

推荐 (维持)

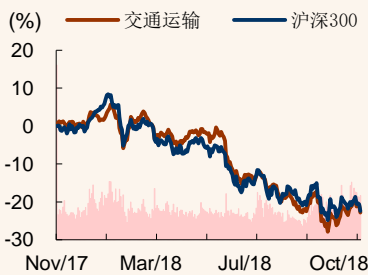
吹尽狂沙始见金

2018年11月24日

交运行业2019年度投资策略

上证指数	2579
行业规模	占比%
股票家数 (只)	113 3.2
总市值 (亿元)	17596 3.9
流通市值 (亿元)	13060 3.6

行业指数			
%	1m	6m	12m
绝对表现	0.2	-22.2	-25.7
相对表现	1.4	-3.8	-2.3



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

袁钉

010-57601857
 yuanding@cmschina.com.cn
 S1090517080001

我们推荐独立演绎的航空和油运周期, 结构变迁的机场, 以及网络效应的快递和多式联运, 核心标的: 东方航空、中远海能、深圳机场、嘉友国际、申通快递。

- **周期的独立演绎: 航空和油运。** 我们希望找到独立演绎的周期: 需求和宏观不相关甚至负相关 (方向), 而供给明显改善 (弹性)。**航空:** 民航供给侧改革兑现去产量, 行业竞争格局逐步改善。三大航隐含定价能力释放, 具备逆周期提价能力。大航即期估值已经具备相当吸引力, 短期催化剂明确 (日韩外需改善/油价下跌/汇率企稳), 中期修复至 2X PB。**油运:** 原油需求极为刚性, 双重库存 (原油+油轮) 主导油运周期, 导致油运周期和油价周期背离。油运周期 18H1-20 年景气度持续向上, 推荐中远海能, 19Q2 淡季重仓布局。
- **基建的结构变迁: 机场。** 2018 年, 分母 (利率下行+风险偏好下降) 驱动优质基建标的明显超额收益, 但分子仍有周期性, 即熊市补跌的风险尚未出清。唯有结构变迁才能对冲周期性风险, 板块推荐机场 (免税为核心的流量变现), 个股推荐深圳机场 (产能释放+商业重新招标), 关注白云机场和上海机场。
- **成长的网络效应: 快递和多式联运。** 物理网络和网络效应, 是评估运输企业成长性的关键。物理网络上, 我们优选公路网 (快递/零担/整车) 以及多网融合 (多式联运)。网络效应的核心则是运输需求的派生性。**快递:** 电商渗透率持续提升, 未来 5 年增速从 30% 逐步退坡至 20%; 二三线快递逐步出局, 一线快递竞合中发展, 降低成本, 提升服务品质; 个股推荐申通 (低估值+明显边际改善), 关注圆通、韵达和顺丰。**多式联运:** 政策催化行业高速增长, 2020 年公铁联运千亿市场空间 (年均 30%+)。对标美股 J.B. Hunt, 行业足以容纳 300 亿市值巨头, 个股推荐嘉友国际 (一带一路跨境多式联运+低估值次新股)。
- **投资策略:** 我们对于 2019 年宏观维持谨慎态度, 但仍然希望从周期、基建和成长三条主线中寻找机会: 独立演绎的航空和油运周期, 结构变迁的机场, 以及网络效应的多式联运和快递, 核心标的: 东方航空、中远海能、深圳机场、嘉友国际、申通快递。
- **风险提示:** 宏观经济下滑、油价回升、快递价格战、铁路改革低于预期

重点公司主要财务指标

	股价	17EPS	18EPS	19EPS	18PE	19PE	PB	评级
东方航空	5.27	0.44	0.21	0.49	25.7	10.8	1.3	强烈推荐-A
春秋航空	34.22	1.58	1.55	2.00	22.0	17.1	2.4	强烈推荐-A
吉祥航空	13.17	0.74	0.74	0.96	17.8	13.7	2.4	强烈推荐-A
深圳机场	7.69	0.32	0.37	0.44	20.7	17.5	1.4	强烈推荐-A
上海机场	49.00	1.91	2.23	2.92	22.0	16.8	3.5	强烈推荐-A
中远海能	4.57	0.44	0.04	0.34	108.8	13.3	0.7	强烈推荐-A
大秦铁路	7.75	0.90	0.96	0.96	8.1	8.0	1.1	强烈推荐-A
韵达股份	30.29	1.31	1.46	1.48	20.8	20.4	4.8	强烈推荐-A
申通快递	17.60	0.97	1.43	1.63	12.3	10.8	3.3	强烈推荐-A
嘉友国际	38.01	3.44	2.40	3.11	15.8	12.2	2.8	强烈推荐-A

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

一、三条主线中的预期差.....	5
1、市场表现和风格切换	5
2、选股逻辑：预期差	5
二、周期：独立演绎.....	9
1、相关性和独立性.....	9
2、航空客运：逆周期的提价能力.....	9
2、油运：和油价的背离	13
三、基建：结构变迁.....	15
1、从 DCF 模型说起.....	15
2、机场：流量变现.....	16
三、成长：网络效应.....	19
1、网络的价值.....	19
2、快递：面临挑战的 2019	19
3、多式联运：寻找中国的 J.B. Hunt.....	22

图表目录

图 1: 申万交运及沪深 300 涨跌	5
图 2: 年初至今各子行业累计涨幅	5
图 3: 个股涨跌幅 VS 市值 (16-18.10.18)	5
图 4: 个股涨跌幅 VS 市值 (18.10.18 至今)	5
图 5: G20 和中国经济增速同步放缓	6
图 6: 美元兑人民币汇率中间价走势	6
图 7: 布伦特原油价格走势	6
图 8: 交通运输行业产业链	7
图 9: 航空周期 VS 宏观周期	9
图 10: 油运周期 VS 油价周期	9
图 11: 航空供给的形成	10
图 12: 空域资源增长远低于飞机起降架次	10
图 13: 民航运输飞行小时	10
图 14: 上海时刻资源紧张制约运力投放	10
图 15: 国内线 RPK 增速分解 (12-17)	11
图 16: 国际线 RPK 增速分解 (12-17)	11
图 17: 航空名义增速 VS GDP 名义增速	11
图 18: 中国民航业市场集中度持续下降	12
图 19: 上海市场份额 (座位数)	12
图 20: 高端白酒价格变化	12
图 21: 三大航客公里收益	12
图 22: 主要航企业绩敏感性分析	13
图 23: 航空板块阿尔法不显著 (月收益)	13
图 24: 油价周期及油运周期	13
图 25: 原油和油运市场研究框架	14
图 26: 原油和油运供需关系	14
图 27: 油轮订单运力比	14
图 28: 原油运输市场供需关系	14
图 29: 利率市场持续下行	15

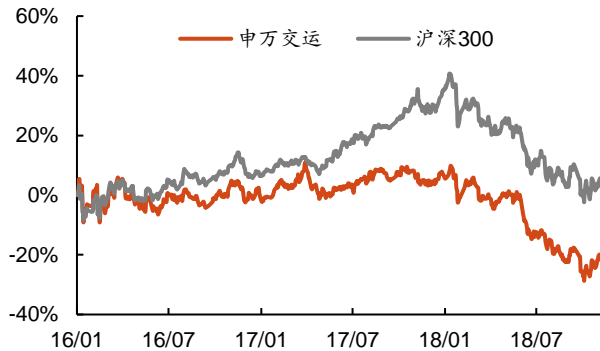
图 30: 交运板块市场表现排行 (剔除次新及重组)	15
图 31: 深圳机场人均含税商业收入	15
图 32: 全国港口货运吞吐量	15
图 33: 大秦线日均运量	16
图 34: 高速公路货车流量增速	16
图 35: 枢纽机场价值链	16
图 36: 主要商业销售坪效和扣点率	17
图 37: 机场免税估值框架	17
图 38: 一线机场免税扣点率	17
图 39: 五大机场 ROE	18
图 40: 主要机场市值对比	18
图 41: 网络效应的差异	19
图 42: 全国网上商品零售额	20
图 43: 电商品类渗透率	20
图 44: 电商件增速测算	20
图 45: 通达系单票成本拆分 (2018H1)	20
图 46: 海外快递市场集中度	21
图 47: 六大上市快递企业 13-17 件量复合增速	21
图 48: 主要快递企业件量增速 (月)	21
图 49: 主要快递企业限售解禁 (18-20)	22
图 50: 美国多式联运货运量 (亿吨)	23
图 51: 美国多式联运货运量占比	23
图 52: JB 亨特运输服务 40 倍涨幅复牌	23
图 53: JBHT 公铁多式联运运能优势	24
图 54: JBHT 公铁多式联运中心站网络布局	24
图 55: 铁路集装箱运量 (2012-2017)	25
图 56: 各国铁路集装箱运量占比	25
表 1: 重点公司估值对比表	8
表 2: 我国推动多式联运发展的主要政策	24

一、三条主线中的预期差

1、市场表现和风格切换

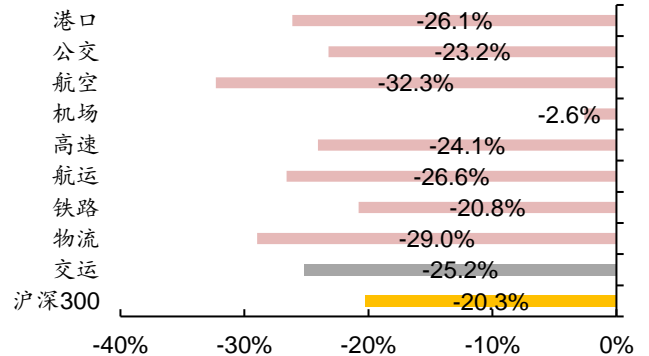
年初至今，除机场板块表现出明显超额收益外，申万交运其它板块均跑输沪深300。以2018.10.18为界，板块经历一轮明显风格切换，从“以大为美”到“以小为美”。

图 1：申万交运及沪深 300 涨跌



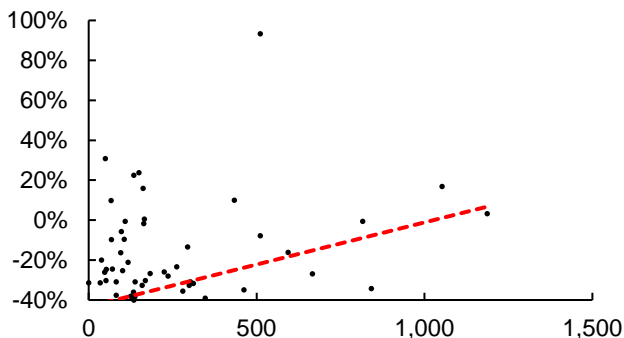
资料来源：Wind、招商证券

图 2：年初至今各子行业累计涨幅



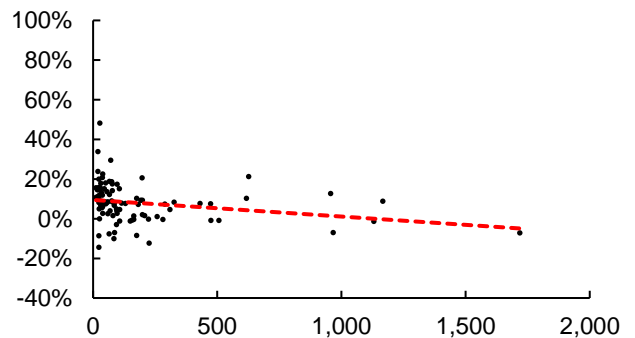
资料来源：Wind、招商证券

图 3：个股涨跌幅 VS 市值 (16-18.10.18)



资料来源：Wind、招商证券

图 4：个股涨跌幅 VS 市值 (18.10.18 至今)



资料来源：Wind、招商证券

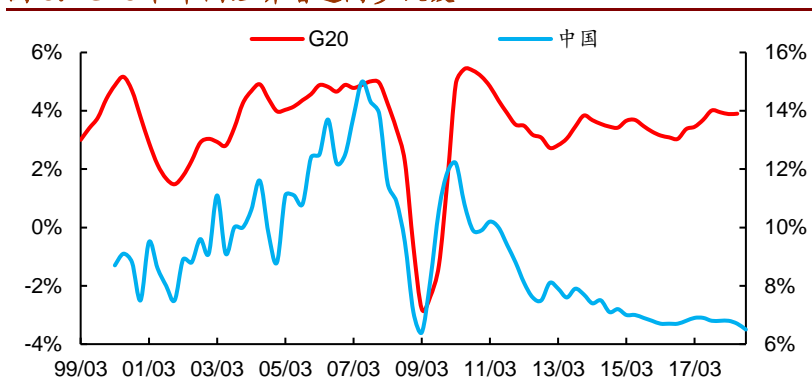
2、选股逻辑：预期差

(1) 三个因子的讨论：宏观、油价、汇率

全球宏观：短期来看，贸易摩擦和主要国家刺激政策退出拖累全球经济表现；中期来看，劳动人口增长放缓和生产率增长乏力，降低全球经济增长率。今年 10 月，IMF 下调 18/19 年全球经济增长预期至 3.7%/3.7%，均比 4 月的预测低 0.2 个百分点。11 月，OECD 下调 2019 年全球经济增长预期至 3.5%（低于去年 5 月 3.7% 的预测），并认为 2020 年将维持 3.5% 的增速。

