

2018年半年度策略会交运策略

2018年05月30日

分化加剧秋送爽

——坚定长期逻辑，提前布局中报

行业评级：谨慎增持

证券研究报告

姓名：郑武（分析师）

证书编号：S0880514030002

姓名：岳鑫（分析师）

证书编号：S0880514030006

姓名：皇甫晓晗（研究助理）

证书编号：S0880116080331

姓名：陈金海（分析师）

证书编号：S0880517070003

姓名：杜冲（分析师）

证书编号：S0880517080006



国泰君安证券
GUOTAI JUNAN SECURITIES

投资要点（行业评级：谨慎增持）

01

航空：短期政策摇摆，长期逻辑清晰

政策摇摆导致预期混乱，但超级周期的中长期逻辑，进一步被验证。继续推荐三大航与吉祥航空。

02

航运仍需寒冬，快递版图重绘

航运仍需寒冬持续，才能实现出清；

快递行业版图重绘，非时效网络快递分化加剧，时效城配继续快速崛起。

03

绝对收益品种

绝对收益配置意愿提升：增持建发股份、长久物流与粤高速A等少数高速公路；

新投资机会或将出现：6月提前布局长期逻辑清晰，且中报超预期品种。

七年前，我们提出客座率“阈值”理论假设

- 客座率低于阈值，票价与客座率几乎没有相关性
- 客座率高于阈值，票价与客座率呈现逐渐增强的正相关性

图1：低客座率下，票价与客座率无相关性

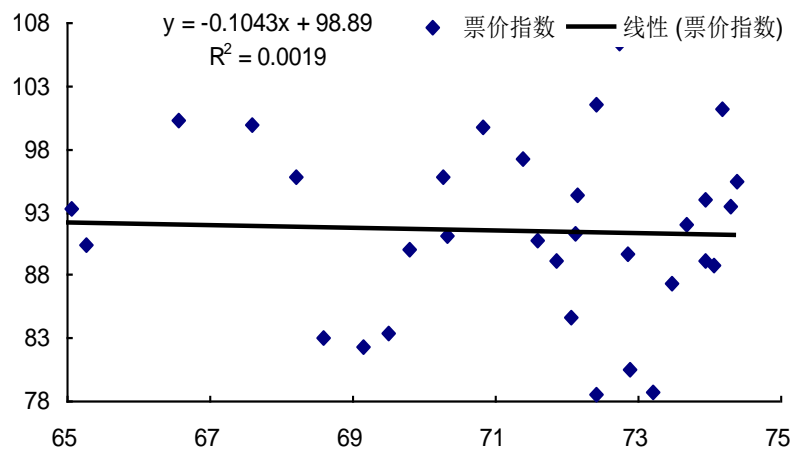
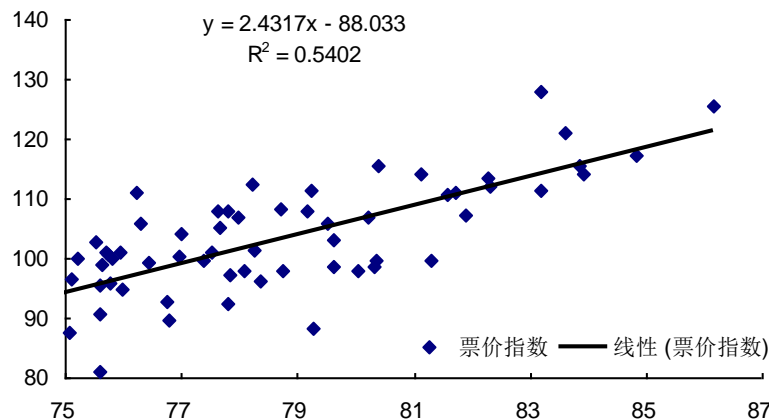


