

## 航空、油运周期上行，机场、高速攻守兼备

### ——交通运输行业 2019 年半年度策略

投资建议： 中性

上次建议： 中性

#### 投资要点：

##### ➤ 航空：737MAX影响发酵，关注油汇边际改善

2019年上半年，受到油价与汇率的双重影响，航空公司股价承压。展望下半年，我们看好航空板块的投资机会，认为：1) 油汇影响已被充分Price-in，预计19年汇兑损益的影响将大幅改善，建议关注预期的边际改善；2) 737MAX停飞事件持续发酵，预计将导致19年行业供给增速减缓4%左右，并对旺季票价起到提升作用。

##### ➤ 机场：客源需求增速稳健，免税红利稳步释放

2018年全国机场吞吐量增速达9.8%，预计2019年仍将维持两位数左右的增速（4月增速下滑受偶发因素影响，5月起将恢复）。内生增长、消费回流将进一步推动核心机场免税业务的规模与盈利增长。建议关注即将在9月开放卫星厅免税区域的上海机场和T2投产后时刻资源具备明显优势的白云机场。

##### ➤ 油运：三年景气周期已开启，淡季布局正当时

2018Q3，油运运价实现深V反转，我们认为此轮复苏周期已开启，当前行业淡季是布局良机，考虑到：1) 需求端：全球原油需求刚性、增速稳定；美国原油出口屡创新高并改变全球原油出口格局，拉长运价将带来周转量需求提升；2) 供给端：交付高峰期已过，IMO2020即将实施，安装脱硫塔船只陆续进坞、老船拆解量提升将导致活跃运力快速下降。

##### ➤ 高速：攻守兼备、业绩稳健，关注高分红比例品种

2018年以来，高速公路板块股价表现稳健：六个季度累计上涨6.22%，同期沪深300下跌10.95%，累计跑赢16.17%。我们认为公路行业具备弱周期属性，而腹地经济发达、客车流量占比高的公司受宏观经济影响较最小，在当前宏观承压背景下仍将较高概率跑赢市场，建议关注股息率较高、分红比例稳定的公司。

##### ➤ 风险提示

宏观经济疲弱、政策风险、地缘政治紧张

#### 一年内行业相对大盘走势



马群星 分析师

执业证书编号：S0590516080001

电话：0510-85613163

邮箱：maq@glsc.com.cn

#### 相关报告

- 1、《贸易谈判进展顺利，航空航运板块迎来反弹良机》
- 2、《油运价格大幅反弹，机场运营数据明显改善》
- 3、《中美贸易谈判进展顺利，航运航空迎来反弹良机》

## 正文目录

1	航空：737MAX 事件发酵，油汇预期边际改善.....	4
1.1	行业供需保持紧平衡水平.....	4
1.2	油价汇率低基数，利润具备高弹性.....	5
1.3	波音 737MAX 事件或促使票价改善.....	6
2	机场：客源需求稳定，免税业务仍待释放.....	7
2.1	行业需求有韧性，千万级机场吞吐量预计在 5 月回暖.....	7
2.2	核心资产：免税业务仍是最大看点.....	8
2.3	重点机场免税业务进展.....	9
3	油运：三年景气周期开启，淡季布局正当时.....	11
3.1	需求回暖：美油出口量上行，运距拉长刺激需求.....	11
3.2	供给收缩：限硫令实施在即，活跃运力将受抑制.....	12
3.3	供需结构改善：交付高峰已过，在手订单占比较低.....	13
4	高速：攻守兼备，优选稳定分红与高股息品种.....	14
4.1	2018 年以来显著跑赢市场.....	14
4.2	稳定的商业模式带来业绩防御属性.....	14
4.3	分红收益率可观，估值仍有提升空间.....	15
5	投资建议.....	16
5.1	中国国航（601111.SH）.....	16
5.2	上海机场（600009.SH）.....	16
5.3	厦门空港（600897.SH）.....	16
5.4	中远海能（600026.SH）.....	16
5.5	粤高速 A（000429.SZ）.....	17
6	风险提示.....	17

## 图表目录

图表 1: 民航客运量增速保持在 10%左右	4
图表 2: 五大航 ASK、RPK 增速情况及客座率变化	4
图表 3: 五家主要上市航司经营数据	5
图表 4: 原油价格近期走势	5
图表 5: 汇率近期走势	5
图表 6: 五大航业绩对油价、汇率的敏感性分析	6
图表 7: 中国民航业中 B737MAX 机型占比 (%)	6
图表 8: 各航司机队中 B737MAX 数量 (No.)	6
图表 9: 三大航 737 系列引进计划	7
图表 10: 04 年以来全国机场旅客吞吐量及其增速	7
图表 11: A/H 上市机场月度旅客吞吐量增速 (同比)	7
图表 12: 主要上市机场经营数据	8
图表 13: 中国内地奢侈品消费金额及其增速	9
图表 14: 消费回流的趋势将延续 (%，亿欧元)	9
图表 15: 上市机场免税店规划	10
图表 16: 美国原油产量 (百万桶/天)	11
图表 17: 美国原油出口量 (百万桶/天)	11
图表 18: 全球原油运输核心航线	12
图表 19: 2019 年 6 月美湾地区油轮分布	12
图表 20: IMO 全球硫排放实施进程	12
图表 21: VLCC 现有船队年龄分布	12
图表 22: VLCC 计划交付表 (月度)	13
图表 23: VLCC 交付计划表 (年度)	13
图表 24: VLCC 在手订单占比 (%)	13
图表 25: VLCC 供需增速差 (%) 及租金水平 (\$/day)	13
图表 26: 2018 年至今可比公司与大盘表现	14
图表 27: 可比公司分红收益率	14
图表 28: 宁沪高速江苏段流量受经济波动影响较小	15
图表 29: 2018H2 以来可比公司车流量增速保持稳健	15
图表 30: 高速公路市盈率与分红比例呈正相关关系	15
图表 31: A 股公路板块 PE	15

