

深度报告

港口铁路物流

港口铁路物流 2010 年年度投资策略

谨慎推荐

(上调评级)

2009 年 12 月 9 日

本报告的独到之处

- 揭示二种独特的港口吞吐量系统的预测方法、并提供可相互印证、完全吻合的结论
- 揭示物流及供应链企业的投资逻辑及判断依据

一年该行业与上证综指走势比较



资料来源：国信证券经济研究所

相关研究报告：

《10 月港口月报：港口吞吐量略降不改持续向上趋势》——2009-11-24

《09 年 3-10 月港口月报》

《09 年 6-9 月港口、铁路数据库》

分析师：孙菲菲

电话：0755-82133400

E-mail: sunff@guosen.com.cn

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，其结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明。

行业投资策略

外贸拉动行业重逢投资机会

● 集装箱的需求波动对区域外贸波动、美国消费支出均呈正相关

回归分析揭示港口的集装箱吞吐量的波动与区域的外贸波动基本同步，我们通过“区域外贸-区域总箱量-区域港口箱量”的系列方法预测了港口箱量；同时，沿海港口的集装箱吞吐量增速与美国的消费支出波动弹性均值为 4.8。通过上述二种预测方法，我们本次得出了完全吻合的集装箱箱量增长率-15%。其中上海港、天津港及深圳港 2010 年的吞吐量增速分别为 9.1%、10.1%及 8.2%。

● 2010 年外贸增长 22%、货物吞吐量增长 9%

基于国信宏观关于 2010 年中国 GDP 和外贸增速分别 10.8%和 22%的结论，我们依次预测 2010 年港口的进口铁矿石、煤炭、进口原油的吞吐量增速分别为 3%、6%和 10%；并综合各货类及箱量增长，得出全国的港口货物吞吐量增速为 9%。

● 铁路市场化进程不可逆转、广深铁路的资产注入预计明年内实施

大秦铁路在 09 年底的资产注入方案在股东会通过，此次方案的重点是通过太原局原有国铁线路的提价，提升注入资产的盈利水平。广深铁路的资产注入预计也将在 2010 年实施，届时特殊运价方案也应囊括其中；铁路运输业可期待长期的运价提升及份额提升。但山西中南通道和武广客专分别在 09 年底和 11 年通车可能对大秦、广深铁路产生一定的分流影响。

● 物流及供应链企业的股价与笔记本电脑销量走势方向趋同

全球知名公司预测全球 2010 年的个人电脑及半导体销量将分别增长 13%和 23%，根据以往的股价关系来看，明年的供应链企业公司的盈利及股价有一定的上行空间。

● 给予港口和铁路、物流行业“谨慎推荐”和“中性”的投资评级。

分别给予港口行业谨慎推荐的投资评级（上调）、铁路行业为谨慎推荐的投资评级（维持）、物流行业为中性的投资评级（维持）。我们的建议配置为：天津港、大秦铁路、上海港、深赤湾及怡亚通。

重点公司盈利预测及投资评级

代码	公司	总市值 (百万元)	昨收盘 (元) 2009-11-27	EPS 2009E	EPS 2010E	PE 2009E	投资评级
600717	天津港	19276.6	11.51	0.39	0.42	30	谨慎推荐
600018	上港集团	118807.9	5.66	0.19	0.23	31	谨慎推荐
601006	大秦铁路	141446.7	10.9	0.48	0.66	23	谨慎推荐
000022	深赤湾 A	9078.3	14.08	0.69	0.72	20	谨慎推荐
002183	怡亚通	16.9	370.7	0.25	0.57	68	谨慎推荐

资料来源：公司资料和国信证券预测

投资摘要

关键结论与投资建议

我们在本篇报告中着重于研究经验的总结与整理，分析给出了集装箱、货物、物流行业等的独特的预测逻辑及方法，与投资者共同探讨。我们给予 2010 年的港口业、铁路运输业和物流行业的投资评级分别为：谨慎推荐（上调）、谨慎推荐（维持）、中性（维持）。对于重要的行业数据，我们的主要预测结论如下（中性情形）：

1) 2010 年港口集装箱及货物吞吐量增速分别为 15%和 9%；2) 进口铁矿石、煤炭、进口原油的港口吞吐量增速分别为 3%、6%和 10%；3) 铁路的客运、货运量将稳定增长；4) 2010 年全球半导体销量将增长 23%，显示 IT 制造业的向好趋势，供应链企业的股价将随 IT 产品销量上升。

我们的建议配置为：天津港、大秦铁路、上海港、深赤湾及怡亚通。

核心假设或逻辑

我们做出上述判断的主要依据是国信宏观小组的结论：2009 年中国 GDP 增速为 8.5%，2010 年 GDP 增速将回升至 10.8%；先导产业的地产和汽车明年将呈现“前高后低”的同比趋势，2010 年进出口的增速约为 22%，其中进口和出口同比增速最高将出现在 1 月和 2 月。

与市场预期的不同之处

市场认为港口的集装箱吞吐量增速 2010 年可能在 10%以内，我们认为低基数和高外贸增长的作用下，沿海港口的集装箱吞吐量增速将达到 15%；

市场认为铁路运输未来的运量增长难以超预期，因此铁路运输股的投资机会未到；我们认为铁路运输改革进展一直缓慢，但大秦铁路本次给予的特殊运价及收购方案的增厚程度均超预期，且 2010 年预计广深铁路的资产注入和京沪铁路等 IPO 等均可能实施，铁路改革将大面积铺开，上市公司可能持续获得现有资产注入；铁路运输业值得长期投资者关注；

我们认为物流（供应链）企业的股价与 IT 设备（特别是笔记本电脑）的销量走势基本相同，半导体销量指数可为投资提供部分决策依据。

股价变化的催化因素

外贸增速持续加速将改善投资者对于港口行业的看法，资产注入、新码头达产将提高公司资产及收入规模。

核心假设或逻辑的主要风险

1、中国 GDP 增长及外贸增速不如预期；

2、外围美欧日经济回暖不如预期、国内的地产、汽车、钢铁、煤炭行业增长不如预期。

内容目录

行业回顾 前三季度跑输大盘	5
09 年交运行业平均跑输大盘 26 个百分点	5
外贸自低谷持续回暖	5
港口吞吐量“旺季不旺” 期待明年“淡季不淡”	6
铁路投资增长 73%，客运微升 货运微降	6
社会物流总额由下降转正	7
行业展望 外贸畅旺在 1 季度	7
国信宏观判断 2010 外贸增长 22%.....	7
行业展望 港口货物吞吐量 2010 年增长 9%	8
回归分析：提供港口吞吐量预测的基本逻辑框架	8
港口货物吞吐量 2010 年增长 8.7%，产能利用率持续下降	9
2010 年煤炭吞吐量平稳增长 6.4%至 5.8 亿吨	10
2010 年铁矿石进口量将增长 2.7%至 6.1 亿吨	10
行业展望 铁路有可能延续资产注入及运价提升	11
铁路客运量、货运量预计将稳定增长	11
客运专线将分流航空客源 煤炭中南部通道 2011 年通车	12
铁路的市场份额及运价均将提升	13
广深铁路的资产注入预计也即将实施	13
行业展望 物流股价将随 IT 产品产销量提升	14
物流股价与 IT 产品的销量的趋势基本相同	14
全球个人电脑与半导体销量的变化趋势也基本相同	14
2010 年全球个人电脑和半导体销量将增长 12.6%和 23%	15
行业投资评级及策略建议	15
行业投资评级与策略建议	15
交运行业目前不具有明显的估值优势	15
推荐公司及盈利预测	16