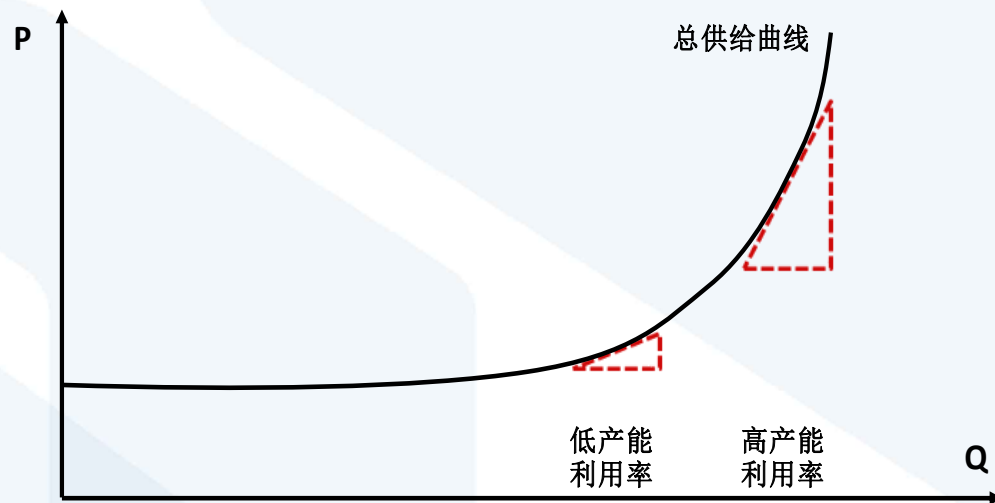
图2：高客座率下，票价与客座率正相关性增强



走出情绪周期，抢跑超级旺季

- 低产能利用率，周期行业被视为僵尸行业
- 高产能利用率，周期行业展现盈利高弹性

图3：产能利用率与价格弹性的相关性



走出情绪周期，抢跑超级旺季

- 1948-1978年：公用设施，稳定回报；
- 1978-2014年：大宗商品，随机波动；
- 2015-??年：大宗商品，突破阈值。

图4：美国航空业客座率与利润率

