

交通运输行业

京沪航线票价再次上提 10%，招商公路收购广西中铁交通

核心观点：

- 快递：韵达 11 月份额首超圆通，龙头交锋加速格局集中、客户分群。** 据公司月度公告，韵达、圆通、申通、顺丰 11 月快递量分别同增 38.2%、32.1%、39.1%、47.9%，单月市占率分别为 15.5%、15.2%、12.0%、8.0%，合计达 50.7%。价格方面，韵达、圆通、申通、顺丰分别环比变化 1.23%、5.73%、15.96%、-4.00%。申通单价环比提升较大预计主要因旺季调价以及货品结构变化；韵达单价环比提升较小预计主要因为部分预售收入提前确认所致，公司 8-11 月整体单价预计同比下降 5% 左右。目前 CR6 已提升至 80% 左右，龙头即将迎来正面交锋。行业格局短期将以份额集中、客户分群的方式演绎下去。具备时效、服务、品牌的龙头将聚集忠诚度高、业务增速快、利润率高的客户，同时，伴随成本管控优势的持续，品牌龙头将进一步下沉价格敏感型客户，从而赢得超额增速。重点推荐：韵达股份、顺丰控股、圆通速递。
- 航空：2019 弱需求+强外部扰动（汇率贬值），2020 年估值具备吸引力，向上待需求转暖。** 据民航局时刻信息测算：19 年冬春，国内航班同增 5.0%，较 18 年冬春下降 1.8pcts；前 21 大主协调机场国内航班同增 1.9%，增速较 18 年冬春下降 0.9pcts。根据 19-20 年冬春航季的调控思路，2020 年是供给调控逻辑持续兑现；弱需求的改善需等待宏观信号，当前板块估值完全包含弱需求与外部冲击预期处于历史底部区域；重点关注：南方航空、中国南方航空股份、吉祥航空；建议关注：春秋航空。
- 公路：取消高速省站工作持续推进，确保年底顺利完成 ETC 推广目标。** 2019 年 11 月 2 日，交通运输部透露，全国高速公路 ETC 门架系统建设和 ETC 车道改造工程建设于 10 月已全面完工。11 月开始，取消高速公路省界收费站工作已转入联调联试和试运行阶段。交通运输部表示，下一步将组织各地交通运输部门和相关技术支撑单位，扎实推进通信链路联调联试、系统功能联调联试等方面工作，确保年底顺利实施系统切换。若仅考虑 ETC 推广收费优惠及设施改造带来的折旧成本，我们估算主要上市路企 2019 年归母净利润所受影响约在 0.6%~2.6%，2020 年影响约为 2.9%~13.8%。实际情况还需综合考虑通行效率提升对车流量的潜在诱增、收费标准调整以及 ETC 按实际里程收费的影响。
- 招商公路：收购广西中铁高速 49% 股权及相关债权。** 12 月 16 日，公司与工银投资组建的联合体以 99.45 亿元的价格成为广西中铁交通 51% 股权及 33.15 亿元相关债权的最终受让方。广西中铁高速共投资运营管理 11 条高速公路，分布在山东、河南、四川、陕西、广西、云南、重庆等七个省，里程合计 958 公里。公司目前已实现盈利，旗下多数路产的路龄约 9~12 年区间，具备一定的成长性。此次收购对价对应 PB 为 1.17 倍，定价位于行业 PB 的合理区间。预计招商公路未来将持续把握央企整合、交投合作、民企退出等路产项目扩张机会，加强与内外部金融机构战略协同，研究探索产融结合的多种合作模式，进一步提升公司的行业影响力。
- 风险提示。** 宏观经济下行超预期；极端天气造成航班执行率大幅低于预期；电商增速大幅下滑、人力成本快速攀升等。

行业评级

买入

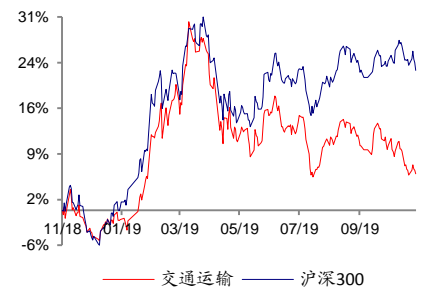
前次评级

买入

报告日期

2019-12-22

相对市场表现



分析师：

关鹏



SAC 执证号：S0260518080003



SFC CE No. BNU877



021-60750602



guanpeng@gf.com.cn

相关研究：

交通运输行业:11 月快递量同增 21.5%，预计全年快递量同增 24.6% 2019-12-15

交通运输行业:2020 年投资策略：选优质赛道，择精细化管理 2019-12-09

交通运输行业:高速客车 ETC 使用率达 68%，东航计划增开上海巴黎每周 3 班 2019-12-08

联系人：孙瑜 021-60750602

suny@gf.com.cn

联系人：曾靖珂 021-60750602

zengjingke@gf.com.cn

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
上海机场	600009.sh	人民币	79.11	2019/10/29	买入	84.42	2.71	2.93	29.19	27.00	21.70	18.28	15.6	14.4
招商公路	001965.sz	人民币	8.63	2019/11/4	买入	9.58	0.70	0.77	12.33	11.21	17.00	15.62	9.0	9.3
韵达股份	002120.sz	人民币	31.87	2019/10/31	买入	37.80	1.26	1.56	25.29	20.43	14.76	11.60	20.1	19.9
嘉友国际	603871.sh	人民币	29.53	2019/10/29	买入	46.00	2.30	2.71	12.84	10.90	9.52	8.05	18.7	18.1
南方航空	600029.sh	人民币	6.95	2019/8/30	买入	8.90	0.36	0.55	19.31	12.64	7.90	6.80	6.5	9.1
中国南方 航空股份	01055.hk	港元	5.28	2019/8/30	买入	5.85	0.42	0.64	12.53	8.20	11.55	6.46	6.5	9.1

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

目录索引

一、核心观点及推荐组合.....	7
二、本周板块聚焦.....	8
(一) 快递: 韵达 11 月份额同比提 2PCTS, 龙头交锋加速格局集中、客户分群	8
1. 11 月快递量同增 21.5%, 预计全年同增 24.6%	8
2. 韵达旺季份额首次超圆通, 通达系快递单价均环比提升	8
(二) 航空: 2019 弱需求+强外部扰动 (汇率贬值), 2020 年估值具备吸引力, 向上待需求转暖.....	11
1. 2019 年行业最明显的特征是: 弱需求+强外部因素 (汇率贬值) 扰动	11
2. 2019/20 年冬春航季延续紧调控, 737MAX 延迟复飞加速供给收缩.....	12
(三) 公路: 取消高速省站工作持续推进, 确保年底顺利完成 ETC 推广目标.....	14
(四) 铁路: 资产证券化预计将持续推进, 关注优质标的相关投资机会	16
1. 中铁总投资负担居高不下, 铁路改革仍待推进	16
2. 预计资产证券化将是铁路改革阻力较小的首要方向, 关注京沪高铁等优质标的上市动向	18
三、本周重点信息跟踪	19
●招商公路: 收购广西中铁高速 49% 股权及相关债权.....	20
●京沪航线再涨价, 全价票上涨至 1630 元	21
四、本周数据跟踪.....	22
(一) 本周市场行情回顾	22
1. 交运涨跌幅	22
2. 板块估值.....	23
(二) 行业数据跟踪.....	25
1. 海运	25
2. 陆运	28
3. 空运	31
4. 快递	33
五、风险提示	37

图表索引

图 1: 三通一达 2019 年单月快递单价 (元)	9
图 2: 三通一达 2019 年快递同比增量 (亿件)	9
图 3: 航空客量增速创近 10 年新低, 弱需求特征显著	11
图 4: 受需求增速放缓影响, 三大航收益质量下滑 (预估客公里收益同比变化)	11
图 5: 人民币对美元贬值幅度 (负为贬值)	12
图 6: 三大航汇兑损失 (亿元)	12
图 7: 全国周航班总量同比与环比增速	12
图 8: 全国 21 主协调机场周离港航班量同比增速	13
图 9: 全国 21 主协调机场周离港航班量环比增速	13
图 10: 六大航航班量同比增速	13
图 11: 六大航航班量环比增速	13
图 12: 中铁总基建投资与还本付息的资金压力居高不下 (现金支出结构)	17
图 13: 铁总经营现金流无法覆盖现有基建及本息支出	17
图 14: 中铁总资金来源主要依赖国内外银行借款	17
图 15: 中铁总运输业务营业利润连年亏损	18
图 16: 铁总分项收入占比	18
图 17: 长期负债率持续走高, 财务风险扩大	18
图 18: 有息负债率逐年攀升, 未来举债空间有限	18
图 19: 京沪高铁与国内同类公司毛利率对比	19
图 20: 京沪高铁与国内同类公司净利率对比	19
图 21: 高铁运线净利率对比	19
图 22: 高铁运线负债率对比	19
图 23: 本周各行业涨跌幅	22
图 24: 本周交运子行业涨跌幅	22
图 25: 本周交运板块涨跌幅前五及后五个股	22
图 26: 陆运板块各公司 PE (TTM) 高低不等 (截至 12 月 20 日)	23
图 27: 陆运板块各公司 PB (LF) 高低不等 (截至 12 月 20 日)	23
图 28: 航空板块各航司 PE (TTM) 高低不等 (截至 12 月 20 日)	23
图 29: 机场板块各航司 PE (TTM) 整体处于中值或高位 (截至 12 月 20 日)	23
图 30: 航空板块各航司 PB (LF) 整体处于历史中值偏低区域 (截至 12 月 20 日)	24
图 31: 机场板块 PB (LF) 高低不等 (截至 12 月 20 日)	24
图 32: 快递板块各公司 PE (TTM) 整体处于历史中值靠下区域 (截至 12 月 20 日)	24
图 33: 快递板块 PB (LF) 整体处于历史中值靠下区域 (截至 12 月 20 日)	24
图 34: 原油价格 (美元/桶)	25
图 35: 原油运输指数	25
图 36: 欧线集装箱运价 (美元/TEU)	26

图 37: 美线集装箱运价 (美元/FEU)	26
图 38: 波罗的海干散货指数 (BDI)	26
图 39: 铁矿石运价 (美元/吨)	27
图 40: 铁矿石库存 (万吨)	27
图 41: 沿海煤炭运价 (元/吨)	27
图 42: 六大发电集团煤炭库存 (万吨)	28
图 43: 秦皇岛港口煤炭库存 (万吨)	28
图 44: 秦皇岛煤炭吞吐量 (万吨)/调入量 (万吨)	29
图 45: 秦皇岛煤炭调入量 (万吨)/锚地船舶 (艘)	29
图 46: 六大电厂电煤库存量 (万吨)	29
图 47: 六大电厂电煤库存可用天数 (天)	29
图 48: 六大电厂日均耗煤量 (万吨)	30
图 49: 六大电厂月度日均耗煤量 (万吨)	30
图 50: 公路货运量 (亿吨)	30
图 51: 公路货运周转量 (亿吨公里)	30
图 52: 铁路货运量 (亿吨)	31
图 53: 铁路货运周转量 (亿吨公里)	31
图 54: 11 月单月六大航 ASK 运力合计同增 3.99%.....	31
图 55: 六大航 ASK 运力合计 1-11 月累计同增 8.93%.....	31
图 56: 11 月单月六大航合计客座率同增 0.2pct, 三大航合计同增约 0.6pct.....	32
图 57: 六大航 1-11 月累计客座率同比提升 0.06pct, 三大航合计同增约 0.2pct.	32
图 58: 10 月 (最新) 一线机场同减 0.13%, 二线机场同增 1.95%, 三线机场同增 4.8%.....	32
图 59: 11 月上海浦东、白云、深圳机场起降架次同增: 2.0%、3.6%、7.1%....	32
图 60: 11 月上海浦东、白云、深圳机场旅客量同增: 3.1%、6.3%、7.3%.....	32
图 61: 快递业务收入 (亿元)	34
图 62: 快递业务量 (亿件)	34
图 63: 快递分类型收入增速 (%)	34
图 64: 快递分类型业务量增速 (%)	34
图 65: 快递平均单价增速 (元/%)	35
图 66: 快递分类型单价增速 (%)	35
图 67: A 股快递单量增速.....	35
图 68: A 股快递单价增速.....	35
表 1: 下周 (2019.12.23-12.27) 推荐组合, 股价为 2019 年 12 月 20 日收盘价 ..	7
表 2: 2019 年 11 月快递行业数据	8
表 3: 快递公司 2019 年 11 月经营数据.....	9
表 4: 三通一达毛利弹性测算 (假设 2020 年快递量增速均为 20%)	10
表 5: 未来 2 年三大航飞机引进计划 (架)	14
表 6: 取消高速公路省界收费站相关政策梳理.....	15
表 7: ETC 推广及设施改造对主要路企利润影响测算.....	16
表 8: 广西中铁高速最新财务数据	20

表 9: 本周海运行业主要指数	25
表 10: 主要上市航司与机场最新业务量数据同比增速 (%) 更新	33
表 11: 2018-2019 年快递公司单量及增速	35
表 12: 2018-2019 年快递公司市场份额	36

一、核心观点及推荐组合

十二月关注相对收益个股推荐：**韵达股份、嘉友国际、圆通速递、上海机场**

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

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

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

嘉友国际：低杠杆背景下，公司连续多年保持稳定的高ROE以及充裕的现金流。公司主营跨境多式联运，为国际矿业工程项目提供跨境工程设备物流以及矿产品流通物流的“一站式”服务。凭借良好的行业口碑，公司和国内外大型矿企建立了稳定的合作关系，长期订单带来了稳定的业务量。2017年，公司成立新疆分公司，以乌鲁木齐为核心开展霍尔果斯等与中亚国家接壤的陆运口岸跨境多式联运业务。2018年，公司拿下哈萨克矿业的两笔订单，合计3991.20万美元；同时，跟随中有色和云南铜业进入赞比亚、刚果（金）市场，并收购枫悦国际巩固非洲市场开拓，成为公司新增长点。看好公司的长期增长潜力。

表1：下周（2019.12.23-12.27）推荐组合，股价为2019年12月20日收盘价

代码	公司	评级	股价（元）	EPS（元/股）				PE				PB (LF)
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E	
603871.sh	嘉友国际	买入	29.53	2.41	2.30	2.71	3.54	14.33	12.84	10.90	8.34	2.57
600009.sh	上海机场	买入	79.11	2.2	2.71	2.93	3.43	23.12	29.19	27.00	23.06	4.92
002120.sz	韵达股份	买入	31.87	1.58	1.26	1.56	2.01	19.24	25.29	20.43	15.86	5.56
600233.sh	圆通速递	增持	12.33	0.67	0.74	0.85	1.02	14.86	16.66	14.51	12.09	2.93

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

二、本周板块聚焦

(一) 快递：韵达 11 月份额同比提 2pcts，龙头交锋加速格局集中、客户分群

1. 11月快递量同增21.5%，预计全年同增24.6%

据国家邮政局数据：11月，全国快递量71.2亿件，同增21.5%，其中同城、异地、国际件分别同比变化-9.5%、+30.2%、+30.0%；东部、中部、西部分别同增20.1%、34.4%、15.3%，1-11月全国快递量累计同增25.4%。

