

证券研究报告—深度报告

交通运输

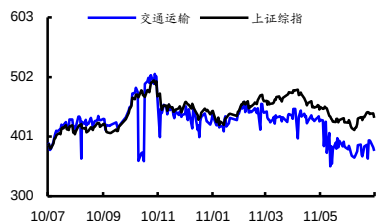
中报业绩前瞻

谨慎推荐

(维持评级)

2011 年 7 月 13 日

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:

《航空业 2011 年中期投资策略: 小增速, 大增长》——2011-6-9

《铁路行业 2011 年下半年投资策略: 铁道部改革两个层面的猜想》——2011-6-9

《航运业 2011 年下半年投资策略: 复苏之路, 依然曲折》——2011-6-9

证券分析师: 郑武

电话: 0755-82130422

E-mail: zhengwu@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120022

证券分析师: 陈建生

电话: 0755-82133766

E-mail: chenjsheng@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120047

证券分析师: 岳鑫

电话: 0755-82130432

E-mail: yuexin@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120015

行业专题报告

交通运输业 2011 年中报前瞻

●航空——增速继续分化, 南航弹性最大

预计上半年航空公司盈利增速继续分化, 国内航线占比高的公司业绩增速较高, 其中南方航空扣除汇兑与投资收益后的主业利润增速接近 100%。

三季度将贡献全年大部分盈利, 南航盈利的季节性最强, 旺季业绩弹性最大。同时南航在京沪线的市场份额远低于东航和国航, 高铁分流风险最小。维持行业“推荐”评级以及南方航空和中国国航“谨慎推荐”评级。

●铁路——业绩平稳符合预期, 渐进改革提升估值

我们预计三大铁路公司二季度的业绩与一季度接近, 全年盈利也将平稳并符合市场预期。大秦铁路低估值并且具有收购能力, 广深铁路是铁路改革最好的主体投资标的。此外, 经过前期的调研, 我们对铁龙物流的特箱垄断经营权的可持续性变得乐观。行业评级“谨慎推荐”。

●航运——业绩低于预期, 三季度未能乐观

上半年干散货和油轮出现了意料中的行业性亏损, 而集运的亏损幅度也许会超过市场预期。下半年运价或有反弹, 但三季度尚未能乐观。同时, 由于业绩可见性降低, 短期运价的上涨未必能够带动估值的显著变化。

中远航运和中海集运业绩有望出现环比上升, 维持这两家公司“谨慎推荐”评级, 以及行业“中性”评级。

●公路——车流增速放缓, 防御价值仍存

去年下半年至今, 全国高速公路车流量增速呈现放缓趋势。尽管高速公路的盈利可预测性较高, 但是部分公司还是存在下调业绩预测的风险。

我们相对看好估值低, 线位较好, 折旧政策有利于体现业绩弹性的山东高速和皖通高速, 维持行业“谨慎推荐”评级。

●机场——增速分化明显, 个股机会渐临

由于去年世博会基数原因, 今年上半年机场增速出现分化, 三季度分化将更加明显。上海机场短期盈利或受航油投资收益影响, 但长期增长确定并且资产注入渐进。厦门空港下半年的业务增速将继续显著高于其他机场, 但 2012 年高铁分流风险较大。维持上海机场与厦门空港“谨慎推荐”评级。

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。

重点公司盈利预测及投资评级

代码	公司	总市值	昨收盘 (元)		EPS		PE	投资评级
		(百万元)	2011-7-12	2011E	2012E	2011E		
600029	南方航空	81780.33	8.33	0.79	0.62	11	推荐	
601006	大秦铁路	120569.68	8.11	0.87	0.91	9	推荐	
601333	广深铁路	28546.65	4.03	0.26	0.25	16	谨慎推荐	
600350	山东高速	20062.56	4.17	0.46	0.53	13	推荐	
600009	上海机场	26399.33	13.70	0.73	0.83	19	谨慎推荐	

资料来源: 公司资料和国信证券预测

内容目录

交运行业中报业绩前瞻.....	4
航空	5
铁路	6
航运	9
高速公路	10
机场	11

图表目录

表 1: 主要交运上市公司 2011 年中报业绩预测一览表.....	4
表 2: 主要上市航空公司业绩预测一览表 (2010-2011)	5
表 3: 主要上市铁路公司业绩预测一览表 (2010-2011)	6
表 4: 主要上市航运公司业绩预测一览表 (2010-2011)	9
表 5: 主要上市高速公路公司业绩预测一览表 (2010-2011)	11
表 6: 主要机场业务增速一览表 (2010-2011)	12
图 1: 主要机场 1-5 月起降架次同比增速比较	12
图 2: 主要机场 1-5 月旅客吞吐量同比增速比较.....	12
表 7: 主要上市机场公司业绩预测一览表 (2010-2011)	13

