

分析师： 吴云英 (8621)68751160 wuyy@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490510120001

联系人： 沈晓峰 (8621)68751772 shenxf@cjsc.com.cn

日本地震：海运短空长多，航空影响有限，公路铁路无直接影响

报告要点

■ 海运市场短期偏负面，中期灾后建设促进货量上升

(1) 干散货市场：短空长多。短期日本几大钢厂停产，同时因地震导致的封港，使得日本对矿石和煤炭的进口需求停滞。我们估计短期对散货市场需求的影响约全球的 1/10。但考虑到灾后需要重建，将带来额外的钢材需求，中期可显著促进全球散货货量上升，但不改变散货行业周期原有运行格局。(2) 油轮市场：原油海运需求受阻可能使刚有起色的原油运输市场再次受挫，而成品油运输则可能受益。(3) 集装箱市场：日本国内的出口需求和本国集运船队受到抑制，但由于日本占总体集装箱运输市场份额不大，对整个集运市场影响不大；对中国北方港口影响大于南方港口。在突发因素扰动消弱之后，依旧推荐外需主线公司：中远航运、中海集运、上港集团。

■ 航空机场影响有限

第一，短期影响很小。1) 因地震导致航班取消影响仅有 1-2 天。2) 被取消航班的收入部分将受损失。第二，冲击日本游市场，长期无影响，中期影响有限。第三，国际油价先跌后涨，长期看成本压力犹在。机场凭借其强防御性将受到市场关注，依旧推荐资产注入和收费并轨预期上海机场。

■ 公路铁路物流：不受直接影响，选择低估值+产业内迁受益股

公路铁路物流不受此次地震直接影响。我们从以下几个角度选择投资标的：

1. 低估值：公路铁路行业 2011 年平均 PE 均只有 12-13 倍，其中大秦铁路、赣粤高速、楚天高速、皖通高速、五洲交通等估值优势最为突出。尤其推荐大秦铁路，虽然铁路价格目前仍受到政府严格管制，但普货提价预期（预计提价预期下半年将增强）、铁路行业市场化变革的大趋势；公司不到 10 倍的 PE、5%以上的分红收益率、蒙西产量的高增长（蒙西煤炭主要通过大秦线和朔黄线外运），朔黄铁路的 3.5 亿吨扩能；外延式扩张的路径；我们认为给予大秦铁路 15 倍 PE 的估值不为过，股价具有绝对安全边际，提价的预期可成为股价的催化剂。

2. 产业内迁受益：由于中国享受低廉劳动力的时代正在慢慢结束；未来中国低端，劳动力密集产业往内陆迁移趋势加快；十二五后中国经济的增长点由沿海向内地转移；而产业内迁对内陆交通运输格局影响逐渐显现。公路、铁路、长江集装箱货量将逐渐上升，产业内迁将促进中国海铁联运货量。中期推荐受益于中国制造产业内迁的公路铁路公司：铁龙物流（海铁联运）、赣粤高速（南北公路货运）。

3. 政策扶持：由于网购及中国产业升级，未来物流行业将得到企业更多重视和政策扶持。推荐：(1) 中储股份：拥有上市公司中最优的物流实体资产，重估价值远高于目前市价；(2) 长江投资：目标是成为物流行业“阿里巴巴”，陆交中心业绩拐点预期在今年出现；(3) 建发股份：地产+贸易+供应链服务；供应链管理增长稳定及毛利率在提升；估值偏低。

