

交运重要信息点评



东方证券
ORIENT SECURITIES

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

报告日期

2010 年 01 月 04 日 星期一

章琪 交通运输行业高级分析师 (航空、航运、机场)

8621-63325888 × 6066

徐捷 交通运输行业资深分析师 (铁路、公路、港口、物流)

8621-63325888 × 6065

近期推荐：中国远洋、长航油运、中远航运、中海发展、中国国航、南方航空

上周交运方面关注重要信息为

航运

1、**干散货**——在前一周印度上调铁矿石出口关税粉矿从 0 至 5%，块矿从 5%至 10%之后，进口矿市场报价大幅上涨，目前印度 63.5/63%印度粉矿厂山报价在\$125 吨。在 2009 全球铁矿石出口份额中，印度约占 13.23%，澳大利亚约占 39.53%，巴西约为 29.92%。印度提高出口关税后，亚洲地区将增加对澳大利亚与巴西的进口，目前预计明年三大出口国中，巴西出口增长最快，其次为澳大利亚、印度，预计分别出口铁矿增长 15.56%、11.27%、7.79%。

2、**油运**——受美国天气影响，美国取暖用油的库存大幅下滑，纽交所原油二约期货上周大幅上涨至 79.36/b，取暖用油的消耗将继续有利于油运市场指数的表现，中东——日本航线 26 万吨级 VLCC 目前运费水平在 WS60 点。

3、**沿海散货**——沿海散货运综合指数至 1853.68，环比下滑 12.37%。煤运方面，上周秦皇岛至上海 (2-3 万 dwt) 下滑 16.33%，至 71 元/吨，秦皇岛至宁波 (1.5-2 万 dwt) 下滑 20.84%，至 72 元/吨 (五周前 35 元/吨)，秦皇岛至广州港 (4-5 万 dwt) 下滑 12.47%至 92 元/吨 (五周前 48 元/吨)。

航空、机场

1、上周国际航协公布 11 月份运营数据，客运需求同比上升 2.1%，货运需求同比上升 9.5%，客座率水平与危机前持平为 75.4%，货载率为 56.6%。需求的提升被去年的低基数有所放大。客运需求环比下滑 0.7%。客运与 2009 年一季度最低点相比，11 月份高于最低点 6.4%，但与 2008 年最高低相比，依然低 6%。货运方面，相对低点已大幅提高 20%，但是与 2008 年最高点比较后，依然低于当时水平 10%。货运环比方面与客运不同，较 10 月环比上升 4.7%。全球客运的疲弱缘于欧美市场的弱势，货运的强劲则主要来自亚太市场的需求。

2、上周我们对航空公司关注在货运方面，我们与三大航交流了相关货运情况。中国国航方面第四季度中 10 月、11 月货运收益较好，12 月环比有所下滑，大致与 2007 年持平；南方航空货运收益略超 2007 年水平，东方航空的货运收益为 2009 年初的一倍以上，应该超过了 2007 年水平。货运水平上升主要为国际货运这一块，主要受经济复苏与欧美圣诞假日需求影响，但前者占主要因素。

3、上周航油价格 (jet fuel) 平均为 85.3\$/b，比一周前上升 3.3%，比一个月前上升 1.2%。2009 年平均航油价格至 70.9\$/b。

重要点评如下：

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

航运

干散货市场我们在《推荐“亚洲内需股”——中国远洋》的报告中，提出来 2010 年出口国铁矿出口的变动将加速运距拉长的因素。从印度全面提高不同等级品位的铁矿关税来看，这一运距拉长作用会得到加强。

以 2009 年来看，巴西出口下降 9%，澳大利亚出口增长了 15.21%，印度出口增长 18%，吨矿运距有所下降，2010 年这一现象将得到扭转，预计巴西 2010 年出口增长 15.56%，澳大利亚出口增长 11.27%，印度出口增长 7.79%。预计 2010 年运距拉长将带来 3% 的运力消耗。

