

行业研究/中期策略

2020年06月17日

行业评级:

交通运输

中性 (维持)

沈晓峰 执业证书编号: S0570516110001
021-28972088
shenxiaofeng@htsc.com

袁钉 执业证书编号: S0570519040005
021-28972077
yuanding@htsc.com

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

黄凡洋 执业证书编号: S0570519090001
+86 21 28972065
huangfanyang@htsc.com

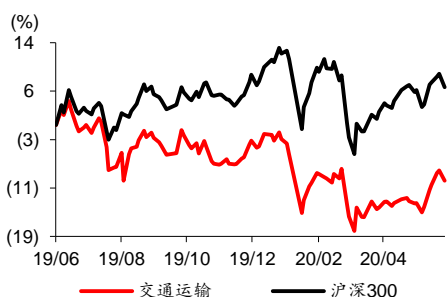
相关研究

1《交通运输: 国内线供需大幅回暖, 客座率提升》2020.06

2《交通运输: 行业周报 (第二十四周)》2020.06

3《大秦铁路(601006 SH, 增持): 电煤迎峰值夏, 运输旺季来临》2020.06

一年内行业走势图



资料来源: Wind

需求回暖, 博弈周期弹性

交通运输 2020 年中期策略

投资策略: 需求回暖, 博弈周期弹性; 积极参与快递板块性机会

展望 2020 年下半年, 伴随新冠疫情逐步控制, 客运和货运需求逐步回暖, 我们建议布局航空和航运, 博弈周期弹性; 龙头快递企业三季度件量增速有望实现高基数下的高增长, 建议积极参与板块性机会; 基础设施首选具备长期配置价值的机场。重点推荐: 东方航空、春秋航空、上海机场、中远海能、招商轮船、大秦铁路和粤高速 A。

航空&机场: 航空需求逐步回暖, 板块持续边际改善

2020 年上半年, 新冠疫情冲击航空需求, 但伴随疫情缓解, 板块迎来改善。航司机队引进收紧, 上游制造商交付受阻, 供给提升受限, 同时需求正逐步回暖, 我们预计下半年行业供需将边际改善。并且油价低位, 补贴继续, 人民币继续贬值空间有限。目前需跟踪新冠二次爆发风险, 但悲观预期较为充分, 仍建议布局航空板块, 首推东方航空和春秋航空。枢纽机场作为核心资产, 新冠疫情一次性影响对公司长期价值拖累有限, 具有天然流量优势, 有望享受免税行业快速发展带来的红利, 依然看好长期发展逻辑。

物流: 积极参与快递件量上行, 建议长期投资大宗供应链

快递: 二季度行业件量有望实现高基数下的高增长, 我们预计三季度件量增速将有所回落, 上调全年快递件量增速至 23.2% (前值: 20.4%); 考虑龙头企业件量增速更快, 建议积极参与板块性机会。大宗供应链: 行业 PB 估值处于 2013 年以来底部, 充分反映市场对宏观经济的悲观预期; 龙头企业有望扩大市场份额, 实现稳定盈利增长, 具备长期投资价值。

航运&港口: 关注油运事件性催化, 疫情逐步控制有助集运港口需求好转

油运: 受国际原油市场博弈影响, 运费波动剧烈。超预期的事件性催化, 例如减产协议未能持续执行、原油期货套利价差再次出现、美国加大对部分油轮公司制裁等都有助于驱动运费再一次上涨。集运: 受益行业竞争格局改善, 在宏观需求存在较大不确定性背景下, 运费表现有望超预期; 同时疫情逐步控制有助于货量边际改善。港口: 疫情逐步控制利好货量边际改善, 但降费政策抑制传统装卸业务盈利。关注“自贸区”、港口整合等主题行情。

公路&铁路: 高速公路重回正轨, 把握铁路运煤旺季机会

受益于基建提速及促汽车消费政策, 我们对下半年高速公路车流量持乐观展望, 并认为政府补偿的推出有望修复行业估值。我们认为, 用煤旺季与基建提速或提振铁路货运量; 铁路 5 月客运量环比好转, 但要恢复到去年同期仍需要时间。我们认可高股息资产在低利率环境下的稀缺性, 推荐下半年业绩同比有望转好的粤高速 A, 及正逢运煤旺季的大秦铁路。

风险提示: 经济低迷, 疫情超预期, 贸易摩擦, 油汇风险, 竞争恶化。

重点推荐

股票代码	股票名称	收盘价 (元)	投资评级	目标价 (元)	EPS (元)				P/E (倍)			
					2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
600115	东方航空	4.29	买入	5.14-5.53	0.20	-0.13	0.52	0.53	21.45	-33.00	8.25	8.09
601021	春秋航空	37.05	买入	47.60-51.00	2.01	0.80	2.68	3.34	18.43	46.31	13.82	11.09
600009	上海机场	72.18	增持	77.81-85.10	2.61	0.96	3.06	3.48	27.66	75.19	23.59	20.74
600026	中远海能	6.62	买入	11.49-11.95	0.09	1.13	0.77	0.82	73.56	5.86	8.60	8.07
601872	招商轮船	5.76	买入	9.88-10.08	0.24	0.75	0.50	0.60	24.00	7.68	11.52	9.60
601006	大秦铁路	6.99	增持	7.60-8.00	0.92	0.76	0.88	0.86	7.60	9.20	7.94	8.13
000429	粤高速 A	6.98	增持	8.50-9.21	0.60	0.35	0.72	0.63	11.63	19.94	9.69	11.08

资料来源: 华泰证券研究所

正文目录

航空：需求回暖供给提升受限，持续供需边际改善	5
上半年：疫情冲击致航司一季度巨亏，1-5 月板块大幅跑输指数	5
下半年：供给提升受限，需求预计逐步回暖	5
供给端：机队引进维持低位，国际线开始边际改善	5
需求端：国内疫情好转，需求逐步回暖	8
快递物流：积极参与快递件量上行，建议长期投资大宗供应链	10
上半年：快递预期波动剧烈，大宗供应链承压	10
下半年：积极参与快递件量上行，建议长期投资大宗供应链	11
积极参与快递，长期布局大宗供应链	14
机场：核心资产长期趋势不变	16
上半年：疫情冲击机场流量，1-5 月板块小幅跑输指数	16
下半年：等待流量逐步恢复，期待免税长期发展	16
航运：关注油运事件性催化、疫情逐步控制利好集运需求改善	18
上半年：油运受原油市场博弈驱动；疫情拖累集运一季度盈利和股价表现	18
下半年：关注油运事件性催化；集运和干散需求有望环比改善	19
油运：短期波动剧烈，受国际原油市场博弈影响；维持对行业中长期景气上行判断	19
集运：有效的运力部署和价格策略有望驱动盈利表现超预期	21
散运：需求边际改善，下半年运费有望触底回升	22
高速公路：车流量重回正轨，需求将替代政策成为股价驱动力	24
上半年：高速公路免费政策拖累一季度盈利与 1-5 月股价表现	24
下半年：车流量展望乐观，估值有望恢复	24
目前车流量已恢复至常态	24
市场已反映 ETC 折扣与货车优惠的综合影响	25
高股息资产在低利率环境下凸显稀缺性	26
铁路：布局煤运旺季窗口期，客运恢复仍需要时间	28
上半年：疫情利空铁路客运，对铁路货运影响较小	28
下半年：把握运煤旺季交易机会，等待客运铁路恢复常态	29
我们预计三季度货运铁路的投资回报优于客运铁路	29
关注铁路改革动态，政策面或摆动估值预期	30
港口：货物吞吐量同比下滑及降费政策，传统港口业务承压	31
上半年：新冠疫情拖累港口一季度盈利	31
下半年：关注“自贸区”、“大湾区”等国家战略背书及港口资源整合	32
投资建议	33
重点公司推荐	33
风险提示	35

图表目录

图表 1: 航空上市公司 vs 沪深 300 涨跌幅 (1 月 1 日-5 月 31 日)	5
图表 2: 波音每月飞机交付情况	6
图表 3: 空客每月飞机交付情况	6
图表 4: 民航机队规模预测 (不考虑 B737MAX)	6
图表 5: 民航机队规模预测 (考虑 B737MAX)	6
图表 6: 2020 年 1-4 月机队净引进飞机架数	7
图表 7: 国际航线 ASK 口径占比情况 (2019 年 11 月 11 日-17 日)	8
图表 8: 国际航线出发时刻口径占比情况 (2019 年 11 月 11 日-17 日)	8
图表 9: 民航旅客发送人数 (1 月 10 日-6 月 5 日)	8
图表 10: 布伦特原油期货结算价	9
图表 11: 美元兑人民币中间价	9
图表 12: 航空: 可比公司估值表	9
图表 13: 主要快递企业件量增速	10
图表 14: 快递企业股价表现 (2020.1.1-2020.5.31)	10
图表 15: 即期南华大宗商品指数仍处于相对高位	10
图表 16: 大宗供应链企业股价表现 (2020.1.1-2020.5.31)	10
图表 17: 快递件量增速回溯 (2018 年 3 月-2020 年 5 月)	11
图表 18: 限额以上社零总额结构 (2019)	11
图表 19: 主要品类线上化率 (2018)	11
图表 20: 快递行业件量增速预测	12
图表 21: 电商卖家盈利逻辑	12
图表 22: 国内快递 (同城+异地) 件均价及变化	12
图表 23: 快递行业件均价变化	12
图表 24: “四通一达”单票毛利净利对比	13
图表 25: 贸易、供应链和物流业态比较	13
图表 26: 供应链服务商盈利模式	13
图表 27: 中国大宗供应链龙头 VS 全球供应链龙头收入 (2018)	13
图表 28: 快递企业上市表现回顾	14
图表 29: 快递行业港股通持股比例变化	14
图表 30: 快递企业 Wind 一致预期 PE 回顾	14
图表 31: 供应链企业历史 PB 估值 (MRQ)	15
图表 32: 供应链行业港股通持股比例变化	15
图表 33: 快递: 可比公司估值表	15
图表 34: 机场上市公司 vs 沪深 300 涨跌幅 (1 月 1 日-5 月 31 日)	16
图表 35: 机场上市公司 2020 年 1-4 月生产数据对比	16
图表 36: 上市机场国际线占比对比 (2019 年)	17
图表 37: 机场: 可比公司估值表	17
图表 38: 主要航运上市公司 vs 沪深 300 涨跌幅 (1 月 1 日-5 月 31 日)	18
图表 39: 波罗的海原油运输指数 (BDTI)	18
图表 40: VLCC 中东-中国航线运费 (TD3C TCE)	18
图表 41: 上海出口集装箱运价指数 (SCFI)	19

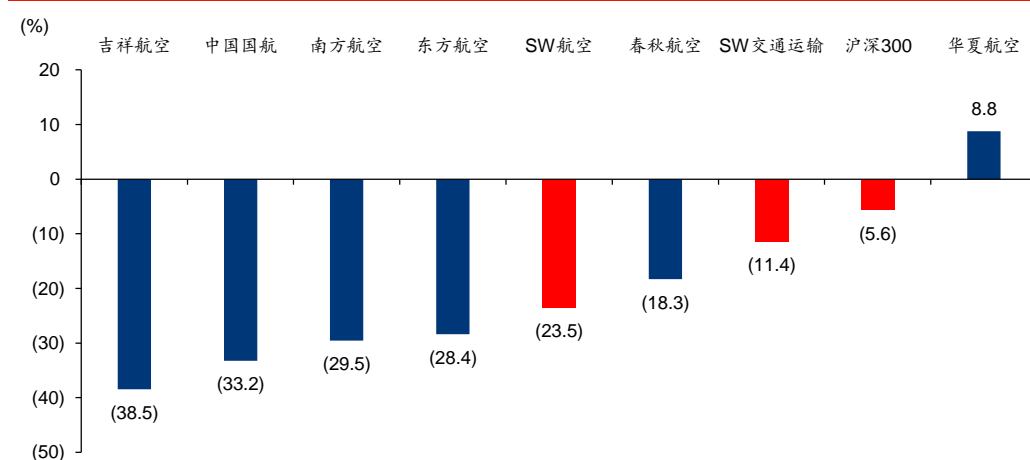
图表 42: 波罗的海干散货运价指数 (BDI)	19
图表 43: VLCC: 新船订单量占比现有运力比重	19
图表 44: VLCC: 新船交付量	20
图表 45: VLCC: 旧船拆解量	20
图表 46: 全球海运原油量	20
图表 47: 全球海运原油周转量	20
图表 48: 全球原油轮市场: 供需增速	20
图表 49: 全球 VLCC 市场: 供需增速	20
图表 50: 全球集装箱货运量增速	21
图表 51: 集运需求增速 VS 全球 GDP 增速	21
图表 52: 集运: 供需增速	21
图表 53: 全球前十大集运公司市场份额占比 (2020 年 5 月)	22
图表 54: 全球集装箱船舶闲置运力占比	22
图表 55: 全球海运散货周转量及增速	22
图表 56: 干散船舶新船订单占比现有运力比重	22
图表 57: 干散海运市场: 供需增速	22
图表 58: 航运: 可比公司估值表	23
图表 59: 高速公路上市公司 vs 沪深 300 涨跌幅 (1 月 1 日至 5 月 31 日)	24
图表 60: 全国高速公路车流量 2020 年 2 月 22 日-5 月 22 日 vs 2019 年 2 月 22 日-5 月 22 日	25
图表 61: 全国乘用车和商用车销量增速 (2016-2019 年)	25
图表 62: 全国私家车保有量 (2012-2019 年)	25
图表 63: 中国十年期国债到期收益率	26
图表 64: 中国 AAA 级十年期公司债到期收益率	26
图表 65: 高速公路: 可比公司估值表	27
图表 66: 铁路客运量同比增速	28
图表 67: 铁路货运量同比增速	28
图表 68: 铁路旅客周转量同比增速	28
图表 69: 铁路货物周转量同比增速	28
图表 70: 铁路上市公司 vs 沪深 300 涨跌幅 (1 月 1 日至 5 月 31 日)	29
图表 71: 国铁货运量结构拆分 (2018 年)	29
图表 72: 公路货运量结构拆分 (2019 年)	29
图表 73: 铁路客运量 2020 年 vs 2019 年	30
图表 74: 铁路: 可比公司估值表	30
图表 75: 主要港口上市公司 vs 沪深 300 涨跌幅 (1 月 1 日-5 月 31 日)	31
图表 76: 全国港口吞吐量同比增速	31
图表 77: 中国进出口金额及进出口总额同比增速	31
图表 78: 港口: 可比公司估值表	32
图表 79: 重点推荐公司估值表	35

航空：需求回暖供给提升受限，持续供需边际改善

上半年：疫情冲击致航司一季度巨亏，1-5 月板块大幅跑输指数

2020 年上半年，新冠疫情成为航空业主要矛盾。以 1 月 23 日武汉“封城”为标志，航空公司纷纷削减航班减少损失。但疫情爆发，航空需求下滑更为猛烈，1-4 月，主要上市航空公司（中国国航（753 HK，未覆盖）、东方航空（600115 CH，买入，目标价 5.14-5.53 元）、南方航空（1055 HK，未覆盖）、春秋航空（601021 CH，买入，目标价 47.60-51.00 元）、吉祥航空（603885 CH，买入，目标价 12.92-14.21 元））合计整体 ASK/RPK 分别同降 42.6%/54.3%，客座率同降 17.3 个百分点至 67.4%。需求的低迷对航空板块的业绩和股价都造成了较大冲击。SW 航空行业一季度营业收入同比减少 47.8%，归母净利润 -210.9 亿，去年同期 95.0 亿。年初至 5 月 31 日，SW 航空指数下跌 23.5%，跑输沪深 300 指数 17.9 个百分点。其中，吉祥航空因为新增宽体机成本较高，并且洲际航线仍在培育过程中，跌幅最大，达 38.5%。

图表1：航空上市公司 vs 沪深 300 涨跌幅（1 月 1 日-5 月 31 日）



注：华夏航空（002928 CH，未覆盖）

资料来源：Wind，华泰证券研究所

下半年：供给提升受限，需求预计逐步回暖

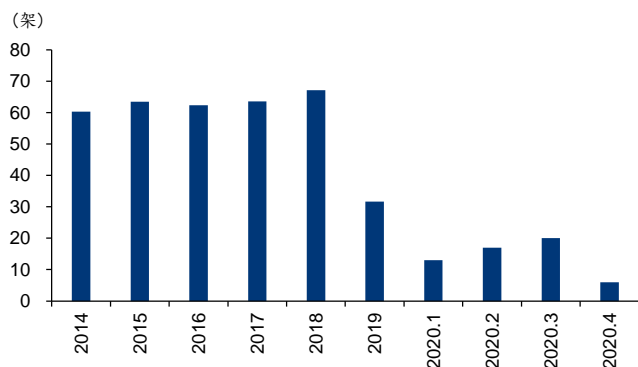
新冠疫情对航空业基本面冲击较大，但我们认为最黑暗的时刻已经过去。在供给端，疫情限制了飞机上游制造商波音（BA US，未覆盖）和空客（EADSY US，未覆盖）公司机队交付，我国航司机队引进收紧，737MAX 复飞时间仍不确定，以上因素均将对行业供给提升产生限制，并且国际线供给回流问题开始边际改善；同时在需求端，目前伴随国内疫情缓解，航空需求正逐步回暖，我们预计下半年行业供需将边际改善。

供给端：机队引进维持低位，国际线开始边际改善

上游供应商波音空客飞机交付大幅下滑。新冠在欧美地区爆发，全球主要两家飞机上游制造商波音空客公司部分工厂停工，并且可能大规模裁员以应对新冠疫情，全球范围内飞机交付或将延迟，导致我国今明两年飞机引进受限。

由于 B737MAX 停飞，波音 2019 年月均飞机交付量下降至 32 架（2018 年 67 架）。2020 年由于疫情继续下滑，1-4 月累计交付 56 架，同比下滑 67%，其中 4 月仅交付 6 架飞机。空客进入 2020 年以后交付量同样明显下滑，2020 年 4 月和 5 月分别仅交付 14 架和 24 架（2019 年月均 72 架）。若海外疫情缓解，波音与空客全面复工复产后，飞机交付或将逐步恢复正常。

