

估值底部逐渐夯实，板块期待超跌反弹

——交通运输行业 2011 年三季报杜邦分析

民生精品---专题研究/交通运输行业

2011 年 11 月 11 日

报告摘要:

2011 年三季报总结

截至 2011 年 11 月 1 日，A 股交通运输行业 85 家上市公司已全部公布了 2011 年三季报。

从总量数据的角度看，交通运输行业已发布三季报的 85 家上市公司上三季营业总收入同比增长 14.97%；净利润增长-19.23%；毛利率为 34.27%，ROE 为 6.83%，毛利率略低于去年 36.02%的毛利水平，而平均 ROE 则大幅高于去年-14.09%的水平。

从二级行业角度看，铁路运输和机场板块三季度表现最好，利润增速最快，其后依次是物流、高速公路、港口、航空运输、公交和航运；销售毛利率指标方面，物流和铁路分别提升了 3.98 和 3.42 个百分点，而其他行业都有不同水平的下降，其中航运的降幅最大，降低了 4.93 个百分点。

推荐板块

航空：国内航线运力投放相对温和，供需缺口将是航线客座率的保障；国际航线运营情况好于预期，保持较快增长；人民币升值将是航空公司业绩的重要支撑。目前航空运输板块预期已明显好转，板块将迎来估值修复的反弹行情。

推荐个股

珠海港：公司处于转型前期、未来业绩增长前景大，目前股价跌幅已经超过 10%，估值修复空间较大；其次广珠铁路、高栏商业中心即投入使用为公司物流业务插上翅膀；第三，四季度油价小幅反弹将利好公司 PTA 投资回报。

芜湖港：淮南矿业承诺煤炭吞吐量 5000 万吨，公司有望成为国内沿江第一煤炭港；铁运公司注入成为打通公司煤炭物流产业链的关键，解决黄牛票问题。

唐山港：公司劳动生产率高，人均吞吐量仅次于南京港和北海港；公司装卸费率低于曹妃甸、天津港公司，提价空间高于同类港口；资产“活化”，带来高投资回报；唐山港存货周转率排名行业第二位，经营性现金流量净额超过行业中值 3 倍以上。

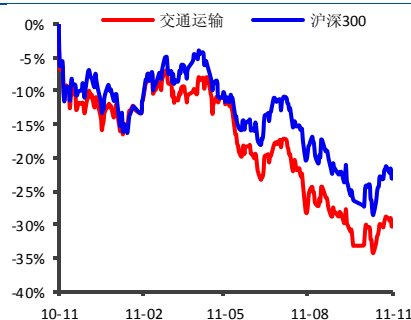
盈利预测与财务指标

重点公司	现价	EPS				PE		民生评级
	2011-11-10	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	
中国国航	8.00	0.95	0.91	1.07	14.45	13.25	11.19	强烈推荐
南方航空	6.20	0.59	0.74	0.76	16.47	13.60	13.14	强烈推荐
东方航空	4.70	0.48	0.55	0.63	13.79	12.74	11.12	强烈推荐
芜湖港	9.80	0.05	0.35	0.45	193	26.00	23.00	强烈推荐
珠海港	11.20	0.60	0.81	1.07	20.92	14.75	11.24	强烈推荐
唐山港	7.01	0.34	0.50	0.75	21.23	14.58	9.70	强烈推荐

资料来源：民生证券研究所

中性 维持评级

行业与沪深 300 走势比较



分析师

策略分析师：张琢

执业证号：S0100511010002

联系人：孙洪湛

电话：(8610)8512 7513

Email: sunhongzhan@mszq.com

联系人：于杰

电话：(8610)8512 7513

Email: yujie@mszq.com

相关研究

《上半场布局，下半场收获——航空业中报点评 & 业绩展望》
2011-08-30

《东方航空深度报告：不经历风雨，怎能见彩虹》2011-08-24

《南方航空深度报告：从国内魁首到国际新贵，南航的二次腾飞》
2011-08-15

《航空运输业深度报告：山重水复疑无路，柳暗花明又一村》2011-07-25

《特种箱结合全程物流，毛利回升指日可待》2011-08-24

《面朝大海，背靠唐山，被低估的港口黑马》2011-06-21

目录

一、行业三季报总结.....	3
二、重点上市公司杜邦分析框架及简要分析.....	5
(一) 唐山港 (601000.SH)	5
(二) 日照港 (600017.SH)	5
(三) 珠海港 (000507.SZ)	6
(四) 飞马国际 (002210.SZ)	6
(五) 中储股份 (600078.SH)	7
(六) 中国国航 (601111.SH)	7
(七) 南方航空 (600029.SH)	8
(八) 东方航空 (600115.SH)	8
(九) 大秦铁路 (601006.SH)	9
(十) 铁龙物流 (600125.SH)	9
三、其他重要指标图示	11
四、近期个股涨跌幅情况.....	12
五、近期投资策略	13
插图目录	14
表格目录	14

一、行业三季报总结

截至 2011 年 11 月 10 日，交通运输行业 85 家上市公司已全部公布了三季报。

从总量数据的角度看，交通运输行业已发布三季报的 85 家上市公司上三季营业总收入同比增长 14.97%；净利润增长-19.23%；毛利率为 34.27%，ROE 为 6.83%，毛利率略低于去年 36.02%的毛利水平，而平均 ROE 则大幅高于去年-14.09%的水平（去年三季度 S*ST 北亚 ROE 为-1875%拖累）。

从二级行业角度看，铁路运输和机场板块三季度表现最好，利润增速最快，其后依次是物流、高速公路、港口、航空运输、公交和航运；销售毛利率指标方面，物流和铁路分别提升了 3.98 和 3.42 个百分点，而其他行业都有不同水平的下降，其中航运的降幅最大，降低了 4.93 个百分点。

从业绩与市场预期差的角度看，交通运输板块中业绩超预期公司占比最小，符合预期的公司占据主流。对此我们分析了 08-10 三年的年报业绩，发现上述现象普遍存在于这三年中：从三年均值看，交通运输板块业绩超预期公司占比为 11%。

表 1：交通运输行业业绩数据一览

一、三季报公布进度							
交运行业公司数量	85	已发布三季报公司		85	发布进度		100.00%
A 股流通市值（亿元）	186236.6	已公布业绩预告公司		2	发布进度		2.35%
交通运输行业流通市值（亿元）	7488.1	市值占比	4.02%	已发布中报公司流通市值(亿元)	7488.1	市值占比	4.02%
二、2011 年三季报业绩（整体法）							
2011 年中报业绩	收入	同比 (2010 年三季报)	23.86%	净利润	同比 (2010 年三季报)	-15.39%	
	毛利率	2011 年三季报	33.95%	ROE	2011 年三季报	4.60%	
		2010 年三季报	35.50%		2010 年三季报	3.29%	
三、2011 年三季报二级行业业绩（整体法）							
2011 年中报业绩	二级行业		营业收入增速	营业成本增速	净利润增速	销售毛利率（+/-百分点）	
	物流		32.29%	33.74%	10.95%	3.98	
	铁路运输		7.48%	9.09%	12.53%	3.42	
	机场		11.60%	12.90%	11.35%	-0.87	
	公交		11.82%	14.71%	-2.46%	-2.34	
	港口		69.45%	103.54%	7.47%	-2.74	

	航空运输	19.82%	22.20%	1.22%	-1.15
	高速公路	22.28%	31.99%	8.03%	-2.93
	航运	-10.29%	7.96%	-136.58%	-4.93

四、2011 年三季报业绩（整体法）

2011 年三季报业绩	收入	同比 (2010 年中报)	23.86%	净利润	同比 (2010 年中报)	-15.39%
	毛利率	2010 年中报	33.95%	ROE	2010 年中报	4.60%
		2011 年中报	35.50%		2011 年中报	3.29%

五、2010 年年报业绩（整体法）

2011 年一季报业绩	收入	同比 (2010 年一季)	26.77%	净利润	同比 (2010 年一季)	1.47%
	毛利率	2010 年一季	35.68%	ROE	2010 年一季	2.10%
		2011 年一季	34.99%		2011 年一季	2.24%

六、2010 年年报业绩（整体法）

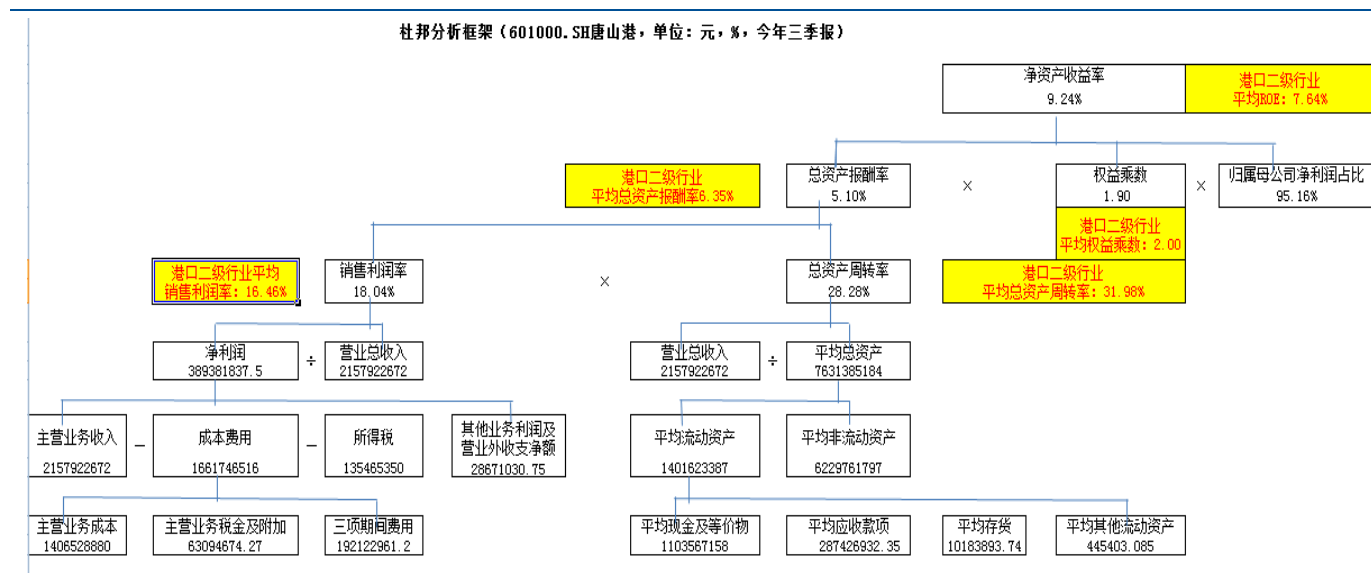
2010 年年报业绩	收入	同比 (2009 年年报)	48.85%	净利润	同比 (2009 年年报)	229.30%
	毛利率	2009 年	32.67%	ROE	2009 年	8.03%
		2010 年	32.93%		2010 年	13.60%

二、重点上市公司杜邦分析框架及简要分析

（一）唐山港（601000.SH）

据三季报显示，今年上三季公司归属母公司股东的净利润同比增长 27.26%，主要原因为：（1）内贸煤炭下水量大幅增长；（2）毛利较高的镍矿、液化产品、粮食等新货种吞吐量增加，弥补了矿石增长缓慢的影响。

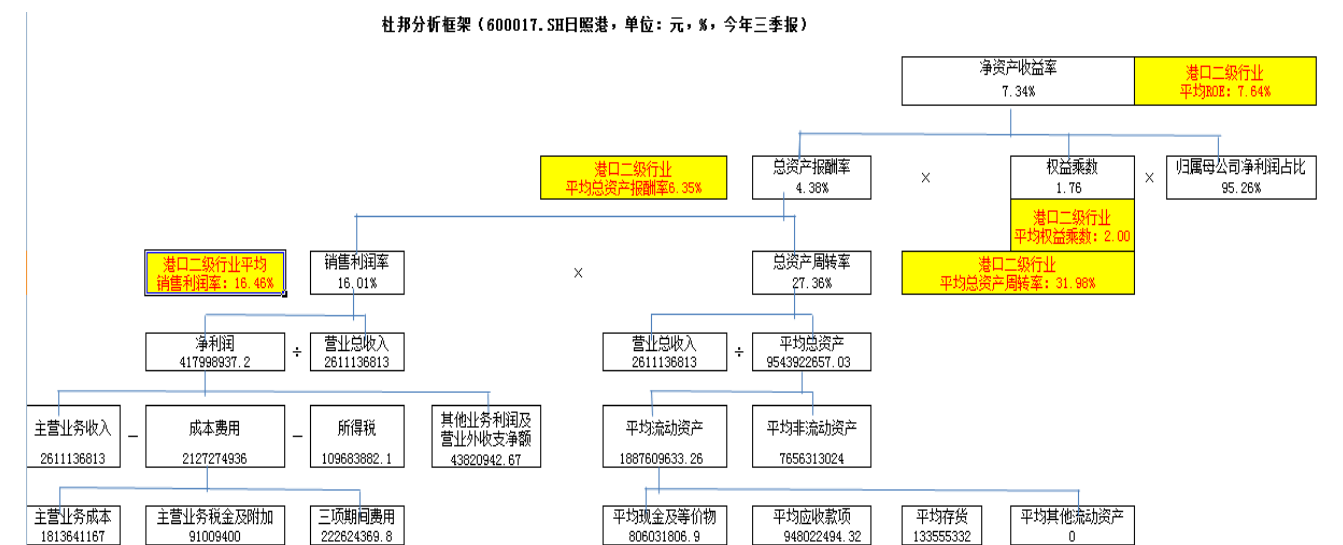
图 1：唐山港杜邦分析框架（601000.SH，单位：元，%，2011 年三季报）



（二）日照港（600017.SH）

据三季报显示，今年上三季公司归属母公司股东净利润同比增长 22.96%，毛利率同比提升 0.68 个百分点。净利润和毛利率实现提升的主要原因是公司前三季吞吐量实现小幅提升，此外，公司投资收益同比大幅增长，主要得益于增持岚山万盛 24% 股权以及岚山万盛、中联水泥效益大幅提高所致。

图 2：日照港杜邦分析框架（600017.SH，单位：元，%，2011 年三季度）

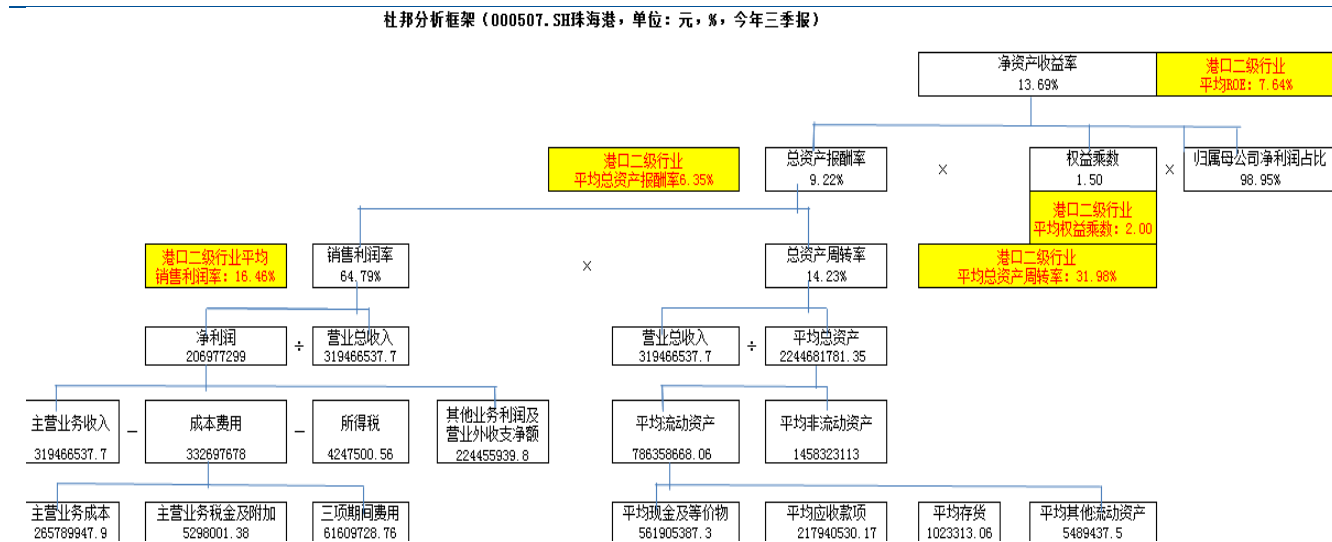


（三）珠海港（000507.SZ）

港口板块中，珠海港的 ROE 和总资产报酬率分列第一和第二位。

据三季报显示，今年上三季公司归属母公司股东净利润同比增长 113.40%，销售毛利率降低 5.72 个百分点。业绩大幅增长的主要原因是参股 15% 的碧辟化工投资收益。

图 2：珠海港杜邦分析框架（000507.SZ，单位：元，%，2011 年三季度）

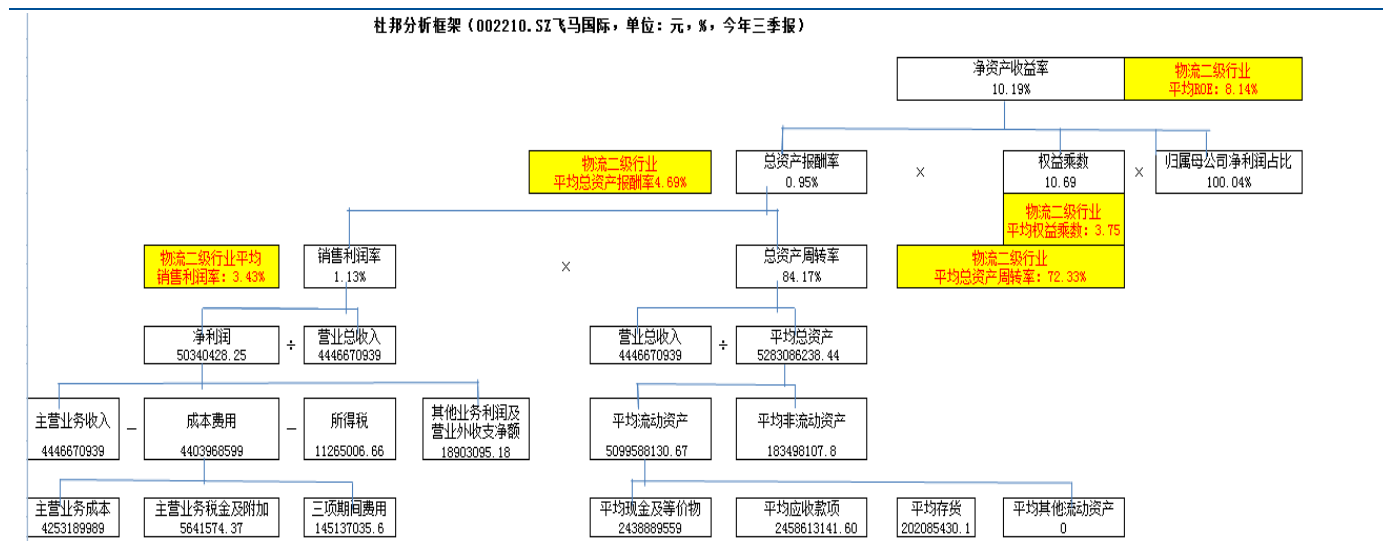


（四）飞马国际（002210.SZ）

据三季报显示，今年上三季公司归属母公司股东净利润同比增长 31.88%，销售毛利率下降了 3.27 个百分点。净利润大幅提升的主要原因是公司前三季能源业务大幅扩张，但与此同时，能源业务的毛利率出现下滑，主要是销售费用和财务费用大幅增长，从而导

致公司毛利率出现同比下降，显示出能源业务的盈利能力仍然不高。

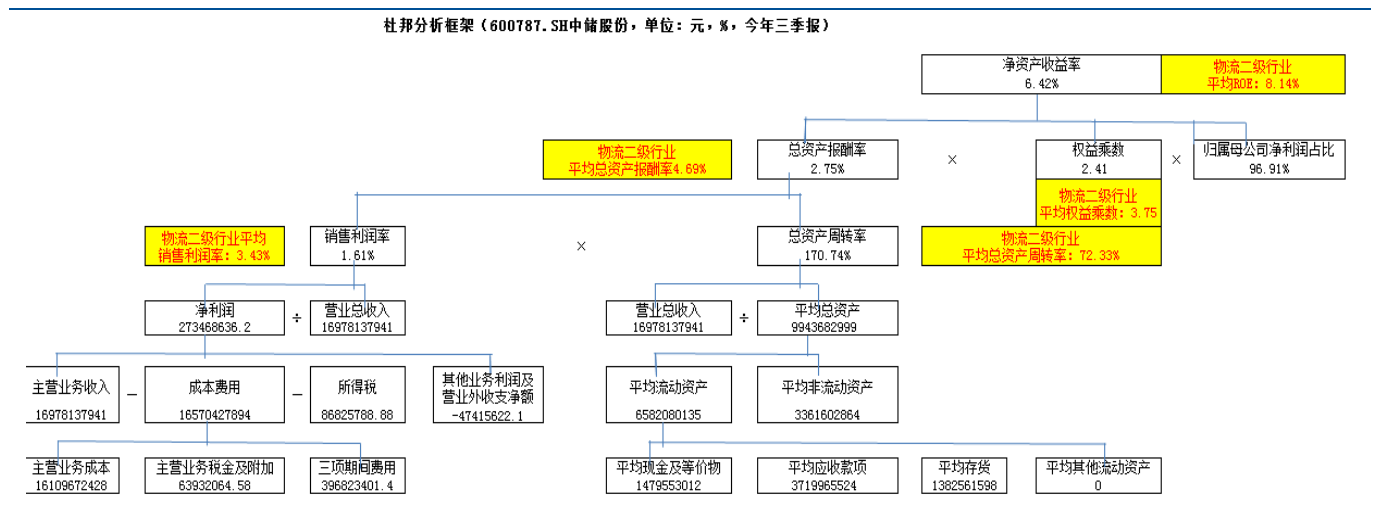
图 3：飞马国际杜邦分析框架（002210.SZ，单位：元，%，2011 年三季度）



（五）中储股份（600078.SH）

据三季报显示，今年上三季公司归属母公司股东净利润同比增长 48.07%，销售毛利率小幅下降 0.41 个百分点。公司净利润大幅提升的主要原因是公司前三季贸易规模扩大、营业外支出同比大幅下降 92%，2010 年公司计提了 3800 万元的诉讼损失；毛利率变化的主要原因则是毛利率较高的物流业务占比下降，而毛利率较低的贸易业务占比上升。

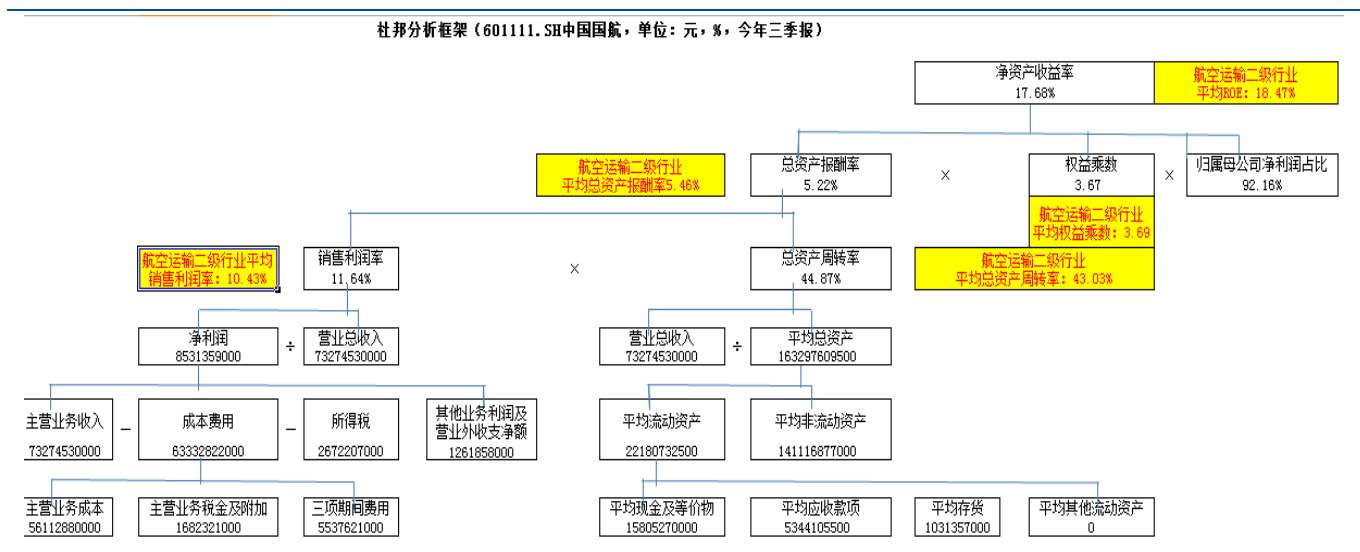
图 4：中储股份杜邦分析框架（600078.SH，单位：元，%，2011 年三季度）



（六）中国国航（601111.SH）

据三季报显示，今年上三季公司归属母公司股东净利润同比下降 20.26%，毛利率同比下降 2.0 个百分点。净利润和毛利率下滑的主要原因是国内航线增长缓慢，国际航线和货邮市场的景气度低，且航空煤油价格大幅增长。

图 6：中国国航杜邦分析框架（601111.SH，单位：元，%，2011 年三季度）

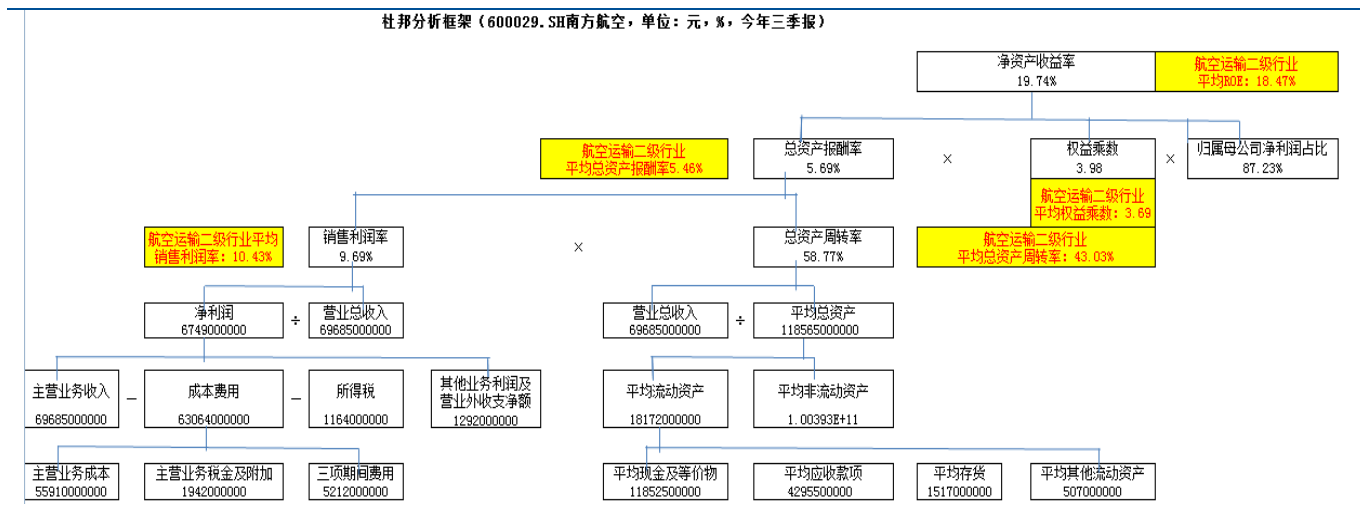


（七）南方航空（600029.SH）

航空运输板块中，南方航空的 ROE、总资产周转率同列第二位。

据三季报显示，今年上三季公司归属母公司股东净利润同比增长 15.05%，销售毛利率同比回落了 1.53 个百分点。净利润大幅增长的主要原因是公司主攻国内航空市场，而上三季国内市场保持较高的景气度；但受油价高涨的拖累，毛利率有所下滑。

图 7：南方航空杜邦分析框架（600029.SH，单位：元，%，2011 年三季度）

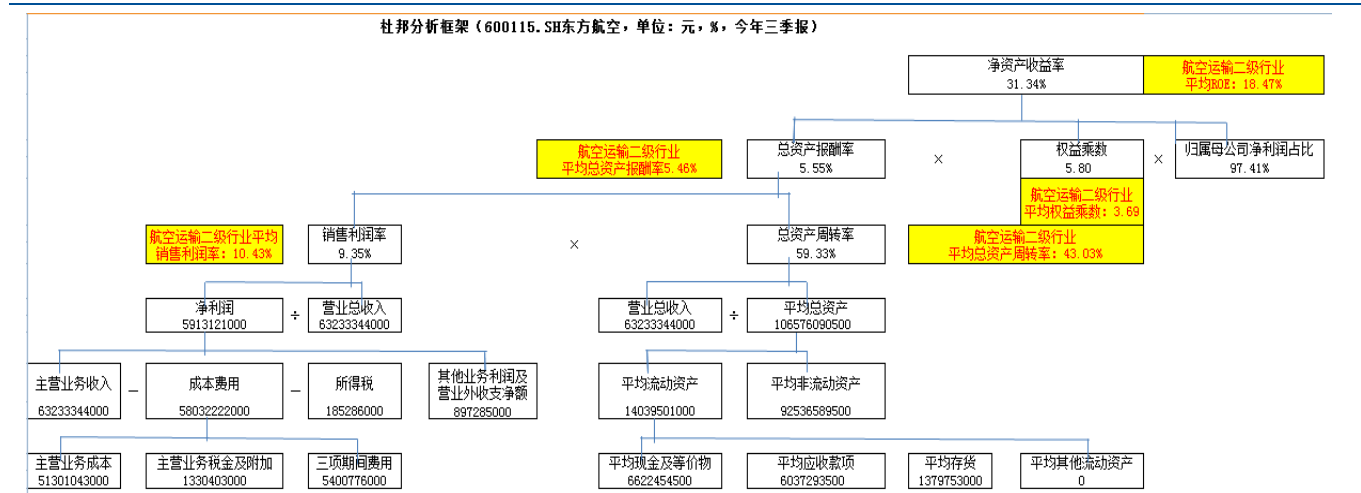


（八）东方航空（600115.SH）

据三季报显示，今年前三季公司归属母公司股东净利润同比增长 12.96%，销售毛利率同比下降 2.08 个百分点。净利润大幅增长的主要原因是国内航空市场景气度高，收入增速快；大力投放国际航线运力，虽然国际市场景气度不及国内市场，但收入仍实现较快增长；费用控制得当，增速低于收入增速。但由于油价高涨和所得税率由 22% 提升至 24%，

导致毛利率出现下滑。

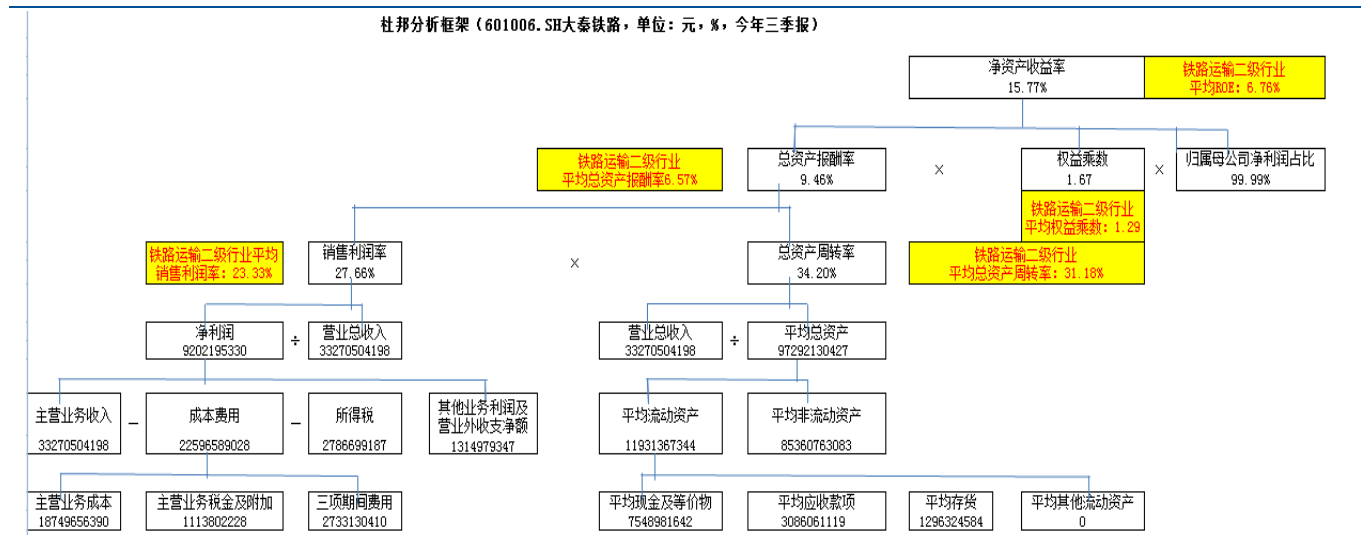
图 8: 东方航空杜邦分析框架 (600115.SH, 单位: 元, %, 2011 年三季度)



(九) 大秦铁路 (601006.SH)

据三季报显示,今年上三季公司归属母公司股东净利润同比增长 33.19%,销售毛利率同比下降 2.02 个百分点。净利润大幅增长的主要原因是货运运输量和旅客发送量稳定迅速以及朔黄铁路的投资收益贡献,其中朔黄铁路的投资收益贡献了大部分的利润。毛利率下滑则主要因为公司 4 月份进行了铁路检修,导致大修费用同比增长 42.6%;此外,短期借款利息支出导致财务费用增速达 37%,铁路公安经费支出导致营业外支出大幅增长 258%。

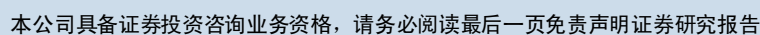
图 9: 大秦铁路杜邦分析框架 (601006.SH, 单位: 元, %, 2011 年三季度)



(十) 铁龙物流 (600125.SH)

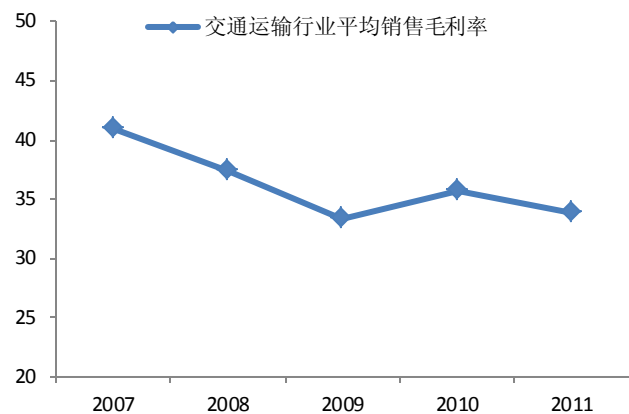
铁路运输板块中,铁龙物流的总资产报酬率、ROE 及总资产周转率分列第一、第二和第二位。

图 10: 铁龙物流杜邦分析框架 (600125.SH, 单位: 元, %, 2011 年三季报)



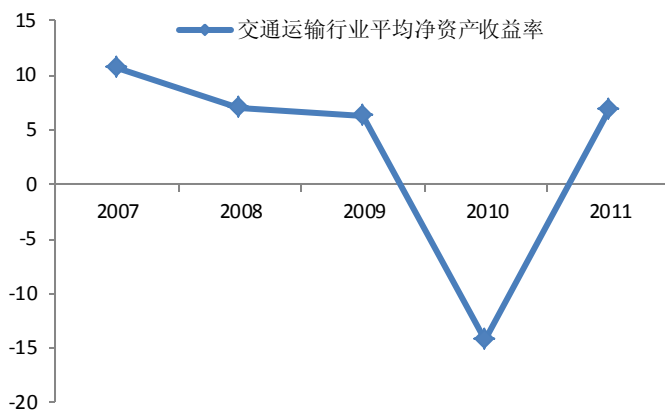
三、其他重要指标图示

图 11: 交通运输行业销售毛利率逼近近年来低点



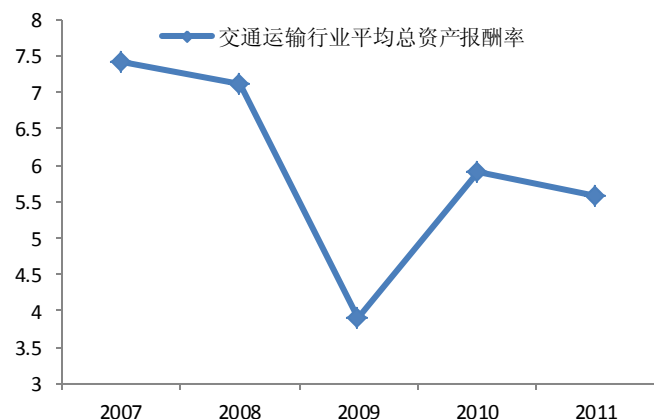
资料来源: Wind, 民生证券研究所

图 12: 交通运输行业平均净资产收益率略有反弹



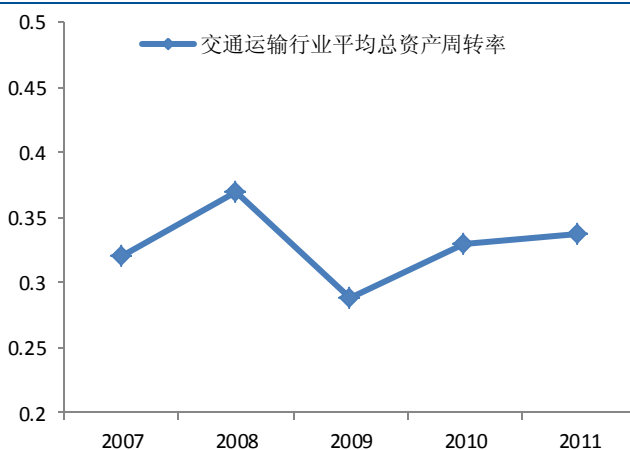
资料来源: Wind, 民生证券研究所

图 13: 交通运输行业平均总资产报酬率比去年略有下降



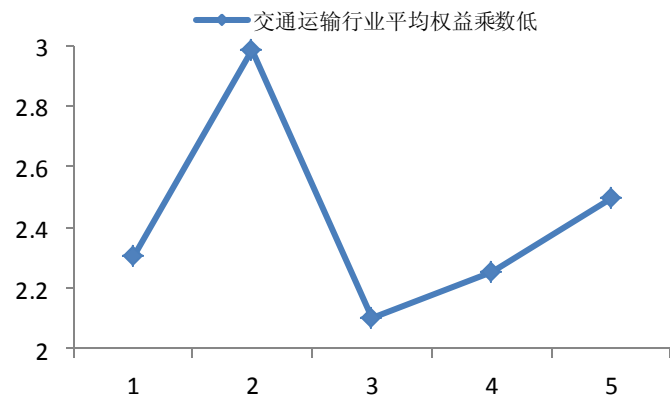
资料来源: Wind, 民生证券研究所

图 14: 交通运输行业平均总资产周转率持续小幅上升



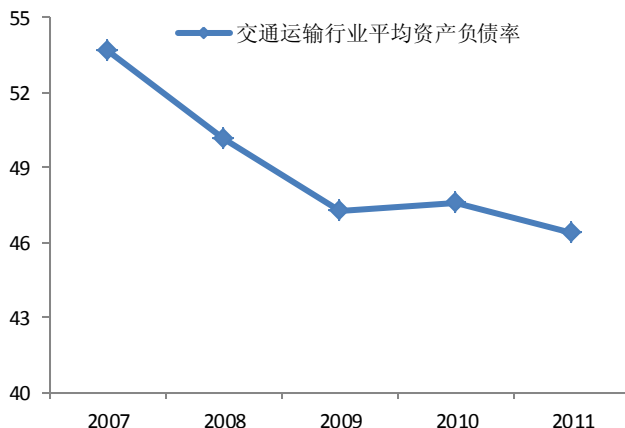
资料来源: Wind, 民生证券研究所

图 15: 交通运输行业平均权益乘数持续上升



资料来源: Wind, 民生证券研究所

图 16: 交通运输行业平均资产负债率持续下降



资料来源: Wind, 民生证券研究所

四、近期个股涨跌幅情况

近期由于大盘企稳,交通运输板块略有起色,周涨幅前五名分别为中昌海运(10.39%)、唐山港(8.18%)、深赤湾 A(6.71%)、铁龙物流(4.34%)和海峡股份(4.25%)。

表 2: 最近一周涨幅榜前 5 名

涨幅排名	公司名称	2011-11-11 收盘价(元)	近一周股价 涨跌幅(%)	近一个月股价 涨跌幅(%)	近一年股价 涨跌幅(%)
1	中昌海运	10.39	13.59	19.25	33.29
2	唐山港	7.09	8.18	11.62	-15.06
3	深赤湾 A	11.98	6.71	6.05	-19.24
4	铁龙物流	10.54	4.34	8.28	-10.74
5	海峡股份	15.35	4.25	13.68	-52.10

资料来源: Wind, 民生证券研究所

跌幅前五位的是: 强生控股(-7.29%)、恒基达鑫(-4.47%)、五洲交通(-3.94%)、大众交通(-3.88%)、南京港(-3.86%)。

表 3: 最近一周涨跌幅末 5 名

跌幅排名	公司名称	最新日 收盘价(元)	近一周股价 涨跌幅(%)	近一个月股价 涨跌幅(%)	近一年股价 涨跌幅(%)
1	强生控股	23.4	-7.29	1.36	-35.69
2	恒基达鑫	11.75	-4.47	4.76	-27.54
3	五洲交通	8.97	-3.94	-3.67	-20.78
4	大众交通	10.88	-3.88	20.32	-33.69
5	南京港	9.05	-3.86	4.19	-28.19

资料来源: Wind, 民生证券研究所

五、近期投资策略

我们对整个交通运输板块持较为谨慎的观点，给予“中性”评级，但我们仍然推荐三大航（中国国航、南方航空和东方航空）和三大港口（唐山港、芜湖港和珠海港），理由如下：

（1）**航空板块**经历了上三季的成本攀升，仍然取得了较好的经营成果，在下三季油价进入下跌通道成为大概率事件的假设下，我们对国内航空市场持较为乐观的看法；此外，国际市场一般下三季好于上三季，从八月份公布的国际航线数据来看，国际航空市场有望迎来反弹。此外，汇兑收益将进一步推高航空公司的利润。

（2）**珠海港**：公司处于转型前期，未来业绩增长前景大，估值修复空间大；其次广珠铁路、高栏商业中心即投入使用为公司物流业务插上翅膀；第三，四季度油价小幅反弹将利好公司 PTA 投资回报。

（3）**芜湖港**：淮南矿业承诺煤炭吞吐量 5000 万吨，公司有望成为国内沿江第一煤炭港；铁运公司注入成为打通公司煤炭物流产业链的关键，解决黄牛票问题。

（4）**唐山港**：公司劳动生产率高，人均吞吐量仅次于南京港和北海港；公司装卸费率低于曹妃甸、天津港公司，提价空间高于同类港口；资产“活化”，带来高投资回报：唐山港存货周转率排名行业第二位，经营性现金流量净额超过行业中值 3 倍以上。

插图目录

图 1: 唐山港杜邦分析框架 (601000.SH, 单位: 元, %, 2011 年三季度)	5
图 2: 日照港杜邦分析框架 (600017.SH, 单位: 元, %, 2011 年三季度)	6
图 2: 珠海港杜邦分析框架 (000507.SZ, 单位: 元, %, 2011 年三季度)	6
图 3: 飞马国际杜邦分析框架 (002210.SZ, 单位: 元, %, 2011 年三季度)	7
图 4: 中储股份杜邦分析框架 (600078.SH, 单位: 元, %, 2011 年三季度)	7
图 6: 中国国航杜邦分析框架 (601111.SH, 单位: 元, %, 2011 年三季度)	8
图 7: 南方航空杜邦分析框架 (600029.SH, 单位: 元, %, 2011 年三季度)	8
图 8: 东方航空杜邦分析框架 (600115.SH, 单位: 元, %, 2011 年三季度)	9
图 9: 大秦铁路杜邦分析框架 (601006.SH, 单位: 元, %, 2011 年三季度)	9
图 10: 铁龙物流杜邦分析框架 (600125.SH, 单位: 元, %, 2011 年三季度)	10
图 11: 交通运输行业销售毛利率逼近近年来低点	11
图 12: 交通运输行业平均净资产收益率略有反弹	11
图 13: 交通运输行业平均总资产报酬率比去年略有下降	11
图 14: 交通运输行业平均总资产周转率持续小幅上升	11
图 15: 交通运输行业平均权益乘数持续上升	11
图 16: 交通运输行业平均资产负债率持续下降	11

表格目录

表 1: 交通运输行业业绩数据一览	3
表 2: 最近一周涨幅榜前 5 名	12
表 3: 最近一周涨跌幅末 5 名	12

分析师与联系人简介

张琢，策略分析师，中国人民银行研究生部金融学硕士。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹璠	北京	010-85127761	18611738655	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guomingyjs@mszq.com
郭楠	北京	010-85127835	15801209146	guonan@mszq.com
杜婵媛	北京	010-85127761	18610531518	duchanyuan@mszq.com
杨平平	北京	010-85127761	15210830789	yangpingping@mszq.com
李珊珊	北京	010-85127506	18616891195	lishanshan@mszq.com
平珂	上海	021-68885772	13818133101	pingke@mszq.com
张瑜鑫	上海	021-68885790	13810338213	zhangyuxin_jgxs@mszq.com
陈康菲	上海	021-68885792	13917175055	chenkangfei@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	zhuguangyu@mszq.com
汪萍	上海	021-68885167	13402036996	wangping@mszq.com
钟玲	上海	021-68885797	15900782242	zhongling@mszq.com
郑敏	上海	021-68885159	18701944310	zhengmin@mszq.com
王溪	上海	021-68885793	13585785630	wangxi_sh@mszq.com
万小山	广深	0755-22662056	13902959014	wanxiaoshan@mszq.com
许立平	广深	020-84228173	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	0755-22667772	13701050353	weikejia@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
马炜炎	广深	0755-22662089	18665855545	maweiyan@mszq.com
王仪枫	广深	0755-22662093	13682556787	wangyifeng@mszq.com

民生证券研究所：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座16层；100005

上海：浦东新区浦东南路588号（浦发大厦）31楼F室；200120

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座；518040

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10% ~ 10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。