图 1：三大出口国出口量变动

	2009	2010E
巴西出口增长	-9.00%	15.56%
澳大利亚出口增长	15.21%	11.27%
印度	18.00%	7.79%

资料来源：东方证券研究所整理

沿海散货运输——沿海散货运指数在上周有所微幅下滑后，本周大幅下滑。沿海散货运综合指数至 1853.68，环比下滑 12.37%。煤运方面，上周秦皇岛至上海（2-3 万 dwt）下滑 16.33%，至 71 元/吨，秦皇岛至宁波（1.5-2 万 dwt）下滑 20.84%，至 72 元/吨（五周前 35 元/吨），秦皇岛至广州港（4-5 万 dwt）下滑 12.47%至 92 元/吨（五周前 48 元/吨）。

上周我们曾分析，本轮沿海货运指数的下滑主要受华东、华南地区强劲的需求复苏与天气影响两方面因素影响，从需求方面来看，不可能存在相关需求立即大幅下滑的可能。

上周各大煤种普遍上扬，秦皇岛动力煤价普遍上扬 70 元/吨，下游需求旺盛，国际煤价也继续平稳走高。但从最近价格上涨的力度与幅度来看，北方港口的上涨明显快于国际煤价，存在继续进口替代的动力

图 2：沿海煤运价格变动

单位：元/吨	现价	前一周	前七周
秦皇岛-上海	71	88	35
秦皇岛-宁波	72	94	35
秦皇岛-广州	92	108	48

资料来源：东方证券研究所整理

图 3：华东电网电煤消耗量与沿海指数一致，近一个多月上升（万吨）

	华东电网	上海市	江苏省	浙江省	安徽省
2009-10-4	42.49	2.96	16.93	11.80	10.81
2009-10-7	59.76	3.54	28.00	15.46	12.75

2009-10-11	53.64	3.95	21.28	15.87	12.54
2009-10-15	54.61	4.03	21.50	15.94	13.15
2009-10-18	51.79	3.93	20.52	15.12	12.23
2009-10-21	55.54	4.46	21.43	16.02	13.63
2009-10-25	54.58	4.22	21.27	15.72	13.38
2009-10-28	56.49	4.54	21.99	16.99	12.98
2009-11-1	54.10	4.20	20.95	16.90	12.06
2009-11-4	58.14	4.33	23.14	18.04	12.61
2009-11-11	60.61	5.34	24.77	17.03	13.47
2009-11-15	66.30	5.48	26.43	19.13	15.27
2009-11-18	58.79	4.56	23.36	16.79	14.07
2009-11-22	61.33	5.19	23.32	18.32	14.50
2009-11-25	58.88	5.41	23.35	17.71	12.40
2009-11-29	59.74	5.01	23.57	17.84	13.32
2009-11-30	64.29	5.58	24.86	19.09	14.75
2009-12-2	64.42	5.85	25.56	18.51	14.52
2009-12-6	62.07	5.58	23.67	18.25	14.58
2009-12-9	69.11	5.11	25.49	23.19	15.32
2009-12-13	61.58	4.67	23.97	17.88	15.06
2009-12-16	67.34	4.96	27.49	19.82	15.08

资料来源：东方证券研究所整理

图 4：秦皇岛煤炭调出量上升

	周度调入量(万吨)	周度调出量(万吨)
2009-10-5	396	378
2009-10-12	390	445
2009-10-19	424	418
2009-10-26	428	336
2009-11-2	408	172
2009-11-9	388	368
2009-11-16	345	319
2009-11-23	392	461
2009-11-30	417	414
2009-12-7	399	451
2009-12-14	407	484
2009-12-21	367	394

