

交通行业小组（姚俊等）
 86-755-25310463
 yaoj@cmschina.com.cn

2009年1月9日

主动性过剩

交通行业专题报告之二

交通运输

中性（下调）

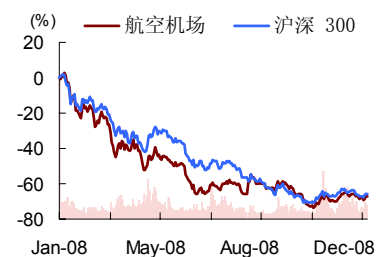
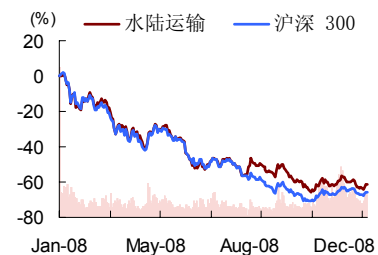
上证指数 1905

行业规模

		占比%
股票家数（只）	69	4.3
总市值（亿元）	6849	5
流通市值（亿元）	2751	5.8
重点公司市值（亿元）	4174	3.1

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	-13.9	-27.7	-62
相对表现	-4	7.2	3.8



相关报告

- 1、《从“估值修正”到“相对防御”：兼论交通行业的防御性》2008/10/23
- 2、《交通基础设施投资加大事件点评》2008/11/14
- 3、《航空机场 09 年度投资策略》
- 4、《航运业 09 年度投资策略》
- 5、《港口业 09 年度投资策略》
- 6、《公路业 09 年度投资策略》

本报告是关于交通行业相对防御的续篇，在此基础上进一步提出了“主动性过剩”观点，我们认为交通基础设施行业的稳定性正被“主动性过剩”削弱。

- **供给过剩是经济周期中的常态。**市场经济的生产和消费并不能对称发展，我国自改革开放以来经历了五次经济周期，也出现过严重的产能过剩，其暴露均由外部金融危机因素触发，根源在于爆发前有过持续的固定资产投资高膨胀，目前正处于第二次产能过剩，不单是消费品，而且可能蔓延到生产资料。
- **交通行业承担了经济发展中的“主动性过剩”。**作为古老的公共服务基础产业，交通行业承担了经济发展的先锋和带动作用，减少国民经济运行的摩擦成本。而且交通基础设施建设是国家固定资产投资的重要内容，在经济下降时，政府通常会启动或加大对交通基础设施的投资来拉动内需，刺激经济增长。根据目前规划，明后年又将是交通行业的产能集中释放期。
- **交通行业增长的驱动因素已然弱化。**其中基础设施行业增长驱动主要是外生性的，地理垄断是其优势也易造成“坐地收钱”惰性，稳定性正受到“主动性过剩”冲击。而国内“运营商模式”尚未成型，如港口的“全球码头运营商”，机场的“管理集团”，它们能向外输出资本、技术、人才和管理能力等。
 - 港口：公司增长驱动因素主要是外贸，加入 WTO，集装箱化率提高，泊位紧张。目前外需发生变化，泊位供给已迅速增加。
 - 机场：公司增长驱动因素主要是航空景气和资源瓶颈。目前已经进入了寒冬，尽管远景有消费概念的“航空城”，非航业务比重仍然较小。
 - 公路：路网分流是多数公司未来担忧的重要因素。计重收费边际效益已递减，好路段稀缺，收费舆论压力非常大，铁路兴起也产生影响。
 - 铁路：行业建设并不能给地域经营公司带来收益，公司相对独立性较弱。
 - 航运：增长驱动因素是全球化进程和国际分工。金融危机和贸易保护主义可能抬头，危机中未见大量拆船，走势难以有根本性的变化。
 - 航空：经济波动，高铁项目，人民币可能贬值等，景气难以乐观。
- **给予交通行业整体评级为“中性”，下调机场、公路和铁路评级为“中性”。**超额收益将来自于事件推动下的估值短期波动。交通行业在某种程度上具有公益性，政府往往充当“救火队”，采取注资、补贴和推动重组等手段来改善企业经营。短期看好“撑不住的行业”或者β值较高行业（航空和航运）估值波动，但仅是交易性的机会，必须控制好安全边际。在基本面上相对看好与内需相关的机场、铁路和公路的稳定性。

正文目录

一、供给过剩的观点	5
1、供给过剩是经济周期中的常态	5
2、国内正处于产能过剩的经济周期	6
二、交通行业是经济发展的“主动性过剩”	8
1、交通行业承担主动性过剩	8
2、改革开放以来交通行业发展迅猛	8
3、各子行业的产能供给增长迅速	10
4、明年后是交通子行业产能十一五规划的集中释放期	12
5、明后年交通行业进一步形成主动性过剩	15
三、交通子行业的外生驱动因素已然弱化	16
1、交通基础行业虽然稳定但增长驱动主要是外生性	16
2、交通各子行业的增长驱动因素已然弱化	17
四、投资策略	25
1、主动性过剩下交通行业评级整体为中性	25
2、各子行业 2009 年前瞻	25
3、国际估值情况	26

图目录

图 1: 改革开放以来我国经济经历了五次经济周期	6
图 2: 每次产能过剩前都有过固定资产投资增速高膨胀期	6
图 3: 我国许多行业产品需要对外出口	7
图 4: 政府通过加大交通基础设施投资来刺激经济	8
图 5: 改革开放以来社会旅客周转量增长了 13 倍	9
图 6: 改革开放以来社会货物周转量增长了 13 倍	9
图 7: 改革开放以来民航客运量增长了 112 倍	9
图 8: 07 年全国集装箱吞吐量突破 1 亿标箱	10
图 9: 改革开放以来全国公路里程增长了 4 倍	10
图 10: 改革开放以来全国民航运输里程增长 18 倍	11
图 11: 改革开放以来沿海港口吞吐能力持续高增长	11
图 12: 2001-2007 年间沿海港口建设呈现出大型深水化趋势	11
图 13: 改革开放以来铁路里程增长相对缓慢	12
图 14: 国家高速公路“7918”网	13
图 15: 国家 2008 年调整后的中长期铁路网规划	13
图 16: 国家港口十一五规划规划	14
图 17: 国家机场远期规划	15
图 18: 交通基础设施类的 ROE 波动相对较小	16
图 19: 交通基础设施类的资产净利率较为平滑	16
图 20: 我国外贸增速有两波周期	17
图 21: 深赤湾主营收入和利润的增长高峰期是 2002 年至 2004 年	18
图 22: 国内主要机场 2005 年后增速放缓明显	18
图 23: 上海机场主营收入和利润在 2005 年后增速放缓	19
图 24: 赣粤高速主营收入和利润的增速放缓	19
图 25: 全国等级公路路网密度持续增加	20
图 26: 三家铁路公司主营业务收入增长率变动	21
图 27: 三家铁路公司营业利润增长率变动	21
图 28: 三家铁路公司营业利润增长率变动	22
图 29: 中国远洋在 07 年主营收入增长和利润增长达到了高点	22
图 30: 美国航空业的净利润波动性特征十分明显	23
图 31: 中国航空公司的净利润发展趋势	23
图 32: 人民币在未来有贬值的可能性	24

表目录

附表: 国内主要公司估值表 (股价数据为 09 年 1 月 9 日)	4
表 1: 改革开放以来五次经济周期的 GDP 增速表现	6
表 2: 明后年是交通子行业产能的集中释放期	12
表 3: 计重收费已经在全国范围内推广	20
表 4: 全球干散货船队供给情况	22
表 5: 招商证券交通行业小组发布的交通子行业整体相对防御性排序	25
表 6: 在其他国家和地区上市的交通行业公司估值水平	26

附表：国内主要公司估值表（股价数据为 09 年 1 月 9 日）

子行业	公司	股价	07EPS	08EPS	09EPS	08PE	09PE	PB	评级
机场	上海机场	12.5	0.87	0.46	0.47	27.1	26.5	2.0	审慎推荐 A
	深圳机场	5.4	0.33	0.12	0.23	45.1	23.5	2.1	审慎推荐 A
	白云机场	7.5	0.32	0.41	0.39	18.4	19.3	1.5	中性 A
	厦门空港	12.8	0.55	0.55	0.51	23.3	25.1	3.1	审慎推荐 A
	平均值		0.5	0.4	0.4	28.5	23.6	2.2	
高速公路	赣粤高速	8.2	0.94	0.86	0.87	9.5	9.4	1.4	审慎推荐 A
	宁沪高速	5.7	0.32	0.32	0.33	17.7	17.1	1.9	审慎推荐 A
	楚天高速	4.1	0.29	0.33	0.39	12.4	10.5	1.5	中性 A
	深高速	4.8	0.31	0.29	0.31	16.6	15.5	1.4	中性 A
	山东高速	4.6	0.35	0.35	0.4	13.3	11.6	1.8	中性 A
	现代投资	12.2	1.48	1.5	1.4	8.1	8.7	1.6	中性 A
	福建高速	5.1	0.4	0.48	0.46	10.5	11.0	2.1	中性 A
	粤高速 A	3.9	0.39	0.32	0.34	12.0	11.3	1.5	中性 B
	华北高速	3.2	0.29	0.29	0.3	11.0	10.6	1.0	中性 B
	中原高速	2.7	0.41	0.48	0.52	5.7	5.3	0.9	中性 B
	皖通高速	3.9	0.38	0.43	0.45	9.0	8.6	1.4	中性 B
	平均值		0.51	0.51	0.52	11.4	10.9	1.5	
港口	天津港	9.4	0.41	0.68	0.68	13.8	13.8	1.8	审慎推荐 A
	日照港	4.1	0.28	0.25	0.29	16.5	14.2	1.0	中性 A
	上港集团	3.4	0.17	0.22	0.23	15.5	14.9	2.5	中性 A
	营口港	6.5	0.57	0.57	0.46	11.5	14.2	1.1	中性 A
	深赤湾	9.7	1	0.95	0.78	10.3	12.5	2.5	中性 A
	连云港	4.3	0.25	0.23	0.25	18.8	17.3	1.4	中性 A
	锦州港	4.0	0.16	0.2	0.22	19.8	18.0	2.8	中性 B
	盐田港	4.9	0.52	0.42	0.38	11.7	13.0	1.7	中性 B
	厦门港务	6.3	0.26	0.29	0.33	21.7	19.0	2.3	中性 B
	平均值		0.40	0.39	0.37	15.7	15.4	1.9	
铁路	大秦铁路	8.5	0.47	0.55	0.61	15.5	14.0	3.0	中性 A
	铁龙物流	5.9	0.3	0.29	0.33	20.2	17.8	2.6	中性 B
	广深铁路	3.9	0.2	0.2	0.2	19.5	19.5	1.3	中性 A
	平均值		0.32	0.35	0.38	18.4	17.1	2.3	
航运	中远航运	7.3	0.82	1.06	0.6	6.9	12.2	1.2	审慎推荐 A
	中国远洋	8.2	2.05	1.73	-0.36	4.7	-22.7	1.5	中性-A
	中海发展	9.2	1.39	1.59	0.48	5.8	19.2	1.6	中性-A
	招商轮船	4.0	0.28	0.42	0.26	9.6	15.5	1.5	中性 A
	长航油运	4.3	0.54	0.33	0.08	13.0	53.8	1.6	中性-A
	宁波海运	5.2	0.35	0.6	0.18	8.6	28.7	1.6	中性-B
	中海海盛	4.9	0.59	0.55	0.26	9.0	19.0	1.9	中性-B
	中海集运	2.8	0.29	0.01	-0.13	278.0	-21.4	1.0	中性-B
	平均值		0.79	0.79	0.17	41.9	13.0	1.5	
航空	南方航空	3.4	0.42	-0.21	-0.01	-16.3	-343.0	1.2	中性 A
	中国国航	4.5	0.33	-0.43	-0.03	-10.3	-148.3	1.8	中性 A
	东方航空	4.5	0.12	-1.22	-0.51	-3.7	-8.8	7.6	中性 B
	海南航空	3.3	0.18	-0.05	-0.07	-66.4	-47.4	1.5	中性 B
	上海航空	4.8	-0.10	-1.73	-1.23		-3.9	3.2	中性 B
	平均值		0.19	-0.73	-0.37	-24.2	-110.3	3.0	