中国宏观：从中国国内看，受中美贸易摩擦、投资和消费双重放缓的影响，主要研究机构将 19 年经济增长预期从 18 年的 6.5% 左右下调至 6% 左右。

图 5: G20 和中国经济增速同步放缓

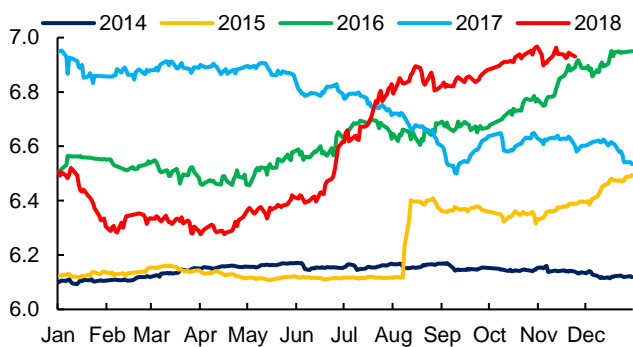


资料来源: 招商证券

油价: 在美国原油库存超预期增长、美国放宽对伊朗制裁、需求预期下滑, 以及沙特增产等一系列因素影响下, 国际油价大幅下降, 布油从 10 月初最高 87 美元下降至 59 美元。根据招商石化的观点, 油价的基本面中枢在 50-70 美元之间, 短期走势则受到需求担忧、美国石油管道投产进度、OPEC 减产、伊朗制裁等多重因素扰动, 预计 19 年油价表现将弱于 18 年。

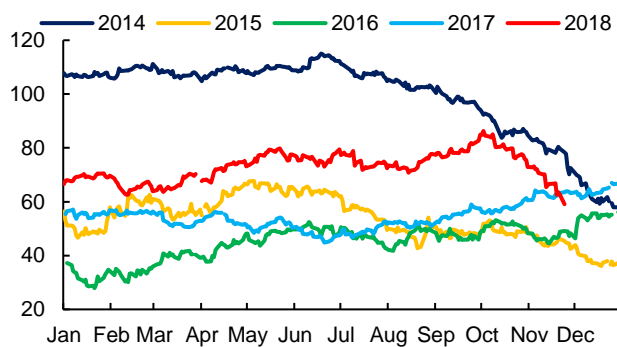
汇率: 受中美经济增长短期趋势差异、利差收窄、美元指数上行等因素影响, 4 月以来人民币兑美元显著贬值, 中间价从最低 6.28 贬值至 6.97。根据招商宏观的观点, 短期来看汇率不破 7 是较为明确的政策底线, 19 年人民币兑美元汇率将主要取决于美元指数; 预测 19 年美元指数在 (89-100) 区间波动, 人民币汇率在 (6.25-7.19) 区间波动。

图 6: 美元兑人民币汇率中间价走势



资料来源: Wind、招商证券

图 7: 布伦特原油价格走势

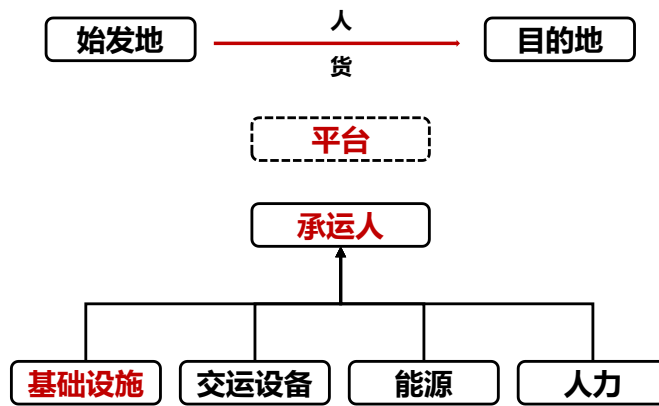


资料来源: Wind、招商证券

(2) 预期差

从产业链看, 我们将交通运输企业分为基础设施、承运人和平台三类。由于平台的互联网特征且短期盈利困难, A 股交运公司基本属于基础设施和承运商, 我们根据其投资属性进一步细分为周期、基建和成长三大类。在宏观周期下行的背景下, 我们认为周期品中的航空和油运, 基建中的机场, 以及成长中的快递和多式联运具备明显宏观预期差。

图 8: 交通运输行业产业链



资料来源: 招商证券

(3) 重点板块和标的评级

周期: 航空和油运

- 航空: 强推大航, 享受β, 静待α。** 1) 民航供给侧改革兑现去产量, 产能增量边际明显改善; 股权合作=>收益协同=>航线联营, 是中国民航业竞争格局优化的可行路径。2) 三大航隐含定价能力逐步释放, 未来三年 RASK 年均增长 3%-5%, 净利率逐步提升至 10%。3) 当下航空业仍然是高β (1.1-1.2) 品种, 但竞争格局改善后的α值得期待。4) 大航即期 PB(大航 A/H 分别 1.3/0.9-1X)和 PE(19 年 10X) 已经具备相当吸引力, 短期催化剂明确 (内需预期和日韩外需改善/油价下跌/汇率企稳), 中期看修复至 2X PB。
- 油运: 中周期复苏, 19Q2 淡季重仓布局。** 1) 从订单运力比和绝对运价看, 我们认为 18H1 已经明确为本轮油运中周期的底部。2) 展望 19/20 年, 压载水公约和低硫原油加速老旧船舶退出, OPEC 增产+美国原油出口+补库存拉动油运需求, 油轮市场进入中周期上行通道。3) 给予中远海能“强烈推荐-A”评级, 但即期仍处于油运旺季, 市场情绪亢奋, 建议投资者关注短期交易性机会, 19Q2 淡季重仓布局享受中周期复苏。

基建: 机场

- 机场: 首推深圳机场, 关注左侧白云机场和右侧上海机场。** 1) 城镇化和消费升级拉动年均 10%的人均乘机次数增长, 但空域紧张可能制约枢纽机场产能释放; 2) 商业模式清晰, 垄断性强, 航空性收入政府定价, 非航收入处于流量加速变现期, 人工和建设成本能够向下游 (航空公司、旅客) 传导; 3) 机场 17-18 领跑交运行业, 但板块即期估值处于历史相对高位, 推荐产能释放+非航收入加速变现的深圳机场, 关注左侧白云机场和右侧上海机场。

成长: 多式联运和快递

- 电商快递:** 1) 电商渗透率持续提升, 未来 5 年增速从 30%逐步退坡至 20%; 2) 一线快递从比拼件量到服务和盈利过渡, 二三线快递很难通过价格战改变行业格局, 需要关注仓配模式的影响; 3) 龙头企业持续优化干线运输和中转成本, 提升服务品质; 4) 行业上下游还存在巨大空间供优势企业开疆拓土; 5) 推荐低估值+边际改善明显的申通, 关注圆通和韵达。

- **商务快递:** 1) 商务件增速为 GDP 2-3X, 预计在 15%-20%; 2) 航空运力+品牌+服务壁垒较高, 顺丰+EMS 形成双寡头垄断, 电商快递短期难以切入; 3) 顺丰是中国物流业核心资产, 应享受一定估值溢价, 关注新业务的价值。
- **多式联运:** 1) 多式联运不仅符合中央“运输结构调整”的政策思路, 还能够大幅降低物流成本; 2) 未来三年铁路集装箱多式联运量年均增长 30%+, 2020 年公铁联运市场空间将达到千亿; 3) 民营企业具备明显竞争优势, 网络效应助力高速扩张; 4) 对标美国 J.B. Hunt, 中国公铁联运市场足以容纳一家 300 亿市值的巨头; 5) 个股首推嘉友国际(一带一路跨境多式联运+低估值次新股), 关注龙洲股份、安通控股、长久物流和象屿股份。

表 1: 重点公司估值对比表

公司	股价	EPS			盈利增长率			PE			PB (MRQ)	ROE (TTM)	市值 (亿元)
		18E	19E	20E	18E	19E	20E	18E	19E	20E			
东方航空	5.27	0.21	0.49	0.63	-53%	173%	29%	25.7	10.8	8.4	1.32	5.1%	762
中国国航	8.11	0.38	0.71	0.85	-28%	85%	20%	21.3	11.5	9.6	1.25	6.3%	1,178
春秋航空	34.22	1.55	2.00	2.46	13%	29%	23%	22.0	17.1	13.9	2.37	11.2%	314
吉祥航空	13.17	0.74	0.96	1.29	1%	30%	34%	17.8	13.7	10.2	2.45	15.7%	237
白云机场	9.76	0.57	0.51	0.61	-26%	-11%	21%	17.1	19.2	16.0	1.29	8.5%	202
上海机场	49	2.23	2.92	2.75	17%	31%	-6%	22.0	16.8	17.8	3.48	15.2%	944
深圳机场	7.69	0.37	0.44	0.47	17%	18%	7%	20.7	17.5	16.4	1.37	6.4%	158
中远海能	4.57	0.04	0.34	0.68	-90%	718%	97%	109	13.3	6.7	0.66	0.9%	184
中远海特	3.36	0.09	0.15	0.23	-16%	57%	54%	36.1	23.0	14.9	0.74	2.1%	72
中远海控	3.87	0.10	0.22	0.36	-63%	127%	64%	40.3	17.8	10.8	1.77	3.5%	395
大秦铁路	7.75	0.96	0.96	0.97	7%	1%	1%	8.1	8.0	8.0	1.10	13.6%	1,152
广深铁路	3.09	0.25	0.19	0.21	72%	-22%	8%	12.5	16.1	14.9	0.75	3.8%	219
韵达股份	30.29	1.46	1.48	1.84	57%	2%	24%	20.8	20.4	16.4	4.83	22.3%	519
申通快递	17.60	1.43	1.63	2.00	48%	14%	23%	12.3	10.8	8.8	3.35	24.5%	269
圆通速递	10.5	0.67	0.81	0.97	33%	20%	19%	15.6	13.0	10.9	2.89	15.9%	297
顺丰控股	36.98	0.93	1.13	1.43	-11%	21%	26%	39.7	32.7	25.9	4.69	11.9%	1,634
嘉友国际	38.01	2.40	3.11	3.97	31%	30%	27%	15.8	12.2	9.6	2.78	16.9%	43
华贸物流	5.97	0.33	0.40	0.47	20%	19%	17%	17.9	15.0	12.8	1.53	8.1%	60
建发股份	7.75	1.39	1.60	1.82	18%	16%	14%	5.6	4.8	4.3	0.89	13.8%	220

资料来源: 公司数据、招商证券

二、周期：独立演绎

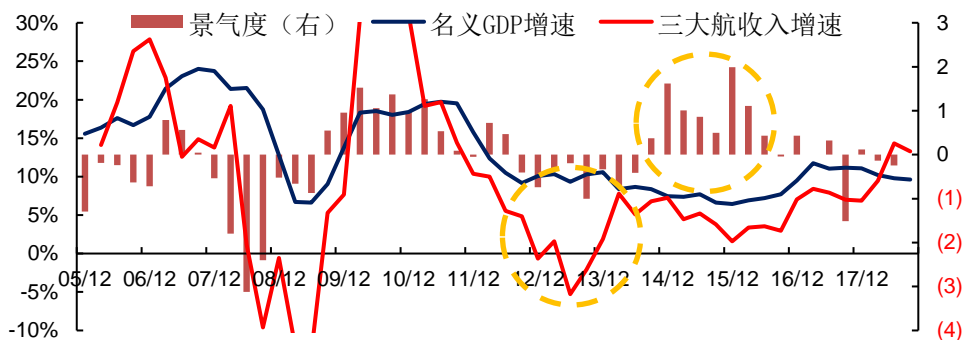
1、相关性和独立性

周期品研究的基本范式是：需求定方向，供给定弹性。全球宏观周期和中国宏观周期居于周期研究的核心。

从需求定方向看，大部分行业的需求都是宏观需求的一部分，很难脱离全球宏观周期和中国宏观周期。从供给定弹性看，不同行业供给往往具有独立性，甚至细分行业供给也存在差异（如航运三大子板块），加上政策等因素，导致周期振幅出现巨大差异。

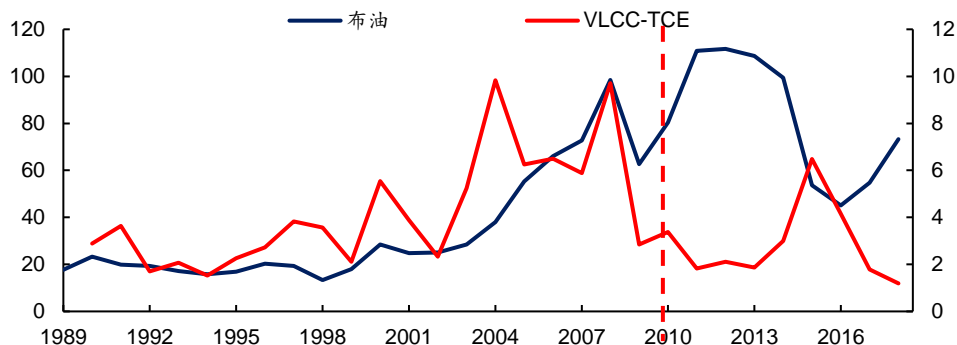
周期品均存在自身景气度演绎逻辑。我们的思路是：从需求侧，尽可能发现和宏观周期不相关，甚至负相关的品种；而在供给侧又观察到明显改善，行业景气度在宏观向下的背景下，能够维持稳定甚至上行。从投资角度，这样的板块能够产生较大的预期差，我们推荐的品种是航空客运和油运。