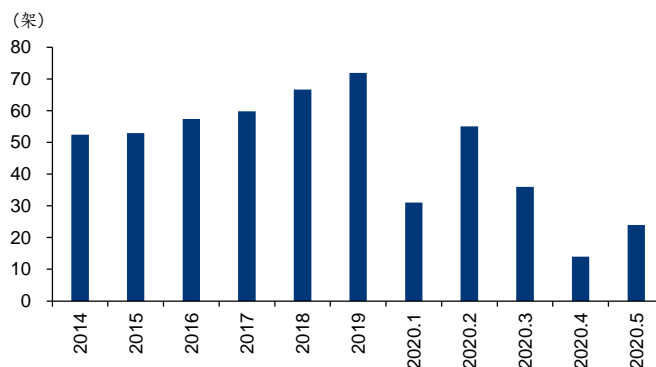
图表2: 波音每月飞机交付情况



注: 2014-2019 年数据为月均交付架数

资料来源: 波音官网, 华泰证券研究所

图表3: 空客每月飞机交付情况



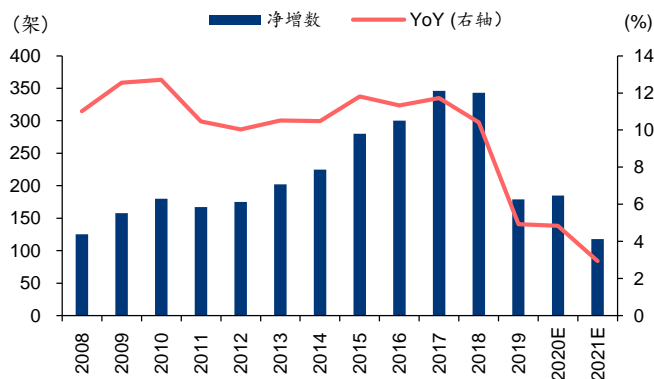
注: 2014-2019 年数据为月均交付架数

资料来源: 空客官网, 华泰证券研究所

我们预计我国航司飞机引进今明两年维持低位。根据《2019 年民航行业发展统计公报》, 2019 年底民航全行业运输飞机期末在册架数 3818 架, 比上年底增加 179 架, 同增 4.9%, 相比 2018 年增加 343 架大幅降低。目前 B737MAX 机型复飞尚无确定时间, 并且新冠疫情疫情影响飞机交付和航司接受飞机扩充机队的意愿。

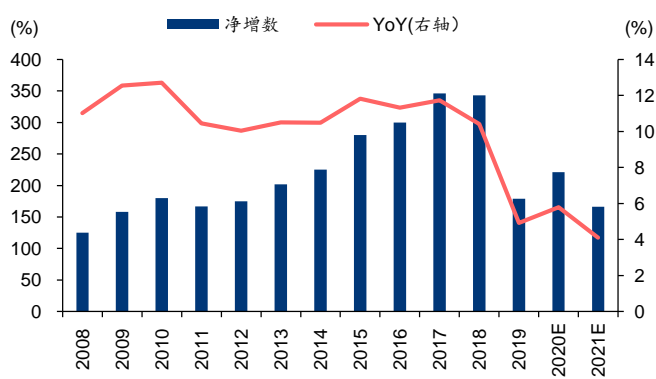
若不考虑 B737MAX 系列的引进计划, 我们预计 2020 年我国飞机引进将维持低位, 2020 年和 2021 年将分别引进 185 架和 118 架, 同比增速分别为 4.8%和 2.9%。即使考虑已公布计划中 B737MAX 引进, 我国航司飞机引进计划仍较为谨慎, 2020 年和 2021 年我们预计将分别引进 221 架和 166 架, 同比增速分别为 5.8%和 4.1%, 相比 2008 年-2018 年 11.2% 的机队引进复合增速明显下降。

图表4: 民航机队规模预测 (不考虑 B737MAX)



资料来源: 中国民用航空局, 公司公告, 华泰证券研究所

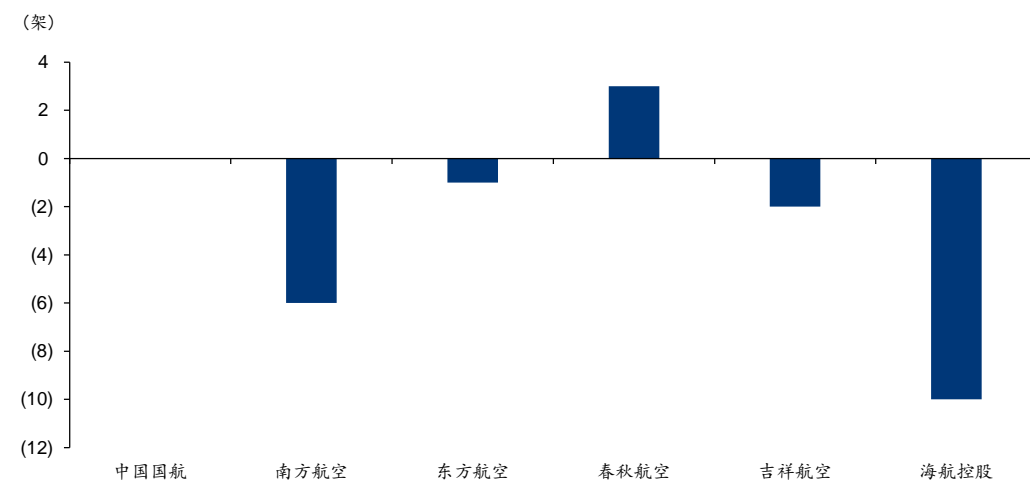
图表5: 民航机队规模预测 (考虑 B737MAX)



资料来源: 中国民用航空局, 公司公告, 华泰证券研究所

另外受到疫情影响，A 股主要上市公司机队引进普遍停滞。2020 年前 4 月，除春秋航空外，中国国航、东方航空、南方航空、吉祥航空、海航控股（600221 CH，未覆盖）机队均无正增长，各公司对疫情冲击下的航空需求恢复多呈观望态度，也有利于平缓需求回暖时供给投放对于供需结构的冲击。

图表6： 2020 年 1-4 月机队净引进飞机架数



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

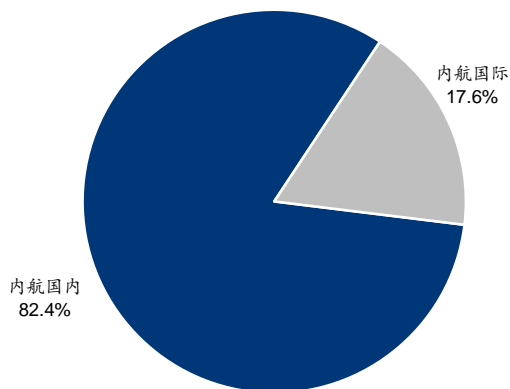
国际线供给方面，同样开始边际改善。由于疫情在海外蔓延，国际出行需求恢复缓慢，并且为阻遏疫情输入性风险，3 月 26 日民航局出台“五个一”政策（即一家航空公司在一个国家保留一条航线，一周最多有一个航班）。市场担心若国际疫情持续时间较长，航空公司将国际线运力回流至国内运营，或将造成国内航线供需恶化。

但 6 月 4 日民航局发布《民航局关于调整国际客运航班的通知》（以下简称《通知》），自 6 月 8 日起，将“五个一”政策扩展至未列入“第 5 期”航班计划的外国航空公司。民航局预计相比《通知》发布前，每周实际航班量约为 150 班，增加 50 班。另外，《通知》设置奖励与熔断机制，入境后核酸检测结果为阳性的旅客人数连续 3 周为零的，可在航线经营许可规定的航班量范围内增加每周 1 班，最多达到每周 2 班；为阳性的旅客人数达到 5 个的，暂停该公司该航线运行 1 周；达到 10 个的，暂停 4 周。我们认为熔断与奖励机制，有利于执行国际航班的航司提升疫情防控意识，促进机场国际旅客量逐步回暖。此次政策仍会根据疫情情况进行调整，国际线供给存在继续边际改善可能，降低运力回流风险。

并且考虑到国际线航距较长，国内时刻较为饱满，我们测算国际运力回流所造成的供给提升实际影响可控。我们摘取 CAPA2019 年 11 月中旬数据（11 月为冬春航季换季时间），分别从国际航线 ASK 和时刻角度，测算我国航司国际线供给全部回流的增加量，由于 ASK 或时刻资源均有可能对供给产生瓶颈，以二者较小的增量作为供给回流的影响。

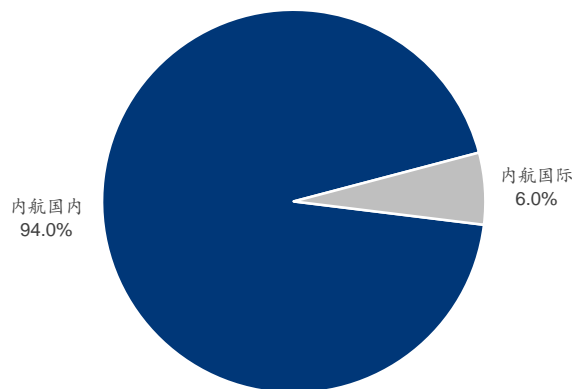
ASK 口径：假设国内航线航距平均为国际航线航距 40%，测算国内航司国际航线运力占比 17.6%，回流将增加国内航线 ASK8.6%；**时刻口径：**假设国内航线平均航距相等，国际航线平均座位数比国内航线多 10%，测算国内航司国际航线运力占比 6.0%，回流将增加国内航线航班供给 7.1%。所以即使国际航线运力全部回流至国内，对国内航线运力影响可控，并可通过航线调整降低航线航距、将宽体机投放至需求旺盛的航线等措施，进一步降低运力回流影响。

图表7: 国际航线 ASK 口径占比情况 (2019 年 11 月 11 日-17 日)



资料来源: CAPA, 华泰证券研究所

图表8: 国际航线出发时刻口径占比情况 (2019 年 11 月 11 日-17 日)

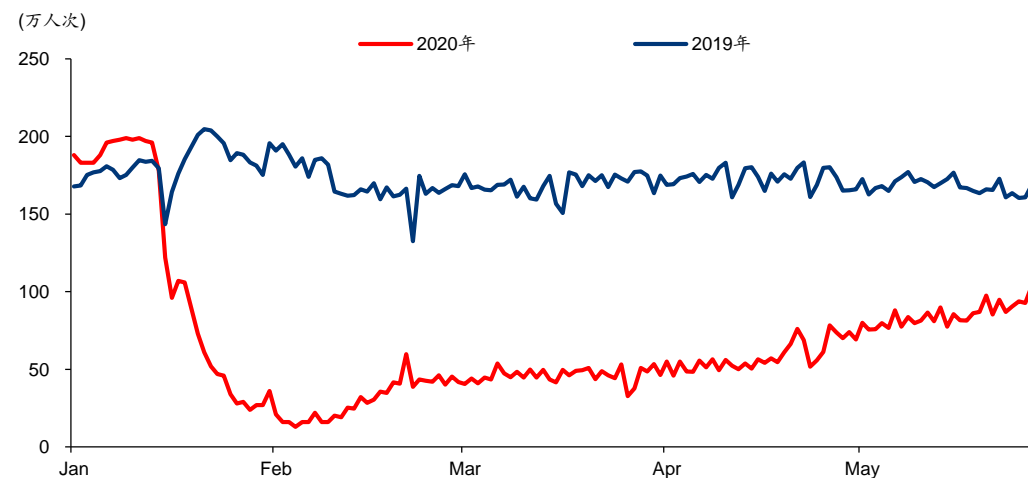


资料来源: CAPA, 华泰证券研究所

需求端: 国内疫情好转, 需求逐步回暖

目前伴随国内疫情好转, 国内需求处于逐步回暖阶段。国内复工复产顺利推进、“两会”顺利召开、高校逐步重新开学、各地降低防控等级、会展恢复举办, 种种迹象均表明航空需求正在回暖, 公商务旅客出行逐渐恢复正常。在各地景点放开后, 旅游客恢复, 将继续推动航空需求复苏。2-5 月, 民航旅客发送量同比降幅逐步收窄, 分别为 -84.8%、-72.5%、-69.9%、-53.8%, 其中 5 月民航旅客发送量环比 4 月增加 55.3%, 航空需求复苏势头强劲, 我们预计下半年回暖有望持续。

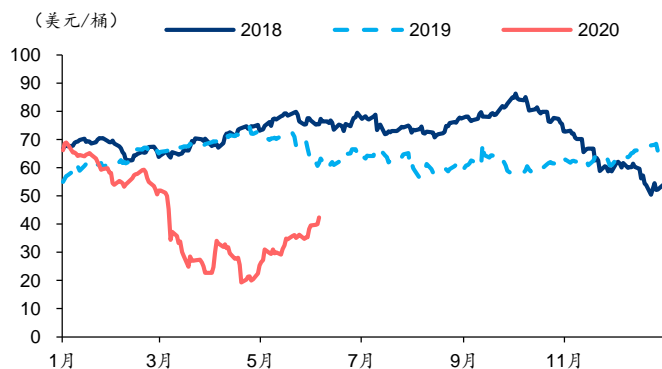
图表9: 民航旅客发送人数 (1 月 10 日-6 月 5 日)



资料来源: 交通运输部, 华泰证券研究所

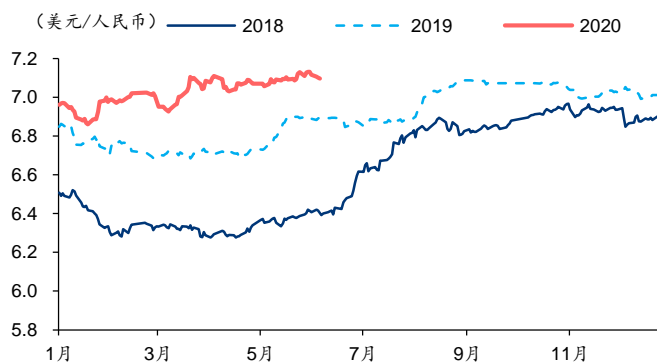
油价处于低位, 人民币汇率继续贬值空间有限。进入 2020 年以来, 油价持续下跌, 近期有所反弹, 但 6 月航空煤油出厂价仅为 1724 元/吨, 2020 年上半年均价同比下降 30%, 油价处于低位, 缓解了航司成本压力, 也有助于航司更多的恢复航班。汇率方面, 虽然近期由于中美摩擦, 人民币贬值, 但根据华泰宏观组 5 月 28 日报告《中美摩擦短期扰动人民币汇率》, 人民币继续贬值空间有限, 中期仍有望回到 7 附近的合理区间波动。

图表10: 布伦特原油期货结算价



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表11: 美元兑人民币中间价



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表12: 航空: 可比公司估值表

公司名称	股票代码	评级	目标价	市值	PE (x)			PB (x)			ROE (%)			Dividend yield(%)		
			(元)	(USDmn)	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
A 股																
东方航空	600115 CH	买入	5.14-5.53	8,782	21.5	(33.0)	8.3	1.1	1.1	1.0	4.8	(3.2)	11.8	1.3	0.0	1.2
春秋航空	601021 CH	买入	47.60-51.00	4,799	18.4	46.3	13.8	2.3	2.2	1.9	12.2	4.7	13.7	0.5	0.3	1.1
吉祥航空	603885 CH	买入	12.92-14.21	2,564	18.2	(711.1)	10.2	1.4	1.4	1.3	7.7	(0.2)	12.3	1.1	0.0	2.9
华夏航空	002928 CH	NR	na	1,290	18.4	15.2	11.5	3.4	2.8	2.3	18.7	18.6	20.0	1.1	1.3	1.6
加权平均					19.8	(105.2)	9.4	1.3	1.3	1.2	7.1	(0.2)	12.8	0.9	0.1	1.3
H 股																
东方航空	670 HK	NR	na	8,782	9.9	(11.3)	10.0	0.6	0.7	0.6	6.5	(6.1)	6.4	1.0	0.2	1.6
国泰航空	293 HK	NR	na	4,112	19.4	(3.1)	30.9	0.5	0.6	0.6	2.6	(20.1)	2.0	2.1	0.2	1.6
加权平均					10.1	(10.2)	11.8	0.6	0.7	0.7	6.7	(8.2)	6.6	1.9	0.1	1.7
国际																
美国																
美联航	UAL US	NR	na	11,327	3.2	(1.8)	59.5	0.8	1.4	1.5	24.5	(79.3)	2.5	0.0	0.0	0.0
达美航空	DAL US	NR	na	19,427	4.3	(4.4)	9.9	1.3	1.8	1.7	29.8	(42.0)	17.1	4.9	1.2	0.0
美国航空	AAL US	NR	na	7,062	3.4	(1.1)	(26.3)	6.6	(1.0)	(0.9)	192.7	96.2	3.4	2.4	0.6	0.0
美西南航空	LUV US	NR	na	21,418	8.3	(8.9)	18.1	1.6	1.8	1.8	19.3	(20.6)	9.8	1.9	0.5	0.1
阿拉斯加航空	ALK US	NR	na	4,630	5.9	(5.9)	13.9	1.1	1.2	1.2	17.9	(20.9)	8.6	3.6	1.0	na
加权平均					5.5	(5.2)	17.7	1.9	1.4	1.4	42.5	(24.6)	9.9	2.7	0.7	0.0
欧洲																
法荷航空	AF FP	NR	na	2,433	5.5	(0.6)	(3.3)	1.0	(2.0)	(1.4)	18.3	345.9	40.8	0.0	0.0	0.0
汉莎航空	LHA GR	NR	na	5,781	4.0	(1.4)	(55.3)	0.5	0.7	0.8	13.3	(53.5)	(1.4)	6.4	0.3	0.9
北欧航空	SAS SS	NR	na	372	5.9	(0.7)	(5.9)	0.7	(1.1)	(0.8)	11.5	171.5	13.8	0.0	na	na
芬兰航空	FIA1S FH	NR	na	1,071	23.5	(2.2)	(18.5)	0.8	1.4	1.6	3.3	(61.2)	(8.6)	2.0	0.0	1.4
加权平均					6.6	(1.2)	(36.2)	0.7	0.1	0.3	13.4	54.9	9.0	4.1	0.2	0.7
亚洲																
新加坡航空	SIA SP	NR	na	8,839	9.5	37.7	(8.0)	0.5	0.6	0.9	5.5	1.7	(10.8)	5.9	1.8	1.9
澳洲航空	QAN AU	NR	na	4,668	7.7	(65.5)	105.1	2.1	3.7	4.5	27.0	(5.6)	4.3	5.2	3.1	1.4
大韩航空	003490 KS	NR	na	1,885	(3.6)	(4.2)	25.7	0.9	1.1	1.0	(25.7)	(25.1)	4.0	1.1	1.1	1.1
中华航空	2610 TT	NR	na	1,549	55.1	(12.2)	(3.7)	0.8	0.9	1.0	1.4	na	(28.3)	0.0	na	2.2
新西兰航空	AIR NZ	NR	na	1,183	6.9	(17.7)	(13.1)	0.9	1.2	2.2	12.6	(6.7)	(16.4)	13.5	3.4	3.1
加权平均					11.4	(1.1)	24.7	1.0	1.5	1.9	7.9	(3.7)	(7.2)	5.2	2.0	1.8

注: NR=未覆盖, A 股未覆盖公司采用万得一致预期, 海外公司采用彭博一致预期, 收盘价 2020.06.16

资料来源: Wind, 彭博, 华泰证券研究所

快递物流：积极参与快递件量上行，建议长期投资大宗供应链

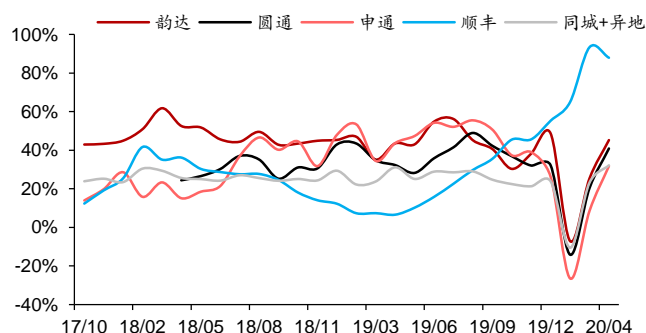
快递：二季度行业件量有望实现高基数下的高增长，我们预计三季度件量增速将有所回落，上调全年快递件量增速至 23.2%（前值：20.4%）；考虑龙头企业件量增速更快，建议积极参与板块性机会。大宗供应链：行业 PB 估值处于 2013 年以来底部，充分反映市场对宏观经济的悲观预期；龙头企业有望扩大市场份额，实现稳定盈利增长，具备长期投资价值。

上半年：快递预期波动剧烈，大宗供应链承压

（1）快递：预期波动剧烈

上半年，快递板块件量增速波动剧烈。受疫情影响，1-2 月全国快递件量同比下降 10%，显著低于我们年初 20% 的全年件量增速预期。进入 3 月，快递行业产能加速恢复，3 月中旬基本恢复至节前常态，当月件量同比增长 23%。进入二季度，行业件量持续超预期，4 月行业件量同比增长 32%；5 月行业件量同比增长 41%，邮政局同时预计 6 月行业件量同比增长超过 40%。若考虑到去年同期高基数影响（1Q19/2Q19 件量增速 23%/28%），预计 2Q20 件量实现高基数下的高增长。截止 05/29，中通快递（ZTO US，未覆盖）、顺丰控股（002352 CH，买入，目标价 56.31-62.79 元）和德邦股份（603056 CH，增持，目标价 10.23-11.77 元）超额收益显著；随着 2Q 行业件量增速上行，圆通速递（600233 CH，增持，目标价 12.76-14.89 元）、申通快递（002468 CH，增持，目标价 17.05-19.33 元）和韵达股份（002120 CH，增持，目标价 22.84-25.95 元）股价走强。

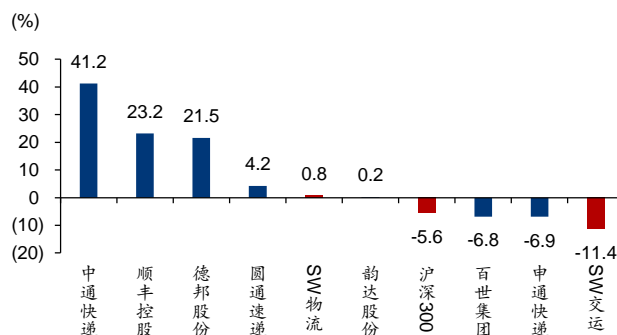
图表13：主要快递企业件量增速



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：公司公告、华泰证券研究所

图表14：快递企业股价表现（2020.1.1-2020.5.31）



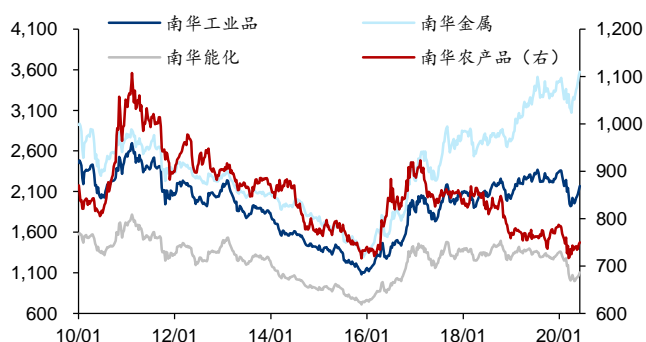
注：百世集团（BEST US，未覆盖）

资料来源：Wind、华泰证券研究所

（2）大宗供应链：宏观经济承压，股价表现不佳

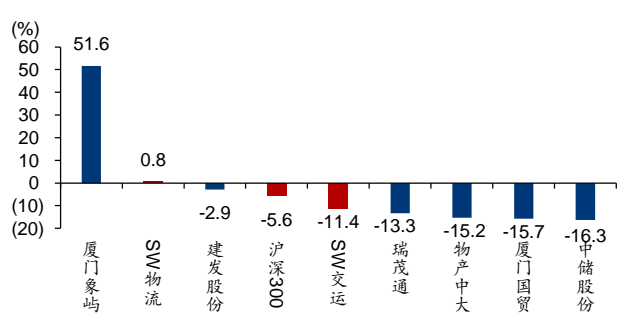
1Q20，疫情致宏观经济显著承压，GDP 同比下降 6.8%；南华大宗商品价格指数节后波动剧烈，对行业风险管理带来挑战。截止 05/29，受大宗价格下行及宏观担忧影响，除厦门象屿（600057 CH，买入，目标价 6.08-6.61 元）在农产催化下走出独立行情外，大宗供应链企业股价跑输沪深 300。

图表15：即期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16：大宗供应链企业股价表现（2020.1.1-2020.5.31）



注：建发股份（600153 CH，增持，目标价 9.36-10.65 元）、瑞茂通（600180 CH，未覆盖）、物产中大（600704 CH，买入，目标价 5.48-6.03 元）、厦門国贸（600755 CH，未覆盖）、中储股份（600787 CH，未覆盖）

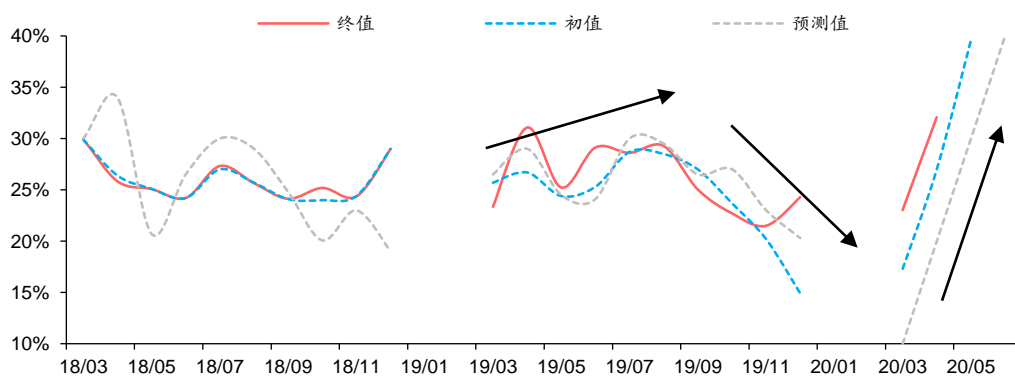
资料来源：Wind、华泰证券研究所

下半年：积极参与快递件量上行，建议长期投资大宗供应链

(1) 快递：积极参与件量增速上行

国家邮政局披露的行业件量增速是市场预期的重要观察指标，包括上月披露的上月快递件量初步统计值（初值），当月快递件量的预测值（预测值），以及中旬披露的快递件量最终统计值（终值）。由于邮政局预测的权威性，初值和预测值对市场预期产生显著扰动。我们对快递件量增速预测值、初值和终值进行回溯检验：1) 件量上行周期，终值往往高于预期值和初值；2) 件量下行周期，终值往往低于预测值和初值。

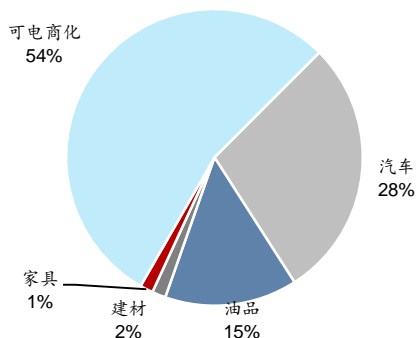
图表17： 快递件量增速回溯（2018 年 3 月-2020 年 5 月）



资料来源：国家邮政局、华泰证券研究所（考虑 1/2 月数据波动剧烈，我们予以剔除）

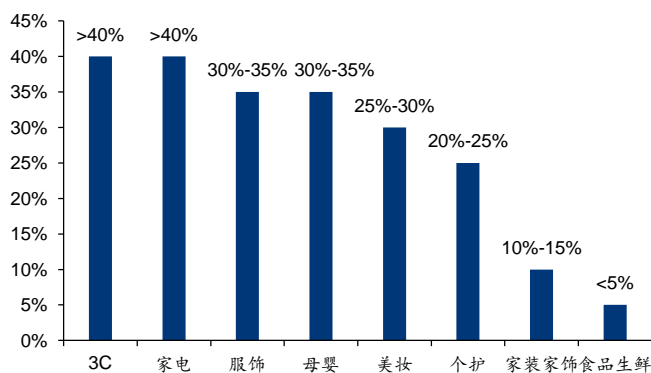
以限额以上社零总额为样本，我们估计中国电商渗透率的极限约为 50%（剔除汽车、石油制品、建材、家具和餐饮）。国际对比，中国电商渗透率高于主要国家：1) 低廉的快递价格和低效的线下渠道；2) GMV 口径（包含未成交和未交付订单）高估了名义渗透率。考虑实际渗透率可能低于名义值，以及去中心化电商的拉动，我们预计 2020-2023 年，中国快递件量增速仍有望超过 GDP 增速的 2 倍。

图表18： 限额以上社零总额结构（2019）



资料来源：Wind、华泰证券研究所（注：上图不含餐饮，餐饮约占社零的 10%）

图表19： 主要品类线上化率（2018）



资料来源：天猫、华泰证券研究所

图表20： 快递行业件量增速预测

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
电商 GMV (亿)	18925	27889	38028	46812	61000	79429	99466	123140	148406	171986	196158
yoy	59.4%	47.4%	31.6%	25.6%	28.0%	30.2%	25.2%	23.8%	20.5%	15.9%	14.1%
渗透率	7.8%	10.3%	12.6%	14.1%	16.7%	20.8%	24.2%	27.6%	30.8%	33.2%	35.4%
国内快递 (百万)	8924	13640	20230	30660	39230	49604	62086	76470	89596	102221	114447
yoy	62.2%	52.8%	48.3%	51.6%	28.0%	26.4%	25.2%	23.2%	17.2%	14.1%	12.0%
电商快递	6995	11272	17497	27490	35584	45411	57509	71344	83876	95849	107374
yoy	80.6%	61.1%	55.2%	57.1%	29.4%	27.6%	26.6%	24.1%	17.6%	14.3%	12.0%
商务快递	1929	2368	2733	3170	3646	4193	4577	5126	5720	6372	7073
yoy	18.4%	22.8%	15.4%	16.0%	15.0%	15.0%	9.2%	12.0%	11.6%	11.4%	11.0%
国际快递	262	330	430	620	830	1110	1437	1797	2192	2630	3104
yoy	44.0%	26.0%	30.3%	44.2%	33.9%	33.7%	29.5%	25.0%	22.0%	20.0%	18.0%
全国快递	9187	13960	20670	31280	40060	50710	63523	78267	91788	104851	117551
yoy	61.6%	52.0%	48.1%	51.3%	28.1%	26.6%	25.3%	23.2%	17.3%	14.2%	12.1%

资料来源：国家统计局、国家邮政局、华泰证券研究所

包邮模式下(或商品价格和快递费尚未分离),电商快递更接近于 2B 服务,即卖家盈利是快递需求成立的前提。由于电商竞争激烈,以及线下效率改善,电商卖家毛利持续下降;而平台货币化率提升增加了卖家流量成本。因此快递价格下降才能拉动电商销售额增长,这是义乌价格洼地的根本原因。根据拼多多(PDD US,未覆盖)2018 年的调研,其平台卖家平均净利率仅为 2.5%(客单价 40 元对应利润约 1 元/单),卖家对快递价格非常敏感。

图表21： 电商卖家盈利逻辑

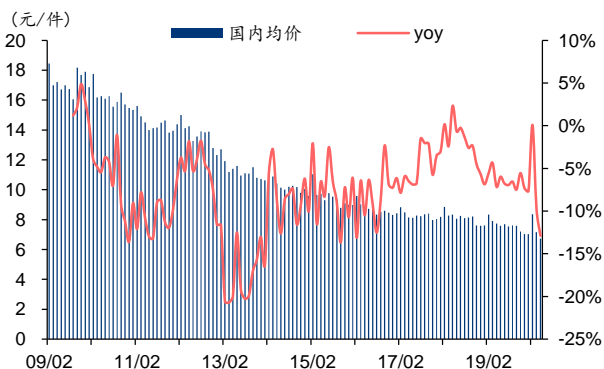
$$\text{卖家利润} = \frac{\text{商品毛利}}{\text{商品价格}-\text{商品成本}} - \frac{\text{销售费用}}{\text{流量费用}+\text{物流费用}} - \text{管理费用}$$

↑ ↑ ↑ ↑
 电商竞争激烈程度 平台抽佣 快递价格 变化不大
 线上线下载差

资料来源：华泰证券研究所

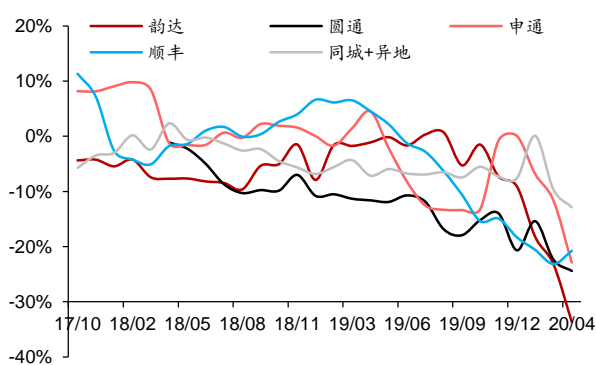
4Q16-1Q20,我们观察到四通一达单票毛利持续下行,这并非积极信号。对比海外快递企业,即使竞争格局较好的美国、日本和欧洲,快递行业也并非暴利。尤为值得关注的是,日本快递(大和控股、佐川急便和日本邮政)已经形成寡头垄断格局,但盈利普遍不佳,可能和人工成本过高(老龄化+工会)以及国内经济乏力有关。从中外对比及时间序列维度,我们都认为电商快递的价格战尚未触底。

图表22： 国内快递(同城+异地)件均价及变化



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表23： 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

图表24: “四通一达”单票毛利净利对比

单位: 元		4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20
单票核心毛利	中通	0.81	0.66	0.80	0.80	0.72	0.71	0.75	0.70	0.64	0.63	0.63	0.59	0.61	0.42
	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	0.17	(0.09)
	韵达		0.67	0.69	0.63	0.52	0.55	0.61	0.54	0.56	0.60	0.53	0.44	0.33	0.36
	圆通	0.51	0.45	0.50	0.50	0.36	0.46	0.50	0.44	0.47	0.40	0.39	0.36	0.31	0.28
	申通		0.64	0.64	0.61	0.53	0.58	0.65	0.53	0.45	0.52	0.40	0.25	0.23	0.16
单票核心净利	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	0.41	0.25
	百世										(0.10)	0.06	0.06	0.06	(0.26)
	韵达		0.33	0.39	0.35	0.27	0.29	0.34	0.28	0.34	0.29	0.27	0.23	0.20	0.14
	圆通	0.32	0.27	0.31	0.29	0.22	0.25	0.28	0.26	0.28	0.22	0.22	0.21	0.18	0.14
	申通		0.39	0.42	0.39	0.36	0.38	0.42	0.32	0.26	0.29	0.24	0.13	0.13	0.02

资料来源: Wind、华泰证券研究所 (注: 剔除韵达快运/圆通国际/中通货代, 中通净利润调整为 25% 税率, 百世扣非净利不含店加)

(2) 大宗供应链: 重资产准金融业务

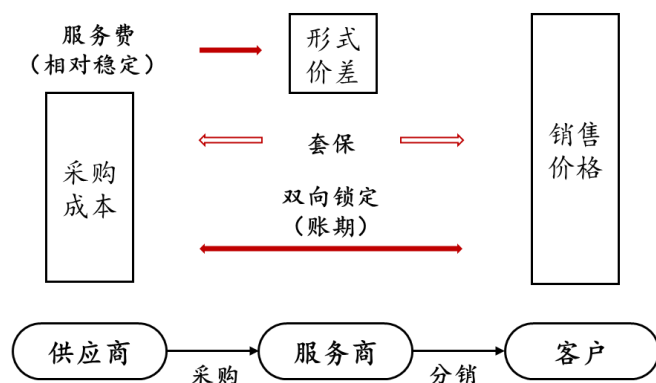
A 股上市公司所从事的大宗供应链业务, 实质是介于物流和贸易的中间业态。即使信息对称, 供应链企业仍能在降低成本 (物流、融资等) 的基础上, 通过基础服务和价值分享获利 (实质价差=>形式价差)。对比海外巨头, 中国龙头企业收入体量还有较大差距。由于融资成本和风险控制能力的差异, 市场化程度较高的国有企业具备比较优势。

图表25: 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

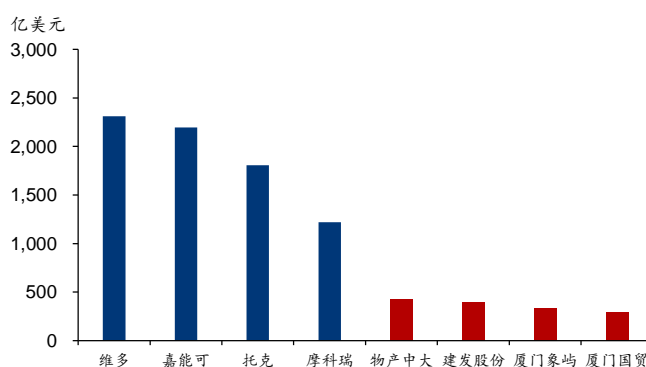
资料来源: 华泰证券研究所

图表26: 供应链服务商盈利模式



资料来源: 华泰证券研究所

图表27: 中国大宗供应链龙头 VS 全球供应链龙头收入 (2018)



注: 基于美元兑人民币汇率中间价 6.8932/2020-6-12, 维多 (未上市), 嘉能可 (GLEN UK, 未覆盖), 托克 (未上市), 摩科瑞 (未上市)

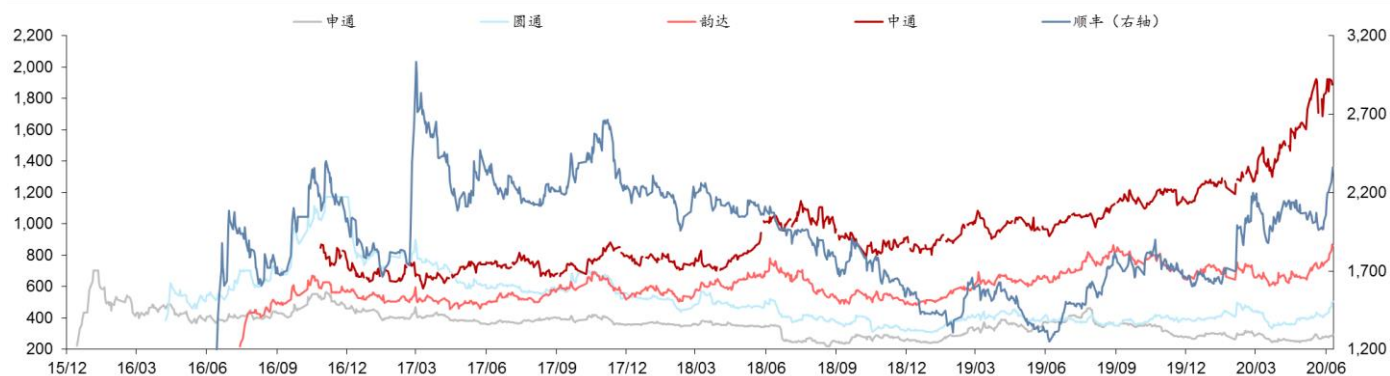
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

积极参与快递，长期布局大宗供应链

(1) 快递：积极参与

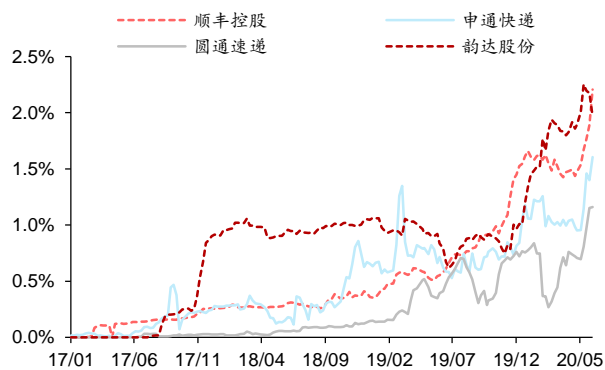
A 股快递股主要由境内投资者（尤其机构投资者）定价。关于加盟快递估值，市场的共识是参考 A 股消费品行业进行 PE/PEG 估值，我们建议的参考扣非净利增速进行 PEG 估值。对于直营快递，市场的共识是 SOTP 估值以及盈利分部采用 PE 估值，我们建议给予亏损业务（新业务/大件快递）PS 估值。件量增速是 A 股快递股价的第一驱动力。高风险偏好情境下，市场对盈利的容忍度很高（如 2016 年快递企业尚处上市进程中，甚至无需披露月度件量增速）；在中低风险偏好下，市场需要同时确认件量和盈利增速两个信号（如 2Q18 的韵达）。考虑快递件量增速双星，建议积极参与。

图表28： 快递企业上市表现回顾



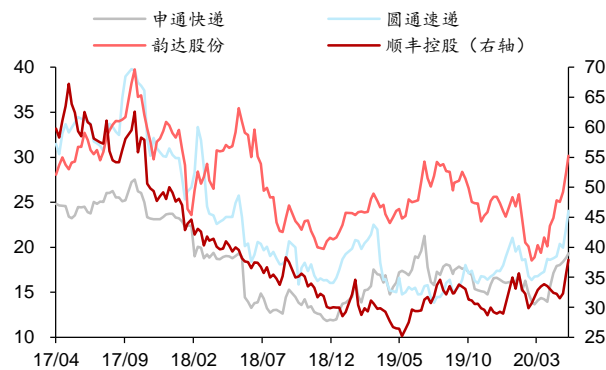
资料来源：Wind、华泰证券研究所（注：此处为市值口径）

图表29： 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30： 快递企业 Wind 一致预期 PE 回顾



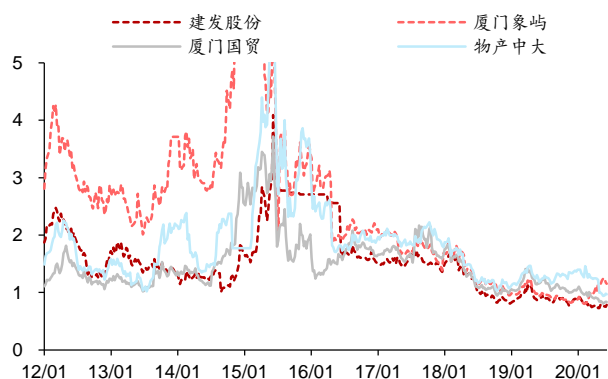
注：PE=交易日收盘价/最近预测年度 Wind 一致预期 EPS

资料来源：Wind、华泰证券研究所

(2) 大宗供应链：行业 PB 估值处于 2013 年以来底部 (13-20)

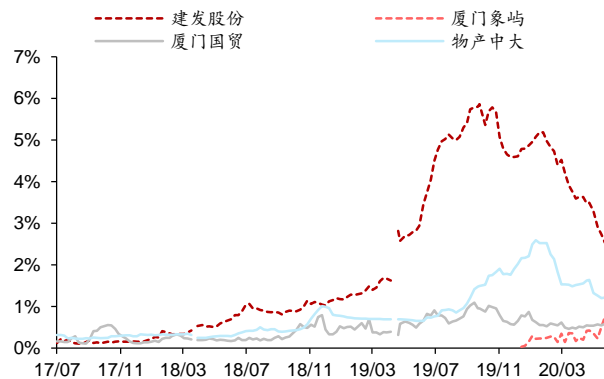
我们认为中国主要大宗品需求已接近甚至达到顶部，但即使以右侧稳态看，龙头企业渗透率仍有较大提升空间。虽然价格趋于透明后，贸易商利差收窄；但通过“贸易利差”向“价值分享”转型，企业经营风险大幅下降。2018 年以来，大宗供应链行业风险事件频发，对投资者风险偏好产生较大拖累，但我们认为行业即期 PB 估值已充分反映市场对宏观经济的悲观预期。南华大宗商品价格指数仍处于 16 年以来高位，龙头企业受益集中度提升，仍能实现稳健盈利增长。

图表31： 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32： 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）

图表33： 快递：可比公司估值表

公司名称	股票代码	评级	目标价 (元) (USDmn)	市值	EPS				PE (x)				PEG	PB (x)
					2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E		
顺丰控股	002352 CH	买入	56.31-62.79	34,183	1.31	1.33	1.47	1.65	41.9	41.5	37.5	33.3	5.27	5.72
德邦股份	603056 CH	增持	10.23-11.77	2,014	0.34	0.51	0.64	0.74	44.3	29.2	23.5	20.3	1.49	3.62
申通快递	002468 CH	增持	17.05-19.33	4,000	0.92	1.14	1.35	1.52	20.1	16.3	13.8	12.2	1.11	3.08
圆通速递	600233 CH	增持	12.76-14.89	7,563	0.53	0.71	0.80	0.89	32.2	24.0	21.2	19.0	1.67	3.43
韵达股份	002120 CH	增持	22.84-25.95	11,958	0.91	1.04	1.19	1.37	32.0	28.2	24.5	21.3	2.21	6.37
厦门象屿	600057 CH	买入	6.08-6.61	1,775	0.51	0.58	0.69	0.80	11.4	10.0	8.4	7.3	0.72	0.95
建发股份	600153 CH	买入	9.36-10.65	3,535	1.65	1.79	1.44	1.65	5.4	4.9	6.2	5.4	nm	0.77

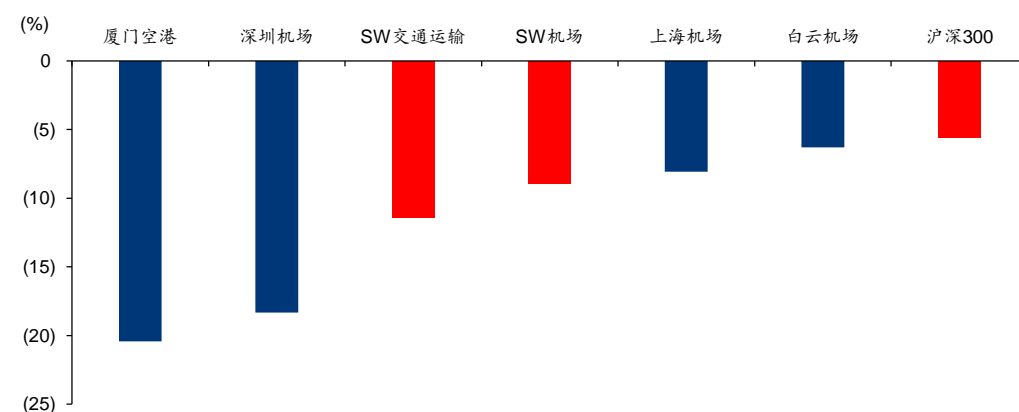
资料来源：Wind、华泰证券研究所，收盘价 2020.06.16

机场：核心资产长期趋势不变

上半年：疫情冲击机场流量，1-5 月板块小幅跑输指数

2020 年上半年，新冠疫情对机场流量产生冲击，但一季度营收和净利润相比航空更为稳定。疫情爆发后，航空需求骤降，使得机场流量大幅下滑。但机场收入构成多元，非航存在保底收入，并且起降架次降幅小于旅客吞吐量降幅，机场收入降幅将明显小于旅客量降幅，使得行业亏损相对较小。SW 机场行业一季度营业收入同比减少 38.0%，归母净利润 -1.0 亿，去年同期 19.1 亿。年初至 5 月 31 日，SW 机场指数下跌 8.9%，跑输沪深 300 指数 3.3 个百分点。其中，白云机场（600004 CH，增持，目标价 16.46-17.00 元）和上海机场（600009 CH，增持，目标价 77.81-85.10 元）非航业务保底收入较高，使得业绩更为稳定，跌幅最小，分别为 6.3%和 8.1%。

图表34： 机场上市公司 vs 沪深 300 涨跌幅（1 月 1 日-5 月 31 日）



注：厦门空港（600897 CH，未覆盖），深圳机场（000089 CH，买入，目标价 8.75-10.11 元）

资料来源：Wind，华泰证券研究所

下半年：等待流量逐步恢复，期待免税长期发展

2020 年上半年，受到疫情冲击影响，主要上市机场流量同比大幅下滑。1-4 月，上海机场、白云机场、深圳机场、首都机场（694 HK，未覆盖）和厦门空港累计飞机起降架次分别同降 46.7%、43.0%、33.4%、57.5%和 46.8%；与此同时，由于航空需求疲软，旅客吞吐量增速下滑幅度更大。1-4 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降 64.7%、58.1%、50.1%、69.9%、59.1%。并且 3 月 26 日开始，民航局出台“五个一”政策，枢纽机场国际线流量所剩无几，1-4 月，上海机场、白云机场、深圳机场、首都机场和厦门空港累计国际线旅客吞吐量同降 66.2%、66.2%、67.1%、64.4%、63.5%。

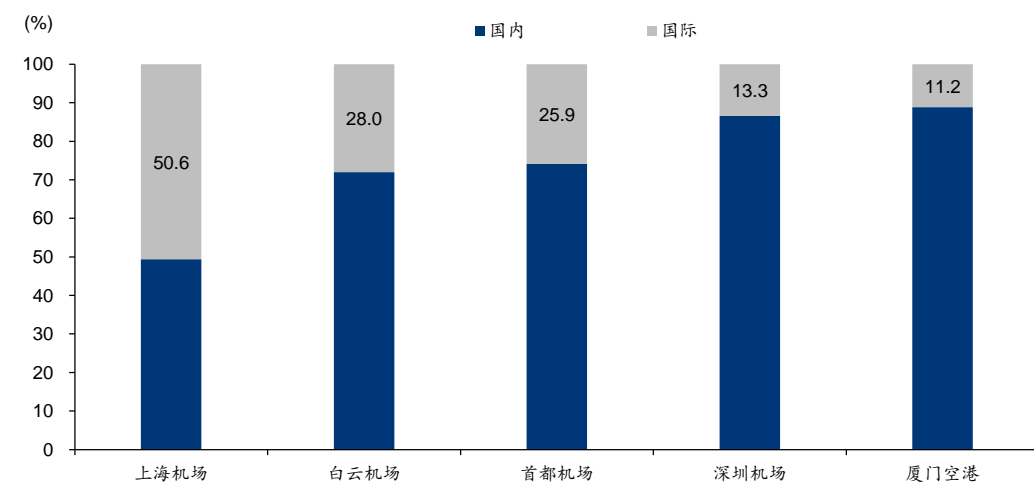
展望 2020 年下半年和明年，伴随国内疫情好转，主要上市机场流量预计逐步回暖。并且 6 月 4 日民航局发布《民航局关于调整国际客运航班的通知》，或将推动枢纽机场国际线边际改善。流量恢复后，枢纽机场有望进入放量阶段，对于白云和深圳，已在 2019 年冬春航季获得了更高的航班时刻增速。我们认为伴随浦东机场卫星厅投产，上海机场准点率和运营效率同样将有所提升，有助于其时刻放量。

图表35： 机场上市公司 2020 年 1-4 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）	
	2020.1-4	同比增速	2020.1-4	同比增速	2020.1-4	同比增速
上海机场	8,891	-64.7%	90.2	-46.7%	1,068	-2.8%
白云机场	10,033	-58.1%	91.4	-43.0%	478	-18.8%
深圳机场	8,669	-50.1%	80.7	-33.4%	370	-1.0%
首都机场	9,890	-69.9%	83.1	-57.5%	-	-
厦门空港	3,710	-59.1%	34.2	-46.8%	80	-21.8%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

上市机场业绩能否恢复，关键在于免税业务能否维持。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。枢纽机场具有天然流量优势，我们认为仍然可以享受免税行业快速发展带来的红利。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。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36：上市机场国际线占比对比（2019 年）


资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表37：机场：可比公司估值表

公司名称	股票代码	评级	目标价（元）	(USDmn)	市值	PE (x)			PB (x)			ROE (%)			Dividend yield(%)		
						2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
A 股																	
上海机场	600009 CH	增持	77.81-85.10		19,654	27.7	75.2	23.6	4.3	4.3	3.7	15.7	5.7	15.7	1.1	0.4	1.3
白云机场	600004 CH	增持	16.46-17.00		4,570	32.3	136.6	24.3	2.0	2.0	1.8	6.1	1.5	7.6	0.9	0.2	1.2
深圳机场	000089 CH	买入	8.75-10.11		2,228	26.6	87.1	23.6	1.3	1.3	1.2	4.9	1.5	5.3	1.0	0.3	1.3
厦门空港	600897 CH	NR		na	744	9.9	18.0	9.4	1.4	1.4	1.2	14.1	7.5	13.1	3.5	1.8	2.9
加权平均						27.9	85.1	23.3	3.6	3.6	3.1	13.2	4.7	13.4	1.1	0.4	1.3
H 股																	
北京机场	694 HK	NR		na	3,072	9.1	41.4	19.4	0.8	0.8	0.8	9.2	2.0	4.2	4.7	1.9	2.8
美兰机场	357 HK	NR		na	763	10.2	16.7	13.9	na	1.0	0.9	na	5.9	6.6	na	na	0.8
加权平均						9.3	36.5	18.3	0.8	0.9	0.8	9.2	2.8	4.7	4.7	1.9	1.5
国际																	
巴黎机场	ADP FP	NR		na	11,141	16.9	(44.3)	32.3	1.9	2.0	1.9	11.4	(4.5)	5.8	3.6	1.9	1.7
泰国机场	AOT Tb	NR		na	29,047	34.8	114.8	56.7	5.8	5.9	5.6	16.7	5.2	9.8	1.6	0.5	1.0
悉尼机场	SYD AU	NR		na	9,769	34.3	(105.8)	84.3	(118)	(13.4)	(10.3)	(343.4)	na	na	6.3	0.9	3.8
法兰克福机场	FRA Gr	NR		na	4,595	9.3	(20.5)	19.6	0.9	0.9	0.9	9.7	(4.6)	4.6	4.6	0.7	3.2
奥克兰机场	AIA NZ	NR		na	6,188	28.5	50.8	191.2	1.4	1.3	1.2	4.8	2.5	0.7	3.5	0.6	0.9
苏黎世机场	FHZN SW	NR		na	4,199	13.3	230.4	22.7	1.6	1.6	1.5	11.9	0.7	6.8	5.5	3.1	3.2
马来西亚机场	MAHB MK	NR		na	2,309	16.9	(116.7)	30.8	1.1	1.2	1.2	6.6	(1.0)	3.7	3.2	1.4	1.9
维也纳机场	FLU AV	NR		na	2,515	13.7	(115.0)	24.7	1.7	1.2	1.2	12.3	(1.1)	4.8	4.3	3.8	3.3
加权平均						27.0	34.9	62.1	(13.4)	1.3	1.5	(36.9)	1.3	6.1	3.3	1.1	1.9

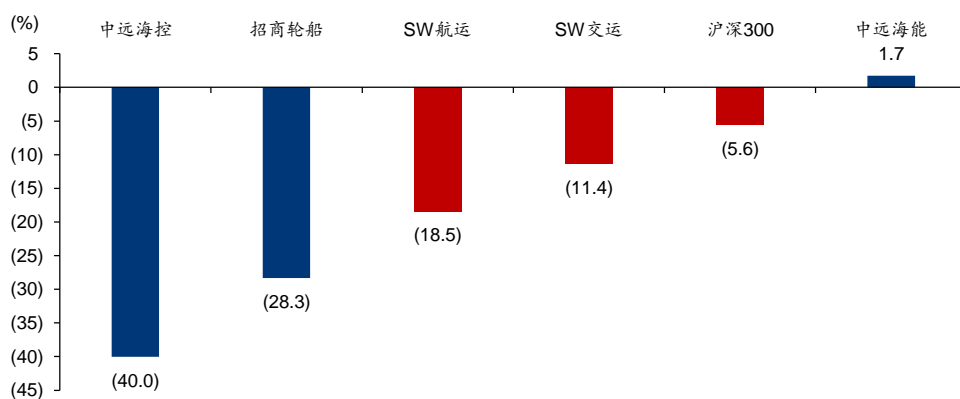
注：NR=未覆盖，A 股未覆盖公司采用万得一致预期，海外公司采用彭博一致预期，收盘价 2020.06.16

资料来源：Wind，彭博，华泰证券研究所

航运：关注油运事件性催化、疫情逐步控制利好集运需求改善 上半年：油运受原油市场博弈驱动；疫情拖累集运一季度盈利和股价表现

2020 年一季度，SW 航运行业营业总收入和归母净利润同比分别上涨 5.3% 和 29.1%，主因油运个股盈利大幅上涨。1 月 1 日至 5 月 31 日，SW 航运指数下跌 18.5%，跑输沪深 300 指数 12.9 个百分点。其中，中远海控（601919 CH，增持，目标价 4.50-4.80 元）股价下跌 40.0%，主因新冠疫情在全球蔓延，影响全球贸易和集装箱货运量，集运板块盈利和估值承压；招商轮船（601872 CH，买入，目标价 9.88-10.06 元）股价下跌 28.3%、中远海能（600026 CH，买入，目标价 11.49-11.95 元）股价上涨 1.7%。三月以来，受国际原油市场博弈影响，油运板块区间股价波动剧烈。自四月下旬起，运费高点回落，油运股价也出现明显回调。

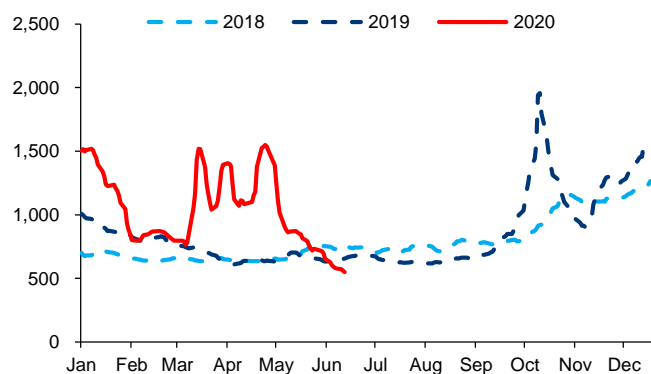
图表38：主要航运上市公司 vs 沪深 300 涨跌幅（1 月 1 日-5 月 31 日）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

