

交通运输行业深度研究报告

上半年防御看机场，下半年进攻看油运，择时看航空，主题看铁路——2019年交通运输金股推荐

推荐（维持）

- 回顾 18 年：交运板块下跌 30%。跑输沪深 300 指数约 4 个百分点，各子行业均下跌，机场微跌 0.7%，跌幅最小，领先第二名铁路多达 19 个百分点。个股看，剔除次新股及重大资产重组标的，仅上海机场（14%）、粤高速 A（10%）、宁沪高速（4.4%）、深高速（3.6%）四只个股上涨。华创交运 18 年十大金股组合跌幅 22%，跑赢交运指数 8 个百分点，其中上海机场与深高速全年上涨，占板块上涨股票的一半。从最高涨幅看，组合则为平均上涨 25%，海峡股份（92%）、普路通（黑马标的 62%）、上海机场（44%）、韵达股份（33%）位列交运板块前四。分季度看，金股组合下跌 4.5%，按照最高涨幅看，则为上涨 10%。Q1 的海峡，Q2 的韵达，Q4 的深高速均进入了当季度涨幅前 5。
- 上半年防御看机场：退可守（弱市防御），进可攻（非航弹性）。退可守：机场对经济压力敏感度相对弱；而弱势市场下机场相对表现更好；同时影响机场的重要负面因素（分流、转固）在上半年对上海和深圳机场并不存在。进可攻：一旦经济上半年出现超预期转暖，则无论从航空出行角度还是高端消费的免税品消费，机场都有望受益。一季度看上海机场新保底合同带来非航业务明显提升。二季度看深圳机场：出境免税新合同或构成催化。二季度后看白云机场：按照传统投资择时策略，19Q2 折旧基数效应结束后或存在机会。
- 下半年进攻看油运：18Q4 是周期拐点预演，预计 19Q4 则是右侧顺畅上行机会。供需两端的核心增量：需求端一看油价大幅下跌后中国为代表的进口国需求（10-11 月我国原油进口连续新高），二看 19 年下半年美国原油出口或可进一步提升；供给端，19 年上半年有新船交付压力，但综合看（交付率、拆船、在手订单、限流令）这是最后的交付高峰；鉴于运价与盈利的高弹性，四季度金股选择中远海能。催化剂包括中美贸易谈判进展，加大美国油气进口。
- 择时看航空：长期看好航空业景气向上，超级承运人+超级枢纽格局料将进一步推动资源向头部航司集中，但仍需更有效的择时。当前更类似 14-15 年，油价减负+小幅供需改善推动利润与股价大幅攀升。测算 1 月国内综采成本同比 1.2%，维持该水平，一季度同比下滑，低油价+春运旺季效应，Q1 首选南航。全年需求中枢预判关键在 4 月。二季度看稳健国航，三季度看东航暑运弹性。
- 主题看铁路：连续三年中央经济工作会议点名，我们预计 2019 年，铁路改革将步入收获年，重点推荐低 PB+受益改革逻辑清晰的广深铁路。
- 其他：通达系快递进入可观察期，我们对电商快递转向更为积极的态度核心在于我们认为新进入者威胁已经降低，通达系整体构建成本优势护城河，而市场对价格战的风险存在过度悲观的可能。
- 19 年十大金股：我们选取三大航、三大机场、广深铁路、韵达股份、中远海能及深高速作为 19 年十大金股。其中 Q1：南方航空、广深铁路、上海机场、韵达股份；Q2：中国国航、深圳机场；Q3：白云机场、东方航空、广深铁路；Q4：深高速、韵达股份、中远海能。
- 风险提示：油价大幅上涨，经济大幅下滑。

重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价(元)	EPS(元)			PE(倍)			PB	评级
		2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E		
南方航空	6.64	0.28	0.71	0.99	23.71	9.35	6.71	1.64	强推
上海机场	50.76	2.21	2.75	3.25	22.9	18.5	15.6	3.89	推荐
广深铁路	3.16	0.18	0.27	0.2	17.56	11.7	15.8	0.78	强推
韵达股份	30.3	1.46	1.48	1.84	20.75	20.47	16.47	9.96	推荐

资料来源：Wind，华创证券预测

注：股价为 2018 年 12 月 28 日收盘价

华创证券研究所

证券分析师：吴一凡

电话：021-20572539  
邮箱：wuyifan@hcyjs.com  
执业编号：S0360516090002

证券分析师：刘阳

电话：021-20572552  
邮箱：liuyang@hcyjs.com  
执业编号：S0360518050001

联系人：肖祎

电话：021-20572553  
邮箱：xiaoyi@hcyjs.com

联系人：王凯

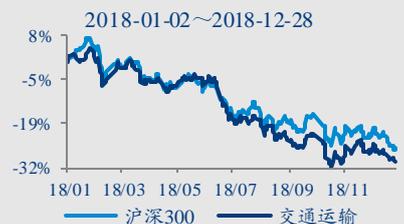
电话：021-20572538  
邮箱：wangkai@hcyjs.com

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	38	1.8
总市值(亿元)	4,904.94	2.94
流通市值(亿元)	2,069.93	1.73

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	-3.93	-9.35	-22.27
相对表现	1.18	4.9	3.04



相关研究报告

《交通运输行业周报（1126-1202）：VLCC 运价再创年内新高，周期拐点已验证，巨头起舞更可期；客运价格市场化推进强化航空时刻护城河》

2018-12-02

《城头变换大王旗，成本品质定乾坤——再论护城河系列之复盘通达系快递》

2018-12-16

《交通运输行业周报（20181210-20181216）：油运运价回落不改周期拐点趋势；航空 11 月客座率下滑更多来自基数原因》

2018-12-16

# 目录

一、2018 年回顾：交运指数下跌 30% .....	5
二、2019 年：上半年防御看机场，下半年进攻看油运，择时看航空，主题看铁路 .....	7
（一）上半年防御看机场：Q1 上海，Q2 深圳，Q2 之后看白云 .....	7
（二）上下半年进攻看油运：18Q4 周期拐点预演，预计 19Q4 迎顺畅上行 .....	10
（三）择时看航空：长期看好下更有效率地择时 .....	15
（四）主题看铁路：2019 年，铁路改革或步入收获年 .....	21
（五）其他：通达系快递进入可观察期 .....	25
三、2019 年金股推荐时间轴： .....	26
四、风险提示 .....	26

# 图表目录

图表 1	2017-18 年交运板块涨跌幅.....	5
图表 2	2018 年分季度板块与个股.....	6
图表 3	2018 年十大金股表现.....	6
图表 4	2017 年, 我国人均乘机次数仅为 0.40 次.....	8
图表 5	飞机起降架次增速与航空客运量增速.....	8
图表 6	国内外机场非航业务占比.....	8
图表 7	主要机场人均非航收入贡献(人民币).....	8
图表 8	上海机场超额收益明显.....	9
图表 9	上海机场复盘情况.....	9
图表 10	VLCC 运价美元/天(年度数据).....	10
图表 11	VLCC 运价美元/天(年度数据).....	11
图表 12	油轮 VLCC 供需逻辑图.....	11
图表 13	油运行业周转量波动.....	12
图表 14	亚洲国家进口需求占比 63%, 中国占比 29%.....	12
图表 15	中国原油进口.....	13
图表 16	OPEC 原油产量(万桶/日).....	13
图表 17	主要原油出口国运距与出口比例.....	13
图表 18	美国原油出口量(百万吨).....	13
图表 19	今年以来油运市场 VLCC 拆解与交付数量.....	14
图表 20	新签订单情况.....	14
图表 21	VLCC 行业在手订单运力比低位.....	14
图表 22	油轮弹性测算.....	15
图表 23	油轮弹性测算.....	15
图表 24	全球主要航司与三大航利润规模对比(2017).....	16
图表 25	达美南航单机营收差距分布(示意图).....	17
图表 26	达美和南航收入端对比汇总表.....	17
图表 27	达美南航成本对比.....	17
图表 28	达美辅助收入.....	18
图表 29	达美南航各分项差异对比汇总.....	18
图表 30	南航各项指标改善汇总.....	19
图表 31	14Q3-15Q2 利润单季度增速.....	20
图表 32	14Q3-15Q2 单季度股价涨幅.....	20

图表 33	南航各项指标改善汇总.....	20
图表 34	杜邦分析对比美日中铁路 ROE 水平 .....	22
图表 35	广深铁路拥有的土地面积.....	24
图表 36	长途车票价弹性测算.....	24
图表 37	广深铁路 PB band.....	25
图表 38	拼多多贡献的快递件量及行业占比（单位：亿件） .....	25
图表 39	拼多多 GMV（向前滚动一年累计数） .....	25
图表 40	拼多多单用户的年度支出具备提升空间（单位：元） .....	26
图表 41	拼多多与其他电商平台的重合用户比例较低.....	26
图表 42	2019 年金股.....	27
图表 43	附： 2018 年金股.....	27

## 一、2018 年回顾：交运指数下跌 30%

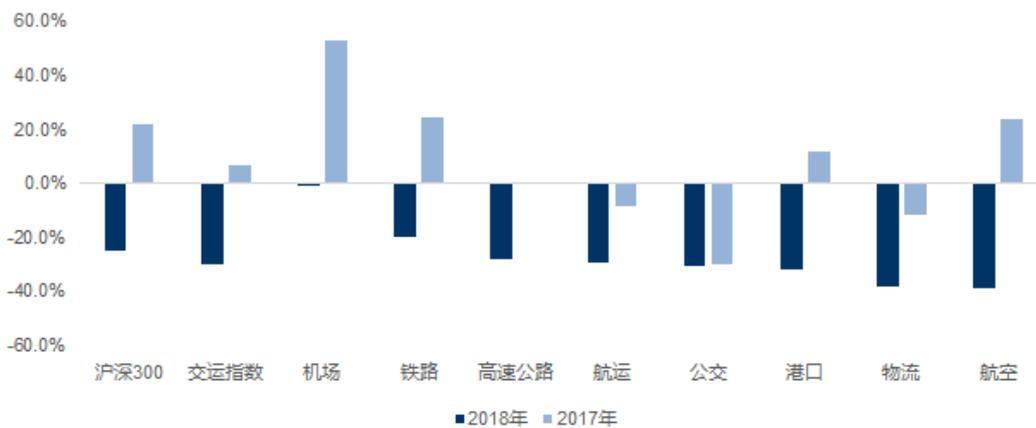
2018 年，交运板块下跌 30%，位列一级行业第 12 名，跑输沪深 300 指数约 4 个百分点，沪深 300 下跌 25%。