资料来源：东方证券研究所整理

图 5：尽管如此华东电网库存变化不大，说明消耗强劲（万吨）

	华东电网	上海市	江苏省	浙江省	安徽省
2009-10-4	674	53	301	217	103
2009-10-7	661	60	292	208	102
2009-10-11	669	64	289	214	102
2009-10-15	684	66	286	231	101
2009-10-18	675	62	283	229	102
2009-10-21	651	61	276	217	97
2009-10-25	613	61	261	201	90
2009-10-28	587	58	250	194	85
2009-11-1	571	57	250	180	85
2009-11-4	501	49	226	147	80
2009-11-15	476	46	204	158	69
2009-11-18	406	42	175	135	54
2009-11-22	414	40	188	131	55
2009-11-25	420	39	185	147	48
2009-11-29	416	42	176	146	52
2009-11-30	440	34	191	161	54
2009-12-2	419	32	191	144	53
2009-12-6	423	38	178	156	50
2009-12-9	422	37	186	150	50
2009-12-13	452	46	196	153	57
2009-12-16	454	43	190	154	67
2009-12-20	447	42	193	145	67

资料来源：东方证券研究所整理

在这个过程中，中国煤炭的进口量却未见下滑。

图 6：北方下水煤需求量增加，却未见进口放缓（为了直观，以表格形势呈现）

Jan-08	424
Feb-08	282
Mar-08	420
Apr-08	342
May-08	416
Jun-08	278

Jul-08	339
Aug-08	379
Sep-08	370
Oct-08	349
Nov-08	217
Dec-08	267
Jan-09	299
Feb-09	488
Mar-09	572
Apr-09	916
May-09	943
Jun-09	1,607
Jul-09	1,389
Aug-09	1,177
Sep-09	1,255
Oct-09	1,114
Nov-09	1,265

资料来源：东方证券研究所整理

航空

上周国际航协公布 11 月份运营数据，客运需求同比上升 2.1%，货运需求同比上升 9.5%，客座率水平与危机前持平为 75.4%，货载率为 56.6%。需求的提升被去年的低基数有所放大。客运需求环比下滑 0.7%。客运与 2009 年一季度最低点相比，11 月份高于最低点 6.4%，但与 2008 年最高低相比，依然低 6%。货运方面，相对低点已大幅提高 20%，但是与 2008 年最高点比较后，依然低于当时水平 10%。货运环比方面与客运不同，较 10 月环比上升 4.7%。全球客运的疲弱缘于欧美市场的弱势，货运的强劲则主要来自亚太市场的需求。

图 7：IATA 公布 11 月数据

Nov 09 vs. Nov 08	RPK Growth	ASK Growth		PLF	FTK Growth	AFTK Growth
Africa	-2.10%	1.20%		67.6	8.10%	-2.30%
Asia/Pacific	5.10%	-2.30%		76	14.50%	-1.40%
Europe	-3.00%	-3.90%		74.7	-5.60%	-10.90%
Latin America	8.20%	2.10%		75.8	17.50%	15.00%
Middle East	16.50%	15.40%		73.9	21.40%	11.30%
North America	-3.00%	-6.70%		78.1	13.60%	-7.60%
Industry	2.10%	-1.40%		75.4	9.50%	-3.50%
YTD 2009 vs. YTD 2008		RPK Growth	ASK Growth	PLF	FTK Growth	AFTK Growth
Africa		-7.80%	-3.60%	69.7	-14.90%	-4.20%
Asia/Pacific		-6.80%	-6.70%	73.5	-12.40%	-12.60%

Europe		-5.3v	-4.40%	76.5	-17.70%	-10.80%
Latin America		-0.30%	1.70%	72.8	-7.80%	-0.30%
Middle East		10.40%	13.50%	73.1	1.60%	6.10%
North America		-6.10%	-5.40%	79.4	-13.00%	-9.80%
Industry		-4.20%	-3.20%	75.4	-12.70%	-9.20%

资料来源：东方证券研究所整理

上周我们对航空公司关注在货运方面，我们与三大航交流了相关货运情况。中国国航方面第四季度中 10 月、11 月货运收益较好，12 月环比有所下滑，大致与 2007 年持平；南方航空货运收益略超 2007 年水平，东方航空的货运收益为 2009 年初的一倍以上，应该超过了 2007 年水平。货运水平上升主要为国际货运这一块，主要受经济复苏与欧美圣诞假日需求影响，但前者占主要因素。

关于近期航空公司货运收益的调研

中国国航

10 月份、11 月份的货运收益很好，12 月份环比稍微有所下滑，与 2007 年水平相比，大致持平。

8 架 747 全货机

南方航空

11、12 月份货运收益都很好，应该超过了 2007 年水平，主要是国际货运这一块，欧美圣诞节日的因素拉动。

目前公司 4 架全货机。

东方航空

9 月底到货运的票价水平超过年初的一倍，比 2007 年好，主要是国际欧美这一块，目前舱位不足。主要原因在于经济的恢复与欧美节日因素，经济复苏的因素应该占主导。

东航目前 6 架 MD11，3 架 A300，2 架 7474

中国国航货运吨公里收入

2006A	2007A	2008A	2007H	2008H	2009H
2.06	1.69		1.87	1.88	1.26

南方航空货运吨公里收入

2008H	2009H
1.99	1.62

我们认为明年货运在经济复苏过程中弹性更大，货运收入尽管占比较低，但总体上将为明年航空公司的业绩作出明显的贡献，有关中国国航货运收益的贡献，可以参看我们的报告《中国国航两次股权运作对业绩的加强》

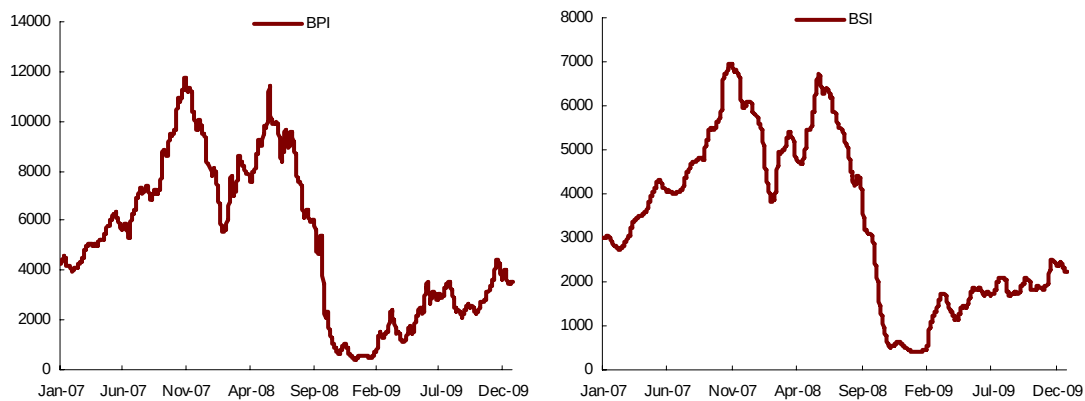
相关图表

图 8：BDI、BCI 变动



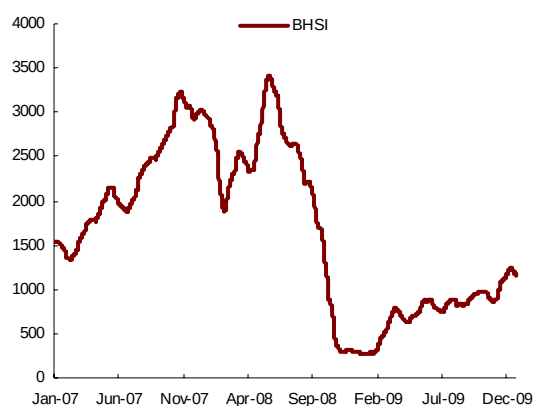
资料来源：BLOOMBERG

图 9：BPI、BSI 变动



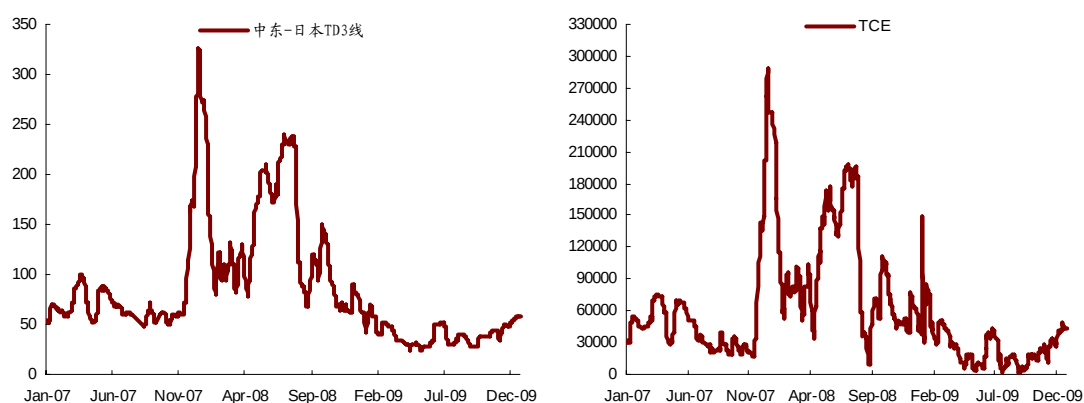
资料来源：BLOOMBERG

图 10: BHSI 变动



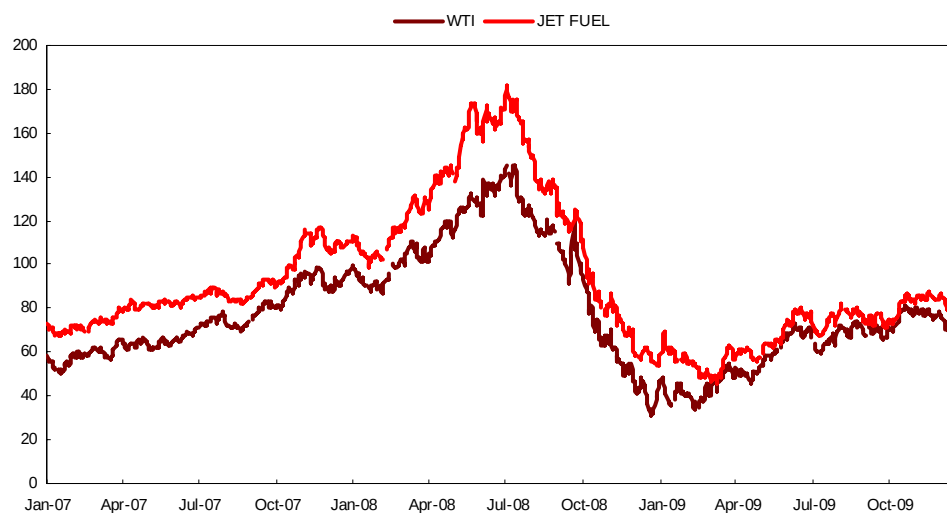
资料来源: BLOOMBERG

图 11: 中东-日本线大型油轮 WS 指数及等价期租水平



资料来源: BLOOMBERG

图 12: 航空煤油价格变动



资料来源: BLOOMBERG

图 13: 国际航空股估值比较

Security	TICKER	P/E	P/B	P/S	本年预测 P/E	P/EBITDA	下年预测 P/E	市值/收入	本年 EPS 预测
欧洲航空公司									
AF	法荷航	N.A.	0.56	0.11	N.A.	1.08	N.A.	0.08	-2.86
LHA	汉莎航空	296.38	0.90	0.17	N.A.	1.47	87.87	0.21	-0.65
