

张弛有道看航空，政策春风吹物流

推荐 (维持)

——交通运输行业 2011 年下半年投资策略

2011 年 7 月 24 日

子行业评级

航空	推荐	(维持)
机场	推荐	(维持)
航运	中性	(维持)
铁路	推荐	(维持)
港口	推荐	(维持)
公路	中性	(下调)
物流	推荐	(上调)

相关报告

航空机场：《捕捉航空业基本面与市场情绪之间的预期差和时间》

航运：《下半年环比改善可期，大周期拐点尚未到来》

铁路：《聚焦铁路改革：高铁归高铁，普铁归普铁》

港口：《下半年吞吐量增速回升，集装箱弹性更大》

公路：《要配就配东部高速公路》

物流：《通用平台盼巨擘，专业领域寻翘楚》

分析师

曾旭

021-38565575

zengxu@xyzq.com.cn

SAC:S0190511020002

纪云涛

021-38565573

jiyt@xyzq.com.cn

SAC:S0190511020003

王爽

021-38565912

wangsh@xyzq.com.cn

SAC:S0190210030003

联系人

朱峰、龚里

投资要点

2011 年上半年回顾：现金为王，防御制胜

2011 年上半年，交运行业总体跑输大市 5.5 个百分点，其中机场、港口和铁路三个防御性子行业分别跑赢 2.2、3.3 和 7.9 个百分点，航空和航运两个高弹性子行业分别跑输 20.4 和 8.8 个百分点；而物流子行业作为交运中的新兴领域，在政策利好预期支持下，上半年跑赢 3.1 个百分点；公路虽然是传统的防御性板块，但在国家反复强调降低物流费用的背景下，市场预期转坏，2 季度跌幅较大，导致上半年跑输 10 个百分点。

上半年，我们总体策略偏防御，主推现金等价物铁公机港龙头公司，和现金流充分，具有金融物流属性的白马国企物流股，建议配置的组合中储股份、建发股份、上海机场、大秦铁路，分别跑赢大盘 34.34%、35.81%、6.65% 和 11.13%，从实际情况看，我们上半年投资策略与实际市场走势高度吻合。

2011 年下半年投资策略：业绩为王，攻守兼备

下半年，我们关注业绩改善和业绩确定性增长的子行业，进攻性组合我们推荐有基本面支撑的、弹性较大的航空和物流，防御性组合我们推荐业绩增长确定的有安全边际的铁机港龙头。个股推荐组合：南方航空、中国国航、海南航空、中储股份、建发股份、飞力达、保税科技、中海集运、中远航运、上海机场、大秦铁路、深赤湾 A、上港集团。

航空运输——捕捉基本面与市场情绪之间的预期差和时间差

上半年国内市场高度景气、供不应求，票价和客座率持续提升，国际市场较为疲弱。下半年随着航空公司运力调配和全球经济恢复增长，国际航线有望强劲恢复。国内航线供求关系依然紧张，京沪高铁利空逐渐弱化，航空业有望维持高度景气。总体来说航空业基本面和主业盈利有望超出市场预期。

三季度美国经济有望强劲复苏，美元有望走弱，大宗商品价格有望上涨。为缓解大宗商品价格上扬带来的输入型通胀，人民币升值速度有望提升，巨额汇兑收益将为今年航空业的盈利锦上添花。同时，全球能源署紧急投放原油储备 6000 万桶，即每天原油投放达 200 万桶（分 30 天投放），因而油价短期可能处于温和上涨通道。国际航线复苏，人民币保持快速升值与油价上涨的时间差将为航空公司营造良好的外部经营环境，盈利水平依然保持强劲。

基本面强劲是估值修复的核心动力。短期鉴于航空业基本面和市场情绪之间的预期差和时间差，积极配置航空股，参与航空股估值修复行情；中期对明年四横四纵高铁网络对航空业的冲击维持谨慎态度；长期看好航空股的消费属性、出境游高速增长带来的国际航线快速增长、供需关系改善带来的长期业绩增长的持续性。我们继续首推弹性最大的南方航空，推荐国际航线在暑期旺季有望明显改善的中国国航，布局长期受益海南旅游岛建设的海南航空，关注京沪航线市场份额最大的东方航空（高铁冲击或低于预期）。