整体来看，行业旺季保持快速增长，“双11”当日快递量同增28.6%，11月11-16日6天快递量同增22.69%。国家邮政局预计12月快递量达65亿件（+20.3%），全年快递量达632亿件（+24.6%）。

表 2：2019年11月快递行业数据

		(亿件)	当月值	同比	环比	累计同比			(元/件)	当月值	同比	环比	累计同比
单量	全国		71.2	21.5%	23.7%	25.4%	单价	全国	11.2	1.1%	-2.2%	-1.2%	
	同城		11.6	-9.5%	23.0%	-3.0%		同城	6.4	-15.9%	-2.1%	-14.6%	
	异地		58.1	30.2%	24.0%	33.8%		异地	7.1	-5.5%	-2.4%	-4.7%	
	国际/港澳台		1.6	30.0%	20.3%	28.3%		国际/港澳台	50.5	12.5%	0.5%	-2.5%	
	东部		56.3	20.1%	23.7%	25.1%		东部	11.4	2.7%	-1.1%	-0.6%	
	中部		9.6	34.4%	24.1%	31.5%		中部	9.3	-8.5%	-8.8%	-5.8%	
	西部		5.3	15.3%	23.7%	19.0%		西部	12.7	3.0%	-2.3%	0.5%	
		(亿元)	当月值	同比	环比	累计同比			(亿元)	当月值	同比	环比	累计同比
收入	全国		796.70	22.9%	21.1%	23.9%	收入	东部	639.7	23.4%	22.3%	24.4%	
	同城		74.50	-23.8%	20.4%	-17.1%		中部	89.3	23.0%	13.2%	23.9%	
	异地		414.80	22.9%	21.0%	27.5%		西部	67.7	18.8%	20.9%	19.7%	
	国际/港澳台		78.80	46.2%	20.9%	25.2%							

数据来源：国家邮政局，wind，广发证券发展研究中心

11月，全国快递均价约为11.2元/件，同比提升1.1%；其中同城、异地、国际件分别同比变化-15.9%、-5.5%、+12.5%；东部、中部、西部分别同比变化+2.7%、-8.5%、+3.0%；剔除附加收入的快递单价同比下降4.3%，较10月略有扩大（10月为全年最低降幅），快递附加收入占快递总收入的比重从2018年的24%提升至27%。

2. 韵达旺季份额首次超圆通，通达系快递单价均环比提升

根据公司月度公告，韵达、圆通、申通、顺丰11月快递量分别同增38.2%、32.1%、39.1%、47.9%，合计增速达36%，环比10月降低7pcts；韵达、圆通、申通、顺丰单月市占率分别为15.5%、15.2%、12.0%、8.0%，合计达50.7%。

价格方面，韵达、圆通、申通、顺丰分别同比变化69.1%、-14.0%、-0.9%、-15.5%，环比10月价格分别变化1.23%、5.73%、15.96%、-4.00%。申通单价环比提升较大预计主要因旺季调价以及货品结构变化；韵达单价环比提升较小预计主要因为部分预售收入提前确认所致，公司8-11月整体单价预计同比下降5%左右（考虑派费）。

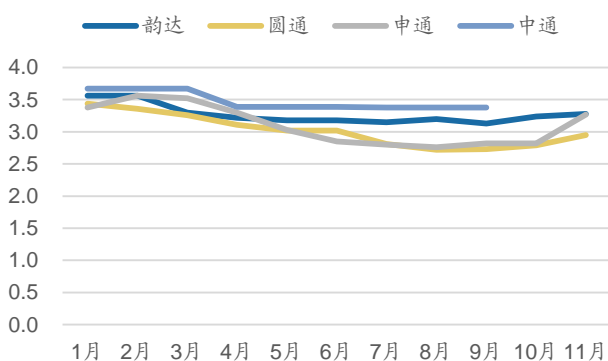
表 3: 快递公司2019年11月经营数据

2019年11月	申通	圆通	韵达	顺丰
快递收入(亿元)	19.80	24.02	28.02	89.84
YOY	19.4%	16.0%	150.0%	24.5%
快递单量(亿件)	7.02	8.61	8.65	4.38
YOY	37.4%	36.9%	30.3%	48.5%
快递单价(元)	2.82	2.79	3.24	20.51
YOY	-13.2%	-15.3%	91.7%	-16.2%
可比单件 YOY (测算)	-5.7%	-14.0%	-5.0%	-15.5%
11月单件环比	15.96%	5.73%	1.23%	-4.00%
10月单件环比	0.00%	2.20%	3.51%	-5.79%
9月单件环比	2.17%	0.37%	-2.19%	0.55%
8月单件环比	-1.43%	-3.20%	1.59%	-4.25%
7月单件环比	-1.75%	-6.95%	-0.94%	-2.59%
6月单件环比	-5.94%	0.00%	0.00%	-0.81%
5月单件环比	-8.18%	-2.89%	-1.24%	-1.52%
4月单件环比	-6.25%	-4.60%	-2.42%	1.89%
3月单件环比	-1.1%	-3.0%	-7.3%	4.7%
2月单件环比	5.3%	-2.3%	0.0%	-10.3%

数据来源：公司月度数据公告，广发证券发展研究中心

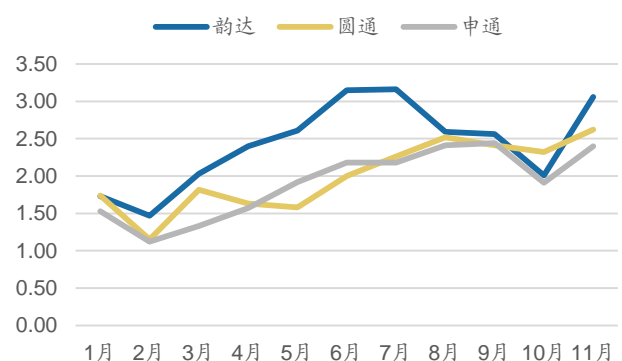
就月度数据来看，头部玩家的客户群正在逐渐分化，中通、韵达的客户愿意付出1-2毛的溢价，客户粘性或许更高。**2020年，价格主导增速分化，非价格因素主导客户分群。品牌度高的龙头将吸引更多优质客户，巩固增长、提升利润率。**

图 1: 三通一达2019年单月快递单价(元)



数据来源：公司月度数据公告、季报，广发证券发展研究中心

图 2: 三通一达2019年快递同比增量(亿件)



数据来源：公司月度数据公告，广发证券发展研究中心

从资本和产能的角度看，三通一达的类现金余额都在40亿以上，足以支撑1-2年的资本开支，其次，任何四家龙头的合计产能都不易消化10%的新增份额（假设一家倒下）。因此，行业短期出清不易，龙头自损利润发起恶性价格战的可能性有限，而追赶者主动挑起价格战的能力与动机都不足。价格将受成本端的强制约。

我们猜想，行业格局大概率将以份额集中、客户分群的方式演绎下去。也就是说，具备时效、服务、品牌的龙头将聚集忠诚度高、业务增速快、利润率高的客户，同时，伴随规模效应的持续凸显，品牌龙头将进一步下沉价格敏感型客户，从而赢得超额增速。

表 4：三通一达毛利弹性测算（2020年快递量增速均取行业预期值：20%）

公司	中通	韵达	圆通	申通
2019Q1-3 快递量（亿件）	84.29	69.33	61.51	50.47
2019Q1-3 单件毛利（元）	0.55	0.50	0.44	0.37
2020Q1-3 快递量（亿件）	101.15	83.20	73.81	60.56
2020 单件毛利同比下降（元）	总毛利同比变化（亿元：括号内为降幅）			
0.02	7.2 (16%)	5.3 (15%)	3.9 (15%)	2.5 (14%)
0.03	6.2 (13%)	4.5 (13%)	3.2 (12%)	1.9 (10%)
0.04	5.2 (11%)	3.6 (10%)	2.4 (9%)	1.3 (7%)
0.05	4.2 (9%)	2.8 (8%)	1.7 (6%)	0.7 (4%)
0.06	3.2 (7%)	2.0 (6%)	1.0 (4%)	0.1 (1%)
0.07	2.2 (5%)	1.2 (3%)	0.2 (1%)	-0.5 (-3%)
0.08	1.2 (3%)	0.3 (1%)	-0.5 (-2%)	-1.1 (-6%)
0.09	0.1 (0%)	-0.5 (-1%)	-1.2 (-5%)	-1.7 (-9%)
0.10	-0.9 (-2%)	-1.3 (-4%)	-2.0 (-7%)	-2.3 (-12%)
0.15	-5.9 (-13%)	-5.5 (-16%)	-5.7 (-21%)	-5.3 (-28%)
0.20	-11.0 (-24%)	-9.7 (-28%)	-9.4 (-35%)	-8.4 (-45%)
0.25	-16.0 (-35%)	-13.8 (-40%)	-13.1 (-48%)	-11.4 (-61%)
0.30	-21.1 (-46%)	-18.0 (-52%)	-16.8 (-62%)	-14.4 (-77%)
0.35	-26.2 (-57%)	-22.1 (-63%)	-20.4 (-76%)	-17.4 (-93%)
0.40	-31.2 (-67%)	-26.3 (-75%)	-24.1 (-89%)	-20.5 (-109%)
0.45	-36.3 (-78%)	-30.5 (-87%)	-27.8 (-103%)	-23.5 (-125%)
2019Q3 末类现金（亿元）	175.76	86.31	59.16	46.00

数据来源：公司季报、wind，广发证券发展研究中心

伴随2019年中小快递纷纷退出，2020年将是龙头（CR6）正面交锋之年，超额增速将主要来源于存量客户争夺，因此，2020年将开启业务增速分化，份额差距或将加速扩大。

从趋势上来看，加盟快递的单件利润已经下降到历史最低位，成本对价格策略的制约进一步加强，成本优化和价格策略不匹配的公司已经表现出利润负增长，以及经营性现金流恶化。从资本、产能、现金流的角度看，行业通过恶性价格战快速出清的可能性较低，格局大概率将以份额集中、客户分群的方式演绎下去。

成本与现金流的精细化管理是龙头突围的核心壁垒，CR2优势突出，且品牌度

逐渐显现，具备长期配置价值；产能投入和价格策略的季节性差异会导致格局的阶段性调整，关注低估值龙头的短期机会。

重点推荐：成本优势突出的：韵达股份；重点关注：成本改善较大，估值较低的：圆通速递、申通快递；下沉电商件，增速大幅回升的：顺丰控股。

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

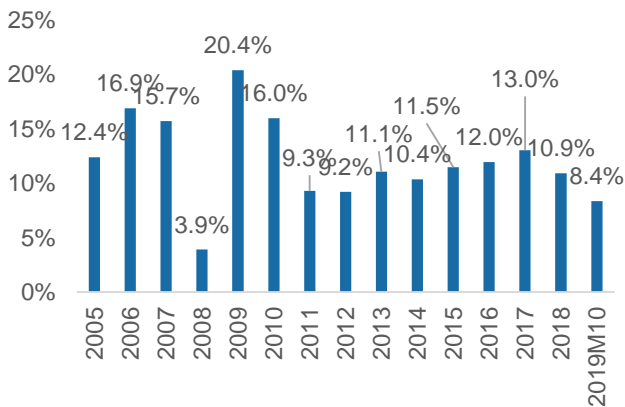
（二）航空：2019 弱需求+强外部扰动（汇率贬值），2020 年估值具备吸引力，向上待需求转暖

1. 2019年行业最明显的特征是：弱需求+强外部因素（汇率贬值）扰动

航空需求具有显著的宏观敏感性，2019年行业最明显的特征是：弱需求+强外部因素（汇率贬值）扰动。

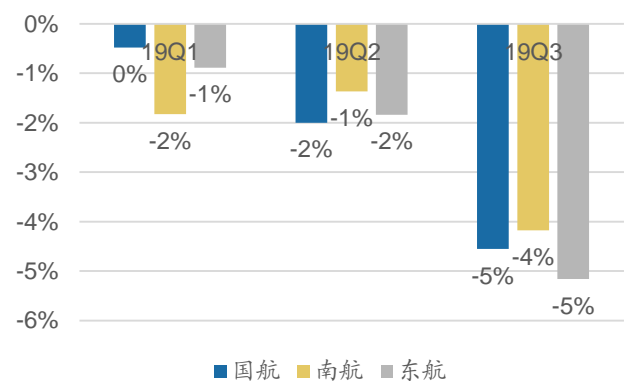
受宏观需求放缓影响，截至2019年10月航空旅客量（需求）增速仅为8.4%，创近10年新低，较17、18年的13%、10.9%显著放缓，受此影响三大航收益水平普遍下行。弱需求成为今年航空第一个特征。

图3：航空容量增速创近10年新低，弱需求特征显著



数据来源：民航预先飞行计划，广发证券发展研究中心，根据航空时刻计划表估算

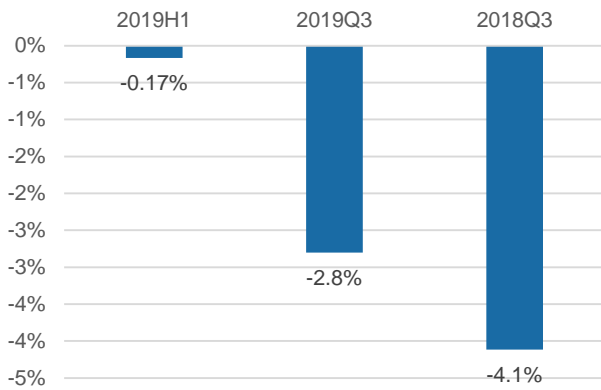
图4：受需求增速放缓影响，三大航收益质量下滑（预估客公里收益同比变化）



数据来源：民航预先飞行计划，广发证券发展研究中心，根据航空时刻计划表估算

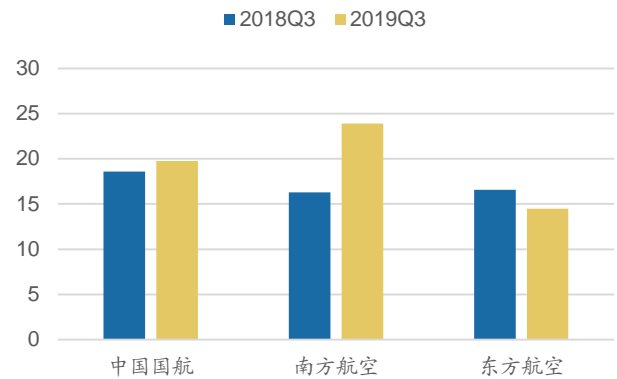
其次，受外部环境扰动，截至2019年三季度末，人民币兑美元累计贬值2.8%；幅度较19年上半年的0.17%扩大，结合汇率敏感性的提升，国航、南航、东航汇兑损失分别约为：19.76、23.91、14.48亿元。

图5: 人民币对美元贬值幅度 (负为贬值)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图6: 三大航汇兑损失 (亿元)

