

行业研究/年度策略

2019年11月25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

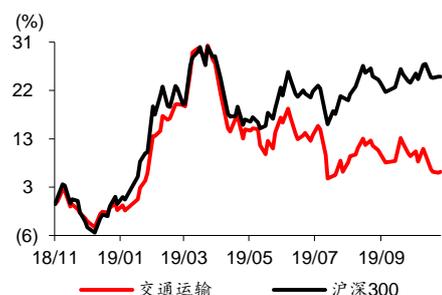
林霞颖 执业证书编号: S0570518090003
研究员 0755-82492284
linxiaying@htsc.com

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: 件量增速放缓, 估值仍具吸引力》2019.11
- 2 《交通运输: 三大航空客座率重回正增长》2019.11
- 3 《交通运输: 行业周报 (第四十六周)》2019.11

一年内行业走势图



资料来源: Wind

坚守核心资产, 博弈周期弹性

交通运输 2020 年投资策略

投资策略: 坚守核心资产, 博弈周期弹性

展望 2020 年, 我们推荐“坚守核心资产”和“博弈周期弹性”两条主线。枢纽机场是 A 股核心资产, 仍然具备长期投资价值; 电商快递和京沪高铁作为准核心资产, 需参考估值精选个股。航空供需短期处于弱平衡, 需求改善有望拉动盈利超预期; 油运景气上行判断不变, 低硫油公约利好供需。重点推荐标的: 上海机场、韵达股份、招商轮船、粤高速 A、中国国航、吉祥航空。

航空: 在供需弱平衡中等待市场信心恢复

2019 年航空需求整体疲弱, 叠加中美贸易摩擦, 拖累航司表现, 需要等待供需结构改善以及汇率转向, 恢复市场信心。2020 年由于更为严格的供给紧缩政策以及经济刺激措施, 预计航空供需结构将从弱平衡中逐步好转, 并通过航线优化, 航司收益水平增速将有所回升。油价降幅或在 2020 年缩窄, 不过单位扣油成本仍处于下行通道, 人民币继续贬值空间不大, 叠加票价继续放开, 预计 2020 年航司业绩将明显改善。推荐中国国航和吉祥航空。

航运: 低硫油公约生效利好供给端改善, 油运受益明显

虽然 2020 年 1 月起即将执行的低硫公约将导致全行业燃油成本上涨, 但整体我们认为环保条例的陆续生效将对航运业带来中长期正面影响。各子板块中, 油运受益最为明显, 除行业自身供需结构改善外, 低硫油普及有望带动成品油市场, 间接拉动原油需求的增加。集运因运费包含燃油成本, 燃油价格对盈利影响直接, 在高低硫油转换初期, 集运公司将承受燃油成本上涨。但中长期, 我们认为高低硫油价差将逐步收窄。重点推荐: 招商轮船。

物流: 电商快递精选个股, 逆向投资大宗供应链

快递: 展望 2020 年, 我们预计行业件量增速下降至 20%, 龙头企业仍能通过扩大市场份额实现 35% 以上件量增长; 温和价格竞争假设下, 个股即期估值和盈利增长整体匹配; 短期推荐圆通速递, 长期持有韵达股份。大宗供应链: 估值处于历史底部, 充分反映市场对宏观的悲观预期; 龙头企业扩大市场份额, 实现稳定盈利增长, 推荐建发股份和厦门象屿。多式联运: 多式联运是对传统运输方式的重构, 具备产生巨头的空间, 推荐嘉友国际和厦门象屿。

基础设施: 首选机场, 京沪高铁“整装待发”

机场: 免税业务支撑业绩增长, 建议继续长期持有, 首选上海机场, 次选白云机场。铁路: 京沪高铁上市提振客运关注度, 关注主题性机会; 2020 年为“公转铁”攻坚年, 货运增长有望提速。高速公路: ETC 全面应用元年, 通行效率提升但货车收费存不确定性, 建议增持业绩反转叠加高股息粤高速 A。港口: 基本面承压, 但主题行情有望延续。

风险提示: 经济低迷, 国际贸易摩擦, 油价大幅上涨, 人民币大幅贬值, 竞争结构恶化。

重点推荐

股票代码	股票名称	11月21日 收盘价(元)	投资评级	EPS(元)				P/E(倍)			
				2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E
600009.SH	上海机场	76.00	增持	2.20	2.65	3.12	3.65	34.55	28.68	24.36	20.82
002120.SZ	韵达股份	32.31	增持	1.21	1.30	1.55	1.83	26.70	24.85	20.85	17.66
601111.SH	中国国航	8.40	买入	0.54	0.61	0.94	1.31	15.56	13.77	8.94	6.41
603885.SH	吉祥航空	14.26	买入	0.69	0.72	1.08	1.45	20.67	19.81	13.20	9.83
000429.SZ	粤高速 A	7.96	增持	0.80	0.65	0.73	0.83	9.95	12.25	10.90	9.59

资料来源: 华泰证券研究所

正文目录

航空：在供需弱平衡中等待市场信心恢复.....	4
回顾 2019：油价逐步提供利好，贸易摩擦和供需结构压制股价.....	4
展望 2020：从低基数出发，行业景气的冬天终将过去.....	5
供给紧缩政策加码，航线质量有望提升.....	6
提高基地航司市场份额，优化竞争格局.....	7
供需结构低基数，在弱平衡中逐步改善.....	8
2020 年油价降幅或逐步缩窄，降低扣油成本依旧是工作重点.....	9
汇率敏感性或稳中有降，预计汇兑损失增加空间不大.....	10
投资建议：在供需弱平衡中等待市场信心恢复，首选中国国航.....	11
航运：低硫油公约即将生效，供给端有望受益.....	13
2019 年行情回顾.....	13
行业迈入低硫低碳排放新纪元，利大于弊.....	13
安装脱硫塔船舶比重提高，或将影响市场有效供给.....	14
环保监管推动老旧船加速拆解，同时推延新造船计划.....	14
减速航行有望成为行业新趋势.....	15
油运：供需结构持续改善，行业处于上行周期.....	15
新船交付量大幅下降，供给端明显改善.....	15
旧船拆解量有望加速.....	16
全球原油供应格局变迁，长航距运输拉动海运需求.....	17
上行周期开启，把握供需改善共振良机.....	18
投资建议.....	19
集运：短期受宏观经济和燃油成本上涨扰动，中长期行业集中度有望提升.....	19
运力总量维持低增长，市场供给可控.....	19
低硫油价格是核心变量.....	21
投资建议.....	21
散运：供需结构向好，运费平稳修复.....	22
大宗干散货市场：受益今年低基数，2020 年有望同比改善.....	22
小宗干散货市场：供需结构向好，基本面优于大宗散货.....	23
快递物流：电商快递精选个股，逆向投资大宗供应链.....	25
快递：成长和竞争的博弈，优选个股.....	25
供应链：逆向投资.....	29
多式联运：寻找中国的 J.B. Hunt.....	31
机场：继续拥抱核心资产.....	33
回顾 2019：免税预期催化股价表现，业绩波动估值回归合理.....	33
展望 2020：期待枢纽放量，免税增速是关键.....	33
投资建议：建议配置盈利稳健、估值合理个股.....	34
高速公路：货车收费改革或存不确定性.....	35

复盘：政策变革影响行业表现，低 Beta 板块跑输沪深 300.....	35
车流量增较上半年好转，ETC 折扣仍将拖累费率.....	35
货车收费改革处于关键时点，风险尚存.....	37
投资建议：防御性为王，偏好高股息.....	39
铁路：“公转铁”攻坚年，京沪高铁“整装待发”.....	40
复盘：受经济下行影响，铁路跑输沪深 300.....	40
2019 年：铁路客运稳健增长，货运降价换量.....	40
2020 年：“公转铁”计划的最后一年.....	41
京沪高铁上市，行业重获关注.....	41
港口：业务转型和功能升级推动长远发展，建设世界一流港口.....	42
2019 年行业回顾.....	42
经济增长放缓及降费政策，货物吞吐量及传统港口业务发展承压.....	42
发挥国企改革体制优势，港口整合积极推进.....	43
“自贸区”、“大湾区”等国家战略背书，港口产业链服务升级.....	44
投资建议.....	44
风险提示.....	45

航空：在供需弱平衡中等待市场信心恢复

2019 年航空需求整体疲弱，叠加中美贸易摩擦，拖累航司业绩和股价表现，需要等待供需结构改善以及汇率转向，从而恢复市场信心。2020 年，由于更为严格的供给紧缩政策以及经济刺激措施，预计航空供需结构将从弱平衡中逐步好转，并通过航线优化，我们认为航司收益水平增速将有所回升。与此同时，龙头航司基地机场竞争格局或将逐步改善。油价降幅或在 2020 年缩窄，不过单位扣油成本仍处于下行通道。汇率方面，人民币继续贬值空间有限，汇兑损失增加概率较小，叠加票价继续放开，预计 2020 年航司业绩将明显改善。综合敏感性、航线网络质量、飞机引进计划等，首选中国国航；次选宽体机和洲际航线培育稳步推进的吉祥航空。

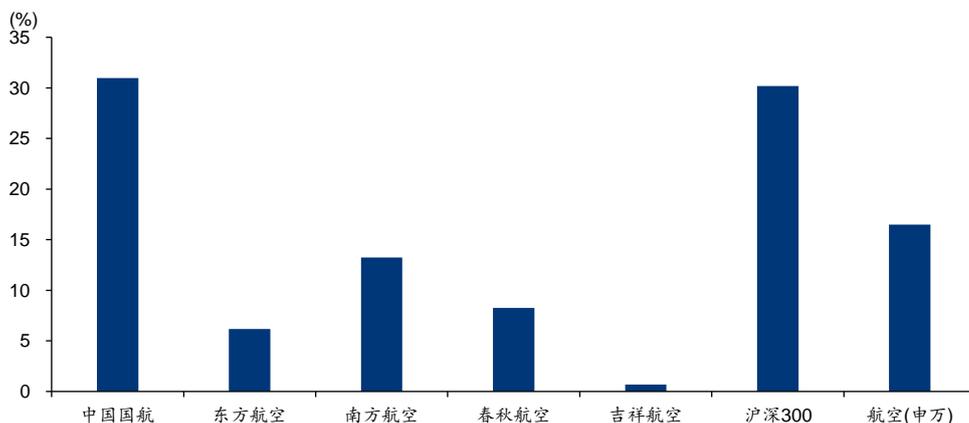
回顾 2019：油价逐步提供利好，贸易摩擦和供需结构压制股价

2019 年初至今，影响航空板块的三大因素中，供需结构和汇率呈现利空，仅油价同比下滑利好航司成本，使得航空板块在 2019 年初至今跑输沪深 300 指数 25pct。

2019 年第一季度，受益于春运支撑航空需求，汇率与油价较为稳定，航空板块与沪深 300 指数表现并无明显分化。进入 4 月，B737MAX8 停飞事件不断发酵，市场对于航空供不应求预期提升，叠加国常会明确自 7 月 1 日起，民航发展基金征收标准降低一半，使得航空板块短期明显跑赢沪深 300 指数。

但是好景不长，中美贸易摩擦升温，人民币再次进入贬值通道，第二季度和第三季度人民币相对美元中间价分别贬值 2.1% 和 2.9%，并且由于三大航（中国国航、东方航空、南方航空，下同）新租赁会计准则的实行，汇率敏感性提升，市场对于航司的盈利产生忧虑；供给端，航司通过提高飞机利用率，尽可能减小 B737MAX8 停飞带来的不利影响，使得供给增速并未按预期下滑；而需求端，受到宏观经济下滑影响，航空需求较为疲软，导致供需结构改善并不明显。人民币贬值以及供需状况不及预期，使得航空板块与沪深 300 涨幅差距明显拉大。

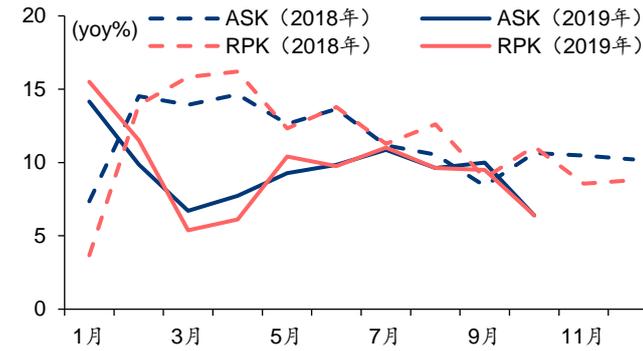
图表1：航空上市公司 vs 沪深 300 涨跌幅（1 月 1 日-11 月 21 日）



资料来源：Wind、华泰证券研究所

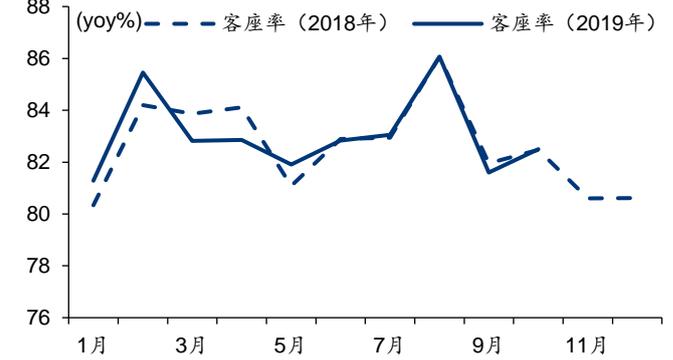
2019 年 1-10 月，主要上市航空公司（中国国航、东方航空、南方航空、春秋航空、吉祥航空、海航控股）供给和需求同增 9.4%/9.5%，客座率 83.1%，同比持平。宏观经济下行，公商务航空需求受影响最为严重，主要上市航空公司国内线 1-10 月供给/需求分别同增 9.1%/8.6%，客座率 84.6%，同降 0.3pct，即使在暑运旺季，客座率依然同比持续下滑。国际线客座率表现相对较好，1-10 月供给和需求分别同增 10.2%/11.5%，客座率 80.2%，同增 0.9pct。不仅如此，需求疲软，但由于油价同比下降，航司存在一定空间通过降低价格，吸引旅客，预计航司客公里收益水平均有明显下滑。

图表2: 主要上市航司供给、需求变化图 (2018年1月-2019年10月)



资料来源: Wind、华泰证券研究所

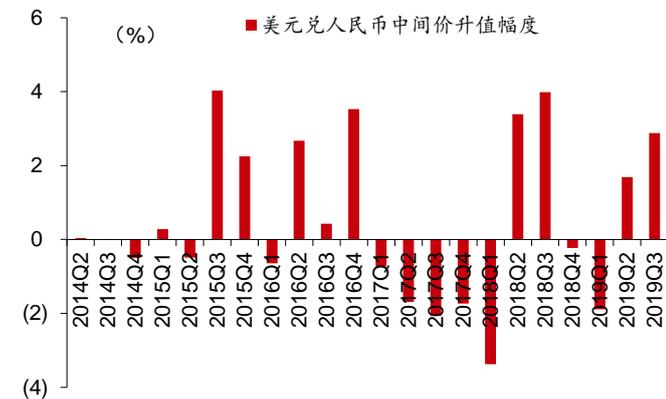
图表3: 主要上市航司客座率变化图 (2018年1月-2019年10月)



资料来源: Wind、华泰证券研究所

油价是2019年利好因素,受到页岩油供给预期提升以及全球需求较弱影响,国际油价走势平淡,前10月的布油均价为64.2美元/桶,同比下降12.7%,航空煤油出厂价1-11月均价同比下降7.6%,一定程度上减轻了供需结构恶化的负面影响,毛利率相对稳定,前三季度多数上市航司业绩仅小幅下滑,另外春秋仍实现了业绩稳定提升,同增21.7%。

图表4: 美元兑人民币季度升值幅度



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表5: 布伦特油价季度均价及其增幅



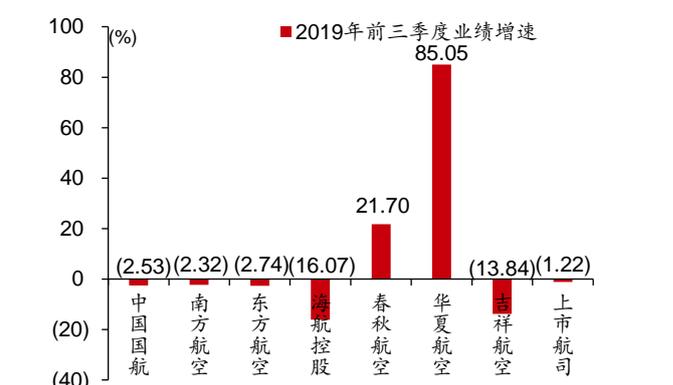
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表6: 上市航司毛利率对比 (2018Q1-Q3 vs 2019Q1-Q3)



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表7: 2019年前三季度业绩增速



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

展望2020: 从低基数出发, 行业景气的冬天终将过去

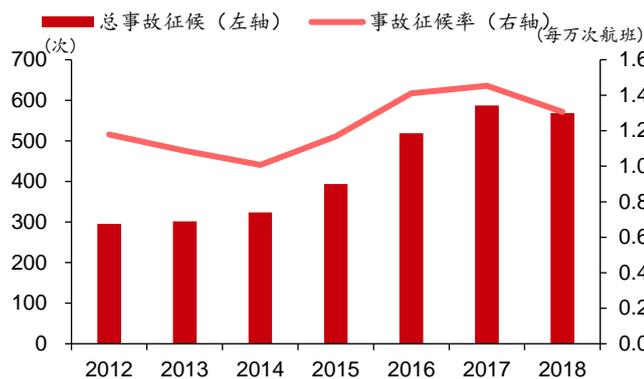
受2019年宏观经济下行影响,航空需求疲软,形成低基数效应,我们预测2020年需求同增10.5%;供给紧缩政策加码,民航预飞行系统公布的冬航季计划航班量增速较去年同期缩窄1.0pct,预计2020年全年供给增速10.5%,行业将在弱平衡中逐步改善。

供给紧缩政策加码，航线质量有望提升

供给侧改革依然是 2020 年航空供给端主基调，有限的空管资源和较高的运行目标，导致航司面临持续降低的计划航班增速。

2017 年底民航供给侧改革以来，事故征候增速明显放缓，2017 年和 2018 年分别发生事故征候 587 和 568 起，事故征候率开始下滑，但征候次数总体依旧在高位，需要进一步提高安全性。另外航班正常率虽然同比提升，但同样未达到民航局 80% 的目标。2019 年 1-9 月，航班月平均正常率为 79.7%，同比提升 1.6pct。我们认为时刻资源依旧紧张，供给侧改革或将加码。

图表8：我国总事故征候仍维持高位



资料来源：中国民用航空运输发展报告（2012-2018）、华泰证券研究所

图表9：航班正常率（2017.01-2019.09）



资料来源：Wind、华泰证券研究所

我们通过计算 2019 年冬春航季计划航班表，发现 2019 年冬春航季航班增速降低至 5.8%，为民航供给侧改革以来第二低的航季航班量计划增速，相比 2018 年冬春和 2019 年夏秋航季增速分别下滑 1.0pct 和 3.2pct。对于安全与准点的注重，使得民航局再次压低航班增速，有助于航空供需结构边际改善。供给不确定性在于 B737MAX8 复飞，若复飞时间过早或过晚，均将对行业供给产生影响。西南航空 11 月 8 日宣布将波音 737MAX 客机的复飞计划推迟至 2020 年 3 月，预计我国波音 737MAX 复飞时间将更为靠后。

分航线看，2019 年冬春航季国内航司国际航线增速最高，达到 16.2%，主要由于中日航权开放，每周国内航司中日航班量同比增加 563 班，贡献了 30% 的航班增量。而国内航司国内航线增速明显放缓，同增仅 5.0%。另外国际航司增长停滞，同比仅增长 0.6%。

图表10：2019 冬春航季航班计划增速

(单位：周班次)	2019 冬春	2019 夏秋	2018 冬春	2018 夏秋	2017 冬春	2017 夏秋	2016 冬春	2016 夏秋
内航国内线	90,368	92,544	86,051	84,934	80,538	80,501	74,466	74,447
YoY	5.0%	9.0%	6.8%	5.5%	8.2%	8.1%	8.7%	
内航国际线	13,228	12,493	11,380	11,069	10,275	10,346	9,895	9,489
YoY	16.2%	12.9%	10.8%	7.0%	3.8%	9.0%	6.4%	
内航港澳台线	1,806	1,832	1,680	1,670	1,614	1,594	1,558	1,846
YoY	7.5%	9.7%	4.1%	4.8%	3.6%	-13.7%	-13.7%	
国际航司	10,661	11,141	10,597	10,620	10,296	9,986	9,475	9,542
YoY	0.6%	4.9%	2.9%	6.3%	8.7%	4.7%	11.0%	
合计	116,063	118,010	109,708	108,293	102,723	102,427	95,394	95,324
YoY	5.8%	9.0%	6.8%	5.7%	7.7%	7.5%	8.3%	

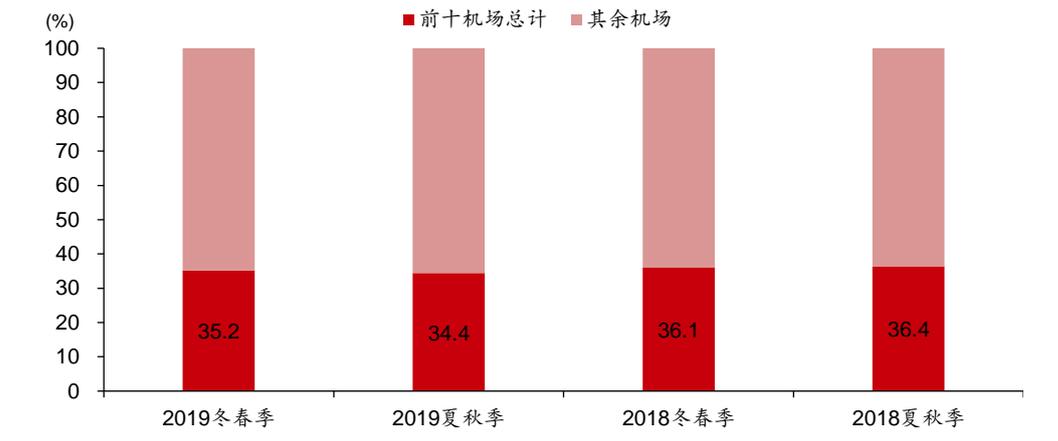
资料来源：民用航空预先飞行计划管理系统、华泰证券研究所

2019 年冬春航季航班量计划增速下滑，但由于近期一线机场新产能陆续投产，带动运营效率提升，一线机场计划航班量占比有所回升。若航司将更多的运力投入到非热门市场，需要对航线进行培育或者承受较低的市场需求和收益水平，而一线市场航空需求更为旺盛。航线结构的改善有助于航司提高航线质量，从而提升航司收益水平。

我们统计了我国前十大机场近四个航季计划航班量情况，发现 2019 年冬春季前十大机场（北京包含南苑和大兴机场时刻，下同）航班量占比开始回升。之前航季由于一线机场时刻紧张，航司将更多的运力投入二三四线城市，这一趋势在 2019 年冬春季或将有所改变。2019 年冬春季前十大机场航班量占比为 35.2%，环比 2019 夏秋季提升 0.8pct。

我们认为大型产能投产后，运营效率改善，推动较高的准点率，有助于民航局给予时刻放量。白云机场即为典型例证，T2 航站楼投产后，叠加管理改善，白云机场准点率行业领先，从而获得了更高的航班时刻增速。另外深圳和重庆机场同样凭借优秀的运营效率，航班增速在前十大机场领先。伴随大兴机场和浦东机场卫星厅投产，一线市场时刻或将继释放量之势。

图表11： 前十大机场航班量占比回升



注：北京市场包含南苑和大兴机场数据。

资料来源：民用航空预先飞行计划管理系统、华泰证券研究所

图表12： 2019 年冬春航季十大机场航班量增速

	内航内线		内航国际线		内航港澳台线		国际航司航线		合计	
	2019 冬春季	同比	2019 冬春季	同比	2019 冬春季	同比	2019 冬春季	同比	2019 冬春季	同比
全国机场	90,368	5.0%	13,228	16.2%	1,806	7.5%	10,661	0.6%	116,063	5.8%
浦东机场	2,560	1.0%	1,411	3.0%	179	-4.8%	1,119	-6.3%	5,269	-0.3%
首都机场	4,421	-4.0%	663	-6.9%	64	-5.9%	645	-8.0%	5,793	-4.8%
白云机场	3,686	4.5%	842	20.5%	18	5.9%	541	3.8%	5,087	6.8%
深圳机场	3,243	2.0%	388	42.1%	19	0.0%	225	12.5%	3,875	5.5%
杭州萧山	2,608	2.0%	145	2.1%	36	-10.0%	217	-14.2%	3,006	0.5%
虹桥机场	2,509	2.5%	28	0.0%	53	15.2%	76	0.0%	2,666	2.7%
成都机场	3,146	2.4%	274	21.2%	29	0.0%	225	1.4%	3,674	3.6%
昆明机场	3,244	1.6%	383	-0.5%	18	38.5%	94	16.0%	3,739	1.9%
西安机场	3,228	2.8%	189	34.0%	19	35.7%	82	-7.9%	3,518	3.9%
重庆机场	2,920	3.3%	136	-20.0%	19	18.8%	123	-1.6%	3,198	1.9%
前十总计	31,565	1.6%	4,459	7.5%	454	0.9%	3,347	-3.3%	39,825	1.8%
其余机场	58,803	7.0%	8,769	21.2%	1,352	9.9%	7,314	2.5%	76,238	8.0%

资料来源：民用航空预先飞行计划管理系统、华泰证券研究所

提高基地航司市场份额，优化竞争格局

中国航司收益水平提高还与市场竞争格局有关。中美航空业从市场集中度来看，并无明显差异，但是区域市场竞争格局不同，美国航司在主要基地机场市场份额占比明显更高，为美国航司提供了更高的护城河，增加了盈利稳定性。

由于出行需求两端的唯一性，导致乘客对于出发机场和目的地机场选择较少，若特定机场市场集中度较高，意味着竞争者更少，将有利于航司获得更高的垄断能力，以及更为稳定的收益。中国航空业虽然整体市场集中度相较美国差别较小，但在特定机场的竞争环境相比美国恶劣，基地航司在基地机场面临的竞争压力更大，需要防备其余航空公司的竞争，收益水平的定价权和话语权较低，增加了盈利的波动可能。

美国主要机场市场集中度高，头部航司在基地机场占据绝对市场份额，主要竞争格局为“1+X”模式，从 CAPA 摘取 11 月 4 日-11 月 10 日周运力投入为例，美西南在达拉斯 Love Field 机场占比 94.7%，达美在亚特兰大机场份额 79.5%，美航占达拉斯国际机场的市场份额高达 88.7%。我们认为，一家航司占据主导地位的“1+X”模式是做大做强机场的优先选项，所以也更易被机场公司推崇。一家航司占据主导，有利于航空公司集中优势资源，提高中转航线比例，加强机场枢纽功能，吸引流量，也有助于稳定所在基地机场的盈利水平。

不过我们认为我国主要机场竞争格局正在往好的方向转变。大兴机场投产后，伴随东航和南航逐步搬迁，我们预计国航在首都机场的市场份额将提升，并享受更高的收益水平。在上海市场，东航和吉祥航空在资本以及运营层面的合作日渐推进，同样将优化上海市场的竞争环境。与此同时，票价市场化改革仍将持续，优质航线将可以再次提高经济舱票价 10%。我们认为 2020 年行业收益水平有望好转。

图表 13: 中美头部航司基地机场市场份额对比

机场	第一承运人/ASK 占比	第二承运人/ASK 占比	第三承运人/ASK 占比	市场模式
首都机场	国航 40.0%	南航 16.7%	东航 11.8%	1+2+X
浦东机场	东航 37.0%	南航 8.8%	吉祥 7.2%	1+X
白云机场	南航 47.7%	国航 13.3%	东航 7.2%	1+X
达拉斯 Love Field 机场	美西南 94.7%	阿拉斯加 3.2%	达美 2.1%	1+X
亚特兰大机场	达美 79.5%	美西南 8.5%	美航 3.5%	1+X
达拉斯国际机场	美航 88.7%	美联航 2.7%	达美 2.5%	1+X
芝加哥奥黑尔机场	美联航 45.2%	美航 35.5%	达美 4.6%	2+X

注：数据为 11 月 4 日-10 日周数据

资料来源：CAPA, 华泰证券研究所

供需结构低基数，在弱平衡中逐步改善

2019 年行业供给较符合我们预期，结合 2019 年计划航班量和机队引进计划，我们此前预计 2019 年供给增速 10.2%。2019 年 1-9 月，航空累计 ASK 同增 10.3%。

我们用相同方法测算明年供给，预计增幅为 10.5%。

方法：飞机净增+日利用率。根据航空公司公布的飞机引进计划，我们预计到 2019 年底，行业飞机总数将达 3,853 架，受到 B737MAX8 停飞影响，我们测算 2019 年飞机净增长速度滑落至 5.9%。但 2020 年增速回升，预计行业净增飞机数 316 架，飞机总数将同比增长 8.2%至 4,169 架。综合考虑：1) 宽体飞机占比提升；2) 由于飞机引进增速提升，飞机日利用率下滑至 9.35 小时，我们测算 2020 年行业供给同比增长 10.5%。

图表 14: 2020 年飞机引进计划

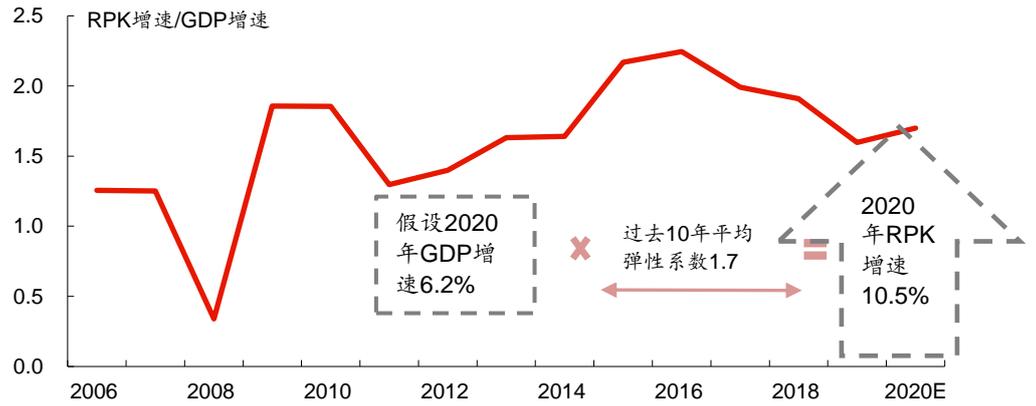
	引进			退出		机队增速		
	2019E	宽体机	窄体机	宽体机	窄体机	2020E	(%)	座位数增速 (%)
中国国航	716	5	63	0	3	781	9.1	8.8
东方航空	722	9	46	0	13	764	5.8	6.1
南方航空	865	14	62	7	20	914	5.7	6.2
其他航司	1,550	24	159	0	23	1,710	10.3	11.3
合计	3,853	52	327	3	60	4,169	8.2	8.6

资料来源：民航小站、公司公告、华泰证券研究所

但行业需求明显低于我们2019年策略中10.8%的预期，2019年1-10月，航空累计RPK同增仅10.0%。受宏观经济下行影响，公商务旅客航空出行需求疲软，2019年前三季度RPK增速/GDP增速弹性系数进一步收窄至1.66。

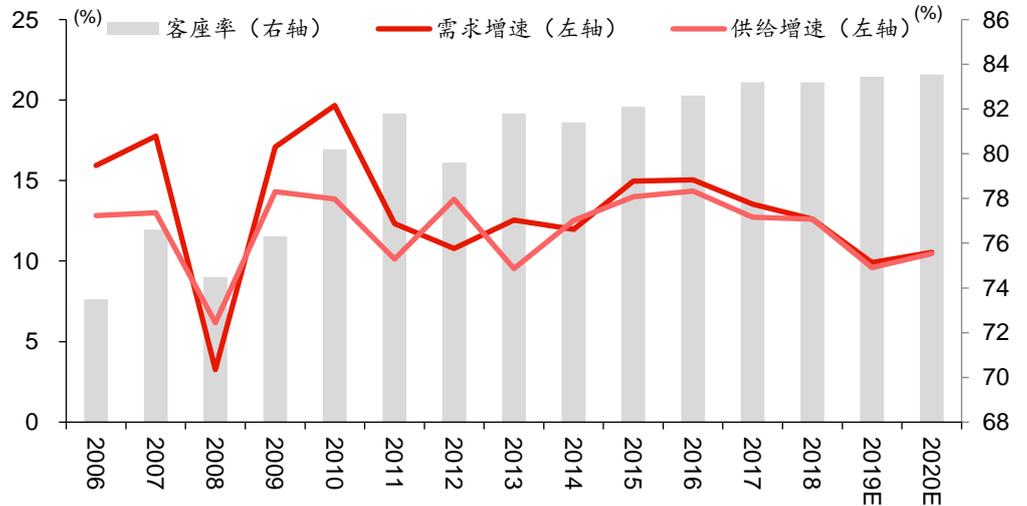
展望2020年，考虑到经济刺激政策或带动公商务需求回暖，我们假设弹性系数回升至过去10年均值1.7。根据华泰宏观组2019年10月30日发布的年度策略报告预测，2020年我国GDP增速为6.2%，我们测算2020年航线需求同比增长10.5%，与供给增速相仿，行业处于弱平衡，由于2019年低基数效应，行业供需结构或将逐步改善。

图表15: RPK 计算法图 (2020E)



资料来源: Wind、民航局、华泰证券研究所

图表16: 中国民航业供需增幅和客座率 (2006-2020E)



资料来源: Wind、民航局、华泰证券研究所

2020 年油价降幅或逐步缩窄，降低扣油成本依旧是工作重点

2019年，全球需求不佳，并且页岩油供给逐渐增加，导致国际油价相对稳定，季度均价降幅逐步扩大，部分弥补由于收入端疲弱拖累的航司盈利。布伦特原油季度均价第一、二、三季度分别同比下滑5.3%、8.5%、18.2%。国际油价同比下滑，使得航司燃油成本压力减轻，航空煤油出厂价1-11月均价同比下降7.6%。

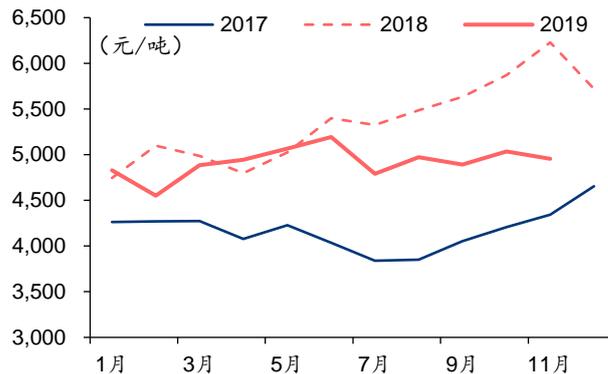
不过由于国际油价在去年四季度开始下跌，由于基数原因，2019年四季度之后油价降幅或将逐步缩窄，甚至同比增长，航司所面临的油价成本下降幅度将随之减小，需要寻找其他渠道控制成本。

图表17: 布伦特油价季度均价及增速



资料来源: Wind、华泰证券研究所

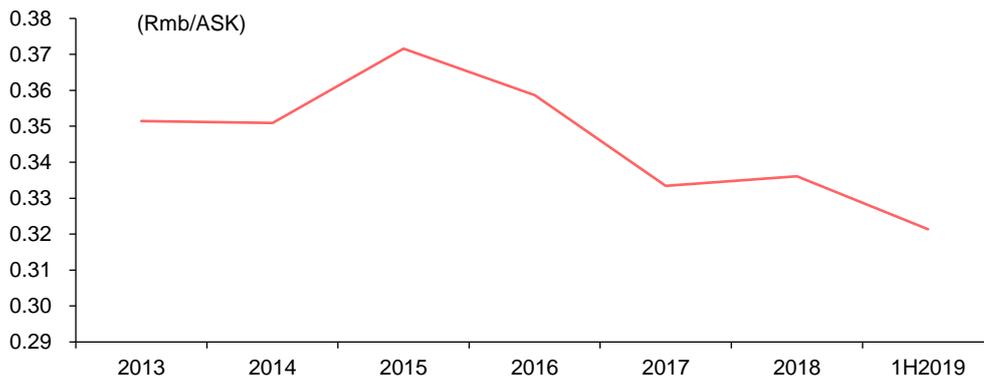
图表18: 航空煤油出厂价走势



资料来源: Wind、华泰证券研究所

不过得益于民航发展基金征收标准减半等减费降税措施, 我们认为 2020 年航司单位扣油成本将继续下滑。近年由于飞机利用率上升以及严格成本管控措施, 三大航扣油单位成本呈现下降趋势。2019 年上半年, 三大航平均单位扣油成本为 0.32 元, 同比下滑 1.2%。

图表19: 三大航扣油单位成本维持下降趋势



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

汇率敏感性或稳中有降, 预计汇兑损失增加空间不大

2019 年上半年, 人民币相对美元贬值 0.2%, 而 2018 年上半年贬值 1.2%, 贬值幅度大幅缩窄。但由于三大航施行新会计租赁准则, 美元负债占比提升, 导致汇率敏感性提高, 汇兑损失同比下滑 59%, 下滑幅度明显小于人民币贬值缩窄幅度。

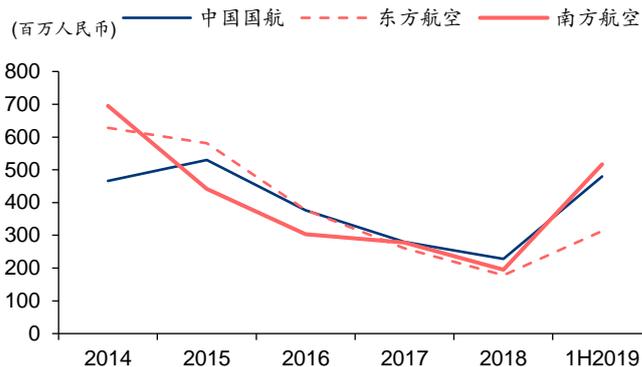
展望 2020 年, 航空公司通过使用外汇套期保值、利率互换等金融工具以及降低美元债占比, 以进一步降低外汇风险, 预计三大航汇率敏感性将下降。汇率方面, 人民币兑美元相比 9 月初 7.09 的汇率水平, 人民币升值超过 1%。我们认为 2020 年人民币贬值空间有限, 汇兑损失继续增加可能性不大, 将对航司业绩提供增厚。

图表20: 人民币兑美元汇率走势



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表21: 三大航汇率敏感性(人民币相对美元升值1%)



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

我们对 2020 年采用中性保守的假设, 包括: 1) 供给同比增长 10.5%; 2) 需求同比增长 10.5%, 带动 PLF 同比增长 0.1pct 至 83.5%; 3) 由于飞机增速回升, 时刻资源有限, 日利用率回落至 9.35 小时; 4) 采用彭博预测, 2019E/2020E/2021E 布伦特平均油价每桶 64、59、57 美元; 5) 预计 2020 年人民币兑美元升值 0.4%, 2019 年贬值 2.4% (我们预计人民币兑美元汇率预测分别为 7.03/7.00/6.75)。基于以上假设和敏感性分析, 我们测算三大航 2020 年的盈利将同比增长约 60%, 扣除汇兑损益后的核心利润将同比增长 30%。

图表22: 敏感性测算表

单位: 百万元	中国国航		吉祥航空		春秋航空		三大航平均	
2020E 净利润		12,826		2,124		2,547		10,102
	变化额	变化幅度	变化额	变化幅度	变化额	变化幅度	变化额	变化幅度
票价提升 1%	1,081	8.4%	127	6.0%	97	3.8%	977	9.7%
客座率增加 1 个百分点	1,136	8.9%	145	6.8%	126	4.9%	1,000	9.9%
油价上涨 1 美元/桶	-267	-2.1%	-49	-2.3%	-43	-1.7%	-317	-3.1%
人民币贬值 1% (汇兑损益)	-602	-4.7%	-20	-1.0%	-18	-0.7%	-553	-5.5%

资料来源: 华泰证券研究所

投资建议: 在供需弱平衡中等待市场信心恢复, 首选中国国航

我们认为目前航空仍在左侧布局阶段, 人民币升值与供需改善或将在四季度提供催化, 市场需先恢复对于航空板块的信心与关注度。2019 年需求疲软, 形成低基数, 2020 年供给紧缩政策更加严格, 并且政府或出台刺激经济政策, 拉动航空需求, 我们认为 2020 年供需结构在弱平衡中, 将首先迎来边际改善。与此同时, 油价大幅上涨可能性较低, 人民币继续贬值空间不大, 汇兑损失或提供利好, 叠加票价放开持续, 预计 2020 年航空业绩将明显改善。

考虑 2019 年业绩表现, 综合敏感性、航线网络质量、飞机引进计划等, 我们继续首选推荐中国国航; 次选宽体机和洲际航线培育稳步推进的吉祥航空。

左侧投资首选中国国航, 基于: 1) 航线网络质量优, 中国国航在中国与西欧、中国与美国以及国内一线城市之间的航班中 (供给受到严格限制) 所占份额最高; 2) 北京大兴投产, 有望进一步提升其在首都机场的话语权以及收益水平; 3) 油价和汇率的敏感性相对较低。

次选吉祥航空, 基于: 1) 宽体机引进后利用率逐步提升, 有利于其充分利用上海两场优质资源; 2) 洲际航线培育稳步推进, 预计将持续新增航点丰富国际线网络, 收益水平逐渐回升; 3) 与东航进行股权与运营合作日渐深入, 受益上海市场竞争格局优化。

图表23: 航空可比公司估值表

股票名称	评级	市值 (USDmn)	PE (x)			PB (x)			ROE (%)			股息率(%)			年均复合 增长率 (%)	PEG (x)
			18	19E	20E	18	19E	20E	18	19E	20E	18	19E	20E	18-21E	19E
A 股																
中国国航	买入	15,957	15.6	13.8	8.9	1.2	1.1	1.0	9.4	10.4	11.4	1.6	1.1	1.7	34.7	0.4
南方航空	买入	10,323	27.1	13.9	12.8	1.2	1.2	1.2	4.6	8.4	9.3	1.3	2.4	2.6	45.4	0.3
春秋航空	买入	5,372	25.1	20.3	14.8	2.8	2.5	2.2	11.3	12.4	14.7	0.5	0.7	1.0	28.0	0.7
吉祥航空	买入	3,988	22.7	19.9	13.2	2.7	2.6	2.2	12.0	13.0	17.0	0.0	1.6	2.3	32.3	0.6
加权平均			23.4	15.6	11.0	1.6	1.5	1.3	7.6	10.0	12.0	0.9	1.1	1.5	43.9	0.4
H 股																
中国国航	买入	15,957	11.3	10.3	6.7	0.9	0.9	0.8	7.9	8.4	11.7	2.1	2.2	3.4	34.4	0.3
南方航空	买入	10,323	18.0	9.5	8.8	0.8	0.8	0.8	4.4	8.2	9.1	2.2	3.7	4.0	45.4	0.2
国泰航空	买入	5,009	16.7	9.7	5.8	0.6	0.6	0.5	3.7	5.9	9.2	0.5	3.1	5.2	54.6	0.2
加权平均			15.3	10.2	7.1	0.8	0.8	0.8	5.7	8.0	10.8	1.4	2.1	2.9	46.4	0.2
国际																
美国																
美联航	未覆盖	23,204	10.4	7.6	7.2	2.3	1.9	1.5	25.4	28.4	24.0	0.0	0.0	0.0	18.3	0.4
达美航空	未覆盖	36,004	10.0	8.0	7.9	2.8	2.5	2.0	27.6	31.0	26.5	2.3	2.7	3.0	11.4	0.7
美国航空	未覆盖	12,366	6.3	5.6	5.4	7.3	10.7	4.4	(126.2)	720.3	146.9	1.5	1.4	1.4	9.7	0.6
美西南航空	未覆盖	29,908	13.7	12.8	11.5	2.8	2.6	2.3	22.9	23.7	23.7	1.1	1.3	1.4	10.2	1.3
阿拉斯加航空	未覆盖	8,430	15.6	10.8	9.8	2.1	2.0	1.8	14.3	19.3	19.3	1.9	2.0	2.3	20.5	0.5
加权平均			11.1	9.2	8.6	3.1	3.3	2.2	7.6	105.1	38.2	1.4	1.5	1.7	13.0	0.8
欧洲																
法荷航空	未覆盖	4,898	7.0	9.8	6.4	1.4	2.1	1.6	19.0	20.5	25.4	0.0	0.0	0.6	10.9	0.9
汉莎航空	未覆盖	9,175	4.1	6.5	5.3	0.7	0.8	0.7	18.4	13.0	14.9	4.8	4.2	4.7	(3.4)	(1.9)
北欧航空	未覆盖	726	5.1	17.8	7.2	0.9	1.3	1.1	19.7	5.7	15.2	1.2	0.0	0.0	2.0	8.7
芬兰航空	未覆盖	834	7.8	21.2	14.5	0.7	0.8	0.9	11.0	4.1	6.5	4.3	3.0	3.7	(2.9)	(7.4)
加权平均			5.2	8.9	6.2	0.9	1.2	1.0	18.2	14.5	17.8	3.1	2.6	3.1	1.3	(0.8)
亚洲																
新加坡航空	未覆盖	7,896	14.4	14.7	15.3	0.8	0.8	0.8	5.1	5.2	5.3	3.8	3.8	3.5	0.6	23.3
澳洲航空	未覆盖	7,136	10.8	11.9	11.5	3.3	3.2	3.0	30.9	25.5	25.8	2.0	3.4	3.8	2.1	5.8
大韩航空	未覆盖	2,010	(26.2)	(3.7)	115.9	0.7	1.0	0.9	(2.0)	(25.3)	1.2	1.0	0.9	1.0	(204.5)	0.0
中华航空	未覆盖	1,608	23.6	20.8	24.6	0.8	0.8	0.8	4.7	2.4	3.7	1.9	0.0	0.1	(52.9)	(0.4)
新西兰航空	未覆盖	1,994	7.9	11.7	10.3	1.5	1.5	1.5	19.0	11.8	13.8	7.9	8.0	8.0	(4.1)	(2.9)
加权平均			9.3	12.1	24.0	1.7	1.7	1.6	14.7	9.7	12.7	3.2	3.5	3.5	(23.5)	10.6

注: 未覆盖可比公司盈利预测来自彭博一致预期, 股价为 2019 年 11 月 21 日收盘价。

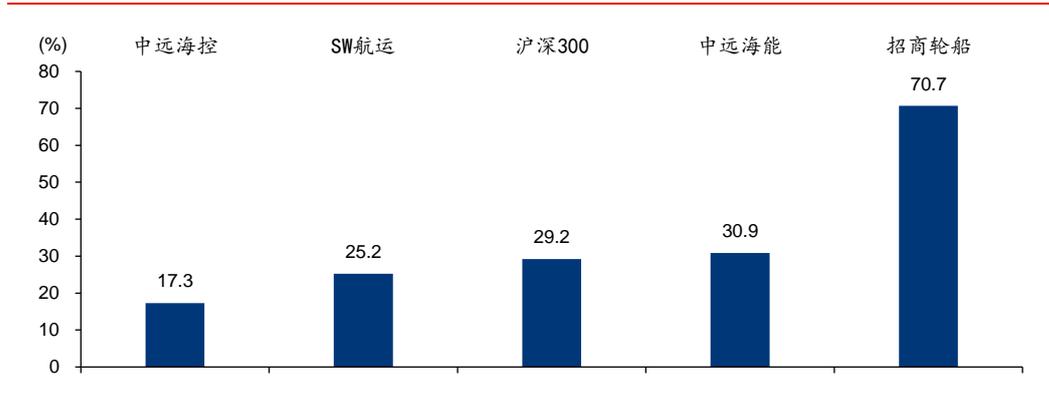
资料来源: 彭博、华泰证券研究所

航运：低硫油公约即将生效，供给端有望受益

2019 年行情回顾

1 月 1 日至 11 月 21 日，SW 航运指数跑输沪深 300 指数。其中，招商轮船涨幅居前，上涨 70.7%，跑赢市场，主要受油运行业复苏驱动；中远海能因 9 月 25 日被加入美国制裁实体清单，股价下跌明显，9 月 25 日至 11 月 21 日，中远海能股价下跌 23.7%；中远海控表现平淡，股价累计上涨 17.3%，跑输市场，主要受宏观经济放缓及贸易摩擦等负面因素影响。

图表24： 主要航运上市公司 vs 沪深 300 涨跌幅（1 月 1 日-11 月 21 日）

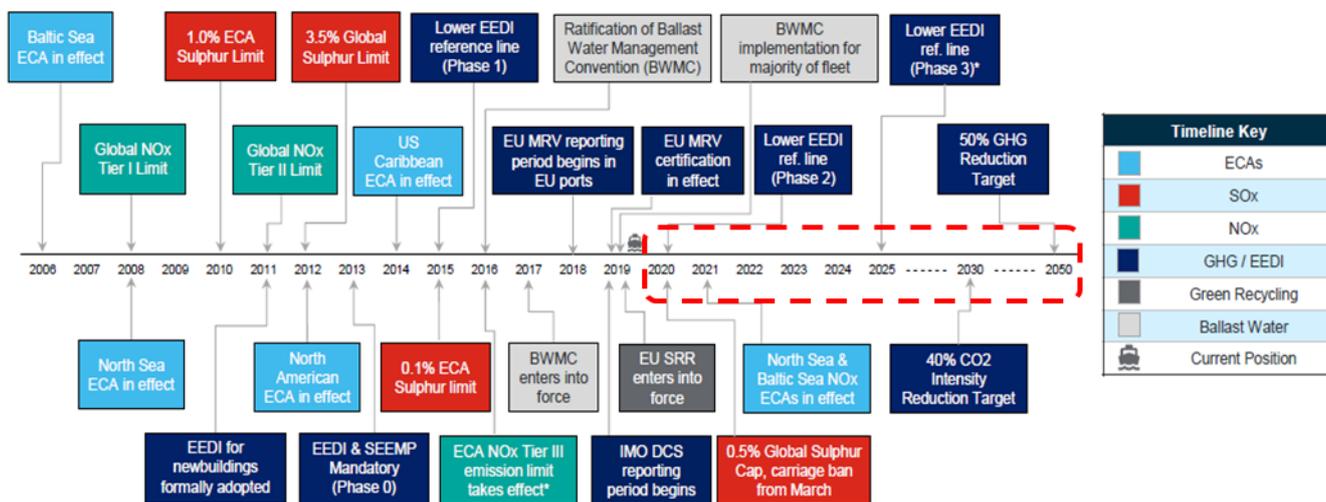


资料来源：Wind，华泰证券研究所

行业迈入低硫低碳排放新纪元，利大于弊

根据国际海事组织（IMO）环保条例推行时间表，自 2019 年 9 月起，全行业执行压载水公约，对国际船舶压载水和沉积物控制和管理做出规定；2020 年 1 月起，低硫燃油公约生效，未安装脱硫塔装置的船舶将强制转换使用含硫量低于 0.5% 的清洁燃油，用以替代行业目前普遍使用的 3.5% 含硫燃油。通过一系列的环保规定，IMO 致力于到 2030 年，全球航运业二氧化碳排放量较 2008 年水平下降 40%；截止 2050 年，二氧化碳及其他温室气体排放量较 2008 年水平下降 50%，船舶能源使用效率较 2008 年提升 70%。根据 Clarksons 数据，2018 年全年，来自航运业的二氧化碳排放量占比全球排放量的 2.2%，属污染排放量较高的产业。

图表25： 国际海事组织（IMO）环保条例时间表



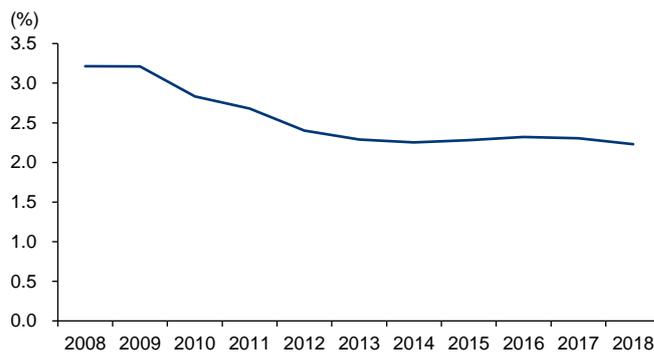
资料来源：IMO，Clarksons，华泰证券研究所

图表26: 全球航运业二氧化碳 (CO2) 排放量及 2030 年目标



资料来源: Clarksons, 华泰证券研究所

图表27: 全球航运业 CO2 排放量占比全球排放量比重



资料来源: Clarksons, 华泰证券研究所

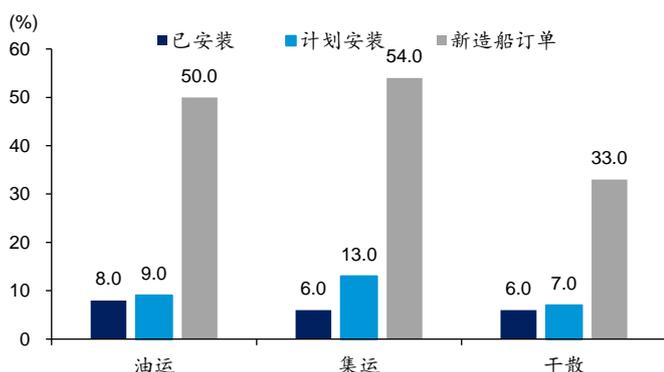
虽然低硫公约的执行将导致全行业燃油成本上涨,但整体我们认为环保条例的陆续生效将对航运业带来中长期的正面影响。低硫公约主要对船舶供给端产生影响,体现在:1)因部分船舶进坞安装脱硫塔,市场有效供给或将减少;2)减速航行以减少燃油消耗,节约成本;3)加快能耗较高的老旧船舶拆解出清;4)抑制新造船订单增加,船东需要考虑目前的船舶设计,油耗指标等是否满足未来的排放要求。

安装脱硫塔船舶比重提高,或将影响市场有效供给

因高低硫油的价差和低硫油供应是否充足等不确定性,部分船东选择安装脱硫塔避免低硫油价格及油品供应风险。根据 Clarksons 数据,截止 2019 年 10 月,全球已安装脱硫塔的船舶运力占比由 2018 年初的 2.0% 上升至 19.0%,其中大型船舶安装的比重较高,小型船舶受船体空间和盈利水平等因素影响,安装比重较低。

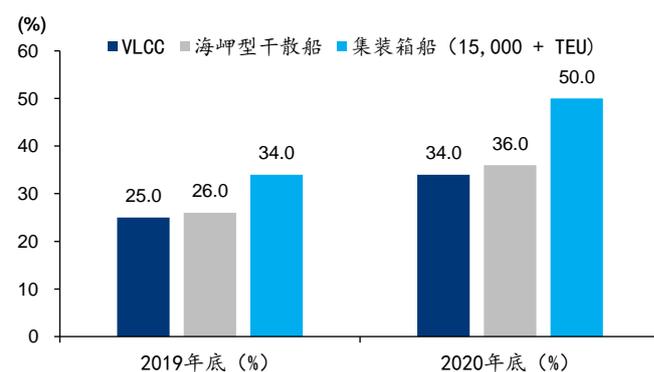
分不同船型看,截止 2019 年 10 月,油运、集运和干散船舶已安装脱硫塔的运力占比分别为 8.0%、6.0%和 6.0%。同时,Clarksons 预计分别有 9.0%、13.0%和 7.0%的油运、集运和干散船舶计划安装脱硫塔。其中,超大型油轮(VLCC)、大型集装箱船(15,000+ TEU 船型)和海岬型干散船舶安装比重较高。

图表28: 航运各子板块脱硫塔安装占比



资料来源: Clarksons, 华泰证券研究所

图表29: 主要船型脱硫塔安装占比



资料来源: Clarksons, 华泰证券研究所

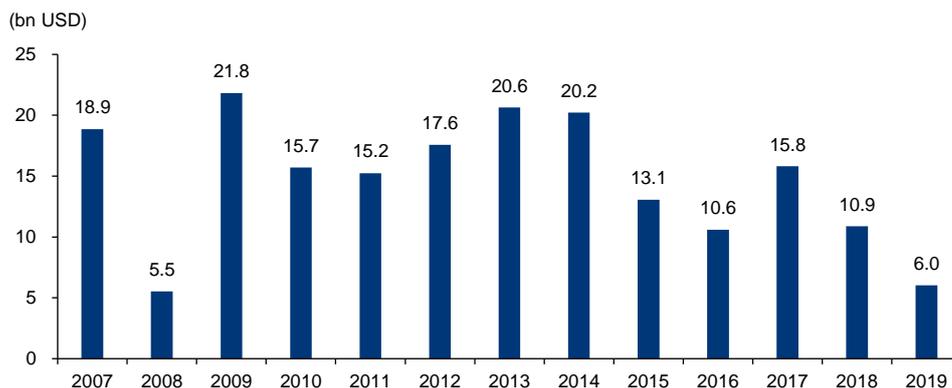
环保监管推动老旧船加速拆解,同时推延新造船计划

行业船舶拆解情况通常和市场景气程度相关。当行业景气程度向好,船舶盈利可观的市场环境下,船东的拆船意愿较低;当行业景气程度下行,运费低迷或低于盈亏平衡点的情况下,船东的拆船意愿较高。考虑到即将执行的低硫条例和随之提升的燃油成本,新旧船舶能耗的区别、老船维护成本的提升、为达到排放要求而新增的船舶改造费用和老旧船二手交易价格等多重因素下,我们认为环保监管有望推动部分能耗及维护成本较高,不具有竞争力的老旧船加速淘汰。

新造船订单方面，船舶使用年限一般为 20-25 年，基于目前时间点，行业面临船舶设计的升级换代和提升船舶能效效率，以更好的适应未来的环保监管和避免燃油成本大幅上涨。例如，目前新造船订单中已经出现的双燃料设计（燃油+天然气），但同时也伴随着造船成本的增加。

航运公司融资普遍困难也是我们认为抑制新造船大幅增加的因素。自 2008 年全球金融危机后，全球经济增速放缓但新造船订单仍处于高位，供需失衡导致航运行业进入持续低迷的盈利周期。根据 Clarksons 数据，2019 年全球航运业融资金额为 60 亿美金（IPO, 增发及发债渠道），同比下降 44.5%，较 2009 年下降 72.3%。

图表30：全球航运市场融资金额



备注：融资方式：IPO，增发及发债

资料来源：Clarksons，华泰证券研究所

减速航行有望成为行业新趋势

航行速度是考量船舶有效供给的变量，根据 Clarksons 预测，航行速度每降低 0.25 海里/小时，市场船舶供给将下降 2-3%。在面临燃油成本上涨的大背景下，我们预测航运公司有可能通过降低行驶速度，以减少燃油消耗，从而减少因使用清洁燃油，带来的成本上涨压力。

中长期看，航运业面临 2030 年及 2050 年的碳排放及温室气体排放目标，减速航行将减少船舶在运行中的尾气排放，符合行业的治理方向。根据 Clarksons 数据，2018 全年，全球航运业共计产生 8.3 亿吨二氧化碳，较 2008 年下降 19%，同时行业平均航速较 2008 年下降约 20%。

油运：供需结构持续改善，行业处于上行周期

2019 年油运行业受多重因素扰动（油轮在海湾地区遭受袭击、部分油运公司受到美国制裁和脱硫塔安装导致部分船舶退出即期市场等），运费出现大幅波动。排除事件性因素的干扰，行业供需格局较 2018 年有所改善，盈利实现同比扭亏为盈。展望 2020 年，我们认为行业供需结构仍将保持向好趋势。

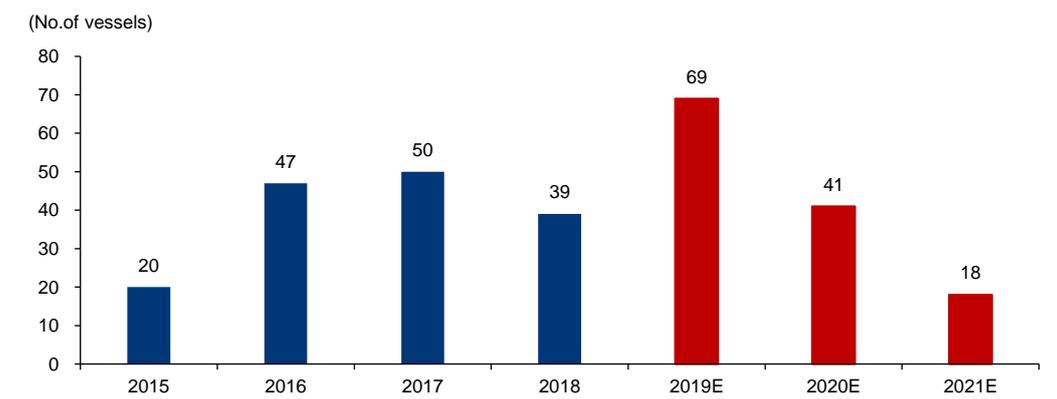
新船交付量大幅下降，供给端明显改善

截止 2019 年 10 月底，全球 VLCC 新造船订单量占现有运力的比重处于历史低位的 8.5%。考虑到行业面临越发严格的环保监管，对船舶环保节能的性能提出了更高的要求，随之导致更高的造船成本。同时在全球宏观经济放缓的大背景下，行业的融资渠道也将收紧。因此，我们认为未来两年行业新造船订单量仍有望处于较低水平。

图表31: VLCC: 年度新船订单量 vs 现有运力

资料来源: Clarksons, 华泰证券研究所

根据交船计划, 2019 年新船交付量将达到近年来高位, 自 2020 年起, 新船交付量将明显放缓。根据 Clarksons 数据, 2019 年前 10 个月, 全球共计交付 61 艘 VLCC, 我们预期 2019 年全年交付量将达到 69 艘。剩余订单将于 2021 年底前陆续交付。我们预期 2020 年和 2021 年新船交付量分别为 41 和 18 艘。

图表32: VLCC: 新船交付量

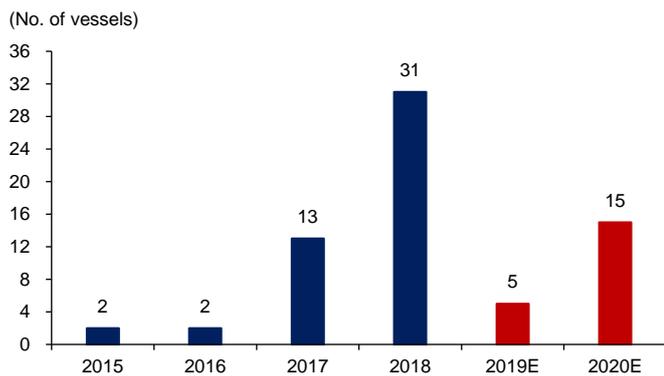
资料来源: Clarksons, 华泰证券研究所

旧船拆解量有望加速

除新船交付量外, 旧船拆解量是供给端的另一个变量。年初至今, 受益行业景气程度向好, 船舶盈利能力显著提升, 旧船拆解数量低于市场预期。伴随船舶年限增加, 维护和运营成本也将逐步增加。对于超过 15 岁以上的船舶, 船舶特检时间由每 5 年检查一次缩短为每 2.5 年, 以保障船舶的使用安全。特检费用也将根据船舶实际情况, 有所差异。在燃油成本上涨和环保监管越发严格的背景下, 能耗较高的老旧船舶竞争力低于节能环保型的年轻船舶。

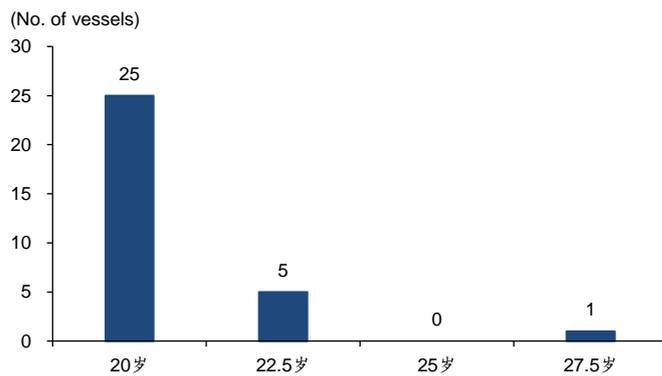
截止 2019 年 10 月, 根据 Clarksons 数据, 全行业共计有 788 艘 VLCC 船舶, 其中 33 艘超过 20 岁。根据船舶年限, 我们预测其中有 31 艘 20 岁以上 VLCC 将在 2020 年面临船舶特检。我们假设其中有 15 艘老旧船将在 2020 年被拆解。

图表33: VLCC: 旧船拆解量



资料来源: Clarksons, 华泰证券研究所

图表34: VLCC: 2020 年到期特检年限船舶数量 (20 岁以上船舶)



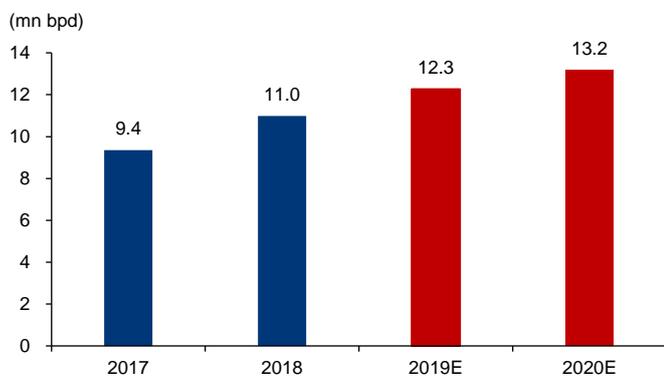
资料来源: Clarksons, 华泰证券研究所

全球原油供应格局变迁, 长航距运输拉动海运需求

原油海运有效需求由运量和运距两方面构成。产油总量决定运量, 产油区域决定运距。总量上, 全球原油运输需求平稳; 但结构上, 过去十年原油供给由高度集中在中东地区往全球分散化, 尤其是美国的页岩油革命改变了全球原油供给格局。

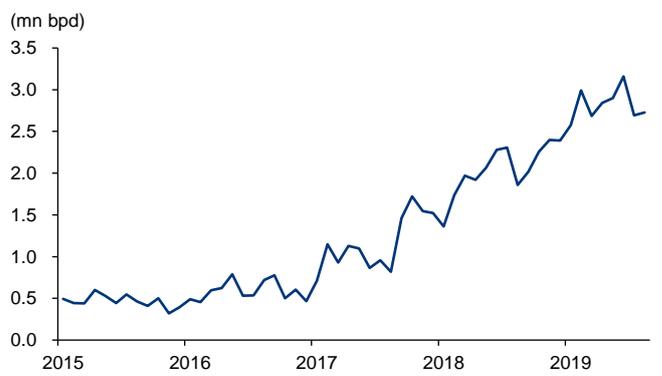
美国于 2015 年底解除原油出口禁令, 根据 EIA 数据, 截止 2019 年 8 月, 美国原油出口量从 2015 年的 50 万桶/天大幅上涨至 280 万桶/天。其中, 2019 年美国原油总产量将达到 1,230 万桶/天, 并预计有望在 2020 年进一步提升至 1,320 万桶/天。2015 年, 美国原油海运出口量占比全球原油海运量 0.8%; Clarksons 预计 2019 年全年, 此占比有望大幅提升至 6.9%。

图表35: 美国原油产量



资料来源: EIA, 华泰证券研究所

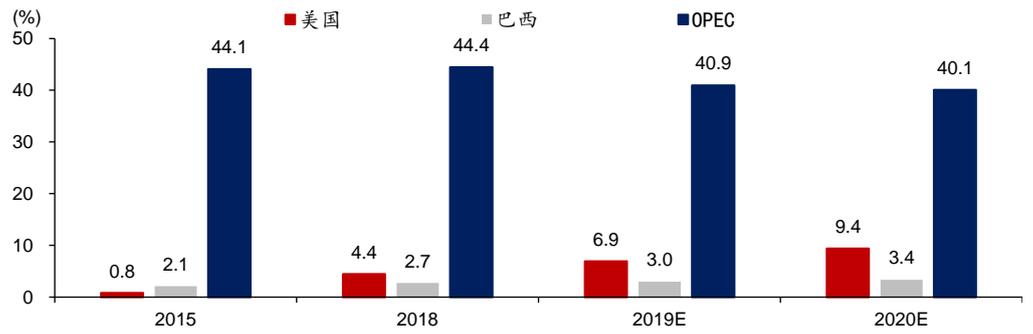
图表36: 美国原油出口量



资料来源: EIA, 华泰证券研究所

另一个原油出口量明显增加同时伴随运输距离增长的国家是巴西。根据 Clarksons 数据, 2019 年巴西海运原油出口量将达到 120 万桶/天, 占比全球海运原油运输量的 3.0%, 较 2015 年上涨 0.9 个百分点。美国及巴西地区原油出口对中东原油的替代效应有望拉长海运运输距离。美湾至远东地区航程大约为 120 天, 是中东至远东地区航程 (约 45 天) 的 3 倍。

图表37： 美国、巴西和 OPEC 对应全球海运原油运输量占比



资料来源：Clarksons, 华泰证券研究所

上行周期开启，把握供需改善共振良机

展望 2020 年，我们对油运市场表示乐观。我们预计 2020 年 VLCC 市场供给增速将从今年的 6.1% 大幅下滑至 3.2%，主要因新造船交付大幅下降导致（假设拆船率为 1.5%，2019 年行业拆船率预计为 0.4%）。需求方面，我们预计海运原油需求（载重吨）将由今年的 1.3% 大幅提升至 5.7%。需求增长主要受美国原油出口进一步提升带动长行距运输驱动。另一方面，2019 年需求低基数，主要受 OPEC 限产、伊朗和委内瑞拉制裁、中东局势升级影响油轮运输等因素导致。

另一方面，根据 Clarksons 预测，2020 年因安装脱硫塔而暂时退出即期市场的运力年化比重约 0.7%。因此，2020 年市场实际的有效船舶供给增速将有望下降至 2.5%，进一步利好运费水平的提升。

图表38： VLCC：供需增速



资料来源：Clarksons, 华泰证券研究所

图表39： 全球海运原油出口量



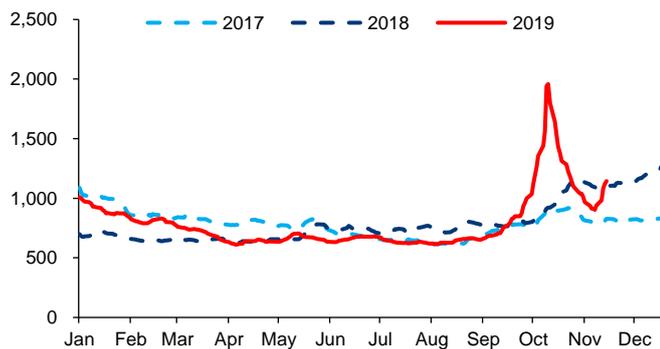
资料来源：Clarksons, 华泰证券研究所

图表40： 全球海运原油周转量



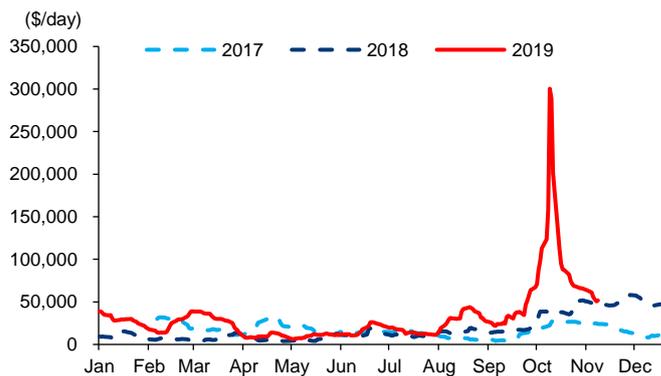
资料来源：Clarksons, 华泰证券研究所

图表41: 波罗的海原油运输指数 (BDTI)



资料来源: 波罗的海交易所, 华泰证券研究所

图表42: VLCC 中东-中国航线运费 (TD3C TCE)



资料来源: 波罗的海交易所, 华泰证券研究所

投资建议

招商轮船 (“买入” 评级, 目标价 6.72-7.01 元)

1) 公司 VLCC 船队规模全球第一, 盈利弹性大; 2) 干散运输市场逐步修复, COA 合同锁定长期盈利; 3) 受益油运上行周期, 公司 2020 年业绩同比有望大幅增长。

2019 年前三季度, 公司实现营业收入 98.1 亿元, 同比增长 34.0%; 归母净利润 7.2 亿元, 同比大幅增长 64.3%, 主要因油运运费大幅改善推动。作为全球最大 VLCC 船东, 公司盈利弹性大, 有望显著受益油运上行周期; 公司干散 VLOC 船队均已签署长期运输协议, 盈利稳定; 中国天然气消费量逐步提升, 公司 LNG “项目船” 模式提前锁定盈利。伴随我国天然气进口量的增加, 公司 LNG 船队规模有望进一步扩大。

基于公司 2019 年底的船队规模数量, 我们测算 VLCC 运费每提高 5,000 美金/天, 公司年化归母净利润增加约 6.4 亿人民币。我们基于 39,000 美金/天的 VLCC 运费假设, 预测公司 2020 年的归母净利润为 30.0 亿元, 同比增长 16.8%。2019 年 1-10 月, VLCC 中东至中国航线平均运费为 33,247 美金/天。

风险提示: 1) 运费增长低于预期; 2) 低硫条约延期执行; 3) 地缘政治风险。

集运: 短期受宏观经济和燃油成本上涨扰动, 中长期行业集中度有望提升

2019 年以来, 受全球经济增长放缓和中美贸易摩擦压制, 集运板块承压, 货量和运费表现不佳。根据上海航运交易所数据, 2019 年 1-10 月, 中国至美国线平均运价同比下降 5.4%; 中国至欧洲线平均运价同比下降 9.4%。在整体需求不佳的背景下, 集运公司通过削减航线, 优化航线布局等手段, 有效控制运力投放, 抵消部分需求端下滑带来的负面影响。

展望 2020 年, 我们维持对集运板块谨慎乐观的观点。宏观经济、贸易摩擦和低硫燃油成本上涨, 是行业面临的短期扰动。但不排除因需求低迷和成本上涨的压力, 较小规模的航运公司面临更大经营压力。通过兼并收购, 行业集中度有望提升至寡头垄断, 利好中长期行业格局和发展。

运力总量维持低增长, 市场供给可控

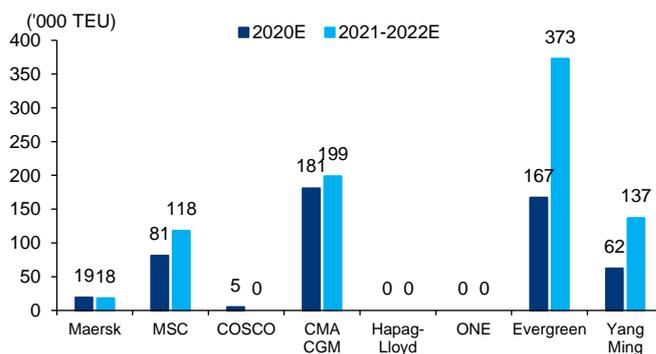
供给方面, 截止 2019 年 10 月底, 行业新造船订单量占比现有运力的 12.8%, 处于近年来的较低水平。根据 Alphaliner 数据, 我们预计 2020 年, 行业将新增运力 120 万标准箱, 同时旧船拆解量预计将达到 40 万标准箱(2019 年旧船拆解量预计为 25 万标准箱)。总体, 我们预测行业 2020 年供给增速为 3.3%, 较 2019 年的 3.7% 有所下降。

图表43: 集运: 新船订单量 vs 现有运力



资料来源: Alphaliner, 华泰证券研究所

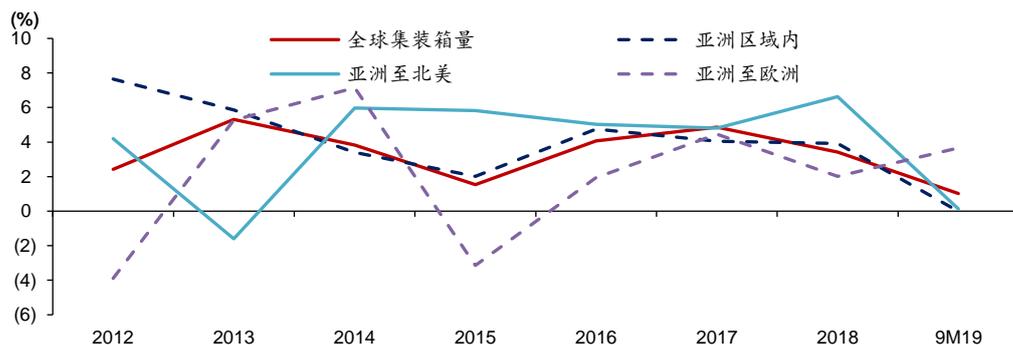
图表44: 全球前八大集运公司新交船计划



资料来源: Alphaliner, 华泰证券研究所

需求方面, 2019年1-9月, 全球完成集装箱运输量1.3亿标准箱, 同比增长1.0%, 低增速主要受全球经济增长放缓和贸易摩擦的负面影响。其中, 亚洲至北美航线货量同比仅增长0.1%; 亚洲至欧洲航线货量同比增长3.7%; 亚洲区域内市场货量基本和上年同期持平。基于今年整体货量基数较低, 我们预计明年货量有望同比改善。

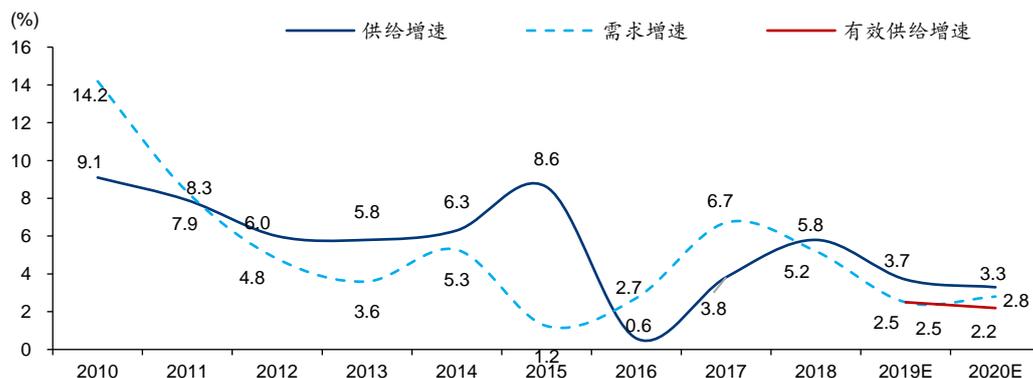
图表45: 全球集装箱货运量增速



资料来源: CTS, 华泰证券研究所

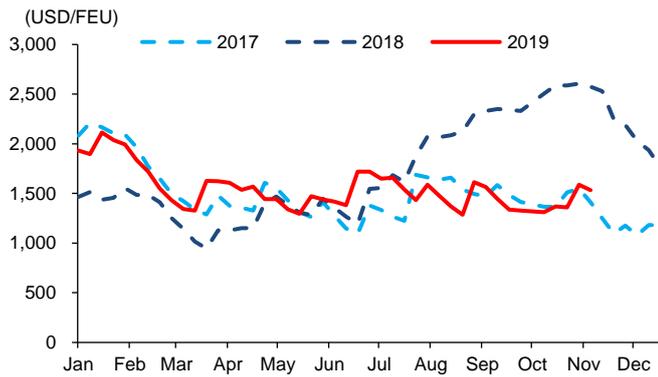
总体, 我们预测2020年集运行业需求增速2.8%, 较2019年上升0.3个百分点; 2020年的供给增速将由今年的3.7%下降至3.3%, 供需均维持小幅增长。考虑到因安装脱硫塔而暂时退出市场的运力, 我们预测2020年此部分运力占比约为1.1%。因此, 2020年行业有效供给增速有望下降至2.2%。

图表46: 集运: 供需增速



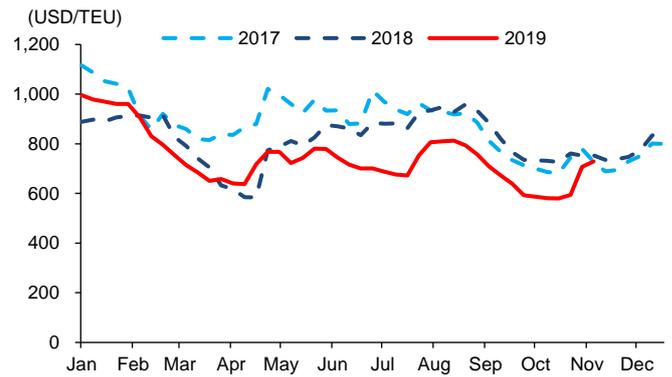
资料来源: Alphaliner, 华泰证券研究所

图表47: 上海至美西航线即期运费



资料来源: 上海航运交易所, 华泰证券研究所

图表48: 上海至欧洲航线即期运费



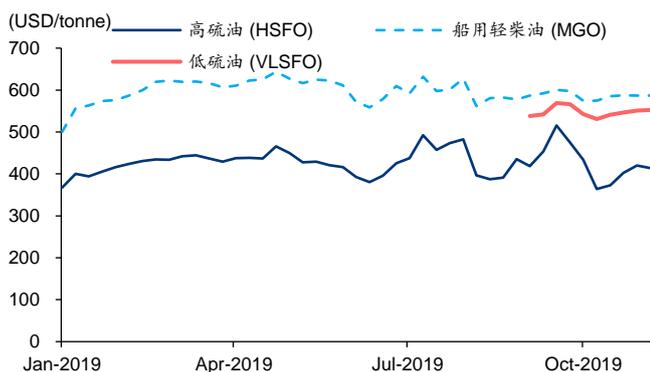
资料来源: 上海航运交易所, 华泰证券研究所

低硫油价格是核心变量

有别于油运和干散的价格机制, 集装箱运费包含了集运公司的燃油费用, 而油运和干散的运费水平已剔除燃油价格的影响。我们认为 2020 年起执行的低硫公约对集运行业的成本冲击将大于油运和干散板块。根据 Clarksons 数据, 截止 2019 年 10 月底, 全球共计 6% 的集装箱船舶已安装脱硫塔设备。根据 Clarksons 的数据, 截止 2019 年底和 2020 年底, 已安装脱硫塔的船舶运力占比预计将达到 18% 和 27%。目前, 已有多家集运公司陆续出台关于低硫油实施后的新燃油附加费收费机制, 但最终货主愿意承担多少的新增燃油成本, 还不明确。

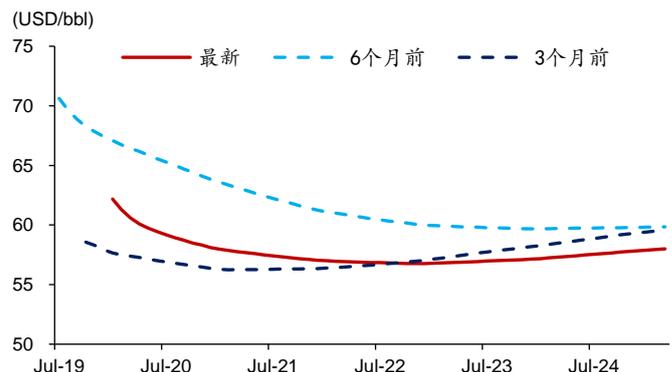
2019 年 9 月 1 日至 11 月 21 日, 船用高硫油 (HSFO 180 CST 新加坡) 均价为 427 美金/吨, 0.5% 低硫油 (VLSFO) 均价为 548 美金/吨, 比高硫油高出 28%; 船用轻柴油 (MGO) 均价为 587 美金/吨, 较高硫油高出 38%。长期看, 我们认为大部分船舶将直接使用低硫油, 但不排除在条例生效初期, 因燃油供应短缺问题, 部分船舶将暂时使用较贵的船用轻柴油。因此, 我们对 2020 年上半年行业整体燃油成本的变化持谨慎的观点。中长期看, 伴随低硫油供应逐步提高, 我们认为高低硫油的价差将逐步收窄。

图表49: 各品类燃油价格对比



资料来源: Clarksons, 华泰证券研究所

图表50: 布伦特原油期货商品曲线



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

投资建议

中远海控 (“增持” 评级, 目标价 5.06-5.34 元)

1) 公司集运业务内生增长稳健, 并购东方海外后协同效应持续体现; 2) 公司运力规模亚洲第一, 全球第三, 抗风险及并购能力强; 3) 潜在经济刺激政策或是贸易冲突缓和和将利好行业需求边际改善, 盈利水平有望超市场预期。

2019年前三季度，公司实现营业收入1,116亿元，同比增长35.9%；归母净利润21.2亿元，同比大幅增长145.3%，主要因东方海外并表及协同效应驱动。剔除东方海外并表的影响，中远海运集运实现EBIT利润率4.3%，同比上涨1.5个百分点，内生增长稳健。中长期看，公司有望进一步优化运力部署及提升盈利能力。我们预计受益东方海外并表，公司2020年归母净利润为29.6亿元，同比增长8.0%。

风险提示：1) 中美摩擦加剧；2) 全球经济增长低于预期；3) 运价上涨低于预期。

散运：供需结构向好，运费平稳修复

2019年1季度，受巴西矿难和澳洲飓风等异常因素，干散运输需求遭遇重大负面影响，导致市场运费低迷；自5月起，巴西和澳洲铁矿石出货量陆续恢复，供给端部分船舶因安装脱硫塔临时退出市场，供求改善共振，运价大幅回升。2019年1-10月，BDI均值为1,344点，同比下跌1.9%。尽管经济增速放缓压力犹存，但即将执行的低硫条规将驱动部分船舶因安装脱硫塔而暂时退出即期市场，市场有效运力增速将放缓。整体，我们认为行业供需增速将保持平稳，其中小宗散货市场供需结构优于大宗散货市场。

大宗干散货市场：受益今年低基数，2020年有望同比改善

根据Clarksons数据，我们预计2019年和2020年整体大宗船舶的运力供给增速分别为3.9%和4.0%。截止2019年10月，已安装脱硫塔的海岬型和巴拿马型船舶运力占比分别为13%和3%，同时Clarksons预计另有13%和3%的运力计划安装脱硫塔。根据Clarksons预测，2020年因安装脱硫塔而退出即期市场的船舶预计将影响0.4%的行业供给。因此，2020年行业有效供给增速有望下降至3.6%。

运费表现方面，今年年初因受事件性扰动，全年运费均值受负面影响。我们预期2020年在今年低基数的基础上，运费均值有望同比改善。

图表51：全球大宗干散货周转量



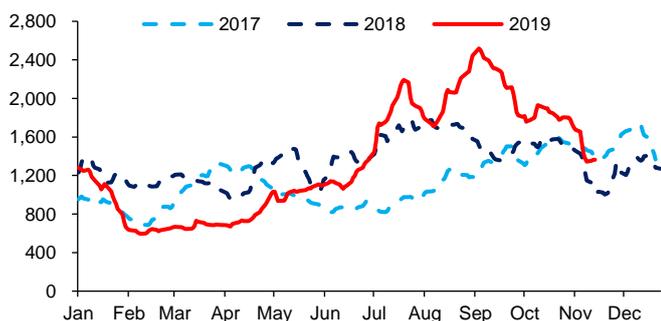
备注：大宗散货包含铁矿石、煤炭和粮食
资料来源：Clarksons, 华泰证券研究所

图表52：大宗干散海运市场：供需增速



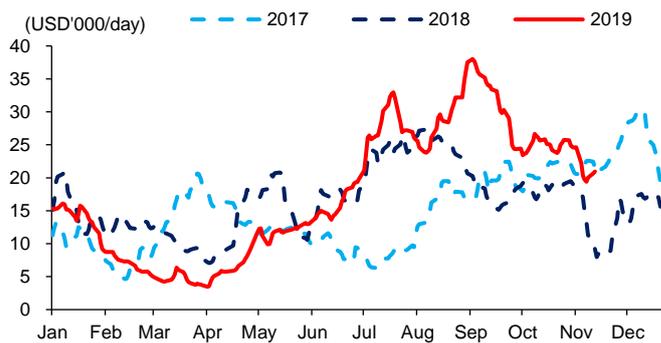
备注：供给运力包含海岬型和巴拿马型船舶
资料来源：Clarksons, 华泰证券研究所

图表53：波罗的海干散运货指数 (BDI)



资料来源：波罗的海交易所, 华泰证券研究所

图表54：海岬型船舶即期运费



资料来源：波罗的海交易所, 华泰证券研究所

小宗干散货市场：供需结构向好，基本面优于大宗散货

供给方面，根据 Clarksons 数据，我们预计 2020 年小宗干散船舶（超灵便型和灵便型船）供给增速为 2.0%，较 2019 年下降 0.8 个百分点。小船受船舱空间限制，安装脱硫塔的船舶比例较小，对即期市场的供给端影响有限。需求方面，我们预测 2020 年小宗干散需求增速将由今年的 4.5% 下降至 3.5%，主要受全球经济增速放缓及印度尼西亚自 2020 年 1 月起限制镍和铝土矿出口导致。

图表55： 全球小宗干散货周转量



备注：小宗干散包括钢材、木材、谷物、水泥和其他有色金属等

资料来源：Clarksons, 华泰证券研究所

图表56： 小宗干散海运市场：供需增速



备注：供给运力包含超灵便型和灵便型船舶

资料来源：Clarksons, 华泰证券研究所

图表57: 航运: 可比公司估值表

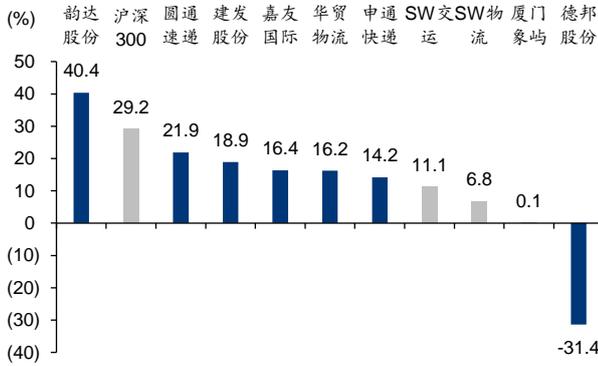
公司名称	股票代码	评级	市值 (USDmn)	PE (X)			PB (X)			ROE (%)			股息率 (%)		
				2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
集运															
海丰国际	1308 HK	NR	2,922	14.7	13.0	11.4	2.8	2.6	2.5	19.0	20.4	21.8	4.8	5.4	6.2
东方海外	316 HK	NR	3,160	205.3	20.1	123.8	4.7	3.9	4.1	2.3	10.2	2.8	0.2	0.7	0.2
中远海控	1919 HK	NR	4,497	21.4	11.5	10.7	1.2	0.9	0.8	5.4	8.0	7.9	0.0	0.0	0.0
中远海控	601919 CH	NR	8,259	39.4	21.2	19.6	2.1	1.7	1.6	5.4	8.0	7.9	0.0	0.0	0.0
马士基航运	MAERSKB DC	NR	29,297	9.3	66.7	27.6	0.9	1.0	1.0	10.0	1.9	4.0	1.6	1.6	2.0
赫伯罗特航运	HLAG GR	NR	14,614	357.1	48.3	34.8	2.1	2.0	1.9	0.6	4.9	6.9	0.2	0.6	0.8
长荣海运	2603 TT	NR	1,855	179.3	45.1	15.1	0.8	0.8	0.8	0.5	1.2	5.3	0.0	0.3	1.4
阳明海运	2609 TT	NR	534	(2.8)	(10.7)	(10.2)	0.8	0.9	0.7	(28.7)	(15.2)	(17.6)	0.0	na	na
万海航运	2615 TT	NR	1,323	36.4	15.7	15.6	1.2	1.1	1.0	3.3	11.1	13.6	3.3	0.1	na
珍宝航运	PSL TB	NR	359	24.0	(48.6)	24.6	0.9	0.9	0.8	3.6	(2.1)	3.6	0.0	0.0	3.1
商船三井	9104 JP	NR	3,205	(7.3)	17.5	8.4	0.7	0.6	0.6	(8.7)	3.6	7.7	0.7	1.3	2.2
油运															
中远海能 - H	1138 HK	持有	1,665	156.8	9.2	4.7	0.4	0.4	0.4	0.3	4.4	8.3	0.7	5.4	10.6
中远海能 - A	600026 CH	买入	3,329	313.7	18.4	9.4	0.8	0.8	0.8	0.3	4.4	8.3	0.3	2.7	5.3
招商轮船	601872 CH	买入	5,432	32.8	14.8	12.7	1.9	1.7	1.5	5.8	11.5	12.2	0.9	2.0	2.4
欧航公司	EURN US	NR	2,436	(19.4)	22.0	5.7	1.1	1.0	1.0	(5.4)	5.1	18.2	1.1	3.1	13.1
Scorpio 油轮公司	STNG US	NR	1,966	(61.9)	(51.2)	7.9	9.4	0.9	0.9	(10.8)	(0.4)	13.6	0.1	1.1	1.9
Frontline 有限公司	FRO US	NR	2,142	(217.6)	12.9	4.3	1.6	1.4	1.3	(0.8)	12.6	30.6	0.0	3.5	16.8
DHT 控股公司	DHT US	NR	1,072	(22.1)	13.1	3.6	1.2	1.2	1.1	(5.3)	10.6	27.7	1.1	5.4	19.2
Seaways	INSW US	NR	783	(8.8)	16.5	3.6	0.8	0.7	0.6	(8.5)	8.3	22.2	0.0	0.5	6.6
Tsakos 能源	TNP US	NR	323	(2.4)	4.4	2.0	0.3	na	na	(11.1)	4.8	11.8	4.2	4.2	9.2
北欧美国油轮	NAT US	NR	519	(5.4)	41.8	6.1	0.9	0.9	0.9	(14.5)	7.4	20.6	1.9	5.7	14.9
Golar 液化天然气	GLNG US	NR	1,202	(5.2)	(8.5)	14.5	0.7	0.7	0.7	(13.4)	(8.6)	4.8	3.2	2.8	5.4
Torm	TRMDA DC	NR	728	(20.4)	11.6	3.8	0.9	0.8	0.8	(4.2)	6.2	26.9	0.0	1.6	10.7
Stolt-Nielsen	SNI NO	NR	766	13.4	18.9	3.7	0.5	0.5	0.3	3.7	2.9	7.5	2.1	4.2	7.1
卡塔尔油气	QGTS QD	NR	3,750	1.5	na	na	0.2	na	na	13.9	13.3	13.7	40.3	4.0	4.0
干散以及其他															
太平洋航运	2343 HK	NR	976	12.6	21.7	6.5	0.7	0.8	0.7	5.9	3.6	11.2	3.9	2.3	7.7
中远海特	600428 CH	NR	1,068	87.3	30.4	21.7	0.8	0.8	0.7	0.9	2.5	3.4	0.0	0.0	0.0
D/S Norden	DNORD DC	NR	665	22.2	34.5	2.5	0.8	0.8	0.3	3.5	2.3	10.8	1.9	1.5	1.8
黛安娜船舶	DSX US	NR	335	33.2	43.3	14.0	0.6	0.5	0.5	1.9	1.7	1.8	0.0	0.1	0.1
希腊星散货航运	SBLK US	NR	922	13.2	28.9	4.5	0.6	0.6	0.5	4.5	2.0	14.2	0.0	0.4	5.5
Scorpio 船舶	SALT US	NR	407	(31.2)	10.3	11.7	0.5	0.4	0.5	(1.4)	3.5	3.7	1.4	1.4	3.9

资料来源: NR=未覆盖, H 股及海外采用彭博一致预期, A 股未覆盖公司采用万得一致预期, 华泰证券研究所, 收盘价 2019.11.21

快递物流：电商快递精选个股，逆向投资大宗供应链

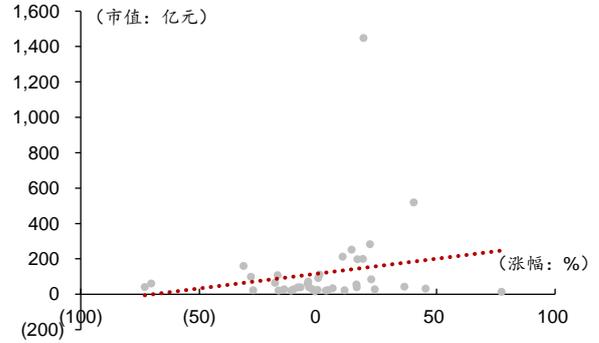
年初至今（截止 11.21），SW 物流指数（+6.8%）跑输沪深 300 指数（+29.2%）和 SW 交运指数（+11.1%）。子板块中，由于龙头效应和盈利增长强劲，快递表现较好；大宗供应链盈利稳定增长，但市场风格致股价表现平淡；小市值物流标的表现普遍欠佳。我们覆盖的标的中，韵达股份领涨（+40.4%），德邦股份领跌（-31.4%）。

图表58：快递物流重点标的涨跌幅（2019.01.01-2019.11.21）



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表59：快递物流个股涨幅的市值效应（2019.01.01-2019.11.21）



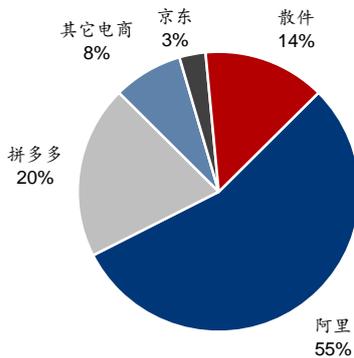
资料来源：Wind、华泰证券研究所（注：市值基于 2018 年底）

快递：成长和竞争的博弈，优选个股

（1）增长：19 年件量增速 25.1%，未来 5 年退坡至 GDP 的 2-3X

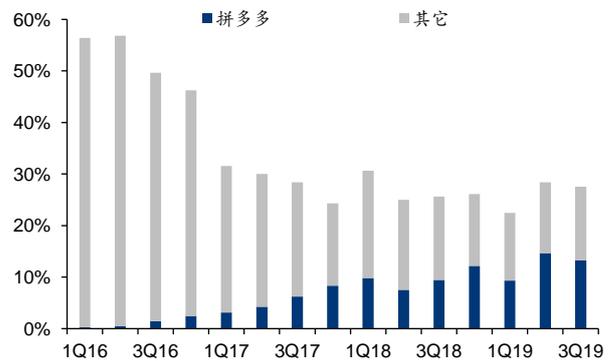
电商仍然是中国快递行业最主要的增长动力。以通达系为例，电商件占比约 86%（2019E），我们估计阿里/拼多多/其它电商（含京东）分别占比约 55%/20%/11%，其余 14% 为散件。根据国家统计局的数据，1-10 月，全国实物商品网上零售额累计同比增长 19.8%（不含拼多多和微商），需求仍具韧性。根据邮政局数据，1Q19/2Q19/3Q19，快递行业件量同比分别增长 22.5%/28.4%/27.6%（我们估计拼多多对行业增速的贡献分别为 9.3%/14.7%/13.2%）；9 月起，行业件量增速逐月小幅下行（8/9/10 月增速分别为 29.3%/25.0%/22.7%）。结合 1-10 月电商和快递件量增速，我们预计 2019 年全国电商 GMV 和快递件量同比分别增长 26.7% 和 25.1%。

图表60：通达系件量结构（2019E）



资料来源：华泰证券研究所

图表61：快递行业件量增速拆分



资料来源：邮政局、华泰证券研究所

我们分三类（阿里、拼多多和其它电商）详细预测了国内电商件增速，简化估计国内商务件和国际快递件量增速，据此预测全国 2019-2023 年快递件量增速。展望 2020 年，我们预计全国电商 GMV 同比增长 23.0% 至 12.4 万亿元，网购渗透率提升至 27.7%；全国快递件量同比增长 20.0% 至 761 亿件，国内电商件中阿里/拼多多件量同比分别 +16.1%/+45.6%，国内商务件同比温和增长 13.8%。2020-2023 年，全国快递件量增速将从 20.0% 放缓至 12.5%，仍然维持在 GDP 的 2-3X。

图表62: 快递行业增速预测

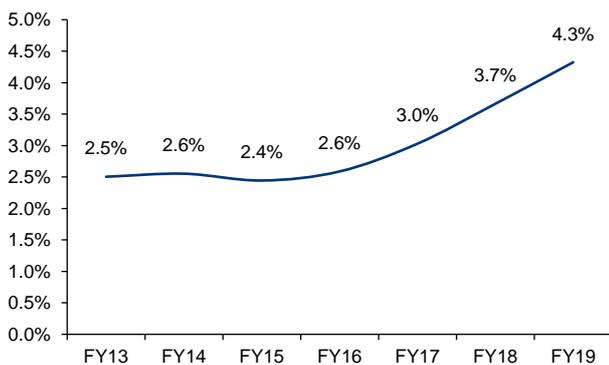
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
电商 GMV (亿)	18925	27889	38028	46812	61000	79425	100641	123767	147497	170758	194669
yoy	59.4%	47.4%	31.6%	25.6%	28.0%	30.2%	26.7%	23.0%	19.2%	15.8%	14.0%
渗透率	7.8%	10.3%	12.6%	14.1%	16.7%	20.8%	24.4%	27.7%	30.6%	32.9%	35.1%
国内快递 (百万)	8924	13640	20230	30660	39230	49604	62012	74369	86777	98908	111132
yoy	62.2%	52.8%	48.3%	51.6%	28.0%	26.4%	25.0%	19.9%	16.7%	14.0%	12.4%
电商快递	6995	11272	17497	27490	35584	45411	57436	69161	80904	92333	103833
yoy	80.6%	61.1%	55.2%	57.1%	29.4%	27.6%	26.5%	20.4%	17.0%	14.1%	12.5%
阿里		8106	11480	15720	19800	24200	29111	33798	38431	42959	47613
yoy			41.6%	36.9%	26.0%	22.2%	20.3%	16.1%	13.7%	11.8%	10.8%
拼多多				233	2365	6105	11715	17053	22308	27120	31685
yoy					915.7%	158.1%	91.9%	45.6%	30.8%	21.6%	16.8%
其它				11537	13419	15106	16610	18310	20165	22254	24535
yoy					16.3%	12.6%	10.0%	10.2%	10.1%	10.4%	10.2%
商务快递	1929	2368	2733	3170	3646	4193	4577	5208	5873	6576	7299
yoy	18.4%	22.8%	15.4%	16.0%	15.0%	15.0%	9.2%	13.8%	12.8%	12.0%	11.0%
国际快递	262	330	430	620	830	1110	1421	1776	2167	2600	3068
yoy	44.0%	26.0%	30.3%	44.2%	33.9%	33.7%	28.0%	25.0%	22.0%	20.0%	18.0%
全国快递	9187	13960	20670	31280	40060	50710	63433	76145	88944	101508	114200
yoy	61.6%	52.0%	48.1%	51.3%	28.1%	26.6%	25.1%	20.0%	16.8%	14.1%	12.5%

资料来源: 国家统计局、国家邮政局、华泰证券研究所

(2) 竞争: 二线快递逐步出清, 一线快递中期共存

电商快递最终需求属于 2C 消费者服务, 但普遍实行的包邮 (拼多多强制包邮) 使其演绎为 2B 业务; 即快递企业 (加盟商) 客户是电商卖家, 而非最终付费的买家。在这样的产业链中, 快递企业对卖家缺乏定价权, 而卖家对电商平台缺乏定价权。加盟模式下, 总部承担了最具规模效应和成本空间的干线、中转环节, 加盟商承担了成本较刚性的收派环节 (主要是派送), 成本趋势不对称。因此, 我们观察到阿里的货币化率和盈利能力持续提升, 通达系总部盈利整体增长, 但快递加盟商盈利持续恶化。

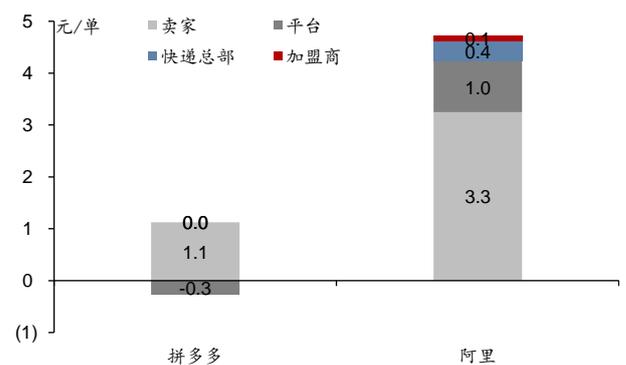
图表63: 阿里巴巴货币化率持续提升



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所测算

注: 货币化率=零售收入/GMV; 阿里财年从前一年二季度至当年一季度

图表64: 电商价值链分配

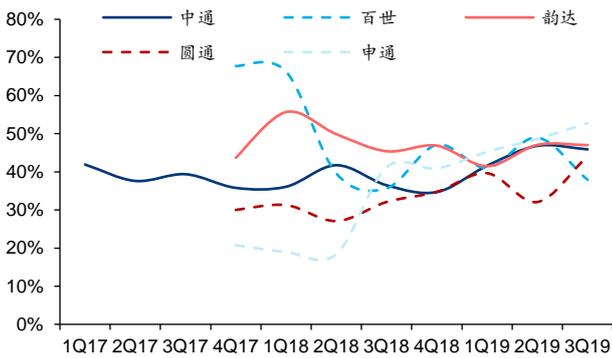


资料来源: 华泰证券研究所估算

注: 口径为单位订单盈利

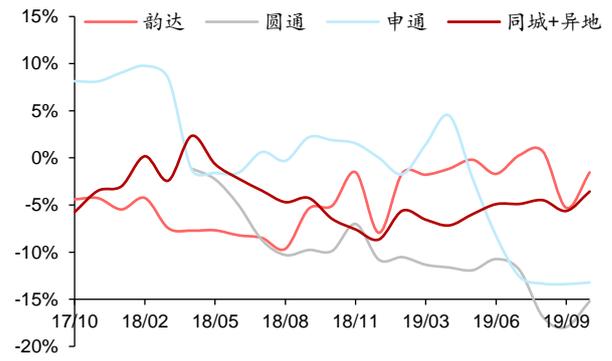
1Q19/2Q19/3Q19, 中通/申通/圆通先后发力 (百世 2Q 以来处于调整期, 未来仍有跟进可能), 价格战异常激烈, 中小快递企业持续退出 (2019 年前三季度剔除 6 家上市快递的其它企业件量同比下降 10%)。我们观察邮政局每月披露的“主要快递企业申诉情况表”, 2015 年以来先后有如风达、安能、国通、全峰、快捷、全一、卓越七家企业消失, 侧面印证中小快递企业退出。

图表65: 四通一达件量增速对比



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表66: 快递行业件均价变化

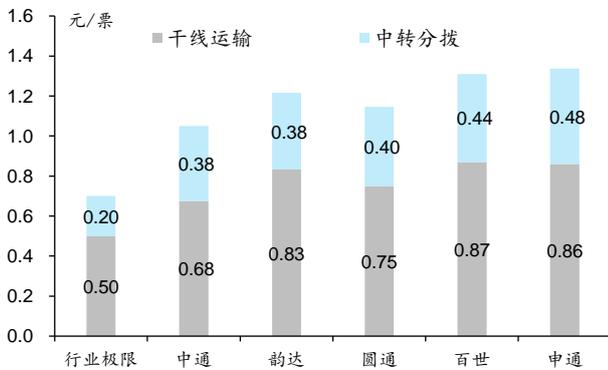


注: 为避免春节错位干扰, 剔除了1月数据, 2月数据为1-2月累计值

资料来源: 邮政局、公司公告、华泰证券研究所

我们估计快递总部干线运输/中转分拨成本的极限大约为 0.5 元/票和 0.2 元/票。即使成本最低的中通(18年干线/中转成本约为 0.68/0.38 元/票), 综合成本降幅空间仍然超过 30%。2019-2021 年, 我们仍然可以期待主要快递企业中转干线成本 5%-7%的年均降幅。相较于直营模式, 加盟模式的成本优势在于: 1) 末端自激励管理成本的节约, 2) “有效”规避社会成本。以社保为例, 假设全网 20 万人, 社保成本 5000 元/年/人, 合计约 10 亿。若社保成本最终落地, 该项成本大概率需要总部承担。另一方面, 中国低端劳动力成本持续增长, 交运行业农民工工资 14-18 年均增长约 7%。随着快递网络向西向下延伸, 派送效率或将有所下降, 近期可行的解决方案是快递柜+门店自提(部分降低消费者体验)。

图表67: 主要快递企业单票成本比较(2018)



注: 圆通不含中转费支出和航空运输、申通中转成本为估算值

资料来源: 华泰证券研究所测算

图表68: 农民工工资持续增长



资料来源: Wind、华泰证券研究所

(3) 投资评级: 两种策略, 优选个股

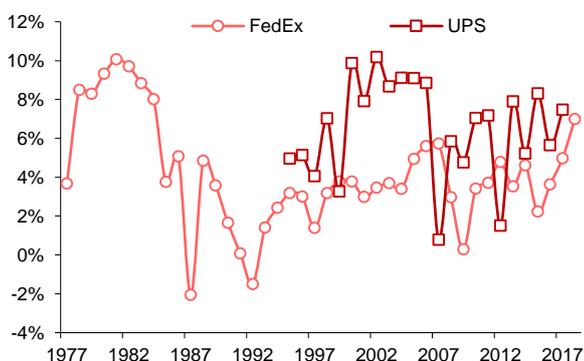
海外快递市场普遍形成寡头垄断格局, “网络效应+规模效应”是根本原因。首先需要建立跨地域的服务网络(进入壁垒高), 而且需要足够量的业务支撑(宽护城河), 龙头企业才能将成本降低到社会可以承受的水平。随着业务量的增长, 龙头企业继续降低成本, 创新服务, 保持自身竞争优势(护城河越挖越宽)。全球对比, 中国电商快递的营业利润率已经处于较高水平。时间序列上, 快递企业的件均价仍处于下跌通道, 给市场的盈利预测带来较大不确定性。

图表69：“四通一达”单票毛利、净利对比

(单位: 元/件)		4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19
单票	中通	0.78	0.62	0.75	0.74	0.67	0.64	0.68	0.63	0.57	0.55	0.57	0.52
毛利	百世	(0.11)	(0.14)	0.12	0.13	0.15	0.03	0.18	0.16	0.17	0.09	0.13	0.13
	韵达		0.67	0.69	0.63	0.52	0.55	0.61	0.54	0.56	0.60	0.53	0.44
	圆通	0.51	0.45	0.50	0.50	0.36	0.46	0.50	0.44	0.47	0.40	0.39	0.37
	申通		0.64	0.64	0.61	0.53	0.58	0.65	0.53	0.45	0.52	0.40	0.25
单票	中通	0.50	0.43	0.49	0.48	0.47	0.43	0.47	0.45	0.42	0.39	0.40	0.39
扣非	百世												
净利	韵达		0.33	0.39	0.35	0.27	0.29	0.34	0.28	0.34	0.29	0.27	0.23
	圆通	0.32	0.27	0.31	0.29	0.22	0.24	0.28	0.25	0.27	0.21	0.22	0.22
	申通		0.39	0.42	0.39	0.25	0.38	0.42	0.32	0.26	0.29	0.24	0.13

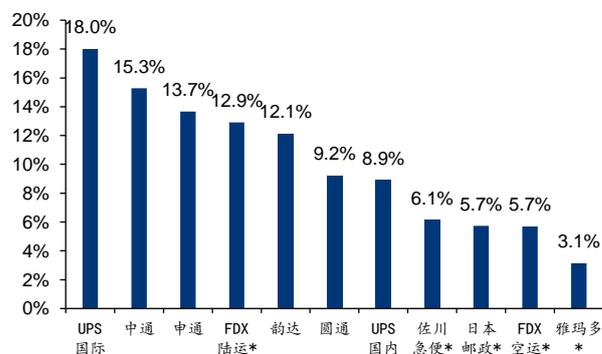
资料来源: Wind、华泰证券研究所 (注: 剔除韵达快运和圆通国际, 中通快递按照 25% 税率的调整后净利润估算)

图表70: FedEx 和 UPS 长期净利率变化



资料来源: Bloomberg、华泰证券研究所

图表71: 全球主要快递企业营业利润率对比

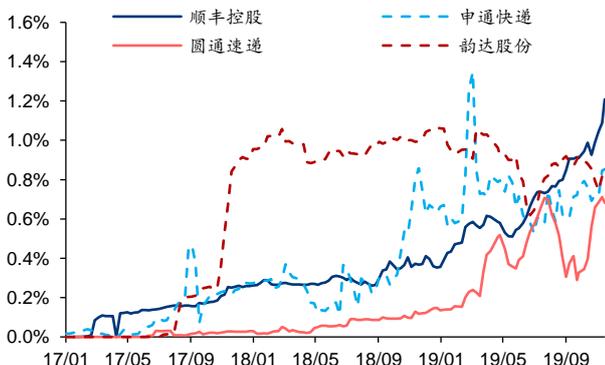


资料来源: 邮政局、公司公告、华泰证券研究所

注: *表示 2019 财年 (2Q18-1Q19), 其余数据为 2018 年

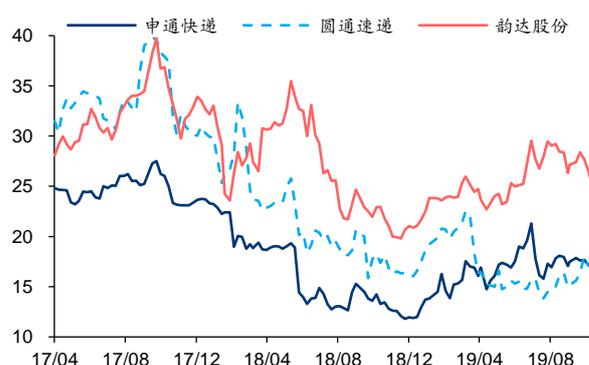
2019 年, 快递板块迎来估值修复, 个股表现呈分化轮动态势, 申通、韵达和圆通先后领涨。2020-2023 年, 我们预计行业件量增速从 20.0% 放缓至 12.5%, 但中期仍然维持在 GDP 的 2-3X。龙头企业集中度提升的逻辑不变, 核心矛盾仍是通达系的竞争策略。个股即期 PE 估值 (FY1) 处于 2H18-2019ytd 的中枢位置, 我们提供两种投资策略: 1) 对于能够承受一定波动的长期投资者, 快递股的即期风险收益比具备吸引力, 个股首选韵达。2) 对于趋势型投资者, 我们建议的策略是基于 PE (FY1) 估值的区间交易; 结合个股历史估值区间和盈利增速预期, 韵达股份建议交易区间 20-30X PE, 申通快递和圆通速递建议交易区间 15-25X PE, 近期首选圆通。

图表72: 快递行业港股通持股比例变化



资料来源: Wind、华泰证券研究所 (注: 持股比例=港股通持股/总股本)

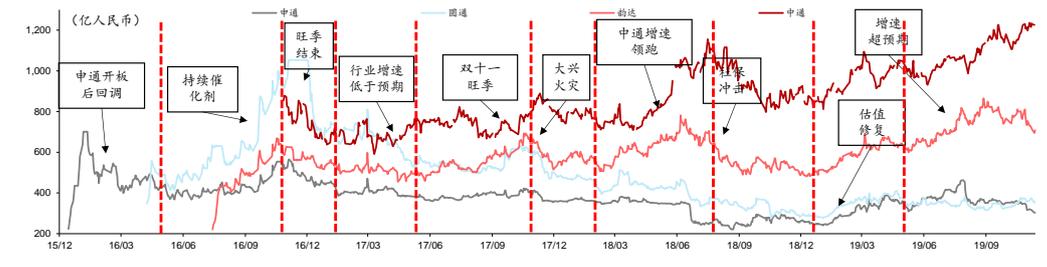
图表73: 快递企业 Wind 一致预期 PE 回顾



资料来源: Wind、华泰证券研究所

注: PE=交易日收盘价/最近预测年度 Wind 一致预期 EPS

图表74： 快递企业上市表现回顾



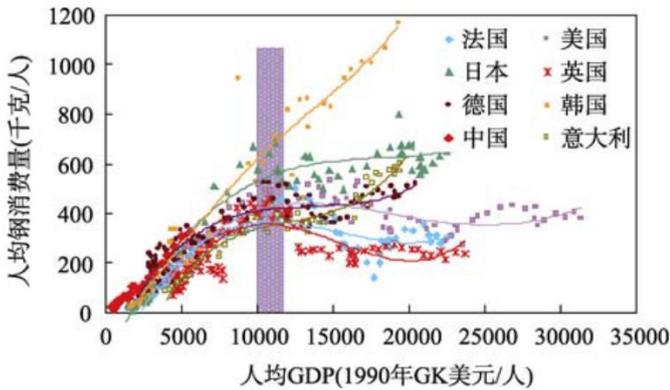
资料来源：Wind、华泰证券研究所（注：此处为市值口径）

供应链：逆向投资

(1) 大宗需求：拐点渐近，无需悲观

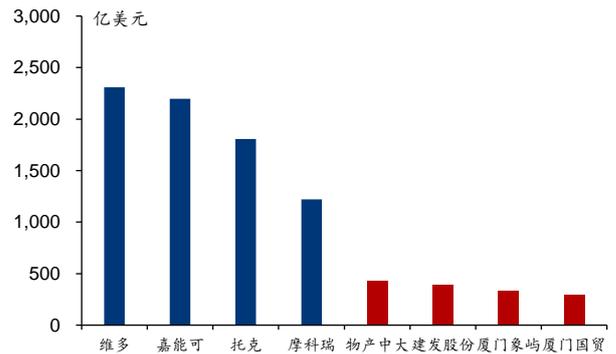
能源和资源消费强度在时间尺度和发展程度上均呈现“倒U”形。我们认为中国人均粗钢（乃至大宗品）消费符合类似规律，但“倒U”曲线的右侧将较为平缓。对于供应链企业，需要平衡规模、风险和盈利。对比海外巨头，中国龙头企业收入体量还有较大差距（部分原因是货种差异，国内大宗供应链企业不参与原油业务）。由于融资成本和风险控制能力的差异，市场化程度较高的国有企业具备比较优势。

图表75： 人均粗钢消费与人均 GDP 的关系曲线



资料来源：《矿产资源需求理论与模型预测》、华泰证券研究所

图表76： 中国大宗供应链龙头 VS 全球供应链龙头收入（2018）



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

(2) 商业模式：贸易价差到价值分享

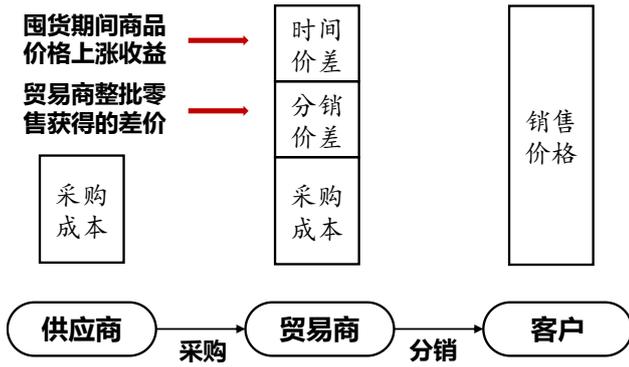
贸易企业通过价差（自营业务）和佣金（代理业务）实现盈利，商业模式的核心是市场信息不对称、以及价格上升趋势中的时间差。2007 年以来，大宗价格波动剧烈；加之市场愈发透明，贸易商纷纷转型。中小企业若自营采购和物流，管理难度大且成本不具优势。供应链企业通过整合需求，叠加行业及商品分析、物流网络、资金信用等，为客户提供一揽子解决方案。即使信息对称，供应链企业仍能在降低成本（物流、融资等）的基础上，通过基础服务和价值分享获利（实质价差=>形式价差）。A 股上市公司所从事的大宗供应链业务，实质是介于物流和贸易的中间业态。

图表77： 贸易、供应链和物流业态比较

业态	货权关系	商业模式	结算特征
贸易	货权转移	交易价差，具体包括 分销价差和时间价差	双向货值结算， 通常存在账期
供应链	货权形式转移 (严格情形是双向锁定)	形式价差，实质上是服务费	双向货值结算， 通常存在账期
物流	货权不转移	物流费用 (部分存在代收货款等)	直接结算物流费用， 通常存在账期

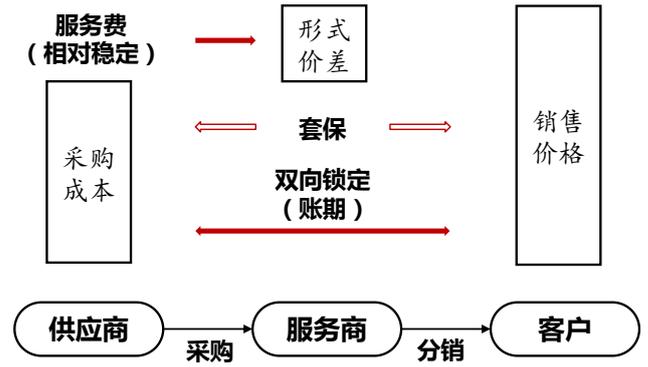
资料来源：华泰证券研究所

图表78： 贸易商盈利模式



资料来源：华泰证券研究所

图表79： 供应链服务商盈利模式



资料来源：华泰证券研究所

(3) 投资策略：估值底部，外资持续买入

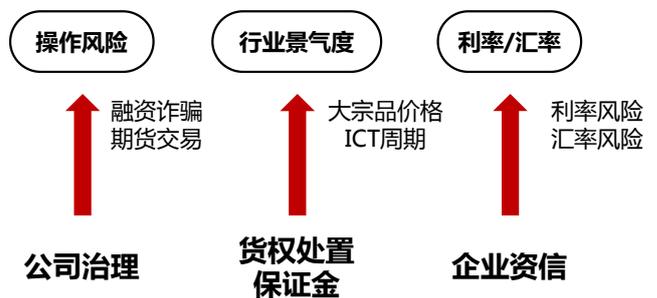
我们承认中国主要大宗商品需求已接近甚至达到顶部，但即使以右侧稳态看，龙头企业渗透率仍有较大提升空间。虽然价格趋于透明后，贸易商利差收窄；但通过“贸易利差”向“价值分享”转型，企业经营风险大幅下降。2018 年以来，大宗供应链行业风险事件频发，对投资者风险偏好产生较大拖累，但我们认为行业即期 PB 估值已充分反映市场对宏观经济的悲观预期。南华大宗商品价格指数仍处于 16 年以来高位，龙头企业受益集中度提升，仍能实现稳健盈利增长，个股标的推荐厦门象屿和建发股份。

图表80： 南华大宗商品指数仍处于相对高位



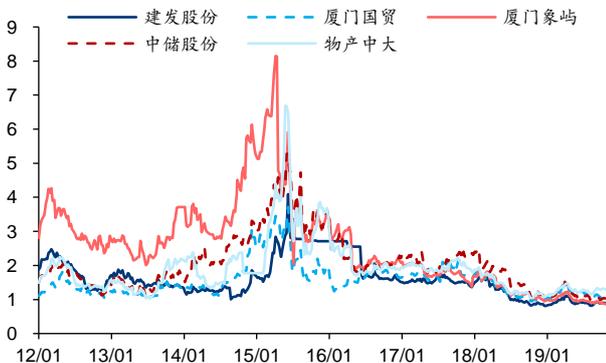
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表81： 供应链企业风控模型



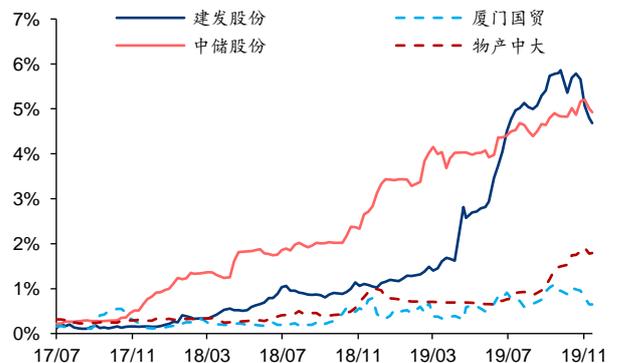
资料来源：华泰证券研究所

图表82： 供应链企业历史 PB 估值 (MRQ)



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表83： 供应链行业港股通持股比例变化



资料来源：Wind、华泰证券研究所（注：持股比例=港股通持股/总股本）

多式联运：寻找中国的 J.B. Hunt

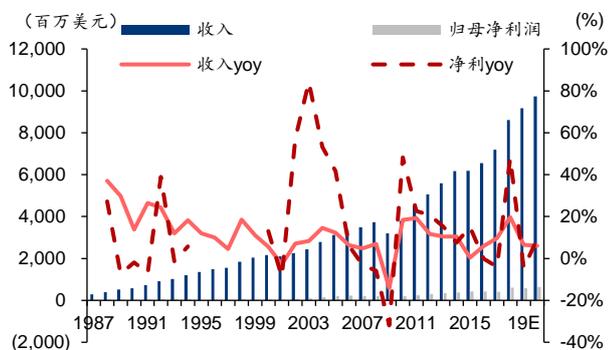
(1) 美国启示：五大基因，40 倍的 J.B. Hunt

多式联运指通过集装箱实现多种运输方式的联合运用，核心优势是转运方便和降低成本。美国多式联运经过三十年的发展（1980 年代末铁路转型开始），现已拥有较多规模化的多式联运企业。根据交通部的数据，1997-2011 年，美国多式联运货运量增长了 6.5 倍（CAGR=15%），占美国货运总量的 9.2%（2011）；其中公铁联运居于主导地位，货运量和周转量分别占多式联运量的 53%和 57%。

JB 亨特运输服务（JBHT）是美国最大的多式联运服务商，市场份额达到 30%（AAR：2017 年）。2018 年，公司收入和营业利润分别达到 86.15 亿美元和 6.81 亿美元，多式联运占比均超过 50%。JBHT 于 1981 年在纳斯达克上市，当前（2019.11.21）市值超过 123 亿美元。2001-2018：JBHT 收入和净利润高速增长（CAGR=9%/21%），净利率从 1%抬升至 7%左右，股票最高涨幅超过 40 倍。我们认为 JBHT 成功基因包括：

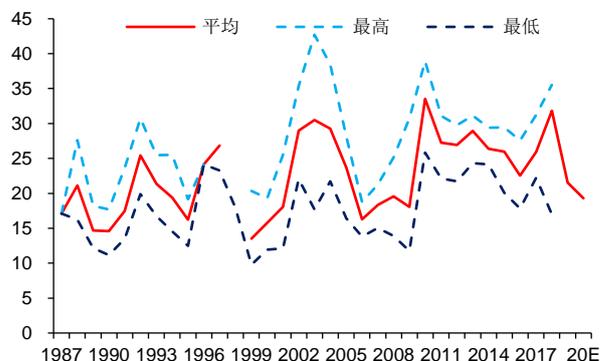
1. **铁路改革**：1980 年代，美国铁路管制放松，经营效率提升运价下降。多式联运成为美国铁路运输增长最快的业务，在铁路收入占比仅次于煤炭（国家铁路局，2013）。
2. **清晰的市场定位**：1989 年起，公司将主要资源从卡车运输投入公铁多式联运。2018 年，公司公铁联运平均运距超过 1600 英里，客户以零售、消费品和制造业为主。
3. **重资产构筑壁垒**：JBHT 成立以来坚持重资产模式，资产运营能力构筑竞争壁垒。截止 2018 年，公司拥有约 9.5 万个载具（100%自有）和 5650 台拖车（90%自有）。
4. **全程物流能力**：借助于强大的 IT 系统，公司能够实现门到门全程运输。JBHT 直接对客户负责；铁路不直接面向客户开展市场营销，只对 JBHT 负责。
5. **综合服务能力**：除多式联运外，公司还能够提供合同物流、整车运输、整车经纪等综合物流服务，增强客户粘性。

图表 84：JBHT 收入和净利润变化



资料来源：Bloomberg、华泰证券研究所（注：数据口径为调整后实际值）

图表 85：JBHT 历史估值&展望



资料来源：Bloomberg、华泰证券研究所（注：历史 PE 基于当年财务指标测算，预期 PE 根据彭博一致盈利预期测算）。

(2) 中国实践：政策催化，掘金千亿市场

“环保”、“公路治超”、“运输结构调整”催化多式联运发展。2018 年 9 月，国务院办公厅印发了《推进运输结构调整三年行动计划（2018—2020 年）》，核心目标是“到 2020 年，铁路、水路承担的大宗货物运输量显著提高，港口铁路集疏运量和集装箱多式联运量大幅增长”。通过多式联运，将长距公路运输转移到廉价的铁路运输和水运，不仅符合中央“运输结构调整”的政策思路，还能够大幅降低物流成本。

图表86： 我国推动多式联运发展的主要政策

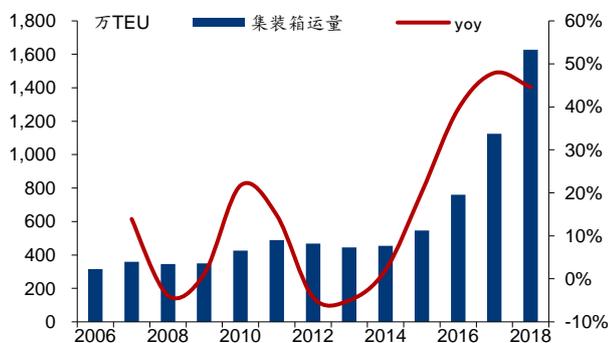
发布时间	文件名称	主要内容
2015 年	《关于开展多式联运示范工程的通知》	大力发展多式联运，着力构建以设施高效衔接为基础、以站场快速转运为重点、以各种联运形式竞相发展为路径、以信息资源整合共享为支撑、以设施设备及服务标准化为保障的多式联运组织体系。
2016 年	《营造良好市场环境推动交通物流融合发展实施方案》	到 2018 年，全国 80% 左右的主要港口和大型物流园区引入铁路，集装箱铁水联运量年均增长 10% 以上，铁路集装箱装车比率提高至 10% 以上。到 2020 年，集装箱铁水联运量年均增长 10% 以上，铁路集装箱装车比率提高至 15% 以上。
2017 年	《关于进一步鼓励开展多式联运工作的通知》	加快多式联运发展，构建高效顺畅的多式联运系统；力争 2020 年多式联运量比 2015 年增长 1.5 倍
2017 年	《“十三五”铁路集装箱多式联运发展规划》	到 2020 年，集装箱运量达到铁路货运量 20% 左右，集装箱铁水联运量年均增长 10% 以上。
2018 年	《2018-2020 年货运增量行动方案》	2018-2020 年，铁路集装箱多式联运量年均增长 30% 以上。
2018 年	《推进运输结构调整三年行动计划（2018—2020 年）》	全国多式联运货运量年均增长 20%，重点港口集装箱铁水联运量年均增长 10% 以上
2019 年	《交通强国建设纲要》	推动铁水、公铁、公水、空陆等联运发展，推广跨方式快速换装转运标准化设施设备，形成统一的多式联运标准和规则。

资料来源：交通运输部、华泰证券研究所

根据交通部 2016 年提供的数据，多式联运在国内物流运输中仅占 2% 左右，显著低于发达国家，尤其是铁路集装箱运输规模过小。我们测算集装箱仅占铁路货运总量的 8% 左右（2018 年），不仅远低于发达国家的 30%-40%，也远低于铁路适箱货物的比例（20%）。

根据中央和铁总规划，2018-2020 年，全国多式联运货运量年均增长 20%，铁路集装箱多式联运量年均增长 30% 以上。这意味着，2020 年全国铁路集装箱运量将达到 2500 万标箱，按照 5000 元/箱运费计算（象道物流约 220 元/吨），市场空间将达到 1250 亿；假设净利率 8%（象道物流净利率约 10%），利润空间达到 100 亿元。中国铁路网集装箱运能释放后，或将诞生不弱于 JBHT 的巨头。

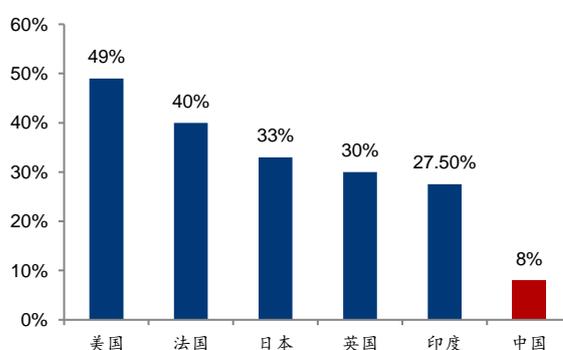
图表87： 铁路集装箱运量（2012-2018）



资料来源：国家铁路集团公司、华泰证券研究所

注意：2018 年数据通过国家铁路估算

图表88： 各国铁路集装箱运量占比



资料来源：《铁路集装箱多式联运发展探讨》、华泰证券研究所

注：中国为 2018 年数据，海外为 2012 年数据

（3）投资建议：首选嘉友国际，关注象屿股份

制造业深受公路物流的成本侵蚀，公铁联运或许是最优解决方案。对于投资者，多式联运也是除快递外，少数能够孕育巨头的细分赛道。从商业模式和附加值上看，多式联运颇为类似快递业；运营和管理驱动，而非资源驱动；附加值在于门到门一体化服务，而非单一运输环节。这意味着在多式联运领域规模最大的公铁联运市场，企业的核心竞争力并非掌握铁路运力甚至铁路线资源，而是节点的管控和全程物流能力。铁路企业不具备公路物流资源，难以低成本高效完成门到门全程物流，这在快递业已有明确的证据。个股标的上，我们首推嘉友国际（一带一路跨境多式联运+未来三年业绩 30% 增长+19 年 13X PE），关注象屿股份（估值处于历史底部、子公司象道物流大规模推动公铁联运）。

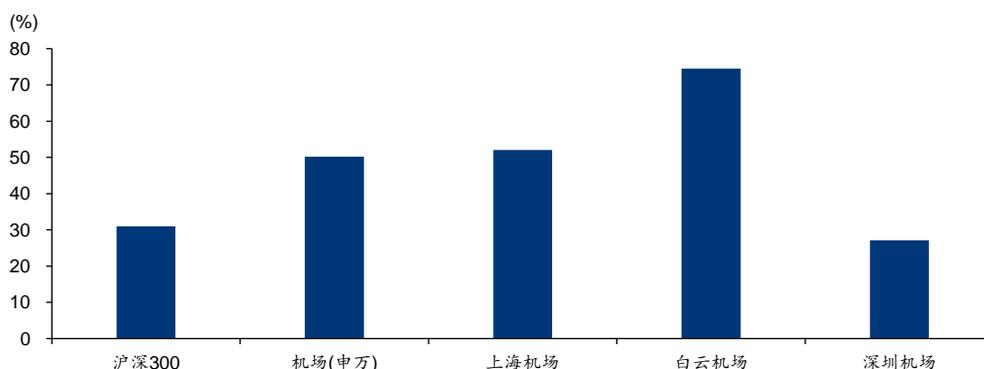
机场：继续拥抱核心资产

回顾 2019：免税预期催化股价表现，业绩波动估值回归合理

2019年初至今，机场板块表现良好，跑赢沪深300指数19.2pct，主要得益于枢纽机场免税表现较为亮眼，并不断抬升免税销售预期，催化股价表现。板块个股表现存在分化，国际线占比高的枢纽机场明显优于其余机场，来自于更强的变现能力和更高的非航收入，而变现能力较弱的机场，股价表现不仅拖累板块涨幅，也跑输沪深300指数。

对于枢纽机场免税良好的预期使得公司估值不断提升，白云机场2019年10月静态PE达到历史最高的57倍，上海机场2019年8月达到过40倍。但机场作为较为成熟行业，业绩决定估值中枢，白云机场第三季度归母净利润同降32.9%，虽然流量增速回暖，但营业成本明显上升，拉低毛利率，业绩低于预期，在此之后股价迅速下跌，估值向合理区间逐步回归。

图表89：机场上市公司 vs 沪深300 涨跌幅（1月1日-11月21日）



资料来源：Wind（1月1日-11月21日）、华泰证券研究所

展望 2020：期待枢纽放量，免税增速是关键

2019年，受到时刻资源限制和航空供给收紧影响，主要上市机场流量增速维持低位。1-10月，上海机场、白云机场、深圳机场、首都机场和厦门空港累计飞机起降架次分别同增1.6%、2.9%、3.5%、-2.9%和0.0%，相比2018年同期增速分别放缓0.4pp、0.1pp、1.6pp、5.9pp和4.5pp；与此同时，由于航空需求疲软，并且枢纽机场宽体机置换空间减小，旅客吞吐量增速下滑幅度更大。1-10月，上海机场、白云机场、深圳机场、首都机场和厦门空港累计旅客吞吐量同增3.2%、5.1%、7.2%、-0.6%、3.5%，相比2018年同期增速分别放缓3.1pp、1.4pp、1.7pp、6.7pp和6.2pp。

展望2020年，枢纽机场流量有望放量。对于白云和深圳，准点率表现行业领先，在暑运旺季流量增长已略有提升，并在2019年冬春航季获得了更高的航班时刻增速。我们认为伴随浦东机场卫星厅投产，上海机场准点率和运营效率同样将有所提升，有助于其时刻放量。首都机场受到大兴机场投产分流影响，预计流量将有所下滑。

图表90：机场上市公司2019年1-10月生产数据对比

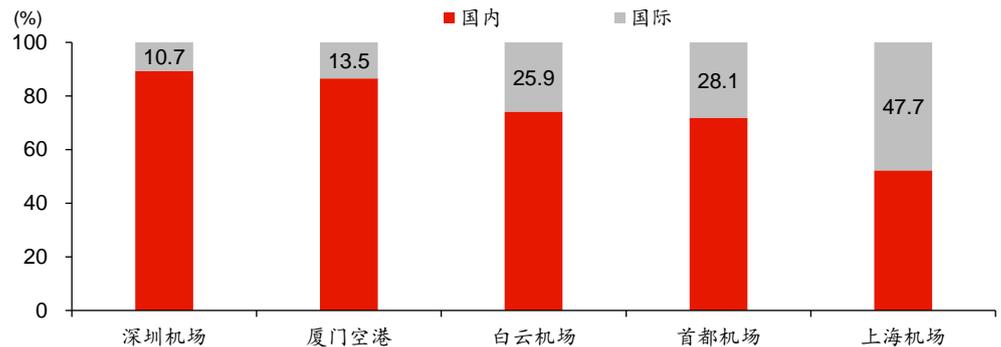
	旅客吞吐量 (千人)			飞机起降架次 (千次)			货邮吞吐量 (千吨)		
	2019.1-10	同比增速	增幅变化	2019.1-10	同比增速	增幅变化	2019.1-10	同比增速	增幅变化
上海机场	64,191	3.2%	-3.1pp	428	1.6%	-0.4pp	2,956	-5.4%	-5.2pp
白云机场	60,859	5.1%	-1.4pp	408	2.9%	-0.1pp	1,567	1.5%	-6.6pp
深圳机场	43,956	7.2%	-1.7pp	306	3.5%	-1.6pp	1,039	4.1%	-1.5pp
首都机场	83,811	-0.6%	-6.7pp	496	-2.9%	-5.9pp	-	-	-
厦门空港	22,962	3.5%	-6.2pp	162	0.0%	-4.5pp	270	-5.7%	-8.6pp

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

对于 2020 年，上市机场关键在于免税销售增速能否维持高速增长势头。目前非航业务仍是一线机场业绩主要增长动力，非航业务更有优势的机场，将录得更高的业绩增长。静态看，我们认为非航业务优势主要来自于更高的国际线占比。

动态看，免税销售额增速来自于国际线流量的增长以及免税客单价的提升。根据新航季航班时刻表，白云机场国际+地区线时刻同比增加 13.3%，快于国内线时刻增速，有利于国际线比例提升以及国际线流量持续快速增长，另外中免对于白云机场免税业务重视程度不断提高，经营效率提升，或进行促销等活动，白云机场免税客单价有望上升；上海机场卫星厅投产后，新增免税面积，或对于免税客单价同样有提升作用。

图表91：上市机场国际线占比对比（2019 年上半年）



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

投资建议：建议配置盈利稳健、估值合理个股

2020 年，一线机场有望放量，但由于全国范围内时刻依然紧张，预计航空性业务增长依旧维持低位。不过我们依然推荐配置防御性强的机场板块，基于：1) 非航业务支撑机场公司业绩稳定增长；2) 估值重回合理区间；3) 现金流稳定，分红率高。首选地理位置得天独厚，国际线占比高的上海机场。

图表92：机场可比公司估值表

股票名称	评级	市值 (USDmn)	PE (x)			PB (x)			ROE (%)			Dividend yield (%)			年均复合增长率 (%)		PEG (x)
			18	19E	20E	18	19E	20E	18	19E	20E	18	19E	20E	18-21E	19E	
A 股																	
上海机场	增持	20,831	33.4	27.7	23.5	5.0	4.4	3.9	15.0	15.9	16.5	0.9	1.1	1.3	18.5	1.5	
白云机场	增持	5,036	34.6	48.7	34.2	2.5	2.4	2.3	7.2	5.0	6.7	0.9	0.6	0.9	7.6	6.4	
深圳机场	增持	2,803	29.8	29.3	21.1	1.7	1.6	1.5	5.7	5.6	7.2	0.8	0.3	0.5	16.7	1.7	
厦门空港	未覆盖	891	13.6	12.2	11.8	1.8	1.7	1.5	12.9	13.6	13.0	5.5	3.1	3.1	6.1	na	
加权平均			32.7	31.0	24.7	4.2	3.7	3.3	12.7	13.0	13.8	1.0	1.0	1.2	16.1	2.3	
H 股																	
北京机场	中性	4,513	10.2	14.0	17.9	1.3	1.2	1.2	12.3	8.6	6.5	3.8	2.9	2.2	(29.4)	(0.5)	
美兰机场	未覆盖	315	3.3	4.2	4.0	0.5	0.4	0.6	14.5	10.2	9.7	6.6	na	na	(19.1)	(0.2)	
加权平均			9.8	13.3	17.0	1.2	1.2	1.1	12.4	8.7	6.7	4.0	2.9	2.2	(28.7)	(0.5)	
国际																	
巴黎机场	未覆盖	19,678	31.2	30.1	27.3	3.6	3.4	3.2	11.4	11.2	12.2	1.9	2.0	2.2	7.4	4.1	
泰国机场	未覆盖	37,840	45.4	44.1	40.4	7.8	7.3	6.8	17.3	16.7	17.3	1.2	1.3	1.4	15.2	2.9	
悉尼机场	未覆盖	13,641	52.5	51.9	46.7	91.4	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	4.3	4.4	4.5	6.0	8.7	
法兰克福机场	未覆盖	7,990	16.7	16.5	15.4	1.7	1.6	1.5	10.1	9.7	10.4	2.3	2.6	2.8	3.5	4.7	
奥克兰机场	未覆盖	7,175	40.3	40.3	40.6	2.5	1.9	1.8	6.3	4.8	4.5	2.4	2.5	2.5	1.9	21.6	
苏黎世机场	未覆盖	5,471	19.9	18.2	17.8	2.2	2.2	2.1	11.2	11.9	12.3	3.9	4.1	3.1	(3.3)	(5.5)	
马来西亚机场	未覆盖	3,267	30.3	24.7	20.7	1.5	1.5	1.5	5.1	6.2	7.8	2.5	2.2	2.6	16.5	1.5	
维也纳机场	未覆盖	3,519	21.9	19.5	18.8	2.5	2.4	2.3	11.3	12.3	13.0	2.3	3.0	3.2	5.9	3.3	
加权平均			38.1	36.9	34.0	17.0	4.0	3.7	11.4	11.1	11.6	2.2	2.3	2.4	9.1	5.0	

注：未覆盖可比公司盈利预测来自彭博一致预期，股价为 2019 年 11 月 21 日收盘价。

资料来源：彭博、华泰证券研究所

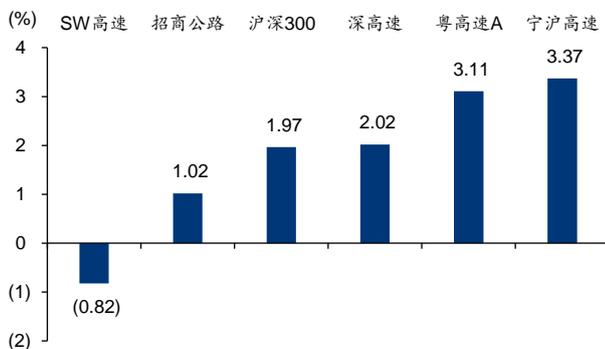
高速公路：货车收费改革或存不确定性

复盘：政策变革影响行业表现，低Beta板块跑输沪深300

年初至11月21日，SW高速公路指数上涨5.0%，跑输沪深300指数24.2pp，主要受到经济疲弱、ETC通行费折扣、行业资本开支等拖累。逐季观察，我们发现：1) 1Q19沪深300指数快速反弹28.6%，高速公路属于低Beta板块，跑输指数6.4pp；2) 在2Q19和3Q19，沪深300指数持续微跌3.7%、3.1%，高速公路板块跑输指数5.1pp、5.6pp，主要因为ETC通行费折扣力度提升、取消省界收费站和改造ETC车道引起较大资本开支；3) 进入4Q19以来，高速公路板块下跌0.8%，继续小幅跑输大盘2.8pp。

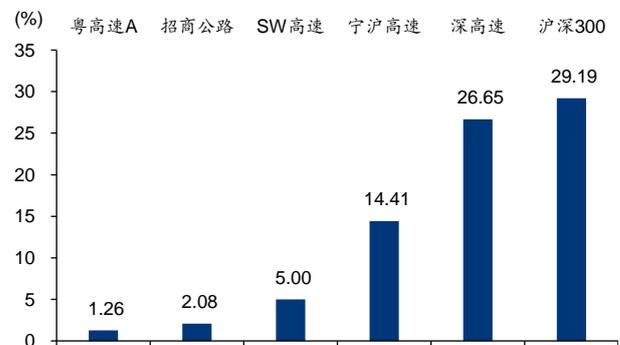
深高速在个股中涨幅居前。据Wind，2019年前三季度，SW高速公路板块归母净利润同比增长8.3%；其中，深高速、招商公路的归母净利润同比提高41.4%、9.6%，宁沪高速、粤高速同比降低2.5%、9.2%。年初至11月21日，深高速上涨26.7%，得益于业绩提升和高股息率；宁沪高速上涨14.4%，受扣非净利增长（前三季度+9.80%）的驱动；粤高速A微涨1.3%，路网分流效应显著，拖累业绩下跌；招商公路上涨2.1%，估值下移并回归行业均值。

图表93：高速公路上市公司 vs 沪深300涨跌幅（10月1日-11月21日）



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表94：高速公路上市公司 vs 沪深300涨跌幅（1月1日-11月21日）



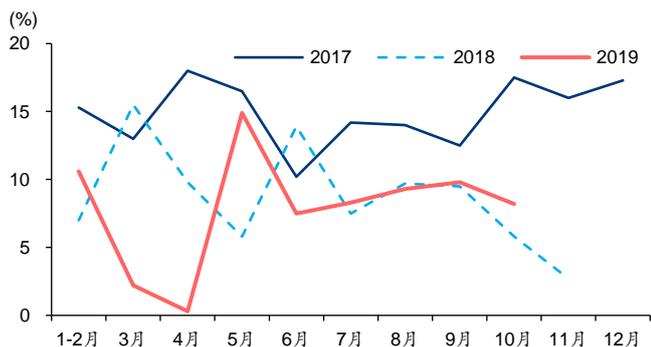
资料来源：Wind、华泰证券研究所

车流量增较上半年好转，ETC折扣仍将拖累费率

第三季度车流量增速较上半年明显好转。7-9月，高速公路客车、货车流量分别同比增长9.1%、7.6%，增速较上半年分别提高1.3pct、1.2pct。汽车销量是判断高速公路车流量的先行指标，乘用车销量增速略有好转。7-9月，乘用车销量同比下降6.0%，降幅较上半年缩窄8.0pp；商用车销量同比下滑2.3%，降幅与上半年缩窄1.9pp。

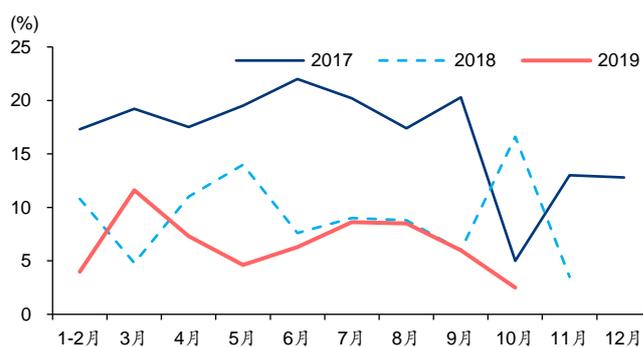
我们预计，2020年客货车流量增长或小幅提速。高速公路车流量是经济的同步指标。据华泰宏观组预测，经济增速在政策刺激下有望阶段性企稳，2020年前三季度GDP增速预计小幅回升，2020全年GDP增速预计为6.2%（详见：《负利率时代的抵抗元年》2019/10/30）。基于以上经济增长假设，考虑ETC普及带动通行效率提升，我们预计，2020年总车流量增幅同比提高1-3pp。

图表95: 高速公路客车流量同比增速



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表96: 高速公路货车流量同比增速



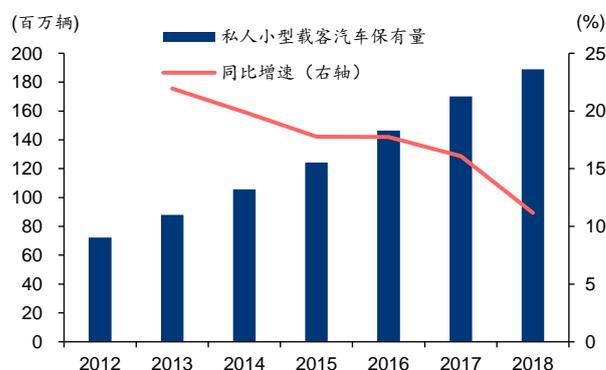
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表97: 乘用车和商用车销量



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表98: 私家车保有量



资料来源: Wind、华泰证券研究所

ETC 通行费折扣使收费标准承压。自 7 月 1 日起, 全国各省推广 ETC 通行费 95 折优惠政策。广东省与江苏省原 ETC 优惠力度为 98 折, 第三季度起, 折扣力度升级为 95 折。受 ETC 优惠政策调整及 ETC 使用率提升的综合影响, 我们测算, 广东省 2019 年下半年、2020 年上半年、2020 年下半年的费率预计降低 2.54%、3.36%、0.82%, 江苏省费率预计降低 2.51%、3.47%、0.96%。受 ETC 折扣政策实施时间以及 ETC 使用率提升的共同影响, 2020 年上半年预计是费率同比降幅最高的时段。

长期看, ETC 升级改造的利好影响将逐步释放, 在于: 1) ETC 使通行效率提升, 降低拥堵, 有利于提升高峰期车流量; 2) 机器替代人工, 人工成本预计逐步下降。

图表99： 各省 ETC 折扣及实际费率的变化

单位：%	ETC 折扣率		ETC 使用率		实际费率的同比变化		
	2019年7月前	2019年7月 及以后	2019年6月底	2020年1月 及以后	2H19	1H20	2H20
北京	5	5	86	90	-0.10	-0.20	-0.10
天津	5	5	48	90	-1.05	-2.10	-1.05
河北	5	5	45	90	-1.13	-2.25	-1.13
山西	5	5	40	90	-1.26	-2.52	-1.26
内蒙古	-	5	20	90	-2.74	-4.50	-1.76
辽宁	3	5	37	90	-2.06	-3.38	-1.31
吉林	-	5	28	90	-2.94	-4.50	-1.56
黑龙江	5	5	22	90	-1.71	-3.41	-1.71
上海	5	5	48	90	-1.04	-2.09	-1.04
江苏	2	5	52	90	-2.51	-3.47	-0.96
浙江	3	5	50	90	-2.00	-3.00	-1.00
安徽	5	5	49	90	-1.02	-2.04	-1.02
福建	5	5	46	90	-1.11	-2.22	-1.11
江西	5	5	46	90	-1.09	-2.19	-1.09
山东	5	5	26	90	-1.60	-3.20	-1.60
河南	5	5	42	90	-1.21	-2.41	-1.21
湖北	5	5	40	90	-1.25	-2.51	-1.25
湖南	5	5	43	90	-1.17	-2.35	-1.17
广东	2	5	57	90	-2.54	-3.36	-0.82
广西	5	5	28	90	-1.56	-3.11	-1.56
海南	-	-	4	90	-	-	-
重庆	3	5	55	90	-1.98	-2.85	-0.88
四川	5	5	46	90	-1.10	-2.19	-1.10
贵州	5	5	48	90	-1.04	-2.08	-1.04
云南	5	5	43	90	-1.17	-2.34	-1.17
西藏	-	-	1	90	-	-	-
陕西	5	5	63	90	-0.67	-1.34	-0.67
甘肃	5	5	54	90	-0.90	-1.81	-0.90
青海	5	5	34	90	-1.41	-2.81	-1.41
宁夏	5	5	30	90	-1.50	-2.99	-1.50
新疆	-	5	30	90	-2.99	-4.50	-1.51

资料来源：交通运输部、华泰证券研究所

货车收费改革处于关键时点，风险尚存

货车收费方式调整，或引起较大波动。据《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》，从2020年起，全国高速公路货车通行费将由原计重收费改为按车型收费，各省自行制定并启用新收费标准。四季度需密切关注货车收费标准的变动。其中，重庆、广东、天津、陕西、山西、内蒙古等省市已在网上公布收费听证方案。交通部在5月28日新闻会表示，确保不增加货车通行费总体负担，现行收费公路投资者和经营管理者合法权益不受影响。对于新收费标准，投资者不必过于悲观。改按车型收费后，同一车型不论空载满载，其通行费均相同。新标准鼓励货车多装货，车流路径可能发生变化，存在不确定性。

清理地方性减免、节假日免费政策正在制定中。交通部在10月24日新闻会表示，已起草优化完善重大节假日免收小型客车通行费政策的通知，目前正在按程序报批；会同公安等部门，正在研究危险化学品车辆、摩托车通行高速公路政策；指导各地组织开展地方性减免政策清理规范和货车费率调整测算工作。

公路行业净债务持续攀升，不具备大幅降费基础。据《2018 年全国收费公路统计公报》，在收入支出方面，全国通行费收入为 5552 亿元，同比增长 8.2%；支出总额为 9622 亿元，同比提高 5.1%；收支缺口仍有 4069 亿元，同比基本持平。在建设投资方面，2018 年全国收费公路建设投资 6480 亿元。在债务余额方面，全国收费公路债务余额为 56914 亿元，同比增长 7.7%。公路建设小幅超前、高额贷款本息的偿付，是造成收支缺口的主要原因。

因取消省界收费站和 ETC 设施改造，行业 2019 年资本开支较高，加上 2019 年经济下行对收入端拉动效用减弱，2019 年行业收支缺口或将扩大，行业净债务或将继续攀升。我们做了分省市测算，发现近半省市必须用增加债务的形式负担日常运营支出以及 ETC 改造的资本开支。在此背景下，我们认为，高速公路行业不具备大幅降低收费的基础。

图表100： 中国收费公路通行费收入



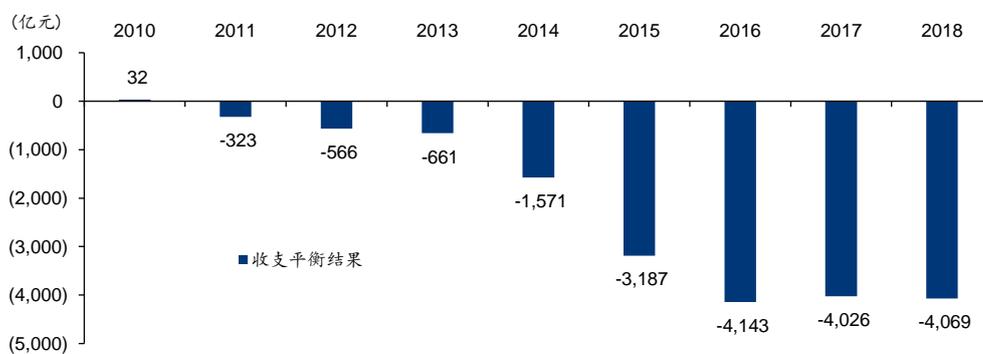
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表101： 中国收费公路行业债务余额



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表102： 中国收费公路收支平衡结果



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表 103: 各省高速公路盈余与缺口 (2018 年)

	盈余 (缺口) (1)	通行费收入 (2)	(1) / (2)	ETC 改造资本开支 (3)	(4) = (1) - (3)	(4) / (2)
	亿元	亿元	%	亿元	亿元	%
广东	312	634	49	58	253	40
江苏	263	412	64	31	231	56
浙江	211	363	58	29	182	50
山东	148	289	51	42	106	37
安徽	124	208	60	34	90	43
河南	136	333	41	46	90	27
上海	45	74	61	5	41	55
河北	76	353	21	49	27	8
江西	63	214	30	41	22	10
北京	22	92	24	7	15	16
辽宁	45	124	36	30	15	12
四川	64	245	26	50	14	6
天津	21	79	27	9	12	15
新疆	32	87	37	31	1	1
重庆	21	119	18	21	0	0
山西	28	240	12	37	-9	-4
湖北	32	226	14	42	-10	-4
宁夏	1	23	2	12	-11	-49
广西	11	142	8	39	-28	-20
福建	-2	163	-1	36	-38	-23
吉林	-19	49	-40	23	-42	-87
云南	-15	164	-9	35	-50	-31
陕西	-12	222	-6	38	-51	-23
贵州	-6	196	-3	45	-51	-26
青海	-32	20	-156	22	-54	-266
黑龙江	-24	50	-48	32	-56	-111
内蒙古	-12	152	-8	44	-56	-37
甘肃	-32	63	-50	26	-58	-91
湖南	-13	219	-6	54	-67	-31

注: 盈余 (缺口) = 通行费收入 - 债务利息 - 养护开支 - 运营费用, 指的是通行费收入减去必要开支的结余 (缺口)

资料来源: 交通运输部、华泰证券研究所

投资建议: 防御性为王, 偏好高股息

股息率与无风险利率的息差是影响高速公路估值的重要指标。年初至今, 中国十年国债到期收益率在 3.2% 附近波动。华泰宏观组预测, 2020 年 CPI 中枢上行至 3%, 若出现猪油共振的极端情况, CPI 高点可能接近 5.5%; 考虑通胀上行, 名义长端无风险利率存在上行压力 (详见: 《负利率时代的抵抗元年》2019/10/30)。高速公路通行费属于政府定价, 盈利层面无法向后端传导通胀压力; 估值层面, 若名义十年国债到期收益率上行, 板块的吸引力或受损。