一、供给过剩的观点

1、供给过剩是经济周期中的常态

市场机制是现代经济发展的最优选择，其最本质特征在于市场是竞争的，然而古典经济理论已经证明“信息不对称”使得完全竞争市场或者说“市场出清”的状况不可能在现实中存在。

以批判凯恩斯主义兴起的供给学派认为应从需求方转向供给方来刺激经济，该理论曾得到了许多国家政府采纳，如美国里根时代和中国目前的供给管理，但在供给学派主张的种种政策中，包括主张高投资、储蓄、政府减税和削减开支等，政府往往偏好于对生产（即供给方）的高投资，而储蓄与国民习惯等相关，这往往使得生产的发展要大于现实需求的发展。

即便是马克思经济学的价值规律也说明了商品交换在时间和地理上也存在不平衡，时而供过于求出现过剩，时而供不应求出现紧缺。

因此，生产和供给过剩将是市场经济运行中的重要现象，是伴随着经济周期出现的常态。

供给过剩表现为供过于求、库存积压，严重时甚至出现经济结构矛盾突出和经济衰退。从根源上来说，我们认为供给过剩主要是由于社会投资倾向和储蓄倾向增加，而消费倾向降低，即生产和消费出现非对称发展使得生产规模的增长超过消费规模的增长。长期的供给过剩将使得社会收入分配体系失衡，社会财富向少数人集中。

从国外发展来看，美国在 1870 年代与现代中国类似，1873 年美国的供给过剩整整影响了 20 年，当时美国工业刚刚进入快速发展时期，而美国许多产品需要对外出口才能消化产能，如棉花的 70%、40% 的小麦、50% 的铜、15% 的钢铁和 16% 的农业设备是用于出口，但 1890 年代美国为生产力过剩的工厂和农场寻找到了海外新的地理市场，更多的贸易机会出现在亚洲市场（占领菲律宾、中国市场开放）以及拉丁美洲（进入古巴、美西战争）。

从更广义来讲，我们认为全球化进程就是全球性的产能过剩寻找新的地理市场过程，历史上曾有多次全球化时期，比如上世纪初期资本主义在全球的扩张。

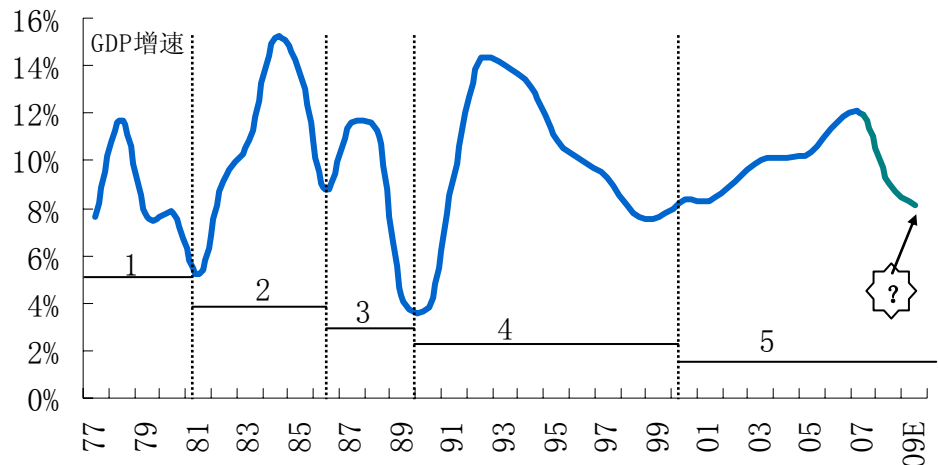
二战后，产能过剩成为了发达市场经济国家的常见经济现象，而且全球化扩张并不会缓解发达国家的产能过剩，反而资本的原始逐利性质使得产能规模越来越大，这是个“囚徒困境”式的博弈，比如美国三大汽车公司尽管开拓了全球市场，但汽车产业过剩现象反而更严重。

而且在全球化分工背景下，发达国家的产能过剩必将传递到发展中国家。过去三十年，中国承接了国际产业分工和转移，国内企业不仅在向发达国家输出产品，而且与发达国家一起竞争开拓其他发展中国家市场，这使得越来越多的国家和企业必须参与国际竞争争夺新的市场，产能供给的过剩成为了全球化的必然产物。明显的例子就是家电行业，近年来虽然国内企业也在努力开拓国际市场和国内农村市场，但产能过剩现象并未出现缓解，反而越来越严重。

2、国内正处于产能过剩的经济周期

中国经济自改革开放以来经历了五次经济周期（表 1 和图 1），也出现较严重的两次产能过剩时期，这两次产能过剩的暴露均有外部金融危机的因素触发，但根源还是在于爆发前其曾有过一段时间持续高增长的固定资产投资膨胀（图 2）。

图1：改革开放以来我国经济经历了五次经济周期



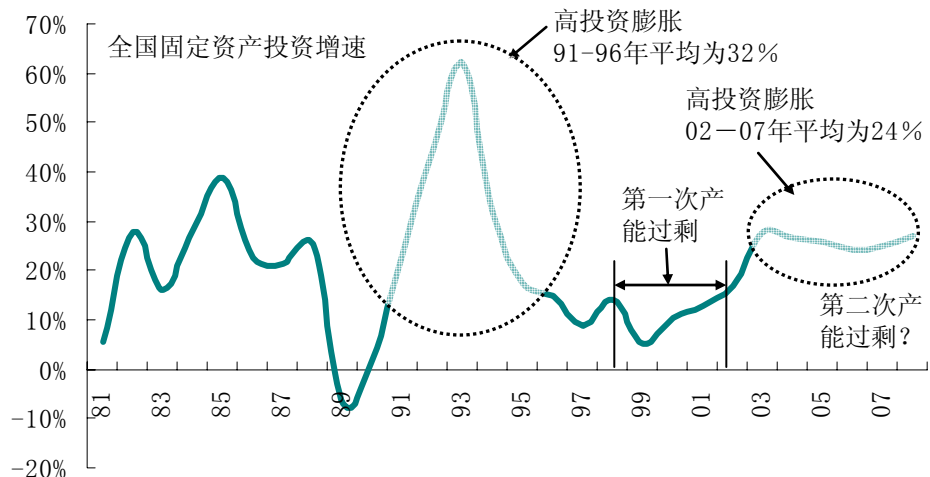
资料来源：中经网、招商证券

表 1：改革开放以来五次经济周期的 GDP 增速表现

序号	时间段	高峰	低谷	时长
1	1977 - 1981	78 年 11.4%	81 年 5.2%	5 年
2	1982 - 1986	84 年 15.2%	86 年 8.8%	5 年
3	1987 - 1990	87 年 11.6%	90 年 3.8%	4 年
4	1991 - 1999	92 年 14.2%	99 年 7.6%	9 年
5	2000 - ?	07 年 11.9%	?	?

资料来源：中经网、招商证券。

图2：每次产能过剩前都有过固定资产投资增速高膨胀期



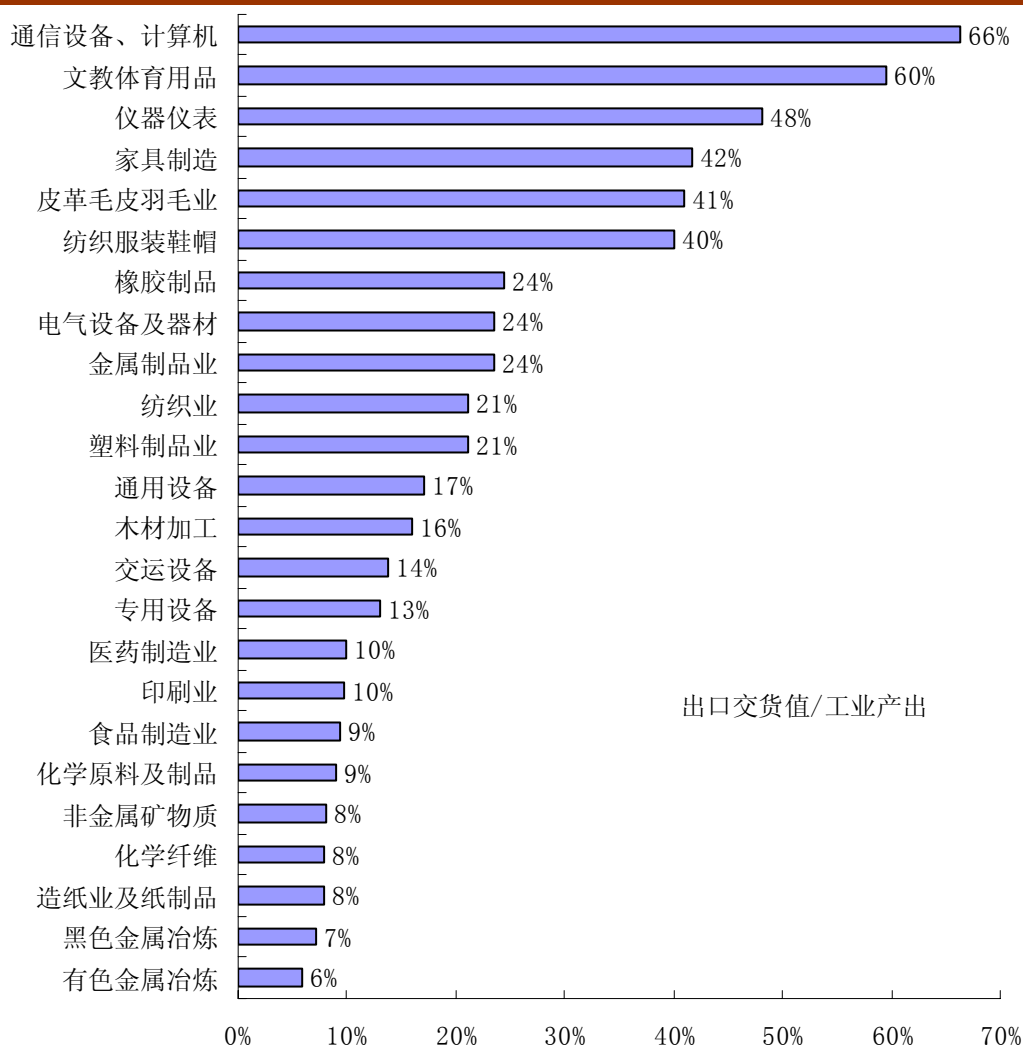
资料来源：中经网、招商证券

第一次是1998年，主要受97年亚洲金融危机触发，当年中国经济增长率跌至7.8%，多数行业生产能力过大，产品供过于求，国有企业经营困难，利润下滑，长达数年的通货紧缩。本轮产能过剩的投资膨胀期是1991年至1996年，在此期间，全国固定资产投资增速年平均为32%。