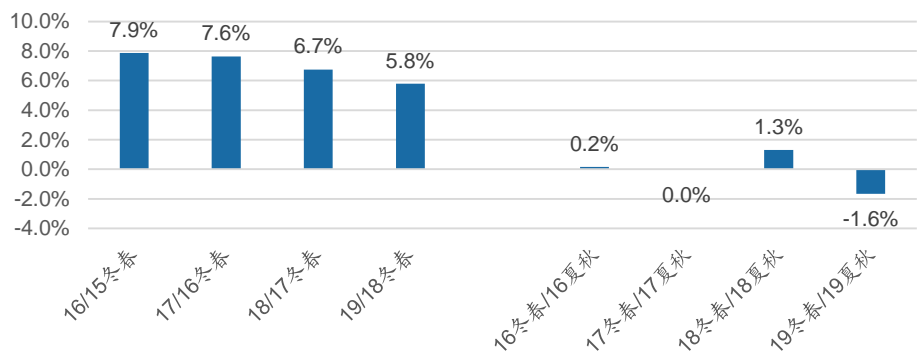


数据来源: 公司季报, 广发证券发展研究中心

2. 2019/20年冬春航季延续紧调控, 737MAX延迟复飞加速供给收缩

2019年10月17日, 民航局于民航预先飞行计划网站发布2019冬春航季时刻表, 根据测算: 19年冬春航班总量同比增长**5.8%**, 同比增速较18年冬春增速下降**0.9 pcts**; 环比19年夏秋下降**1.6%**, 较18年环比增速下降**2.9 pcts**。

图7: 全国周航班总量同比与环比增速

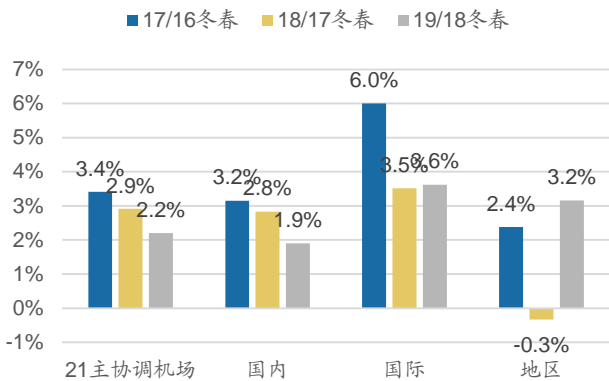


数据来源: 民航预先飞行计划, 广发证券发展研究中心

注: 根据航空时刻计划表估算, 存在误差的可能

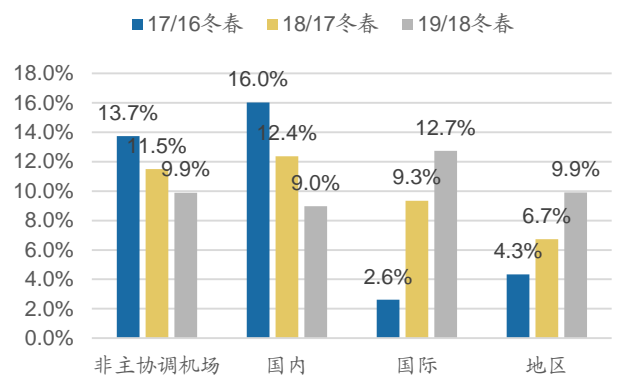
前21大主协调机场航班量同增**2.2%**, 增速较18年冬春同比下降**0.7 pcts**; 环比增速为**3.5%**, 增速较18年夏秋环比增速提升**0.9 pcts**。非主协调机场合计同比增速由18年冬春的**11.5%**下降至**9.9%**, 环比增速由18年冬春的**2.7%**下降至**-1.9%**。

图8: 全国21主协调机场周离港航班量同比增速



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

图9: 全国21主协调机场周离港航班量环比增速

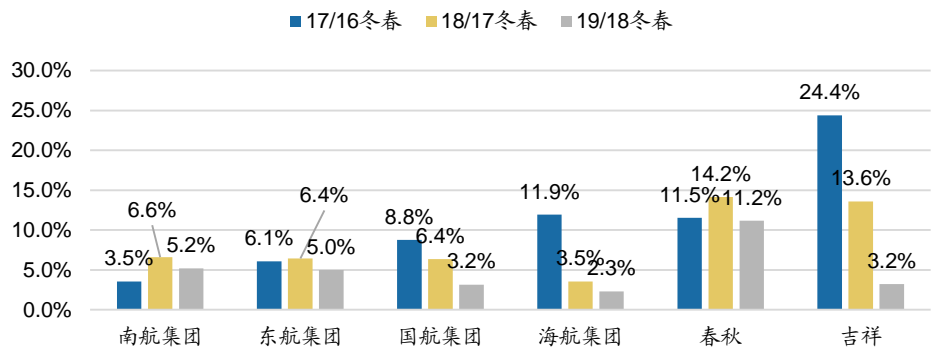


数据来源: 民航预先飞行计划, 广发证券发展研究中心, 根据航空时刻计划表估算

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

此外, 非六大航的内线航班量同比增速为 10.5%, 和 2018 冬春基本持平。

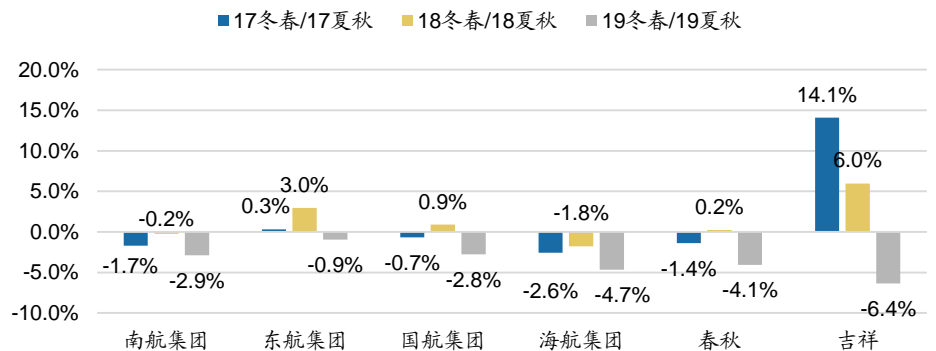
图10: 六大航航班量同比增速



数据来源: 民航预先飞行计划, 广发证券发展研究中心

注: 根据航空时刻计划表估算, 存在误差的可能

图11: 六大航航班量环比增速



数据来源: 民航预先飞行计划, 广发证券发展研究中心

注: 根据航空时刻计划表估算, 存在误差的可能

12月6日，美国飞机制造商波音公司在信件中表示，重大的额外监管要求或737 MAX飞机延迟复飞，可能会导致其削减或暂时停止737 MAX的生产。

参考2018年引进情况，我们保守假设国内航司2019-2020年引进的737MAX占该系列的比例为80%，则2019、2020年引进的737MAX数量占全部引进总数的比重为32.8%、41.7%。

考虑飞机运力投放变化对座位数及飞行利用小时的综合影响，预计737MAX停飞将导致2019、2020年三大航ASK增速分别下降3.3pcts、6.9pcts。

表5: 未来2年三大航飞机引进计划(架)

	2019年			2020年		
	B737	全部	占比	B737	全部	占比
南方航空	45	114	39.5%	51	89	57.3%
中国国航	32	72	44.4%	33	57	57.9%
东方航空	24	60	40.0%	24	61	39.3%
合计	101	246	41.1%	108	207	52.2%

数据来源: 公司年报, wind, 广发证券发展研究中心, 南航、国航、东航数据均为公司年报披露, 根据现有订单数计算

2019年冬春航季国内时刻增速显著放缓体现著民航局控总量政策的延续, 对航空整体供给端约束明显, 整体上半年航空板块受需求走弱影响整体收益水平有所下滑, 展望冬春航季在供给端持续紧约束下, 行业供需关系有望进一步改善。伴随减税降费的落实, 航司成本端将迎来减负, 但三大航当前处于外部汇率扰动和基本面双杀阶段, 绝对PB估值处于历史底部区域, 建议低位布局: 南方航空、中国南方航空、春秋航空、吉祥航空。

风险提示: 人民币汇率大幅波动、油价大幅上行

(三) 公路: 取消高速省站工作持续推进, 确保年底顺利完成ETC推广目标

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

数据显示, 截至12月4日, 全国ETC客户累计达到18101.24万, 完成发行总目标19085.56万的94.84%。剩余发行任务为984.32万, 日均36.46万。其中, 北京、辽宁、江苏、江西、湖北、广东和贵州等7个省份已完成发行任务。

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

政策陆续出台。

表6: 取消高速公路省界收费站相关政策梳理

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

数据来源: 人民政府网、交通部官网, 广发证券发展研究中心

推广ETC对高速路企的短期影响主要体现在:

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

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

考虑以上两方面影响, 我们估算主要路企2019年归母净利润所受影响约在0.6%~2.6%, 2020年影响约为2.9%~13.8%。实际情况还需综合考虑通行效率提升对车流量的潜在诱增、收费标准调整以及ETC按实际里程收费的影响。

表7: ETC推广及设施改造对主要路企利润影响测算

股票简称	股票代码	2019E		2020E	
		归母净利润影响 (百万元)	占比	归母净利润影响 (百万元)	占比
招商公路	001965.SZ	-27.0	-0.6%	-138.5	-2.9%
宁沪高速	600377.SH	-72.4	-1.7%	-380.3	-8.3%
深高速	600548.SH	-43.7	-1.7%	-318.8	-13.8%
皖通高速	600012.SH	-28.8	-2.6%	-145.3	-13.2%

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

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

(四) 铁路: 资产证券化预计将持续推进, 关注优质标的相关投资机会

1. 中铁总投资负担居高不下, 铁路改革仍待推进

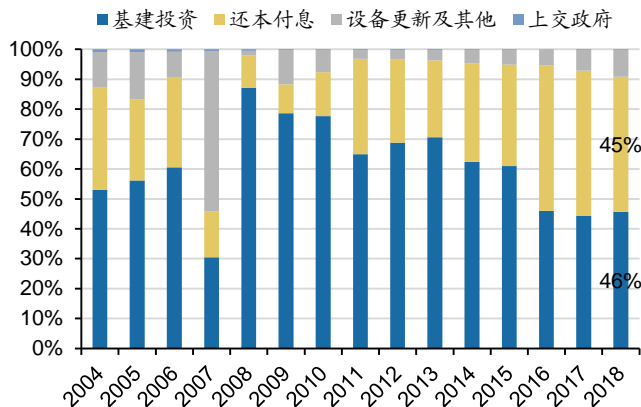
从微观现金流状况来看, 未来铁路基建投资及还本付息压力居高不下, 而全国铁路自身盈利造血能力仍有明显不足, 中铁总亟需通过铁路改革丰富投融资渠道、改善主业盈利能力, 缓解自身资金收支压力。

1) 铁路投资持续高位, 还本付息压力较大

近年来, 由于铁路投资持续维持较高强度, 中铁总贷款需求不断增长, 还本付息压力持续扩大。中铁总还本付息总支出由1501.17亿元(2010年)增长至5405.07亿元(2017年), 还本付息在年度现金支出中的占比由14.7%(2010年)攀升至48.6%(2017年)。还本付息支已经超过基建支出, 成为年度现金支出中的主体部分。

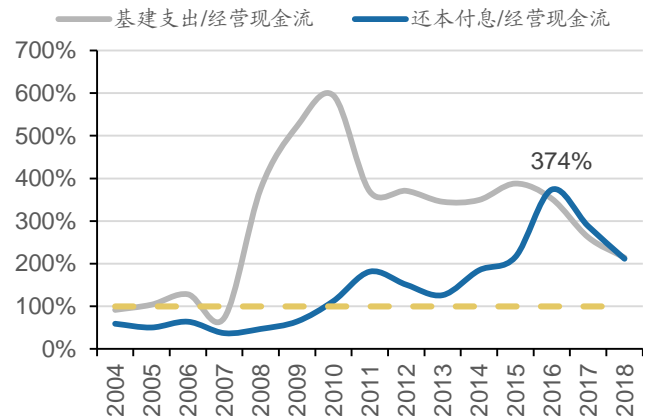
若以自有经营性现金流作基准进行对比, 2004-2008年, 自有经营现金流的还本付息覆盖率在50%上下波动, 2009年起, 伴随基建投资加大, 中铁总还本付息压力显著提升, 2016年还本付息压力达到顶峰(374%)。显然, 中铁总自有现金流难以覆盖还本付息庞大的支出需求。

图12: 中铁总基建投资与还本付息的资金压力居高不下 (现金支出结构)



数据来源: 中铁总, 广发证券发展研究中心

图13: 铁总经营现金流无法覆盖现有基建及本息支出

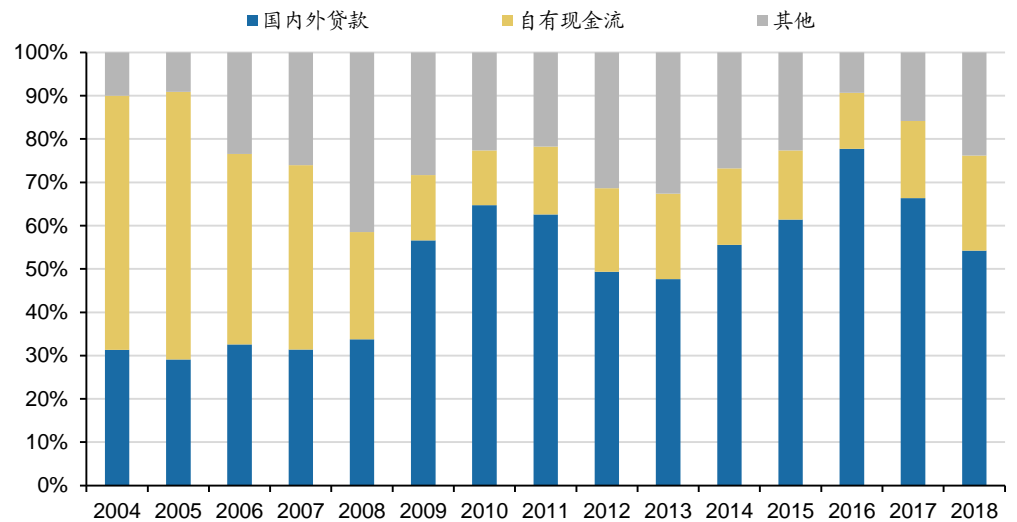


数据来源: 中铁总, 广发证券发展研究中心

2) 中铁总盈利造血能力有限, 主要依赖举债, 但举债空间吃紧

铁总资金来源主要分为三部分: 自有经营现金流 (税后利润+铁路建设基金+折旧)、国内外贷款及其他。据中铁总财报数据, 2018年中铁总资金流入共计1.05万亿, 其中国内外银行贷款占比高达54.2%, 自有现金流仅占22.0%。从资金来源结构来看, 2010年以来, 国内外贷款占比长期保持高位, 自有经营现金流占比逐年缩小。