交运行业中报业绩前瞻

表 1: 主要交运上市公司 2011 年中报业绩预测一览表

		2011 年业绩同比				2011 年业绩				2010 年业绩			要点	投资评级	行业下半年趋势	行业评级	中报预约披露时间
		Q1	Q2E	H1E	2011E	Q1	Q2E	H1E	2011E	Q1	Q2	2010					
航空	南方航空	-13%	85%	18%	34%	0.13	0.12	0.25	0.79	0.14	0.07	0.59	旺季弹性大：1、内线占比高；2、世博同比基数低；3、京沪份额低	推荐	三季度需求增速 10%以上，逐月提高	推荐	2011-08-30
	中国国航	-23%	-3%	-12%	-4%	0.13	0.19	0.32	0.91	0.17	0.20	0.95	首都机场的时刻瓶颈抑制增量供给，有利于供需改善	推荐			2011-08-26
	东方航空	32%	-23%	-1%	3%	0.09	0.08	0.17	0.49	0.07	0.10	0.48	去年世博基数和今年京沪高铁开通，影响需求增速	中性			2011-08-30
机场	上海机场	44%	12%	26%	7%	0.19	0.17	0.36	0.73	0.13	0.16	0.68	业务增速低于市场预期；浦东航油投资收益二季度环比回落	谨慎推荐	预计业绩平稳	中性	2011-08-25
	厦门空港	11%	21%	16%	16%	0.24	0.28	0.52	1.09	0.22	0.23	0.94	世博对旅游客源的虹吸基数效应，导致业务增速环比提升	谨慎推荐			2011-08-19
	深圳机场	-6%	10%	1%	6%	0.10	0.12	0.22	0.45	0.11	0.11	0.42	航空时刻受限，业务量维持低速增长	中性			2011-08-04
铁路	大秦铁路	49%	33%	41%	24%	0.23	0.21	0.44	0.87	0.15	0.16	0.70	运量正常增长 10%，2011 年大秦线计划运量 4.4 亿吨	推荐	预计业绩平稳	谨慎推荐	2011-08-30
	广深铁路	48%	6%	23%	18%	0.06	0.06	0.12	0.26	0.04	0.06	0.22	正常业务增长	谨慎推荐			2011-08-19
	铁龙物流	8%	7%	8%	12%	0.10	0.10	0.20	0.41	0.09	0.10	0.36	由于铁道部人事变动，新箱采购预计延后至 3-4 季度	谨慎推荐			2011-08-19
公路	山东高速	29%	13%	20%	23%	0.09	0.10	0.19	0.46	0.07	0.09	0.37	二季度车流量增速放缓	推荐	上半年放缓，下半年平稳	谨慎推荐	2011-08-24
	赣粤高速	-1%	4%	2%	4%	0.12	0.18	0.30	0.56	0.12	0.17	0.54	二季度入账 1.5 亿元财政补贴，折合 0.065 元/股	谨慎推荐			2011-08-09
	宁沪高速	10%	-4%	3%	8%	0.13	0.13	0.26	0.53	0.12	0.13	0.49	上半年车流量增长 8%左右	谨慎推荐			2011-08-20
	楚天高速	1%	4%	2%	10%	0.13	0.12	0.25	0.47	0.13	0.12	0.43	车流量增长低于预期，财务费用大幅增加	谨慎推荐			2011-08-13
	五洲交通	62%	202%	124%	59%	0.11	0.16	0.27	0.61	0.07	0.05	0.38	上半年业绩基本来自路产	谨慎推荐			2011-08-17
航运	中海发展	-17%	-49%	-34%	-29%	0.11	0.08	0.19	0.36	0.13	0.15	0.50	执行长期 COA 合同，盈利相对稳定	谨慎推荐	集运业旺季低于预期；干散、油轮反弹或需等四季度	中性	2011-08-17
	中远航运	57%	-26%	4%	24%	0.05	0.04	0.09	0.25	0.03	0.06	0.20	二季度卖船收入及美元负债汇兑收益贡献约 0.03 元	谨慎推荐			2011-08-23
	中海集运	-24%	-149%	-170%	-83%	-0.01	-0.06	-0.07	0.06	-0.02	0.12	0.36	欧美航线区域性运力过剩，运价持续下滑	谨慎推荐			2011-08-25
	中国远洋	-157%	-143%	-146%	-138%	-0.05	-0.11	-0.16	-0.25	0.09	0.26	0.66	运价持续低迷，干散与集运业务均亏损，或下调 BDI 假设，增加拨备	中性			2011-08-26
	长航油运	-218%	-612%	-335%	284%	-0.03	-0.05	-0.08	0.01	0.02	0.01	0.00	油运行业运力过剩，期租水平持续低迷	中性			2011-08-12
	招商轮船	-54%	-37%	-46%	-44%	0.03	0.04	0.07	0.10	0.07	0.06	0.18	散货船高位期租锁定收益，油运业务亏损	中性			2011-07-28

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

航空

中报预览：航线布局决定盈利增速分化

我们预计航空公司二季度主业盈利增长将延续一季度走势，国内航线比重决定了航空公司主业盈利的改善幅度。即南航主业同比改善最为明显，东航略有改善，国航主业盈利和去年相比略有下滑。

2011 年上半年 H1 人民币兑美元升值 2.2%，高于去年同期的 0.5%，汇兑收益对航空公司利润的贡献度高于去年同期。但 2010 年上半年航空公司具有较多的非经常性损益，比如航空套保、出售资产收入等。

预计南航 2011 年中期 EPS 为 0.25 元，与去年同期基本持平，但原 80 亿总股本定向增发之后扩张为 98 亿。若剔除去年上半年出售 MTU 投资收益，预计南航税前利润总额（含汇兑）同比增长约 200%；剔除投资收益以及汇兑收益之后，税前利润同比增长约 100%。

预计中国国航 2011 年中期 EPS 为 0.31 元，去年同期为 0.41 元。国航主业盈利能力和去年同期相比略有下滑，航油套保收益以及国泰投资收益大幅减少，是导致 2011 年 EPS 同比下降的主要原因。中国国航去年上半年来自航油套保损失冲回收益约 6 亿，2011 年或减少为 1 亿；去年上半年来自及国泰的投资收益约为税前 17 亿，预计今年同期或将减半。

预计东方航空 2011 年中期 EPS 为 0.17 元，去年同期为 0.18 元。东航主业盈利能力与去年同期相比略有改善，同时汇兑收益增加抵消了航油套保冲回的负面影响。

表 2：主要上市航空公司业绩预测一览表（2010-2011）

	2011 年 EPS 同比				2011 年 EPS				2010 年 EPS			投资评级	行业评级	中报预告披露时间
	Q1	Q2E	H1E	2011E	Q1	Q2E	H1E	2011E	Q1	Q2	2010			
南方航空	-13%	85%	18%	34%	0.13	0.12	0.25	0.79	0.14	0.07	0.59	推荐		2011-08-30
中国国航	-23%	-3%	-12%	-4%	0.13	0.19	0.32	0.91	0.17	0.20	0.95	推荐	推荐	2011-08-26
东方航空	32%	-23%	-1%	3%	0.09	0.08	0.17	0.49	0.07	0.10	0.48	中性		2011-08-30

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

三季度展望：南航是最大赢家

从行业层面观察，我们认为航空业供不应求仍将延续，客座率和票价提升较为确定。不确定因素在于高油价背景下，航空公司的盈利弹性是否充分。

三季度我们继续看好南航的股份表现，主要原因有四：1、拥有最大的内线市场；2、良好的旺季弹性；3、世博的同比基数效应不显著；4、京沪线份额低。

首先，上半年航空公公司的主业盈利改善幅度，取决于航空公司的航线布局（内线比重），我们认为这一趋势将延续。内线高度景气背景下，南航最高的内线比重，决定了南航主业盈利的改善幅度将继续大于国航和东航。

其次，南航的旺季弹性最为充分。南航主业盈利的季度分配最不均衡，具有更大的旺季弹性。

第三，2010 年世博会召开，旅游热点集中于华东市场，南航并未充分受益。2010 年南航 3 季度和其他 3 个季度的利润总额之差，为 32 亿，并未像 2007 年一样体现出充分的旺季弹性。2011 年世博旅客的回流利于南航的新疆、重庆、海南等旅游市场的客座率和票价提升。

第四，京沪高铁开通，南航受到的负面冲击最小。按照 RPK 计算，南航在京沪沿线的市场份额，大约为国航的 10%，为东航的 8%，所受冲击和东航国航相比，几乎可以忽略不计。采用口径是南航合并厦航 51% 份额，国航合并深航 51% 份额，东航合并上航 100% 份额。

铁路

上半年回顾

2011 年 1-5 月，全国铁路客运量 7.6 亿人次、客运周转量 4017.7 亿人公里，分别同比增长 11.7%、8.6%；货运量 16.1 亿吨、货运周转量 1.2 万亿吨公里，同比增长 7.8%、5.9%。

大秦铁路 1-5 月累计实现煤运量 1.8 亿吨，同比增长 9.1%，广深铁路实现客运量 3859.2 万人次，同比增长 5.9%，货运量合计 2641.5 万吨，同比下降 1%。我们预测大秦铁路、广深铁路和铁龙物流上半年 EPS 分别为 0.44、0.12、0.2 元，铁路上市公司都将受益于铁路新建客运线路以及货运运力释放带来的运能增长，以及铁道部多元化经营的导向。

表 3：主要上市铁路公司业绩预测一览表（2010-2011）

	2011 年业绩同比				2011 年业绩				2010 年业绩			投资评级	行业评级	中报预约披露时间
	Q1	Q2E	H1E	2011E	Q1	Q2E	H1E	2011E	Q1	Q2	2010			
大秦铁路	49%	33%	41%	24%	0.23	0.21	0.44	0.87	0.15	0.16	0.70	推荐		2011-08-30
广深铁路	48%	6%	23%	18%	0.06	0.06	0.12	0.26	0.04	0.06	0.22	谨慎推荐	谨慎推荐	2011-08-19
铁龙物流	8%	7%	8%	12%	0.10	0.10	0.20	0.41	0.09	0.10	0.36	谨慎推荐		2011-08-19

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

三季度展望

第一，铁路已经开始改革，体制改革与多元化经营的进程未必能达到市场预期。我们认为铁路体制改革方案的制定与决策权在党中央和国务院，不在铁道部，体制改革一年内难以启动。

铁路内部关于经营权的改革同样需要时间。铁路部目前从思路上以及改革的具体措施上都没有成型，具体细则也没有出台。我们认为要经过充分调研，形成一个可行性方案，并在内部充分讨论后，才能形成一个完整的改革的思路。深层次的改革需要触动铁路内部多年、多方形成的利益格局，改革的过程可能较为曲折。

第二，铁路货运能力迅速增长，增速取决于区域，后续推动看产品。

铁路运量的增长，不仅仅是运能的释放就必然形成。分区域来看，北方运力相对紧张，运能释放对于增加运量起到立竿见影的效果。

而对于南方地区而言，运能相对不那么紧张，货主对于铁路的运输需求主要是便捷、时效和可见性。五定班列、小编组、多批次的编组模式改变，高附加值产品便捷化作为货运组织形式的丰富，将从质的角度，增加承运商的收入。

第三，运价的调整：运价的调整市场化的方向将更加明确，货运运价的调整与 CPI、PPI 等指标联动的可能性越大，客运运价考虑公益性的成分相对更多。

第四，客运上能力，保需求。客运能力随着客运专线网络的完工而不断增加。京沪高铁开通后全线仅取消 15 对普速列车，保留较多的普速列车，改变了原先上高速撤普速的做法；同时延伸客运径路，提升客车等级等做法，体现了铁道部重视满足人民群众需求的原则，同时也有利于提高铁路客运的覆盖面。此外，网络购票等措施提高了购票的方便程度，有利于提高客运收入。

第五，我们认为广深铁路是最受益于铁路改革以及多元化驱动的公司。大秦铁路在目前的价位上相对便宜，外延式增长值得期待。铁龙物流同样受益于铁路运力的增加，公司特箱业务的增长空间巨大。此外经过近期调研，我们认为铁路特种集装箱经营权下放的可能性极小。维持铁路行业的“谨慎推荐”评级。

重点公司

➤ 广深铁路：最大程度受益于铁路改革

第一，1-5 月客运量同比增长 5.9%，客运量增长基本稳定。广深港高铁开通对广深城际列车的分流短期不足虑，明年下半年福田站开通，其便捷的交通条件对广深线构成分流，我们假设 2012 年 20% 左右的分流量，高毛利率的城际客运的分流对公司业绩造成一定的冲击。

第二，货运量前 5 个月同比下降 1%，货运量缺乏增长。广深铁路货运量的增长一直不高，低于市场的预期，主要原因还是发送运力相对过剩，广深铁路的货运量相对北方铁路要宽松得多，货运量增长的原因还是要从需求端入手，因此，货运运力带来的增长不仅是运力的提升，对广深来说，更多的是货运网络的成形或者说运力紧张地区的运输能力增加，与更加符合市场需求的货运产品的丰富。

同时产业转移带来的运距以及接运量增加都有利增加公司货运收入。京广线经过中国人口最为密集的省份，京广线粤湘段还将受益于广东制造业的北迁。随着经营权的下放，货运需求可以与运能匹配。

第三，资产注入预期强，时间不确定：铁道部加快了市场化改革，我们认为广深铁路收购母公司广铁集团资产的可能性较大，进程可能也是最快。京广线湖南段属于繁忙干线，如能实现收购，公司的盈利收入能力将进一步提升。

第四，“多元化经营战略”今年难以增加收入，但是趋势明确向好：短期我们认为多元化经营给公司带来的收益有限，经营权下放与多元化经营带来收益的多少取决于铁道部改革的力度，暂时难以估计收入多少。但是广铁集团在各地路局中经营管理经验较为丰富，目前多经公司的经营也较为成熟，多元化经营带来的收入增加将有效转化为公司业绩增长。

第五，我们预计广深铁路二季度 EPS 0.06 元，上半年 EPS 0.12 元，全年业绩

0.26 元，公司是最受益于货运能力释放以及多元化经营改革的公司，维持公司“谨慎推荐”评级。

➤ 大秦铁路：低估值，具备防守特性

第一，1-5 月大秦线实现运量吨 1.8 亿吨，同比增长 9.1%，运量增长基本平稳，我们预计全年实现 10% 的运量增长。

大秦线运量上已经接近理论极限，随着货运运量的释放，南北煤运通道的运营，既有线的成长空间稍显不足，“十二五规划”中后期，大秦线还要面临特高压、晋中南铁路和集张线的分流压力，2012 年大秦线的运量增速存在一定的不确定性。

第二，大秦线受益于内部经营的市场化改革空间较小，未来增长主要以外延式增长为主。从运价的考虑，由于大秦本线特殊运价调整的可能性不大，同时还面临既有线增长能力以及分流的影响，量价都较难提升。从理论上讲，即使运价不变，也有希望通过全程物流等方式，以非运输收入的名义提高实际运输价格。但是考虑到大秦线目前主要运输计划内的煤炭，向大客户变相收取额外费用的阻力很大。所以，我们认为大秦线有望受益铁路内部经营的市场化变革，但是实际实现的利润提升幅度较小，未来以外延式增长为主。

第三，大秦铁路在铁路板块中的估值最低，即使不考虑铁道部改革，配置价值已经非常突出。尤其是每年接近 150 亿元的经营活动现金净流量，为公司未来持续的外延式增长提供了坚实的基础，并且可以缓解大多数收购可能产生的业绩摊薄。

第四，我们预计二季度 EPS 0.21 元，上半年 EPS 0.44 元，全年业绩 0.87 元，公司多元化经营相对受限，运量空间不大，但是估值较低，有配置的价值，因此，维持“推荐”评级。

➤ 铁龙物流：特箱垄断经营权取消可能性极小

第一，公司的特箱业务经营垄断权取消的可能性极小。单纯从特箱业务的安全性考虑，由于铁路特种集装箱适箱货物多种多样，装载运输特性各不相同，完全放开的可能性极小。从另一方面看，铁路集装箱的发展，也需要有专业的集装箱产品和运输服务产品设计者，需要有跨局的运输协调能力，所以，铁龙物流及其母公司的特许经营权可能长期维持。

从改革的可行性考虑，我们倾向于认为集装箱资产以后可以划转到各个铁路局，但如果目前划转到铁路局以后想重新成立则相对困难。将中铁集装箱注入铁龙物流的可能暂时难以实现，短期内维持现状的可能性较大。

第二，由于铁道部改革对集装箱业务方向不明确，因此，铁龙物流的集装箱购置上今年受到一定影响，但单纯从特箱业务看，我们仍然看好特箱的增长前景，目前公司特箱业务主要的业绩增长来自既有箱型的增长，预计干散货上半年增长 25-30% 之间，其它箱型也呈现稳定增长。铁路中心站与专办站的相继建成投产完善了货运节点网络，高铁释放运力以及新建线路同样使得运力相对富余同时能有新的运输组织形式，五定班列等提高集装箱的周转效率也能更好的满足货主的需求。公司还在开拓电石、沥青等新的箱形，由于新的箱形都是经过充分调研的，因此，新箱形投产将贡献利润。

经过近期调研我们判断，目前铁道部给三大专业公司的内部清算价格并不便宜，即使调整价格，我们认为幅度也不大。

第三，铁路货运及临港物流增长稳定。营口港上半年集装箱吞吐量完成 207.8 万标

准箱，同比增长 26.2%；完成货物吞吐量 1.33 亿吨，同比增长 18%。由此推断，沙鲛线以及临港物流业务继续实现平稳增长。

第四，我们预计二季度 EPS 0.1 元，上半年 EPS 0.2 元，全年业绩 0.41 元，特种箱具有较大的成长空间，维持“谨慎推荐”评级。

航运

中报前瞻：业绩略低于预期

航运企业 2011 年经营环境之艰难，与金融危机期间相类似。

上半年油价上涨，但由于全球船舶产能利用率过低，无法通过定价传递成本上升。预计二季度业绩环比下滑，油轮、干散和集运上半年均出现行业性亏损。

尽管 2 月下旬出于对欧美需求等因素的担忧，我们已经把航运业的评级下调为“中性”。但集运运价连续数月下滑，表明市场比我们先前的预测更疲弱。究其原因，大型集装箱船交付比例接近 90%，令供给超出了我们年初的假设。

多用途船是所有远洋航运子行业中表现较好的板块，出口运价基本稳定，但回程受到灵便型散货船低价竞争的压力，二季度经营利润环比可能出现小幅下滑。

沿海煤运依然享受较为稳定的 COA 合同运价，中海发展二季度业绩的下滑，主要是因为新船投放导致折旧人工和财务费用的增加。金融危机之后，许多民营企业快速反应低价买船，对国有企业的成本管理提出了更高的要求。

总体而言，我们预计中国远洋、中海发展和中海集运上半年业绩都略低于市场预测。由于外部环境变化，部分上市公司的会计假设或有变化，我们的盈利预测暂不考虑这些因素。

表 4：主要上市航运公司业绩预测一览表（2010-2011）

	2011 年业绩同比				2011 年 EPS				2010 年 EPS			投资评级	行业评级	中报预约披露时间
	Q1	Q2E	H1E	2011E	Q1	Q2E	H1E	2011E	Q1	Q2	2010			
中海发展	-17%	-49%	-34%	-29%	0.11	0.08	0.19	0.36	0.13	0.15	0.50	谨慎推荐	中性	2011-08-17
中远航运	57%	-26%	4%	24%	0.05	0.04	0.09	0.25	0.03	0.06	0.20	谨慎推荐		2011-08-23
中海集运	-24%	-149	-170%	-83%	-0.01	-0.06	-0.07	0.06	-0.02	0.12	0.36	谨慎推荐		2011-08-25
中国远洋	-157	-143	-146%	-138%	-0.05	-0.11	-0.16	-0.25	0.09	0.26	0.66	中性		2011-08-26
长航油运	-218	-612	-335%	284%	-0.03	-0.05	-0.08	0.01	0.02	0.01	0.00	中性		2011-08-12
招商轮船	-54%	-37%	-46%	-44%	0.03	0.04	0.07	0.10	0.07	0.06	0.18	中性		2011-07-28

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

下半年展望：最早四季度才出现行业性盈利复苏

集运的旺季已临近，多用途船出口运价也可能出现小幅上行，但是航运业走出低谷尚需时日。

我们预计航运业最早四季度才能出现盈利环比回升，上半年乃至三季报盈利均难以

达到市场预期，投资机会暂未到来。

➤ 中远航运——装备制造业出口增长，需要用时间换空间

上半年中国出口增速 24%，其中机电产品出口增速为 19.5%。中国装备制造业出口是大势所趋，但核心竞争力的培育也需要时间。

央企海外投资也是大势所趋，但上半年利比亚和部分北非、中东国家的政局动荡，给未来一年的海外承包项目进度带来了一些不确定性。

从微观层面调研判断，多用途船和半潜船下半年的需求都会有回暖。假如央企海外承包项目没有出现放缓，我们预测中远航运下半年的业绩比上半年将有 50% 的环比增长。

维持中远航运全年 EPS0.25 元的预测，鉴于盈利复苏需要较长时间，维持“谨慎推荐”评级。

➤ 中海集运——下半年投资集运的两个前提

对于欧美需求，过去两年我们一直都引用 Pimco 提出的新常态（New Normal）判断，也就是经过 V 型反弹之后，欧美的复苏可能是非常缓慢的过程。对新常态的假设，是今年中国 1 月份出口超预期增长数据公布之后，我们却下调航运业评级的重要原因。

上半年新船交付超过了我们的预期，出于对供给的担忧，下半年我们不建议投资人压注于短期运价的波动。

需求方面，我们倾向于继续假设欧美需求中长期缓慢复苏趋势不变。下半年集运的投资机会也许有两个前提：

第一，估值有安全边际；第二，新船交付比例下降。

维持中海集运全年 EPS0.06 元的预测，维持“谨慎推荐”评级。

高速公路

上半年回顾

今年 1-5 月，主要上市公司的车流量与通行费收入普遍低于去年，也低于年初市场的预期。

从企业层面看，东莞控股、深高速、皖通高速、宁沪高速等通行费收入增速较高，赣粤高速、现代投资、粤高速等表现相对较弱。究其原因，一方面经济放缓令货车车流增速较低，另一方面中西部省份为了改善交通条件，近年来不断加大高速公路的投资力度。分流影响随着新路的不断投产而逐步显现，分流效应大于贯通效应，拖累了车流量以及通行费收入的增长。

表 5：主要上市高速公路公司业绩预测一览表（2010-2011）

	2011 年业绩同比				2011 年业绩				2010 年业绩			投资评级	行业评级	中报预约披露时间
	Q1	Q2E	H1E	2011E	Q1	Q2E	H1E	2011E	Q1	Q2	2010			
山东高速	29%	13%	20%	23%	0.09	0.10	0.19	0.46	0.07	0.09	0.37	推荐		2011-08-24
赣粤高速	-1%	4%	2%	4%	0.12	0.18	0.30	0.56	0.12	0.17	0.54	谨慎推荐		2011-08-09
宁沪高速	10%	-4%	3%	8%	0.13	0.13	0.26	0.53	0.12	0.13	0.49	谨慎推荐	谨慎推荐	2011-08-20
楚天高速	1%	4%	2%	10%	0.13	0.12	0.25	0.47	0.13	0.12	0.43	谨慎推荐		2011-08-13
五洲交通	62%	202%	124%	59%	0.11	0.16	0.27	0.61	0.07	0.05	0.38	谨慎推荐		2011-08-17

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

三季度展望

我们认为短期内通行费率上涨的可能性极小，下调的可能性也不大，但是收费政策调整的讨论会对高速公路公司估值形成压制。

我们对上市公司投资新路持谨慎态度。一是新修的高速公路路网位置相对较差，新增路产建设成本高，建成后财务费用以及折旧摊销成本高，达到盈利平衡点时间更长；同时，老路的维修成本或者改扩建成本不断增加，成本总体趋势向上。依靠新修道路延续经营的做法影响了投资收益率，在收费期限的制约下，许多公路公司也许会选择多元化经营的道路。

我们认为行业取得超额收益的概率较小，投资逻辑仍重在防御属性，行业估值处于历史底部区域，下行空间小。我们维持高速公路“谨慎推荐”评级。相对看好路产路网位置好，区域经济活力强，受新建道路分流影响较小，主要路产无重大资本支出，或者多元化经营进展良好的公司。

重点公司

皖通高速：路网位置好，与长三角经济联系密切，皖通经济带的发展为车流量增加提供动力，区域内主要路产分流压力小，今年以来车流量增长迅速，预计 2011 年上半年业绩 0.31 元，全年 EPS0.64 元，评级“推荐”。

山东高速：2011 年具备成本优势，直线折旧制将使业绩向上弹性优势更为突出，多元投资不断取得新突破。6 月 28 日，公司公告将向控股股东高速集团发行股份收购高速运管公司 100%股权和潍莱公司 51%股权。得益于优质资产注入，山东高速业绩得以有效增厚。预计 2011 年上半年业绩 0.19 元，全年 EPS0.46 元，维持“推荐”评级。

机场

机场业务增速分化

上半年各机场间业务增速呈现分化趋势。

第一，世博会的基数效应导致上海两场业务量增速趋缓，其他旅游城市机场业务量增速提升。

上海两场 4-5 月旅客吞吐量同比增涨 11，较季度环比下滑 7%，而厦门空港 4-5 月

旅客吞吐量同比增涨 9%，较季度环比提升 3%。

第二，上海虹桥和浦东机场间的业务量增速分化。

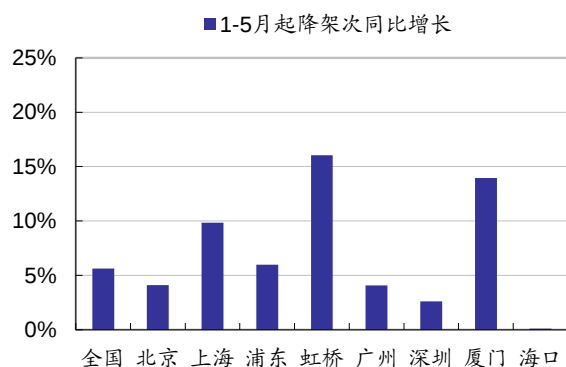
世博会后虹桥对浦东的国内业务分流压力开始显现，虹桥业务量增速仍维持两位数，而浦东国内业务量增速大幅下滑。

表 6：主要机场业务增速一览表（2010-2011）

	2010 年同比增速			2011 年一季度同比增速			2011 年 4-5 月同比增速			2011 年 1-5 月同比增速		
	起降	旅客	货邮	起降	旅客	货邮	起降	旅客	货邮	起降	旅客	货邮
全国	14%	16%	19%	6%	9%	9%	6%	13%	2%	6%	11%	6%
首都机场	6%	13%	5%	4%	8%	33%	4%	9%	2%	4%	8%	20%
上海两场	16%	26%	24%	12%	18%	6%	7%	11%	-2%	10%	15%	2%
浦东机场	15%	27%	27%	6%	13%	7%	6%	6%	-2%	6%	10%	3%
虹桥机场	16%	25%	9%	22%	26%	-1%	8%	18%	-4%	16%	23%	-2%
广州机场	7%	11%	20%	4%	6%	2%	5%	14%	4%	4%	9%	2%
深圳机场	7%	9%	34%	2%	3%	12%	4%	9%	1%	3%	5%	7%
厦门机场	10%	17%	25%	12%	16%	8%	16%	19%	6%	14%	17%	7%
海口机场	7%	5%	18%	-4%	0%	-4%	8%	15%	0%	0%	5%	-2%

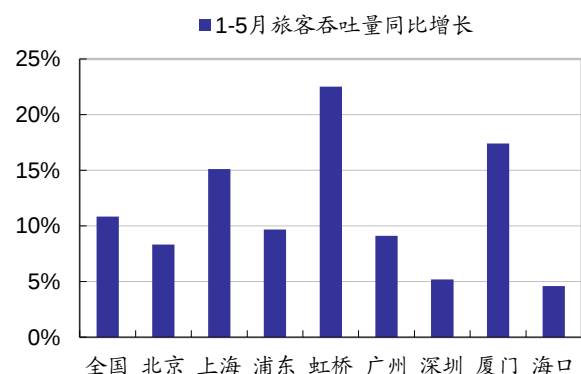
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 1：主要机场 1-5 月起降架次同比增速比较



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 2：主要机场 1-5 月旅客吞吐量同比增速比较



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

机场公司业绩波澜不惊

预计上市机场公司 2011 年上半年业绩基本符合预期，其中，上海机场二季度主业增速可能出现小幅下滑。

➤ 上海机场——增速可能出现下滑

上海机场二季度主业增速可能出现小幅下滑。

第一，虹桥机场对浦东国内业务的分流，以及日本核泄漏对浦东日线客流的影响，导致浦东机场国内及国际业务量增速均低于市场预期。

第二，浦东航油二季度的投资收益预计环比下滑。一季度国际航油价格的飙升，使浦东航油的国际业务获得超额收益；二季度国际航油高位波动，预计投资收益下降。

三季度预计浦东机场日本航线客流将开始逐步恢复，但世博基数效应可能导致国内业务在部分月份出现负增长。

目前，上海机场已步入资产注入时间窗口，建议投资者在 13 元附近吸纳。

➤ 厦门空港——业务量增速环比提升，业绩稳定增长

由于 2010 年世博会对全国旅游客源造成明显的虹吸效应，低基数效应导致厦门机场的业务量增速环比提升。预计三季度这一趋势将表现的更为明显。

预计厦门空港上半年业绩增速 16%，符合市场预期。

公司将于年底完成 T2 航站楼的改造，届时航站区产能压力将得到有效缓解，且该项目具有非常高的资本开支效率。

厦门空港扩建风险低于市场预期，但高铁开通可能影响 2012 年业务量增速。建议投资者在 15 元以下逢低收集，作为防御性配置。

➤ 深圳机场——业务量维持低速增长，业绩基本持平

航班时刻紧张，导致深圳机场业务量维持低速增长。预计上半年业绩与去年同期基本持平。

深圳机场二跑道将于近期启用。在 T3 启用前，二跑道主要用于安全备份，因此对机场业务量增长贡献甚微。

T3 的建设将使公司的投资回报率明显下降，目前公司估值较为合理，维持“中性”评级。

表 7：主要上市机场公司业绩预测一览表（2010-2011）

	2011 年业绩同比				2011 年业绩				2010 年业绩			投资评级	行业评级	中报预约披露时间
	Q1	Q2E	H1E	2011E	Q1	Q2E	H1E	2011E	Q1	Q2	2010			
上海机场	44%	12%	26%	7%	0.19	0.17	0.36	0.73	0.13	0.16	0.68	谨慎推荐		2011-08-25
厦门空港	11%	21%	16%	16%	0.24	0.28	0.52	1.09	0.22	0.23	0.94	谨慎推荐	中性	2011-08-19
深圳机场	-6%	10%	1%	6%	0.10	0.12	0.22	0.45	0.11	0.11	0.42	中性		2011-08-04

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

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±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±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

风险提示

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。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		固定收益		策略	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧娣	021-60875161	林丽梅	021-60933157
崔 嵘	021-60933159	张 旭	010-66026340		
				技术分析	
				闫 莉	010-88005316
交通运输		银行		房地产	
郑 武	0755- 82130422	邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648
陈建生	0755- 82133766	黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678
岳 鑫	0755- 82130432	谈 煊	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397
周 俊	0755-82130833-6215				
商业贸易		汽车及零配件		钢铁及新材料	
孙菲菲	0755-82130722	左 涛	021-60933164	郑 东	010- 66025270
祝 彬	0755-82131528			秦 波	010-66026317
				郭 莹	010-88005303
机械		基础化工		医药	
郑 武	0755- 82130422	刘旭明	010-66025272	贺平鸽	0755-82133396
陈 玲	0755-82130646	张栋梁	0755-82130532	丁 丹	0755- 82139908
杨 森	0755-82133343	罗 洋	0755-82150633	杜佐远	0755-82130473
后立尧	010-88005327	吴琳琳	0755-82130833-1867	谭权胜	0755-82136019
		梁 丹	0755- 82134323	胡博新	0755-82133263
				刘 勃	0755-82130833-1845
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
杨敬梅	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭 波	0755-82133909
张 弢	010-88005311			谢鸿鹤	0755-82130646
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513		
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755- 82130761
邵 达	0755-82130706	黄海培	021-60933150	欧阳仕华	0755-82151833
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
高耀华	0755-82130771				
建材		旅游		食品饮料	
郑 东	010- 66025270	曾 光	0755-82150809	黄 茂	0755-82138922
马 彦	010-88005304				
建筑		新兴产业		研究支持	
邱 波	0755-82133390	陈 健	010-66022025	沈 瑞	0755-82132998
刘 萍	0755-82130678	李筱筠	010-66026326	雷 达	0755-82132098
				余 辉	0755-82130741
				王越明	0755-82130478
数量化投资产品		基金评价与研究		量化投资策略	
焦 健	0755-82133928	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
阳 瑾	0755-82133538	康 亢	010-66026337	董艺婷	021-60933155
周 琦	0755-82133568	刘舒宇	0755-82133568	程景佳	010-88005326
邓 岳	0755- 82150533	李 腾	0755-82130833-6223	郑 云	021-60875163
		刘 洋	0755-82150566	毛 甜	021-60933154
		潘小果	0755-82130843	李荣兴	021-60933165
量化交易策略与技术		数据与系统支持			
戴 军	0755-82133129	赵斯尘	021-60875174		
黄志文	0755-82133928	徐左乾	0755-82133090		
彭甘霖	0755-82133259	李扬之	0755-82136165		
秦国文	0755-82133528	陈爱华	0755-82133397		
		袁 剑	0755-82139918		

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）			华东区（机构销售二部）			华南区（机构销售三部）		
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn		盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
焦 骥	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn		郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn	
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn		刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn		叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
原 玮	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn		孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn		徐 冉	0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn	
						颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	
						赵晓曦	15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	
						温 馨	13612901872 wenxin@guosen.com.cn	
						郑 灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn	