

交运行业 2010 年中期投资策略

选择安全边际个股，把握子行业周期性投资机会

杨志清 研究员 **董丁 研究员** **张亮 研究助理**
 电话: 021-68828417 电话: 020-87555888-403 电话: 021-68815254
 eMail: yzq3@gf.com.cn eMail: dd2@gf.com.cn eMail: zl23@gf.com.cn

空运：把握行业的黄金增长期，全行业给予“买入”评级

以美国的航空业为蓝本，根据我们对航空业大趋势的分析，在消费升级的推动下，我国航空业正处于黄金增长期。加上今年的世博会因素，三季度 RPK 增速将可能实现 20%以上的高增长，票价持续创新高下航空公司业绩爆发可能性较大。而历史上三季度股价具有超额收益的概率极大，目前高铁和油价的风险又较小，因此对全行业给予买入评级。

陆运：选择安全边际高或想象空间大的个股，推荐宁沪高速和铁龙物流

与宏观经济较低的关联度给予了陆运行业较为稳定的盈利，使得行业在振荡市中具备较强的相对收益潜力。目前部分公司的股息率已经超过五年期定期存款利率，提供了较高的安全边际。高铁时代的来临和铁路行业的改革预期，为部分公司提供了极大的想象空间。因此我们推荐安全边际高的宁沪高速（600377）和受益于高铁和铁路改革的铁龙物流（600125）。

海运：等待新一轮的复苏，给予“持有”评级

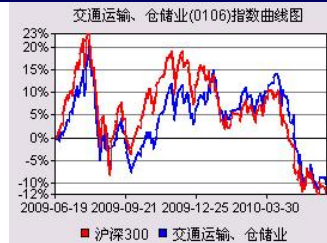
运用西方经济学中经典的蛛网模型解释航运周期轮动，（当期的产量由前期的价格决定——船东与市场的博弈），由于造船周期的存在，海运周期轮动期限较长。结合海运市场目前的订单数量以及供需形式，我们预测海运行业目前仍处于由不均衡状态向均衡状态转变的阶段，未来整体运价下行的压力仍然很大。我们给予“持有”评级。

行业评级


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	-1.31%	-17.93%	-10.35%
沪深 300	-2.39%	-18.15%	-12.46%

目录索引

空运篇：把握行业的黄金增长期	5
一、2010 年上半年回顾——强劲复苏，业绩骄人	5
二、2010 年下半年展望——超预期可能性仍然较大	8
三、大趋势分析——消费升级推动行业进入黄金增长期	10
四、主要风险——高铁和油价影响不大	14
陆运篇：选择安全边际高或想象空间大的个股	17
一、防御性体现在哪里？——与宏观经济相关性相对较低，振荡市中具备相对收益的潜力	17
二、安全边际——股息率提供了保底收益	23
三、想象空间——铁路行业改革预期和高铁时代来临，赋予铁路集装箱无尽的想象空间	24
海运篇：等待新一轮的复苏	26
一、大周期分析——蛛网模型特征，运力仍然过剩	26
二、干散货行业——订单充足，需求在哪里？	27
三、油轮行业——淡季不淡，建议关注	30
四、集运行业——外部经济的担忧，等待时机进一步明朗	33
投资建议与公司推荐	36
一、空运：全行业给予买入评级	36
二、陆运：推荐铁龙物流和宁沪高速	36
三、海运：建议回避	39
四、盈利预测与估值	39

图表索引

图 1: 月度航空业旅客运输量的变化.....	5
图 2: 月度主要航空公司 RPK 的变化.....	5
图 3: 月度主要航空公司客座率的变化.....	6
图 4: 月度民航业国内航线综合票价指数的变化.....	7
图 5: 月度民航业国际航线综合票价指数的变化.....	7
图 6: 月度主要航空公司货邮周转量的变化.....	7
图 7: 月度主要航空公司货邮载运率的变化.....	7
图 8: 2010 年 1 季度主要航空公司的 EPS.....	8
图 9: 2001-09 年各季度 RPK 占比的变化.....	8
图 10: 年初至今国内主要上海入港航线的平均票价折扣水平变化.....	9
图 11: 1950 年至今美国人均乘飞机出行频次、GDP 增长率、人均收入、 四大航持续经营利润率的变化.....	11
图 12: 不同发展阶段美国主要航空公司股票的超额收益变化.....	12
图 13: “四纵四横”客运专线各年度新通车里程.....	14
图 14: 航空与高铁客公里定价比较.....	14
图 15: 航空和高铁在不同运距上的旅行时间.....	15
图 16: 日本新干线地图.....	15
图 17: 预计我国高铁运营后不同运距的航空市场份额.....	16
图 18: 我国主要航空公司的平均国内航线运距.....	16
图 19: 工业增加值开始下降.....	17
图 20: 通胀压力增加.....	17
图 21: 历史上滞涨期的 A 股走势.....	18
图 22: 客运量.....	19
图 23: 客运周转量.....	19
图 24: 货运量.....	20
图 25: 货运周转量.....	20
图 26: 汽车销售量在危机后大幅增长.....	21
图 27: 高速公路行业相对 PE 与 A 股走势.....	21
图 28: 铁路运输行业相对 PE 与 A 股走势.....	22
图 29: 公路铁路行业与 A 股走势.....	22
图 30: 4 月中旬以来高速公路行业跌幅远超 A 股.....	23
图 31: 我国集装箱化率远低于其他国家.....	25
图 32: 海运运力增长率周期性轮动.....	26
图 33: 订单仍处于高位.....	27
图 34: 干散货运力增速下滑.....	28
图 35: 铁矿石货种支撑干散货过去十年的增速.....	27
图 36: 煤炭增幅不大.....	29
图 37: 粮食货种的运量维持平稳增长.....	28
图 38: 中国进口铁矿石 5 月同比下降.....	28
图 39: 日本产能利用率大幅度回升.....	30
图 40: 日本建筑订单持续增长.....	29

图 41 : 中国人均粗钢产量.....	30
图 42: 印度人均粗钢产量.....	29
图 43 : 散货船订单/运力	30
图 44 : capesize 和 Panamax 新船交付压力大.....	30
图 45 : TD3 航线日均 TCE 水平同比上涨 73.8%.....	31
图 46 : VLCC 运价与 OPEC 产量.....	32
图 47: OPEC 产量 2010 年平均增幅 2.5%	31
图 48 : 中国炼油产能 2009 年提速 10%.....	33
图 49: 中国原油需求量增长率攀高	32
图 50 : 2010 年 VLCC 运力可能负增长.....	33
图 51 : 欧地航线运价指数创新高	35
图 52 : 美线运价指数大幅上涨.....	34
图 53: 美国零售额同比大幅回升.....	36
图 54: 欧盟零售额同比出现回落.....	35
图 55: PMI 订单是 CCFI 的一个先行指标.....	35
图 56: 沪宁高速日均全程交通量.....	36
图 57 : 宁沪高速营业收入.....	37
图 58 : 宁沪高速相对 PE	37
图 59: 铁龙物流的股东结构.....	38
表 1: 月度航空业客座率的变化.....	6
表 2: 月度航空业飞机利用率的变化.....	6
表 3: 2010 年 1 季度主要航空公司的毛利率水平	8
表 4: 2010 年各季度行业 RPK 预测.....	8
表 5: 2010 年 5 月 17 日-6 月 16 日国内主要上海入港航线平均票价折扣 的同比变化	9
表 6: 2002-2009 年各季度航空板块的超额收益率	10
表 7: 主要航空公司人民币对美元汇率变动的敏感性分析.....	10
表 8: 我国现阶段与美国 1950-1978 年行业发展比较.....	13
表 9: 我国已运营高铁票价	14
表 10: 日本新干线发展史.....	15
表 11: 东京与不同城市间航空和新干线市场份额比较 (1999)	16
表 12 : 公路铁路运输行业净利润、营业总收入增速与 GDP 增速的相关 性	18
表 13 : 公路铁路股股息率	23
表 14 : 铁道部利息支出估算	24
表 15 : 干散货主要货种过去近 30 年的复合增长率 (%)	27
表 16 : VLCC 平均 TCE 水平显著高于 2009 年	30
表 17 : 中国进口原油来源地	32
表 18 : 单壳油轮数量	33
表 19 : 船公司 VLCC 拥有量.....	33
表 20 : 集装箱各航线运价	34
表 21: 重点推荐公司的盈利预测	39

空运篇：把握行业的黄金增长期

一、2010年上半年回顾——强劲复苏，业绩骄人

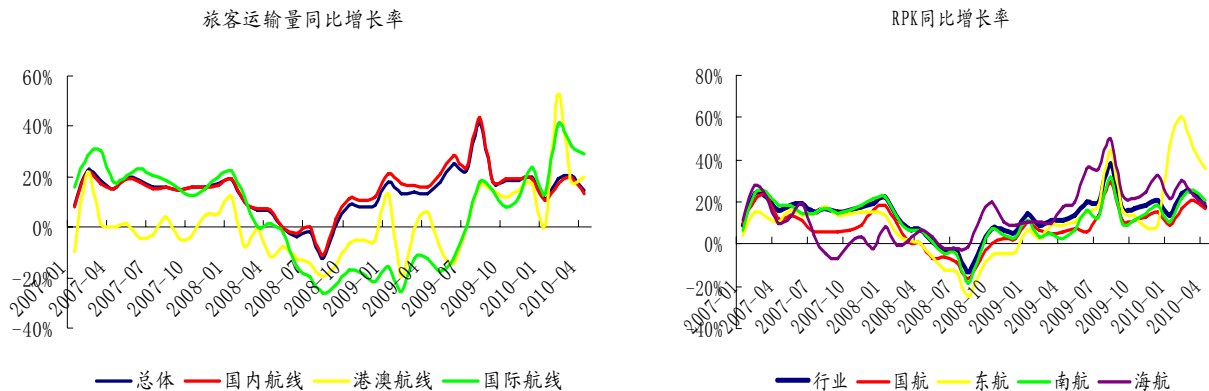
（一）国内客运持续旺盛、国际需求复苏

2010年上半年，我国航空业呈现国内持续旺盛、国际需求复苏的势头。前4月份，旅客运输量同比增长16.1%，其中国内航线同比增长15.2%、国际航线同比增长28.0%、地区航线同比增长21.0%。1-4月份，行业RPK同比增长19.6%，其中国内、国际和地区航线分别同比增长17.6%、29.9%、21.2%，国内远程航线增长较快，国际航线中日韩等东南亚航线增长更为显著。

东航由于吸收合并上航，业务量迅猛增长；相比国航ASK10.8%的增速，南航和海航ASK分别同比增长16.3%、19.1%，较快的运力投放拉动需求。前4月份，主要航空公司客运量同比增速分别为中国国航13.8%、东方航空40.7%、南方航空15.6%、海南航空12.3%，RPK增速分别为中国国航15.6%、东方航空42.7%、南方航空19.4%、海南航空23.4%。

图1：月度航空业旅客运输量的变化

图2：月度主要航空公司RPK的变化



数据来源：中贸物流、广发证券发展研究中心

（二）客座率和票价水平创历史同期新高

前3月，在春节效应以及节后翘尾因素下，行业客座率逐月攀升，4月份有所回落，各月均创近五年来同期新高。虽然4月份客座率比3月份有所下滑，但是飞机利用率进一步提高。1-4月份，民航业飞机日利用率达9.5个小时，同比提升0.3个小时。

东航整合效应显现，客座率提升明显。国航客座率提升幅度次之，依然保持领先于行业的绝对水平。由于规模尚小以及快速的扩张，海航客座率较高。1-4月份，主要航空公司的客座率分别为中国国航79.2%、东方航空75.0%、南方航空78.2%、海南航空81.5%，同比增幅分别为中国国航3.3个百分点、东方航空3.7个百分点、南方航空2个百分点、海南航空2.9个百分点。

表1: 月度航空业客座率的变化

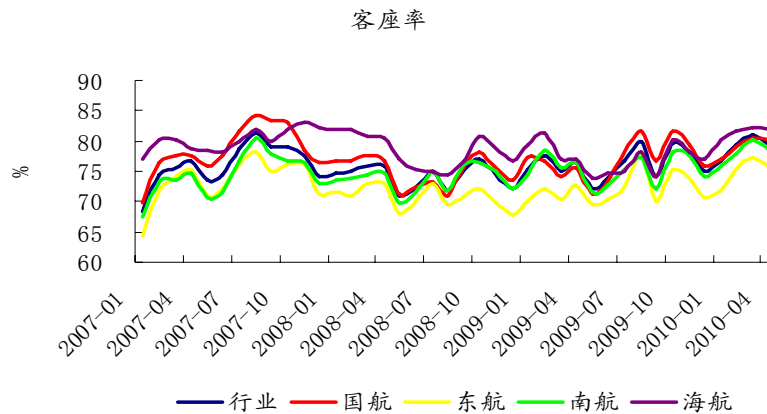
	客座率 (%)				
	2006A	2007A	2008A	2009A	2010A
1月	69.2	68.5	74.8	75.2	76.8
2月	72.7	74.4	74.9	77.5	79.3
3月	72.4	75.5	76.0	75.0	81.1
4月	76.3	76.6	76.0	76.4	79.2
5月	71.3	73.5	70.9	72.2	
6月	72.0	74.3	72.3	73.8	
7月	77.7	78.8	74.9	76.6	
8月	77.9	81.3	71.8	79.9	
9月	76.1	78.9	75.3	74.2	
10月	74.8	79.0	76.9	79.7	
11月	73.3	77.7	74.5	78.2	
12月	67.7	74.2	72.2	75.1	
合计	73.5	76.4	74.5	76.2	79.1

表2: 月度航空业飞机利用率的变化

	飞机日利用率 (小时)				
	2006A	2007A	2008A	2009A	2010A
1月			8.9	9.1	9.1
2月			9.4	9.3	9.9
3月			9.1	9.0	9.3
4月	9.7	10.0	9.1	9.4	9.5
5月	9.4	9.6	8.8	9.0	
6月			8.5	8.8	
7月		10.0	9.2	9.6	
8月	10.0	10.1	8.8	9.8	
9月			9.0	9.3	
10月			9.2	9.4	
11月		9.2	9.1	9.2	
12月		8.8	8.6	8.9	
合计	9.5	9.6	9.0		9.5

数据来源: 中贸物流、广发证券发展研究中心

图3: 月度主要航空公司客座率的变化



数据来源: 中贸物流、广发证券发展研究中心

1-4月份, 国内航线票价水平持续提高, 自3月份持续创历史同期新高。自年初国际航线票价持续创新高, 且同比提升幅度较大。1-4月份, 国际航线票价各月分别同比上涨8%、26%、28%、39%, 国内航线各月同比增长分别为2%、13%、9%、11%。

图4: 月度民航业国内航线综合票价指数的变化

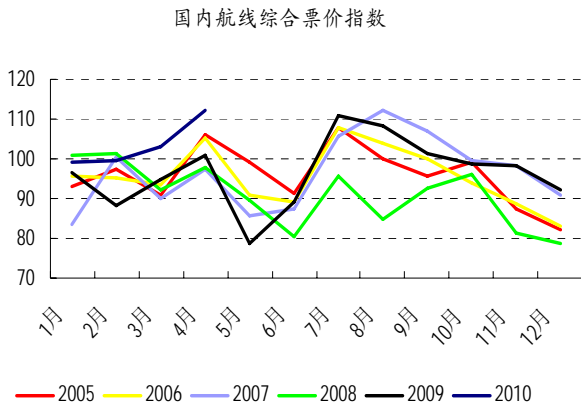
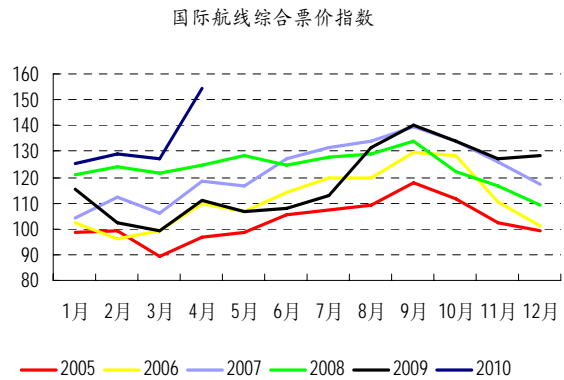


图5: 月度民航业国际航线综合票价指数的变化



数据来源: 中贸物流、广发证券发展研究中心

(三) 货邮业务恢复迅猛

1-4月份, 航空货邮周转量同比增长61.2%, 其中国内、国际和地区航线分别同比增长25.6%、85.5%、54.7%。

1-4月, 主要航空公司货邮周转量的同比增速分别为中国国航44.4%、东方航空105.0%、南方航空97.1%。2009年底, 南航在原有2架B747全货机的基础上, 2架B777货机交付使用, 趁国际复苏之际积极开拓欧洲等国际货运市场, 货邮周转量翻倍增长。

图6: 月度主要航空公司货邮周转量的变化

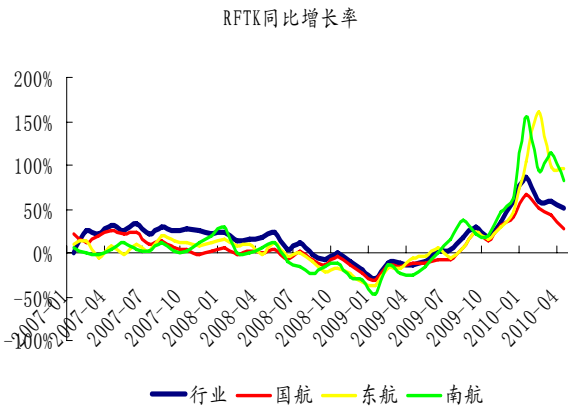
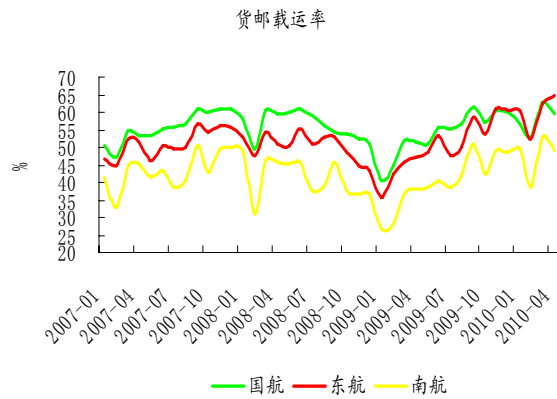


图7: 月度主要航空公司货邮载运率的变化



数据来源: 中贸物流、广发证券发展研究中心

(四) 一季度航空公司业绩骄人

受益旺盛的需求, 2010年1季度国内主要航空公司的净利润无论是同比还是环比均实现大幅增长, 经营性盈利呈现空前最佳。其中, 东航主业改善较大, 国航依然保持行业最优。

图8: 2010年1季度主要航空公司的EPS

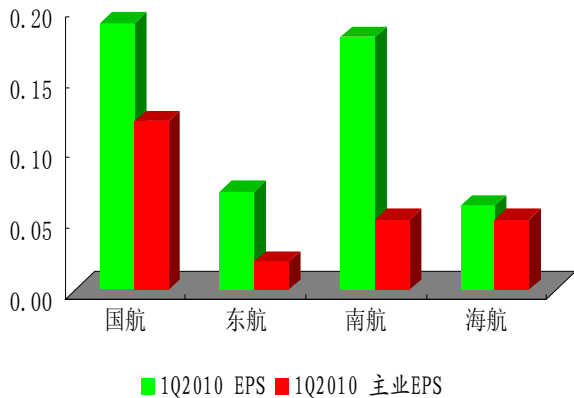


表3: 2010年1季度主要航空公司的毛利率水平

	毛利率			
	国航	东航	南航	海航
1Q2010	21.3%	16.7%	16.1%	24.1%
1Q2009	16.5%	5.8%	10.7%	20.9%
1Q2008	12.7%	8.9%	11.8%	23.2%
1Q2007	12.9%	7.1%	11.0%	21.2%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

二、2010年下半年展望——超预期可能性仍然较大

(一) 三季度“旺”季可期，四季度回归淡季

虽然去年三季度RPK增速较高(主要来自奥运影响),然而实际上经济危机对国际需求不无影响,加之一些事件性因素如新疆事件、国庆提前进入安保期在一定程度上抑制了国内需求,去年下半年呈现旺季不够旺、淡季不淡的特征。我们预计,今年三季度RPK增速同比虽有回落,但有可能实现20%左右的高增长,四季度回归淡季,全年RPK增长18%左右。

图9: 2001-09年各季度RPK占比的变化

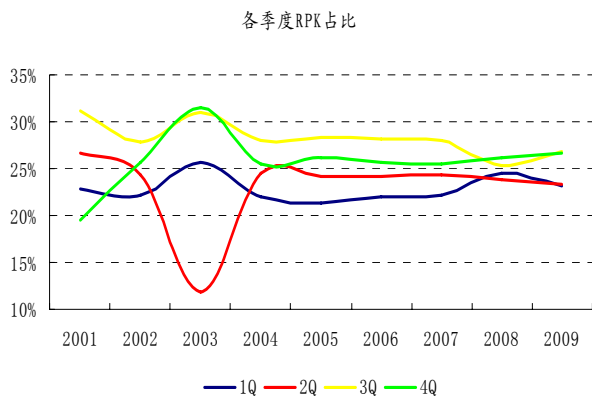


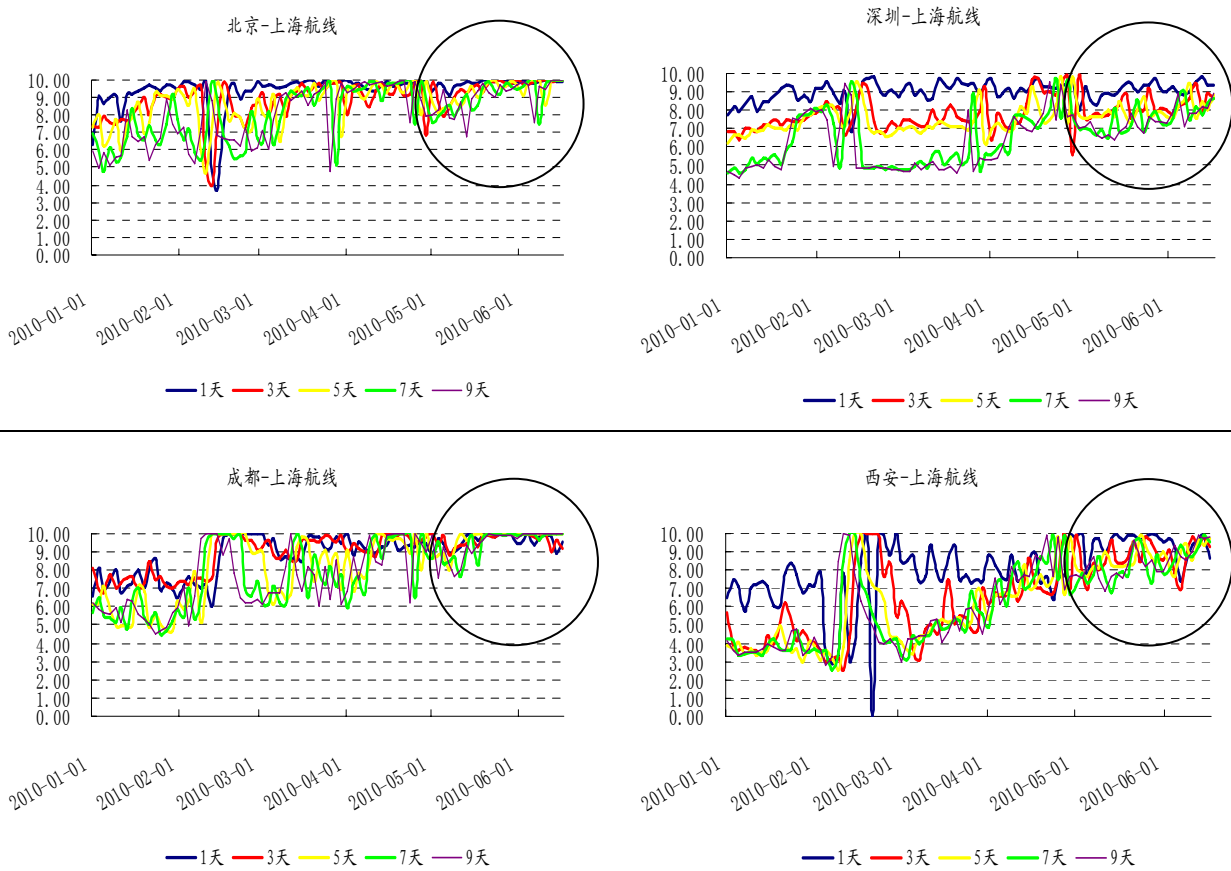
表4: 2010年各季度行业RPK预测

	RPK(亿人公里, %)			
	2009	同比	2010E	同比
1Q	784	12%	945	21%
2Q	786	15%	911	16%
3Q	907	25%	1111	23%
4Q	898	20%	1016	13%
合计	3375	18%	3982	18%

数据来源: 广发证券发展研究中心

上海世博会开幕1个半月来,客流量逐日攀升,5月底以来的一些法定假日客流量突破50万人次。我们预计,随着暑期出行旺季的来临,世博将推动航空客流持续增长,尤其对基地航空公司东航更为有益。我们选取了由上海入港的国内主要航线,自5月份以来其近期和远期平均票价折扣水平差异比前期明显缩窄,且与去年同期相比平均票价显著提升。

图10: 年初至今国内主要上海入港航线的平均票价折扣水平变化



数据来源: 广发证券发展研究中心

表5: 2010年5月17日-6月16日国内主要上海入港航线平均票价折扣的同比变化

	平均票价折扣							
	1天	3天	5天	9天	1天	3天	5天	9天
	北京-上海				深圳-上海			
2010.5.17-6.16	9.92	9.85	9.66	9.5	9.29	8.35	8.09	7.72
去年同期	7.04	6.35	6.03	6.37	5.41	4.74	4.12	3.31
同比	40.82%	55.11%	60.06%	49.02%	71.83%	76.23%	96.43%	133.07%
	成都-上海				西安-上海			
2010.5.17-6.16	9.74	9.75	9.98	9.9	9.41	8.91	8.86	8.78
去年同期	8.69	8.56	6.89	6.8	6.46	5.41	5.31	5.33
同比	12.07%	13.98%	44.93%	45.65%	45.76%	64.68%	66.99%	64.65%

数据来源: 广发证券发展研究中心

一季度航空公司呈献了骄人的业绩, 旺季来临航空公司的高弹性将显现, 业绩爆发在即。航空运输淡旺季的差异, 不仅来自运量, 还有远期票价。7、8、9月份旅游散客出行比重明显提升, 这部分散客出行通常选择远期订票, 在淡、旺季尤其是旅游航线的远期票价有明显差异。无疑, 南航因其航线结构和客源结构弹性较大。

(二) 往年三季度航空股超额收益显著

我们统计了2002-2009年各季度A股航空板块的表现,一般往年三季度旺季时航空板块超额收益显著,而二季度表现较差。

表6: 2002-2009年各季度航空板块的超额收益率

	航空指数超额收益率(对沪深300指数)			
	1Q	2Q	3Q	4Q
2002A	3.51%	19.08%	0.19%	-5.20%
2003A	9.69%	-11.22%	4.99%	13.96%
2004A	3.81%	-4.83%	2.79%	22.58%
2005A	-21.45%	-14.52%	-17.41%	4.18%
2006A	-18.75%	-13.85%	4.34%	-12.35%
2007A	22.58%	-11.04%	87.81%	22.48%
2008A	-12.12%	-21.20%	-20.94%	69.51%
2009A	-30.71%	-31.62%	38.33%	5.78%
平均	-4.48%	-9.71%	17.29%	7.35%

注: 平均值为简单的算术平均, 其中剔除了异常年份08年的数据

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

(三) 人民币升值预期

虽然人民币不会在国际压力下升值,但是升值是必然趋势。根据敏感性分析,人民币对美元汇率每升值1%,汇兑收益贡献EPS(扣税后)分别为中国国航0.02、东方航空0.02、南方航空0.04、海南航空0.03元。

表7: 主要航空公司人民币对美元汇率变动的敏感性分析

	人民币升值幅度	汇兑收益变动(亿元)	折合EPS(元)
海南航空	1%	1.4	0.025
中国国航		3.95	0.024
东方航空		3	0.02
南方航空		4.67	0.044

注: 按现有股本计算

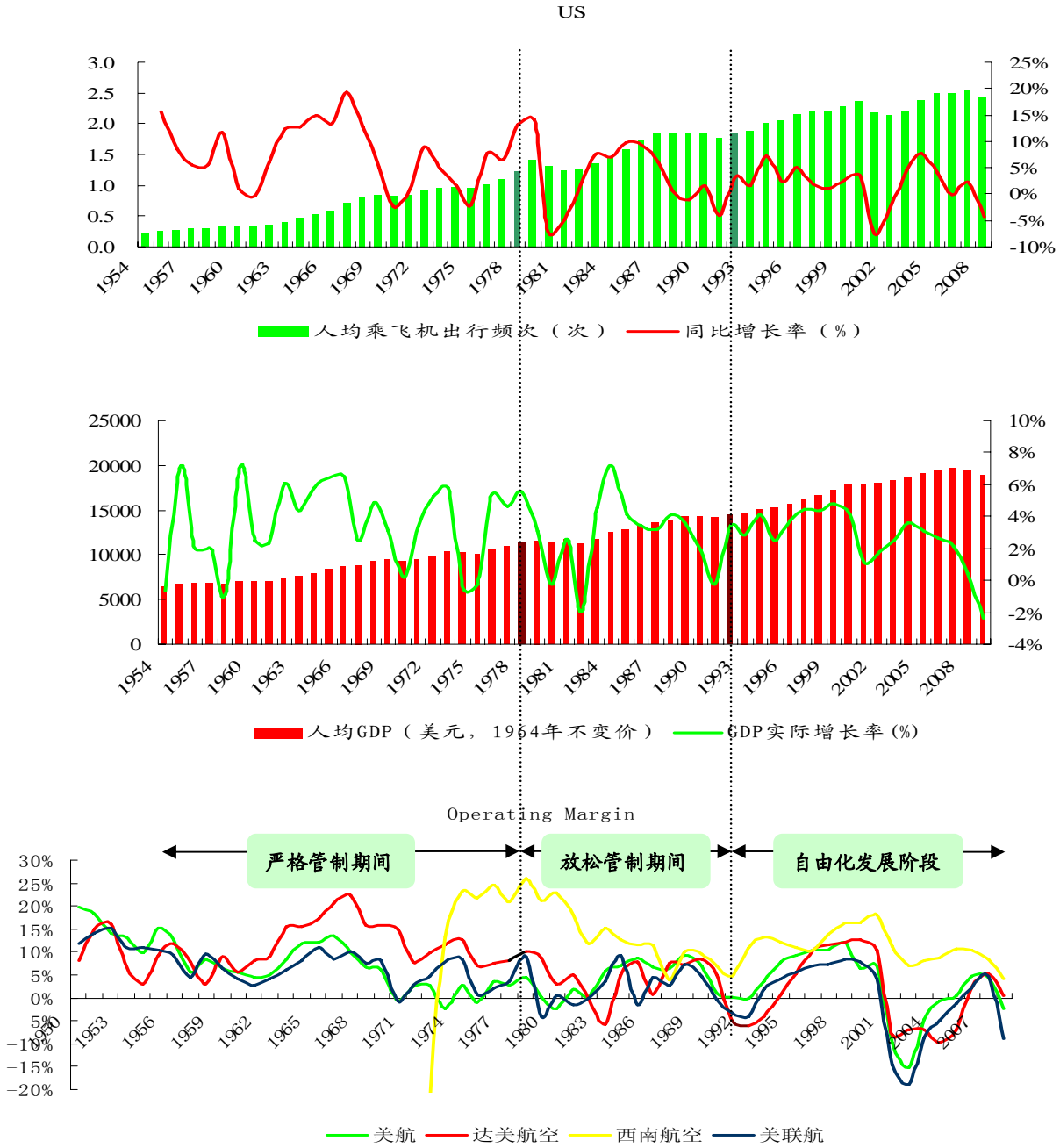
数据来源: 广发证券发展研究中心

三、大趋势分析——消费升级推动行业进入黄金增长期

我们通过对美国传统主流航空公司和新兴低成本航空公司的长期盈利水平、股价超额收益与经济周期关系的研究发现,在1950-1978年间,美国经济正处于高速发展时期,消费结构升级推动年人均乘机出行快速增长,当时航空业也正处于国家严格管制,主流航空公司的盈利中枢呈现历史上最佳,传统航空公司股票的超额收益显著且可谓空前绝后。1978年之后,随着航空管制的逐步放松,航空公司的盈利能力日趋下降,传统航空公司股票难以获得超额收益,以西南航空为代表的低成本航空公司异军突起。待到航空管制全部解除,1992年美国航空业进入完全自由化竞争阶段,主流航空公司亏损和破产的风险加剧,实际中并购行为多有发生,以此来提高市场的控制力以获取局部市场的高票价、提升收益。如:2008年4月,达美航空与美国第五大航西北航空公司合并,成为当时美国第一大航空公

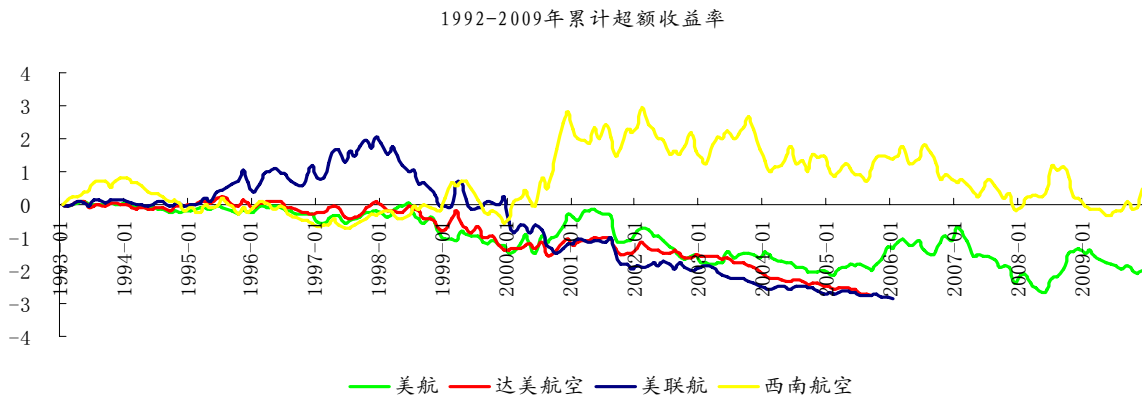
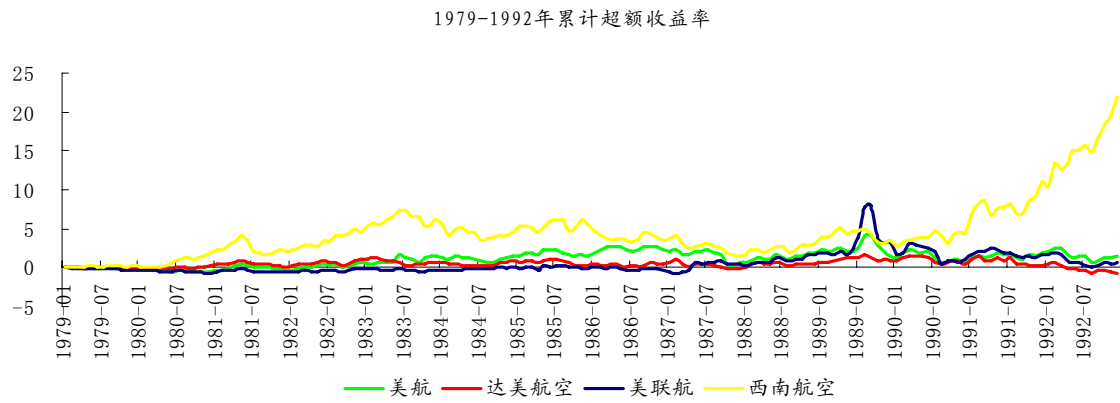
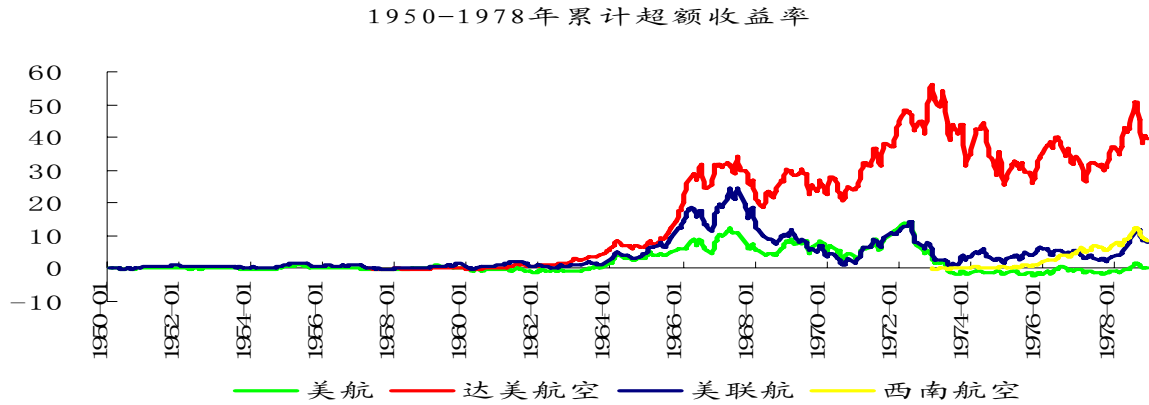
司；2010年5月，美联航与美国大陆航空公司合并，从而超越达美，成为目前美国乃至世界第一大航空公司。

图11: 1950年至今美国人均乘飞机出行频次、GDP增长率、人均收入、四大航持续经营利润率的变化



数据来源: WHARTON RESEARCH DATA SERVICES, 广发证券发展研究中心

图12: 不同发展阶段美国主要航空公司股票的超额收益变化



数据来源: WHARTON RESEARCH DATA SERVICES, 广发证券发展研究中心

我国现阶段航空业供需结构与美国1950-1978年阶段具有相似之处。我们认为，在行业加强管制下，民航局谨慎增投运力，加之消费结构升级的大好趋势，我国航空业进入黄金发展期。

表8: 我国现阶段与美国1950-1978年行业发展比较

	美国1950-1978年	我国现阶段
行业需求	经济快速增长、消费结构加速升级，1954年美国年人均乘机频次为0.2次，到1973年接近1次，经历了接近20年的时间。	2009年，我国年人均乘飞机出行频次为0.17次，同比增长19.7%。根据建设民航强国的大众化战略目标：到2030年实现人均乘机1次，即需要20年的时间来实现初设目标，与美国的进程基本一致。
行业供给 (与行业管制状态密切相关)	国家对航空业严格管制，美国民航委制定最高和最低票价以控制运费，限制企业进入以抑制竞争，限制企业合并以防止垄断，审批航线运营，等等。	票价方面：实行政府指导价，确定基准价和浮动幅度。 由民航局审批干线运营。 企业准入方面：2002年《民航体制改革方案》等法规出台，表明我国民航管制在放松。然而经历了几年的发展，持续扩张的民航业与紧张的空域形成矛盾，2008年初民航局宣布2010年前将不再批准成立新的航空公司。2010年初民航局明确了建设民航强国的战略目标，我们认为支持航空公司做强做大的背后将会继续限制企业进入。
航空公司财务状况	传统航空公司的盈利中枢，如经营利润率和ROE，为历史最佳水平。虽然主流航空公司的经营利润率随经济波动，但可长期保持盈利。	
航空公司估值水平	航空公司估值中枢为历史高水平，主流航空公司的PE估值中枢为20倍，PB估值可达3-7倍。	
航空公司股价表现	航空股票超额收益具有周期性，在经济趋势向好阶段，超额收益显著，这个时期的超额收益可谓空前绝后。	
主要风险	油价，航空公司股价在第一次石油危机期间急剧下滑	

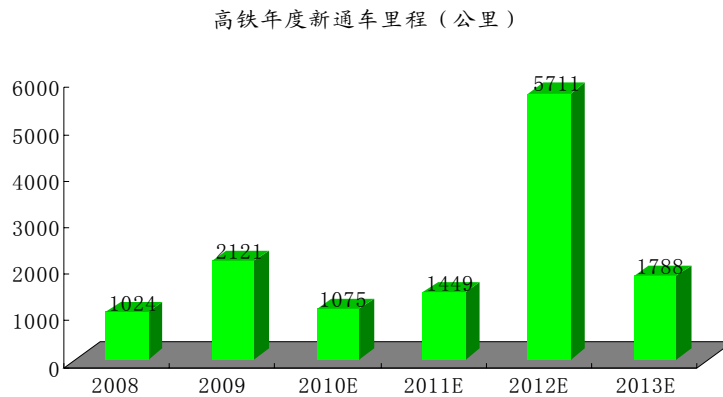
数据来源：广发证券发展研究中心

四、主要风险——高铁和油价影响不大

(一) 高铁尚不足惧

到 2012 年，设计时速为 250-350 公里/小时的“四纵四横”客运专线将陆续贯通，其所覆盖的区域主要位于中东部地区，也正是民航黄金航线最多、运量最大的区域，不免对航空产生威胁。由于高铁将于 2012 年建成网络，对航空的冲击尚不足惧。就高铁和航空而言，影响旅客出行选择的核心因素为便捷性和经济性，即旅行时间和运价，对于主要商务航线，时间价值更为重要。

图 13: “四纵四横” 客运专线各年度新通车里程



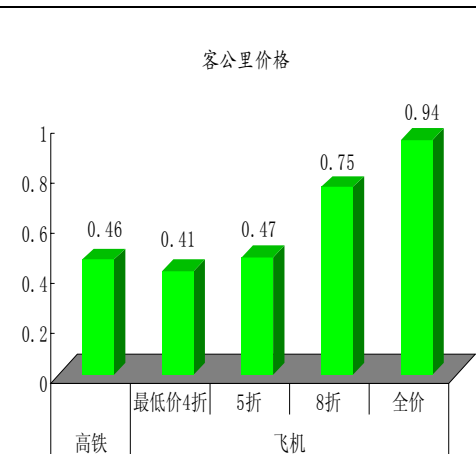
数据来源: 广发证券发展研究中心

运价方面: 根据我国目前已运营高铁的票价，500 公里以上的高铁定价约为 0.46 元/客公里，相当于机票经济舱全价的 5 折。机票基准价为 0.75 元/客公里，相当于高铁定价的 1.6 倍。

表 9: 我国已运营高铁票价

项目	里程 (公里)	设计时速 (公里/时)	二等票价 (元)	客公里价 (元)
广深动车组	147	200	75	0.51
京津动车组	120	300	58	0.48
胶济动车组	390	250	122	0.31
合宁动车组	156	250	68	0.44
合武动车组	364	250	113	0.31
石太动车组	508	250	157	0.31
武广高铁	1069	350	490	0.46
郑西高铁	707	350	312	0.44
平均				0.46

图 14: 航空与高铁客公里定价比较



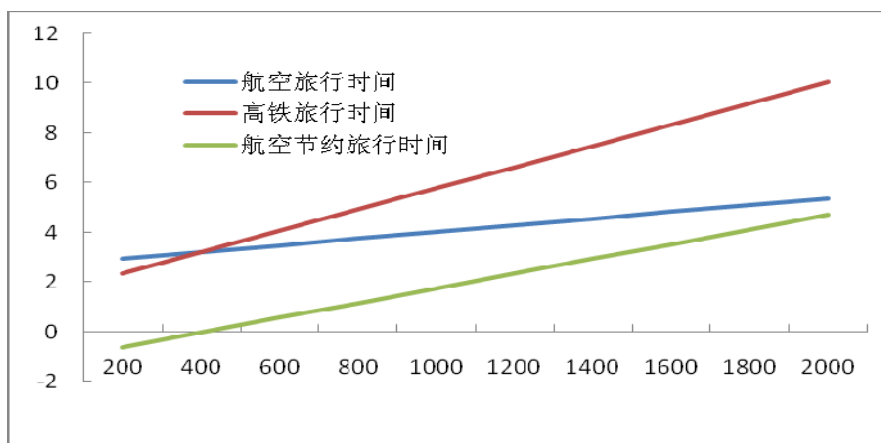
数据来源: 广发证券发展研究中心

旅行时间: 对航空而言，旅行时间=飞行时间+抵离机场时间。飞行时间包括约 0.5 小时的滑行时间加上空中飞行时间，现有民航飞行速度为 750 公里每小时左右。目前抵离机场时间约为 2.5—3 小时，考虑到高铁开通后，机场会简化登机手续和缩短行李提取等待时间，抵离时间将下降到 2—2.5 小时。

同样的，高铁旅行时间=高铁里程/高铁时速+抵离车站时间。我国高铁设计时速为 280—350 公里。高铁车站一般比机场更靠近市中心并且还没有专门的快速进站通道，手续也相对简单，抵离时间约为 1.5 小时。

对于相同的城市对，高铁里程一般是航空里程的 1.1—1.3 倍，已经开通的高铁中京沪高铁为 1.12 倍，武广高铁为 1.22 倍。根据以上测算，在航空里程为 400 公里左右时，高铁和航空旅行时间相当；航空旅行时间在航空里程约 1100 公里时，比高铁旅行时间少约 2 小时；在航空里程为 1400 公里时，航空旅行时间比高铁旅行时间少约 3 小时；当航空里程达到 2000 公里后，航空具有绝对时间优势可以节约旅行时间约 5 小时。

图 15: 航空和高铁在不同运距上的旅行时间



数据来源：广发证券发展研究中心

国际案例分析：日本新干线对本国航空市场的影响，对研究我国高铁网络建成后对航空市场的影响具有一定的借鉴作用。

图 16: 日本新干线地图

表 10: 日本新干线发展史



开通时间	站线	站点	里程	最高速度
1964 年	东海道新干线	东京-大阪	515 公里	210km/h
1984 年	东北新干线	东京-八户	632 公里	240km/h
1989 年	上越新干线	大宫-新潟	270 公里	275km/h
1990 年	山阳新干线	大阪-博多	644 公里	277km/h

数据来源：广发证券发展研究中心

日本新干线设计速度为 250 公里/小时左右，一般运行时速为 220 公里。我国高铁的设计时速在 250-350 公里/小时，平均运行时速为 160-280 公里/小时。日本航空客公里票价约为新干线的 1.5 倍，这与我国航空和高铁的票价差异水平相当。

以东京开出的不同运输半径的新干线为例，旅行时间在 2 小时以下时，新干线完全占有市场；旅行时间小于 3 小时，新干线具有竞争优势，占有 80% 以上的市场份额；旅行时间超过 3 小时后，航空市场份额迅速上升；旅行时间为 3.5 小时时，新干线和航空市场份额相当；航空在旅行时间超过 4 小时后具有竞争优势，航空市场占有率超过 50%。

表 11: 东京与不同城市间航空和新干线市场份额比较 (1999)

东京—……	名古屋	大阪	冈山	广岛	福冈
里程 (公里)	320	515	732	894	1175
旅行时间 (高铁)	1.67	2.42	3.2	3.8	4.85
新干线市场份额 (%)	100	86	82	56	12
航空市场份额 (%)	0	14	18	44	88

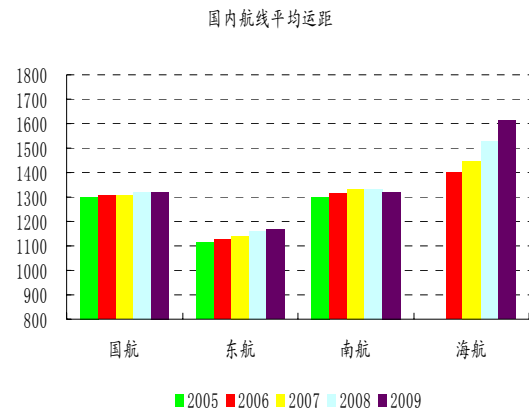
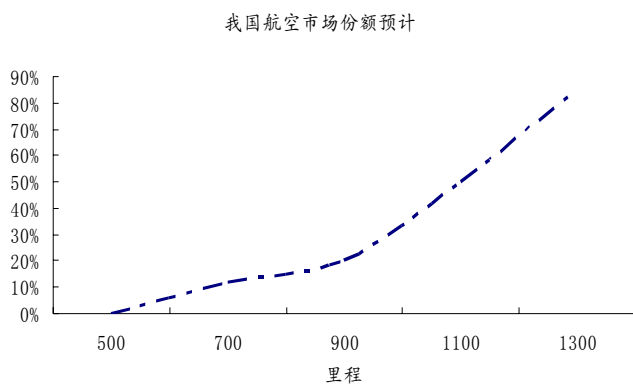
数据来源: Interaction of Air and High-Speed Rail in Japan, 广发证券发展研究中心

参考日本航空和新干线的在不同运距的市场份额，鉴于我国高铁的设计时速较高，预计里程在 500 公里以下时航空全军覆没；在 900 公里以下时，高铁具有竞争优势，市场份额可达 80% 以上；一旦运距超过 1000 公里，航空航空市场份额迅速上升，1100 公里时航空与高铁的市场份额相当，当运距超过 1300 公里时，航空具有竞争优势，占有 80% 以上的市场份额。

国航以其较远的国内航线和较大的国际业务比重，海航以其立地条件所受高铁冲击将较小，东航所受冲击将较大。

图 17: 预计我国高铁运营后不同运距的航空市场份额

图 18: 我国主要航空公司的平均国内航线运距



数据来源: 广发证券发展研究中心

(二) 油价风险较小

目前国际 WTI 原油价格在 70-80 美元/桶波动，比较安全，且油价有所回落对航空公司形成利好。在经济复苏周期中，上涨的油价可通过需求拉动的票价和联动的燃油费转嫁，航空公司也并不惧怕油价温和上涨。

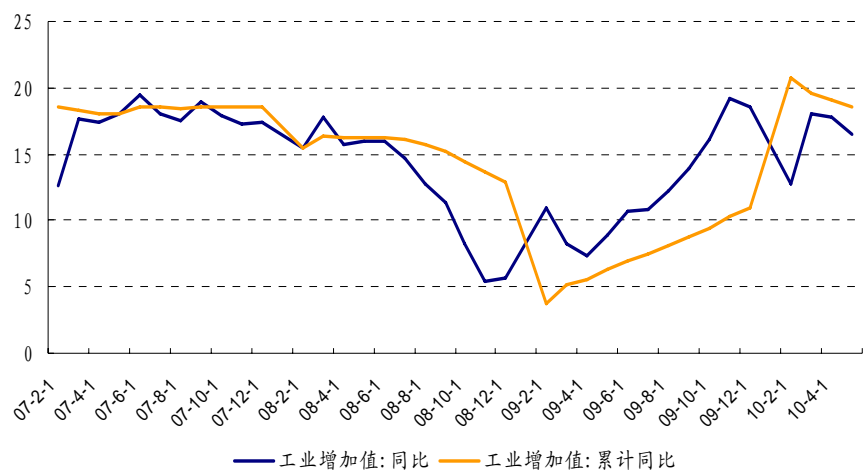
陆运篇：选择安全边际高或想象空间大的个股

一、防御性体现在哪里？——与宏观经济相关性相对较低，振荡市中具备相对收益的潜力

（一）宏观经济处于短期滞涨中，市场难有好表现

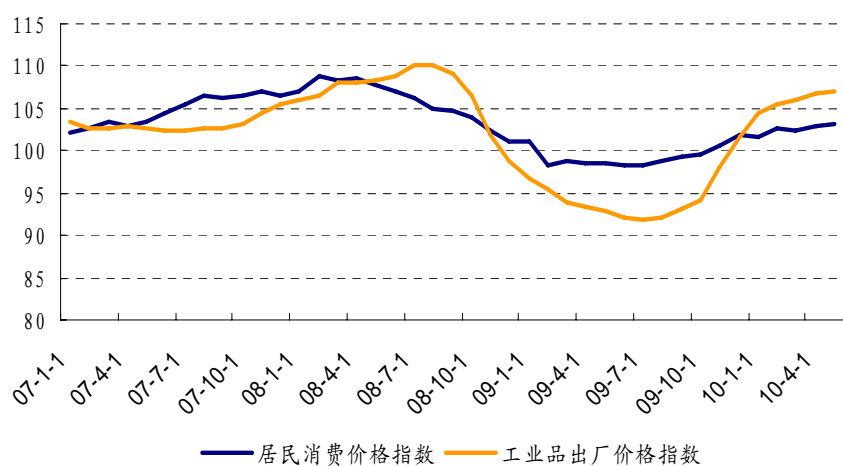
广发证券的策略研究认为，由于经济危机之后超常规的刺激计划导致了实体经济和资产价格的一系列“超调”，表现为表现为经济增速迅速回升，很快超过潜在增长水平、耐用品消费增长创下历史高峰、M1 增速接近 1993 年的历史高点，通胀压力更早到来。超调之后必然意味着回归，我们认同经济在大趋势上仍处于复苏区间，但超调后的回落使经济面临一个“小滞涨”周期。

图 19：工业增加值开始下降



数据来源：WIND, 广发证券研发中心

图 20：通胀压力增加



数据来源：WIND, 广发证券研发中心

回顾历史上对应的时期，A股市场很难有较好的表现。根据我们对滞涨定义，1996年以后，中国经济共经历3次滞涨：2000年9月-2001年5月、2004年1月-2004年8月和2007年12月-2008年4月，同期A股市场的回报率分别为5.21%、-10.42%和-12.72%。而4月19日，沪深300跌破年线。全球资本市场风险亦在加大。最近两个月，澳大利亚标普200，巴西圣保罗指数、日经225指数、美国道琼斯工业平均指数纷纷赴A股后辄。

图 21：历史上滞涨期的 A 股走势



数据来源：WIND, 广发证券研发中心

根据广发策略的研究，货币供应量的持续影响仍将主导未来 CPI 走势，而需求和民间投资不足、出口增速回落、地产价格抑制措施、地方政府平台治理、产能过剩治理等各方面的综合影响，将使经济增速在惯性回落的基础上低于预期。政策路线在 CPI 上行经济下行之下也会变得愈发多端难测。一旦这一预期被市场接受，市场存在进一步下跌的风险。

（二）公路铁路股是市场震荡中的安全气囊

从过去 10 年的数据看，高速公路与铁路运输公司净利润年同比增长与 GDP 增长的相关系数为 0.25 与 0.18, 远远低于房地产等强周期性行业。

表 12：公路铁路运输行业净利润、营业总收入增速与 GDP 增速的相关性

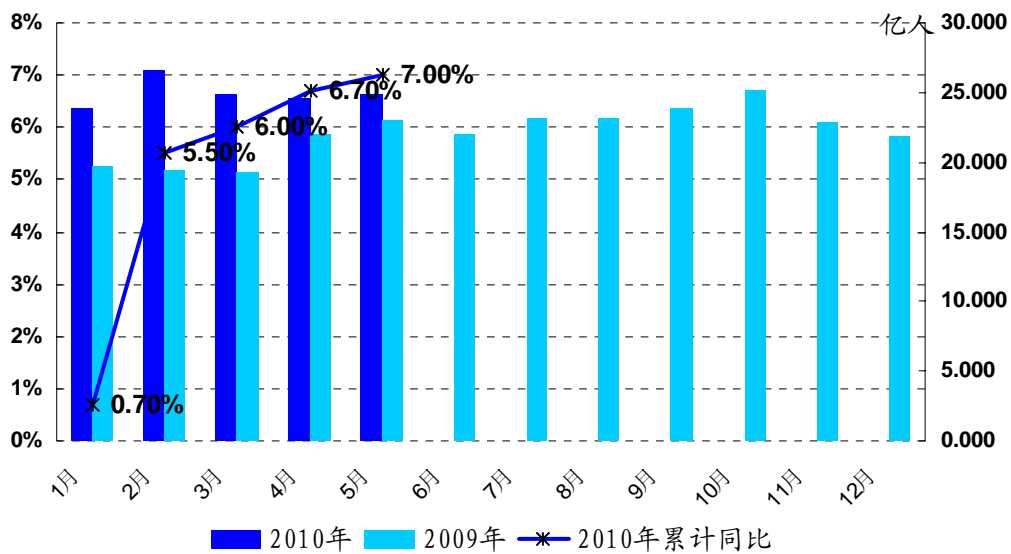
	GDP 增速	高速公路行业净利润同比增长	铁路运输行业净利润同比增长	房地产行业净利润同比增长
1999 年	7.6	50.55	55.28	63.23
2000 年	8.4	-10.71	26.12	0.51
2001 年	8.3	-14.16	-18.27	-31.22
2002 年	9.1	21.63	-4.85	-41.65
2003 年	10	17.63	-23.80	-6.91
2004 年	10.1	14.47	-182.31	-13.64
2005 年	11.3	2.94	-4.85	86.30
2006 年	12.7	42.41	2.30	235.76
2007 年	14.2	22.76	96.90	127.48

2008年	9.6	-4.94	0.81	-3.57
2009年	8.7	11.49	0.25	39.27
与GDP的相关系数	1	0.25	0.18	0.70

数据来源：WIND,广发证券研发中心

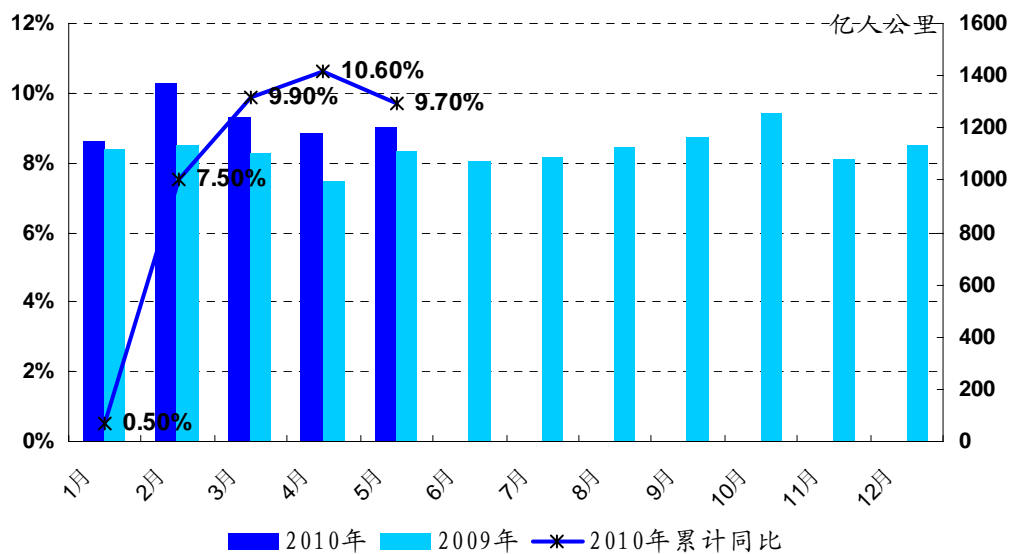
公路铁路运输行业仍处于稳定增长阶段。客运量存在一定的消费刚性，而货运量在今年同比增长创出新高。由于汽车销量在消费刺激政策下创新高，将进一步拉动车流量提升。

图 22：客运量



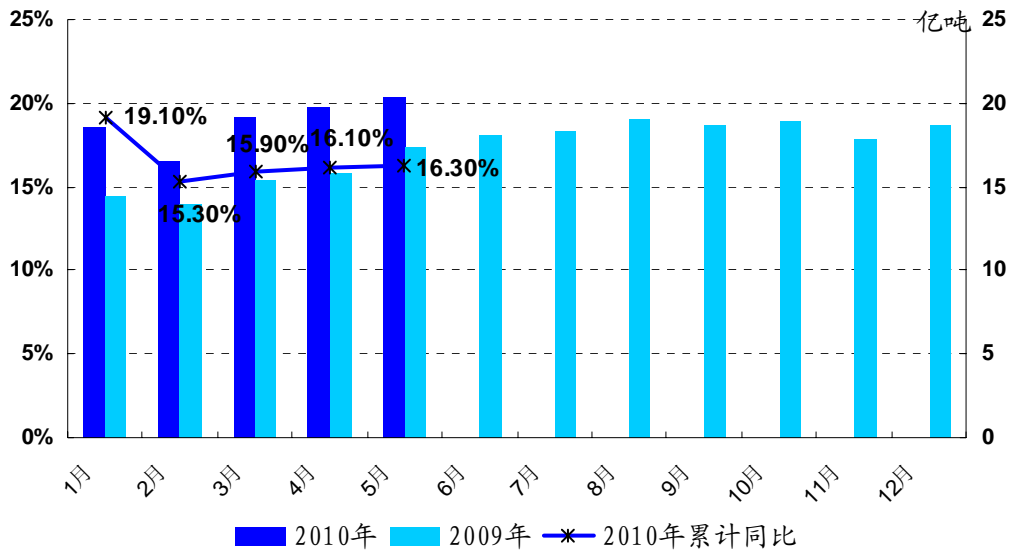
数据来源：CEIC,广发证券研发中心

图 23：客运周转量



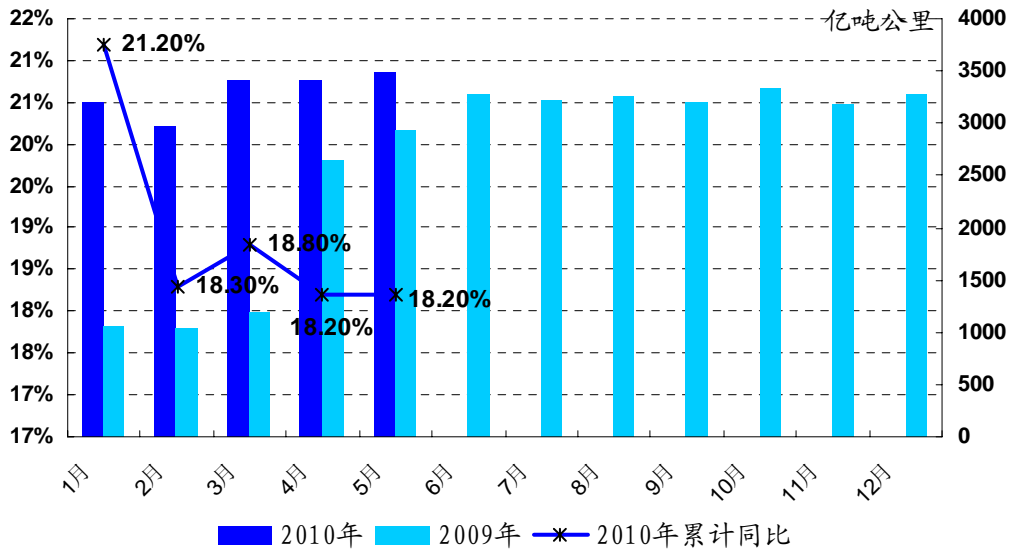
数据来源：CEIC,广发证券研发中心

图 24：货运量



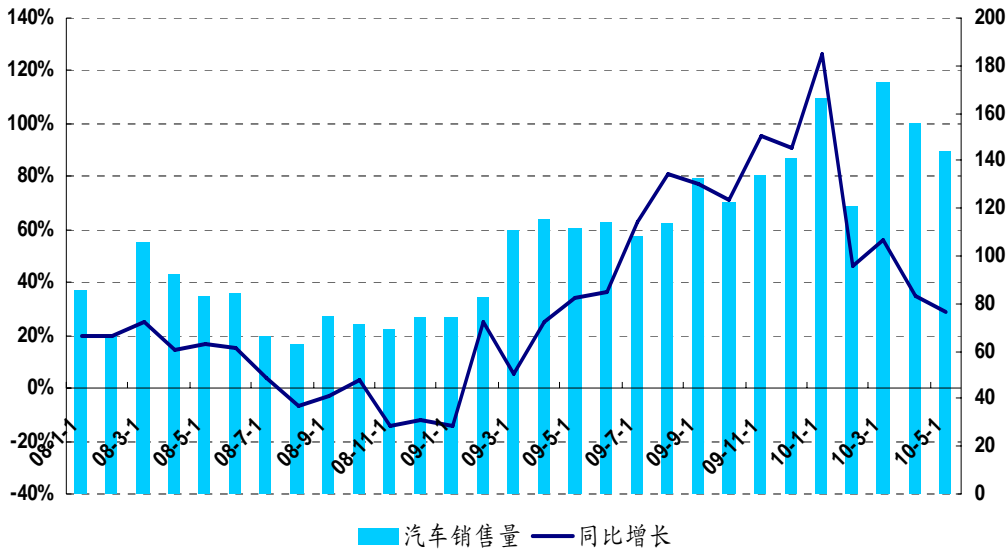
数据来源：CEIC, 广发证券研发中心

图 25：货运周转量



数据来源：CEIC, 广发证券研发中心

图 26：汽车销售量在危机后大幅增长



数据来源：CEIC, 广发证券研发中心

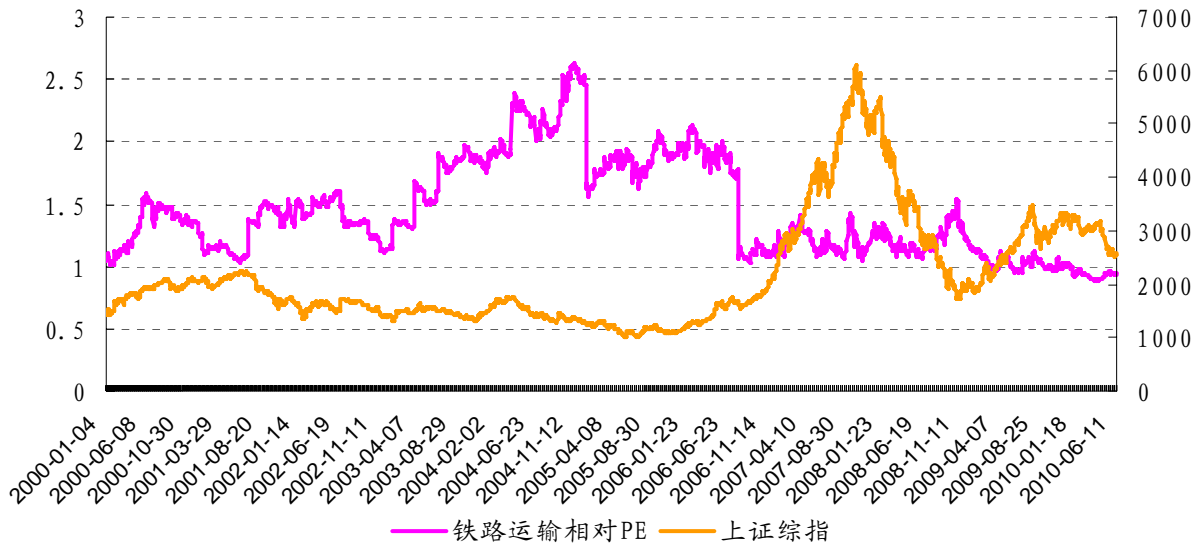
从估值水平看，公路铁路股相对全部 A 股的 PE(TTM, 剔除负值)与上证综指存在明显的负相关性。历史上在市场弱势的情况下公路铁路股的相对 PE 往往有较好表现。在目前市场的震荡整理格局中，公路铁路股的相对 PE 很有可能持续上扬。

图 27：高速公路行业相对 PE 与 A 股走势



数据来源：WIND, 广发证券研发中心

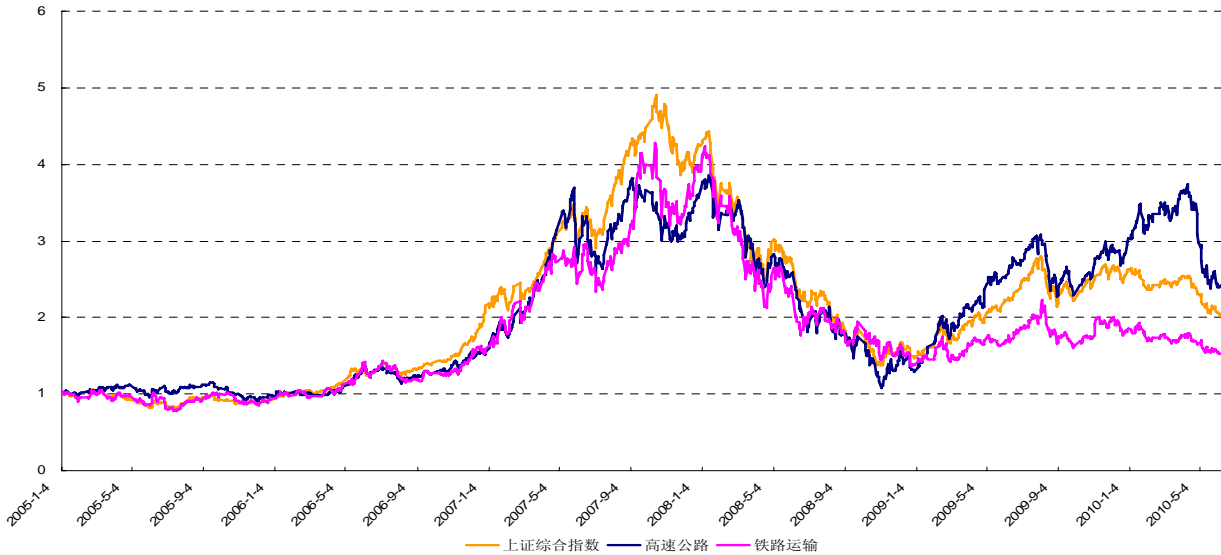
图 28：铁路运输行业相对 PE 与 A 股走势



数据来源：WIND,广发证券研发中心

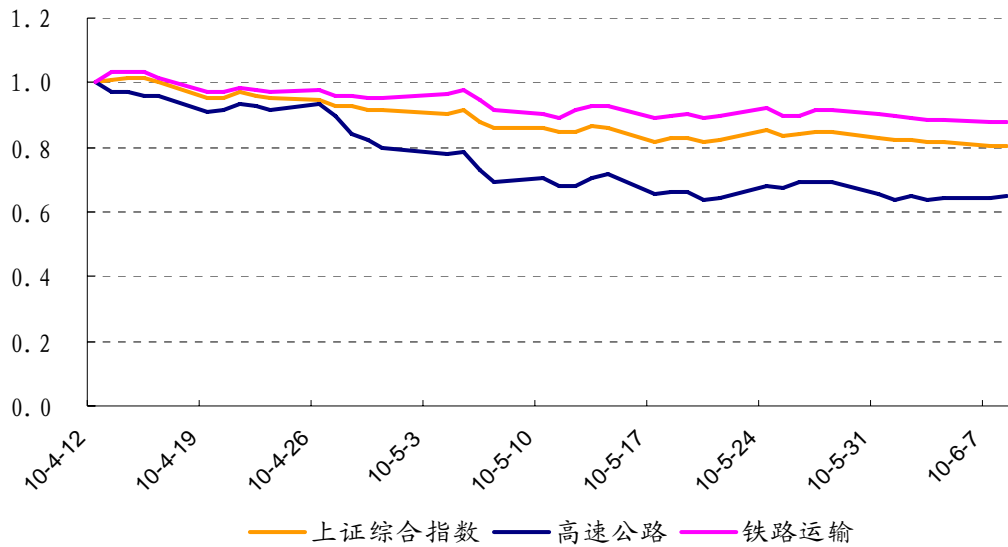
从历史上的行业股价指数看，在 07 年的下跌中，公路铁路的跌幅相较大盘要小。而在今年 4 月以来的下跌中，公路股跌幅远超大盘。这有可能是对本轮复苏以来公路股相对走强的修正，但是在盈利和估值水平的支撑下，公路股继续下跌的空间有限。

图 29：公路铁路行业与 A 股走势



数据来源：WIND,广发证券研发中心

图 30：4 月中旬以来高速公路行业跌幅远超 A 股



数据来源：WIND,广发证券研发中心

二、安全边际——股息率提供了保底收益

高速公路和铁路公司拥有大量的货币资产，具有高现金分红的传统，而且股利相对稳定。目前的股价凸显公路铁路股高股息率的投资价值。

表 13：公路铁路股股息率

		2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	股价	股息率/利率
宁沪高速	EPS	0.14	0.23	0.32	0.31	0.40	0.48	6.51	5.41%
	股利(税前)	0.15	0.19	0.27	0.27	0.31	0.35		
大秦铁路	EPS	0.36	0.39	0.47	0.51	0.50	0.57	8.34	4.31%
	股利(税前)	--	0.30	0.30	0.30	0.30	0.36		
现代投资	EPS	0.44	0.72	1.48	1.43	1.58	1.91	18.38	4.18%
	股利(税前)	0.00	0.38	0.80	0.78	0.38	0.77		
五年期定期存款利率									3.60%
三年期定期存款利率									3.33%
皖通高速	EPS	0.40	0.49	0.31	0.42	0.41	0.42	5.73	3.27%
	股利(税前)	0.28	0.25	0.20	0.23	0.20	0.19		
粤高速 A	EPS	0.26	0.26	0.39	0.32	0.26	0.28	4.82	3.02%
	股利(税前)	0.16	0.17	0.24	0.10	0.10	0.15		
山东高速	EPS	0.20	0.27	0.35	0.37	0.31	0.38	5.11	3.00%
	股利(税前)	0.13	0.13	0.16	0.17	0.09	0.15		
二年期定期存款利率									2.79%
赣粤高速	EPS	0.51	0.71	0.94	0.94	0.53	0.55	5.99	2.48%
	股利(税前)	0.20	0.20	0.23	0.23	0.10	0.15		
楚天高速	EPS	0.10	0.28	0.29	0.32	0.32	0.50	5.90	2.42%
	股利(税前)	0.07	0.12	0.16	0.13	0.08	0.14		
广深铁路	EPS	0.14	0.17	0.20	0.17	0.19	0.21	3.71	2.49%

	股利 (税前)	--	0.08	0.08	0.08	0.05	0.09		
深高速	EPS	0.22	90.26	0.31	0.23	0.25	0.30	4.91	2.31%
	股利 (税前)	0.12	0.13	0.16	0.12	0.12	0.11		
一年期定期存款利率									2.25%

数据来源: WIND, 广发证券研发中心

三、想象空间——铁路行业改革预期和高铁时代来临, 赋予铁路集装箱无尽的想象空间

(一) 铁路建设资金总投入庞大, 投融资体制改革步伐加快

2004年《中长期铁路规划网》通过后, 资金短缺成为铁道部实现《中长期铁路网规划》的主要制约因素之一, 铁路行业引进社会资本的速度明显加快。

调整后的路网规划要求我国到2020年路网规模达12万公里, 资金投入总需求量超过5万亿元。除了国家财政支持外, 大量资金依赖铁路自筹, 铁道部的负债率从2005年的37.5%已经涨到2009年52%左右。而未来三年每年投资资金都将在7千亿元以上。2010年, 全国铁路计划安排固定资产投资8235亿元。铁道部自筹资金相当有限, 高额负债使其面对巨大的财务费用压力。

我们在下表中大致估算了铁道部每年利息的支付情况, 从中发现两点:

- (1).到2012年, 经营净现金流入已经不足以支付利息;
- (2).需要债务融资来弥补的现金缺口越来越大。

并且由于非金融企业发行债券要求未偿还余额不得超过企业净资产的40%, 而目前铁道部已发行未到期的债务融资工具是4100亿, 大约为净资产36%左右, 能够继续发行债券和票据的空间已经十分有限。

表14: 铁道部利息支出估算

(单位: 亿元)	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
经营净现金流入	892	990	1,109	1,242	1,391
贷款和其他	2,714	6,116	7,743	6,793	7,024
基建投资	3,352	6,823	8,235	7,000	7,000
利息	135	283	617	1,035	1,415

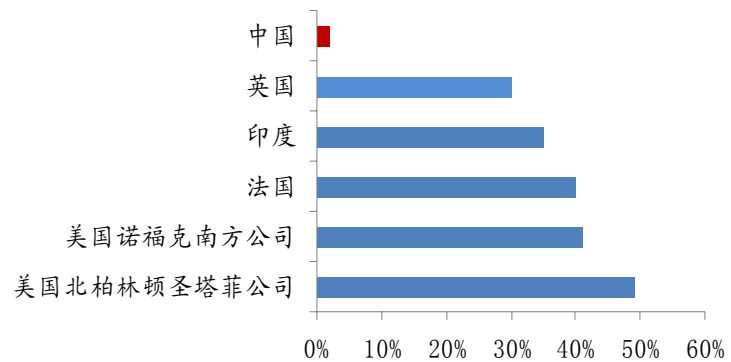
数据来源: 铁道部, 广发证券研究发展中心

充分利用资本市场, 提升铁路运输企业直接融资能力是铁道部必然的选择。

(二) 高铁时代, 铁路集装箱将迎来高速增长

铁路集装箱是现代物流重要的运输方式, 世界主要发达国家的铁路运输集装箱化率都在35%以上, 而我国仅为2.15%。

图 31：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

在我们关于铁龙物流的深度报告《使命与召唤，高铁时代的第三方物流霸主》中有详细阐述，之所以铁路集装箱即将迎来爆发式增长是因为：

- 社会产业的召唤：谁能提供全网络、低成本、低货损、长距离、门到门的物流服务？只有基于铁路集装箱网络的全国性物流平台能够满足要求。
- 国家政策的召唤：物流振兴规划该振兴谁？只有铁路行业是全网络、全系统、单一主体。
- 铁路行业的召唤：高铁时代，铁路十二五规划将发展什么？2012年高铁网络将基本建成，铁路运力即将大量释放，客运瓶颈解决之后只能大力发展铁路货运。而18个铁路集装箱中心站也将于2012年通车，因此铁路集装箱必然是发展重点。

而铁路集装箱发展资金需求量巨大，铁道部旗下相关上市公司将受益于铁道部为直接融资所进行的资产整合。

海运篇：等待新一轮的复苏

一、大周期分析——蛛网模型特征，运力仍然过剩

蛛网模型是经济学家用来解释周期性商品的产量和价格波动情况的动态模型。经典案例是农产品生产者的逻辑，即农产品当期的产量决定于上期的价格：上期产品价格高——生产者增加供给——当期价格回落——下期减产——下期价格回升……如此反复。

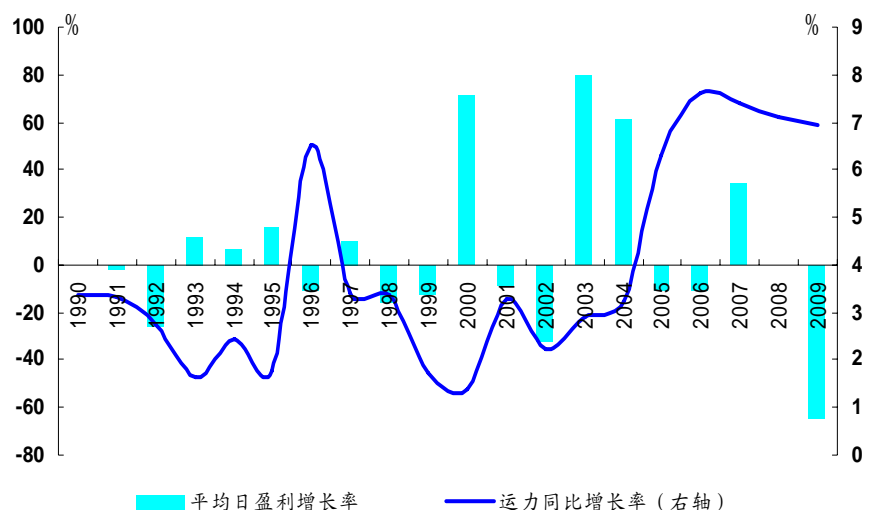
海运市场中，由于造船周期较长，通常需要 2-3 年（农产品生产周期仅 1 年），因此其周期性演变规律更加复杂，不确定性程度较高。

- 1993—1995 年，盈利能力的持续上涨推动运力第一波大幅增长；
- 1996—1999 年，盈利能力的下滑导致船公司订单减少，运力增速逐渐下滑。
- 2003—2004 年，盈利能力恢复性增长引致运力出现第二波爆发性增长；
- 2008—2009 年，盈利能力的大幅度下滑将预计将使未来运力增速趋缓；

海运运力的增幅取决于前期运价，而非取决于需求，因此我们预测未来运力增幅应该关注前期的盈利能力。

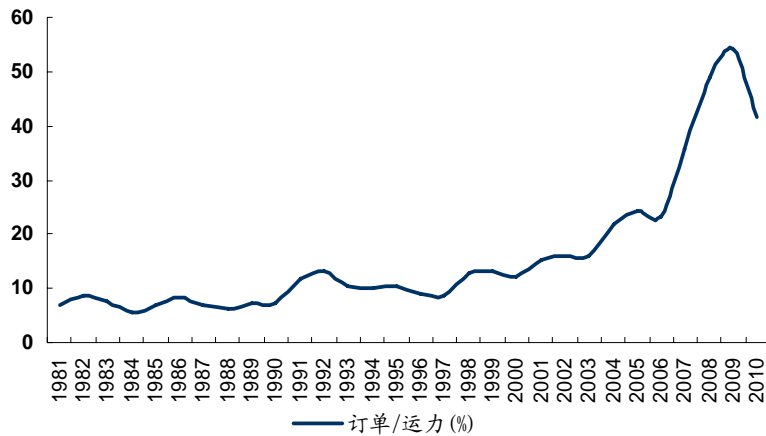
2007 年盈利水平的大幅度上涨推升订单量大幅度增加，预计 2010-2012 年又是运力新一轮大幅增长期，海运盈利压力依然很大，将呈弱势走势。

图 32：海运运力增长率周期性轮动



数据来源：Clarkson、广发证券研发中心

图 33：订单仍处于高位



数据来源：Clarkson、广发证券研发中心

二、干散货行业——订单充足，需求在哪里？

（一）过去10年靠铁矿石，未来需求增速靠什么？

80年代，干散货运量增速由煤炭和铁矿石主导；90年代，仍由煤炭主导，10年平均复合增长率达4.02%；20世纪的第一个十年，散货运量增速改由铁矿石主导，中国需求异军突起。

表 15：干散货主要货种过去近 30 年的复合增长率（%）

	1983年-1989年	1990年-1999年	2000年-2009年
干散货	4.19	1.8	4.49
其中：铁矿石	5.88	1.03	8.5
煤炭	7.73	4.02	5.65
粮食	1.69	1.08	2.48

数据来源：Clarkson，广发证券发展研究中心

图 34：干散货运力增速下滑

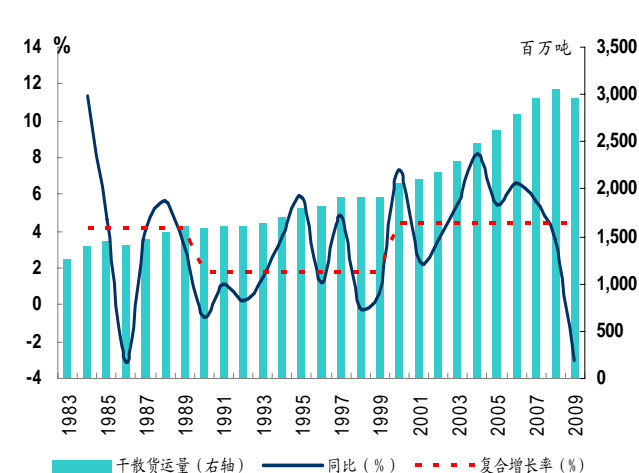
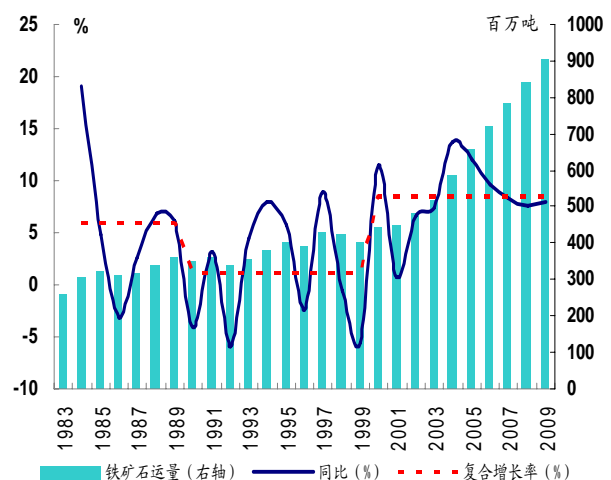


图 35：铁矿石货种支撑干散货过去十年的增速



数据来源：Clarkson、广发证券发展研究中心

图 36：煤炭增幅不大

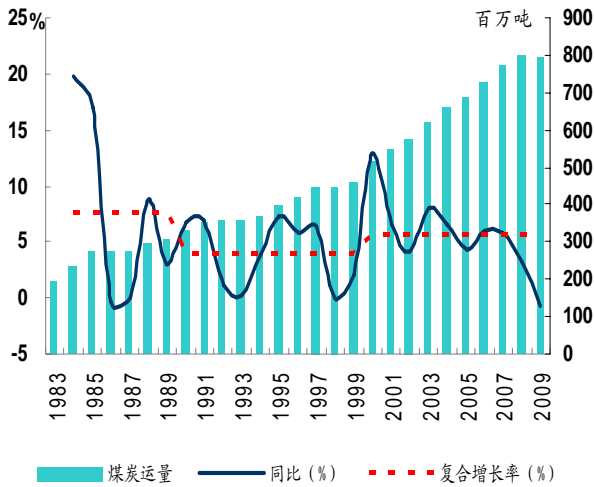
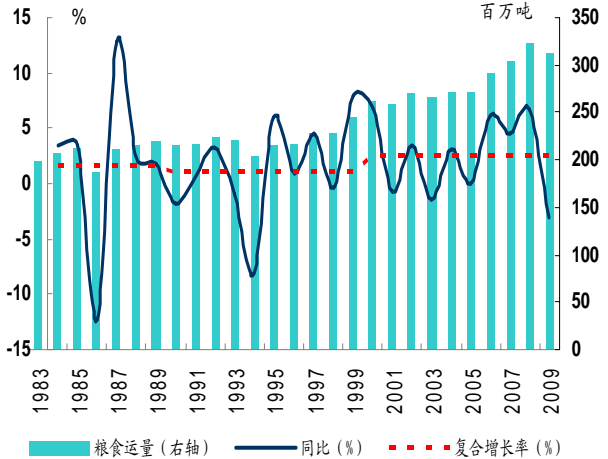


图 37：粮食货种的运量维持平稳增长

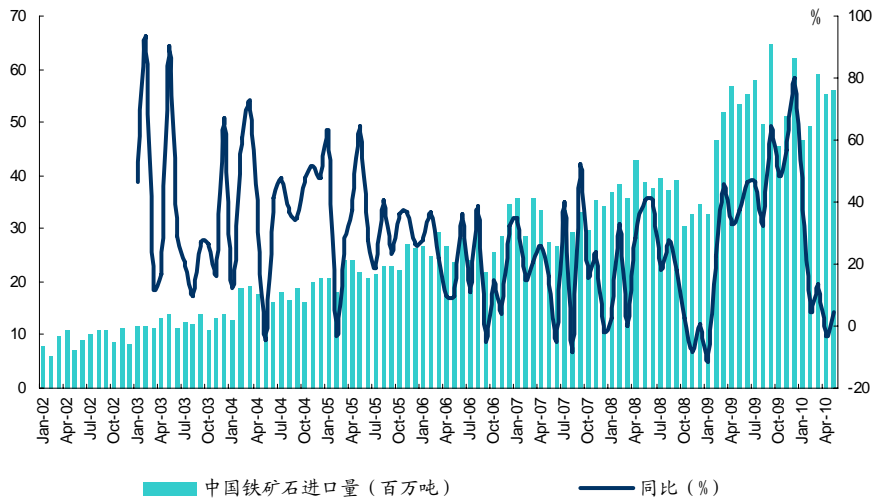


数据来源：Clarkson、广发证券发展研究中心

我们认为散货运量增长率主要看外围市场，中国因素带动的矿石需求力量将大幅缩水。

(1) 短期内散货运量需求继续下行。中国经济增长结构的转型以及限制过剩产能的措施使得中国的矿石需求已经不足以继续引领增长；根据广发证券钢铁研究员预测，中国 2010 年粗钢产量全年增长 8% 左右，且由于进口铁矿石协议价格的走高，钢厂可能会在三季度进一步减产，进一步影响进口铁矿石需求。

图 38：中国进口铁矿石 5 月同比下降



数据来源：Clarkson、广发证券研发中心

(2) 先行指标显示外围市场逐渐复苏。日、韩市场的复苏将部分弥补中国市场进口的铁矿石的回落。

图 39：日本产能利用率大幅度回升

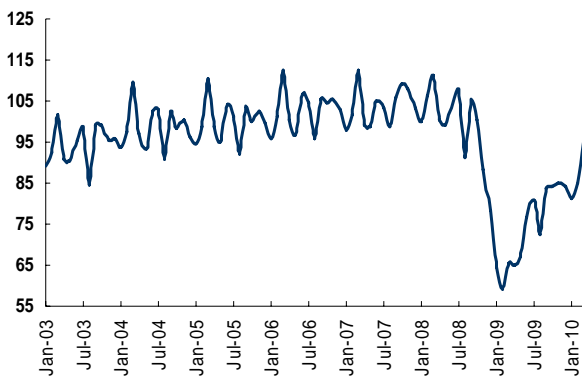
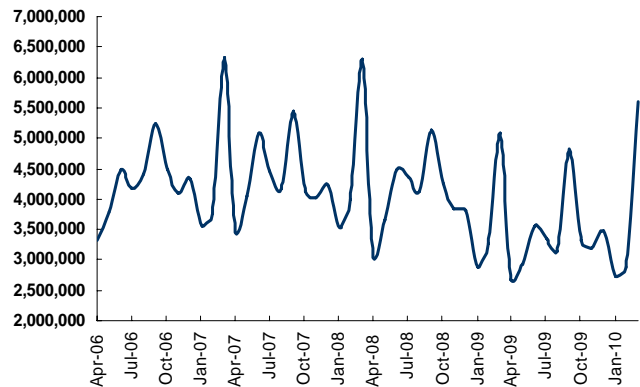


图 40：日本建筑订单持续增长



数据来源：Clarkson、广发证券发展研究中心

(3) 未来十年的长期需求要看印度。2009 年中国人均粗钢产量大约是印度的 8 倍，按照产能梯度转移理论，印度未来的钢铁需求可能使印度成为铁矿石净进口国，中国从印度进口铁矿石将改从巴西和澳大利亚进口，增加运距。

图 41：中国人均粗钢产量

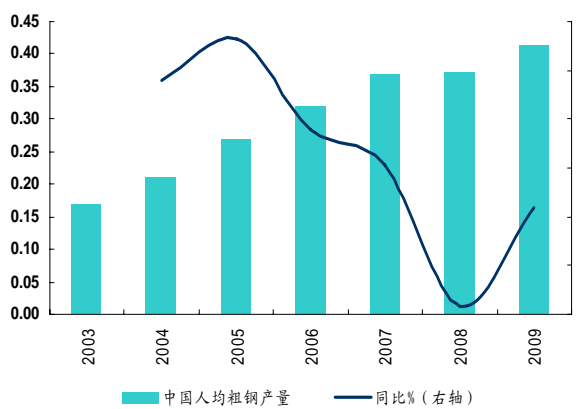
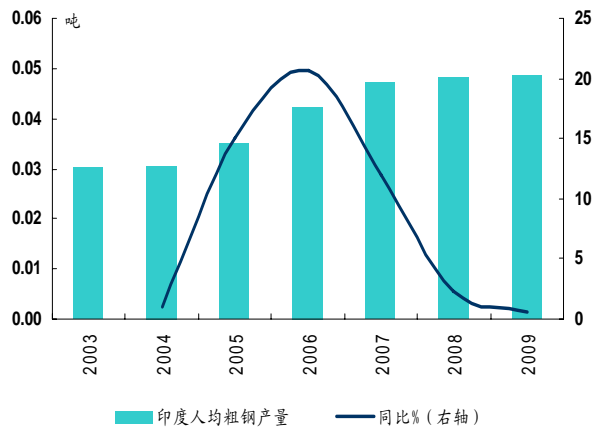


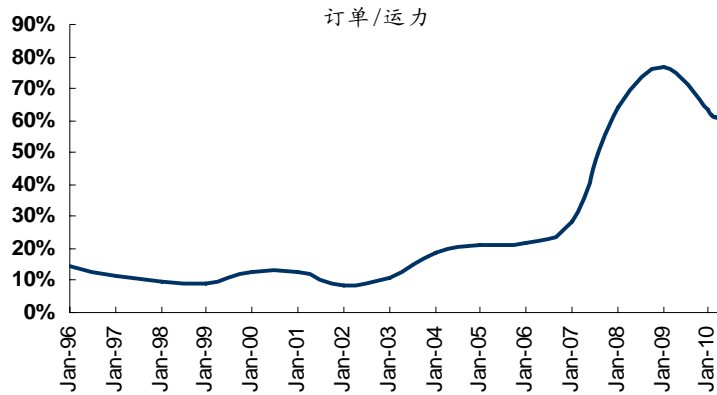
图 42：印度人均粗钢产量



数据来源：Clarkson、广发证券发展研究中心

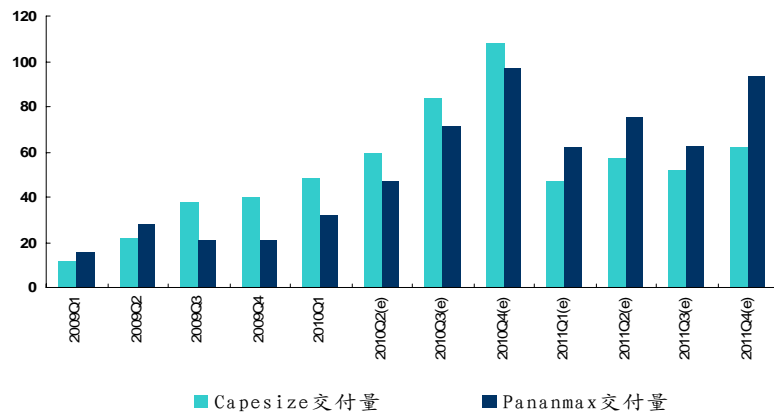
(二) 运力订单交付压力大, 运价上行阻力很强, 建议回避

图 43 : 散货船订单/运力



数据来源: Clarkson、广发证券研发中心

图 44 : capesize和Panamax新船交付压力大



数据来源: Clarkson、广发证券研发中心

三、油轮行业——淡季不淡, 建议关注

(一) 需求支撑反弹, 运价大幅走强

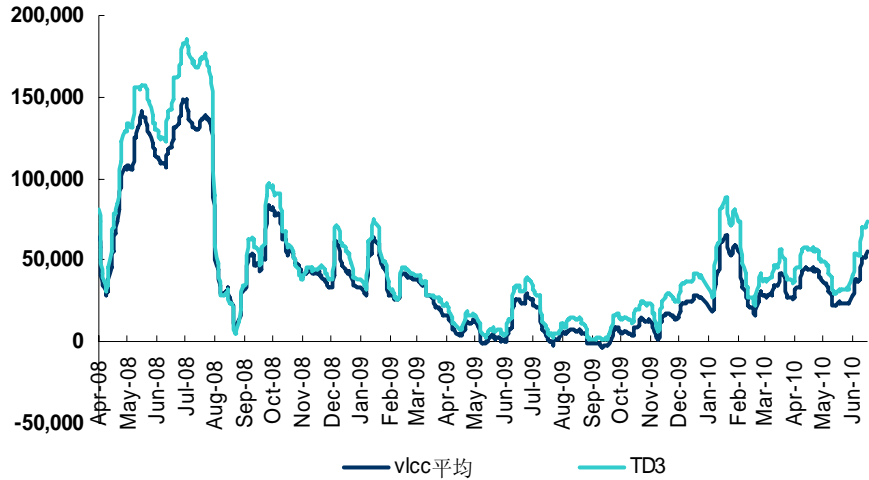
2010年1月-6月15日, TD3 航线平均 TCE 水平为 4.9 万美元, 同比增长 73.79%; VLCC 平均 TCE 水平为 3.6 万美元, 同比增长 54.65%。

表 16 : VLCC 平均 TCE 水平显著高于 2009 年

	TD3 航线 TCE 水平	VLCC 平均 TCE
2009Q1	40,393	35,804
2009Q2	16,818	11,136
2009Q3	10,267	4,668
2009Q4	25,319	14,760
2010Q1	49,908	36,620
2010Q2 (E)	48,098	35,956

数据来源: Balitic、广发证券研发中心

图 45：TD3 航线日均 TCE 水平同比上涨 73.8%



数据来源：Clarkson、广发证券研发中心

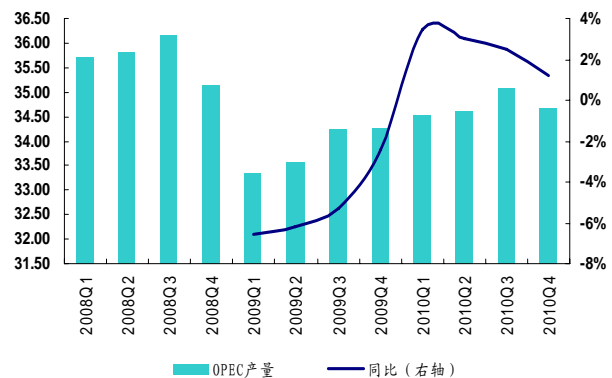
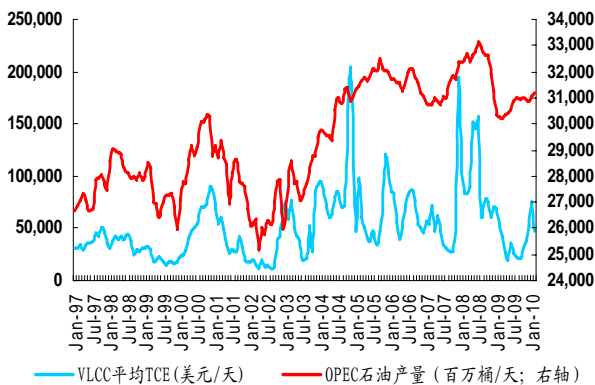
(1) 先行指标。我们运用格兰杰因果检验法检验了 VLCC 运价与 OPEC 原油产量之间的因果关系，结果显示 OPEC 产量显著领先于 VLCC 运价。经历了 2009 年低谷后，随着油价的上涨，OPEC 产量逐步提高，2010 年一季度产量同比增长 3.4%，即 115 万桶/天。IEA 预计 2010 年 OPEC 产量平均增长 2.5%。

(2) 中国需求。A、中国 2009 年炼油产能提升 10%、原油战略库存建设继续增大中国进口原油需求。2010 年 1 季度中国原油进口量同比增长 12%。B、中国加大从非洲和中南美的原油进口量将有效增加运距。2009 年中国从非洲和南美进口原油分别 16.96% 和 7.79%。

(3) 投资拐点来临。VLCC 淡季不淡，运价强势反弹可能会使业绩超预期；三季度是 VLCC 全年交付量最少的一个季度，又加上旺季到来的因素，油轮运价存在进一步上涨的态势。

图 46：VLCC 运价与 OPEC 产量

图 47：OPEC 产量 2010 年平均增幅 2.5%



数据来源：Clarkson、IEA、广发证券发展研究中心

图 48：中国炼油产能 2009 年提速 10%

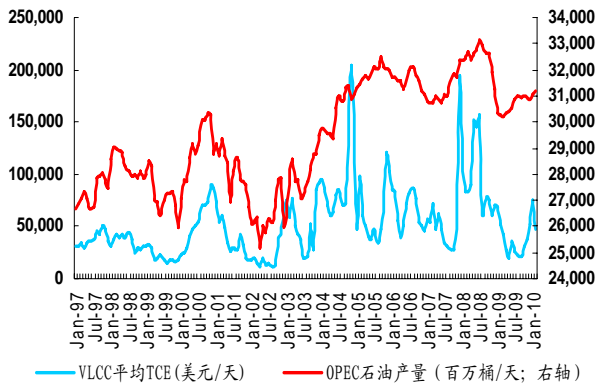
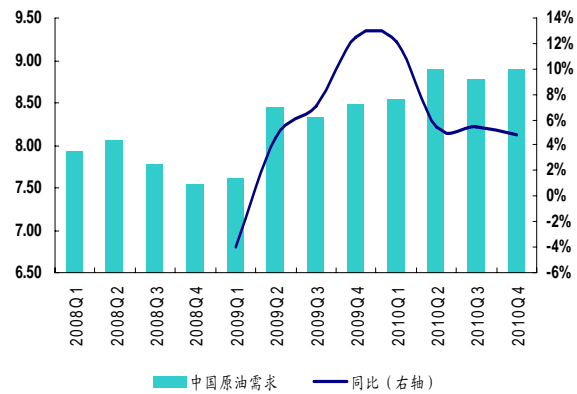


图 49：中国原油需求量增长率攀高



数据来源：Clarkson、广发证券发展研究中心

表 17：中国进口原油来源地

	2006年	2007年	2008年	2009年
USA	7.3	6.0	16.0	58.0
Canada	0.9	9.0		
Mexico	0.0	0.0	0.0	
S. & Cent. America	261.8	278.0	334.0	360.0
Europe	9.2	9.0	5.1	13.0
Former Soviet Union	489.2	532.0	453.1	539.0
Middle East	1490.0	1587.0	1843.8	2078.0
North Africa	74.7	93.0	83.3	180.0
West Africa	742.4	719.0	782.7	837.0
East & Southern Africa	105.6	255.0	212.9	245.0
Australasia	43.0	29.0	19.1	33.0
India	0.0	0.0	4.9	4.0
Japan	66.8	64.0	102.6	76.0
Singapore	111.2	69.0	92.9	138.0
Other Asia Pacific	472.0	458.0	442.4	567.0
Unidentified *	12.7	0.0	0.0	0.0

数据来源：BP、广发证券发展研究中心

（二）供给压力较小——VLCC供给量可能出现负增长

（1）订单较少。油轮在手订单占运力比目前为 29.13%，其中 VLCC 订单/现有运力比为 37.29%，订单压力远低于散货船和集装箱船。

（2）单壳油轮退出增加。2010 年初单壳 VLCC 运力为 87 艘；预计 2010 年单壳 VLCC 拆解/改装 70%，即退出 60 条，其中 2010 年 1-5 月份已经退出 17 条。预计全年交付 67 艘，2010 年 1-5 月份交付 25 条，较预计交付量减少 6 条。

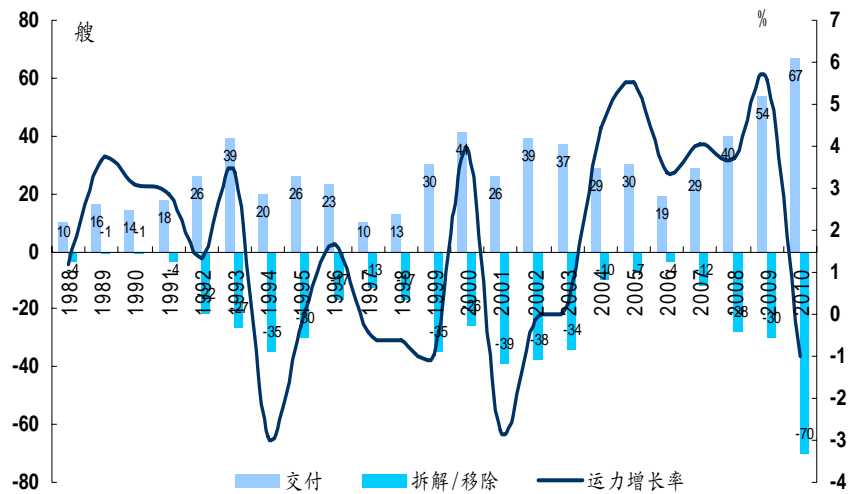
（3）2010 年 VLCC 运力出现负增长。

表 18：单壳油轮数量（假定 2010 年单壳油轮退出 70%，即 60 艘。其中 1-5 月份已退出 17 条）

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010E
单壳VLCC(年初)	210	176	166	159	155	143	117	87
-油轮改装其他	-4	-7	-6	-4	-12	-25	-21	-10
-拆解	-30	-3	-1	0	0	-3	-9	-50
+其他改装油轮						2		
单壳VLCC(年底)	176	166	159	155	143	117	87	27

数据来源：Clarkson、广发证券研发中心

图 50：2010 年 VLCC 运力可能负增长



数据来源：Clarkson、广发证券研发中心

（三）建议关注油轮公司——长航油运、中海发展

长航油运是国内唯一整体经营油轮运输的公司，目前拥有 6 艘 VLCC，预计 2010 年年底拥有 11 艘 VLCC，业绩弹性较好。同时由于公司资产负债率较高，财务费用压力很大，预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为

中海发展主要经营沿海散货运输以及原油运输，截止 2010 年 5 月拥有 VLCC 共 9 艘。

表 19：船公司 VLCC 拥有量

	2007 年	2008 年	2009 年	2010E	2011E
中海发展	4	4	10	12	12
长航油运	1	3	6	11	14

资料来源：公司资料，广发证券发展研究中心

四、集运行业——外部经济的担忧，等待时机进一步明朗

（一）现在：价高量足，业绩增长有保证

今年的集运市场可以用“反弹”、甚至“火爆”等词汇描述，集运市场淡

季不淡。

表 20：集装箱各航线运价

	欧线	地中海	美西	美东
2009Q4	1380.18	1378.73	1382.73	2389.73
2010Q1	1979.82	1882.91	1956.73	2994.73
环比增长率 (%)	43.45%	36.57%	41.51%	25.32%
2010Q2 (E)	1868.90	1837.50	2362.70	3449.90
环比增长率 (%)	-5.60%	-2.41%	20.75%	15.20%

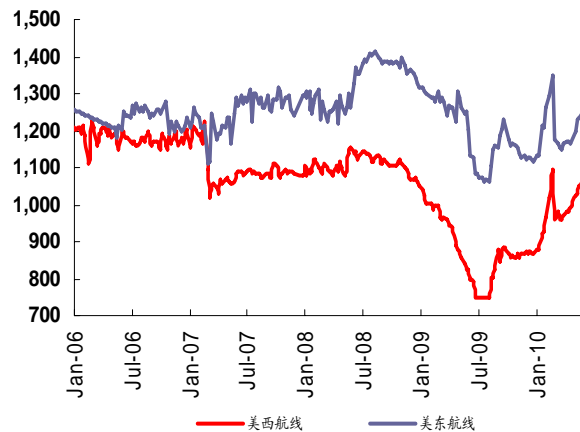
数据来源：中华航运网、广发证券发展研究中心

我们认为目前欧线运价已经接近历史高位，2010 年新合同执行后美线运价也已经接近历史高点。三季度传统旺季期间集运公司价高量足，业绩较为肯定。

参照中国集装箱运价指数 (CCFI)，欧洲航线 2010 年年初至今均值为 1773.37 点，较历史最高位低 7%，较历史最低位上涨 129%；美西航线和美东航线均值分别为 989 点、1208 点，较最低点分别上涨 33% 和 14%。

图 51：欧地航线运价指数创新高

图 52：美线运价指数大幅上涨



数据来源：Clarkson、广发证券发展研究中心

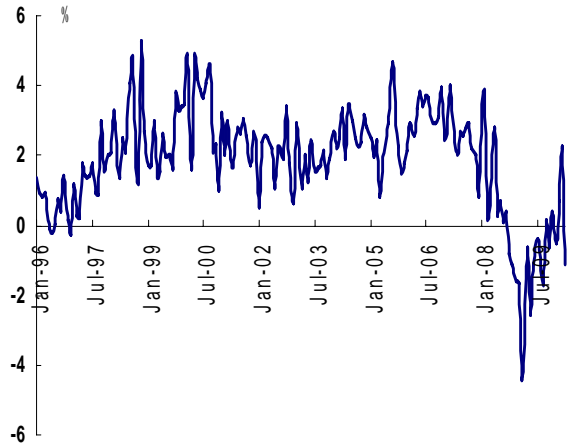
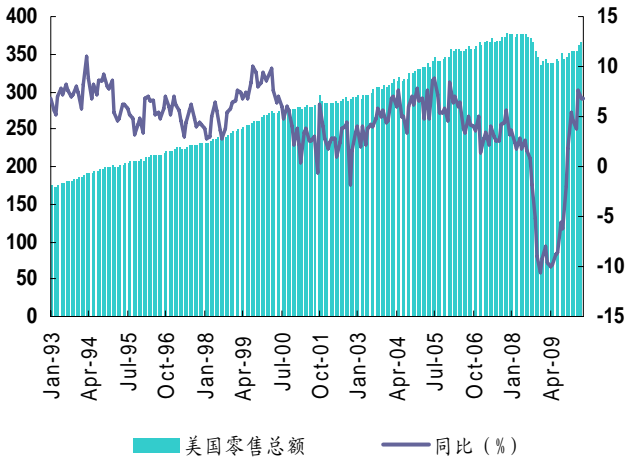
(二) 未来趋势：欧美经济复苏的担心，中国出口回落的影响

我们认为运价能否维持并且继续上涨取决于两个因素：(1) 欧美经济走势对需求的影响；(2) 闲置运力的释放对集运市场的影响。

(1) 美国消费继续向好，欧洲消费水平趋缓。美国 5 月份零售额同比增长 5.9%，其中家电零售额同比 2.6%，家具零售额同比基本持平。欧盟 27 国 4 月份零售额同比下降 1.09%，环比回落 1.26%。IMF 最新预计美国 2010 年的 GDP 增值 3.1%，欧盟 GDP 增值 1.1%；我们认为即使欧盟需求同比出现一定滑落，但由于三季度旺季货量的支撑，运价仍能维持；

图 53: 美国零售额同比大幅回升

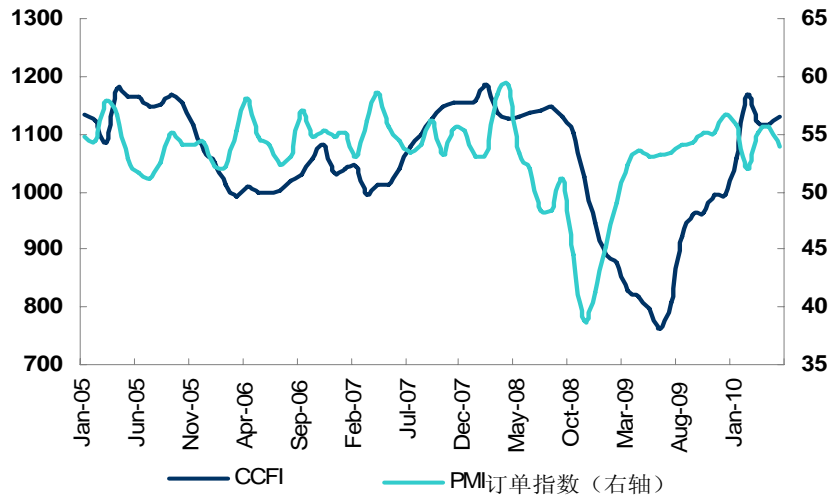
图 54: 欧盟零售额同比出现回落



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

(2) 先行指标出现下行趋势。我们运用格兰杰因果检验法检验了 PMI 与 CCFI 之间的因果关系, 结果显示 PMI 指数显著领先于 CCFI。5 月我国 PMI 指数同比上涨 1.51%, 环比下降 3.23%, 其中新出口订单指数环比下降 1.23%; PMI 指数的下降可能会对下一阶段集运市场的货量有所影响。

图 55: PMI 订单是 CCFI 的一个先行指标



数据来源: Wind、广发证券研发中心

(3) 据航运咨询机构 Alp 最新统计目前市场闲置运力约为 8%, 闲置运力较年初减少了 50 万 TEU。船公司不断开辟新航线、租船活动逐渐活跃, HRCI 集装箱租船指数大幅上涨, 闲置运力的进一步投入可能会对目前的运价带来一定的冲击。

(三) 投资策略: 关注扭亏为盈拐点

从长期趋势考虑, 中国经济增长结构调整会长期影响到集运行业的需

求，这个时点欧美需求的上升动力是我们重点关注的指标。

美国失业率依然居于高位，未来需求增长缺乏源动力；欧洲债务危机依然没有解决的明确信号；国内出口订单出现下滑；这时，我们需要等待更明朗的投资信号，我们密切关注由于 2010 年上半年价高量足带来的扭亏为盈。

投资建议与公司推荐

一、空运：全行业给予买入评级

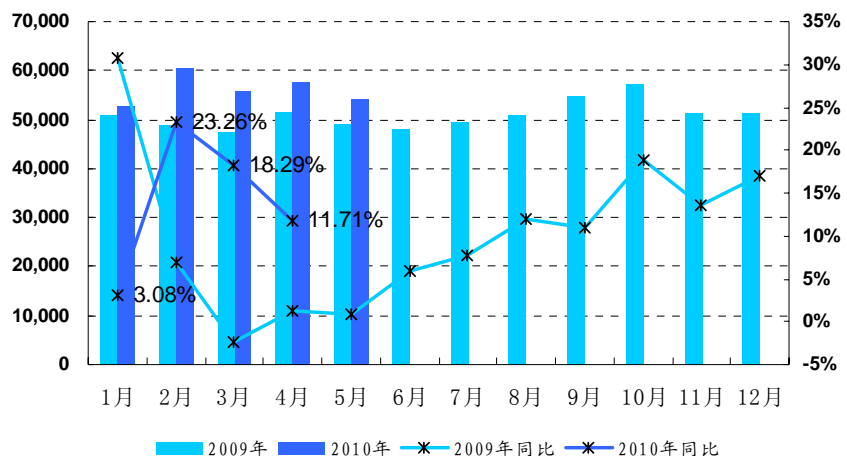
去年下半年行业呈现旺季不够旺、淡季不淡的特征。我们预计，在消费升级趋势下，加之世博拉动，今年三季度 RPK 增速将可能实现 20%以上的高增长，票价持续创新高下航空公司业绩弹性爆发可期，而四季度将回归淡季。并且，往年三季度航空股的超额收益显著。我们维持对行业的“买入”的评级，建议重点关注受益世博会的基地航空公司东方航空，国家政策支持下长期大有可为的中国国航，以及旺季弹性较大的南方航空，同时海南国际旅游岛政策的进一步落实也将成为快速扩张的海南航空的股价催化剂。

二、陆运：推荐铁龙物流和宁沪高速

（一）盈利支撑、估值向好，推荐宁沪高速

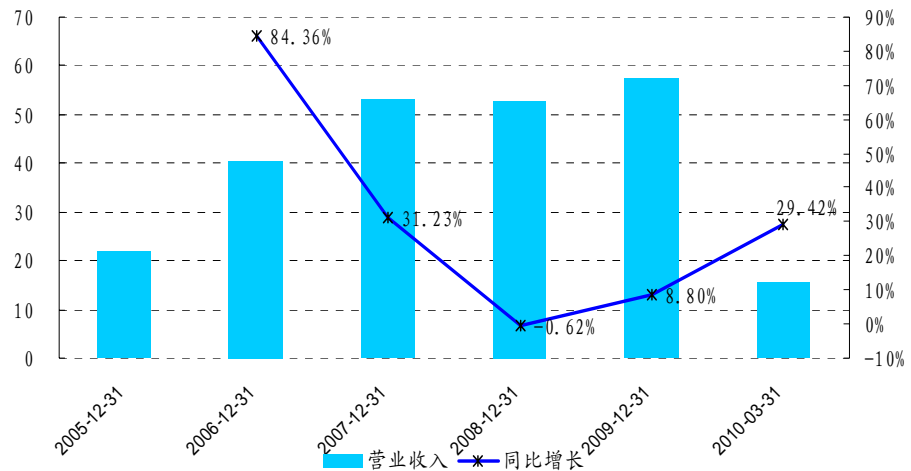
宁沪高速的核心资产沪宁高速公路江苏段车流量实现了持续较快的增长，并且由于去年对货车计重收费费率的上调和货车比例的提升，公司营业收入得到了较快增长。长三角日益突出的经济地位为公司收费路桥的车流量持续增长提供了支持。

图 56：沪宁高速日均全程交易量



数据来源：WIND, 广发证券研发中心

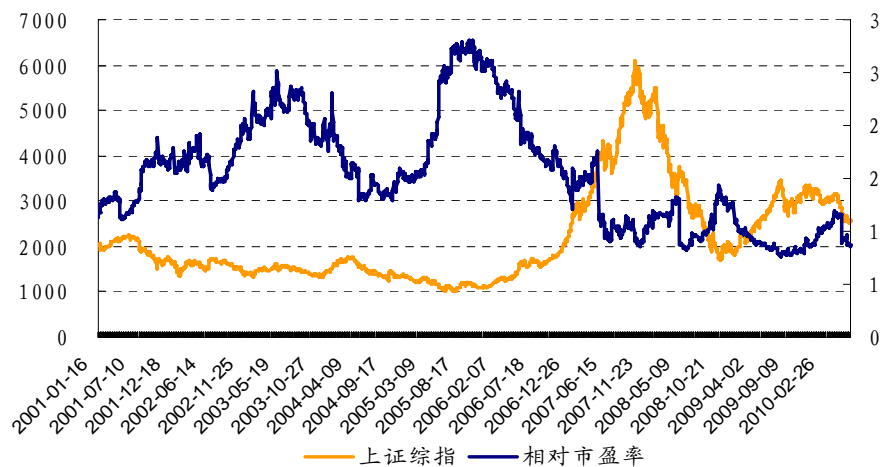
图 57：宁沪高速营业收入



数据来源：WIND, 广发证券研发中心

经过四月中旬以来的调整，宁沪高速相对大盘的市盈率 (TTM) 已经达到其历史低点，股息率已经超过 5%，继续下探空间有限，而保底收益已经锁定。

图 58：宁沪高速相对 PE



数据来源：WIND, 广发证券研发中心

（二）受益于铁路行业投融资改革，推荐铁龙物流

（1）铁龙物流是整合铁路集装箱业务的唯一平台

➢ 铁路集装箱建设资金缺口庞大

根据规划，2012 年高铁客运专线大量通车，18 个集装箱中心站全部建成，因此未来两年是铁路集装箱运输网络建设的黄金时期。

18 个集装箱中心站要得到充分使用，按照中心站的规划吞吐量，每年可办理 3000 万 TEU 的箱子，按集装箱专用平车一年周转 75 次算（2008 年为 74.8 次/年），需要平车 20 万辆。2008 年中铁集拥有平车 1.2 万辆，存在 18.8 万辆的缺口。若按一辆平车 20 万计算，铁路集装箱网络建设资金存在缺口 376 亿元。如果考虑集装箱网络中的其他配套设施的购置需

求，如装卸设备、集装箱等，资金缺口可能还不止于此。但是我们谨慎假设资金缺口为 376 亿。

- 铁道部旗下有三家上市公司，分别是广深铁路，大秦铁路和铁龙物流。然而只有铁龙物流是为铁路集装箱融资唯一背景符合的上市公司。

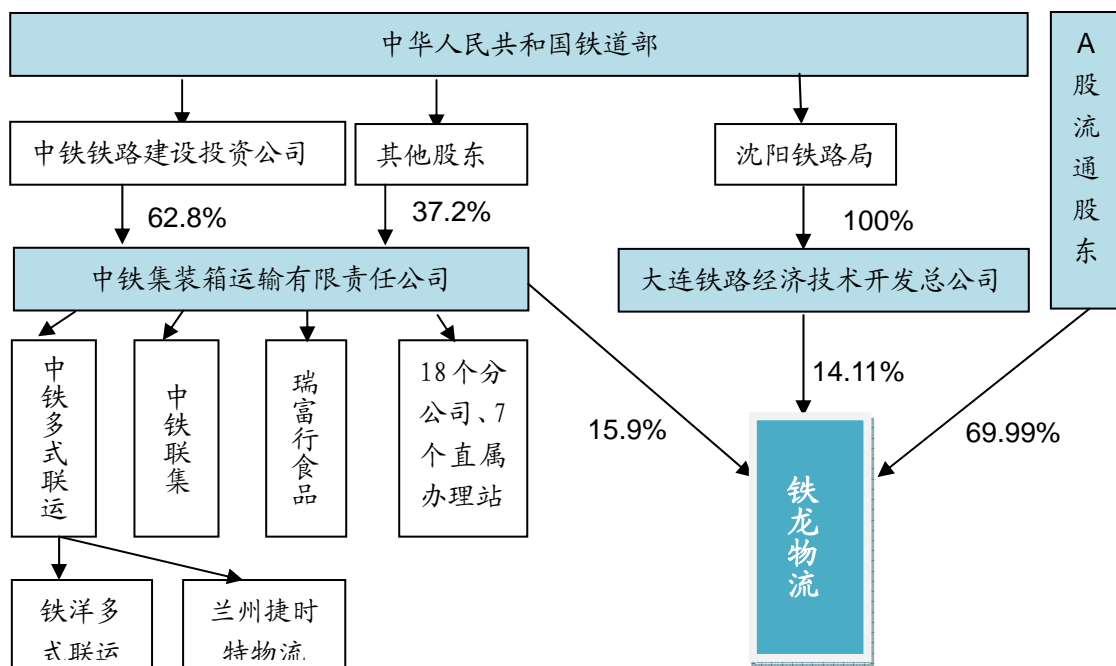
广深铁路和大秦铁路的的控股股东分别是广州铁路（集团）公司（41%）和太原铁路局（70.68%），都是区域性铁路局，作为建设全国铁路集装箱网络的主体存在天然的体制障碍。

铁龙物流的控股股东是中铁集装箱运输有限责任公司，本身就是全国性铁路集装箱的承运人，铁龙物流则是特种集装箱的唯一特许经营主体。因此利用铁龙物流的平台来建设铁路集装箱网络是唯一的选择。

（2）铁龙物流现有资产融资能力有限，整合中铁集资源成为必然

铁龙物流的最终实际控制人是铁道部，控股股东是中铁集装箱运输有限责任公司，其资产为 60 亿元人民币，主营国内、国际集装箱铁路运输、集装箱多式联运、国际铁路联运；仓储、装卸、包装、配送等物流服务；集装箱、集装箱专用车辆、集装箱专用设施、铁路篷布经营和租赁等业务。

图 59: 铁龙物流的股东结构



数据来源：铁道部、广发证券研究发展中心

要进行大规模融资，铁龙物流除了整合中铁集资产并没有更多选择：

- 债务融资——净资产规模较小，31 亿左右，融资有限；
- 股权融资——大股东控股比例较低（15.9%），容易动摇控股地位；
- 唯一可能——整合中铁集优质资源后融资。

（3）如果公司整合母公司资源成为全国性铁路集装箱物流平台，想象空间无限。

- 中铁集潜在的物流利润可能是公司现有利润的 3 倍

中铁集具有铁路集装箱运输的垄断地位，线下业务是线上业务的自然延伸，因此其对线下物流业务具有天然的垄断优势。以全国去年集装箱运输 350 万 TEU 考虑，每 TEU 物流利润保守估计为 300 元，则中铁集潜在的物流利润可能达 10.5 亿元，接近铁龙物流目前净利润的 3 倍。

➤ 中铁集的净资产是公司的两倍

中铁集净资产为 60 亿元，约为目前公司净资产的两倍。若铁龙物流用股权置换中铁集全部资产，则公司净资产为目前的 3 倍。若置换对价为 10-20 元，则公司每股净资产增厚 2.90-4.19 元。

➤ 如果铁龙物流成为全国性铁路集装箱物流平台？

如果公司成为全国性铁路集装箱物流平台，仅线下物流业务的利润空间就大约是公司 2009 年净利润的 3 倍。若未来五年集装箱运输达到 3000 万 TEU，则线下物流利润空间约为 90 亿，是公司 09 年净利润的 26 倍。

三、海运：建议回避

海运行业整体处于需求不振，供给过剩的时期，盈利的恢复尚需时日，我们建议等待下一轮的复苏，短期回避。

四、盈利预测与估值

表 21：重点推荐公司的盈利预测

公司	代码	EPS			PE		PB	评级
		2009	2010E	2011E	2010E	2011E	2010E	
中国国航	601111.sh	0.41	0.63	0.68	17.21	15.94	3.03	买入
东方航空	600115.sh	0.08	0.25	0.35	30.76	21.97	13.40	买入
南方航空	600029.sh	0.05	0.38	0.40	17.55	16.68	2.98	买入
海南航空	600221.sh	0.09	0.36	0.42	15.42	13.21	2.76	买入
铁龙物流	600125.sh	0.35	0.48	0.63	29.42	22.41	4.96	买入
宁沪高速	600377.sh	0.40	0.44	0.5	14.52	12.78	1.86	买入

数据来源：广发证券研究发展中心

广发证券——行业投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，行业指数优于大盘 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。

交通运输、仓储业(0106)行情走势



相关研究报告

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛 大厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

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，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。