图 9：航空周期 VS 宏观周期



资料来源：招商证券

图 10：油运周期 VS 油价周期



资料来源：招商证券

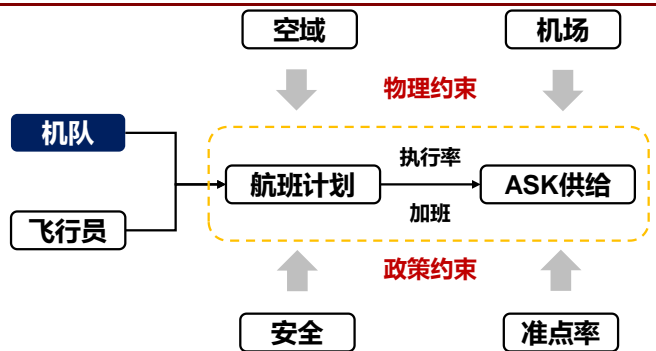
2、航空客运：逆周期的提价能力

(1) 供给：去产量的兑现

中国航空业的供给受到空域、安全和准点率三重约束，但核心仍然是军航空管体制下空域资源的紧张。按照现有管制规则，民航客机在航路上并不允许并排飞行（水平方向为

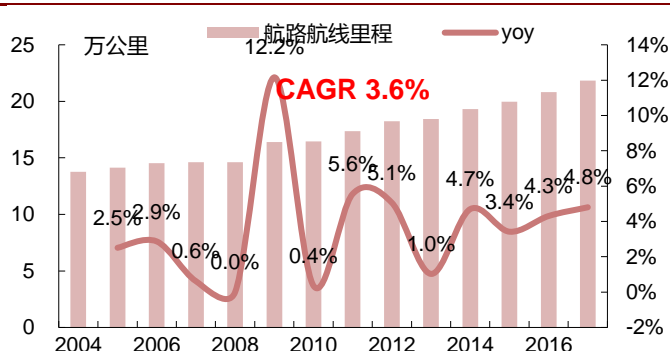
单车道)，垂直方向上的最小间隔也已经缩减至国际标准的 300m，即航路里程基本代表民航可用空域容量。2004-2017 年，民航航路航线总里程年均仅增长 3.6%，远低于机队和航班起降增速。

图 11: 航空供给的形成



资料来源：招商证券

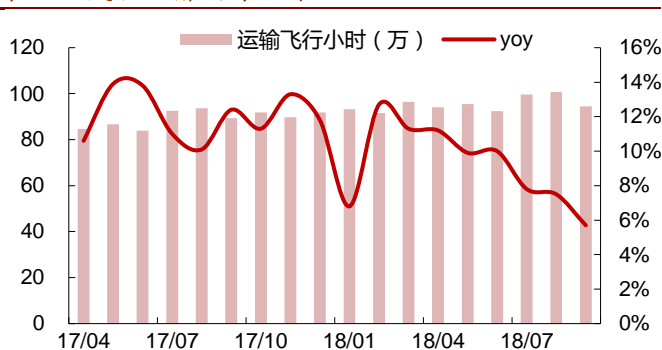
图 12: 空域资源增长远低于飞机起降架次



资料来源：CAAC、招商证券

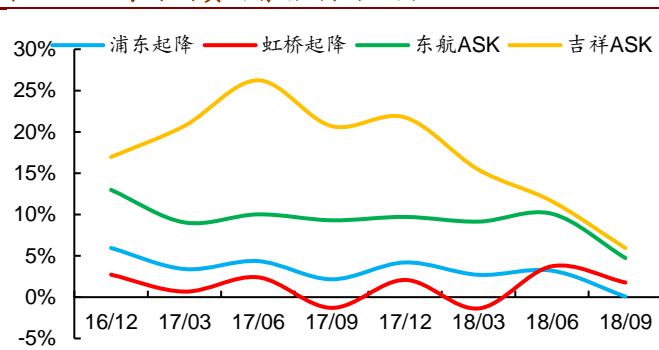
机队引进和飞行计划的行政化管理，意味着民航局具备控制行业供给的能力，而供给的松紧则取决于安全、正常率和资源保障能力。从实际运行的角度，17 夏秋/17 冬春/18 夏秋，民航航班量同比增长 8.8%/11.6%/7.4%，飞行小时同比增长 11.8%/11.1%/8.6%，兑现去产量。局部市场看，上海两场时刻资源紧张制约东航和吉祥运力投放。

图 13: 民航运输飞行小时



资料来源：CAAC、招商证券

图 14: 上海时刻资源紧张制约运力投放



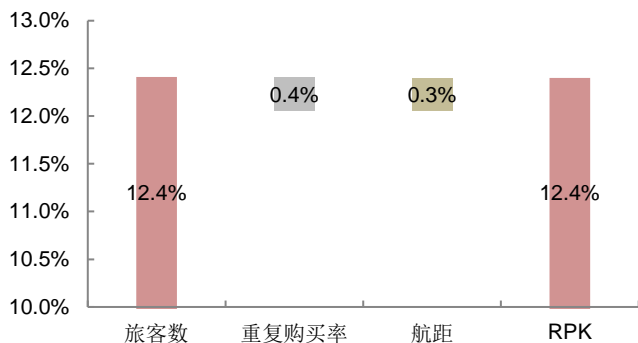
资料来源：CAAC、招商证券

(2) 需求：增长的持续性

旅客运输实质是一种位移服务，旅客的选择是给定旅行时间、价格和服务水平后最小化负效用。航空运输成本较高但速度最快，旅客支付溢价节约旅行时间，需求取决于旅客的时间价值。城镇化和消费升级是航空需求增长的核心动力。

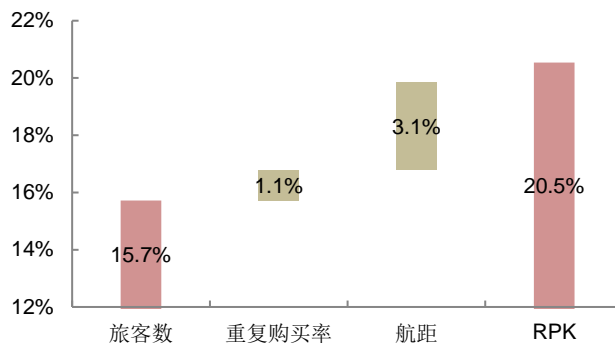
回溯中国民航业历史数据，国内航线 RPK 增长主要受用户数驱动，国际线 RPK 增长则同时受用户数、重复购买率和航距驱动。截止 17 年，国内线用户 1.31 亿人，占总人口的 9.4%；国际线用户 3100 万人，占总人口的 2.2%，民航渗透率仍有巨大提升空间。

图 15: 国内线 RPK 增速分解 (12-17)



资料来源: 航指数、招商证券

图 16: 国际线 RPK 增速分解 (12-17)

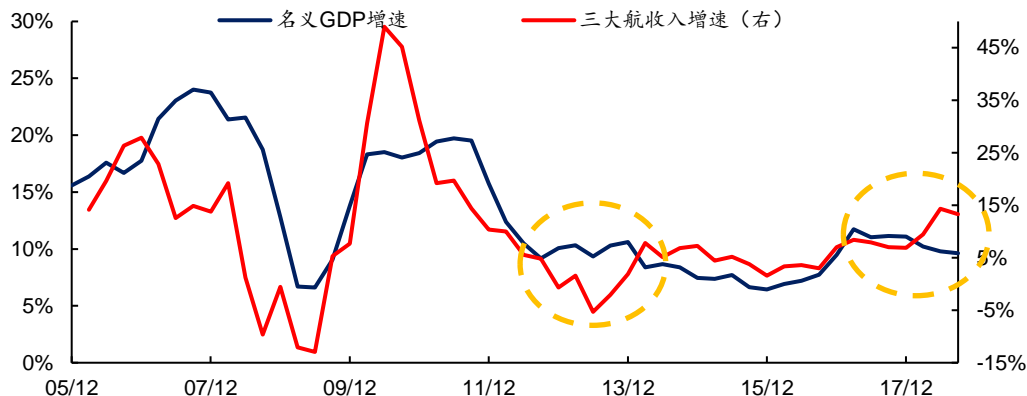


资料来源: 航指数、招商证券

对二级市场的投资者而言, 比实际增速更重要的是包含价格信息的名义增速, 我们用三大航收入增速度量航空业名义增速。我们发现航空名义增速和 GDP 名义增速出现过两次明显背离: 1) 2013 年, 打击三公消费导致三大航价格战, 名义增速大幅下滑; 2) 2018 年, 供给侧改革释放三大航隐含定价能力, 航空名义增速抬升。

从商业逻辑上看, 航空名义增速和 GDP 名义增速的背离, 实质是行业竞争格局变化, 导致航空公司对消费者的议价能力提高或下降。**我们认为即使宏观经济下滑, 三大航的隐含定价能力仍有释放空间, 这是三大航逆周期提价的本质。**

图 17: 航空名义增速 VS GDP 名义增速



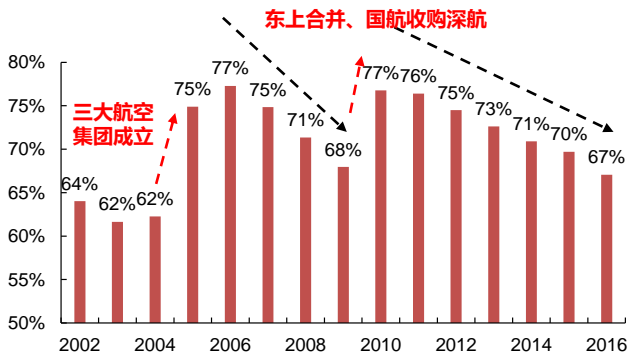
资料来源: 招商证券

(3) 竞争和收益: 潜在定价能力释放

2002 年民航体制改革, 民航局直属的六大航企重组为三大航空集团, 并移交国资委管理; 09-10 年, 国航收购深航, 东航收购上航。两次行政主导的行业重组, 名义上提高了市场集中度。但由于原六大航基本上是区域型航空公司, 而三大航空集团成立后, 相互渗透, 加上地方和民营航空公司持续扩张, 行业集中度实际上是下降的。

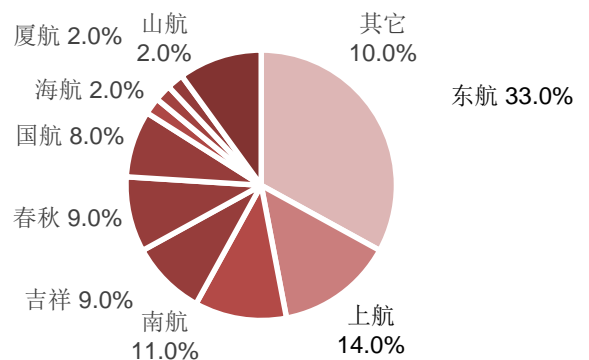
中国航空业参与主体较为多元 (央企、地方国企、民企), 类似美国航空业的剧烈重整 (大规模破产和并购) 较难发生。**联营是目前最好的解决方案, 实施进程比重组更容易效果也更好。**近期, 东航和吉祥实现交叉持股, 春秋参股南航。我们认为从股权合作, 走向收益合作, 实现共飞航线准联营化, 是中国民航业竞争格局改善的可行路径。

图 18: 中国民航业市场集中度持续下降



资料来源: 招商证券

图 19: 上海市场份额 (座位数)

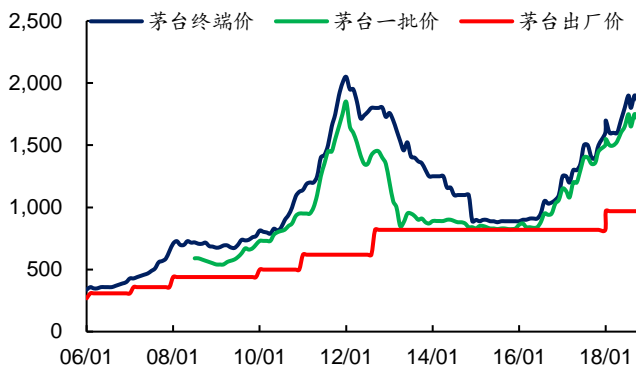


资料来源: 招商证券

作为经典可选消费品, 高端白酒的终端价已经接近 11-12 年高点。但三大航 17 年内线客公里收益 0.54 元, 同比 12 年的 0.72 元下降 23% 左右。**1) 营改增和提直降代贡献约 5% 的票价降幅; 2) 核心航线票价上限管制, 而低线市场占比提升拉低票价。**

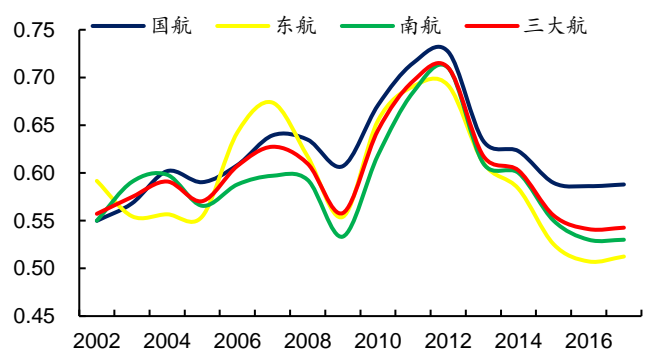
本轮经济复苏周期 (16 年初至今) 中, 三大航 (高端品) 提价能力低于吉祥 (次高端) 和春秋 (大众品), 这一现象本身就令人怀疑。我们认为三大航的真实定价能力和盈利能力被低估了! **全行业供需未来三年 (18-20) 都将处于小缺口状态, 伴随着票价上限的放开和竞争格局改善, 大航 RASK 将能够维持 3%-5% 的提升。**