图表目录

图 1: 09 年以来行情回顾.....	5
图 2: 中国外贸进出口增速统计（月度）	6
图 3: 中国外贸进出口增速统计（年度）	6
图 4: 港口货物吞吐量当月增速	6
图 5: 港口集装箱吞吐量当月增速	6
图 6: 铁路旅客周转量当月值	7
图 7: 铁路货物周转量当月值	7
图 8: 社会物流总额	7
图 9: 物流总费用增长 6.4%.....	7
图 10: 港口集装箱推测逻辑图	8
图 12: GDP 增速与沿海货物增速	10
图 12: 2010 年港口主要货类预测	10
图 13: 铁矿石国产产量与进口量	11
图 14: 全国铁路煤炭运量	12
图 16: 十大客运专线示意图	12
图 17: 山西省中南部铁路通道示意图	12
图 18: 1965-2005 年美国货运周转量（百万吨公里）	13
图 19: 美国不同交通方式周转量指数（1996=100）	13
图 20: 中国笔记本电脑产量增速与怡亚通股价变化	14
图 21: 中国笔记本电脑产量增速与飞马国际股价变化.....	14
图 22: 全球半导体销量与 IT 产品销售的关系	14
图 23: 港口增速变化趋势	15
图 24: 交运板块与全体 A 股的估值比较图	16
图 25: 估值分布图	17
表 1: 国信宏观判断结论	8
表 2: 珠三角、长三角、京津唐地区的外贸增速预测结论	9
表 3: 主要集装箱港口吞吐量预测/箱量	9
表 4: 主要集装箱港口吞吐量预测/增速	9
表 5: 港口主要货类预测表	10
表 6: 主要港口吞吐量预测---煤炭	11
表 7: 主要港口吞吐量预测---铁矿石	11
表 8: 交运行业评级	16
表 9: 重点公司盈利预测及估值	17

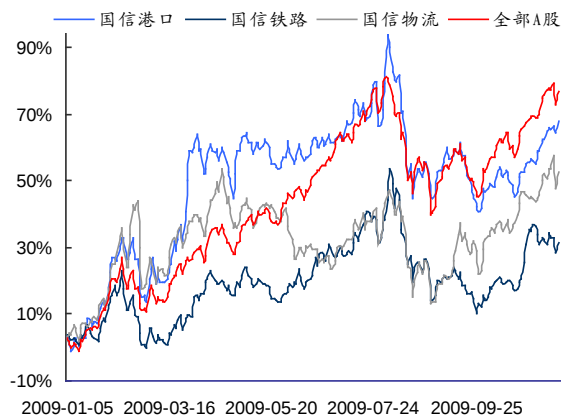
行业回顾 前三季度跑输大盘

09 年交运行业平均跑输大盘 26 个百分点

09 年港口、铁路和物流三个子板块平均跑输全体 A 股约 26.3 个百分点，港口上半年基本与大盘同步，9 月大盘加速上涨时，开始跑输，年初以来共跑输 9 个百分点；铁路在年初时有一定表现，2 季度低迷之后，9 月虽然与大盘一起上涨，但年初以来仍跑输 45 个百分点；物流自 2 月起跑输大盘，年初至今共跑输 24 个百分点。

这与我们 09 年年度策略观点《扩容不利 否极泰来尚有时》里的基本一致，“铁路、港口、水运等交通基础设施，将因大规模的提前建设，导致分流效应和产能利用率的进一步下降，盈利水平面临压力。” 09 年以来股价走势基本反映了市场对这一结论的接受。

图 1：09 年以来行情回顾



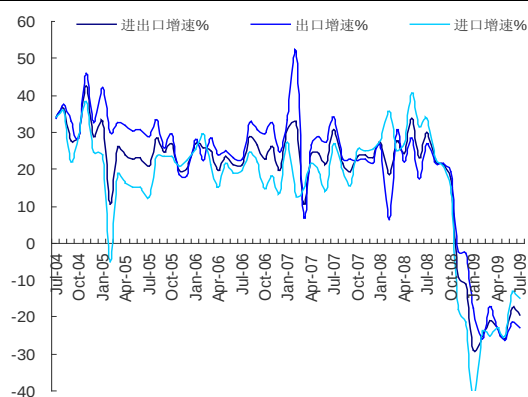
资料来源：WIND 国信证券经济研究所

外贸自低谷持续回暖

受金融危机的影响，09 年前 10 个月，我国外贸累计进出口总值 17554.9 亿美元，同比下降 19.9%，其中出口 9573.6 亿美元，比降 20.5%，进口 7981.3 亿美元，比降 19%；剔除价格因素，前三季度出口和进口分别实际下降了 16.2% 和 3.5%。

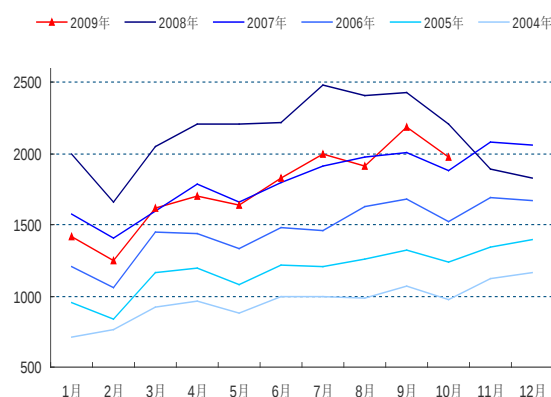
09 年 6-10 月的月均进出口总额比 1-5 月大幅回升 29.7%，外贸自低谷开始稳步回升态势明显。

图 2: 中国外贸进出口增速统计 (月度)



资料来源: CEIC, 国信证券经济研究所

图 3: 中国外贸进出口增速统计 (年度)



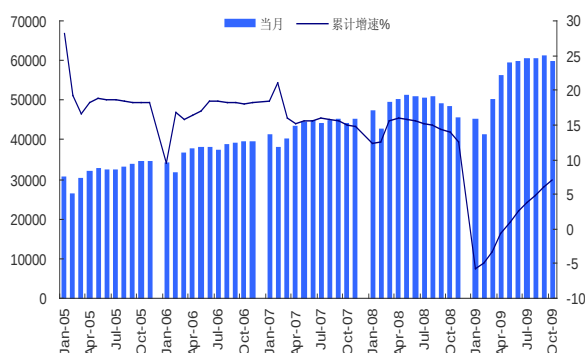
资料来源: CEIC 国信证券经济研究所

港口吞吐量“旺季不旺” 期待明年“淡季不淡”

在国家的经济政策刺激下, 港口吞吐量增速自低谷稳步恢复到08年8月国际金融危机前的水平。但是09年各港口, 尤其是集装箱港口呈现了“旺季不旺”的情况, 我们认为除了外贸下滑的因素外, 可能还有危机外, 外国订单规模减小的趋势所致, 可能出现“淡季不淡”的情况。

