

# 交通运输



爱建证券有限责任公司  
AJ SECURITIES CO., LTD.

## 在平淡中寻找交易性机会

——交通运输行业四季度投资策略 2009. 9. 20

### 机场板块投资要点：

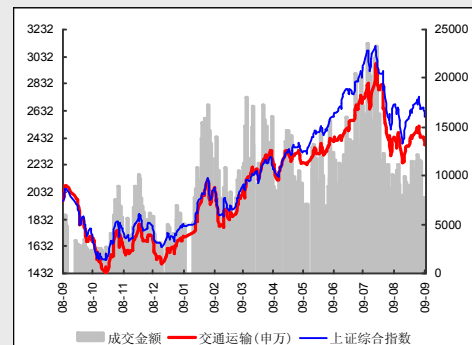
- ❖ 我国民航总周转量数据于去年 8 月触底，同比大幅下滑 10.6%，于今年 6 月重回两位数增长，也是自 08 年 4 月份以来首次出现两位数增长。7 月份，在学生暑期游的带动下，总周转量数据继续保持较快增长，增速高过 6 月份，绝对数更是创下了近年来的新高，反映了我国民航需求在真正复苏；
- ❖ 今年上半年以来，我国民航货运指标一路反弹，跌幅不断收窄，至 6 月份货运量和周转量指标出现了自 08 年 7 月以来的首次正增长，7 月份后，货运量和周转量指标较 6 月份有所扩大；
- ❖ 自金融危机爆发以来，我国民航业整体呈现“客强货弱，内强外弱，内地强沿海弱”的局面，随着外围经济的复苏，这一局面会继续延续，但差距将逐渐缩小；
- ❖ 从已发布的中期业绩报告来看，整个机场板块 09 年上半年实现营业收入增长 3.89%，实现净利润下滑 3.74%，板块毛利率 41.13%，较去年同期下滑 1.64%，平均 EPS0.23 元，平均市盈率 29.87 倍，平均市净率 2.23 倍，估值基本合理；
- ❖ 在机场板块中，我们比较看好上海机场，预计 09 和 10 年 EPS 分别为 0.4 和 0.60 元，给予“推荐”评级。

### 民航板块投资要点：

- ❖ 截至 7 月份，我国民航业的客座率增幅已连续 4 个月为正，而载运率也在 7 月份再次转正。目前，客座率和载运率已基本回至春节时的水平，表明民航需求恢复较好
- ❖ 今年前 8 个月 NYMEX 原油价格的均值为 55.68 美元，而去年全年为 99.75 美元，同比降低 44%。我们预计今年民航公司的航油成本将较去年降低 40% 以上。
- ❖ 在 5 家民航类上市公司中，为了对冲原油价格上涨的风险，中国国航、ST 东航和 ST 上航均进行了一定的航油套期保值。其中，国航和 ST 东航的套保数额巨大，在去年油价大幅下跌时分别计提了 74.72 和 64.85 亿元的公允价值损失。随着油价的上涨，这部分套保损失将极大的降低并转化为公司的利润。

|          |      |      |
|----------|------|------|
| 高速公路行业评级 | 中性   | (维持) |
| 港口子行业评级  | 中性   | (维持) |
| 航运子行业评级  | 中性   | (维持) |
| 机场子行业评级  | 中性   | (维持) |
| 民航子行业评级  | 强于大市 | (上调) |

### 行业表现



| 评价周期     | 1 个月   | 6 个月    | 12 个月   |
|----------|--------|---------|---------|
| 绝对表现 (%) | (6.24) | (24.73) | (51.03) |
| 相对表现 (%) | (0.24) | (2.68)  | 15.50   |

资料来源:Wind 资讯

| 股票名称  | 评级 | 08EPS | 09EPS  | 10EPS  |
|-------|----|-------|--------|--------|
| 中国国航  | 推荐 | -0.77 | 0.35   | 0.26   |
| 上海机场  | 推荐 | 0.45  | 0.50   | 0.58   |
| 中海集运  | 推荐 | 0.20  | (0.29) | (0.02) |
| 天津港   | 推荐 | 0.63  | 0.53   | 0.59   |
| 深赤湾 A | 推荐 | 0.96  | 0.70   | 0.74   |

资料来源:公司数据

黄庆扬 (机场、民航) 行业研究员  
乐旻旻 (航运、港口) 行业研究员  
电话 021-32229888\*3501  
邮箱 huangqingyang@ajzq.com  
leminyang@ajzq.com

### 相关报告

- ❖ H1N1疫情对民航需求形成了一定的打压，这在近期港澳航线的运量数据上表现得尤为突出。我们认为随着H1N1疫情的逐步缓解，压抑的民航需求会得到进一步释放，从而带动整个民航板块估值重心的上移。
- ❖ 从已发布的中期业绩报告来看，整个民航板块09年上半年实现营业收入同比下降12.58%，净利润同比增加34.99%，毛利率为11.14%，较去年同期下滑1.99%，平均EPS0.06元，平均市盈率25.97倍，平均市净率5.66倍，估值处于相对低位。
- ❖ 在民航板块中，我们一直建议关注中国国航，预计09年每股收益为0.48元，继续给予“推荐”评级，年内目标价10元。

## 航运和港口行业

- ❖ 欧美经济转暖迹象明显，8月份美国公布的PMI指数14月来首次跃入扩张区，加之圣诞节旺季补货需求涌现，中国出口订单饱满，集装箱班轮公司集体提价，截至9月份第2周，中国出口集装箱指数连续11周反弹，出口外贸集装箱运输业延续复苏态势值得期待；
- ❖ BDI指数在6月份创新高后又一次演绎跌宕起伏的行情，至8月下旬，指数由6月高点急挫47%；8月份，国内钢价持续下跌进一步拖累了干散货运输市场；钢铁行业诸多不确定因素，继续影响钢价的稳定，加之干散货运输市场仍然处于下行周期内，供需矛盾突出，预计BDI指数四季度难有超预期表现；
- ❖ 沿海煤炭运输市场因季节性电煤运输需求增加，但相信行情会随9月份淡季到来而较难持续；
- ❖ 油运市场持续低迷，油运价格在底部徘徊，各型油轮均在盈亏平衡点下运营，随着第四季度油产品需求进入传统旺季，油轮运价将会有相应的调整，但相关油运企业全年业绩下滑可能性很大；从中长期看，随着2010年单壳船退出市场，油运市场回暖可期；
- ❖ 欧美经济的回暖，带动集装箱港口吞吐量迅速回暖，集装箱业务将成为四季度港口行业的亮点；同时，今年固定资产投资带动内贸好于外贸的形势仍将持续；今年四季度港口业绩将呈现内外贸双轮驱动的现象。
- ❖ 在航运板块中，我们认为中海集运“内外兼修”，并且直接受益于集装箱外贸的复苏，成为我们的首选品种；在港口板块中，我们最看好天津港，理由是该港发展潜力巨大，估值优势明显，同时，我们也认为盐田港和深赤湾A将是此轮出口恢复行情的收益公司，值得推荐。

# 目录

|                               |    |
|-------------------------------|----|
| 一、航运与港口行业                     | 5  |
| 1. 出口需求恢复或将改善集运行业业绩           | 5  |
| 2. 关注沿海内贸散货运输持续走强             | 8  |
| 3. 油轮运输中长线值得关注                | 11 |
| 4. 集装箱业务是港口业四季度关注重点           | 11 |
| 5. 行业投资策略                     | 14 |
| 二、机场                          | 16 |
| 1. 民航总周转量指标增长较快，7 月创下了近年来的新高  | 16 |
| 2. 客运数据上涨加速，6、7 月涨幅达到 20% 以上  | 16 |
| 3. 货物周转量指标自 08 年 7 月以来首次出现正增长 | 17 |
| 4. “客强货弱，内强外弱，内地强沿海弱”的局面将缓慢改观 | 18 |
| 5. 上半年机场板块收入小幅增长，利润小幅下滑       | 18 |
| 6. 重点推荐上海机场                   | 19 |
| 三、民航                          | 19 |
| 1. 目前民航业的客座率和载运率已回至春节时水平      | 19 |
| 2. 预计民航业 09 年航油成本将同比降低 40%    | 20 |
| 3. 套保转回将大幅增厚国航、东航业绩           | 21 |
| 4. H1N1 对民航需求产生了一定程度的打压       | 21 |
| 5. 上半年套保收益等促使公司业绩大幅增长         | 21 |
| 6. 投资策略及建议                    | 22 |

# 图表

|                      |    |                        |    |
|----------------------|----|------------------------|----|
| 图 1：中国进出口总额环比与同比增速   | 6  | 图 14：成品油、原油油运指数        | 13 |
| 图 2：中国进出口环比增速        | 7  | 图 15：上海港集装箱吞吐量         | 14 |
| 图 3：美国采购经理人指数        | 7  | 图 16：宁波港集装箱吞吐量         | 14 |
| 图 4：密歇根大学消费者信心指数     | 7  | 图 17：深圳港集装箱吞吐量         | 15 |
| 图 5：中国出口集装箱运价指数      | 8  | 图 18：天津港集装箱吞吐量         | 15 |
| 图 6：主要航线运价指数         | 8  | 图 19：航运板块 52 周以来表现     | 16 |
| 图 7：前 5 大航线运力分布      | 9  | 图 20：航运板块 PE 和 PB      | 16 |
| 图 8：前 25 大航线运力环比增速   | 9  | 图 21：港口板块 52 周以来表现     | 17 |
| 图 9：BDI 综指走势         | 10 | 图 22：港口板块 PE 和 PB      | 17 |
| 图 10：中国铁矿石进口量        | 11 | 图 23：近 3 年民航总周转量数据及增长率 | 19 |
| 图 11：中国沿海散货运价值数（分货类） | 12 | 图 24：近两年民航月度客运量数据及增长率  | 19 |
| 图 12：中国沿海散货运价值数（综合）  | 12 | 图 25：近两年民航月度货运量数据及增长率  | 20 |
| 图 13：秦皇岛煤炭库存         | 12 | 图 26：近两年中国民航各类航线客运量增长率 | 20 |

|                                 |    |
|---------------------------------|----|
| 图 27: 近两年中国民航各类航线货运量增长率.....    | 21 |
| 图 28: 近 3 年中国民航各类航线客座率及增长率..... | 23 |
| 图 29: 近 3 年中国民航各类航线载运量及增长率..... | 24 |
| 图 30: 近两年 NYMEX 原油的价格走势.....    | 25 |
| 图 31: 近两年民航指数及板块市净率.....        | 26 |