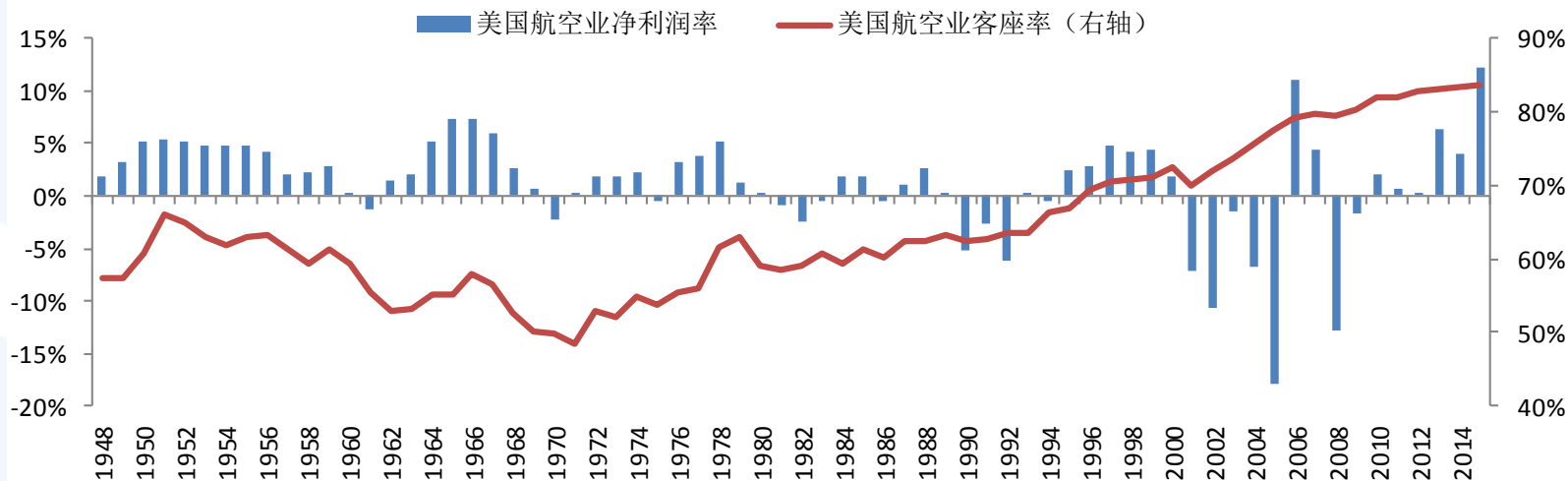


图5：美国航空公司数量40年历史

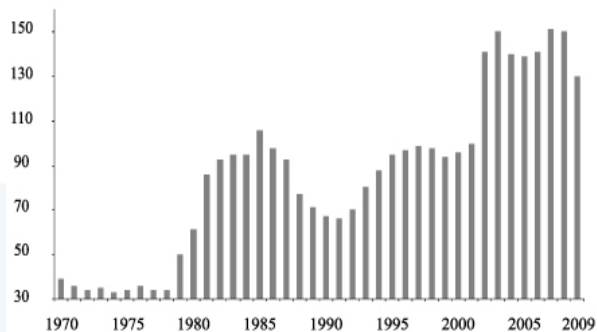


图6：美国航空业集中度

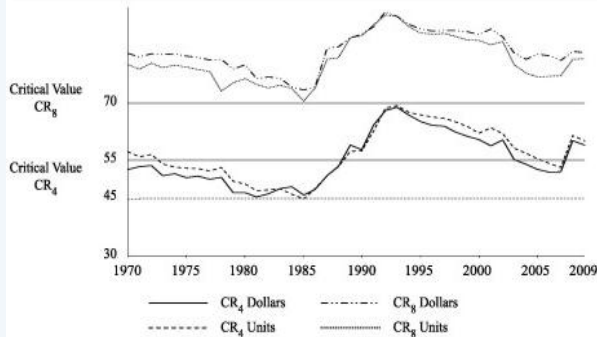


图7：低客座率下的票价随机性

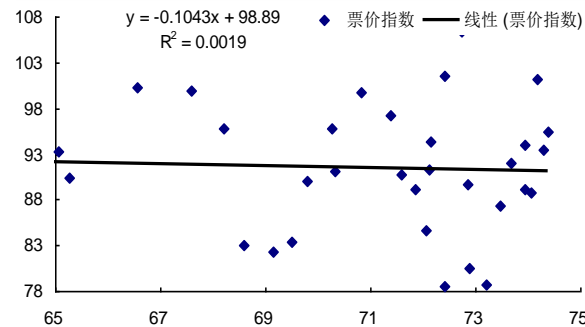


图8：美国航空业70年

