

交通运输业 2011 年四季度投资策略

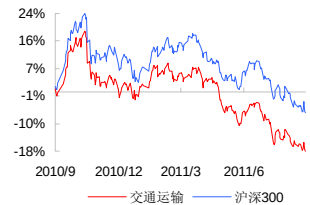
行业评级

持有

前次评级

持有

行业走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
行业指数	-5.38	-10.45	-18.34
沪深 300	-5.37	-9.74	-6.58

机场防御，自下而上关注个股投资机会

杨志清 分析师 电话: 021-68828417
eMail: yzq3@gf.com.cn
执业编号: S0260511020011

董丁 分析师 电话: 020-87555888-8403
eMail: dd2@gf.com.cn
执业编号: S0260511010014

航空机场：机场防御良好，航空静待变化

虽然航空和机场行业的动态估值均已处于历史底部区域，但是在机型大型化和“被国际化”的趋势下，机场未来业绩的确定性更胜航空。

海运港口：短忧远虑，行业趋势性机会尚不明朗

行业需求趋势向下而运力供给增速向上，行业仍处于周期去产能期。部分子行业短期上涨并不具有持续性。

公路铁路物流：把握铁路改革带来的行业趋势投资机会

高铁线路集中开通，铁路运能加速释放；在追求经济效益的大背景下，具有优良资产和跨区域网络优势的铁路企业将首先从改革中获益。

投资建议：行业建议配置机场，个股推荐铁龙物流

虽然航空和机场行业的动态估值均已处于历史底部区域，但是在机型大型化和“被国际化”的趋势下，机场未来业绩的确定性更胜航空。

国内干线时刻不足，虽然制约了枢纽机场的业务量增长，但是机型大型化和国际化加大了航空性收入弹性。加之近几年强化对非航业务的梳理，调整结构、或扩充面积、或重新招标，都将驱动商业、广告业务的收入和盈利大幅增长。重点推荐中短期内无重大资本开支的厦门空港、上海机场和白云机场。

铁龙物流：

下半年有望大规模购箱，待购箱型在投入使用后具有充足的市场需求，将运力转化为实际运量，带动特箱业绩增长；全程物流服务大幅提升单箱物流利润；年末地产项目集中结算增厚全年利润。

风险提示

经济二次衰退、国际竞争加剧、铁路运能释放规模低于预期；铁道部改革彻底改变现有业务条块划分格局

重点公司业绩预测与估值

简称	股价	EPS			PE			PEG	目标价	评级
		10	11E	12E	10	11E	12E			
上海机场	12.38	0.68	0.78	0.95	18.21	15.87	13.03	1.24	14.25	买入
白云机场	7.15	0.51	0.64	0.78	14.02	11.17	9.17	0.55	9.60	买入
厦门空港	13.70	0.94	1.10	1.28	14.57	12.45	10.70	0.86	16.50	买入
海南航空	6.05	0.74	0.95	1.04	8.18	6.37	5.82	0.25	9.50	买入
铁龙物流	10.17	0.36	0.48	0.79	28.25	21.19	12.87	0.57	18.00	买入

数据来源：公司报表，广发证券发展研究中心

目录索引

行业观点及投资建议.....	5
一、机场：非航引领，估值防御.....	6
（一）机型大型化和国际化加大航空性收入弹性	6
（二）内外收费并轨逼近	6
（三）非航业务较快发展	7
（四）估值具有安全性	7
（五）重点推荐公司	8
二、航空：静待国际变化.....	9
（一）中报整体业绩靓丽，主业涨跌互现	9
（二）国内供给受限，淡季或将不淡	10
（三）国际化加大成本负担	11
三、航运市场：短忧远虑，风险因素较大.....	12
（一）干散货市场：短期上涨并不具备持续性	12
（二）油运市场：风险大于收益，最糟糕的时刻也许会持续很长时间	16
（三）集运市场：行业内竞争加剧与行业需求不佳共存	18
四、港口行业：估值下调风险.....	21
（一）外贸集装箱大港由于集装箱吞吐量增速回落，面临业绩下滑和估值回落的 风险。	21
（二）外贸铁矿石港口增速回落	21
五、公路铁路物流：把握个股投资机会.....	22
（一）公路板块盈利与估值遭遇双杀，短期仍受困于政策风险	22
（二）铁路板块业绩增速平稳，特种箱运输为最大看点	25

图表索引

图 1: 主要机场上市公司航班起降的增长变化(%).....	6
图 2: 主要机场上市公司旅客吞吐量增长变化(%).....	6
图 3: 主要机场公司租赁收入占营业收入的比重(2011 年中期).....	7
图 4: 主要机场公司广告业务对 2010 年整体净利润的贡献度(%).....	7
图 5: 主要机场上市公司PE的变化.....	8
图 6: 主要机场上市公司PB的变化.....	8
图 7: 要航空公司运输利润的增长同比变化(%).....	10
图 8: 主要航空公司月度RPK的增长变化(%).....	10
图 9: 主要航空公司月度ASK的增长变化(%).....	10
图 10: 主要航空公司月度客座率的变化(%).....	11
图 11: 国内航线综合票价指数.....	11
图 12: 主要航空公司国际ASK份额的同比变化(%).....	11
图 13: BDI自 8 月初以来已上涨 53%.....	12
图 14: BCI较年内低谷接近上涨 1 倍.....	12
图 15: Capesize船Spot市场货盘大幅反弹.....	12
图 16: Panamax船Spot货盘数量没有起色.....	12
图 17: 中国 8 月铁矿石进口量大幅上扬.....	13
图 18: 巴西和澳大利亚铁矿石进口量大幅提升.....	13
图 19: 日本铁矿石进口量未有大幅超预期.....	13
图 20: 中国粗钢产量同比增速回升.....	14
图 21: 重点钢厂销售利润率维持正收益水平.....	14
图 22: 主要工程机械产量同比下降.....	15
图 23: 中国钢铁产能和产能利用率处于高位.....	15
图 24: 近十年主要地区原油需产差.....	16
图 25: EIA预计美国原油消费量四季度增速大幅放缓.....	16
图 26: 全球原油消费需求增速 2012 年放缓.....	16
图 27: 中国原油消费增速明显放缓.....	16
图 28: VLCC运力增速预计在 2012 年达到顶峰.....	17
图 29: VLCC已经长期处于盈亏平衡点TCE以下.....	18
图 30: 洛杉矶港进口重箱自三季度同比下降.....	19
图 31: 长滩港进口重箱三季度出现同比下降.....	19
图 32: 欧元区PMI低于 50.....	19
图 33: 欧元区消费者信心指数重回下降趋势.....	19
图 34: 密西根大学消费者信心指数处于历史低谷.....	19
图 35: 美国消费者信心指数预期大幅下降.....	19
图 36: 2012 年集装箱运力增速可能仅为 8%.....	20
图 37: 上港集团集装箱吞吐量增速回落.....	21
图 38: 深圳港集装箱吞吐量同比增速出现下降.....	21
图 39: 青岛港货物吞吐量增速回落.....	21
图 40: 日照港货物吞吐量增速回落.....	21
图 41: 沪宁高速 2011 年以来车流量增速稳定.....	22
图 42: 长潭高速 2011 年以来车流量增速略微下滑.....	22

图 43: 长潭高速 2011 年以来车流量增速略微下滑	22
图 44: 昌九高速 2011 年以来通行费收入增速下滑	22
图 45: 昌樟高速 2011 年以来通行费收入稳定增长	23
图 46: 梅观高速 2011 年以来路费收入稳定增长	23
图 47: 机荷东段 2011 年以来路费收入增速下滑	23
图 48: 机荷西段 2011 年以来路费收入增速下滑	23
图 49: 公路行业 2011 年以来营业收入和利润增速下滑	24
图 50: 公路行业净利润率同比下降 6.1 个百分点	24
图 51: 公路行业估值已跌至历史最低点	25
图 52: 铁路运输行业盈利增速平稳	25
图 53: 我国集装箱化率远低于其他国家	26
图 54: 我国铁路货运密度远远高于其他国家	26
图 55: 煤炭等战略性物资占了货运的大部分	27
表 1: 主要机场公司航空性业务收费标准比较	6
表 2: 主要航空公司 2011 年中期盈利比较	9
表 3: 主要航空公司毛利率的变化	10
表 4: 干散货船舶订单情况	15
表 5: 干散货船舶运力增速预测	16
表 6: 集装箱船订单集中于 5000TEU 以上的大船	18
表 7: Clarkson 预计 2012 年集装箱箱运量增速为 8.8%	20
表 8: 集装箱比例与铁龙物流未来 5 年净利润增速敏感性分析	27

行业观点及投资建议

（一）航空机场

虽然航空和机场行业的动态估值均已处于历史底部区域，但是在机型大型化和“被国际化”的趋势下，机场未来业绩的确定性更胜航空。

国内干线时刻不足，虽然制约了枢纽机场的业务量增长，但是机型大型化和国际化加大了航空性收入弹性。加之近几年强化对非航业务的梳理，调整结构、或扩充面积、或重新招标，都将驱动商业、广告业务的收入和盈利大幅增长。重点推荐中短期内基本无重大资本开支的厦门空港、上海机场和白云机场。

国内干线时刻不足、客座率高位上行，将推动航空公司施行较为强硬的销售策略，支撑裸票价格持续上涨，淡季或将不淡。尽管如此，国际化以及机型大型化，势必将增加单位成本负担，在外需不明朗的形势下，航空公司的盈利存在下调的可能。我们需要耐心观察：明年世界经济会不会在诸多政策刺激下实现需求超预期，或者外航是否建立在对明年经济不乐观的预期下紧缩运力，以利外部供需结构好转。建议重点关注国内盈利依存度较高、航线结构受益于干线需求溢出带来票价超平均水平上涨的海南航空。

（二）航运港口

目前航运股整体估值（PB）已经创08年以来新低，其中部分航运公司2011年中期业绩再度录得亏损。

从基本面来看，行业仍然面临着需求放缓，运力扩张持续的尴尬局面。由于中国控通胀紧货币的宏观政策，中国投资增速预计进一步放缓，由此导致未来铁矿石进口量增速必将放缓，而外围经济的固定资产投资增速还没有达到能够给干散货市场供需较大增量的地步，因此BDI短期的上涨不具有持续性；油运市场也许是目前最糟糕的市场，发达国家原油需求增速受经济增速停滞影响可能会下降，同时中国等亚太国家受国内通胀影响，原油消费增速预计也将放缓。油运市场遭遇2012年运力投放高峰以及需求下降的局面，行业基本面还将进一步恶化；对于集运市场，外围的需求是行业反弹的重要基础，在欧债危机没有得到明显解决之前，外围消费者的消费信心难以得到提振，贸易量和零售商依然会维持较低的库存，行业四季度不具备上扬条件。