## 表格

|                               |    |
|-------------------------------|----|
| 表 1: 机场类个股 09 年中报各主要指标情况..... | 22 |
| 表 2: 国航和 ST 东航套保损失的敏感性分析..... | 25 |
| 表 3: 民航类个股 09 年中报各主要指标情况..... | 26 |

# 一、航运与港口行业

## 1. 出口需求恢复或将改善集运行业业绩

**第四季度内需和外贸双引擎推动** 今年上半年，4 万亿经济刺激计划带动的固定资产投资成为支持航运行业业绩增长的主要动力；而随着全球经济，尤其是欧美地区经济复苏迹象日益显著，使得外贸进出口形式出现好转的趋势，我们相信进出口贸易，特别是出口贸易将成为改善航运行业在第四季度业绩的又一动力。

**出口转暖，集运行业受益最大** 集装箱航运的景气度与世界经济的发展状况息息相关，在各个业务子版块中集装箱业务对于出口变化的敏感度最高，受益最大。

### 出口阶段性需求恢复迹象：

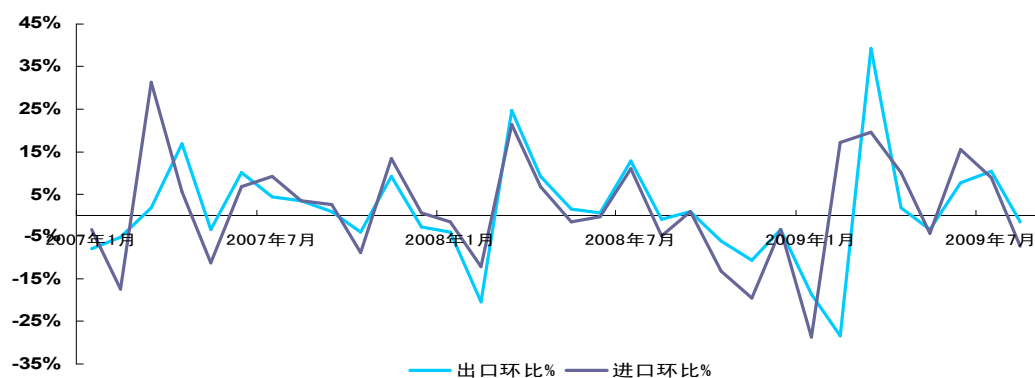
- ❖ 自今年二季度，出口逐步进入阶段性复苏，6 月份起出口企业开工率大幅上升，来自北美和欧洲的订单饱满，经季节调整后出口环比连续数月实现正增长；
- ❖ 8 月份物流与采购协会公布的 PMI 指数达到 54.0，其中出口订单指数为 52.1，与上月持平，该指数连续四个月位于扩张区域以上，表明制造业新出口订单继续增长；
- ❖ 欧美经济回暖迹象明显，美国及欧元区 PMI 指数和经济先行指标连续数月向好。8 月份公布的美国（ISM）采购经理人指数，自 2008 年 7 月以来首次升穿 50 临界点，达到 52.9，这表明美国制造业基本走出衰退的低谷，而步入扩张。随着欧美等国家经济复苏进一步加快，其补库存的需求将推动中国的出口复苏；
- ❖ 由于实施盯住美元策略，人民币名义有效汇率连续 4 月出现贬值，7 月末人民币名义有效汇率指数是 115.61，环比贬值 0.49%，这对促进出口产生积极作用。

图 1：进出口总额同比和环比增速



资料来源：Wind

图 2：出口和进口环比%



资料来源：Wind

图 3：美国（ISM）采购经理人指数升至扩张区

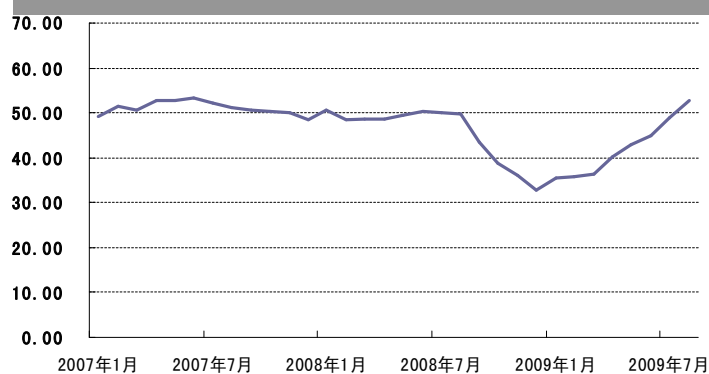
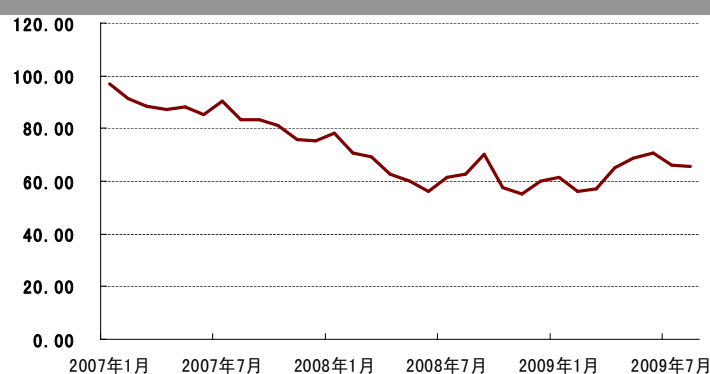


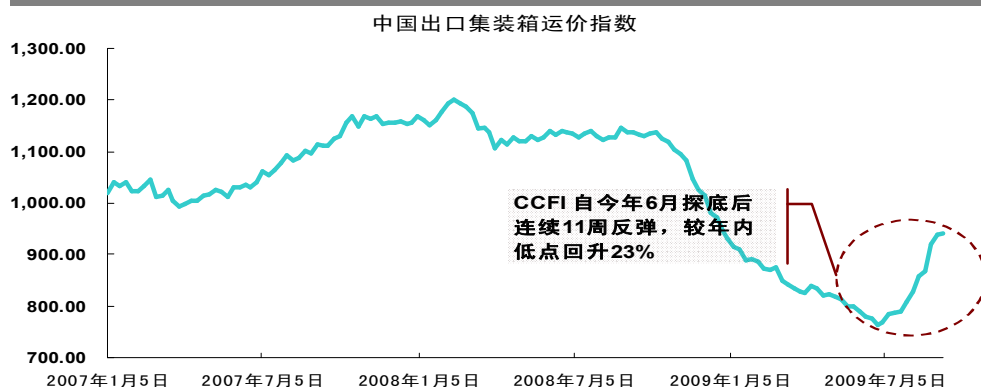
图 4：密歇根大学消费者信心指数持续向好



资料来源：爱建证券研发部整理

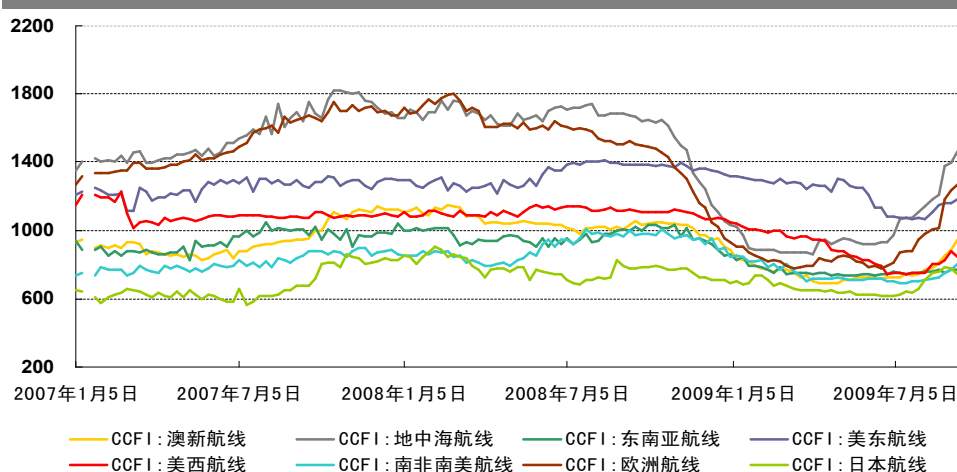
**集运行业四季度业绩有超预期可能** 出口贸易自今年自 6 月份以来复苏迹象越来越明显，特别是随着传统出口旺季的到来，出口订单量迅速恢复；集运行业密集调高包括欧美线在内的各条航线的运费，并通过征收旺季附加费和燃油附加费等手段提高单箱收入；中国出口集装箱运价指数连续 11 周反弹，升幅超过 23%，其中欧线集运指数由 3 月份低点，反弹近 63%，表现最佳，地中海集运指数由低点也回升 59%，美西线表现相对平稳，但也连续 11 周上扬近 13%。船公司装载率提高，中海集运目前整体装载率达 95%；马士基部分航线出现爆仓和甩货现象；运输旺季气氛浓厚。