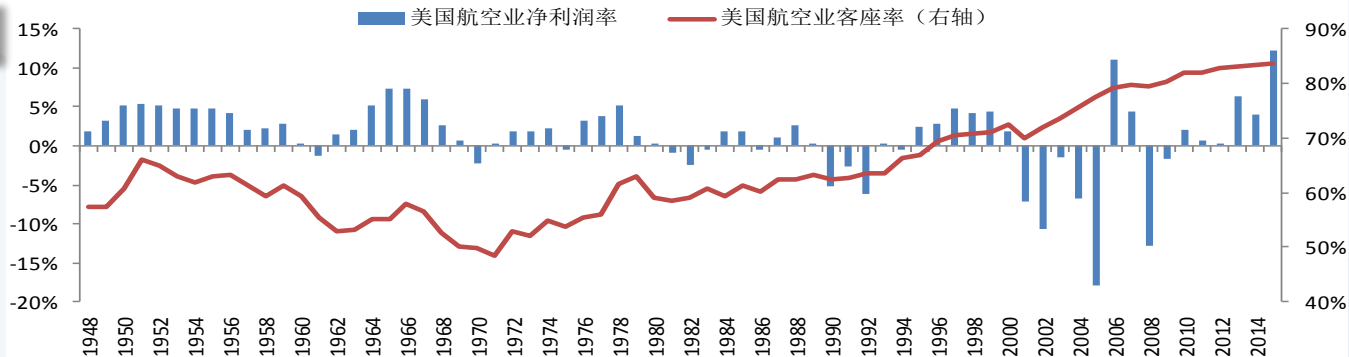


图9：美国航空供求增速66年趋势

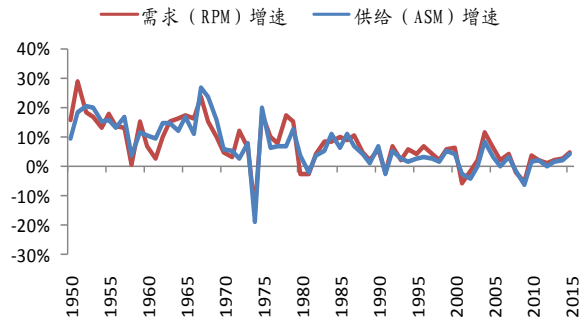


图10：高客座率下的票价相关性

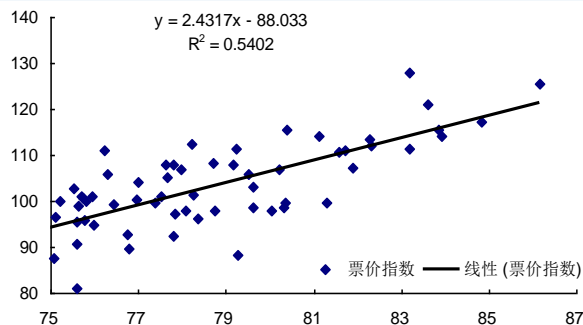


图11：中国票价2014-2017

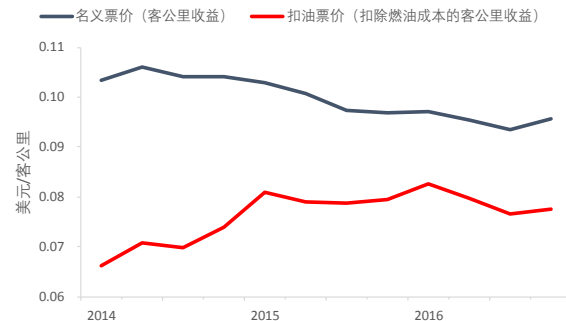
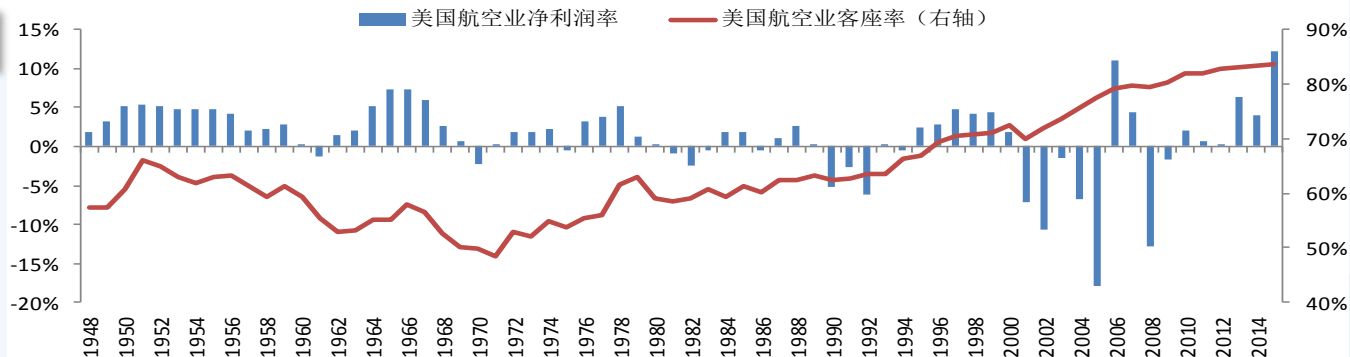


