



钱宏伟

qianhongwei@csc.com.cn

(021) 64450038-758

交通运输

牛市继续的战略性筹码

TOP20推介

2006.12

交通运输板块表现明显落后大盘

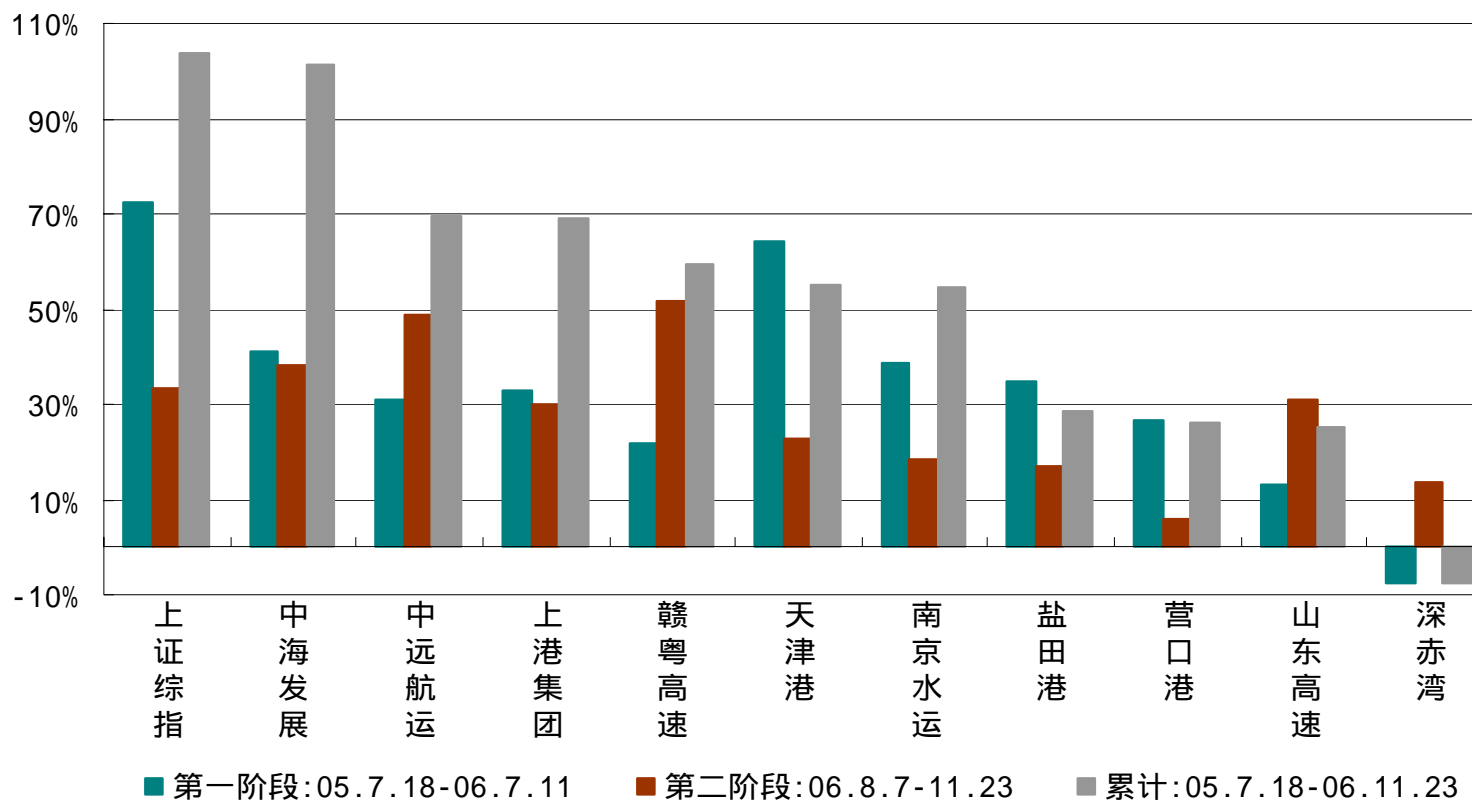
图一 交通运输板块相对于上证指数的表现(流通股加权指数)



资料来源:中信建投证券研究所

交通运输板块表现明显落后大盘

图二 上证综指998点以来部分交通运输股市场表现

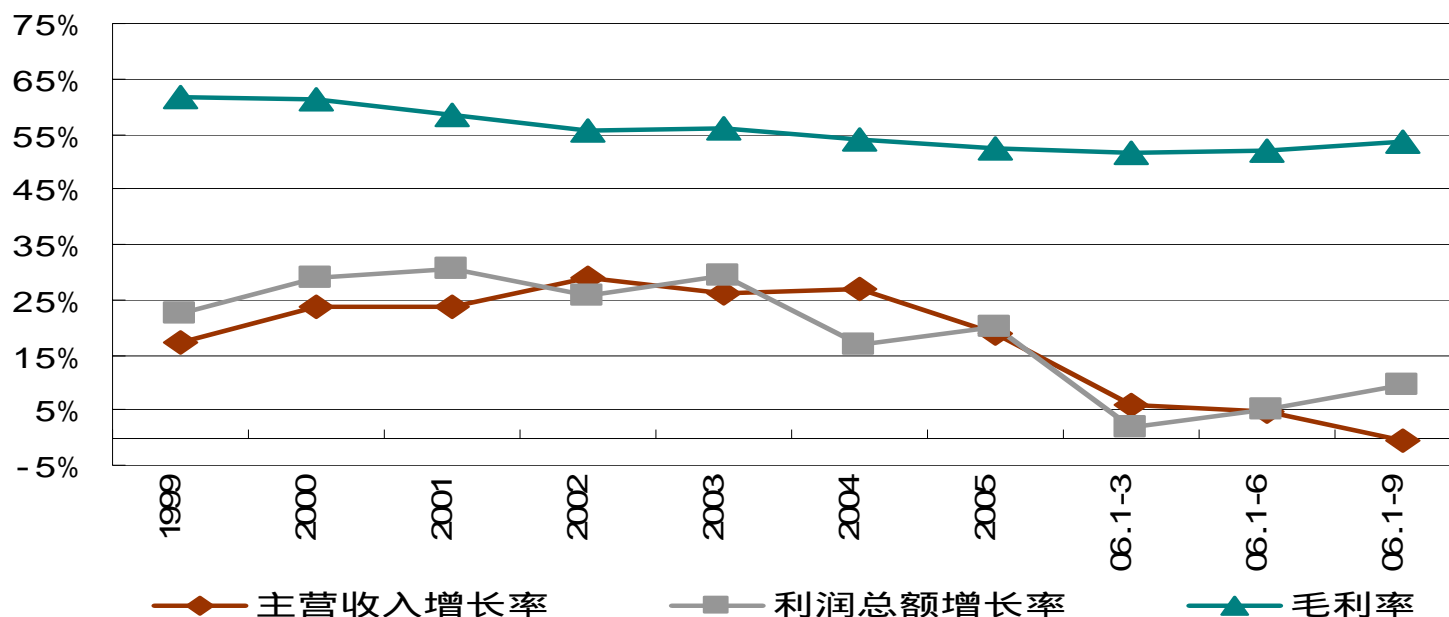


资料来源:中信建投证券研究所

业绩增速下降是股价表现较差的主因

2005年交运上市公司增速整体大幅回落
2006年开始增速逐步回升

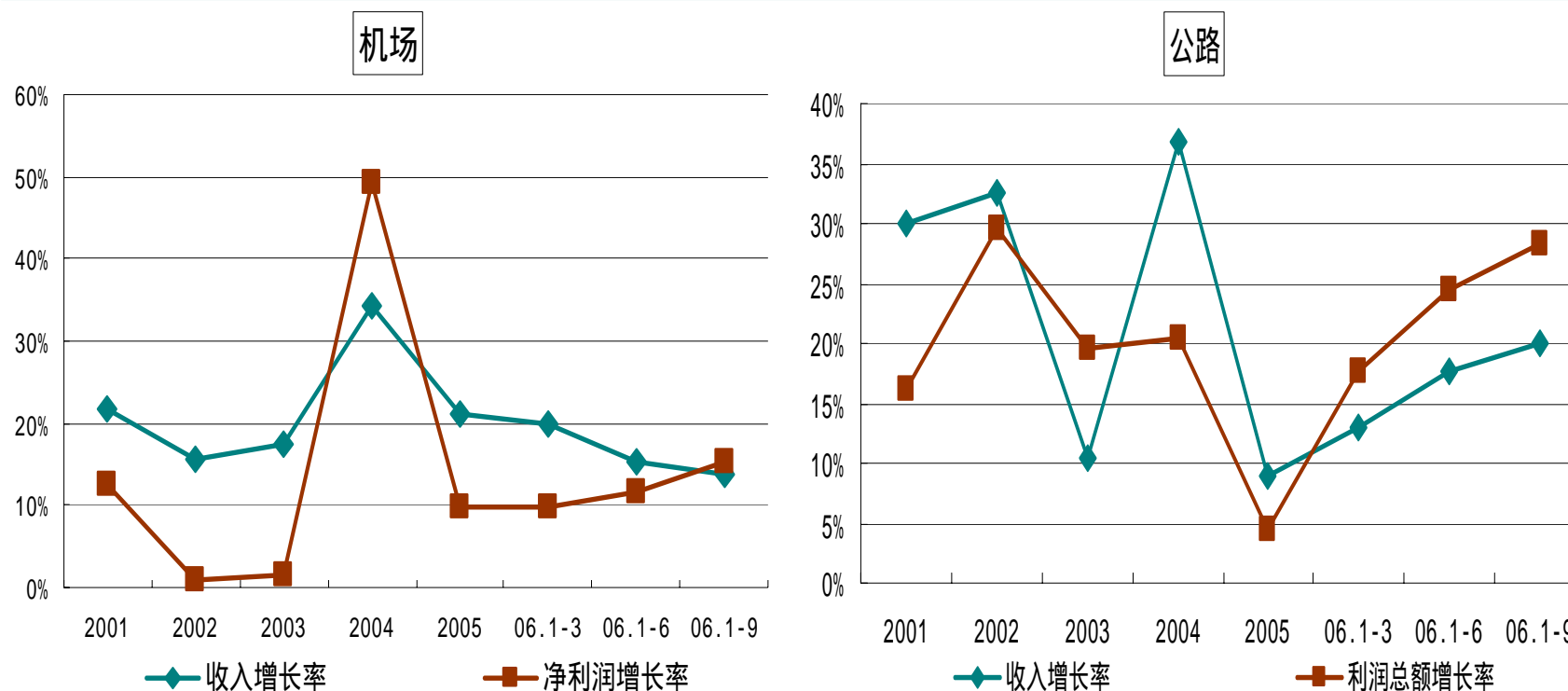
图三 港口上市公司收入、利润增长情况



资料来源: 中信建投证券研究所

业绩增速下降是股价表现较差的主因

图四 机场、公路上市公司收入、利润增长情况



资料来源：中信建投证券研究所

如何进行估值定位

- 静态估值+成长溢价
 - 静态估值---国际成熟市场定价比较
 - 市场交易定价
 - 购并交易定价
 - 成长溢价---相对成熟市场增长潜力

资料来源:中信建投证券研究所

国际港口上市公司估值比较

国际港口上市公司较少，许多已经被收购私有化

表一 国际港口估值

公司	地区	PE	2005年净利润增长率
FORTH PORTS	欧洲	42.08	-3.49%
SIMON GROUP PLC	欧洲	27.73	04年扭亏微利
Port of Tauranga	新西兰	24.40	-7.79%

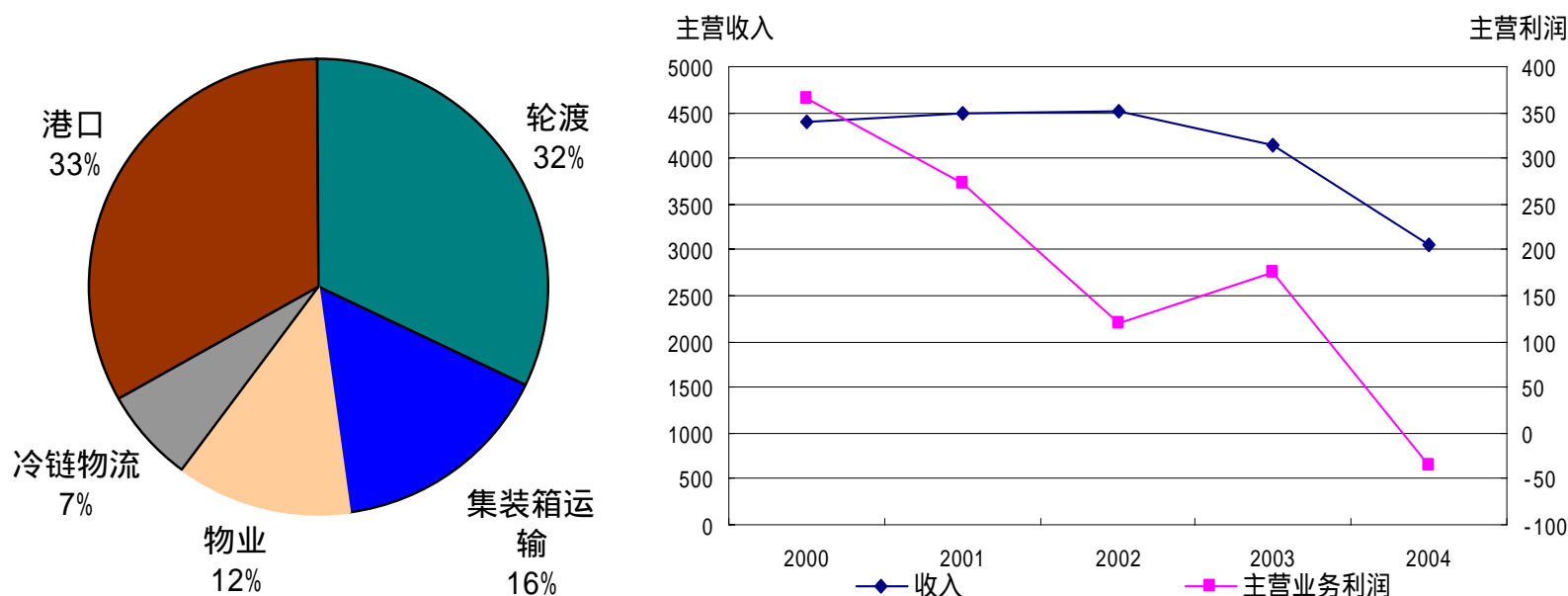
注：计算PE用每股收益为2005年经常性每股收益，股价日期2006年12月4日

资料来源：上市公司，中信建投证券研究所整理

港口购并一：迪拜港口世界 (DPW) 收购铁行港口(P&O)