## 1 航空：737MAX 事件发酵，油汇预期边际改善

### 1.1 行业供需保持紧平衡水平

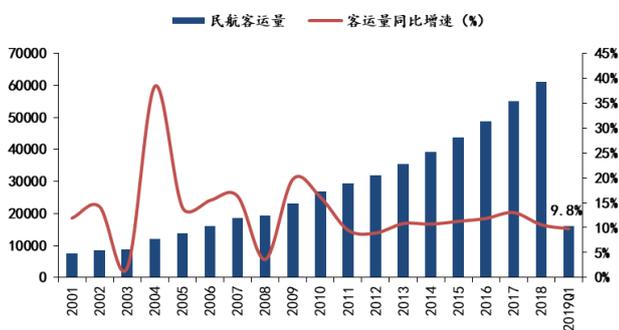
2018 年全民航空客运量同比增长 10.6%，较 17 年 13.0% 的增速下降 2.4 个百分点。2019Q1 全民航空客运量同比增长 9.8%，较 18 年 Q3 期间 7-8% 的增速回升，但仍低于长期增速中枢。

展望 2019 年，前 4 个月五大航空公司合计的可用座公里增速为 10.84%，同比下降 1.36 个百分点，收入客公里增速为 10.83%，同比下降 1.45 个百分点，客座率为 83.15%，同比下降 0.01 个百分点。

预计 4 月需求增速将是全年低点，主要考虑到：

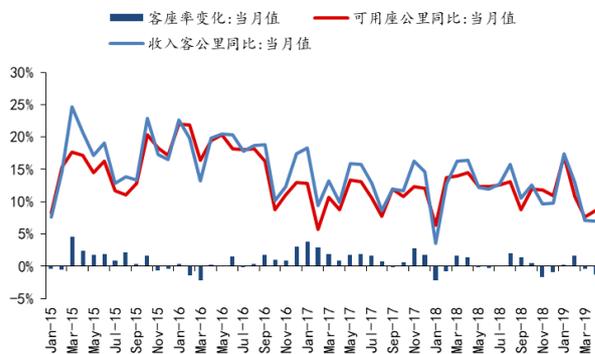
- 1) 新开工与经济活跃度回暖促进公商务需求；
- 2) 航空消费较低的渗透率带动自费需求维持较高增速。预计 5、6 月起，航空消费需求增速将逐步上行。

图表 1：民航客运量增速保持在 10% 左右



来源：Wind，国联证券研究所

图表 2：五大航 ASK、RPK 增速情况及客座率变化



来源：Wind，国联证券研究所

航司方面，2018 年，南航引入飞机数量较多、并实施了宽体机改造项目，导致其实际运能快速增加，运力增速在三大航中达到最快，同比增长 12.0%；东航则根据市场变化，在空域和时刻增长受限较为严重的情况下主动放慢了运力投放速度，这导致东航的客运运力增速为三家公司中最低，为 8.30%；国航增速则介于东航与南航之间，同比增长 10.4%。春秋、吉祥运力增速也有所放缓，但在行业内仍保持较高增速，增速分别为 16.70% 和 10.40%。预计 2019 年，全民航飞机投放量将延续逐步放缓的势头（约为 9%），整体供需水平保持紧平衡状态。

图表 3: 五家主要上市航司经营数据

运营数据	国航			东航			南航			春秋			吉祥		
	2018	2017	YoY	2018	2017	YoY	2018	2017	YoY	2018	2017	YoY	2018	2017	YoY
可用吨公里 (百万)	38,920	35,673	9.10%	29,936	27,137	10.30%	42,728	38,332	11.50%	3730	3212	16.10%	3,796	3,477	9.20%
可用座公里 (百万)	273,600	247,815	10.40%	244,841	225,996	8.30%	314,421	280,646	12.00%	38965	33400	16.70%	34812	31529	10.40%
可用货邮吨公里 (百万)	14,240	13,319	6.90%	7,901	6,797	16.20%	14,430	13,074	10.40%	223	206	8.30%	662	662	0.00%
收入吨公里 (百万)	27518	25385	8.40%	20358	18651	9.20%	30,334	27,321	11.00%	3144	2736	14.90%	2801	2564	9.30%
客运人公里 (百万)	220,528	201,078	9.70%	201,486	183,182	10.00%	259,194	230,697	12.40%	34683	30248	14.70%	30021	27411	9.50%
货邮载运吨公里 (百万)	7,970	7,553	5.50%	2,588	2,458	5.30%	7,533	7,009	7.40%	101	83	21.60%	153	145	5.40%
载运旅客人次 (千)	109,727	101,577	8.00%	121,200	110,811	9.40%	139,885	126,299	10.80%	19523	17169	13.70%	18874	16701	13.00%
货邮载运量 (千吨)	1908	1842	3.60%	915	894	2.30%	1,732	1,672	3.60%	58.36	50.34	15.90%	930	859	8.30%

来源: 公司公告, 国联证券研究所

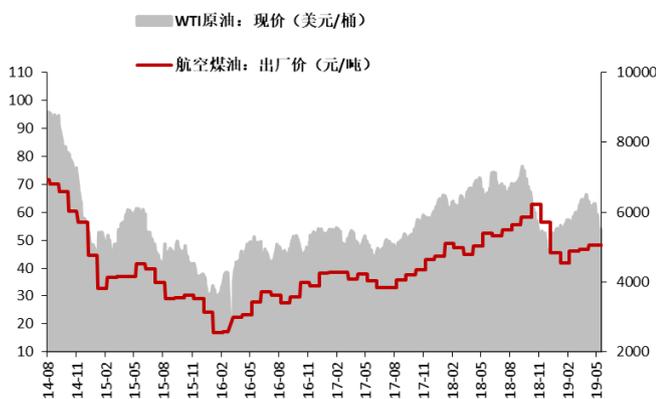
## 1.2 油价汇率低基数, 利润具备高弹性

受中美贸易摩擦影响, 2018 年人民币兑美元同比贬值 5%, 导致三大航在 2018 年出现较大额度的汇兑损失: 国航、东航、南航的汇兑损失分别达 23.8 亿元、20.4 亿元、17.42 亿元, 而三大航在 2017 年则实现了汇兑收益, 分别为 29.4 亿元、20.0 亿元、17.90 亿元。

油价方面, 2018 年布伦特原油均价同比上涨 30.4% 至 71.5 美元/桶, 使得航空煤油出厂价同比上涨 28.2%, 大幅提升航司成本。19 年以来, 尽管 OPEC+ 组织实施减产、伊朗与委内瑞拉的石油禁运等一系列因素对油价起到了部分提振作用, 但下半年宏观需求疲弱与美国原油的不断增产预计将使油价持续承压。

我们预计 2019 年, 受益于汇兑与油价导致的 18 年低基数, 五大航空公司净利润均能实现较大幅度的增长, 基于的油汇假设包括: 1) 人民币兑美元汇率于 2019 年末达 7.1; 2) 布伦特原油 19 年的平均价格为 70 美元/桶。其中由于人民币贬值空间有限, 三大航汇兑损益的影响较去年将会有较大幅度的改善。

图表 4: 原油价格近期走势



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 5: 汇率近期走势



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 6: 五大航业绩对油价、汇率的敏感性分析

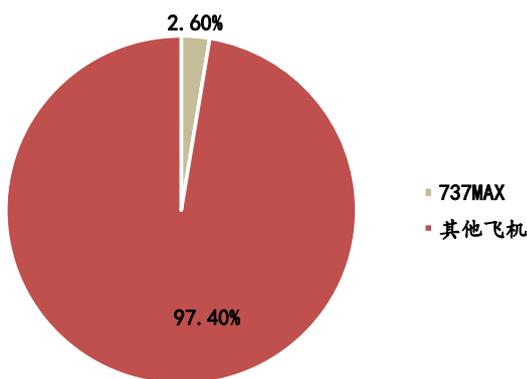
人民币亿元	中国国航		东方航空		南方航空		春秋航空		吉祥航空	
2018年净利润	73.36		29.3		28.95		12.60		12.40	
2019年预计净利润	101.15		58.52		67.56		18.05		16.53	
	变化额	变化幅度	变化额	变化幅度	变化额	变化幅度	变化额	变化幅度	变化额	变化幅度
油价下跌1美元/桶	4.00	3.95%	3.65	6.24%	4.29	6.35%	0.47	2.60%	0.61	3.69%
人民币兑美元升值1%	2.28	2.25%	1.78	3.04%	1.95	2.89%	0.01	0.06%	0.01	0.06%

来源: 公司公告, 国联证券研究所 (未考虑经营租赁进表)

### 1.3 波音 737MAX 事件或促使票价改善

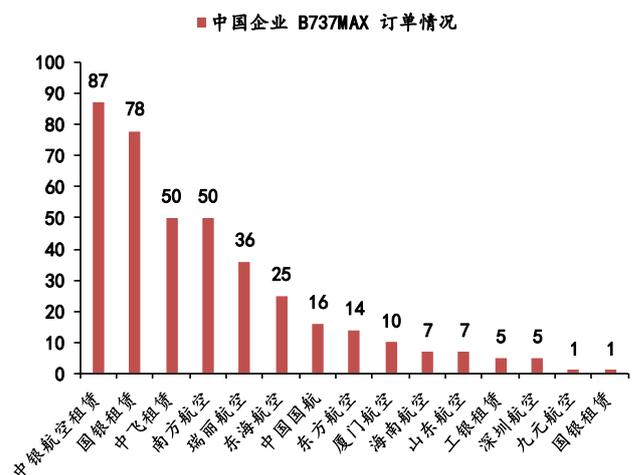
我们预计波音 737MAX 停飞事件会导致机队供给增速放缓。该事件的影响可能会持续 10 个月左右, 这将导致 737MAX 机型在 2019 年出现大面积订单延误的情况。三大航此前规划的 19 年机队整体规模增长率为 8% (引入飞机 11%, 退出 3%), 其中 737 系列引入将贡献 4.7% 的增长。剔除少量 737-800 订单, 三大航 2019 年尚未交付的 737MAX 约为 84 架 (已交付 4 架), 相当于三大航机队规模的 3.9%, 行业规模的 2.3%, 考虑到现有 737MAX 机型在行业中占比约为 2.6% (已停飞), 以及航司正在争取部分飞机延期退出, 预计该事件将减缓 2019 年行业机队增速 4% 左右。

图表 7: 中国民航业中 B737MAX 机型占比 (%)



来源: CAAC, 国联证券研究所

图表 8: 各航司机队中 B737MAX 数量 (No.)



来源: Boeing, 国联证券研究所

图表 9: 三大航 737 系列引进计划

		2017	2018	2019	2020	2021
中国国航	引进	24	25	32	33	5
	退出	18	11	11	3	0
	净增加	6	14	21	30	5
南方航空	引进	50	61	45	51	25
	退出	12	14	2	2	0
	净增加	38	47	43	49	25
东方航空	引进	35	37	24	24	12
	退出	15	1	0	10	10
	净增加	20	36	24	14	2
三大航 737MAX 合计	计划引进			88	108	42
	已交付			4		
	待交付			84		

来源: 三大航公告, 国联证券研究所

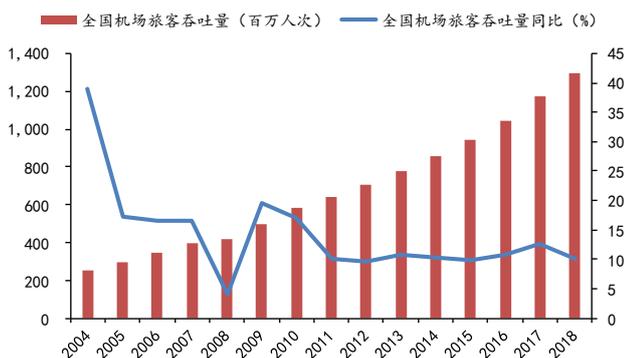
预计旺季票价将因此受到刺激。面对 737MAX 的停飞情况, 我们了解到有部分航司通过优先削减三四线低收益航班、提高存量机队的周转效率来应对和消化影响; 同时, 我们预计 19 年旺季将出现运力短缺的情况, 届时客座率与票价将得到提振, 并为航空公司带来可观收入。建议投资者密切关注夏秋航季核心航线的全价票提价情况, 但也需要谨慎对待停飞事件对公司整体运营效率的负面影响。

## 2 机场: 客源需求稳定, 免税业务仍待释放

### 2.1 行业需求有韧性, 千万级机场吞吐量预计在 5 月回暖

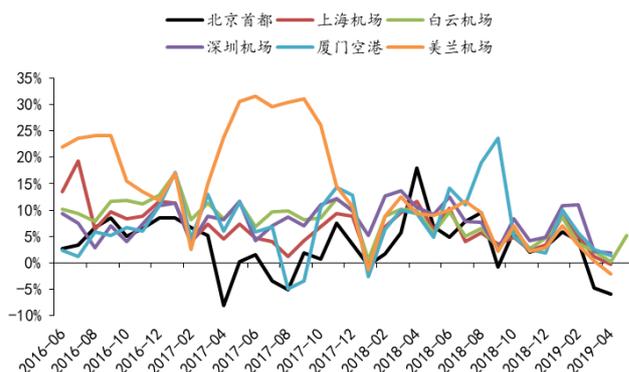
2018 年全国机场旅客吞吐量小幅回落。2018 年, 全国机场旅客吞吐量达到 12.65 亿人次, 同比增长 10.2%, 飞机起降架次 1108.9 万架次, 同比增长 8.2%。2019 年 12 月全国旅客吞吐量达到 2.2 亿人次, 同比增长 11.4%, 飞机起降架次 177.8 万架次, 同比增长 9.1%。

图表 10: 04 年以来全国机场旅客吞吐量及其增速



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 11: A/H 上市机场月度旅客吞吐量增速 (同比)



来源: Wind, 国联证券研究所

2019年4月，多家千万级机场出现负增长，预计5月起将恢复。4月份，全国机场共完成旅客吞吐量1.1亿人次，同比增长3.7%，但有10个千万级机场旅客吞吐量出现负增长，其中首都机场同比下降5.9%，降幅最大，海口、三亚机场同比分别下降2.1%和2%，另外7个机场分别是福州、宁波、青岛、乌鲁木齐、昆明、杭州、哈尔滨。A股上市机场中上海机场4月旅客吞吐量同比下降0.17%，白云机场4月旅客吞吐量同比仅上涨0.2%。主要因素包括：

- 1) 五一假期调整带来的需求延迟；
- 2) 极端天气增多，影响航班执行；
- 3) 北京首都机场西跑道采取临时限制措施，航班起降能力下降。

我们预计，随着5月旅游需求恢复、投资增速回暖，全国机场旅客吞吐量增速将回暖，这一观点也可从最先公布的白云机场5月旅客吞吐量增速(+5.23%)初现端倪。

## 2.2 核心资产：免税业务仍是最大看点

免税业务是带动机场收入增长的主要动力。2018年四家千万级机场中，北京首都、上海机场、白云机场的非航业务营收比重均出现上升，其中北京首都与上海机场的非航业务比重已提高至50%以上。

具体到各机场的免税业务，上海机场免税收入同比增长37.6%至35亿元，18年全年客单价同比增长27%至300元；白云机场受益于T2航站楼的投产，免税业务收入增幅达156.40%；首都机场在新的免税合同下，扣点率及保底收入大幅提升，全年完成免税销售额26.74亿元，同比增长88.8%，对应客单价270元，同比增长22%。深圳机场受新的商业合同影响，18年商业收入有所下降，但受益于新增入境免税业务，免税收入实现了200%的快速增长。

图表 12：主要上市机场经营数据

	上海机场			白云机场			深圳机场			首都机场		
	2018	2017	同比	2018	2017	同比	2018	2017	同比	2018	2017	同比
收入(百万)	9,313	8,062	15.50%	7,747	6,762	14.60%	3,599	3,321	8.40%	11,263	9,575	17.60%
航空业务收入(百万)	3,970	3,724	6.60%	4,109	3,891	5.60%	1,856	1,683	10.30%	5,309	5,101	4.10%
航空业务收入占比(%)	43%	46%	-4%	53%	58%	-5%	52%	51%	1%	47%	53%	-6%
非航业务收入(百万)	5,344	4,338	23.20%	3,638	2,870	26.70%	1,743	1,638	6.50%	5,953	4,474	33.10%
免税收入(百万)	3,516	2,555	37.60%	385	150	156.40%	78	26	200.00%	2,674	1,417	88.80%
含税商业收入(百万)	437	401	9.00%	919	449	104.90%	332	352	-5.60%	586	522	12.20%
广告收入(百万)	61	60	1.80%	566	410	38.00%	389	371	4.90%	1,148	1,098	4.50%
其他非航收入(百万)	1,330	1,322	0.60%	1,768	1,862	-5.00%	944	889	6.20%	1,545	1,437	7.50%

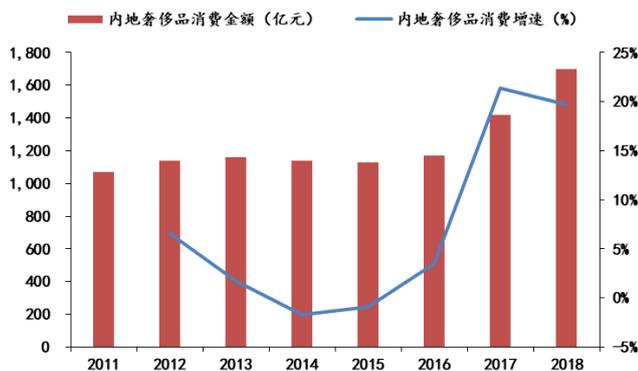
来源：公司公告，国联证券研究所

消费回流与内生增长使得免税业务具备强劲潜力。近年来，大陆消费者在全球

展现了强有力的消费力。海外消费的产生部分是因优质商品在境内供应不足或价格存在较大差异而导致。在刺激消费以及吸引消费回流的趋势下，免税店正成为重要的一环，其核心竞争力在于丰富的品类与全球比较下的价格优势。

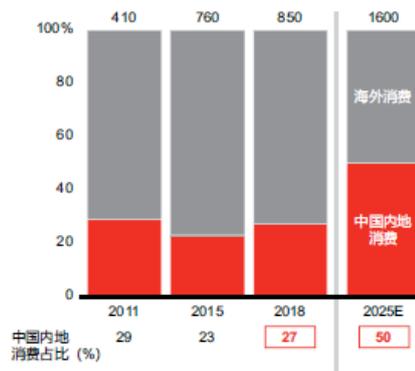
由于奢侈品品类与免税店商品高度重合，我们可以通过对奢侈品消费研究推测免税商品的发展趋势。根据贝恩咨询的测算，2018年中国消费者在全球的奢侈品消费总额达860亿欧元，占比从2010年的19%提升到33%。而随着进口关税下调、灰色市场严监管、各大奢侈品牌价差策略调整等因素，2018年中国内地奢侈品市场延续了2017年20%的高速增长，越来越多的中国消费者选择在内地市场购买奢侈品，内地消费比例从2015年的23%上升到27%，预计2025年将达到50%的水平。我们测算，50%的海外消费回流将相当于当前免税市场规模的2.67倍。

图表 13: 中国内地奢侈品消费金额及其增速



来源：贝恩咨询，国联证券研究所

图表 14: 消费回流的趋势将延续 (%，亿欧元)



来源：贝恩咨询，国联证券研究所

**市内免税店分流或将有限。**市场此前对选址浦东的中免市内免税店可能产生的分流影响而担忧。但我们认为在当前免税业做大总量的局势下，对机场分流冲击有限：当前我国免税业处在以吸引国人消费回流为抓手，共同做大国内免税市场的过程中，市内免税店将有助于消费者培养免税消费习惯。考虑当前国内免税的巨大空间和国人消费热情，我们认为市内免税店开业对于机场免税的冲击有限。

## 2.3 重点机场免税业务进展

### ➤ 上海机场：关注9月卫星厅投产，免税面积将扩容

2019年4月，浦东机场T1航站楼4月3日新开500平米入境免税店，经营品类包括烟酒、香化和精品，此前面积仅有100多平米，总面积增加至600多平米。此外，预计T2航站楼后续也将增加500平米入境店面面积，此前仅有300多平米，总面积增加到800平米左右，即不考虑卫星厅，T1与T2合计入境店由此前的400多平米增加至1400多平米左右。

预计 2019 年 9 月，公司三期扩建计划中与主体工程两座相连的卫星厅（S1 和 S2）将建成启用，届时将直接增加免税店面积 9062 平方米，并使上海机场具备接纳每年 8000 万以的旅客吞吐能力。

➤ **白云机场：T2 已投产，关注免税品类提升**

白云机场 T1 出境免税和 T2 出入境免税店 18 年先后开业，增加入境免税店 1100 平米（T1 400 平米，T2 700 平米），以及 T2 出境 3544 平米，合计 5944 平米，面积增加 3.6 倍。

面积增加为免税品类、备货和营销方式改进、购物体验提升奠定基础。此外中免收购日上北京和日上上海后，销售规模大增，极大提高了对品牌供应商的议价能力，可发挥规模效应，并整合日上原有的采购、零售运营、市场营销等优势。此外，原机场自营免税部分移交中免，有助于提升机场整体免税实力。

图表 15：上市机场免税店规划

所属区域		面积（平方米）	运营商	保底销售	提成比例	
上海机场	T1	进境 821	日上上海	7年410亿元	综合提成比例 42.5%	
		出境 2,465				
	T2	进境 1,136				
		出境 3,431				
	S1卫星厅	出境 4,678				
	S2卫星厅	出境 4,384				
白云机场	T1	出境 1,300	中免	入境6年21.62亿元	20.0%	
		进境 400			42.0%	
	T2	出境 3,544			出境8年12.65亿元	35.0%
		进境 700			42.0%	
首都机场	T2	进境 417	中免	8年230亿元	47.5%	
		出境 3,186				
	T3	进境 1,939	日上中国		44.0%	
		出境 9,461				

来源：公司公告，国联证券研究所

### 3 油运：三年景气周期开启，淡季布局正当时

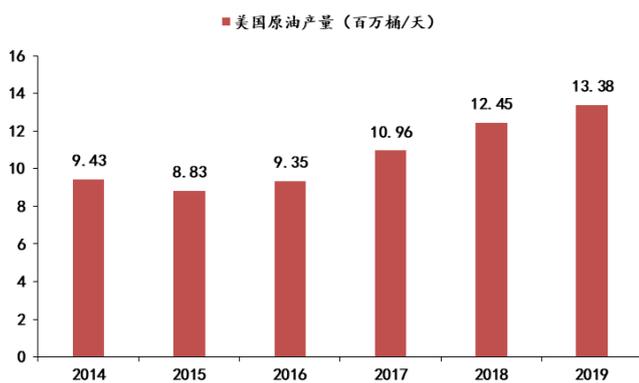
2018Q1-Q3，油运行业遭遇十年低谷，VLCC 船型中东-中国（TD3C）航线平均日收益仅为 10,413 美元/天，比 17 年同期评估值降低 42.8%。低迷运价催生拆船量暴增，18 年全年 VLCC 供拆船 31 艘，达到 1985 年以来峰值，同时也为行业复苏埋下伏笔。2018Q4，在沙特、俄罗斯等国增产并叠加旺季行情的刺激下，原油贸易刚需得以集中释放，原油轮运价大幅反弹，2018 年 Q4，VLCC 船型中东-中国（TD3C）航线平均日收益达 44,794 美元/天，较前三季度提高 330%。

2019 年上半年，VLCC TD3C 均价维持在 20000 美元/天以上水平，尽管行业进入淡季，但较去年同比有较大幅度提升。我们认为，美国原油产量与出口量的提升、IMO2020 限硫令的实施、在手订单维持低位，将使油运行业 19-20 年的盈利能力得到大幅度提升，且行业正处于 3 年以上的景气周期中。

#### 3.1 需求回暖：美油出口量上行，运距拉长刺激需求

预计 2019-2020 年，美国原油出口量的不断增长将使得全球油运格局被进一步重塑，在此期间，油运周转量需求也将取得稳步增长。2015 年以来，随着美国页岩油技术的提升，美国原油产量从 8.83 百万桶/天增长到 2018 年的 12.45 百万桶每天，年复合增长率达 12%；与此同时，美国也逐步从原油净进口转变为净出口国，出口量从 2015 年 1 月的 0.26 百万桶/天增长到 2019 年 5 月的 2.77 百万桶/天。

图表 16：美国原油产量（百万桶/天）



来源：EIA，国联证券研究所

图表 17：美国原油出口量（百万桶/天）



来源：EIA，国联证券研究所

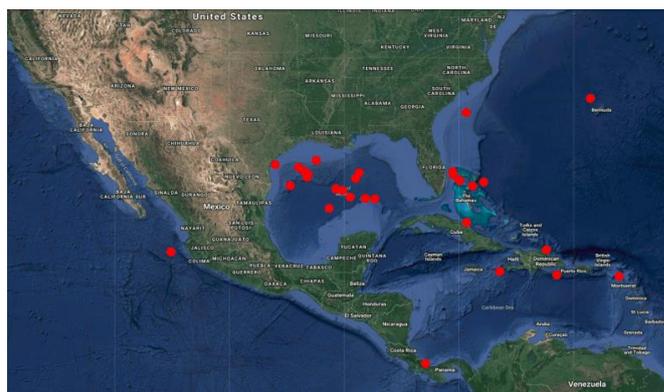
由于美国墨西哥湾距离全球主要消费地较远，在全球原油需求总量保持缓慢增长（3%，OPEC）的情况下，美国原油出口量的增长将直接推动原油周转量（吨海里）需求的提升。以亚洲消费地为例，美湾-远东航线航程周期为 120 天，而中东-远东航线的航程周期仅为 45 天，仅为 1/3 左右。