图 20: 高端白酒价格变化



资料来源: 招商食品

图 21: 三大航客公里收益



资料来源: Wind、招商证券

(4) 投资评级: 强推大航, 享受β, 静待α

民航供给侧改革兑现去产量, 产能增量边际明显改善; 三大航隐含定价能力逐步释放, 具备逆周期提价能力。股权合作=>收益协同=>航线联营, 是中国民航业竞争格局优化的可行路径。行业景气度持续提升, 三大航未来三年 RASK 年均增长 3%-5%, 净利率逐步提升至 10%。

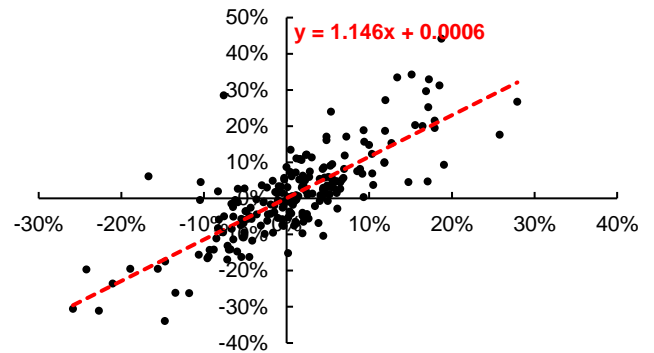
当下航空业仍然是高β (1.1-1.2) 品种, 但竞争格局改善后的α值得期待。油价下跌和汇率企稳仅仅是股价上涨的“借口”, 本质是“风险收益比”的提升。航空公司的并购价值明显超过账面净资产 (表外的航线和时刻), 即期 PB (大航 A/H 分别为 1.3/0.9-1X) 和 PE (19 年 10X) 已经具备相当吸引力, 短期催化剂明确 (内需预期和日韩外需改善/油价下跌/汇率企稳), 强推大航, 中期看修复至 2X PB。

图 22: 主要航企业绩敏感性分析

百万	国航	东航	南航	春秋	吉祥
19年净利润	9701	8108	7926	1835	1729
人民币兑美元升值1%	235	232	278	0	1
汇率敏感性	2.4%	2.9%	3.5%	0.0%	0.1%
国际油价降低1美元	354	294	374	51	51
燃油敏感性	3.7%	3.6%	4.7%	2.8%	2.9%
客座率上升1pct	1126	993	1161	130	149
敏感性	11.6%	12.3%	14.6%	7.1%	8.6%
票价上升1%	919	823	965	116	130
敏感性	9.5%	10.2%	12.2%	6.3%	7.5%

资料来源: Wind、招商证券

图 23: 航空板块阿尔法不显著 (月收益)



资料来源: Wind、招商证券

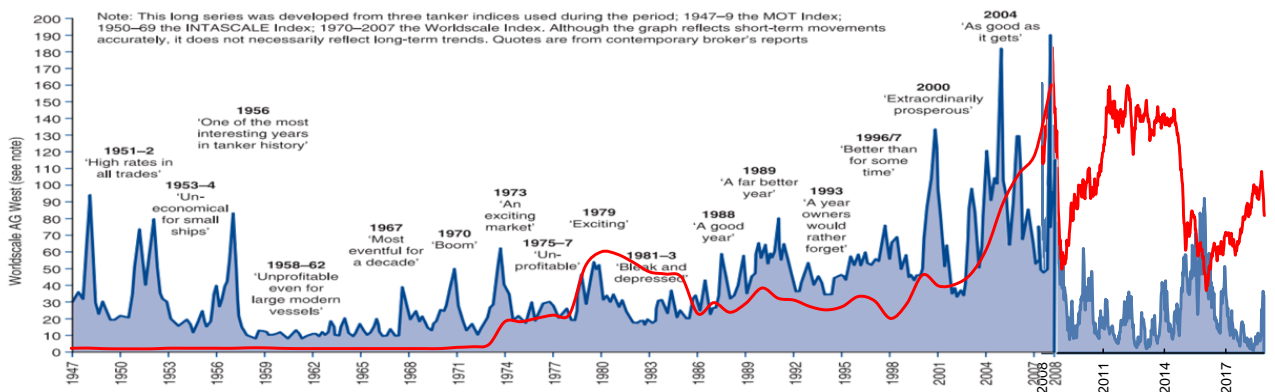
2、油运：和油价的背离

(1) 油运周期

回顾 70 年 (1947-2018) 原油周期和油运周期, 两者相互关联但又相互独立。我们着重讨论油运周期, 并将其划分为大、中、小三类周期。**当前油运市场正处在金融危机之后第一个大周期的第二个中周期启动阶段。**

基于油价和油运价格的季节性波动, 我们以全年均值来观测油价和 VLCC 运价 (图 10)。我们发现, 2010 年以后油价周期和油运周期呈现明显背离, 这令我们感到兴奋。虽然我们看淡 19 年全球宏观经济和油价, 但油运仍可能走出独立行情。

图 24: 油价周期及油运周期



资料来源: 招商证券

(2) 解释框架: 双重库存

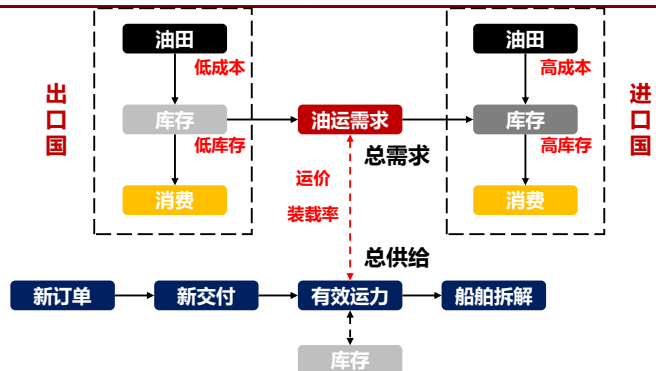
典型周期品往往是单向库存, 即库存集中于需求侧, 供给侧库存很低 (如原油); 但油运市场存在双向库存, 包括供给侧的油轮储油库存和需求侧原油需求库存。2010 年以来, 全球宏观经济和原油需求增长乏力, 全球宏观以及 OPEC 增/减产主导油价波动, 而消费国补库存需求和油轮 contango 效应主导油运市场波动。我们的解释如下:

1) 油价上行周期: 原油需求维持刚性, 油价上行周期依赖 OPEC 减产; 消费国增加自产原油和可替代能源, 同时启动原油去库存, 导致油运需求增速下降。Contango 效应

消失，油轮库存进入有效供给，油运供需关系失衡，运价下跌。

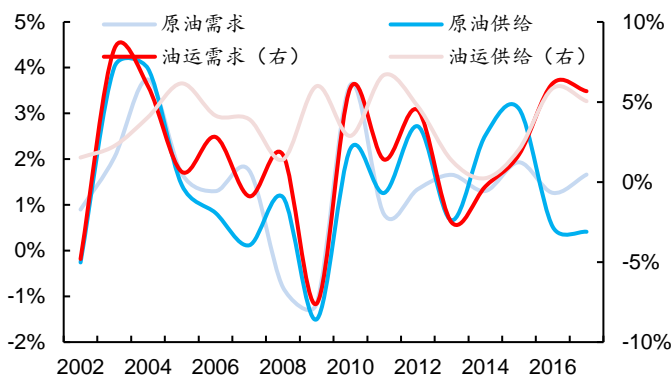
2) 油价下行周期：原油需求仍然刚性，油价上行周期依赖 OPEC 增产；消费国减少自产原油和可替代能源，同时启动原油补库存，导致油运需求增速提升。Contango 效应出现，油轮退出有效供给，油运供需关系改善，运价提升。

图 25: 原油和油运市场研究框架



资料来源：招商证券

图 26: 原油和油运供需关系

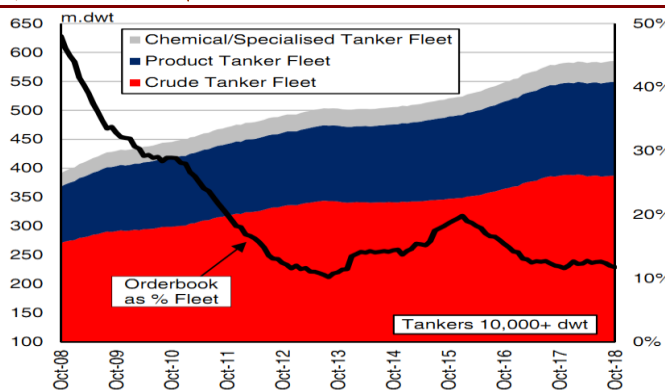


资料来源：IEA、Clarkson、招商证券

(3) 投资评级：淡季布局，享受周期弹性

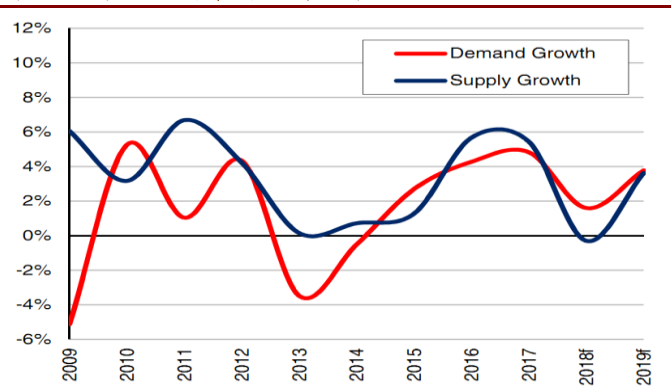
从订单运力比和绝对运价看，我们认为 18H1 已经明确为本轮油运中周期的底部。展望 19/20 年，压载水公约和低硫原油加速老旧船舶退出，OPEC 增产+美国原油出口+补库存拉动油运需求，油轮市场进入中周期上行通道，给予中远海能“强烈推荐-A”评级。从时点上看，即期仍处于油运旺季，市场情绪亢奋，建议投资者关注近期交易性机会，19Q2 淡季重仓布局享受周期弹性。

图 27: 油轮订单运力比



资料来源：Clarkson、招商证券

图 28: 原油运输市场供需关系



资料来源：Clarkson、招商证券

三、基建：结构变迁

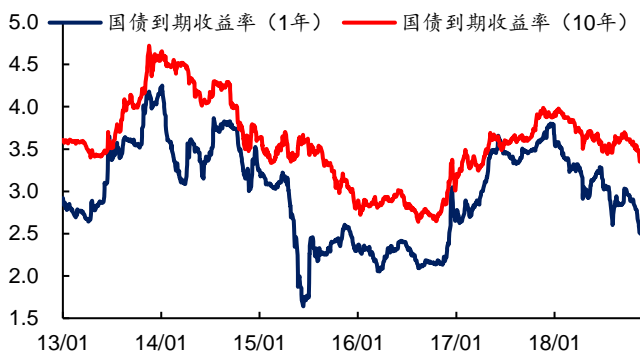
1、从 DCF 模型说起

(1) 分母：利率和风险偏好

2018 年，A 股经历了一轮明显熊市，沪深 300 指数下跌 22%；但债券市场在名义 GDP 增速下降、货币宽松的背景下迎来一轮牛市，一年期国债收益率降幅超过 130BP，十年期国债收益率突破 3.4% 整数关口。

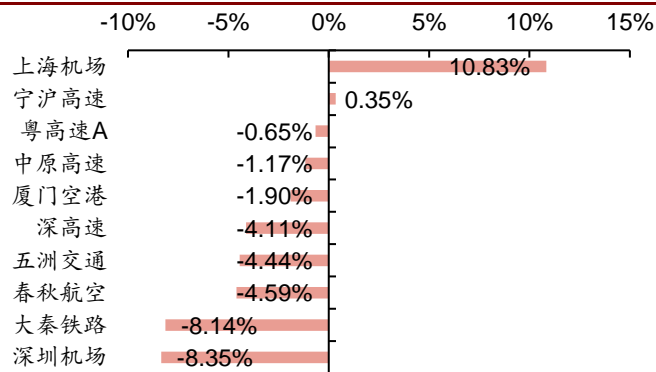
有趣的是，基建板块在年初的周期/创业板行情中无人问津，但年初至今交运表现最好的十个标的（剔除重组及次新）除春秋航空外均属于基建板块。利率下行，以及投资者风险偏好下降都导致基建板块明显超额收益。

图 29：利率市场持续下行



资料来源：Wind、招商证券

图 30：交运板块市场表现排行（剔除次新及重组）

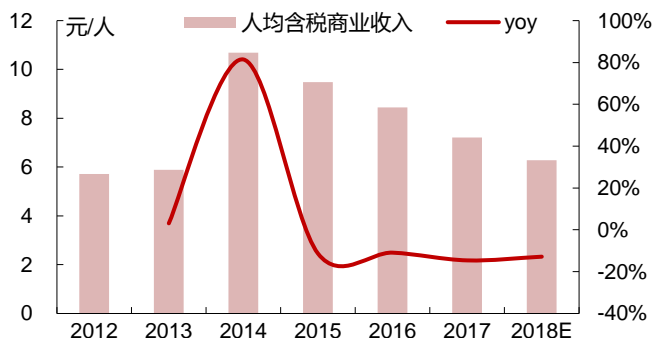


资料来源：Wind、招商证券

(2) 分子：仍有周期

但如果我们把基建板块的周期拉长，分子仍不可避免受到经济周期的影响。这意味着，若宏观经济 19 年持续下行，交运基建板块基本面仍然面临下行风险（虽然即期基本面表现坚挺），股价上表现为熊市的最后一跌。除非发生结构变迁，周期性因素仍将主导基本面，我们重点推荐流量变现逻辑的机场。