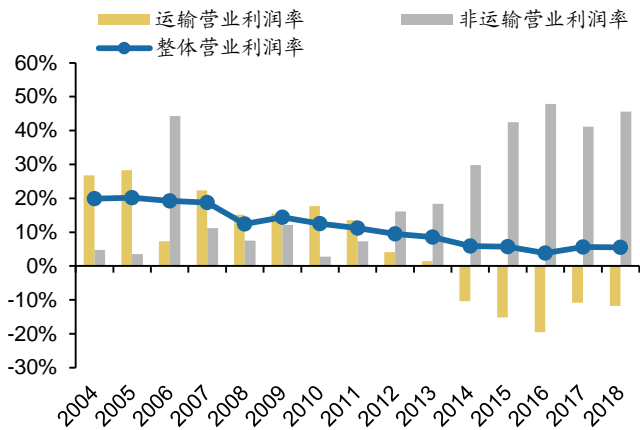
图14: 中铁总资金来源主要依赖国内外银行借款



数据来源: 中铁总公司公告, 广发证券发展研究中心

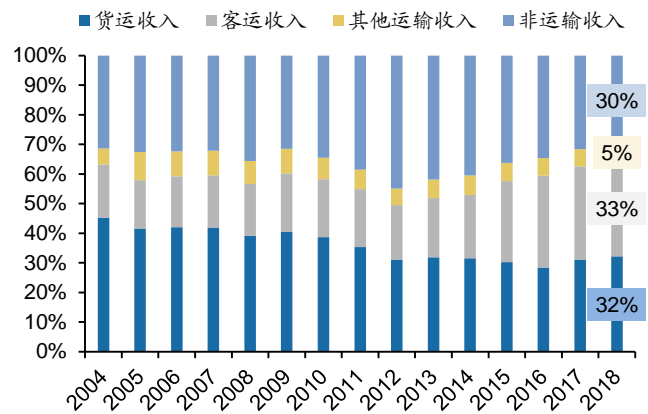
铁总经营现金流表现弱势, 主要源于运输业务营业利润率整体趋势性下行, 盈利造血能力孱弱。作为中铁总的主要业务, 运输业务的利润率自2004年起逐年下降, 2014年后更是出现了入不敷出的局面, 出现连年亏损, 2018年运输业务亏损达899亿元。非运输业务表现较好, 2018年营业利润率高达46%, 但收入占比较低, 2018年仅占总营收的30%, 对中铁总整体盈利带来的改善有限。

图15: 中铁总运输业务营业利润连年亏损



数据来源: 中铁总, 广发证券发展研究中心

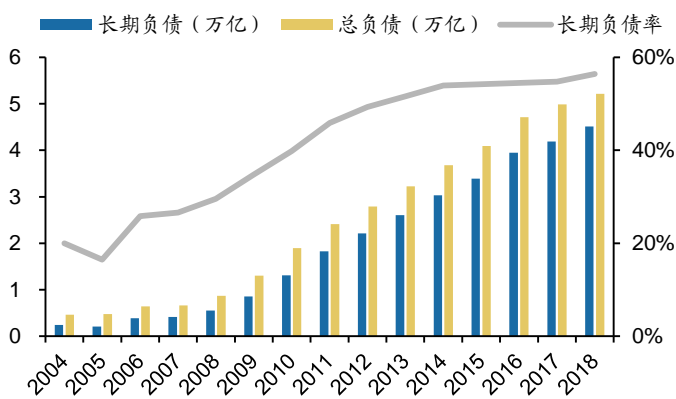
图16: 铁总分项收入占比



数据来源: 中铁总, 广发证券发展研究中心

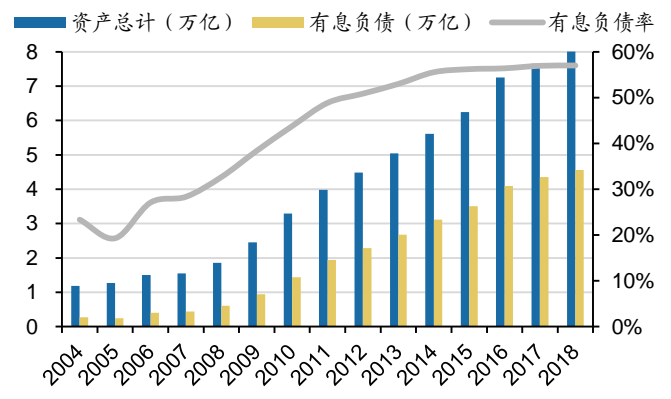
从趋势看, 铁总长期负债率走高, 有息负债持续攀升, 未来进一步举债空间吃紧。具体而言, 国内外贷款以长期负债为主, 2005年以来, 中铁总长期负债占总负债的比重逐年增大, 长期负债率由34.79% (2010年) 增长至56.43% (2017年), 由于长期负债利率高于短期负债且缺乏弹性, 长期负债率走高意味着铁总的财务负担较大。从有息负债角度看, 2010-2017年, 铁总有息负债率逐年攀升, 从57.44% (2010年) 提高到65.21% (2017年), 铁总的高负债率显示未来进一步举债空间较为吃紧。特别是, 2014年以来国家加强金融风险管控, 强调国企去杠杆化, 在经营效益无法显著提升的情况下, 预计未来举债空间相当有限, 投融资困境亟待解决。

图17: 长期负债率持续走高, 财务风险扩大



数据来源: 中铁总年度报告, 广发证券发展研究中心

图18: 有息负债率逐年攀升, 未来举债空间有限



数据来源: 中铁总, 广发证券发展研究中心

2. 预计资产证券化将是铁路改革阻力较小的首要方向, 关注京沪高铁等优质标的上市动向

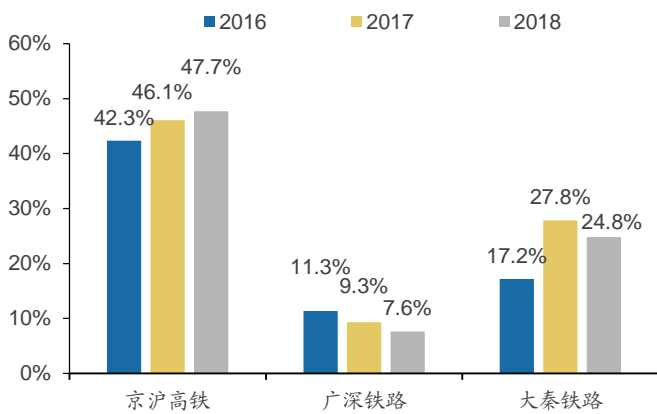
2018年, 中铁总先后与深交所、上交签署战略合作协议, 有望加快铁路资产证券化等领域的改革尝试。

资产证券化有助于盘活存量优质资产, 打通社会资本参建合资铁路的进出渠道一方面, 铁总对存量资产实行改制上市, 有利于股权变现, 缓解铁路建设融资压力。

另一方面，近年新建铁路基本采用合资方式，引入地方政府、交通产业投资基金及其他社会资本，通过委托经营方式分享运线经营效益，资产证券化也是打通资金进出渠道的有效措施。

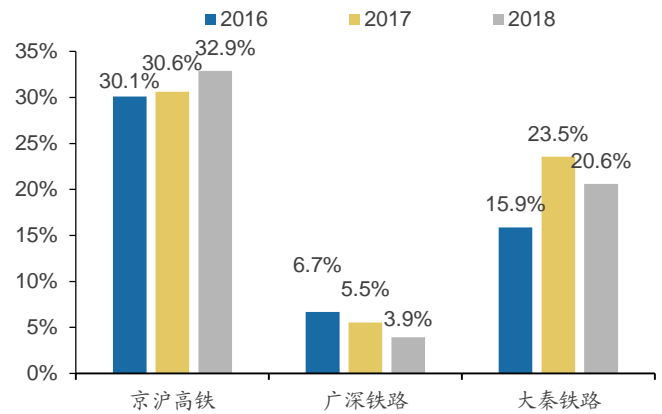
从资产证券化标的看，11月14日京沪高铁首发顺利过会，成为首只高铁上市标的。京沪高速铁路于2008年4月18日全线正式开工建设，2011年6月30日建成通车，正线长1318千米，是世界上一次建成里程最长、技术标准最高的高速铁路。从公司盈利能力来看，2016-2018年公司毛利率分别为42.3%、46.1%、47.7%，净利率分别为30.1%、30.6%、32.9%，盈利水平远好于上市铁路可比公司。

图19: 京沪高铁与国内同类公司毛利率对比



数据来源：京沪高铁招股说明书，公司年报，广发证券发展研究中心

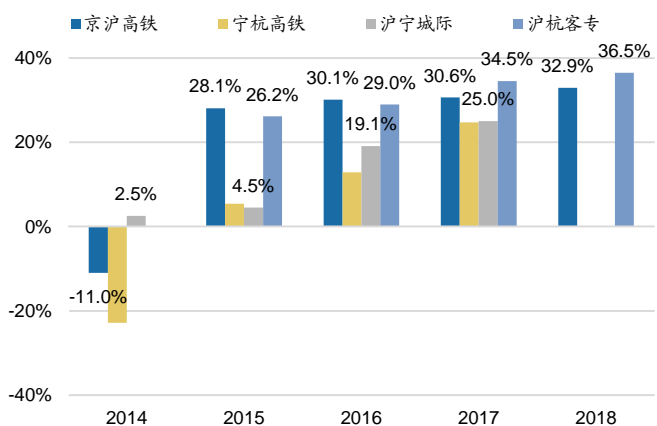
图20: 京沪高铁与国内同类公司净利率对比



数据来源：京沪高铁招股说明书，公司年报，广发证券发展研究中心

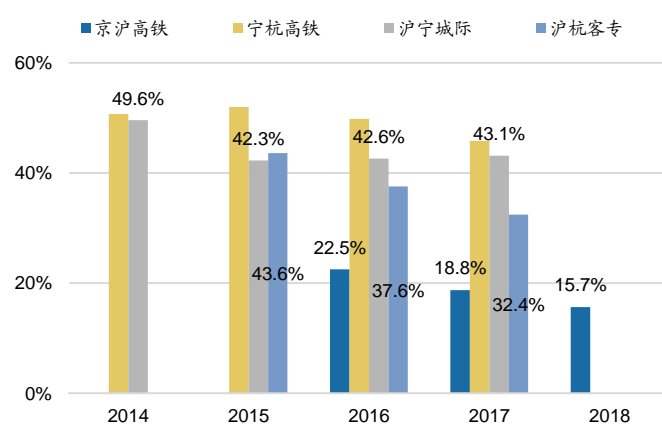
此外，我国东南沿海地区高铁运线同样具有良好的盈利表现，具备较好的资产证券化基础，预计未来高铁标的上市进程有望持续推进。以沪宁城际为例，该运线2010年投入运营，贯穿长三角核心区域，在与京沪高铁（2011年开通）共线的情况下，2017年净利率达25.0%，显著高于同类对标上市公司广深铁路的6.7%。

图21: 高铁运线净利率对比



数据来源：京沪高铁招股说明书，天眼查，广发证券发展研究中心

图22: 高铁运线负债率对比



数据来源：京沪高铁招股说明书，天眼查，广发证券发展研究中心

风险提示：宏观经济下行导致客流增长未达预期，企业人力、物料成本快速攀升；铁路清算政策调整对公司收入成本带来负面影响。

三、本周重点信息跟踪

● 招商公路：收购广西中铁高速 49%股权及相关债权

(公司公告)

2019年12月16日，公司收到上海联合产权交易所通知，公司与工银投资组建的联合体以99.45亿元的价格成为广西中铁交通高速公路管理有限公司51%股权及33.15亿元相关债权的最终受让方，其中招商公路受让广西中铁高速49%股权及相关债权。

根据《产权交易补充合同》约定，鉴于挂牌交易基准日后广西中铁高速向中铁交通分配利润约12.33亿元，各方同意广西中铁高速51%的股权的交易对价调整约为60.01亿元。公司共支付约90.81亿元的并购对价，其中不超过70.38亿元部分来自银行融资，其余部分来源于自有资金。

点评：外延扩张阶段性成果落地，期待后续资本运作

广西中铁高速是中铁交通旗下的公路项目投资运营主体，共投资运营管理11条高速公路，分布在山东、河南、四川、陕西、广西、云南、重庆等七个省，里程合计958公里，49%股权对应的权益里程为469公里。

收购标的目前已实现盈利，旗下多数路产的路龄约9~12年区间，剩余约18~21年经营期，从路产生命周期看，具备一定的成长性。2019年末收购标的的净资产账面值为110.66亿元，51%股权的收购对价为66.3亿，对应PB为1.17倍，定价位于行业PB的合理区间。

表8：广西中铁高速最新财务数据

资产负债表指标 (单位: 亿元人民币)	2019年9月末	2018年末
资产总额	367.66	365.82
负债总额	257.00	260.12
应收款项总额	0.97	0.94
净资产	110.66	105.69
利润表指标 (单位: 元人民币)	2019年1-9月	2018年度
营业收入	21.74	27.91
营业利润	1.44	2.03
净利润	0.40	0.43
经营活动产生的现金流量净额	20.20	23.05

数据来源：《招商公路:关于参与竞拍广西中铁交通高速公路管理有限公司 51%股权的公告》，广发证券发展研究中心

借助公司集团层面的央企合作优势，本次收购顺利落地。该收购是目前国内高速公路投资领域中资产规模最大、分布范围最广、影响力最强的股权合作项目。未来公司将持续把握央企专业化整合的机遇，积极寻求与地方交投的合作机会，密切关注民营企业退出项目；并加强与内外部金融机构战略协同，研究探索产融结合的多种合作模式，进一步提升公司的行业影响力。

- **京沪航线再涨价，全价票上涨至 1630 元**

<http://news.carnoc.com/list/516/516423.html> (民航资源网)

民航资源网2019年12月19日消息，从2020年1月1日起，东航、国航等多家航空公司的京沪航线经济舱全价票价格再次调整，上涨至1630元，而目前京沪航线全价票为1480元。

此次涨价，是过去一年半时间里京沪航线的第三次涨价。2018年6月，京沪航线经济舱全价从1240上涨到1360元，2018年12月又上涨至1480元。

点评：票价市场化稳步推进，利润端弹性静待需求转暖

2018年1月，国家发改委和民航局联合发布《关于进一步推进民航国内航空旅客运输价格有关问题的通知》，《通知》决定扩大实行市场调节价的航线范围，在原来的基础上新增航线306条，其中包括北上广深互飞在内的主要国内热门航线。按照规定，航空公司每个航季都可以上浮一次运价，每条航线上浮累计不超过10%。

京沪线是国内最重要的航线，执飞航班数量和旅客运输量均位居第一，并且被业内视为国内利润最高的黄金航线。此次票价上调，航线时刻资源较好、公商务旅客和常旅客较多的头部航司将首先受益，春秋、吉祥等民营航空公司也有望享受票价上涨后的挤出效应，航司利润端具体受益多少，则需视供需关系强弱而定。

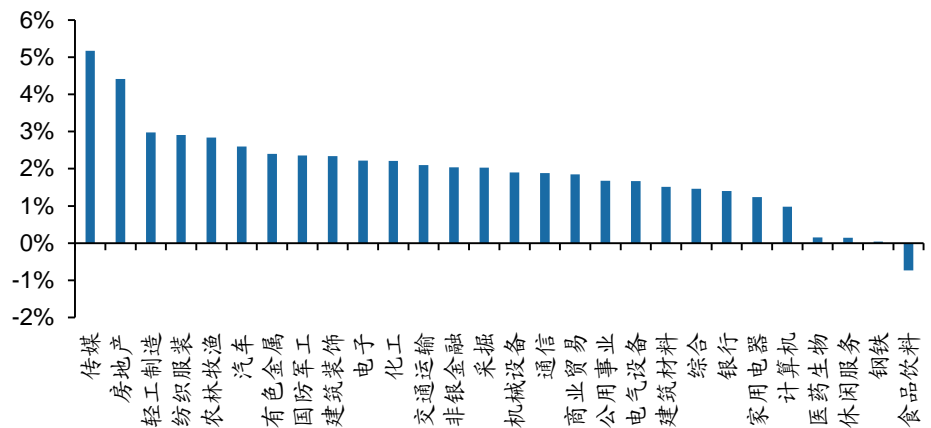
四、本周数据跟踪

(一) 本周市场行情回顾

1. 交运涨跌幅

本周交运行业上涨2.10%，在28个申万一级行业中排名第12位。

图23: 本周各行业涨跌幅

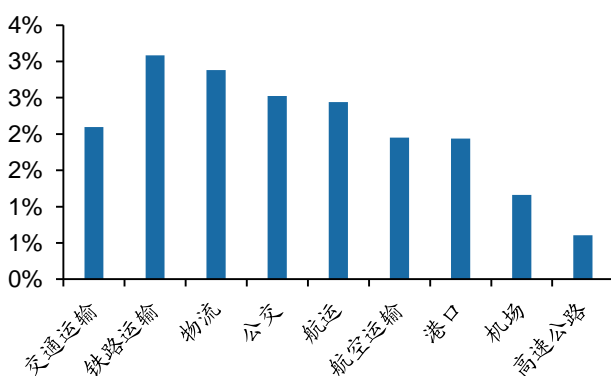


数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

本周交运子版块中, 铁路运输板块涨跌幅表现最好, 上涨3.08%; 高速公路板块涨跌幅表现靠后, 上涨0.61%。8个交运子版块中, 共有6个板块取得相对沪深300 (1.24%) 的超额收益。

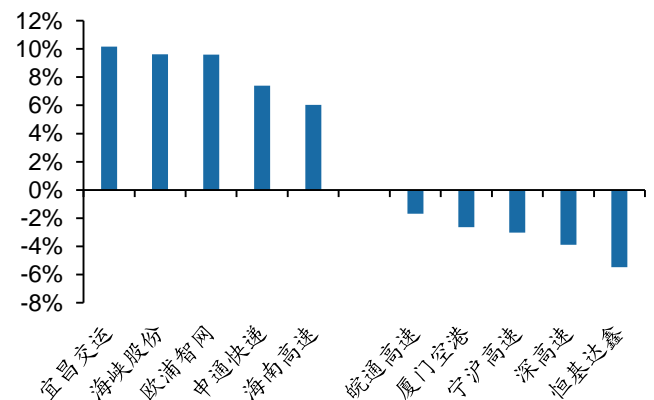
本周交运行业涨幅居前的个股分别为: 宜昌交运、海峡股份、欧浦智网等, 涨幅靠后的个股分别为恒基达鑫、深高速、宁沪高速等。

图24: 本周交运子行业涨跌幅



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图25: 本周交运板块涨跌幅前五及后五个股

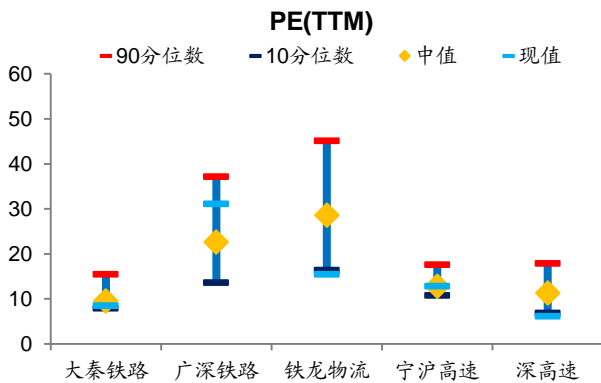


数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

2. 板块估值

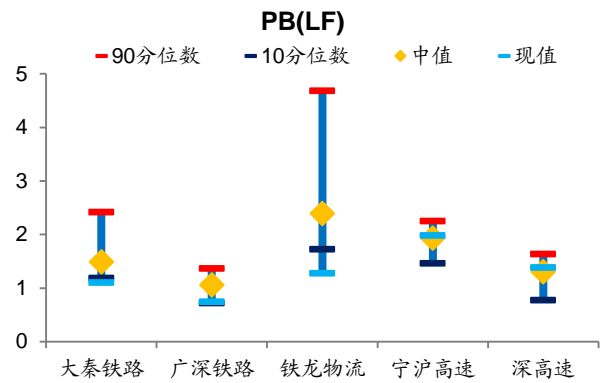
截至12月20日，陆运板块各公司的PE (TTM) 中广深铁路处于中值靠下分位，宁沪高速、大秦铁路处于历史中值，深高速、铁龙物流处于历史低位。从PB (LF) 值来看，宁沪高速，深高速估值处于历史中值，广深铁路接近历史低位，大秦铁路、铁龙物流处于历史低位。

图26: 陆运板块各公司PE (TTM) 高低不等(截至12月20日)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

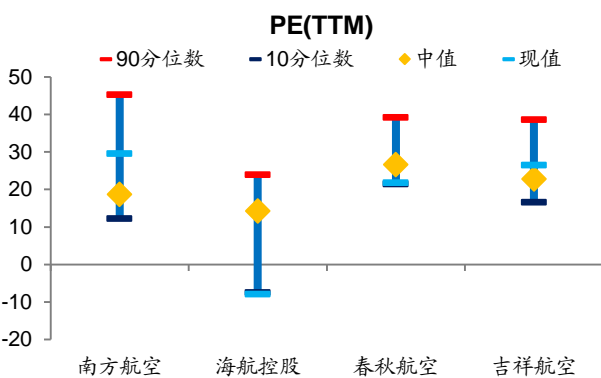
图27: 陆运板块各公司PB (LF) 高低不等 (截至12月20日)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

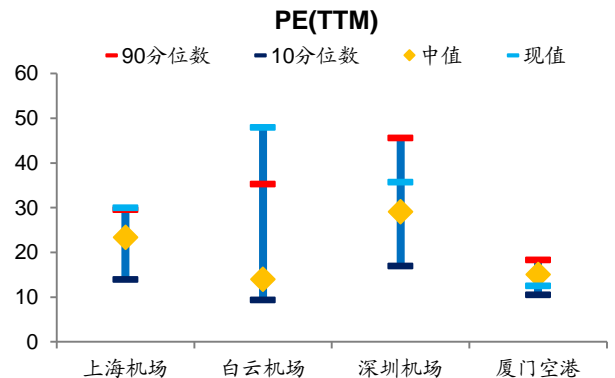
截至12月20日，航空板块各航司PE (TTM) 中南方航空、吉祥航空估值处于中值靠上分位，春秋航空低于历史低位，海航控股PE (TTM) 为负。机场板块白云机场、上海机场估值处于历史高位，深圳机场处于中值靠上分位，厦门空港处于中值靠下分位。

图28: 航空板块各航司PE (TTM) 高低不等(截至12月20日)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

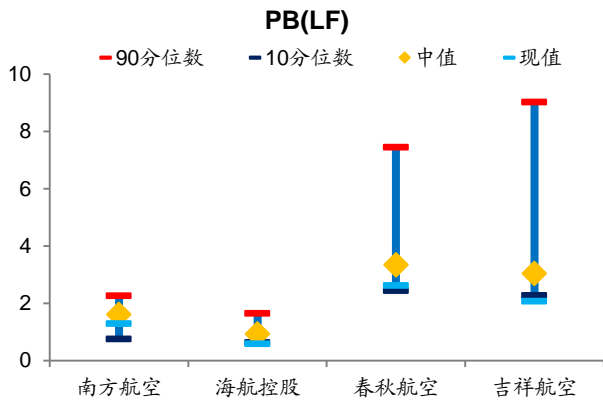
图29: 机场板块各航司PE (TTM) 整体处于中值或高位(截至12月20日)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

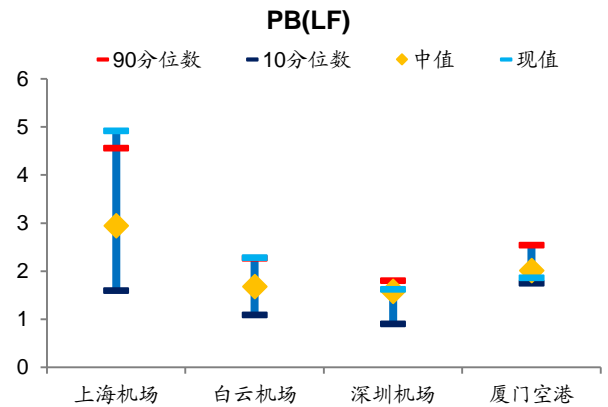
截至12月20日，航空板块各航司PB (LF) 中南方航空估值处于历史中值，春秋航空处于中值靠下分位，吉祥航空、海航控股低于历史低位。机场板块上海机场估值高于历史高位，白云机场接近历史高位，深圳机场处于中值，厦门空港处于中值靠下分位。

图30: 航空板块各航司PB (LF) 整体处于历史中值偏低区域 (截至12月20日)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

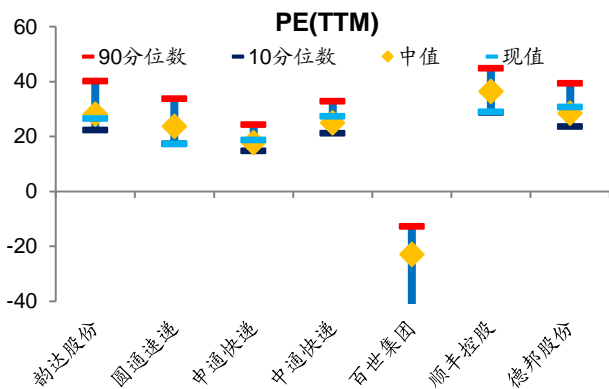
图31: 机场板块PB (LF) 高低不等 (截至12月20日)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

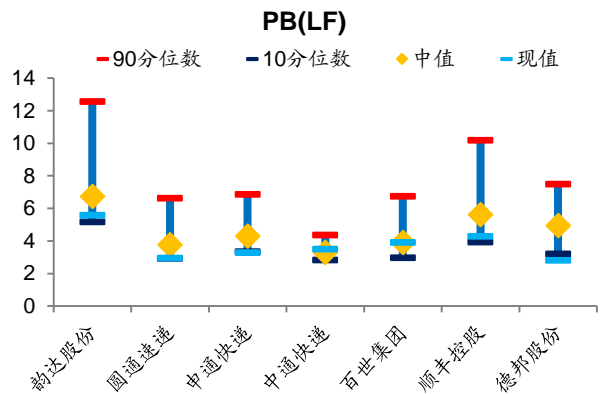
截至12月20日, 快递板块各公司PE (TTM) 整体均处于历史中值附近, 其中申通快递、德邦股份、中通快递、韵达快递处于历史中值, 圆通速递、顺丰控股处于历史低位, 百世集团PE (TTM) 为负。截至12月20日, 快递板块各公司PB (LF) 整体均处于历史中值靠下区域, 其中百世集团、中通快递处于历史中值, 韵达股份、顺丰控股接近历史低位, 圆通速递处于历史低位, 申通快递、德邦控股低于历史低位。

图32: 快递板块各公司PE (TTM) 整体处于历史中值靠下区域 (截至12月20日)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图33: 快递板块PB (LF) 整体处于历史中值靠下区域 (截至12月20日)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

(二) 行业数据跟踪

1. 海运

表 9: 本周海运行业主要指数

航运子行业	指数	值	变动幅度
油运	BDTI	1560	8.33%
	BCTI	911	2.13%
集运	SCFI: 欧线 (美元/TEU)	944	5.71%
	SCFI: 美西 (美元/FEU)	1342	-2.04%
散运	BDI	1123	-17.12%
	BPI	1265	-13.77%
	BCI	1976	-19.51%
	BSI	764	-7.17%
	BHSI	504	-0.98%

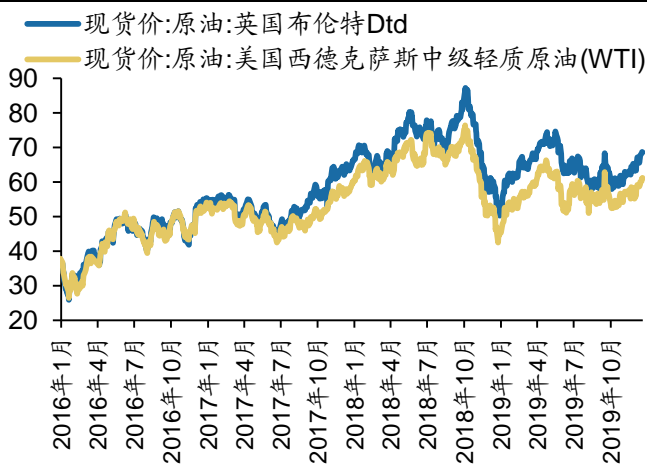
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

■ 国际油轮市场——油价下跌，运价上涨（以下括号内数据均为环比前周变化）

燃油价格: Brent油价收于68.66美元/桶 (1.33%); WTI油价收于61.22美元/桶 (1.91%)。

运价指数/运价: BDTI: 1560点 (8.33%); BCTI: 911点 (2.13%); CT1 (中东-中国宁波): WS 119.92 (14.05%); CT2 (西非-中国宁波): WS 114.96 (13.4%)。

图34: 原油价格 (美元/桶)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图35: 原油运输指数



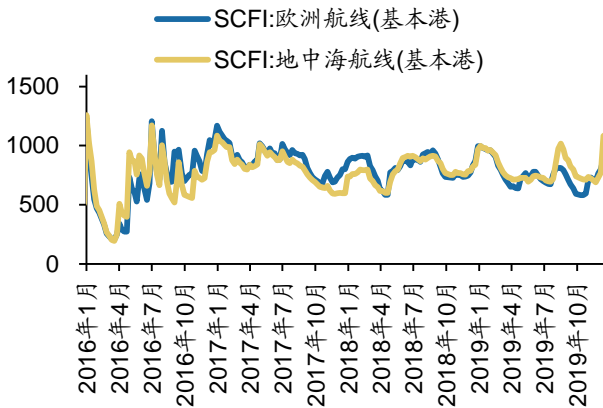
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

■ 集装箱市场——运价涨跌互现

欧线市场情况：12月20日，上海出口至欧洲、地中海基本港市场运价（海运及海运附加费）分别为944美元/TEU、1096美元/TEU，至欧洲的运价较上期）上涨5.7%，至地中海的运价较上期）上涨1.2%。