2018 年各子行业均下跌，机场微跌 0.7%，跌幅最小，领先第二名的铁路多达 19 个百分点，物流与航空跌幅均为 38% 左右，跌幅最大。

纵观 17-18 年，交运指数下跌 26%，跑赢的子行业包括机场、铁路及航空，机场一枝独秀，两年涨幅 52%，而物流、航运、港口连续两年下跌。

从个股看，剔除次新股及重大资产重组标的，交运板块仅上海机场（14%）、粤高速 A（10%）、宁沪高速（4.4%）、深高速（3.6%）四只个股上涨。而中储股份、传化智联、安通控股、飞马国际四只标的跌幅超过 50%。

图表 1 2017-18 年交运板块涨跌幅



资料来源：Wind，华创证券

分季度看板块，机场在 Q1-3 持续领跑，而高速在 Q4 跌幅最少，反应四季度市场寻求稳定高股息标的的防御态度。

分季度看个股，上半年受免税重招催化的上海机场以及增速持续超越行业（包括行业业务量增速超预期）的韵达股份连续两个季度位列前五，受区域主题催化的海峡与恒基达鑫，提价效果显现不受汇率波动的吉祥与春秋均曾经进入过前五。四季度前五中有 4 只高速公路标的。

**图表 2 2018 年分季度板块与个股**

		Q1		Q2		Q3		Q4	
行业	沪深300	-3.3%	沪深300	-9.9%	沪深300	-2.1%	沪深300	-12.5%	
	交运指数	-5.2%	交运指数	-11.2%	交运指数	-7.1%	交运指数	-10.8%	
	机场	6.1%	机场	3.8%	机场	4.6%	高速公路	-1.9%	
	公交	-2.3%	铁路	-2.7%	高速公路	0.3%	航运	-3.7%	
	港口	-2.7%	航空	-10.1%	铁路	-1.4%	公交	-5.1%	
	物流	-4.0%	物流	-10.7%	公交	-1.7%	铁路	-5.1%	
	高速公路	-7.3%	航运	-14.9%	港口	-4.6%	航空	-8.3%	
	航空	-7.3%	港口	-18.0%	航运	-5.8%	港口	-11.1%	
	航运	-8.4%	高速公路	-21.2%	物流	-10.3%	机场	-13.9%	
	铁路	-12.0%	公交	-24.1%	航空	-20.0%	物流	-19.5%	
		Q1		Q2		Q3		Q4	
个股TOP5	海峡股份	39%	春秋航空	15%	飞力达	33%	普路通	10%	
	普路通	27%	恒基达鑫	14%	华贸物流	19%	粤高速A	9%	
	韵达股份	9%	上海机场	14%	申通快递	14%	宁沪高速	8%	
	上海机场	9%	韵达股份	6%	营口港	13%	深高速	7%	
	白云机场	6%	吉祥航空	5%	长江投资	12%	皖通高速	6%	

资料来源: Wind, 华创证券

华创交运 2018 年十大金股包括三大航、海峡股份、上海机场、广深铁路、建发股份、大秦铁路、深高速及韵达股份，以及另设的黑马标的普路通。

从年度涨跌幅看，十大金股平均跌幅 22%，跑赢交运指数 8 个百分点，其中上海机场与深高速全年上涨，占交运板块上涨股票的一半比例。

从 18 年最高涨幅看，十大金股则为平均上涨 25%，其中海峡股份(92%)、普路通(黑马标的 62%)、上海机场(44%)、韵达股份(33%)正位列交运板块前四。

若按照分季度金股看，下跌 4.5%，按照最高涨幅看，则为上涨 10%。Q1 的海峡，Q2 的韵达，Q4 的深高速均进入了当季度涨幅前 5。

整体而言，虽然年度涨跌幅整体为负，个别标的落后指数，但整体跑赢，分季度看小幅下跌，在节奏选择上尚可，若以最高涨幅计，则捕捉了交运板块中最强的四只个股。

**图表 3 2018 年十大金股表现**

	Q1	Q2	Q3	Q4	18十大金股	年度涨幅	最高涨幅
中国国航	-4%	韵达股份 6%	中国国航 -7%	深高速 7%	上海机场	14%	44%
南方航空	-13%	建发股份 -20%	南方航空 -19%	韵达股份 -11%	深高速	4%	7%
平均涨跌幅	东方航空 -12%	大秦铁路 5%	东方航空 -15%		大秦铁路	-4%	16%
海峡股份	39%	广深铁路	-13%		韵达股份	-13%	33%
广深铁路	-18%	上海机场 7%			海峡股份	-19%	92%
平均	-2%	-3%	-9%	-2%	建发股份	-35%	22%
中国国航	18%	韵达股份 21%	中国国航 2%	深高速 11%	中国国航	-37%	18%
南方航空	9%	建发股份 4%	南方航空 2%	韵达股份 0%	东方航空	-42%	8%
区间最高涨幅	东方航空 8%	大秦铁路 13%	东方航空 3%		广深铁路	-42%	5%
海峡股份	40%	广深铁路 4%			南方航空	-44%	9%
广深铁路	5%	上海机场 17%					
平均	16%	13%	5%	5%		-22%	25%

资料来源: Wind, 华创证券

## 二、2019年：上半年防御看机场，下半年进攻看油运，择时看航空，主题看铁路

华创交运 2019 年投资策略是从长期价值和护城河维度提出再论护城河策略框架：需求潜力定行业，护城河要素选公司。从需求潜力角度出发，我们筛选出航空、机场以及快递三个景气向上的子行业；从品牌、区位、转换成本等维度，我们选择航空、机场、顺丰；从成本优势维度，我们认为通达系快递已经进入可观察期，并持续观察春秋航空。

我们已推出再论护城河三大系列：

航空：需求潜力为依托，区位（航线时刻）构筑护城河；

机场：需求潜力决定长期价值，区位护城河推动强者恒强；

电商快递：复盘通达系快递：城头变幻大王旗，成本优势定乾坤。

而对于 2019 年金股推荐上，在以上基础上，综合一些主题特征，我们更多基于一年为维度的推荐。

### （一）上半年防御看机场：Q1 上海，Q2 深圳，Q2 之后看白云

再论护城河之机场报告中，我们提出机场板块：需求潜力决定长期价值，区位护城河推动企业强者恒强。

**需求潜力定行业：**机场需求可分为航空性业务与非航业务两部分，前者受益于航空渗透率提升，且较航空公司更稳定；后者则受益于长期消费潜力释放。

#### 航空性业务：

1) 国际比较看人均乘机次数提升空间巨大，2017 年我国航空客运量为 5.5 亿人次，人均乘机 0.4 次，仅相当于美国上世纪 60 年代水平。目前美国、加拿大、英国该比率为 2.5 左右，亚洲国家中韩国 1.7 次，日本 0.98 次，均数倍于我国。从综合交通运输体系的演变看，民航客运周转量占比已由 2007 年的 12.9% 提升至 2017 年的 29.0%，提升幅度超过铁路，航空逐渐成为大众出行方式。预计未来我国旅客人数可保持两位数增长。

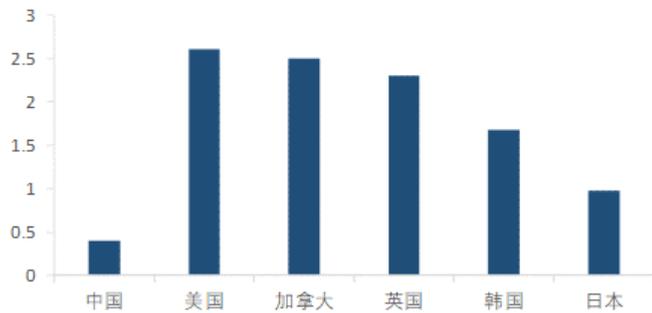
#### 2) 飞机起降架次相较于航空旅客更为平稳

相较于航空公司收入端存在客运量与票价两个因素，机场的航空主业业务量只取决于起降以及吞吐，同时起降增速的波动比客运量更温和，而航空公司或采取降价刺激客运需求，机场则不受影响。

尽管机场起降架次趋势上与航空旅客增速相一致，在 08 年金融危机下增速亦放缓至 7.2%，但相较于航空旅客放缓至 3.6% 的增速更为温和。

2015-2017 年，我国航空客座率分别为 82.1%、82.6% 和 83.2%，均保持在较高水平，并逐年提升；2017 年全球航空客座率为 81.4%。因客座率持续提升，同样体现为旅客吞吐量增速快于起降架次增速。

图表 4 2017 年，我国人均乘机次数仅为 0.40 次

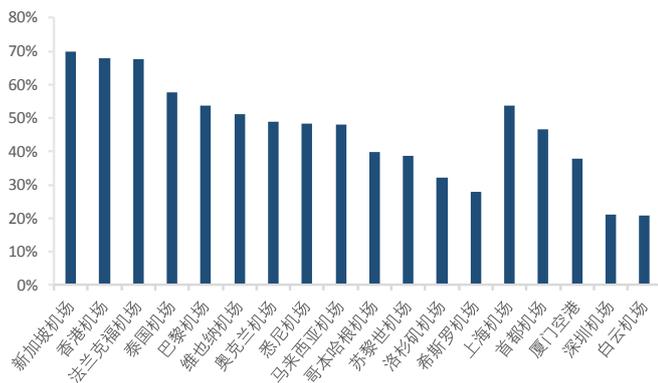


资料来源: Wind, 华创证券

**非航业务:** 长期消费潜力将促使非航业务增长空间巨大。

非航收入占比看国内机场中仅浦东机场达到 50% 以上，首都机场接近 50%，与国际领先机场的 60%-70% 尚有较大差距。人均贡献非航收入看，上海机场虽然领先于国内其他机场，但仅为先进机场的 30%-60%，差距明显，空间巨大

图表 6 国内外机场非航业务占比



资料来源: Wind, 华创证券

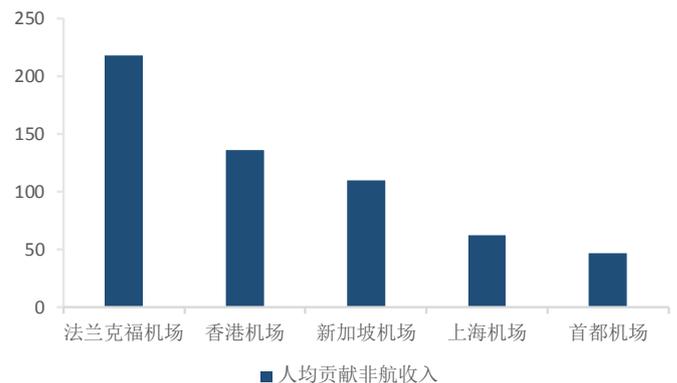
上海机场为例，2004 年（资产置换为浦东机场）以来，经历多次资本开支周期、外部危机、政策影响甚至分流等扰动，股价上涨 6 倍，同期指数上涨 74%，需求潜力的逐步释放+独特区位优势推动了机场长期价值不断实现。