图 31：深圳机场人均含税商业收入



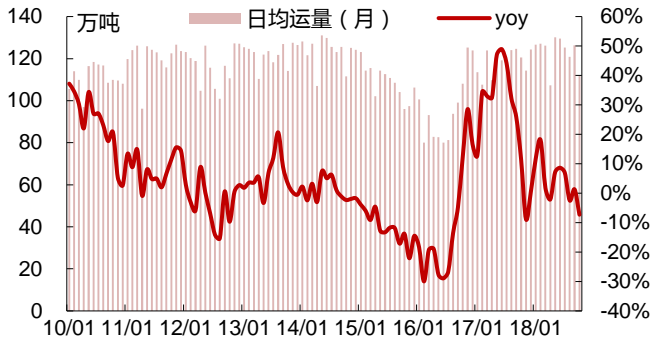
资料来源：Wind、招商证券

图 32：全国港口货运吞吐量



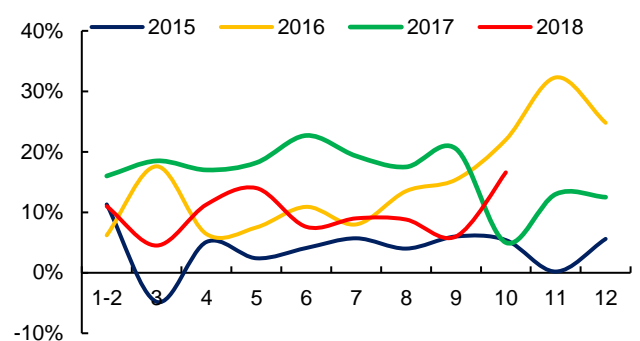
资料来源：Wind、招商证券

图 33: 大秦线日均运量



资料来源: Wind、招商证券

图 34: 高速公路货车流量增速



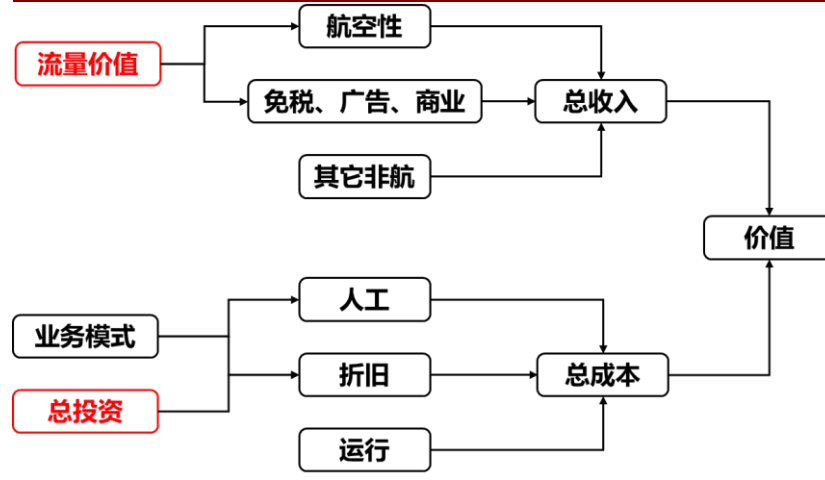
资料来源: Wind、招商证券

2、机场：流量变现

(1) 枢纽机场价值：流量价值和成本的匹配

由于旅客价值和成本结构的差异，上市机场利润、市值与业务量呈现非线性关系。我们认为：国内机场长期 ROE 取决于流量价值（尤其是航线结构）和成本结构的匹配，流量价值变现（如免税招标）和成本控制是提升机场 ROE 的关键。

图 35: 枢纽机场价值链



资料来源: 招商证券

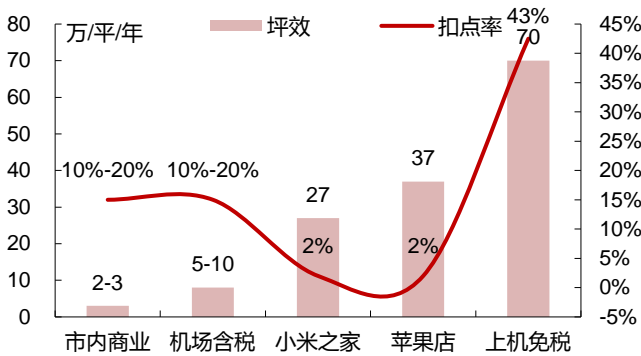
(2) 免税：最好的非航收入

免税业务的政策逻辑是“扩大内需，消费回流”，商业逻辑是“中央财政对地方机场的让利”。高销售坪效+高扣点率下，免税零售是机场最具价值的非航业务。从估值框架看，机场免税收入=国际线客流 X 客单价 X 扣点率；免税商业价值：上海机场>首都机场>白云机场>深圳机场，而二三线机场的免税价值可以忽略不计。

- **高坪效：**一般贸易进口商品需要交纳增值税、关税和消费税，加价倍率达到 2-3X。免税品虽然是特定区域、特定对象、特定商品、总额限制（5000 元/年，加上入境 8000 元/年），但税收豁免+垄断性导致免税销售的坪效超过小米之家和苹果店，更是遥遥领先市内商业和机场含税商业。

- **高扣点:** 在完全竞争环境中, 垄断的机场相对于免税运营商有很强议价能力, 表现为高扣点, 豁免的关税以租金的方式回流给机场。对免税运营商, 随着业务规模的扩大 (如中免收购日上), 采购、物流等渠道成本下降, 能够给予机场更高的扣点率。这是本轮机场免税招标扣点率 (35%-47.5%), 远高于上一轮 (20%-30%) 的根本原因。假设免税品毛利率为 60% (中免实际约 46%, Dufry 和日上约 60%), 扣除 45% 的分成后, 运营商仍能维持 5% 左右的合理净利率。

图 36: 主要商业销售坪效和扣点率



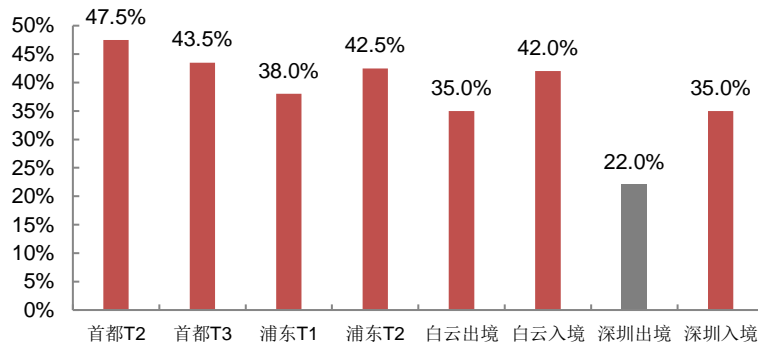
资料来源: 招商证券

图 37: 机场免税估值框架



资料来源: 招商证券

图 38: 一线机场免税扣点率

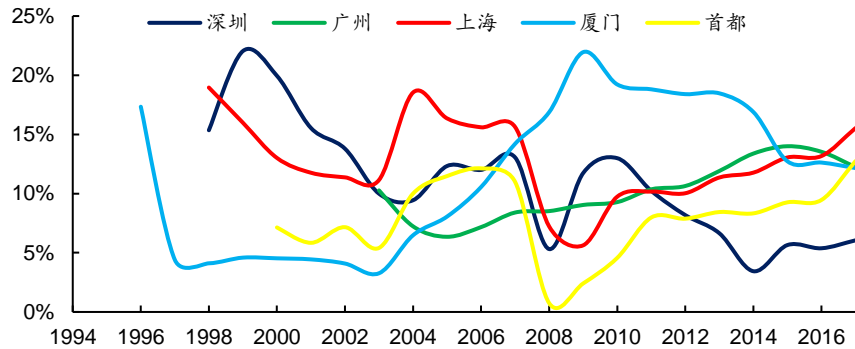


资料来源: 招商证券

(3) 投资评级: 首选深圳机场, 关注左侧白云机场和右侧上海机场

从商业模式看, 机场拥有交运行业最好的赛道。但令人困惑的是, 机场的长期 ROE 并不突出, 中枢大约在 10% 左右 (免税业务预计推动上海机场 ROE 提升至 20%), 远低于白酒、白电龙头 30% 以上的 ROE。核心原因在于, 机场是一个劳动密集型的重资产行业, 持续增长的人工以及指数级提升的资本开支, 导致机场板块 ROE 明显均值回复, 或者我们可以称之为产能周期。

图 39: 五大机场 ROE



资料来源: 招商证券

在传统框架中, 机场的核心投资逻辑是产能周期: 机场折旧与人工成本伴随产能投放阶梯式增长 (特别是折旧), 而收入需要跟随产能利用率爬坡。我们认为这一框架当下仍然适用, 但需要更多关注民航供给侧改革和非航收入的影响。基于修正后的框架, 我们重点推荐深圳机场, 关注左侧白云机场和右侧上海机场。

- **深圳机场:** 1) T3+两条宽距跑道产能充裕, 小时容量 55 架, 新航季实际执行 52; 2) 枢纽定位持续提升, 强力推进国际化, 未来三年国际线客流维持 30%增速; 3) 出境免税招标在即, 中性估计分成 1-1.5 亿, 对标上海机场客单价仍有大幅提升空间; 4) 资本开支延期, 未来三年业绩增速 15%-20%, 维持“强烈推荐-A”评级
- **上海机场:** 不考虑 T3 Capex, 我们预测公司 2025 年 (免税合约的最后一年) 盈利约为 82 亿元, 对应即期 944 亿市值 11.5X PE。根据规划, T3 设计旅客吞吐量 4000 万人次, 我们预计资本开支会超过 200 亿元, 因此上海机场 2025 年 11.5X PE 并未明显低估; 若再考虑租金上调、虹桥机场和四跑道注入风险, 维持“审慎推荐”评级。
- **白云机场:** 公司目前市值约 202 亿元, 不及上海机场的四分之一。我们相信公司潜在的流量价值和管理效率提升会逐步兑现; 但根据我们近期调研的结果, 成本增幅超预期导致短期盈利承压, 而 T1 改扩建支出尚未 price in。基于极度悲观预期, 白云机场 18/19 年扣除机场建设费返还的盈利为 5/7 亿元; 即期股价回调已经相当充分, 但仍未反映最悲观的市场预期; 左侧标的, 极度悲观 (类似 16 年) 后未来三年或有翻倍空间。

图 40: 主要机场市值对比



资料来源: 招商证券

三、成长：网络效应

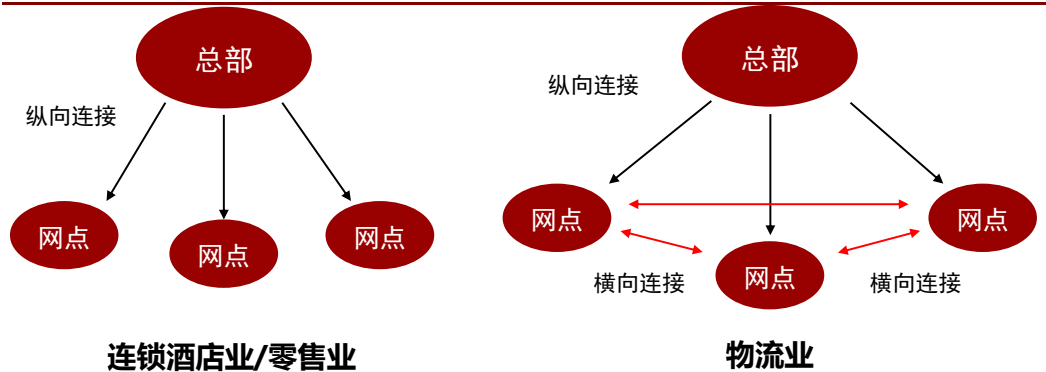
1、网络的价值

和基础设施不同，承运人的扩张则相对容易。一旦形成网络效应和规模效应，增速并不亚于很多成长性行业。我们认为物理网络和网络效应，是承运商成长性的关键。

(1) 网络效应

根据梅特卡夫 (Metcalfe) 法则：网络价值以用户数量的平方级增长。交通运输行业的网络效应在于：运输需求具有派生性，新的运输连接可以产生新的运输需求；即网络节点数量增加，提高了网络的通达性，带来新的运输需求，同时还提高了网络对新节点加入的吸引力。对比不同业态，我们发现网络效应：物流业>连锁零售业/连锁餐饮业。