BAY	英国航空	N.A.	1.13	0.17	N.A.	1.26	N.A.	0.18	-0.39
SAS	北欧航空	4.01	0.83	0.09	N.A.	6.33	94.32	0.12	-0.81
RYA	瑞安航空	45.11	1.80	1.51	19.42	N.A.	15.63	1.45	0.17
EZJ	简易喷气	21.21	1.16	0.45	12.30	7.76	8.42	0.60	0.29
美国航空公司									
AMR	美国航空	N.A.	N.A.	0.08	N.A.	2.58	N.A.	0.13	-4.56
DAL	达美航空	N.A.	10.19	0.21	N.A.	N.A.	10.47	0.35	-1.26
CAL	大陆航空	N.A.	5.73	0.08	N.A.	3.22	11.85	0.15	-2.66
UAUA	联合航空	N.A.	N.A.	0.05	N.A.	N.A.	N.A.	0.08	-8.09
ALK	阿拉斯加航空	12.52	1.64	0.19	13.60	3.20	9.10	0.29	2.65
LCC		N.A.	N.A.	0.04	N.A.	N.A.	21.87	0.07	-4.60
JBLU	蓝色喷气	40.29	1.08	0.32	28.78	2.90	11.30	0.57	0.20
亚洲航空公司									
SIA	新加坡航空	N.A.	1.37	0.74	N.A.	3.93	20.00	0.74	N.A.
9202	全日空	N.A.	1.36	0.45	N.A.	3.43	127.00	0.54	N.A.

9205	日本航空	N.A.	N.A.	0.27	N.A.	3.26	N.A.	0.28	N.A.
THAI	泰国航空	N.A.	0.75	0.06	32.83	0.79	9.25	0.07	N.A.
20560	韩亚航空	N.A.	0.94	0.15	N.A.	1.27	N.A.	0.14	N.A.
293	国泰航空	N.A.	1.51	0.39	26.05	2.60	20.69	0.40	N.A.

资料来源：BLOOMBERG

图 14：国际航空股股价变动

Security	TICKER	前一天收盘价	五天	一月	三月	六月	一年
欧洲航空公司							
AF	法荷航	11.2	-0.18%	8.00%	-7.05%	25.03%	16.91%