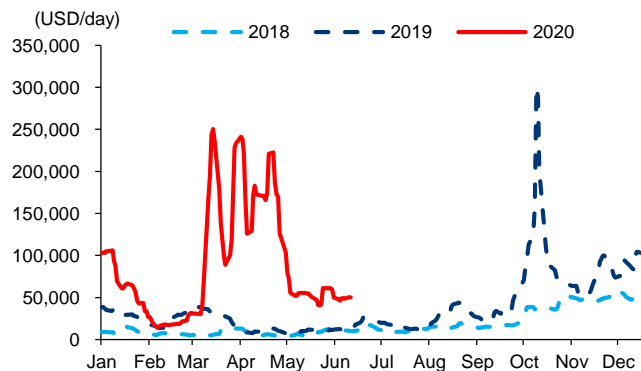
运费回顾（1 月 1 日至 5 月 31 日）：1) 油运：受益行业供需结构改善和 OPEC+ 石油价格战驱动，运费水平较上年同期大幅提升。其中，VLCC 中东至中国航线运费均值为 89,991 万美元/天，同比大幅上涨 330.5%。2) 集运：受新冠疫情影响，集运公司均采取积极的运力部署和价格策略，增加停航运力，以减少市场有效供给，支撑运费水平。SCFI 指数均值为 898.9 点，同比上涨 9.6%。其中，中国至美西航线运费均值为 1,587 美元/FEU，同比下降 2.9%；中国至欧洲航线运费均值为 842 美元/TEU，同比上涨 6.1%。3) 干散：受新冠疫情冲击，干散运费持续低迷。BDI 指数均值为 587 点，同比下降 30.2%。其中，海岬型和灵便型运费均值分别为 5,084 美元/天和 3,882 美元/天，同比下降 42.9% 和 34.7%，均低于盈亏平衡点（我们预计盈亏平衡点分别为 12,000 和 7,500 美元/天）。

图表39：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

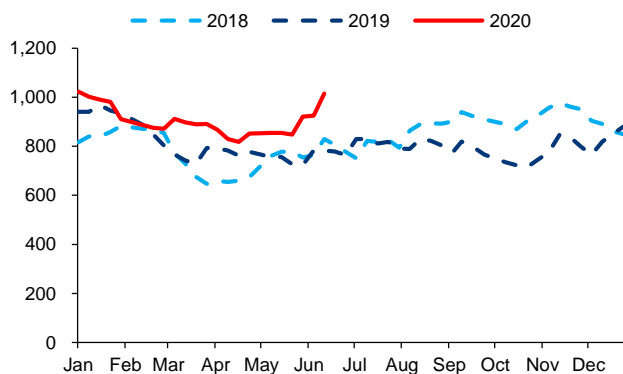
图表40：VLCC 中东-中国航线运费（TD3C TCE）



注：VLCC=超大型油轮

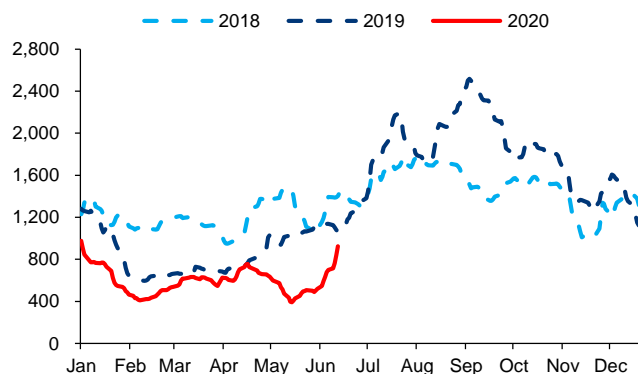
资料来源：波罗的海交易所，华泰证券研究所

图表41: 上海出口集装箱运价指数 (SCFI)



资料来源: 上海航运交易所, 华泰证券研究所

图表42: 波罗的海干散货运价指数 (BDI)



资料来源: 波罗的海交易所, 华泰证券研究所

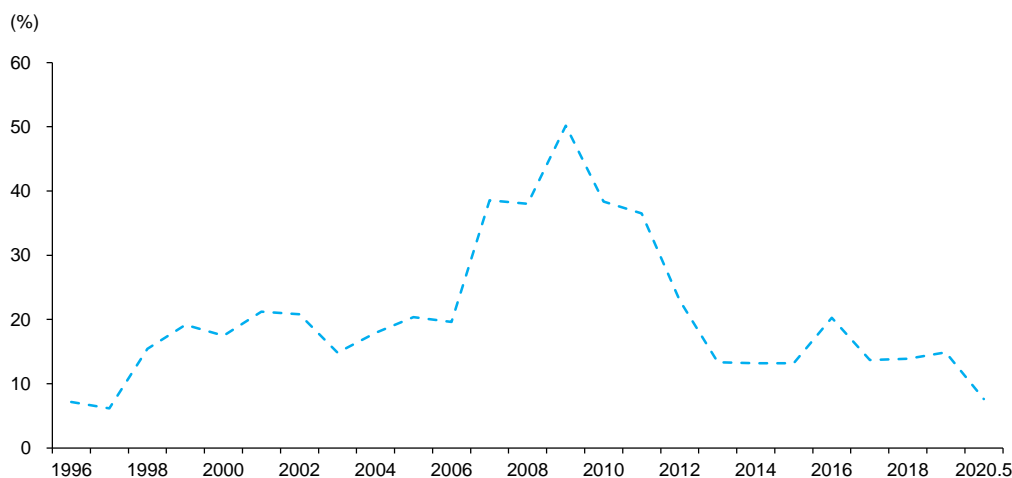
下半年: 关注油运事件性催化; 集运和干散需求有望环比改善

油运: 短期波动剧烈, 受国际原油市场博弈影响; 维持对行业中长期景气上行判断

今年上半年, 受国际原油市场博弈影响, 油运市场波动剧烈。3 月 OPEC+ 价格战引发原油价格大幅下跌, 市场运费从 2 月的 1.5 万美元/天水平大幅跳涨至 3 月的 25 万美元/天水平; 自 4 月下旬起, 伴随 OPEC+ 减产协议执行, 原油价格逐步回升, 运费随之高位回落至当前 5 万美元/天水平。我们认为, 油运市场短期受原油市场博弈影响, 运费波动剧烈, 减产持续和原油期货升水价差收窄对短期运费造成负面影响, 需密切关注后续原油市场走势。超预期的事件性催化, 例如减产协议未能持续执行、原油期货套利价差再次出现、美国加大对部分油轮公司制裁等都将驱动运费再一次上涨。

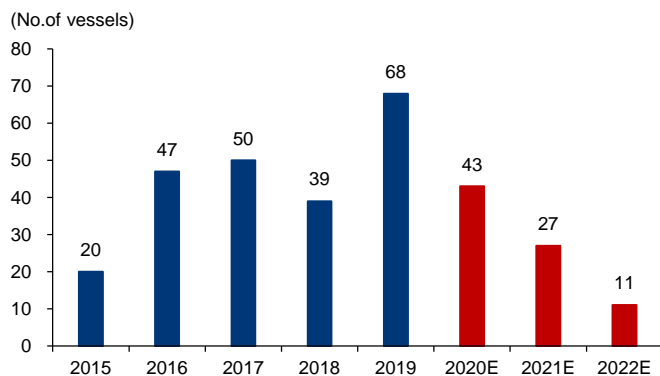
排除事件性因素的干扰, 我们认为中长期行业供需结构将保持向好趋势。截至 5 月底, 全球 VLCC 新造船订单量占现有运力的比重为 7.6%, 是过去 20 年以来最低水平。考虑到行业面临越发严格的环保监管, 对船舶节能环保的性能提出了更高的要求, 随之导致更高的造船成本。同时在全球宏观经济存在较大不确定性的背景下, 行业的融资渠道也将收紧。因此, 我们认为未来两年行业新造船订单量仍将维持较低水平。根据交船计划, 2019 年新船交付量达到近年来高位, 自 2020 年起, 新船交付量将明显放缓。根据 Clarksons 预计, 2020 年和 2021 年 VLCC 新船交付量分别为 43 和 27 艘。旧船拆解方面, 年初至今 (截至 5 月 31 日), 受益行业景气程度向好, 船舶盈利能力显著提升, 暂无旧船拆解。

图表43: VLCC: 新船订单量占比现有运力比重



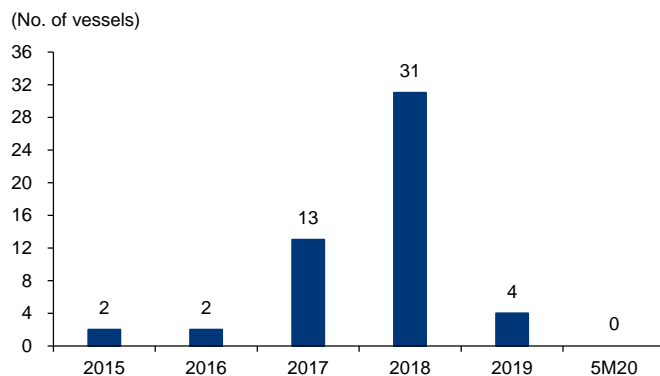
资料来源: Clarksons, 华泰证券研究所

图表44: VLCC: 新船交付量



资料来源: Clarksons, 华泰证券研究所

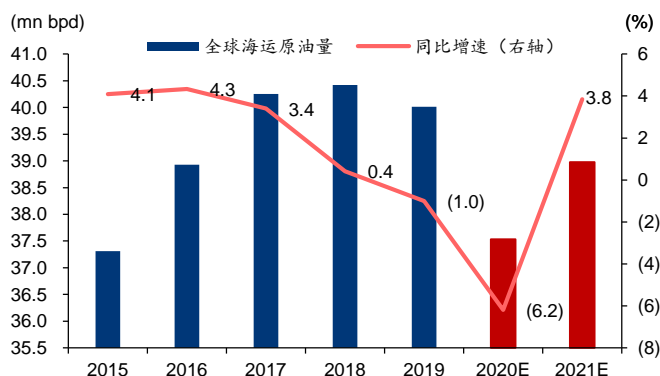
图表45: VLCC: 旧船拆解量



资料来源: Clarksons, 华泰证券研究所

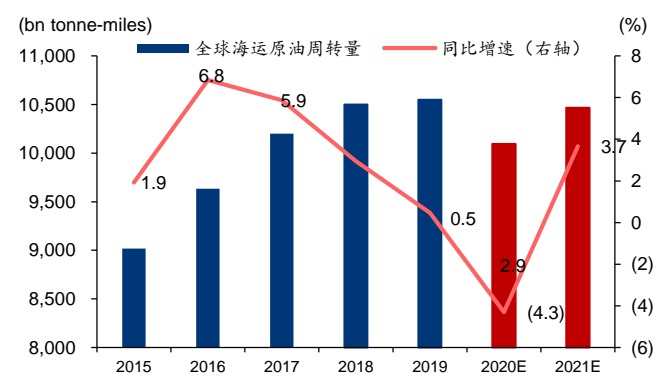
2020 年全球原油需求预计同比下滑, 主因疫情影响。受新冠疫情影响, Clarksons 预计今年全球海运原油量和海运周转量同比分别下滑 6.2% 和 4.3%。虽然整体原油需求疲软, 但受原油市场博弈和升水价差驱动的浮舱需求, 我们认为下半年油运仍将有望出现超预期表现。

图表46: 全球海运原油量



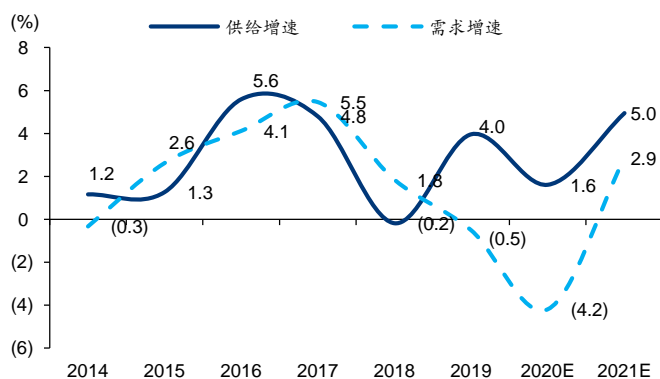
资料来源: Clarksons, 华泰证券研究所

图表47: 全球海运原油周转量



资料来源: Clarksons, 华泰证券研究所

图表48: 全球原油轮市场: 供需增速



备注: 原油轮包含 VLCC, Suezmax, Aframax 和 Panamax

资料来源: Clarksons, 华泰证券研究所

图表49: 全球 VLCC 市场: 供需增速

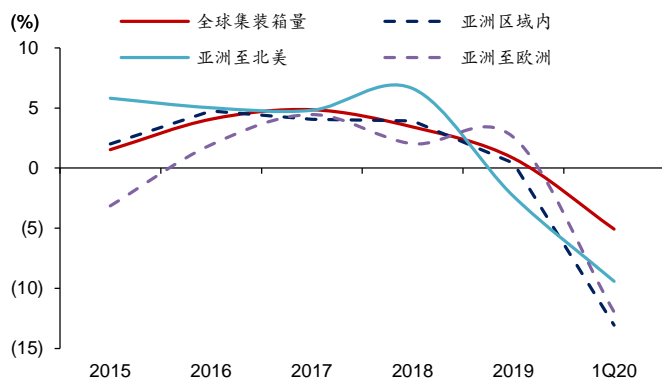


资料来源: Clarksons, 华泰证券研究所

集运：有效的运力部署和价格策略有望驱动盈利表现超预期

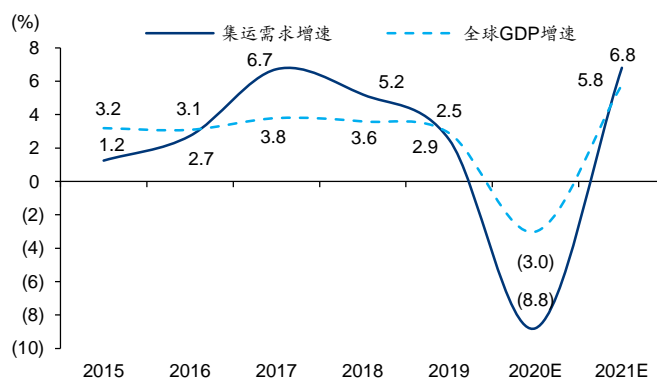
受新冠疫情影响，生产和消费活动停滞，拖累集运需求。集装箱运输行业与全球经济生产和贸易活跃度高度相关。根据 CTS 数据，一季度全球集装箱运输量同比下滑 5.1%。其中，亚洲至北美、亚洲至欧洲和亚洲区域内航线货量同比分别下滑 9.4%、12.0%和 13.1%。根据 IMF 预测，受新冠疫情影响，2020 年全球 GDP 预计同比下滑 3.0%；受全球经济增长下滑拖累，Alphaliner 预计 2020 年全球集装箱运输量同比下降 8.8%。

图表50： 全球集装箱货运量增速



资料来源：CTS，华泰证券研究所

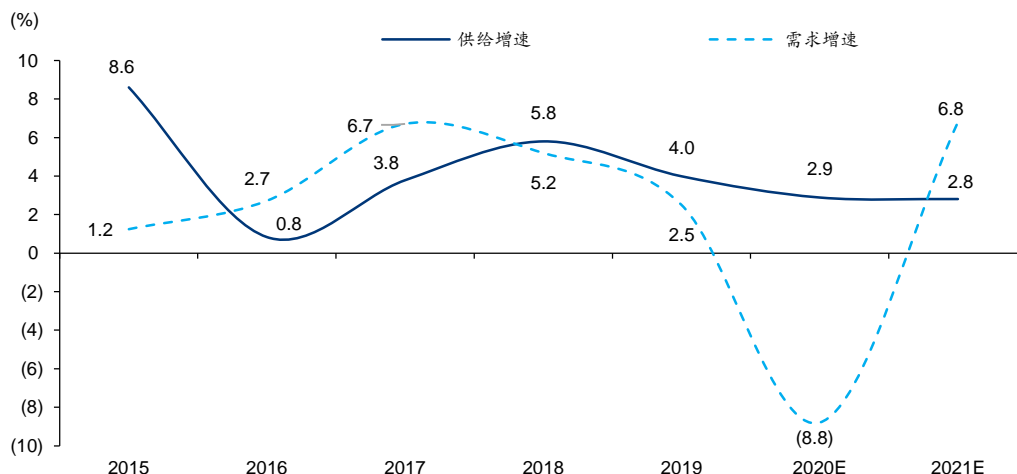
图表51： 集运需求增速 VS 全球 GDP 增速



资料来源：IMF，Alphaliner，华泰证券研究所

全球集装箱船舶供给维持低增速。供给方面，根据 Clarksons 数据，截至 5 月底，行业新造船订单量占比现有运力比重为 9.6%，是过去 20 年以来最低水平。Alphaliner 预计 2020/2021 年行业供给增速为 2.9%和 2.8%，较 2019 年的 4.0%有所下降。

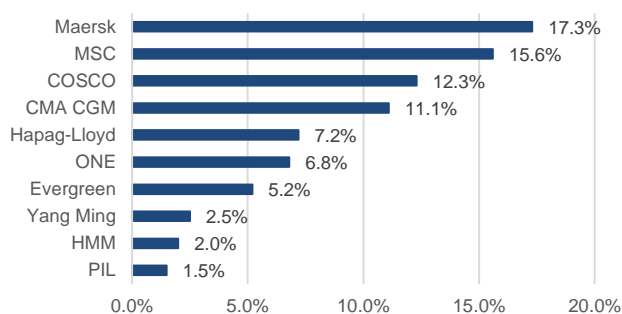
图表52： 集运：供需增速



资料来源：Alphaliner，华泰证券研究所

行业竞争格局改善，运费表现超预期。今年以来，市场需求低迷，集运运费均值（1 月 1 日-6 月 15 日）同比实现增长，表现超市场预期（受疫情影响，市场预期运费同比下跌）。我们认为，在外围宏观需求存在较大不确定性的背景下，行业龙头公司已逐步摆脱依靠压低运费抢占市场份额的经营策略，从而转向通过有效的运力部署和积极的价格策略应对市场的变化。受新冠疫情影响，全球集装箱运输需求低迷，龙头集运公司通过停航或降低租入船比例方式减少市场有效供给，支撑行业运费水平。根据 Alphaliner 数据，截至 5 月底，全球集装箱船舶闲置运力比重已大幅提升至 11.3%（2019 年为 6.0%）。

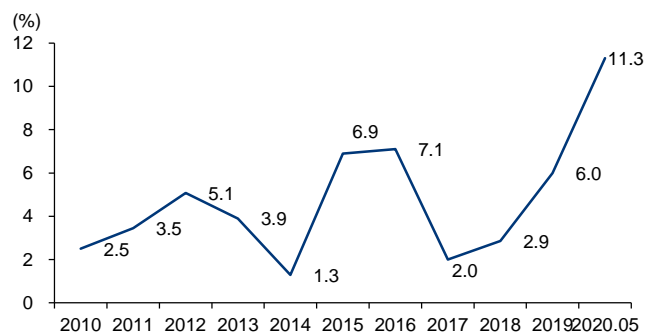
图表53: 全球前十大集运公司市场份额占比(2020年5月)



注: Maersk (MAERSKB DC, 未覆盖), MSC (未上市), CMA CGM (未上市), Hapag-Lloyd (HLA GR, 未覆盖), ONE (未上市), Evergreen (2603 TT, 未覆盖), Yang Ming (2609 TT, 未覆盖), HMM (未上市), PIL (未上市)