图 41：网络效应的差异



资料来源：公司公告，招商证券

(2) 四张网络：空、铁、公、水

我们详细梳理航空、铁路、公路和水运四张网络。单一网络中，仅有公路网能够满足企业高速增长的需求，但竞争日趋激烈；而多网融合（多式联运），仍然是一片蓝海。

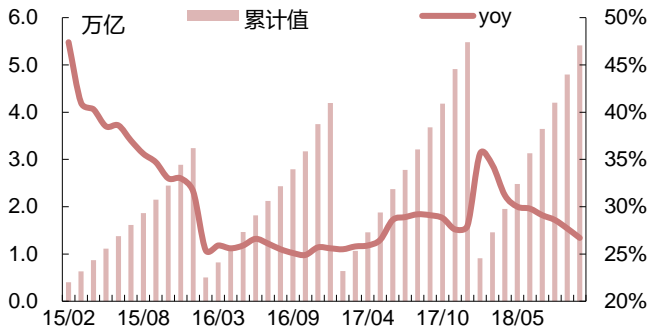
- 航空网：航空网是巨头的游戏，客运维持 10%以上增速，货运增速在 5%左右。相较于成长性，周期性更为明显。
- 铁路网：铁路网运合一，外部企业很难切入，机会在于多式联运（公铁和水铁）。
- 公路网：按照货物重量从大到小依次是整车、零担和快递，行业增速、壁垒和市场集中度逐次提升。机会在于快递竞争格局的清晰化，以及零担和整车集中度提升。
- 航运网：航运网仍然是巨头的游戏，行业是完全的周期品。

2、快递：面临挑战的 2019

(1) 增长：渗透率的视角

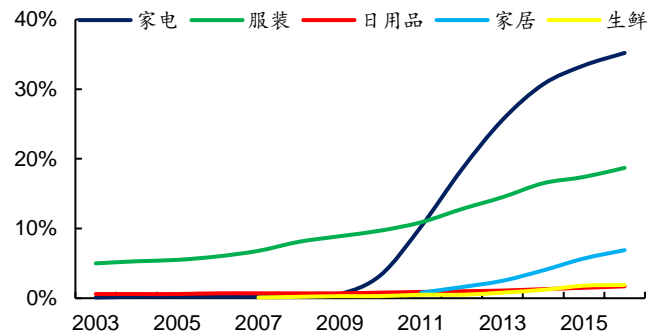
目前电商产生的快递在“三通一达”件量中占比依然超过 60%，未来五年(2018-2022)，电商依然是快递行业最重要的驱动力。根据我们的测算，剔除汽车、建材、石油制品和餐饮，电商 GMV 占社零理论渗透率为 50%（2017 年为 15%），海外电商最成熟的韩国和英国在 20%左右。

图 42: 全国网上商品零售额



资料来源: Wind、招商证券

图 43: 电商品类渗透率



资料来源: Wind、招商证券

假设网购渗透率年均+2pct, 考虑轻微的客单价下降, 电商件增速略高于电商 GMV 增速, 未来 5 年从 26.2%逐步退坡到 19.7%。在经济自然增长的情况下(没有大的经济结构变化), **GDP 是影响快递量的最重要的单一因素: 通常经济增长 1%, 将拉动快递业务增长 2%-3%**。因此, 我们估计商务快递增速在 15%-20%。

图 44: 电商件增速测算

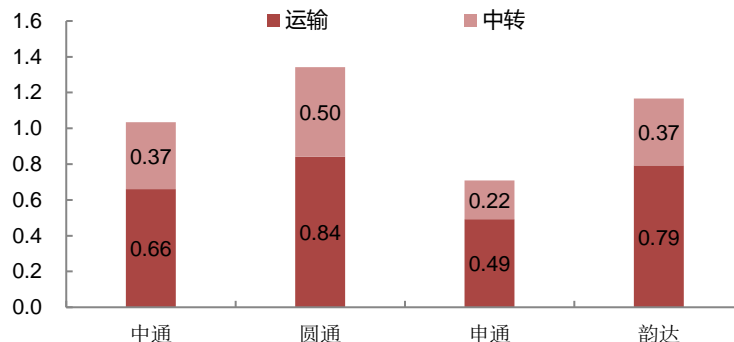
	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
社销总额	242843	271896	300931	332316	366262	402888	441162	483072	526549	573938
yoy	13.1%	12.0%	10.7%	10.4%	10.2%	10.0%	9.5%	9.5%	9.0%	9.0%
商品网购GMV	16719	24638	32424	41944	54806	68491	83821	101445	121106	143485
yoy	59.4%	47.4%	31.6%	25.6%	28.0%	25.0%	22.4%	21.0%	19.4%	18.5%
网购渗透率	6.9%	9.1%	10.8%	12.6%	15.0%	17.0%	19.0%	21.0%	23.0%	25.0%
yoy	2.0%	2.2%	1.7%	1.8%	2.4%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
GDP增速	7.8%	7.3%	6.9%	6.7%	6.9%	6.5%	6.3%	6.3%	6.0%	6.0%
弹性	7.6	6.5	4.6	3.8	4.1	3.8	3.6	3.3	3.2	3.1
电商件	6995	11272	17497	27490	35584	44918	55527	67882	81856	97962
yoy	80.6%	61.1%	55.2%	57.1%	29.4%	26.2%	23.6%	22.2%	20.6%	19.7%
电商件占比	78.4%	82.6%	86.5%	89.7%	90.7%	91.5%	92.0%	92.4%	92.8%	93.0%
客单价	239	219	185	153	154	152	151	149	148	146
yoy	-11.7%	-8.5%	-15.2%	-17.7%	0.9%	-1.0%	-1.0%	-1.0%	-1.0%	-1.0%

资料来源: 招商证券

(2) 成本: “摩尔极限”和“社保冲击”

根据我们和专家交流的结果, 快递单位成本下降存在较为明显的极限, 总部干线运输/中转分拨成本的极限大约为 0.5 元/票和 0.3 元/票。

图 45: 通达系单票成本拆分 (2018H1)



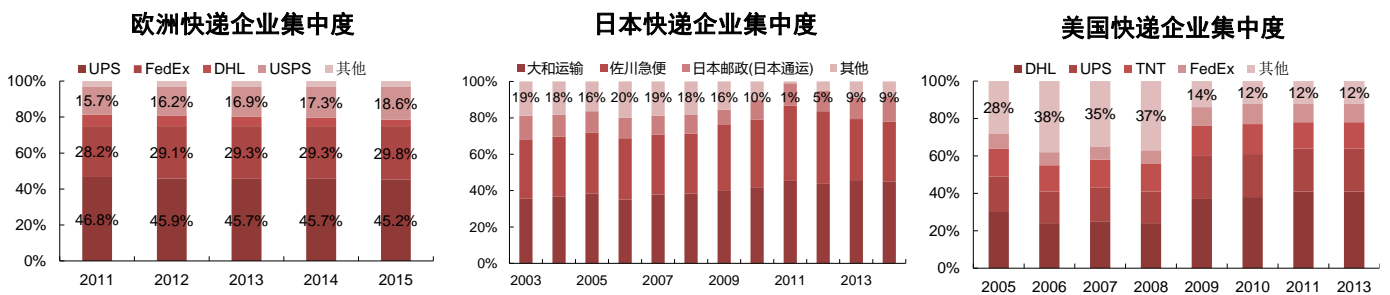
资料来源: 公司公告、招商证券 (申通有口径因素, 韵达为估算值)

通达系快递企业总部员工总数在 1-3 万人（外包比例差异），但全网人数普遍在 30 万左右。实际上，由于网络大部分员工受雇于加盟商且弹性极大，快递公司总部并不掌握网络员工的准确数量。假设社保规范后，每位员工需要新增 5000 元的规范成本，合计新增成本 15 亿元，这一规范成本大概率最终需要总部来负担。社保成本绝对值很大，但若考虑到快递公司庞大的件量规模，仅需提价 2-3 毛/票，即可覆盖社保成本。**因此，关键在于快递企业是否具备联合提价的能力？**

(3) 竞争格局：最大的不确定性

海外快递市场普遍形成寡头垄断格局：美国 CR4=97%，欧洲 CR4=88%，日本 CR4=91%。“网络效应+规模效应”是海外快递市场高度集中的根本原因。首先需要建立跨地域的服务网络（进入壁垒高），而且需要足够量的业务支撑（宽护城河），龙头企业才能将成本降低到社会可以承受的水平。随着业务量的增长，龙头企业继续降低成本，创新服务，保持自身竞争优势（护城河越挖越宽）。

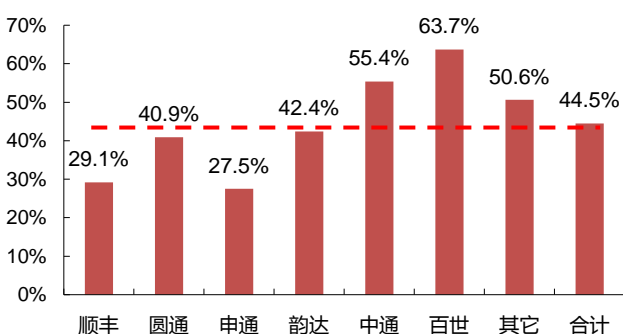
图 46：海外快递市场集中度



资料来源：招商证券

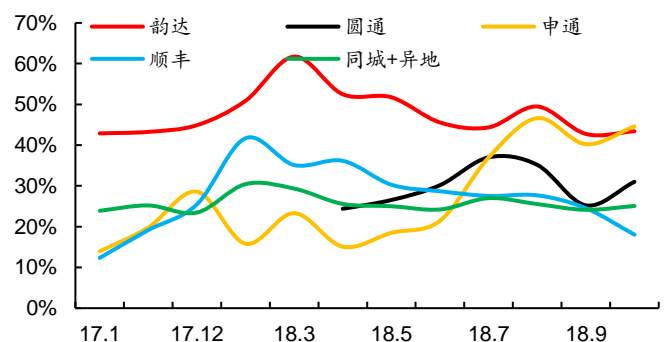
17 年初，快递行业 CR8 为 75.7%，目前已经提升至 81.3%。一线快递上市获得资本助力，网络效应与规模效应进一步强化；二三线快递在持续低价环境中不断退出，出让市场份额。我们认为快递行业的分层已经结束，二三线快递将逐步被市场淘汰出局，但一线快递之间的竞争还尚未结束。

图 47：六大上市快递企业 13-17 件量复合增速



资料来源：公司公告、招商证券

图 48：主要快递企业件量增速（月）



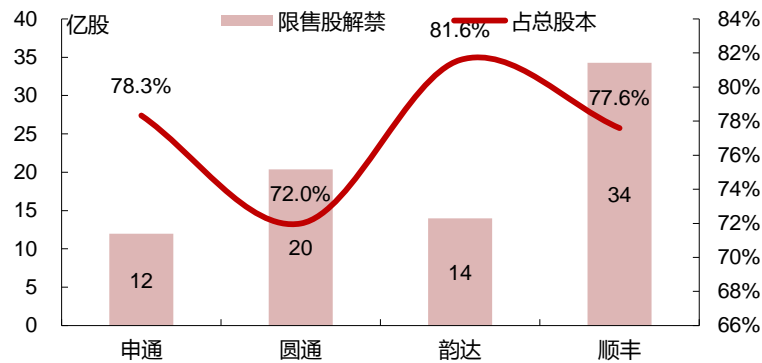
资料来源：公司公告、招商证券

(4) 交易结构：流动性的利弊？

快递股的流动性一向为市场所诟病。根据快递企业 16-17 年初的上市节奏，19 年将会迎来海量解禁，解禁股本占到公司总股本的 70% 以上。虽然“减持新规”抑制了主要

股东的减持行为，但巨额解禁对于投资者心理预期的影响不容小视。但若从另一个维度看，流动性的释放为大资金投资快递股提供了可能，在 H 股市场，限售股解禁时常导致股价的上涨。

图 49：主要快递企业限售解禁（18-20）



资料来源：招商证券

（5）投资策略：首推申通

电商快递：1) 电商渗透率持续提升，未来 5 年增速从 30%逐步退坡至 20%；2) 一线快递从比拼件量到服务和盈利过渡，二三线快递很难通过价格战改变行业格局，需要关注仓配模式的影响；3) 龙头企业持续优化干线运输和中转成本，提升服务品质；4) 行业上下游还存在巨大空间供优势企业开疆拓土；5) 推荐低估值+边际改善明显的申通，关注圆通和韵达。

商务快递：1) 商务件增速为 GDP 2-3X，预计在 15%-20%；2) 航空运力+品牌+服务壁垒较高，顺丰+EMS 形成双寡头垄断，电商快递短期难以切入；3) 顺丰是中国物流业核心资产，应享受一定估值溢价，关注新业务的价值。

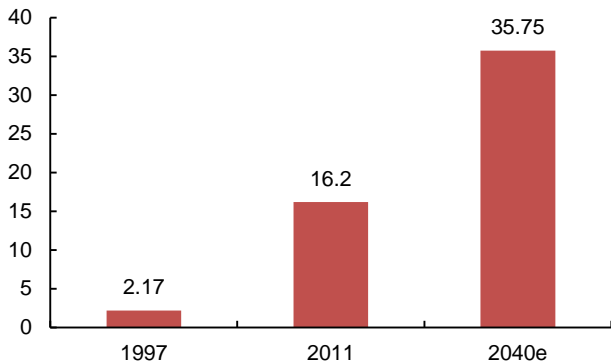
3、多式联运：寻找中国的 J.B. Hunt

（1）美国启示：40 倍的 J.B. Hunt

多式联运是通过集装箱实现多种运输方式（水/公/铁/空）的联合运用，优势包括降低货差货损、转运方便、小批量仓储、降低物流成本和简化流程等。

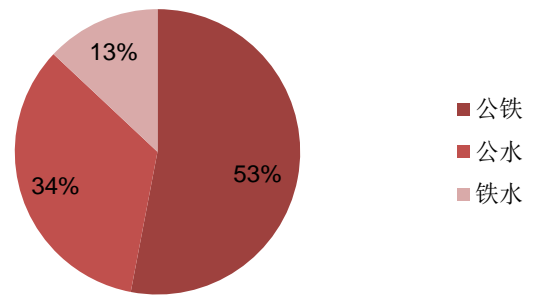
美国多式联运自 1980 年末美国铁路转型发展开始，现已拥有较多成熟、规模化的多式联运服务企业，发展较为成熟。1997-2011 年，美国多式联运货运量增长了 6.5 倍（年均 15%），达到货运总量的 9.2%；预计到 2040 年，美国多式联运的货运量将达到 35.75 亿吨，占货运总量的 12.5%，货运价值 10 万亿美元，占货运总价值的 25.3%。分运输方式看，公铁联运居于主导地位，货运量和周转量分别占比 53%和 57%。