图12：美国航空业70年



01

航空公司最重要的资产——时刻

走出情绪周期，抢跑超级旺季

1、案例：

■ 深圳-上海，12月11日

06：45，CZ3568，670元；

09：00，CZ3553，1350元；

■ 深圳-丽江

07：45，ZH9941，1360元；

17：45，CZ6659，860元；

2、资产的会计学定义；

3、时刻资产的背后——人的时间价值；

4、时刻未必是资产——人口的地理分布。

01

时刻无形资产，及其条件

走出情绪周期，抢跑超级旺季

1. 管理的alpha，时刻的alpha？
2. 航空公司EVA来自有形资产，还是时刻？
3. 为什么超级周期有可能存在？
4. 哪些国家可能出现超级周期？
5. 关于时刻，仍有许多未解之谜。

01 不可测的情绪周期，可评估的网络品质

走出情绪周期，抢跑超级旺季

■ 估值得轨消费，盈利增速低谷

2017年市盈率与消费股接轨；

市场对于2018年盈利预期，将呈现W型；

■ 脆弱的利润表模型

随机的油价和汇率；

敏感的利润表；

■ 情绪周期（2018）：

大众情人——短期投资者占比提升，推荐报告大幅增加，提高股价波动率；

盲人摸象——随机的自变量，引起乐观与恐慌；

■ 不可测的情绪周期，可度量的网络品质

“中国吉祥，南航东航”。

02

建发股份：盈利加速增长，预期即将改变

建发股份

- ◆ 净利润增速有望大幅提高，2018年将是拐点；
- ◆ 大宗供应链业务量持续较快增长推动利润增长；
- ◆ 2018年房地产业务进入收入和利润高增长阶段；
- ◆ 2018年上半年将是超市场预期最明显的时候。

图14：大宗供应链市场份额提高推动业务量快速增长

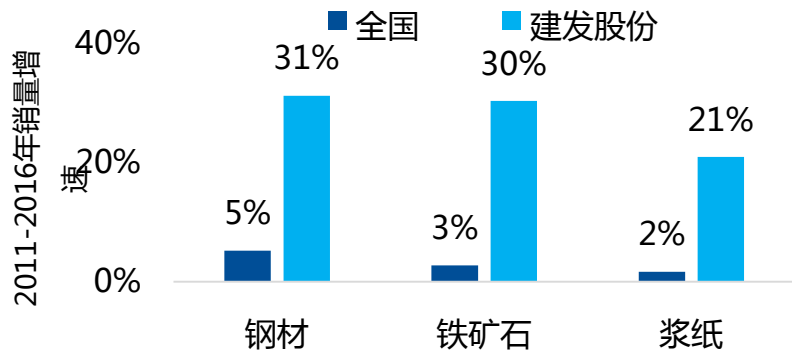


图13：未来三年净利润增速有望大幅提高

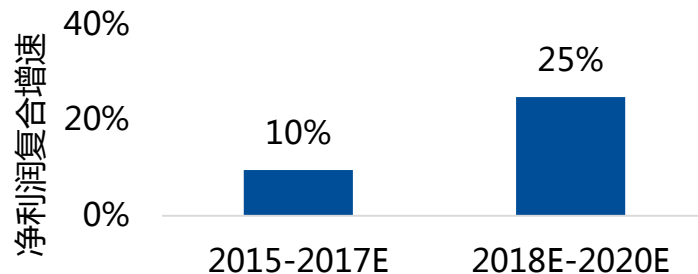


图15：2018年房地产收入和利润进入高增长阶段

2016/17年新开工高增长
新开工：2016年+44%，2017上半年+153%

2017/18年合同销售收入高增长
预计2017年+33%，2018年+75%

2018/19年结算收入和净利润高增长
结算收入：保守估计2018、2019年+25%

02 长久物流：行业变革机遇期，龙头企业抢份额

长久物流

- ◆ 630治超将淘汰违规车，将导致运力紧缺、运价上涨；
- ◆ 长久物流购置车船运力，将推动运量增长、份额提升；
- ◆ 运输量价齐升，2017/18年收入和利润有望大幅增长；

图17：长久物流的乘用车运量有望大幅增长

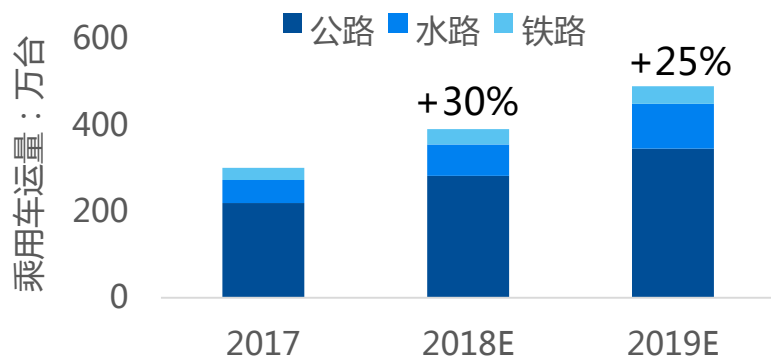
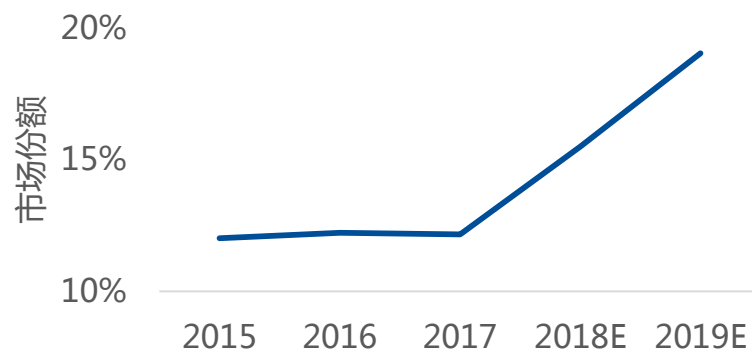


图16：商品车物流行业治超将淘汰旧车、推升运价

实施日期	政策内容	运价涨幅
2016年9月21日	全面禁止“双排车”通行	20%-30%
2017年6月-2018年6月	每季末淘汰20%单排车	10%左右
2018年7月1日	淘汰全部不合规运输车	20%-30%

图18：长久物流乘用车运输市场份额将大幅提升



- ◆ 2017-18股息率：6.0%/5.5%
- ◆ 2018年，再投资能力将逐渐被市场认可
- 现金流----账面现金30亿，每年经营净现金流15亿以上
- 治理结构----复星占股9.7%，1名董事
- 人才配备----专业投资队伍与良好的激励机制

图19：粤高速A账面现金与经营活动净现金流

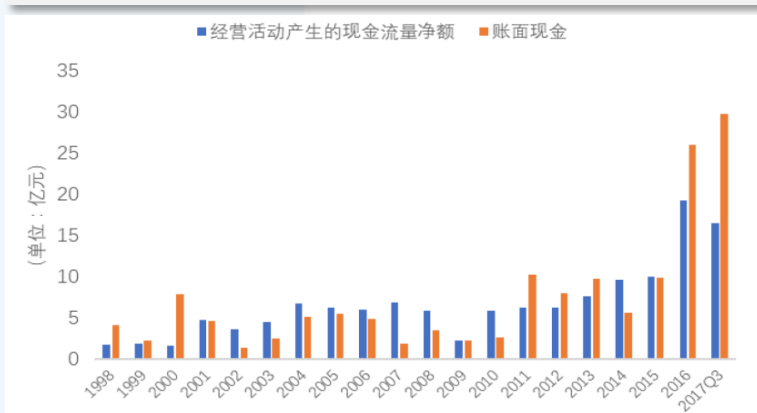


表1：粤高速A2016年收购路产情况回顾

收购标的	收购公司整体估值 (亿元)	净利润(亿元)			对应收购PE		
		2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E
佛开高速25%股权	39	3.33	3.50	3.14	11.6	11.1	12.3
广珠交通100%股权	42	4.94	5.31	5.52	8.5	7.9	7.6

- ◆ 济青高速改扩建收费期延长15年（至2044年），是行业目前扩建后获批收费延期最长的路产；
- ◆ 地产变现、对外投资，可能改善2018年业绩悲观假设；
- ◆ 按照9%的股权贴现率计算，贴现价值413亿元，目标价8.60元。

图20：2016年济青高速通行费收入占公司收费公路业务总收入近半

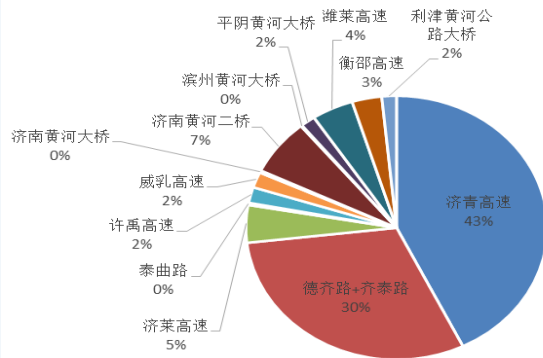


表2：济青高速改扩建工程信息一览

改扩建起止	扩建方式	拓宽里程	计划工期	收费期限	造价
起于青岛朱家官庄村，沿原济青高速公路扩建前行，止于济南零点互通立交	双侧拼宽为主、单侧拼宽、单侧分离和双侧分离为辅，由双向四车道拓宽至双向八车道	309.172 公里	2015年10月底开工建设，2019年6月底建成通车	收费期限自改扩建项目通车之日起 25 年	估算总投资为 307.99 亿元，平均每公里造价 9961.9 万元

推荐品种：绝对收益，长期投资

盈利预测与估值

表3：重点公司盈利预测及估值

公司代码	公司名称	股价(元) 20180525	每股收益(元)			市盈率(X)			目标价 (元)	投资 评级
			2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E		
601111	中国国航	11.3	0.54	0.68	0.98	21	17	12	13.86	增持
603885	吉祥航空	16.29	0.74	0.88	1.27	22	19	13	22	增持
600029	南方航空	10.33	0.6	0.73	1.15	17	14	9	13.8	增持
600115	东方航空	7.49	0.44	0.48	0.82	17	16	9	9.84	增持
603569	长久物流	25.42	0.98	1.26	1.59	26	20	16	27	增持
000429	粤高速A	8.42	0.72	0.67	0.71	12	13	12	10.25	增持
600033	福建高速	3.46	0.24	0.27	0.28	14	13	12	4.5	增持
600350	山东高速	5.18	0.55	0.57	0.54	9	9	10	8.6	增持
600153	建发股份	11.17	1.17	1.49	1.82	10	7	6	16.77	增持
601006	大秦铁路	8.43	0.9	0.94	0.89	9	9	9	8.61	谨慎增持

资料来源：wind，国泰君安证券研究

注：本公司持有本报告所述山东高速（600350）股票达到其全部已发行股份的1%以上

风险提示

风险提示

- 国内外宏观经济波动，导致交运行业需求波动
- 政府监管政策调整，将可能影响交运基建板块长期投资回报
- 油价大幅上升，将可能导致交运周期板块短期利润受到明显影响
- 利率上行，将可能导致高股息收益率的基建股吸引力下降

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

国泰君安郑武团队

Thank you for listening