资料来源: Alphaliner, 华泰证券研究所

图表54: 全球集装箱船舶闲置运力占比

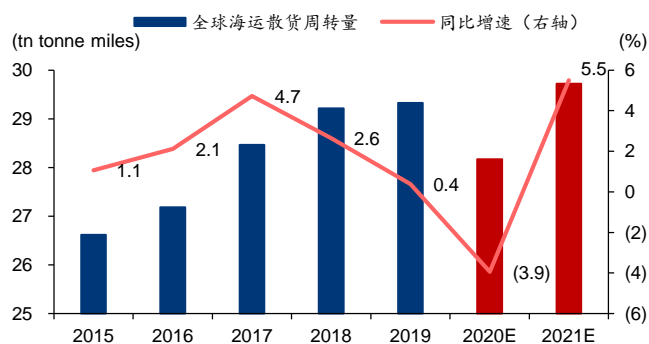


资料来源: Clarksons, Alphaliner, 华泰证券研究所

散运: 需求边际改善, 下半年运费有望触底回升

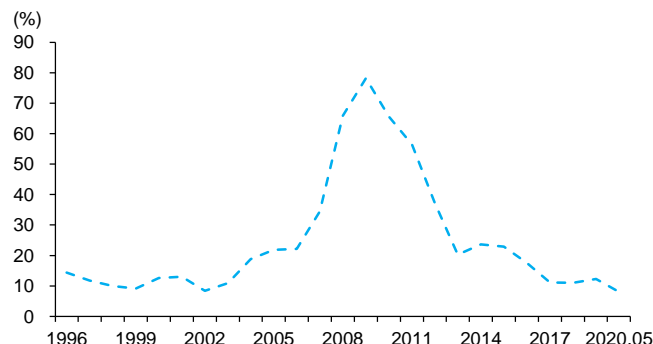
受全球新冠疫情影响, 干散运输需求遭遇重大负面影响, 导致运费低迷。根据 Clarksons 预计, 今年全球海运散货周转量同比下滑 3.9%。展望下半年, 我们认为伴随疫情逐步控制, 全球复产复工推进, 运费环比有望逐步改善。另一方面, 受益行业新造船订单比重较低(截至5月底, 全球干散船舶新船订单占现有运力比重为 8.1%), 我们认为未来两年行业供给增速将保持平稳, 需求将在今年的低基数上同比改善。

图表55: 全球海运散货周转量及增速



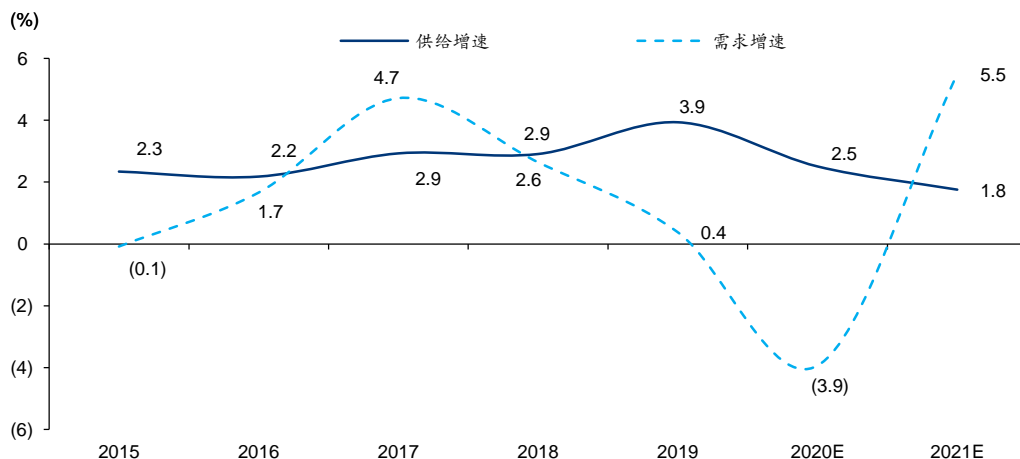
资料来源: Clarksons, 华泰证券研究所

图表56: 干散船舶新船订单占现有运力比重



资料来源: Clarksons, 华泰证券研究所

图表57: 干散海运市场: 供需增速



资料来源: Clarksons, 华泰证券研究所

图表58： 航运：可比公司估值表

公司名称	股票代码	评级	目标价 (元)	市值 (USDmn)	PE (x)			PB (x)			ROE (%)			Dividend yield (%)		
					2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
集运																
海丰国际	1308 HK	NR	na	2,868	12.9	11.6	10.2	2.8	2.6	2.4	21.8	22.6	24.0	9.0	6.0	6.9
东方海外	316 HK	NR	na	2,519	13.2	105.4	109.5	3.6	3.7	3.6	27.9	3.4	3.3	0.3	5.7	na
中远海控	1919 HK	NR	na	3,591	3.8	20.7	8.3	0.7	0.7	0.6	19.1	3.4	7.6	0.0	0.0	0.0
中远海控	601919 CH	增持	4.50-4.80	6,033	6.3	34.8	13.9	1.2	1.2	1.1	19.1	3.4	7.6	0.0	0.0	0.0
马士基航运	MAERSKB DC	NR	na	24,481(298.9)	356.7	0.1	0.9	0.9	0.9	(0.3)	1.1	3.1	1.9	2.0	1.8	
赫伯罗特航运	HLAG GR	NR	na	14,904	36.5	(938.8)	41.2	2.0	2.0	1.9	5.6	(0.6)	5.6	0.8	0.5	0.9
长荣海运	2603 TT	NR	na	1,835	567.5	(60.7)	14.0	0.8	0.8	0.8	0.2	(3.8)	6.0	0.0	0.7	1.3
阳明海运	2609 TT	NR	na	535	(4.1)	(12.3)	na	1.1	1.1	na	(23.8)	(5.1)	na	0.0	na	na
万海航运	2615 TT	NR	na	1,271	10.6	11.1	na	1.0	1.0	na	10.1	na	na	3.6	na	na
珍宝航运	PSL TB	NR	na	261	(35.0)	(10.5)	17.5	0.7	0.7	0.7	(1.9)	(2.1)	4.9	0.0	1.4	1.7
油运																
中远海能 - H	1138 HK	NR	na	2,366	39.0	3.1	4.6	0.6	0.5	0.4	2.4	14.7	9.7	1.7	12.9	8.8
中远海能 - A	600026 CH	买入	11.49-11.95	4,371	73.6	5.7	8.6	1.1	0.8	0.8	2.4	14.7	9.7	0.9	7.0	4.7
招商轮船	601872 CH	买入	9.88-10.06	5,585	24.0	7.7	11.5	1.6	1.2	1.1	6.4	15.2	9.7	1.4	5.1	3.4
Scorpio 油轮	STNG US	NR	na	1,078	(18.9)	2.7	5.3	0.5	0.4	0.4	(2.5)	21.1	6.4	2.2	2.2	2.2
Frontline 有限	FRO US	NR	na	1,760	11.0	2.9	6.1	1.2	1.1	1.0	10.5	35.8	9.0	1.1	26.7	12.0
DHT 控股公司	DHT US	NR	na	899	11.9	2.7	7.8	1.0	0.9	0.8	8.2	33.1	7.0	3.3	24.5	14.8
Seaways	INSW US	NR	na	665(769.0)	3.8	7.9	0.7	0.6	0.5	(0.1)	6.5	(0.9)	0.0	2.0	1.0	
Tsakos 能源	TNP US	NR	na	293	(9.6)	3.7	(4.2)	0.3	0.2	na	(2.6)	7.5	(2.2)	3.3	1.6	6.5
北欧美国油轮	NAT US	NR	na	747	(72.5)	6.3	9.7	1.3	1.2	na	(1.7)	18.0	2.5	2.0	10.5	7.1
Golar 天然气	GLNG US	NR	na	901	(4.4)	(70.3)	52.0	0.6	0.6	0.6	(13.1)	0.1	3.0	4.9	2.1	3.0
	TRMDA DC	NR	na	593	3.5	3.5	na	0.6	0.7	na	17.9	13.3	1.6	0.0	14.1	8.3
Stolt-Nielsen	SNI NO	NR	na	608	27.1	(9.7)	na	0.4	0.3	na	1.5	2.0	6.1	10.5	4.2	7.9
干散及其他																
太平洋航运	2343 HK	NR	na	729	27.7	15.8	9.0	0.5	0.6	0.6	2.0	3.7	6.2	2.0	3.2	5.5
中远海特	600428 CH	增持	3.34-3.42	938	26.8	19.2	18.4	61.8	51.5	44.1	1.1	1.3	1.6	0.0	0.0	0.0
D/S Norden	DNORD DC	NR	na	622	30.7	2.6	na	0.7	0.3	na	2.3	13.6	4.8	2.0	4.5	3.6
黛安娜船舶	DSX US	NR	na	170	(11.2)	(4.5)	5.0	0.3	0.3	0.3	(3.1)	(2.1)	1.3	0.0	0.0	0.0
希腊星散货航运	SBLK US	NR	na	648	(39.7)	5.4	3.0	0.4	0.5	0.4	(1.1)	4.9	7.7	0.1	9.0	13.0
Scoprio 船舶	SALT US	NR	na	181	3.8	(1.3)	6.3	0.2	0.2	0.2	5.1	(9.2)	1.9	0.8	1.8	2.4

注：NR=未覆盖，A 股未覆盖公司采用万得一致预期，海外公司采用彭博一致预期，收盘价 2020.06.16

资料来源：Wind，彭博，华泰证券研究所

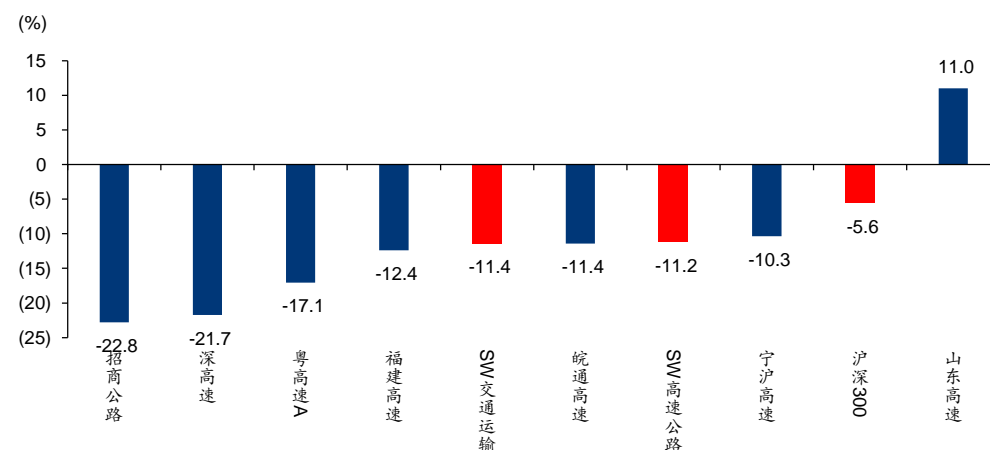
高速公路：车流量重回正轨，需求将替代政策成为股价驱动力

上半年：高速公路免费政策拖累一季度盈利与 1-5 月股价表现

为防控疫情与促进复工复产，交通部实施高速公路免费通行政策，拖累行业上半年表现。

1) 春节假期免收小型客车通行费时间(原定 1 月 24 日-1 月 30 日)延长至 2 月 8 日结束，同比增加 9 天；2) 从 2 月 17 日起至 4 月 30 日，全国收费公路免收所有车辆的通行费，共 74 天；3) 五一小长假免费通行时间由往常的 3 天增加至 5 天。在 2 月 9 日至 16 日(8 天)短暂恢复收费期间，全国车流量处于较低水平，我们测算同比降低 80% 左右。SW 高速公路行业一季度营业收入、归母净利润分别同比降低 45%、136%。受免费政策影响，年初至 5 月 31 日，SW 高速公路指数降低 11.2%，跑输沪深 300 指数 5.6 个百分点；山东高速在个股中涨幅居前，主要得益于分红率提升。

图表59：高速公路上市公司 vs 沪深 300 涨跌幅（1 月 1 日至 5 月 31 日）



注：招商公路（001965 CH，增持，目标价 8.53-8.58 元），深高速（600548 CH，买入，目标价 11.57-11.65 元），粤高速 A（000429 CH，增持，目标价 8.50-9.21 元），福建高速（600033 CH，增持，目标价 3.23-3.37 元），皖通高速（600012 CH，买入，目标价 6.79-7.18 元），宁沪高速（600377 CH，增持，目标价 11.38-12.18 元），山东高速（600350 CH，增持，目标价 6.48-6.54 元）

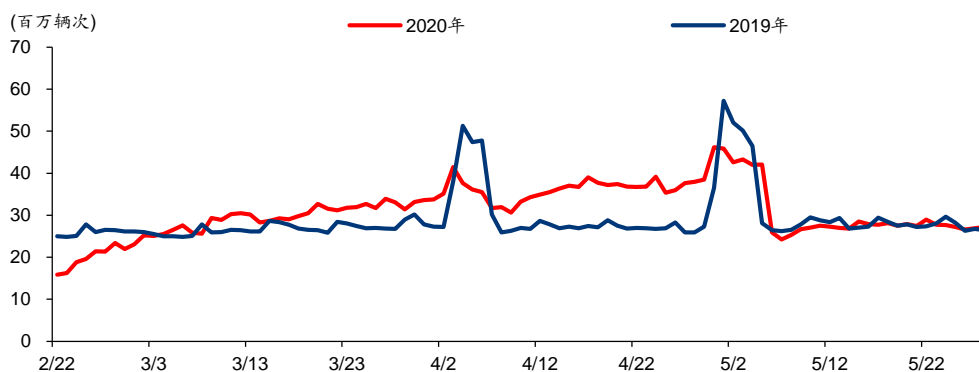
资料来源：Wind、华泰证券研究所

下半年：车流量展望乐观，估值有望恢复

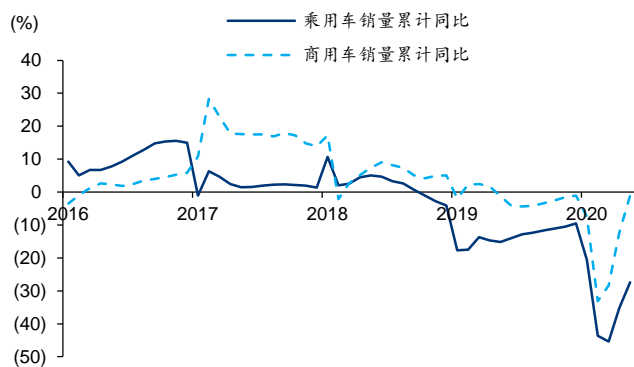
目前车流量已恢复至常态

疫情期间居民自驾比例高，公路恢复收费后车流量已恢复常态。全国高速公路网车流量在 3 月和 4 月同比增加 10.4% 和 21.4%，在 5 月车流量仅同比降低 2.7%；具体看，车流量在五一假期前一周同比增加 37.0%，在 5 月 6 日恢复收费后的第一周同比减少 5.0%。高速公路运营表现显著好于铁路和民航，5 月铁路和航空客运量同比下降 51.7% 和 53.8%。用路需求不减，我们认为主要因为：1) 私家车可避开拥挤人群，抢夺巴士和地铁的通勤需求以及短途高铁的差旅需求；2) 油价相较年初已大幅下降，自驾边际成本减少。

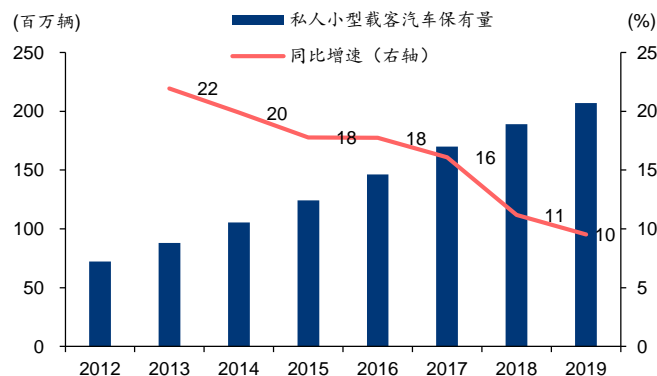
受益于基建提速对货车的拉动，我们对下半年车流量持乐观展望。汽车销量是高速公路车流量的前瞻指标。据中国汽车工业协会的数据，我国货车销量在 5 月同比增长 52.5%，1-5 月同比增长 0.4%；其中，重卡销量在 5 月同比增长 65.6%，1-5 月同比增长 16.6%。

图表60： 全国高速公路车流量 2020 年 2 月 22 日-5 月 22 日 vs 2019 年 2 月 22 日-5 月 22 日

资料来源：交通运输部、华泰证券研究所

图表61： 全国乘用车和商用车销量增速（2016-2019 年）

资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表62： 全国私家车保有量（2012-2019 年）

资料来源：Wind、华泰证券研究所

政府补偿或以延长收费期的形式展开。交通部在3月6日新闻会表示正在制定保障政策，包括延缓付息、本金展期或者续贷及适当延长经营期限等，从而依法保障收费公路的使用者、管理者、投资者、债权人的合法权益。考虑政府财政压力以及投资优先序，我们认为政府延长收费公路期限作为补偿的概率比现金补偿的概率更高。如果补偿期限方案正式出台，公司的 DCF 价值将获得一定修复。

市场已反映 ETC 折扣与货车优惠的综合影响

ETC 优惠降低客车通行费率。2019 年 7 月起，中国各省全面实施 ETC 95 折通行费优惠政策。其中，广东省与江苏省 ETC 优惠力度由 98 折升级为 95 折，浙江省由 97 折调整为 95 折，安徽省和山东省优惠幅度没有变化。据交通运输部，高速公路 ETC 使用率从 2019 年 7 月的 40% 左右提升至 2020 年 5 月的 64%。据《关于大力推动高速公路 ETC 发展应用工作的通知》，交通部的目标是推动车辆 ETC 使用率达到 90% 以上。伴随 ETC 使用率提高，我们预计老路的客车实际通行费率小幅降低。

客车流量因通行效率提升而增加，人工成本有望逐步降低。我们观察到，在 ETC 推广工作如火如荼的 2019 年下半年，全国高速公路客车流量同比增速逐季加快（1Q+7.8%；2Q+7.4%；3Q+9.1%；4Q+9.4%），货车流量增速没有明显的变化趋势（1Q+7.0%；2Q+6.0%；3Q+7.6%；4Q+5.8%）（数据来源：交通运输部）。我们认为，通行效率提升及 ETC 折扣均对客车流量产生诱增影响。长远来看，取消省界收费站 ETC 化改造，不仅能节省管理及人工成本，更能减少拥堵、促进收费效率提升，进而提高通行能力和高峰期可容纳车流。

货车由计重改为按轴收费，影响尚不明确。自 2020 年起，全国高速公路货车通行费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。改按车型收费后，同一车型不论空载满载，其通行费均相同；与计重收费模式相比，新标准下的满载货车通行费降低，空载货车通行费升高。新标准鼓励货车多装货，车流路径可能发生变化。

各省实施货车差异化优惠，对费率产生拖累。交通部在 2020 年 4 月 30 日新闻会表示，各省已完成货车费率调整，与 2019 年相比，全国二类至六类货车平均受益频次将分别达到 65.6%、64.6%、66.7%、71.4%、82.4%。交通部在 5 月 29 日新闻会表示，据初步测算，按照新的货车车轴型收费标准，在同等交通量条件下，相当于全年货车通行费支出整体下降了 11.6%。差异化收费对货车费率产生小幅拖累，但其对车流量的诱增仍需观察。