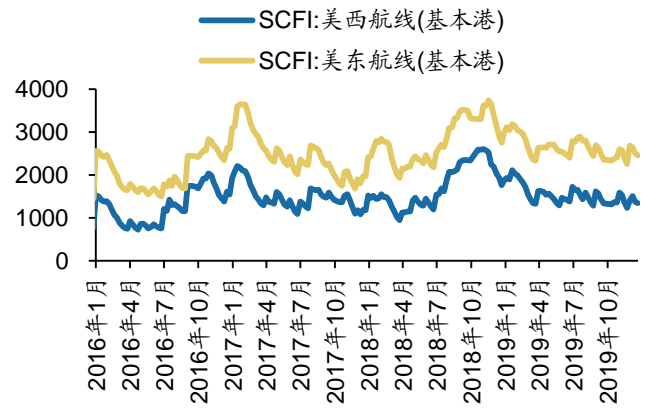
美线市场情况：12月20日，上海出口至美西、美东基本港市场运价（海运及海运附加费）分别为1342美元/FEU、2451美元/FEU，上海至美西的运价较上期下跌2.0%，上海至美东的运价较上期下跌2.4%。

图36：欧线集装箱运价（美元/TEU）



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图37：美线集装箱运价（美元/FEU）



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

■ 国际干散货市场——运价涨跌互现（以下括号内数据均为环比前周变化）

指数变化：BDI: 1123点 (-17.12%)；BPI: 1265点 (-13.77%)；BCI: 1976点 (-19.51%)；BSI: 764点 (-7.17%)；BHSI: 504点 (-0.98%)。

图38：波罗的海干散货指数（BDI）



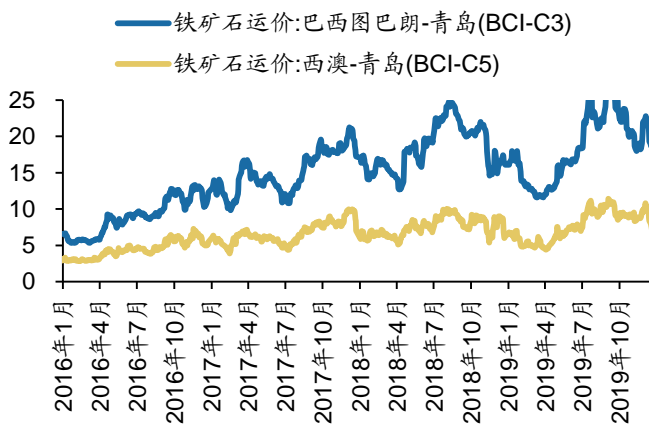
数据来源：wind，广发证券发展研究中心

主要船型的运价：海峡型船的4条航线平均期租为14575美元/天 (-19.04%)；巴拿马型船的4条航线平均期租为10129美元/天 (-13.79%)；超灵便型船的6条航线平均期租为8805美元/天 (-6.63%)。

国际铁矿石运价：巴西图巴朗与西澳至青岛铁矿石运价分别为18.47美元/吨（-2.61%）和7.15美元/吨（-14.47%）；国际煤炭运价：纽卡斯尔与海波因特至舟山（Capesize船/Panamax船）的运价分别为11.88美元/吨（-7.95%）和11.90美元/吨（-2.79%）；国际粮食运价：巴西桑托斯与美西塔克马至中国运价分别为33.23美元/吨（-1.16%）和24.67美元/吨（-2.16%）；美国密西西比河至中国港口运价为47.19美元/吨（-0.90%）。

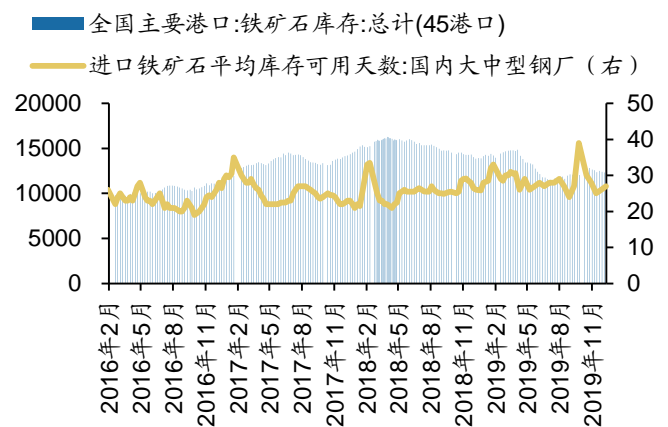
沿海矿石库存、价格以及钢价指数：沿海铁矿石库存：12343.88万吨（-0.32%）；钢厂进口铁矿石库存可用天数：27天；矿石价格：青岛港澳大利亚PB粉矿（61.5%）最新价为668元/吨。

图39：铁矿石运价（美元/吨）



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图40：铁矿石库存（万吨）

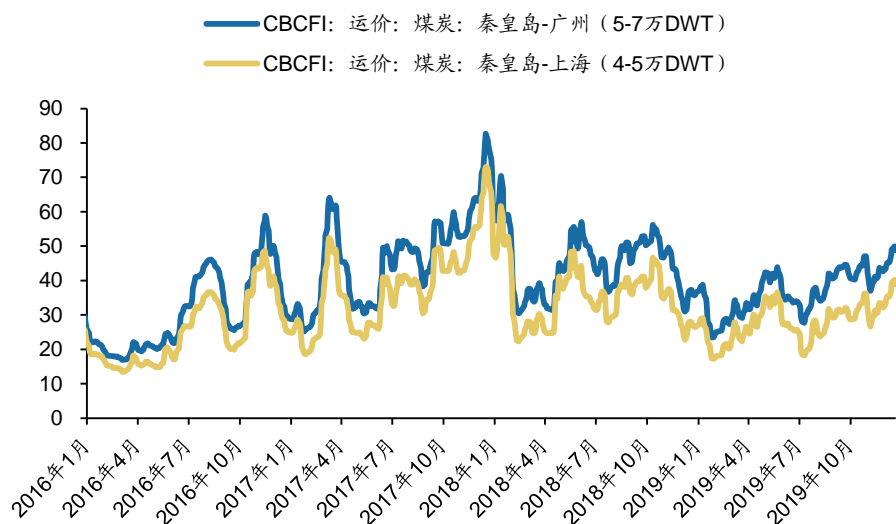


数据来源：wind，广发证券发展研究中心

■ 沿海煤炭运输市场——运价上涨（以下括号内数据均为环比前周变化）

沿海煤炭运价：秦皇岛至广州（5-7万DWT）航线运价为48.8元/吨，周变动（-0.2元/吨），秦皇岛至上海（4-5万DWT）航线运价为38.9元/吨，周变动（-0.4元/吨）。

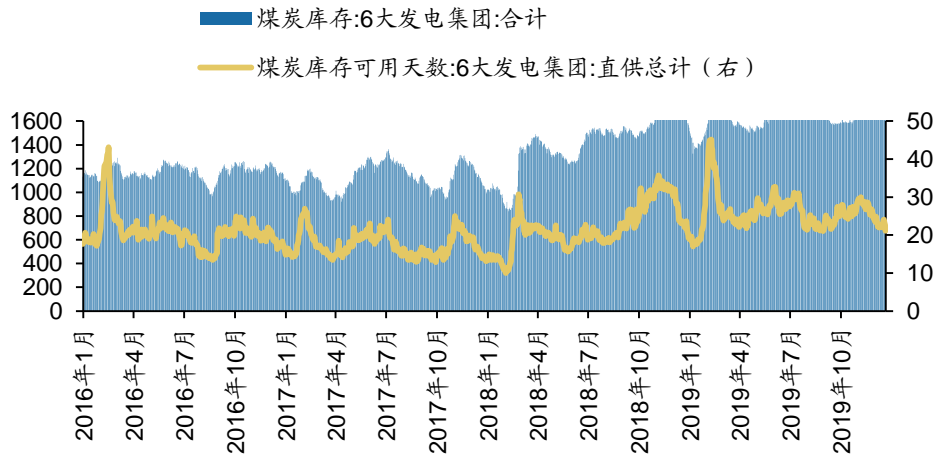
图41：沿海煤炭运价（元/吨）



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

电厂/港口煤炭库存：六大发电集团煤炭库存可用天数：21.14天（-0.97天）；
煤炭港库：秦皇岛港煤炭库存量为547万吨（-8.1%）；广州港煤炭库存：本周为
323万吨（11.41%）。

图42：六大发电集团煤炭库存（万吨）



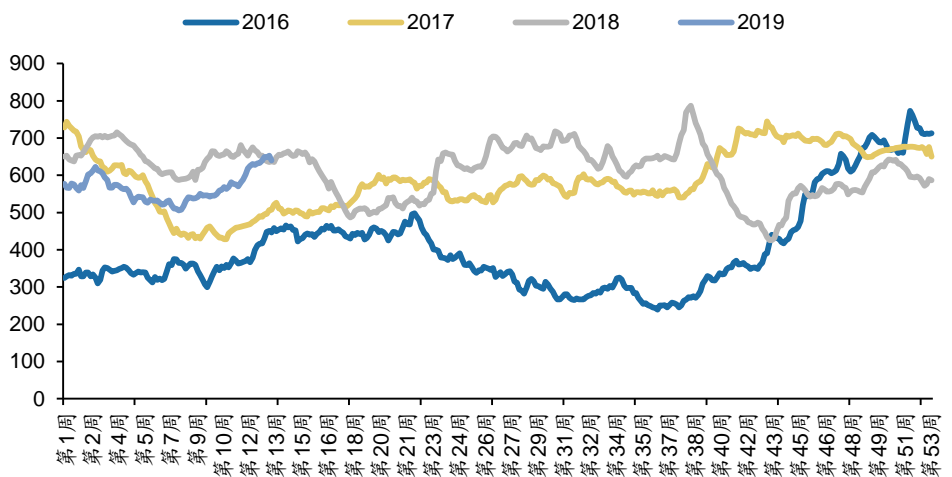
数据来源：wind，广发证券发展研究中心

2. 陆运

■ 铁路货运—秦皇岛港口煤炭库存减少

本周（12.16-12.20）平均库存563.40万吨，较前周（12.09-12.15）减少5.83%。

图43：秦皇岛港口煤炭库存（万吨）



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

■ 铁路货运—秦皇岛港煤炭调入量下降，煤炭吞吐量增加，锚地船舶数增加

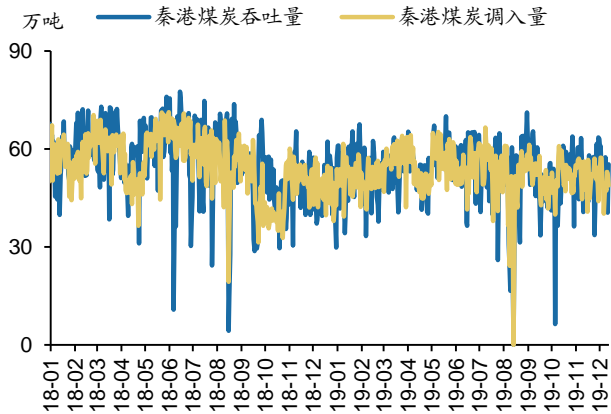
本周（12.16-12.20）秦港煤炭日均吞吐量为54.36万吨，较前周（12.09-12.15）增加9.50%。

本周（12.16-12.20）秦港煤炭日均调入量为45.36万吨，较前周（12.09-

12.15) 下降7.16%。

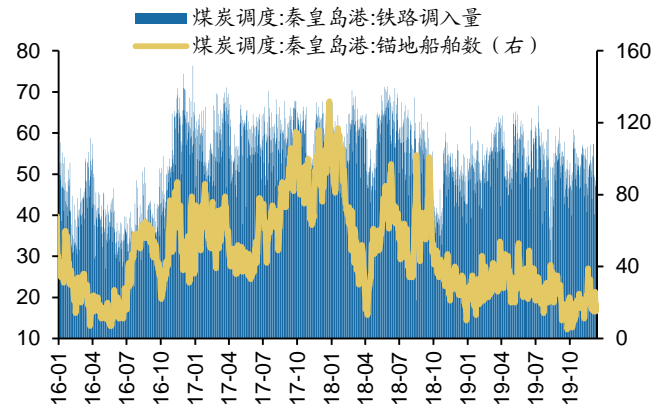
本周(12.16-12.20)秦港日均锚地煤炭船舶数为27.20艘,较前周(12.09-12.15)增加51.11%。

图44: 秦皇岛煤炭吞吐量(万吨)/调入量(万吨)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图45: 秦皇岛煤炭调入量(万吨)/锚地船舶(艘)



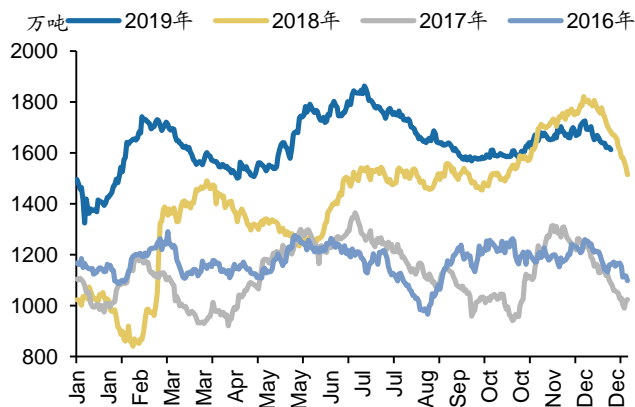
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

■ 铁路货运—六大电厂电煤库存量下降, 可用天数减少

本周(12.16-12.20)六大电厂期末煤炭库存为1612.49万吨,较前周(12.09-12.15)下降1.60%。

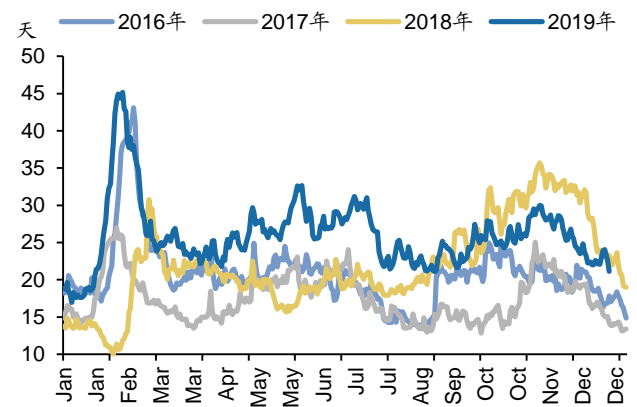
本周(12.16-12.20)六大电厂期末电煤库存可用天数为21.14天,较前周(12.09-12.15)减少1.90天。

图46: 六大电厂电煤库存量(万吨)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图47: 六大电厂电煤库存可用天数(天)



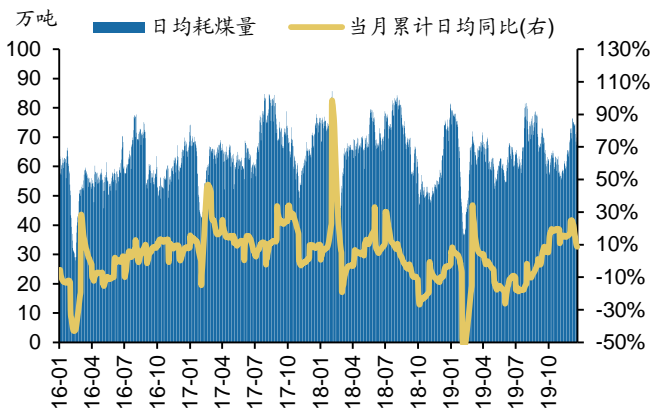
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

■ 铁路货运—六大电厂日均发电耗煤量下降

本周(12.16-12.20)六大电厂日均发电耗煤量为70.76万吨,较前周(12.09-12.15)减少4.41%。

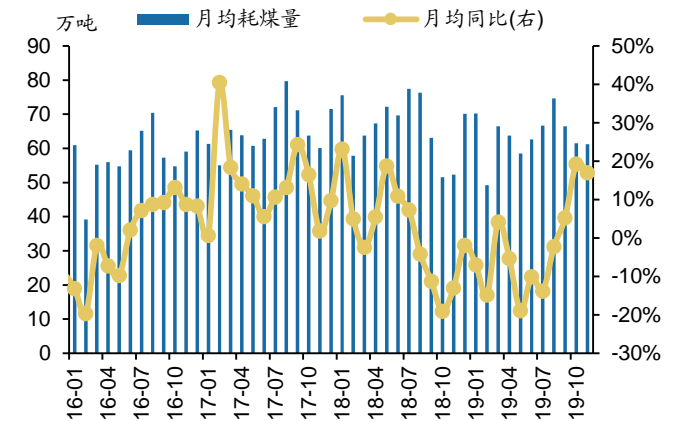
19年12月至今,六大电厂日均发电耗煤量为76.26万吨,同比增加8.69%。19年11月,六大电厂月度日均发电耗煤量为61.21万吨,同比增加17.01%。

图48: 六大电厂日均耗煤量(万吨)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图49: 六大电厂月度日均耗煤量(万吨)

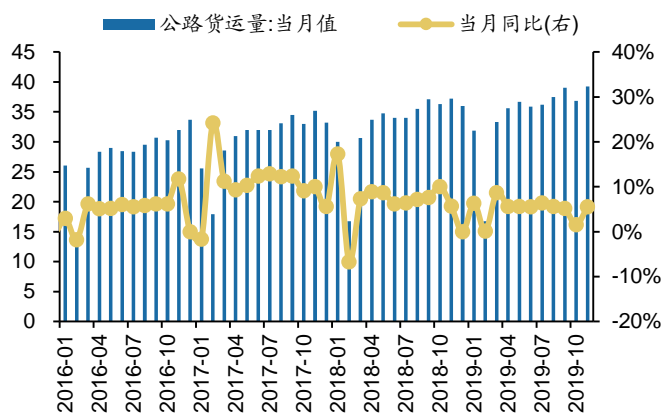


数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

■ 公路、铁路月度货运量

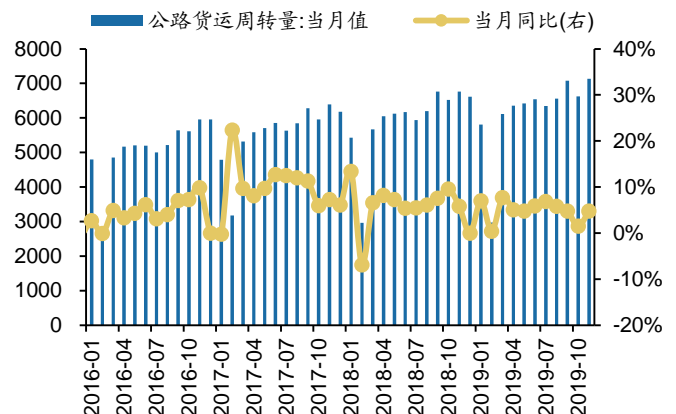
公路: 19年11月, 公路货运量为39.26亿吨, 同比增长5.50%, 累计同比增长5.30%。19年11月, 公路货运周转量为7130.39亿吨公里, 同比增长4.77%, 累计同比增长5.20%。

图50: 公路货运量(亿吨)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图51: 公路货运周转量(亿吨公里)

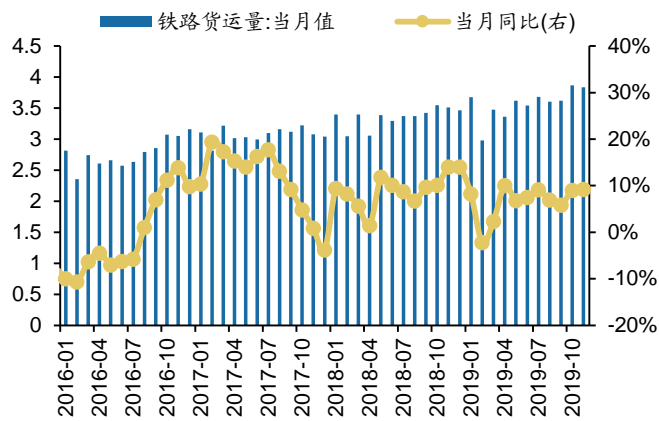


数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

铁路: 19年11月, 铁路货运量为3.84亿吨, 同比增长9.20%, 累计同比增长6.70%。19年11月, 铁路货运周转量为2669.60亿吨公里, 同比增长4.40%, 累计同比增长3.80%。

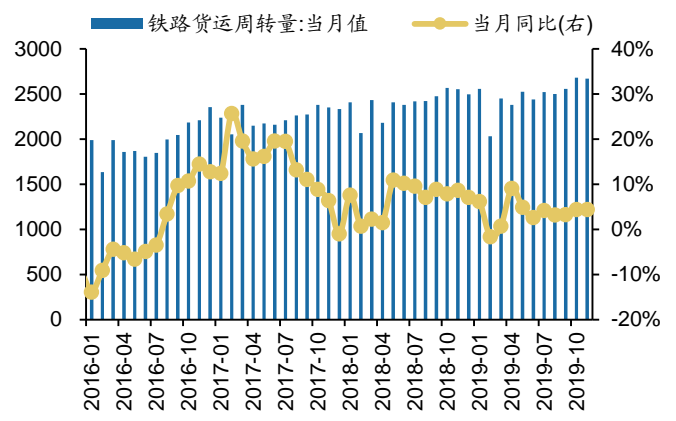
铁路: 19年11月, 国家铁路货运量累计值为31.15亿吨, 同比增长6.80%, 前值为6.40%。

图52: 铁路货运量 (亿吨)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图53: 铁路货运周转量 (亿吨公里)



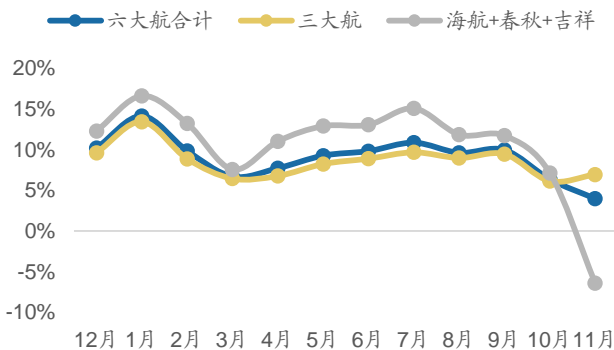
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

3. 空运

■ 航空公司月度数据

11月单月六大航ASK运力合计同增3.99%，1-11月累计同增8.93%，增速较10月上升，其中三大航合计11月提升6.96%，海航+春秋+吉祥合计增速约-6.40%。行业总体增速有所下滑。

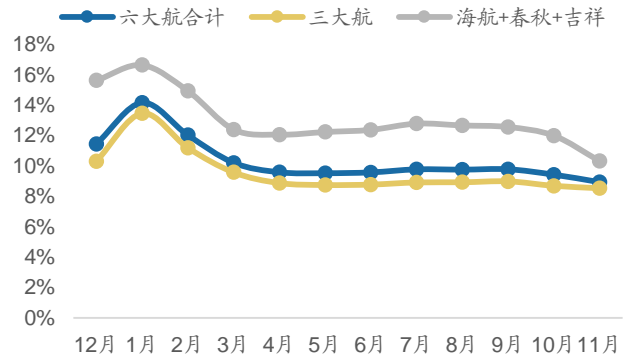
图54: 11月单月六大航ASK运力合计同增3.99%



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

注: 12月为18年数据, 1-11月为19年数据

图55: 六大航ASK运力合计1-11月累计同增8.93%

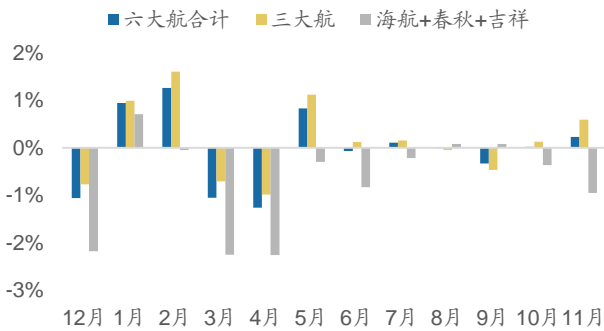


数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

注: 12月为18年数据, 1-11月为19年数据

11月单月六大航合计客座率同增0.2pct，三大航合计同增约0.6pct，海航+春秋+吉祥合计客座率同比下滑0.9pct。六大航1-11月累计客座率同比提升0.06pct，三大航合计同增约0.2pct。行业客座率处于近两年中值水平。

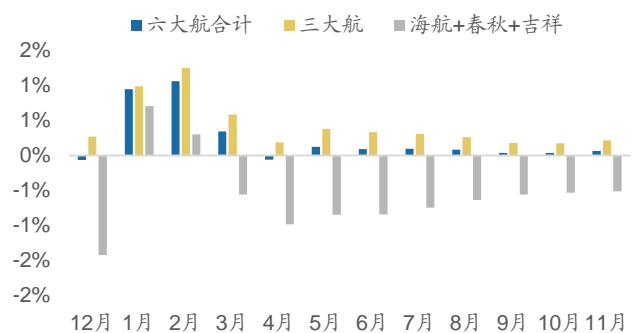
图56: 11月单月六大航合计客座率同增0.2pct, 三大航合计同增约0.6pct



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

注: 12月为18年数据, 1-11月为19年数据

图57: 六大航1-11月累计客座率同比提升0.06pct, 三大航合计同增约0.2pct

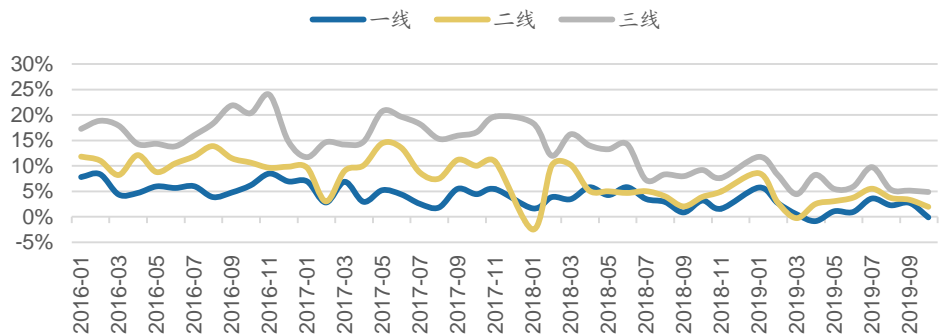


数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

注: 12月为18年数据, 1-11月为19年数据

机场起降数据来看, 一二三线机场增速平稳。分别来看10月(最新)一线机场同减0.13%, 二线机场同增1.95%, 三线机场同增4.8%。

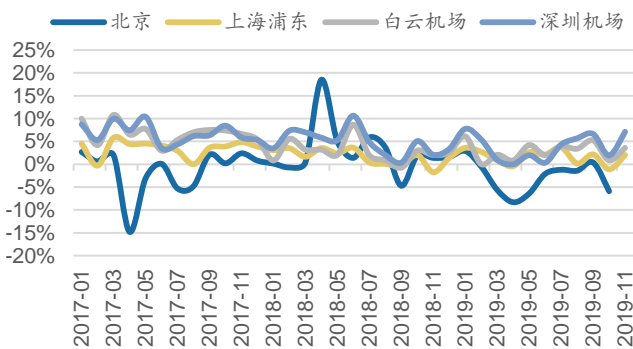
图58: 10月(最新)一线机场同减0.13%, 二线机场同增1.95%, 三线机场同增4.8%



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

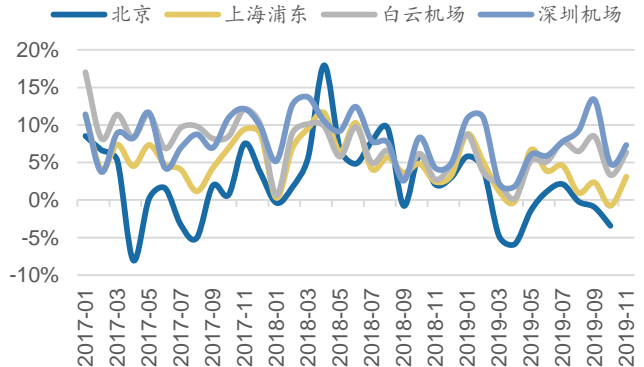
19年11月上海浦东、白云、深圳机场起降架次分别同增: 2.0%、3.6%、7.1%; 旅客量分别同增: 3.1%、6.3%、7.3%。

图59: 11月上海浦东、白云、深圳机场起降架次同增: 2.0%、3.6%、7.1%



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图60: 11月上海浦东、白云、深圳机场旅客量同增: 3.1%、6.3%、7.3%



