

交通运输行业 2011 年投资策略

行业评级

持有

前次评级

持有

周期平淡与事件催化

杨志清 分析师

电话: 021-68828417

eMail: yzq3@gf.com.cn

SAC 执业证书编号: S0260210030005

航空业明年平淡, 国际旅游岛催化海南航空

2010 年世博会推高了我国航空需求的基数, 2011 年的增速将必然下滑, 但由于运力投放不大, 行业 2011 年行业景气周期得以延续, 但是增长停滞。国际旅游岛细则即将推出, 我们判断海南的旅游人数可能会大幅增长, 而海南航空市场份额最大, 可能成为最大受益者。

航运港口业处于周期复苏期, 选择基本面相对较好的子行业

行业的需求正在复苏, 但运力供给压力仍然很大, 行业目前正处于复苏期。三个细分子行业中, 集运行业由于减速航线以及较好的运力控制能力使供需趋于平衡, 我们建议积极进行配置。油轮行业明年运力供给压力仍较大, 但后年则压力骤减, 我们建议在明年四季度左侧买入。

基础设施行业吸引力不足, 铁路十二五规划催化铁龙物流

由于需求稳定或者产能瓶颈, 基础设施行业的净利润增速低于沪深 300 和市场平均水平, 而相对估值却高于平均水平, 因此吸引力不足。铁路十二五规划即将出台, 铁路运能可能将得到释放, 铁龙物流将从中受益。

投资建议

根据我们对 2011 年交运各子行业的判断, 我们对行业整体给予“持有”评级。看好国际旅游岛催化的海南航空、海峡股份, 重组与内河航运催化的长航凤凰, 铁路十二五规划催化的铁龙物流, 增长空间大和资产注入预期的珠海港, 行业基本面好转的中海集运。

风险提示

全球经济二次探底、国际旅游岛细则低于预期、铁路十二五规划中集装箱的内容低于预期、珠海港注入资产低于预期, 长航凤凰重组进程低于预期。

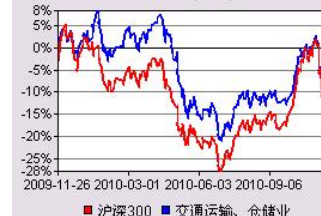
重点公司业绩预测与估值

简称	股价	EPS			PE			PEG	目标价	评级
		09	10E	11E	09	10E	11E			
珠海港	12.82	0.286	0.59	0.90	44.8	21.72	14.24	0.40	18	买入
铁龙物流	14.45	0.35	0.48	0.63	41.3	30.1	22.9	1.25	20	买入
中海集运	4.05	-0.55	0.3	0.34	-	13.5	11.91	0.70	5.1	买入
海南航空	9.37	0.09	0.65	0.76	104.1	14.4	12.3	1.27	15	买入
长航凤凰	5.65	-0.61	0.09	0.38	-	62.78	14.86	0.28	6.84	买入
海峡股份	47.14	0.97	1.8	2.5	48.5	26.1	18.8	1.48	60	买入

数据来源: 公司报表, 广发证券发展研究中心

行业走势

交通运输、仓储业(0106)指数走势图



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
行业指数	-8.45%	5.09%	-7.71%
沪深 300	-7.83%	12.10%	-8.35%

目录索引

一、航空业——明年平淡，国际旅游岛催化海南航空.....	5
（一）从历史数据发现周期特征.....	5
（二）从周期特征看明年的行业变化.....	6
（三）事件驱动：国际旅游岛，海南航空成为受益最大的航空公司.....	12
二、航运业——把握周期特征，寻找底部投资机会.....	15
（一）干散货市场——底部复苏，供给压力有待时日消化.....	15
（二）集装箱行业——供需趋衡，建议积极配置.....	22
（三）油轮运输行业——黎明前的黑暗，左侧买入.....	26
（四）投资策略.....	32
三、基础设施行业吸引力不足，铁路十二五规划催化铁龙物流.....	32
（一）行业增速低于沪深 300 与市场平均水平.....	32
（二）估值不具备明显优势，吸引力不足.....	33
（三）自下而上选择港口可能的投资逻辑.....	33
（四）事件驱动：铁路十二五规划出台，铁龙物流增长空间被打开.....	35
四、行业评级与公司推荐.....	36
五、风险提示.....	37

图表索引

图 1：过去四十年，全球航空业呈现四个周期.....	5
图 2：全球运力和运量的增速呈现显著周期特征.....	5
图 3：国内的需求和运力增速周期性与全球基本一致.....	6
图 4：明年全球 GDP 增速将下滑.....	6
图 5：全球旅客周转量增速明年将趋于平缓.....	7
图 6：明年全球运力投放增速略有提高.....	7
图 7：明年全球油价可能会保持基本平稳.....	7
图 8：明年全球航空业收益增速将停滞.....	8
图 9：全球航空业利润明年有所下滑.....	8
图 10：虽然总体下滑，但是亚太地区航空业形势最好.....	9
图 11：中国航空需求复合增长率在 15% 左右.....	9
图 12：世博会之后的航空需求增速通常会有所下滑.....	10
图 13：中国接收的飞机数量比较稳定.....	10
图 14：随着基数提高，中国飞机增速同比略有下滑.....	11
图 15：行业需求增速略高于供给增速，景气周期将延续.....	11
图 16：海南旅游人数目前保持每年 10% 左右的增长.....	13
图 17：海南游客，乘飞机比例每年约提升 1%.....	13
图 18：海航在海口机场的市场份额达到 53%.....	14
图 19：海航在三亚机场的市场份额达到 31%.....	14
图 20：中国国际旅游外汇收入构成中，航空和购物占比最大.....	14
图 21：第一个周期属于供给推动型——运力偏紧.....	17
图 22：第二个周期属于需求拉动型——需求的波动左右周期波动.....	17

图 23: 第三个周期属于需求拉动型——需求高速增长.....	18
图 24: 中国铁矿石进口量 10 年间复合增长率达 27.34%	18
图 25: 预计 2011 年干散货市场可能经历另一个底部.....	21
图 26: 集装箱行业各周期的需求增长率与 CARG	22
图 27: 集装箱行业供求关系与期租水平	23
图 28: 集装箱货运量与全球 GDP 增长率的走势比较.....	24
图 29: 集装箱航运市场供需趋势预测图	26
图 30: 中国炼油产能 2009 年提速 10%.....	27
图 31: 全球原油运力供给的周期性变化	27
图 32: 油运行业历史供需增速对比	27
图 33: 2011 年整体原油需求量大于原油供给量	29
图 34: 原油贸易量/需求量逐渐加大	30
图 35: 原油需求量增速与贸易量增速的拟合	30
图 36: 亚洲新兴国家等 Non-OECD 国家原油需求增加带动运距增加	30
图 37: 新造船订单量维持在低位	31
图 38: 船舶拆解量巨大	31
图 39: 公路铁路、港口、机场近三年的平均增速均低于沪深 300 与全部 A 股 ..	32
图 40: 集装箱船舶大型化趋势明显	33
图 41: 我国集装箱化率远低于其他国家	35
图 42: 我国铁路货运密度远远高于其他国家.....	35
图 43: 煤炭等战略性物资占了货运的大部分.....	36
表 1: 2010 年 1-10 月累计增速远超历史平均水平	10
表 2: 旅游人数增速、海航市场份额对海航旅客运输量增速的敏感性分析	15
表 3: 航运行业最近 25 年以来的周期（以年度均值度量）	16
表 4: C1 周期的主要特征	16
表 5: C2 周期的主要特征	16
表 6: C3 周期的主要特征	16
表 7: 三大干散货货种的复合增长率	18
表 8: 中国铁矿石进口量测算	19
表 9: 中国 2011 年铁矿石进口量敏感性测试	19
表 10: 干散货海运量需求增速（单位：亿吨）	19
表 11: 干散货船舶现有运力及订单预计交付日期	20
表 12: 干散货船订单推迟率和撤单率测算	20
表 13: 干散货船未来运力增速测算表	20
表 14: 2011 年干散货运力敏感性测试	21
表 15: 集装箱运输行业各周期阶段列表	22
表 16: 全球集装箱吞吐量主要市场份额分布表	24
表 17: 集装箱船现有运力和订单表（单位：千 TEU）	25
表 18: 集装箱运力推迟率测算（单位：千 TEU）	25
表 19: 集装箱运力增长率测算	26
表 20: 油轮行业运力交付推迟率和订单（单位：百万吨）	28
表 21: 单壳船拆解量以及 2010 年底单壳船运力预测（单位：百万吨）	28

表 22: 油轮运力预测 (单位: 百万吨)	28
表 23: VLCC2011 年运力增长率敏感性测试.....	28
表 24: 中国原油进口量运距逐渐变成.....	30
表 25: VLCC 各航线最近 5 年程租次数增长率	31
表 26: 机场、公路铁路、港口的估值不具备明显优势.....	33
表 27: 淡水河谷船舶订单	34
表 28: 集装箱比例与铁龙物流未来 5 年净利润增速敏感性分析.....	36
表 29: 交运各子行业评级	37
表 30: 推荐公司与盈利预测.....	37

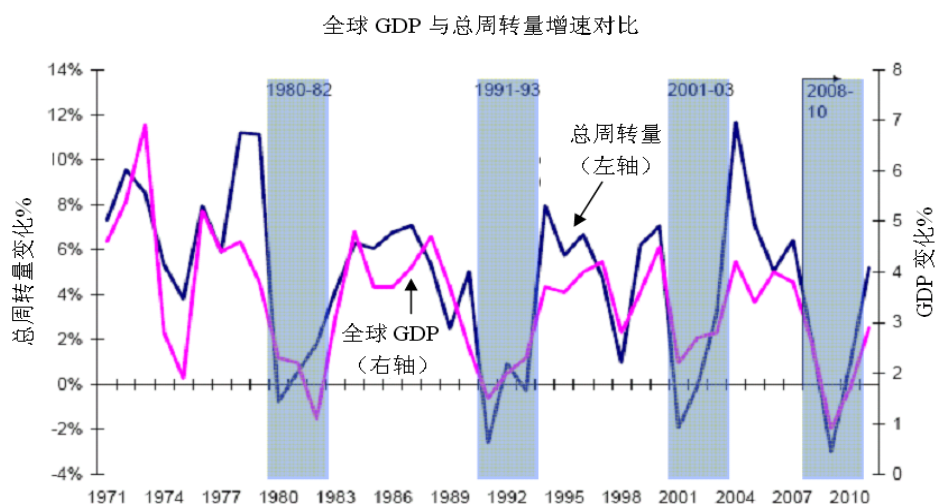
一、航空业——明年平淡，国际旅游岛催化海南航空

（一）从历史数据发现周期特征

1、行业追随宏观经济，8-10年为一个周期

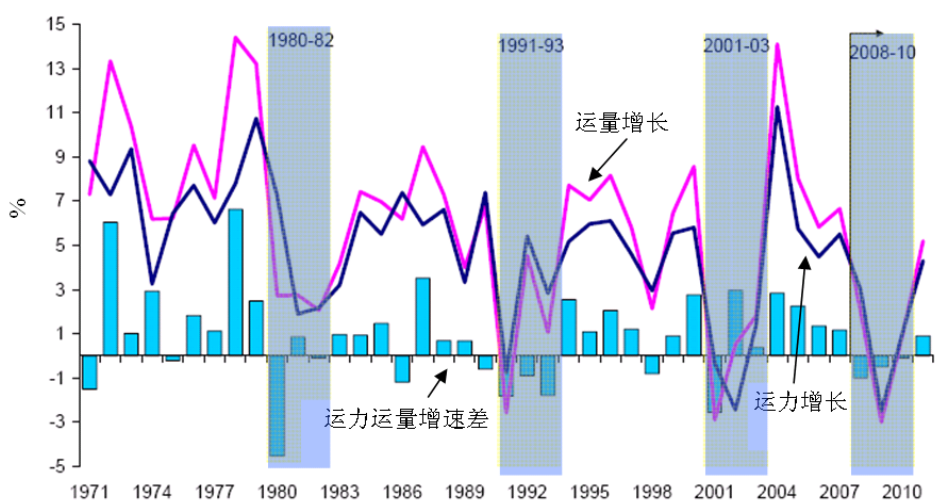
研究周期性行业的一个重要命题就是判断行业的周期特征。我们将过去40年的宏观经济与航空周转量进行对比后发现，航空周转量与GDP增速高度相关。按照经济周期的规律，每8-10年为一个周期。谷底下跌之后通常会V型反转，在回档之后进入平稳增长期，直至下一轮衰退。

图 1：过去四十年，全球航空业呈现四个周期



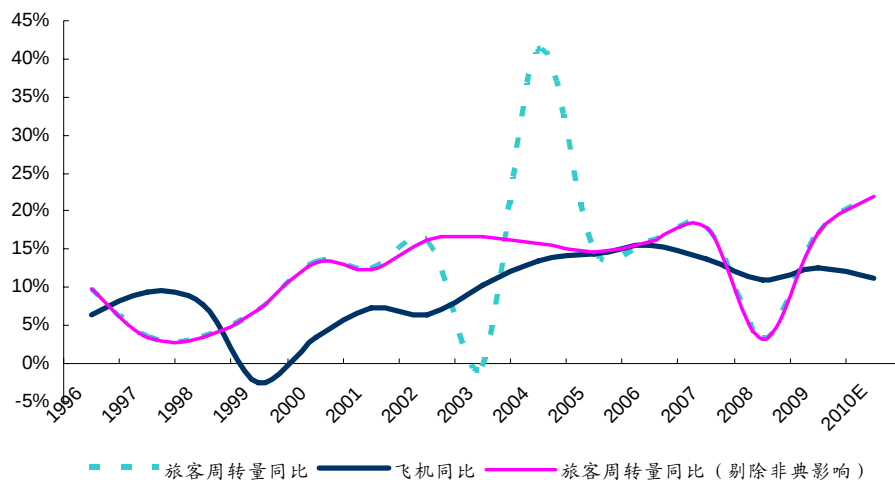
运力和运量的增速变化是这一周期规律的具体表现，在萧条时运力增速超越需求，一旦度过萧条期，需求增速均处于运力增速之上，尤其在繁荣期，需求增速更是大幅超越运力增速。