高股息资产在低利率环境下凸显稀缺性

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。在经济受疫情冲击最严重的一季度，中国十年国债到期收益率快速下行到 2.48%（2020/4/8），随后反弹至 2.85%（2020/6/5）。华泰固收组预测（详见 2020/6/2 报告《资金面预期收敛而非逆转》），十年期国债达到 2.7-2.8% 短期目标区域，可能会转入横盘震荡；中期判断十年期国债挑战 2.8-3.0% 区间，重回春节前 3.1-3.2% 的概率不高。估值层面，在低利率环境下，高股息的高速公路资产具备吸引力。

图表 63： 中国十年期国债到期收益率



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表 64： 中国 AAA 级十年期公司债到期收益率



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表65：高速公路：可比公司估值表

公司名称	股票代码	评级	目标价 (元) (USDmn)	市值	PE (x)			PB (x)			ROE (%)			Dividend yield (%)		
					2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
A 股																
招商公路	001965 CH	增持	8.53-8.58	5,823	9.8	16.9	8.8	0.8	0.8	0.8	8.9	4.9	8.6	4.2	2.4	4.8
宁沪高速	600377 CH	增持	11.38-12.18	6,836	12.0	16.5	11.0	1.8	1.7	1.6	15.3	10.4	14.2	4.6	3.3	5.0
山东高速	600350 CH	增持	6.48-6.54	4,167	11.1	13.6	9.9	1.0	1.0	0.9	9.3	7.1	9.2	6.2	4.4	6.0
粤高速 A	000429 CH	增持	8.50-9.21	1,933	11.6	19.9	9.7	1.5	1.5	1.4	12.9	7.5	14.1	6.0	3.5	7.2
深高速	600548 CH	买入	11.57-11.65	2,613	7.4	12.9	8.0	1.1	1.1	1.0	14.9	8.1	12.1	5.7	3.5	5.7
皖通高速	600012 CH	买入	6.79-7.18	1,095	8.0	13.6	6.9	0.8	0.8	0.7	10.3	5.8	10.4	4.4	2.6	5.1
福建高速	600033 CH	增持	3.23-3.37	1,039	8.5	17.8	8.1	0.8	0.8	0.7	9.3	4.4	9.0	1.9	2.8	6.2
四川成渝	601107 CH	NR	na	1,300	10.1	89.5	9.9	0.7	0.7	0.7	7.3	0.8	6.5	3.1	0.4	3.6
城发环境	000885 CH	NR	na	694	7.5	7.8	5.4	1.6	1.3	1.1	23.2	16.6	20.1	1.3	0.5	0.9
市值加权均值					10.3	19.4	9.4	1.2	1.2	1.1	12.0	7.4	11.3	4.7	3.1	5.2
H 股																
宁沪高速	177 HK	NR	na	6,836	10.2	14.4	9.5	1.5	1.5	1.4	15.3	10.1	14.3	5.4	5.4	5.6
浙江沪杭甬	576 HK	NR	na	3,021	5.7	8.8	5.5	1.0	0.9	0.9	16.5	11.7	17.0	7.2	7.2	8.2
深高速	548 HK	NR	na	2,613	6.0	10.5	6.4	0.9	0.8	0.8	14.9	7.4	10.7	7.1	4.1	6.9
皖通高速	995 HK	NR	na	1,095	5.2	10.5	5.1	0.5	0.5	0.5	10.3	4.4	9.9	6.8	3.1	7.1
四川成渝	107 HK	NR	na	1,300	4.6	40.7	4.5	0.3	0.3	0.3	7.3	0.8	6.5	6.8	0.9	8.0
湾区发展	737 HK	NR	na	694	12.3	20.2	11.1	1.6	1.6	1.6	12.2	7.9	14.3	8.1	5.0	8.8
越秀交通基建	1052 HK	NR	na	1,099	7.0	20.7	6.2	0.7	0.7	0.7	10.7	5.3	11.3	7.5	2.9	8.4
市值加权均值					7.9	15.2	7.4	1.1	1.1	1.0	14.1	8.5	13.1	6.4	4.9	6.9
海外																
ATLANTIA SPA	ATL IM	NR	na	14,252	382.2	59.3	14.4	1.6	1.3	1.2	0.4	1.9	9.3	-	2.1	6.1
CCR	CCRO3 BZ	NR	na	5,571	20.6	23.0	19.9	3.5	3.3	3.3	17.0	11.2	15.9	5.4	4.0	4.4
ASTM SPA	AT IM	NR	na	3,049	24.4	15.7	11.1	0.9	1.7	1.6	3.1	5.1	7.9	-	3.6	5.8
Eiffage	FGR FP	NR	na	9,467	10.3	19.4	10.9	1.5	1.4	1.3	15.4	7.4	12.4	3.4	2.8	3.5
Vinci	DG FP	NR	na	58,850	14.0	22.1	14.9	2.3	2.2	2.0	16.7	10.5	14.2	3.7	2.7	3.8
市值加权均值					71.9	27.5	14.6	2.1	2.0	1.9	13.6	8.6	13.1	3.0	2.7	4.2

注：NR=未覆盖，A 股未覆盖公司采用万得一致预期，海外公司采用彭博一致预期，收盘价 2020.06.16

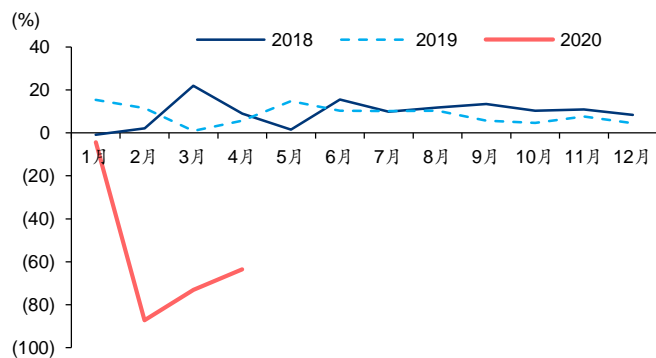
资料来源：Wind，彭博，华泰证券研究所

铁路：布局煤运旺季窗口期，客运恢复仍需要时间

上半年：疫情利空铁路客运，对铁路货运影响较小

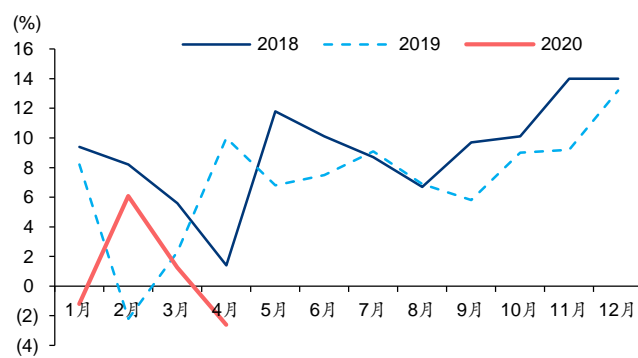
疫情冲击铁路客运需求，但对铁路货运影响较小。1月/2月/3月/4月，全国铁路客运量同比降低4.3%/87.2%/73.1%/63.5%（国家铁路局），5月中旬铁路客运量降幅缩窄至48.4%（交通运输部）。1月/2月/3月/4月，全国铁路货运量同比变化-1.1%/+5.7%/+1.2%/-2.6%（国家铁路局）。受此影响，SW 铁路运输行业一季度营业收入、归母净利润分别同比降低19%、62%。年初至5月31日，SW 铁路运输指数降低17.2%，跑输沪深300指数11.6个百分点。其中，大秦铁路（601006 CH，增持，目标价7.60-8.00元）下跌16.9%，跑输沪深300指数11.3个百分点，受到东南沿海电煤需求不佳、进口煤与蒙冀线的通道竞争等综合影响。

图表66：铁路客运量同比增速



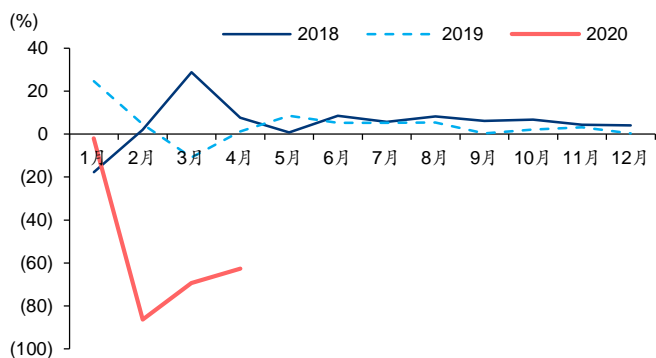
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表67：铁路货运量同比增速



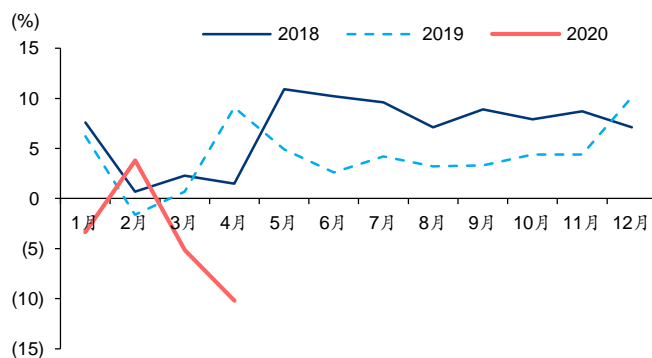
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表68：铁路旅客周转量同比增速



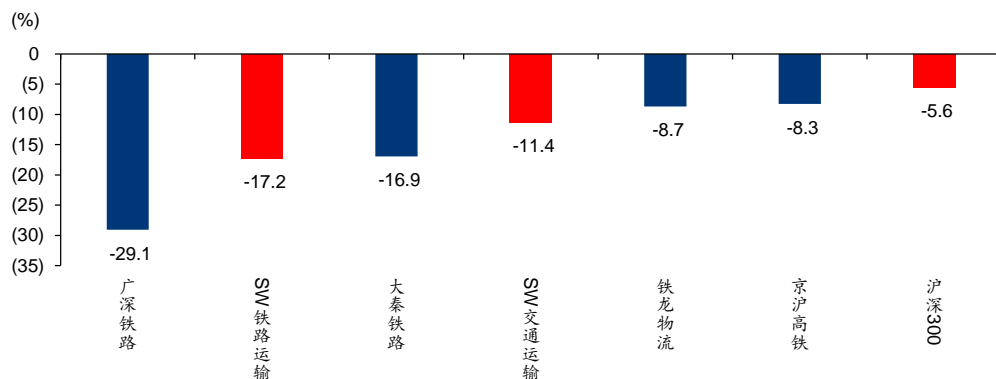
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表69：铁路货物周转量同比增速



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表70： 铁路上市公司 vs 沪深 300 涨跌幅（1 月 1 日至 5 月 31 日）



注：广深铁路（601333 CH，买入，目标价 2.86-2.97 元），铁龙物流（600125 CH，买入，目标价 5.99-6.37 元），京沪高铁（601816 CH，未覆盖）

资料来源：Wind、华泰证券研究所

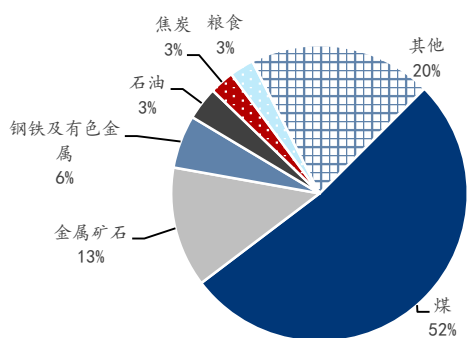
下半年：把握运煤旺季交易机会，等待客运铁路恢复常态

我们预计三季度货运铁路的投资回报优于客运铁路

铁路货物运输已在二季度恢复常态。疫情对铁路货运影响较小，1 月/2 月/3 月/4 月，全国铁路货运量同比变化-1.1%/+5.7%/+1.2%/-2.6%（国家铁路局）；同期，公路货运量同比降低 20.2%/40.5%/14.9%/1.4%（交通运输部）。结合公路货运情况来看，前期防控疫情限制出行措施使部分货物从公路转向铁路运输，后期因高速公路免费及油价大幅下降使货物回流公路。目前高速公路已恢复收费，我们认为公路与铁路的货运竞争格局已恢复稳定，且两者货运量也恢复到去年同期水平。

往后展望，用煤旺季与基建提速或提振铁路货运需求。铁路运输的货物品种主要为煤炭（占 2018 年货运量 52%）、钢铁及矿石（占 2018 年货运量 19%）等大宗商品，其波动主要与上游原材料的周期相关。6-8 月夏季电煤旺季已来临，受大秦线 5 月大修的影响，港口煤炭库存消耗至低位，我们预计煤炭日耗上升与港口煤炭补库存将提振 6-8 月铁路运煤需求。再考虑基建提速对钢铁及矿石运输需求的拉动，我们预计下半年铁路货运需求向好。

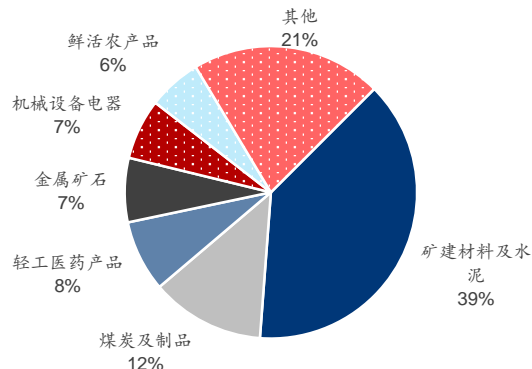
图表71： 国铁货运量结构拆分（2018 年）



注：最新数据为 2018 年口径

资料来源：Wind、华泰证券研究所

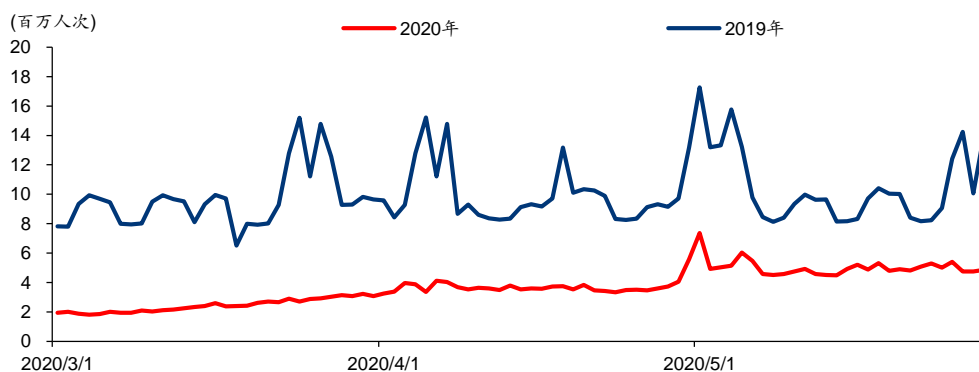
图表72： 公路货运量结构拆分（2019 年）



资料来源：交通运输部、华泰证券研究所

铁路 5 月客运量环比好转，但要恢复到去年同期仍需要一段时间。参考非典疫情案例，在 SARS 公开防治阶段（2003 年 4-6 月），铁路客运量同比降低 36.7%。在 SARS 扑灭后的一个季度内（7-9 月），铁路客运量的同比降幅缩窄至 3.9%。在当年的 10-12 月，铁路客运量同比增速才转正至 3.6%。疫情对出行心理的影响需要时间平复。

图表73： 铁路客运量 2020 年 vs 2019 年



资料来源：交通运输部、华泰证券研究所

关注铁路改革动态，政策面或摆动估值预期

6月2日，国务院办公厅转发国家发展改革委与交通运输部《关于进一步降低物流成本实施意见的通知》，文件提及深化铁路市场化改革与降低铁路货运收费。

深化铁路市场化改革的要点包括：“1）选取铁路路网密集、货运需求量大、运输供求矛盾较突出的地区和部分重要铁路货运线路（含疏运体系）开展铁路市场化改革综合试点，通过引入市场竞争机制，开展投融资、规划建设、运营管理、绩效管理、运输组织等改革；2）持续完善铁路货物运输价格灵活调整机制，及时灵敏反映市场供求关系；3）进一步放宽市场准入，吸引社会资本参与铁路货运场站、仓储等物流设施建设和运营。”

降低铁路货运收费的要点包括：“1）精简铁路货运杂费项目，降低运杂费迟交金收费标准，严格落实取消货物运输变更手续费；2）大力推行大宗货物“一口价”运输。3）严格落实铁路专用线领域收费目录清单和公示制度，对目录清单外的收费项目以及地方政府附加收费、专用线产权单位或经营单位收费等进行清理规范，制定铁路专用线服务价格行为规则，规范铁路专用线、自备车维修服务收费行为，进一步降低收费标准，严禁通过提高或变相提高其他收费的方式冲抵降费效果；4）推动中欧班列高质量发展，优化班列运输组织，加强资源整合，推进“中转集散”，规范不良竞争行为，进一步降低班列开行成本。”

图表74： 铁路：可比公司估值表

公司名称	股票代码	评级	目标价 (元)	市值 (USD mn)	PE (x)			PB (x)			ROE (%)			Dividend yield (%)			
					2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	
A 股																	
京沪高铁	601816 CH	NR	na	43,644	22.1	31.6	24.8	1.3	1.6	1.6	6.8	5.4	6.5	2.2	1.4	1.8	
大秦铁路	601006 CH	增持	7.60-8.00	14,683	7.6	9.2	7.9	0.9	0.9	0.8	12.4	9.6	10.6	6.9	6.9	6.9	
广深铁路	601333 CH	买入	2.86-2.97	2,056	18.8	20.8	17.3	0.5	0.5	0.5	2.9	2.6	3.0	2.7	2.7	3.3	
铁龙物流	600125 CH	买入	5.99-6.37	1,016	15.9	14.7	13.4	1.2	1.1	1.1	7.8	7.7	8.0	2.0	2.1	2.3	
市值加权均值					18.4	25.6	20.3	1.2	1.4	1.4	8.0	6.4	7.4	3.3	2.7	3.1	
H 股																	
港铁公司	66 HK	NR	na	31,831	20.1	28.3	21.2	1.3	1.3	1.3	6.7	4.4	6.2	3.1	3.1	3.3	
广深铁路	525 HK	NR	na	2,056	11.5	31.7	11.6	0.3	0.3	0.3	2.9	0.2	2.8	4.4	3.1	4.6	
市值加权均值					19.6	28.5	20.6	1.3	1.3	1.2	6.4	4.2	6.0	3.2	3.1	3.3	
海外																	
Union Pacific	UNP US	NR	na	113,952	19.9	22.2	18.6	6.4	6.8	7.2	30.7	30.2	37.3	2.2	2.3	2.4	
Canadian National Railway	CNR CN	NR	na	62,412	20.6	22.8	19.0	4.7	4.3	4.0	23.4	19.9	22.2	1.8	1.9	2.0	
CSX Corp	CSX US	NR	na	53,697	17.5	19.9	17.0	4.6	4.6	4.8	26.2	22.7	26.4	1.4	1.5	1.6	
Norfolk Southern	NSC US	NR	na	45,500	17.4	20.1	16.6	3.0	3.1	3.0	17.6	14.6	18.2	2.0	2.1	2.2	
Central Japan Railway	9022 JT	NR	na	34,724	8.0	8.8	24.2	1.0	0.9	0.9	13.5	10.9	3.8	0.8	0.8	0.8	
East Japan Railway	9020 JT	NR	na	29,112	10.4	12.7	64.7	1.0	1.0	1.0	10.3	7.8	0.2	1.8	2.0	1.9	
Canadian Pacific Railway	CP CN	NR	na	34,221	20.7	20.8	18.4	6.6	5.9	5.1	33.4	29.7	30.5	0.9	1.0	1.1	
West Japan Railway	9021 JT	NR	na	11,612	10.6	12.0	(62.8)	1.2	1.1	1.2	11.2	9.2	(3.5)	2.7	2.9	2.1	
Kansas City Southern	KSU US	NR	na	14,075	22.0	22.1	18.4	3.2	3.1	2.9	14.5	13.7	15.6	1.0	1.1	1.2	
市值加权均值					17.6	19.5	19.7	4.4	4.4	4.4	23.6	21.3	23.1	1.7	1.8	1.9	