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

表10: 主要上市航司与机场最新业务量数据同比增速 (%) 更新

YOY		12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月
中国国航	ASK	8.1%	7.1%	6.5%	4.3%	5.2%	5.5%	4.2%	5.6%	5.6%	4.8%	2.0%	4.0%
	客座率	-1.7%	0.9%	1.4%	-1.1%	-0.5%	2.1%	0.5%	0.6%	0.5%	0.3%	0.6%	-0.1%
南方航空	ASK	10.9%	16.5%	10.6%	7.3%	8.0%	8.7%	10.4%	10.9%	10.2%	11.3%	7.1%	6.5%
	客座率	-0.8%	0.3%	1.7%	-0.4%	-1.3%	0.6%	0.4%	1.0%	0.1%	-0.4%	0.6%	1.5%
东方航空	ASK	9.8%	16.8%	9.2%	7.8%	7.1%	10.8%	12.4%	12.6%	11.3%	12.4%	9.5%	10.8%
	客座率	0.3%	1.8%	1.7%	-0.7%	-1.1%	0.6%	-0.8%	-1.4%	-0.9%	-1.4%	-1.0%	0.2%
海南航空	ASK	11.4%	16.7%	14.2%	7.6%	11.0%	12.0%	12.7%	14.0%	10.3%	9.1%	3.2%	-17.1%
	客座率	-3.0%	0.5%	-0.8%	-3.8%	-3.5%	-1.3%	-1.1%	-0.5%	0.0%	-0.7%	-1.2%	-1.3%
春秋航空	ASK	17.2%	11.4%	10.8%	5.2%	7.9%	11.0%	9.6%	14.4%	12.5%	13.1%	13.5%	21.7%
	客座率	0.6%	3.6%	2.7%	2.8%	1.9%	2.8%	0.7%	1.8%	2.1%	3.4%	2.2%	-0.5%
吉祥航空	ASK	11.4%	22.1%	11.6%	10.3%	14.6%	19.6%	18.9%	21.1%	18.6%	23.2%	19.4%	14.6%
	客座率	-1.8%	-1.1%	0.8%	-0.5%	-1.1%	0.9%	-1.4%	-1.4%	-2.1%	-0.4%	-0.1%	-2.4%
北京首都机场股份	起降架次	1.6%	2.9%	-0.5%	-5.6%	-8.3%	-6.4%	-2.1%	-1.2%	-1.4%	0.4%	-5.9%	
	旅客	3.0%	5.8%	4.2%	-4.8%	-5.9%	-1.4%	1.1%	2.1%	-0.2%	-1.0%	-3.4%	
上海机场	起降架次	1.4%	3.6%	2.7%	0.9%	-0.4%	2.7%	2.1%	3.7%	0.2%	2.2%	-1.1%	2.0%
	旅客	3.3%	8.8%	5.1%	1.2%	-0.2%	6.7%	3.9%	4.6%	1.0%	2.3%	-0.8%	3.1%
白云机场	起降架次	2.6%	6.1%	0.0%	2.1%	0.8%	4.2%	2.0%	4.0%	3.4%	5.2%	0.9%	3.6%
	旅客	4.7%	8.7%	3.8%	2.2%	0.2%	5.2%	5.1%	7.7%	6.5%	8.5%	3.3%	6.3%
深圳机场	起降架次	3.4%	7.8%	5.4%	1.0%	0.0%	2.0%	0.3%	4.3%	5.7%	6.6%	1.9%	7.1%
	旅客	4.9%	10.9%	11.0%	2.2%	1.9%	6.0%	5.9%	7.8%	9.2%	13.4%	4.9%	7.3%

数据来源: wind, 公司经营月报, 广发证券发展研究中心 (12月为18年数据, 1-11月为19年数据)

■ 油价汇率

布伦特原油: 布伦特原油价格收于68.66美元/桶 (12月19日); 相比上周下跌0.34% (12月06日); 年初至今累计同比上涨0.62%。

NYMEX轻质原油: NYMEX轻质原油价格收于60.44美元/桶 (12月20日); 相比上周上涨0.62% (12月13日); 年初至今累计上涨0.03%。

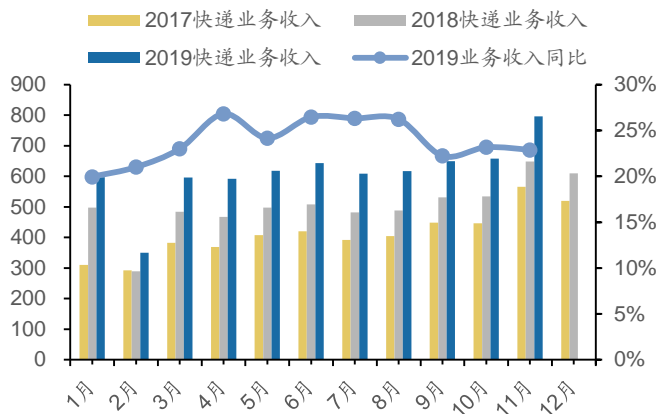
美元兑人民币汇率: 美元兑人民币汇率收于7.002 (12月20日); 较上周人民币升值0.19% (12月13日); 年初至今贬值2.20%。

4. 快递

■ 快递业务收入及业务量

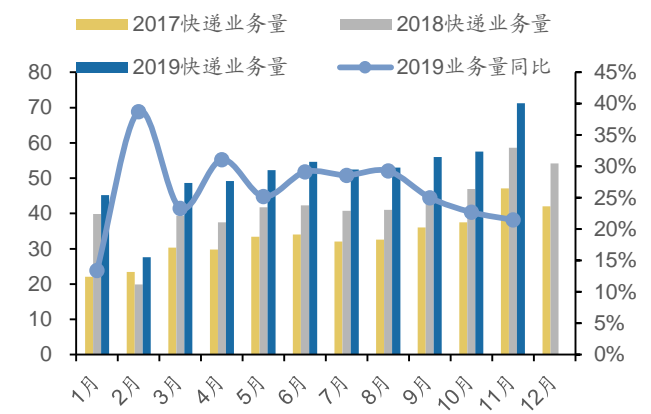
11月全行业快递业务收入为796.7亿元, 同比增长22.9%; 快递业务量为71.2件, 同比增长21.5%。

图61: 快递业务收入 (亿元)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图62: 快递业务量 (亿件)



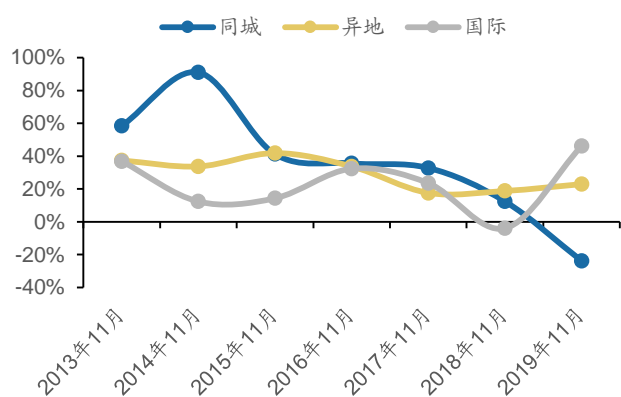
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

■ 快递分类型收入及业务量

11月同城收入为74.50亿元, 同减23.82%; 异地收入为414.80亿元, 同增22.94%; 国际收入为78.80亿元, 同增46.20%;

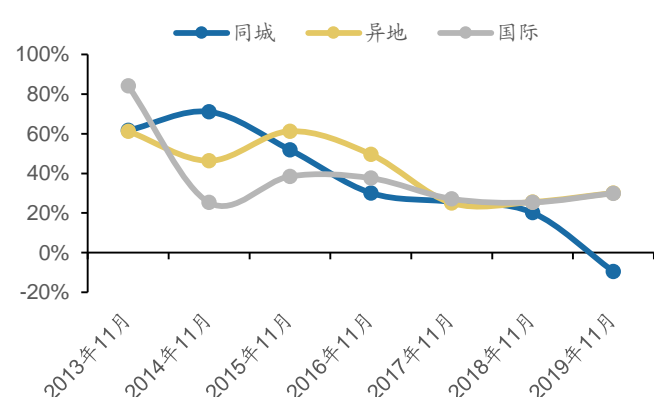
11月同城业务量为11.59亿件, 同减9.46%; 异地业务量为58.09亿件, 同增30.15%; 国际业务量为1.56亿件, 同增30.00%。

图63: 快递分类型收入增速 (%)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图64: 快递分类型业务量增速 (%)

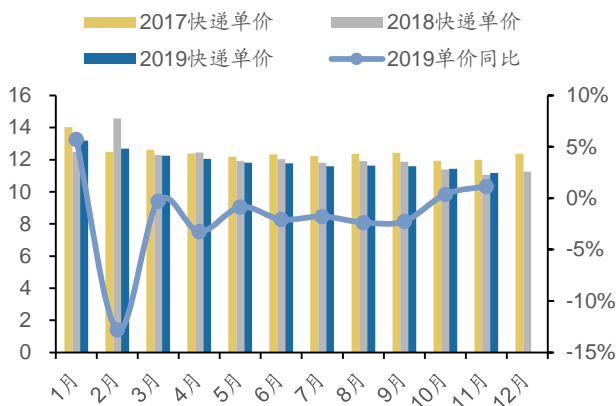


数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

■ 快递分类型平均单价

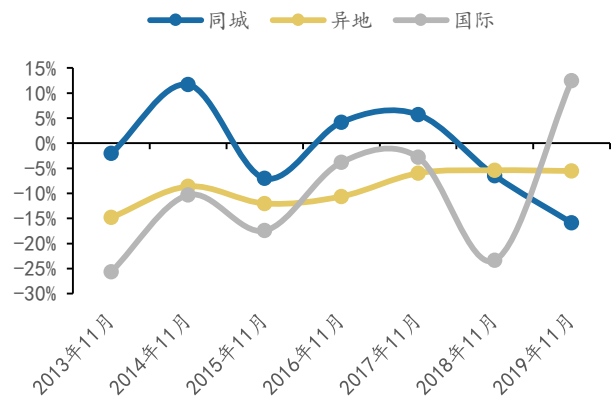
11月同城业务单价为6.43元, 同减15.86%; 异地业务单价为7.14元, 同减5.54%; 国际业务单价为50.51元, 同增12.45%。

图65: 快递平均单价增速 (元/%)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图66: 快递分类型单价增速 (%)

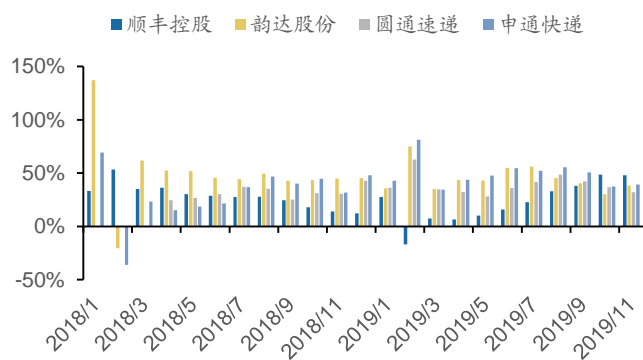


数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

■ 快递公司量价与市场份额

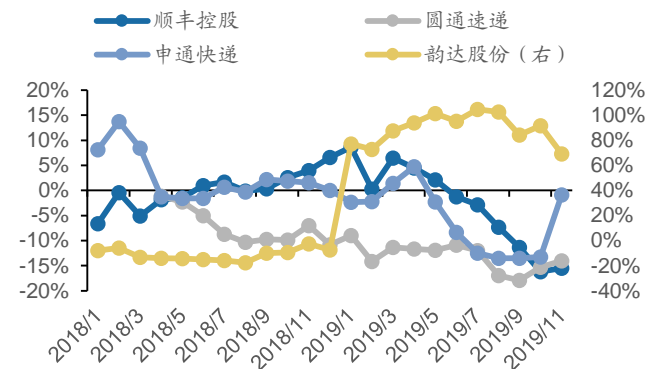
11月, 顺丰控股、韵达股份、圆通速递、中通快递单量同比增速分别为47.90%、38.20%、32.10%、39.10%, 单价同比增速分别为-15.50%、69.10%、-14.00%、-0.90%。

图67: A股快递单量增速



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图68: A股快递单价增速



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

11月, 顺丰+韵达+圆通+中通单量总计同比增长38.0%, 市占率总计50.70%; CR8剔除顺丰、韵达、圆通、中通后单量同比增长5.0%, 市占率总计31.60%。

表11: 2018-2019年快递公司单量及增速

单量	顺丰+韵达+圆通+中通				CR8 剔除顺丰、韵达、圆通、中通			
	2018	2017	同比	市占率	2018	2017	同比	市占率
亿件								
1-3月	42.46	31.89	33.2%	42.8%	37.58	26.56	41.50%	37.89%
4月	17.21	13.04	32.0%	45.9%	13.62	10.35	31.65%	36.30%
5月	18.86	14.25	32.3%	45.1%	15.56	12.02	29.47%	37.24%
6月	18.59	14.06	32.2%	44.0%	16.05	12.56	27.79%	37.96%
1-6月	97.12	73.24	32.6%	44.0%	82.82	61.49	34.69%	37.51%
7月	18.27	13.29	37.5%	44.8%	14.99	11.65	28.71%	36.73%
8月	18.32	13.03	40.6%	44.7%	14.80	12.84	15.29%	36.09%

9月	20.17	15.09	33.7%	45.1%	16.27	13.58	19.75%	36.34%
1-9月	153.88	114.66	34.2%	44.3%	128.88	99.56	29.45%	37.10%
10月	21.05	15.51	35.7%	44.9%	16.75	14.42	16.15%	35.69%
11月	26.24	19.89	32.0%	44.8%	21.43	18.15	18.05%	36.55%
12月	25.14	17.84	41.0%	46.4%	18.40	15.22	20.90%	33.97%
全年	226.31	167.89	34.8%	44.6%	185.46	147.35	25.86%	36.57%
亿件	2019	2018	同比	市占率	2019	2018	同比	市占率
1月	22.33	16.45	35.7%	49.37%	14.40	15.44	-6.75%	31.83%
2月	11.14	7.85	41.9%	40.37%	11.34	7.94	42.84%	41.09%
3月	23.54	18.1	29.9%	48.40%	16.49	14.24	15.83%	33.90%
1-3月	57.01	42.43	34.4%	46.94%	42.23	37.61	12.26%	34.76%
4月	23.01	17.21	33.7%	46.78%	16.84	13.62	23.93%	34.72%
5月	25.29	18.83	34.3%	48.33%	17.58	15.56	12.96%	33.60%
6月	26.43	18.59	42.2%	48.40%	18.41	16.05	14.67%	33.71%
1-6月	131.74	97.09	35.7%	47.46%	95.05	82.85	14.73%	34.24%
7月	26.55	18.3	45.3%	50.59%	16.33	14.99	8.95%	31.11%
8月	26.76	18.3	46.1%	50.47%	16.56	14.80	11.87%	31.23%
9月	20.2	28.8	42.6%	51.40%	16.27	17.40	6.96%	31.08%
10月	21.1	28.7	36.2%	49.78%	16.75	19.43	16.00%	33.74%
11月	36.10	26.24	38.0%	50.70%	22.50	21.43	4.99%	31.60%

数据来源: wind, 公司公告, 广发证券发展研究中心

表12: 2018-2019年快递公司市场份额

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

5月	6.6%	16.6%	13.7%	11.4%				
6月	6.8%	16.3%	13.9%	11.4%				
1-6月	7.3%	15.6%	13.7%	10.8%	19.3%	11.7%	81.7%	3.2%
7月	7.0%	16.7%	14.7%	12.1%				
8月	7.6%	15.7%	14.5%	12.7%				
9月	8.1%	15.8%	14.5%	13.0%				
1-9月	7.4%	15.8%	14.0%	11.5%	19.2%	11.7%	79.6%	81.8%
10月	7.6%	15.0%	15.0%	12.2%				
11月	8.0%	15.5%	15.2%	12.0%				

数据来源：wind，公司公告，广发证券发展研究中心

五、风险提示

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

广发证券交通运输仓储研究小组

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

广发证券—行业投资评级说明

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

广发证券—公司投资评级说明

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

联系我们

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

法律主体声明

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

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

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

重要声明

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

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

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

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

当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

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

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

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

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

权益披露

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

版权声明

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