- 交易完成时间：2006.3
- 出价：39亿英镑，约593亿人民币；收购PE：30.37，PB：3.99(2003年业绩)
- 2004年收入30.57亿英镑，约465亿人民币；净利润-2.5亿英镑，约-38亿人民币

图六 铁行港口收入构成和增长情况



资料来源：中信建投证券研究所

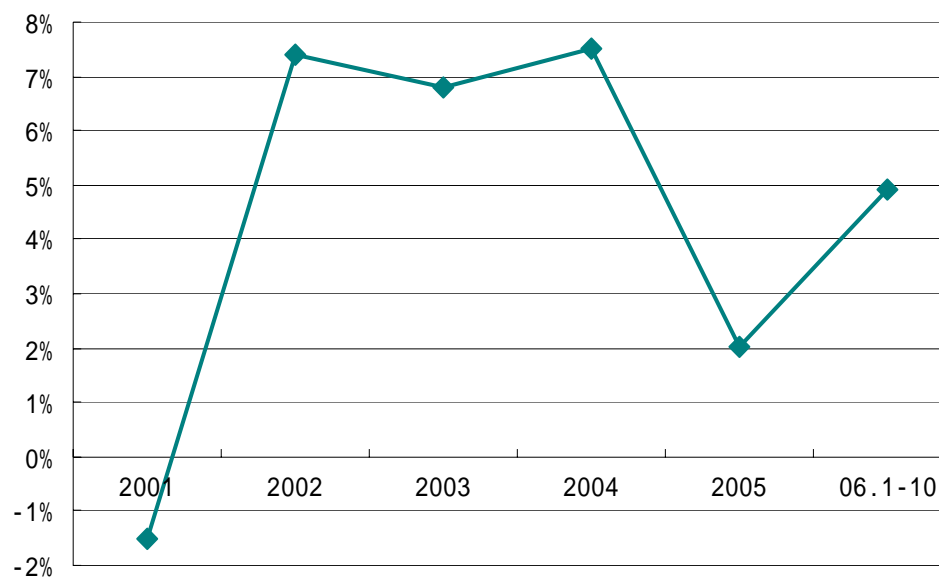
港口购并二：新加坡港务收购和记黄埔下属港口资产

- 交易完成时间：2006.4
- 收购标的：和记港口20%股权，和记港口投资(HPI)20%股权
- 出价：340亿港币，收购PE18.09，PB：12.80
- 标的资产2005年末净资产26.57亿港元，标的资产2005年净利润18.79亿

■ 香港集装箱发展环境

- 装卸价格远高于深圳
- 经济规模小增长慢
- 中转地位受到挑战

图七 香港集装箱吞吐增长情况

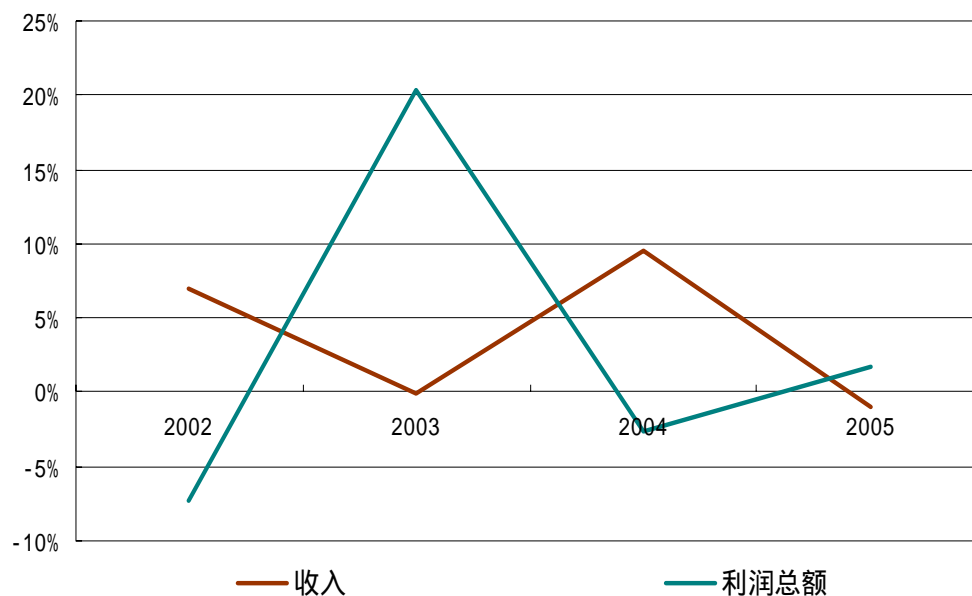


资料来源：中信建投证券研究所

港口购并三：高盛财团收购英国联合港口控股(ABP)

- 交易完成时间：2006.8
- 出价：27.44亿英镑，约418亿人民币，收购PE：27.46，PB：2.89
- 2005年公司收入4.35亿英镑，约66.37亿人民币；净利润1亿英镑，约15.2亿人民币