当地时间 11 日下午 2 时 46 分，日本东北部近海发生里氏 9 级强烈地震并引发海啸。我们对此次地震对运输市场的影响有以下一些判断：

海运：短期偏负面，中期促进货量上升

据路透社报道，在发生地震后，日本所有的港口都已关闭。两名船舶货运经营者表示，所有的货物装卸都已暂停，直到灾害破坏评估完成。

干散货市场：短期偏负面，中期促进货量上升

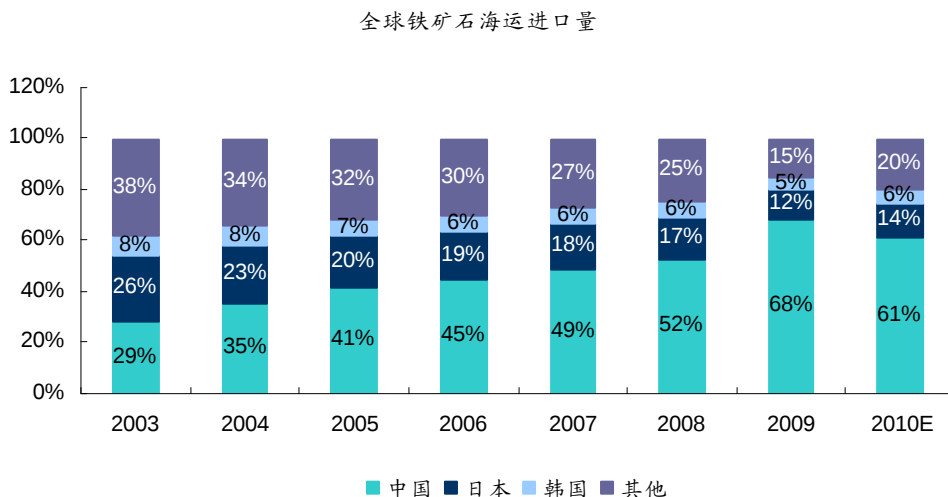
1) 海岬型船市场

在这次地震中，目前为止日本至少五家大型钢厂（分布在千葉、京滨、室兰和君津 4 个城市）暂停了生产，并且停产时间可能长达六个月。日本是全球除中国以外的第二大铁矿石进口国，2010 年日本的铁矿石进口量为 1.34 亿吨，占全球铁矿石海运进口量的 14%。

钢铁指数负责人透露，新日本制铁等三家钢铁制造商位于东京湾的五个炼钢厂都遭到了结构性的破坏，并且短期内无法恢复，同时这些炼钢厂的码头设施也都无法运营。假设这些炼钢厂停产六个月，那么海运铁矿石市场可能丧失 2220 万吨铁矿石需求。

对于主要运输铁矿石的海岬型船市场而言，我们认为日本港口关闭和钢产停产的影响在于：1) 从巴西、澳洲发往日本的铁矿石运量会明显下降，国际铁矿石需求短期受挫不可避免；2) 不过，考虑到市场对灾后重建的钢材需求有一定预期，因此未来铁矿石的需求则可能产生一波额外的增量，对中长期需求有部分的刺激，但由于日本国内钢产复产日期目前不明朗，因此这部分重建预期带来的铁矿石需求何时释放尚无法判断。

图 1：全球铁矿石海运进口量结构



资料来源：Clarksons, 长江证券研究部

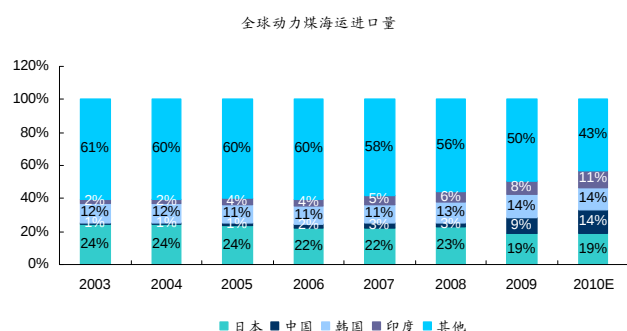
2) 巴拿马型船市场

目前，日本地震导致福岛第一核电站发生了 2 次爆炸，福岛第一和第二核电站 1 号、2 号、3 号发动机已经自动停止运行，同时日本境内所有核电站全部关闭。核电发电量在日本大体上所占的比例大概在 1/3 强一些，尽管地震后火电