图表 5 飞机起降架次增速与航空客运量增速



资料来源: Wind, 华创证券

图表 7 主要机场人均非航收入贡献 (人民币)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 8 上海机场超额收益明显



资料来源: Wind, 华创证券

复盘历史看驱动因素:

**跑赢情况:** 产能投产次年(即因折旧导致业绩下滑基数消除); 政策红利; 危机后修复; 免税重估以及熊市期间跑赢指数等。

**跑输情况:** 资本开支扩产能; 分流预期; 政策因素导致业绩受损; 牛市末端估值偏高等。

**简洁有效的投资策略:** 传统择时在产能爬坡期, 新价值削弱投产期折旧影响。

图表 9 上海机场复盘情况

	原因	区间	股价涨跌幅 (%)	跑赢指数 (%)	天数	注释
跑赢区间	产能投产次年, 产能与业绩爬坡期	09.12-10.1	31	32	43	二期08年投产, 09年为投产第二年
	危机后修复	04.02-05.07	71	114	524	非典后恢复性增长, 生产指标达到设计能力
	政策红利	14.10-15.03	73	29	155	高峰小时容量提升, 业务量快速增长
	免税带来资产重估	16.11-17.05	50	61	182	非航业务快速增长+首都机场启动招标, 免税提前超预期
		17.10-18.08	64	85	296	白云招标超预期+上海机场免税招标进一步推动枢纽价值重估
	熊市跑赢指数	08.05-08.09	-19	23	137	市场大幅下跌, 估值从27倍降至18倍, 后升至25倍
		15.06-15.11	0	37	152	市场大幅下跌, 迪士尼即将开园催化, 相关标的相对收益较大
	政策红利+熊市期间跑赢指数	15.12-16.03	-3	22	83	机场收费改革调整预期, 迪士尼开园在即, 同期市场大幅下跌(熔断)
危机后修复+产能爬坡+政策红利	10.12-13.09	46	61	1001	二期投产、金融危机结束, 上海自贸区+内外航企国际航线收费并轨(2013年2月4日)催化	
跑输区间	原因	区间	股价涨跌幅 (%)	跑赢指数 (%)	天数	注释
	资本开支-投产产生折旧压力	05.07-05.12	-25	-31	140	05年3月二跑道投产
		08.09-09.12	-10	-86	437	2008年二期扩建T2航站楼及三跑道2008年3月启用
		15.03-15.05	8	-27	58	四跑道2015年3月启用
	资本开支-正式开工	06.01-06.06	-1	-55	151	2005年12月浦东机场二期扩建工程全面开工
	虹桥分流担忧	07.02-07.05	11	-55	100	虹桥机场T2、二跑道扩建于2007年2月获批, 分流担忧
		10.01-10.12	-39	-36	331	2010年虹桥机场2号航站楼投入使用, 市场担忧对浦东机场产生分流, 尽管当年在世博会效应下不明显
	政策影响	07.12-08.03	-38	-29	87	2008年1月26日民航局下发新机场收费标准, 公司测算收入下滑10%左右。公司一季度收入仅增长1.7%, 利润下滑17%
16.03-16.11		-8	-28	250	公司运力逐渐饱和, 放行正常率较低, 受到民航局处罚	
牛市末端、估值偏高	07.06-07.10	-15	-57	130	牛市末端, 市场大涨, 估值偏高, 显著跑输, 50降至44倍, 同时因二期即将在08年3月启用, 担忧二期投产带来成本压力	

资料来源: Wind, 华创证券

上半年防御看机场: 退可守(弱市防御), 进可攻(非航弹性)

退可守

1) 经济有压力, 机场敏感度相对弱: 市场普遍认为 19 年上半年经济或存在一定压力, 交运板块整体与经济相关性较强, 历史数据表明机场生产数据对宏观的敏感度相对较弱, 主业角度可实现增长;

2) 弱势市场机场相对表现更好: 从历史复盘角度看, “熊市”机场通常有较好的相对收益, 如 08 年 5-9 月, 15 年 6-11

月的上海机场与深圳机场。

3) 过往看, 影响机场的重要负面因素在上半年并不存在: 对于上海与深圳机场而言, 分流、固定资产转固首年两项最主要的因素在上半年并不存在。白云机场则于 19Q2 后结束 T2 投产后新增折旧成本费用等效应。

**进可攻:**

非航贡献弹性: 一旦经济上半年出现超预期转暖, 则无论从航空出行角度还是高端消费的免税品消费角度, 机场都将会受益, 因此机场资产还具备潜在的进攻弹性。

**我们重点推荐标的与节奏:**

**一季度看上海机场:** 新免税保底合同带来的业绩增长, 市场对下半年卫星厅投产后产生的成本费用与商业规划带来新增收入间的匹配度尚有分歧。

**二季度看深圳机场:** 国际线提质增速进行时, 带来航空性与非航业务的双升, 而出境免税的新合同或在上半年落地, 构成机场资产价值再重估的有效催化。

**二季度后看白云机场:** : 按照传统投资择时策略, 19Q2 折旧基数效应结束后或存在机会。

## (二) 上下半年进攻看油运: 18Q4 周期拐点预演, 预计 19Q4 迎顺畅上行

此前多篇报告我们认为油运行业周期拐点将在 18Q4 出现, 事实上自 10 月以来, 连续突破 3 万(盈亏平衡点之上), 4 万(景气线之上)及 5 万三个平台, 充分验证我们此前观点。注: 18Q4 均价已至 4 万, 同比增长 145%; 2018 年均价 1.34 万美元, 同比下跌 24%; 18Q3 为 0.99 万。

**图表 10 VLCC 运价美元/天(年度数据)**



资料来源: 克拉克森, 华创证券

我们研究过以 1990 年至今近三十年油运行业运价走向, 发现: 年度运价均价 4 万美元可以作为景气周期分界线。

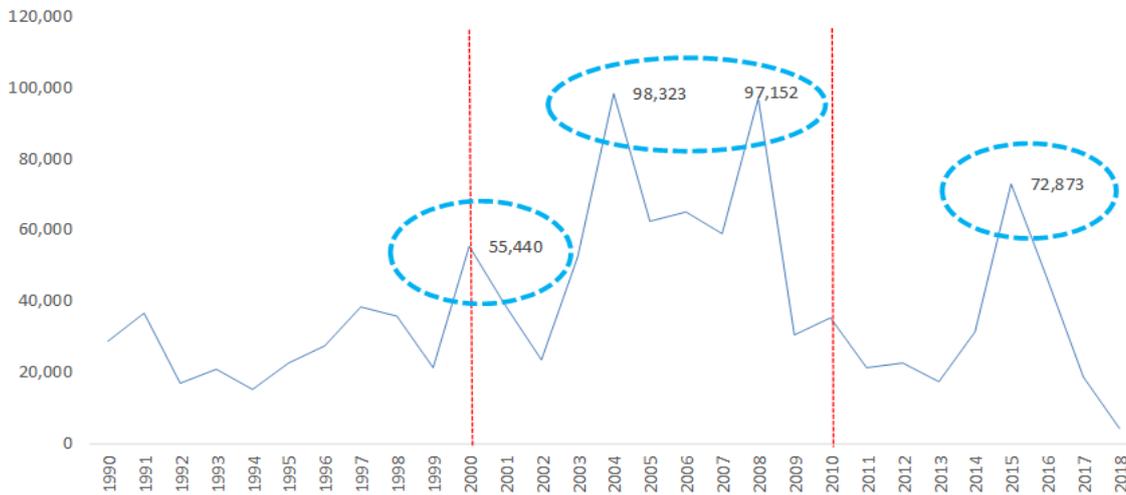
低迷周期: 1990-1999 年, 区间内几乎每年都低于 4 万美元;

景气周期: 2000-2009 年, 行业运价创历史新高, 周期内几乎均高于 4 万美元均价。周度峰值, 2004 年 12 月以及 2008

年1月分别达到19.8及19.7万美元的历史高点。

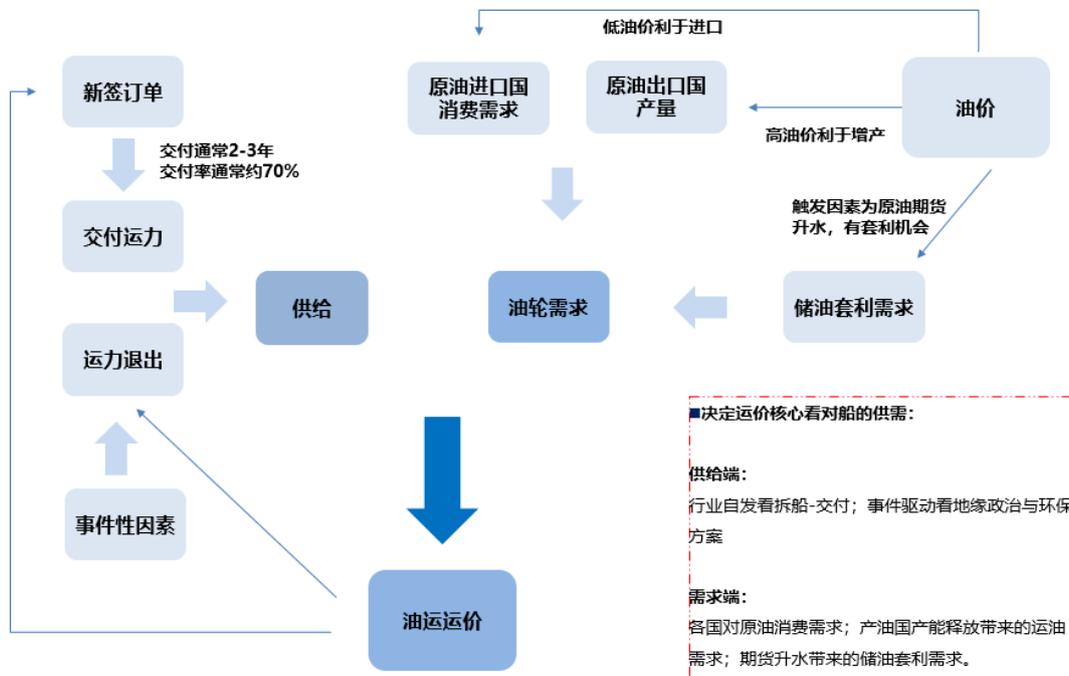
非常规的低迷周期：2010至今，整体处于低迷周期内，但出现过异常点，即出现过15Q4的高点，也有过低于1万美金的冰点。

图表 11 VLCC 运价美元/天（年度数据）



资料来源：克拉克森，华创证券

图表 12 油轮 VLCC 供需逻辑图



资料来源：克拉克森，华创证券

从供需分析上，

**需求端：近年平稳，静待新增量**

近年平稳：从 2010 年以来看，原油需求量整体较为平稳，周转量年均 2.8% 增速，贸易量年均 1.3%，运距年均 1.5% 的提升。

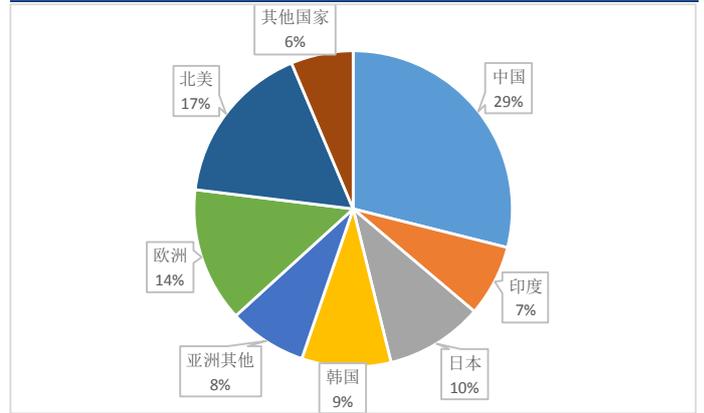
从周转量角度看进口：亚洲国家是需求的大头，占比 63%，其中中国占全球原油周转量的 29%，中国需求可以视为重要因素。而出口端，中东地区占比了 51% 的份额。

**图表 13 油运行业周转量波动**



资料来源：克拉克森，华创证券

**图表 14 亚洲国家进口需求占比 63%，中国占比 29%**



资料来源：Wind，华创证券

**需求再展望：**

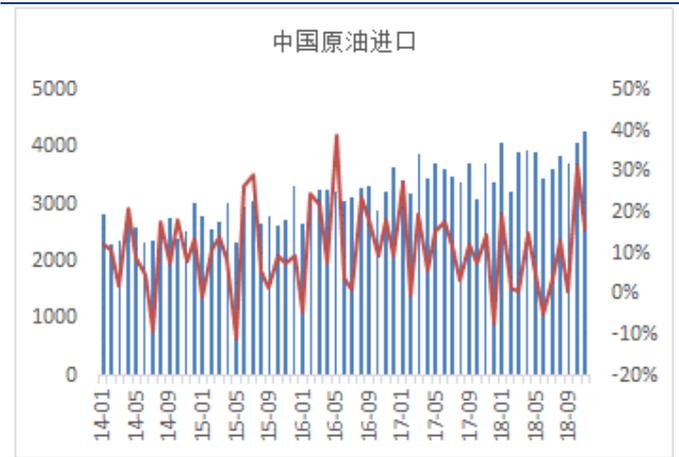
**油价大幅下跌后中国等国是否加大储油需求**

a) 18 年 10 月中国原油进口创下记录，11 月原油进口同比 16% 达 4287 万吨，环比亦增长 5%，1-11 月同比增长 8.4%。此前我们分析油价大幅下跌后中日韩印等国或加大原油进口。

b) 回顾 2014-16 年小高潮：14 年 8 月起国际油价从 100 美元高位急速下跌，到 2015 年跌至 40 美元以下，催生了中国等国储油需求，同时 14-15 年海上浮仓数量提升（接近 10% 的运力被分配到储油活动市场），导致行业短期的运力紧缺，催生运价上行。

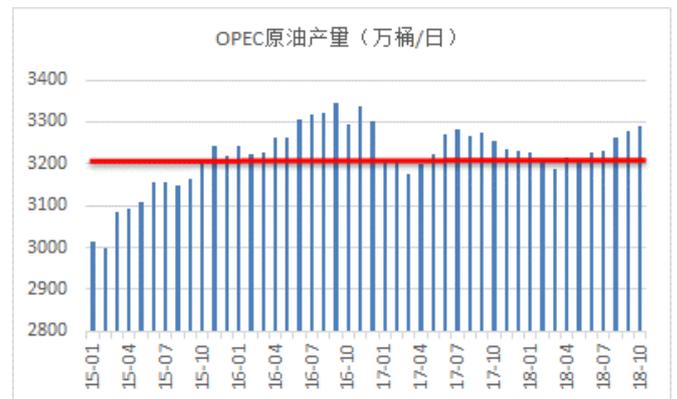
注：OPEC+ 达成了在 10 月产量基础上减产 120 万桶/日的联合减产协议，其中 OPEC 国家减产 80 万桶/日。期限为 2019 年 1 月持续至 6 月。OPEC 上一次同意削减产量是在 2016 年底，削减 180 万桶/日。2018 年 10 月 OPEC 国家产油达到 3290 万桶/日，为 16 年 12 月以来最高水平，减产 80 万桶相当于今年 4-5 月的水平，高于 2-3 月。

图表 15 中国原油进口



资料来源：克拉克森，华创证券

图表 16 OPEC 原油产量（万桶/日）



资料来源：Wind，华创证券

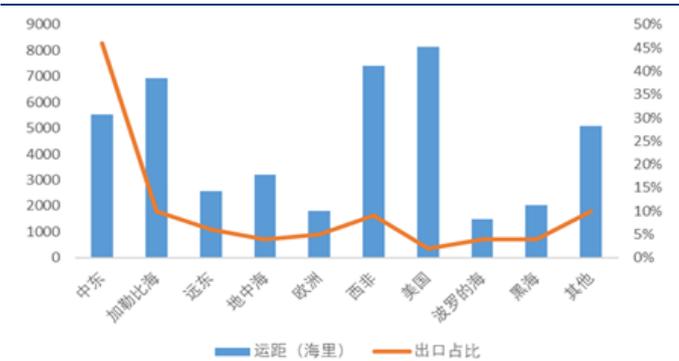
### 贸易格局变化下的美国因素

#### 长看美国原油出口是增量：

其一在于目前制约美国原油出口的基础设施有望在 2019 年下半年得到缓解，据克拉克森预测重要产区 Permian 地区新建或扩建的管道运力将使得美国原油增产 100-150 万桶/日，而 EIA 数据显示今年以来美国出口 190 万桶/日，同比增长 103%。

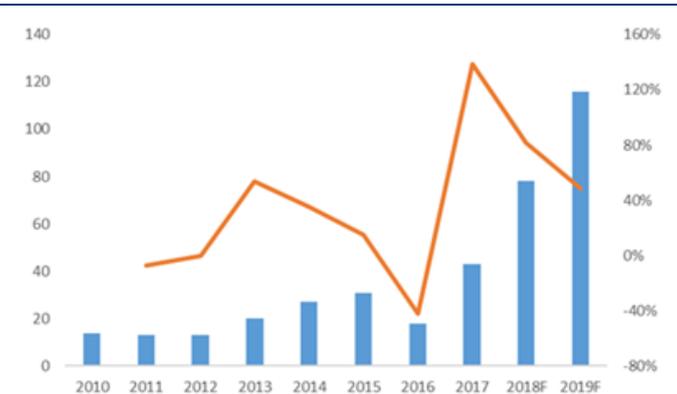
其二关注中美贸易谈判进展，中国是否加大美国能源进口。因美国-远东运距相较于中东-远东提升 2 倍以上，运距拉升将有效提升运费水平。若新增 150 万桶出口至远东，则带来全球周转量 3% 左右的提升

图表 17 主要原油出口国运距与出口比例



资料来源：克拉克森，华创证券

图表 18 美国原油出口量（百万吨）

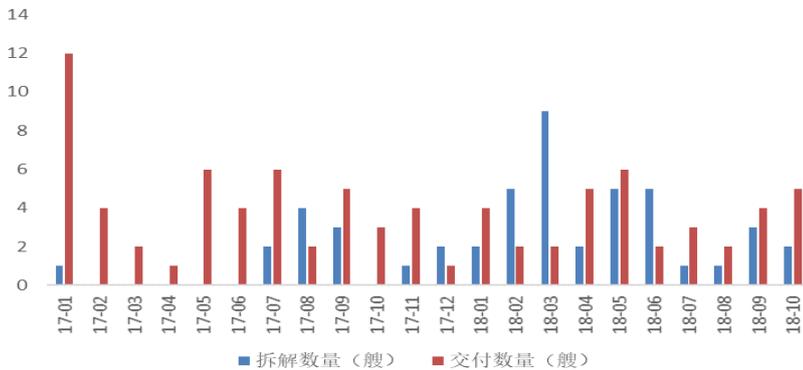


资料来源：克拉克森，华创证券

### 供给：2019 年最后交付高峰，上半年尚有一定压力

现状：2018 年规模拆船已致运力 0 增长。今年以来目前累计拆解与交付 VLCC 均为 35 艘，拆解数量高于过去四年累计量；行业运力 0 增长。

图表 19 今年以来油运市场 VLCC 拆解与交付数量



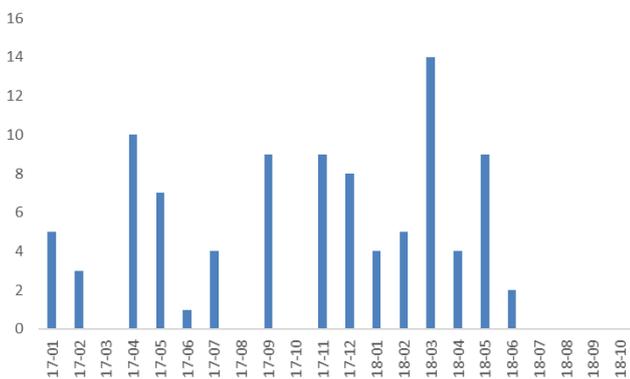
资料来源: 克拉克森, 华创证券

我们认为行业已经进入规模去产能阶段, 拆解高峰将延续。回顾历史三次拆解高峰, 此轮拆解存在着低迷运价、船舶老龄化更新的共性, 但同时也有拆解船舶年龄年轻化的特性。

**新签订单:** 连续 4 个月 VLCC 无新签订单, 今年行业累计新签订单 38 艘, 订单通常需要 2-3 年时间交付运力。

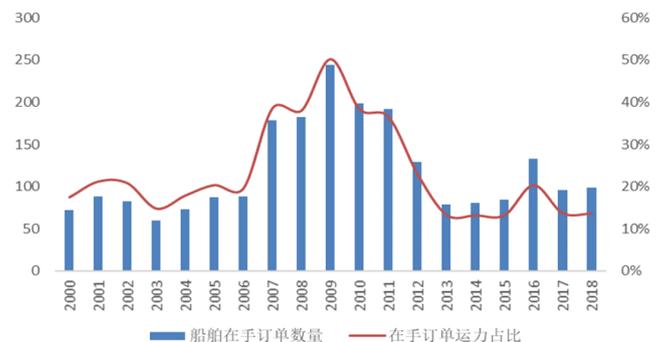
**在手订单:** 行业目前在手订单 102 艘, 占行业现有运力比为 13.98%

图表 20 新签订单情况



资料来源: 克拉克森, 华创证券

图表 21 VLCC 行业在手订单运力比低位



资料来源: 克拉克森, 华创证券

**2019 年供给分析: 表观压力 6.3%, 实际或为 2%左右**

**在手订单分析:** 合计 102 艘, 其中 2018 年剩余 11 艘, 2019 年预计交付 58 艘, 2020 年之后合计 33 艘船。2019 年是最后一个交付高峰期。并且 2018 年下半年以来没无新建造船订单。

**交付分析:** 假设 2019 年交付率为 80% ( 2000 年-2017 年交付率为 83%, 2010-2017 年交付率为 72% )。则 2019 年交付船舶为 46 艘, 占比 6.3%。

**拆船分析:** 当前 20 年船龄以上船 23 艘, 占比 3.1%, 15-19 年船舶 137 艘, 合计 15 年以上老旧船占比 20%, 属于较高水平。假设 2019 年将 20 年以上船龄船舶拆解, 则拆 23 艘。

**两者相减, 预计 2019 年净增船 23 艘, 占比 3.2%**

**其他因素分析:** 2020 年低硫油环保公约生效, 2019 年内预计有 110 艘船 ( 占比 15% ) 要进船坞安装脱硫塔, 45 天

时间，相当于正常运营的 12%，也就是继续减少 1.8% 的供给。

因此最终运力增速或在 2% 左右。

### 重点推荐中远海能与招商轮船

盈利弹性巨大：

1) 假设有效运营天数 340 天，运价每提升 1 万美金，招商轮船与中远海能分别增加 11.3 及 11.7 亿元利润，弹性巨大。

图表 22 油轮弹性测算

公司	VLCC 数量	有效运营天数	1 万美金运价提升对 应利润 (亿美元)	对应利润 (人民币亿 元)
招商轮船	48	340	1.63	11.3
中远海能	50	340	1.7	11.7

资料来源：华创证券测算

2) 假设 2019 年均价 4 万美元，招轮与中远海能外贸船利润分别为 17 及 14 亿元，考虑稳定部分收益 12 及 10 亿元，则对应 PE 分别为 8.5 及 8.6 倍，当前 PB 分别为 1.26 及 0.74。

图表 23 油轮弹性测算

(万美金/天)	盈亏平衡点	对应的外贸船利润 (人民币亿元)			稳定收益部分利润(亿元)
VLCC年度均价		3	4	5	
招商轮船	2.5	5.6	16.9	28.2	12
中远海能	2.8	2.3	14.1	25.8	10
	<b>PB</b>	<b>PE</b>	<b>市值 (亿元)</b>		
招商轮船	1.26	14.0	8.5	6.1	246
中远海能	0.74	16.7	8.6	5.8	206

资料来源：华创证券测算

由于行业的淡旺季非常分明，四季度是传统旺季，同时供给端上半年有新船交付压力，需求端增量则来自于下半年美油出口量或可进一步提升。因此四季度金股选择中远海能。

催化剂包括中美贸易谈判进展，加大美国油气进口。

### (三) 择时看航空：长期看好下更有效率地择时

我们长期看好航空业景气向上，无论从行业主管部门推动的改革还是龙头公司自发的战略调整，都助于头部航空公司盈利稳定性提升。尤其超级承运人+超级枢纽格局的逐步清晰将进一步推动资源向头部航司集中。

此前两篇报告分别就航空业的护城河以及我国航空潜力做了阐述：

1) 《再论护城河系列之航空：需求潜力为依托，区位（航线时刻）构筑护城河》报告中我们提出：我国航空渗透率仍处低位，历史看需求韧性将帮助行业迅速度过危机；而航空时刻与航线资源是区位优势的一种：体现在更高等级

的航线价值更高，而市场愿意为一天中更好的时刻付出溢价，反应时刻资源使得航空产品具有转换成本；而客运价格市场化的推进有助于航线时刻发挥更大的价值。

2)《全方位比照达美航空，我国大航离世界级超级承运人还有多远?》从更长期的角度探讨航空价值，看我国大航潜力有多大。

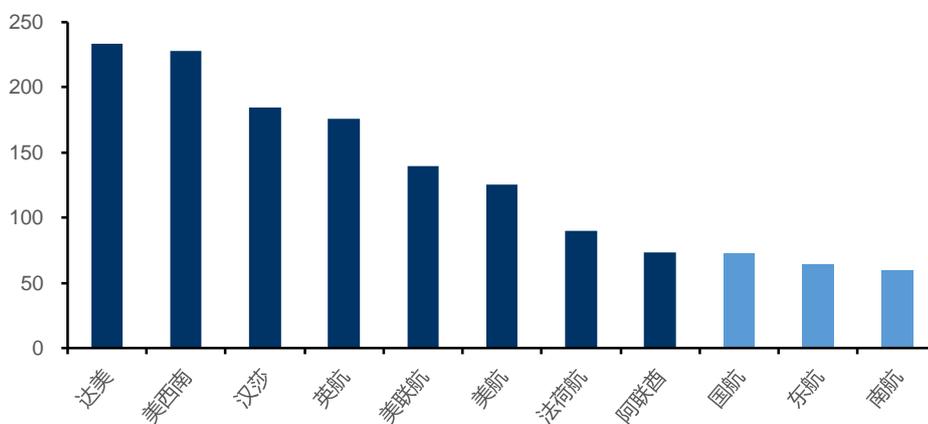
#### 规模比较:

机队规模: 截至 2018 年 11 月，南航干线机队规模 801 架，超越美联航成为世界第三，达美为 872 架；

承运规模计: 南航客运量为达美的 87%，但可用座公里为达美的 70%。

收入规模: 南航仅为达美的 47%，利润角度 17 年达美利润为我国三大航之和的 120%，达美最高利润 2016 (剔除特殊项后 303 亿) 是国航 2010 年 (扣汇 108 亿) 的 2.8 倍。

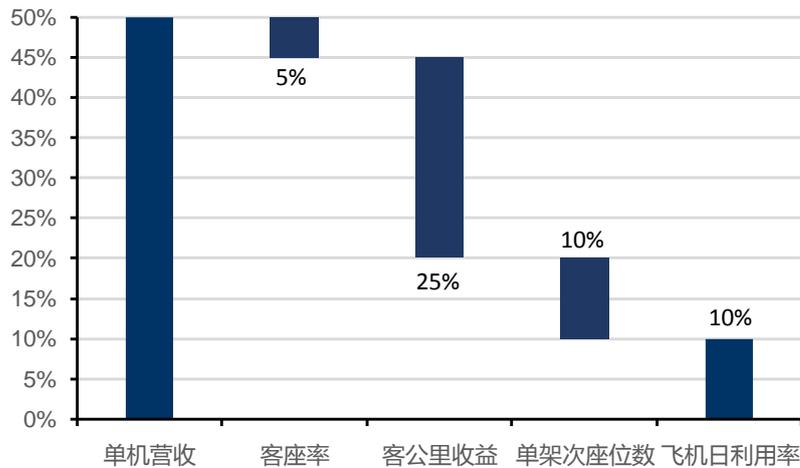
图表 24 全球主要航司与三大航利润规模对比 (2017)



资料来源: Bloomberg, 公司公告, 华创证券 (注: 法荷航 2017 年由于计提一次性退休金计划, 实际亏损 2.74 亿欧元, 同时年报披露剔除一次性影响则盈利 11.55 亿欧元, 本图据此绘制)

#### 差距因何而起?

收入端差距明显: 达美单机营收 2.2 亿, 比南航 (1.5 亿) 高约 50%, 分解看, 平均客座率高 4% (达美 86.2%, 南航 82.2%), 客公里收益高 23% (达美 0.6, 南航 0.49 元), 单架次座位数高 10% (达美 137, 南航 125), 飞机日利用率高 8% (达美 10.5, 南航 9.8)。

**图表 25 达美南航单机营收差距分布（示意图）**


资料来源：Bloomberg，公司公告，华创证券

**图表 26 达美和南航收入端对比汇总表**

2017	达美	南航	差距	原因
客座率	86%	82%	4PTS	行业发展阶段、供需格局、航司在主基地份额、收益管理水平等
客公里收益	0.6	0.49	22.4%	行业发展阶段、供需格局、航司在主基地份额、收益管理水平等
平均单机座位数	137	125	9.6%	更高的宽体机占比和国际航线占比
日利用率	10.5	9.79	7.3%	更高的远程航线占比和运行效率

资料来源：公司公告，华创证券

成本端则各有千秋，6项可比单位非油成本合计达美比南航更高约35%，且南航整体呈缓慢下降趋势。

航油成本：趋势一致，达美单位油耗高约25-30%，但平均油价低25-30%；油耗高系因机龄远高于南航，油价低一方面因燃油套保，另一方面收购炼油厂降低了自身成本。

单位员工薪酬：达美高出南航3倍左右。

单位起降成本：比南航低约45-50%。经营租赁及折旧低于南航50%，维修高于南航20%，因飞机机龄老旧与折旧政策不同导致折旧低而维修高。

**图表 27 达美南航成本对比**

2017	达美	南航	差距	南航进一步改善难度	改善途径
航油成本	0.102	0.114	-10.5%	较难	1) <b>航油价格</b> ：定价权在发改委等，航司仅能通过航线结构优化，如增加在进销差价较低机场航班等方式，降低平均航油成本； 2) <b>单位油耗</b> ：引进新机型有助于降低单位油耗，此外开展一系列节油举措等降低单位油耗。
员工薪酬	0.186	0.064	190.6%	中	降低人机比，提高员工效率，调整薪酬结构等
经营租赁与折旧	0.046	0.073	-37.0%	中	适当放缓飞机引进进度，拉长平均机龄。如有可能未来逐步放松折旧会计政策。

2017	达美	南航	差距	南航进一步改善难度	改善途径
起降费用	0.027	0.053	-49.1%	难	由于各地机场起降费固定，很难有效降低起降成本，仅能通过增加航距拉低单位起降成本
维修费用	0.035	0.028	25.0%	中	更科学的维修周期、提高效率等。由于新飞机维修费用更低，一定程度上需要在经营租赁和折旧成本与维修成本之间平衡
餐食成本	0.019	0.012	58.3%	较易	通过外包、招标等形式降低成本。此外提供更为丰富的产品，如无餐食的基础经济舱等，可有效降低单位餐食成本。远期可考虑餐食付费形式。

资料来源：华创证券整理

**辅助收入角度：**剔除炼油厂业务，占收入比 10.4%，42.84 亿美元，相当于人均 150 元，其中常旅客计划 68 元，管理费机上销售等 44 元，行李费 32 元。我国三大航辅助收入占比 2% 左右，人均贡献 20 元。

图表 28 达美辅助收入

辅助业务项目	营收（亿美元）	占总收入比重	人均（总乘客数计）
常旅客计划	19.52	4.70%	68.43
附属业务和精炼厂	14.12	3.40%	49.50
管理费，俱乐部和机上销售	12.52	3.00%	43.89
行李费	9.08	2.20%	31.83
其他	1.72	0.40%	6.03
<b>合计辅助收入</b>	<b>56.96</b>	<b>13.80%</b>	<b>199.67</b>
<b>剔除附属业务</b>	<b>42.84</b>	<b>10.40%</b>	<b>150.17</b>
<b>营业收入</b>	<b>412.44</b>		<b>1,445.80</b>

资料来源：公司年报，华创证券

图表 29 达美南航各分项差异对比汇总

	达美	南航	差距	改善难度	改善途径	
收入	平均单机座位数	137	125	9.6%	较易	提高国际化占比，宽体机占比，优化座舱布局
	客座率	86%	82%	4PTS	中	优化收益管理，增加产品类型，精细化运力引进和投放。远期逐步提高基地枢纽份额
	客公里收益	0.6	0.49	22.4%	中	优化收益管理，增加产品类型，精细化运力引进和投放。远期逐步提高基地枢纽份额
	日利用率（小时）	10.5	9.79	7.3%	较难	提高国际化占比，拉长平均航距，优化航班调度周转。但在国内航班由于较严格的运行安全标准，以及长期存在的空域资源不足，大幅提升日利用率较难
成本	餐食成本	0.019	0.012	58.3%	较易	通过外包、招标等形式降低成本。此外提供更为丰富的产品，如无餐食的基础经济舱等，可有效降低单位餐食成本。远期可考虑餐食付费形式。
	员工薪酬	0.186	0.064	190.6%	中	降低人机比，优化员工结构，提高员工效率，调整薪酬结构等
	经营租赁与折旧	0.046	0.073	-37.0%	中	适当放缓飞机引进进度，拉长平均机龄。远期可考虑逐步放松

						折旧会计政策
	维修费用	0.035	0.028	25.0%	中	更科学的维修周期、提高效率等。由于新飞机维修费用更低，一定程度上需要在经营租赁和折旧成本与维修成本之间平衡
	航油成本	0.102	0.114	-10.5%	较难	1) 航油价格: 定价权在发改委等, 航司仅能通过航线结构资料来源: 华创证券变化, 如增加在航油进销差价较低机场航班等方式, 降低平均航油成本; 2) 单位油耗: 引进新机型有助于降低单位油耗, 此外开展一系列节油举措等降低单位油耗。
	起降费用	0.027	0.053	-49.1%	难	由于各地机场起降费固定, 很难有效降低起降成本, 仅能通过增加航距拉低单位起降成本
辅助收入		150	20	650.0%	中	提供更为丰富的产品, 如经济舱分级模式, 未来逐步拓展至付费行李、餐食、选座、机上 WiFi 等业务, 加强与银行合作, 开展常旅客积分销售业务
费用	销售费用	0.032	0.014	128.6%	中	未来可进一步提高直销比例, 降低代理费用, 此外远期随着市场进一步开放, 国际 GDS (航空旅游分销系统) 供应商参与国内竞争, 或进一步降低销售费用 (电脑订座费等)
	利息支出	0.007	0.013	-46.2%	较难	放缓飞机引进和资本开支进度, 债务结构调整, 如增加低利率外币负债等, 但同时需考虑外汇波动风险。

资料来源: 华创证券整理 (除辅助收入为单人平均收入, 其他均为座公里收入/成本/费用)

**展望未来:** 我们认为南航在收入端可提升空间较大, 而成本端具备优势。需求潜力逐步渗透和时刻价值回归, 客座率与客收的差距会随着时间而弥补, 公司自身则需要提升包括国际和宽体机占比以提升飞机日利用率和单架次座位数, 同时在政策资源推动下, 努力提升国内枢纽机场集中度水平。

综合看, 我们认为南航在单机座位数 (10%提升空间), 客座率 (3%提升), 客公里收益 (20%提升), 日利用率 (2%提升), 意味着单机收入端存在 35%的远期提升空间, 即从 1.5 亿提升至 2.02 亿, 相当于达美当前的 92%, 假设在 1000 架机队规模时, 收入将达到 2000 亿, 考虑净利率水平向达美 8%靠拢, 较 17 年南航 5%提升 3 个百分点, 则净利润可达到 160 亿。

图表 30 南航各项指标改善汇总

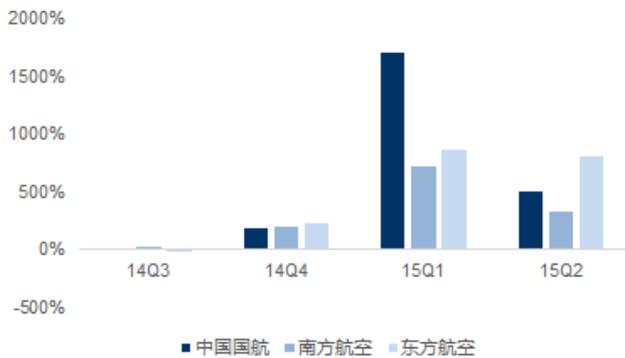
		南航	改善后	改善幅度
收入	平均单机座位数	125	138	10%
	客座率	82%	85%	3%
	客公里收益	0.49	0.588	20%
	日利用率	9.79	9.81	2%

资料来源: 华创证券整理

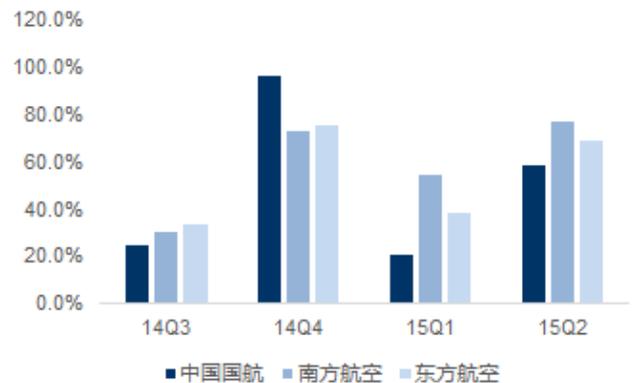
单就 2019 年而言, 我们认为一定程度类似于 14-15 年。

复盘 14 年下半年-15 年上半年航空股的行情来自于: 油价暴跌后的成本减负+供需结构的一定改善。

油价暴跌: 从 120 美元跌至 50 美元以下, 成本端给航空公司带来极大的利润增厚, 15Q1 利润同比涨幅在 7 倍以上, 而股价在 14Q4 利润出现大幅增长拐点时, 涨幅最大, 三大航平均涨幅 81%。

**图表 31 14Q3-15Q2 利润单季度增速**


资料来源: Wind, 华创证券

**图表 32 14Q3-15Q2 单季度股价涨幅**


资料来源: Wind, 华创证券

### 如果进一步回顾当时行业基本面

15 年半年报为例, 三大航含油票价均跌幅不小, 国航-5.5%, 南航-8.6%, 东航-6.9%, 不含油票价实现同比上涨, 国航增长 1.7%, 东航 0.98%, 南航持平, 而客座率角度国航小幅下跌 0.7%, 南航及东航分别提升 0.7 与 0.5 个百分点。

因此主要来自于成本端减负, 国航 15 年半年报披露单位成本降低 14%。

**图表 33 南航各项指标改善汇总**

	2014	15H1
<b>不含油票价</b>		
中国国航		1.71%
南方航空		0
东方航空		0.98%
<b>含油票价</b>		
中国国航	-1.93%	-5.53%
南方航空	-1.69%	-8.62%
东方航空	0.13%	-6.86%
<b>客座率</b>		
中国国航	-0.93%	-0.72%
南方航空	-0.06%	0.73%
东方航空	0.34%	0.45%

资料来源: 公司公告, 华创证券

我们测算 Q1 国内综合成本 4800 元/吨, 同比增长 1.2%, 而 Q1 保持该水平, 则同比为下降 2.9%。因此 1 季度航空公司成本端压力为释放的拐点。

《航空敏感性测算报告》中, 我们从保守角度出发, 未考虑我们看好航空业供需景气持续向上带来的客座率及整体票价水平进一步提升, 亦未考虑航空公司继续在成本费用端降本增效, 给出的多种组合中, 其中当时的乐观组合(油价 60, 汇率 7, 总公里收益 2%, 目前布油仅 50 美元附近), 三大航对应的利润分别为国航 123、东航 87、南航 92 亿元, 对应当前 PE 仅 9 倍上下。

### 择时角度看：

我们认为一季度，成本端油价减负，春运期间需求相对刚性（价格敏感性不强，而客运价格 2018 年经历两轮调整），首选春运受益程度最大的南方航空。

二季度关键看 4 月旅客运输量增速，当前市场最航空的担忧集中于需求，而我们认为需求具备韧性，从数据演绎角度，1-3 月都会有春运的错峰期影响，4 月是一年两会后，公商务开始回暖的重要月份（通常为淡季），由于 18 年 4 月基数较高，我们认为观察 19 年 4 月旅客人数增速，可助于判断全年中枢，即全年旅客增速有可能较 4 月增速高出 2 个百分点左右。若全年中枢在 10% 附近，则暑运期间为航空股第二个较好的择时时间。

从公司本身角度看，17 年国航投放前低后高，18 年前高后低，19 年全年相对均衡角度看，预计上半年经营数据会较好，二季度选择稳定性强的中国国航，而三季度重点关注东航的旺季弹性。

### （四）主题看铁路：2019 年，铁路改革或步入收获年

**顶层推动，预计 2019 铁路改革将进入收获年。**16-18 年连续三年中央经济工作会议提及铁路改革，从 16 年的七领域混改到 17 年的三领域深化，再到今年独点加快推进铁路总公司进行公司制改革，铁路改革将继续成为顶层推动。我们观察从 17 年路局改公司到 18 年混改不断落地（先后有动车网络，中铁顺丰等项目），此前我们提出的四大突破口（价格市场化，资产盘活，清算机制改革，资产证券化），先后有包括部分高铁/动车组施行提价+浮动运价；推出土地资产项目；货运清算机制变化等落地，预计 2019 年资产证券化将全面提速。

#### 铁路为何要改革？大发展与难盈利

##### 1) 铁路大发展，高铁大跨越，铁总难盈利

2008-17 年的十年中，铁路里程复合增速达 5.3% 至 12.7 万公里，其中高铁里程复合增速 49.6% 至 2.5 万公里，占总里程的 19.80%。与此相背离的是，铁路总公司收入从 2008 年的 5334 亿元提升至 2017 年的 1.02 万亿，复合增速 7.4%，但总成本复合增速达 7.9%，净利率仅 0.2%。（17 年盈利 18.19 亿）

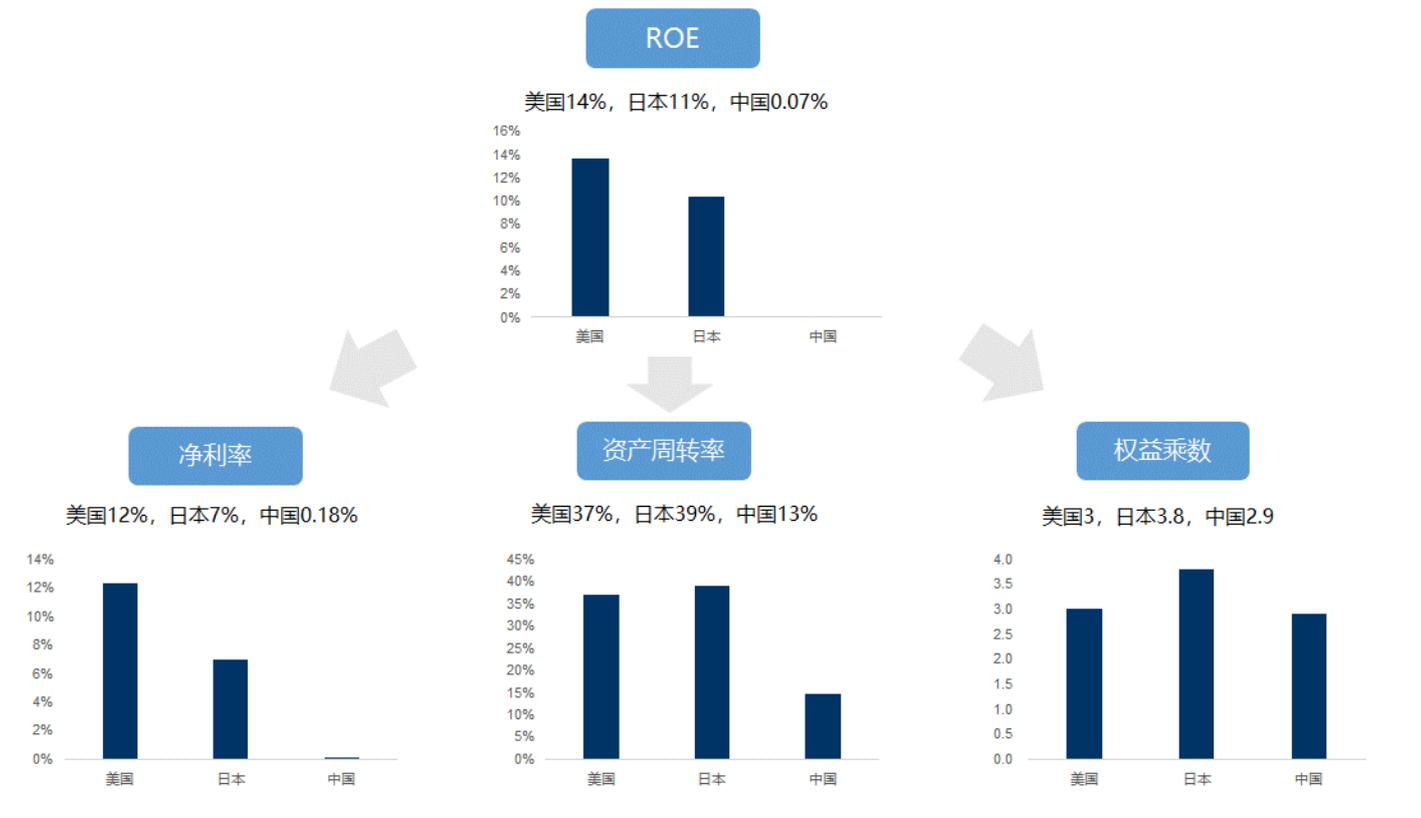
##### 2) 难盈利的背后是快速发展带来的利息与折旧增长

2008-17 年，负债增长 4.7 倍，支付利息从 135 亿增至 760 亿，增长 4.6 倍，复合增长率 21%，折旧从 454.5 亿元上升至 1360.7 亿元，增长 2 倍，复合增长率 13%。截至 2017 年末，铁路总公司资产 7.65 万亿元，负债 4.99 万亿元，资产负债率 65.21%。

##### 3) 更直观的是 ROE 水平远低于海外发达国家

17 年铁总 ROE 水平仅 0.068%，其中净利率 0.18%，资产周转率 13.3%，权益乘数 2.9。美国 ROE14%，日本 11%，其净利率分别为 12% 及 7%，资产周转率为 37% 及 39%，相差在净利率与资产周转率。前者因运价调整远落后于成本上升，后者一方面因新线投入后产能利用率不足，另一方面过去路局相对缺乏市场主体意识，导致整体运营效率低下。

图表 34 杜邦分析对比美日中铁路 ROE 水平



资料来源：Wind、铁路总公司，华创证券

### 我国铁路怎么改？2019 年看资产证券化提速，长期看体制机制改革下 ROE 长期提升

1) 京沪高铁成为具备极强盈利能力的黄金线路，2019 年上市预期增强，也成为铁路优质资产的范本（即引入社会投资，弱化银行信贷，降低资产负债率，减少还本付息压力）。铁总旗下不乏优质资产，证券化是助力铁总降负债的重要手段。

2) 体制机制改革仍为压轴，推动总公司公司化改革以及强化路局市场主体经营责任，与社会资本融合发展，打通产业链，将激活铁路活力。甚至从日本铁改经验看，从提升路网综合运营与管理效率的角度上，18 个路局亦可以根据地域划分来进行重组（仅为猜想）。

3) 仅看 2019 年，仍然或以价格与土地资产盘活为抓手，提升 ROE 水平。

投资建议:重点推荐低 PB+改革受益路径清晰的广深铁路（土地盘活已经实质性推进），推荐受益公转铁的铁龙物流以及低估值的大秦铁路。

广深铁路改革受益路径清晰：土地盘活+普铁提价+资产潜在注入可能

受益路径一：土地盘活已经实质性推进。

公司在 2017 年年报中提出“按照行业主管部门的统一部署，加强对铁路土地综合开发政策和项目的研究，努力盘活铁路土地资源，提高公司资产收益”，此外在 18 年中报中提出“加强土地资产综合开发力度，努力盘活铁路土地资源，提高公司资产收益”。

公司目前已对体内两块土地进行处置：

## 1) 石牌货场

4月20日公司公告正式与广州市土地开发中心及其他卖方签署《国有土地使用权收储补偿协议》。广州土发中心同意以暂定补偿款总金额人民币60亿元的价格有偿收储面积为17.07万平方米的相关地块的土地使用权（拟交储全部地块），其中对应公司地块：

**交储面积：**公司拟交储地块面积为3.71万平方米（广州东石牌旧货场）

**交储价格：**将获得一次性补偿款暂定为人民币13.05亿元，测算折合单价约为3.5万元/平方米。

**预计影响利润：**如能实施，预计增加公司净利润超过人民币5.05亿元，即超过本公司2017年度经审计净利润的50%以上。相当于1.36万/平米。

**土地位置：**位于广州市广园东路与科韵路交叉路口，东至科韵路，南至广园路，西至华南快速，北至五山路。

**土地性质：**现状为工业用地，新规划用途拟为商业、住宅、产业用地。

**土地状态：**由于广园快速路的建设改变了本次交易地块附近的交通条件，公司拟交储地块已停办货运业务多年，处于闲置状态。

**交储目的：**

- 1) 通过旧改政策可获得较为有利的用地规划，能大幅提升相关土地的价值。
- 2) 公司拟交储地块地形十分特殊，形状狭长，难以形成有效的规划方案。若离开整个相关土地的整体规划独立开发，难以实现价值。
- 3) 考虑房地产开发周期长、资金投入量大等多方面因素，如果由公司自身参与开发难以确保所得收益优于本次交易所获得的收益。

因此，交储将更有利于盘活公司土地资源，并满足城市规划和广州市三旧改造需要。

**我们认为：**交储顺利实施，有望大幅增厚公司业绩；更为重要的是，标志着土地盘活进入实施轨道

## 2) 广州东站货场

2018年8月23日公司公告，委托广铁置业对广州东货场地块土地综合开发项目开展前期工作，包括在铁路总公司内部审批工作、政府部门审批、拆迁调查及拆迁方案编制等工作。

**地块位置：**广州市天河区永福路以东、濂泉西路以西地段，东临濂泉路，北靠广园路，西接永福路，南邻广深铁路，距离广州东站约2公里，位置优越。

**目前状态：**为本公司广州东站货场用地，目前出租作为临时服装批发市场，拟利用城市更新改造相关政策完成本项目的综合开发。

**委托服务费用支付：**

政府正式批复本项目综合容积率小于2.5，公司有权终止委托，无需支付服务费用；

容积率为2.5时，支付服务费500万元；

容积率大于2.5时，在500万元基础上，增加支付提高容积率奖励金，奖励金=实际批复容积率土地市场评估价-实际缴纳的土地出让金-土地现状价值)\*2%。

**项目目的和影响：**为响应国务院与中铁总推进铁路用地综合开发的精神，本公司有意愿利用更新改造政策，进行项目土地综合开发，从而实现土地的增值。由于本公司主营业务为交通运输业，没有相关实力和专业人员开展前期(而且复杂)开发工作，本公司委托广铁置业(一家拥有良好的项目运作能力，并具有协调铁路相关部门经验的物业开发商)参与前期工作。本次关联交易有助于本公司善用广铁置业的资源和广泛经验，从而加快开发项目土地的前期工作步伐。

**两项土地综合开发项目推进，标志着公司在土地资产盘活方面取得实质性进展。**

广深铁路拥有广州-深圳间铁路沿线所有土地使用权，2006年上市时的招股说明书中介绍，公司拥有土地125宗，共计1180.7万平方米，根据国家土地管理局《对广深铁路总公司土地使用权的批复》(国土批[1995]65号)，公司使用的国有划拨土地总面积为1,117.04万平方米，1995年6月30日的评估值为7.697亿元，合69元/平方米。

我们认为其中货场、堆场、仓库、雨棚等合计约221万平方米的土地具备盘活空间。(货场面积为179.25万平方米，堆场27.52万平方米，站台及仓库(雨棚)14.68万平方米，合计221.45万平方米。)我们结合所考察货场周边价格，综合考虑不同地段，以最保守的利润均价1.1万元/平方米(低于此次交储的1.36万元/平)来计算，广深的货场等土地对应的价值245亿元。

**图表 35 广深铁路拥有的土地面积**

	面积(万平方米)
货场	179.25
堆场	27.52
站台及仓库(雨棚)	14.68
小计	221.45
<b>共计面积</b>	<b>1180.7</b>

资料来源：招股说明书，华创证券

**受益路径二与三：客运价格市场化推进以及潜在资产注入可能(如广深高铁)或可锦上添花。**

以公司2017年经营数据和财务数据为基准测算提价弹性：若长途车业务提价20%，则带来利润增厚6.3亿元，相当于2017年利润的60%以上。

**图表 36 长途车票价弹性测算**

长途车票价弹性测算						
2017		5%	10%	15%	20%	30%
平均票价(元/人次)	94.28	98.99	103.70	108.42	113.13	122.56
旅客发送量(万人次)	4462	4462	4462	4462	4462	4462
长途车收入(亿元)	42.06	44.17	46.27	48.37	50.47	54.68
税前利润增厚		2.10	4.21	6.31	8.41	12.62
所得税	25%	0.53	1.05	1.58	2.10	3.15
税后利润增厚		<b>1.58</b>	<b>3.15</b>	<b>4.73</b>	<b>6.31</b>	<b>9.46</b>
相对2017年净利润增长		16%	31%	47%	62%	93%
EPS增加		0.02	0.04	0.07	0.09	0.13

资料来源：公司年报，华创证券

当前 PB 仅 0.76 倍，处于历史低位。看好 2019 年铁路改革进入收获年，重点推荐广深铁路。

图表 37 广深铁路 PB band



资料来源: Wind, 华创证券

#### (五) 其他: 通达系快递进入可观察期

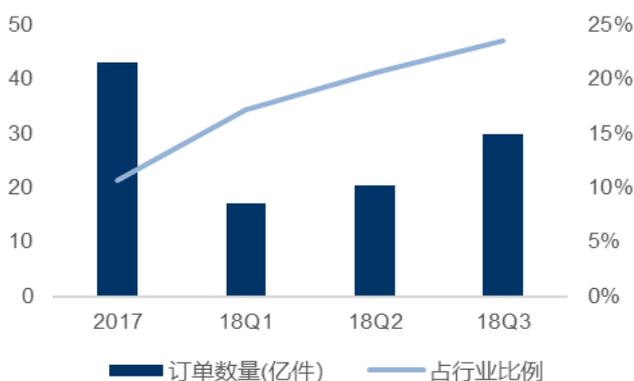
我们于《再论护城河之通达系快递》中提出成本优势结合服务品质会构建电商快递的核心护城河，并阐述我们对通达系快递的态度转向更为积极**在于我们认为新进入者威胁降低**：成本优面临最大的风险在于低价竞争。而百世 17Q3 以来增速的下降已经表明该策略将不复有效，同时一级市场对“新”快递的热情淡化也难以出现第二个百世模式。（百世的扩张来自于低价竞争，一方面定价低于自身成本，另一方面定价甚至低于通达系快递的成本价。）

同时，我们认为此前对于拼多多或存在一定的低估。作为一个处于高速增长期的拼多多：截止 18Q3 的 12 个月期间，其平台 GMV 已达 3448 亿元，同比 386%，活跃买家数达到 3.86 亿，同比 144%。

**对快递单量贡献**：2017 年拼多多客单价约 32.8 元，产生订单量约 43 亿件，占行业比重的 11%，2018Q1 客单价已提至 38.9 元，单量占行业比重为 17%，假设 Q3 客单价 40 元，则产生单量占行业 24%，成为重要的组成力量。

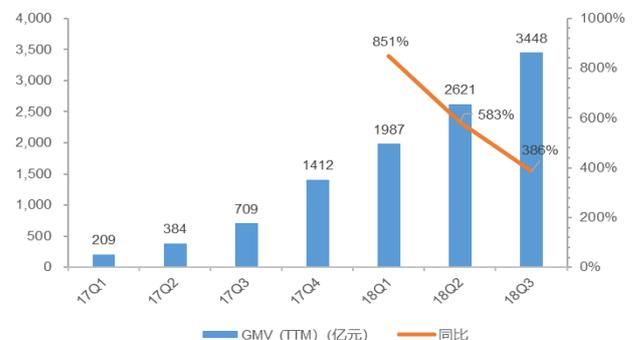
**拼多多的潜力**：拼多多单用户贡献 894 元，同比增长 99%，但距离京东（5140 元）及阿里（8854 元）还有极大的空间，同时拼多多目前与其他平台的用户重合比例还较低。

图表 38 拼多多贡献的快递件量及行业占比（单位：亿件）



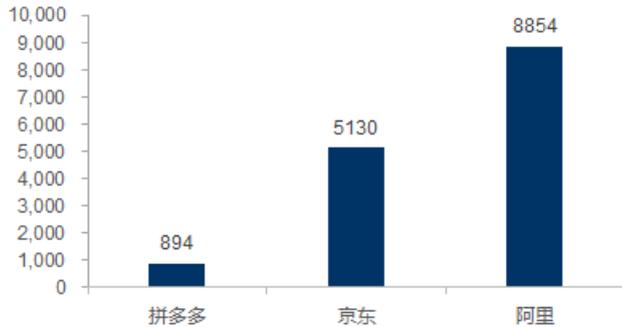
资料来源: Wind, 华创证券

图表 39 拼多多 GMV（向前滚动一年累计数）



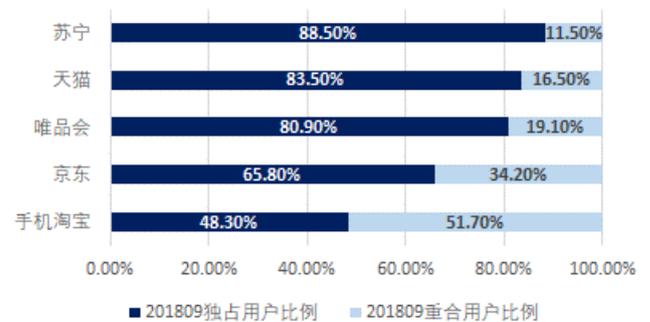
资料来源: Wind, 华创证券

图表 40 拼多多单用户的年度支出具备提升空间（单位：元）



资料来源: Wind, 华创证券

图表 41 拼多多与其他电商平台的重合用户比例较低



资料来源: Wind, 华创证券

而市场对价格战的悲观预期已经反映，因此我们认为虽然未来通达系之间的竞争还将持续，但在新进入者威胁降低情况下，我们认为通达系本身构筑了一定程度的成本优势护城河，此后的竞争一方面来自于区域性价格策略，另一方面在于成本品质的平衡与分层，持续看好 A 股中，当前成本品质领先，业务量增速超越行业的韵达，以及估值具备吸引力的申通快递。

### 三、2019 年金股推荐时间轴:

我们选取三大航、三大机场、广深铁路、韵达股份、中远海能及深高速作为 19 年十大金股。

其中 Q1: 南方航空、广深铁路、上海机场、韵达股份

Q2: 中国国航、深圳机场

Q3: 白云机场、东方航空、广深铁路

Q4: 深高速、韵达股份、中远海能

### 四、风险提示

油价大幅上涨，经济大幅下滑。

图表 42 2019 年金股



资料来源: 华创证券

图表 43 附: 2018 年金股



资料来源: 华创证券

## 交通运输组团队介绍

### 组长、首席分析师：吴一凡

上海交通大学经济学硕士。曾任职于普华永道会计师事务所、上海申银万国证券研究所。2016 年加入华创证券研究所。2015 年金牛奖交运行业第五名，2017 年金牛奖交运行业第五名。

### 分析师：刘阳

上海交通大学工学硕士。2016 年加入华创证券研究所。2017 年金牛奖交运行业第五名团队成员。

### 研究员：肖祎

香港城市大学经济学硕士。曾任职于华泰保险资管、中铁信托。2017 年加入华创证券研究所。2017 年金牛奖交运行业第五名团队成员。

### 助理研究员：王凯

华东师范大学经济学硕士。2017 年加入华创证券研究所。2017 年金牛奖交运行业第五名团队成员。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售助理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售助理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	杨英伟	销售助理	0755-82756804	yangyingwei@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	沈晓瑜	资深销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	杨晶	高级销售经理	021-20572582	yangjing@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyi@hcyjs.com
	乌天宇	高级销售经理	021-20572506	wutianyu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	张敏敏	销售经理	021-20572592	zhangminmin@hcyjs.com
蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com	

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

**强推:** 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;  
**推荐:** 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
**中性:** 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;  
**回避:** 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

### 行业投资评级说明:

**推荐:** 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;  
**中性:** 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;  
**回避:** 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。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、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500