

宏观经济降温，静待航空航运需求回暖

——交通运输行业 2019 年投资策略

行业年度报告

◆整体判断：

首推进攻性强，高β的航空板块。目前宏观经济相对偏弱，市场对于航空的判断较为悲观，各公司股价已部分反映悲观预期。我们认为航空目前所处的外部环境相对宽松，未来景气度将与需求直接相关。我们判断 2019 年油价均价将维持在 60-70 美元/桶，人民币兑美元仍然有小幅贬值压力，在供需相对平衡的条件下，2019 年三大航利润同比或有 50%以上增幅，是最具有进攻性的板块。

机场板块回归稳定收益，建议关注上海机场。机场板块是 2018 年表现最优的二级子板块，经历免税等炒作后，我们判断行业将进入预期稳定利润兑现阶段，建议关注质地最优、增速稳定的上海机场。

航运板块继续承压，静待集运需求回暖。集运需求预期将随贸易摩擦缓和而改善，加之供给层面持续收缩，我们判断 2019-2021 年集运板块将出现慢牛，但由于航运周期牛短熊长，不建议左侧布局。

从股息率的角度，推荐大秦铁路。我们从 ROA、分红率两个维度，建议关注深高速、粤高速、宁沪高速等适合防守型标的，2018 年股息率均超过 5%。推荐大秦铁路，主要基于 3 点：1、经营稳定，2019-2021 年产能利用率有望达到上限；2、2019-2021 年股息率有望维持在 5%以上；3、市值大成交活跃。

快递、大宗物流存在估值修复可能。我们判断 2019-2021 年快递行业利润增速将维持 20%左右，大宗物流利润增速维持 15%左右，目前两个板块估值均在历史低位，推荐建发股份、厦门象屿。

◆风险分析：

1、宏观经济下行带来对行业需求的冲击；2、重大交通安全事故；3、快递加盟商出现爆仓等突发情况导致公司业绩下滑；4、公路铁路收费政策出现重大变化；5、油价大幅提升，人民币兑美元大幅贬值。

证券代码	公司名称	股价(元)	EPS (元)			PE (X)			投资评级
			17A	18E	19E	17A	18E	19E	
601111	中国国航	7.62	0.54	0.43	0.84	15	18	9	增持
600115	东方航空	4.83	0.44	0.23	0.58	11	21	8	增持
600029	南方航空	6.84	0.48	0.31	0.76	14	22	9	增持
603885	吉祥航空	12.19	0.74	0.86	1.06	16	14	12	增持
601021	春秋航空	31.54	1.38	1.64	2.28	23	19	14	增持
600153	建发股份	7.18	1.17	1.59	1.78	6	4	4	买入
600057	厦门象屿	4.31	0.33	0.50	0.63	13	8	7	买入
601006	大秦铁路	8.13	0.90	1.00	1.01	9	8	8	增持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 1 月 4 日

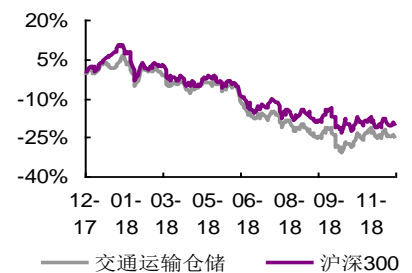
增持（维持）

分析师

陆达 (执业证书编号：S0930518120004)
021-52523798
luda@ebcn.com

程新星 (执业证书编号：S0930518120002)
021-52523841
chengxx@ebcn.com

行业与上证指数对比图



投资聚焦

研究背景

目前宏观经济整体环境偏弱,数据显示航空及进出口增速下滑,但公路、铁路、机场等公共交通增速仍保持良好,我们认为交通运输行业属于后周期板块,对经济增速下行的反应将整体滞后于其他行业,在宏观预期较低的大环境下,未来增速持续存在压力。

我们将从三个维度来拆分子行业:其一是受宏观经济影响需求最大的航空航运板块,具备最强的 β 属性;其二是铁路公路机场组成的“铁公机”板块,相比于其他板块拥有更强的稳定性, β 较低也是防御首选;其三是高成长 α 属性的快递物流板块。我们将逐一分析各个行业面临的供需情况,及未来行业的催化剂和风险点。

我们区别于市场的观点

目前市场部分投资者对于航空需求比较悲观,尤其是2018年11月航空经营数据不佳。我们认为发生这种情况的主要原因是上海进博会以及2017年11月基数较大。从历史数据看,四季度往往是航空业淡季,2018年11月单月情况很难反映整个需求趋势。考虑到目前航空外部环境全面改善,2019年油汇边际变化利多航司利润,我们预计航司2019年业绩会有明显改善。

目前市场对于大宗物流板块未给予足够重视,部分投资者将其视为周期行业。我们认为,近年来大宗物流公司面临上下游集中度提升的大环境,同时行业现金流收紧,产业资源更加集中,部分企业如建发股份、厦门象屿等经历了上市以来快速的发展期,未来这种局面将会持续,即使出现大宗商品价格下行,公司凭借下游稳定需求能够保证其业务稳定增长,属于超越周期的成长板块。目前大宗物流板块估值跌至历史新低,建发股份、厦门象屿公司质地较好、增速较快,首次覆盖,均给予“买入”评级。

投资观点

首推进攻性强,高 β 的航空板块。油价汇率等外部环境大幅改善,我们预计航司2019年业绩会有明显改善。

机场板块回归稳定收益,建议关注上海机场。免税主题炒作后,我们判断行业将进入预期稳定利润兑现阶段,建议关注质地最优、增速稳定的上海机场。

从股息率的角度,推荐大秦铁路。防守板块最优标的:1、经营稳定,2019-2021年产能利用率有望达到上限;2、2019-2021年股息率有望维持在5%以上;3、市值大成交活跃。

快递、大宗物流存在估值修复可能。我们判断未来两大子行业增速维持15%以上,估值均在历史低位,存在估值修复可能。推荐建发股份、厦门象屿。

目录

1、 2018 年回顾：机场领先大盘指数.....	6
1.1、 交通运输指数整体跑输大盘，机场板块表现良好	6
1.2、 快递营收最具成长性，航空、航运利润大幅下滑	6
2、 航空：外部利空边际减弱，三大航业绩重回增长	8
2.1、 时刻供给收缩兑现，一线机场起降架次增速下降	8
2.2、 经营数据平稳，票价小幅上行	8
2.3、 油汇影响 18 年航司利润，19 年边际冲击下降	9
2.4、 航线提价兑现，票价市场化改革迈出重要一步	11
2.5、 经济增速下行影响仍待验证	11
2.6、 2019 年净利润大概率将重回高增长	12
3、 机场：免税催化已过，2019 回归稳定增长	13
3.1、 航线时刻供给侧改革影响初现	13
3.2、 人均收入保持增长，上海机场比较优势明显	13
3.3、 航站楼免税店招标落地，未来关注业绩兑现	14
3.4、 防御首选，建议关注上海机场	14
4、 铁路公路：优选高股息标的	15
4.1、 资产优劣决定盈利能力	15
4.2、 资本开支决定分红率，股息率为公司股价筑底	15
4.3、 从股价角度，公路铁路板块具备较好的防御性	17
5、 航运：供给收缩，需求边际改善	18
5.1、 航运经历行业低谷，低运价倒逼供给端收缩	18
5.2、 需求是影响价格弹性的核心因素	18
5.3、 成本仅与运量相关，运价带来巨大价格弹性	19
5.4、 建议关注集运板块龙头中远海控	20
6、 快递物流：集中度提升，但头部竞争激烈	21
6.1、 快递：竞争白热化，人工成本存压	21
6.2、 大宗物流：上下游集中带来量价齐升	22
7、 投资建议：进攻看航空，防守看“铁公机”	23
7.1、 大秦铁路：高股息率标的首选	23
7.2、 建发股份：地产储备丰富，供应链业务增长稳定	25
7.3、 厦门象屿：铁路助力公司向内地发展	28
8、 风险分析	31

图表目录

图 1：交运板块整体跑输沪深 300 指数（2018 年）	6
图 2：交运子板块中仅机场跑赢沪深 300（2018 年）	6
图 3：全国飞机起降架次、五大机场飞机起降架次月度同比增速	8
图 4：三大航月度 ASK 同比增速	9
图 5：三大航月度 RPK 同比增速	9
图 6：三大航月度客座率基本保持稳定	9
图 7：航线综合价格指数月度同比增速	9
图 8：布伦特原油期货结算价（美元/桶）	10
图 9：人民币兑美元汇率	10
图 10：API 美国原油库存统计（万桶）	10
图 11：美国原油产量已逐步上升，与 OPEC 差距在缩小（单位：千桶/日）	10
图 12：第三产业 GDP、旅客周转量季度增速比较	11
图 13：三大航 PB 估值目前均处于历史低位	12
图 14：北上广深机场起降架次月度增速	13
图 15：北上广深机场旅客吞吐量月度增速	13
图 16：主要上市机场收入增速	13
图 17：主要上市机场人均收入（单位：元）	13
图 18：申万机场行业指数与上证综指	14
图 19：2007 年至今在建工程/总资产情况一览	16
图 20：2007 年以来分红比例一览	16
图 21：宁沪高速最高股息率达到 7.68%	16
图 22：大秦铁路最高股息率达到 7.54%	16
图 23：大秦、宁沪、粤高速绝对收益率比较	17
图 24：大秦、宁沪、粤高速具备相对较低的β值	17
图 25：集运在手订单运力占现有运力比	18
图 26：油运及 VLCC 在手订单运力占现有运力比	18
图 27：CCFI 与全球宏观经济预期基本一致	19
图 28：VLCC 的价值与油价波动有密切的相关性（油价单位：美元/桶）	19
图 29：中远海控船队规模目前已达到全球第三水平（TEU）（数据截止 201810）	20
图 30：中远海控的 PB 估值均值 2.47，2019 年 1 月 4 日仅 1.96	20
图 31：快递单量增速维持高位	21
图 32：拼多多等活跃客户数量大幅提升	21
图 33：快递行业 CR8 在 2017 年后开始回升（%）	21
图 34：快递行业单价持续下行（元/单）	21
图 35：快递上市企业单价持续下行（元/单）	22
图 36：快递行业 PEG 估值情况	22

图 37：大秦铁路历史估值（PE、最新年报）	25
图 38：二级开发项目储备	26
图 39：建发股份估值已到历史低位（单位：亿元）	26
图 40：建发股份历史估值（PE、最新年报）	28
图 41：2018H1 厦门象屿净利润拆分	29
图 42：厦门象屿估值处于历史底部（单位：亿元）	29
图 43：厦门象屿历史估值（PE、最新年报）	30
表 1：截止 2018 前三季度交运子板块各行业情况梳理（单位：亿元）	7
表 2：主要航空公司油价、汇率弹性	9
表 3：北上广深航线经济舱提价（单位：元）	11
表 4：重点上市公司盈利预测	12
表 5：机场免税店招标情况	14
表 6：高速、铁路公司近 3 年 ROA 情况一览（%）	15
表 7：东方海国际(00316.HK)单 TEU 收益与运价走势基本吻合	20
表 8：大秦铁路业务拆分预测（百万元）	24
表 9：同行业可比公司估值（收盘价为 2019 年 1 月 4 日）	24
表 10：大秦铁路财务数据和估值分析	25
表 11：建发股份业务拆分预测（百万元）	26
表 12：建发股份分部估值法计算	27
表 13：大宗物流同行业可比公司估值（收盘价为 2019 年 1 月 4 日）	27
表 14：房地产同行业可比公司估值（收盘价为 2019 年 1 月 4 日）	27
表 15：建发股份财务数据和估值分析	28
表 16：厦门象屿业务拆分预测（百万元）	29
表 17：同行业可比公司估值（收盘价为 2019 年 1 月 4 日）	30
表 18：厦门象屿财务数据和估值分析	31

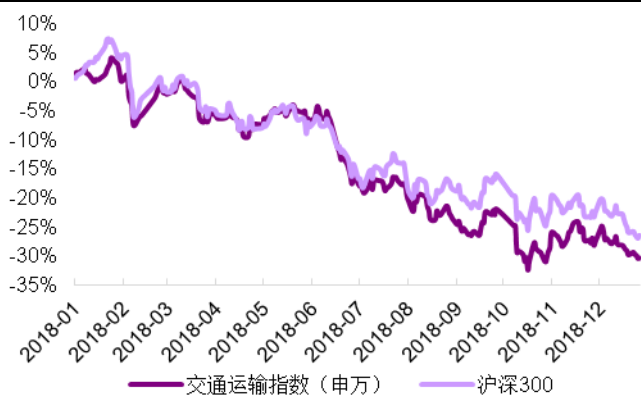
1、2018 年回顾：机场领先大盘指数

1.1、交通运输指数整体跑输大盘，机场板块表现良好

2018 年，A 股市场整体表现不佳，截至 2018 年 12 月 28 日，申万交通运输指数全年下跌 30.17%，而沪深 300 指数全年下跌 25.31%。

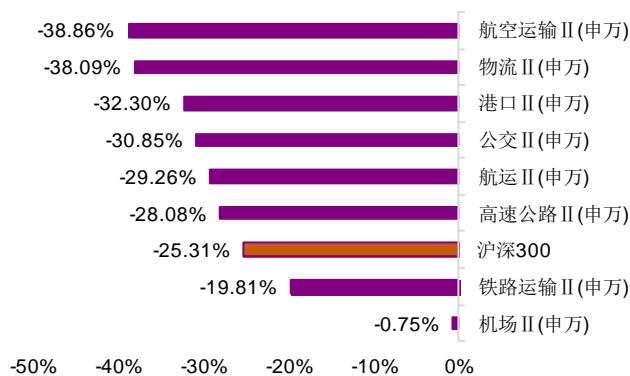
分行业来看：在油价汇率的冲击下，航空公司股价从高位回落，行业指数下跌 38.86%；机场板块 2018 年业绩稳定，股价表现最优，整个板块仅下跌 0.75%，领跑整个二级行业指数。

图 1：交运板块整体跑输沪深 300 指数（2018 年）



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 2：交运子板块中仅机场跑赢沪深 300（2018 年）



资料来源：Wind，光大证券研究所

1.2、快递营收最具成长性，航空、航运利润大幅下滑

收入利润增速差异反映全行业成本压力。

从整体而言，我们看到除公路外，各子行业的净利润增速明显低于收入增速，反映了整个交通运输行业在成本端面临压力，我们认为主要原因是人工成本、燃油成本位于高位。同时，铁公机港等基础设施板块收入利润增速均基本保持稳定，同比增速均在 10% 以内，尚未出现下滑。

快递行业凸显成长性。

快递行业 2018 年前三季度收入同比增长 29.82%，净利润同比增长 13.14%。鉴于 2018 年“双十一”各大电商销售数据良好，我们预计 2018 年快递行业收入利润仍有进一步提升空间。

周期板块收入利润逆向变化。

航空板块 2018 年前三季度收入同比增长 13.25%，净利润同比下降 32.62%。从业绩上可以看出，航空业受益于需求增长和票价提升，收入端获得了较快的增长，但前三季度油价大幅增长 30%，以及汇率贬值 5% 左右，导致其成本大幅增长，利润下滑。

航运板块 2018 年前三季度收入同比增长 20.57%，净利润同比下降 59.95%，同样反映了行业体量和总运量的增加，但同样由于运价受宏观经济压制，以及燃油成本增加，导致其利润出现了较大幅度的下滑。

铁路、公路、机场等基础设施板块体现防御性。

其中，铁路板块得益于大秦铁路的增量增收，2018 年前三季度净利润同比增长 8.89%；公路、机场净利润分别同比增长 7.47%、6.70%。我们认为基础设施板块具备一定的防御性，即使在经济增速放缓的大环境下，收入利润在 2019-2021 年仍将能保持稳定增长。

表 1：截止 2018 前三季度交运子板块各行业情况梳理（单位：亿元）

	主营收入	同比	净利润	同比
快递	1203.94	29.82%	83.33	13.14%
铁路运输	834.86	31.57%	135.06	8.89%
港口	1132.55	8.90%	147.08	8.07%
公路	580.67	1.22%	205.96	7.47%
机场	166.94	14.50%	50.15	6.70%
公共交通	130.65	3.25%	10.61	-8.21%
其他物流	5984.04	18.45%	76.80	-10.71%
航空公司	3764.30	13.25%	193.76	-32.62%
海运航运	1209.18	20.57%	26.80	-59.95%

资料来源：Wind，光大证券研究所整理

2、航空：外部利空边际减弱，三大航业绩重回增长

2.1、时刻供给收缩兑现，一线机场起降架次增速下降

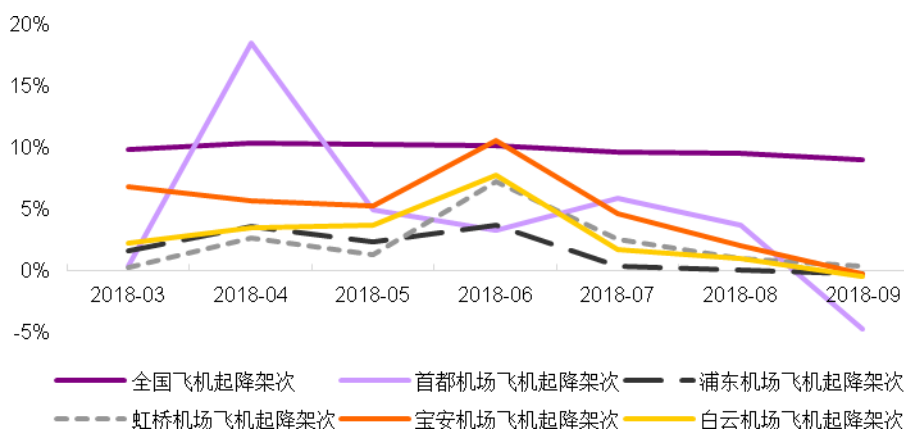
时刻供给收缩政策回顾：为了缓解航空出行安全的矛盾，民航局于2017年9月发布了《关于把控运行总量调整航班结构提升航班正点率的若干政策措施》。《措施》调控主要集中在以下两点：

1、总量调控：全面收紧时刻供给，主协调机场和辅协调机场增量控制在3%以内，胡焕庸线东南侧机场时刻总量增量控制在5%以内。

2、调整结构：2017冬春航季和2018夏秋航季，北京首都机场、上海浦东机场按照机场容量标准75%的目标，调减始发航班时刻数量。

全国一线城市机场时刻增速大幅下行。从2018年实际执行情况来看，全国飞机起降架次增速缓慢下滑，而北上广深5大机场起降架次明显下滑。2018年9月，首都机场、浦东机场、白云机场、宝安机场起降架次增速出现负增长，虹桥机场增速仅为0.35%，远低于全国平均水平8.99%。

图 3：全国飞机起降架次、五大机场飞机起降架次月度同比增速

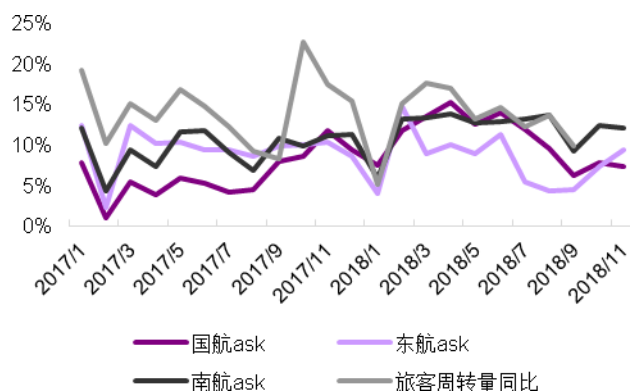


资料来源：Wind，光大证券研究所

2.2、经营数据平稳，票价小幅上行

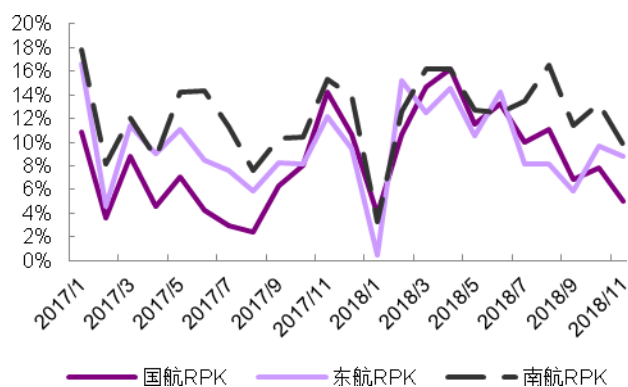
2018年以来，各大上市航司经营数据平稳。2018年前11个月上市航司ASK增速都保持10%以上，仅东航低于10%仅为7.94%；平均客座率方面，2018年前11个月国航、海航分别下滑0.4、1.42个百分点，东航、南航分别上涨1.29、0.32个百分点；票价方面，受益于航线供给侧改革影响，整体票价由跌转涨，2018年3月后国内航线综合票价指数、地区航线综合票价指数、国际航线综合票价指数同比都出现上涨。

图 4：三大航月度 ASK 同比增速



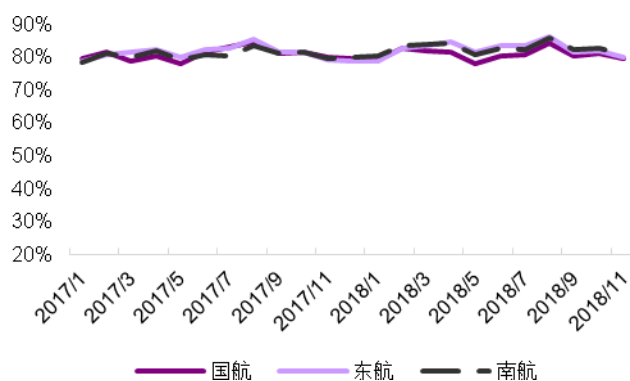
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 5：三大航月度 RPK 同比增速



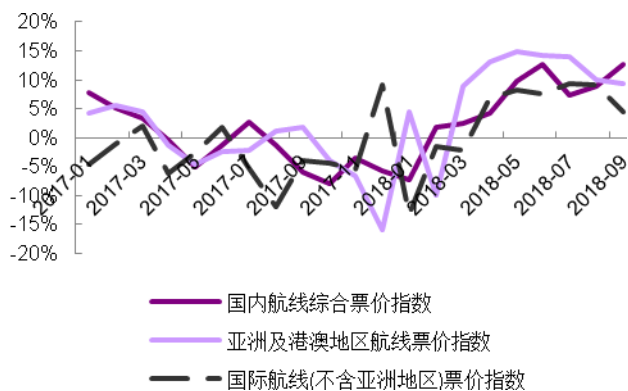
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 6：三大航月度客座率基本保持稳定



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 7：航线综合价格指数月度同比增速



资料来源：Wind，光大证券研究所

2.3、油汇影响 18 年航司利润，19 年边际冲击下降

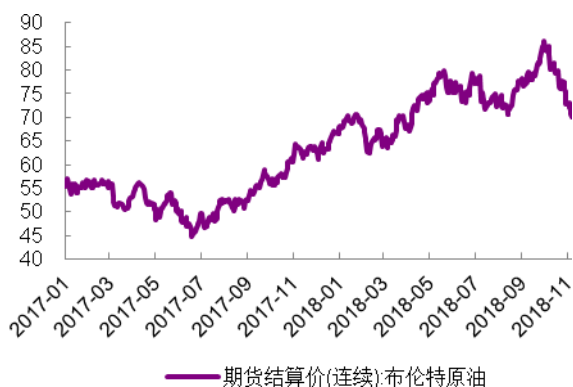
2018 年以来，油价上涨、汇率贬值，给航空公司业绩带来巨大冲击，三大航净利润都出现明显下滑。前三季度，国航、东航、南航、海航的扣非归母净利润同比分别下滑 19.92%、25.12%、44.05%、92%，仅吉祥航空和春秋航空同比上涨 11.58%和 19.17%。

表 2：主要航空公司油价、汇率弹性

公司	汇率波动 1% 净利润变化幅度 (亿元)	油价波动 5% 净利润变化幅度 (亿元)	2018 前三季度净利润 (亿元)
中国国航	2.35	8.79	69.37
东方航空	2.32	7.63	44.90
南方航空	2.97	9.69	41.75
吉祥航空	0.0125	0.907	14.34
春秋航空	0.0295	1.415	14.12

资料来源：Wind，光大证券研究所。中国国航、东方航空、南方航空、吉祥航空弹性数据来自各公司 2018 年半年报，春秋航空弹性数据来自公司 2017 年报。

图 8：布伦特原油期货结算价（美元/桶）



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 9：人民币兑美元汇率



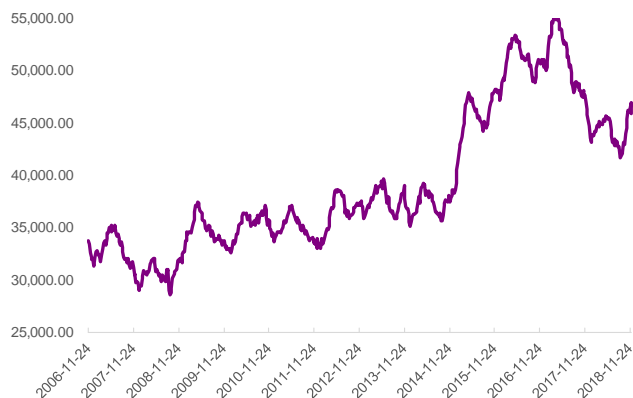
资料来源：Wind，光大证券研究所

我们判断油价将维持 60-70 美元区间。主要基于以下 3 点：

- 1、目前美国原油储备虽有所下降，但与历史数据相比仍在较高位置，未来客观补库动力不足；
- 2、OPEC 减产但力度不足，卡塔尔退出后 OPEC 整体影响力下降，未来成员之间的不信任会降低减产力度；
- 3、美国、俄罗斯已逐步成为原油的新净产出国，未来对全球的原油产量影响将增强；

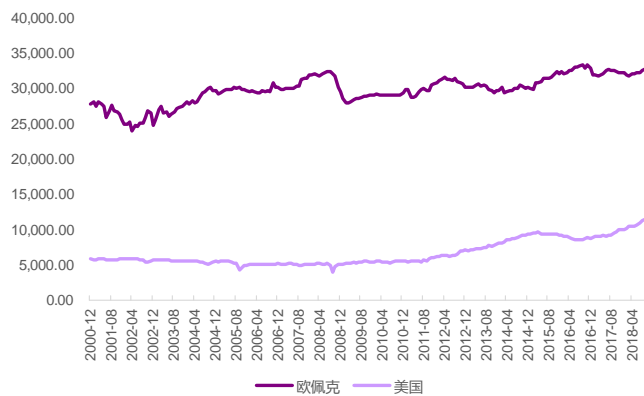
但若未来出现如美伊对抗升级等突发地缘政治因素，油价可能重拾升势，则会对航空业绩构成利空。

图 10：API 美国原油库存统计（万桶）



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 11：美国原油产量已逐步上升，与 OPEC 差距在缩小（单位：千桶/日）



资料来源：Wind，光大证券研究所

汇率方面，考虑到中美贸易摩擦，我们认为 2019-2020 年人民币兑美元仍然有小幅贬值压力。

2.4、航线提价兑现，票价市场化改革迈出重要一步

2018年1月，国家发改委、民航总局发布《关于进一步推进民航国内航空旅客运输价格改革有关问题的通知》，新增306条市场调节航线，北上广深互飞航线也在市场调节范围以内。

2018年4月开始，上海始发航线开启调价，北上广深互飞航线也陆续开始调价。2018年6月，北京-上海航线的经济舱全价票价格最终完成上调，从原来的1240元上调至1360元。2018年12月，三大航又开始新一轮提价，上广深互飞航线又在之前的提价基础上再次提价10%。

表3：北上广深航线经济舱提价（单位：元）

	原价格	2018年上半年提价	2018年12月提价
北京--上海	1240	1360	1490
上海--深圳	1400	1540	1690
北京--广州	1910	2100	2310
上海--广州	1350	1480	1620

资料来源：携程，各航空公司官网，光大证券研究所整理

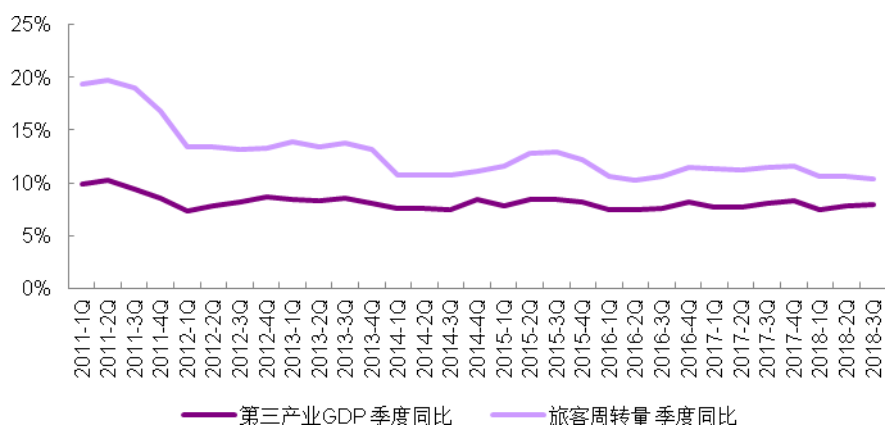
航空票价市场化增加了航空公司业绩弹性。虽然从实际情况看一线航线票价即使在黄金时刻仍有部分折扣，但未来一旦需求向好，航司盈利将明显提升。

2.5、经济增速下行影响仍待验证

市场担心经济增速下行会影响航空需求。从上市航司公布的运营数据来看，2018年前10个月运营数据平稳，但11月运营数据表现不佳，客座率都出现了明显下滑，而东航、国航在ASK增速低于10%的情况下，客座率都到80%以下。11月数据不佳有2017年基数较高以及上海进博会的原因存在，而且从历史数据来看，四季度一般是淡季，客座率低于80%以下也时有发生，所以现在还不能断言是经济下行造成航空需求下降。

从历史经验看来，航空出行需求存在一定“刚性”，与第三产业GDP增速密切相关，旅客周转量季度增速一直高于第三产业GDP季度增速。在第三产业GDP稳定增长的前提下，我们判断航空需求依然能保持平稳增长。

图12：第三产业GDP、旅客周转量季度增速比较



资料来源：Wind，光大证券研究所

2.6、2019 年净利润大概率将重回高增长

燃油成本方面，我们假设 2019-2020 年国内航空煤油年平均到岸完税价分别为 4500 元/吨、4600 元/吨，对应原油价格分别为 61.36 美元/桶、61.84 美元/桶；汇率方面假设人民币兑美元 2019-2020 年底分别为 7.1、7.2，预测国航、东航、南航 2019 年净利润分别为 117.26 亿、83.34 亿、92.89 亿，分别同比增长 96%、148%、144%。

表 4：重点上市公司盈利预测

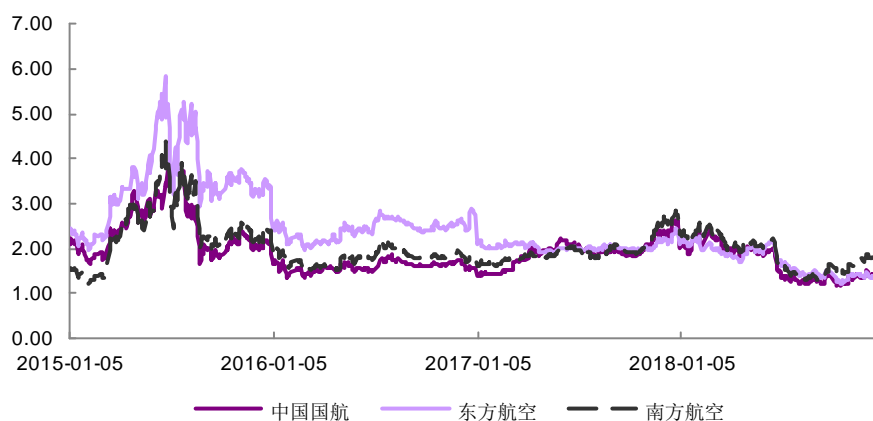
代码	证券	归母净利润（百万元）				EPS（元）			
		2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
601111	中国国航	7,240	5,964	11,726	14,687	0.5	0.43	0.84	1.06
600115	东方航空	6,352	3,349	8,334	10,621	0.44	0.23	0.58	0.73
600029	南方航空	5,914	3,797	9,289	12,939	0.48	0.31	0.76	1.05
601021	春秋航空	1,262	1,508	2,090	2,672	1.38	1.64	2.28	2.91
603885	吉祥航空	1,326	1,549	1,898	2,473	0.74	0.86	1.06	1.38

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

目前 PB 已在历史低位，未来估值有望修复。从估值角度来看，因航空公司业绩受到油汇影响波动较大，且作为重资产行业净资产相对稳定，因此一般使用 PB 估值较为合理。从 PB 来看，当前三大航的估值位于阶段底部，2018 年股价的下跌，一方面是对汇率油价的过激反应，另一方面也是整体股市行情不佳带来的情绪冲击，目前三大航 PB 估值已与 2016 年底航空上一轮牛市启动之前的 PB 估值基本持平。

我们认为，航空目前外部环境已得到相当幅度的改善，只要需求保持稳定，航空板块将迎来修复性行情。

图 13：三大航 PB 估值目前均处于历史低位



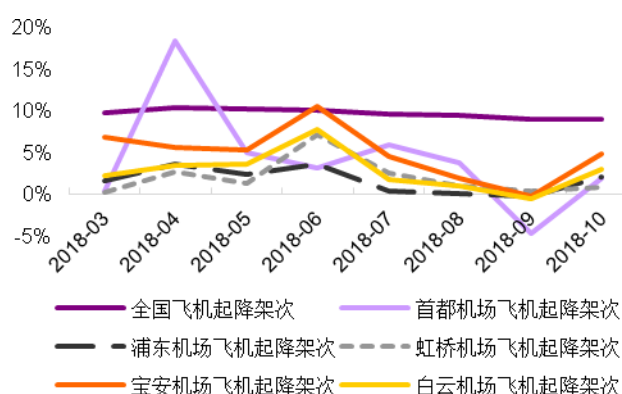
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

3、机场：免税催化已过，2019 回归稳定增长

3.1、航线时刻供给侧改革影响初现

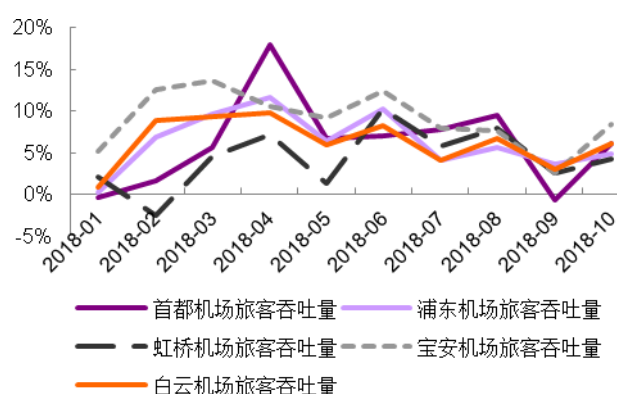
民航总局 2018 年以来施行了航线时刻供给侧改革，主要针对北上广深一线机场。从结果来看，北上广深机场航班起降架次增速、旅客吞吐量均出现明显下滑。2018 年 9 月，首都机场、浦东机场、白云机场、宝安机场起降架次增速出现负增长，虹桥机场增速仅为 0.35%，远低于全国平均水平 8.99%，旅客吞吐量增速也创历史新低，北京首都机场旅客吞吐量同比出现负增长。预计 2019 年一线机场新增航线时刻依然处于调控状态，较难大幅增长。

图 14：北上广深机场起降架次月度增速



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 15：北上广深机场旅客吞吐量月度增速

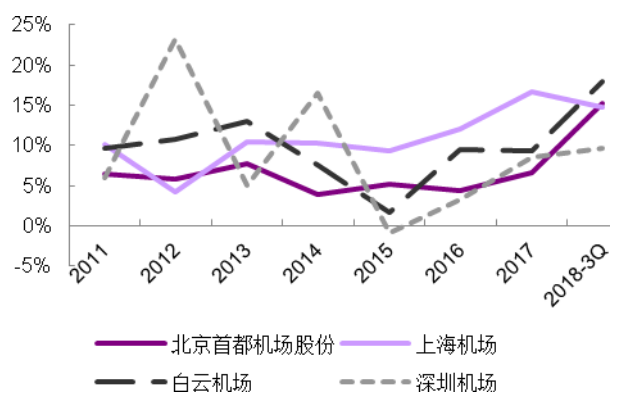


资料来源：Wind，光大证券研究所

3.2、人均收入保持增长，上海机场比较优势明显

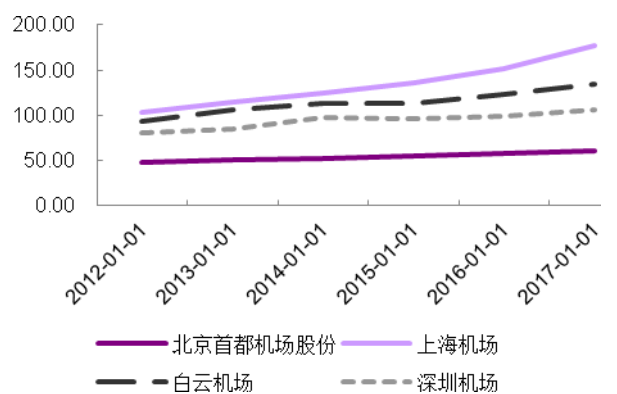
旅客吞吐量增速下降并没给机场业绩带来负面冲击，受益于人均收入的增长，上市机场业绩表现稳定。2018 年前三季度，首都机场、上海机场、白云机场、深圳机场收入增速分别为 15.30%、14.84%、17.99%、9.59%，都创出近期高位，而四大机场人均收入自 2012 年以来都保持稳步增长。

图 16：主要上市机场收入增速



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 17：主要上市机场人均收入（单位：元）



资料来源：Wind，光大证券研究所

3.3、航站楼免税店招标落地，未来关注业绩兑现

2017-2018年是几大一线机场航站楼免税店协议到期后重新招标的时间窗口。从招标结果来看，机场的分成比例有所提高，而且还有保底收入，长期来看给上市机场提供了业绩弹性。

表 5：机场免税店招标情况

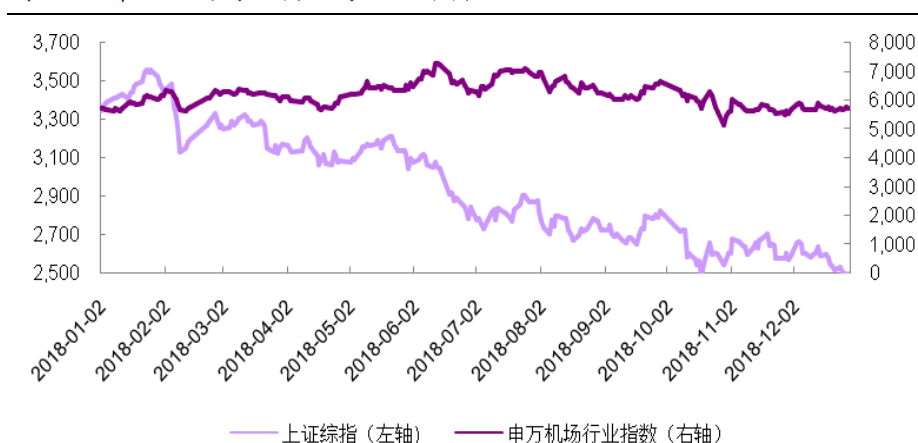
机场	面积	保底租金	提成比例	中标公司	2017 年数据	
首都机场	T2 进港：416.56 平方米 出港：3186.09 平方米	首年 8.3 亿	47.50%	中免	特许经营+租金收入 42 亿	
						T3 进港：1938.72 平方米 出港：9461.43 平方米
	上海机场	T1、T2、卫星厅共 1.69 万平方米	首年 35.25 亿，7 年 410 亿	42.50%	日上上海	
	白云机场	T1 进境：400 平方米	首年 1.19 亿	42%	中免	非航收入 13 亿
T2 进境：700 平方米		首年 1.78 亿	42%			
T2 出境：3544 平方米		首年 1.38 亿	35%			
深圳机场	进境 377 平方米	首年 0.45 亿	35%	深免	航空增值收入 0.39 亿	

资料来源：Wind，各上市公司公告，光大证券研究所

3.4、防御首选，建议关注上海机场

2018 年以来，机场板块大幅跑赢上证综指，有极佳的相对收益，在中万二级子行业中排名位列前茅。展望 2019 年，尽管机场板块缺乏新的催化剂，但我们认为机场业绩的稳定增长仍然是 A 股市场的亮点，依然是防御首选标的之一。

图 18：申万机场行业指数与上证综指



资料来源：Wind，光大证券研究所

从个股而言，我们建议关注上海机场。上海机场具有腹地经济及航班结构优势，在数据上表现为其人均非航收入明显优于其他机场，加上招标、管理能力较好，在自身成长性上也显著优于其他公司。新建卫星厅大概率将在 2019 年下半年投入使用，届时免税店面积有望翻倍，经历短暂折旧影响后（预计会影响 2019、2020 两年利润增速），公司利润将进入上升通道。

4、铁路公路：优选高股息标的

4.1、资产优劣决定盈利能力

基础设施板块一般被认为与周边的经济发展息息相关，依托优质的腹地经济或者经济形态能够给上市公司带来稳定的流量和收益。比如华东地区与西部地区的高速公路，相同条件下华东地区的流量一定显著优于中原地区，且还需考虑西部地区的建设难度带来的更高建设成本和折旧费用，因此我们在筛选优质防御性资产的时候，优先考虑资产的收益率水平。

从近几年 ROA 情况来看，我们选出大秦铁路、粤高速、宁沪高速三个标的作为参考。其中，大秦铁路是我国目前最优质的煤炭运输铁路之一；粤高速拥有珠三角地区一部分最优秀的高速公路；宁沪高速核心资产是上海到南京的高速公路，是长三角区域最繁忙的高速公路。三家公司的 ROA 也反映出各自资产优质程度。

表 6：高速、铁路公司近 3 年 ROA 情况一览 (%)

公司	2018/9/30	2017/12/31	2016/12/31	2015/12/31
大秦铁路	12.02	13.87	7.73	14.90
粤高速 A	11.76	13.12	12.94	7.99
宁沪高速	11.35	13.15	13.45	11.37
东莞控股	8.80	11.48	12.10	14.33
皖通高速	8.54	11.54	10.53	10.86
山东高速	8.48	9.40	10.22	8.52
楚天高速	7.19	9.58	8.27	7.65
深高速	7.02	7.38	6.78	7.26
福建高速	6.97	7.92	8.28	7.50
铁龙物流	6.39	5.81	4.81	5.82
龙江交通	6.33	8.73	6.68	7.08
现代投资	5.90	6.88	7.50	6.90
海南高速	5.82	3.72	2.41	-6.86
吉林高速	5.80	7.81	6.21	4.08
招商公路	5.79	7.74	8.24	9.40
五洲交通	5.64	6.32	4.21	2.08
四川成渝	5.09	5.83	5.47	5.83
中原高速	4.99	6.40	6.29	6.01
赣粤高速	4.98	5.89	4.80	5.84
广深铁路	4.76	5.95	6.42	5.05

资料来源：Wind，光大证券研究所

4.2、资本开支决定分红率，股息率为公司股价筑底

分红率反映公司的现金流能力。现金流优秀的公司会倾向于更多的分红，这类行业主要集中在公共事业领域，如公路、铁路、火电等。

影响公司分红率的因素有很多，其中最主要的是公司自身资本开支对现金流的影响。在面临大量资本开支的时候，公司一般会减少其分红率，以留

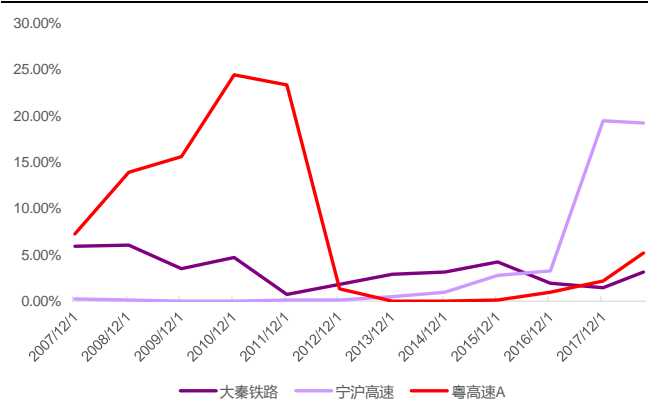
存更多的现金供自身建设使用，因此分红率短期内会有所降低，但一般在修建完成后会有所恢复。

粤高速和宁沪高速提供了两个有代表性的案例。

粤高速在2007年-2011年均有占比较高的在建工程，其中2007年-2010年处于上升过程中，说明这个阶段公司处于现金相对紧张状态，分红率也呈现出相对较低的情况，且一度低于40%，但在建设期结束后，粤高速分红率逐年上升，2017年已突破70%。

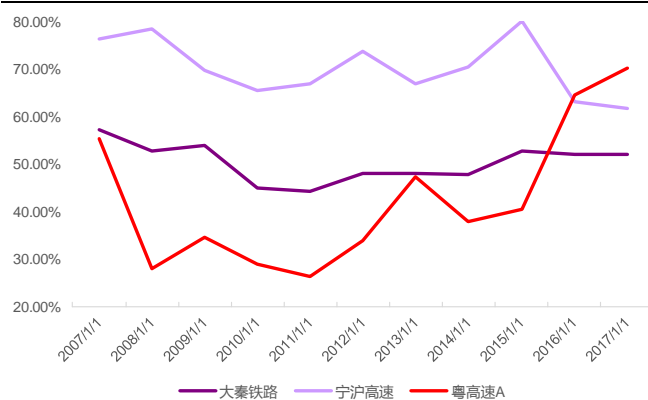
宁沪高速与粤高速表现相反，2007年-2015年宁沪高速基本没有资本开支，分红率一直稳定在70%左右。2017年，公司开始修建五峰山大桥项目，在建工程大幅增加，16-17年分红率逐步降低到60%左右，我们预计公司相对较低的股息率仍会维持一段时间。

图 19：2007 年至今在建工程/总资产情况一览



资料来源：Wind，各公司公告，光大证券研究所

图 20：2007 年以来分红比例一览



资料来源：Wind，各公司公告，光大证券研究所

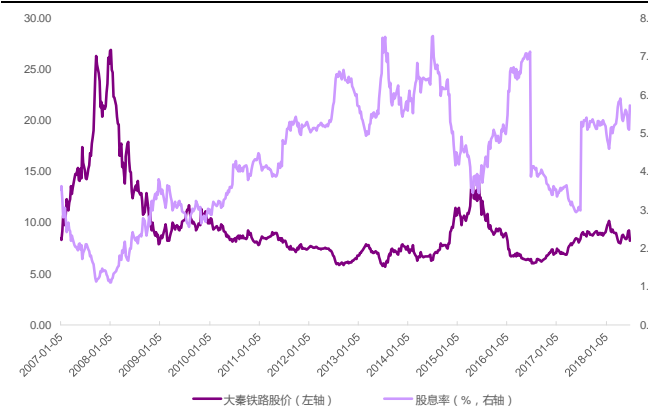
股息率为公司股价筑底。我们回顾2007年-2018年宁沪高速、大秦铁路股息率与股价的关系，我们发现每当股息率达到7.5%左右，公司股价即到达底部。可以认为，高股息对于公司的股价具有非常强的支撑。目前来看，宁沪高速和大秦铁路在股息率上均在5%左右，虽然未达到历史高位，但在当前整体市场资金收益率降低的大环境下，仍具有较强的吸引力。

图 21：宁沪高速最高股息率达到 7.68%



资料来源：Wind，公司公告，光大证券研究所

图 22：大秦铁路最高股息率达到 7.54%



资料来源：Wind，公司公告，光大证券研究所

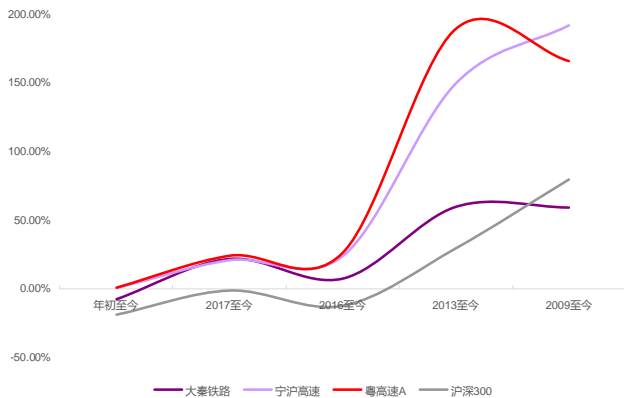
4.3、从股价角度，公路铁路板块具备较好的防御性

我们从收益率和股价弹性两个维度分析防御性。

回顾 2009 年至今，宁沪高速、粤高速收益率均大幅领先沪深 300，大秦铁路由于受 2016 年朔黄铁路分流影响，收益率相对较低。

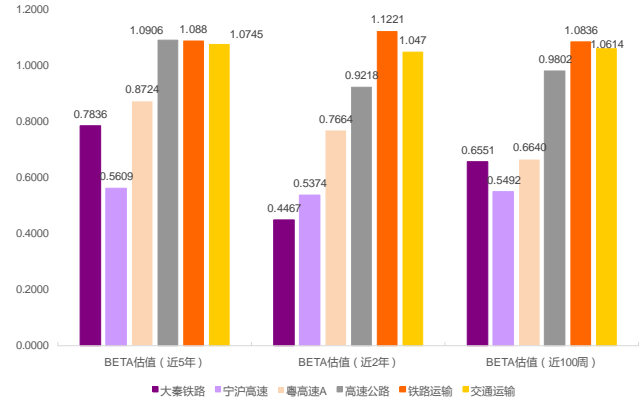
从β值来看，三家公司的β值均在 0.8 以下，相对于市场而言波动较小，在整个市场下跌的行情中具有较好的防御能力。

图 23：大秦、宁沪、粤高速绝对收益率比较



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 24：大秦、宁沪、粤高速具备相对较低的β值



资料来源：Wind，光大证券研究所

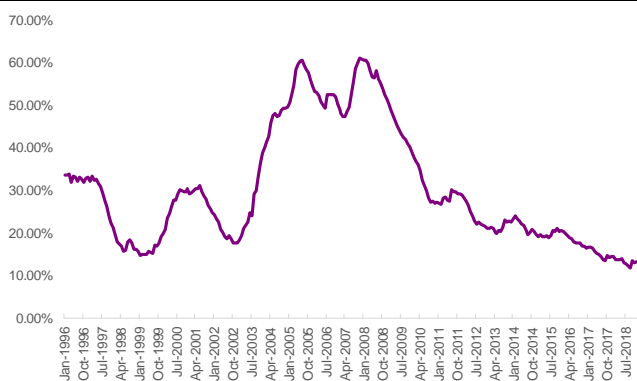
5、航运：供给收缩，需求边际改善

5.1、航运经历行业低谷，低运价倒逼供给端收缩

船在手订单量2008年达到顶峰。2008年全球经济达到峰值，航运行业运价出现历史新高，导致大量资本进入行业，新船订单占比达到顶峰，其中集运订单占当时现有运力最高达到60%，油运订单达到55%左右，从2008年开始，整个航运业一直处于消化新船订单“库存”过程中，也导致行业运价相对低迷。

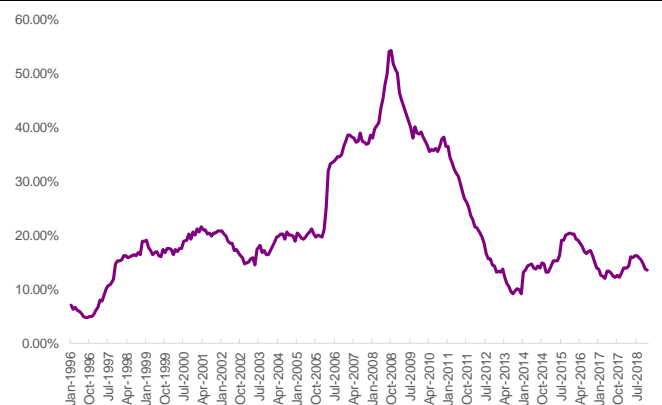
目前订单运力已达到历史低位。目前集运订单运力占总运力比仅有13%，油运订单占总运力比仅15%，我们预测2019-2021年行业运力年复合增速4%-5%左右，考虑到老旧船拆解，集运及油运行业的船供给年复合增速在3%-4%左右。

图 25：集运在手订单运力占现有运力比



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 26：油运及 VLCC 在手订单运力占现有运力比



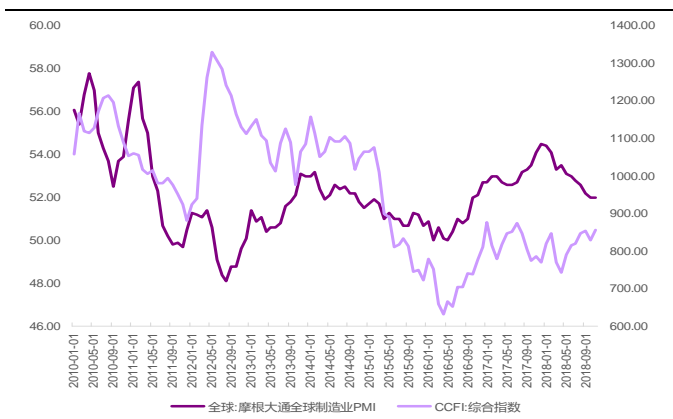
资料来源：Wind，光大证券研究所

5.2、需求是影响价格弹性的核心因素

集运运价 CCFI 与全球制造业 PMI 具有较强相关性。集运主要运输物品包含半成品如零件，或产成品如电子产品，服装等，与全球贸易或是全球经济息息相关，从历史数据来看，全球制造业 PMI 与中国出口集装箱指数 CCFI 具有较强的相关性。我们对 2019-2021 年行业保持相对乐观，认为 2019-2021 年行业需求增速将维持在 5% 水平。

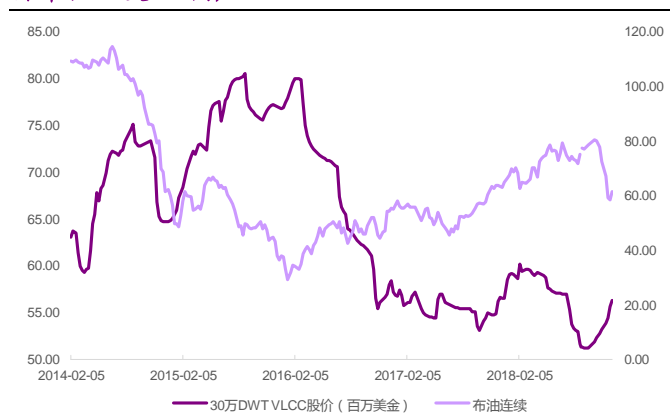
VLCC 运价（价值）与油价具有复杂的相关性。对于油运而言，其对于 VLCC 的需求相对复杂。油运需求一方面与市场当期消费量直接相关，另一方面与市场对未来油价的预期相关。从过去来看，每一次 VLCC 运价上涨，大多源于油价的短期暴跌，市场会出现较多储油套保需求。目前市场对于油运需求预期较为混乱，我们认为目前原油库存相对较高，加之市场对未来油价看跌，短期油运需求或降至低位，VLCC 运价或回归到较低水平。

图 27: CCFI 与全球宏观经济预期基本一致



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 28: VLCC 的价值与油价波动有密切的相关性 (油价单位: 美元/桶)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

5.3、成本仅与运量相关，运价带来巨大价格弹性

航运板块固定成本占比高，运价提升部分将直接转化为利润。以东方海外国际为例，其主要成本可以分为 4 块：

一是货物处理成本，主要是与港口装卸相关，与货物吞吐总量相关，占比约 56%，占比相对稳定；

二是燃油成本，与国际原油价格相关，同时与公司集装箱运输的运量运距相关，2017 年占比约 12%，其所占比例会随国际油价产生比较大的变化；

三是其他航行成本，与运量行距相关，包含了船的折旧成本即租金，也与公司船队规模相关，占比约 17%；

四是货柜成本，与运量运距相关，占比约 15%。

据此可以看出，成本端与运量相关，运价上涨带来的收入增量，可转化为营业利润，进而带来净利润水平提升。

参考东方海外国际财务数据，运价增速与利润增速存在 8-10 倍的放大效果。东方海外国际作为港股上市的纯集运运营标的，存续时间较长，适合进行长时间的观察。从数据上我们可以看到：

1、CCFI 增速与单 TEU 增速基本一致，这说明 CCFI 作为运价指数，基本如实的反映了行业的经营状况；

2、CCFI 的增速与净利润增速大部分时间存在 8-10 倍的关系，这从侧面反映了航运具备非常强的周期属性。

表 7: 东方海外国际(00316.HK)单 TEU 收益与运价走势基本吻合

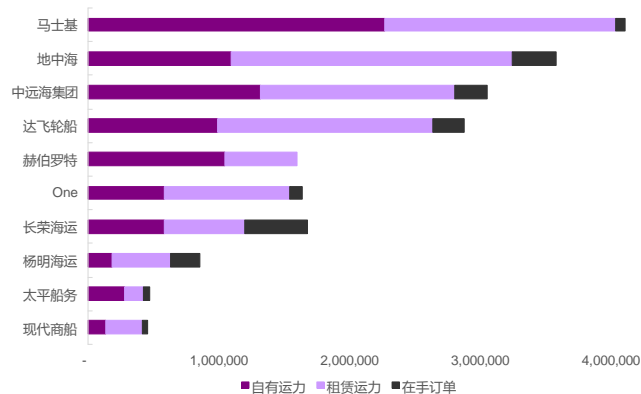
财年	总收益 (百万美元)	同比	运输量 (千 TEU)	同比	净利润 (百万美元)	同比	单 TEU 收益 (美元)	同比	CCFI 均值	同比
2010	6009		4768		1866.78		1260.28		1138	
2011	5529	-7.99%	5033	5.56%	181.65	-90.27%	1098.55	-12.83%	987	-13.29%
2012	5899	6.69%	5217	3.66%	296.36	63.15%	1130.73	2.93%	1171	18.64%
2013	5609	-4.92%	5294	1.48%	47.04	-84.13%	1059.50	-6.30%	1081	-7.72%
2014	5807	3.53%	5586	5.52%	270.54	475.13%	1039.56	-1.88%	1084	0.27%
2015	5219	-10.13%	5576	-0.18%	283.85	4.92%	935.98	-9.96%	870	-19.73%
2016	4701	-9.93%	6081	9.06%	-219.22	-177.23%	773.06	-17.41%	718	-17.43%
2017	5425	15.40%	6299	3.58%	137.66	162.80%	861.25	11.41%	820	14.23%

资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

5.4、建议关注集运板块龙头中远海控

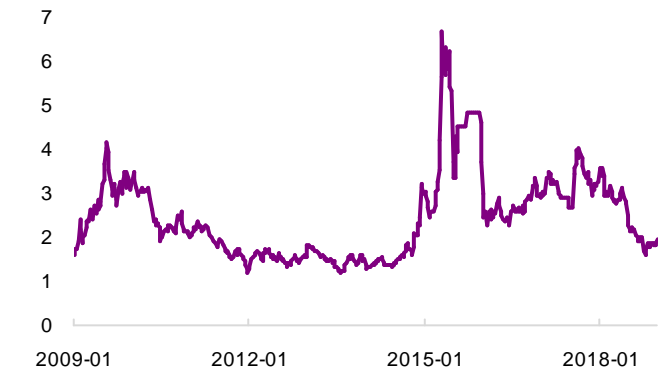
通过收购东方海外国际, 中远海控目前已经成为了国际第三大集运运营商, 加上目前较多的在手订单, 未来将进一步巩固自身的领先优势。此外, 我们认为集装箱运输将成为海上丝路重要的交通方式, 符合国家政策导向, 是海上丝路的重要组成部分。目前公司 PB 估值处于历史均值之下, 行业周期处于阶段性底部, 建议关注。

图 29: 中远海控船队规模目前已达到全球第三水平 (TEU) (数据截止 201810)



资料来源: Wind, 公司公告, 光大证券研究所

图 30: 中远海控的 PB 估值均值 2.47, 2019 年 1 月 4 日仅 1.96



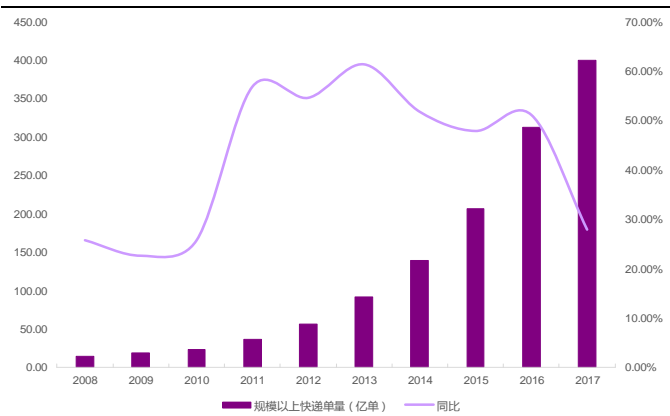
资料来源: Wind, 光大证券研究所

6、快递物流：集中度提升，但头部竞争激烈

6.1、快递：竞争白热化，人工成本存压

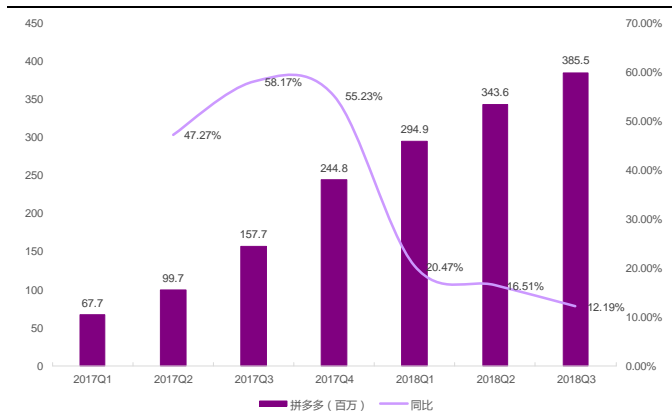
行业将从高速发展阶段，降为快速稳定发展。快递行业自 2011 年来维持高位运行，目前由于基数较高，整体增速已经出现逐步的下滑的态势。虽然拼多多等电商平台为快递行业带来了部分增量，但我们认为长期来看快递行业运量将从 30% 以上的高速增长，回归到 10%-20% 左右的稳步增长。

图 31：快递单量增速维持高位



资料来源：Wind，光大证券研究所

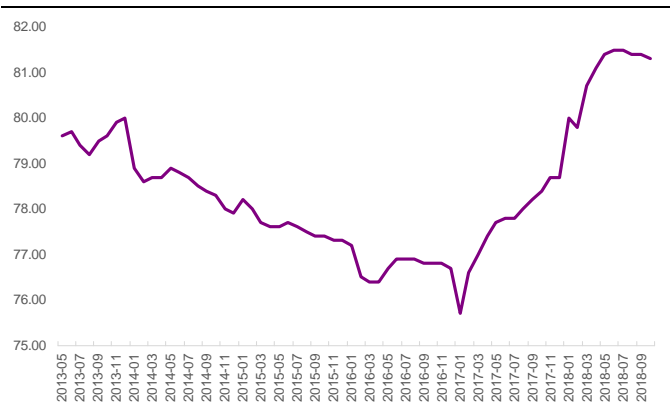
图 32：拼多多等活跃客户数量大幅提升



资料来源：Wind，公司公告，光大证券研究所

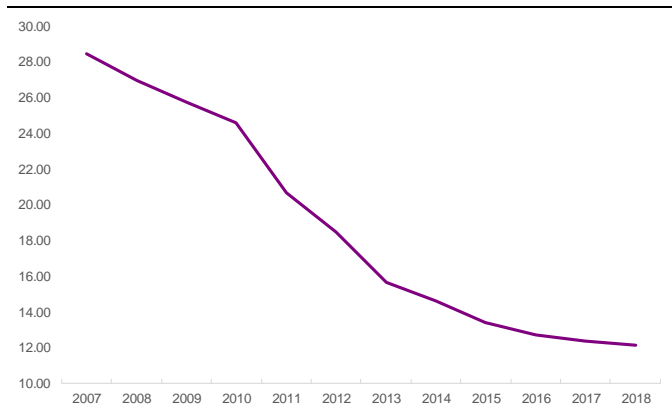
集中度提升，但头部竞争激烈。快递行业 CR8 在 2017 年之后，也就是龙头公司上市后开始提升，我们认为这主要得益于全面拥抱资本市场后，龙头企业的价格竞争策略所导致。截至 2018 年 11 月，快递的单价下降到 12 元左右；从韵达的报表也可以看出总部的收入（可以认为是以 GMV 计算下的毛利）从 2.29 元/单下降到 1.74 元/单，降幅高达 25%。展望 2019 年，不排除快递单价进一步下降的可能性。

图 33：快递行业 CR8 在 2017 年后开始回升 (%)



资料来源：Wind，光大证券研究所

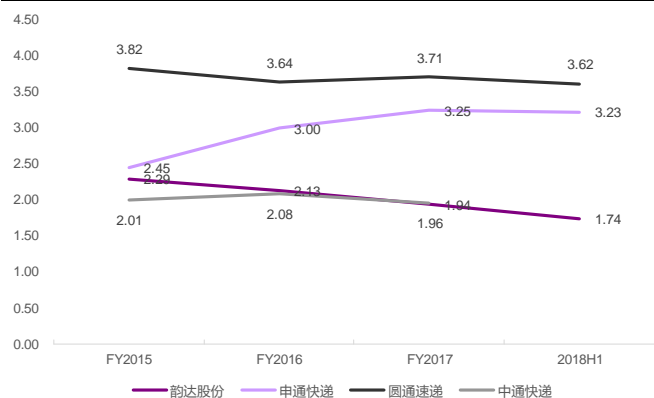
图 34：快递行业单价持续下行 (元/单)



资料来源：Wind，光大证券研究所

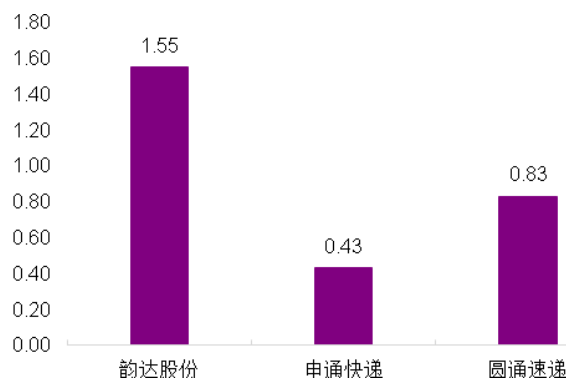
对加盟快递公司而言，行业竞争仍未缓和。我们认为加盟制快递目前仍处于相对激烈的竞争状态，任何一家公司都无法成为绝对龙头，同时未来达成合作协议的时间点还难以判断，仍需等待行业竞争格局改善。

图 35: 快递上市企业单价持续下行 (元/单)



资料来源: Wind, 各公司公告, 光大证券研究所

图 36: 快递行业 PEG 估值情况



资料来源: Wind, 光大证券研究所, PEG 计算方式为 2018 年 PE (一致预期) 除以 2017-2020 复合增长率 (一致预期)

6.2、大宗物流: 上下游集中带来量价齐升

大宗供应链行业目前面临四个变化:

- 1、供给侧改革后, 上游矿企, 及下游生产厂商更加集中。
- 2、对于现金流的要求更高, 信贷收紧环境下, 中小型企业难以扩张。
- 3、直接对接厂商比对接贸易商更加重要, 厂商需求更稳定且溢价更高。
- 4、对于物流节点的运营能力要求更高, 能有效降低物流环节成本。

2016 年至今, 上市的大宗供应链公司依靠更优质的管理能力, 更为集中的上下游, 以及大宗商品价格提升, 获得了更高的市场份额。且大宗商品价格的提升也带动了贸易服务费的小幅提升, 公司净利润、净利率实现大幅增长。

7、投资建议：进攻看航空，防守看“铁公机”

首推进攻性强，高 β 的航空板块。目前宏观经济相对偏弱，市场对于航空的判断较为悲观，各公司股价已部分反映悲观预期。我们认为航空目前所处的外部环境相对宽松，未来景气度将与需求直接相关。我们判断 2019 年油价均价将维持在 60-70 美元/桶，人民币兑美元仍然有小幅贬值压力，在供需相对平衡的条件下，2019 年三大航利润同比或有 50%以上增幅，是最具有进攻性的板块。

机场板块回归稳定收益，建议关注上海机场。机场板块是 2018 年表现最优的二级子板块，经历免税等炒作后，我们判断行业将进入预期稳定利润兑现阶段，建议关注质地最优、增速稳定的上海机场。

航运板块继续承压，静待集运需求回暖。集运需求预期将随贸易摩擦缓和而改善，加之供给层面持续收缩，我们判断 2019-2021 年集运板块将出现慢牛，但由于航运周期牛短熊长，不建议左侧布局。

从股息率的角度，推荐大秦铁路。我们从 ROA、分红率两个维度，建议关注深高速、粤高速、宁沪高速等适合防守型标的，2018 年股息率均超过 5%。推荐大秦铁路，主要基于 3 点：1、经营稳定，2019-2021 年产能利用率有望达到上限；2、2019-2021 年股息率有望维持在 5%以上；3、市值大成交活跃。

快递、大宗物流存在估值修复可能。我们判断 2019-2021 年快递行业利润增速将维持 20%左右，大宗物流利润增速维持 15%左右，目前两个板块估值均在历史低位，推荐建发股份、厦门象屿。

7.1、大秦铁路：高股息率标的的首选

大秦铁路是国内最早的煤炭运输铁路，西起“三西”地区煤炭集中地大同，东至国内最大的煤炭下水港口秦皇岛港，目前是国内整体运价仅次于朔黄线的最具有性价比的铁路线路，运量相对稳定。与其他交运公司相比，大秦铁路有以下特点：

1、大秦铁路股息率是目前交运公司中最高。

2、大秦铁路目前产能基本满载，虽然未来不具备太强的成长性，但是在目前煤炭供需相对平衡的大环境下，煤炭全行业运量能够保持相对稳定；目前国家推行公转铁的大环境下，未来即使遭遇蒙华铁路、瓦日铁路等道路分流，但由于两条铁路经济性不及大秦，我们判断未来大秦运量基本能够保持高位稳定。

3、除日常大修外，大秦铁路不存在额外资本开支，目前来看 2019-2021 年也不存在新建路产需求，因此分红率能保持稳定。

关键假设

1、大秦铁路分红率保持 50%不变；

2、运量保持高位稳定，核心线路大秦线 2018-2020 年运量增速分别为 4.3%、2.0%、2.0%；

3、货运单价基本稳定，即 2018-2020 年货运单价增速均为 1%；

4、成本方面，占比最大的人工成本 2018-2020 年分别增长 7%、8%、8%；折旧成本 2018-2020 年分别增长 3%、4%、4%；

盈利预测

我们预测大秦铁路 2018-2020 年营业收入分别为 588.60 亿、612.94 亿、633.79 亿元，同比增速分别为 5.79%、4.14%、3.40%，毛利率分别为 27.94%、26.68%、24.96%。归母净利润分别为 148.19 亿、150.59 亿、146.12 亿，同比增速分别为 11.01%、1.62%、-2.97%。

表 8：大秦铁路业务拆分预测（百万元）

	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货运业务	42,903	41,475	32,970	42,300	44,646	46,083	47,102
YOY		-3.33%	-20.51%	28.30%	5.55%	3.22%	2.21%
客运业务	4,780	5,016	5,363	5,729	6,078	6,509	6,972
YOY		4.93%	6.93%	6.82%	6.09%	7.10%	7.10%
其他业务	6,289	6,041	6,291	7,607	8,136	8,702	9,306
YOY		-3.94%	4.14%	20.92%	6.95%	6.95%	6.94%
营业总收入	53,972	52,531	44,624	55,636	58,860	61,294	63,379
YOY		-2.67%	-15.05%	24.68%	5.79%	4.14%	3.40%
毛利	17,148	15,553	7,672	15,491	16,443	16,355	15,820
毛利率	31.77%	29.61%	17.19%	27.84%	27.94%	26.68%	24.96%
净利润	14,185	12,648	7,168	13,350	14,819	15,059	14,612
YOY		-10.84%	-43.32%	86.23%	11.01%	1.62%	-2.97%

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

投资评级

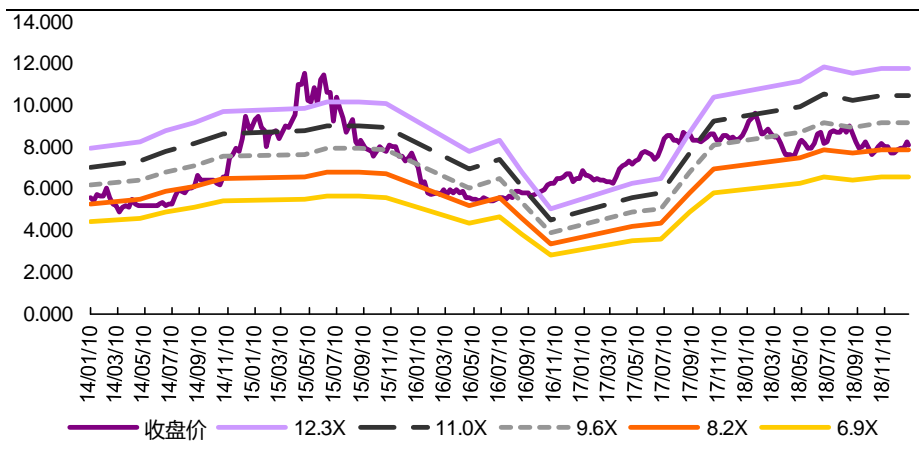
我们预测公司 2018-2020 年 EPS 分别为 1.00 元、1.01 元、0.98 元，当前股价对应 PE 分别为 8 倍、8 倍、8 倍。我们参考行业均值，考虑到大秦铁路相较于同行业公司，成长性较弱但稳定性较强，我们给予公司 2019 年 10 倍 PE 估值，目标价 10.10 元，首次覆盖给予“增持”评级。

表 9：同行业可比公司估值（收盘价为 2019 年 1 月 4 日）

代码	证券	收盘价 (元)	EPS(元)				PE				18-20CAGR	PEG
			2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E		
601333.SH	广深铁路	3.27	0.14	0.17	0.24	0.20	22	19	13	15	13.30%	1.40
600125.SH	铁龙物流	7.07	0.25	0.37	0.43	0.52	29	20	17	14	27.03%	0.72
行业平均								19	15	15		
601006.SH	大秦铁路	8.13	0.90	1.00	1.01	0.98	9	8	8	8	2.88%	2.74

资料来源：Wind，大秦铁路数据来自光大证券研究所预测，其余数据来自 Wind 一致预期

图 37：大秦铁路历史估值（PE、最新年报）



资料来源：Wind，光大证券研究所

风险分析

- 1、宏观经济下行，导致用电量下降，进而导致火电厂对于煤炭需求下滑，最终导致公司运量出现下降；
- 2、环保政策影响秦皇岛港口吞吐量，会导致大秦线末端运量减少；
- 3、大秦具有一定公益性，存在降价以补贴煤炭企业的风险。

表 10：大秦铁路财务数据和估值分析

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	44,625	55,636	58,860	61,294	63,379
营业收入增长率	-15.05%	24.68%	5.79%	4.14%	3.40%
净利润（百万元）	7,168	13,350	14,819	15,059	14,612
净利润增长率	-43.32%	86.23%	11.01%	1.62%	-2.97%
EPS（元）	0.48	0.90	1.00	1.01	0.98
ROE（归属母公司）（摊薄）	7.98%	13.43%	13.82%	13.14%	12.04%
P/E	17	9	8	8	8
P/B	1.3	1.2	1.1	1.0	1.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 1 月 4 日

7.2、建发股份：地产储备丰富，供应链业务增长稳定

物流：稳健运营。公司主要经营铁矿石、纸浆等大宗产品，建发大宗经营稳健，其客户结构正逐步向生产厂商靠近，这在一定程度上保证了公司业务稳定性。公司目前已是纸浆贸易领域龙头，随着纸浆期货的上市，公司未来能通过期货产品获取更多的业务量。

地产：二级储备丰富，一级项目或逐渐常态化贡献利润。公司旗下拥有联发、建发两大地产子公司，主要项目集中在二线城市，土地储备丰富，未来长期业绩无忧。其中，2018H1 公司在建项目面积 1358.52 万平米，同比增长 85.93%，拿地面积 216.15 万平米，同比增长 32.10%，土地储备面积 1624.40 万平米，同比增长 37.58%。

一级土地方面，公司 2018 年将确认标为“2018P02”的后埔-枋湖旧村改造项目部分土地，总计土地面积约 6.18 万平米，总计成交价 57 亿，折合土地面积 9.22 万/平，我们判断 2018P02 地块将增厚 2018 年利润约 10 亿

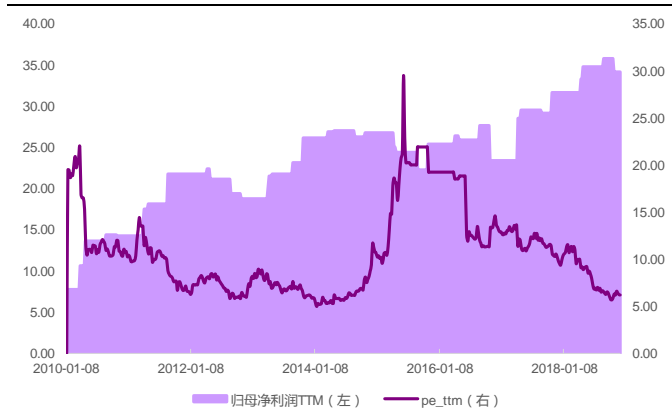
元。此外，标号为“2018P03”后埔-枋湖旧村改造项目部分土地也已进入挂牌程序，该地块总面积 2.77 万平米，参考 2018P02，成交价将在 26 亿左右，或增厚利润 5 亿元。

图 38：二级开发项目储备

	2018H	2017H1	同比
新开工面积	529.92	321.33	64.91%
在建项目建筑面积	1358.52	730.65	85.93%
报告期拿地金额	216.15	163.63	32.10%
期末土地储备面积	1624.4	1180.66	37.58%

资料来源：Wind，公司公告，光大证券研究所

图 39：建发股份估值已到历史低位（单位：亿元）



资料来源：Wind，公司公告，光大证券研究所

关键假设

- 1、公司未来大宗商品增速保持稳定，2018 年-2020 年成交量保持 20% 增长；
- 2、房地产业务稳定推进，2018 年-2020 年二级房地产项目收入端分别增长 5%、15%、15%；
- 3、由于后埔-枋湖旧村改造项目开始进行土地出让，且出让体量巨大，未来 5 年内将实现对上市公司利润端持续利好，我们假设一级土地开发项目 2018 年-2020 年一级土地开发分别实现归母净利润 10 亿、8 亿、5 亿。

盈利预测

我们预测建发股份 2018-2020 年营业收入分别为 2711.79 亿、3118.53 亿、3655.47 亿元，同比增速分别为 24.05%、15.00%、17.22%，毛利率分别为 7.08%、6.90%、6.59%。归母净利润分别为 45.09 亿、50.55 亿、58.25 亿，同比增速分别为 35.38%、12.10%、15.24%。

表 11：建发股份业务拆分预测（百万元）

	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
供应链运营	102,097.00	104,857.00	114,924.00	188,468.00	235,585.00	270,922.75	319,688.85
YOY		2.70%	9.60%	63.99%	25.00%	15.00%	18.00%
房地产开发	18,435.00	22,953.00	30,358.00	29,255.00	35,106.00	40,371.90	45,216.53
YOY		24.51%	32.26%	-3.63%	20.00%	15.00%	12.00%
其他业务收入	393.00	278.00	309.00	878.00	488.33	558.44	641.59
YOY		-29.26%	11.15%	184.14%	-44.38%	14.36%	14.89%
营业总收入	120,925.00	128,089.00	145,591.00	218,602.00	271,179.33	311,853.09	365,546.97
YOY		5.92%	13.66%	50.15%	24.05%	15.00%	17.22%
毛利	10,146.00	12,350.00	11,675.00	14,052.00	19,192.30	21,527.53	24,100.24

毛利率	8.39%	9.64%	8.02%	6.43%	7.08%	6.90%	6.59%
净利润	2,507.19	2,641.35	2,854.66	3,330.86	4,509.30	5,054.72	5,825.18
YOY		5.35%	8.08%	16.68%	35.38%	12.10%	15.24%

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

投资评级

我们预测公司 2018-2020 年 EPS 1.59、1.78、2.05 元, 当前股价对应 PE 为 4X、4X、3X。鉴于公司良好的基本面和长期经营能力, 采用分部估值法, 给予公司 2019 年供应链业务 7 倍 PE 估值, 房地产业务 5.6 倍 PE 估值, 测算得目标价 9.81 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

表 12: 建发股份分部估值法计算

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
总净利润 (亿元)	28.55	33.31	45.09	50.55	58.25
供应链净利润 (亿元)	7.70	12.18	12.90	17.04	23.91
地产净利润 (亿元)	20.85	21.13	32.19	33.51	34.34
其中: 二级房地产开发 (亿元)	20.85	21.13	22.19	25.51	29.34
一级土地开发 (亿元)			10.00	8.00	5.00
19 年供应链 PE	(主要参考业务最为接近的象屿)			7.00	
供应链市值 (亿元)				90.32	
19 年地产 PE	(因有一级项目折价 30%)			5.60	
房地产业务市值 (亿元)				187.68	
目标市值 (亿元)				278.01	
总股数(亿股)				28.35	
目标价(元/股)				9.81	

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

表 13: 大宗物流同行业可比公司估值 (收盘价为 2019 年 1 月 4 日)

代码	证券	收盘价 (元)	EPS(元)				PE				18~20CAGR	PEG
			2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E		
600057	厦门象屿	4.31	0.51	0.50	0.66	0.84	10	10	7	6	18.08%	0.55
600180	瑞茂通	7.04	0.70	0.79	0.90	1.01	11	10	8	8	13.03%	0.74
603223	恒通股份	10.44	0.52	0.54	0.69	0.95	20	19	15	11	22.27%	0.87
603329	上海雅仕	15.52	0.78	0.68	0.76	0.89	26	30	27	23	4.50%	6.75
603535	嘉诚国际	19.20	0.95	0.96	1.17	1.36	20	20	16	14	12.62%	1.58
行业平均								17	18	15		
600153.SH	建发股份	7.18	1.17	1.59	1.78	2.05	7	4	4	3	20.56%	0.24

资料来源: Wind, 建发股份数据来自光大证券研究所预测, 其余数据来自 Wind 一致预期

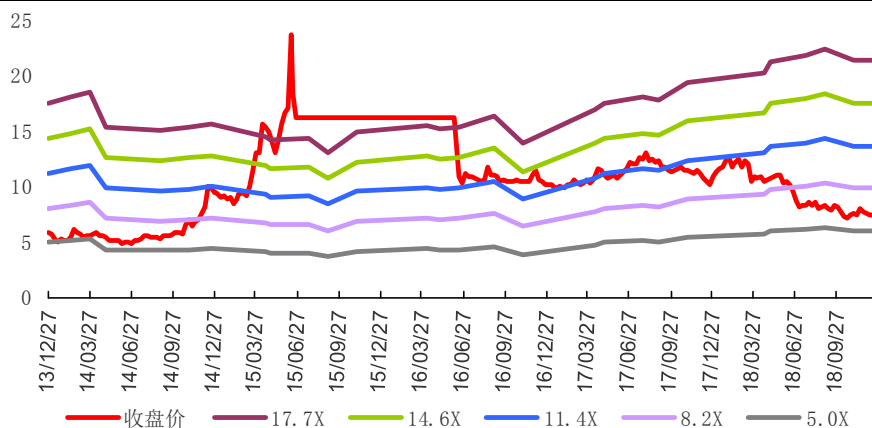
表 14: 房地产同行业可比公司估值 (收盘价为 2019 年 1 月 4 日)

代码	证券	收盘价 (元)	EPS(元)				PE				18~20CAGR	PEG
			2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E		
000002.SZ	万科 A	24.93	2.54	1.64	1.65	1.86	10	15	15	14	-9.87%	-1.56
600048.SH	保利地产	12.23	1.32	1.68	2.09	2.58	10	8	6	5	24.98%	0.31
001979.SZ	招商蛇口	17.37	1.55	2.03	2.49	2.98	12	9	7	6	24.39%	0.37
600340.SH	华夏幸福	26.01	2.83	3.96	5.11	6.53	9	6	5	4	32.12%	0.20
600606.SH	绿地控股	6.16	0.74	0.92	1.13	1.39	9	7	6	5	23.30%	0.30
601155.SH	新城控股	25.10	2.71	1.64	1.65	1.86	10	16	16	14	-11.79%	-1.38

600663.SH	陆家嘴	13.10	0.93	1.64	1.65	1.86	16	9	9	8	25.95%	0.35
600383.SH	金地集团	9.84	1.52	1.64	1.65	1.86	6	6	6	5	6.96%	0.83
000656.SZ	金科股份	6.16	0.35	1.64	1.65	1.86	17	4	4	3	74.51%	0.05
行业平均								9	8	7		
600153.SH	建发股份	7.18	1.17	1.59	1.78	2.05	7	4	4	3	20.56%	0.24

资料来源: Wind, 建发股份数据来自光大证券研究所预测, 其余数据来自 Wind 一致预期

图 40: 建发股份历史估值 (PE、最新年报)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

风险分析

- 1、大宗需求方, 会预付 20% 货款给贸易商, 交付后再付尾款, 如果交付前商品价格跌幅超过 20%, 需求方可能会放弃交付, 这会导致贸易商低价甩货造成亏损;
- 2、大宗商品交易活跃度降低, 导致公司交易量下降。
- 3、房地产行业出现进一步政策调控。

表 15: 建发股份财务数据和估值分析

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	145,591	218,602	271,179	311,852	365,546
营业收入增长率	13.66%	50.15%	24.05%	15.00%	17.22%
净利润 (百万元)	2,855	3,331	4,509	5,055	5,825
净利润增长率	8.08%	16.68%	35.38%	12.10%	15.24%
EPS (元)	1.01	1.17	1.59	1.78	2.05
ROE (归属母公司) (摊薄)	13.26%	14.10%	16.36%	16.22%	16.46%
P/E	7	6	4	4	3
P/B	0.9	0.9	0.7	0.7	0.6

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 1 月 4 日

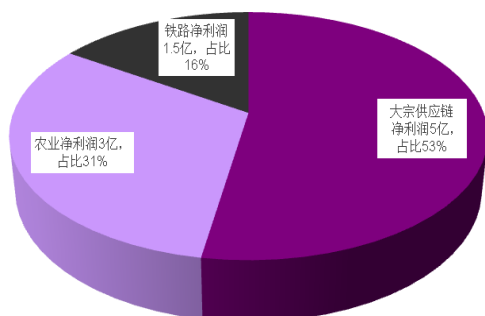
7.3、厦门象屿: 铁路助力公司向内地发展

物流+铁路: 从沿海到内陆, 未来利润将维持双位数增长。象屿是厦门地区规模与建发不相上下的供应链企业, 从品类上除纸浆外与建发基本一

致，并有较多的玉米、水稻等农产品。同样是受益于行业的集中度提升，以及大宗商品近年来的提价，公司 2016 年来进入量价齐升高速成长区间。2018 年公司逐步吸收北八道集团旗下铁路场站资产，未来将通过铁路网点优势，逐步将供应链业务深入内陆地区，我们预计供应链业务服务量及利润均会呈现两位数增长。

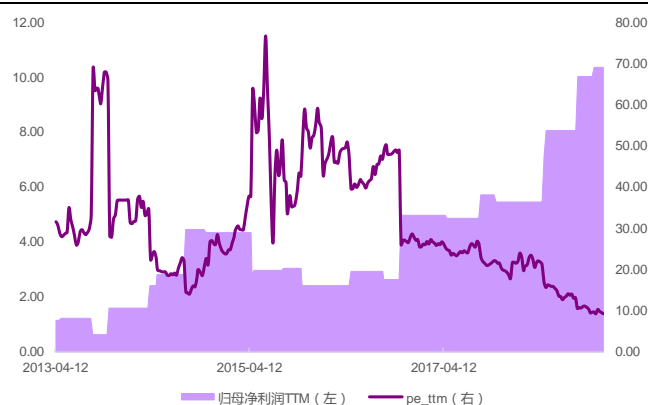
农业：国储粮规模稳定，未来衍生业务发展空间大。公司 2015 年开始涉及东北地区粮食仓储业务，目前在东北建有 1400 万吨粮库仓容，并打通北粮南运产业链，也使得玉米、水稻等成为了公司核心供应链品种。目前公司粮食国储量保持稳定，临储政策取消后料仓储规模扩张空间有限，公司将基于目前的仓储体量，逐步开展合作种植，深加工等业务，我们预计未来农产公司将稳中有涨。

图 41：2018H1 厦门象屿净利润拆分



资料来源：Wind，公司公告，光大证券研究所

图 42：厦门象屿估值处于历史底部（单位：亿元）



资料来源：Wind，公司公告，光大证券研究所

关键假设

- 1、公司未来大宗商品增速保持稳定，2018 年-2020 年成交量保持 15%-20% 增长；
- 2、东北象屿农产公司业务稳定推进，粮库储量保持稳定，合作种植继续扩大，2018 年-2020 年收入端每年增长 10%；
- 3、象道物流 2018 年 5 月底并表，到年底仅产生 7 个月收入利润，18H1 中报仅反映了 6 月单月收入情况，我们假设 2018 年全年月均收入与 6 月相同，2019、2020 年月均收入分别增长 15%、14%。

盈利预测

我们预测厦门象屿 2018-2020 年营业收入分别为 2468.52 亿、2720.57 亿、3126.60 亿元，同比增速分别为 21.43%、10.21%、14.92%，毛利率分别为 2.47%、2.62%、2.70%。归母净利润分别为 10.86 亿、13.69 亿、18.40 亿，同比增速分别为 52.02%、26.07%、34.40%。

表 16：厦门象屿业务拆分预测（百万元）

	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
供应链运营	48,005	59,168	118,293	202,655	243,186	267,505	307,631

YOY		23.25%	99.93%	71.32%	20.00%	10.00%	15.00%
象屿农产					1,062	1,168	1,297
YOY						10.00%	11.00%
铁路物流					642	1,266	1,443
YOY						97.14%	14.00%
其他业务	379	755	774	635	1,962	2,118	2,290
YOY		99.56%	2.43%	-17.90%	208.82%	7.96%	8.11%
营业总收入	48,384	59,923	119,067	203,291	246,852	272,057	312,660
YOY		23.85%	98.70%	70.74%	21.43%	10.21%	14.92%
毛利	1,633	2,284	4,044	4,718	6,088	7,129	8,431
毛利率	3.38%	3.81%	3.40%	2.32%	2.47%	2.62%	2.70%
净利润	284	289	426	714	1,086	1,369	1,840
YOY		1.89%	47.63%	67.51%	52.02%	26.07%	34.40%

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

投资评级

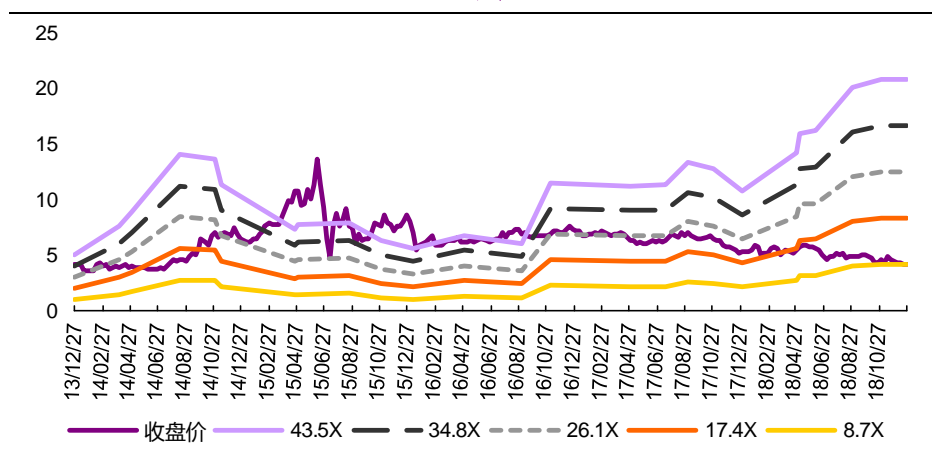
我们预测公司 2018-2020 年 EPS 为 0.50、0.63、0.85 元, 当前股价对应 PE 为 10X、8X、6X。公司经营业绩稳定, 三大板块协同并进, 未来成长可期, 我们考虑公司市值相对较大, 且治理结构较优, 给予公司 2019 年 12 倍 PE 估值, 目标价 7.56 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

表 17: 同行业可比公司估值 (收盘价为 2019 年 1 月 4 日)

代码	证券	收盘价 (元)	EPS(元)				PE				18-20CAGR	PEG
			2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E		
600153	建发股份	7.18	1.17	1.39	1.60	1.82	7	6	5	4	15.91%	0.35
600180	瑞茂通	7.04	0.70	0.79	0.90	1.01	11	10	8	8	13.03%	0.74
603223	恒通股份	10.44	0.52	0.54	0.69	0.95	20	19	15	11	22.27%	0.87
603329	上海雅仕	15.52	0.78	0.68	0.76	0.89	26	30	27	23	4.50%	6.75
603535	嘉诚国际	19.20	0.95	0.96	1.17	1.36	20	20	16	14	12.62%	1.58
行业平均								17	18	15		
600057	厦门象屿	4.31	0.33	0.50	0.63	0.85	10	10	8	6	18.56%	0.53

资料来源: Wind, 厦门象屿数据来自光大证券研究所预测, 其余数据来自 Wind 一致预期

图 43: 厦门象屿历史估值 (PE、最新年报)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

风险分析

- 1、大宗商品短期内大幅下滑 20%以上，会导致客户大规模甩货造成亏损；
- 2、大宗商品交易活跃度降低，导致公司交易量下降。
- 3、国家粮食储存政策出现大幅变化。

表 18：厦门象屿财务数据和估值分析

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	119,067	203,291	246,852	272,057	312,660
营业收入增长率	98.70%	70.74%	21.43%	10.21%	14.92%
净利润（百万元）	426	714	1,086	1,369	1,840
净利润增长率	47.63%	67.51%	52.02%	26.07%	34.40%
EPS（元）	0.20	0.33	0.50	0.63	0.85
ROE（归属母公司）（摊薄）	6.37%	6.53%	9.14%	10.45%	12.52%
P/E	21	13	8	7	5
P/B	1.4	0.8	0.8	0.7	0.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 1 月 4 日

8、风险分析

1、宏观经济下行带来对整个行业需求的冲击。虽然交运行业具备一定防御属性，但宏观经济下滑到一定程度，必然会导致出行需求下降以及运价下降，对上市公司业绩带来负面冲击。

2、重大交通安全事故。如果未来发生空难等航空安全事故，会在短期降低旅客乘机需求，影响航空公司营收；铁路、航运安全事故也会在短期降低旅客选择相应交通工具的需求。

3、快递加盟商出现爆仓等突发情况导致公司业绩下滑。快递加盟商出现爆仓等突发情况会在导致客户体验急剧下降，部分客户在未来会放弃该快递公司作为承运人。

4、公路铁路收费政策出现重大变化。公路、铁路收费标准仍有下调的可能性，同时公路收费年限仍有缩短的可能性。

5、油价大幅提升，人民币兑美元大幅贬值。油价上升会提高航空、航运、物流等公司运营成本，人民币兑美元贬值会给航空、航运公司带来汇兑损失，直接影响上市公司净利润。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证, 本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 光大证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议, 本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下, 本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表达的意见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。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。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅向特定客户传送, 未经本公司书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络本公司并获得许可, 并需注明出处为光大证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	徐硕	021-52523543	13817283600	shuoxu@ebsecn.com
	李文渊		18217788607	liwenyuan@ebsecn.com
	李强	021-52523547	18621590998	liqiang88@ebsecn.com
	罗德锦	021-52523578	13661875949/13609618940	luodj@ebsecn.com
	张弓	021-52523558	13918550549	zhanggong@ebsecn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebsecn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebsecn.com
	李晓琳	021-52523559	13918461216	lixiaolin@ebsecn.com
	郎珈艺	021-52523557	18801762801	dingdian@ebsecn.com
	余鹏	021-52523565	17702167366	yupeng88@ebsecn.com
	丁点	021-52523577	18221129383	dingdian@ebsecn.com
	郭永佳		13190020865	guoyongjia@ebsecn.com
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986
梁晨		010-58452025	13901184256	liangchen@ebsecn.com
吕凌		010-58452035	15811398181	lvling@ebsecn.com
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebsecn.com
张彦斌		010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebsecn.com
鹿舒然		010-58452040	18810659385	pangsr@ebsecn.com
黎晓宇		0755-83553559	13823771340	lix1@ebsecn.com
张亦潇		0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebsecn.com
深圳	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebsecn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebsecn.com
	苏一耘		13828709460	suyy@ebsecn.com
	常密密		15626455220	changmm@ebsecn.com
	国际业务	陶奕	021-52523546	18018609199
	梁超	021-52523562	15158266108	liangc@ebsecn.com
	金英光		13311088991	jinyg@ebsecn.com
	王佳	021-22169095	13761696184	wangjia1@ebsecn.com
	郑锐	021-22169080	18616663030	zh Rui@ebsecn.com
	凌贺鹏	021-22169093	13003155285	linghp@ebsecn.com
	周梦颖	021-52523550	15618752262	zhoumengying@ebsecn.com
私募业务部	戚德文	021-52523708	18101889111	qidw@ebsecn.com
	安玲娴	021-52523708	15821276905	anlx@ebsecn.com
	张浩东	021-52523709	18516161380	zhanghd@ebsecn.com
	吴冕	0755-23617467	18682306302	wumian@ebsecn.com
	吴琦	021-52523706	13761057445	wuqi@ebsecn.com
	王舒	021-22169419	15869111599	wangshu@ebsecn.com
	傅裕	021-52523702	13564655558	fuyu@ebsecn.com
	王婧	021-22169359	18217302895	wangjing@ebsecn.com
	陈潞	021-22169146	18701777950	chenlu@ebsecn.com
		王涵洲		18601076781