厂也要关闭,但从安全角度出发,灾后核电站停堆了之后还需要一段时间才能恢复,而火电厂则没有这一过程。从 2010 年的数据来看,日本是全球最大的海运动力煤和焦煤进口国,海运进口量分别占全球的 19%和 28%。而且,此次海啸引发的海浪也冲走了部分电厂的煤炭库存量。

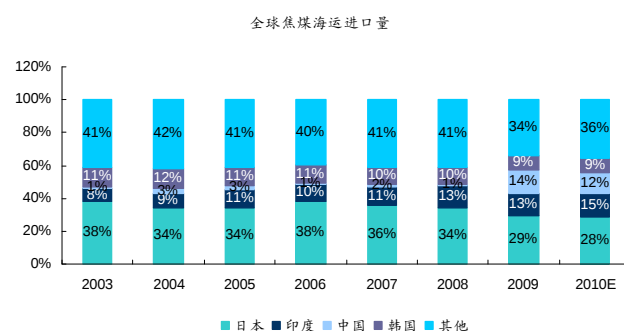
因此对巴拿马型船市场而言,我们认为此次地震带来的核电站关闭和电厂煤炭库存减少,可能将带动日本国内火电厂 1) 补充库存需求增长, 2) 承担更多发电任务带来的电煤需求增长,且后一种需求的增长维持时间更长。巴拿马型船市场的需求预计因此次事件而增加,但短期封港期间的影响仍然为负面。

图 2: 全球动力煤海运进口量结构



资料来源: Clarksons, 长江证券研究部

图 3: 全球焦煤海运进口量结构



资料来源: Clarksons, 长江证券研究部

由于封港及日本钢铁企业停产, 我们总体估计短期对散货市场需求的影响约为全球的 1/10。但考虑到灾后需要重建, 将带来额外的钢材生产需求, 从而带来矿石和煤炭需求, 中期可显著促进全球散货货量上升, 但不改变散货行业周期原有运行格局。

由于中国企业从事日本航线运营的业务占比很少, 因而盈利所受到的直接冲击很小, 更多的是行业运价波动带来的间接影响。

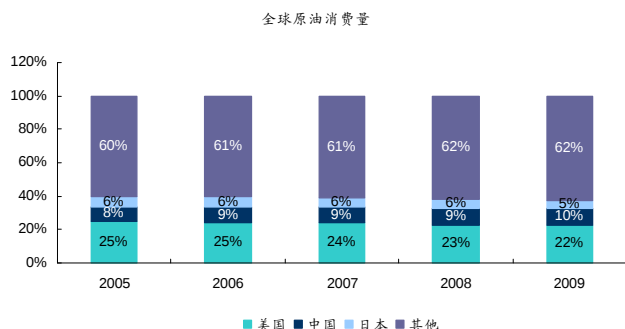
油轮市场: 短期原油运输部分需求受到抑制

据报道, 至少五家炼油厂在感应到地震时自动关闭, 这些炼油厂日加工能力总计 120 万桶, 相当于日本总炼油产能的四分之一左右。

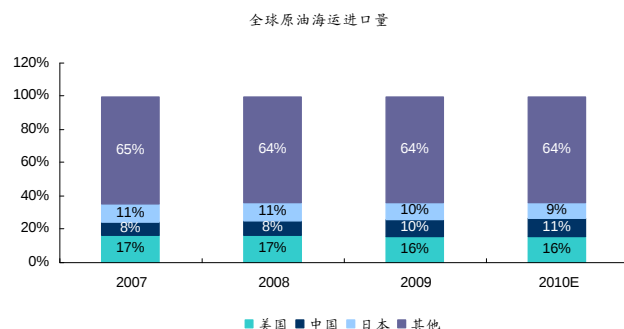
目前, 日本是全球第三大原油消费国和原油进口国, 消费量占全球的 5%, 而由于资源匮乏进口量占全球的 9%。另外, 日本也是全球第四大的炼油国, 2009 年的日均加工能力为 462 万桶。

对于油品运输市场而言, 短期的封港肯定影响了正常需求。不过, 由于日本拥有全球第四大的炼油产能, 从 2009 年的数据来看, 日本每天成品油净进口量为 39.3 万桶, 炼油厂加工能力为 462 万桶/天, 目前约 1/4 的炼油能力关闭, 那么原本在日本国内生产的成品油可能外移, 成品油海运需求将会被激活。但由于目前的情况是, 全球范围内炼油能力减少, 因此原油的海运需求可能不会受到刺激, TD3 航线(中东-日本)部分进口需求短期受到影响。

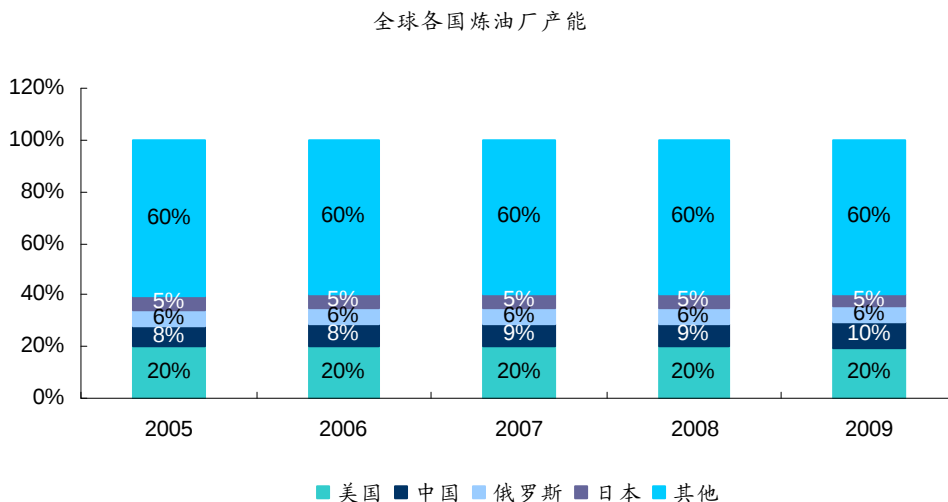
总体判断, 原油海运需求短期有轻微负面影响; 而成品油运输则可能受益。

图 4：全球原油消费量结构


资料来源：BP，长江证券研究部

图 5：全球原油海运进口量结构


资料来源：Clarksons，长江证券研究部

图 6：全球各国炼油厂产能结构


资料来源：BP，长江证券研究部

集装箱市场：总体影响轻微，北方港口货量预计有减少

集装箱市场目前得到的信息较少，唯一可以确定的是短期封港会导致日本始发或者到港的航线会受到影响，但同时日本本国的运力也会被封锁，前 20 大集运公司中有 3 家来自日本，分别是商船三井、日本邮船和川崎汽船，合计运力大约在 113 万 TEU，占全球运力的 7.5% 左右，但这些运力并非都在日本国内，对集装箱市场的影响预计不至于太大。可能对中国北方港口有影响，因为北方港口跟日本之间运输海产品等比较多。

航空机场影响有限

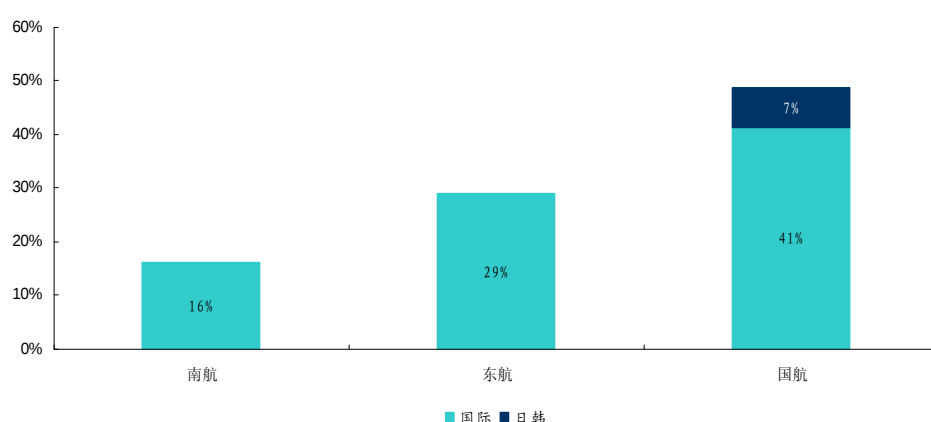
日本地震导致成田、羽田、仙台、福岛等机场相继关闭，随后羽田机场重新恢复使用，国内往返大阪、名古屋、福岡、广岛等地的航班没有受到地震影响，正常执行。我们认为：

第一，短期影响很小。1) 因地震导致航班取消影响仅有 1-2 天。从 11 日数据看，三大航均有航班取消，12 日全行业共取消日本航班 13 个，13 日基本恢复正常，截止目前暂无航班取消。**2) 被取消航班的收入部分将受损失。**虽然航班取消，但是旅客购买的客票仍有效，一部分旅游客人可能因假期而取消旅行，但其他商务、探亲等旅客将通过机票变更或改签推迟出行，因此仅部分收入遭到损失。

第二，冲击日本游市场，长期无影响，中期影响有限。地震灾害将影响日本旅游业，但未来将有报复式反弹，对全年业绩无影响。中期将有较大冲击，但从三大航收入比重来看，国际占比不高，日本占比更小，对业绩影响也有限。

第三，国际油价先跌后涨，长期看成本压力犹在。日本为全球第三大原油进口国，短期内工厂关闭、设施破坏会导致用电量下降，加上市场预期，地震后油价下跌，但不久即将进入灾后重建，我们认为油价将恢复性上涨，长期看航空公司成本压力仍然存在。

图 7：三大航国际收入比重



资料来源：Wind，长江证券研究部

公路铁路物流：不受直接影响，选择低估值+产业内迁受益股

公路铁路物流不受此次地震直接影响。我们从以下几个角度选择该子行业的投资标的：

- （1）低估值：公路铁路行业 2011 年平均 PE 均只有 12-13 倍，其中大秦铁路、赣粤高速、现代投资、楚天高速、皖通高速和五洲交通的估值优势最为突出。尤其推荐大秦铁路，虽然铁路价格目前仍受到政府严格管制，但普货提价预期（我们预计提价预期下半年将增强）、铁路行业市场化变革的大趋势；公司不到 10 倍的 PE、5% 以上的分红收益率、蒙西产量的高增长（蒙西煤炭主要通过大秦线和朔黄线外运），朔黄铁路的 3.5 亿吨扩能；外延式扩张的路径；我们认为给予大秦铁路 15 倍 PE 的估值不为过，股价具有绝对安全边际，提价的预期可成为股价的催化剂。
- （2）产业内迁受益：由于中国享受低廉劳动力的时代正在慢慢结束；未来中国低端，劳动力密集产业往内陆迁移趋势加快；十二五后中国经济的增长点由沿海向内地转移；而产业内迁对内陆交通运输格局影响逐渐显现。公路、铁路、长江集装箱货量将逐渐上升，产业内迁将促进中国海铁联运货量。中期推荐受益于中国制造产业内迁的公路铁路公司：铁龙物流（海铁联运）、赣粤高速（南北公路货运）。
- （3）政策扶持：由于网购及中国产业升级，未来物流行业将得到企业更多重视和政策扶持。推荐：（1）中储股份：拥有上市公司中最优的物流实体资产，重估价值远高于目前市价；（2）长江投资：目标是成为物流行业“阿里巴巴”，陆交中心业绩拐点预期在今年出现；（3）建发股份：地产+贸易+供应链服务；供应链管理增长稳定及毛利率在提升；估值偏低。

表 1: 公路铁路行业价值分析

排 名	代 码	简 称	最新 价格 (元)	总 市 值 (亿元)	流 通 市 值 (亿元)	每股收益			市盈率 PE			市净率	市现率	市销率
						TTM	10E	11E	TTM	10E	11E	PB (MRQ)	PCF (TTM)	PS (TTM)
行业均值（整体法）			0.00	359.07	408.25	0.3328	0.4853	0.5746	14.72	14.76	12.84	2.63	-147.43	3.19
行业中值			6.22	163.69	154.62	0.3214	0.3451	0.5854	27.54	18.82	15.94	1.86	-31.55	3.26
1	601006	大秦铁路	8.57	1,274.08	1,274.08	0.6848	0.7200	0.9395	12.51	11.90	9.12	3.34	29.36	5.51
2	601333	广深铁路	3.62	256.42	194.66	0.2245	0.2159	0.2271	16.12	16.76	15.94	1.07	-57.58	2.07
3	600125	铁龙物流	16.30	163.69	114.57	0.4183	0.4744	0.5854	38.96	34.36	27.84	5.33	42.24	10.45
行业均值（整体法）			0.00	95.01	51.27	0.4069	0.4103	0.4680	15.36	14.60	12.17	1.78	37.23	5.46
行业中值			5.59	69.34	48.36	0.3344	0.3728	0.4525	16.48	15.57	12.07	1.85	22.52	5.19
1	600269	赣粤高速	5.59	130.55	130.55	0.5915	0.5556	0.6219	9.45	10.06	8.99	1.44	83.08	4.01
2	000900	现代投资	21.20	84.62	84.61	1.7133	1.8200	1.9282	12.37	11.65	10.99	2.06	16.24	4.80
3	600350	山东高速	4.84	162.81	32.26	0.3719	0.3687	0.4525	13.01	13.13	10.70	1.58	19.64	4.13
4	600035	楚天高速	5.50	51.24	51.24	0.4199	0.4732	0.5602	13.10	11.62	9.82	1.76	29.19	6.64
5	600377	宁沪高速	6.59	331.99	28.51	0.4813	0.4929	0.5460	13.69	13.37	12.07	1.96	580.13	5.78
6	600020	中原高速	3.69	78.98	51.31	0.2576	0.2907	0.3240	14.32	12.69	11.39	1.28	23.66	3.80
7	600012	皖通高速	6.24	103.50	72.73	0.4221	0.4474	0.5997	14.78	13.95	10.40	1.87	20.22	5.84
8	000429	粤高速 A	4.87	61.22	22.77	0.3090	0.3110	0.3248	15.76	15.66	14.99	1.43	152.57	6.11
9	600033	福建高速	3.61	99.07	48.36	0.2190	0.0000	0.2489	16.48	0.00	14.51	1.44	34.74	4.94
10	600548	深高速	5.18	112.96	74.24	0.3049	0.3348	0.4292	16.99	15.47	12.07	1.33	-197.52	7.84
11	000916	华北高速	4.26	46.43	17.52	0.2417	0.2339	0.2522	17.62	18.21	16.89	1.22	22.53	5.68
12	601107	四川成渝	6.79	207.64	78.59	0.3570	0.3853	0.4459	19.02	17.62	15.23	2.58	69.64	9.72
13	600368	五洲交通	7.45	41.41	41.41	0.3846	0.4544	0.6800	19.37	16.40	10.64	1.78	20.60	11.55
14	000828	东莞控股	6.67	69.34	69.34	0.3344	0.3769	0.4579	19.94	17.69	14.57	2.36	17.45	14.93

资料来源: WIND

分析师介绍

吴云英，南开大学数学学士，西方经济学硕士；长江证券研究部行业首席分析师。2008 年 5 月加盟长江证券研究部，研究领域航运和港口行业。从事行业研究工作 6 年。

沈晓峰，资深分析师，毕业于浙江大学、美国西雅图城市大学，获工商管理硕士，6 年航空公司从业经验，研究领域航空和机场行业。

姜捷，同济大学工商管理学士，法国兰斯高商金融学硕士，研究领域为铁路和公路。

韩轶超，上海交通大学金融学学士，金融学硕士，交通运输行业助理研究员。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。