机场——攻守兼备，期待资产注入和提价预期

在上半年国内航空市场景气的背景下，我国机场航空业务持续增长。2011 年 1~5 月全民航 50 大机场旅客吞吐量同比增长 10.8%，飞机起降同比增长 5.6%。货邮方面，受 2010 年高基数和 2011 年以来全球经济表现不佳的影响，货邮吞吐量同比增长 5.9%，增速回落。

机场非航业务的发展将改善机场收入结构，机场业务的消费属性日渐增强，抗通胀特性明显。通胀具有复杂性，货币紧缩政策或将持续，宏观调控难以马上放松，因而机场业绩增长的不确定性带来大盘下跌过程中的防御性。我们推荐业务规模快速增长并存在资产注入和收费标准上调预期的上海机场，中长期受益海西三通和空域时刻逐步释放的厦门空港。

航运——下半年环比改善可期，大周期拐点尚未到来

上半年航运各子市场运价同比均下滑，2 季度油价上涨导致亏损面继续扩大，中报业绩将继续低于预期，短期建议回避，等待中报业绩低于预期风险和未来业绩预测继续下调风险的释放。下半年旺季运价改善是大概率事件，但受制于运力过剩反弹幅度难超预期。从行业周期看，目前航运业处于大衰退后的萧条期，上轮超级牛市形成的订单高峰需要较长时间消化，周期拐点尚需等待。尽管拐点未到，但航运估值已近历史底部，股价下跌空间有限。从 PB 看，当前航运板块平均 PB 为 1.54，离最低点仅 5.2% 的下跌空间，重置成本法亦验证此观点，目前主要航运公司股价较每股重置价值平均向下空间为 23.1%，其中中海集运为 7.2%、中国远洋为 13.4%、中远航运为 21%、长航油运为 33.6%、中海发展为 26.5%、招商轮船为 37.2%。我们继续维持行业“中性”评级，待中报业绩利空释放后，3 季度可重点关注中海集运（受益集装箱旺季）和中远航运（中国制造业升级长期利好机械设备出口，公司下半年进入交船高峰期）。

铁路——中长期看好铁道部改革

上半年全国铁路客运总量同比增长 12%，货运总量同比增长 7%。由于部分高铁建设逐步完成，客运量上同比增长、既有线的货运量也在释放。上半年铁路板块跑赢大盘 7.9%，在所有交运子行业中跑赢大盘最多。

在铁道部改革的热点下，铁路板块渐渐受到关注。我们中长期看好铁道部改革，继续推荐拥有优质资产、未来收益稳定增长的大秦铁路。目前大秦线运量增长稳定，年运输量依然有望再超预期，再加上相对稳定的 50% 的高分红率（股息率约为 5%），我们认为在大盘不稳的情况下，大秦铁路仍然是较好的防御性品种。广铁集团是铁道部市场化改革的排头兵，广深铁路将作为广铁集团唯一上市平台存在资产注入以及多元化经营试点预期，值得关注，但改革推进的速度仍不明朗。

港口——吞吐量环比上半年复苏，集装箱旺季弹性更大

上半年因美国经济遭连续下调、日本地震、澳洲水灾、国际油价大涨和国内的紧随政策等因素导致外贸集装箱、煤炭、原油、铁矿石吞吐量同比增速下滑，下半年，上述消极因素正逐渐消退，外需和内需将环比改善，港口吞吐量有望环比上半年复苏。根据兴业宏观组的预测，美国经济三季度或出现强劲复苏，而下半年集装箱运输进入传统旺季，两重因素叠加，下半年集装箱港口弹性更大。我们维持港口板块“推荐”，建议关注深赤湾和上港集团，以及存在资产注入预期的日照港和唐山港。

公路——车流量同比增速放缓、受政策影响市场信心严重不足

上半年全国公路客运量同比增长 8%，货运量同比增加 14%。中西部高速公路受新路开通分流效应影响表现欠佳，例如赣粤高速同比负增长。东部高速公路受分流效应影响较小，车流量同比增速在 5%-15% 之间，表现较好的皖通、宁沪、深高速、山东同比增长率分别为 15%、10%、9%、8%。同时部分公司由于新建路产造价较高，折旧、财务费用拖低业绩增速，使盈利增速低于收入增速。

由于三大经济区、南北、东西干道区域经济变化不显著，预计下半年各路段增速将基本与上半一致，不会有较大变化。部分路段由于大修完成将有一定增速，同时关注新开通路网对现有路段的分流效应。目前受五部委联合开展收费公路专项清理工作的影响，市场信心严重不足，公路板块整体估值处于历史低位，预计估值修复需要一定时间，因此，我们下调公路板块至“中性”评级，相对看好宁沪高速、皖通高速、深高速、山东高速。

物流——通用平台盼巨擘，专业领域寻翘楚

上半年在油价、人力成本上涨和现金流紧张的形势下，通用型物流受成本挤压，盈利状况较差，专业型物流公司成本压力较小，随着产能的扩张盈利稳定成长，而大网络的国有物流公司因具有资源和政策优势，经营和商业模式也正在悄然发生变革。在上半年后半段国家频繁放出物流利好消息之后，市场表现出对上市物流公司的较高期望，物流板块在 6-7 月表现强劲。

下半年利好物流业的财政政策切实推出将会是大概率事件。上半年国家已有多次提及物流政策改革，降低物流成本势在必行，在 6 月 8 日国务院发布了物流“国八条”，提出进一步制定完善配套政策措施，促进物流业健康发展。7 月 11 日，温总理讲话指出，我国物流业总体水平落后，影响企业发展，也影响居民消费。发展物流业，可以促进其他产业发展。振兴物流业的措施不但要迅速出台，而且要令出必行。

利好政策将加速到来的前提下，物流行业总体将保持较快增长，我们上调物流行业至“推荐”评级。推荐具有大网络的大物流股：估值相对较低，盈利稳定增长，商业模式正在蜕变，看好中储股份、建发股份。对于专业物流，建议关注业绩有保障的且具备跨行业扩张优势的专业型物流公司，相对看好飞力达、保税科技。

风险提示

国内外经济复苏遭遇波折，大盘系统性风险，发生突发性疾病、灾害或不可抗力，大宗商品价格大幅波动，高铁成网之后对航空业冲击超预期，公路收费标准降低或取消，物流政策措施落实滞后。

附图:

图 1、交通运输上半年跑输大盘 5.5%

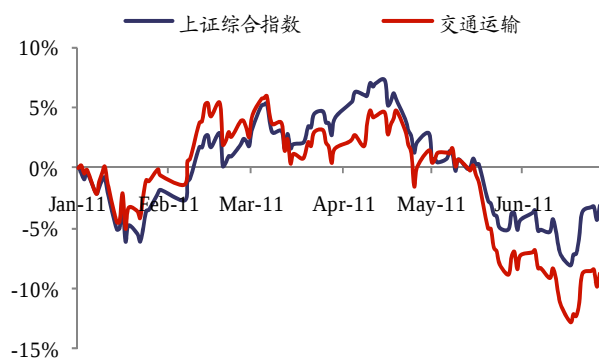
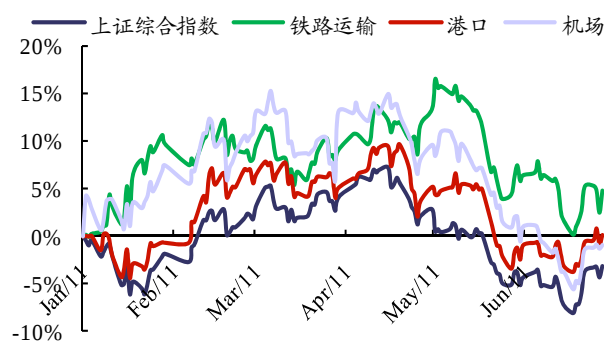


图 2、机场、港口和铁路分别跑赢 2.2、3.3 和 7.9%



数据来源: Wind、兴业证券研究所

图 3、航空和航运分别跑输 20.4 和 8.8%

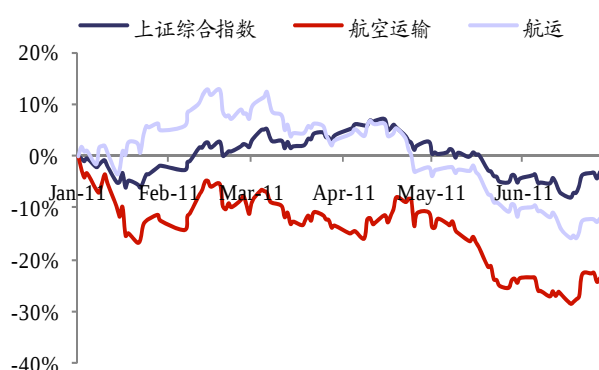
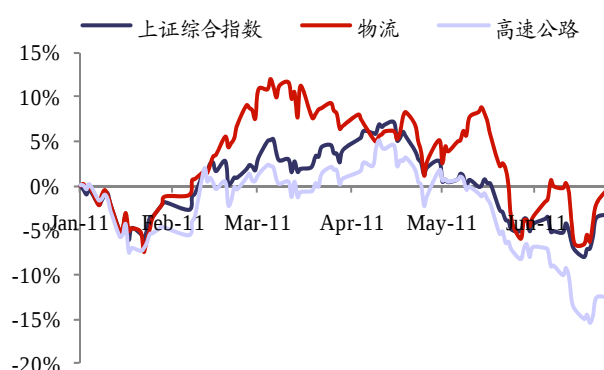


图 4、物流跑赢 3.1%，公路跑输 10%



数据来源: Wind、兴业证券研究所

交通运输各子行业下半年投资策略详见:

《通用平台盼巨擘，专业领域寻翘楚—物流行业深度研究报告》20110725

《下半年环比改善可期，大周期拐点尚未到来—航运行业 2011 年下半年投资策略》，20110721

《下半年吞吐量增速回升，集装箱弹性更大—港口行业 2011 年下半年投资策略》，20110721

《捕捉航空业基本面与市场情绪之间的预期差和时间差—航空机场行业 2011 年下半年投资策略》，20110705

《要配就配东部高速公路—公路行业 2011 年下半年投资策略》，20110613

《聚焦铁路改革：高铁归高铁，普铁归普铁—铁路行业 2011 年下半年投资策略》，20110608

附表：交通运输行业重点上市公司中报业绩前瞻（公司 EPS 均按照最新股本完全摊薄）

公司	评级	10H1	10H2	10A	11H1E	11H2E	11E	11H1 同比	11 年 同比	11 年 WIND 一致预期	相对于 一致预期
南方航空	强烈推荐	0.36	0.58	0.95	0.25	0.45	0.70	19%	18%	0.60	16%
中国国航	推荐	0.21	0.38	0.59	0.32	0.79	1.11	-12%	17%	0.84	33%
东方航空	推荐	0.17	0.30	0.48	0.21	0.29	0.50	24%	5%	0.47	6%
海南航空	推荐	0.13	0.60	0.73	0.16	0.59	0.75	19%	2%	0.75	0%
航空平均								0%	12%		
上海机场	强烈推荐	0.29	0.39	0.68	0.38	0.43	0.79	33%	16%	0.81	-2%
深圳机场	中性	0.22	0.21	0.42	0.2	0.22	0.42	-8%	-1%	0.43	-3%
厦门空港	推荐	0.45	0.49	0.94	0.51	0.61	1.12	14%	19%	1.12	0%
白云机场	推荐	0.24	0.27	0.51	0.3	0.32	0.62	26%	22%	0.62	1%
机场平均								18%	13%		
中国远洋	推荐	0.35	0.32	0.66	-0.12	0.22	0.10	-135%	-85%	0.20	-49%
中海集运	推荐	0.10	0.26	0.36	-0.03	0.18	0.15	-132%	-58%	0.18	-16%
中远航运	强烈推荐	0.09	0.11	0.20	0.08	0.12	0.20	-8%	-1%	0.24	-18%
中海发展	推荐	0.29	0.22	0.50	0.27	0.29	0.56	-5%	12%	0.47	20%
长航油运	推荐	0.03	-0.03	0.00	-0.09	0.10	0.01	-359%	284%	0.08	-88%
招商轮船	中性	0.13	0.05	0.18	0.04	0.11	0.15	-69%	-16%	0.14	3%
航运平均								-111%	-59%		
上港集团	强烈推荐	0.11	0.12	0.24	0.13	0.15	0.28	10%	18%	0.26	10%
日照港	强烈推荐	0.09	0.07	0.16	0.10	0.08	0.18	9%	11%	0.20	-8%
锦州港	中性	0.10	0.04	0.14	0.10	0.05	0.16	5%	12%	0.16	-3%
深赤湾 A	推荐	0.48	0.45	0.93	0.42	0.46	0.88	-13%	-5%	0.97	-9%
大连港	推荐	0.07	0.11	0.18	0.09	0.12	0.21	25%	14%	0.20	5%
港口平均								9%	15%		
宁沪高速	强烈推荐	0.25	0.24	0.49	0.28	0.26	0.54	10%	9%	0.54	-1%
深高速	强烈推荐	0.16	0.18	0.34	0.19	0.27	0.39	15%	14%	0.39	0%
皖通高速	强烈推荐	0.22	0.25	0.47	0.32	0.32	0.65	44%	38%	0.63	3%
赣粤高速	推荐	0.29	0.24	0.54	0.31	0.29	0.60	6%	12%	0.56	6%
山东高速	强烈推荐	0.16	0.21	0.37	0.20	0.25	0.45	24%	20%	0.45	-2%
福建高速	推荐	0.11	0.06	0.19	0.11	0.14	0.19	0%	-1%	0.37	-49%
四川成渝	中性	0.19	0.17	0.37	0.19	0.16	0.35	-8%	-8%	0.42	-18%
粤高速 A	中性	0.10	0.12	0.31	0.10	0.06	0.16	-49%	-47%	0.27	-41%
楚天高速	中性	0.25	0.18	0.43	0.25	0.19	0.43	1%	1%	0.49	-12%
现代投资	中性	0.94	1.07	1.99	0.94	1.11	2.05	3%	3%	1.97	4%
公路平均								7%	6%		
大秦铁路	强烈推荐	0.31	0.39	0.70	0.44	0.48	0.92	40%	31%	0.88	5%
广深铁路	推荐	0.10	0.12	0.22	0.12	0.13	0.25	28%	14%	0.24	4%
铁路平均								38%	29%		
建发股份	强烈推荐	0.35	0.43	0.78	0.50	0.63	1.13	42%	44%	0.94	20%
中储股份	强烈推荐	0.14	0.19	0.33	0.23	0.21	0.44	63%	33%	0.44	-1%
铁龙物流	推荐	0.19	0.18	0.36	0.27	0.25	0.52	45%	42%	0.43	22%
保税科技	推荐	0.16	0.20	0.36	0.37	0.30	0.67	134%	89%	0.67	0%
澳洋顺昌	推荐	0.11	0.11	0.23	0.15	0.16	0.31	32%	37%	0.31	-1%
物流平均								47%	44%		
交运平均								-11%	3%		
剔除航运平均								16%	18%		

数据来源：Wind、兴业证券研究所，公司 EPS 均按照最新股本完全摊薄

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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5%~15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5%~5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 15 楼 1502-1503

邮编: 518048

传真: 0755-82562090

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列报告的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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们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，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。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。