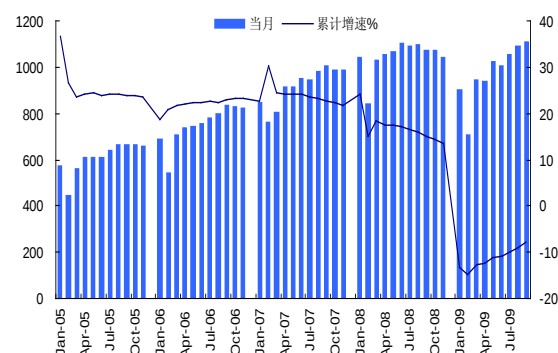
09年前10个月规模以上港口完成货物吞吐量57.3亿吨和集装箱吞吐量9990万TEU, 同比增长7.0%和下降7.1%; 其中外贸货物吞吐量17.8亿吨, 占比31.3%, 同比增长6.1%。

图 4: 港口货物吞吐量当月增速



资料来源: CEIC, 国信证券经济研究所

图 5: 港口集装箱吞吐量当月增速



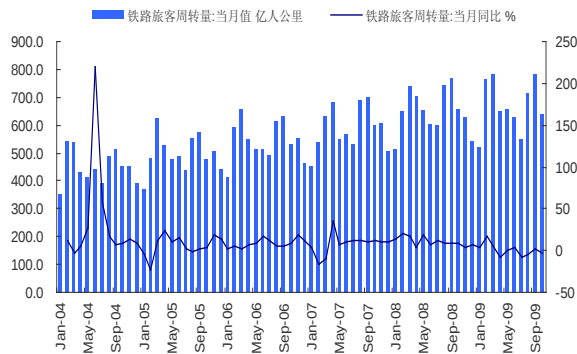
资料来源: CEIC 国信证券经济研究所

铁路投资增长 73%, 客运微升 货运微降

09年前10个月铁路完成固定资产投资4428亿元, 同比增长73.2%, 其中基本建设投资3906亿元, 同比增长87.5%。

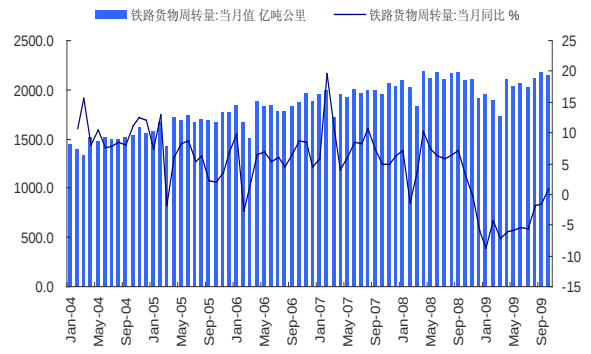
09年前10个月铁路完成旅客发送量和周转量分别为13.1亿人和6885亿人次, 同比增长4.8%和2.6%; 完成货运总发送量和货运总周转量27.5亿吨和20739亿吨公里, 同比下降1.9%和2.4%。

图 6: 铁路旅客周转量当月值



资料来源: CEIC, 国信证券经济研究所

图 7: 铁路货物周转量当月值



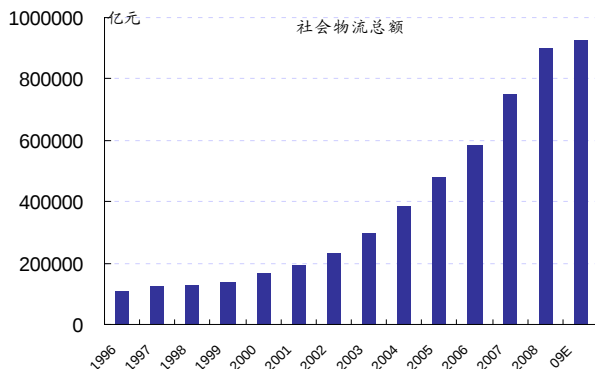
资料来源: CEIC 国信证券经济研究所

社会物流总额由下降转正

09 年前三季度社会物流总额为 69.4 万亿，同比增速增长 2%，在投资和经济增长的带动下，虽然物流需求增速的步伐有所加快，但仍落后于 GDP 和货运量的增速。

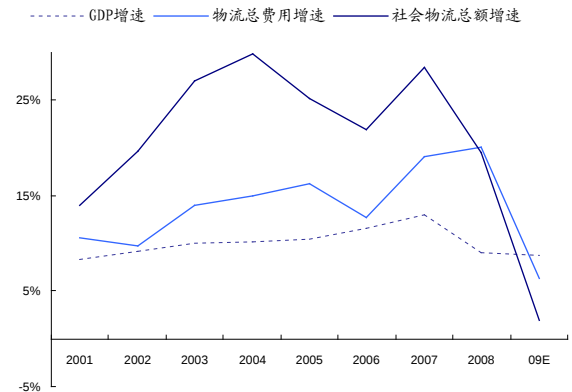
09 年前三季度社会物流总费用为 3.9 万亿，同比增长 6.4%，社会物流总费用与 GDP 的比率为 18%，下降了 0.3 个百分点。

图 8: 社会物流总额



资料来源: 国信证券经济研究所

图 9: 物流总费用增长 6.4%



资料来源: 国信证券经济研究所

行业展望 外贸畅旺在 1 季度

国信宏观判断 2010 外贸增长 22%

根据国信宏观小组的预测，2009 年中国 GDP 增速为 8.5%，2010 年 GDP 增速将回升至 10.8%；特别是 2010 年 1 季度 GDP 同比增长将达到 13% 以上，主要贡献来自于外贸同比将出现大幅的正增长，而投资增幅收窄幅度仍不大。先导产业的地产、汽车在 2010 年的同比增速将呈现“前高后低”，但二季度之后回落幅度不大，环比上四个季度相对平稳。

2010年进出口的增速约为22%，其中出口最高在2月，2010年预测增长22%，春节因素将较弱；进口因“反向春节因素”，同比增幅最高将出现在1月，预测2010年增长23%。

表 1: 国信宏观判断结论

指标增速%	2009E	2010E	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q4
GDP	8.5%	10.8%	13.8%	10.6%	10.0%	9.7%
固定资产投资	33.0%	25.0%	30.1%	20.5%	23.5%	26.5%
消费品零售	15.9%	19.0%	21.4%	19.8%	18.5%	17.1%
进口	-13.2%	22.7%	40.1%	24.2%	17.3%	16.5%
出口	-16.7%	22.0%	22.3%	27.4%	23.1%	17.2%
CPI	-0.8%	2.1%	1.6%	2.1%	2.3%	2.5%
PPI	-5.4%	2.6%	1.9%	3.5%	3.0%	2.2%
PMI	5.0%	8.5%	16.7%	11.3%	6.0%	1.1%
M1	32.0%	18.1%	29.9%	23.3%	19.6%	18.1%
M2	28.0%	19.2%	24.0%	20.0%	19.1%	19.2%
新增贷款	99.8%	-27.6%	-53.4%	-15.5%	35.4%	-14.9%
新增存款	66.7%	-21.3%	-55.3%	-39.6%	130.0%	27.7%
财政收入	14.2%	36.4%	48.3%	37.5%	30.4%	31.5%
财政支出	-1.8%	12.2%	0.3%	11.0%	14.1%	20.7%
汽车销量	46.7%	38.0%	72.5%	44.5%	25.6%	21.2%
地产销售额	62.6%	24.1%	50.5%	23.0%	25.6%	16.7%
国外直接投资	-7.0%	21.4%	15.3%	19.9%	22.9%	31.6%

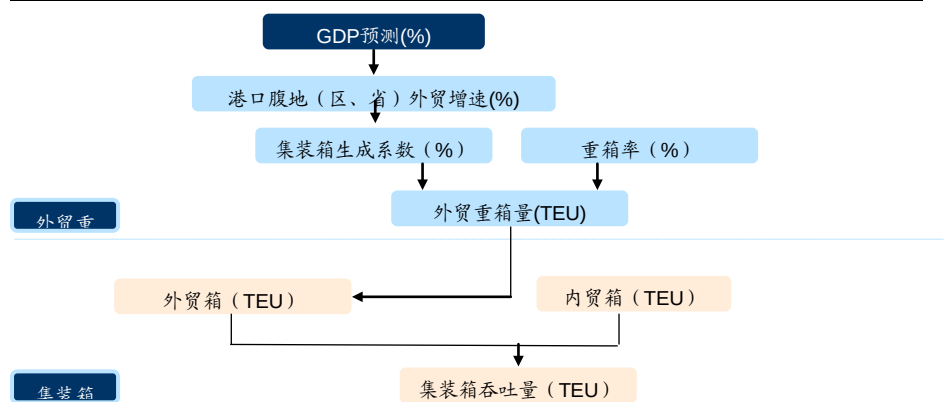
资料来源：国信证券经济研究所

行业展望 港口货物吞吐量 2010 年增长 9%

回归分析：提供港口吞吐量预测的基本逻辑框架

根据我们的经验及回归分析，我们认为沿海港口集装箱吞吐量增速与我国的外贸增速之间存在正相关关系（方法 1）；同时我们也曾在报告中指出，沿海港口集装箱吞吐量增速与美国的消费支出增速之间也存在显著的正相关关系（方法 2）。这样，我们就可以得到沿海港口集装箱吞吐量的二种预测方法。

图 10: 港口集装箱推测逻辑图



资料来源：国信证券经济研究所

通过方法 1，我们假设珠三角、长三角、京津唐地区的外贸增速见表 2，得到 2010 年集装箱吞吐量增长率为 15%；另外根据方法 2，我们知道我国的沿海港口箱量增速对应于美国的消费支出的弹性过去 10 年在 3.5~9.8X 之间波动均值为 4.8

(08 年异常、09 年出现负值不计入)。IMF 在最新展望美国经济 2010 年将增长 1.5%，按照 4.8 的弹性验证，可以得到完全符合的判断。

表 2: 珠三角、长三角、京津唐地区的外贸增速预测结论

	2008 年	2009E	2010E	2011E
全国外贸进出口增速	17.8%	-15.0%	22.0%	10.0%
广东省外贸进出口增速	7.8%	-13.0%	15.0%	8.0%
长三角外贸进出口增速	14.4%	-14.4%	19.0%	11.2%
京津唐外贸进出口增速	35.2%	-21.6%	20.2%	13.9%

资料来源: 国信证券经济研究所

我们同时可以预测出，上海港、天津港及深圳港 2010 年的吞吐量增速分别为 9.1%、10.1%及 8.2%。

表 3: 主要集装箱港口吞吐量预测/箱量

万 TEU	2008 年	2009E	2010E	2011E
沿海主要港口	12250	11454	13171	14514
上海港	2.800	2.471	2.695	2.877
天津港	852	901	992	1.095
广州港	1.100	1.112	1.257	1.380
深圳港	2.142	1.817	1.966	2.124
其中: 盐田港区	968	781	845	913
赤湾港区	591	472	492	510
蛇口港区	569	472	492	520
大铲湾港区	9	15	79	149
香港	2.433	2.086	2.235	2.416

资料来源: 国信证券经济研究所

表 4: 主要集装箱港口吞吐量预测/增速

%	2008 年	2009E	2010E	2011E
沿海主要港口	7.5%	-6.5%	15.0%	10.2%
上海港	7.1%	-11.8%	9.1%	6.7%
天津港	20.0%	5.8%	10.1%	10.4%
广州港	19.6%	1.1%	13.0%	9.8%
深圳港	1.5%	-15.2%	8.2%	8.0%
其中: 盐田港区	4.0%	-19.3%	8.2%	8.0%
赤湾港区	-1.5%	-20.1%	4.1%	3.7%
蛇口港区	13.1%	-17.0%	4.1%	5.9%
大铲湾港区	0.0%	69.0%	441.1%	89.1%
香港	1.4%	-14.2%	7.2%	8.1%

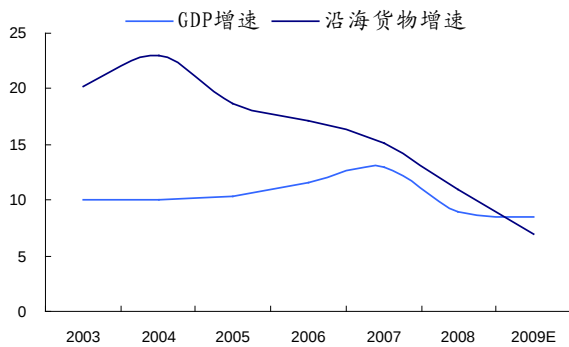
资料来源: 国信证券经济研究所

港口货物吞吐量 2010 年增长 8.7%，产能利用率持续下降

假设 2010 年煤炭、矿石、集装箱、原油分别增长 6%、3%、15%和 10%，即煤炭及矿石 2010 年吞吐量分别为 6.1 亿吨及 5.7 亿吨，集装箱吞吐量约 11.8 亿吨，原油进口量约 2.2 亿吨，我们预计沿海港口货物 2010 年的货物吞吐量将增长 8.7%至 49.8 亿吨。

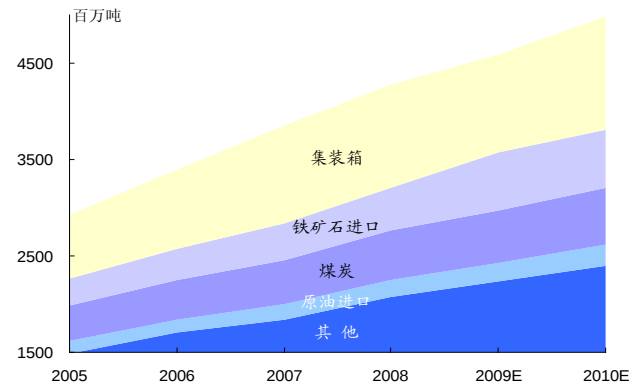
08 年全年我国港口新增能力 5 亿吨，占当年吞吐量的 10%，装箱能力 1550 万箱，占当年吞吐量的 12.7%，二者均大于 09 年的货物吞吐量增速（预计为 7%），且新增生产性泊位 186 个中 60%是深水泊位，港口总体的产能利用率将进一步下降。