图 5：中国出口集装箱运价指数迅速上扬



资料来源：Wind

图 6：各航线运价全面提升

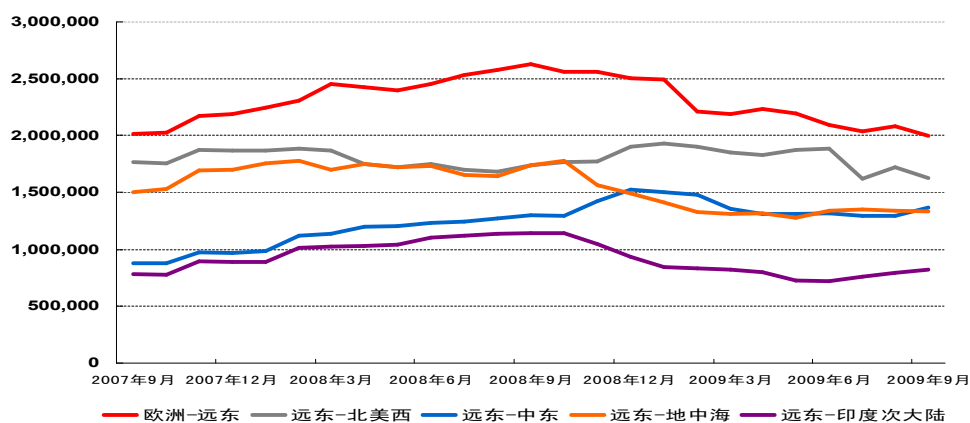


资料来源：中华航运网

由于运价和货量的回升，我们认为第三季度集运船公司的业绩将会得到明显的提升，并会大幅减少今年一、二季度累计的集运业务亏损，三季度业绩也存在超预期的可能。至于四季度集运行业是否仍然持续回暖，我们认为还有待观察，理由在于：

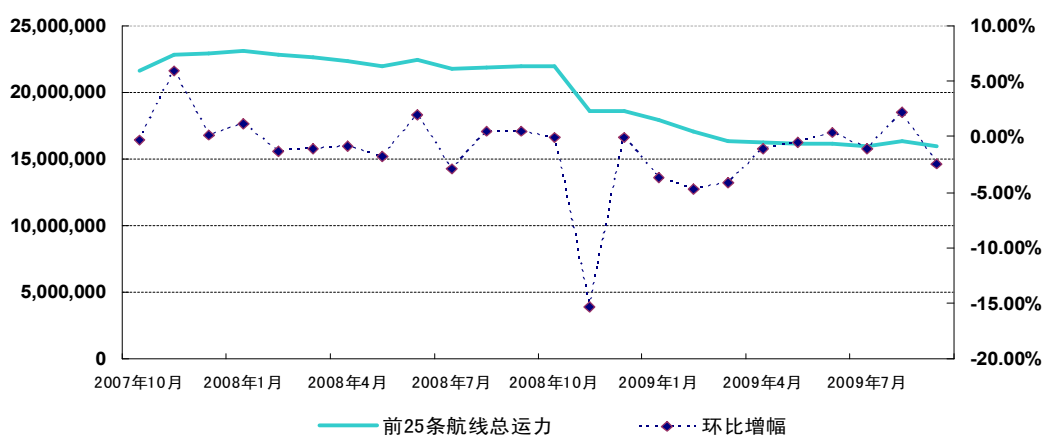
- ❖ 出口增长势头在 10 月底后将放缓，并逐步步入传统淡季，四季度是否会“淡季不淡”仍难判断；
- ❖ 今年圣诞订单由于经济局势不明朗，普遍推迟了 2 个月，赶工期现象导致三季度集运市场火爆的现象，如此运价上涨有事件驱动性意味，后续是否能保持增长势头还不明确；
- ❖ 6 月份以来的出口订单主要以反弹性恢复，贸易商不断以小批量订单来试探市场，且订单周期普遍缩短，显示进口方在经济环境诸多不确定情况下，仍比较谨慎；
- ❖ 由于产业转移，中国出口订单面临东欧和东南亚地区的竞争；
- ❖ 至 9 月 1 日排名前 25 位的主力航线集装箱运力环比下降 2.19%，排名前 3 位的欧洲至远东、远东至北美西和远东至中东运力环比分别下降 4.3%、5.2%和 5.8%。以往船公司通常是在 10-11 月开始调减运力，但今年 9 月初船公司就主动削减运力，有后续货源不足之嫌。

图 7：截止 9 月 1 日排名前 5 的航线运力开始小幅调整



资料来源：ci-online

图 8：排名前 25 的航线运力下调 2.19%



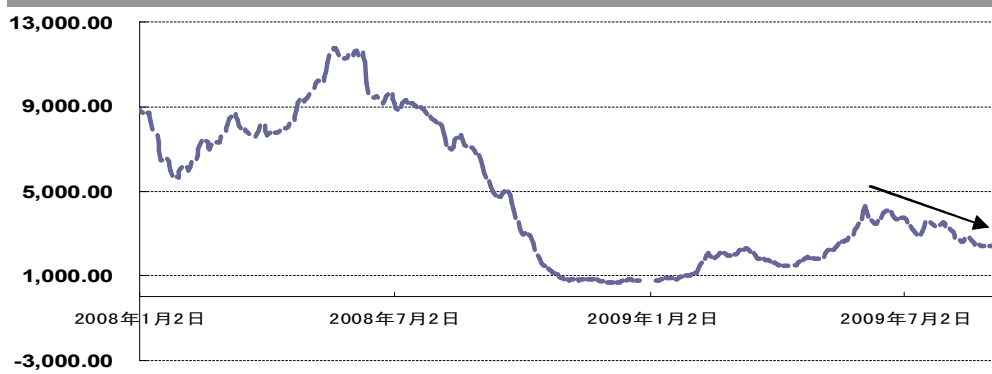
资料来源：ci-online

**从短期策略来看**，以出口缓步复苏为思路，集装箱运输企业仍然是我们四季度的首选；虽然集运市场运力过剩最为严重，但是集运行业市场集中度和市场透明度高，船公司对运力控制和议价能力都高于干散货和油运市场；另外，航运联盟和非联盟船公司联合限产保价决心较高，对维护成本线上运价起到了很积极的作用；集运企业的业绩弹性较大，一旦出口复苏明确，业绩将会大幅改善。

## 2. 关注沿海内贸散货运输持续走强

**四季度干散货运输表现难超预期** BDI 指数在 6 月份创新高后又一次演绎跌宕起伏的行情；8 月份，国内钢价持续下跌进一步拖累了干散货市场，截至 9 月份第二个交易周，钢材综合指数由 7 月高点下滑 18.7%，矿石综合指数则收跌 19.9%；BDI 指数也受此负面影响，由 6 月高点急挫 47%；虽然钢价仍未完全止跌，但跌幅已收窄，近期 BDI 也已连续 3 周缓步上扬约 4%。

图 9：BDI 综合指数由 6 月高点下挫近 50%



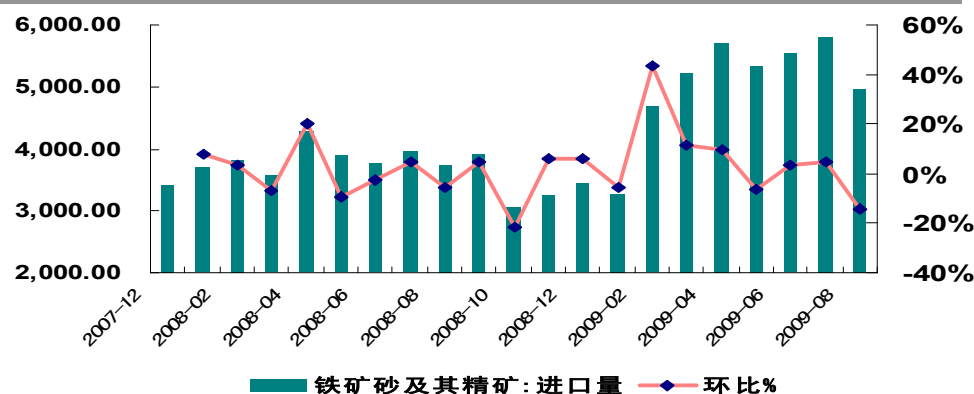
资料来源：Wind

我们认为钢铁行业诸多不确定因素，使四季度 BDI 指数难有超预期表现：

#### 不利因素：

- ❖ 国内钢价大幅跳水带动矿价下跌，钢厂与贸易商进口开始谨慎，铁矿石进口量下降，前期进口矿石已经出现 20 美元/吨的浮亏，国内外铁矿石价格倒挂逐步消除，抑制了对进口铁矿石的需求；
- ❖ 8 月份我国铁矿石库存仍保持在 7500 万吨以上的历史高位，而同月铁矿石进口 4968 万吨，虽然环比下降 14.5%，但仍然处于历史的高位；
- ❖ 目前的钢材市场面临着产能过剩压力，国内粗钢产量连续几个月处于较高的水平，后期钢材走势一时间难以企稳，影响散货运输的需求；
- ❖ 下半年，干散货船进入新船交付的高峰期，8 月份各干散货船型均出现运费回落；干散货运输仍处于行业的下降周期，全行业供需不平衡决定运费难有尚佳的表现。

图 10：09 年月度铁矿石进口量维持在历史的高端



资料来源：爱建证券整理

#### 有利因素：

- ❖ 受国内钢价大幅下跌、国际国内价差大幅收窄、出口退税诸多因素的影响，我国钢材出口连续出现环比

上升；

- ❖ 1至8月全国完成房地产开发投资 21,147 亿元，同比增长 14.7%，增幅比 1至7月提高 3.1 个百分点。各部委力促房地产开发投资，受此影响中国钢铁行业对铁矿石的需求还将维持在较高的水平；
- ❖ 美欧日等发达经济体经济复苏渐趋明朗，其对铁矿石和粮食运输需求支持了干散货运输价格。

综合来看，我们对于第四季度干散货运输市场的看法偏中性，当然我们也不排除钢价企稳、需求超预期，以及因新一轮长协价博弈引发的对干散货标的进行阶段性投资的机会。

**沿海散货运输短期内表现良好** 8 月份，沿海煤炭运输市场因季节性电煤运输需求增加；并且煤炭国内外价格倒挂现象逐渐扭转，进口煤对外贸煤炭替代作用减弱；加之今年南方地区遭受热带风暴，使得进口煤需求出现下滑；因而沿海内贸煤业务大幅反弹，相应内贸散货各航线运价稳步提升。