图表 18: 全球原油运输核心航线



来源: Drewry, 国联证券研究所

图表 19: 2019 年 6 月美湾地区油轮分布



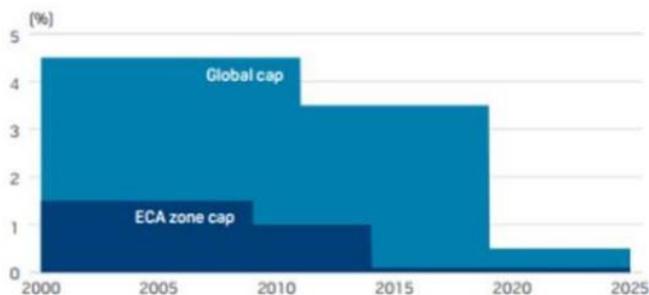
来源: Marine Traffic, 国联证券研究所

### 3.2 供给收缩: 限硫令实施在即, 活跃运力将受抑制

我们预期 2019H2 开始, 油运行业将会逐渐出现运力下降的情况, 这归功于 2020 年 1 月 1 日起正式实施的国际海事组织 (IMO) 的硫排放限制措施。这一环保条例旨在削减海运业的 SO<sub>2</sub> 排放, 其对现有 VLCC 船队造成的影响包括:

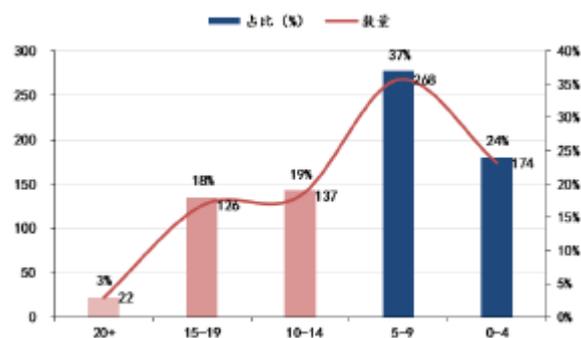
- 1) 老旧船舶加速拆解;
- 2) 部分年轻船舶将进坞安装脱硫塔。

图表 20: IMO 全球硫排放实施进程



来源: Clarkson, 国联证券研究所

图表 21: VLCC 现有船队年龄分布



来源: Clarkson, 国联证券研究所

2019 年以来, 受到行业复苏预期的影响, VLCC 拆船量仅为 4 艘, 但我们预计这一数字将在限硫令实施期间大幅增长。当前的船龄结构显示, 15 岁以上船舶约有 150 艘, 占比在 21% 左右, 与 ECO 船相比, 这些老旧船舶的耗油量较高, 高低硫油价差扩大的情况下, 其劣势将被进一步扩大, 从而导致大量拆解或作为浮仓 (退出活跃运力)。

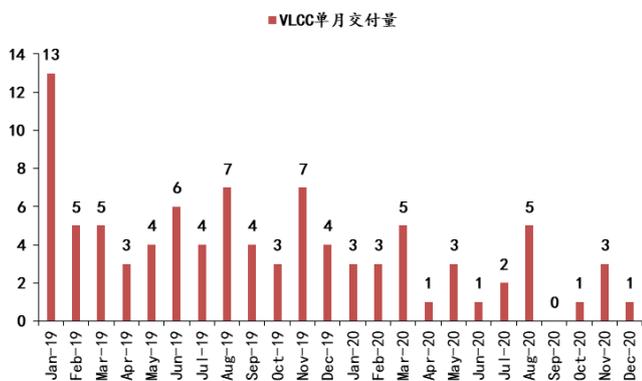
此外, 我们预计 2019 年, 约有 1.4% 的活跃运力将由于安装脱硫塔而暂时退出

市场，这也将为行业边际改善与运价企稳提供支撑。

### 3.3 供需结构改善：交付高峰已过，在手订单占比较低

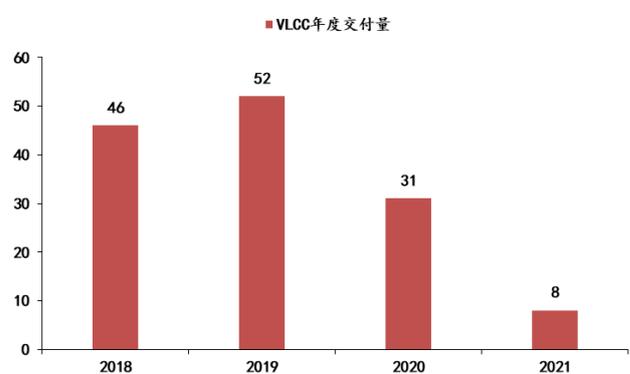
通过跟踪 19 年以来 VLCC 的交付进度表，我们发现 19 年上半年是 VLCC 交付量的相对峰值。在此之后，压力将逐步减轻。事实上，当前 VLCC 的在手订单占比仅为 11%，已经降至 1997 年以来的新低。而随着 IFRS 新会计准则的实施，融资租赁进表将使航运公司的融资能力面临更大挑战，预计这将导致行业在手订单比例的进一步下行。

图表 22: VLCC 计划交付表 (月度)



来源: Clarkson, 国联证券研究所

图表 23: VLCC 交付计划表 (年度)



来源: Clarkson, 国联证券研究所

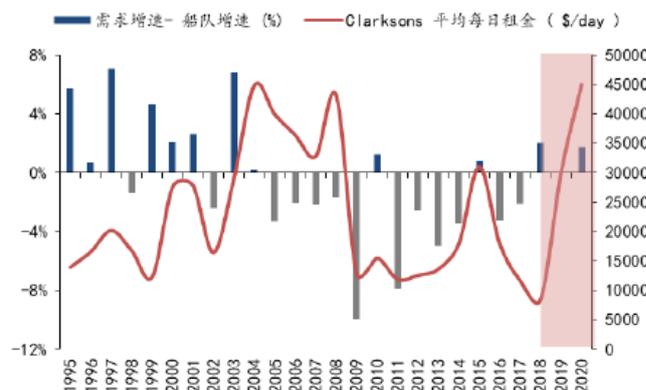
综上，我们预计 2019-20 年，油运行业需求与供给增速差为 0.2%、2.5%（在不考虑安装脱硫塔带来的活跃运力下降的情况下），预计 VLCC 的平均日租金水平将达 30000、45000 美元/天，行业盈利水平恢复至盈亏平衡点上方，并将维持 3 年以上的复苏期。

图表 24: VLCC 在手订单占比 (%)



来源: Clarkson, 国联证券研究所

图表 25: VLCC 供需增速差 (%) 及租金水平 (\$/day)



来源: Clarkson, 国联证券研究所

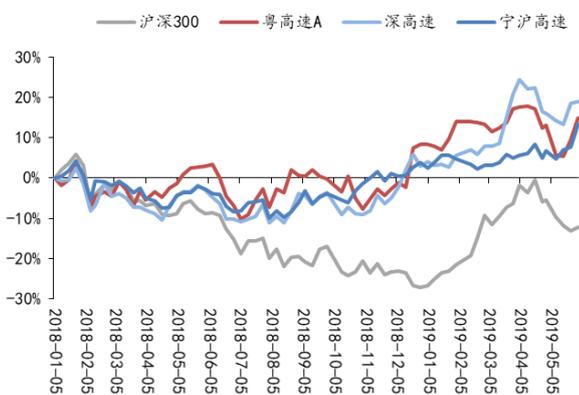
## 4 高速：攻守兼备，优选稳定分红与高股息品种

### 4.1 2018 年以来显著跑赢市场

2018 年以来，高速公路板块股价表现稳健：六个季度共上涨 6.22%（vs 沪深 300 下跌 10.95%），其中粤高速 A、深高速、宁沪高速分别上涨 4.49%、21.38%、12.23%，分别跑赢大盘 15.44%、32.22%和 12.23%。

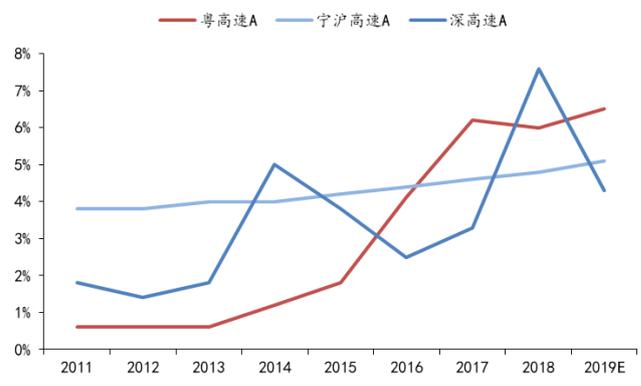
在大幅跑赢大盘之后，目前粤高速 A、深高速、宁沪高速的分红收益率依然保持可观水平，分别为 6.6%、7.5%和 4.8%。我们认为，从当前高速公路行业的分红水平与未来业绩确定性来看，仍具有较强的配置价值。

图表 26：2018 年至今可比公司与大盘表现



来源：Wind，国联证券研究所

图表 27：可比公司分红收益率



来源：Wind，国联证券研究所

### 4.2 稳定的商业模式带来业绩防御属性

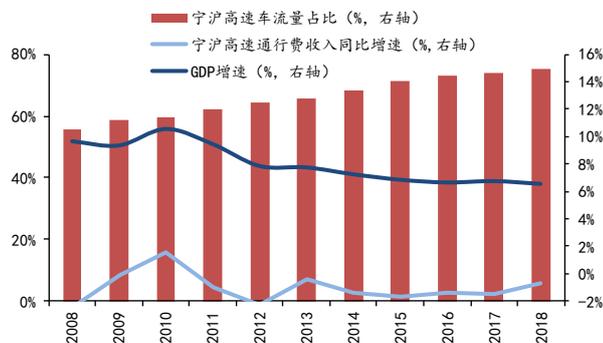
2018 年下半年以来，在宏观经济周期性与中美贸易摩擦背景下，经济下行压力持续存在，这也使得公路板块的防御价值显得较为突出：

- 1) 车流量层面:2019 Q1 上市公司已经披露车流量整体仍然实现 4.4%的增长；
- 2) 盈利层面: 2019 Q1 公路板块净利润实现 11.5%的增长，是 A 股交运板块除航运（扭亏）外，净利润增长最快的子行业；2018 年公路板块净利率水平同比增长 4.3 个百分点，是同期 A 股交运板块中唯一实现正增长的板块。

防御属性主要来源于稳定的商业模式。公路收费业务作为高速公路的核心业务，具有区域垄断性，即在路网稳定的情况下（无分流影响或分流效应消化后）业绩存在极高的稳定性；这其中以沿海省份的高速公路为代表，由于其车流量结构中客车占比较高，宏观经济波动对其整体车流量的影响十分有限。以宁沪高速为例，2008 年全球金融危机期间，公司的核心资产沪宁高速经历改扩建导致其自身车流量同比下滑 4%，而盈利仅下滑 2%，这也是其上市以来唯一一次盈利负增长。宁沪高速盈利波动小的主要原因是：

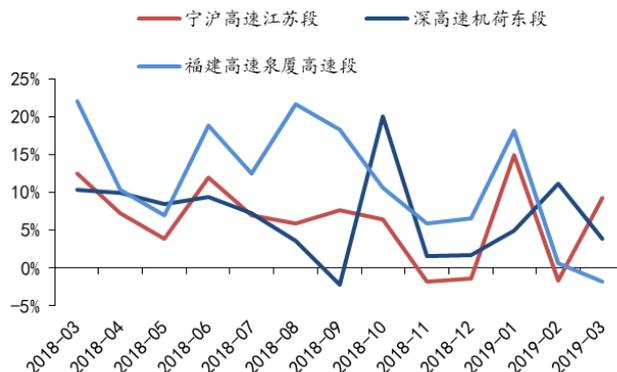
- 1) 收入端的收费政策稳定，不会造成量价齐跌的现象；
- 2) 成本端的摊销和流动成本均与车流量挂钩，相对可浮动，使毛利率保持高位。