图 50: 美国多式联运货运量 (亿吨)



资料来源: 交通运输部《多式联运技术指引》, 招商证券

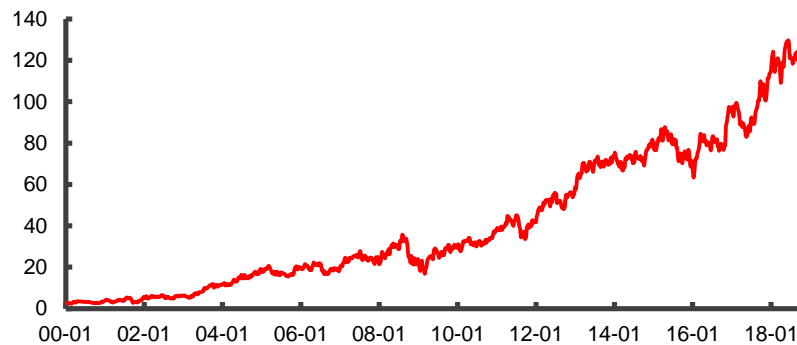
图 51: 美国多式联运货运量占比



资料来源: 交通运输部《多式联运技术指引》, 招商证券

JB 亨特运输服务 (JBHT) 成立于 1961 年, 并于 1989 年成立多式联运部门, 与 BNSF 合作开展多式联运业务。公司现已成为美国最大的多式联运服务商, 市场份额达到 30%。2017 年, 公司收入和净利润分别达到 71.9 亿美元和 6.9 亿美元, 其中多式联运分别占比 57% 和 65%, 是主要利润来源。JBHT 于 1981 年在纳斯达克上市, 目前市值超过 115 亿美元, 2000 年以来的涨幅最高超过 40 倍, 年均复合收益 21%。

图 52: JB 亨特运输服务 40 倍涨幅复牌



资料来源: 招商证券

根据我们和实业的沟通, JBHT 的成功基因包括:

- **良好的外部环境:** 上世纪 80 年代, 美国铁路行业管制放松, 铁路资源集中化、服务逐步完善, 为 JBHT 多式联运业务发展创造良好外部条件。
- **重资产构筑壁垒:** 公司拥有全球最大的自有集装箱车队 (9.15 万个), 约 5900 个运输司机; 远超第二名的运能, 强大的资产管理能力构筑独特的竞争壁垒。
- **资源整合能力:** 公路方面, 除自有资源, JBHT 还控制着大量外协运力。JBHT 与各大铁路企业均有长期协议 (尤其是 BNSF), 深度合作让 JBHT 拥有优先仓位保障能力; 同时与铁路公司共享中心站及铁路场站资源, 提升联运中转效率。
- **IT 支持:** 公司拥有超过 1000 人的 IT 团队, 5 年里 IT 投资达 5 亿美元。
- **客户获取能力:** JBHT 强大的品牌效应、资源能力, 以及多类业务与解决方案构建的综合物流服务能力, 保障其在客户销售的优势。

图 53: JBHT 公铁多式联运运能优势



资料来源: 物流沙龙、招商证券

图 54: JBHT 公铁多式联运中心站网络布局



资料来源: 物流沙龙、招商证券

(2) 政策催化, 2020 年千亿市场空间

调整运输结构是党中央、国务院部署推动的重大决策。今年 9 月, 国务院办公厅印发了《推进运输结构调整三年行动计划(2018—2020 年)》, 包括铁路运能提升、水运系统升级、公路货运治理、多式联运提速、城市绿色配送和信息资源整合六大行动, 核心目标是“到 2020 年, 全国货物运输结构明显优化, 铁路、水路承担的大宗货物运输量显著提高, 港口铁路集疏运量和集装箱多式联运量大幅增长”。

根据美国加州大学的研究, 双/单层铁路集装箱和公路运输的成本为 0.56/0.75/1.03 美元/(箱*km)。通过多式联运, 将长距公路运输转移到廉价的铁路运输和水运, 不仅符合中央“运输结构调整”的政策思路, 还能够大幅降低物流成本。

表 2: 我国推动多式联运发展的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2015 年	关于开展多式联运示范工程的通知	大力发展多式联运, 着力构建以设施高效衔接为基础、以站场快速转运为重点、以各种联运形式竞相发展为路径、以信息资源整合共享为支撑、以设施设备及服务标准化为保障的多式联运组织体系。
2016 年	营造良好市场环境推动交通物流融合发展实施方案	到 2018 年, 全国 80% 左右的主要港口和大型物流园区引入铁路, 集装箱铁水联运量年均增长 10% 以上, 铁路集装箱装车比率提高至 10% 以上。到 2020 年, 集装箱铁水联运量年均增长 10% 以上, 铁路集装箱装车比率提高至 15% 以上。
2017 年	关于进一步鼓励开展多式联运工作的通知	加快多式联运发展, 构建高效顺畅的多式联运系统, 解决我国多式联运发展水平仍然较低, 协同衔接不顺畅、市场环境不完善、法规标准不适应、先进技术应用滞后等突出问题。力争 2020 年多式联运量比 2015 年增长 1.5 倍
2017 年	《“十三五”铁路集装箱多式联运发展规划》	到 2020 年, 集装箱运量达到铁路货运量 20% 左右, 集装箱铁水联运量年均增长 10% 以上, 中欧班列年开行 5000 列左右。
2018 年	《2018-2020 年货运增量行动方案》	2018-2020 年, 铁路集装箱多式联运量年均增长 30% 以上。
2018 年	《推进运输结构调整三年行动计划(2018—2020 年)》	全国多式联运货运量年均增长 20%, 重点港口集装箱铁水联运量年均增长 10% 以上

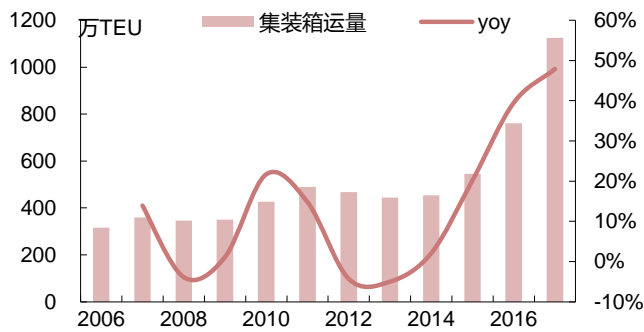
资料来源: 交通运输部

目前, 多式联运在国内物流运输中仅占 2% 左右, 远远低于发达国家, 尤其是铁路集装箱运输规模过小。2017 年, 我国铁路集装箱运量为 1126 万 TEU, 仅占铁路货运总量的 6% 左右, 不仅远低于发达国家的 30%-40%, 也远低于铁路适箱货物的比例(20%)。

根据中央和铁总规划，2018-2020 年，全国多式联运货运量年均增长 20%，铁路集装箱多式联运年均增长 30%以上。

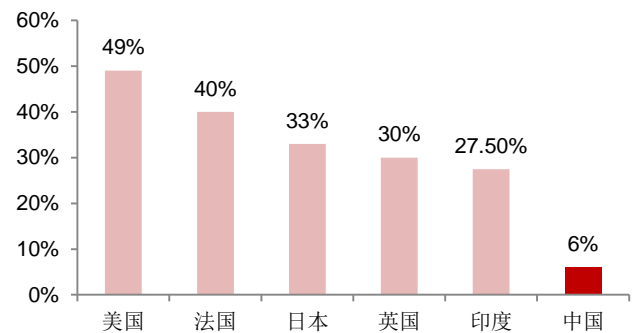
这意味着，2020 年全国铁路集装箱运量将达到 2500 万标箱，按照 5000 元/箱运费计算，市场空间将达到 1250 亿；假设净利率 8%，利润空间达到 100 亿元。中国铁路网运能释放后，公铁联运市场足以容纳一家 300 亿市值的巨头。

图 55: 铁路集装箱运量 (2012-2017)



资料来源: 铁道部, 招商证券

图 56: 各国铁路集装箱运量占比



资料来源: 招商证券

(3) 投资评级: 民营企业的机会, 首推嘉友国际

从商业模式和附加值上看, 多式联运颇为类似快递业; 运营和管理驱动, 而非资源驱动; 附加值在于门到门一体化服务, 而非单一运输环节。这意味着在多式联运领域规模最大的公铁联运市场, 企业的核心竞争力并非掌握铁路运力甚至铁路线资源, 而是节点的管控。铁路经营机制普遍僵化, 难以低成本高效完成门到门多式联运, 这在快递业已经有明确的证据 (EMS VS 顺丰/通达系)。个股标的上, 我们首推嘉友国际, 关注龙洲股份、安通控股、长久物流和象屿股份。

嘉友国际: 1) 民营跨境物流企业, 依托口岸资源, 轻资产开展跨境多式联运业务; 2) 蒙古+中亚存量市场定价权强, 兼具持续性和成长潜力 (矿山寿命超过 40 年, 且均处于扩产周期); 3) 7X PE (7000 万成本/1000 万盈利) 收购上海枫悦物流, 切入十亿级非洲市场; 4) 公司是一带一路+绩优次新股, 未来三年业绩复合增速 25%-30%, 6 个月目标价 48 元 (18 年 20X PE)。

强烈推荐-A (维持)

东方航空 600115.SH

目标估值: 6.9
当前股价: 5.27 元
2018 年 11 月 24 日

混改先锋, 享受供改弹性

基础数据

上证综指	2579
总股本(万股)	1446759
已上市流通股(万股)	980849
总市值(亿元)	762
流通市值(亿元)	517
每股净资产(MRQ)	4.0
ROE(TTM)	5.1
资产负债率	74.2%
主要股东	中国东方航空集团有
主要股东持股比例	35.06%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《东方航空(600115)——核心利润增长7%, 略超市场预期》2018-10-28
- 2、《东方航空(600115)——提价消化成本压力, Q2 核心利润 15 亿》2018-08-31
- 3、《东方航空(600115)——东吉联姻落地, 行业格局是否进入拐点?》2018-07-12

袁钉

010-57601857
yuanding@cmschina.com.cn
S1090517080001

民航供给侧改革持续兑现, 行业景气度上行且周期性下降; 短期催化剂明确, 维持东航“强烈推荐-A”评级, 三个月目标价 6.9 元, 对应 19 年 15X PE。

- **三大核心枢纽, 率先完成货运混改。**公司以上海为核心枢纽, 以昆明和西安为区域枢纽, 枢纽网络效应不断显现。未来首都二机场建成后, 公司和南航将成为主基地航司, 占据 40% 的时刻份额。2017 年初, 公司剥离全货机队, 上市公司专注航空客运, 实现轻装上阵。
- **行业供需中期维持小缺口, 18-19 持续兑现去产量。**军航体制下, 航路里程年均+4%, 而机队和航班起降增速超过 10%; 2020 年 80% 正常率目标和安全抑制供给增长, 行业供需中期维持小缺口。过去三个航季, 民航航班量同比+8.8%/11.6%/7.4%, 飞行小时同比+11.8%/11.1%和 8.6%, 兑现去产量。
- **运力投放均衡, 有利于收益水平提升。**公司规划 18/19/20 年引进飞机 67/62/61 架, 退出 15/0/10 架, 净增 52/62/51 架。2019 年, 公司计划 ASK+8%, 其中国内/国际/地区分别为 8.5%/8%/3%-4%, 稳健的运力增长有利于收益表现。
- **票价改革持续推进, 东吉联姻优化竞争。**我们反复强调的是: 提价的趋势比节奏更重要。参考京杭线, 大部分优质航线提价 3-4 次接近均衡, 弹性在 18/19 年持续释放。股权合作=>收益协同=>航线联营, 是中国民航业竞争格局优化的可行路径。东航和吉祥实现交叉持股, 显著优化上海两场竞争格局。
- **油价和汇率持续利好。**4 月以来, 人民币持续贬值(6.28=>6.97), 但 7 是较为明确政策底线。(汇率贬值 1%减少净利 2.32 亿元)。10 月以来, 国际油价大幅下跌(布油 87 美元=>59 美元), 预计 19 年油价表现将弱于 18 年, 明显利好航空业。(油价下降 1 美元静态增加 19 年净利 2.94 亿元)。
- **维持“强烈推荐-A”评级, 3 个月目标价 6.9 元。**我们预测公司 18/19/20 年 EPS 为 0.21/0.49/0.63 元, 对应当前股价 25.7/10.8/8.4 XPE。东航 19 年业绩弹性将优于国航/南航(票价改革弹性最大、稳健的运力投放、日韩线第一大承运人), 维持“强烈推荐-A”评级, 3 个月目标价 6.9 元(19 年 15X PE)。
- **风险提示:** 宏观经济下滑、油价大幅上涨、人民币贬值、民航事故

财务数据与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	98560	101721	117888	131840	144602
同比增长	5%	3%	16%	12%	10%
营业利润(百万元)	926	2268	4340	7335	7335
同比增长	325%	145%	-222%	-257%	69%
净利润(百万元)	4508	6352	2967	8108	10429
同比增长	-1%	41%	-53%	173%	29%
每股收益(元)	0.31	0.44	0.21	0.49	0.63
PE	16.9	12.0	25.7	10.8	8.4
PB	1.6	1.4	1.4	1.1	1.0

资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	15888	18293	25336	29728	30561
现金	1738	4656	10087	12790	12045
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	30	0	0	0	0
应收款项	2630	2124	2462	2753	3019
其它应收款	4213	4674	5417	6058	6644
存货	2248	2185	1976	2124	2284
其他	5029	4654	5394	6003	6569
非流动资产	194163	209171	218304	227690	237299
长期股权投资	2060	2211	2211	2211	2211
固定资产	150751	163130	172776	182592	192564
无形资产	2418	2043	1839	1655	1489
其他	38934	41787	41478	41232	41034
资产总计	210051	227464	243640	257418	267860
流动负债	68079	80325	94014	82372	82419
短期借款	9983	24959	48927	34499	31544
应付账款	10811	11036	12799	13759	14794
预收账款	966	1342	1556	1673	1799
其他	46319	42988	30732	32441	34282
长期负债	91876	90621	90621	90621	90621
长期借款	10604	4924	4924	4924	4924
其他	81272	85697	85697	85697	85697
负债合计	159955	170946	184635	172993	173040
股本	14467	14467	14467	16601	16601
资本公积金	26760	26760	26760	41578	41578
留存收益	5959	11879	14108	21871	31359
少数股东权益	2910	3412	3670	4375	5282
归属于母公司所有者权益	47186	53106	55335	80050	89538
负债及权益合计	210051	227464	243640	257418	267860

现金流量表

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	24893	19572	27312	29032	32853
净利润	4508	6352	2967	8108	10429
折旧摊销	12538	13959	14833	15581	16356
财务费用	5791	695	6120	3908	4101
投资收益	(322)	(2054)	(400)	(400)	(400)
营运资金变动	1731	(92)	3560	1054	1379
其它	647	712	232	781	987
投资活动现金流	(37180)	(21312)	(24000)	(25000)	(26000)
资本支出	(38715)	(24689)	(24000)	(25000)	(26000)
其他投资	1535	3377	0	0	0
筹资活动现金流	4634	4708	2119	(1329)	(7598)
借款变动	(15765)	456	8577	(14428)	(2955)
普通股增加	1327	0	0	2134	0
资本公积增加	7213	0	0	14818	0
股利分配	0	(723)	(738)	(345)	(942)
其他	11859	4975	(5720)	(3508)	(3701)
现金净增加额	(7653)	2968	5431	2703	(745)

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	98560	101721	117888	131840	144602
营业成本	82587	90285	104705	112561	121030
营业税金及附加	237	263	305	341	374
营业费用	5693	5753	6484	7251	7953
管理费用	3019	3143	3419	3823	4193
财务费用	6393	1261	6120	3908	4101
资产减值损失	29	491	15	15	15
公允价值变动收益	2	(311)	200	200	200
投资收益	322	2054	200	200	200
营业利润	926	2268	(2759)	4340	7335
营业外收入	5687	6397	7037	7389	7758
营业外支出	106	45	45	45	45
利润总额	6507	8620	4233	11684	15048
所得税	1542	1800	1008	2871	3712
净利润	4965	6820	3225	8813	11336
少数股东损益	457	468	258	705	907
母公司所有者净利润	4508	6352	2967	8108	10429
EPS (元)	0.31	0.44	0.21	0.49	0.63

主要财务比率

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
年成长率					
营业收入	5%	3%	16%	12%	10%
营业利润	325%	145%	-222%	-257%	69%
净利润	-1%	41%	-53%	173%	29%
获利能力					
毛利率	16.2%	11.2%	11.2%	14.6%	16.3%
净利率	4.6%	6.2%	2.5%	6.1%	7.2%
ROE	9.6%	12.0%	5.4%	10.1%	11.6%
ROIC	6.8%	2.5%	2.2%	5.0%	6.5%
偿债能力					
资产负债率	76.2%	75.2%	75.8%	67.2%	64.6%
净负债比率	14.7%	19.9%	22.1%	15.3%	13.6%
流动比率	0.2	0.2	0.3	0.4	0.4
速动比率	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
营运能力					
资产周转率	0.5	0.4	0.5	0.5	0.5
存货周转率	38.4	40.7	50.3	54.9	54.9
应收帐款周转率	35.9	42.8	51.4	50.6	50.1
应付帐款周转率	8.0	8.3	8.8	8.5	8.5
每股资料(元)					
每股收益	0.31	0.44	0.21	0.49	0.63
每股经营现金	1.72	1.35	1.89	1.75	1.98
每股净资产	3.26	3.67	3.82	4.82	5.39
每股股利	0.05	0.05	0.02	0.06	0.07
估值比率					
PE	16.9	12.0	25.7	10.8	8.4
PB	1.6	1.4	1.4	1.1	1.0
EV/EBITDA	2.0	2.3	2.2	1.7	1.4

强烈推荐-A (维持)

嘉友国际 603871.SH

目标估值: 48
当前股价: 38.01 元
2018 年 11 月 24 日

一带一路核心标的, 两年翻倍空间

基础数据

上证综指	2579
总股本(万股)	11200
已上市流通股(万股)	2800
总市值(亿元)	43
流通市值(亿元)	11
每股净资产(MRQ)	13.7
ROE(TTM)	16.9
资产负债率	29.7%
主要股东 嘉信益(天津)资产管	
主要股东持股比例	37.5%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	14	-31	28
相对表现	15	-12	51



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《嘉友国际(603871)——中蒙物流隐形冠军, 切入十亿级非洲市场》2018-10-30
- 2、《嘉友国际(603871)新股分析——依托中蒙贸易口岸, 拓展“一带一路”跨境物流》2018-01-26

袁钉

010-57601857
yuanding@cmschina.com.cn
S1090517080001

公司是中蒙和中亚跨境物流领先企业, 存量客户和业务持续放量, 切入十亿级别非洲市场, 三年复合增速 25%-30%。公司是一带一路核心标的+低估值次新股, 维持“强烈推荐-A”评级, 两年看翻倍空间, 6 个月目标价 48 元(18 年 20X PE)。

- **民营跨境多式联运企业, 深耕一带一路市场。**嘉友国际是一家聚焦矿产和工程领域的跨境物流企业, 借助海关监管场所等核心物流资产, 运力外包轻资产开展多式联运业务。借助甘其毛都和二连浩特等口岸、港口先发优势, 公司在中蒙和中亚跨境多式联运市场已经形成了较强的核心竞争力。
- **存量: 蒙古和中亚存量市场持续放量。**公司客户矿产储量巨大, OT 矿/哈铜/TT 矿等核心项目设计寿命均超过 40 年, 业务持续性强。OT 铜矿和 ER 煤矿以及哈铜项目均处于扩产周期, OT 二期建成后产能从 80-100 万吨提升至 200 万吨, ER 煤矿远期产能有望从 300 万吨提升至 800-900 万吨。
- **增量: 切入十亿级非洲市场。**我们测算, 中资矿企每年在非洲项目工程和矿产品物流费用合计 60 亿元, 按照 15%净利率测算利润空间 9 亿。今年 9 月, 公司以 7000 万元收购上海枫悦物流, 加码非洲业务。原股东承诺枫悦物流 18/19/20 年净利不低于 1050/1150/1300 万元, 收购成本不到 7X PE。
- **供应链: 仅代垫关税, 现金流好且风险可控。**传统大宗供应链业务立足垫资和息差, 而公司供应链服务则是以物流为实质的增值业务。公司向上游的预付款和下游对公司预付款约 30%, 账期 30-45 天, 除关税外几乎不需要垫资。公司对于客户也有严格的标准, 通过物流费用实现 3%左右的毛利, 风险可控且现金流良好。
- **一带一路核心标的+低估值次新股, 维持“强烈推荐-A”评级。**公司存量业务持续放量, 切入十亿级非洲市场, 未来三年业绩复合增速 25%-30%。我们预测公司 18/19/20 年归母净利 2.7/3.5/4.4 亿元, 对应当前股价 15.8/12.2/9.6X PE。公司是一带一路核心标的+低估值次新股, 两年看翻倍空间; 6 个月目标价 48 元, 对应 18 年 20X PE。
- **风险提示: 税收政策风险、外汇风险、运力外包风险**

财务数据与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	957	3244	4107	5271	6770
同比增长	53%	239%	27%	28%	28%
营业利润(百万元)	176	248	325	422	538
同比增长	36%	41%	31%	30%	28%
净利润(百万元)	146	206	269	349	444
同比增长	42%	41%	31%	30%	27%
每股收益(元)	2.43	3.43	2.40	3.11	3.97
PE	29.2	20.7	15.8	12.2	9.6
PB	6.2	4.0	2.6	2.2	1.8

资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	498	655	1590	1835	2208
现金	227	414	1287	1445	1707
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	3	8	10	13	17
应收款项	74	68	86	111	142
其它应收款	7	7	9	11	14
存货	45	71	90	116	149
其他	142	85	108	139	178
非流动资产	219	240	420	583	729
长期股权投资	9	0	0	0	0
固定资产	147	135	321	489	640
无形资产	58	57	51	46	42
其他	4	48	48	48	47
资产总计	717	894	2011	2418	2937
流动负债	344	316	389	487	613
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	81	79	100	129	165
预收账款	249	194	246	315	405
其他	15	43	43	43	43
长期负债	4	3	3	3	3
长期借款	0	0	0	0	0
其他	4	3	3	3	3
负债合计	348	319	392	490	617
股本	60	60	112	112	112
资本公积金	136	136	890	890	890
留存收益	171	377	616	926	1320
少数股东权益	2	1	1	0	(1)
归属于母公司所有者权益	367	574	1618	1928	2321
负债及权益合计	717	894	2011	2418	2937

现金流量表

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	183	205	278	369	480
净利润	146	206	269	349	444
折旧摊销	17	16	19	38	54
财务费用	(3)	3	(17)	(27)	(32)
投资收益	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
营运资金变动	23	(18)	9	12	15
其它	1	(0)	(0)	(1)	(1)
投资活动现金流	(9)	(35)	(199)	(199)	(199)
资本支出	(11)	(39)	(200)	(200)	(200)
其他投资	3	4	1	1	1
筹资活动现金流	(74)	17	792	(12)	(19)
借款变动	(77)	20	0	0	0
普通股增加	0	0	52	0	0
资本公积增加	0	0	753	0	0
股利分配	0	0	(30)	(39)	(51)
其他	4	(3)	17	27	32
现金净增加额	101	187	872	159	262

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	957	3244	4107	5271	6770
营业成本	746	2938	3720	4774	6132
营业税金及附加	3	9	11	14	18
营业费用	3	4	8	11	14
管理费用	34	43	62	79	102
财务费用	(3)	3	(17)	(27)	(32)
资产减值损失	(1)	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	1	1	1	1	1
营业利润	176	248	325	422	538
营业外收入	0	2	2	2	2
营业外支出	2	0	0	0	0
利润总额	174	250	327	424	540
所得税	29	44	58	75	96
净利润	145	206	269	348	444
少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(1)	(1)
母公司所有者净利润	146	206	269	349	444
EPS (元)	2.43	3.43	2.40	3.11	3.97

主要财务比率

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
年成长率					
营业收入	53%	239%	27%	28%	28%
营业利润	36%	41%	31%	30%	28%
净利润	42%	41%	31%	30%	27%
获利能力					
毛利率	22.0%	9.4%	9.4%	9.4%	9.4%
净利率	15.2%	6.4%	6.5%	6.6%	6.6%
ROE	39.7%	35.9%	16.6%	18.1%	19.1%
ROIC	39.1%	35.9%	15.6%	16.8%	17.9%
偿债能力					
资产负债率	48.6%	35.7%	19.5%	20.3%	21.0%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.4	2.1	4.1	3.8	3.6
速动比率	1.3	1.8	3.9	3.5	3.4
营运能力					
资产周转率	1.3	3.6	2.0	2.2	2.3
存货周转率	28.6	50.3	46.0	46.3	46.3
应收帐款周转率	16.7	45.6	53.1	53.4	53.5
应付帐款周转率	10.3	36.8	41.5	41.7	41.7
每股资料(元)					
每股收益	2.43	3.43	2.40	3.11	3.97
每股经营现金	3.06	3.41	2.49	3.30	4.29
每股净资产	6.12	9.56	14.45	17.21	20.73
每股股利	0.00	0.50	0.35	0.45	0.58
估值比率					
PE	29.2	20.7	15.8	12.2	9.6
PB	6.2	4.0	2.6	2.2	1.8
EV/EBITDA	32.1	22.9	18.5	14.0	10.8

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

袁钉：中国社科院金融硕士，清华大学物理学学士，2015 年加入招商证券研发中心，现为招商证券交运行业分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。