港口的整体吞吐量仍然维持在二位数以上的增长，但其中较大部分的增长因素是由于内贸煤炭、外贸铁矿石和原油吞吐量带动，受外需影响，传统的外贸集装箱港口吞吐量已经出现增速大幅下滑，甚至负增长的现象。因此我们建议回避传统的集装箱港口，关注内贸货物占比较高的低基数、具有成长性的港口。

（三）公路铁路物流

公路面临费率下调和利润下降，未来估值面临进一步下调；提示关注铁路改革以及铁路十二五规划带来的铁路行业和物流业的投资机会。我们重点看好铁龙物流的投资机会。

一、机场：非航引领，估值防御

（一）机型大型化和国际化加大航空性收入弹性

7月份以来，主要机场上市公司按照起降和旅客吞吐量增速由高到低依次为：

- 厦门空港，由于夏秋航季时刻释放，旅客吞吐量延续20%左右的较高增长；
- 白云机场，起降有所增长，客座率提升驱动旅客量较快增长；
- 深圳机场，由于大运会安保影响，8月份航班同比微幅下降、旅客量略有上升；
- 浦东机场，受世博基数影响，航班起降和旅客量同比下滑有所加速。

图 1：主要机场上市公司航班起降的增长变化(%)

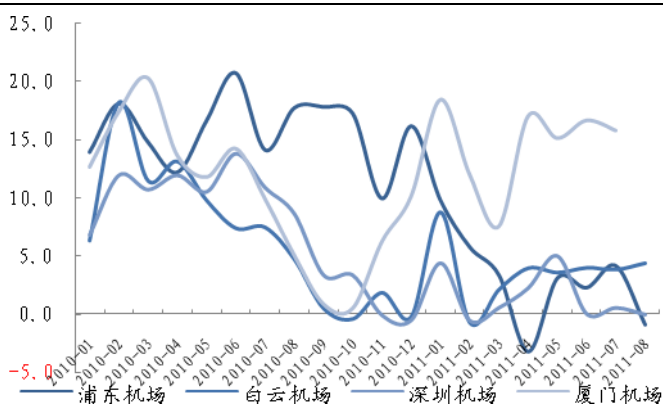
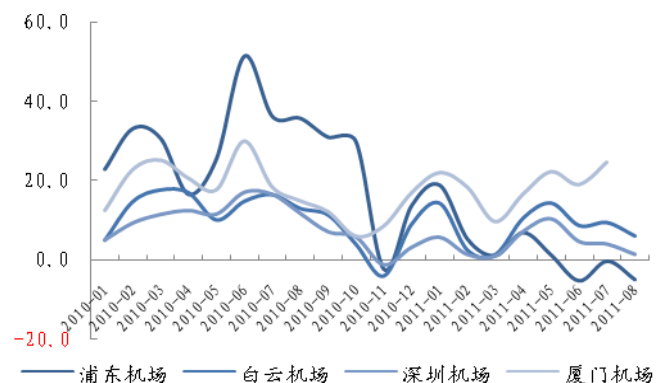


图 2：主要机场上市公司旅客吞吐量增长变化(%)



数据来源：上市公司、广发证券发展研究中心

除厦门空港航班呈较快增长以外，其他机场维持低速增长，空域紧张是制约时刻增长的主要因素。随着国内干线时刻日益饱和、各大航空公司加速国际化进程，机型大型化率有望加快，航空性收入将实现较快于业务量增长。机场航空性收入弹性由高到低依次为上海机场、白云机场和深圳机场、厦门空港。

表 1：主要机场公司航空性业务收费标准比较

	内航内线			内航外线		
	起降费		旅客服务费	起降费		旅客服务费
	B737/A320	B777/A330		B737/A320	B777/A330	
上海浦东机场	1540	5960	34	1800	6168	42
广、深机场	1560	6010	40	1800	6168	42
厦门机场	1630	6090	42	1800	6168	42

数据来源：民航局、广发证券发展研究中心

（二）内外收费并轨逼近

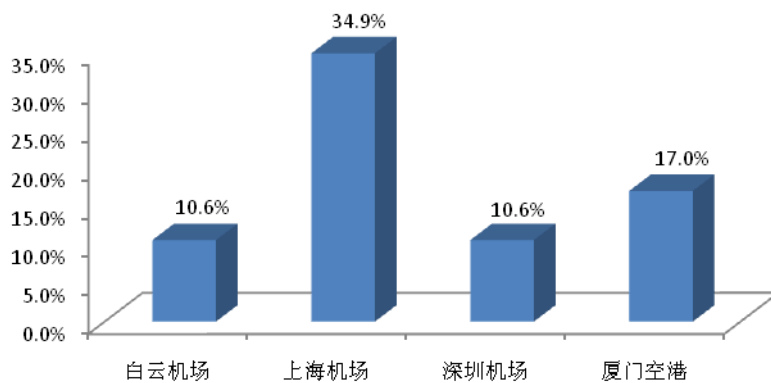
现行机场收费改革自07年底实施以来，尚有一项基本原则需在明年年底内实现，即内外收费标准并轨。内航外线现行的航空性业务收费标准基准价按照外航收费标准的60%执行。经测算，若一次性实行内外收费并轨，将分别增厚各大机场公

司EPS为上海机场8%、厦门空港5%、白云机场3%、深圳机场2%。

（三）非航业务较快发展

在航空业务稳定增长的基础上，非航业务将成为机场引领收入和盈利增长的重要引擎。近几年国内各大机场在非航经营和管理模式上都做了重大改进，发展中高端多种业态、实行“同城同价”、大都采取“保底+提成”的收入模式。白云机场东三西三指廊商业招标刚刚结束，厦门空港明年商业基本全部重新招标，上海机场明年起将增加南、北、中步行通道和其连接通道的商业，都将持续推动其租赁收入较快增长。

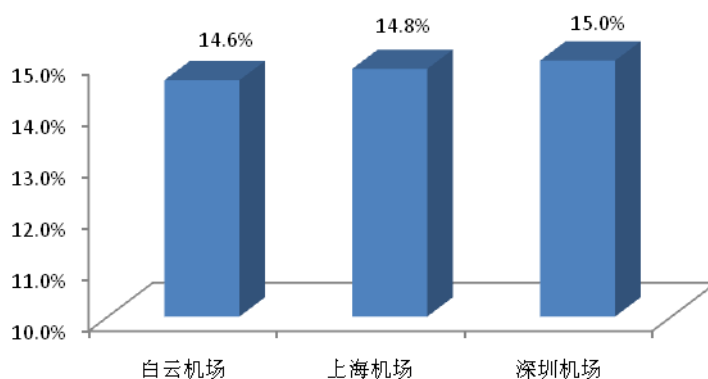
图 3：主要机场公司租赁收入占营业收入的比重(2011 年中期)



数据来源：公司中报、广发证券发展研究中心

广告业务方面，白云机场明年将增投位置良好、商业价值高的广告面积，广告业务有望量价齐升；上海机场将主要通过加大投放密度来提升广告盈利。

图 4：主要机场公司广告业务对 2010 年整体净利润的贡献度 (%)



数据来源：上市公司、广发证券发展研究中心

（四）估值具有安全性

主要机场上市公司中，除了深圳机场存在明后年产能扩张将带来财务风险以

外，其余三家公司在中短期内基本没有重大资本开支，成本趋于稳定，且可以通过经营杠杆来提升盈利水平。目前动态PE估值水平处于11-15倍，为历史底部区域，具有安全边际。

图 5：主要机场上市公司 PE 的变化

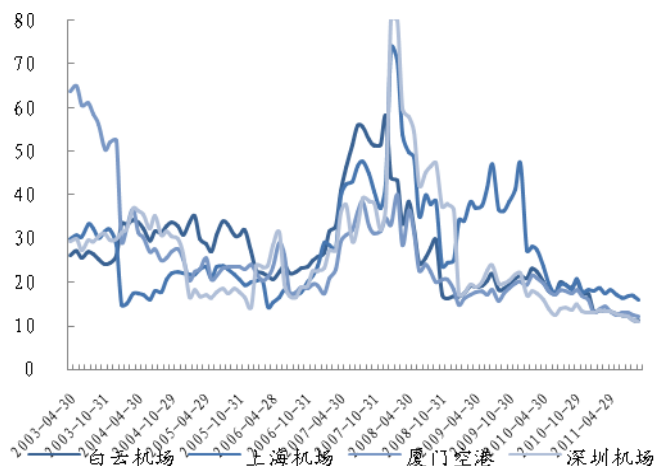
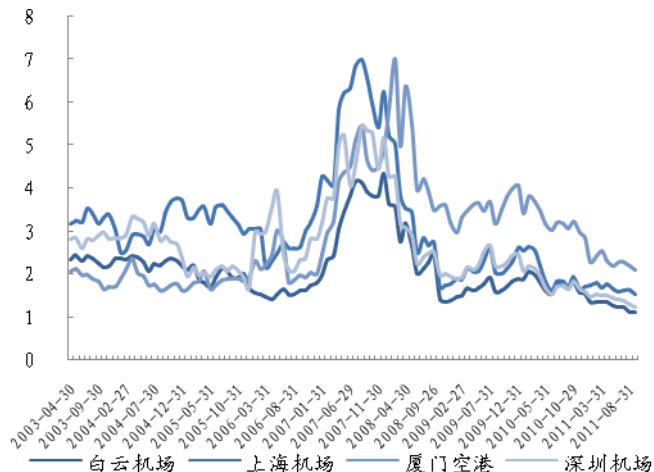


图 6：主要机场上市公司 PB 的变化



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

（五）重点推荐公司

1、厦门空港：快速成长的区域型枢纽

业务量呈现较快增长势头。夏秋航季时刻释放，公司起降、旅客吞吐量增速明显高于行业水平。受益于客座率的提升以及航空公司机型结构的调整，公司旅客量增速一直快于航班量。

新一轮招标将进一步促进商业租赁业务快速增长。经过近年来的结构性调整，机场商业租赁和特许经营收入呈现较快增长。2012年机场商业店铺将几乎全部重新进行招标，预计价格以及特许经营费的提升，将进一步拉动2012-13年商业租赁业务快速增长。

厦深、广深、甬杭高铁计划将于今年年底或至明年贯通，厦门至深圳、广州、上海、杭州、常州等航线均在1000公里以下，将受到潜在的替代影响。但由于时刻资源的宝贵，航空公司可能通过优化航线结构减免高铁对流量产生较大影响。