在宏观调控、地产升温和人民币升值等背景下，自2002年后，经济又开始趋热，投资开始加速，在2005年过剩已经出现端倪，2006年国家甚至将“推动部分产能过剩行业调整”成为宏观调控的重要任务，但由于国际大环境正处于过热期，问题未凸现出来，直至美国07年爆发次贷危机和全球金融危机。2002年至2007年平均投资增速为24%。

从我国目前的情况来看，许多行业生产的产品必须靠外部市场来消化，据海关统计，2007年我国钢铁的12%、通信产品的66%、仪器产品的48%、汽车的7%、纺织的30%，服装的70%需出口（图3）。

图3：我国许多行业产品需要对外出口



资料来源：海关、招商证券

种种迹象表明，国内正处于第二次产能过剩的集中释放期，而且这次过剩不单是在消费产品上，而且还可能将蔓延到生产资料产品。

二、交通行业是经济发展的“主动性过剩”

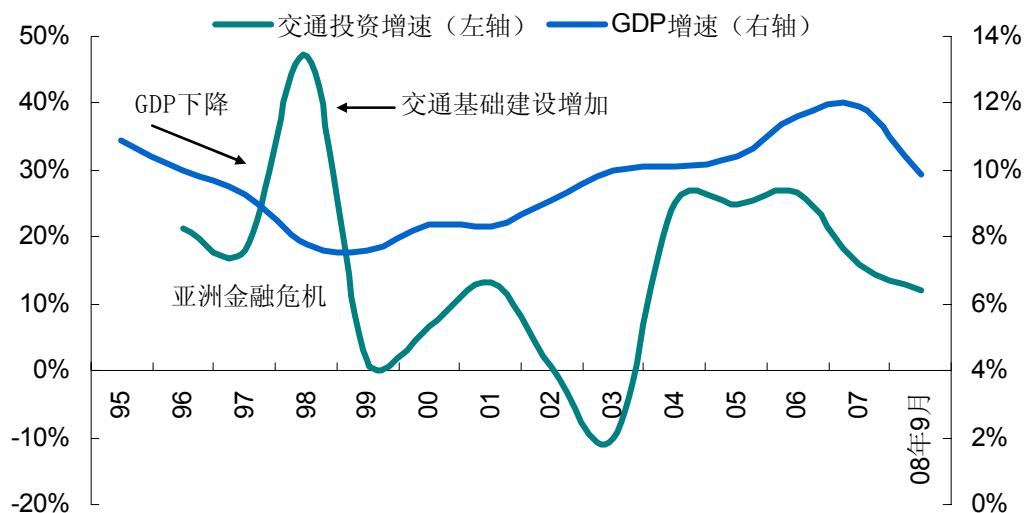
1、交通行业承担主动性过剩

交通行业是一个古老的公共服务产业，现代交通运输主要包括公路、铁路、水运、航空和管道五种运输方式，它们各有其不同的技术经济特征与使用范围。交通行业属于基础产业，在经济中的作用类似于“润滑剂”，减少国民经济运行的摩擦成本。

因此，在经济发展中，交通行业承担了先锋和带动作用，例如在发展初期许多地方纷纷提出“要想富先修路”，沿海地方政府提出“以港兴市”以及争做“亿吨大港”等。我们将这种情况称为“主动性过剩”。

而且交通基础设施建设是国家固定资产投资的重要内容，在经济下降时，政府通常会启动或加大对交通基础设施的投资来拉动内需，刺激经济增长（图4）。

图4：政府通过加大交通基础设施投资来刺激经济



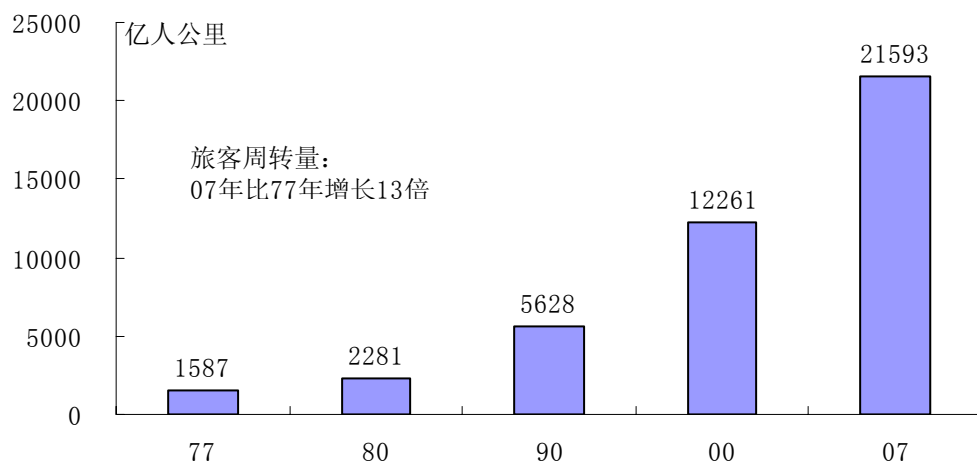
资料来源：统计局、交通部、招商证券

从前期情况来看，1997年亚洲金融危机后，我国GDP增长从95年的10%以上连续下降三年，政府开始加大对交通基础设施的建设，98年交通固定资产大规模增加近47%，远远大于97年的18%，而GDP增速在1999年触底，2000年后开始进入上升通道，投资的带动效应对经济的拉动在两年后开始显现。

2、改革开放以来交通行业发展迅猛

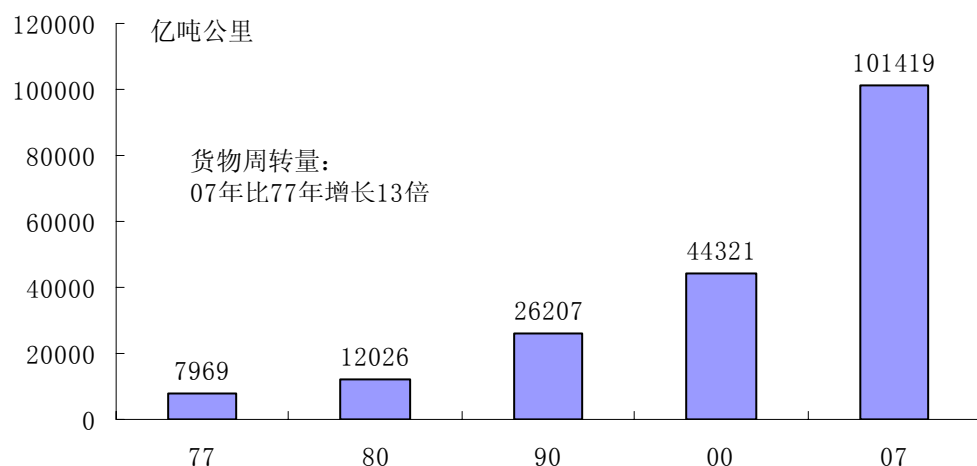
改革开放以来，随着经济总量的发展，交通行业的运输量持续高速发展，社会旅客总周转量2007年达到2.1万亿人公里，比1977年增长了13倍（图5）；社会货运总周转量2007年达到10亿吨公里，比1977年增长了13倍（图6）；民航客运量达到了1.86亿人，比1977年增长了112倍（图7）；2007年，全国港口的集装箱吞吐量还首次突破了1亿标箱（图8）。

图5：改革开放以来社会旅客周转量增长了13倍



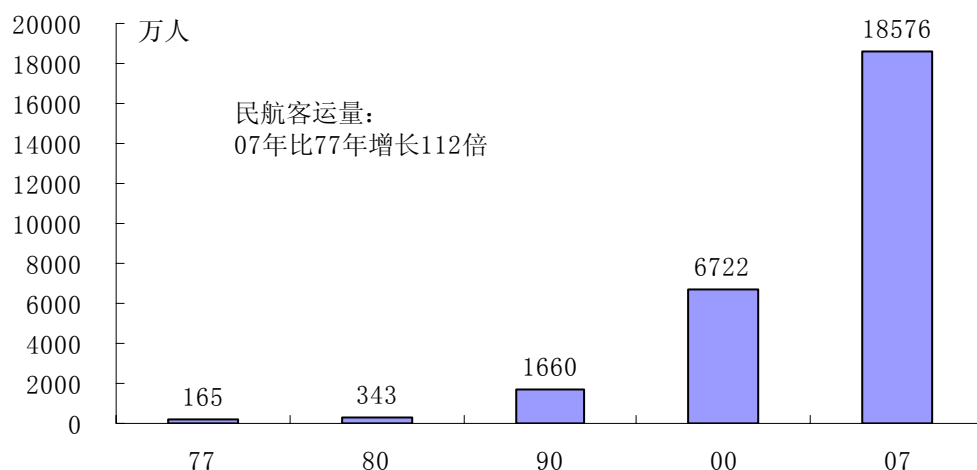
资料来源：统计局、交通部、招商证券

图6：改革开放以来社会货物周转量增长了13倍

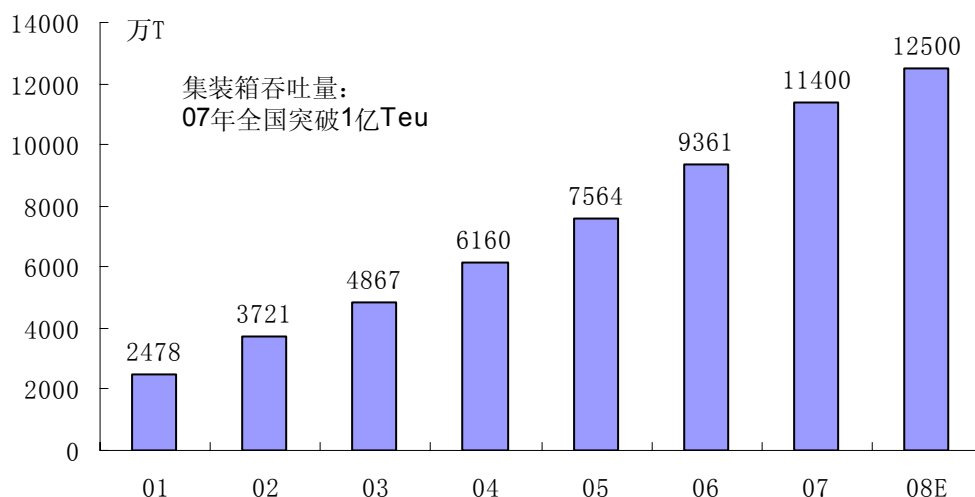


资料来源：统计局、交通部、招商证券

图7：改革开放以来民航客运量增长了112倍



资料来源：统计局、交通部、招商证券

图8：07年全国集装箱吞吐量突破1亿标箱


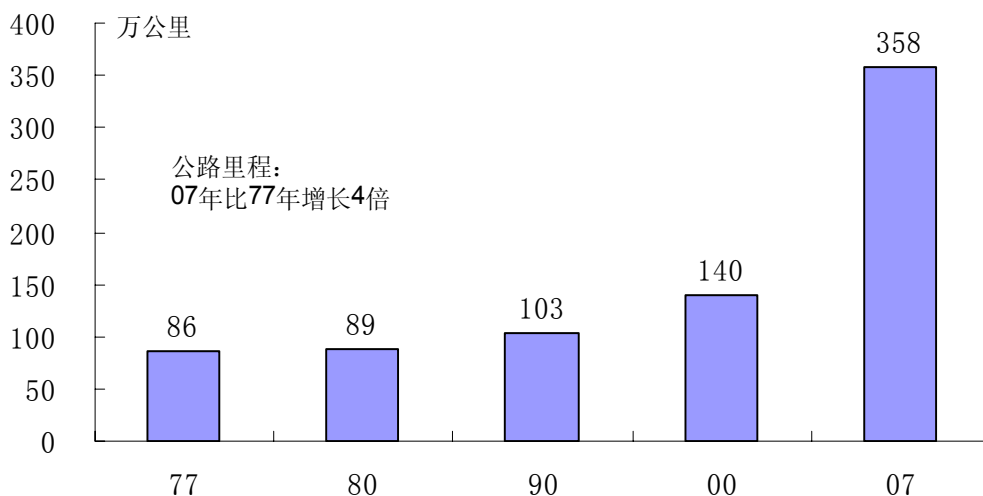
资料来源：统计局、交通部、招商证券

3、各子行业的产能供给增长迅速

与此同时，交通各子行业的产能供给也发展迅速。2007年全国公路里程达358万公里，比1977年增长了4倍（图9）；2007年全国民航运输里程达234万公里，比1977年增长了18倍（图10）；

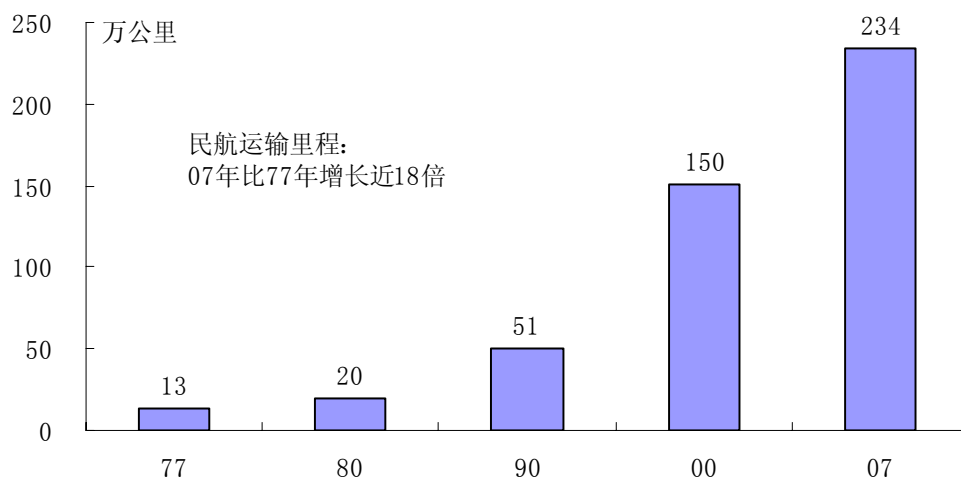
2007年全国沿海港口吞吐能力近年持续高增长，2008年估计将达38亿吨（图11），而且大型化和专业化趋势非常明显（图12）；

铁路方面相对增长较慢，2007年全国铁路营业里程6.4万公里，比1977年仅增长1.3倍，电气化里程增长24倍（图13）。

图9：改革开放以来全国公路里程增长了4倍


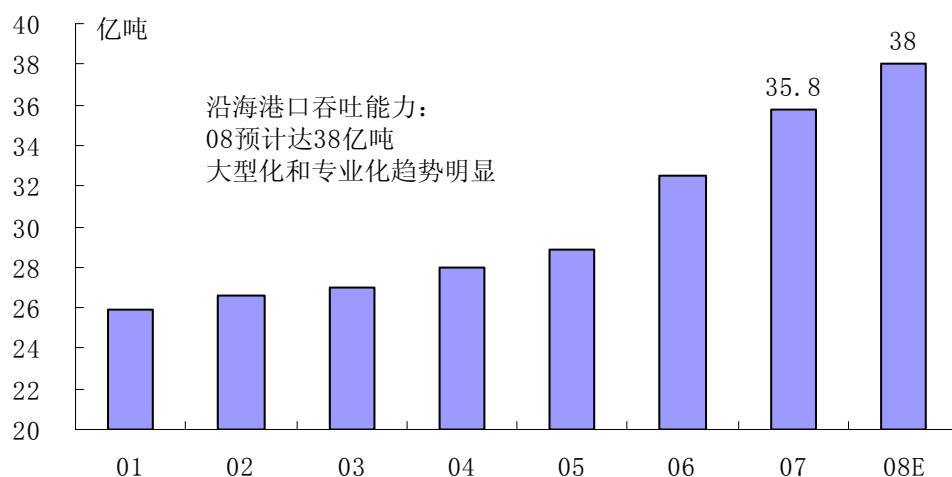
资料来源：统计局、交通部、招商证券

图10: 改革开放以来全国民航运输里程增长18倍



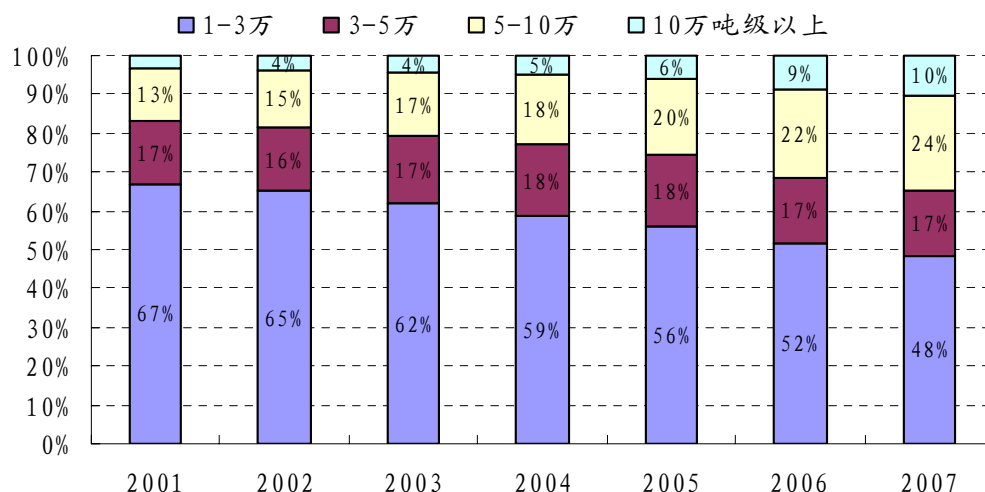
资料来源: 统计局、交通部、招商证券

图11: 改革开放以来沿海港口吞吐能力持续高增长

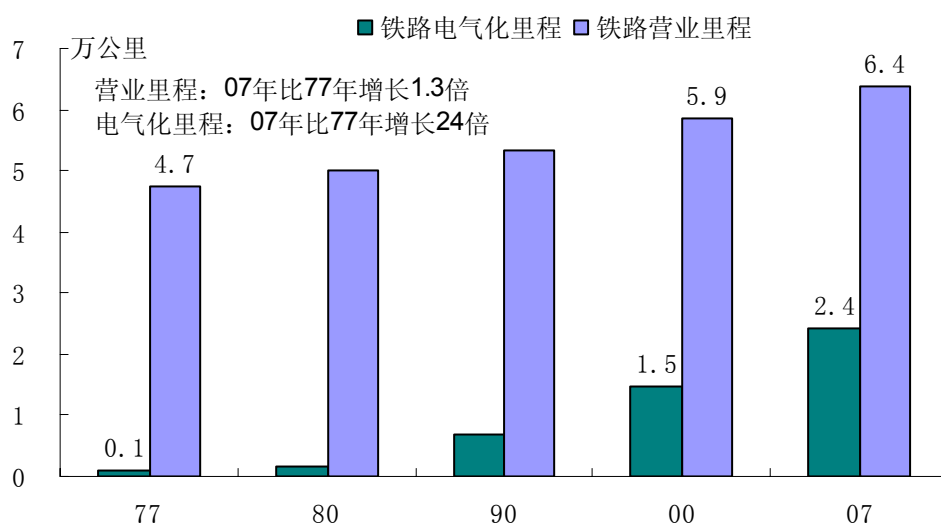


资料来源: 统计局、交通部、招商证券

图12: 2001-2007年间沿海港口建设呈现出大型深水化趋势



资料来源: 交通部、招商证券

图13：改革开放以来铁路里程增长相对缓慢


资料来源：统计局、交通部、招商证券

4、明年后是交通子行业产能十一五规划的集中释放期

根据国家拉动内需的政策要求，4万亿的基础设施投资已经启动，其中交通基础设施建设是重点，我们前期报告已经对此做出了详细讨论。我们估算（表2），2008年交通行业合计投资将达到1.3万亿，2009年和2010年分别达到1.8万亿和2.2万亿，增速分别达39%和20%。

表2：明后年是交通子行业产能的集中释放期

年份	铁路		公路		港口		航空		城市交通		合计	增速
	金额	增速	金额	增速	小计	增速	金额	增速	金额	增速		
99	803											
00	781	-2.8%										
01	808	3.5%	2670		174							
02	963	19.1%	3212	20.3%	170	-2.4%						
03	861	-10.6%	3715	15.7%	294	73.4%	220		438		5528	
04	890	3.5%	4702	26.6%	408	38.5%	271	23.3%	396	-9.7%	6667	21%
05	1361	52.9%	5485	16.6%	689	68.9%	301	11.1%	526	32.9%	8362	25%
06	2076	52.5%	6231	13.6%	869	26.2%	463	53.8%	856	62.7%	10495	26%
07	2521	21.4%	6490	4.2%	886	2.0%	593	28.1%	1082	26.4%	11572	10%
08E	3500	38.9%	7000	7.9%	1000	12.8%	500	-15.7%	1100	1.7%	13100	13%
09E	6000	71.4%	8000	14.3%	1050	5.0%	2000	300%	1200	9.1%	18250	39%
10E	8000	33.3%	9000	12.5%	1050	0.0%	2500	25.0%	1300	8.3%	21850	20%

资料来源：交通部、铁道部、统计局、招商证券（单位：亿元）

在子行业的规划中（具体内容可参考我们前期报告《交通基础设施投资加大对交通行业影响点评》），其中公路主要围绕“7918”网建设，“以高速公路和农村公路为主”，目前全国高速公路已达5.5万多公里，而规划到2010年高速公路要达6.5万公里，2020年高速公路目标为8.5万公里，农村公路为370万公里（图14）。

图14: 国家高速公路“7918”网



资料来源: 交通部

按调整后的《铁道部十一五规划》，新建铁路里程有所增加，从 1.7 万公里增加到 1.98 万公里，客运专线从 7000 公里增加到 9800 公里，建设既有线复线 8000 公里；既有线电气化改造 15000 公里。

图15: 国家2008年调整后的中长期铁路网规划



资料来源: 交通部

到 2010 年全国铁路营业里程将达到 9.5 万公里（图 15），复线、电化率均达到 45% 以上；快速客运网总规模达到 2 万公里以上；煤炭通道总能力达到 18 亿吨；西部路网总规模达到 3.5 万公里；形成覆盖全国的集装箱运输系统。

港口方面主要由于外需不确定以及存量较多，明后年的投资将保持平稳，规划至 2010 年全国沿海集装箱泊位 377 个，能力 1.36 亿标箱，整体港口适应度接近 1:1；北方煤炭装船港 5.8 亿吨；沿海 20 万吨以上原油卸船泊位能力达 2.8 亿吨；沿海液化天然气接卸能力达 1830 万吨；沿海 20 万吨级以上矿石码头能力达 3.25 亿吨（图 16）。

图16：国家港口十一五规划规划



资料来源：交通部

机场建设以前在交通领域所占比重较小，但明后年的增速较大。目前我国机场总量初具规模，机场密度逐渐加大，全国机场个数接近 150 个（不含港澳台），全国机场平均密度为每 10 万平方公里 1.6 个；规划中，到 2010 年新增 45 个机场，2020 年新增 52 个机场。2009 年计划新开工包括成都、西安、广州等枢纽及延安、吕梁、淮安等 40 多个支线机场；2010 年计划新开工上海浦东、成都、武汉、南京等枢纽和干线机场，以及 20 多个支线机场（图 16）。

图17：国家机场远期规划



资料来源：交通部

5、明后年交通行业进一步形成主动性过剩

总体看来，我们认为明后年交通行业将进一步形成“主动性过剩”，破坏存量企业的稳定性，整体上讲可能为中性偏负面的影响：

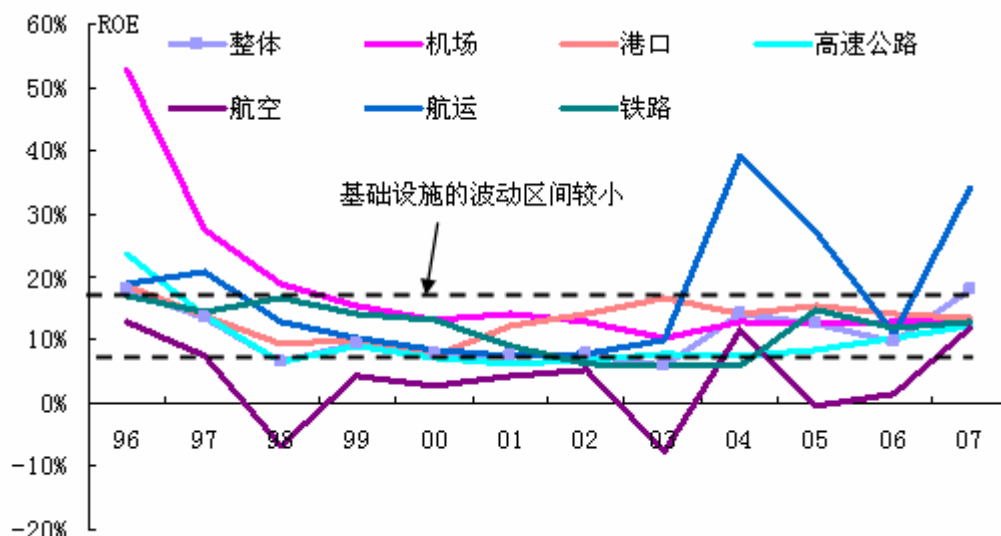
- 公路：一是对既有的公路企业造成分流压力，公路建设以及网络完善通常是打破垄断，例如京珠副线的开通（如果上市公司不参与该线投资）；二是高速公路的末端路建设和开通，这将对既有公司形成流量放大效应，促进公司车流量的增长。
- 铁路：上市公司是地域性质，如果均不参与运营或者不能成为资产整合平台，则客运专线（如广深港、珠三角城际铁路等）对广深铁路有分流的可能性，而加强煤炭运输通道的建设同样对大秦原有线路的运营构成一定压力。
- 港口：尽管内河航道的建设对沿海港口而言是货源的拓宽（该部分投资规模在总盘子里份额不大），而沿海港口群的投资规划对存量港口企业的影响负面较多，由于外需不确定，供给会继续增加，进一步增加公司压力。
- 机场：对存量的机场来说，支线机场的新建将增加点对点的航班，民航网络效应应进一步增加，对公司存在一定的正面的影响；而既有机场的扩建项目在市场容量没有增加的情况下，对建设的公司来说（如上海浦东机场2期工程和白云机场2期工程），压力比较大。

三、交通子行业的驱动因素已然弱化

1、交通基础行业虽然稳定但增长驱动主要是外生性

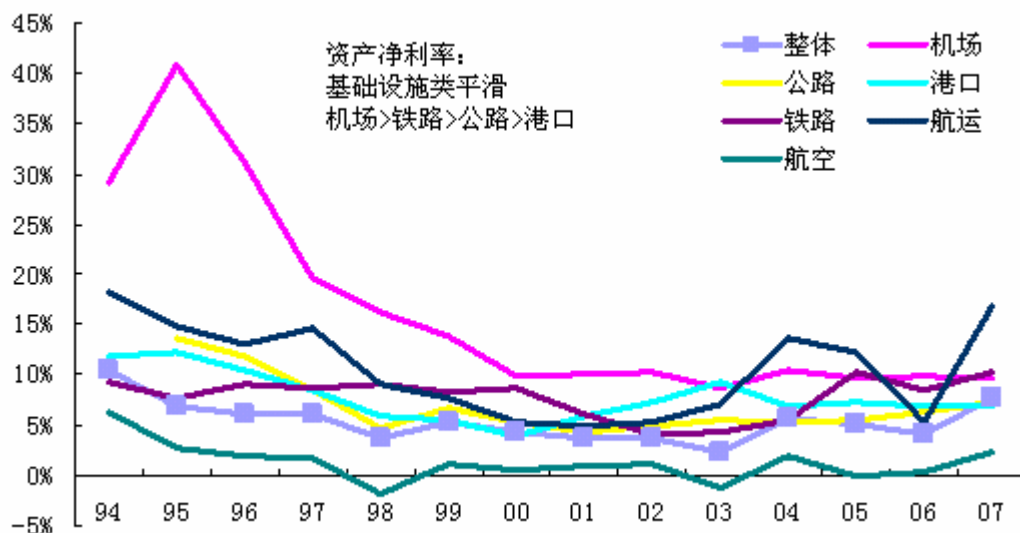
在传统上，交通行业（特别是基础设施）被认为是稳定，具有防御性的行业。从历史的数据来看的确如此（图 18 和图 19）。

图18: 交通基础设施类的ROE波动相对较小



资料来源：招商证券

图19: 交通基础设施类的资产净利率较为平滑



资料来源：招商证券

但是根据前期报告（详见《从“估值修正”到“相对防御”——兼论交通行业的防御性》等），我们认为交通基础设施行业的增长驱动主要是外生性的，地理垄断是其优势也容易造成“坐地收钱”的惰性。

目前的市场环境出现了下列三个新的变化,这在交通行业历史高增长时期未曾遇到,而且其稳定性正受到“主动性过剩”冲击,因此绝对防御性将不具备,仅有“相对防御”的意义。

- 外部环境的不确定性、挑战性大;
- 行业供给已经过了瓶颈期;
- 子行业之间的分流,例如高铁对公路和航空机场的影响。

尽管我们说交通基础设施行业的增长驱动主要是外生性,但有一种经营模式值得我们关注,即“**运营商模式**”,例如港口业在国际上已经形成“全球码头运营商”的竞争格局(新加坡港务集团 PSA、杜拜港口世界 DPW 和招商局国际等),机场业如香港机场管理局和法兰克福机场集团等。

交通基础设施的运营商模式能突破地域限制,是基础设施企业组织的主动管理模式,它并以母港(包括航空港)为平台并进行跨区域经营,这个平台输出的是资本、技术、人才和管理能力等,我们将以后的专题报告进行讨论。

2、交通各子行业的增长驱动因素已然弱化

从子行业的情况来看,我们认为其增长驱动因素已经开始弱化。

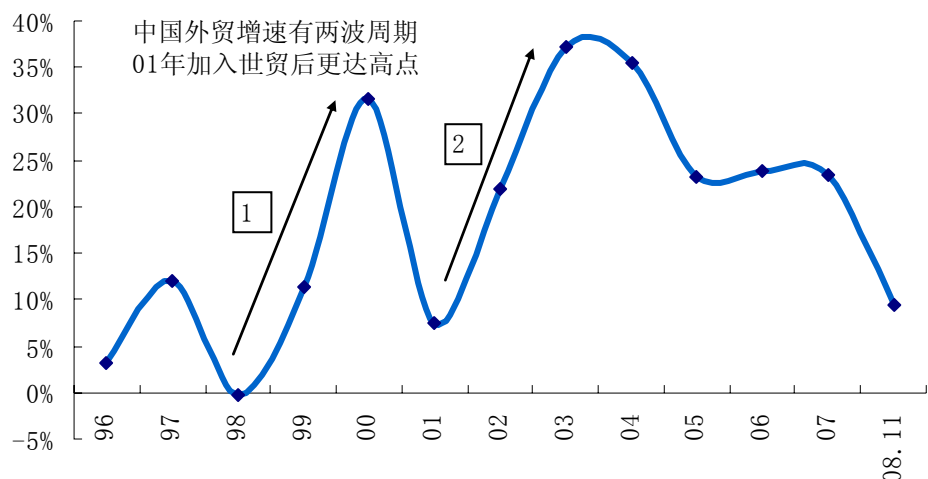
■ 港口

港口公司增长驱动因素主要是进出口贸易,高增长主要是 2002 年至 2004 年时期,以深赤湾、盐田、上港集团等为代表。

在此期间,中国加入 WTO,出口增速持续高增长,集装箱化率提高,同时在供给面的泊位也较为紧张,公司盈利持续增长。

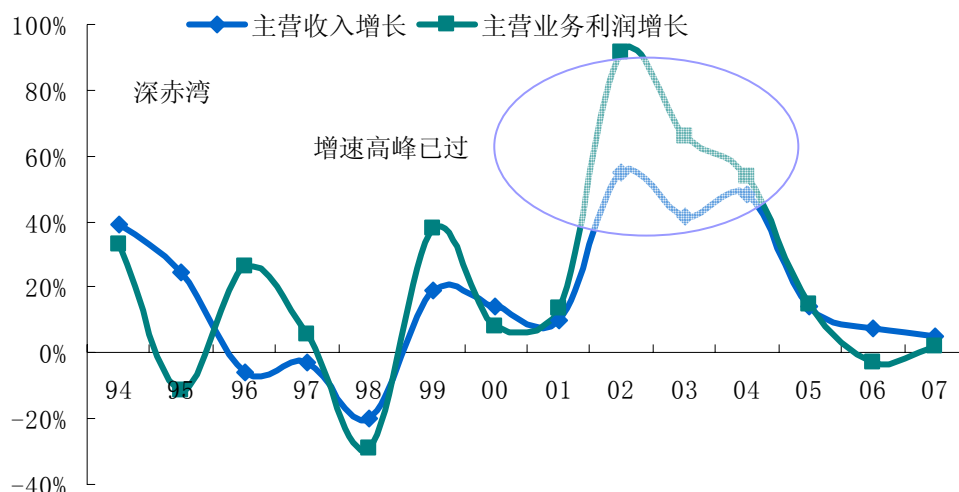
对比我国外贸增速与深赤湾主营收入增长就可发现,近年来我国外贸增速有两波上升期间,特别是在 2001 年至 2004 年,正是深赤湾的主营收入增长和利润增长最快的时候(图 20 和图 21)。