我们认为沿海内贸煤运季节性特征明显，传统 7、8 月份一直是煤电需求旺季，通常每年 9 月份以后，煤电需求就会大幅回落，该项业务对于相关上市公司（如：中海发展）的业绩提升较为短暂，对四季度业绩的影响较小。

图 11：中国沿海散货运价指数（分货类）

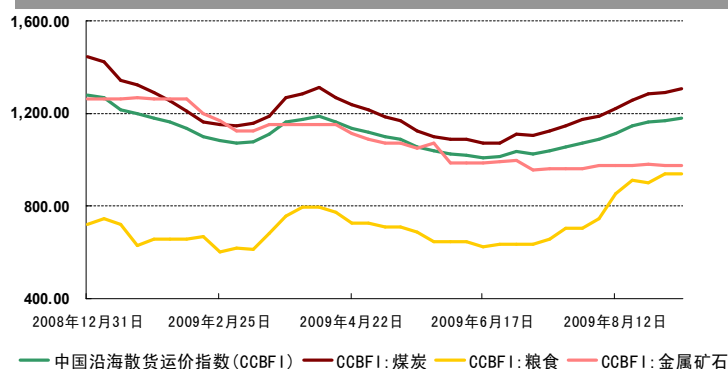
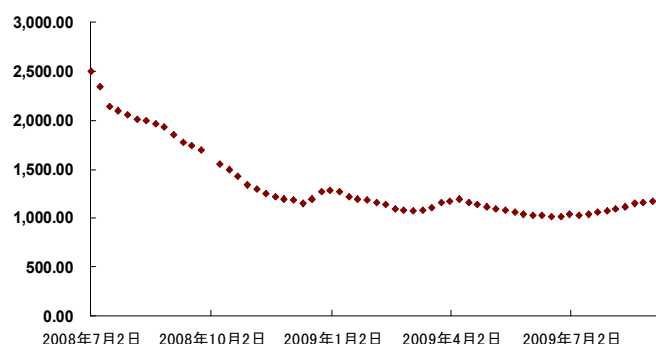
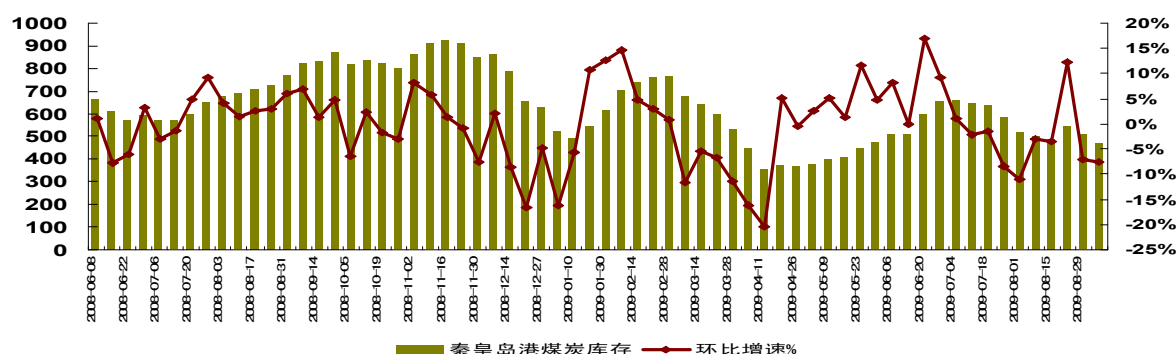


图 12：中国沿海散货物运价指数（综合）



资料来源：Wind，爱建证券整理

图 13：秦皇岛煤炭库存因季节性因素环比下降



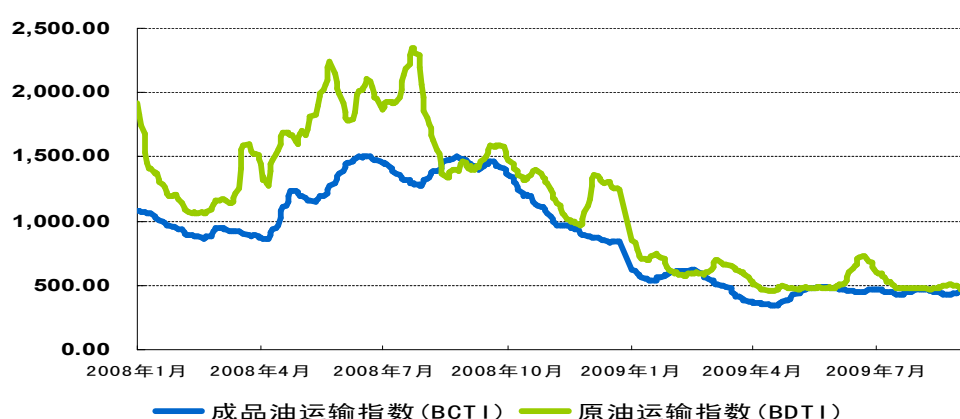
资料来源：Wind

### 3. 油轮运输中长线值得关注

油运市场持续低迷，油运价格在底部徘徊，各型油轮均在盈亏平衡点下运作；在经过了 80% 左右的大幅下跌后，目前原油和成品油运价指数都进入筑底阶段。低迷的运费迫使船东加速了撤单和拆船的进度，8 月油轮单月拆解量达 100 万载重吨，油轮订单减少 296 万载重吨；欧美等主要发达经济体对油产品的需求不振是阻碍油轮市场回暖的主因。

随着第四季度油产品需求进入传统旺季，油轮运价将会有相应的调整，但相关油运企业全年业绩下滑可能性很大，所以我们建议短期内可以回避相关的上市公司。

图 14：原油及成品油运指数在底部徘徊



资料来源：Wind

当然，从中长期投资思路考虑，我们认为对于相关油运上市公司股票（如：长航油运）可以在四季度逢低介入，我们的理由在于：

- ❖ 2010 年，marpool 公约规定的单壳油轮淘汰大限将至，届时如果全部淘汰成功，将大大降低未来运力增长的幅度，使今后几年运价回暖得到有力的支撑。据统计，截止 2009 年 8 月，全球单壳船队总运力达 62.72 万载重吨，约占全球总运力的 15%；
- ❖ 发展本国自己的油轮船队已经上升到国家战略的地位，而关乎中国能源安全的中国石油进口 80% 依靠外国船东来运输，中国船东目前没有一家运力排列在前十位，而中海和中远两家运力相加才只占全球份额的 2%；油运相关企业长期发展明确，市场空间巨大，且更易获得相关政策的支持。

### 4. 集装箱业务是港口业四季度关注重点

港口业是整个运输物流行业中的关键环节，也是航运企业的主要下游服务供应商之一，在此次金融危机中全行业也发生了深刻的变化，特别是我国集装箱港口吞吐量首次由高速增长转变为连续下滑态势：

- ❖ 分内外贸业务来看，今年上半年市场呈现出“内强外弱”的格局，这主要得益于 4 万亿经济刺激计划促

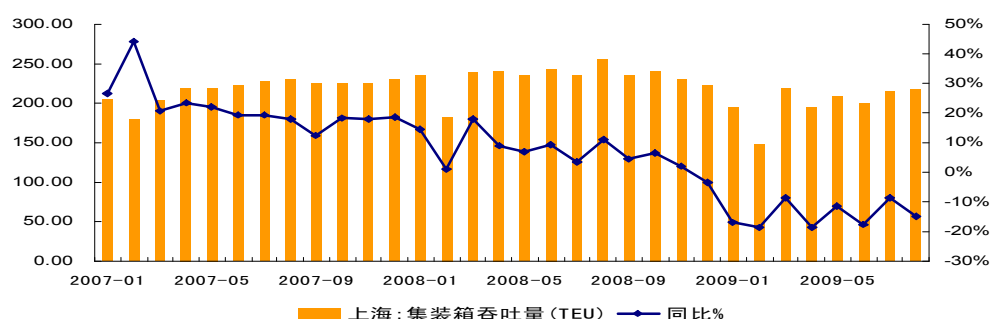
进了内贸运输需求的增加，内贸运输好于外贸运输成为今年显著的特点。我们相信内贸业务随着内需的增加，在四季度会持续增长；

- ❖ 分货物种类来看，港口金属铁矿石和石油制品吞吐量明显好于煤炭和集装箱；今年1至7月，全国港口金属铁矿石和石油制品吞吐量同比分别增加15.6%和9.6%，而煤炭和集装箱吞吐量同比分别下滑4.9%和11%；
- ❖ 分地区来看，北方港口总体表现好于南方，主要原因北方港口集装箱业务比重较轻，干散货、油品和煤炭业务比重比较大；而且同期北方集装箱业务表现也明显好于南方，如今年1至8月北方主要集装箱港口大连、天津和青岛录得集装箱吞吐量同比分别增加-1%、3%和2%，而同期上海、宁波和深圳则深度下滑14%、9%和20%；

**从运量指标来分析** 我们一向认为，港口行业的投资策略是上半年关注分红，下半年关注运输指标的表现；因此通过对于第四季度各个货类运输品种的预测，我们认为受益于出口阶段性复苏的集装箱港口业务，在今年第四季度有超预期表现的可能性最大，由此集装箱业务比重大的港口类上市公司成为我们重点关注的投资品种。

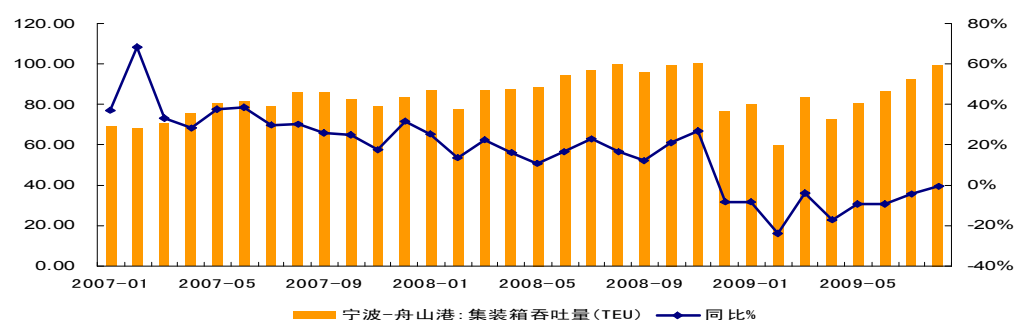
随着传统集装箱运输旺季的到来，加之欧美等发达经济体经济复苏迹象明显，我国各主要港口集装箱业务持续改善，近期的港口数据也应证了我们的看法：

