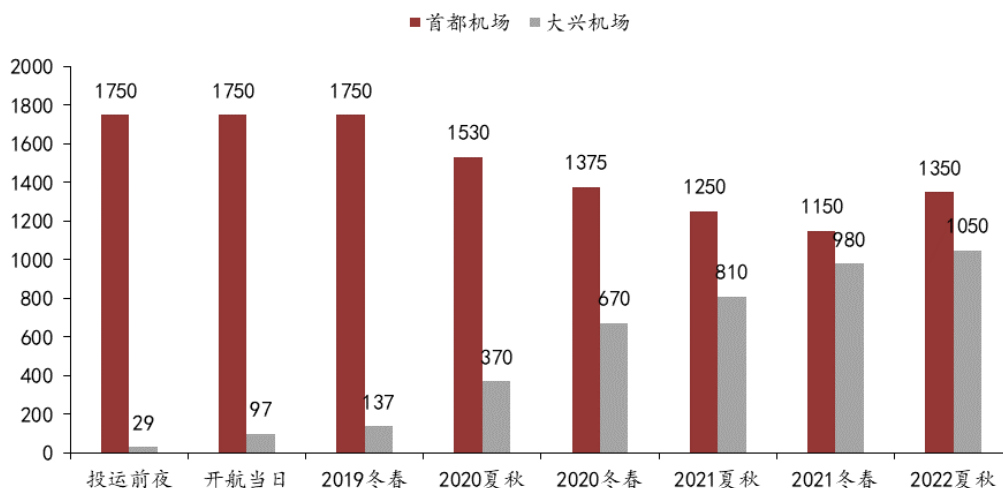
来源：CAAC，国联证券研究所

图表 43：首都机场与大兴机场地理位置示意图



来源：北京新机场项目黄静影响报告书，国联证券研究所

图表 44：转场过程中大兴机场与首都机场航班量规划情况（班次/日）



来源：Wind，国联证券研究所

## 5 投资建议

### 5.1 中远海能（600026.SH）

中远海能是我国“国油国运”的重要能源运输平台，其 VLCC 市场份额约占全球的 3.4%。我们认为外贸油运业务将为公司业绩带来极大弹性，测算 VLCC 运价每上涨 10000 美元/天，将为公司带来 10.98 亿净利润。基于 VLCC 日均 TCE 在 19-20 年达到 45000、65000 美元/天的假设，2020 年净利润或达 66.5 亿元，届时合理市值约为 650 亿元，对应 A 股 10.71 元/股。

### 5.2 中国国航（601111.SH、0753.HK）

中国国航的主基地位于首都北京机场，随着一市两场转运工作的开展，公司在获得大兴机场新时刻的同时，在首都机场的份额也将不断提升，未来将受益于其更高的公商务旅客流量。随着油价同比跌幅在 19Q4 继续扩大，且 737Max 停飞事件导致运力持续紧张，我们预计公司盈利能力将持续增强，而人民币汇率的上涨将为公司带来客观的汇兑收益。预计 19-20 年公司净利润为 82、125 亿元，给予 A 股目标价 11.5 元。

### 5.3 北京首都机场股份（0694.HK）

北京首都机场是北京第一大航空门户，在大兴机场投产、一市两场转运期间（2019-2021 年），公司的旅客吞吐量将确定性分流。但定位高、位置近、服务首都核心功能的首都机场仍将是高净值客户的首选，首都机场可将更多资源投入到国际航班，提升国际客流。从长期看，公司有望实现旅客吞吐量 1 亿人次，对应 3500 万国际客流量，合理市值约为 415 亿港元，当前股价较为低估。

## 6 风险提示

贸易摩擦加剧、全球宏观经济疲弱、油价与汇率大幅波动、政策实施超出预期

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、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。

## 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 无锡

国联证券股份有限公司研究所

江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

### 上海

国联证券股份有限公司研究所

中国（上海）自由贸易试验区世纪大道 1198 号 3704、3705、3706 单元

电话：021-61649996

**分公司机构销售联系方式**

地区	姓名	联系电话
北京	张媛	15810039831
北京	管峰	18611960610
上海	刘莉	18217012856