图表 28: 宁沪高速江苏段流量受经济波动影响较小



来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表 29: 2018H2 以来可比公司车流量增速保持稳健

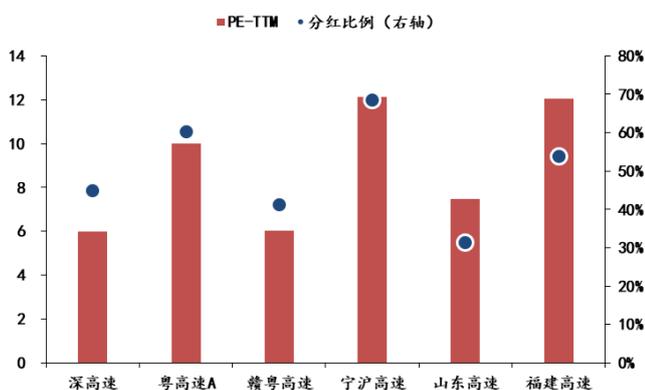


来源: Wind, 国联证券研究所

### 4.3 分红收益率可观，估值仍有提升空间

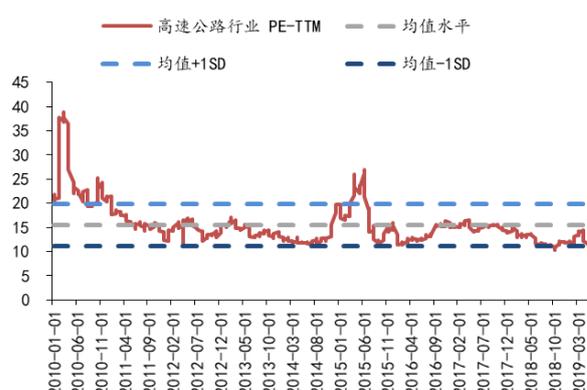
专于主营、现金流充沛、股息较高的公路公司容易获得市场青睐。由于高速公路收费业务成本以折旧摊销为主，而较长的新建、扩建周期导致一般现金支出较少，所以专注于通行费主业的高速公司，往往表现出毛利率水平较高、常年保持充沛现金流的特点，且偏向于采取高分红的政策以实现股东权益最大化，例如：粤高速承诺 18-20 年的分红比例不少于 70%、深高速承诺 17-19 年分红比例为 45%、宁沪高速近十年来都保持着每股股息逐年增长，我们发现，市场对分红比例较高的高速公司往往会给予较高的估值。

图表 30: 高速公路市盈率与分红比例呈正相关关系



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 31: A 股公路板块 PE



来源: Wind, 国联证券研究所

当前 A 股高速公路行业整体估值水平处于历史低位。据我们测算，当前高速公路的整体 PE-TTM 估值倍数为 11.16 倍，距离 10 年历史均值 15.54 倍尚有 1 倍标准差的距离，几乎处于历史底部的估值水平，十分具有吸引力。

## 5 投资建议

### 5.1 中国国航（601111.SH）

公司扎根北京，并在深圳、杭州、重庆设有基地，构成菱形网络布局。公司的航线资源优势明显，拥有三大航中数量占比最高的商务旅客与会员收入比例。北京大兴机场建成后，公司大部分航线仍将留守首都机场。考虑到直线距离与通达性水平，我们认为当前首都机场仍具有更好的商业价值。在行业供给放缓、需求为保持稳健的情形下，我们看好国航的提价红利，预计 19-20 年公司 EPS 为 0.80、1.14 元/股，对应 PE 为 10.93、7.6 倍。测算油价每下跌 1 美元/汇率每波动 1%，对于净利润的影响为 3.95%/ 2.25%。

### 5.2 上海机场（600009.SH）

上海机场主要管理上海浦东国际机场业务，18 年航空性业务与非航性业务占比分别为 43%、57%，其中免税业务收入占比达 37.7%，同比增速为 37.6%。我们认为，19 年 9 月开通的卫星厅在为免税业务带来新增量的同时还能提升浦东机场的航班时刻增速。预计 19-20 年公司 EPS 为 2.93、3.01 元/股，对应 PE 为 25.29、24.16，估值水平仍有提升空间。

### 5.3 厦门空港（600897.SH）

厦门空港主要管理厦门高崎国际机场，是中国东南沿海重要的区域性航空枢纽。公司自 2014 年 T4 转固之后，短期内并无大型的资本开支。我们认为，资本开支的空窗期是机场投资的黄金时期，当前公司产能利用率逐步提升，业绩增长确定性较高，4.2%的股息率为机场之最，极具投资价值。

### 5.4 中远海能（600026.SH）

中远海能是全球最大的能源运输企业之一，其 VLCC 船队的市场份额约为 6%，名列 TOP3。考虑到美国原油出口量上行带动油运需求、IMO2020 生效对活跃运力造成削减、高低硫油价差扩大导致新老船舶的经济性差异显著，我们认为油运行业将迎来景气复苏周期、而公司船队船龄较为年轻（6 岁），则将充分受益提价红利。我们预计 19-20 年，VLCC 日期租金水平将达 30000、35000 美元/天，对应公司 EPS 0.38、0.92 元，公司当前市净率 0.87 倍，安全边际显著。

## 5.5 粤高速 A (000429.SZ)

公司在珠三角周边拥有 10 处高速公路的经营权,地理位置优越,收费期限充裕,项目储备充足,将受益于大湾区建设和车流量稳健增长。公司当前股息率为 7.01%,现金分红比例为 70%。考虑到高速公路运营是公司的主要业务,其商业模式稳定,利润增长稳健,我们预计 19-20 年公司 EPS 为 0.77、0.81 元,采用 DCF 估值法测算公司目标价为 9.60 元。

## 6 风险提示

- 1) 贸易摩擦加剧
- 2) 全球宏观经济疲弱
- 3) 油价与汇率大幅波动
- 4) 政策实施不及预期
- 5) 地缘政治风险

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

#### 无锡

国联证券股份有限公司研究所

江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层

电话：0510-82833337

传真：0510-85603281

#### 上海

国联证券股份有限公司研究所

中国（上海）自由贸易试验区世纪大道 1198 号 3704、3705、3706 单元

电话：021-61649996

## 分公司机构销售联系方式

地区	姓名	联系电话
北京	管峰	18611960610
上海	刘莉	18217012856
深圳	薛靖韬	18617045210