图 15：上海港集装箱吞吐量连续 3 月环比上涨



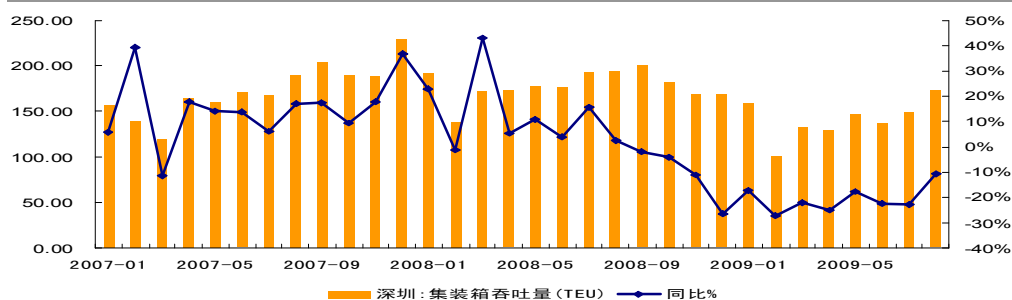
资料来源：公司资料

图 16：宁波港集装箱吞吐量 8 月份同比止跌回稳



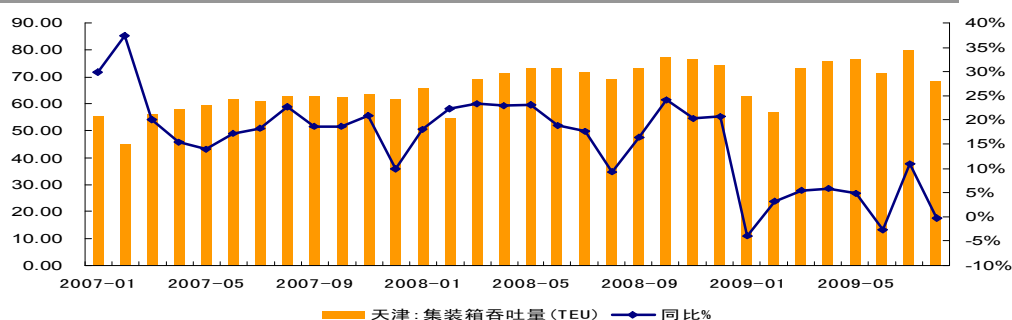
资料来源：公司资料

图 17：深圳港集装箱吞吐量同比跌幅 8 月收窄 12%



资料来源：公司资料

图 18：天津港集装箱业务全年实现增长无忧



资料来源：公司资料

**从政策扶持力度分析** 长三角地区和环渤海地区受到的政策扶持力度最大：

| 政策动向             | 关注点解读                                                                                                                                                                                                      |
|------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 建设上海国际航运中心指导意见出台 | <ol style="list-style-type: none"> <li>1. 协调长三角地区港口发展格局，促进港口间合作，避免恶性竞争；</li> <li>2. 大力发展沿海和江海水路集装箱集疏，缓解洋山港集装箱港口集疏能力上的瓶颈；</li> <li>3. 洋山港实施起运港退税政策，促进中转箱量的增长；</li> <li>4. 洋山保税区注册航运、物流仓储等企业免营业税。</li> </ol> |
| 天津港预计将获得国家政策扶持   | 天津港有望获得与上海港类似的建设国际航运中心的政策支持，成为中国港口第三极，从而奠定天津港在渤海湾港口群中的龙头地位。                                                                                                                                                |

从选择投资标的上来讲，我们更倾向于外贸和内贸业务并重，受政策扶持，并有资产注入题材的港口上市公司作为我们首选的投资目标。我们认为，内外贸港口业务将成为推动四季度港口行业业绩超预期的主要动力。

## 5. 行业投资策略

### 航运业

**从行业估值角度来看：**A 股航运板块一年表现弱于沪深 300 指数，目前行业 PE 估值水平约 49.1 倍，PB 为 2.61 倍；由于部分企业今年上半年每股收益处于负值，我们通过 PB 比较，板块 PB 仍低于整体交运板块的 PB 水平；从历史区间来看，行业 PE 和 PB 均处于历史估值区间的中部，估值基本合理；航运板块整体仍然处于行业萧条期，各运输品种运力和需求矛盾突出，但由于该板块前期涨幅落后于大势，随着三四季度出口集装箱业务可能带来的超预期增长，我们维持航运行业“中性”的评级。

图 19：航运板块 52 周以来整体表现弱于沪深 300 指数

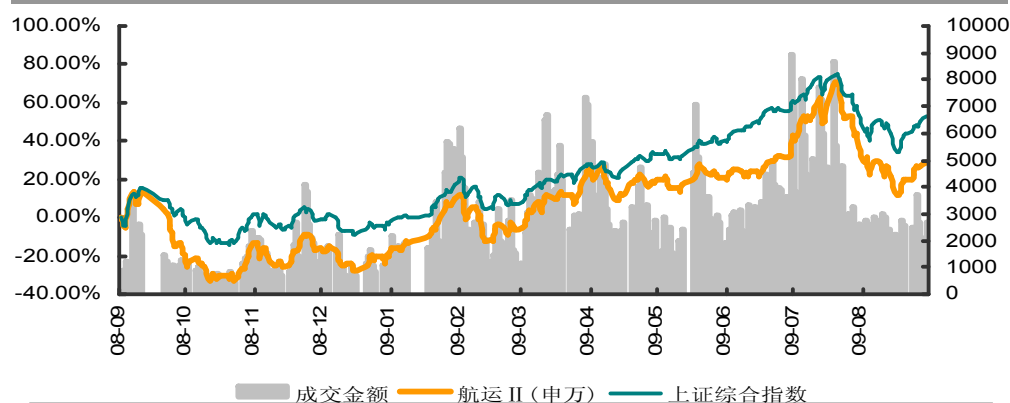
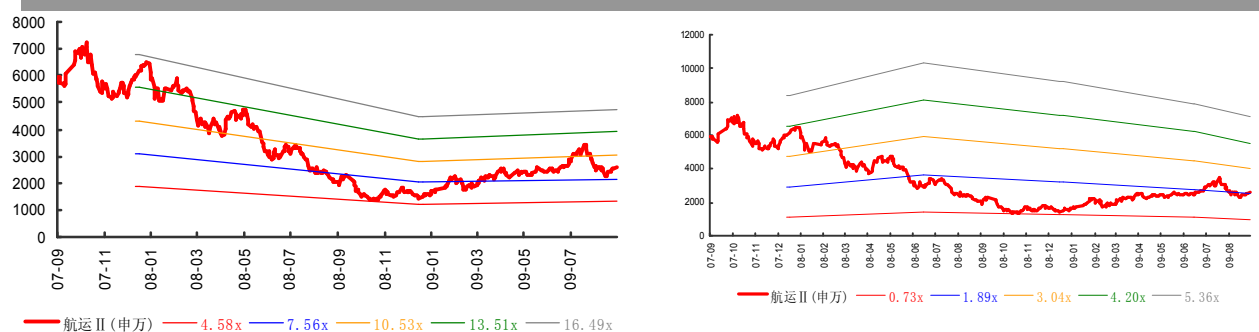


图 20：航运板块整体估值相对合理



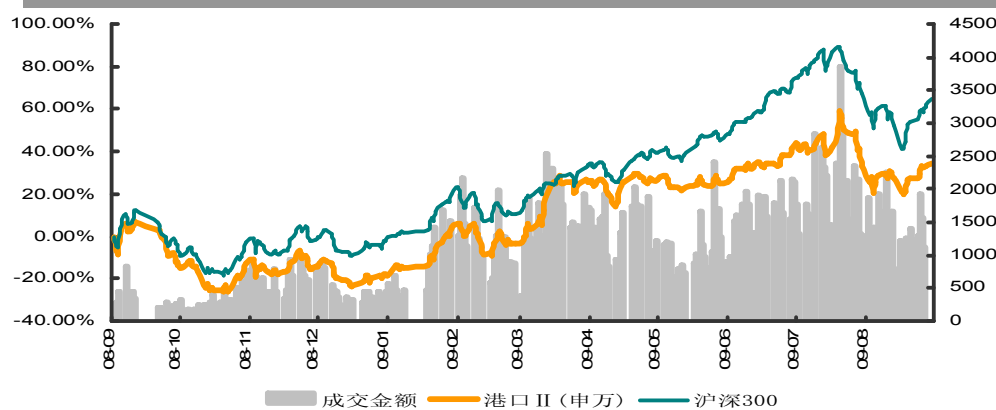
**从个股选择上来分析：**我们首选集装箱业务弹性最好的中海集运，理由在于：（1）中海集运是受益于集装箱业务反弹的最好标的；（2）中海集运没有加入联盟，其业务弹性较之加入联盟的船公司有更好的业绩弹性；（3）中海集运“内外兼修”，内贸集运市场份额占全国的 50%，将直接受益于内需拉动式的需求恢复；（4）中海集运注册地改至洋山保税区，直接受益于优惠的税收政策，加之中海集运是注册在上海的本地航运企业，在上海航运中心建设中获得优惠政策值得期待；（5）目前公司 PB 为 2.1，处于历史估值的中部，估值相对合理。

### 港口行业

**从行业估值角度来看：**A 股港口板块也未跑赢大势，目前港口板块的 PE 估值约为 34.7 倍，仍高于整体交运

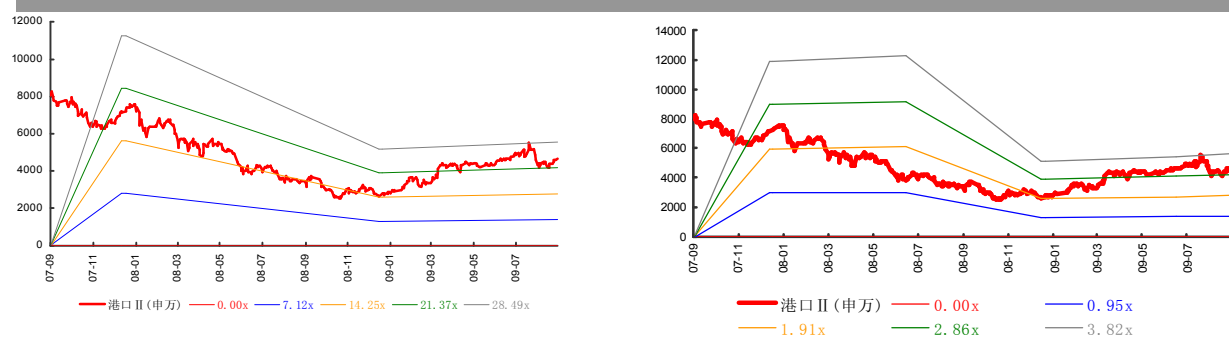
板块 26 倍左右的 PE 水平；从历史区间来分析，现阶段港口板块不论是从 PE，还是 PB 角度来看，均处在历史区间的上端，估值有一定压力；由于港口业绩可预测性较好，且经济向好预期下，吞吐量恢复较快，我们仍然维持港口行业“中性”评级。

图 21：港口板块 52 周以来整体表现弱于沪深 300 指数



资料来源：Wind

图 22：港口板块的整体估值并不便宜，PE 和 PB 均位于历史区间的上延



资料来源：Wind

**从个股选择上来分析：**我们首选天津港，理由基于（1）天津目标打造成中国经济的第三极，腹地货源潜力巨大，并且天津港有望获得国际航运中心政策支持，为成为东北亚航运枢纽打下基础，具有长期投资价值；（2）天津港整体上市预期浓厚，整体上市后，港口协同能力加强，能提高其整体在渤海湾区域的竞争力；（3）天津港目前 PE 为 21.5 倍，PB 为 2.11 倍，较港口板块约 35 倍市盈率和 3.35 倍市净率有较大的折让，更低于整体交通运输板块的估值，相对具有较好的估值优势。

出口复苏势头可能在四季度得到延续，我们认为盐田港和深赤湾 A 将是阶段性投资的很好标的，理由在于：（1）出口复苏，欧美集装箱运量具大，盐田港和赤湾港均是广东欧美线货物的主要处理港；（2）大铲湾和南沙均处在港口发展初期，对盐田港和赤湾港货物分流情况还不明显；（3）目前，盐田港和深赤湾 A 的市盈率均在 20 倍左右，相对港口板块整体市盈率有较大的折让，。

同时，我们也看好受益于“五点一线”东北振兴计划的锦州港和营口港，但该两家公司目前估值不具备明显优势，可待估值回落后，伺机逢低介入。

## 二、机场

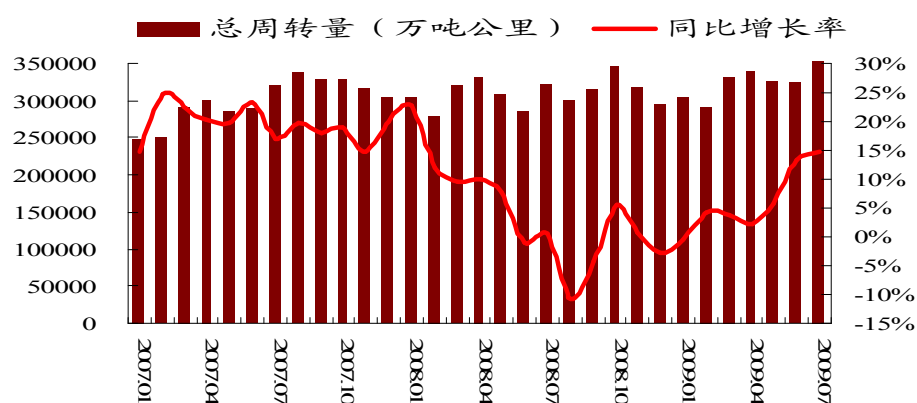
### 1. 民航总周转量指标增长较快，7 月创下了近年来的新高

我国民航总周转量数据于去年 8 月触底，同比大幅下滑 10.6%，随后一路反弹，其间虽有反复，但总体趋势向上，并于今年 6 月重回两位数增长，也是自 08 年 4 月份以来首次出现两位数增长。我们认为，民航总周转量数据的快速增长一方面得益于民航业的复苏，另一方面得益于去年同期汶川地震所造成的低基数效应。

从近几年的情况看，我国民航业上半年的总周转量数据一般会在 4 月份形成一个高点，5、6 月份的周转量相当，但较 4 月份环比下降。去年由于受汶川地震的影响，我国民航业 6 月份的总周转量数据较 5 月份有明显下降，环比降低 7.2%，据此我们认为今年 6 月的两位数增长更多是缘于去年同期的低基数效应。

7 月份，在学生暑期游的带动下，总周转量数据继续保持较快增长，增速高过 6 月份，绝对数更是创下了近年来的新高，反映了我国民航需求在真正复苏。

图 23：近 3 年民航总周转量数据及增长率



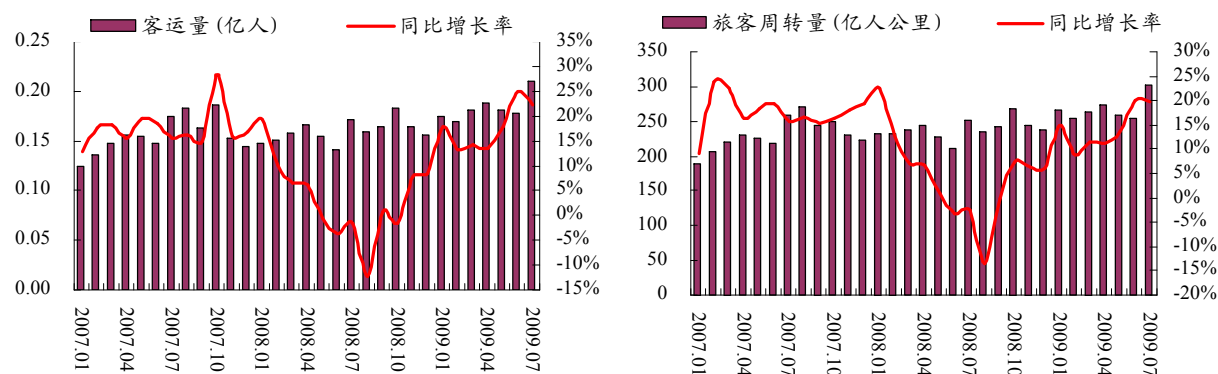
资料来源：中国民用航空局，爱建证券研发总部整理

### 2. 客运数据上涨加速，6、7 月涨幅达到 20% 以上

如同总周转量数据一样，5、6 月份我国民航业的客运数据在去年同期的低基数基础上，5、6 月份出现了加速上扬的态势，其中 6 月份的同比涨幅更是达到了 20% 以上，客运量和客运周转量分别同比增加 25% 和 20%，是自 07 年以来的次高增幅。

7 月份，随着高考和中招考试的结束以及学生暑期的来临，学生拉动的旅游需求进一步推动民航市场，增速较 6 月份有所回落，但仍然维持在高位，同比增幅为 20% 左右。

图 24：近两年民航月度客运量数据及增长率



资料来源：中国民用航空局，爱建证券研发总部整理

考虑到去年 8 月奥运前的签证收紧因素，我们认为我国的民航客运数据在 8 月份后会继续维持较快增长，已呈 V 型反转格局。

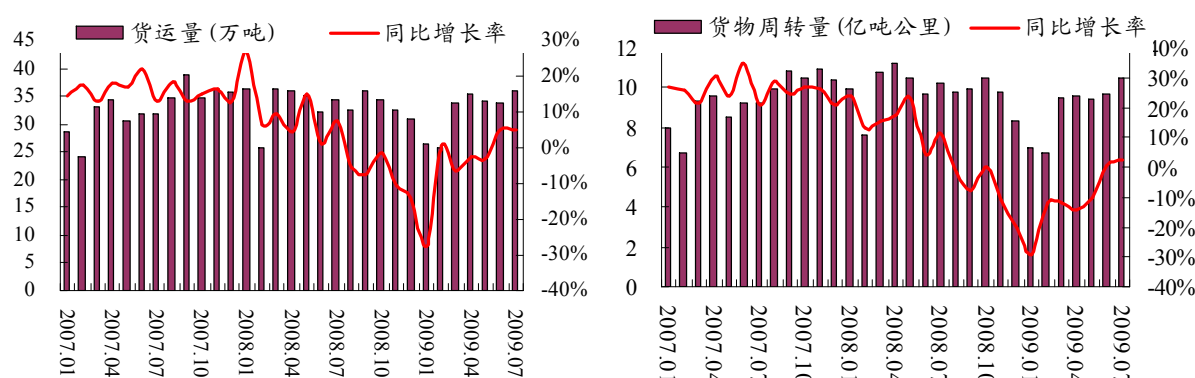
### 3. 货物周转量指标自 08 年 7 月以来首次出现正增长

08 年 8 月份以前，我国民航业的货运增长速度都是高于客运增速的，主要原因是货运业务占比较小，主要货种如电子产品等增长较快。金融危机爆发后，其他运输方式如公路、铁路、水路等对高端的民航货运需求形成替代，而客运需求由于具有一定的刚性，因此客运的下降幅度要低于货运。自去年 9 月起，民航货运的降幅首次超过客运并一直维持到现在，平均差距 20% 以上，最大差距出现在今年 1 月，达 44.2%，那时客运指标已有较大反弹，而货运指标则达到近年来的低位。

今年 1 月份后，民航货运指标一路反弹，跌幅不断收窄，至 6 月份货运量和周转量指标出现了自 08 年 7 月以来的首次正增长，其中 6 月份货运量同比增长 4.9%，货物周转量同比增长 0.6%。

7 月份后，货运量增长的局面继续延续，货运量和周转量指标分别同比增长 5.4% 和 2.4%，较 6 月份有所扩大。

图 25：近两年民航月度货运量数据及增长率



资料来源：中国民用航空局，爱建证券研发总部整理

#### 4. “客强货弱，内强外弱，内地强沿海弱”的局面将缓慢改观

从以往历次经济周期看，货运量受 GDP 增速的影响均大于客运量，例如 1997—1998 年亚洲金融危机期间，货运量下滑的幅度就大于 GDP 和客运量的跌幅。同样，受金融海啸影响，自 08 年 8 月份以来，我国民航业的客运增速都是好于货运增速的。

图 26：近两年中国民航各类航线  
客运量增长率

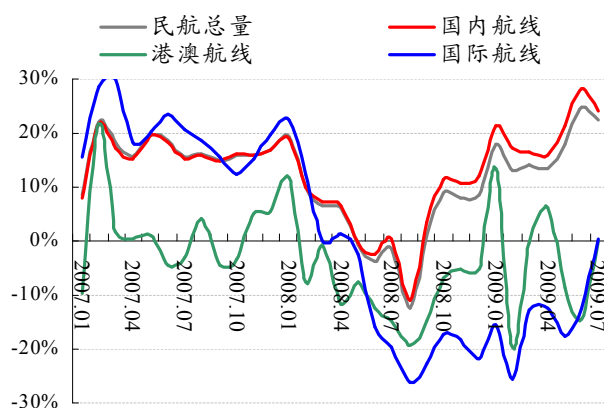
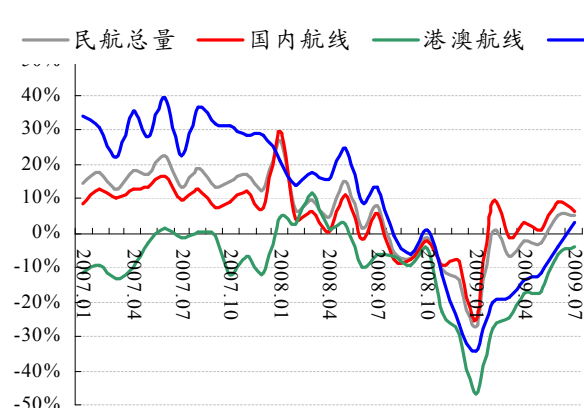


图 27：近两年中国民航各类航线  
货运量增长率



资料来源：中国民用航空局，爱建证券研发总部整理

分航线看，08 年下半年以来，国际航线的运量指标下降较快，这一点我们也可以从运量和周转量的数据也可以看出，无论是客运还是货运指标，去年年底以来的周转量增幅均弱于运输量，这也就说明民航运输的平均里程数正在下降。

目前，外围经济正处于复苏过程中，我们民航业“客强货弱，内强外弱，内地强沿海弱”的局面虽会继续延续，但差距将逐渐缩小。

#### 5. 上半年机场板块收入小幅增长，利润小幅下滑

从已发布的中期业绩报告来看，整个机场板块 09 年上半年实现营业收入 42.67 亿元，较上年同期增长 3.89%；实现净利润 9.1 亿元，较上年同期下滑 3.74%，整个板块呈现增收不增利的局面。机场板块 09 年上半年的毛利率为 41.13%，较去年同期下滑 1.64%，平均 EPS0.23 元，平均市盈率 29.87 倍，平均市净率 2.23 倍，估值基本合理。

表 1：机场类个股 09 年中报各主要指标情况

| 公司名称 | 营业收入<br>(亿元) | 增长率<br>(%) | 营 业<br>利 润<br>( 亿<br>元) | 增长率<br>(%) | 净 利<br>润 (亿<br>元) | 增长率<br>(%) | 毛 利 率<br>(%) | 同比增<br>长 (%) | 中 期<br>EPS(元) | 市盈率<br>(PE) | 市净率<br>(PB) |
|------|--------------|------------|-------------------------|------------|-------------------|------------|--------------|--------------|---------------|-------------|-------------|
| 上海机场 | 15.7         | 0.0        | 3.4                     | -47.8      | 2.8               | -47.8      | 30.5         | -10.4        | 0.13          | 52.5        | 2.2         |
| 白云机场 | 15.5         | 2.5        | 3.6                     | -3.0       | 2.7               | -1.9       | 42.9         | -1.0         | 0.22          | 20.2        | 1.7         |
| 深圳机场 | 7.9          | 2.4        | 3.6                     | -6.9       | 2.9               | 146.8      | 52.5         | -2.9         | 0.17          | 21.0        | 2.5         |
| 厦门空港 | 3.5          | 41.0       | 1.5                     | 51.4       | 1.2               | 53.0       | 54.9         | 1.9          | 0.38          | 20.2        | 3.8         |

资料来源：Wind 资讯，爱建证券研发总部整理

从机场类个股来看，上海机场上半年表现最差，业绩指标全面下滑，主要是受国际航线的拖累；2 季度的业绩较 1 季度的业绩有明显的好转，净利润环比增长 55.85%；由于存在资产注入和业绩改善的预期，公司的估值有点偏高。厦门空港上半年表现最好，利润指标较去年同期增长 50%以上，主要原因是 08 年 7 月资产收购带来的业绩增厚以及机场流量的增加；受益于内地发展和经济复苏，预计公司在今后几年将持续处于上升通道中。

## 6. 重点推荐上海机场

从机场板块的估值看，4 支个股中有 3 支 PE 为 20 左右，PB 小于 2.5，估值基本合理。我们预计上海机场资产注入一事将在下半年取得实质性进展，虹桥机场注入上海机场将成为大概率事件，从而有望带动机场板块整体走高。

在机场板块中，我们比较看好上海机场。同大部分观点一样，我们认为由于去年同期业绩的大基数效应，09 年第 1 季度依然是公司的业绩低点，具体原因如下：(1)、去年第 1 季度，公司的客运量、货运量数据虽然较 07 年 4 季度有所下降，但降幅尚不明显；(2)、自去年 3 月 1 日起，新机场收费制度改革开始实施，对公司去年后 3 个季度的负面影响较大；(3)、浦东机场二期工程的 T2 航站楼和第 3 条跑道从去年 2 季度才开始计提折旧，对后 3 季度的业绩产生了较大的负面影响。另外，下半年随着外围经济的复苏，上海机场受益程度最大，因为它在几大机场类上市公司中国际航线占比最重。上海机场还受益于世博会、上海航运中心和迪斯尼等概念。预计 09 和 10 年 EPS 分别为 0.4 和 0.60 元，给予“推荐”评级。

## 二、民航

### 1. 目前民航业的客座率和载运率已回至春节时水平

客座率的走势基本与客运量指标一致，而载运率的走势基本与货运量指标一致，分别在 2008 年 8 月和 2009 年 1 月跌至谷底，随后强劲反弹。只是无论从下滑的绝对值还是反弹的相对值来看，客座率的表现均好于载运率。

3 月份民航业进入传统淡季，民航的客座率和载运率指标均出现了下跌。但 3 月份后，两个指标迅速重拾升势，继续反弹，其中客座率增幅已连续 4 个月为正，而载运率也在 7 月份再次转正。目前，客座率和载运率已基本回至春节时的水平，表明民航需求恢复较好。

图 28：近 3 年中国民航各类航线客座率及增长率

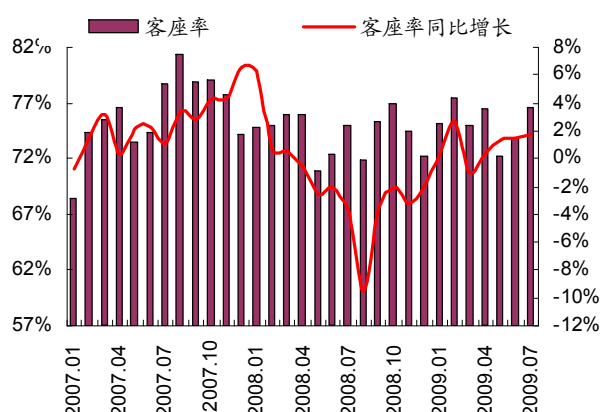
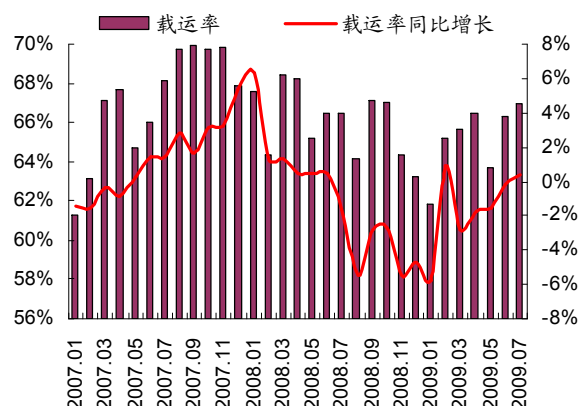


图 29：近 3 年中国民航各类航线载运量及增长率



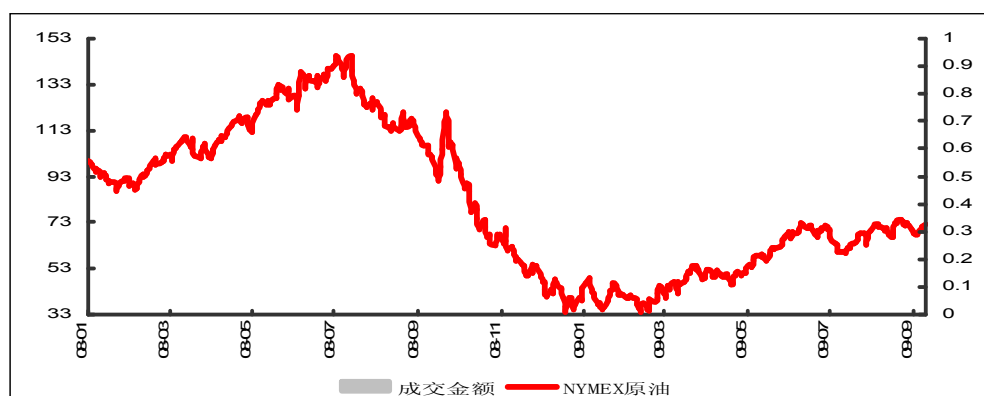
资料来源：爱建证券研发总部整理

## 2. 预计民航业 09 年航油成本将同比降低 40%

随着油价的不断上涨，航油成本占公司总成本的比例越来越大。08 年南方航空和 ST 东航的航油成本分别为 230.86 和 184.88 亿元，同比增长 26.0% 和 22.30%，占公司营业成本的比例分别为 42.8% 和 43.0%。

经过几次调整后，我国的航油价格已基本与国际接轨。去年全年 NYMEX 原油的平均价格为 99.75 美元，而今年前 8 个月 NYMEX 油价的均值为 55.68 美元，同比降低 44%。虽然下半年油价仍存在上涨的可能，但肯定低于去年的均值，我们预计降幅应该在 40% 以上，较去年同期大幅降低。

图 30：近两年 NYMEX 原油的价格走势



资料来源：Wind 资讯，爱建证券研发总部

### 3. 套保转回将大幅增厚国航、东航业绩

在 5 家民航类上市公司中，为了对冲原油价格上涨的风险，中国国航、ST 东航和 ST 上航均进行了一定的航油套期保值。其中，国航和 ST 东航的套保数额巨大，在去年油价大幅下跌时分别计提了 74.72 和 64.85 亿元的公允价值损失。随着油价的上涨，这部分套保损失将极大的降低并转化为公司的利润。

根据国航和 ST 东航的公告，若油价较 2008 年 12 月 31 日的收盘价 45 美元/桶上涨或下跌，它们的公允价值损失减少如下：

**表 2：国航和 ST 东航套保损失的敏感性分析**

| 油价波动幅度 |       | -30% | -20% | -10% | 10% | 20% | 30% |
|--------|-------|------|------|------|-----|-----|-----|
| 套保损失减少 | 中国国航  | -6   | 6    | 15   | 32  | 38  | 44  |
| (亿元)   | ST 东航 | 2    | 9    | 16   | 27  | 32  | 36  |

资料来源：上市公司公告，爱建证券研发总部整理

2009 年上半年，国航转回的燃油套保合约公允价值损失达到 40.03 亿元，扣除实际交割引起公允价值变动 25.53 亿元，贡献净收益 14.50 亿元；ST 东航也实现套保收益 27.94 亿元，这部分非经常性损益为两大航下半年的赢利提供了保证。

### 4. H1N1 对民航需求产生了一定程度的打压

作为一种高端运输方式，民航需求与 GDP 增速的相关性非常高。新千年以来，除了 2003 年的 SARS 冲击外，民航周转量和 GDP 的弹性系数基本保持在 1.4-1.5 之间。而在 SARS 抑制的需求得到充分释放的 2004 年，我国民航客运量出现了 38% 的爆发式增长。

近日，中国包括山东、江苏、河南、四川、陕西、广西、广东、湖南等多个省区报告甲型 H1N1 流感聚集性病例。截至 10 日，内地累计报告甲型流感确诊病例 6968 例，疫情对中国入境旅游产生了明显的不利影响，对民航需求也形成了一定的打压，这在近期港澳航线的运量数据上表现得尤为突出。

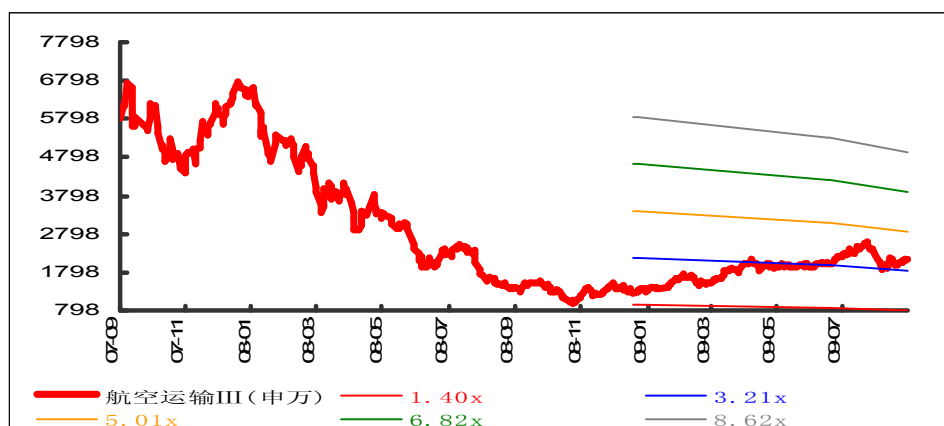
我们认为随着 H1N1 疫情的逐步缓解，压抑的民航需求会得到进一步的释放，从而带动整个民航板块估值重心的上移。

### 5. 上半年套保收益等促使公司业绩大幅增长

从已发布的中期业绩报告来看，整个民航板块 09 年上半年实现营业收入 782.96 亿元，较上年同期下降 12.58%；实现净利润 43.96 亿元，较上年同期增加 34.99%，整个板块净利润的提高主要得益于套保、民航基金返还等非经常性损益。民航板块 09 年上半年的毛利率为 11.14%，较去年同期下滑 1.99%，平均 EPS0.06

元，平均市盈率 25.97 倍，平均市净率 5.66 倍，估值处于相对低位。

图 31：近两年民航指数及板块市净率



资料来源：Wind 资讯，爱建证券研发总部

从民航类个股来看，中国国航和 ST 东航由于拥有巨大的套保收益，业绩表现最为突出，上半年每股收益分别为 0.25 元和 0.24 元，较去年同期大幅增长 100% 以上。ST 上航的业绩表现最差，上半年录得 0.084 元的亏损，海南航空和南方航空则小幅赢利 0.05 元和 0.006 元。

表 3：民航类个股 09 年中报各主要指标情况

| 公司名称   | 营业收入<br>(亿元) | 增长率<br>(%) | 营业利润<br>(亿元) | 增长率<br>(%) | 净利润<br>(亿元) | 增长率<br>(%) | 毛利率<br>(%) | 同比增长<br>(%) | 中期<br>EPS(元) | 市盈率<br>(PE) | 市净率<br>(PB) |
|--------|--------------|------------|--------------|------------|-------------|------------|------------|-------------|--------------|-------------|-------------|
| 中国国航   | 224.1        | -12.7      | 17.9         | 31.9       | 286467.5    | 100.0      | 15.3       | 10.2        | 0.25         | 16.8        | 4.3         |
| 南方航空   | 248.8        | -9.2       | -14.1        | -564.4     | 14800.0     | -72.8      | 10.5       | 7.2         | 0.01         | 564.5       | 6.1         |
| ST 东航  | 175.0        | -15.8      | -0.2         | 95.4       | 120574.8    | 2358.3     | 3.6        | 5.3         | 0.24         | 18.6        | -12.9       |
| 海南航空   | 67.9         | -1.3       | 0.0          | -100.5     | 18068.9     | -44.2      | 19.5       | 17.6        | 0.05         | 48.6        | 2.7         |
| *ST 上航 | 54.4         | -22.5      | -5.5         | -497.6     | -8101.4     | -28.7      | 9.9        | 10.7        | -0.08        | -43.5       | 7.0         |

资料来源：Wind 资讯，爱建证券研发总部整理

## 6. 投资策略及建议

2008 年对民航业来说是极为艰难的一年，上半年油价疯涨，下半年需求下滑，中间再夹杂一些短期事件如雪灾、地震和奥运会的冲击，民航业陷入全面亏损，进入了自非典以来的最困难时期。

我国民航总周转量数据于去年 8 月触底，同比大幅下滑 10.6%，随后一路反弹，其间虽有反复，但总体趋势向上，并于今年 6 月重回两位数增长，也是自 08 年 4 月份以来首次出现两位数增长，国内航线基本已呈 V 型反转格局。国际航线一直落后于国内航线，但近期也有企稳的迹象，7 月份客运和货运指标均首次出现正增长。

不利的是，油价上涨会增加公司的航油成本，但我们预计民航业的航油成本总体上仍将较去年减少40%左右。另外，油价上涨后会使得国航和ST东航等拥有大量套保的公司转回套保损失，可部分的中和油价上涨的不利影响。

综上，我们预计民航板块下半年的业绩将与上半年基本持平，主营业务仍将录得赢利。

在民航板块中，我们一直建议关注中国国航，原因如下：①. 公司以北京和成都为航空基地，08年受各种事件的影响要大于其他公司，08年基数较低；②. 前几月份，公司的 RPK 增速在各家民航类上市公司中已名列前茅，5月份后会进一步扩大；③. 08年年报会计提巨额套保损失，随着航油期货价格突破70美元，09年将部分转化为利润；④. 即使不考虑公允价值收益，也是几大航中盈利最好的一家；⑤. 公司国际航线占比最重，下半年随着外围经济的复苏，公司在几大民航类上市公司中受益最大。我们将公司09年度的业绩由0.40元上调至0.48元，继续给予推荐评级，年内目标价10元。

## 投资评级说明

报告发布日后的6个月内, 公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

### ● 公司评级

强烈推荐: 预期未来 6 个月内, 个股相对大盘升幅 20%以上

推 荐: 预期未来 6 个月内, 个股相对大盘升幅 5%~20%

中 性: 预期未来 6 个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内

回 避: 预期未来 6 个月内, 个股相对大盘跌幅 5%以上

### ● 行业评级:

强于大市: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘涨幅 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间;

弱于大市: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘跌幅 5%以上;

## 重要声明

本报告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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。