我们预计公司2011-13年EPS1.10、1.28、1.50元，目前股价对应PE12.3、10.6倍。

2、上海机场：收费并轨和资产注入驱动

现有跑道和候机楼保障能力较强，加之腹地经济发展、人口迁移和周边机场竞争能力决定了公司更强的内生性增长动力。

公司现有内航外线和外航外线航班份额并不匹配，在国内航空公司加速国际化的趋势下，内航外线存在较大的提升空间。且公司是内外收费并轨的最大收益者。

2012-2013年公司将改造T1和T2之间的南、北、中步行通道和其连接通道即“三纵三横”通道，商业面积有望大幅增长。

自8月1日国内航油价格开始与国际联动，对油料公司长期利好。

预计上海机场2011-13年EPS0.78、0.92、1.10元，目前PE估值16倍，收费并轨

和资产注入都有望进一步增厚业绩。

3、白云机场：受益基地公司的战略转型，非航亦较快增长

明年广告量价齐升。白云机场明年将调整广告结构：大幅增加位置优越、商业价值高的广告投放，减少位置差、商业价值低的广告面积，预计广告面积增幅达30%-40%。

商业调整显效，东三西三提升商业面积。公司过去商业经营不力，自上一轮招标调整业态、转变经营模式，引进大宗消费品牌，实行同城同价，非航收入比重较快提升。今年中期租赁收入同比增长37%。今明年东三西三新增商业面积，以及主航站楼部分零售商业重新招标，有望持续拉动租赁收入快速增长。

虽然空域紧张制约航班快速增长，但客座率提升将持续推动旅客吞吐量较快于航班量增长、机型大型化以及航空公司国际化将持续推动航空性收入较快于业务量增长。非航业务将驱动整体收入较快增长。中短期内无大额资本开支，成本费用相对稳定。预计2011-13年EPS分别为0.64、0.80、0.94元。公司在机场板块中每年分红比率最高，股息率达4-5%，目前PE估值为11倍。

二、航空：静待国际变化

（一）中报整体业绩靓丽，主业涨跌互现

总结三大航的中报业绩，整体EPS南航略超预期，国航和东航基本符合预期；主业盈利国航略超预期，南航低于预期，东航基本符合预期。

表 2：主要航空公司 2011 年中期盈利比较

	营业利润 (百万)	同比增幅 (%)	归属母公司 股东净利润 (百万)	同比增幅 (%)	运输利润 (百万)	同比增幅 (%)	基本 EPS (元)	同比增 幅(元)
中国国航	5,321	-0.83%	4,063	-13.44%	3,182	15.95%	0.33	-0.03
南方航空	2,714	17.29	2,755	32.71%	1,340	54.91%	0.28	0.07
东方航空	2,129	27.74%	2,452	26.11%	1,198	-10.47%	0.22	0.04
海南航空	799	62.90%	670	20.24%	329	-6.42%	0.16	0.02

数据来源：公司中报、广发证券发展研究中心

今年航空运输业的供需形势为：国内需求较旺、运力相对不足，国际需求复苏缓慢、运力宽松，因此国内的客座率和收益上涨，国际的客座率和票价双双下滑。在航油成本大幅上涨的情况下（东航和南航均同比增长35%左右，而国航由于合并深航导致油料成本同增不可比），国内依赖度较高的南航和海航毛利率同比提升，国际占比较高的国航、世博和日本事件影响较大的东航毛利率均同比下降。

图 7: 要航空公司运输利润的增长同比变化 (%)

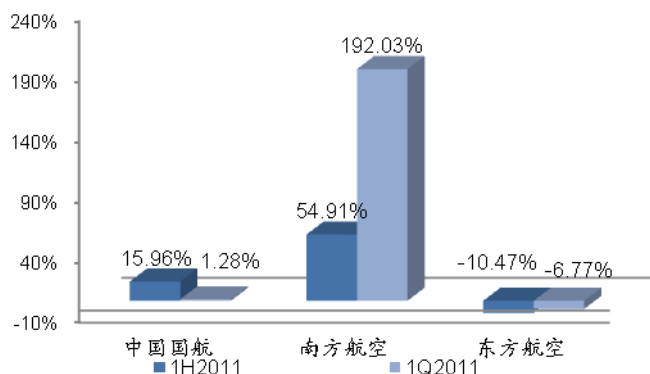


表 3: 主要航空公司毛利率的变化

	1H-11	1H-10	1Q-11	1Q-10
中国国航	20.67%	21.44%	19.44%	21.27%
南方航空	16.77%	16.55%	18.46%	16.08%
东方航空	16.47%	18.01%	15.93%	16.74%
海南航空	24.44%	23.47%	25.13%	24.09%

数据来源: 公司中报、广发证券发展研究中心

(二) 国内供给受限, 淡季或将不淡

全国枢纽机场空域基本饱和, 其他省会-省会、省会-二三线市场将是运力的增长点, 而三大航在这块市场的份额有限。年初至今国内三大航空公司ASK在国内航线的同比增速仅为个位数水平, 而客座率同比提升较为明显。7、8月份国内客座率高达85%左右, 创历史新高, 运力不足可能在一定程度上造成需求溢出。

较高的客座率水平, 将推动航空公司施行较为强硬的销售策略, 支撑裸票价格持续上涨, 高端航线的边缘时刻和二三线市场票价上涨将更为显著。供给瓶颈将增强航空运输行业的消费属性。

图 8: 主要航空公司月度 RPK 的增长变化(%)

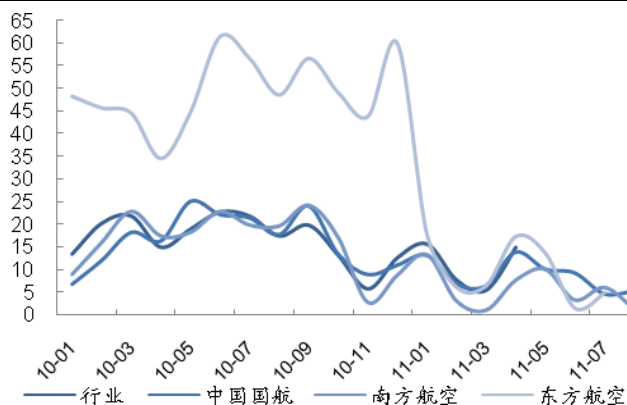
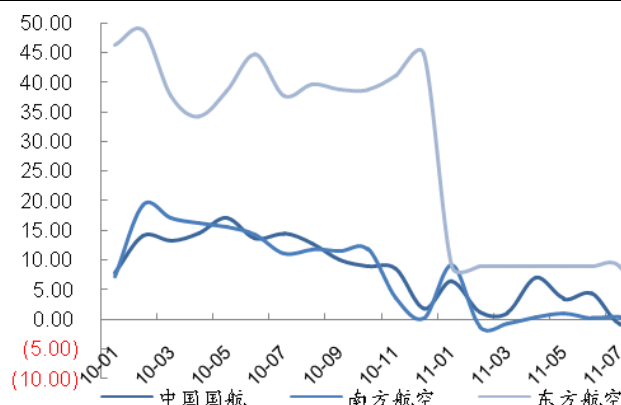


图 9: 主要航空公司月度 ASK 的增长变化(%)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 10: 主要航空公司月度客座率的变化(%)

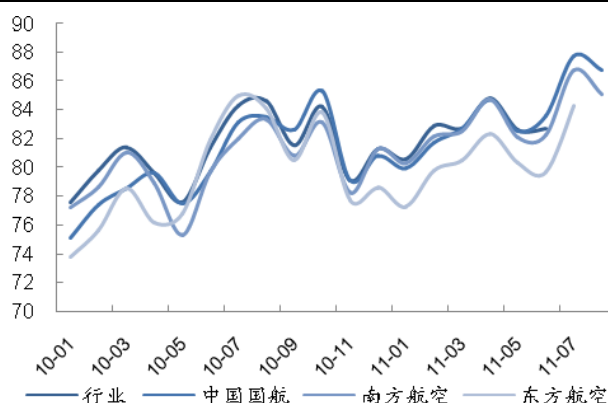
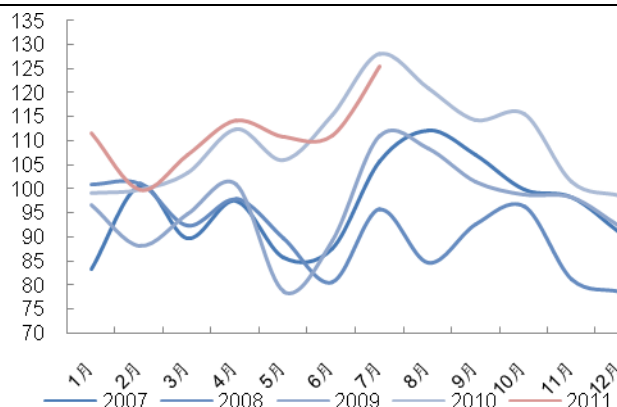


图 11: 国内航线综合票价指数



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

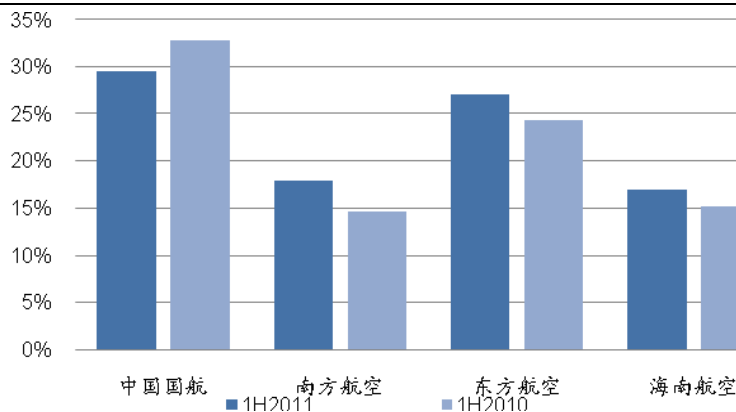
(三) 国际化加大成本负担

虽然国内市场竞争结构较好、需求增长较为稳定,国际市场竞争复杂、需求波动较大,但是国内干线时刻不足,国际化是各大航空公司消化运力增长、占领市场份额的主要途径。

国际化以及机型大型化,势必将增加单位非油成本负担。如,“被国际化”的南方航空,中期国际ASK份额同比提升23%,单位非油成本较快增长拉低主业利润弹性。

今年外航大幅扩投,国际市场竞争加剧。各大航空公司深入国际化,对盈利带来较大的不确定性。明年世界经济会不会在诸多政策刺激下实现需求超预期,或者外航是否建立在对明年经济不乐观的预期下紧缩运力,以利供需结构好转,我们将拭目以待。

图 12: 主要航空公司国际 ASK 份额的同比变化(%)



数据来源：公司中报、广发证券发展研究中心

三、航运市场：短忧远虑，风险因素较大

(一) 干散货市场：短期上涨并不具备持续性

BDI近期出现大幅反弹，自8月初到9月下旬已经上涨53%。其中主要是由BCI的上涨带动，BCI本轮反弹中上涨92%。据Clarkson统计，2011年8月和9月Capesize船Spot货盘同比分别上涨18.9%和44%。

图 133: BDI 自 8 月初以来已上涨 53%

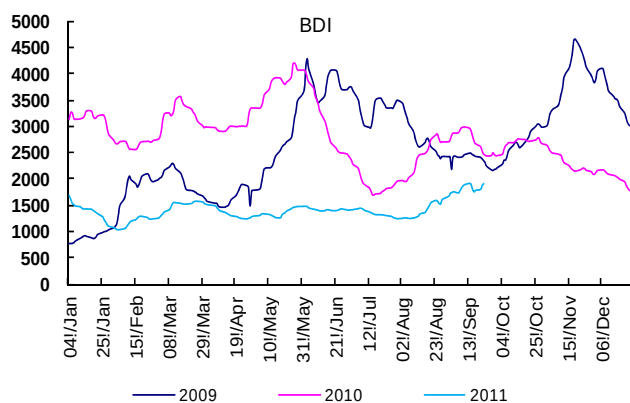
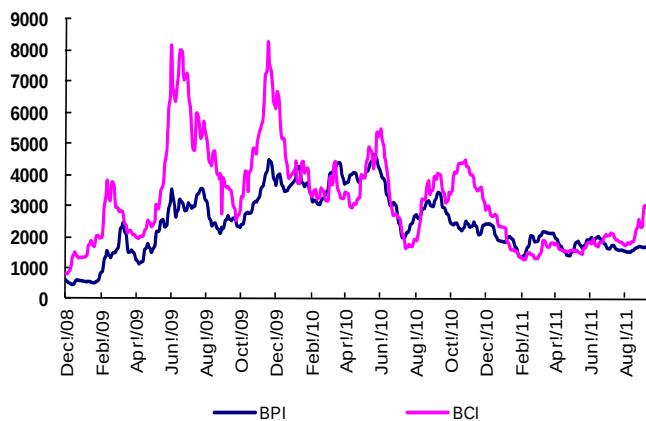


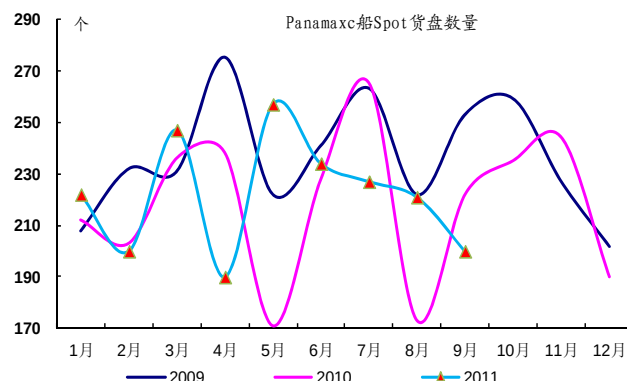
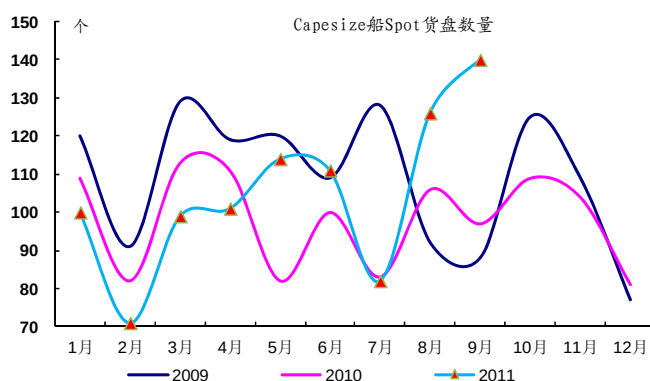
图 14: BCI 较年内低谷接近上涨 1 倍



数据来源：CEIC、广发证券发展研究中心

图 145: Capesize 船 Spot 市场货盘大幅反弹

图 16: Panamax 船 Spot 货盘数量没有起色



数据来源：Clarkson、广发证券发展研究中心

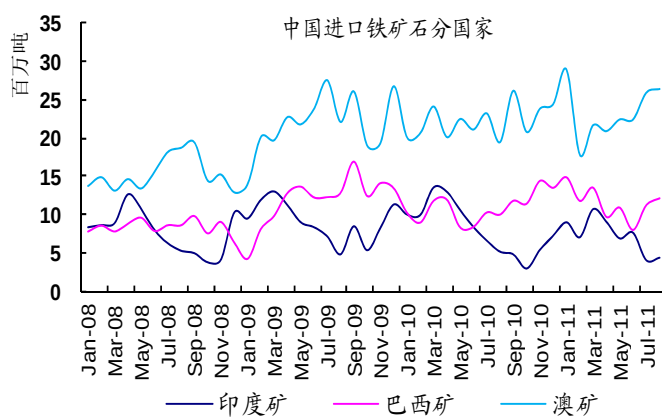
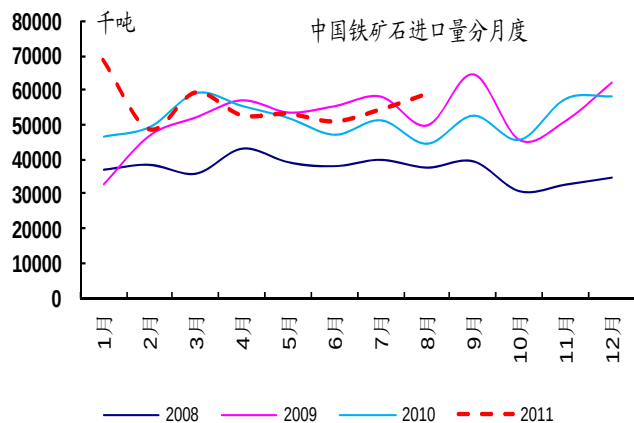
1、BDI 上涨的直接催动因素——中国铁矿石进口量同比大幅上涨

8 月份中国铁矿石进口量大幅超预期，同比上涨 32.5%，环比上涨 8%。其中，进口巴西矿和澳矿分别同比上涨 12% 和 33%。

中国进口铁矿石大幅上涨导致区域性运力出现紧张，铁矿石运价大幅上涨。以图巴郎至北仑宝山为例，自 8 月初到 9 月中旬由 19 美元/吨上涨至 29 美元/吨，涨幅接近 50%。

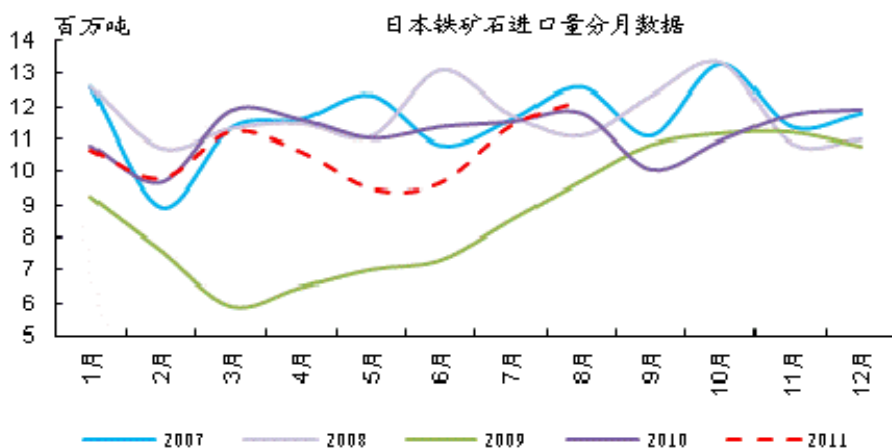
图 157：中国 8 月铁矿石进口量大幅上扬

图 18：巴西和澳大利亚铁矿石进口量大幅提升



数据来源：CEIC、广发证券发展研究中心

图 19：日本铁矿石进口量未有大幅超预期



数据来源：CEIC、广发证券研发中心

2、核心因素：钢铁产量同比增速提高和铁矿石价格上涨预期

- (1) 终端需求尚可，钢厂产量同比维持在高位。
- (2) 钢厂目前仍有盈利，减产意愿不强，预计后续钢铁产量仍维持高位。
- (3) 虽然港口铁矿石库存量已经接近1亿吨，但钢厂预期铁矿石价格进一步上涨。

图 20：中国粗钢产量同比增速回升

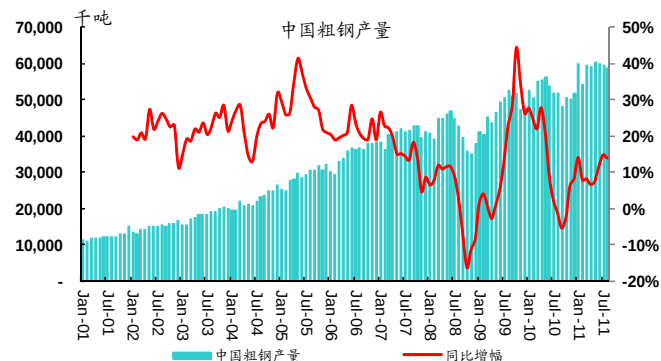
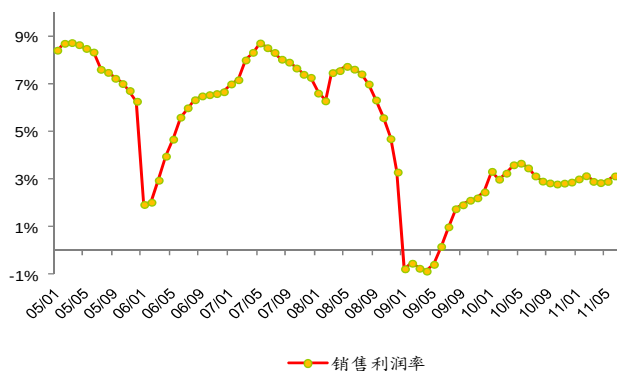


图 161：重点钢厂销售利润率维持正收益水平



数据来源：CEIC、广发证券发展研究中心

3、我们认为这种短期上涨不可持续。

(1) 中国钢铁产量进一步超预期的可能性不大

(1) 中国钢铁产能自二十一世纪开始大幅上涨，2000年-2009年中国粗钢产能复合增长率为19%，产能扩张导致中国粗钢产量大幅上涨，中国粗钢产量复合增长率为18%（全球粗钢产量复合增长率为4%）。

随着中国经济结构转型，粗放式发展速度放缓，中国最近两年钢铁产能增速已经明显下降，2010年和2011年产能扩张速度分别为5%和4%，较2000-2009年的增速大幅放缓。根据发改委的产业规划政策，钢铁行业上已经属于限制扩产类别，我们预计后续中国钢铁产能扩张速度将持续处于低增长或者停滞状态。

(2) 终端需求已经开始出现疲软。从工程机械的产量同比增速可以看到国内投资增速正在走下降趋势，且目前钢厂的产能利用率已经达到95%，处于历史较高水平，随着产能扩张收缩，中国钢铁产量进一步提升的空间已经非常小。

图 22：主要工程机械产量同比下降

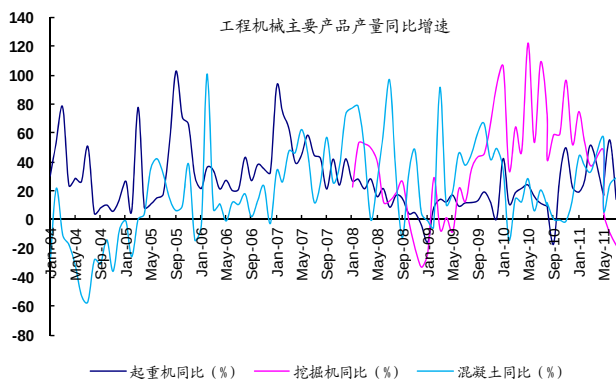
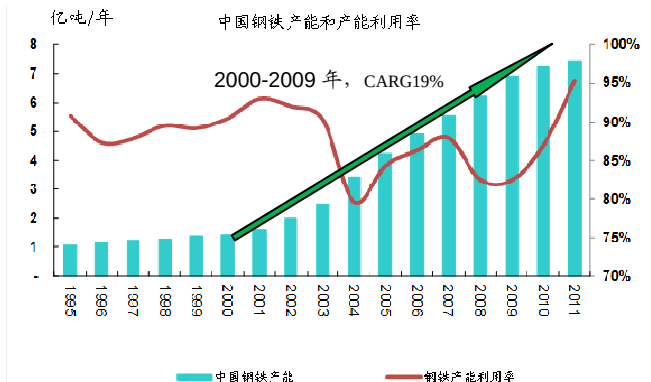


图 173：中国钢铁产能和产能利用率处于高位



数据来源：CEIC、广发证券发展研究中心

(2) 中长期来看，干散货行业产能供给增速仍较高

截止2011年8月底，干散货船舶在手订单为2.36亿DWT，为现有运力的41%，其中Capesize船舶订单运力比为45%，仍处于较高的水平。

我们假设20年船龄以上的船舶在未来三年中拆解40%，即每年拆解1400万DWT运力；同时假设现有订单中有10%撤单，同时30%推迟到第二年交付，那么我们测算2011-2013年干散货船舶运力复合增长率约为11.9%，2011-2013年运力增长率分别为13%、14%和10%。

表 4：干散货船舶订单情况

(2011年8月 月底)	现有在手订单		2011E		2012E		2013+		订单/运力
	No.	Mill dwt	No.	Mill dwt	No.	Mill dwt	No.	Mill dwt	
Capesize	524	103.2	168	31.6	236	46.4	120	25.1	45.0%
Panamax	866	69.2	225	18.3	427	34.2	214	16.70	47.1%
Handymax	763	41.6	238	13.1	352	19.2	173	9.30	34.7%
Handysize	680	22.0	277	8.9	302	9.9	101	3.2	26.3%

Total 2833 236.0 908 71.9 1317 109.7 608 54.3 40.7%

数据来源: Clarkson、广发证券发展研究中心

表 5: 干散货船舶运力增速预测

单位: 百万 DWT	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
Capesize	131.6	143.4	169.9	209.1	244.7	282.9	315.7
Panamax	108.1	114.7	120.9	136.6	154.2	179.9	201.5
Handymax	71.6	82.9	91.9	108.9	125.1	139.7	151.2
Handysize	75.1	76.3	75.5	81.2	83.5	87.7	88.2
Total	386.4	417.3	458.2	535.8	607.7	690.3	756.5
增长率		8%	10%	17%	13%	14%	10%

数据来源: Clarkson、广发证券发展研究中心

(二) 油运市场: 风险大于收益, 最糟糕的时刻也许会持续很长时间

1、受发达国家经济增长停滞影响, 四季度的传统旺季有可能旺季不旺

北美、欧洲和亚太地区是原油进口的主要地区, 四季度是原油消费的传统旺季, 主要来源于北方对取暖油的需求。受经济增长放缓影响, EIA预计北美地区的原油消费增速将出现放缓, 四季度传统旺季可能旺季不旺。

图 24: 近十年主要地区原油需产差

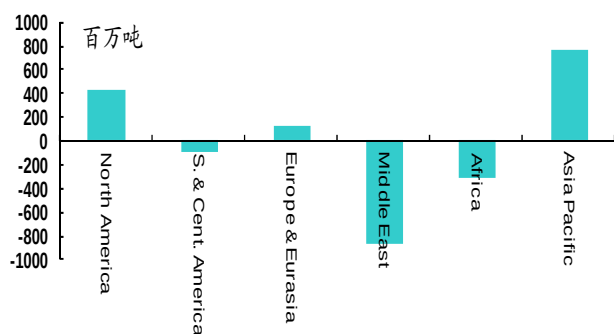
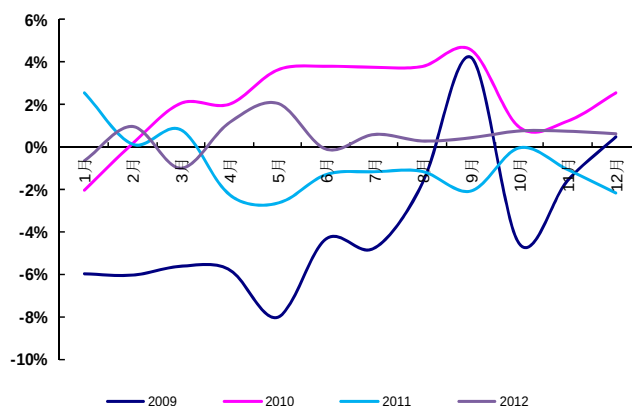


图 185: EIA 预计美国原油消费量四季度增速大幅放缓

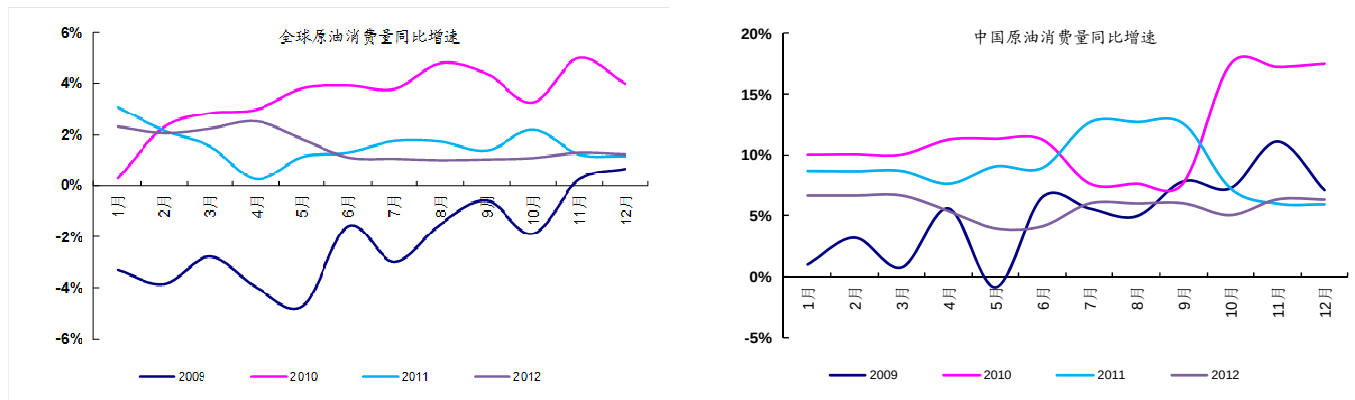


数据来源: EIA、广发证券发展研究中心

2、全球经济增长停滞, 预计2012年原油消费增速不佳

图 26: 全球原油消费需求增速 2012 年放缓

图 197: 中国原油消费增速明显放缓

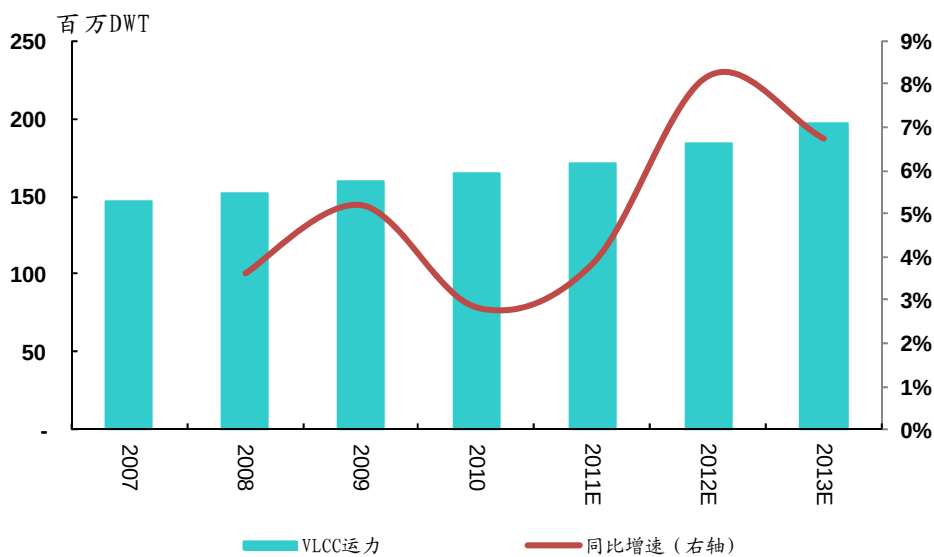


数据来源：EIA、广发证券发展研究中心

3、2012年是VLCC 运力交付高峰期，供给端增速可能创新高

我们按照订单推迟率30%进行测算VLCC的增长率。

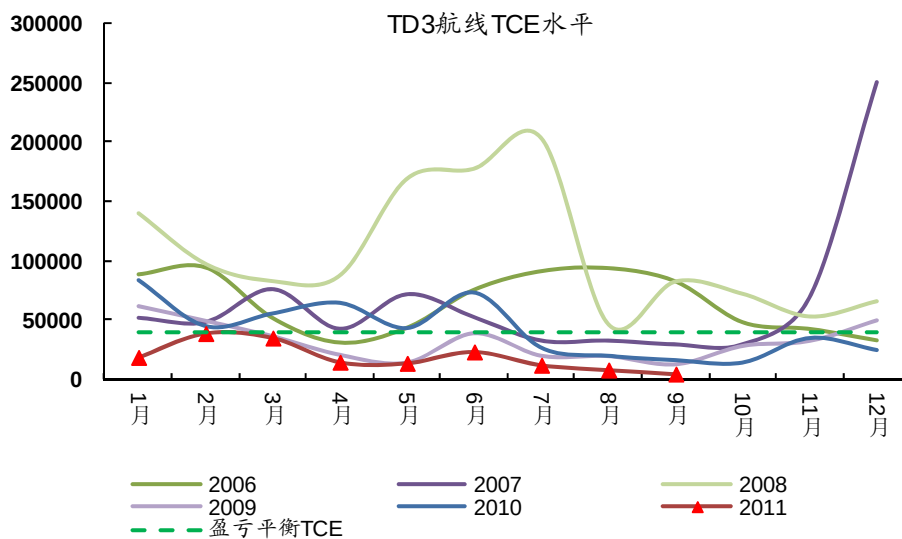
图 28：VLCC 运力增速预计在 2012 年达到顶峰



数据来源：广发证券研发中心

4、目前VLCC船东仍处于亏损状态，船公司三季度业绩不佳

图 29: VLCC 已经长期处于盈亏平衡点 TCE 以下



数据来源：广发证券研发中心

（三）集运市场：行业内竞争加剧与行业需求不佳共存

1、行业运力布局发生变化，欧线大船化趋势进一步明确

（1）欧线、美西和美东航线截止 2011 年 6 月初投放运力单船载箱量分别为 7951TEU、5577TEU 和 4837TEU，同比增长 7.6%、1.1% 和 5.5%。

（2）从目前订单来看，8000TEU 以上的船舶订单占在手订单的比为 70%，5000TEU 以上的则占比接近 100%。

而目前持有大订单的船公司分别是马士基、达飞、地中海和中远集运，预计后续市场份额将进一步集中。

表 6: 集装箱船订单集中于 5000TEU 以上的大船

现有订单					预计交付				平均单船运力
No.	TEU (, 000)		2011E		2012E		2013+		
100-999	32	24.8	28	21.5	4	3.3	0	0	775
1-2999	133	219.3	35	57.7	43	71.1	55	90.5	1649
3-7999	224	1109.7	40	198	99	490.6	85	421.1	4954
8000+	279	3193.5	23	268	84	966.7	171	1958.7	11446
Total	668.0	4547.3	126	545.2	231	1531.7	311	2470.3	6807

数据来源：Clarkson，广发证券发展研究中心

2、受欧美经济增速放缓影响，需求增速低于预期

（1）从美国港口吞吐量来看，进口需求下滑较为明显。

图 30: 洛杉矶港进口重箱自三季度同比下降

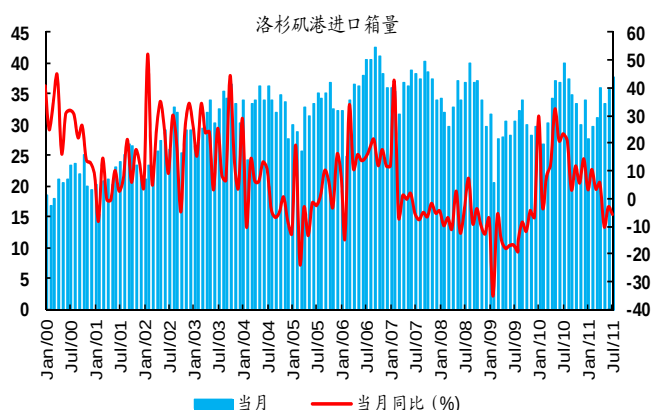
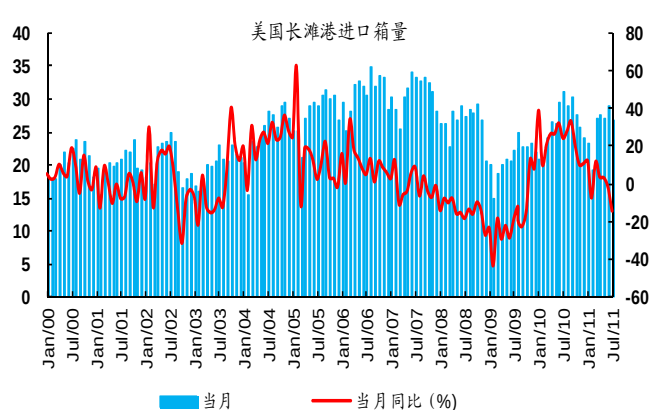


图 31: 长滩港进口重箱三季度出现同比下降



数据来源: 中港网、广发证券发展研究中心

(2) 未来的预期: 欧美国家的消费者信心指数再次进入下降通道, 后续可能会影响到生活消费品的消费量。

图 32: 欧元区 PMI 低于 50

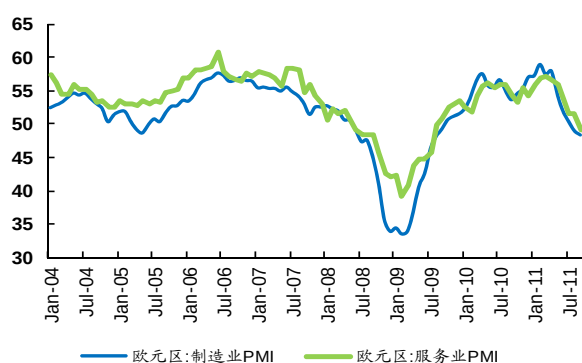
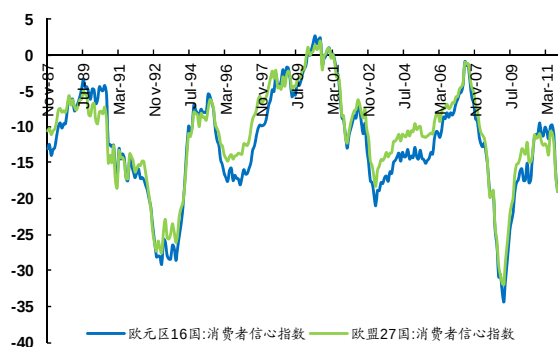


图 33: 欧元区消费者信心指数重回下降趋势



数据来源: 中港网、广发证券发展研究中心

图 34: 密西根大学消费者信心指数处于历史低谷

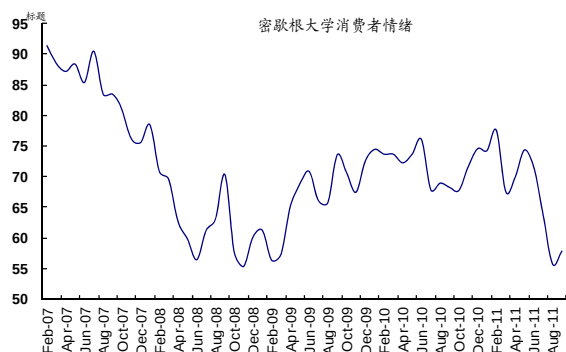
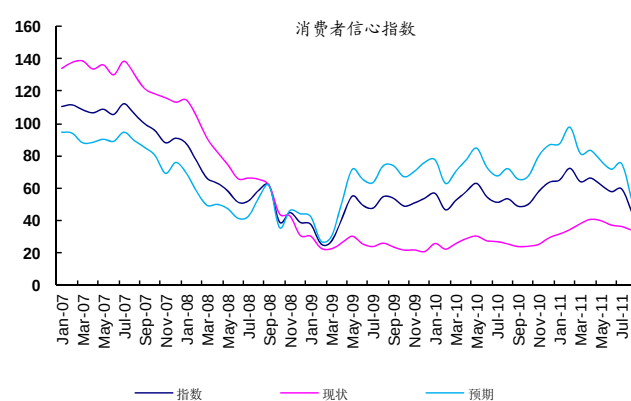


图 35: 美国消费者信心指数预期大幅下降



数据来源：CEIC、广发证券发展研究中心

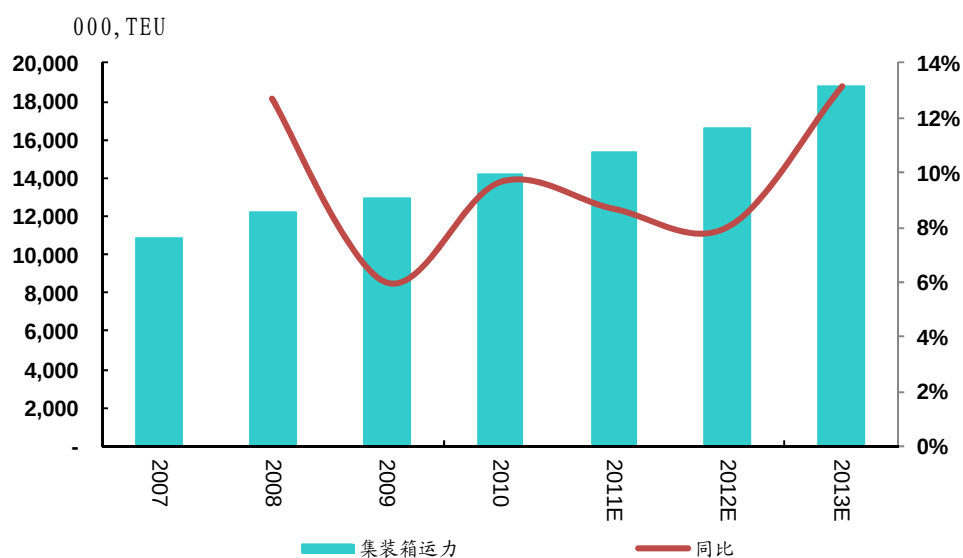
因此，对于四季度我们认为需求可能不会出现好转。对于2012年我们认为是否会出现2010年的补库存需求需要看本次衰退的解决方法能否使消费者的信心恢复。

3、2012年可能会供需平衡

对于集装箱行业的运力增速，我们认为2012年可能是运力供给的一个“真空期”，2010年下半年和2011年新投入的订单需要2013年交付，2012年运力增速较为正常，如果需求增速能够维持在8%-9%的水平，集运市场在2012年可以做到供需增速平衡。

根据Clarkson 9月月报对2012年集装箱货运量的预测，2012年集装箱运量需求预计可达8.8%。从总体而言，2012年运力增速可能小于需求增速，但是由于集装箱运力投放均为大船，8000TEU以上的大船运力增速为20%，从目前各航线运力配置来看，此部分大船绝大部分要投入欧洲航线，因此远东——欧洲航线在2012年仍面临供给过剩的问题。

图 36：2012 年集装箱运力增速可能仅为 8%



数据来源：广发证券研发中心

表 7：Clarkson 预计 2012 年集装箱箱运量增速为 8.8%

	2008	2009	2010	2011	2012	2011 年增长率	2012 年增长率
Transpacific	20.5	18.4	20.3	21.4	22.9	5.4%	7.0%
FarEast-Europe	16.8	15.2	17.1	18.1	19.3	5.8%	6.6%
Transatlantic	6.3	5	5.5	6	6.3	9.1%	5.0%
Non-mainlane East-West'	14.3	14.4	16.7	18.5	20.1	10.8%	8.6%
North-South	22.4	21.1	23.6	26.2	28.6	11.0%	9.2%
Other"	56.3	50.4	56.6	62	68.4	9.5%	10.3%

TOTAL 136.6 124.5 139.8 152.2 165.6 8.9% 8.8%

数据来源：Clarkson月报，广发证券发展研究中心

四、港口行业：估值下调风险

（一）外贸集装箱大港由于集装箱吞吐量增速回落，面临业绩下滑和估值回落的风险。

图 37：上港集团集装箱吞吐量增速回落

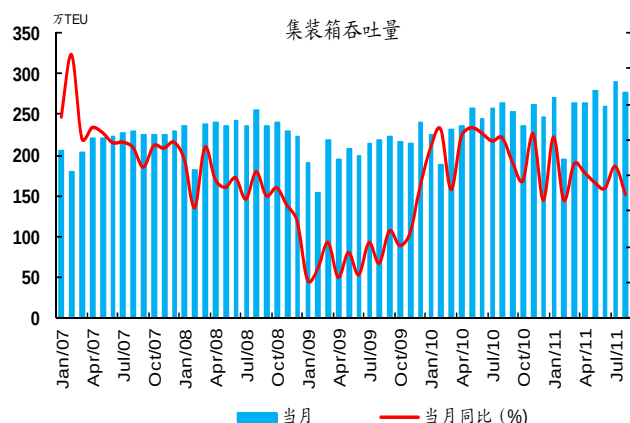
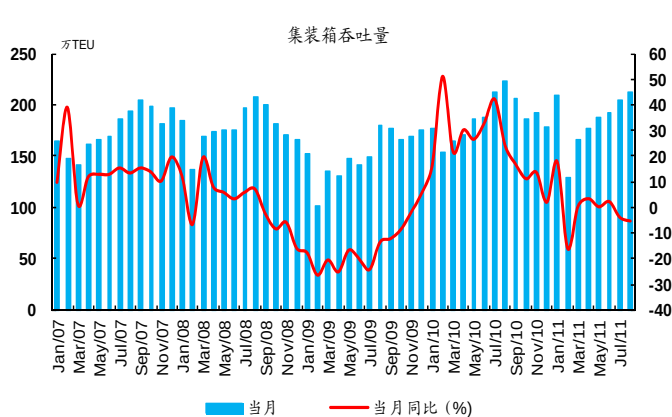


图 38：深圳港集装箱吞吐量同比增速出现下降



数据来源：交通部，广发证券发展研究中心

（二）外贸铁矿石港口增速回落

图 39：青岛港货物吞吐量增速回落

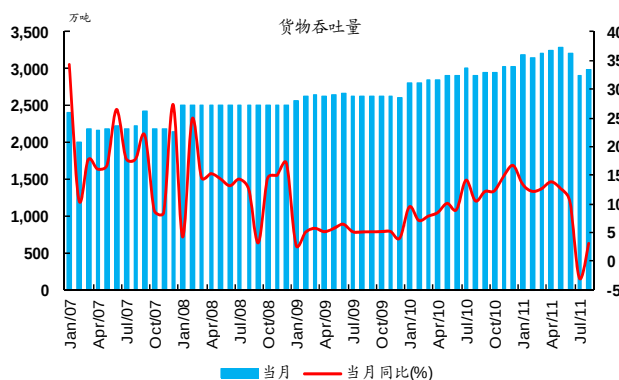
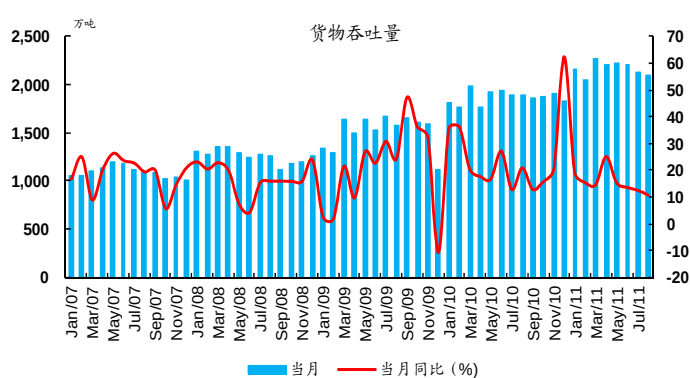


图 40：日照港货物吞吐量增速回落



数据来源：交通部，广发证券发展研究中心

五、公路铁路物流：把握个股投资机会

（一）公路板块盈利与估值遭遇双杀，短期仍受困于政策风险

由于GDP和固定资产投资增速放缓，以及多个省市降低公路收费标准、撤并收费站点，高速公路车流量和通行费收入增速都较2010年有所下降。除济青高速通行费收入增速稳定在5%左右外，昌九高速、昌樟高速、梅观高速、机荷东段、机荷西段等通行费收入同比负增长。

图 41：沪宁高速 2011 年以来车流量增速稳定

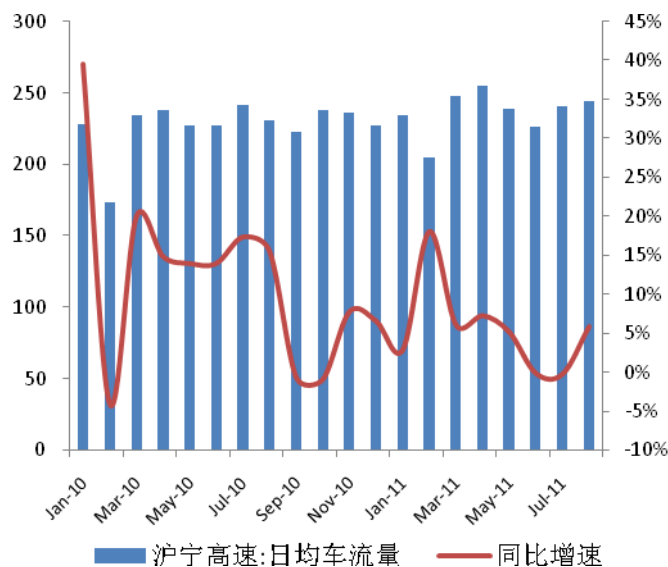
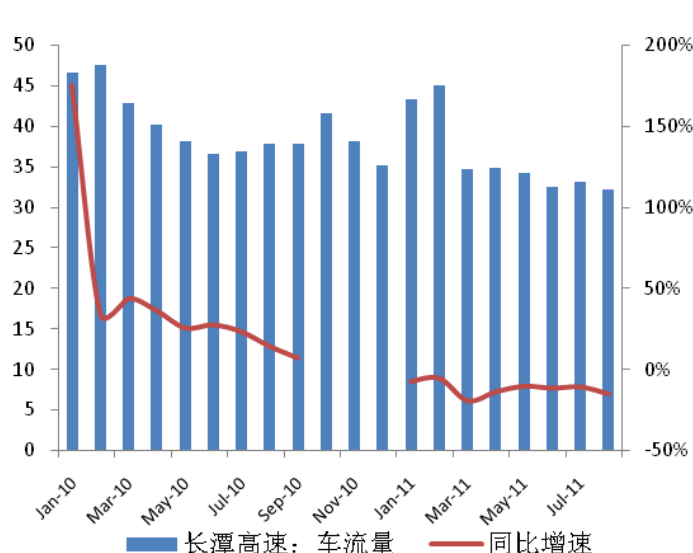


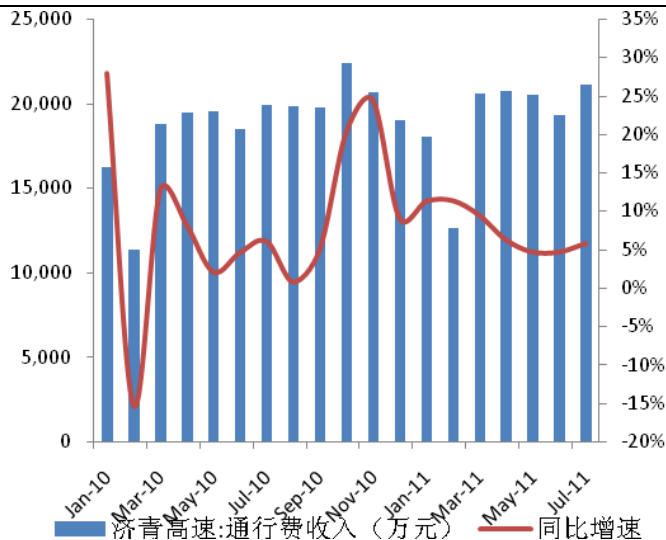
图 42：长潭高速 2011 年以来车流量增速略微下滑



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 43：长潭高速 2011 年以来车流量增速略微下滑

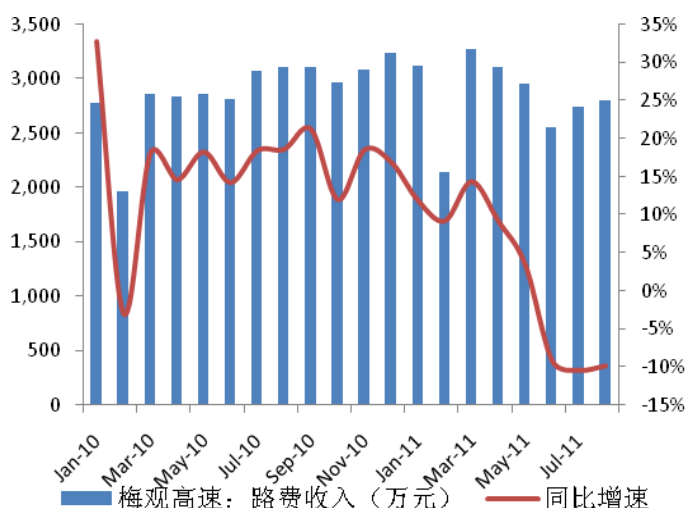
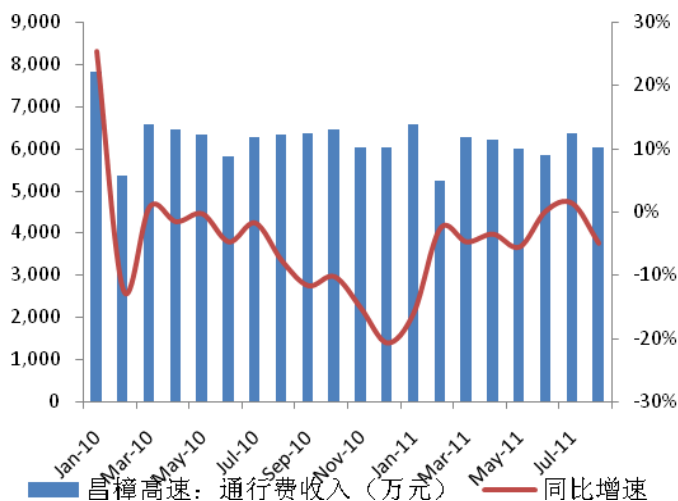
图 1：昌九高速 2011 年以来通行费收入增速下滑



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 2: 昌樟高速 2011 年以来通行费收入稳定增长

图 46: 梅观高速 2011 年以来路费收入稳定增长



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 3: 机荷东段 2011 年以来路费收入增速下滑

图 48: 机荷西段 2011 年以来路费收入增速下滑



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

新建养护等支出增长引起成本上升, 债务比重上升导致财务费用支出增加, 行业营业利润同比增速大幅下滑, 从去年一季度的27.8%大幅下降到今年二季度的2.2%, 净利润率从去年同期39.92%下降到33.81%, 净资产收益率从6.3%下降到5.8%。

图 49: 公路行业 2011 年以来营业收入和利润增速下滑

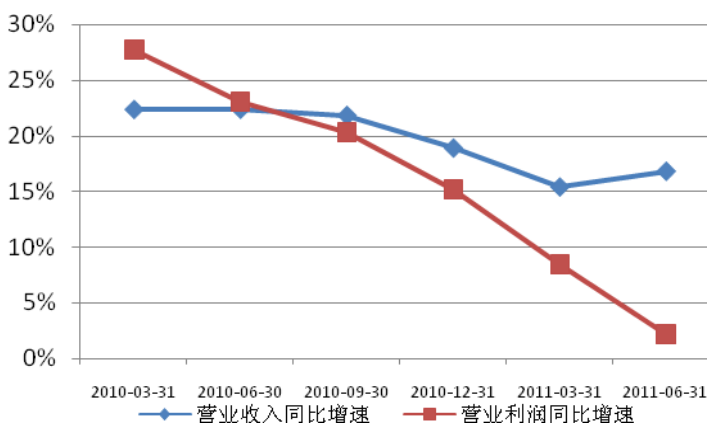
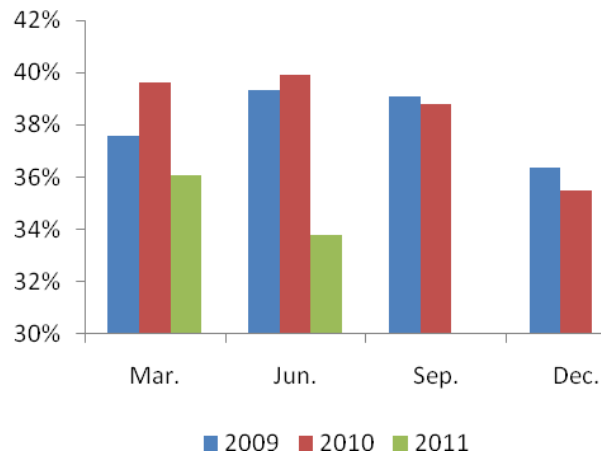


图 50: 公路行业净利润率同比下降 6.1 个百分点

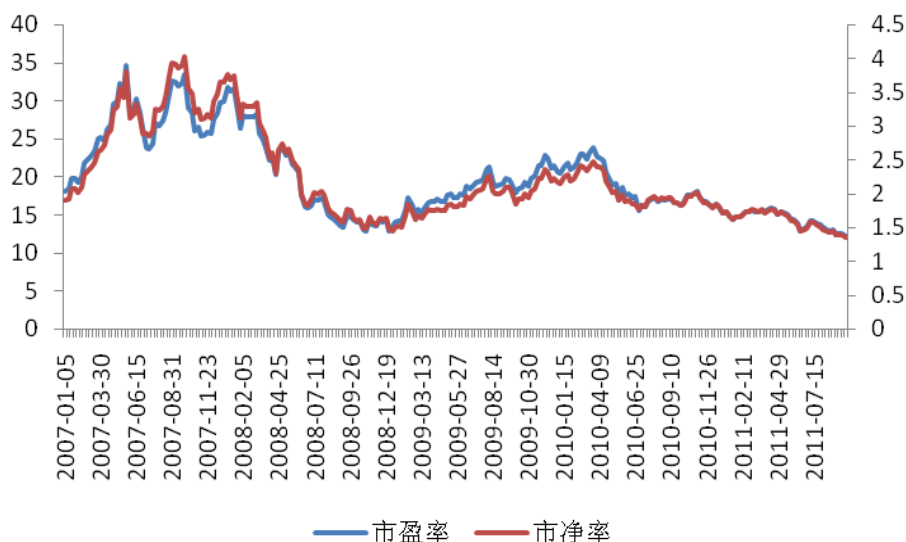


数据来源: wind、广发证券发展研究中心

上半年受舆论压力与政策环境趋紧预期的影响, 公路行业市盈率与市净率一路下

滑，已跌破2008年的历史最低点。虽然历史低估值存在一定修复动力，但五部委对公路收费的专项清查行动尚未结束，市场依旧担心后续利空政策出台，短期内仍将受困于政策风险，难见起色。

图 51：公路行业估值已跌至历史最低点



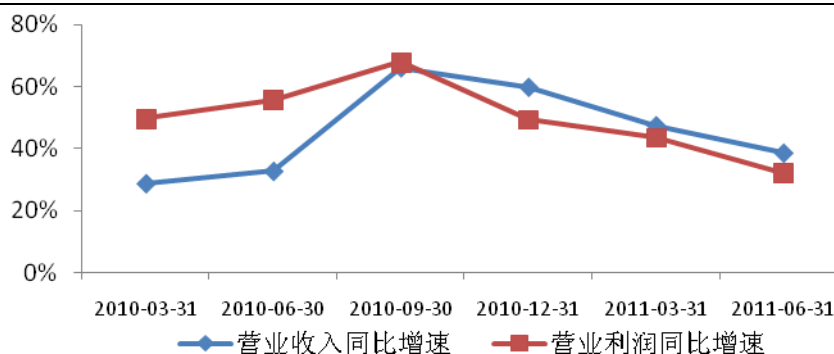
数据来源：广发证券研发中心

（二）铁路板块业绩增速平稳，特种箱运输为最大看点

1、下游需求确保业绩平稳增长，行业变革将提升整体盈利水平

铁路板块整体盈利增速平稳，二季度营业收入同比增速38.6%，营业利润同比增速32.0%。下游稳定需求保证了大秦铁路、广深铁路和铁龙物流的业绩增长。

图 52：铁路运输行业盈利增速平稳



数据来源：广发证券研发中心

未来我们看好在铁路改革与运能释放大背景下，铁路运输行业整体盈利水平提升。

一方面，铁路改革启动，虽然涉及投融资、经营体制与运价体系等的根本性转变不会在短时间内实现，但改变考核指标、追求经济效益等局部变革已经促使铁路运输部门

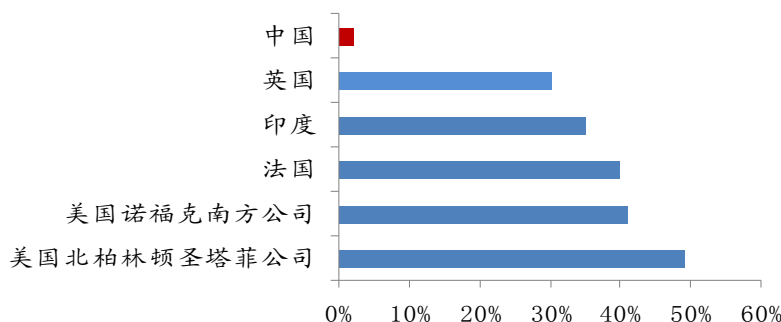
发生了积极的变化。部分铁路局货运处拓展职能，增加了市场开发和管理指导工作；中铁集装箱公司设立了年度盈利目标，各分公司也迅速调整业务结构，不再单纯追求运量，而是注重营业利润。

另一方面，随着高铁线路的陆续开通，快速客运网络逐渐形成，客运运力和货运运力都将得到释放，不仅可以有效改变目前铁路运能瓶颈的现状，更将快速提高铁路客货运输的营收能力。

2、行业竞争力提升依赖集装箱发展，特种箱运输将迎高增长

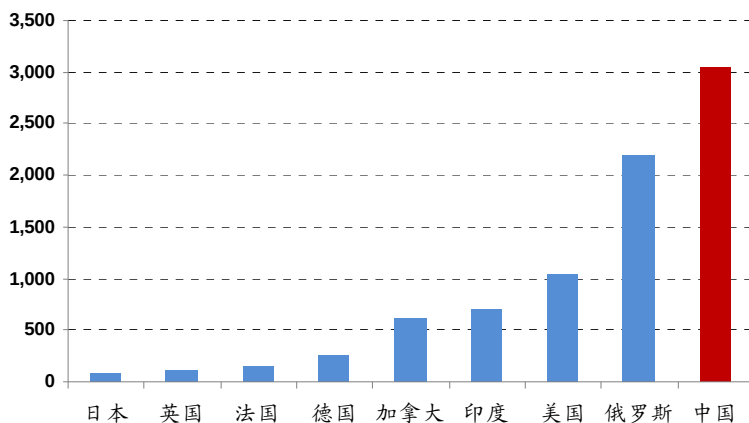
与公路运输相比较，铁路货运仍存在货损货差大、运到时间长、作业环节多等不足。通过铁路集装箱运输，减少换装次数、实现全程物流能够弥补以上不足，大幅提高竞争力。目前我国集装箱比例仅为2.6%，远远低于美国、法国和印度等国家。究其原因，是我国的铁路运能瓶颈制约了集装箱的发展，铁路货运密度高居世界第一。在运输顺序上，通常是“保客压货”，而且还要优先保障煤炭、粮食、化肥等国家战略性大宗物资的运输，使集装箱无法分配到更多的运能。

图 53：我国集装箱化率远低于其他国家



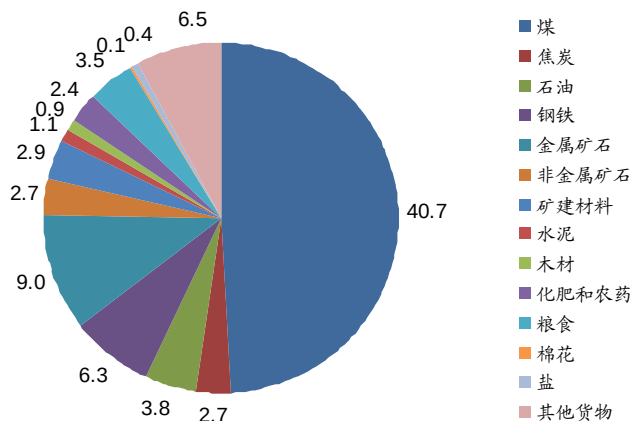
数据来源：广发证券研究发展中心

图 54：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 55：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

快速客运网络建成后，货运运能将大幅增长。假设2015年铁路货运中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 8：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

风险提示

- （1）航空：经济波动幅度加大，国际竞争加剧，燃油价格大幅上涨。
- （2）铁路：铁路运能释放规模低于预期；铁道部改革彻底改变现有业务条块划分格局；铁路特种箱适箱货物市场环境发生剧烈变化；新箱型开发与投放的进度低于预期
- （3）航运：全球经济二次衰退；中国通胀持续带来宏观政策进一步紧缩，投资增速下降；人民币升值导致外贸出口增速下滑

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，2010年新财富交通运输行业最佳分析师第四名，2009年新财富交通运输行业最佳分析师入围，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，2010年新财富交通运输行业最佳分析师第四名（团队），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年新财富交通运输行业最佳分析师第四名（团队），2010年进入广发证券发展研究中心。联系方式：zl23@gf.com.cn，021-68815254。

谢平，研究助理，北京交通大学工学硕士，2011年进入广发证券发展研究中心。联系方式：xieping@gf.com.cn，021-68825729。

广发证券—行业投资评级说明

买入(Buy): 预期未来 12 个月内，行业指数强于大盘 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。

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区民田路 178 号华融大厦 9 楼	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东南路 528 号 上海证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

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。

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，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。