图八 联合港口控股收入利润增长率



资料来源：中信建投证券研究所

■ 公司的稳定和增长一样

- 主营利润率：38.54%
- 资产负债率：37.15%
- 净资产收益率：10.42%

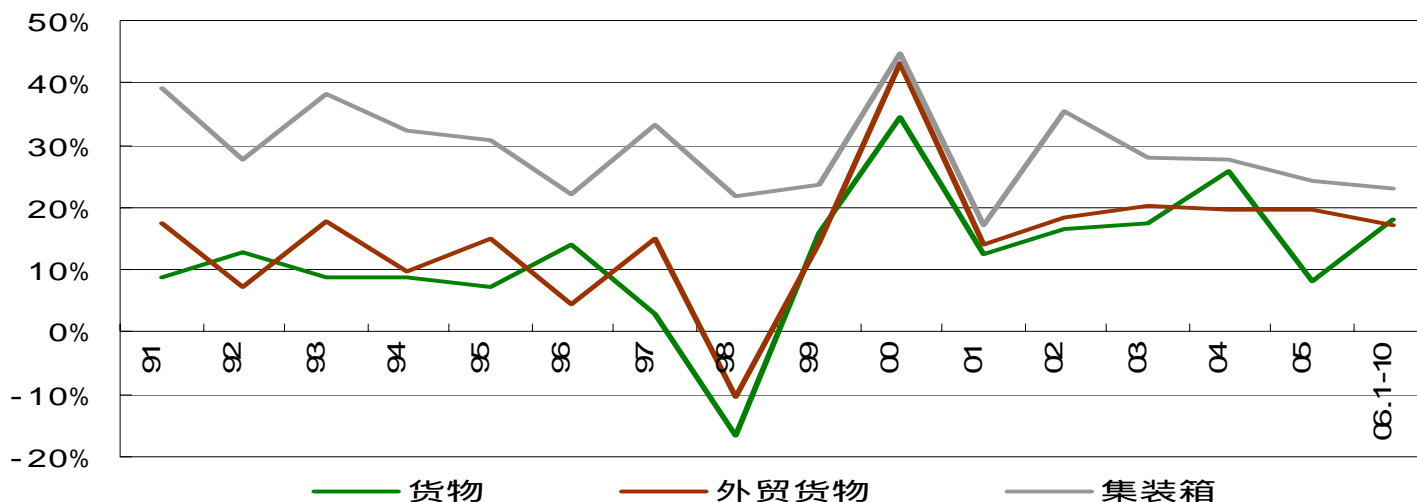
国际港口上市公司估值

- 港口吞吐趋于稳定，增长较小
- 国际成熟港口定价
 - 控制权转让交易，PE在30左右
 - 非控制权转让交易，PE在25左右

我国港口吞吐仍将保持较快增长

- 中国港口吞吐继续快速增长的动力
 - 成为世界工厂和世界制造业中心，贸易增长前所未有
 - 中国经济进入重化工业阶段，大宗货物需求飙升
 - 人口世界第一，物质积累尚不富足，巨大内需释放势不可挡
- 港口吞吐量仍将继续快速增长
 - 货物吞吐量保持10-15%增速，
 - 集装箱吞吐量保持15-20%增速

图九 90年代以来我国主要港口货物吞吐量增长情况

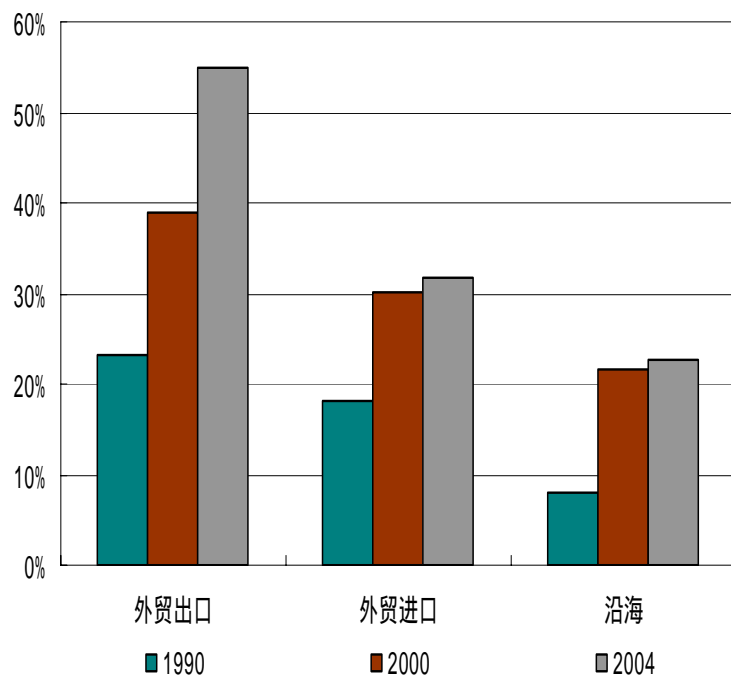


资料来源: 中信建投证券研究所

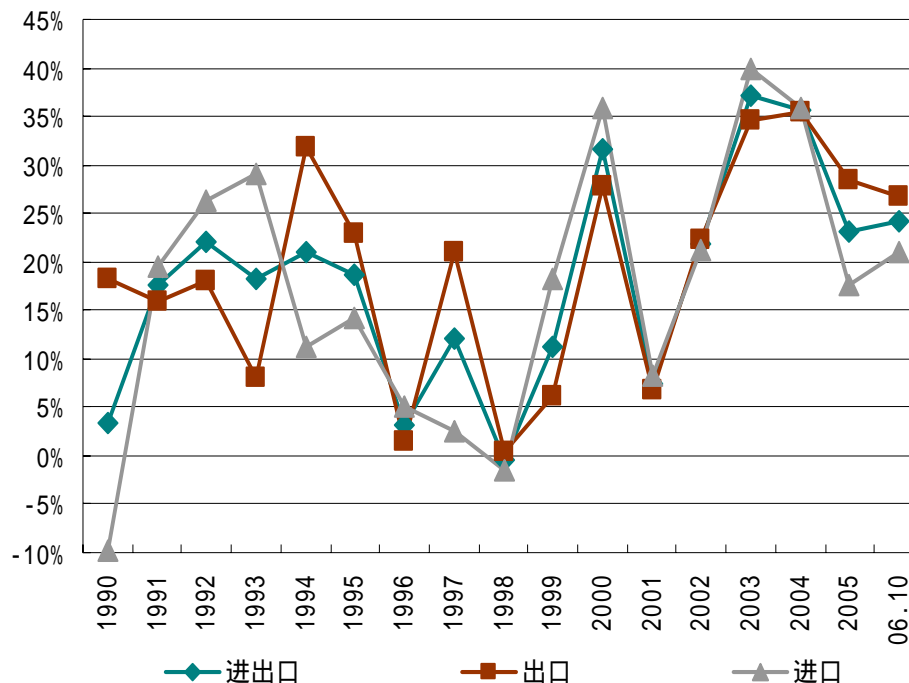
集装箱吞吐继续快速增长

- 散货集装箱率进一步提高
- 集装箱增长稳定性远高于散货
- 枢纽港将逐渐形成并获得增长优势

图十 货物吞吐集装箱率变化



图十一 我国外贸进出口历年增长情况



资料来源:中信建投证券研究所

中国已成为世界枢纽港中心：规模大、增速快

表二 2005年全球前20大集装箱港

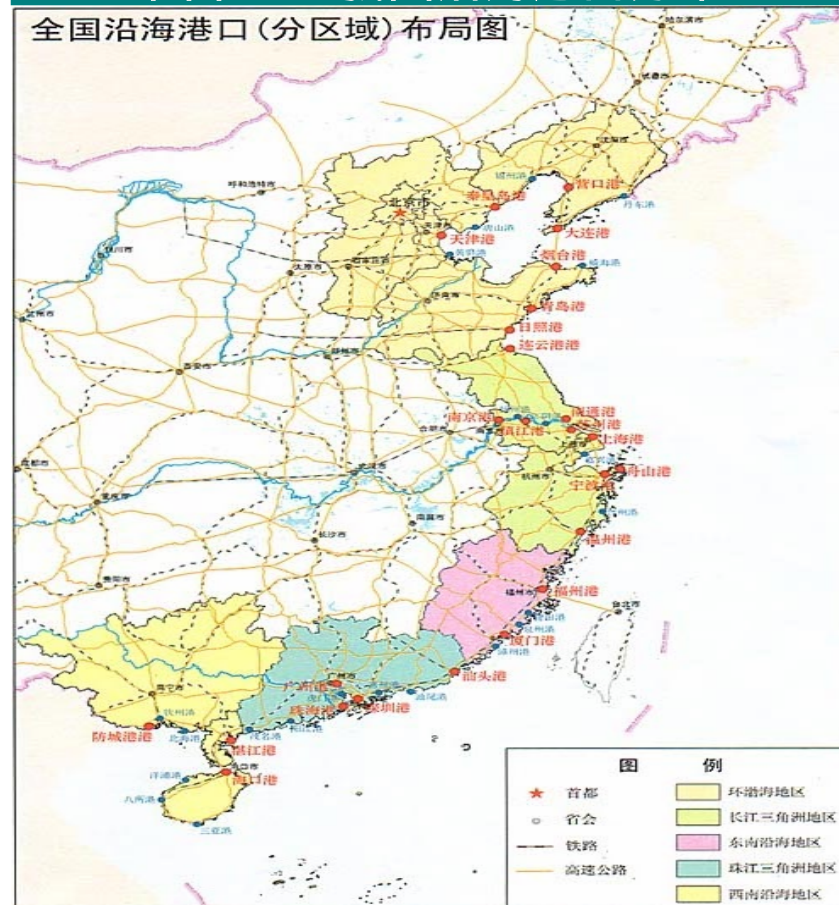
港口	百万TEU			增长率	
	2005	2004	2003	2005/2004	2004/2003
Singapore	23.19	21.33	18.41	8.72	15.86
香港	22.43	21.93	20.82	2.28	5.33
上海	18.04	14.57	11.37	23.82	28.14
深圳	16.2	13.65	10.7	18.68	27.57
Busan	11.84	11.43	10.37	3.59	10.22
高雄	9.47	9.71	8.81	-2.47	10.22
Rotterdam	9.3	8.3	7.1	12.05	16.9
Hamburg	8.05	7.03	6.14	14.51	14.5
Dubai	7.62	6.43	5.15	18.51	24.85
Los Angeles	7.48	7.32	6.61	2.19	10.74
Long beach	6.71	5.78	4.66	16.09	24.03
Antwerp	6.48	6.06	5.44	6.93	11.4
青岛	6.31	5.14	4.24	22.76	21.23
Port Klang	5.54	5.24	4.8	5.73	9.17
宁波	5.19	4	2.77	29.75	44.4
天津	4.81	3.81	3.01	26.25	26.58
New York	4.8	4.45	4.04	7.87	10.15
广州	4.68	3.31	2.76	41.39	19.93
Tanjung Pelepas	4.17	4.02	3.5	3.73	14.86
Laem Chabang	3.81	3.62	3.18	5.25	13.84
前20位合计	186.12	167.13	143.88	11.36	16.16

资料来源: *Containerisation International, March 2006*

港口上市公司将重获增长

- 吞吐饱和是增速暂缓主因
 - 集团公司具有较多资产
 - 与集团存在业务竞争
 - 资本支出较大
- 上市公司将重新获得增长
 - 港口资源稀缺垄断
 - 通过整体上市重获增长
 - 区域枢纽港获得超常增长

图十二 我国沿海港口分布



资料来源:中信建投证券研究所

国内港口上市公司能给多少PE

- 假设国外港口长期平均增长2%
 - 国内港口长期平均增长5%
 - 非控制权转让定价PE=34，转让控制权定价PE=44
 - 国内港口长期平均增长8%
 - 非控制权转让定价PE=48，转让控制权定价PE=65

表三 中国港口的成长PE溢价

		国际成熟港口			中国港口			
长期平均增长率		2%	4%	5%	6%	7%	8%	
PE定价	非控制权转让	25	↔	31	34	38	43	48
	控制权转让	30	↔	38	44	50	57	65

资料来源：中信建投证券研究所

国内港口重估价值巨大

- 国内港口股需要价值重估
 - 即使不考虑成长溢价，多数仍存在明显价值，25倍以下PE港口股明显低估
 - 国内港口股成长预期远高于国际成熟港口，成长溢价明显，成长股长期PE将上35倍
 - 一旦出现控制权转移购并，潜在购并价值更大
- 机场、公路股存在同样的成长溢价重估

表四 国内港口公司估值

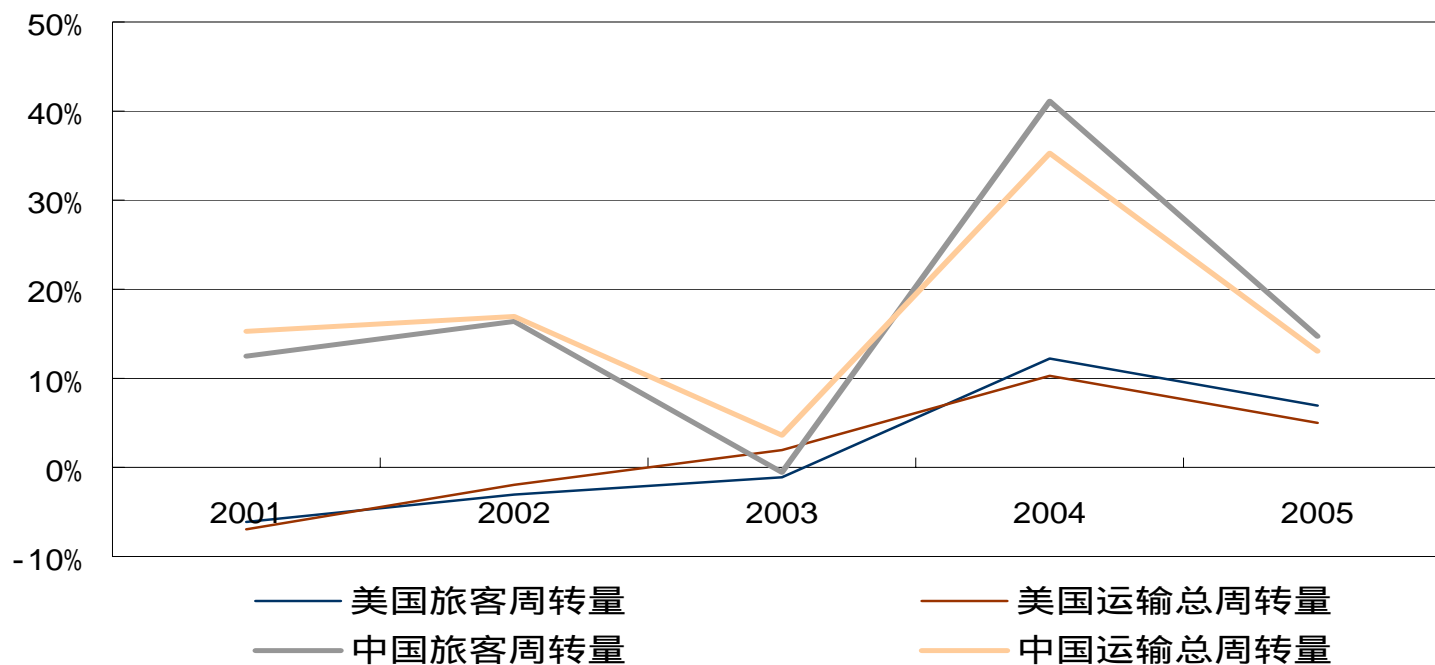
公司	股价	EPS			PE			PB
		2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006
日照港	7.25	0.30	0.34	0.39	24.17	21.32	18.59	2.03
上港集团	5.71	0.13	0.15	0.17	43.92	38.07	33.59	5.04
营口港	8.68	0.51	0.57	0.60	17.02	15.23	14.47	1.87
天津港	9.31	0.34	0.37	0.39	27.38	25.16	23.87	3.00
深赤湾A	15.65	1.02	1.12	1.21	15.34	13.97	12.93	4.58
盐田港	9.35	0.57	0.59	0.60	16.40	15.85	15.58	3.56

注：股价位2006年12月4日收盘价，营口港业绩假设转债转股摊薄

资料来源：中信建投证券研究所

中国航空运输业务快速增长

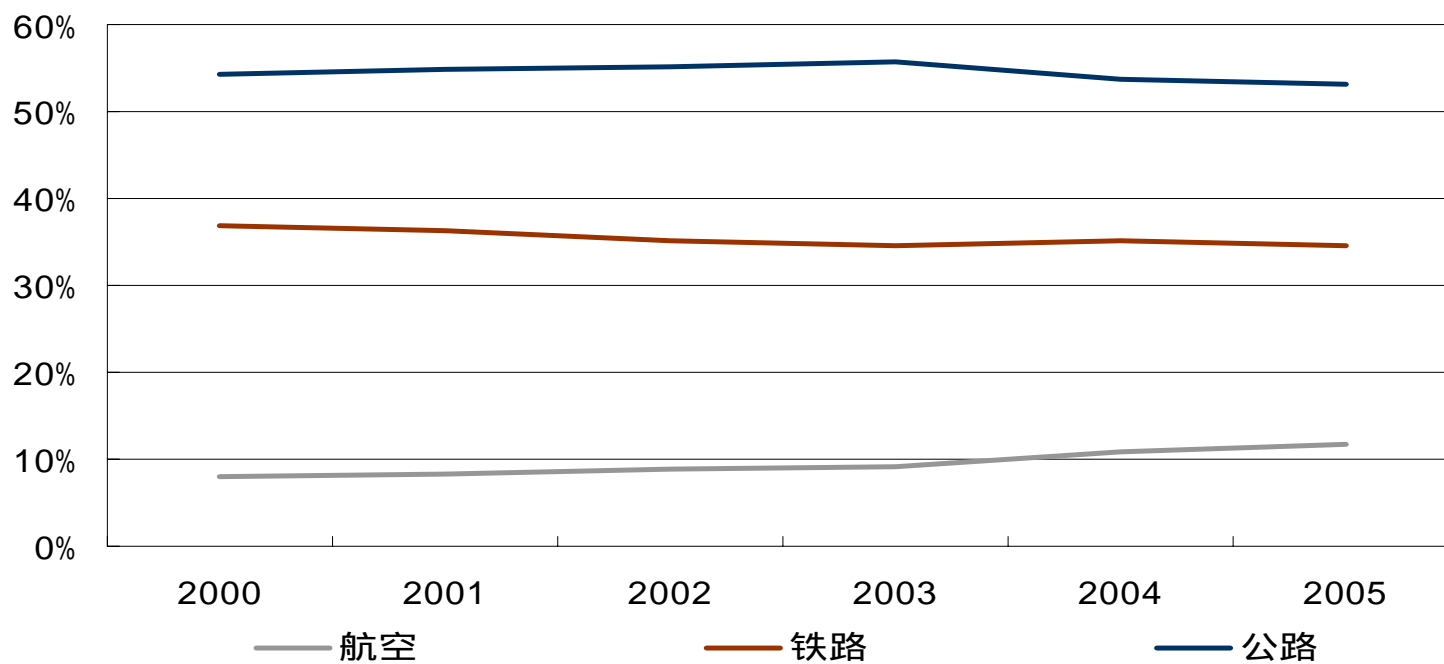
图十三 中美航空运输业务增长比较



资料来源:中贸物流数据网

航空客运周转量市场份额稳步提高

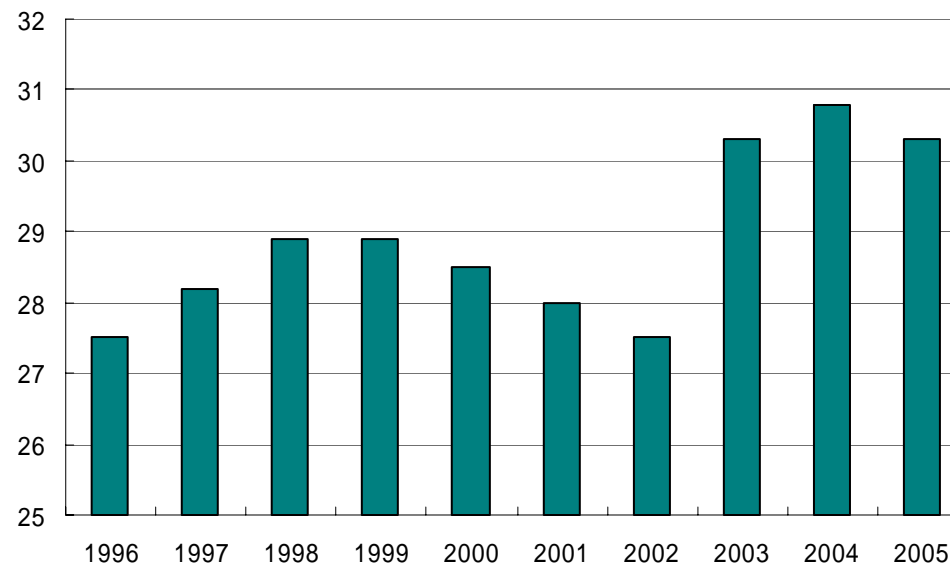
图十四 客运周转量构成



资料来源:中贸物流数据网

2003年以来全球航运景气快速提升

图十五 1996年以来全球船队利用率(千吨英里/载重吨)

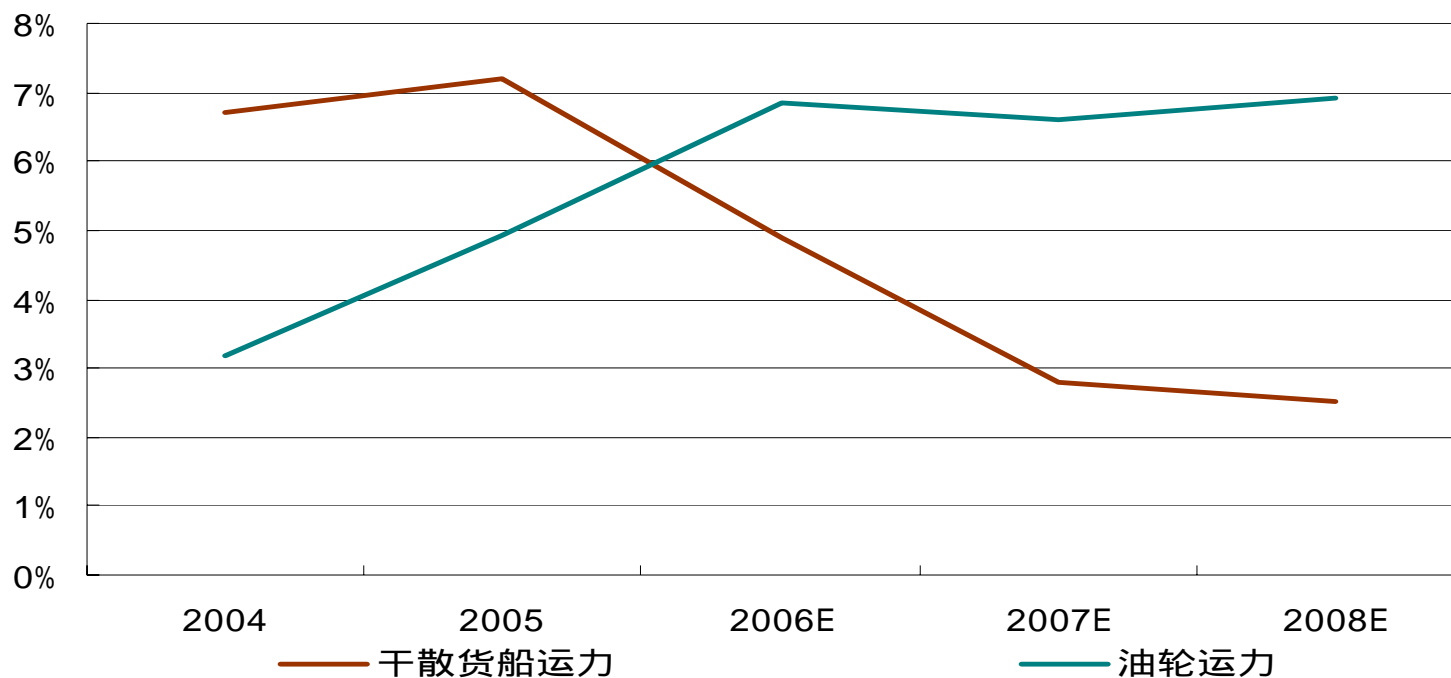


资料来源:UNCTAD

未来干散货运价好于预期

- 干散货运力需求平均增长高于油轮
- 受单壳油轮淘汰影响，未来运力投放较大

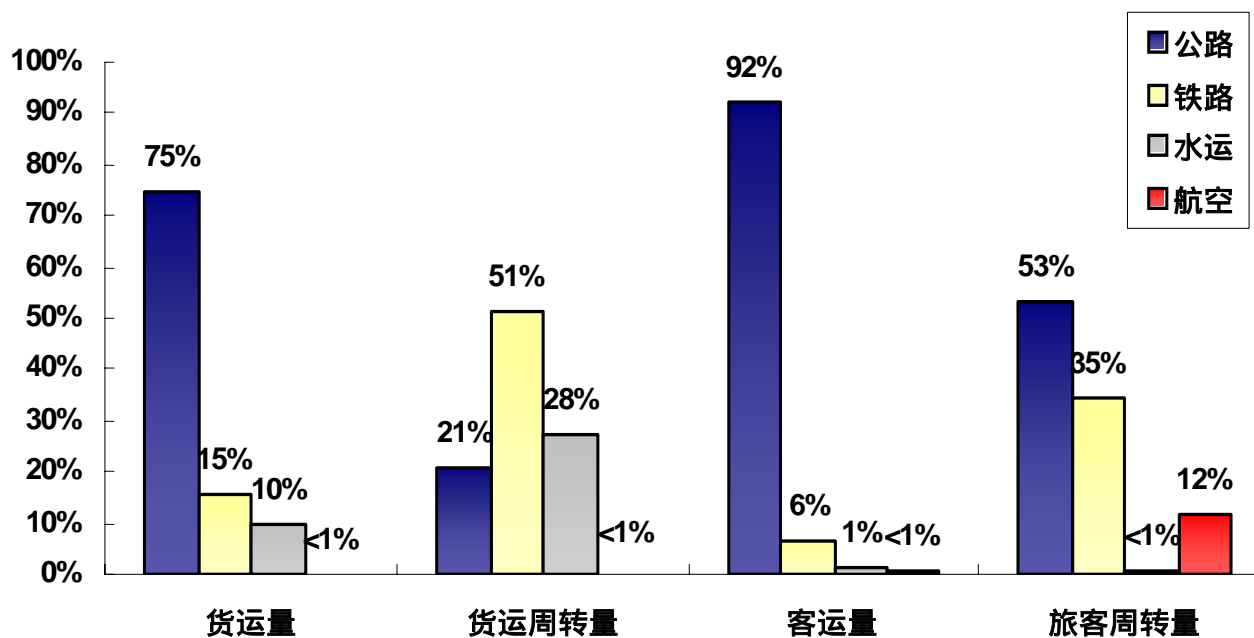
图十六 散货和油轮运力投放预测



资料来源:Clarkson,Drewry

公路运输是客运的主力

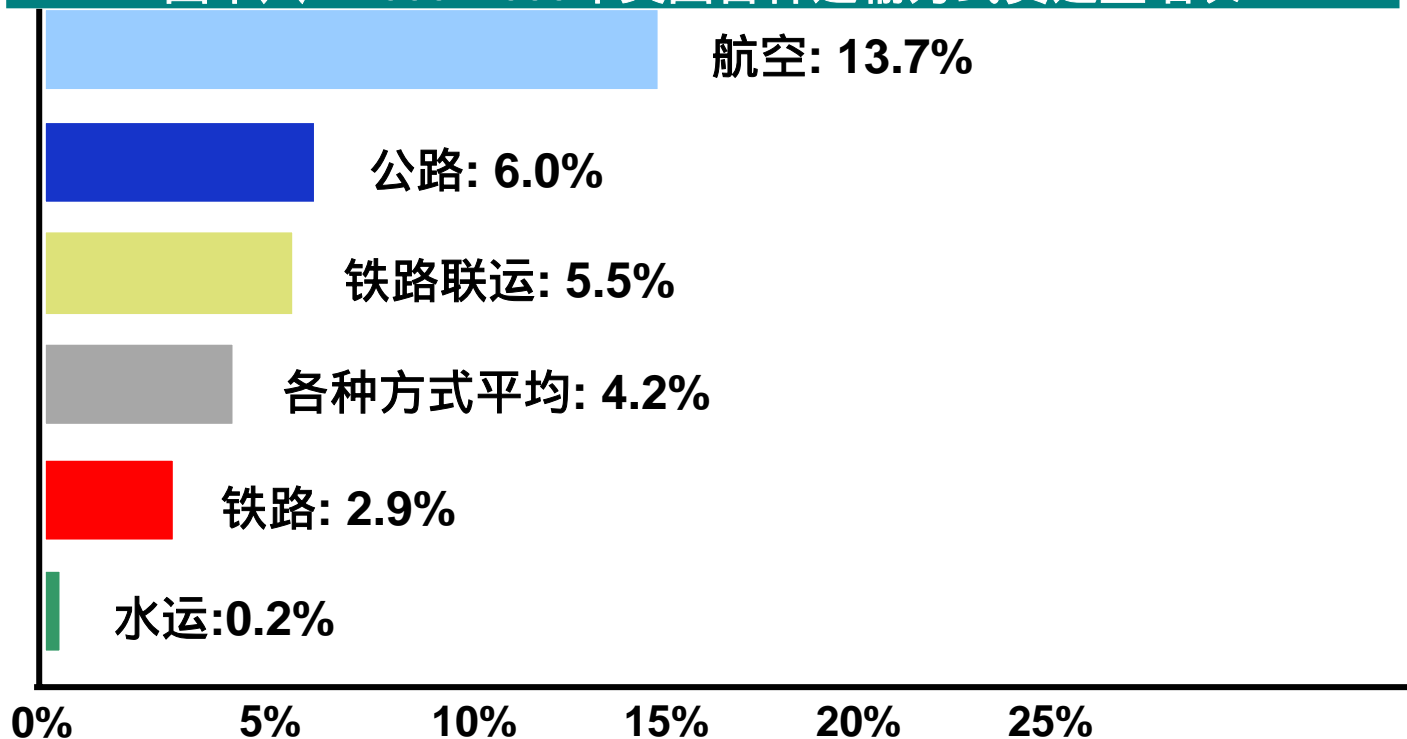
图十七 2005年中国客运货运量构成



资料来源: 中信建投证券研究所

公路是工业经济及后工业经济时代运输主流方式

图十八 1990-2000年美国各种运输方式货运量增长



资料来源：中信建投研究所

后工业经济时代，公路运输蓬勃发展

美国：已完成工业化

轻纺工业消亡-重化工业衰退-后工业经济勃兴



铁路运输份额随重化工业衰退而下降

公路运输随现代产业机会蓬勃发展

中国：混合产业格局

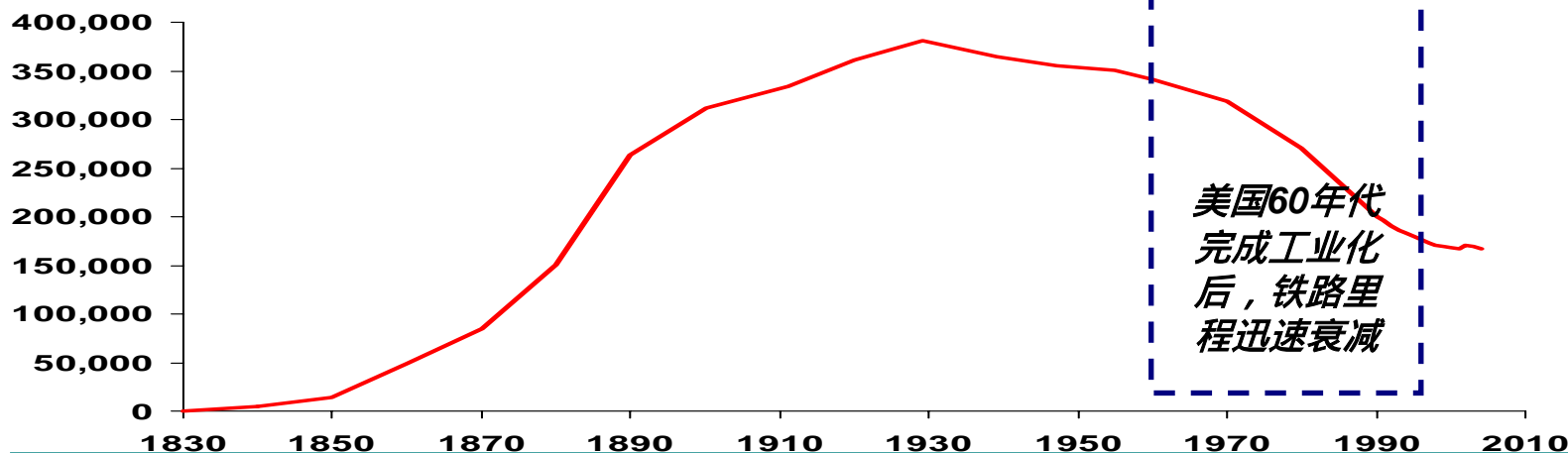
重化工业主导-轻纺工业升级-后工业经济兴起



今后10-20年内：

铁路、公路共同发展

图十九 美国一级铁路里程变化图



资料来源：中信建投研究所

我们的建议：整体增持交通运输股

- 增持：
 - 港口，看好集装箱港和区域枢纽，重点关注有整体上市潜力企业
 - 机场，重点看好枢纽机场
 - 公路，重点关注有资产收购公司

- 谨慎增持
 - 航运，相对看好散货运价，看淡油轮、集装箱运价
 - 关注散货运输企业
 - 密切跟踪油轮企业运力扩张计划

天津港(600717)：资产注入预期提升估值空间

- **腹地经济发展带来新机遇**
 - 经济腹地广，腹地增长快
 - 滨海新区开发，东疆保税港建设
- **散货业务仍有一定发展空间**
 - 铁矿石业务面临分流压力
 - 煤炭等其他散货仍有一定发展空间
- **从散货港向集装箱港转型**
 - 参建北港池三期项目，未来集装箱业务将有大幅提高
 - 如果收购北港池一期项目，将加速这一进程
- **集团优质资产将持续注入**
 - 油品码头，2006年底投产的北港池一期(100%)和神华煤码头(45%)
 - 后续与神华集团以及迪拜港务建设煤炭码头与北港池四期项目
- **若无资产注入，预测2006-08年EPS分别为0.34、0.37、0.39元，考虑到未来良好长预期，给与06年35PE，目标价11.90元。**

上海机场(600009)：整体上市提升盈利能力

- **上海航空市场需求保持快速增长**
 - 预计“十一五”期间需求在15%左右
 - 2008年奥运会和2010年上海世博会将提升市场需求
- **浦东机场二期扩建盈利好与预期**
 - 2007年底建成，2008年公司盈利能力面临一定压力
 - 非航空性业务盈利提升弥补巨额折旧开支
- **政府全力支持建设上海航空枢纽**
 - 虹桥机场成为综合交通枢纽
 - 虹桥扩建，集团只负责新航站楼、跑道、机坪等建设，其余由上海市政府承担
- **整体上市充分考虑流通股东利益**
 - 集团仍拥有不少优质资产，如控股的浦东机场货运站等
 - 方案将充分考虑流通股东利益，预测将增厚EPS10%以上
- **不考虑收购资产，预测2006-07年EPS分别为0.82元和0.94元，若2007年整体上市，每股收益还将有所增厚。集团整体上市完成以及浦东、虹桥扩建完成后，2010年开始公司将进入持续快速增长期。给与2007年25倍PE，目标价23.5元。**

赣粤高速(600269)：公路股利好因素的集中体现者

- **网路效应**
 - 05年末京福、赣粤高速贯通，公司06年前三季度车流量增长12%
 - 06年末景婺黄常高速通车，将带动九景高速07、08年车流量增长30%以上
 - 目前日均标准车流量不足3万辆，饱和度仅在50%左右，增长空间较大
- **资产收购**
 - 06年6月正式收购温厚、九景，07年起全年贡献收益，预计贡献收入是05年两倍
 - 公司与大股东关系良好，大股东也有融资需求，后续资产注入的可能性比较大
- **计重收费**
 - 06年7月开始计重收费，计重收费对收入的增厚效应在20%以上
 - 预计07年车流量自然增长10%，加上计重收费，全年收入同口径增长20%
- **成本控制**
 - 承诺未来三年养护成本与05年相比下降30%，毛利率水平增加9个百分点
 - 2006年前三季度看达到承诺标准没有问题
- 以承诺成本水平计算，公司2006-07年每股收益分别为0.59元和0.77元，给予15倍PE，目标价位11元。



钱宏伟

qianhongwei@csc.com.cn

(021) 64450038-758

引领专业投资

研究创造价值