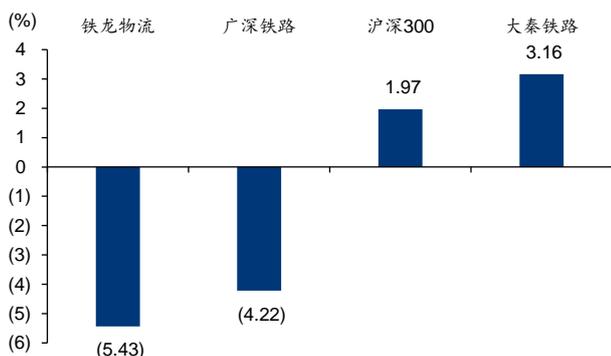
我们建议选择股息率高、业绩转好的粤高速 A。粤高速的主要路产位于珠三角, 地理位置构筑其长期优势。公司在 2019 年面临较大的路网分流、佛开南段折旧增加的负面影响, 前三季度业绩有所下滑, 估值因此下移。我们预计, 随着 2020 年路网稳定, 车流量恢复自然增长, 业绩增速有望由负转正, 带动估值修复; 佛开南段四改八于 2019 年 11 月上旬完工, 收费标准上调 1/3 (详见: 羊城派新闻), 收费期限有望延长。高股息有吸引, 我们预计公司 2020 年度股息率达 6.4% (收盘价 20191121)。

铁路：“公转铁”攻坚年，京沪高铁“整装待发”

复盘：受经济下行影响，铁路跑输沪深 300

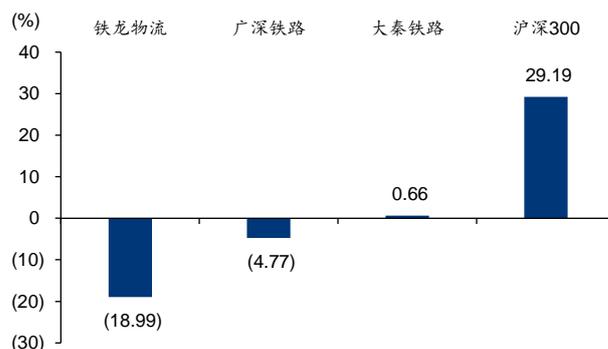
年初至 11 月 21 日，铁路上市公司均跑输沪深 300 指数。其中，大秦铁路微涨 0.7%，跑输沪深 300 指数 28.5pp，受到东南沿海电煤需求不佳、蒙冀线降价分流运量的综合影响；广深铁路下跌 4.8%，跑输沪深 300 指数 34.0pp，公司前三季度业绩下滑 9.2%、普客提价低于预期，公司估值因此下移；铁龙物流下跌 19.0%，跑输沪深 300 指数 48.2pp，受大宗商品需求不佳的影响，沙鲛线运杂费下浮，供应链利润贡献下降。

图表104：铁路上市公司 vs 沪深 300 涨跌幅（10 月 1 日-11 月 21 日）



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表105：铁路上市公司 vs 沪深 300 涨跌幅（1 月 1 日-11 月 21 日）



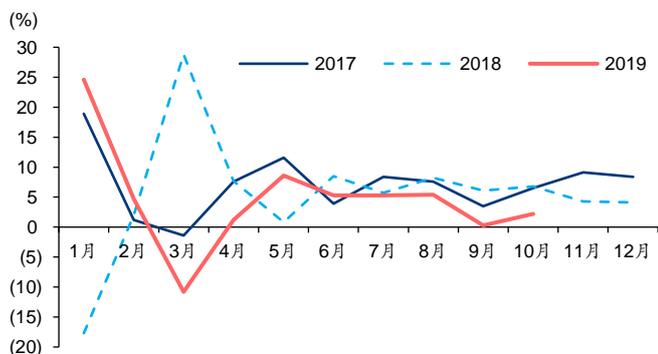
资料来源：Wind、华泰证券研究所

2019 年：铁路客运稳健增长，货运降价换量

铁路客运量保持高个位数增长，动车组贡献全部增量。据国铁集团新闻，前三季度，国铁客运量同比增长 8.5%；其中，动车组占总客运量的 63.2%，其发送旅客量同比提高 15.3%；普通列车客运量同比降低 1.4%。铁路客运结构持续优化，代表消费升级的动车组贡献全部增量，普通列车逐步退出。

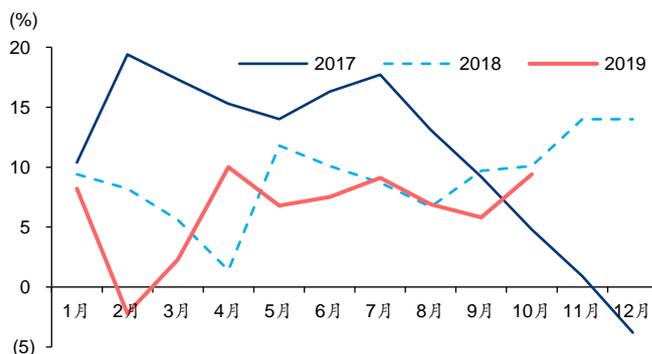
部分铁路线货运价格在 2019 年略有下浮。为完成“公转铁”目标，在一季度货运不景气的情况下，铁总陆续下浮太原局、沈阳局、西安局、呼和局等货运大局的部分线路的运费，随后二三季度货运量增速出现回升。第二、第三季度国铁货运量同比增长 8.3%、7.4%，增速较一季度反弹 5.4pp、4.5pp。

图表106：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107：铁路货物周转量同比增速



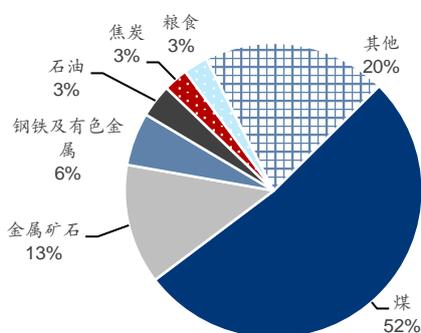
资料来源：Wind、华泰证券研究所

2020 年：“公转铁”计划的最后一年

“公转铁”三年行动计划将进入攻坚年。2018 年 6 月，国务院印发《打赢蓝天保卫战三年行动计划》，旨在通过 3 年（2018-2020 年）努力，大幅减少大气污染、改善环境空气质量。随后印发的《推进运输结构调整三年行动计划（2018-2020 年）》指出，将优化调整货物运输结构，提升铁路货运比例。在总量方面，到 2020 年，全国铁路货运量预计达 47.9 亿吨，较 2017 年增长 30%。在货种方面，公转铁重点对象为煤炭与矿石，到 2020 年，全国铁路煤炭运量达到 28.1 亿吨，较 2017 年增长 30%，全国铁路疏港矿石运量达到 6.5 亿吨，较 2017 年增长 160%。

受“公转铁”政策的影响，全国铁路货运量在 2018 年同比增加 9.3%，2019 年前三季度增加 6.1%。与之相比，2008-2017 年，全国铁路货运量复合增速仅 1.2%。我们预计，2020 年铁路货运量增速达到 11.5%。货运增长提速的原因在于：1) 乐观的 GDP 增长预期（华泰宏观团队预计 2020 年 GDP 增速 6.2%）；2) 国铁集团完成“公转铁”计划的意愿。

图表108：国铁货运量结构拆分（2018年）



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表109：铁路货运量及预测



资料来源：Wind、华泰证券研究所

京沪高铁上市，行业重获关注

“中国高铁第一股”即将登陆上交所。11月14日，京沪高铁公司IPO获得证监会发审会审核通过。京沪高铁是铁总体内最优质的高铁资产。京沪高铁连接京津冀与长三角，地理位置优越。据招股说明书，2018年，京沪高铁客运量达到1.92亿人次，公司实现营业收入312亿元、营业利润137亿元、归母净利润102亿元。公司计划公开发行股票不超过755,662.14万股（占发行后总股本不超过15%），募集资金全部用于收购京福安徽公司65.08%股权，收购对价为500亿元，差额自行补足。

伴随京沪高铁上市，铁路板块有望重获关注。国铁集团董事长陆东福曾在今年两会期间表示，将积极推动铁路资产资本化、股权证券化、混合所有制改革；其中，中铁特货公司已成功转让15%股权引入社会资本，上市准备工作已启动。

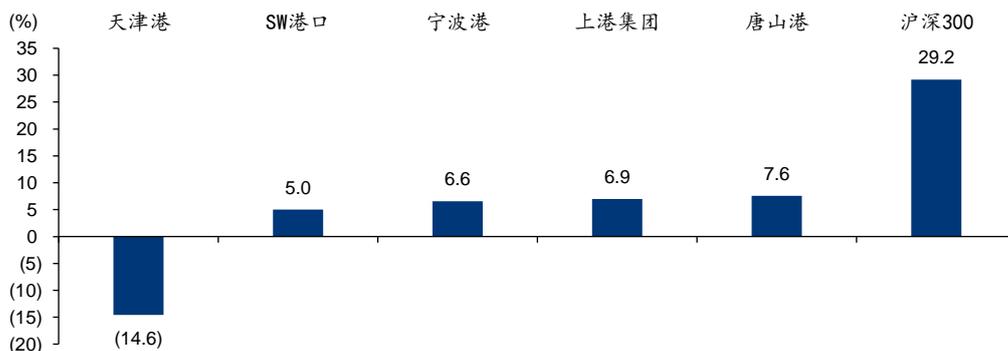
土地开发或成为新亮点。7月30日，国家铁路局就《中华人民共和国铁路法（修订草案）》向社会公开征求意见。《铁路法》自1991年生效以来，仅在2009、2015年进行两次小修。本次草案鼓励铁路运输企业对既有铁路站场及毗邻区域实施土地综合利用。国务院曾在2013年、2014年发文支持铁路土地综合开发（详见《关于改革铁路投融资体制加快推进铁路建设的意见》、《关于支持铁路建设实施土地综合开发的意见》），但实际执行层面进展缓慢，主要因为土地开发需要地方政府与铁路部门配合，涉及复杂的利益博弈。我们认为，随着铁路法确立土地开发政策，其后续配套实施细则有望发布，理顺路地双方权责利分配，利好铁路土地开发的推进。

铁路改革大方向不变，优质资产的上市有望提振铁路行业估值，建议关注主题机会。

港口：业务转型和功能升级推动长远发展，建设世界一流港口 2019年行业回顾

1月1日至11月21日，SW港口指数跑输沪深300指数。其中，天津港跌幅居前，下跌14.6%。唐山港、上港集团和宁波港分别上涨7.6%、6.9%和6.6%，均跑输沪深300指数。今年整体港口板块表现不佳，主因行业受宏观经济放缓及贸易摩擦影响，吞吐量和盈利增速放缓明显。另一方面，港口板块受自贸区、“一带一路”和港口整合的主题驱动影响较多，股价短期波动较大。

图表110：主要港口上市公司 vs 沪深300涨跌幅（1月1日-11月21日）



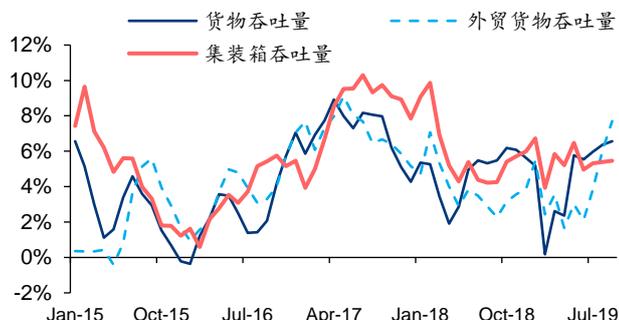
资料来源：Wind，华泰证券研究所

经济增长放缓及降费政策，货物吞吐量及传统港口业务发展承压

港口板块盈利受宏观经济和进出口贸易影响较为直接，在整体经济下行以及降低社会物流成本的大背景下，传统港口装卸业务发展缓慢。2019年11月13日，交通运输部、发改委和财政部等九部门联合印发《关于建设世界一流港口的指导意见》，提出强化港口综合枢纽作用，整体提升港口高质量发展的指导意见。另一方面，通过港口资源整合有望改善行业供给，减轻无序竞争，中长期有望促进港口高质量发展，改善盈利能力。

根据交通运输部数据，2019年前三季度，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、32.3亿吨和2.0亿标准箱，同比增长5.0%、4.5%和5.4%。沿海港口装卸主要服务于进出口贸易，受海外经济波动和贸易摩擦影响，整体吞吐量增速出现放缓态势。根据海关总署数据，2019年前三季度中国进出口总额同比仅增长2.8%，其中对美国进出口贸易同比大幅下滑14.7%。根据IMF预测，2020年全球经济仍将保持低位增长，港口吞吐量短期仍将承受压力。

图表111：全国港口吞吐量增速（3个月移动平均）



资料来源：交通运输部，华泰证券研究所

图表112：中国进出口金额及进出口总额同比增速



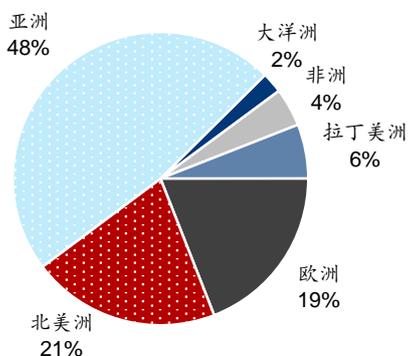
资料来源：海关总署，华泰证券研究所

图表113: 中国对美国进出口金额及增速



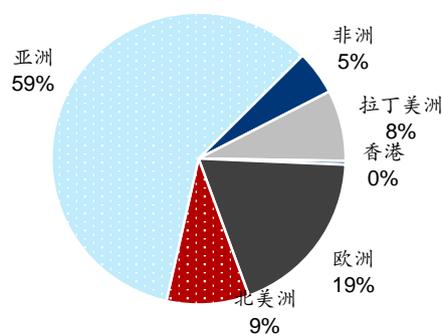
资料来源: 海关总署, 华泰证券研究所

图表114: 中国出口金额占比: 分地区 (2018)



资料来源: 海关总署, 华泰证券研究所

图表115: 中国进口金额占比: 分地区 (2018)



资料来源: 海关总署, 华泰证券研究所

发挥国企改革体制优势, 港口整合积极推进

省内港口资源整合是港口改革的主要模式。继浙江省港口资源成功整合后, 江苏、山东、辽宁省等地港口整合陆续推进。早年港口行业盲目扩张, 相邻港口间海岸线密集, 无序竞争严重。省内港口资源整合能够统筹协调辖属产能, 减轻无序竞争, 避免资源浪费。我们认为中国港口行业将发挥制度性优势, 供给端有望明显改善。各地港口整合完成后将有利于行业集中度提升, 改善整体盈利质量。

图表116: 重点省份港口集团成立

成立时间	港口集团	配套文件支持	改革进度
2015.8	浙江省海港集团	《加快推进海港陆港空港信息港“四港”联动发展建设方案》	完成
2017.5	江苏省港口集团	《江苏省沿江沿海港口布局规划(2015-2030年)》	进行中
2019.1	辽宁省港口集团	《辽宁沿海经济带发展规划》	进行中
2019.8	山东省港口集团	《山东海洋强省建设行动方案》	进行中

资料来源: 政府网站, 华泰证券研究所

图表117: 重点省份港口整合事件

日期	事件
2018.12	南京港集团 55% 股权无偿划至江苏省港口集团。
2019.5	辽宁省国资委拟将其持有的辽港集团 1.1% 的股权无偿划转给招商局辽宁。划转后, 招商局辽宁将持有辽港集团 51% 的股权, 辽宁省国资委将持有辽港集团 49% 的股权。
2019.8	青岛港、烟台港、日照港、渤海湾港等四大港口集团股权划转协议签署, 4 个港口集团成为山东省港口集团的全资子公司。山东省沿海港口资源整合“四步走” 已完成第三步。

资料来源: 政府网站, 华泰证券研究所

“自贸区”、“大湾区”等国家战略背书，港口产业链服务升级

我们认为港口行业突破口在于产业链相关服务的延伸。传统港口业务模式单一，以赚取低附加值的装卸以及属地费用为主。我国物流降成本政策大方向压制价格，宏观需求低迷压低吞吐量增速，传统盈利模式进入瓶颈。未来行业突破口将以港口为平台，拓展物流增值服务，并带动金融、信息等相关产业的发展，形成高附加值的盈利模式。

伴随我国经济结构转型，港口行业也面临业务转型和升级。过去，中国沿海港口蓬勃发展主要得益于我国“世界工厂”的地位，国内产品需要通过港口输出海外，因此沿海港口基本以直接贸易模式驱动。反观国际大港，货源多以中转为主，这种业务模式将大大减轻源于腹地经济的风险。根据上海自贸港数据，2018 年，洋山港区国际中转箱比重占总吞吐量比重为 12.7%，虽然自 2015 年起逐年攀升，但相较香港常年维持的 60% 左右水平（根据香港海事处数据）仍有较大差距。随着中国制造业结构转型，低端制造迈向高端制造，东南亚等新兴国正在承接部分中国低端制造产能，我们认为中国沿海港口中转贸易比重将有望提升。

另一方面，“粤港澳大湾区”和“上海自贸区”等政策规划为港口功能升级提供制度背书。《粤港澳大湾区发展规划纲要》提出要提升珠三角港口群国际竞争力，巩固提升香港国际航运中心地位；增强广州、深圳国际航运综合服务功能，与香港形成优势互补、互惠共赢的港口、航运、物流和配套服务体系，增强港口群整体国际竞争力。《中国(上海)自由贸易试验区临港新片区总体方案》则提出上海要提升拓展全球枢纽港功能，在沿海捎带、国际船舶登记、国际航权开放等方面加强探索，提高对国际航线、货物资源的集聚和配置能力。

图表118：国际航运中心排名（2018）

2019 排名	大洲	城市	2019 总得分	2019 排名	大洲	城市	2019 总得分
1	亚洲	新加坡	97.8456	23	美洲	长滩	58.5519
2	亚洲	香港	84.6849	24	亚洲	天津	58.4677
3	欧洲	伦敦	83.9004	25	亚洲	高雄	58.2351
4	亚洲	上海	80.8652	26	欧洲	奥斯陆	58.1143
5	亚洲	迪拜	79.3879	27	欧洲	马赛	57.2013
6	欧洲	鹿特丹	76.5930	28	欧洲	不来梅哈芬	56.2457
7	欧洲	汉堡	75.1276	29	亚洲	名古屋	56.2183
8	美洲	纽约-新泽西	72.7628	30	亚洲	厦门	55.1985
9	美洲	休斯顿	69.1638	31	亚洲	孟买	54.9576
10	欧洲	雅典	68.1171	32	欧洲	阿尔赫西拉斯湾	53.8396
11	亚洲	东京	67.8285	33	大洋洲	纽卡斯尔	52.9921
12	亚洲	釜山	65.9014	34	亚洲	巴生港	52.6394
13	亚洲	宁波舟山	65.0513	35	欧洲	圣彼得堡	51.6412
14	美洲	洛杉矶	64.8706	36	亚洲	丹戎帕拉帕斯	47.6761
15	欧洲	安特卫普	64.6898	37	欧洲	利马索尔	46.3056
16	亚洲	广州	64.0043	38	美洲	里约热内卢	44.4472
17	亚洲	青岛	63.9506	39	非洲	德班	43.5770
18	大洋洲	墨尔本	61.1031	40	美洲	圣多斯	43.5381
19	美洲	温哥华	59.6762	41	非洲	塞得港	42.2055
20	亚洲	大连	59.4208	42	美洲	巴尔泊亚	41.0601
21	欧洲	哥本哈根	59.0517	43	非洲	里查兹贝港口	38.3395
22	亚洲	深圳	58.5999	-	-	-	-

资料来源：《2019 新华·波罗的海国际航运中心发展指数报告》，华泰证券研究所

投资建议

上港集团（“买入”评级，目标价 9.97-10.41 元）

1) 全球第一大集装箱港，地理位置及腹地经济资源优越；2) 多元产业发展，港航联动全产业链布局，发挥协同效应；3) 金融和房地产投资贡献稳定收益。

2019 年前三季度，公司实现营业收入 266.1 亿元，同比增长 2.0%；归母净利润 67.7 亿元，同比增长 32.5%。根据交通运输部数据，前三季度，公司完成集装箱吞吐量 3,286 万标准箱，同比增长 4.8%。公司已连续九年位列全球第一大集装箱港，遥遥领先排名第二

的新加坡港。受益自贸区的进一步开放和建设，上海港有望吸引更多国际中转货源，集装箱吞吐量有望进一步提升。我们预计 2020 年公司实现归母净利润 126.6 亿元，同比增长 11.2%。

风险提示：1) 全球经济增长低于预期；2) 中美贸易摩擦加剧；3) 自然灾害；4) 政策因素。

图表119：港口：可比公司估值表

公司名称	股票代码	评级	市值 (USD mn)	PE (X)			PB (X)			ROE (%)			股息率(%)		
				2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
A 股															
上港集团	600018 SH	买入	18,246	12.5	11.3	10.1	1.7	1.5	1.3	13.6	13.1	12.9	3.2	3.5	3.9
天津港	600717 SH	增持	1,725	16.8	15.7	14.4	0.6	0.6	0.6	3.8	3.9	4.1	0.0	0.0	0.0
宁波港	601018 SH	NR	6,665	18.7	13.7	15.0	1.2	1.2	1.1	7.7	8.6	7.4	2.6	3.1	2.7
广州港	601228 SH	NR	3,274	37.2	na	na	1.8	na	na	5.8	0.0	0.0	0.9	0.0	0.0
唐山港	601000 SH	NR	2,156	9.5	8.6	8.2	1.0	0.9	0.8	10.6	10.7	10.4	2.7	3.1	3.1
招商港口	001872 SZ	NR	4,437	56.4	na	na	0.9	na	na	6.1	0.0	0.0	0.7	0.0	0.0
秦港股份	601326.SH	NR	2,454	22.1	na	na	1.2	na	na	5.9	0.0	0.0	2.5	0.0	0.0
港股															
招商局港口	144 HK	NR	5,431	5.6	4.9	8.8	0.5	0.5	0.5	9.7	9.1	6.5	7.7	8.2	5.0
中远海运港口	1199 HK	NR	2,558	7.6	7.7	7.6	0.5	0.5	0.5	6.3	6.0	6.1	5.2	4.9	5.2
海外															
和记港口	HPHT SP	NR	1,342	(0.9)	18.8	19.4	0.4	0.4	0.4	(34.5)	2.1	2.1	14.1	10.1	10.5
迪拜环球港务集团	DPW DU	NR	10,782	8.3	9.4	9.1	1.0	0.9	0.9	11.7	10.7	10.3	3.3	3.4	3.6
国际集装箱码头服务	ICT PM	NR	4,799	30.8	23.8	19.2	2.3	3.5	3.2	8.4	24.4	25.9	2.1	3.8	3.3
西港控股	WPRTS MK	NR	3,500	27.4	22.5	21.0	6.0	5.4	4.8	22.5	25.3	24.7	2.7	3.2	3.5
西岸码头投资	WTE CN	NR	1,129	12.1	10.6	9.5	2.3	2.1	1.9	19.7	19.5	16.7	2.9	2.9	2.9
阿达尼港口	ADSEZ IN	NR	10,725	21.0	20.1	16.9	3.7	3.2	2.8	19.2	17.3	17.6	0.5	0.7	1.0

资料来源：NR=未覆盖，H 股及海外采用彭博一致预期，A 股未覆盖公司采用万得一致预期，华泰证券研究所，收盘价 2019.11.21

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：A0K809

©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