注：NR=未覆盖，A股未覆盖公司采用万得一致预期，海外公司采用彭博一致预期，收盘价 2020.06.16

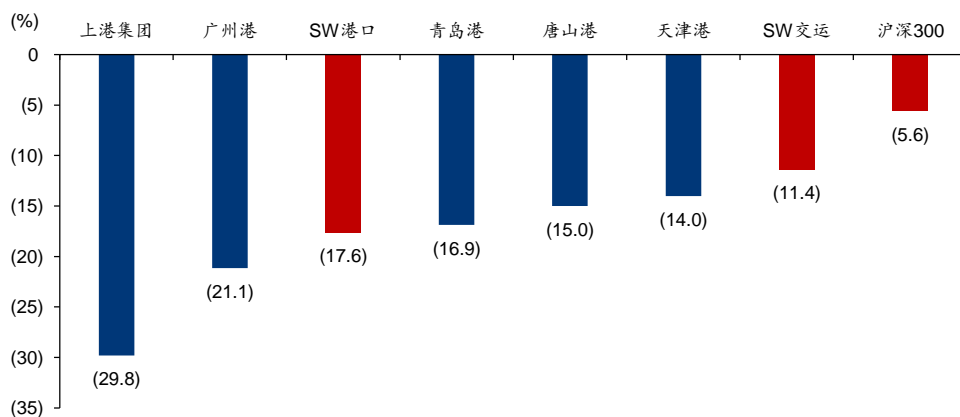
资料来源：Wind，彭博，华泰证券研究所

港口：货物吞吐量同比下滑及降费政策，传统港口业务承压

上半年：新冠疫情拖累港口一季度盈利

2020 年一季报，SW 港口行业营业总收入和归母净利润同比分别下跌 16.2% 和 15.4%，主因新冠疫情影响，港口货物吞吐量同比下滑。同时针对疫情防控，交通运输部和发改委联合印发《关于阶段性降低港口收费标准等事项的通知》，港口实施港口费用优惠或免除的措施，拖累港口盈利。1 月 1 日至 5 月 31 日，SW 港口指数下跌 17.6%，跑输沪深 300 指数 12.0 个百分点，整体板块表现不佳，主因新冠疫情导致行业盈利和估值均承压。

图表75：主要港口上市公司 vs 沪深 300 涨跌幅（1 月 1 日-5 月 31 日）

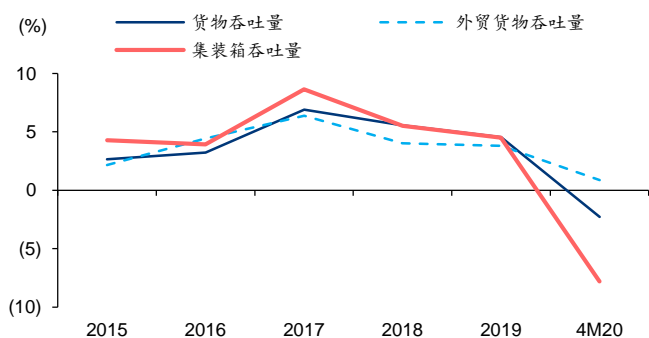


注：上港集团（600018 CH，增持，目标价 5.60-5.70 元），天津港（600717 CH，增持，目标价 6.10-6.21 元），唐山港（601000 CH，增持，目标价 2.57-2.63 元），广州港（601228 CH，未覆盖），青岛港（601298 CH，未覆盖）

资料来源：Wind，华泰证券研究所

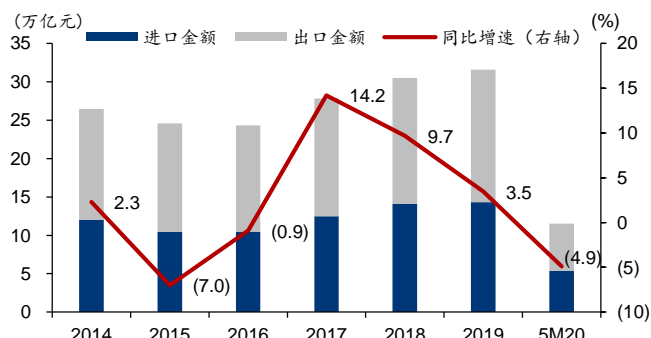
1-4 月，全国港口累计货物吞吐量同比下滑 2.3%。根据交通运输部数据，2020 年 1-4 月，全国港口累计完成货物、外贸货物和集装箱吞吐量分别为 42.0 亿吨、14.0 亿吨和 7,584 万标准箱，同比表现-2.3%、0.9%和-7.8%。港口吞吐量同比出现下滑，主因新冠疫情影响，生产消费停滞影响全球贸易和货物吞吐量。根据海关总署数据，1-5 月，中国进出口累计总额(人民币)同比下滑 4.9%，其中进口金额和出口金额同比分别下滑 5.2%和 4.7%。虽然伴随疫情逐步控制，各国逐步复工复产，港口吞吐量已出现边际改善趋势，但整体我们预计 2020 年全年我国港口吞吐量同比仍将出现负增长。

图表76：全国港口吞吐量同比增速



资料来源：交通运输部，华泰证券研究所

图表77：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

下半年：关注“自贸区”、“大湾区”等国家战略背书及港口资源整合

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。5 月 20 日，国家发展改革委和交通运输部发布《关于进一步降低物流成本的实施意见》，其中，要求对海运口岸收费进行专项清理整顿，进一步精简合并收费项目；研究将港口设施保安费等并入港口作业包干费，降低部分政府定价的港口收费标准；降低集装箱进出口常规收费水平。

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。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。

另一方面，“海南自贸港”、“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。6 月 1 日，国务院正式发布《海南自由贸易港建设总体方案》，标志着海南自由贸易港建设这一重大战略进入全面实施阶段。另外，《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 78：港口：可比公司估值表

公司名称	股票代码	评级	目标价 (元)	市值 (USD mn)	PE (x)			PB (x)			ROE (%)			Dividend yield(%)			EV/EBITDA (x)		
					19	20E	21E	19	20E	21E	19	20E	21E	19	20E	21E	19	20E	21E
A 股																			
上港集团	600018 SH	买入	5.60-5.70	13,927	10.9	11.2	10.1	1.2	1.1	1.0	11.0	9.6	9.8	4.6	5.1	5.3	12.1	9.0	8.3
天津港	600717 SH	增持	6.10-6.21	1,552	18.2	20.2	18.2	0.7	0.7	0.6	3.7	3.2	3.4	-	-	-	8.7	7.1	6.8
宁波港	601018 SH	NR	na	6,408	16.4	15.0	13.6	1.1	1.0	0.9	8.7	6.7	7.0	2.9	2.9	3.2	10.9	7.2	6.9
唐山港	601000 SH	增持	2.57-2.63	1,902	7.6	7.8	7.3	0.8	0.7	0.7	10.4	9.0	8.5	4.0	3.5	4.0	5.6	4.9	4.6
招商港口	001872 SZ	NR	na	3,817	24.6	22.8	19.5	0.8	0.7	0.6	8.7	3.0	3.1	3.3	-	-	25.8	na	na
港股																			
招商局	144 HK	NR	na	4,557	4.1	8.9	7.8	0.4	0.4	0.4	10.8	5.1	5.6	7.8	5.5	5.7	7.2	15.4	14.2
中远海运	1199 HK	NR	na	1,726	5.6	5.8	5.6	0.3	0.3	0.3	6.1	5.5	5.9	7.2	6.8	7.1	12.7	10.9	9.4
海外																			
和记港口	HPHT SP	NR	na	1,045	15.3	23.3	17.9	0.3	0.3	0.3	2.0	1.2	1.8	11.8	8.8	10.8	8.1	9.1	8.5
迪拜环球	DPW DU	NR	na	13,405	11.3	11.8	10.7	1.1	1.1	1.0	10.3	10.4	10.6	2.5	2.9	3.0	9.2	8.7	8.3
国际集装箱	ICT PM	NR	na	4,095	102.3	27.3	17.6	2.8	3.9	3.7	2.5	18.8	26.5	2.7	2.7	2.5	8.0	8.5	7.5
西港控股	WPRTS MK	NR	na	3,080	22.3	22.8	20.4	5.1	4.7	4.1	23.8	21.2	21.7	3.4	3.2	3.7	12.6	13.3	12.1
西岸码头	WTE CN	NR	na	812	8.0	7.0	9.5	1.6	na	na	20.7	17.8	9.4	3.8	3.8	5.7	5.5	5.9	8.1
阿达尼港口	ADSEZ IN	NR	na	9,244	17.8	15.4	16.2	2.9	2.6	2.4	17.6	18.2	14.9	na	1.1	1.1	12.8	11.6	12.0

注：NR=未覆盖，A 股未覆盖公司采用万得一致预期，海外公司采用彭博一致预期，收盘价 2020.06.16

资料来源：Wind，彭博，华泰证券研究所

投资建议

航空：供需结构边际改善，建议布局航空板块

目前伴随国内疫情好转，国内需求处于逐步回暖阶段。并且油价低位，补贴继续，预计二季度航司亏损将收窄，人民币继续贬值空间有限，中期仍有望回到 7 附近的合理区间波动，国内线复苏预计将带动航空板块回暖。供给端，飞机上游制造商波音空客公司机队交付受限，我国航司机队引进谨慎，或将对未来边际供需改善提供支撑。若布伦特油价中枢维持在 35-40 美元/桶，并且明年疫情解除，航空需求恢复，航空板块预计将迎来较大业绩弹性。目前需跟踪新冠二次爆发风险，但防控措施开展迅速，我们预计航空需求回暖趋势不变，并且悲观预期较为充分，三大航估值仅约 1.1xPB (LF)，仍建议布局航空板块，首推东方航空和春秋航空。

机场：依然长期看好核心资产

2020 年下半年，机场国内线流量预计持续回暖，国际线复苏需要观察海外疫情以及政策变化。新冠疫情一次性影响对公司长期价值拖累有限，我国民航需求持续旺盛，流量向枢纽汇集的趋势不变，依然看好枢纽机场长期发展空间逻辑。我们建议关注机场板块中防御性更强的核心资产，推荐上海机场。

航运：关注油运事件性催化

关注油运板块事件性催化，运费水平有望再次反弹，上行具有较大盈利弹性。集运短期仍面临全球宏观不确定性，行业竞争格局改善利好行业中长期发展，具有中长期配置价值。首推中远海能和招商轮船。

铁路：推荐高股息率的个股

我们认为，三季度货运铁路投资性价比优于客运铁路，推荐正逢运煤旺季且股息率高的大秦铁路。

高速：推荐下半年业绩有望同比转好且高股息率的个股

考虑高速公路行业已从 5 月 6 日恢复收费，并且目前车流量已回归正轨，我们认为净利润自三季报起将体现需求的变化而非政策的影响。在此背景下，我们建议下半年选择股息率高并且三季报同比转好的粤高速 A。

重点公司推荐

东方航空（600115 CH，买入，目标价 5.14-5.53 元）

- 1、国内疫情逐步缓解，行业需求开始修复。
- 2、国家出台多项支持民航政策，国际油价大跌，提供额外利好。
- 3、国际航线和疫情恢复匹配度高，国际优势航线为疫情控制较好的东北亚地区。

目标价 5.14-5.53 元基于 1.3x-1.4x 2020PB（为反应新冠疫情下较低的 ROE 水平，低于历史 8 年 PB 均值 1.7 倍，2020E BVPS 3.95 元）。

风险提示：新冠疫情影响超预期，油价大幅上涨，人民币大幅贬值，高铁提速，737MAX8 复飞时点超预期，日韩线恢复较慢。

春秋航空（601021 CH，买入，目标价 47.60-51.00 元）

- 1、国内疫情逐步缓解，行业需求开始修复。
- 2、成本较低，公司能够以较快速度恢复航班。
- 3、国内低成本航司龙头，疫情下公司业绩更为稳定。

目标价 47.60-51.00 元基于 2.8-3.0x 2020PB（2016-1Q2020 历史 PB 均值 3.0x，2020E BVPS 17.00 元）。

风险提示：油价大幅上涨，高铁提速，经济增速放缓，疫情影响程度超预期，补贴下滑超预期。

上海机场（600009 CH，增持，目标价 77.81-85.10 元）

- 1、国内疫情逐步缓解，国内流量迎来复苏。
- 2、卫星厅投产，高峰小时提升，有助于流量中长期持续增长
- 3、中长期门户枢纽地位牢固，国际线流量高占比，盈利能力领先。

目标价人民币 77.81-85.10 基于 DCF 估值法，WACC9.0%，权益成本 10.0%，无风险利率 3.1%，市场溢价 7.0%，beta0.95%，永续增长率 1.5%-2.5%。

风险提示：经济增速放缓，免税销售不及预期，新冠疫情持续时间和影响超预期，高峰时刻增长不达预期。

中远海能（600026 CH，买入，目标价 11.49-11.95 元）

- 1、公司油轮规模全球第一，受益于 2020 年油运行业景气上行周期，盈利弹性大。
- 2、公司同时经营内贸油品运输，盈利稳健。
- 3、公司同时经营进口 LNG 运输，受益于我国进口天然气需求增加。

目标价 11.49-11.95 元基于 1.50x-1.56x 2020E PB（公司历史三年 PB 均值 0.9x +5 个标准差，2020E BVPS 7.66 元）。估值较历史均值溢价主因油运行业自 2020 年起步入上行周期，公司盈利和 ROE 水平提升。

风险提示：运费低于预期，需求低于预期，地缘政治风险，自然灾害。

招商轮船（601872 CH，买入，目标价 9.88-10.06 元）

- 1、公司 VLCC 船队规模全球第一，受益于 2020 年油运行业景气上行周期，盈利弹性大。
- 2、公司 VLOC 船队规模全球第一，VLOC 船舶均锁定长期期租合同，盈利稳健。
- 3、公司同时经营进口 LNG 运输，受益于我国进口天然气需求增加。

目标价 9.88-10.06 元基于 2.00x-2.04x 2020E PB（公司历史三年 PB 均值 1.4x +2.5 个标准差，2020E BVPS 4.94 元）。估值较历史均值溢价主因油运行业自 2020 年起步入上行周期，公司盈利和 ROE 水平提升。

风险提示：运费低于预期，需求低于预期，地缘政治风险，自然灾害。

大秦铁路（601006 CH，增持，目标价 7.6-8.0 元）

- 1、大秦铁路已进入夏季电煤运输旺季，5 月大修使秦港煤炭库存消耗至低位，煤炭日耗上升与港口补库存有望提振 6-8 月运煤需求。
- 2、高股息具有吸引力，公司在 2020-2022 年股东回报规划承诺每年每股分红不低于 0.48 元，对应股息率为 6.9%（2020.6.15 收盘价）。

目标价 7.6-8.0 元是基于 10.0x-10.5x 2020E PE（公司 2014-2019 年的 PE 均值为 10.0x，2020E EPS 0.76 元）。

风险提示：经济快速下行，浩吉、蒙冀、瓦日铁路分流，公路治超放松。

粤高速 A（000429 CH，增持，目标价 8.50-9.21 元）

- 1、路产位于珠三角，区位优势显著；前期路网分流效应逐步消除。
- 2、佛开高速（占 2019 年通行费收入的 43%）南段已于 2019 年 11 月完成改扩建，提升道路通行能力并且提高收费标准约 1/3，前期因道路施工而分流的车辆有望回流；据 2019 年报，公司正在跟主管部门申请延长收费期。

3、高股息率具有吸引力，2019/2020E/2021E 年度股息率预计为 6.2%/3.6%/7.4%（假设分红率为 70%；2020.6.15 收盘价）。

目标价 8.50-9.21 元源自：1）基于 11.8x 2021E PE（A 股上市高速公路公司万得一致预期 2021E PE 均值为 9.4x，因公司分红率高于行业而给予约 25%溢价），2021E EPS 0.72 元，估算目标价 8.50 元；2）基于 WACC = 7.76% 的 DCF 估值模型（股权成本 10.76%，债务成本 4.40%，无风险利率 2.5%，市场风险溢价 9.7% 和 Beta 0.852，并且假设路产在特许经营权到期后归还政府），测算目标价 9.21 元。

风险提示：车流量低于预期，政府补偿方案进展迟缓。

图表79：重点推荐公司估值表

股票代码	股票名称	收盘价(元)	投资评级	目标价(元)	EPS (元)				P/E (x)			
					2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
600115 CH	东方航空	4.29	买入	5.14-5.53	0.20	(0.13)	0.52	0.53	21.45	(33.00)	8.25	8.06
601021 CH	春秋航空	37.05	买入	47.60-51.00	2.01	0.80	2.68	3.34	18.43	46.31	13.82	11.09
600009 CH	上海机场	72.18	增持	77.81-85.10	2.61	0.96	3.06	3.48	27.66	75.19	23.59	20.74
600026 CH	中远海能	6.62	买入	11.49-11.95	0.09	1.13	0.77	0.82	73.56	5.86	8.60	8.07
601872 CH	招商轮船	5.76	买入	9.88-10.06	0.24	0.75	0.50	0.60	24.00	7.68	11.52	9.06
601006 CH	大秦铁路	6.99	增持	7.60-8.00	0.92	0.76	0.88	0.86	7.60	9.20	7.94	8.13
000429 CH	粤高速 A	6.98	增持	8.50-9.21	0.60	0.35	0.72	0.63	11.63	19.94	9.69	11.08

备注：EPS 为华泰证券交运团队预测数据，收盘价为 2020.06.16

资料来源：Wind，华泰证券研究所

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我们的预期，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) 疫情超预期。疫情扩散及时长超预期，或将影响出行和进出口货量需求，拖累航空、机场、公路、铁路、航运和港口等板块业绩。

(3) 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：中美冲突致中美贸易量大幅下降，进而影响海运运量、港口吞吐量。

(4) 油汇风险。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；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：老旧船舶拆解量低于预期、新造船订单高于预期、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我们的预期；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：港口区域整合进展低于市场预期。

免责声明

分析师声明

本人，沈晓峰、袁钉、林霞颖、黄凡洋，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。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。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

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。本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

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，需在允许的范围内使用，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利。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。

针对美国司法管辖区的声明

美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

所有权及重大利益冲突

分析师沈晓峰、袁钉、林霞颖、黄凡洋本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。

重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

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

法律实体披露

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。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有 2020 年华泰证券股份有限公司