图20: 我国外贸增速有两波周期



资料来源: 招商证券

图21：深赤湾主营收入和利润的增长高峰期是2002年至2004年



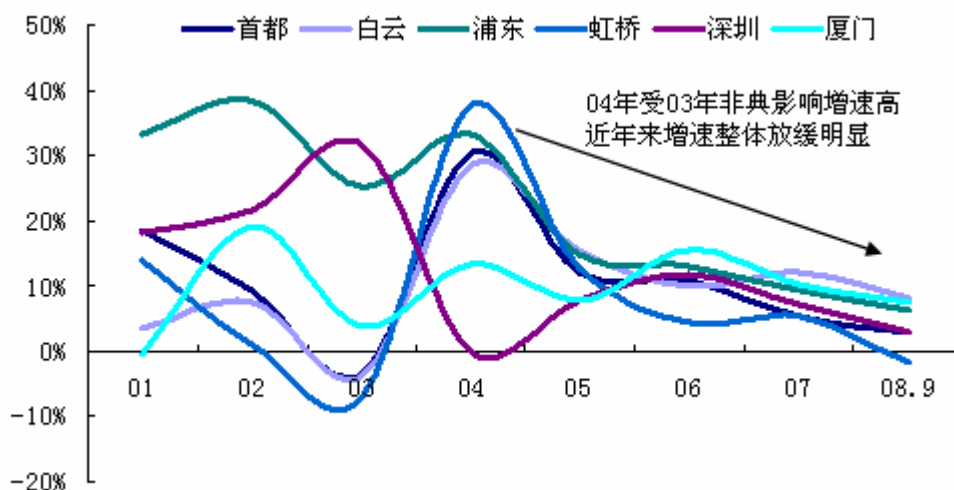
资料来源：招商证券

然而目前全球金融危机下，外需的下降才刚刚开始，而且经过大建设后，港口的泊位供给迅速增加，瓶颈期已经过去。根据我们了解，公司历年良好的分红传统在今明两年不能保证。在外需形势没有好转的迹象前，这些因素使我们对国内港口公司在基本面上的防御性产生质疑。

■ 机场

机场增长驱动因素主要是航空运输的景气和机场资源瓶颈(《航空机场行业 2009 年度投资策略》报告)。高增长主要是 2001 年至 2004 年，期间尽管有 03 年非典影响，但很明显在 05 年后，主要机场的飞机起降增速明显放缓(图 22)。

图22：国内主要机场2005年后增速放缓明显



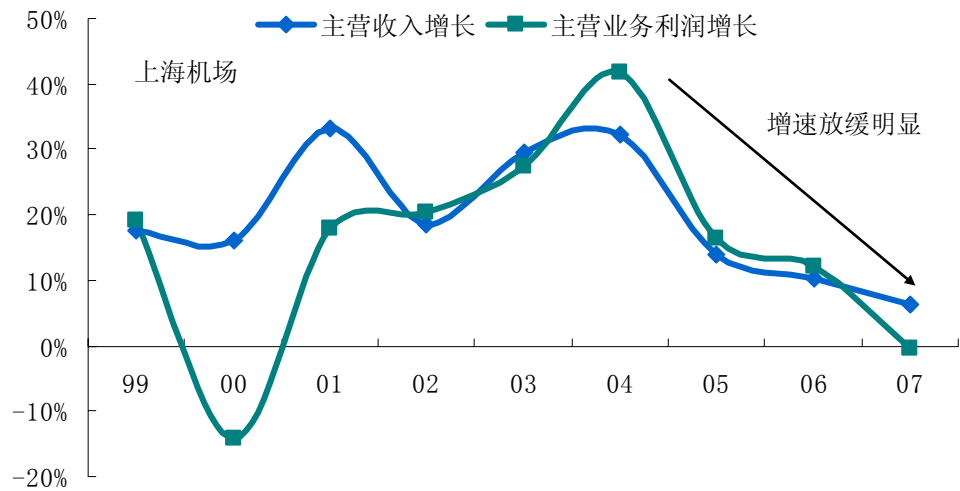
资料来源：招商证券

从上海机场的主营收入和利润的增长来看，在 01 年至 04 年期间增长迅速(也受当时公司资产置换影响)，而 05 年后增速也明显放缓(图 23)。

目前航空业已经进入了有史以来的“寒冬”，而机场公司远景带有消费和购物概念的“航

“空城”运营模式尚未建立，非航业务比重较小，机场公司的稳定性如何保证？

图23：上海机场主营收入和利润在2005年后增速放缓

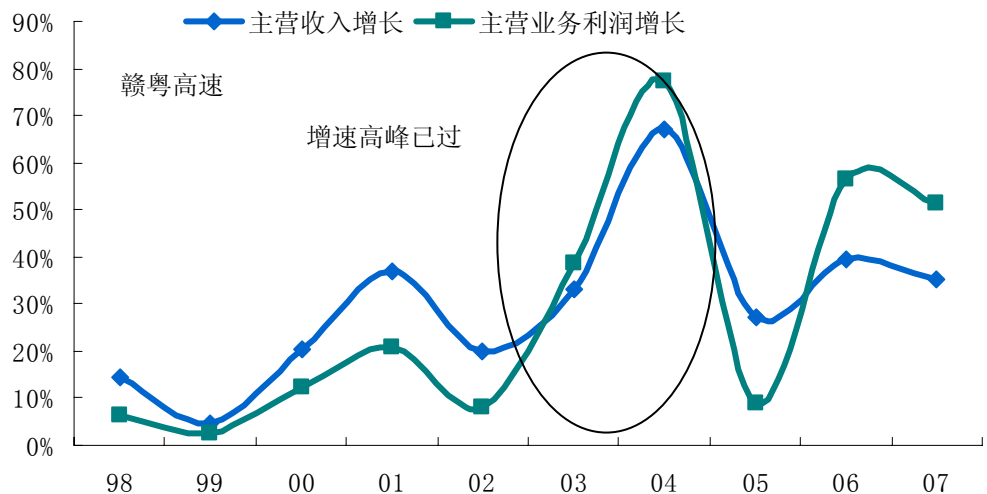


资料来源：公司、招商证券

■ 高速公路

高速公路高增长时期是2002年至2004年，在此期间经济增长的同时，而全国路网出现瓶颈，以及路段资产收购和计重收费效应等，高速公路在02年至04年出现过增速高峰（图24）。

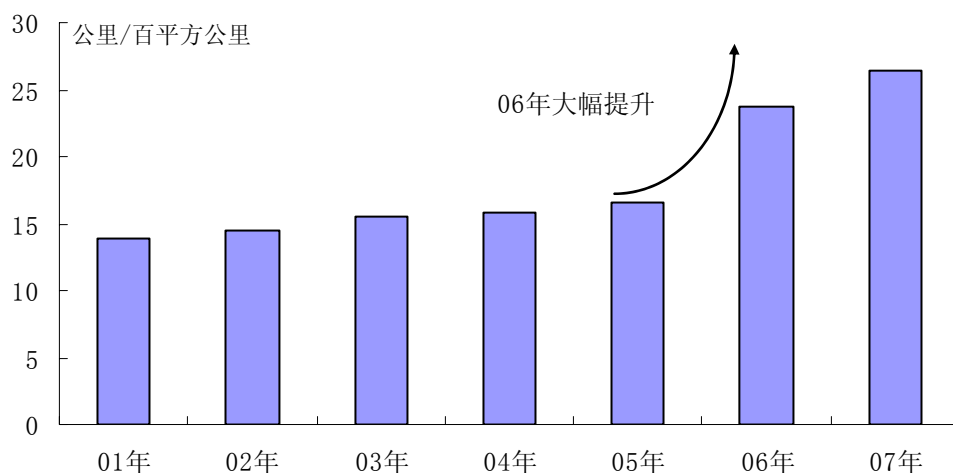
图24：赣粤高速主营收入和利润的增速放缓



资料来源：公司、招商证券

目前全国公路路网已经增长迅速（图25），中国公路的供给已经能够满足运输需求（当然不同经济区域的情况不尽相同），路网分流是多数上市公司未来担忧的重要因素。

而且对高速公路行业及公司产生重大影响的“计重收费”已经在全国范围内推广（表4），其边际经济效益正逐年递减，行业内的好路段资产稀缺，公路收费的舆论压力非常大，铁路的兴起也将对公路产生影响，因此高速公路公司的传统防御性将大大削弱。

图25：全国等级公路路网密度持续增加


资料来源：交通部、招商证券（注：05年后统计口径有所变化）

表 3：计重收费已经在全国范围内推广

时间	进程
2001 年	国内部分省市尝试采用计重收费这一经济手段治理超限运输。
2003 年 9 月	河南省试行计重收
2004 年 10 月	山东省、安徽省各自在省内高速公路实行计重收费。
2005 年 10 月	交通部公路司发布《关于收费公路试行计重收费的指导意见》，交通部鼓励更多的省市实行计重收费。
2006 年 7 月	江西省境内已建成的所有高速公路以及与其并行的国道省道和主要干线收费公路实行计重收费。
2007 年 5 月	福建实行计重收费。
2007 年底	我国高速公路实施计重收费的省已接近 20 个，计重收费高速公路里程占全国高速公路总里程的 68%。
预计 2010 年	全国 90%以上的高速公路和省级普通公路都将实施计重收费。

来源：交通部等媒体。

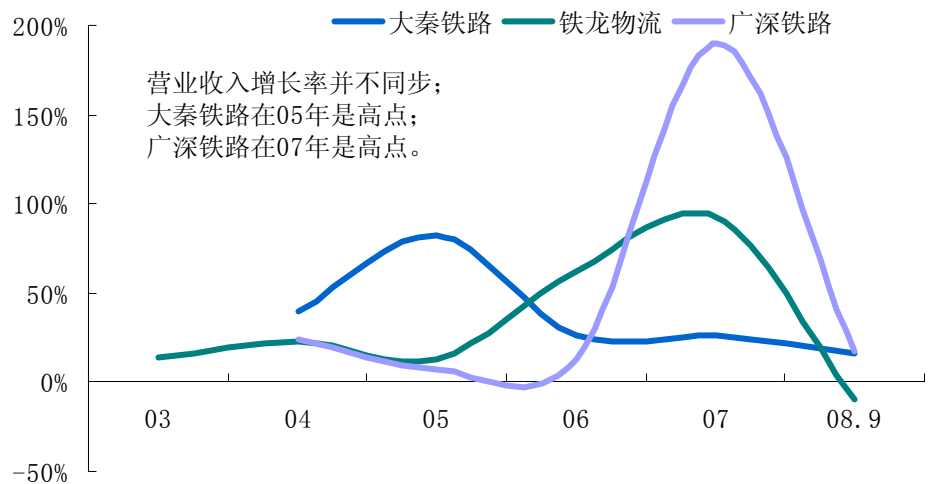
■ 铁路：

铁路相对其他运输方式，更类似于交通运输基础设施类，公益性更强。受体制原因，铁路市场化竞争程度不够，运价受国家控制，行业盈利偏低，上市公司相对独立性较弱。我们认为公司的驱动因素取决于铁道部对特殊路段的价格保护，其内生的增长空间受制于其区域路段的运能能力。

从近来三家铁路公司的主营收入增长和主营业务利润增长的情况来看（图 26 和图 27），各公司增长高点并不同步，其中大秦铁路增长最高点是 2005 年，广深铁路增长最高点是 2007 年，这段期间正是公司刚上市期间。

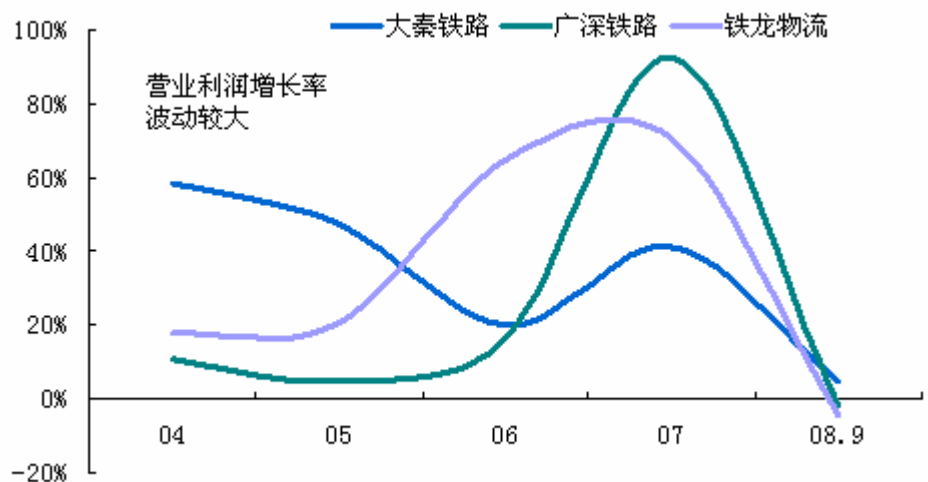
尽管目前铁路建设如火如荼，我们认为行业建设并不能给公司带来收益，由于上市公司是地域性质，如果均不参与运营或者不能成为资产整合平台，在现有体制下反而对公司的基本面经营带来一定压力。

图26: 三家铁路公司主营业务收入增长率变动



资料来源: 公司、招商证券

图27: 三家铁路公司营业利润增长率变动



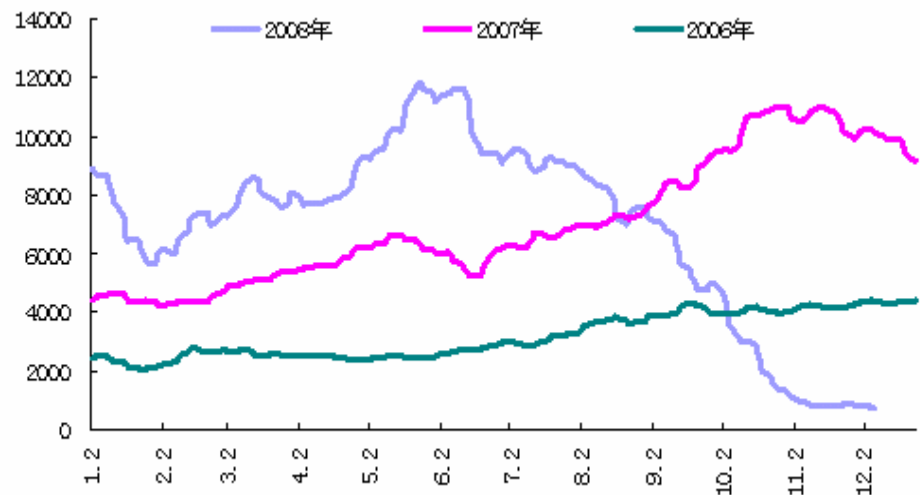
资料来源: 公司、招商证券

■ 航运

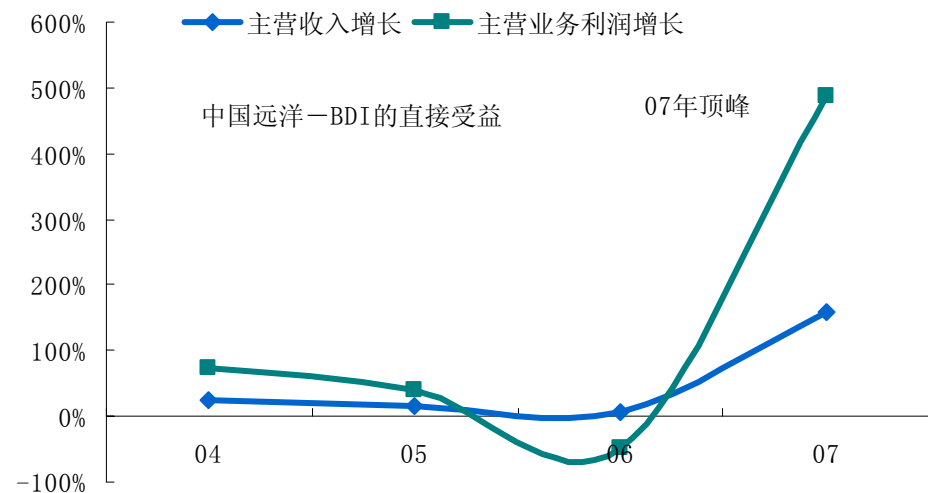
航运是古老的周期性行业,在国内是最早参与国际竞争的行业,在2004年后,行业发展迅速,在07年和08年上半年达到了盈利高点,我们认为根本驱动因素是**全球化进程和国际分工**。其中,有代表性的是02年至04年集装箱运输,06年至08年上半年的干散货运输(图28),例如中国远洋是国际干散货运输最大的船公司,直接受益于BDI,在07年的营业收入增长率和营业利润增速达到了历史高点(图29)。

目前金融危机直接影响国际贸易,通常在危机下,各国从自身利益出发,贸易保护主义可能重新抬头;而且随着近几年的船队大扩张(表4以全球干散货为例),航运在需求和供给两个方面的冲击下极有可能陷入历史已经多次重演的航运危机。

从历史经验来看,1970年代的油运危机拆卸了存量船队的近1/3运力,目前未见大量拆船(已有小部分运力被封存),航运走势难以有根本性的变化。

图28：三家铁路公司营业利润增长率变动


资料来源：公司、招商证券

图29：中国远洋在07年主营收入增长和利润增长达到了高点


资料来源：公司、招商证券

表 4：全球干散货船队供给情况

单位：百万 DWT	现有运力					手持订单	
	04 年	05 年	06 年	07 年	08 年	09 年	10 年及以后
运力合计	322.6	345.2	368.6	392.5	415.6		
Capesize	102.3	111	121.1	131.4	141.5	30.7	120.1
Panamax	86.4	93.7	101.8	108.3	113.9	11.6	49.4
Handymax	61.3	66.8	71.7	76.9	82.1	17.1	34.8
Handysize	72.6	73.7	74.1	76	78.2	8.4	18.5
					订单合计	67.8	222.8
年底运力	322.6	345.2	368.6	392.5	415.6	446.3	
年度增长		7.0%	6.8%	6.5%	5.9%	7.4%	

来源：Clarkson，招商证券

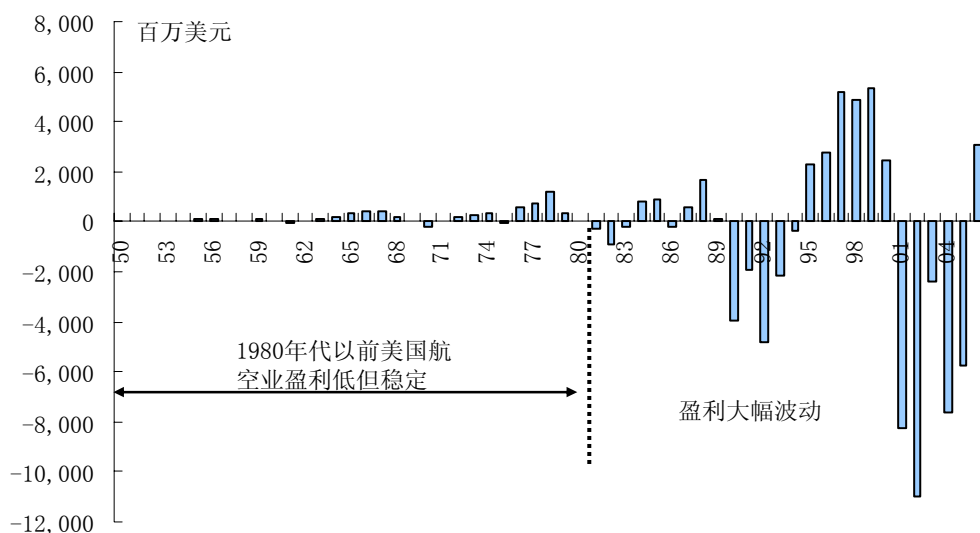
■ 航空

航空也是强周期性的行业，盈利呈现大幅波动（图 30 和图 31）。总结来看，通常在航空起步阶段，盈利虽然低，但稳定，例如 1980 年代前的美国，以及 1990 年代的中国；但当技术相对成熟，航空行业发展到竞争阶段时，盈利波动将大幅增加，比如 1980 年以后的美国。

航空公司盈利增长的驱动因素主要有消费升级和人民币升值等，而推动 2007 年航空公司盈利大增很大程度上是由于人民币升值，但这实际上是帐面利润，并不能带来现金流，

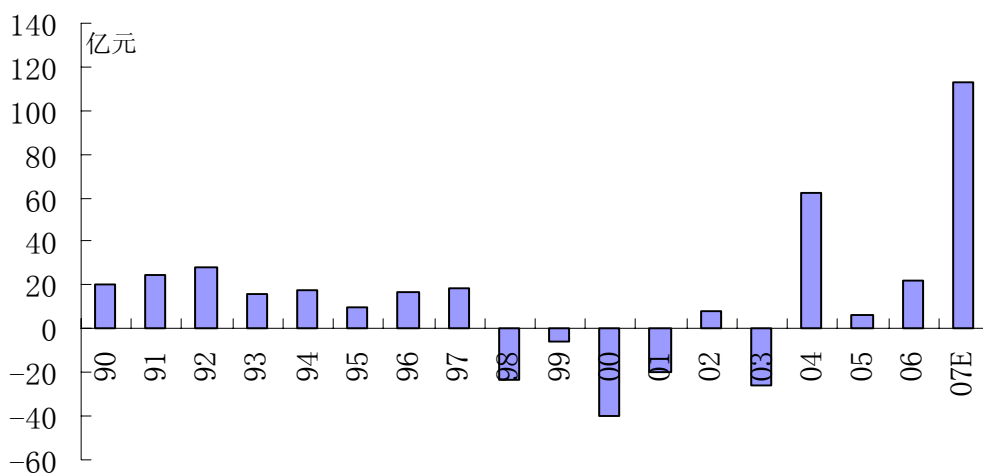
目前经济波动对航空景气影响较大，高铁的推进对航空客流也存在分流影响，人民币升值趋缓甚至有很大可能贬值，飞机供给一直在增长，支线机场建设也将推动航空公司开航班（预计地方政府会有补贴）等，这些因素使得客座率难以维持，航空景气难以乐观。航空公司的盈利近期难以重现 07 年的高点。