图 2：全球运力和运量的增速呈现显著周期特征



国内的航空也历史虽短，但周期特征也与全球保持基本一致，自98年亚洲金融风暴之后，需求从谷底开始逐渐复苏。直到2008年金融危机时需求开始跳水，时间间隔也正好是8-10年。

图 3: 国内的需求和运力增速周期性与全球基本一致



数据来源: 聚源数据、广发证券研发中心

2、目前处于复苏的末期，平稳将是未来的主基调

根据周期特征，复苏通常是V型反转。而事实也证明，在09年和10年中国航空业出现了快速的复苏，2010年增速高达21%。我们认为，站在目前的时点，高速复苏过程已经结束，行业未来将进入平稳增长期，直到下一轮衰退。

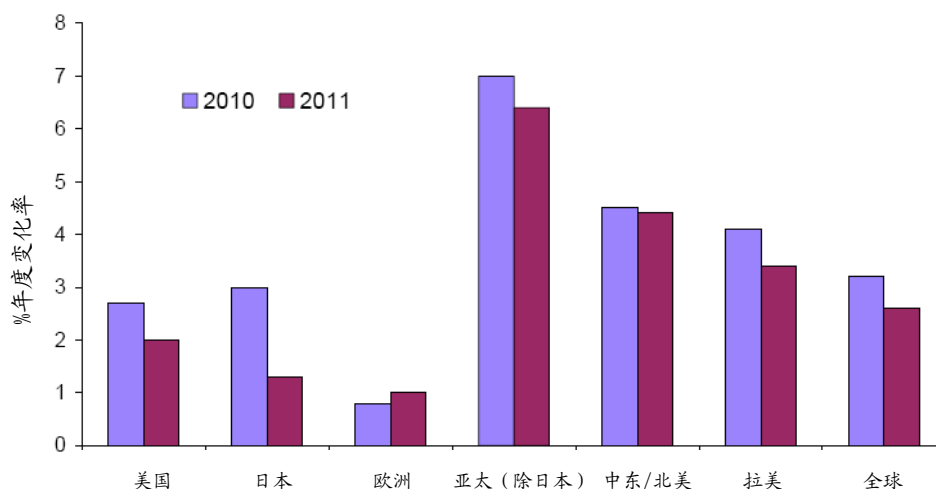
(二) 从周期特征看明年的行业变化

1、复苏之后的回档，明年全球航空业利润将出现下滑

(1) 需求增速略有下滑

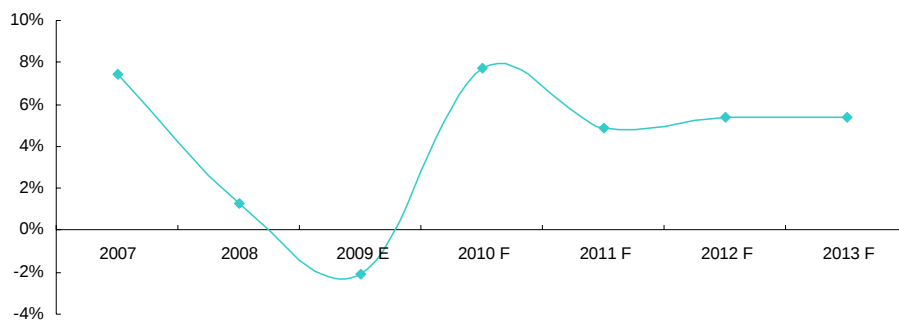
按照前面分析的经济周期特征，复苏之后，由于基数的抬高，增速在下一年通常会有一回档。根据预测，全球经济在2011年增速将要下滑。而航空需求和宏观经济高度相关，因此从明年开始，需求增速会有所下滑，进入平稳增长期。

图 4: 明年全球 GDP 增速将下滑



数据来源: EIU、广发证券研发中心

图 5: 全球旅客周转量增速明年将趋于平缓

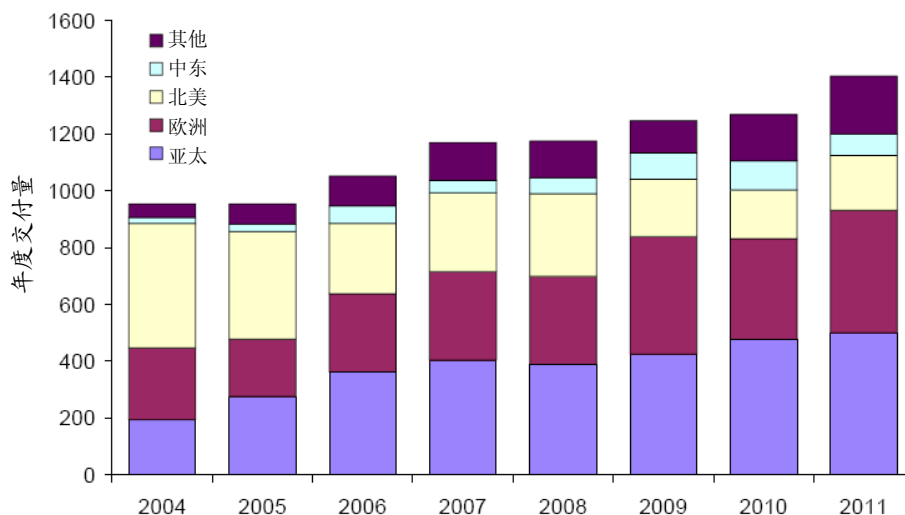


数据来源: IATA、广发证券研发中心

(2) 运力投放增速略有提高

2008年的金融危机,使得很多航空公司延迟飞机订单交付,因此09年和10年运力投放增速很低,延迟的订单在2011年将得到一个集中释放,2011年交付的飞机量较2010年增加近200架。

图 6: 明年全球运力投放增速略有提高

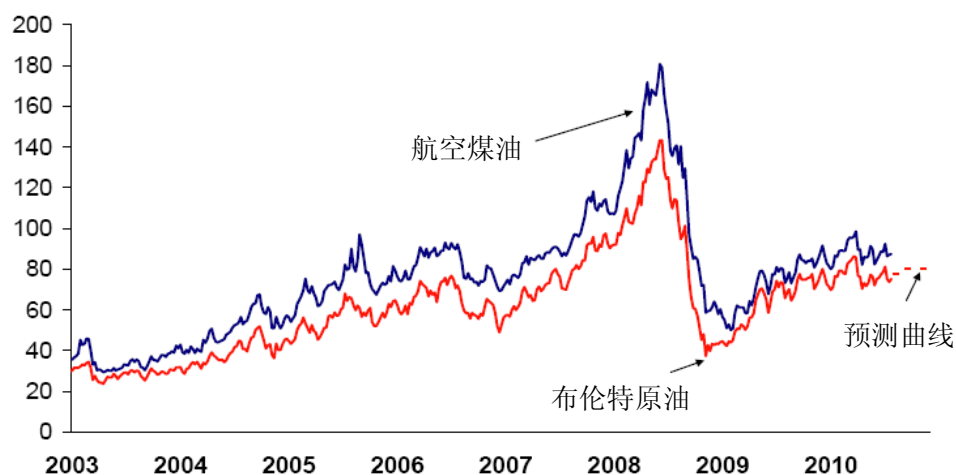


数据来源: Ascend, 广发证券研发中心

(3) 油价可能保持基本平衡

燃油从最低点起来后,一直保持了稳健的反弹速度,目前一直在80美元附近。根据Platts的预测,2011年的燃油价格可能仍然在80美元附近振荡。

图 7: 明年全球油价可能会保持基本平稳



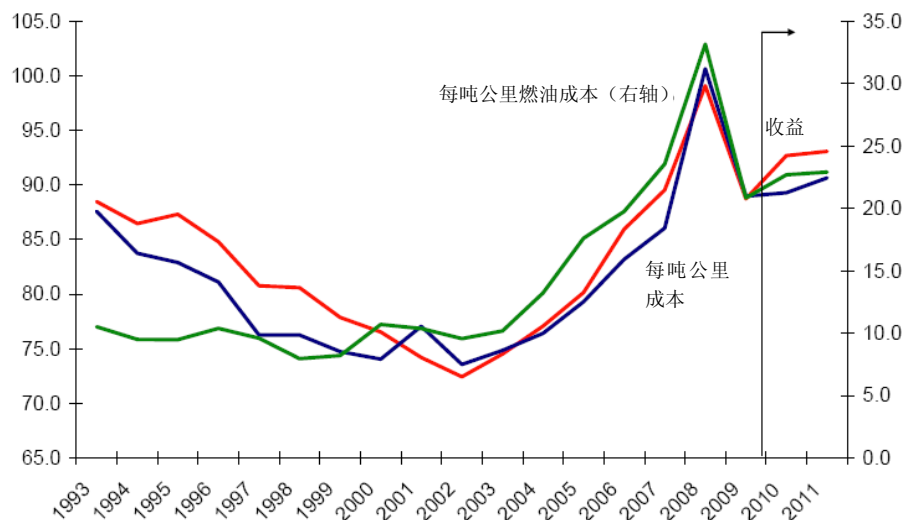
数据来源：Platts, Bloomberg, 广发证券研发中心

(4) 整体利润下滑，但是亚太地区形势最好

虽然燃油保持稳定，但是随着需求的下滑和运力投放的上升，行业的利润在2011年增速将陷于停滞。根据IATA的预测，2010年全球航空业净利润为89亿美元，而2011年只有53亿美元。

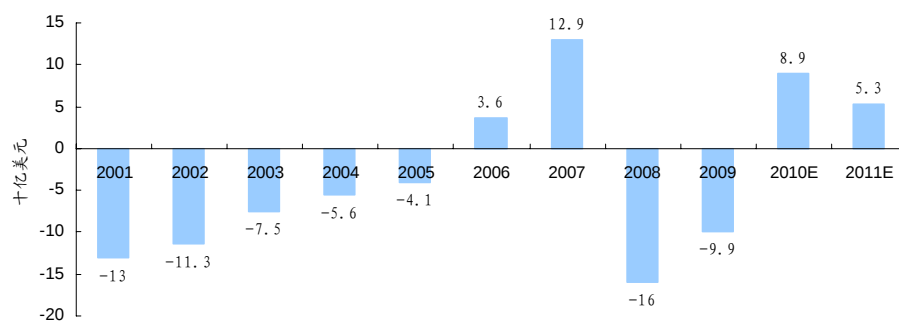
从各个区域来看，虽然全球航空业都面临下滑，但是亚太地区的形势最好，2011年净利润在20亿美元以上，而欧洲则最差，2011年仍然不能扭亏。

图 8: 明年全球航空业收益增速将停滞



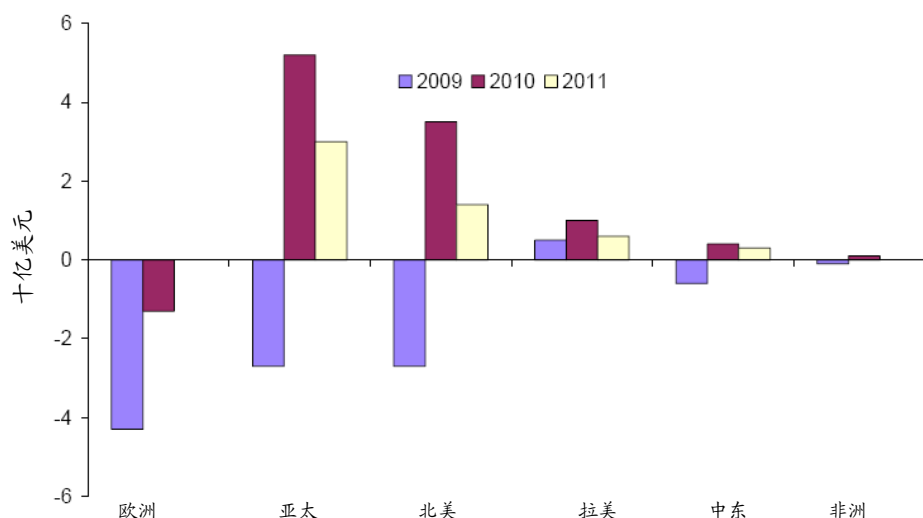
数据来源：ICAO, IATA, 广发证券研发中心

图 9: 全球航空业利润明年有所下滑



数据来源：ICAO，IATA，广发证券研发中心

图 10：虽然总体下滑，但是亚太地区航空业形势最好



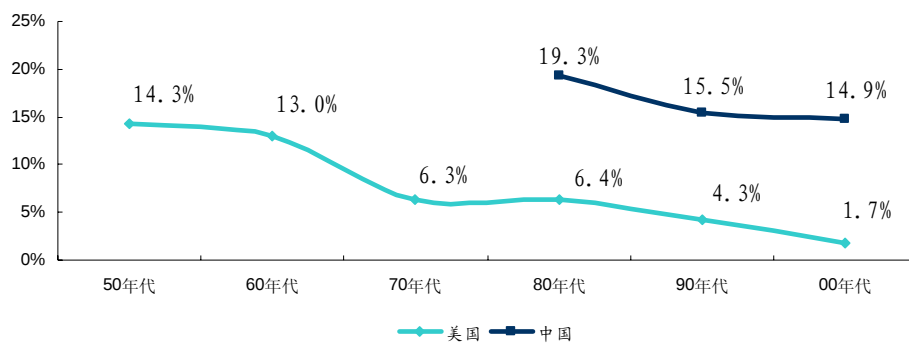
数据来源：ICAO，IATA，广发证券研发中心

2、中国航空业明年也将面临增长停滞的局面

(1) 长期需求增速稳定，但是世博抬高了今年的基数

根据我们的统计，中国航空需求的复合增长率长期在15%左右，远远高于美国的增速，大约和美国的50年代相近。今年由于受世博会影响，1-10月的行业增速达到21%。根据历年世博会的经验，由于世博将基数大幅抬高，因此世博的第二年，航空需求增速都会大幅下滑。因此2011年我国的航空需求增速也将出现下滑。

图 11：中国航空需求复合增长率在 15% 左右

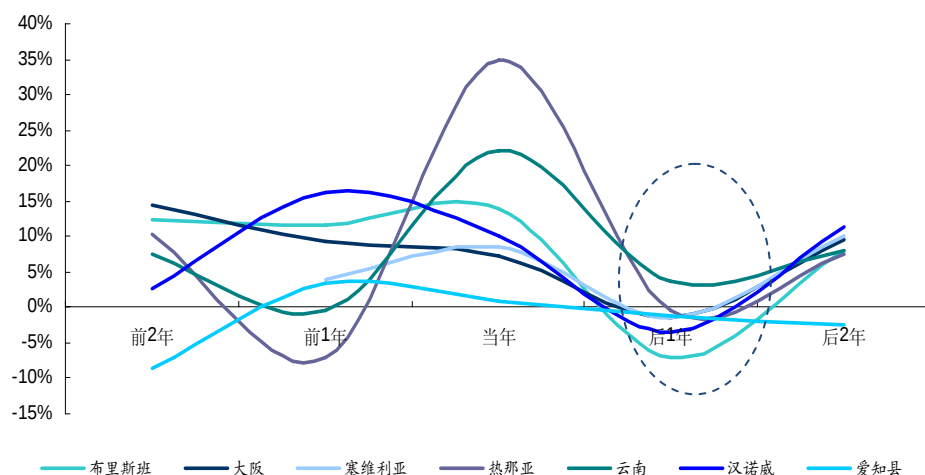


数据来源：CAAC、广发证券发展研究中心

表 1: 2010 年 1-10 月累计增速远超历史平均水平

项目	国航	南航	东航	海航	行业
1-10月周转量累计增长	19.2 %	21.8 %	52.6 %	16.3 %	21.1 %
1-10月客运量累计增长	17.6 %	17.2 %	47.6 %	5.8 %	17.2 %

图 12: 世博会之后的航空需求增速通常会下滑



数据来源：CAAC、广发证券发展研究中心

(2) 运力投放速度较为稳定

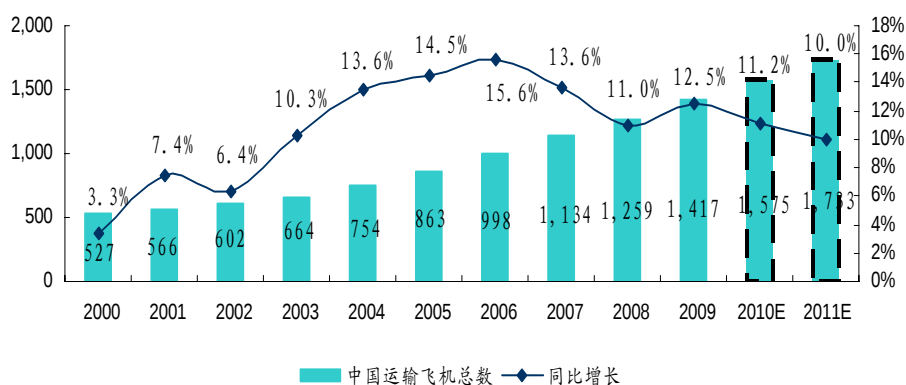
由于波音和空客的产能限制，全球飞机订单的增速一直比较稳定。中国每年接受飞机160架左右，占全球16%左右。由于中国运输飞机总量在1500架左右，随着基数的不断提高，运力投放速度略有下滑。我们预测明年的运力投放速度大约为10%。

图 13: 中国接收的飞机数量比较稳定



数据来源：CAAC、广发证券发展研究中心

图 14: 随着基数提高，中国飞机增速同比略有下滑

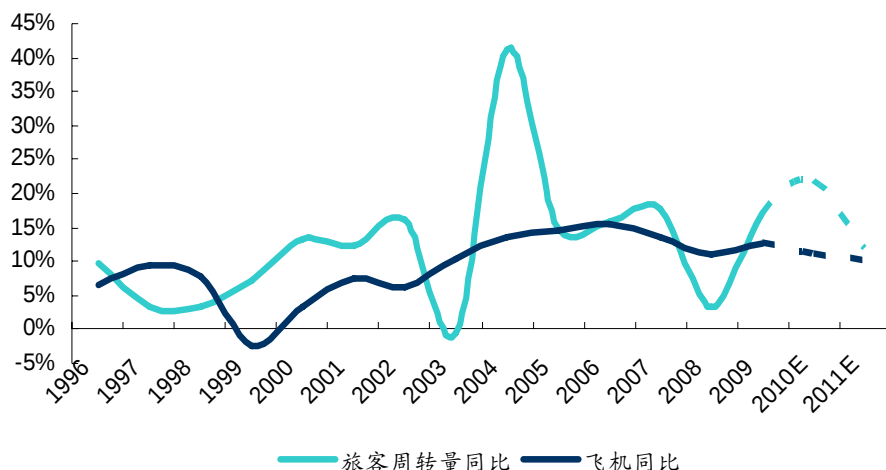


数据来源：CAAC、广发证券发展研究中心

（3）供需基本相当，行业利润增长将陷于停滞

2010年需求增速大约为20% - 21%，而长期增长率大约为15%，由于基数的抬高，我们预测2011需求的增速大约为10% - 11%。而运力的投放大约为10%。在供需基本平衡的状态下，行业的景气周期可以得到延续，但是利润增长将陷于停滞。

图 15: 行业需求增速略高于供给增速，景气周期将延续



数据来源：CAAC、广发证券发展研究中心

(三) 事件驱动：国际旅游岛，海南航空成为受益最大的航空公司

1、国际旅游岛已经是箭在弦上，谁会受益呢？

- 1月4日国务院发布《关于推进海南国际旅游岛建设发展的若干意见》，明确提出将把海南省建设为国际旅游岛。
- 6月8日，国家发展改革委正式批复《海南国际旅游岛建设发展规划纲要》。根据《纲要》，海南将加快开发包括三亚亚龙湾国家旅游度假区在内的17个旅游景区与度假区，加快建设游艇码头、博鳌机场、东环铁路、邮轮母港等基础设施，落实好26国免签证政策，建设离岛免税店和离境免税店等，并力争到2020年初步将海南建成世界一流的海岛休闲度假旅游胜地。
- 7月5日，海南省旅游发展委员会与海航集团正式签署了战略合作框架协议，发挥各自优势，共建国际旅游岛。
- 8月29日，海南国际旅游岛建设领导小组提出，建设国际旅游岛先行试验区，从特殊政策、开发模式、体制机制创新等方面开展探索试验。试验的主要内容：特殊政策试验，包括免税购物、体育彩票、西南沙旅游、航权、游艇邮轮水域开放、游客签证开放等的试验；开发模式试验，以政府为主导、以市场为手段、以企业为主体、以对外开放和加强国际合作为途径的试验；体制、机制创新试验；产品创新试验；投融资模式创新试验，设立服务于国际旅游岛建设的新型投融资平台，探索多元的融资渠道，探索适合园区发展的离岸金融业务等。
- 9月2日，海南将组建海南省国际旅游岛开发建设总公司，公司将承担打造国际旅游岛建设投、融资平台、先行试验区开发建设主体以及省委、省政府授权的重大旅游项目和重要旅游基础设施的开发建设主体，成为国际旅游岛旅游产业项目的孵化器和推进器。
- 11月24日，海南省四届人大常委会十八次会议审议《海南国际旅游岛建设发展条例（草案）》。
- 随着国际旅游岛建设的不断推进，我们认为后续免税购物、体育彩票、邮轮航线等政策或细则的出台，将会使市场对国际旅游岛的关注再次提高，

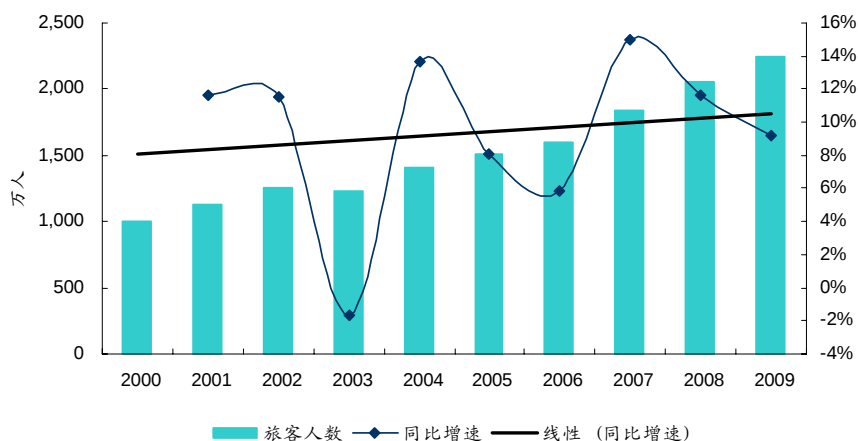
相关的公司将从中受益。

2、海航市场份额约40%，受益最大

(1) 旅游人数可能大幅增长

从目前海南的旅游人数来说，平滑一下非典造成的下滑，大约每年增长10%，比较稳定，总人数2009年达到2250万人，其中入境人数为55万。根据我们的统计，韩国济州岛2010年预计将有800万海外游客，冲绳岛将有270万海外游客，香港2009年接待的大陆游客为1800万。目前朝鲜局势紧张，日韩旅游市场将遭受重创，而香港受到限购令影响，吸引力大幅下降。国际旅游岛免税、邮轮等政策细则一旦出台，有望大比例分流济洲岛、冲绳岛和香港的游客，我们预计海南的游客增速将会大幅提高。

图 16：海南旅游人数目前保持每年 10% 左右的增长

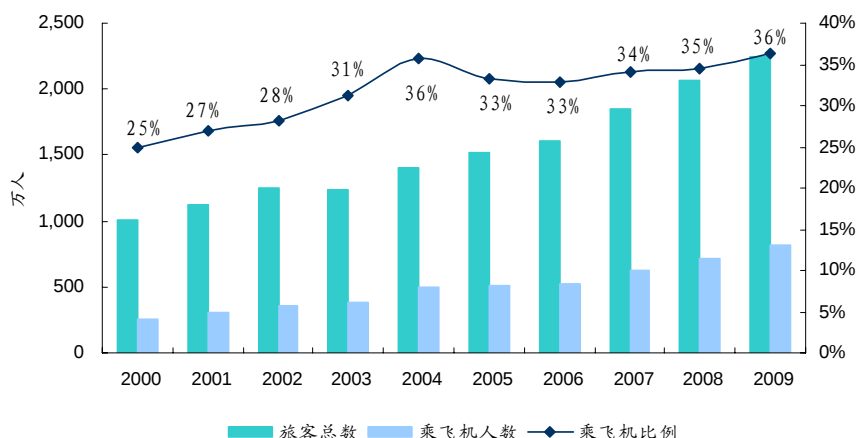


数据来源：CEIC、广发证券发展研究中心

(2) 乘飞机人数增速可能更快

根据统计资料，前往海南的游客，乘飞机的比例达到36%，且保持每年递增1个百分点的速度。随着消费升级与国际旅游岛的不断开发，乘飞机的旅客比例还将继续提高，因此航空需求的增速将高于旅游人数的增长。

图 17：海南游客，乘飞机比例每年约提升 1%



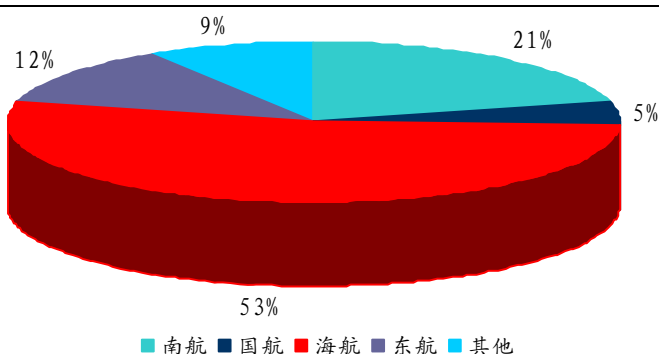
数据来源：CEIC、广发证券发展研究中心

（3）海航市场份额最大，受益最大

海南目前仅有两座机场，海航作为基地航空具有绝对的优势，海口机场的份额为53%，三亚机场的份额为31%。海航在三亚和海口的运力投放占海航总运力的17%，也是所有航空公司中最大的。根据我们统计的数据，国际旅游中，航空和购物消费比重最大，两项占了国际旅游消费的50%左右。因此，国际旅游岛的游客增长，将使海航受益最大。

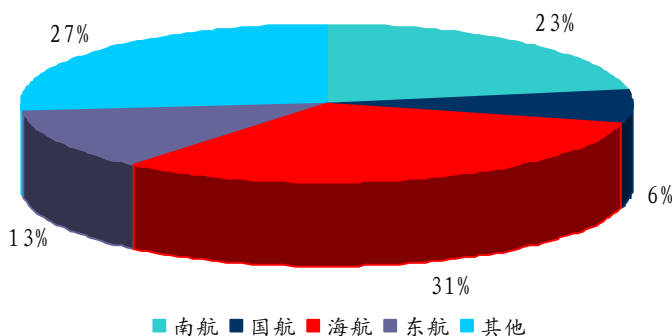
根据我们的敏感性分析，此前海南旅游的人数增速为10%，假设国际旅游岛政策出台后，增速能提高到15%，仅海南市场将使海南航空的旅游运量增长8.7%。因此我们看好国际旅游岛对海南航空的催化作用。

图 18：海航在海口机场的市场份额达到 53%



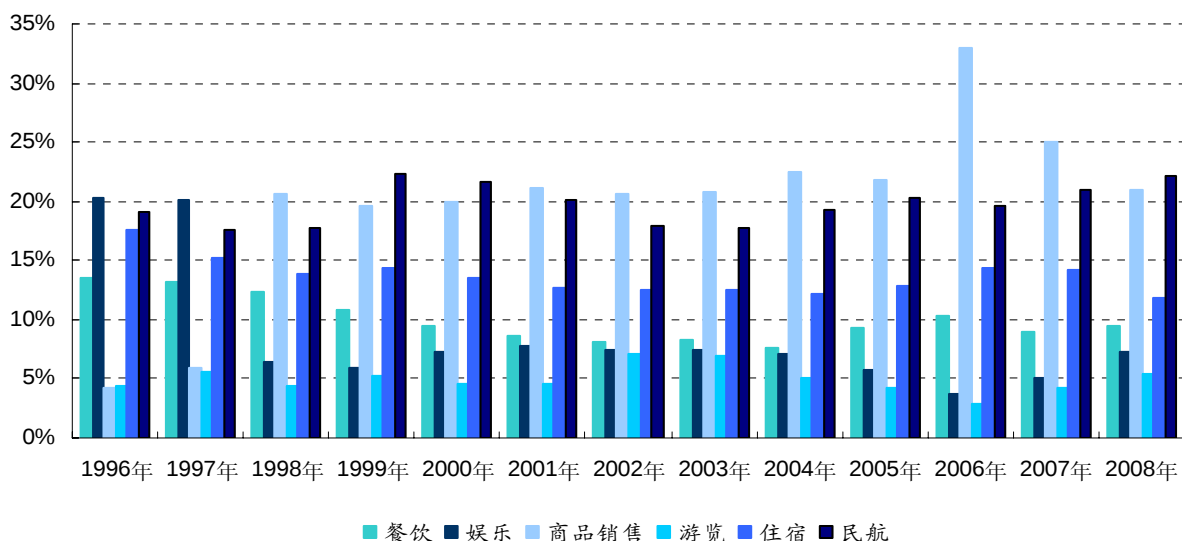
数据来源：CAAC、广发证券发展研究中心

图 19：海航在三亚机场的市场份额达到 31%



数据来源：CAAC、广发证券发展研究中心

图 20：中国国际旅游外汇收入构成中，航空和购物占比最大



数据来源：EDB、广发证券发展研究中心

表 2：旅游人数增速、海航市场份额对海航旅客运输量增速的敏感性分析

海航在美兰机场份额	海南旅游人数增速						
	5%	10%	15%	20%	25%	30%	35%
46%	1.7%	4.0%	6.3%	8.6%	10.8%	13.1%	15.4%
48%	2.8%	5.1%	7.5%	9.9%	12.3%	14.6%	17.0%
50%	3.8%	6.3%	8.7%	11.2%	13.7%	16.2%	18.6%
52%	4.8%	7.4%	10.0%	12.5%	15.1%	17.7%	20.2%
54%	5.8%	8.5%	11.2%	13.8%	16.5%	19.2%	21.9%
56%	6.9%	9.6%	12.4%	15.2%	17.9%	20.7%	23.5%

数据来源：广发证券发展研究中心

二、航运业——把握周期特征，寻找底部投资机会

分析行业周期，看清楚造成波动的因素有助于我们今后的投资。本章的写作目的即是通过分析行业周期寻找底部投资机会。

航运行业的周期可以分为长周期、短周期以及季节性周期，长周期通常达30-60年，短周期通常为5-10年，季节性周期则发生在年内。出于对投资的适用性，我们重点关注航运的短周期以及季节性周期，把握行业趋势投资机会以及短期投资机会。

根据每个周期的波动特征我们可以将一个完整的周期大致分为四个阶段：谷底、复苏、顶峰、衰退。在周期的演变中我们重点关注其中的变化，识别顶峰和谷底。

航运行业中大致可以分为三个子行业：干散货、油轮以及集装箱运输。各个子行业之间的周期性走势大致趋同，又略有差异。

（一）干散货市场——底部复苏，供给压力有待时日消化

从历史来看，近25年间大致可以划分为三个周期：“1986年-1992年”、“1992-1998年”、“1998--2009”年，分别用C1、C2和C3表示。

从最近几个周期的走势来看，我们可以得出如下结论：

（1）本轮和上一轮航运周期主要是由于需求拉动（需求主导）；

(2) 需求增速快于供给增速是复苏的一个前提条件；如果在复苏期供给增速快于需求增速，即使有反弹也只是暂时的。

(3) 航运周期的高涨期较短（一般仅一年），衰退速度较快。而且近几轮周期的波动幅度在不断加大，谷值/峰值呈现缩小态势。

表 3: 航运行业最近 25 年以来的周期（以年度均值度量）

周期	时间段	谷值	峰值	均值	谷值/峰值	运量增长率	运力增长率
C1	1986-1992	715	1592	1258	45%	3.50%	1.43%
C2	1992-1998	946	1981	1408	38%	3.97%	3.57%
C3	1998-2009	2616	7070	3152	37%	5.96%	4.01%

资料来源：Bloomberg, Clarkson, 广发证券发展研究中心

表 4: C1 周期的主要特征

年份	BDI 偏离均值程度	二手船价/新船价	新船合同量	拆船量
1986（谷）	56.8%		4.6	12.3
1987	80.9%	0.71	4	7.1
1988	110.0%	0.89	8	2
1989（峰）	122.6%	0.91	9.6	1.1
1990	107.7%	0.65	4.1	1.6
1991	126.5%	0.80	10.6	1.1
1992	95.5%	0.78	7.2	3.9

资料来源：Bloomberg, Clarkson, 广发证券发展研究中心

表 5: C2 周期的主要特征

年份	偏离均值程度	二手船价/新船价	新船合同量	拆船量
1993	99.3%	0.84	14.9	3.6
1994	105.0%	0.99	17.8	3.5
1995（峰）	140.7%	0.96	22.1	1.8
1996	93.0%	0.81	12.1	7.1
1997	94.8%	0.87	15.3	7.9
1998（谷）	67.2%	0.70	9.5	12.3

资料来源：Bloomberg, Clarkson, 广发证券发展研究中心

表 6: C3 周期的主要特征

年份	偏离均值程度	二手船价/新船价	新船合同量	拆船量
1999	33.7%	0.90	22.4	9.3
2000	51.0%	0.83	15.2	4.5
2001	38.5%	0.77	8.9	8.1
2002	36.1%	0.84	22.3	6
2003	79.8%	1.07	35.5	4.2
2004（小峰）	143.1%	1.24	32.6	0.3
2005	106.9%	1.10	30.3	1
2006	100.9%	1.42	56.8	1.7
2007（峰）	224.3%	2.30	172.7	0.6
2008	202.7%	0.85	102.9	5.6

2009 (谷)

83.0%

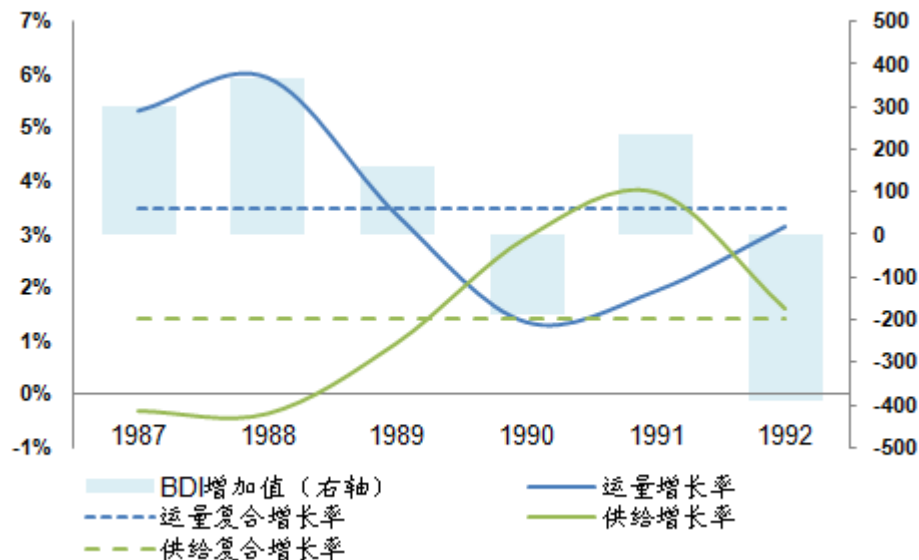
0.79

29

10.7

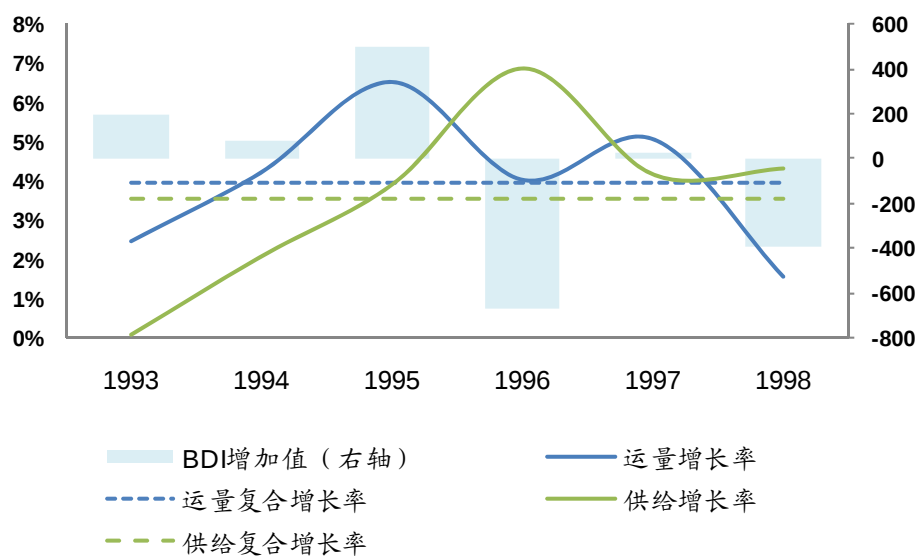
资料来源: Bloomberg, Clarkson, 广发证券发展研究中心

图 21: 第一个周期属于供给推动型——运力偏紧



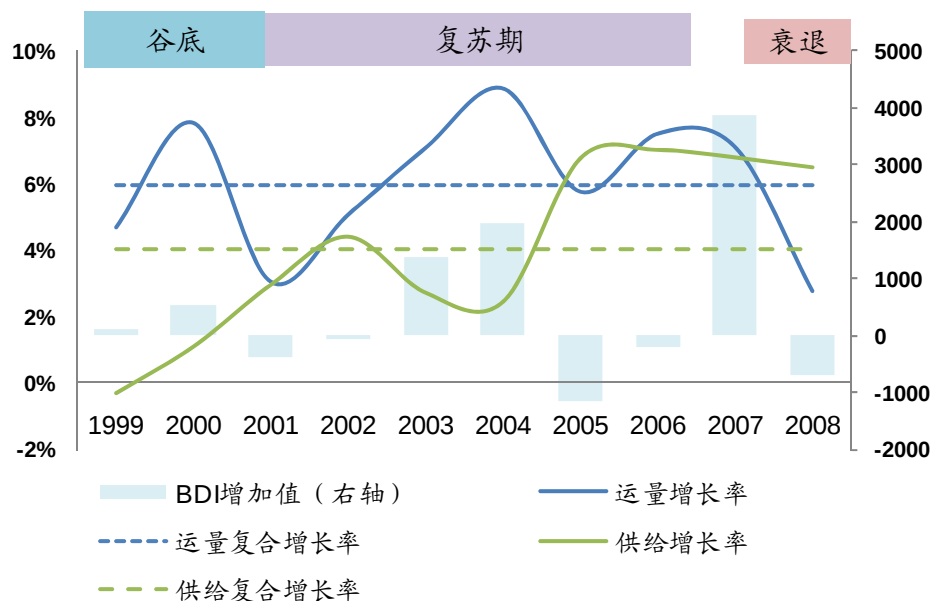
数据来源: 广发证券研发中心

图 22: 第二个周期属于需求拉动型——需求的波动左右周期波动



数据来源: 广发证券研发中心

图 23：第三个周期属于需求拉动型——需求高速增长



数据来源：广发证券研发中心

供需增速判断

干散货主要需求驱动因素是大宗原材料，包括铁矿石、煤炭以及粮食等。其中煤炭和铁矿石在大宗散货海运量中的占比较为突出，是干散货需求的核心催动力。上一轮周期中铁矿石货种海运量的复合增长率为7.1%，带动干散货货运量复合增长率达4.1%，BDI创新高。

表 7：三大干散货货种的复合增长率

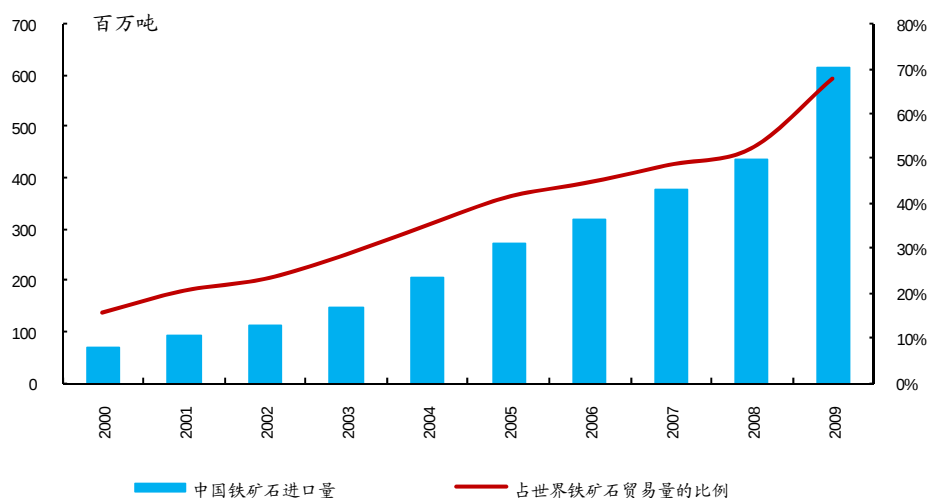
	1986年-1992年	1992年-1998年	1998年-2009年
干散货	2.2%	2.8%	4.1%
其中：铁矿石	1.3%	3.9%	7.1%
煤炭	4.4%	3.9%	5.5%
粮食	3.1%	0.2%	3.1%

数据来源：Clarkson，广发证券发展研究中心

中国铁矿石进口量2011年增速的判断

中国铁矿石进口量由2000-2009年由6980万吨增长至61460万吨，量复合增长率达27.34%。至2009年中国铁矿石进口量已占全球铁矿石进口量总量68%。因此预测中国铁矿石进口量增速对国际海运市场有很大的影响。

图 24：中国铁矿石进口量 10 年间复合增长率达 27.34%



数据来源：广发证券研发中心

我们预测的方法：通过计算历史三年我国钢铁产量对进口铁矿石的依赖度，根据广发证券钢铁行业研究员对2011年钢铁产量的预测，来预测2011年中国进口铁矿石的量。

我们预测的核心因素是中国铁矿石进口依赖度以及粗钢产量增长率。我们假定2011年中国铁矿石进口依赖度与2010年持平，粗钢产量同比增长7%。那么2011年我国铁矿石进口量增速为6.8%。

表 8：中国铁矿石进口量测算

单位：万吨	2007	2008	2009	2010E	2011E
年初港口库存	4,065.0	5,080.0	6,015.0	6,617.0	6,900.0
本年进口	38,309.0	44,356.0	62,778.0	60,130.0	64,200.0
本年消耗	37,695.0	43,342.0	62,186.0	59,868.0	64,100.0
年末港口库存	4,679.0	6,094.0	6,607.0	6,879.0	7,000.0
本年粗钢产量	48,924.0	50,048.0	56,784.0	62,509.0	66,884.6
铁矿石消耗量	78,278.4	80,076.8	90,854.4	100,014.4	107,015.4
进口铁矿石依赖度	48.16%	54.13%	68.45%	59.86%	60%

资料来源：Wind，广发证券发展研究中心

表 9：中国 2011 年铁矿石进口量敏感性测试

铁矿石进口量 (增速)		钢铁产量增速			
		7%	8%	9%	10%
铁矿石进口依赖度	50%	5.35 (-11%)	5.40 (-10.2%)	5.45 (-9.4%)	5.50 (-8.5%)
	55%	5.89 (-2.1%)	5.94 (-1.2%)	6.00 (-0.3%)	6.05 (0.6%)
	60%	6.42 (6.8%)	6.48 (7.8%)	6.54 (8.8%)	6.60 (9.8%)
	65%	6.96 (15.7%)	7.02 (16.7%)	7.09 (17.8%)	7.15 (18.9%)

资料来源：Wind，广发证券发展研究中心

我们根据对中国明年铁矿石进口量的判断修正Clarkson于2010年10月对国际干散货进口量增速的预测，我们预测2010-2011年全球干散货海运量增速分别为10%和6%，增速略有下滑。增速下滑的主要原因是担心全球经济的二次探底。

表 10：干散货海运量需求增速 (单位：亿吨)

	ORE	Coking Coal	Steam Coal	Total
2009	9.05 (+8.6%)	2.15(-2.8%)	5.90(+2.1%)	29.70(-3.0%)
2010E	9.60 (+5.9%)	2.66(+23.8%)	6.50(+10.2%)	32.65(+10%)
2011E	10.32 (+7.5%)	3.02(+13.7%)	6.76(+4.0%)	34.68(+6%)

资料来源：广发证券发展研究中心

供给增速——庞大供给量制约着干散货行业的复苏进度

截止2010年11月1日，干散货船舶现有订单和运力的比例为52.48%。是三种船型中订单量最庞大的子行业，这与2007年和2008年的船舶订单量关系很大。

表 11: 干散货船舶现有运力及订单预计交付日期

	现有运力	现有订单	订单/运力	现有订单交付期		
				2010	2011	2012
capsize	200.4	129.9	64.82%	12.6	57.3	60.1
Panamax	132.7	71	53.50%	7.4	28.8	34.9
Handymax	105.7	44.9	42.48%	7.2	20.7	16.9
Handysize	81	27	33.33%	4	13.5	9.5
Total	519.8	272.8	52.48%	31.2	120.3	121.3

资料来源：Clarkson，广发证券发展研究中心（现有运力/订单截止2010年11月1日，下文同）

表 12: 干散货船订单推迟率和撤单率测算

	年初订单	年内交付	新接订单	现有订单	订单减少量	撤单/转单率	年内应交付量	推迟率
capsize	152.5	30.2	19.21	129.9	11.61	7.6%	37.6	19.7%
Panamax	64	12	23.69	71	4.69	7.3%	17.56	31.7%
Handymax	50.4	13.9	10.18	44.9	1.78	3.5%	18.32	24.1%
Handysize	30.2	6.3	5.31	27	2.21	7.3%	7.5	16.0%
Total	297.1	62.4	58.39	272.8	20.29	6.8%	80.98	22.9%

资料来源：Clarkson，广发证券发展研究中心（应交付量衡量的时间点为2010年年初）

注：年内指2010年1月至10月，现有指2010年11月初；转单率指干散货订单转为其他船舶订单。

从上表我们可以看到，截止2010年11月初，订单推迟率约为23%，扣除撤单率/转单的6.8%，订单实际推迟率约为16%。

考虑到明年需求增速的减缓，我们扩大对订单推迟率和撤单率的假设。我们假设现有订单在行业复苏期的实际交付推迟率为20%，撤单率为10%，即整体交付推迟率为30%；经过测算，我们得到2010-2012年散货船运力增长率为18.2%、16.8%和15.2%。运力增速逐渐放缓，行业缓慢复苏。

表 13: 干散货船未来运力增速测算表

	2009	2010.11	2010E	2011E	2012E
capsize	170.1	200.4	209.5	251.4	298.8
Panamax	120.9	132.7	138.0	159.1	186.3
Handymax	92.1	105.7	110.9	126.2	139.8
Handysize	76.2	81	83.9	93.8	101.6
Total	459.3	519.8	542.3	630.5	726.5
增长率					
capsize		17.8%	23.1%	20.0%	18.9%

Panamax	9.8%	14.2%	15.3%	17.1%
Handymax	14.8%	20.4%	13.8%	10.8%
Handysize	6.3%	10.1%	11.8%	8.3%
Total	13.2%	18.1%	16.3%	15.2%

资料来源: Clarkson, 广发证券发展研究中心

注: 2010年11月初和2010年增长率均相对2009年末

表 14: 2011 年干散货运力敏感性测试

		订单推迟率		
		15%	20%	25%
撤单率	7%	641.3 (+17.8%)	634.1 (+16.5%)	627.0 (+15.2%)
	10%	637.4 (+17.1%)	630.5 (+15.9%)	623.5 (+14.6%)
	12%	634.8 (+16.6%)	628.0 (+15.4%)	621.2 (+14.2%)
	15%	630.8 (+15.9%)	624.3 (+14.7%)	617.8 (+13.5%)

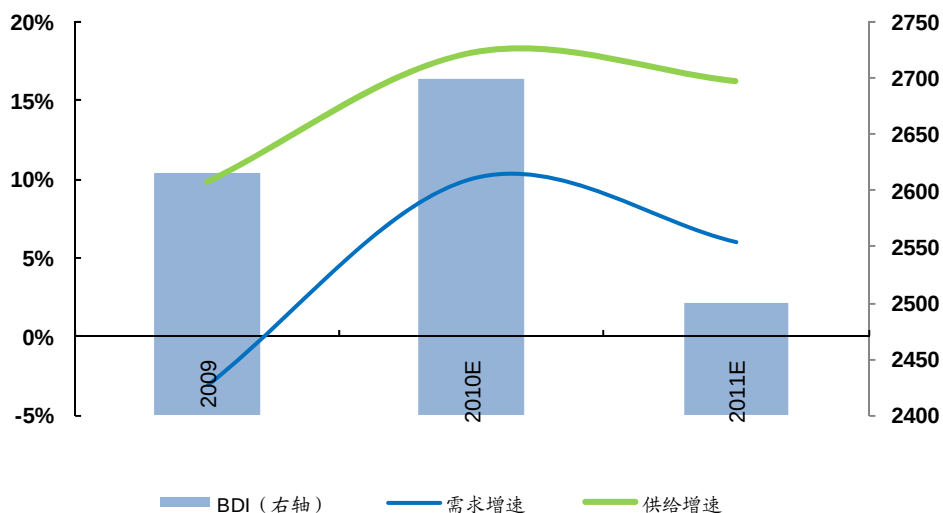
资料来源: 广发证券发展研究中心

总结——需求短期内仍显不足，复苏有待时日

我们从以上的供需测算判断目前行业仍处于复苏期底部, 虽然2010年新船订单量以及船价有所反弹, 但二手船价仍未有明显的反弹。

运力供给压力仍然很大, 我们预计可能会即2009年后再次探底, 航运市场可能会出现“W”走势。

图 25: 预计 2011 年干散货市场可能经历另一个底部



数据来源：广发证券研发中心

（二）集装箱行业——供需趋衡，建议积极配置

从图27可以看到，集装箱行业的周期性属性较为鲜明。从我们可以获得的数据中可以得到：

- 当行业需求增速>行业供给增速时，集装箱船（以3500TEU船型）的日租金指数是上涨的。例如“1999-2000年”以及“2003年-2005年”以及“2007年”均属于周期中的上涨阶段。
- 当集装箱船供给增长率>需求增长率时，集装箱船的期租水平往往是下降的，即使上涨涨幅也微弱。例如“1993-1998年”、“2001-2002”年“2006”年以及2008-2009年，我们称这个阶段为衰退阶段。

在我们可以观察到的时间内，共有三个完整的周期，分别为“1997-2002”；“2002-2006年”和“2006-2009年”，平均周期年限为5年。自2010年开始，行业进入下一个周期。

表 15：集装箱运输行业各周期阶段列表

	3500TEU 期租水平	谷值	峰值	谷值/峰值	货运量复合增长率	运力供给增长率
1997-2002	22621	14275	31000	46.0%	8.84%	10.63%
2002-2006	28115	25667	38427	66.8%	12.10%	10.52%
2006-2009	22310	6575	29958	21.9%	1.87%	14.35%

数据来源：Clarkson，广发证券发展研究中心

■ 周期的特征

集装箱行业的周期性特征较为明显，当供需增速发生转变时，期租水平会即时做出反应，供需基本面的变化是盈利能力的风向标。我们认为有以下几个原因对集装箱行业影响较大。

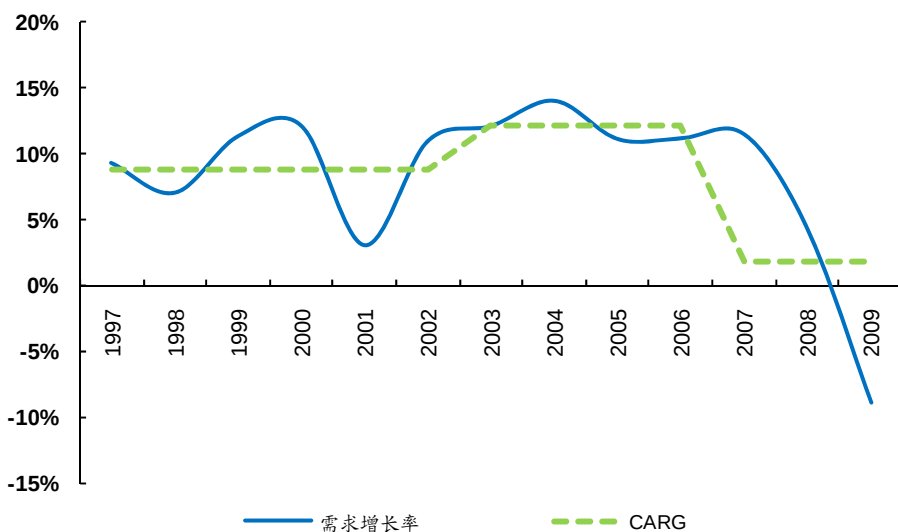
（1）行业供给摩擦较小，资源配置效率高。当整个市场需求变好时，市场可以迅速调用运力到需求旺盛的航线。

（2）供给弹性小于需求弹性。由于造船周期较长，供给较为刚性。当市场旺盛时船东倾向于下订单，但交船期却受很多因素影响，弹性较小。因此，当需求发生较大变化时，市场中运力增幅可能较大。

（3）行业集中度较高，衰退后行业能够适时的控制运力，现在供需关系扭转。

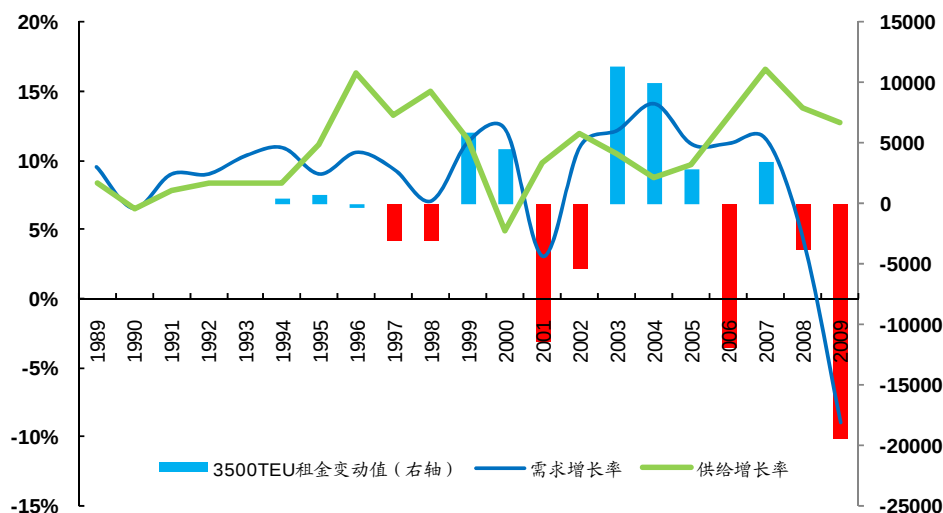
因此，在掌握船舶交付时间的条件下，把握集装箱行业的拐点关键是分析需求的变动幅度。

图 26：集装箱行业各周期的需求增长率与 CARG



数据来源：广发证券研发中心

图 27：集装箱行业供求关系与期租水平



数据来源：广发证券研发中心

1、需求端的考虑——从整体市场把握

全球集装箱货运需求直接取决于全球贸易量，间接取决于全球GDP的增长率。我们统计了集装箱货运量与GDP增长率和全球贸易量增长率之间的关系：

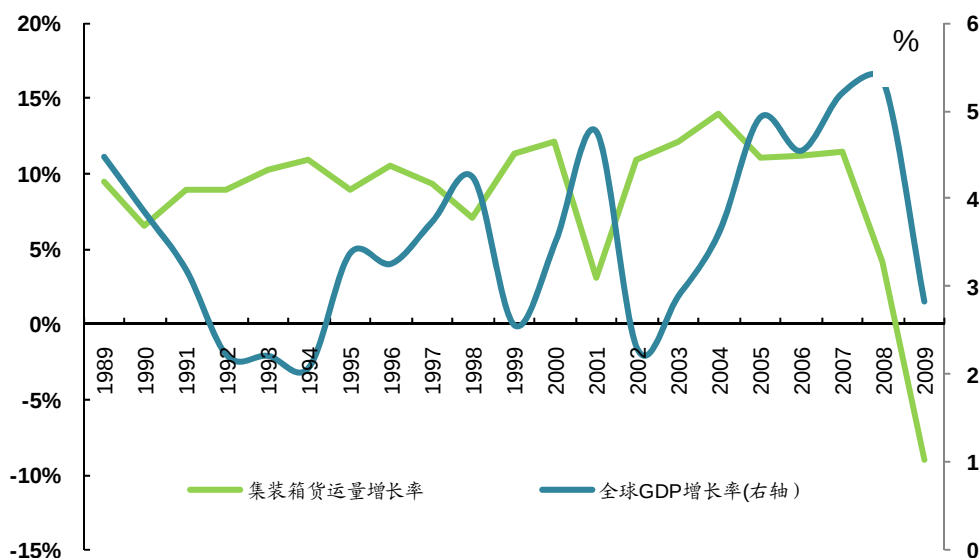
集装箱货运量增长率与GDP增长率之间的相关系数为0.804；集装箱货运量增长率与全球贸易量增长率之间的相关系数为0.72。根据IMF的预测，2010-2012年全球GDP增速分别为4.77%、4.22%和4.54%。

我们测算了集装箱货运量增长率与GDP增长率之间的弹性，1989-2009年20年间的弹性均值为2.8。

按照IMF对世界经济2010-2012年分别增长4.77%、4.22%的判断，我们采用历史平均弹性估算集装箱吞吐量的增速相应的维持13.3%、11.8%；采用回归分析法测算出

2010-2011年集装箱吞吐量的增速相应位12.86%和11.27%。

图 28: 集装箱货运量与全球 GDP 增长率的走势比较



数据来源：广发证券研发中心

2、需求端的考虑——从局部重点市场把握

下表列示了全球集装箱2000年至2009年的吞吐量，全球集装箱吞吐量在这10年间实现了7.85%的复合增长率，中国的集装箱吞吐量增速最快，实现22.22%的复合增长率。美、日、欧的增速较慢，东盟集装箱吞吐量的增速与全球增速接近同步。

据“德鲁里”预测，中国、美国、日本和西欧2010年港口集装箱吞吐量合计占全球市场的54%；中国集装箱吞吐量将在2009年的基础上增长14%，达1.38亿TEU，占全球的市场份额达26.9%。

我们就这几个重点的集装箱货量国家进行分析。

表 16: 全球集装箱吞吐量主要市场份额分布表

	2000	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2000-2009 年 CARG
全球集装箱吞吐量	236.6	399.1	442.4	497.7	524.5	466.9	513.3	7.85%
中国	19.9	75.8	93.6	114.7	128	121.1	138.1	22.22%
市场份额	8.40%	19.00%	21.20%	23.00%	24.40%	25.90%	26.90%	
美国	27.9	40.3	42.6	43.2	41	35.2	37.8	2.62%
市场份额	11.80%	10.10%	9.60%	8.70%	7.80%	7.50%	7.40%	
日本	13.8	17	16.9	18.1	18.4	17.6	18.3	2.74%
市场份额	5.80%	4.30%	3.80%	3.60%	3.50%	3.80%	3.60%	
西欧	51.7	75.7	81.1	91	91.7	78.7	82.1	4.78%
市场份额	21.90%	19.00%	18.30%	18.30%	17.50%	16.90%	16.00%	
东盟国家	34.5	54.6	59.2	66.9	70.7	66.2	73.9	7.51%

市场份额 14.60% 13.70% 13.40% 13.40% 13.50% 14.20% 14.40%

资料来源：德鲁里，广发证券发展研究中心

■ 中国

我们认为中国外贸出口同比增速应能够保证30%以上。我们从以下两个方面来阐述我们对2011年外贸增长的判断：

(1) 中国出口多元化趋势加快。1-10月，对欧、美、日等三大传统市场出口分别增长33.3%、29.2%和23.5%。同期，对东盟、印度、俄罗斯等新兴市场出口分别增长34.9%、39.4%和72.6%，增幅均超过美、欧、日等传统市场。据德鲁里统计，2009年东盟国家的集装箱吞吐量占全球集装箱吞吐量的14%，复合增长率达7.5%。随着中国-东盟自由贸易相关减免关税措施进一步放大，双边贸易量增速将进一步提高。

(2) 人民币进一步升值的预期将在一定时期内刺激中国出口增长。在发达经济体疲软的情况下，民众对于低端日用消费品的需求具有一定的刚性，中国出口的产品目前仍相对廉价，国外采购的利润空间仍较大，在预期采购成本不断上升的情况下，采购商很可能像2010年一样适度加大采购力度。

因此，我们预计中国2011年外贸进出口增速应维持30%以上。

3、供给端的考虑——运力交付

按照克拉克森统计的数据显示，截止2010年11月1日，现有运力为1404.3万TEU，船订单为384.3万TEU，占现有运力的比例为27.36%。

表 17：集装箱船现有运力和订单表（单位：千 TEU）

船型	现有运力	现有订单	现有订单/运力	订单交付期		
				2010E	2011E	2012
100-999TEU	735.3	37.7	5.13%	19.7	17.9	0
1000-1999TEU	1807.2	140.9	7.80%	31.1	74.5	35.2
2000-2999TEU	1792.3	116	6.47%	27	35.9	53.2
panamax	3902.9	341.9	8.76%	40.9	132.6	168.4
3000-7999	3067	612.1	19.96%	30.3	322.6	259.2
8000+	2738.5	2594.1	94.73%	47.1	1114.3	1432.8
合计	14043.2	3842.7	27.36%	196.1	1697.8	1948.8

数据来源：Clarkson，广发证券发展研究中心

根据我们的测算，截止目前实际运力交付推迟率为15%。我们按照“现有订单=期初订单+新接订单-实际交付”的公式计算下来发现计算的订单比实际订单要多24.3万TEU，我们认为此种可能有订单撤销或者合并转为其他订单，也可能是由于克拉克森统计的误差所致。通过与船公司讨论，他们认为集装箱船撤单率应该很少，因此，我们在处理中仅考虑推迟率，不考虑集装箱船的撤单率。

我们假设：（1）运力交付推迟率为15%；（2）2009-2011年全年运力闲置率分别为7%、5%、5%；（3）假设新船均在年中交付。

那么我们的有效运力=[（年末运力-年初运力）*50%+年初运力]*(1-闲置率)

根据此计算公式，我们算出2010-2011年有效运力增长率为10%。

表 18：集装箱运力推迟率测算（单位：千 TEU）

年初订单	预计交付	实际交付	推迟率	新接订单	现有订单	误差
4844.9	1502.5	1274.9	15%	515.6	3842.7	242.8

数据来源：Clarkson,广发证券发展研究中心

表 19: 集装箱运力增长率测算

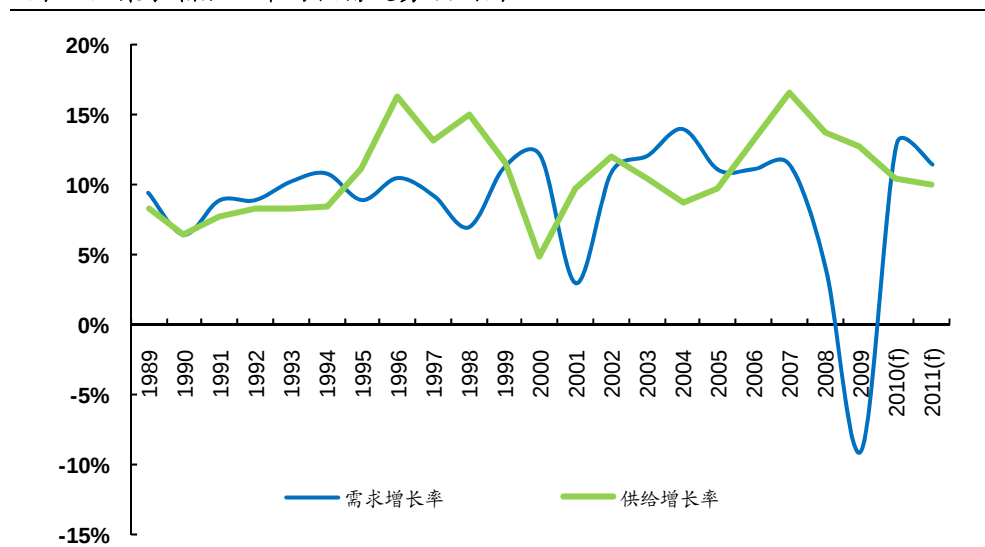
船型	运力 (有效运力) 单位: 千 TEU				有效运力增长率	
	2009	2010E	2011E	2012E+	2010E	2011E
100-999TEU	631.4	705.0	714.9	763.7	11.7%	1.4%
1000-1999TEU	1652.1	1706.9	1761.3	1927.1	3.3%	3.2%
2000-2999TEU	1673.4	1703.1	1729.7	1887.4	1.8%	1.6%
panamax	3221.3	3566.4	3780.2	4198.0	10.7%	6.0%
3000-7999	2586.8	2832.9	3057.7	3618.9	9.5%	7.9%
8000+	1815.9	2320.1	3072.6	5069.1	27.8%	32.4%
合计	11644.8	12834.3	14116.4	17464.1	10.2%	10.0%

数据来源: Clarkson, 广发证券发展研究中心

结论——2011年供需情形良好, 建议标配

综合以上分析, 我们认为2011年集装箱运输市场仍然会倾向于供需均衡。根据行业特点, 我们认为明年的集运市场仍然是上行。建议配置。

图 29: 集装箱航运市场供需趋势预测图



数据来源: 广发证券研发中心

■ 主要风险

我们对需求的判断较多的依赖于策略部对明年宏观经济的把握, 如果2011年全球经济出现下滑, 那么我们的结论可能会出现一定的偏差。

(三) 油轮运输行业——黎明前的黑暗, 左侧买入

从历史来看, 原油海运量的波动幅度不大, 增长确实较为缓和。80年代原油海运量的复合增长率为4.01%; 90年代原油海运量的复合增长率为3.26%; 21世纪的第一个十年, 原油海运量的复合增长率为1.26%。整个25年原油海运量的复合增长率为2.7%。

我们将油运行业的产能发展路径分为三个阶段: (1) 产能收缩期, 主要是八十年代; 运力复合增长率为-3.23%。(2) 产能稳定期, 主要是九十年代; 运力复合增长率为1.8%。(3) 产能快速膨胀期, 二十一世纪的第一个十年; 运力复合增长率为3.41%。

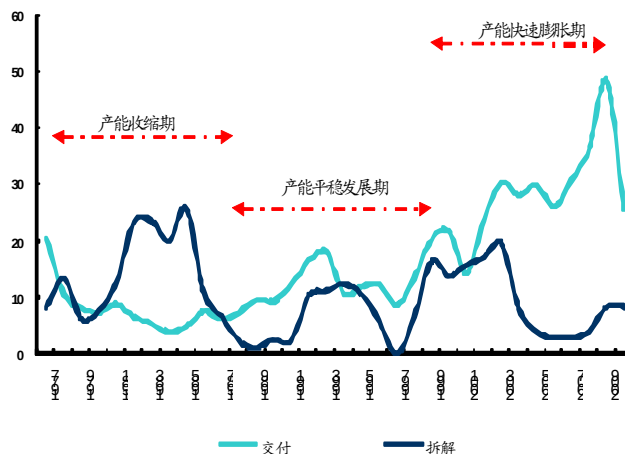
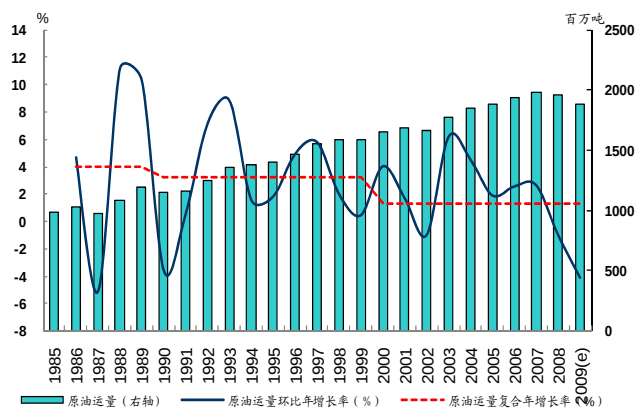
从历史原油海运量以及运力供给来看, 原油运输市场运价的波动主要由供给因素造成。

在一轮周期中，当运力供给年增速低于平均增速时，供给收缩，运价存在上涨的动力。

我们认为在本轮产能膨胀期过后将迎来产能逐步收缩期，届时，油运行业的长期投资机会即将来临。

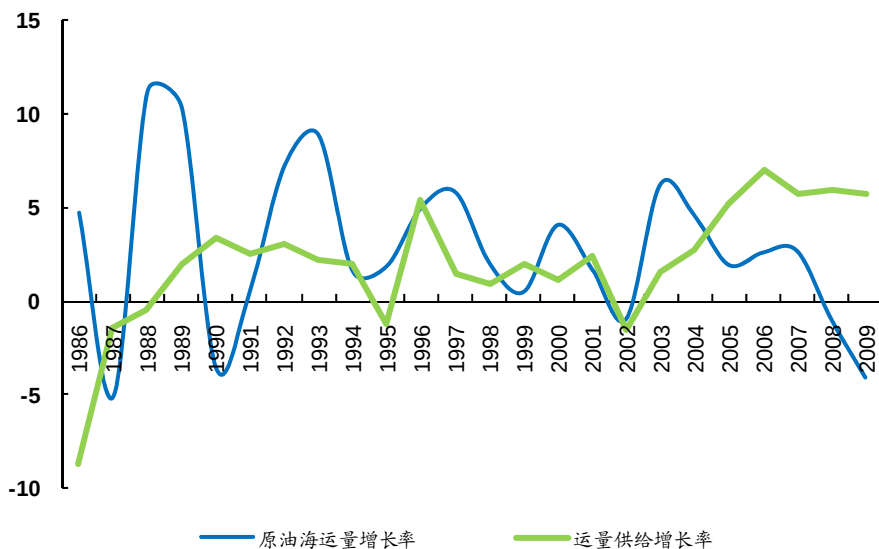
图 30：中国炼油产能 2009 年提速 10%

图 31：全球原油运力供给的周期性变化



数据来源：Clarkson、广发证券发展研究中心

图 32：油运行业历史供需增速对比



数据来源：Clarkson，广发证券研发中心

1、2010-2011年供给测算

我们按照 2010 年 1-10 月的订单推迟率来计算未来订单的交付率；假设 2011 年单壳船拆解/改装率与 2010 年相同；我们预计 2010-2011 年原油运力增幅将分别达到 5.1%、8.1%，其中 VLCC 运力的增长率分别为 3.5%、11%；

表 20：油轮行业运力交付推迟率和订单（单位：百万吨）

年份	现有运力	实际交付	应交付	推迟率	现有订单	订单合同交付时间		
						2010E	2011E	2012E
VLCC	164.1	14.11	19.09	26.09%	62.1	5.6	28.6	27.9
Suezmax	62.7	5.41	6.22	13.02%	23.4	1.6	10.1	11.8
Aframax	92.7	6.53	7.96	17.96%	15.6	1.5	8	6.1
Panamax	28.4	1.98	2.11	6.16%	6.3	0.4	3.8	2.1
Handy	101	7.04	9.74	27.72%	19.6	4.8	10.2	4.6
合计	448.9	35.07	45.12	22.27%	127.0	13.9	60.7	52.5

数据来源：Clarkson，广发证券发展研究中心

表 21：单壳船拆解量以及 2010 年底单壳船运力预测（单位：百万吨）

单壳船	年初运力	现有运力	拆解/改装量	2010 拆解量（E）	拆解/改装率	2010 年底运力
VLCC	23.78	12.99	10.79	12.95	54.45%	10.83
Suezmax	4.95	2.66	2.29	2.75	55.52%	2.20
Aframax	5.37	4.04	1.33	1.60	29.72%	3.77
Panamax	2.4	1.53	0.87	1.04	43.50%	1.36
Handy	13.13	10.36	2.77	3.32	25.32%	9.81
合计	49.63	31.58	18.05	21.66	43.64%	27.97

数据来源：Clarkson，广发证券发展研究中心

表 22：油轮运力预测（单位：百万吨）

	2009	2010E	2011E	2012E
VLCC	160.8	166.4(+3.5%)	184.8(+ 11%)	206.3(+11.6%)
Suezmax	60.3	63.5(+5.4%)	70.8(+11.4%)	80.7(+14.1%)
Aframax	87.7	93.6(+6.8%)	98.4(+5.1%)	102.7(4.3%)
Panamax	27.6	28.5(+3.6%)	31.0(+8.5%)	32.6(5.2%)
Handy	97.8	104.3(+6.7%)	108.3(+3.9%)	108.7(0.4%)
合计	434.1	456.4(+5.1%)	493.2(+8.1%)	530.9(7.6%)

数据来源：Clarkson，广发证券发展研究中心

表 23：VLCC2011 年运力增长率敏感性测试

		订单推迟率		
		15%	20%	25%
单壳拆解率	50%	11.8%	11.0%	10.3%
	60%	11.1%	10.4%	9.6%
	70%	10.5%	9.7%	9.0%

80%

9.8%

9.1%

8.3%

数据来源：广发证券发展研究中心

2、需求正在走向复苏，2011年四季度左侧买入

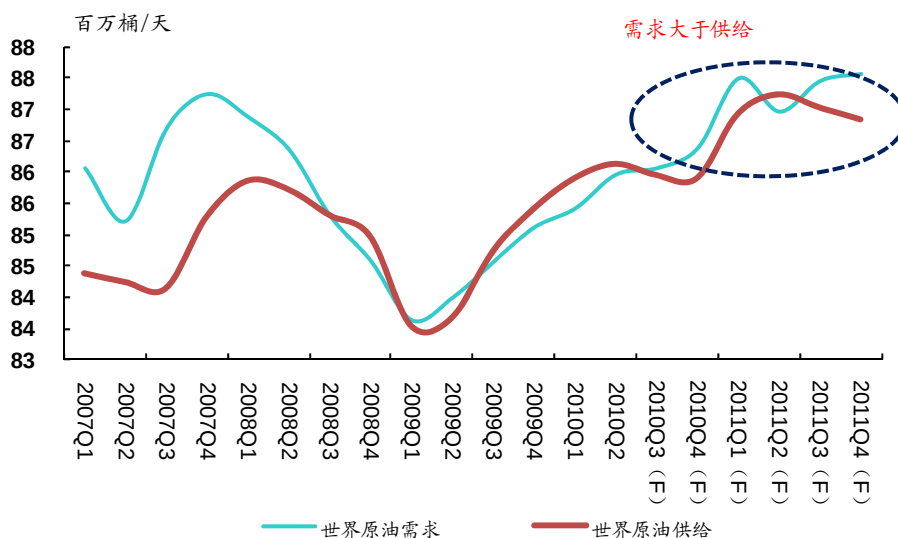
油运需求是原油/成品油需求的派生需求，取决于世界原油/成品油贸易量和运输距离。

从历史发展来看，原油需求增长率与世界经济增长率密切相关，且由于原油产需地不平衡导致原油贸易量占需求量的比重逐渐提高，即油运需求量逐步提高；另外，原油需求的增量逐步由OECD国家向NON-OECD国家转移，亚洲等新兴国家的原油进口量增加带动了运输距离的提高。正是由于

但欧美等传统原油/成品油消费大国仍然是油品运输市场中的主要需求来源，欧美经济的恢复程度对油品运输需求的复苏起着至关重要的作用。

根据IMF以及IEA最新预测，全球2010-2011年GDP增长率约为4.55%和4.22%，全球原油需求增长率为1.92%和1.64%。

图 33：2011 年整体原油需求量大于原油供给量



数据来源：BP、IEA、广发证券发展研究中心

我们根据1988-2009年原油贸易增长率与原油需求增长率之间的弹性来测算

原油需求增长率。20年的数据显示原油贸易增长率与原油需求增长率之间的弹性约为2。因此，我们推断2010-2011年全球原油海运量增速为3.84%和3.28%。

图 34: 原油贸易量/需求量逐渐加大

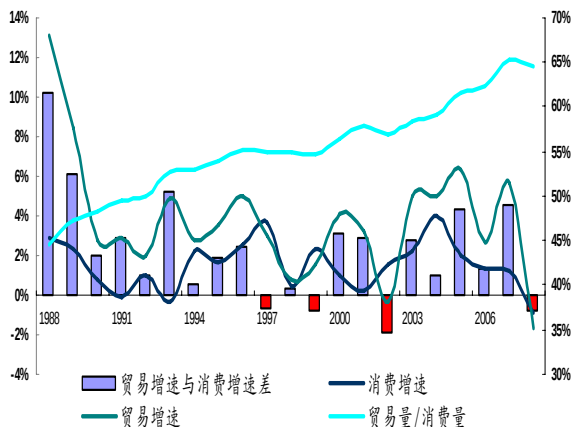
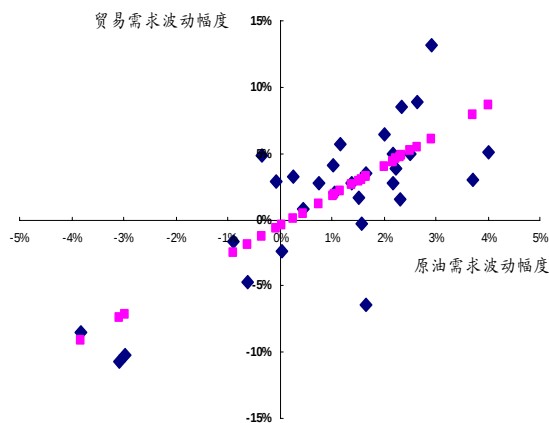


图 35: 原油需求量增速与贸易量增速的拟合



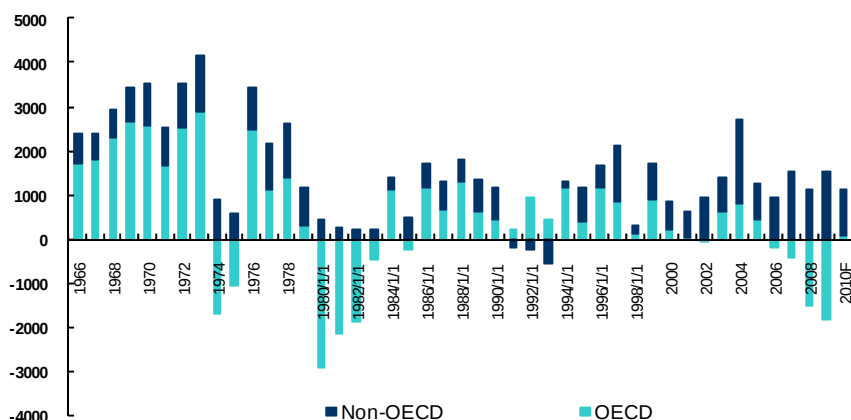
数据来源：BP、广发证券发展研究中心

■ 预计油运未来运输周转量将不断扩大

（1）未来世界原油需求量主要来自于Non-OECD国家。经济恢复速度以及工业化进程等都可以说明这个问题。

（2）中国作为最大的发展中国家，最近10年海运原油进口量复合增长率达11.5%，其中长距离运量复合增长率达16.2%。随着中国经济总量的增加，汽车保有量的快速放大，未来中国原油进口需求可能会主导油运市场。

图 36: 亚洲新兴国家等 Non-OECD 国家原油需求增加带动运距增加



数据来源：Clarkson、广发证券发展研究中心

表 24: 中国原油进口量运距逐渐变长

单位: 千桶/天	海运进口原油总量	长距离 (拉美、非洲)	中距离 (中东)	短距离 (东南亚, 俄罗斯等)
2000	1,392	255	798	339
2001	1,179	114	808	257

2002	1,349	149	815	385
2003	1,748	299	1,026	423
2004	2,336	527	1,218	591
2005	2,391	580	1,367	444
2006	2,682	799	1,390	493
2007	2,990	829	1,679	482
2008"	3,299	947	1,969	383
2009"	3,705	987	2,162	556
CARG	11.5%	16.2%	11.7%	5.7%

数据来源: Clarkson、广发证券发展研究中心

表 25: VLCC 各航线最近 5 年程租次数增长率

航线	2009	'04-'09 Growth
AG-South China	79	136%
AG-Korea	53	11%
WAF-US Gulf	34	-31%
AG-Singapore	29	-42%
AG-West Cost India	20	-1%
Caribs-Singapore	27	122%
AG-Thailand	27	28%
AG-US Gulf	26	-63%
AG-Taiwan	23	-2%
WAF-West Cost India	20	12%
Other	144	-37%

数据来源: Clarkson、广发证券发展研究中心

3、总结——随着供给的萎缩，买入点将逐步显现

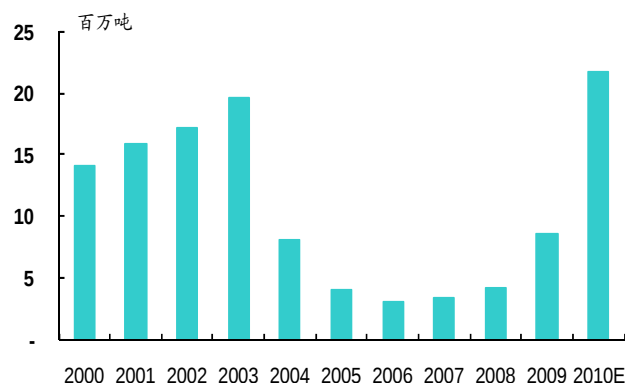
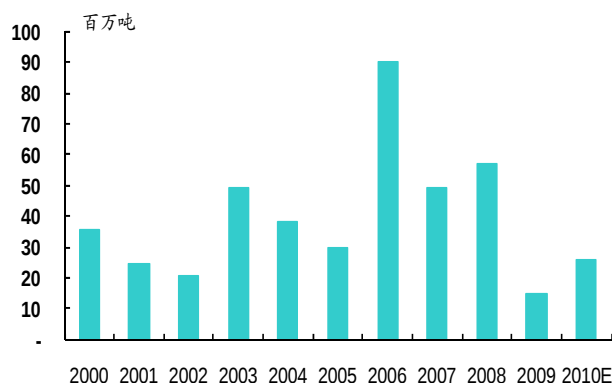
从上文的分析可以看到，2010-2011年供给增长率仍然大于需求增长率，油运的投资机会仍在于把握季节性周期，行业拐点尚未来到。

但从新接订单量以及拆解量可以看到行业正在走向复苏，运力的供给压力将在2011-2012年得以释放。如果明年世界经济能够有效避免二次探底，那么我们认为2011年四季度可能是行业左侧买入的机会。

如果中国十二五规划中大力建设原油战略储备库存，那么油运行业的复苏之路将会进一步超预期。

图 37: 新造船订单量维持在低位

图 38: 船舶拆解量巨大



数据来源：Clarkson、广发证券发展研究中心

（四）投资策略

1、自上而下，选择行业基本面较好的集装箱行业

总体而言，海运行业中我们应自上而下配置集装箱行业上市公司。

选择集装箱行业的逻辑：行业整体供需区域均衡，且供给略有收紧。根据历史规律，集装箱市场的期租水平将进一步上涨。我们建议配置中海集运、中国远洋。

2、自下而上选择有催化剂的个股

我们建议选择具有重组预期的长航凤凰；公司是内河航运振兴的直接受益者。

依托于海南国际旅游岛，具有消费升级和战略转型预期的海峡股份。

三、基础设施行业吸引力不足，铁路十二五规划催化铁龙物流

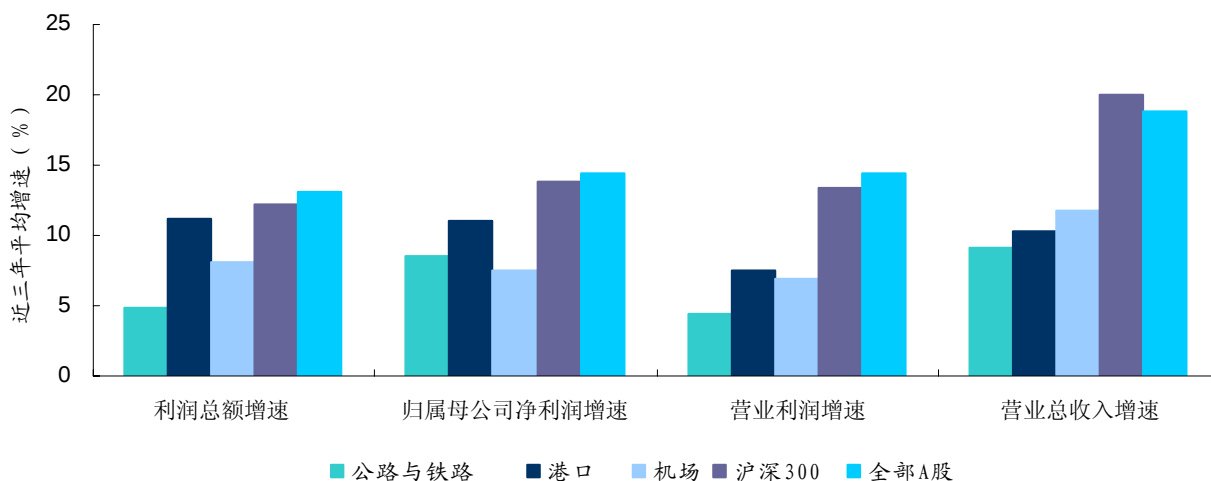
（一）行业增速低于沪深300与市场平均水平

基础设施行业主要包括公路铁路、港口、机场。

- 公路：高速公路网早已贯通，平行分流路段日益增多，宏观经济增速面临下滑，因此公路行业将长期维持低增长。
- 铁路：由于运力不足与体制原因，主要上市公司面临增长瓶颈，如果没有外延式扩张，内生性增长比较缓慢。
- 港口：由于外贸增速下降，港口的吞吐量增速面临下降。
- 机场：主要上市机场面临区域经济增长瓶颈或空域瓶颈，并且由于基数较大，大幅增长的可能性不大。

从利润总额、归属母公司净利润、营业利润和营业收入几个财务指标的增速来看，公路铁路、港口、机场近三年的平均增速均低于沪深300与全部A股。低增长意味着行业只能够享受较低的PE水平。

图 39：公路铁路、港口、机场近三年的平均增速均低于沪深 300 与全部 A 股



数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

(二) 估值不具备明显优势，吸引力不足

从估值来看，三个行业2010年动态市盈率都高于沪深300，但是略低于市场平均水平。考虑到不同的净利润增速享受不同的市盈率，用市盈率除以净利润的增速，三个行业均远远超过沪深300与市场平均水平。因此从板块比较的角度，三个行业不具备估值优势，吸引力不足。

表 26: 机场、公路铁路、港口的估值不具备明显优势

项目	机场	公路与铁路	港口	沪深300	全部A股
市盈率	17.27	15.20	18.83	14.23	18.28
市盈率/市场平均市盈率	0.94	0.83	1.03	0.78	1.00
近三年净利润平均增速	7.55	8.46	11.07	13.77	14.47
市盈率/净利润增速	2.29	1.80	1.70	1.03	1.26

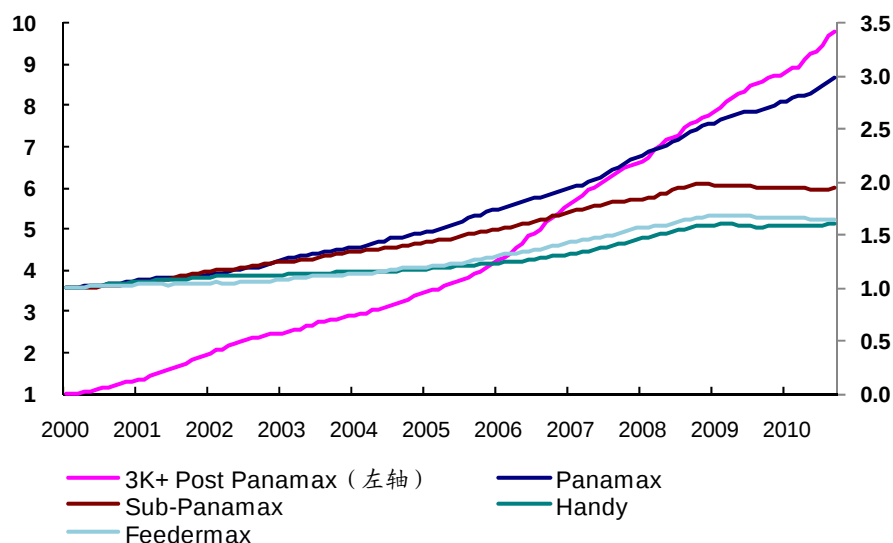
数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

(三) 自下而上选择港口可能的投资逻辑

(1) 集装箱船舶大型化——上港集团、宁波港

未来国际干线将全部投入大型集装箱船以实现规模化降低成本，区域内则采用水水周转的方式运营。因此，随着集装箱化的进一步发展，一些拥有大型深水良港的集装箱港口未来的增速可期。

图 40: 集装箱船舶大型化趋势明显



数据来源：Clarkson、广发证券发展研究中心

(2) 专业铁矿石港口——大连港、宁波港

2011年起，淡水河谷的40万吨级散货船订单开始投入交付，此前淡水河谷也曾表示要在中国建立铁矿石分销中心。

目前中国从巴西进口铁矿石量占铁矿石进口总量的比例约为40%。淡水河谷自有船队的拓展将进一步扩大巴西矿占进口矿的比例，以每年5个航次为例，至2013年淡水河谷自有船队可承运的铁矿石量将可达5000万吨。

目前国内能够满足40万吨级专业矿砂船通航的港口只有大连、宁波和青岛三个港口。据大连港透露，淡水河谷拟与大连港合作，在大连港建立东北亚地区（包括日韩）矿石分销中心，那么大连港将具有巨大的增长潜力。

表 27：淡水河谷船舶订单

	现有船舶		订单		预计交付时间（艘）			运力预测		
	艘数	订单	艘数	载重吨	2011	2012	2013	2011E	2012E	2013E
散货船	8	129.74	4	72	1	3		147.74	201.74	201.74
专业矿砂船	5	118.95	19	760	9	7	3	478.95	604.95	724.95
合计	13	248.69	23	832	10	10	3	626.69	806.69	926.69

数据来源：Clarkson，广发证券发展研究中心

(3) 具有新的增长点——日照港（煤炭吞吐量、原油码头）

晋煤南通道铁路大通道建成后，运能可达2亿吨/年。随着我国经济增长调结构，传统的铁矿石业务增速可能会下滑，但煤炭吞吐量的提高以及即将注入上市公司的油品码头将使日照港保持快速增长。

(4) 基础底，增速较高的港口——珠海港、重庆港九

珠海港目前年吞吐量仅为5000万吨不到，待高栏港深水码头建成，配套的广珠铁路每年将提供2亿吨的货物吞吐量，增长空间较大。

重庆港九依托于重庆市两江新区以及寸滩保税港区的发展，集装箱吞吐量未来增长空间巨大。2009年重庆港九集装箱吞吐量仅为40万TEU，按照重庆市以及港务物流集团的规划，计划值2012年重庆市的集装箱吞吐量达130万TEU（重庆港九吞吐量占重庆

市集装箱吞吐量的96%以上），复合增长率达70%。

（四）事件驱动：铁路十二五规划出台，铁龙物流增长空间被打开

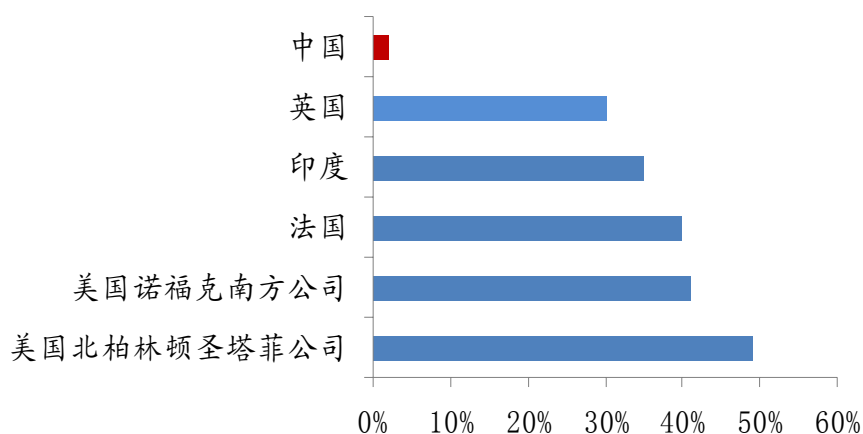
1、铁路十二五规划可能给铁路行业带来重大变化

- 国家发改委基础产业司近期透露，“十二五”期间乃至未来“十年”，都将是铁路发展的历史黄金期。为此，“十二五”期间，铁路将进入大规模的建设时期，从今年开始，铁路投资规模有望超过公路。预计“十二五”期间，快速铁路网(时速160公里以上)将达到4万公里，比“十一五”的2万公里目标翻一番。
- 根据公开资料，客运专线建设与客货分离可能会是十二五的重点内容，两项工作的推进对客运运力和货运运力都带来飞跃式的突破，彻底改变目前铁路运能瓶颈的现状。

2、十二五规划有可能指明集装箱的发展目标，铁龙物流长期增长空间被打开

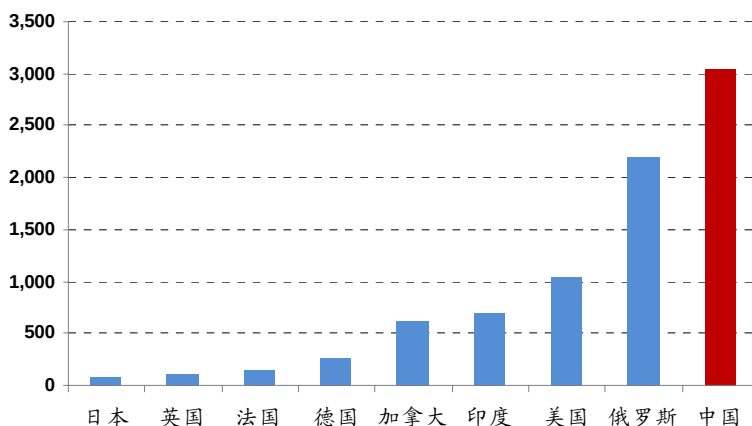
目前我国集装箱比例仅为2.6%，远远低于美国、法国和印度等国家。究其原因，则是我国的铁路运能瓶颈制约了集装箱的发展，铁路货运密度高居世界第一。在运输顺序上，通常是“保客压货”，而且还要优先保障煤炭、粮食、化肥等国家战略性大宗物资的运输，使集装箱无法分配到更多的运能。

图 41： 我国集装箱化率远低于其他国家



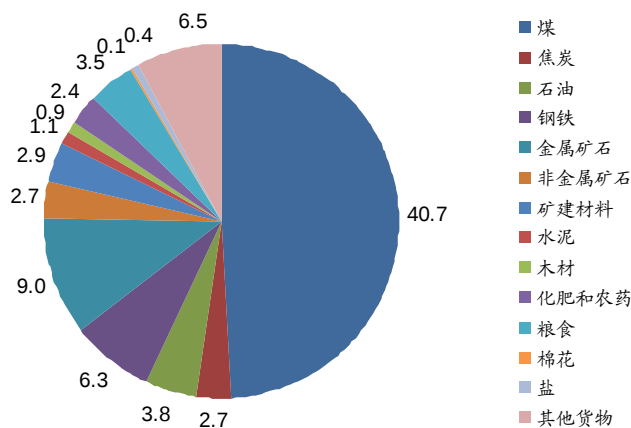
数据来源：广发证券研究发展中心

图 42： 我国铁路货运密度远远高于其他国家



数据来源：铁道部、广发证券发展研究中心

图 43：煤炭等战略性物资占了货运的大部分



数据来源：CEIC、广发证券发展研究中心

而一旦客货分离之后，货运运能将成倍增长。如果十二五规划能够指明集装箱的发展目标，将能为我们规划出一个增长空间。假设2015年集装箱的比例增加到20%（仅为美国两大铁路公司集装箱比例的一半），集装箱将有10倍以上的增长空间。假设铁龙物流经营的特箱业务同比例增长，未来5年公司净利润的复合增速将达到25%。

表 28：集装箱比例与铁龙物流未来 5 年净利润增速敏感性分析

集装箱比例	14 %	16 %	18 %	20 %	22 %	24 %	26 %
铁龙物流未来5年 净利润符合增长率	20%	21%	23%	25%	27%	28%	30%

数据来源：广发证券发展研究中心

四、行业评级与公司推荐

根据我们前面对各个子行业2011年基本面的分析，各个子行业的行业评级如下表所示。

表 29：交运各子行业评级

行业	航空	航运	公路铁路	机场	港口
评级	持有	持有	持有	持有	持有

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

推荐的公司及理由如下表所示。

表 30：重点公司与盈利预测

公司名称	代码	股价	EPS			PE			推荐理由
			2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E	
海南航空	600221	9.37	0.09	0.65	0.76	104.1	14.4	12.3	受益国际旅游岛
海峡股份	002320	47.14	0.97	1.8	2.5	48.59	26.19	18.86	受益国际旅游岛
长航凤凰	000520	5.65	-0.61	0.09	0.38	-	62.78	14.86	集团重大资产重组预期
中海集运	600026	4.05	-0.55	0.30	0.34	-	13.5	11.91	行业供需趋稳，自上而下
珠海港	000507	12.82	0.286	0.59	0.90	44.8	21.72	14.24	资产注入预期，港口业务增长空间巨大
铁龙物流	600125	14.45	0.35	0.48	0.63	41.3	30.1	22.9	铁路十二五规划将打开公司的增长空间

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

五、风险提示

- 海南航空：国际旅游岛政策细则低于预期，突发事件
- 海峡股份：外延式业务拓展低于预期。
- 中海集运：全球经济二次探底，中国外贸增速低于预期。
- 长航凤凰：中外运长航集团重组进度低于预期。
- 珠海港：资产注入低于预期，港口主业发展进度低于预期。
- 铁龙物流：铁路十二五规划中关于客货分离、集装箱反展规划的内容低于预期

广发交通运输行业研究小组

杨志清，分析师，同济大学工学博士，2 年证券从业经历，入围 2009 年新财富交通运输行业最佳分析师，获 2009 年今日投资交通运输行业最佳分析师第一名，2010 年进入广发证券发展研究中心。

董丁，分析师，东北财经大学经济学硕士，2008 年进入广发证券发展研究中心。

张亮，研究助理，上海交通大学管理学硕士，2010 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：zl23@gf.com.cn，021-68815254。

广发证券——行业投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，行业指数优于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，行业指数相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，行业指数弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。