图 12: GDP 增速与沿海货物增速



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所

图 12: 2010 年港口主要货类预测



资料来源: WIND 国信证券经济研究所

表 5: 港口主要货类预测表

项目	2008Y	2009E	2010E	2011E	点评
货物吞吐量增速	11.4%	7.0%	8.7%	7.2%	假设 2010 年煤炭、矿石、集装箱、原油分别增长 6%、3%、15%和 10%
全国原煤产量(百万吨)	2,691	2,897	3,085	3,216	经济复苏、发电量增长为原煤产量增长提供动力、港存
YOY (%)	6.5%	7.7%	6.5%	4.3%	1550 万吨是中等水平
进口铁矿石量 (百万吨)	444	590	606	596	进口矿石将伴随钢价上涨的预期维持高位, 矿石库存自 08
YOY (%)	15.7%	33.0%	2.7%	-1.7%	年起在 1 亿吨以上, 高库存是常态

资料来源: 国信证券经济研究所

2010 年煤炭吞吐量平稳增长 6.4%至 5.8 亿吨

预测 2010 年增长较快的煤炭码头是曹妃甸港和日照港, 其中曹妃甸有煤炭码头自 09 年 2 月开始运行, 8 月其二期 (5000 万吨) 又获准建设; 日照港在不断改善港口硬件的情况下, 09 年前三季度完成煤炭吞吐量 1839 万吨, 同比增长 33%。

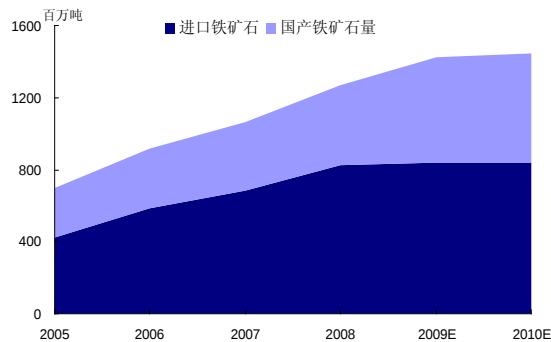
山西中南部铁路通道提升日照的煤炭港地位: 09 年 7 月山西中南部铁路通道的出海口选定设在日照港, 提升了日照港在国家港口煤炭运输格局中的地位。日照港目前的煤炭吞吐能力为 4500 万吨, 未来日照港将分四个阶段建设吞吐能力 2 亿吨的配套码头, 另外还有 1000 万吨的焦炭输送能力, 完工后日照港煤炭及制品吞吐能力达 2.55 亿吨/年。

2010 年铁矿石进口量将增长 2.7%至 6.1 亿吨

根据国信钢铁小组对于明年粗钢产量增长 10% (即 5800 万吨) 的判断, 即矿石需求量将增加约 9000 万吨, 考虑到国产矿山的潜力有限, 我们在之前的月报中预测 2010 年进口铁矿石将增长 15% 左右; 但本次我们经过详细的测算, 发现 09 年 1-10 月预测出 2009 年全年的粗钢增量 (7500 万吨), 对应国产矿增量 (1200 万吨)、进口矿石增量 (15000 万吨) 后, 发现应有约 4200 万吨未用于实际生产, 而可能是基于矿石涨价预期下产生的超额库存。因此我们调低了进口矿石量至 6.1 亿吨, 即在 09 年的高基数上增长 1600 万吨 (2.7%)。

09 年前三季度日照港完成金属矿石吞吐量 8,261.9 万吨，同比增长 23%。根据 9 月山东钢铁集团重组日照钢铁的协议，将在日照建立 2000 万吨的精品钢铁基地，我们认为这将保证日照港的矿石业务的增长。

图 13: 铁矿石国产产量与进口量



资料来源: 国信证券经济研究所

表 6: 主要港口吞吐量预测--煤炭

	2008 年	2009E	2010E	2011E
港口煤炭发运量	510	545	580	605
其中:秦皇岛港	215	202	232	242
京唐港	39	33	38	39
曹妃甸港	0	19	29	36
黄骅港	78	79	93	97
天津港	81	54	64	73
日照港	17	30	41	48

资料来源: 国信证券经济研究所

表 7: 主要港口吞吐量预测--铁矿石

项目	2008Y	2009E	2010E	2011E
天津港	55	73	67	66
曹妃甸港	30	74	76	75
青岛港	89	118	115	113
日照港	76	103	127	125
上海港	69	94	94	92
湛江港	24	32	33	33

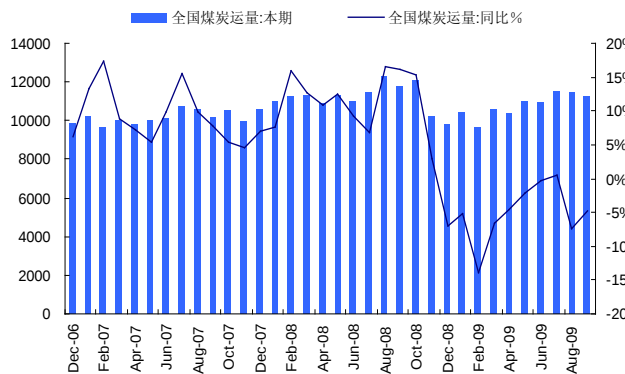
资料来源: 国信证券经济研究所

行业展望 铁路有可能延续资产注入及运价提升

铁路客运量、货运量预计将稳定增长

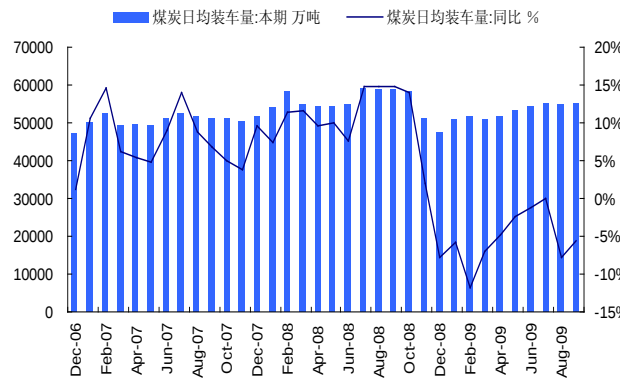
自 09 年 7 月全国铁路运输生产首次增长后，10 月起全国铁路日均装车数达 15.1 万车，增长 2.9%；10 月下旬开始铁道部全面部署加大煤炭运输力度，全国铁路日均装运煤炭 421.3 万吨，同比增长 9.7%。我们认为国铁货运紧张的瓶颈期将在 2012 年基本结束。

图 14: 全国铁路煤炭运量



资料来源：铁道部，国信证券经济研究所

图 15: 煤炭日均装车量



资料来源：铁道部，国信证券经济研究所

客运专线将分流航空客源 煤炭中南部通道 2011 年通车

我国 08 年底开始规划的“四纵四横”客运专线网，到 2012 年，我国将建成客运专线 42 条，总里程 1.3 万公里，其中时速 250 公里的线路有 5000 公里，时速 350 公里的线路有 8000 公里。

09 年年底将有 5 条建成通车，分别是武广、郑西、甬台温、温福、福厦等，里程超过 3500 公里。其中武广高速客运专线将于 09 年 12 月开通，根据航空公司的分析和预测，武广高速客专线将对东西的航空线路的影响大于南北线。

山西中南部铁路通道近期 1 亿吨，2011 年完工：09 年 7 月山西中南部铁路通道，线路全长 1189 公里，总投资 484 亿元，预计 2011 年完工，规划近期设计运能 1 亿吨/年，远景超过 2 亿吨/年。

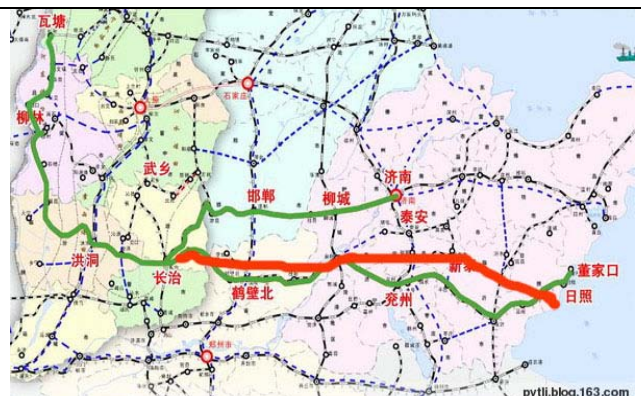
武广客专及山西中南部通车预期在 09 年底及 2011 年完工通车后，预计将在广深铁路、大秦铁路产生一定的分流影响。

图 16: 十大客运专线示意图



资料来源：铁道部 国信证券经济研究所

图 17: 山西省中南部铁路通道示意图



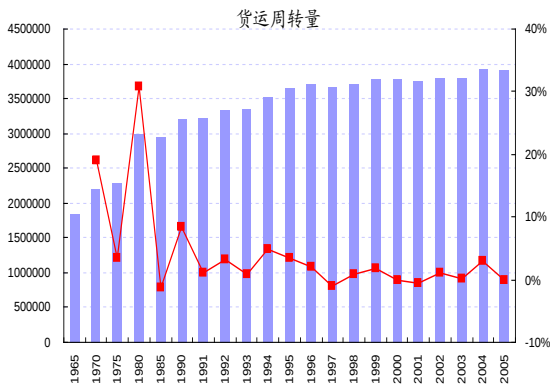
资料来源：铁道部 国信证券经济研究所

铁路的市场份额及运价均将提升

我国与美国的地理条件和资源分配十分类似，截止 08 年底，我国铁路货运和客运份额分别达 24% 和 35%，对比美国的铁路在整体交通运输格局中的份额，我们认为铁路货运至少有 10 个百分点的上升空间，考虑到城际和城市轨道的网络效应，客运份额提升空间将更大。

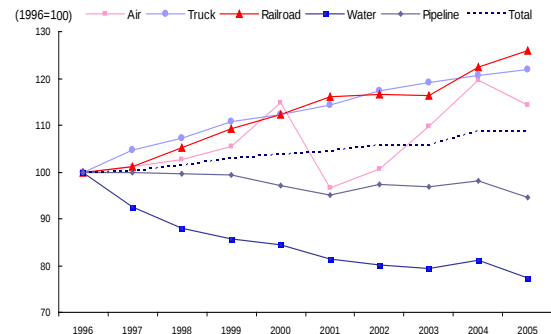
另外，我们在前期报告中指出国铁客运 13 年来维持在 0.0586 元/人公里的水平，目前我国高速客运专线的运输单价相当于美国的 1/2，货运单价相当于美国的 1/4；09 年前期曾经传言国铁客运的基准价格有可能上涨 30%~50%，但至今未能实现，我们判断是让路于经济复苏及资产注入。

图 18：1965-2005 年美国货运周转量（百万吨公里）



资料来源：国信证券经济研究所

图 19：美国不同交通方式周转量指数（1996=100）



资料来源：U.S. Department of Transportation、国信证券经济研究所

广深铁路的资产注入预计也即将实施

我们预期紧接着 09 年底大秦铁路的资产注入，广深铁路的资产注入也将展开，届时相信将给予特殊的运价上浮政策。按照广深铁路上市 07 年上市时的规定，原有广坪线的国铁线路执行新的清算和运价政策是客运软席价格上浮 50%、货运价格上浮 20%。公司也一直在申请硬席提价，但未获准。

大秦铁路于年底公告并通过股东会，拟收购太原局运输主业及相关资产及朔黄公司 41.16%、巨力公司 90.2% 股权，拟募集资金不超过 165 亿元。交易完成后，公司的铁路营运里程将增加 150% 至 2895 公里，使其货物发送量超过全国的 1/6。本次交易的重点是通过对太原局原有国铁线路的提价，实现了每股盈利增厚 15% 左右。

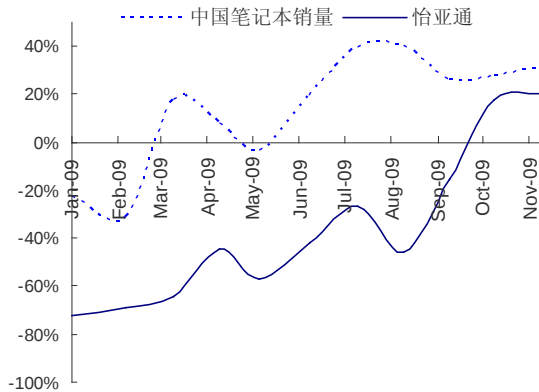
我们认为本次资产注入只是阶段性的结束，铁路逐步市场化、公司化进程我们认为不可逆转，铁路运输股具备中长期的投资价值。我们已经开始见证中国铁路投资与建设速度最快、效率与舒适度提升最快、铁路份额提升最快、运营管理体制的“黄金十年”。

行业展望 物流股价将随 IT 产品产销量提升

物流股价与 IT 产品的销量的趋势基本相同

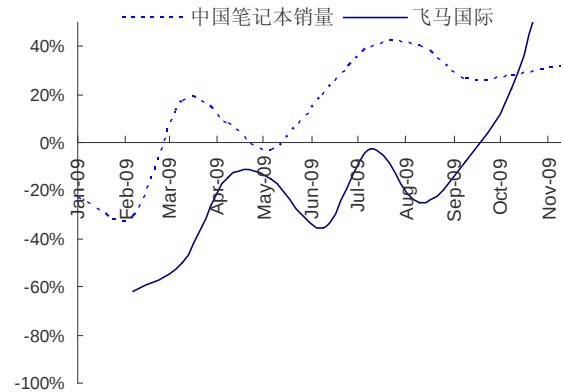
由于 A 股上的二家供应链企业服务的产品中 70% 是 IT 产品，我们通过研究发现，去除了怡亚通和飞马国际两家公司在上市前半年的炒作行情外，其股价与 IT 产品（特别是笔记本电脑）的产量的走势基本相同。这主要是因为 IT 业的零配件具有体积小、价值高、跌价快的特点，特别适合于物流及供应链企业服务。

图 20: 中国笔记本电脑产量增速与怡亚通股价变化



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所

图 21: 中国笔记本电脑产量增速与飞马国际股价变化

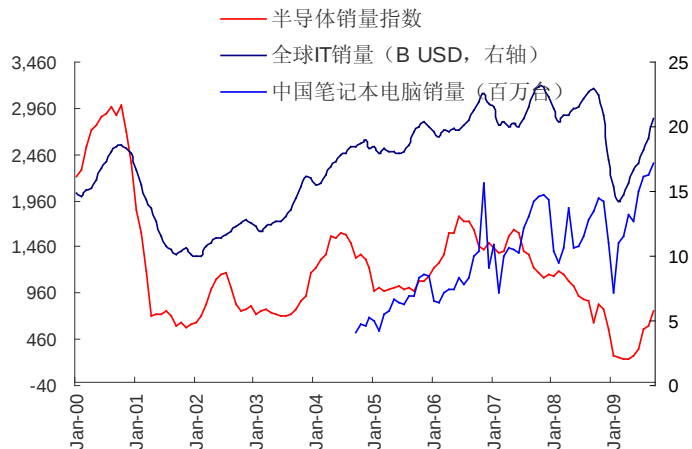


资料来源: WIND 国信证券经济研究所

全球个人电脑与半导体销量的变化趋势也基本相同

了解以上相关性后，我们需要预测中国笔记本电脑的销售，从而发现投资供应链公司的机会。我们找到了全球半导体销量系数、全球 IT 设备销量及中国的笔记本电脑销量的数据，发现其变化趋势也基本相同，其中半导体销量为先行指标。

图 22: 全球半导体销量与 IT 产品销售的关系



资料来源: 国信证券经济研究所

2010 年全球个人电脑和半导体销量将增长 12.6%和 23%

著名市场调查机构加特纳预计全球个人电脑销量 2010 年将增长 12.6%至 3.4 亿台；全球知名的半导体公司 SEMI 预测 2010 年全球硅晶圆出货量将增长 23%，该机构认为 09 年的硅晶圆出货量较 2008 年下跌 20%，但预测 2010 年与 2011 年市场则将稳定成长，分别可达 23%及 10%的年增长率。

行业投资评级及策略建议

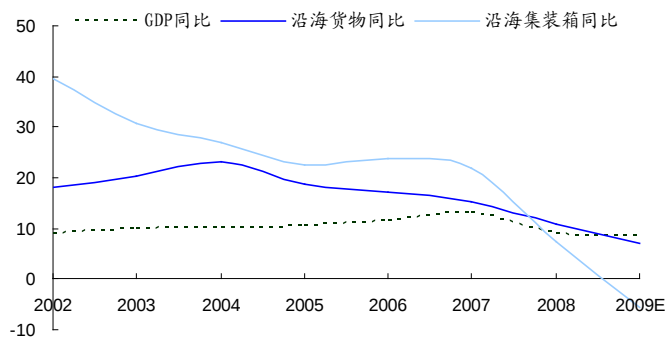
行业投资评级与策略建议

尽管我们判断 2010 年三个子板块的行业增速与 09 年相比有所提升，但是考虑到：

- 1) 港口、铁路的供给增速将快于需求增速；历史上交运板块一直处于供不应求的紧张状态，上市企业的盈利能力较好。但 05 年全国港口投资热、08 年铁路投资热之后，下图我们可以明显地发现 05 年开始港口的增速明显下降，08 年开始低于 GDP 增速；即港口和铁路等基础设施担当了以港兴市、经济复苏的重任，而上市企业则承担了建设和分流的压力；
- 2) 关注外贸复苏中受益的低估值个股及资产注入品种；
- 3) 横向比较上，我们认为交运行业的增速/估值比，自 08 年以来持续不具有强烈的吸引力。

我们没有给出“推荐”的评级，关注的重点在于外贸复苏最快的一季度及竞争及建设将促使行业内公司的整合和重组。

图 23：港口增速变化趋势

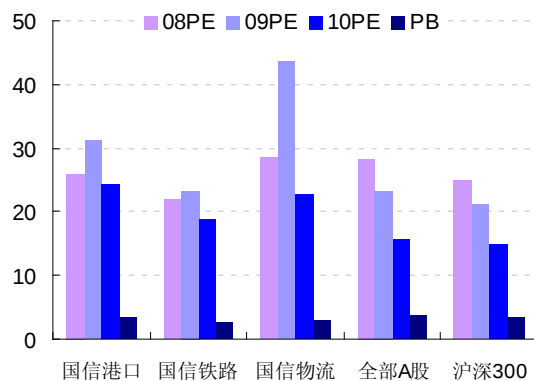


资料来源：国信证券经济研究所

交运行业目前不具有明显的估值优势

我们认为交运行业目前仅有铁路运输行业略具估值优势。目前全体 A 股的 09PE 及 10PE 分别是 23 倍和 16 倍，PB 是 3.6 倍；港口行业平均的 09PE 及 10PE 分别是 30 倍及 24 倍，PB 为 3.4 倍，由于个别港口的涨幅较大，因此平均估值不具有吸引力；物流和供应链行业的平均 09PE 及 10PE 分别是 43 倍和 23 倍，PB 是 2.9 倍，平均估值不具有吸引力；铁路平均的 09PE 及 10PE 分别是 23 倍和 19 倍，PB 是 2.7 倍，PE 估值水平与全体 A 股的估值持平，PB 低于全体 A 股。

图 24: 交运板块与全体 A 股的估值比较图



资料来源: 国信证券经济研究所

推荐公司及盈利预测

结合增长与估值水平, 我们给予港口、铁路和物流的行业投资评级分别为谨慎推荐(上调)、谨慎推荐(维持)、中性(维持)的投资评级。

我们的建议配置为: 天津港、大秦铁路、上海港、深赤湾及怡亚通。

表 8: 交运行业评级

指标增	评级	变化	变化/评级理由	关注个股
港口	谨慎推荐	上调	1) 外贸高速增长带来集装箱吞吐量的高速增长; 散货基本稳定	天津港 上海港
			2) 外贸进出口的增速最高可能出现在1月和2月, 同时港口可能出现“淡季不淡”的情形	
			3) 关注港口公司存在资产注入及并购机会	
铁路	谨慎推荐	上调	1) 铁路运量平稳 2) 铁路运价提升、资产注入带来业绩增长 3) 关注个股的资产注入及提价机会	大秦铁路
物流	中性	维持	1) 行业基本处于完全竞争, 行业增速慢于 GDP 增速	怡亚通
			2) 部分股票估值较高	
			3) 关注外贸复苏中个股的投资机会	

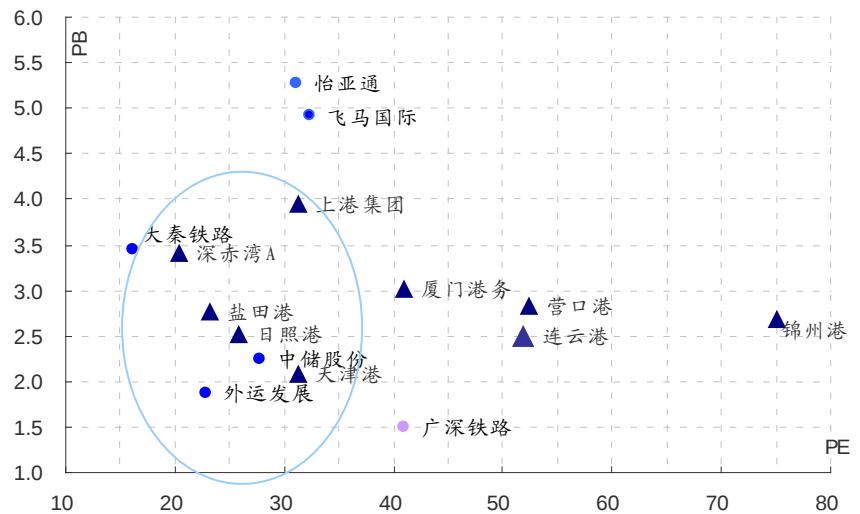
资料来源: 国信证券经济研究所

表 9: 重点公司盈利预测及估值

Ticker	中文名称	股价	总股本 (百万)	市值 (百万)	EPS			PE			PB			最新评级
					2008	2009E	2010E	2008	2009	2010	2008	2009	2010	
600717	天津港	11.9	1674.8	19879.5	0.57	0.39	0.42	20.8	30.4	28.3	2.2	2.0	1.8	谨慎推荐
600018	上港集团	5.8	20990.8	121536.7	0.22	0.19	0.23	26.3	30.5	25.2	4.1	3.5	3.0	谨慎推荐
600017	日照港	6.7	1510.1	10147.9	0.21	0.26	0.32	32.0	25.8	21.0	3.7	3.1	2.7	谨慎推荐
000022	深赤湾 A	14.5	644.8	9368.4	1.00	0.71	0.75	14.6	20.5	19.4	3.4	2.8	2.5	谨慎推荐
000088	盐田港	8.6	1245.0	10682.1	0.46	0.36	0.38	18.6	23.8	22.6	2.8	2.4	2.2	中性
600317	营口港	8.4	1097.6	9186.7	0.55	0.20	0.25	15.2	41.9	33.5	3.0	2.7	2.5	谨慎推荐
000905	厦门港务	8.6	531.0	4550.7	0.22	0.12	0.19	39.0	71.4	45.6	3.0	2.8	2.6	中性
601006	大秦铁路*	10.9	12976.8	141446.7	0.53	0.48	0.66	20.6	22.7	16.5	3.5	7.0	6.5	谨慎推荐
601333	广深铁路	4.9	7083.5	34426.0	0.20	0.19	0.20	24.3	25.6	24.3	1.5	7.0	6.5	中性
600125	铁龙物流	11.1	1004.2	11167.2	0.25	0.40	0.45	44.5	27.8	24.7	4.6	7.0	6.5	中性
600270	外运发展	8.8	905.5	7950.1	0.69	0.34	0.34	12.7	25.8	25.8	2.0	7.0	6.5	中性
600787	中储股份	9.9	737.0	7310.8	0.21	0.28	0.16	47.3	35.4	62.0	2.5	7.0	6.5	中性
002183	怡亚通	16.9	370.7	6276.3	0.61	0.25	0.57	27.8	67.7	29.7	5.2	7.0	6.5	谨慎推荐
002210	飞马国际	10.7	204.0	2191.0	0.27	0.24	0.30	40.4	44.8	35.8	5.1	7.0	6.5	中性

资料来源: 国信证券经济研究所 *大秦铁路 2010 年业绩包括了资产注入的资产

图 25: 估值分布图



资料来源: 国信证券经济研究所

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责条款

本报告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询价。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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所研究团队

宏观		策略		交通运输	
杨建龙		赵 谦	021-60933153	唐建华	0755-82130468
周炳林	0755-82133339	崔 嵘	021-60933159	孙菲菲	0755-82133400
林松立	010-82254212	廖	021-60933162	黄金香	010-82252922
				高 健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021-68864597	方 焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	李筱筠	010-82254205
谈 煊	010- 82254212	黄道立	0755-82130833	黄海培	021-60933150
戴志锋	0755-82133343			陈 玲	0755-82133400
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李 君	021-60933156	郑 东	010-82254160	胡鸿柯	021-60875166
左 涛	021-60933164	秦 波	010-82252922	吴美玉	010-82252911
基础化工		医药		石油与石化	
邱 伟	0755-82133263	贺平鸽	0755-82133396	李 晨	021-60875160
陆 震	0755-82130532	丁 丹	0755-82130678	严蓓娜	021-60933165
张栋梁	0755-82130532	陈 栋	021-60933147		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
彭继忠	021-60875164	陈财茂	021-60933163	彭 波	0755-82133909
皮家银	021-60933160	廖绪发	021-60875168	李洪冀	010-82252922
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	武建刚	010-82250828	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	王一峰	010-82250828	程 峰	021-60933167
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	凌 晨	021-60933157
电子元器件		纺织服装		农业	
王俊峰	010-82254205	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-60875168	黄 茂	0755-82133476	杨 昕	021-60933168
刘智景	021-60933148	谢鸿鹤	0755-82130646	徐蔚昌	021-60933149
煤炭		建筑		中小股票	
李 然	0755-82130681	邱 波	0755-82133390	高芳敏	021-60875163
苏绍许	0755-82133476	李遵庆	0755-82133343	陈爱华	0755-82133397
固定收益		投资基金		量化投资	
李怀定	021-60933152	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
张 旭	010-82254210	黄志文	0755-82133928	董艺婷	021-60933155
高 宇	0755-82133528	秦国文	0755-82133528	戴 军	021-60933166
		刘舒宇	0755-82131822	林晓明	021-60933154
指数与产品设计					
焦 健	0755-82131822				
赵学昂	0755-82131822				
王军清	0755-82133297				
阳 瑾	0755-82131822				
周 琦	0755-82131822				

国信证券机构销售团队

华南区			华东区			华北区		
万成水	0755-82133147		盛建平	021-60875169		王立法	010-82252236	
	13923401205			15821778133			13910524551	
	wancs@guosen.com.cn			shengjp@guosen.com.cn			wanglf@guosen.com.cn	
刘宇华	0755-82130818		马小丹	021-60875172		王晓建	010-82252615	
	13823380182			13801832154			13701099132	
	liuyh@guosen.com.cn			maxd@guosen.com.cn			wangxj@guosen.com.cn	
邵燕芳	0755-82133148		郑毅	021-60875171		谭春元	010-82254209	
	13480668226			13795229060			13810118116	
	shaoyf@guosen.com.cn			zhengyi@guosen.com.cn			tancy@guosen.com.cn	
祝彬	0755-82133456		黄胜蓝	021-60875173		焦骥	010-82254202	
	15814403667			13761873797			13601094018	
	zhubin@guosen.com.cn			huangsl@guosen.com.cn			jiaojian@guosen.com.cn	
林莉	0755-82133197		刘塑	021-60875177		李锐	010-82254212	
	13824397011			13817906789			13691229417	
	linli@guosen.com.cn			liusu@guosen.com.cn			lirui2@guosen.com.cn	
王昊文	0755-82130818		叶琳菲	021-60875178		徐文琪	010-82254210	
	18925287888			13817758288			13811271758	
	wanghaow@guosen.com.cn			yelf@guosen.com.cn			xuwq@guosen.com.cn	
			许娅	021-60875176				
				13482495069				
			江智俊	021-60875175				
				15221772073				
			孔华强	021-60875170				
				13681669123				