图30：美国航空业的净利润波动性特征十分明显



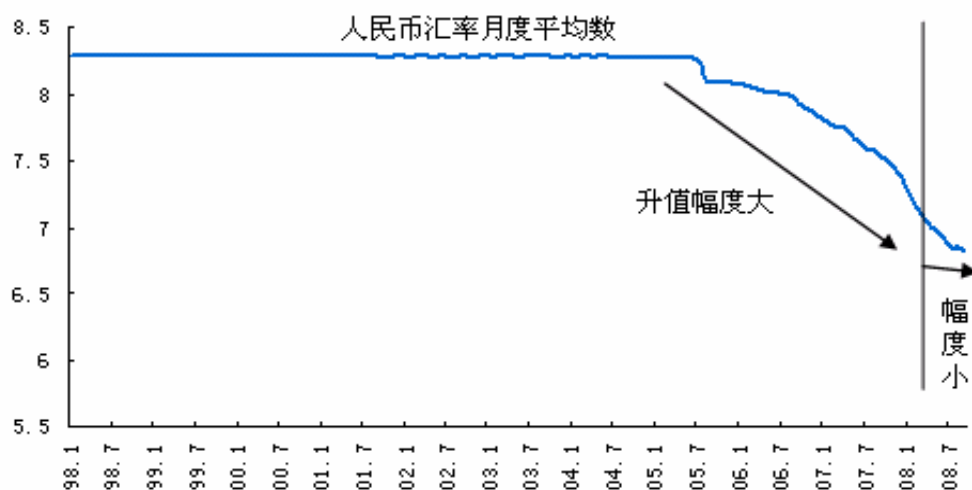
资料来源：国际航协、招商证券

图31：中国航空公司的净利润发展趋势



资料来源：民航总局、招商证券

图32: 人民币在未来有贬值的可能性



资料来源: 人民银行、招商证券

四、投资策略

1、主动性过剩下交通行业评级整体为中性

基于“主动性过剩”，我们调整交通行业整体评级为“中性”（同步于市）。一般市场感觉是交通基础设施是防御性行业，而且投资策略是“熊市看基础设施（机场、公路、港口、铁路， β 值低），牛市看航空和航运（ β 值高）”。

然而，我们认为在现有环境下，交通基础设施的稳定性已经被“主动性过剩”削弱，不会有绝对的防御性，我们下调机场、公路和铁路评级至“中性”，具体观点可参考我们 2009 年年度各子行业的策略报告。

我们继续维持前期报告观点，在基本上相对看好与内需相关的机场、铁路和公路的稳定性（表 5）。

表 5：招商证券交通行业小组发布的交通子行业整体相对防御性排序

相对防御性	交通子行业
强	机场、公路、铁路
中	港口
弱	航运、航空

资料来源：招商证券

我们认为今年超额收益将来自于事件推动下的估值短期波动，在国内环境下，大国有企业破产的概率较小，历来是“会哭的孩子有奶吃”，“死给你看”，而且由于交通行业在某种程度上具有公益性，政府往往会充当“救火队”，采取注资、补贴和推动重组等手段来改善企业经营。

因此短期更看好“撑不住的行业”或者 β 值较高行业的估值波动，例如航空和航运。但我们同时提醒这种仅是交易性的机会，必须控制好足够的估值安全边际。

2、各子行业 2009 年前瞻

■ 航空

航空业将面临有史以来的寒冬，09 年景气仍将面临挑战，而通过整合来进行抱团取暖将是重要的应对措施。尽管行业基本面不太可能有起色，但并购整合将推动估值波动能带来交易性的机会。

■ 机场

09 年航空景气难以乐观，枢纽机场扩建压力大，长期来看，支线机场新增增加网络效益，机场地域垄断更强，相对看好机场稳定性，投资机会主要来源于相对优势、以及上海机场整体上市等事件推动的估值波动，相对优势包括行业相对稳定和估值比较。

■ 港口

外贸下滑依然对港口集装箱业务造成困扰，何时止跌复苏仍要观望世界经济；中国 GDP

增速的下滑亦使得铁矿石等散杂货的需求下行；预计 09 年货物吞吐量增速将大幅放缓至 5% 左右，个别区域的集装箱和铁矿石业务吞吐量会出现负增长，行业现阶段陷入“成长低迷”期，择机关注枢纽港的长期价值。

■ 公路

09 年会陷入 5% 左右的低增长，局部地区会负增长；长期来看，铁路行业的崛起和新建公路的分流会对现有公路资产的盈利造成影响，并且行业的持续发展前景难言乐观；对比预期盈利，公路行业较沪深 300 已经没有优势，防御性被弱化。

■ 铁路

在经济下行周期，铁路行业会表现出一定的需求刚性，但目前铁路行业上市公司业务结构主要以煤炭、客运和集装箱为主；煤炭运输 09 年将受需求下行以及秦皇岛压港影响，而铁路集装箱业务的发展仍需等待铁路运力的提升和箱量的增加。目前铁路股整体估值位于交通运输行业高端，结合基本面与估值分析，对铁路行业持“中性”看法。

■ 航运

- 干散货：市场运价已经跌落到航运企业盈亏平衡点下，全行业亏损。我们预计 BDI 在 1000 点以下的时间可能会比市场预期的更长，干散货市场未来面临的是极至繁荣后的持续萧条，市场可能面临较长时间的全行业亏损，而难以在较短的时间内会到盈亏平衡点以上。主要原因是：未来一段时间内，我国钢铁产业总量增长将趋缓，BDI 的需求拉动因素将减弱，而 2009 年、2010 年又是干散货船交付的高峰期。
- 油轮运输：赢利状况相对较好，但趋势不容乐观。展望油轮未来的走势，预计 2008 年市场供需相对平衡，2009 年市场交船量会大增，使得供给会大于需求，而 2010 年会出现需求缺口扩大的迹象。总体来看，在全球经济回落的大背景下，油轮市场也难以独善其身。特别是在 4 季度旺季结束以后，市场可能面临较大的压力。
- 集装箱市场：行业景气度仍将下滑。在全球经济出现调整的大背景下，我们预计未来几年内集装箱市场都将处于调整状态。

具体观点参见我们 2009 年度各子行业的投资策略报告。

3、国际估值情况

外围市场上（表 6），目前机场 PE（08 年，下同）差异较大，首都机场和美兰机场 PE 高，而国外机场低，中枢在 14 倍左右，PB 为 1 倍左右；高速公路为 11 倍左右；铁路和港口的 PE 在 10 至 15 倍；航运 PE 在 5 倍左右，PB 在 1 以下；航空 PB 也在 1 以下。

表 6：在其他国家和地区上市的交通行业公司估值水平

行业	公司	地区	股价	eps			pe			pb
				07	08	09	07	08	09	
机场	法兰克福机场	德国	30.4	2.28	2.11	1.85	13.4	14.4	16.5	1.1
	哥本哈根机场	丹麦	1230	125	106	105	9.8	11.6	11.7	3.1
	首都机场	香港	4.1	0.14	0.03	0.09	29.4	121.2	47.4	1.5
	美兰机场	香港	3.0	0.25	0.44	0.45	12.1	6.8	6.7	0.8

行业	公司	地区	股价	07	eps 08	09	07	pe 08	09	pb 08
高速公路	沪杭甬高速	香港	5.0	0.52	0.41	0.42	9.8	12.1	11.9	1.7
	Bangkok PCL	泰国	17.0	1.81	1.76	2.09	9.4	9.7	8.1	0.8
	深高速	香港	3.0		0.27	0.29		11.1	10.5	1.0
铁路	East Japan Railway	日本	6450	47569	40750	494	0.1	0.2	13.1	1.5
	日本中央铁路	日本	731000	79380	65625	76279	9.2	11.1	9.6	1.4
	West Japan Railway	日本	392000	28485	21500	27505	13.8	18.2	14.3	1.2
	Hankyu Holdings	日本	505	0.40		27.73	1262.5		18.2	1.3
	印度集装箱公司	印度	708	59.87	67.18	73.96	11.8	10.5	9.6	2.9
	SMRT Corp	新加坡	1.6	0.10	0.11	0.12	17.1	15.1	14.1	3.6
	BNS	美国	76.3	5.17	6.32	6.49	14.8	12.1	11.8	2.3
	Union Pacific	美国	49.3	3.42	4.50	4.89	14.4	10.9	10.1	1.6
	Norfolk Southern	美国	47.6	3.60	4.54	4.53	13.2	10.5	10.5	1.7
	Csx Corp	美国	35.2	2.50	3.62	3.86	14.1	9.7	9.1	1.6
	加拿大国家铁路	加拿大	47.2	3.33	3.69	3.92	14.2	12.8	12.0	2.1
	加拿大太平洋铁路	加拿大	43.4	4.29	4.05	4.32	10.1	10.7	10.0	1.2
港口	招商局国际	香港	16.3	1.36	1.68	1.72	11.9	9.7	9.5	1.3
	中远太平洋	香港	8.5	0.18	0.14	0.14	46.5	60.9	61.8	7.0
	Tauranga 港	新西兰	6.5	0.31	0.34	0.37	20.8	19.1	17.6	1.4
	天津港发展	香港	1.9		0.14	0.13		14.1	15.0	0.9
	大连港	香港	2.2		0.27	0.25		8.2	8.9	1.1
航运	马士基	丹麦	31500	4103	4600	3154	7.7	6.8	10.0	0.9
	三井商船	日本	590	159	138	106	3.7	4.3	5.6	0.9
	川奇汽船	日本	402	131	92	69	3.1	4.4	5.8	0.6
	TK 油轮	美国	21.4	2.69	3.92	2.55	8.0	5.5	8.4	0.6
	万海航运	香港	13.2	2.83	1.10	0.34	4.7	11.9	39.0	0.8
	TNP 油轮	美国	22.2	2.98	4.70	2.50	7.5	4.7	8.9	0.9
	东方海外	香港	18.5	4.03	0.37	-0.01	4.6	50.5	-3083.3	2.7
	阳明海运	台湾	10.2	2.17	0.63	-0.52	4.7	16.3	-19.6	0.5
	长荣海运	台湾	15.1	2.53	0.47	-0.08	6.0	32.3	-186.4	0.7
	OSG 油轮	美国	44.3	5.02	13.71	5.01	8.8	3.2	8.8	0.6
	中国远洋	香港	5.7		2.21	0.89		2.6	6.4	1.0
	中外运航运	香港	2.0		0.08	0.05		26.5	40.8	4.3
	中海集运	香港	1.4		0.07	-0.01		18.9	-107.7	0.5
	中海发展	香港	8.5		1.77	1.34		4.8	6.4	1.5
航空	国泰航空	香港	8.9	1.50	-0.66	0.06	5.9	-13.6	143.5	0.7
	新加坡航空	新加坡	11.4	1.59	1.04	0.99	7.2	11.0	11.6	0.9
	中华航空	台湾	7.4	-0.06	-3.38	-0.33	-134.0	-2.2	-22.3	0.5
	南方航空	香港	1.3	0.29	-0.29	-0.08	4.5	-4.5	-16.9	0.7
	中国国航	香港	2.2	0.36	-0.18	0.07	6.3	-12.3	31.0	0.9
	东方航空	香港	1.1	0.06	-0.77	-0.27	18.7	-1.5	-4.2	2.0

来源：招商证券、BLOOMBERG（收盘价及每股收益以各地本币计价，统计日期1月9日）

分析师简介

姚俊，博士，曾在招商局集团博士后科研工作站从事博士后研究，主要研究领域为交通物流、港口业发展、企业战略管理等，目前为招商证券交通行业研究员。

罗雄，长期从事交通行业研究，深刻了解行业变化趋势。对行业内多家优质上市公司进行了长期的跟踪和研究。

纪敏，复旦大学计算机科学技术专业学士（2002），复旦大学计算机应用技术专业硕士（2005），目前为招商证券交通运输行业（港口、公路、铁路）分析师。

分析师承诺

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

投资评级定义

我公司从 2008 年 4 月 11 日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

公司短期评级

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

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

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

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。