LHA	汉莎航空	11.855	-0.88%	12.53%	0.13%	35.33%	6.71%
BAY	英国航空	188.2	-2.08%	-2.59%	-11.89%	45.55%	10.97%
SAS	北欧航空	4.1	-6.18%	-8.89%	-9.29%	20.23%	-34.79%
RYA	瑞安航空	3.4	9.57%	24.22%	-0.99%	2.91%	13.60%
EZJ	简易喷气	358.1	4.89%	-1.65%	-4.51%	28.01%	27.10%
美国航空公司							
AMR	美国航空	8.14	6.82%	40.34%	1.50%	91.53%	-21.73%
DAL	达美航空	11.81	1.81%	49.68%	30.50%	107.19%	11.42%
CAL	大陆航空	18.56	5.22%	37.99%	10.41%	111.39%	7.28%
UAUA	联合航空	13.09	17.40%	78.58%	40.75%	276.15%	24.43%
ALK	阿拉斯加航空	36.14	5.36%	22.59%	33.85%	101.34%	26.54%
LCC		5.17	11.90%	46.46%	4.23%	120.00%	-30.42%
JBLU	蓝色喷气	5.72	2.33%	5.54%	-4.83%	32.71%	-13.20%
亚洲航空公司							
SIA	新加坡航空	14.32	0.28%	5.60%	6.55%	29.56%	45.44%
9202	全日空	257	-0.39%	13.72%	2.39%	-25.07%	-26.78%
9205	日本航空	99	-1.98%	8.79%	-26.12%	-47.62%	-53.08%
THAI	泰国航空	19.5	-1.02%	14.04%	-12.95%	33.56%	148.41%
20560	韩亚航空	4260	-3.18%	12.25%	6.50%	15.14%	20.00%
293	国泰航空	14.36	1.13%	7.81%	11.66%	41.34%	65.82%

资料来源：BLOOMBERG

分析师承诺

章琪 徐捷：交通运输行业分析师

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn