

交通运输

看好航空的高业绩弹性和铁路公路的攻守兼备特性

观点聚焦

投资建议

交运板块今年上半年大幅跑赢大盘，主要集中在航空、航运、物流板块。下半年我们看好的板块是航空、铁路、公路以及 H 股的港口。我们在报告中做出上半年业绩预览，其中航空股业绩将超预期，尤其是 H 股市场预期，航运股将低于预期。

理由

航空：去年长周期底部确立，今年油价下跌、票价管制放松、供需边际改善带来行业利润>200%的增长，明年经济回暖拉动供需继续改善，加上暑运旺季到来，航空股是大盘回升时必选品种。**确信买入春秋航空和南方航空 H，推荐南方航空 A 和中国国航。**

铁路：中国的铁路板块资产巨大，盈利极低，主要受制于体制。在内忧（负债高企）和外患（货运量下降）之下，铁路改革呼声渐高，我们预计下半年或将有实质动作出台。**确信买入大秦铁路**，即使做最保守的运量假设（长期 3 亿吨），DCF 都可支撑当前股价。

公路：《收费公路管理条例》修订意见稿或于年内出台，在调整收费和延期收费上将有突破，可以提升公路 DCF 价值。结合政策利好，我们推荐估值低，具备国企改革以及转型前景的**山东高速（今日出版首次关注报告）、皖通高速-H 和华北高速。**

港口：看好集装箱枢纽港：今年外贸集装箱增速为 5.9%，基本与去年持平，且年初集装箱港口全面提价 3-5%，预计集装箱港口盈利增速将超过 10%，**推荐 H 股的青岛港、秦港股份和招商局国际。**

物流：行业层面看点在物流互联网化，利好跨境电商、物流线上平台的发展。**确信买入中国外运和外运发展，推荐建发股份。**

航运：油轮下半年到明年将承受供给压力，从明后年来看，集运向上周期确定性更强。目前 A 股航运公司估值太高，H 股待短期业绩风险释放后或有反弹机会。**目前仅推荐海丰国际。**

机场：看好国际枢纽和产能利用率低的机场，行业层面看点在机场收费管制放松，**推荐上海机场和深圳机场。**

盈利预测与估值

A 股春秋航空市盈率 34x，南方航空 11x，中国国航 17x，大秦铁路 12x，山东高速 14x，华北高速 20x，外运发展 22x；H 股南方航空市盈率 7x，中国国航 8x，皖通高速 12x，海丰国际 10x，中国外运 13x，秦港股份 7x。

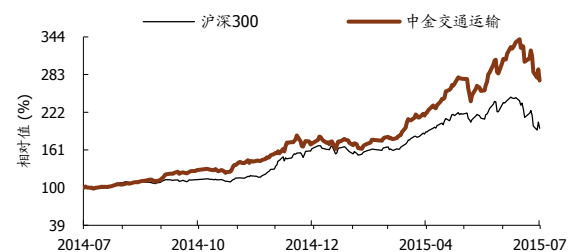
风险

油价上涨将制约航空股，铁路改革进度低于预期。

股票名称	评级	目标 价格	P/E (x)	
			2015E	2016E
春秋航空-A	确信买入	190.00	34.3	22.5
大秦铁路-A	确信买入	18.50	11.7	13.1
外运发展-A	确信买入	36.00	21.5	18.6
南方航空-A	推荐	20.00	11.2	9.8
中国国航-A	推荐	18.50	16.7	14.6
华北高速-A	推荐	9.70	19.6	16.6
建发股份-A	推荐	22.00	17.1	14.2
中国南方航空-H	确信买入	16.00	6.5	5.6
中国外运-H	确信买入	8.10	12.6	12.0
秦港股份-H	确信买入	7.00	7.4	6.1
海丰国际-H	确信买入	7.70	9.8	7.8
招商局国际-H	推荐	34.60	19.6	17.9
中国国航-H	推荐	14.00	7.6	6.5
中国民航信息网络-H	推荐	18.50	14.7	13.5
安徽皖通高速公路-H	推荐	10.20	12.1	11.3
青岛港-H	推荐	6.98	9.0	8.7

中金一级行业

交通运输



相关研究报告

- 透过交通看经济：内需数据表现各异，外需复苏转好 (2015.06.30)
- 大秦铁路-A | 铁路下放运价自主下浮权，对大秦铁路影响有限 (2015.06.19)
- 航空 | 机上互联网：改写行业格局的新机遇 (2015.06.16)
- 青岛港-H | 东北亚地区重要的综合性港口；三重股价催化剂在前 (2015.06.11)
- 仓储物流 | 非上市公司研究之三：顺丰，生息成势 (2015.05.05)

资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

杨鑫，CFA

沈晓峰

分析师

分析师

xin.yang@cicc.com.cn

xiaofeng.shen@cicc.com.cn

SAC 执证编号：S0080511080003

SAC 执证编号：S0080512050004

SFC CE Ref: APY553

SFC CE Ref: BCG366

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明



目录

航空：今年业绩弹性，明年供需改善，两年向上周期	7
2015 年上半年回顾：需求回暖，裸票上升，油价低位	7
2015 年下半年展望：供需改善，全年业绩高弹性	9
投资建议：今年业绩弹性，明年供需改善，旺季之前布局航空	13
通用航空：政策释放需求，直升机先行受益，推荐中信海直	16
航空信息技术：国内 GDS 垄断地位稳固，转型综合 IT 供应商带来新机遇，推荐中航信	18
铁路：改革预期或将催化下半年行情	19
铁路货运量连续阴跌五月，客运量维持稳定增速	19
改革模型初见端倪	20
下半年是投资铁路更好时点，改革催化新一波行情，首推大秦	22
公路：把握政策利好+国企改革两条投资主线	24
态度更加乐观，板块个股分化	24
下半年两条投资主线：政策利好和国企改革	26
结合两大投资主线，推荐山东高速、华北高速、宁沪高速和皖通高速-H	29
物流：物流互联网化的投资价值	31
物流互联网化趋势明显	31
物流互联网化之一：物流乘电商之风腾飞，跨境电商站上风口	32
物流互联网化之二：线下模式触网升级	33
投资标的：推荐外运发展、中国外运 H、建发股份，关注华贸物流、传化股份	36
航运：下半年油运旺季，运价将加速上涨；2016 年集运周期向上确定	38
油运：2015 年供给增速开始加快，但仍低于需求增速，下半年旺季运价将上扬；2016 年供给增速超过需求增速，运价承压	38
集运：2015 年四季度开始供给增速放缓，2016 年迎来周期向上	41
干散货运输：供需双降，复苏仍需时日	43
航运公司业绩预览及个股推荐：A 股估值过高，H 股短期业绩风险加大	45
港口：推荐 H 股的集装箱港口	48
机场：产能情况决定业绩表现，精选个股	53
回顾：产能富余机场生产量表现抢眼	53
展望：业绩稳步向上，机场互联网提供催化，仍需精选个股	53



图表

图表 1: 2015 年中期业绩预览表	5
图表 2: 行业覆盖公司估值表	6
图表 3: 2014 年至今行业需求、供给、客座率变化	7
图表 4: 2015 年 1~5 月三大航生产数据	7
图表 5: 2014 年需求增幅 VS 票价指数增幅	8
图表 6: 2014 年至今燃油附加费	8
图表 7: 布伦特油价走势	8
图表 8: 人民币兑美元汇率走势	8
图表 9: 三大航、春秋 1 季度利润分拆 (A 股口径)	8
图表 10: 需求预测逻辑	9
图表 11: 高铁新增与航空重叠的线路长度	9
图表 12: 2015 年供给预测	10
图表 13: 2015 年供需边际改善	10
图表 14: 2 季度盈利预测	11
图表 15: 3 季度盈利预测	11
图表 16: 敏感性分析	11
图表 17: 主要公司机上互联网现状和规划	12
图表 18: 春秋航空盈利预测调整	13
图表 19: 南方航空盈利预测调整	14
图表 20: 中国国航盈利预测调整	14
图表 21: 航空可比公司估值	15
图表 22: 通航可比公司估值	17
图表 23: GDS 可比公司估值	18
图表 24: 铁路货运量	19
图表 25: 铁路客运量	19
图表 26: 铁路普快客车票价不及公路一半	20
图表 27: “95306” 网站	21
图表 28: 大秦铁路运量	22
图表 29: 铁路行业可比公司估值表	23
图表 30: 公路客运量	24
图表 31: 公路客运量	24
图表 32: 上市公司车流量增速	25
图表 33: 个股涨跌幅	25
图表 34: 各交投集团资产规模	27
图表 35: 安徽高速公路控股集团与安徽省交通投资集团进行合并	27
图表 36: 华北高速估值水平	28
图表 37: 涉及主外业务的公司梳理	29
图表 38: 可比公司估值表	30
图表 39: 物流总费用占 GDP 比重高于发达国家	31
图表 40: 管理费用占物流总费用比重高于发达国家	31
图表 41: 快递规模	32
图表 42: 海淘市场规模	33
图表 43: 目前物流行业存在的问题	33
图表 44: 物流行业层次多, 信息被层层传递失去完整性	34
图表 45: 卡行天下特点	35
图表 46: 传化公路物流港功能	35
图表 47: 传化公路物流港 2020 年发展愿景	36
图表 48: 物流行业可比公司估值表	37
图表 49: 今年油运市场运价在高位	38



图表 50: 原油进口增速	39
图表 51: 历史和预测油运市场运力交付	40
图表 52: 油运市场运力拆解	40
图表 53: 油运市场订单/运力比	40
图表 54: 油运市场供求关系	40
图表 55: 油运市场季节性	40
图表 56: 欧线运价	41
图表 57: 美线运价	41
图表 58: 中国出口美国/欧洲增速	41
图表 59: 集运市场供给增速	42
图表 60: 季度拆解运力	42
图表 61: 欧线/美线供给增速	42
图表 62: 集运市场订单/运力比	42
图表 63: 历史运力交付和未来运力交付预测	43
图表 64: 集运市场供需关系	43
图表 65: BDI 走在历史谷底	44
图表 66: 季度运力拆解	44
图表 67: 干散货市场订单/运力比	44
图表 68: 历史及预计未来季度运力交付	44
图表 69: 干散货供求关系预测	44
图表 70: 北方七港下水煤增速	45
图表 71: 沿海煤炭市场运价低迷	45
图表 72: 中海发展盈利预测调整表	46
图表 73: 中海集运盈利预测调整表	46
图表 74: 航运公司二季度盈利预测	47
图表 75: 可比公司估值表	47
图表 76: 沿海港口集装箱吞吐量增速以及八大港口外贸箱增速	48
图表 77: 八大集装箱港口吞吐量增速	49
图表 78: 八大集装箱港口外贸箱吞吐量增速	49
图表 79: 全国金属矿石吞吐量	50
图表 80: 油品吞吐量增速	50
图表 81: 全国煤炭吞吐量增速	50
图表 82: 北方七港下水煤吞吐量增速	50
图表 83: 招商局国际盈利预测调整表	51
图表 84: 港口可比公司估值表	52
图表 85: 2015 年 1~5 月机场营运数据	53
图表 86: 机场产能利用率 (2015E)	54
图表 87: 深圳机场盈利预测调整	55
图表 88: 机场可比公司估值	56



图表 1: 2015 年中期业绩预览表

公司名称		评级	股票代码	报表币种	净利润 (百万元)					EPS (元)					盈利增速				是否符合预期?
					1H14	2014	1H15	2015E	2016E	1H14	2014	1H15	2015E	2016E	2014	1H15	2015E	2016E	
A股航空公司																			
中信海直	推荐	000099.SZ	CNY		84	202	93	269	349	0.15	0.35	0.15	0.44	0.58	5.3%	10.9%	32.8%	29.9%	符合预期
春秋航空	推荐	601021.SH	CNY		271	884	502	1,449	2,246	0.90	2.95	1.27	3.67	5.62	20.8%	85.2%	63.8%	55.1%	超预期
中国国航	推荐	601111.SH	CNY		474	3,782	3,932	11,288	12,975	0.13	0.31	0.32	0.92	1.06	14.0%	729.0%	198.4%	14.9%	超预期
南方航空	中性	600029.SH	CNY		-1,018	1,773	3,972	10,299	11,857	-0.10	0.18	0.40	1.05	1.21	-6.4%	590.2%	480.9%	15.1%	超预期
A股铁路公司																			
大秦铁路	确信买入	601006.SH	CNY		7,186	14,185	7,602	15,233	13,681	0.48	0.95	0.51	1.02	0.92	11.8%	5.8%	7.4%	-10.2%	符合预期
广深铁路	中性	601333.SH	CNY		329	662	493	961	1,053	0.05	0.09	0.07	0.14	0.15	-48.0%	50.0%	45.2%	9.5%	低于预期
铁龙物流	中性	600125.SH	CNY		175	342	166	373	409	0.13	0.26	0.13	0.29	0.31	-18.9%	-5.0%	9.3%	9.5%	低于预期
A股公路公司																			
深高速	中性	600548.SH	CNY		1,697	2,187	594	1,115	1,251	0.78	1.00	0.27	0.51	0.57	203.9%	-65.0%	-49.0%	12.2%	符合预期
华北高速	推荐	000916.SZ	CNY		162	228	250	403	474	0.15	0.21	0.23	0.37	0.43	-15.6%	55.0%	76.9%	17.7%	符合预期
山东高速	推荐	600350.SH	CNY		963	2,574	1,011	2,679	2,971	0.20	0.54	0.21	0.56	0.62	10.9%	5.0%	4.1%	10.9%	符合预期
宁沪高速	推荐	600377.SH	CNY		1,344	2,575	1,761	2,918	2,810	0.27	0.51	0.35	0.58	0.56	-4.9%	31.0%	13.3%	-3.7%	超预期
A股物流公司																			
外运发展	确信买入	600270.SH	CNY		203	617	427	995	1,153	0.22	0.68	0.47	1.10	1.27	-9.3%	110.0%	61.2%	15.9%	符合预期
建发股份	推荐	600153.SH	CNY		1,004	2,507	1,013	2,902	3,502	0.41	0.94	0.36	1.02	1.24	-6.9%	0.9%	15.7%	20.7%	低于预期
A股航运公司																			
中海发展	中性	600026.SH	CNY		43	311	216	1,249	1,035	0.01	0.09	0.05	0.31	0.26	113.5%	406.9%	301.6%	-17.1%	低于预期
中海集运	中性	601866.SH	CNY		460	1,061	-481	911	2,829	0.04	0.09	-0.04	0.08	0.24	140.1%	-204.5%	-14.1%	210.4%	低于预期
中国远洋	中性	601919.SH	CNY		-2,277	363	471	195	2,177	-0.22	0.04	0.05	0.02	0.21	54.0%	-120.7%	-46.2%	1015.3%	低于预期
招商轮船	中性	601872.SH	CNY		254	200	525	1,975	1,569	0.05	0.04	0.10	0.37	0.30	109.2%	107.1%	886.2%	-20.6%	符合预期
A股机场公司																			
上海机场	推荐	600009.SH	CNY		1,028	2,096	1,265	2,610	3,296	0.53	1.09	0.66	1.35	1.71	11.9%	23.0%	24.5%	26.3%	超预期
白云机场	中性	600004.SH	CNY		524	1,088	597	1,139	1,267	0.46	0.95	0.52	0.99	1.10	21.5%	13.9%	4.8%	11.2%	符合预期
深圳机场	中性	000089.SZ	CNY		126	268	187	501	716	0.07	0.16	0.10	0.26	0.35	-46.6%	48.3%	87.1%	42.9%	超预期
A股港口公司																			
上港	推荐	600018.SH	CNY		2,932	6,767	3,167	7,752	8,620	0.13	0.30	0.14	0.34	0.38	28.8%	8.0%	14.6%	11.2%	符合预期
宁波港	中性	600108.SH	CNY		1,637	2,819	1,751	3,085	3,514	0.13	0.22	0.14	0.24	0.27	-0.7%	7.0%	9.5%	13.9%	符合预期
天津港	中性	600717.SH	CNY		601	1,152	638	1,282	1,351	0.36	0.69	0.38	0.77	0.81	7.9%	6.0%	11.3%	5.3%	符合预期
唐山港	中性	601000.SH	CNY		508	1,089	559	1,102	1,288	0.25	0.54	0.21	0.42	0.49	22.7%	10.0%	1.2%	16.9%	符合预期
H股航空公司																			
中国国航	推荐	0753.HK	CNY		510	3,817	3,969	11,393	13,096	0.04	0.31	0.32	0.93	1.07	17.0%	677.7%	198.4%	14.9%	超预期
南方航空	中性	1055.HK	CNY		-1,057	1,777	3,982	10,323	11,884	-0.11	0.18	0.41	1.05	1.21	-10.5%	576.7%	480.9%	15.1%	超预期
H股铁路公司																			
广深铁路	中性	0525.HK	CNY		329	662	493	961	1,053	0.05	0.09	0.07	0.14	0.15	-48.0%	50.0%	45.2%	9.5%	低于预期
H股公路公司																			
皖通高速	推荐	0995.HK	CNY		434	852	438	890	943	0.26	0.51	0.26	0.54	0.57	1.5%	1.0%	4.4%	5.9%	低于预期
深高速	中性	0548.HK	CNY		1,697	2,187	594	1,115	1,251	0.78	1.00	0.27	0.51	0.57	203.9%	-65.0%	-49.0%	12.2%	符合预期
宁沪高速	中性	0177.HK	CNY		1,344	2,575	1,761	2,918	2,810	0.27	0.51	0.35	0.58	0.56	-4.9%	31.0%	13.3%	-3.7%	超预期
H股物流公司																			
中国外运	确信买入	0598.HK	CNY		725	1,231	1,052	1,497	1,558	0.16	0.28	0.23	0.32	0.34	-7.3%	45.0%	21.6%	4.0%	符合预期
H股航运公司																			
海丰国际	确信买入	1308.HK	USD		56	121	77	174	219	0.02	0.05	0.03	0.07	0.08	7.4%	38.5%	44.3%	25.7%	符合预期
中海集运	推荐	2866.HK	CNY		432	1,044	-481	911	2,829	0.04	0.09	-0.04	0.08	0.24	140.0%	-211.4%	-12.7%	210.4%	低于预期
中国远洋	中性	1919.HK	CNY		-2,277	363	471	195	2,177	-0.22	0.04	0.05	0.02	0.21	54.0%	-120.7%	-46.2%	1015.3%	低于预期
中海发展	确信买入	1138.HK	CNY		39	309	216	1,249	1,035	0.01	0.09	0.05	0.31	0.26	113.8%	447.6%	303.6%	-17.1%	低于预期
H股机场公司																			
北京首都机场	审慎推荐	0694.HK	CNY		678	1,391	854	1,753	1,999	0.16	0.32	0.20	0.40	0.46	4.7%	26.0%	26.0%	14.1%	符合预期
H股港口公司																			
香港股份	确信买入	3369.HK	CNY		932	1,980	895	2,113	2,537	0.19	0.39	0.18	0.42	0.50	11.4%	-4.0%	6.7%	20.1%	符合预期
招商局国际	推荐	0144.HK	HKD		2,149	4,526	2,364	5,220	5,787	0.83	1.59	0.76	1.67	1.82	7.4%	10.0%	15.3%	10.9%	符合预期
青岛港	推荐	6198.HK	CNY		855	1,586	966	1,929	1,983	0.21	0.36	0.20	0.40	0.42	5.7%	13.0%	21.6%	2.8%	符合预期
中远太平洋	中性	1199.HK	USD		147	293	161	331	377	0.05	0.10	0.06	0.11	0.13	-58.3%	10.0%	13.1%	13.9%	符合预期
厦门港务	中性	3378.HK	CNY		191	430	187	453	425	0.07	0.16	0.07	0.17	0.16	29.2%	-2.2%	5.5%	-6.3%	符合预期

资料来源：公司数据，中金公司研究部



图表 2: 行业覆盖公司估值表

公司名称		股票代码	股价	目标价	评级	报表币种	市值 (十亿美元)	每股收益 (EPS)				市盈率 (PE)				市净率 (PB)				净资产收益率%				现金分红收益率%			
								2013A	2014A	2015E	2016E	2013A	2014A	2015E	2016E	2013A	2014A	2015E	2016E	2013A	2014A	2015E	2016E	2013A	2014A	2015E	2016E
A股航空公司																											
中信海直	000099 CH EQUITY	14.47	21.00	推荐	RMB		1.4	0.35	0.35	0.44	0.58	41.0	41.4	32.6	25.1	3.2	3.1	3.0	2.7	8.5	7.6	9.4	11.4	0.6	0.5	0.5	0.5
中国国航	601111 CH EQUITY	15.36	16.00	推荐	RMB		26.3	0.27	0.31	0.92	1.06	56.9	49.9	16.7	14.6	3.5	3.5	2.9	2.5	6.1	7.0	18.9	18.4	0.3	0.4	0.9	1.0
南方航空	600029 CH EQUITY	11.78	16.50	推荐	RMB		16.4	0.19	0.18	1.05	1.21	61.0	65.2	11.2	9.8	3.4	3.3	2.5	2.1	5.7	5.1	25.4	23.6	0.3	0.3	2.0	2.3
春秋航空	601021 CH EQUITY	126.1	190.00	确信买入	RMB		8.1	2.44	2.95	3.67	5.62	51.7	42.8	34.3	22.5	13.8	10.6	7.6	5.8	30.4	28.1	25.8	29.2	0.2	0.3	0.4	0.7
A股公路公司																											
大秦铁路	601006 CH EQUITY	12.02	18.50	确信买入	RMB		28.8	0.85	0.95	1.02	0.92	14.1	12.6	11.7	13.1	2.3	2.1	1.9	1.8	17.2	17.6	17.3	14.4	3.6	4.0	4.3	3.9
广深铁路	601333 CH EQUITY	6.76	6.78	中性	RMB		6.9	0.18	0.09	0.14	0.15	37.6	72.3	49.8	45.5	1.8	1.8	1.8	1.7	4.8	2.5	3.6	3.8	1.2	0.7	0.9	1.0
铁龙物流	600125 CH EQUITY	12.5	12.00	中性	RMB		2.6	0.32	0.26	0.29	0.31	38.7	47.8	43.7	39.9	3.8	3.5	3.3	3.1	10.0	7.6	7.7	8.0	0.0	0.6	0.5	0.5
A股物流公司																											
华北高速	000916 CH EQUITY	7.23	9.70	推荐	RMB		1.3	0.25	0.21	0.37	0.43	29.2	34.7	19.6	16.6	1.9	1.8	1.7	1.6	6.6	5.4	9.0	9.8	1.1	2.1	1.7	1.9
山东高速	600350 CH EQUITY	7.95	10.00	推荐	RMB		6.2	0.48	0.54	0.56	0.62	16.5	14.9	14.3	12.9	2.0	1.8	1.7	1.5	12.0	12.7	12.1	12.4	1.9	2.4	2.5	2.8
深高速	600548 CH EQUITY	8.95	10.20	中性	RMB		2.6	0.33	0.97	0.50	0.56	27.1	9.2	17.9	16.1	2.0	1.7	1.6	1.5	7.4	19.7	9.1	9.7	1.8	2.5	2.5	2.8
宁沪高速	600377 CH EQUITY	8.7	11.20	推荐	RMB		7.0	0.54	0.51	0.58	0.56	16.2	17.0	15.0	15.6	2.2	2.2	2.1	2.0	14.1	12.9	14.0	12.9	4.4	4.4	4.9	4.8
A股电力公司																											
建投股份	600153 CH EQUITY	17.51	22.00	推荐	RMB		8.0	1.20	0.94	1.02	1.24	14.6	18.6	17.1	14.2	4.0	2.9	2.6	2.2	30.2	18.0	15.9	16.8	1.1	2.3	1.1	1.4
外运发展	600270 CH EQUITY	23.62	36.00	确信买入	RMB		3.4	0.75	0.68	1.10	1.27	31.4	34.6	21.5	18.6	3.8	3.3	3.3	3.0	12.6	10.2	15.2	16.8	1.3	1.7	2.7	3.2
A股快递公司																											
中邮发展	600026 CH EQUITY	11.75	10.00	中性	RMB		6.2	-0.68	0.09	0.31	0.26	-17.4	131.5	37.9	45.8	1.9	1.9	1.8	1.8	-10.3	1.4	4.9	3.9	0.0	0.3	1.4	1.6
招商轮船	601872 CH EQUITY	10.41	7.46	中性	RMB		7.9	-0.46	0.04	0.37	0.30	-22.5	243.0	27.9	35.2	5.0	4.9	4.1	3.8	-18.6	2.0	16.0	11.2	0.0	0.1	1.1	0.9
中国远洋	601919 CH EQUITY	10.6	4.64	中性	RMB		14.7	0.02	0.01	0.02	0.21	459.9	929.8	554.8	49.7	4.5	4.4	4.4	4.0	1.0	0.5	0.8	8.5	0.0	0.0	0.0	0.0
中邮集团	601866 CH EQUITY	8.39	8.61	中性	RMB		12.1	-0.23	0.01	0.08	0.24	-37.0	90.4	107.6	34.7	4.1	4.0	3.8	3.4	-10.5	4.4	3.6	10.4	0.0	0.0	0.0	0.0
A股机场公司																											
上海机场	600009 CH EQUITY	27.75	45.00	推荐	RMB		8.6	0.97	1.09	1.35	1.71	28.6	25.5	20.5	16.2	3.2	2.9	2.6	2.3	11.4	11.8	13.4	15.2	1.1	1.2	1.5	1.9
白云机场	600004 CH EQUITY	13.93	15.00	中性	RMB		2.6	0.78	0.95	0.99	1.10	17.9	14.7	14.1	12.6	2.1	1.9	1.7	1.6	12.0	13.5	13.0	13.1	1.7	2.1	2.1	2.4
深圳机场	000089 CH EQUITY	9.18	11.00	推荐	RMB		3.0	0.30	0.16	0.26	0.35	30.9	58.0	35.4	26.3	2.0	2.0	1.9	1.7	6.6	3.4	5.4	6.8	0.3	0.3	0.6	1.0
A股港口公司																											
上港	600018 CH EQUITY	6.51	10.20	推荐	RMB		24.3	0.23	0.30	0.34	0.38	28.2	21.9	19.1	17.2	3.0	2.7	2.5	2.4	10.8	13.0	13.7	14.2	2.0	2.4	2.7	3.0
宁波港*	601018 CH EQUITY	7.28	7.23	中性	RMB		15.0	0.22	0.22	0.24	0.27	32.8	33.1	30.2	26.5	3.2	3.0	2.8	2.6	9.9	9.2	9.4	10.0	1.1	1.2	1.3	1.4
天津港*	600717 CH EQUITY	12.76	21.44	中性	RMB		3.4	0.64	0.69	0.77	0.81	20.0	18.6	16.7	15.8	1.7	1.6	1.5	1.4	8.7	8.8	9.1	9.0	1.4	1.5	1.7	1.8
唐山港	601000 CH EQUITY	11.09	5.07	中性	RMB		4.0	0.44	0.48	0.42	0.51	25.4	23.0	26.3	21.6	3.8	2.3	2.7	2.3	15.9	12.5	9.5	11.5	0.5	0.5	0.4	0.5
H股航空公司																											
中国国航	753 HK EQUITY	8.76	12.50	推荐	RMB		26.3	0.27	0.31	0.93	1.07	25.8	22.6	7.6	6.5	1.6	1.6	1.3	1.1	6.3	7.1	19.2	18.6	0.7	0.7	1.9	2.2
南方航空	1055 HK EQUITY	8.6	13.50	确信买入	RMB		16.4	0.20	0.18	1.05	1.21	33.2	38.0	6.5	5.6	1.9	1.9	1.5	1.2	5.9	5.1	25.4	23.5	0.6	0.6	3.4	3.9
中航信	696 HK EQUITY	10.86	18.50	推荐	RMB		4.1	0.41	0.56	0.59	0.63	20.6	15.4	14.7	13.5	2.7	2.5	2.2	1.9	13.9	17.0	15.7	15.0	1.6	1.5	1.7	2.0
H股铁路公司																											
广深铁路	525 HK EQUITY	4.07	4.60	中性	RMB		6.9	0.17	0.09	0.14	0.15	17.7	34.9	24.0	21.6	0.8	0.9	0.8	0.8	4.8	2.5	3.6	3.8	2.5	1.5	1.9	2.1
A股公路公司																											
安徽高速	995 HK EQUITY	8.15	10.20	推荐	RMB		2.8	0.51	0.52	0.54	0.57	12.5	12.6	12.1	11.3	1.5	1.4	1.3	1.2	12.0	11.7	11.3	11.2	3.5	3.5	3.6	3.9
深高速	548 HK EQUITY	5.91	8.31	中性	RMB		2.6	0.33	0.97	0.50	0.56	14.0	4.9	9.4	8.4	2.0	0.9	0.8	0.8	7.4	19.7	9.1	9.7	3.5	4.7	4.8	5.4
宁沪高速	177 HK EQUITY	10.2	12.30	中性	RMB		7.0	0.54	0.51	0.58	0.56	14.8	16.0	14.1	14.4	2.0	2.0	1.9	1.8	14.1	12.9	14.0	12.9	4.8	4.7	5.3	5.2
H股物流公司																											
中国外运	598 HK EQUITY	5.12	8.10	确信买入	RMB		3.0	0.20	0.28	0.32	0.34	20.1	14.7	12.7	11.9	1.6	1.4	1.3	1.2	7.9	9.9	10.4	10.3	1.2	1.6	1.8	2.0
H股快递公司																											
中邮集团	2866 HK EQUITY	2.89	5.34	推荐	RMB		12.1	-0.22	0.09	0.08	0.24	-10.1	26.8	29.6	9.4	1.1	1.1	1.0	0.9	-10.4	4.1	3.6	10.4	0.0	0.0	0.0	0.0
顺丰国际	130 HK EQUITY	5.11	7.00	确信买入	US\$		1.7	0.17	0.19	0.25	0.27	15.2	13.9	9.8	7.7	2.3	2.1	1.7	1.4	5.3	4.7	15.7	13.6	2.3	2.3	3.4	4.3
中国外运	1138 HK EQUITY	5.81	8.50	确信买入	RMB		6.2	-0.66	0.09	0.31	0.26	-6.9	52.3	15.0	17.9	0.7	0.7	0.7	0.7	-10.0	1.4	4.9	3.3	0.0	0.7	3.6	4.1
中国远洋	1919 HK EQUITY	4.87	3.66	中性	RMB		14.7	0.02	0.01	0.02	0.21	165.2	334.5	203.5	17.9	1.6	1.6	1.6	1.5	1.0	0.5	0.8	8.5	0.0	0.0	0.0	0.0
H股机场公司																											
北京首都机场	694 HK EQUITY	8.88	8.00	中性	RMB		5.0	0.31	0.32	0.40	0.46	22.6	22.1	17.5	15.2	1.9	1.8	1.7	1.5	8.5	8.3	9.8	10.5	1.8	1.8	2.3	2.6
H股港口公司																											
青岛港	6198 HK EQUITY	4.57	6.98	推荐	RMB		2.8	0.41	0.33	0.40	0.42	8.7	11.0	9.0	8.7	1.9	1.5	1.4	1.2	21.3	15.2	15.9	15.0	10.0	5.4	4.1	4.3
厦门港务	3378 HK EQUITY	2.9	2.84	中性	RMB		1.0	0.12	0.16	0.17	0.16	18.6	14.7	13.9	14.7	1.4	1.3	1.2	1.2	7.3	9.2	9.2	8.1	2.4	2.6	2.7	2.6
招商局国际	144 HK EQUITY	32.65	34.60	推荐	HKS		10.8	0.167	0.159	0.167	0.182	19.6	20.5	19.6	17.9	1.7	1.4	1.4	1.4	8.9	7.4	7.2	7.9	2.4	2.1	2.3	2.6
泰盛股份	3369 HK EQUITY	3.91	7.00	确信买入	RMB		2.5	0.35	0.39	0.42	0.50	8.6	7.9	7.4	6.1	1.3	1.3	1.2	1.2	15.6	16.5	16.9	19.3	10.5	11.3	8.1	7.4
中远太平洋	1199 HK EQUITY	10.42	11.16	中性	US\$		4.0	0.10	0.10	0.11	0.13	13.2	13.2	12.0	10.5	0.8	0.8	0.8	0.8	6.6	6.2	6.7	7.4	7.5	3.0	3.4	3.9

资料来源：公司数据，中金公司研究部



航空：今年业绩弹性，明年供需改善，两年向上周期

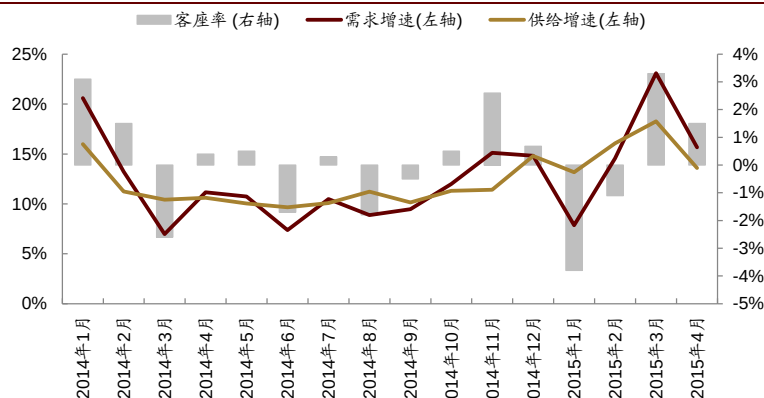
2015 年上半年回顾：需求回暖，裸票上升，油价低位

运营：需求回暖带来供需改善，客座率、裸票价格双升

国内、国际航线分别受益燃油附加费减免带来的整体票价水平下降，以及短程出境游需求火爆，2015 年上半年航空需求回暖。1~4 月行业累计 RPK 同比增长 14.5%，高于去年同期增速 0.9 个百分点。行业 1~4 月累计 ASK 同比增长 13.5%，最终客座率同比提升 0.7 个百分点至 82.8%。此外，三大航公布了 1~5 月数据，RPK 累计增幅从 1~4 月的 12.5% 上升至 13.0%，ASK 累计增幅从 1~4 月的 12.2% 上升至 12.5%，1~5 月累计客座率同比提升 0.4 个百分点至 80.5%。

供需边际改善、燃油附加费减免、部分航线经济舱全价上调 10% 打开裸票价格上升空间。虽然 1~4 月行业票价指数同比下降 1.1%，但考虑同期国内航线 800 公里以下/800 公里以上燃油附加费平均水平分别从去年的 67.5 元/120 元下降至零，我们预计行业实际裸票水平同比上涨约 3%~4%。

图表 3：2014 年至今行业需求、供给、客座率变化



资料来源：中国民航局，中金公司研究部

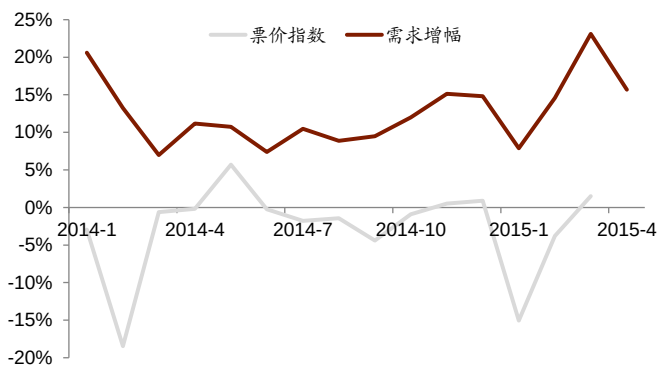
图表 4：2015 年 1~5 月三大航生产数据

(百万)	国航			南航			春秋			三大航合计		
	2015.1~5	2014.1~5	变化 (%)	2015.1~5	2014.1~5	变化 (%)	2015.1~5	2014.1~5	变化 (%)	2015.1~5	2014.1~5	变化 (%)
客运												
可用座位公里	85,534	77,448	10.4	94,547	82,493	14.6	9,509	7,765	22.5	252,328	224,294	12.5
收入客公里	68,339	62,550	9.3	76,662	65,625	16.8	8,919	7,207	23.8	203,075	179,710	13.0
客座率 (%)	79.9	80.8	-0.9ppt	81.1	79.6	1.5ppt	93.8	92.8	1.0ppt	80.5	80.1	0.4ppt
国内												
可用座位公里	54,341	49,994	8.7	70,197	63,102	11.2	6,819	6,516	4.7	172,976	157,404	9.9
收入客公里	44,667	41,173	8.5	57,054	50,730	12.5	6,476	6,124	5.7	140,910	127,608	10.4
客座率 (%)	82.2	82.4	-0.2ppt	81.3	80.4	0.9ppt	95.0	94.0	1.0ppt	81.5	81.1	0.4ppt
国际												
可用座位公里	27,131	23,556	15.2	22,341	17,624	26.8	2,192	826	165.5	70,998	58,831	20.7
收入客公里	20,851	18,498	12.7	18,138	13,607	33.3	1,989	695	186.3	56,162	46,117	21.8
客座率 (%)	76.9	78.5	-1.7ppt	81.2	77.2	4.0ppt	90.7	84.1	6.6ppt	79.1	78.4	0.7ppt
地区												
可用座位公里	4,062	3,898	4.2	2,008	1,767	13.6	498	424	17.6	8,354	8,059	3.7
收入客公里	2,820	2,880	-2.1	1,469	1,288	14.1	454	389	16.9	6,003	5,985	0.3
客座率 (%)	69.4	73.9	-4.4ppt	73.1	72.9	0.3ppt	91.2	91.8	-0.5ppt	71.9	74.3	-2.4ppt
货运												
货运载运吨公里	2,606	2,110	23.5	671	630	6.5	32	30	8.3	5,319	4,638	14.7

资料来源：公司数据，中金公司研究部

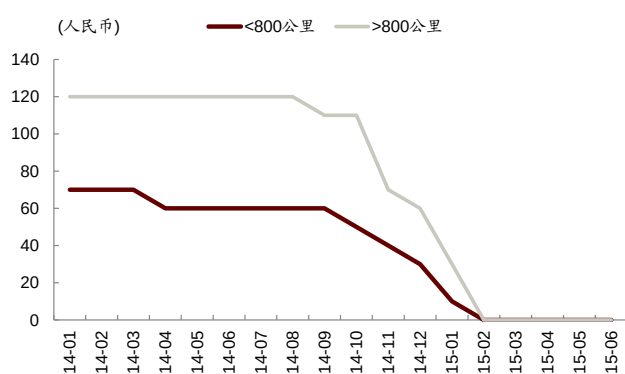


图表 5: 2014 年需求增幅 VS 票价指数增幅



资料来源：中国民航局，中金公司研究部

图表 6: 2014 年至今燃油附加费

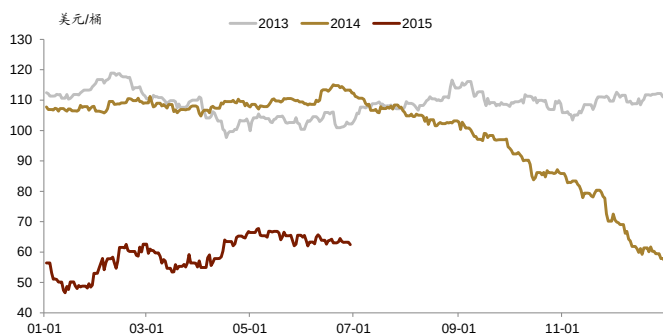


资料来源：万得资讯，中金公司研究部

业绩：油价下跌、裸票上升助推业绩同比大幅改善

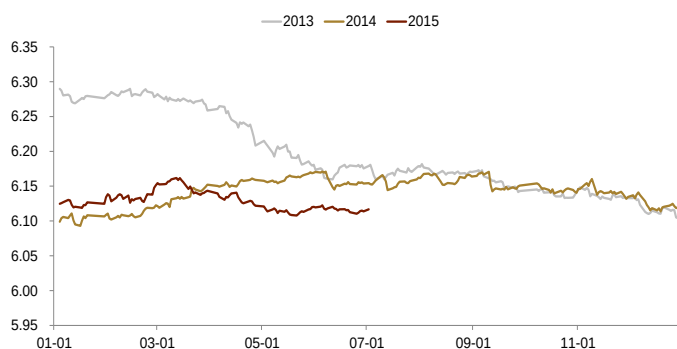
1 季度业绩改善主要得益于油价下跌和裸票价格上升。三大航 1 季度主营业务收入大幅改善，至 22 亿水平。其中燃油成本下降（受益国际油价同比下跌约 40%）和裸票价格上升（受益部分航线经济舱全价上调 10%，燃油附加费下降）分别贡献约 60%和 40% 的业绩改善。其中，中国国航/南航航空/春秋航空 1 季度净利润分别同比增长 1707%/722%/n.a.至人民币 16.75 亿元/19.03 亿元/2.54 亿元。

图表 7: 布伦特油价走势



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 8: 人民币兑美元汇率走势



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 9: 三大航、春秋 1 季度利润分拆 (A 股口径)

(人民币, 百万)	中国国航			南方航空			三大航合计			春秋航空		
	2015Q1	2014Q1	YoY	2015Q1	2014Q1	YoY	2015Q1	2014Q1	YoY	2015Q1	2014Q1	YoY
主营业务	2,470	585	322%	2,605	168	1,451%	6,541	138	1,451%	319	123	1,451%
投资收益	190	44	331%	210	47	347%	436	103	347%	(30)	(17)	347%
汇兑收益	(379)	(704)	46%	(289)	(698)	59%	(954)	(1,952)	59%	(6)		59%
公允价值变动	3	(0)	1,517%	-	-	n.a.	4	6	(33%)	-	-	n.a.
资产减值损失	2	(0)	846%	-	-	n.a.	3	(0)	1,229%	-	-	n.a.
营业外收入	143	224	(36%)	325	228	43%	1,344	1,420	43%	68	133	43%
营业外支出	20	8	159%	13	6	117%	35	17	117%	0	0	117%
税前利润	2,406	142	1,598%	2,838	(261)	1,187%	7,334	(301)	1,187%	351	238	1,187%

资料来源：公司数据，中金公司研究部



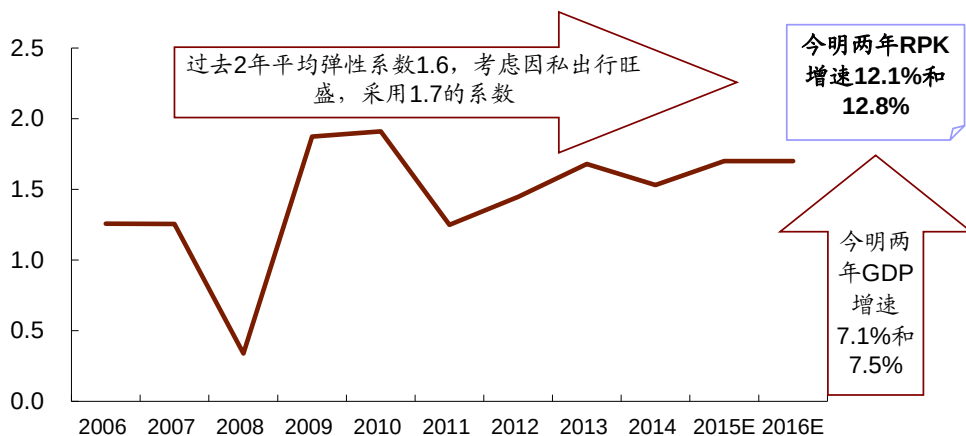
2015 年下半年展望：供需改善，全年业绩高弹性

需求：经济增长平稳，高铁分流趋弱，需求稳定在 12%

我们认为航空需求主要分为自费客和公费客，前者受收入增长驱动，后者受经济增长驱动，均和经济活跃度相关，因此，我们采用需求增幅和 GDP 增幅的弹性系数来预测未来需求增长。高铁自 2010 年开始分流需求，目前已进入常态化。同时，考虑从 2014 年起，高铁新开线路中与航空重叠的线路总长度逐年减少，我们预计总体分流效应弱化。

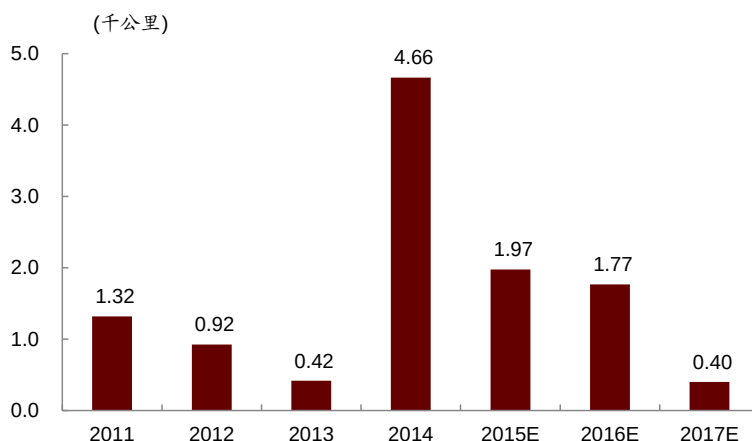
过去 2 年平均弹性系数 1.6，考虑高铁分流减弱、因私出行旺盛、经济增幅回升，我们今明两年采用 1.7 的系数，同时基于宏观组对 2015 年/2016 年 GDP 增幅 7.1%/7.5% 的假设，我们预计 2015 年/2016 年 RPK 增幅为 12.1%/12.8%，分别同比增长 0.8 个/0.7 个百分点。

图表 10：需求预测逻辑



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 11：高铁新增与航空重叠的线路长度



资料来源：铁道部，中金公司研究部



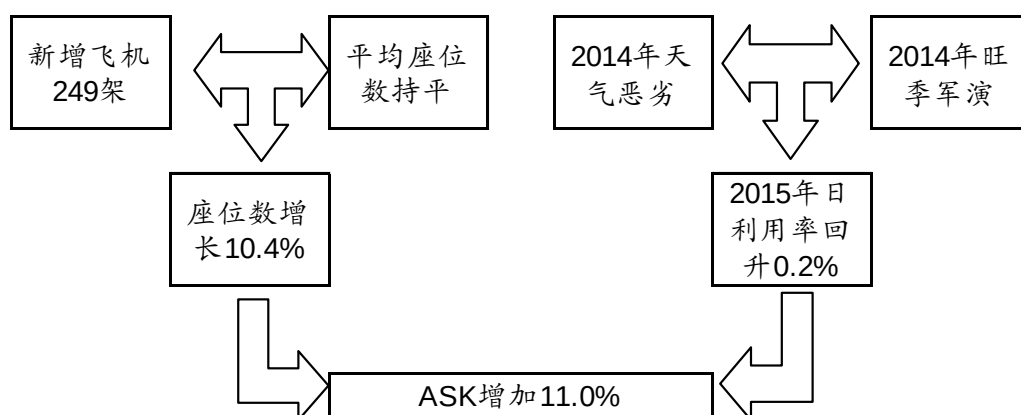
供给：飞行员、航线时刻稀缺限制增长，供给稳定在 11%

整体看，行业飞行员、航线时刻资源的稀缺性仍将限制总体需求增长。今年三大航放缓引进、加快退出，中小公司扩张激进的趋势延续，预计全行业飞机净增长 249 架，增幅为 10.4%。考虑平均座位数持平，因此 2015 年座位数增幅也为 10.4%。

短期内，在需求回暖的大环境下，航空公司可通过调整飞机日利用率调节供给水平，使得供给大概率随需求变化而变化。行业 1~4 月总体利用率较去年同期已上涨 0.1 个小时，我们预计 2015 年全年利用率也同比提升 0.1 小时至 9.2 小时，最终 2015 年/2016 年行业 ASK 增幅将稳定在 11.0% 的水平。

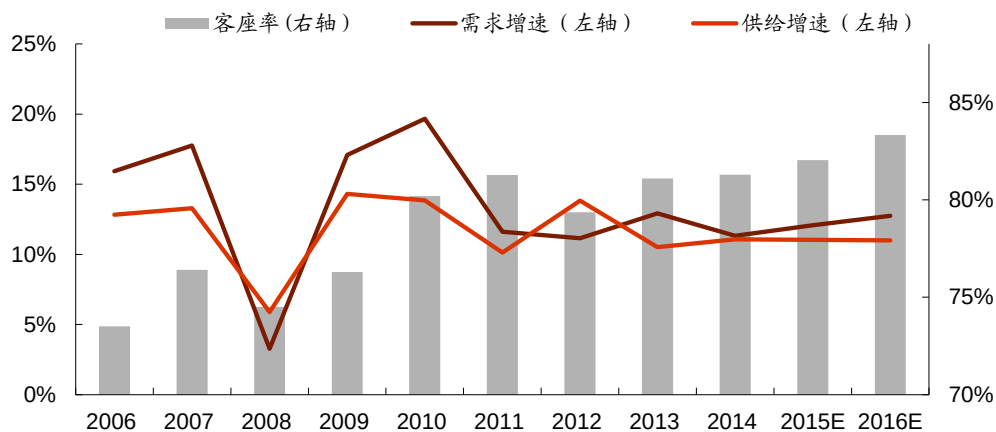
综上，考虑需求攀升至 12.1%，我们预计 2015 年行业客座率同比改善 0.7 个百分点至 82.0%。

图表 12：2015 年供给预测



资料来源：公司数据，中国民航局，中金公司研究部

图表 13：2015 年供需边际改善



资料来源：公司数据，中金公司研究部



票价：1 季度裸票同比增长，预计淡季增幅微幅缩窄，旺季更加扩大

1 季度裸票同比大幅增长来自：1) 燃油附加费降至零，供需弱平衡下，部分票价转至裸票上；2) 民航局放松部分经济舱全价，春运期间全价客较多。2 季度为淡季，全价票旅客总数减少，但调价航线数量增长 4 倍，预计两者相抵，裸票涨幅基本稳定。3 季度转至旺季，预计裸票涨幅加速，4 季度小幅回落至 2 季度水平。

业绩：油价全年低位，奠定业绩高速增长

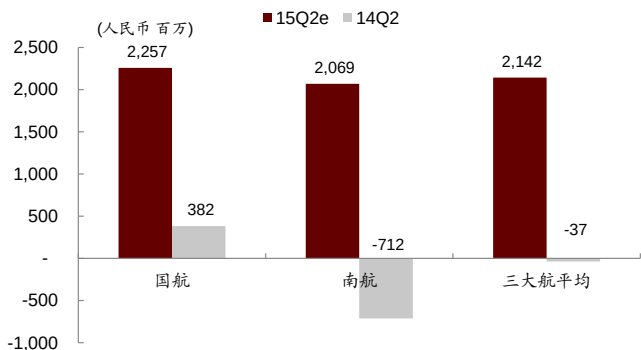
油价低位有望持续。油价降低带来：1) 占成本比重约 40% 的燃油成本大幅下降，2) 燃油附加费下降提供裸票价格上涨空间，整体贡献 1 季度 70% 业绩改善。考虑本轮油价下跌源于技术升级，我们预计未来油价低位可持续，今明两年有望维持在 60~70 美元/桶的低位。

今年旺季爆发，淡季不淡。今年 1 季度业绩已大幅改善，考虑 3 季度旅客结构与 1 季度类似，且假期更长，可提价航线更多，商务客更多，我们预计旺季有望再超预期。同时，2 季度、4 季度传统淡季假期天数减少，增幅环比旺季可能略有放缓。但考虑调价航线数量增多及出境游需求持续火爆，预计业绩同比改善仍然可观。

明年供需改善，两年周期向上。明年供给增长受制于机长、时刻资源稀缺，需求增长受益于高铁分流减弱、因私出行旺盛、经济增幅回升，供需边际改善有望带动客座率和票价提升。

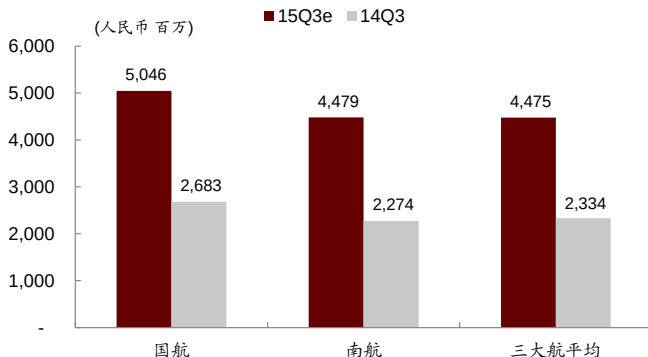
个股层面，我们预计春秋航空/南方航空/中国国航上半年业绩同比增长 85%/490%/729% 至 5.02 亿元/39.72 亿元/39.32 亿元，合每股 1.27 元/0.40 元/0.32 元。

图表 14：2 季度盈利预测



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 15：3 季度盈利预测



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 16：敏感性分析

人民币 百万 2015e 净利润	中国国航 11,288		南方航空 10,299		春秋航空 1,449	
	变化额	变化幅度	变化额	变化幅度	变化额	变化幅度
油价下跌 1%	159	1.41%	168	1.63%	13	0.91%
人民币升值 1%	728	6.45%	644	6.25%	12	0.82%
客座率增加 1 百分点	782	6.92%	860	8.35%	64	4.39%
票价上升 1%	675	5.98%	782	7.60%	45	3.09%
补贴减少 10%	-75	-0.67%	-116	-1.13%	-63	-4.38%

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部



估值：机上互联网、货运整合等热点提供催化

机上互联网获批打开想象空间。近期，工信部批准多家航空公司开通机上互联网服务，标志着中国迈入舱内娱乐新时代。中国机上互联网采用国际领先的 Ku 波段卫星接入技术，网速达 3G 水平。同时，基于机上旅客购买力强、转化率高、实时支付可实现，我们预计中国航企大概率会采用自主经营的模式。**我们认为航空公司只要抓好机上互联网这个入口，1) 通过前端免费的方式，做大流量和提高 App 普及率，2) 借互联网公司的促销提升客户粘性，借对外合作把服务内容向出行两端延伸，增加利润来源，3) 通过大数据积累和分析，配合其他企业精准营销，进一步提升客户忠诚度，即可：1) 截流 OTA，改写行业格局，2) 深度挖掘流量潜力，充分变现。**

图表 17：主要公司机上互联网现状和规划

	现状	计划
中国国航	已有 22 架采用 ATG 技术模式的互联网航班	计划未来 3 年左右完成全机队 500 余架飞机的空中上网改造
南方航空	已完成 5 架 A330 客机的 Ku 波段卫星上网改装	预计至 2016 年 6 月，完成 10 架 A330 的上网改装
春秋航空	已引进两架经过机舱 WiFi 局域网改装的 A320 飞机	对现有机队陆续进行机舱 Wifi 改装

资料来源：公司数据，中金公司研究部

三大航货运整合小幅利好业绩，总体提升估值。据新闻报道，我国三大货运航空公司将合并，打造成为亚洲最大的货运航空公司。此前三大航货运业务长期处于亏损状态，在当前低油价状态下，可能处于微亏或盈亏平衡状态。整合后，规模效应降低成本、网络扩张增加业务机会，竞争力和盈利水平都能提升。但是，2014 年，三大航货机数量占总机队约 2.0%，货运收入占比总收入约 7.7%，对公司盈利提振幅度有限。同时，虽然目前没有具体路径，且整合涉及到大量资产的盘点、结算工作，可能耗费 1~2 年时间，但我们认为不影响整合预期对航空股近期估值的提升作用。



投资建议：今年业绩弹性，明年供需改善，旺季之前布局航空

我们看好今年航空全年的业绩弹性，也看好明年供需的边际改善，机上互联网、货运整合提供催化，建议在旺季到来之前布局航空。同时，港股航空预期低且估值低，且北水南下提供更多催化机会。我们重申春秋航空和南方航空 H 的确信买入评级；继续推荐南方航空 A，中国国航 A/H。

风险：经济恢复不如预期，油价大幅上升，人民币贬值，MERS 疫情扩散。

春秋航空 (601021.SH, 确信买入)：考虑行业供需边际改善，上调 2015 年/2016 年归属母公司净利润 12.1%/24.4%至 14.49 亿元/22.46 亿元，分别对应每股净利润 3.67 元/5.62 元。公司 2015 年和 2016 年的市盈率分别是 34.3x 和 22.5x。考虑行业触底反弹，公司未来利润率提升空间大、盈利增快，且机上 Wi-Fi 获批打开想象空间。重申确信买入，维持目标价人民币 190.0 元不变。

图表 18：春秋航空盈利预测调整

		2015E	2016E
客公里收入 (人民币/客公里)	原预测	0.33	0.36
	新预测	0.34	0.39
	(+/-%)	3.2	6.6
客运周转量 (百万)	原预测	22,069	26,853
	新预测	22,069	26,853
	(+/-%)	0.0	0.0
客座率 (%)	原预测	92.78%	93.05%
	新预测	92.78%	93.05%
	(+/-%)	0.0	0.0
主营收入净额 (人民币 百万)	原预测	7,817	10,516
	新预测	8,063	11,200
	(+/-%)	3.1	6.5
燃油成本 (人民币 百万)	原预测	1816	2576
	新预测	1816	2576
	(+/-%)	0.0	0.0
汇兑收益 (人民币 百万)	原预测	-8.2	0.0
	新预测	-8.2	0.0
	(+/-%)	0.0	n.a.
主营业务成本 (人民币 百万)	原预测	6472	8564
	新预测	6491	8616
	(+/-%)	0.3	0.6
净利润 (人民币 百万)	原预测	1,292	1,806
	新预测	1,449	2,246
	(+/-%)	12.1	24.4
每股盈利 (人民币)	原预测	3.28	4.51
	新预测	3.67	5.62
	(+/-%)	12.1	24.4
目标价 (人民币)	原预测	190.00	
	新预测	190.00	
	(+/-%)	0.0	

资料来源：公司数据，中金公司研究部

南方航空 A/H (600029.SH/1055.HK, 推荐/确信买入)：考虑行业供需边际改善，上调 2015 年/2016 年归属母公司净利润 27.3%/27.2%至 102.99 亿元/118.57 亿元，分别对应每股净利润 1.05 元/1.21 元。公司 2015 年和 2016 年的市盈率分别是 11.2x 和 9.8x。考虑盈利预测上调，将 A/H 股目标价分别从 16.5 人民币和 13.5 港币上调 21.2%和 18.5%至人民币 20.0 元和港币 16.0 港元，对应 19x 和 12x 2015 年市盈率。考虑行业今年业绩弹性巨大，明年供需边际改善，公司旺季弹性最大。维持 A 股推荐评级。考虑 H 股估值低且业绩超预期幅度更大，维持 H 股确信买入评级。



图表 19：南方航空盈利预测调整

		2015E	2016E
客公里收入 (人民币/客公里)	调整前	0.54	0.56
	调整后	0.55	0.57
	(+/-%)	2.3	2.3
客运周转量 (百万)	调整前	179,824	197,553
	调整后	179,824	197,553
	(+/-%)	0.0	0.0
客座率	调整前	79.7%	80.4%
	调整后	79.7%	80.4%
	(+/-%)	0.0%	0.0%
主营收入净额 (人民币 百万)	调整前	108,890	124,430
	调整后	111,251	127,084
	(+/-%)	2.2	2.1
燃油成本 (人民币 百万)	调整前	24,191	30,317
	调整后	24,191	30,317
	(+/-%)	0.0	0.0
汇兑收益 (人民币 百万)	调整前	(404)	0
	调整后	(404)	0
	(+/-%)	0.0	n.a.
净利润 (人民币 百万)	调整前	8,091	9,321
	调整后	10,299	11,857
	(+/-%)	27.3	27.2
每股盈利 (人民币)	调整前	0.82	0.95
	调整后	1.05	1.21
	(+/-%)	27.3	27.2
目标价 (人民币)	调整前	16.50	
	调整后	20.00	
	(+/-%)	21.2	

资料来源：公司数据，中金公司研究部

中国国航 A/H(601111.SH/753.HK, 推荐/推荐): 考虑行业供需边际改善, 上调 **2015 年/2016 年归属母公司净利润 21.6%/21.2% 至 112.88 亿元/129.75 亿元**, 分别对应每股净利润 **0.92 元/1.06 元**。公司 2015 年和 2016 年的市盈率分别是 16.7x 和 14.6x。考虑盈利预测上调, 将 **A/H 股目标价** 分别从 **16.0 人民币和 12.5 港币** 上调 **15.6% 和 12.0% 至人民币 18.5 元和港币 14.0 港元**, 对应 **20x 和 12x 2015 年市盈率**。考虑行业今年业绩弹性巨大, 明年供需边际改善, 境外游需求旺盛公司最先受益, **维持 A 股/H 股推荐评级**。

图表 20：中国国航盈利预测调整

		2015E	2016E
客公里收入 (人民币/客公里)	调整前	0.56	0.59
	调整后	0.58	0.60
	(+/-%)	2.3	2.2
主营收入净额 (人民币 百万)	调整前	108,277	123,685
	调整后	110,599	126,282
	(+/-%)	2.1	2.1
燃油成本 (人民币 百万)	调整前	22,675	28,992
	调整后	22,675	28,992
	(+/-%)	0.0	0.0
汇兑收益 (人民币 百万)	调整前	- 499	-
	调整后	- 499	-
	(+/-%)	0.0	n.a.
投资收益 (人民币 百万)	调整前	1,022	1,257
	调整后	1,022	1,257
	(+/-%)	0.0	0.0
净利润 (人民币 百万)	调整前	9,286	10,703
	调整后	11,288	12,975
	(+/-%)	21.6	21.2
每股盈利 (人民币)	调整前	0.76	0.87
	调整后	0.92	1.06
	(+/-%)	21.6	21.2
目标价 (人民币)	调整前	16.00	
	调整后	18.50	
	(+/-%)	15.6	

资料来源：公司数据，中金公司研究部



图表 21：航空可比公司估值

公司	币种	股价	市值 (US\$m)	市盈率 (X)				市净率 (X)				净资产收益率 (%)				现金分红收益率 (%)				CAGR	PEG
				13A	14A	15E	16E	13A	14A	15E	16E	13A	14A	15E	16E	13A	14A	15E	16E		
2015-07-02				13A	14A	15E	16E	13A	14A	15E	16E	13A	14A	15E	16E	13A	14A	15E	16E	14-16	15E
A股航空上市公司																					
中国国航*	RMB	15.36	26,253	56.9	49.9	16.7	14.6	3.5	3.5	2.9	2.5	6.1	7.0	18.9	18.4	0.3	0.4	0.9	1.0	85%	0.2
南方航空*	RMB	11.78	16,434	61.0	65.2	11.2	9.8	3.4	3.3	2.5	2.1	5.7	5.1	25.4	23.6	0.3	0.3	2.0	2.3	159%	0.1
春秋航空*	RMB	126.09	8,129	51.7	42.8	34.3	22.5	13.8	10.6	7.6	5.8	30.4	28.1	25.8	29.2	0.2	0.3	0.4	0.7	38%	0.6
海南航空	RMB	5.28	10,328	30.5	24.8	13.2	n.a.	2.4	2.2	n.a.	n.a.	8.5	9.3	n.a.	n.a.	0.0	1.2	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
平均值				50.2	43.9	18.8	15.7	5.6	4.8	4.2	3.3	12.3	12.4	23.0	23.0	0.2	0.4	0.8	1.0	67%	0.2
中值				51.7	42.8	16.7	15.2	3.5	3.5	3.3	2.7	8.5	9.3	23.6	22.1	0.2	0.3	0.6	0.8	68%	0.2
H股航空上市公司																					
中国国航*	HKD	8.76	26,253	25.8	22.6	7.6	6.5	1.6	1.6	1.3	1.1	6.3	7.1	19.2	18.6	0.7	0.7	1.9	2.2	86%	0.1
南方航空*	HKD	8.60	16,434	33.2	38.0	6.5	5.6	1.9	1.9	1.5	1.2	5.9	5.1	25.4	23.5	0.6	0.6	3.4	3.9	160%	0.0
国泰航空	HKD	19.58	9,936	29.4	24.4	11.0	9.8	1.2	1.5	1.4	1.2	4.4	5.5	13.0	13.0	1.1	1.8	3.3	3.7	58%	0.2
平均值				28.2	25.8	8.6	7.4	1.7	1.8	1.5	1.2	6.6	7.3	19.4	18.6	0.6	0.8	2.1	2.5	87%	0.1
中值				27.6	23.5	8.4	7.1	1.7	1.7	1.4	1.2	6.1	6.3	19.7	19.0	0.6	0.7	2.6	3.0	81%	0.1
国际航空上市公司																					
美洲																					
美联航	USD	51.69	19,746	18.2	10.2	5.0	6.0	6.3	8.1	3.3	2.1	32.8	42.1	97.5	44.5	0.0	0.0	0.0	0.6	30%	0.2
达美航空	USD	40.27	32,872	12.6	12.3	9.1	7.7	2.9	3.8	2.9	2.3	n.a.	6.4	35.5	31.8	0.3	0.7	1.1	1.5	27%	0.3
天西航空	USD	14.68	759	13.1	30.6	11.4	10.4	0.5	0.5	0.5	0.5	4.2	-1.7	4.6	4.6	1.1	1.1	1.1	1.1	72%	0.1
阿拉斯加航空	USD	64.30	8,336	23.8	15.4	10.8	10.4	4.4	4.0	3.2	2.7	29.4	29.1	33.7	32.7	0.3	0.8	1.2	1.3	22%	0.5
共和航空	USD	9.24	470	7.9	6.6	8.1	6.2	0.8	0.7	0.5	0.5	5.0	11.0	7.2	9.4	0.0	0.0	n.a.	n.a.	3%	2.0
夏威夷航空	USD	23.11	1,264	26.3	14.9	8.2	8.1	3.1	3.4	2.6	2.0	15.6	18.0	41.0	29.8	0.0	0.0	n.a.	n.a.	36%	0.2
平均值				16.7	16.0	9.5	8.6	2.3	2.5	1.9	1.6	13.6	12.6	15.4	7.3	0.3	0.5	1.2	1.3	32%	0.6
中值				13.1	14.9	9.1	8.1	2.9	3.4	2.6	2.0	10.3	11.0	33.7	29.8	0.3	0.7	1.1	1.3	27%	0.3
欧洲																					
法荷航空	EUR	6.23	2,071	n.a.	n.a.	n.a.	5.3	0.8	n.a.	n.a.	5.6	-51.0	n.a.	15.3	99.9	0.0	0.0	0.0	0.5	n.a.	n.a.
汉莎航空	EUR	11.67	5,981	8.4	11.4	5.8	5.3	0.9	1.4	1.3	1.1	5.8	1.1	26.1	22.9	3.9	0.0	3.5	5.1	47%	0.1
北欧航空	SEK	15.50	605	28.7	n.a.	9.5	8.1	1.6	1.0	0.8	0.7	18.9	-18.2	21.2	15.2	0.0	0.0	0.0	0.0	n.a.	n.a.
芬兰航空	EUR	2.80	397	n.a.	n.a.	21.5	8.6	0.5	0.7	0.7	0.6	3.1	-13.9	6.2	7.6	3.6	0.0	0.5	1.3	n.a.	n.a.
平均值				18.5	11.4	12.3	6.8	1.0	1.0	0.9	2.0	-5.8	-10.3	17.2	36.4	1.9	0.0	1.0	1.7	47%	0.1
中值				18.5	11.4	9.5	6.7	0.9	1.0	0.8	0.9	4.4	-13.9	18.3	19.0	1.8	0.0	0.2	0.9	47%	0.1
亚洲太平洋																					
新加坡航空	SGD	10.96	9,491	32.3	35.8	35.5	16.4	1.0	1.0	1.0	1.0	2.9	2.7	3.0	6.3	2.1	1.9	2.2	3.8	48%	0.3
澳洲航空	AUD	3.27	5,463	121.1	n.a.	10.8	6.8	1.3	2.5	2.2	1.7	0.0	-65.4	23.1	32.0	0.0	0.0	0.0	0.0	n.a.	n.a.
大韩航空	KRW	42900.00	2,775	n.a.	n.a.	12.7	7.6	1.0	1.2	1.2	1.0	-8.6	-20.3	11.1	12.6	0.0	0.0	0.0	0.0	n.a.	n.a.
中华航空	TWD	14.10	2,394	n.a.	n.a.	8.1	8.0	1.4	1.5	1.3	1.1	-2.5	-1.5	16.1	12.2	0.0	n.a.	3.1	0.7	n.a.	n.a.
新西兰航空	NZD	2.59	1,941	15.6	11.7	8.1	6.3	1.6	1.5	1.5	1.3	10.4	14.3	18.8	22.4	3.1	3.9	5.8	6.3	36%	0.2
长荣航空	TWD	21.55	2,690	93.7	n.a.	9.3	10.1	2.0	2.0	1.6	1.4	2.1	-3.7	19.6	14.2	0.0	n.a.	0.0	0.4	n.a.	n.a.
平均值				65.7	23.7	14.1	9.2	1.4	1.6	1.5	1.3	0.7	-12.3	15.3	16.6	0.9	1.4	1.8	1.9	42%	0.3
中值				93.7	23.7	10.8	8.0	1.4	1.5	1.5	1.3	1.0	-3.7	16.1	12.6	0.0	1.0	0.0	0.4	42%	0.3
低成本航空上市公司																					
美西南航空	USD	32.62	21,800	29.1	16.2	9.8	9.7	3.1	3.3	2.6	2.2	10.5	16.1	30.7	24.8	0.4	0.7	0.9	1.0	29%	0.3
捷蓝航空	USD	20.06	6,284	38.6	28.7	11.4	10.2	2.8	2.5	2.1	1.8	8.4	17.2	22.1	19.9	0.0	0.0	n.a.	n.a.	67%	0.2
西捷航空	CAD	26.14	2,634	12.8	10.6	7.9	7.9	2.1	1.9	1.6	1.4	17.6	16.9	21.1	16.7	1.5	1.8	n.a.	n.a.	16%	0.5
瑞安航空	EUR	12.43	18,711	31.5	33.6	20.0	17.1	5.5	5.2	4.7	3.6	17.3	15.9	25.0	23.1	0.0	0.0	3.0	0.2	40%	0.4
捷星航空	AUD	3.27	5,463	121.1	n.a.	10.8	6.8	1.3	2.5	2.2	1.7	0.0	-65.4	23.1	32.0	0.0	0.0	0.0	0.0	n.a.	n.a.
亚洲航空	MYR	1.53	1,129	11.7	51.0	6.6	5.7	0.9	0.9	0.8	0.7	7.3	1.7	12.3	13.3	2.6	2.0	3.1	3.7	200%	0.0
宿务太平洋航空	PHP	88.50	1,188	105.4	62.8	8.6	7.8	2.5	2.5	2.0	1.6	2.4	4.0	26.8	22.5	1.1	1.1	2.1	2.0	184%	0.0
天马航空	JPY	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	8.4	-4.0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
平均值				50.0	33.8	10.7	9.3	2.6	2.7	2.3	1.9	9.0	0.3	23.0	21.7	0.8	0.8	1.8	1.4	89%	0.2
中值				31.5	31.1	9.8	7.9	2.5	2.5	2.1	1.7	8.4	10.0	23.1	22.5	0.4	0.7	2.1	1.0	54%	0.2
*数据为中金预测，其他为市场预测数据，来自彭博资讯和Wind																					

*数据为中金预测，其他为市场预测数据，来自彭博资讯和Wind

资料来源：彭博资讯，公司数据，中金公司研究部



通用航空：政策释放需求，直升机先行受益，推荐中信海直

通航元年即将开启。1) 中国通航发展缓慢，但对社会意义重大，构成发展内因。无论对照总量还是单位指标，中国远落后于通航强国，差距为十倍甚至近百倍，但其之于社会和谐发展具有重要意义，如带动高新产业、提供就业岗位、促进西部开发和提升救灾效率等。2) 管制放松和政策频发，构成发展外因。近几年，关于通航方面的政策频频出台，涉及到长远规划、空域放开、机场建设、市场准入、政府补贴、税收优惠等多个方面。回顾通航强国发展史，政策支持往往是行业大发展的必备条件，中国通航大时代渐近。我们对通航上下游产业受益分析如下：

- ▶ **上游制造：设备和直升机将优先受益。**上游制造分为两类，1) 电子通讯设备、新型材料等，我们认为通讯设备国产化是趋势，因此拥有较高技术水平的电子通讯设备制造商将受益于新建机场和航路通讯需求；2) 飞机制造，通航飞机机型众多，运营商各有偏好，且飞机采购一般全球比较，国内通航飞机生产商未必全部受益，需要精挑细选，考虑固定翼飞机需要一定长度的跑道、甚至较高要求的通讯导航设备才能起降，我们认为直升机以起降要求低而或许优先发展起来，该机型制造商将最先受益。
- ▶ **中游运营：运营能力是关键。**在航空产业链里，产业链两头占有的利润率高，运营商是利润率最薄的子行业。但是即使如此，拥有较高运营水平和安全记录的运营商，将收到青睐，如果在行业发展初期，市场处于供不应求的时候，运营水平高的中游企业仍可获得客观利润。此外，根据财政部和中国民航局发布的《通用航空发展专项基金管理暂行办法》（民航发【2012】111 号），通航运营公司在 2014 年将获得一定金额的补贴。
- ▶ **下游保障：培训必将火爆。**下游保障有 3 个主要子行业，受益程度排序为：1) 培训。因为涉及到生命、财产安全，航空业对人才的要求较为苛刻。任何一个国家的民航局对其从业人员均有非常严苛及详细的准入要求，及持续的跟踪、控制流程，这导致了合格人才的稀缺及在职培训的经久不衰。相对维修和机场较轻的资产，也使得培训行业更易随市场需求变化而调整。因此，航空人才的培训，无论是制造、运营还是维修，都将随通航快速发展而持续火爆。2) 机场。选址较为重要。天气条件决定适飞日数量，远离军事基地、民航进近区（C 类空域）降低干扰因素，靠近客户占据地理优势。3) 维修。因为通航飞机种类众多，维修需求复杂，维修企业需要选对未来市场主力机型，才能获得较好的规模效应。

我们**推荐龙头运营公司中信海直（000099.SZ）**：专注直升机运营 30 年，已成为直升机运营、维修、培训等全方位专家，为业务扩张奠定了坚实基础；受益通航政策催化，公司有望从核心优势出发，发展成为集直升机运营、4S 店和培训为一体的综合性直升机服务商。**维持推荐评级和目标价 18 元不变，对应 40x 2015 P/E。**

风险：海上石油市场开发放缓，人民币贬值。



图表 22：通航可比公司估值

公司	币种	股价	市值 (US\$mn)	市盈率 (X)				市净率 (X)				净资产收益率 (%)				现金分红收益率 (%)				CAGR	PEG
				13A	14E	15E	16E	13A	14E	15E	16E	13A	14E	15E	16E	13A	14E	15E	16E		
2015-07-02				13A	14E	15E	16E	13A	14E	15E	16E	13A	14E	15E	16E	13A	14E	15E	16E	14~16	15E
通航制造上市公司																					
哈飞股份	RMB	51.15	4,860	104.0	90.9	69.1	54.4	5.1	4.9	4.6	4.3	5.1	5.5	6.7	8.2	0.3	0.3	0.4	0.5	29%	1.9
中航动控	RMB	26.86	4,960	133.6	165.8	141.4	116.8	7.0	6.7	n.a.	n.a.	5.7	4.1	n.a.	n.a.	0.1	0.1	n.a.	n.a.	19%	6.1
航空动力	RMB	43.06	13,525	143.5	86.1	71.1	62.4	4.6	5.9	5.4	4.9	11.4	7.7	7.2	8.2	0.2	0.3	0.2	0.2	17%	3.6
博云新材	RMB	14.71	946	n.a.	1471.0	588.4	127.9	4.2	5.2	4.7	4.3	-4.1	0.5	5.2	8.8	n.a.	0.0	n.a.	n.a.	239%	0.5
钢研高纳	RMB	29.15	1,500	106.9	84.2	63.4	48.6	9.1	8.5	7.5	6.7	8.8	10.4	11.9	13.8	0.4	0.5	n.a.	n.a.	32%	1.5
贵航股份	RMB	24.98	1,163	55.5	54.3	n.a.	n.a.	4.1	3.9	n.a.	n.a.	7.7	7.4	n.a.	n.a.	0.6	0.6	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
洪都航空	RMB	28.01	3,237	220.6	203.0	178.4	116.7	4.2	4.1	4.0	3.9	1.9	2.0	2.4	2.6	0.1	0.0	0.1	0.2	32%	3.7
平均值				127.3	307.9	185.3	87.8	5.5	5.6	5.2	4.8	5.2	5.4	6.7	8.3	0.3	0.3	0.2	0.3	61%	2.9
中值				120.3	90.9	106.2	89.6	4.6	5.2	4.7	4.3	5.7	5.5	6.7	8.2	0.2	0.3	0.2	0.2	30%	2.7
通航运营上市公司																					
中信海直*	RMB	14.47	1,414	41.0	41.4	32.6	25.1	3.2	3.1	3.0	2.7	8.5	7.6	9.4	11.4	0.6	0.5	0.5	0.5	28%	0.9
平均值				41.0	41.4	32.6	25.1	3.2	3.1	3.0	2.7	8.5	7.6	9.4	11.4	0.6	0.5	0.5	0.5	28%	0.9
中值				41.0	41.4	32.6	25.1	3.2	3.1	3.0	2.7	8.5	7.6	9.4	11.4	0.6	0.5	0.5	0.5	28%	0.9
通航保障上市公司																					
川大智胜	RMB	36.09	810	73.7	456.8	63.0	51.3	6.1	6.2	6.0	5.7	8.5	1.3	3.8	4.4	0.6	0.0	n.a.	n.a.	198%	0.3
四创电子	RMB	84.94	1,872	213.4	144.9	100.3	78.4	13.8	12.7	n.a.	n.a.	7.8	9.1	n.a.	n.a.	0.0	0.1	n.a.	n.a.	36%	2.2
威海广泰	RMB	28.53	1,413	95.1	79.3	47.6	35.9	7.5	7.0	5.6	4.9	8.3	9.2	10.9	12.9	0.3	0.3	0.5	0.7	49%	0.7
海特高新	RMB	19.05	2,069	97.7	81.1	49.5	37.5	8.3	7.7	6.0	5.5	9.8	9.8	10.3	12.9	0.3	0.3	0.3	0.4	47%	0.8
平均值				120.0	190.5	65.1	50.8	8.9	8.4	5.8	5.4	8.6	7.4	8.3	10.1	0.3	0.2	0.4	0.5	82%	1.0
中值				96.4	113.0	56.2	44.4	7.9	7.3	6.0	5.5	8.4	9.1	10.3	12.9	0.3	0.2	0.4	0.5	48%	0.8
*数据为中金预测，其他为市场预测数据，来自彭博资讯和Wind																					

*数据为中金预测，其他为市场预测数据，来自彭博资讯和Wind

资料来源：彭博资讯，公司数据，中金公司研究部



航空信息技术：国内 GDS 垄断地位稳固，转型综合 IT 供应商带来新机遇，推荐中航信

垄断地位稳固。规模效应和业务范围决定 GDS 具备天然垄断属性，如美国的 Sabre 和欧洲的 Amadeus，几乎分别垄断北美和欧洲市场。中航信是中国的 GDS，具备同样的行业属性，市场份额 90% 以上，且公司的信息保密性高、系统稳定度高、费用低，保证国外、国内的新老公司都很难撼动其地位。

市场前景广阔，传统航空信息技术（AIT）业务稳定增长。1) 双位数内生增长。消费升级和政策放松将驱动巨大的国内航空市场，未来十年内至少为中航信带来 70 亿元市场空间；收费从量征收，波动性小于航空公司；递大递减的收费已经触底，未来 ASP 降幅缩小。2) 新一代系统带来增收降本可能。升级后，既可以为国内航空公司提供更加复杂的功能，带来涨价可能，也提升了获得承接国外航空公司的业务可能性；由于新系统更为开放，硬件不再只能由一个供应商提供，成本有望下降。

公共 IT 服务和航旅纵横（Umetrip）将推动非 AIT 业务增长，转型成为综合 IT 服务供应商。北京新运营中心将于 2017 年投入运营，释放产能，打开公共 IT 服务运营空间。移动 App 航旅纵横现已拥有超过 1000 万用户，未来有望实现商业化。我们预计 2017 年非 AIT 业务收入占比将超过 60%。

继续推荐中航信（696.HK）：公司目前股价分别对应 2015 年和 2016 年市盈率 14.7 倍和 13.5 倍，而国际同类公司市盈率 21 倍。我们认为中航信应当享有估值溢价，考虑：1) 中国航空市场巨大且公司垄断地位稳固；2) 2016 年后新业务爆发，利润率反弹，公司将进入向上周期；3) “互联网+”、资金南下提供催化。**维持目标价 18.5 港元不变**，对应 2015 年市盈率 25 倍。

风险：经济/系统整合业务增速疲软；研发费用高企。

图表 23：GDS 可比公司估值

公司	币种	股价	市值 (US\$mn)	市盈率 (X)				市净率 (X)				平均净资产收益率 (%)				现金分红收益率 (%)				CAGR	PEG
				13A	14A	15E	16E	13A	14A	15E	16E	13A	14A	15E	16E	13A	14A	15E	16E		
2015-07-02				13A	14A	15E	16E	13A	14A	15E	16E	13A	14A	15E	16E	13A	14A	15E	16E	14~16	15E
全球GDS																					
中航信*	HKD	10.86	4,099	20.6	15.4	14.7	13.5	2.7	2.5	2.2	1.9	13.9	17.0	15.7	15.0	1.6	1.5	1.7	2.0	7%	2.0
Amadeus	EUR	37.04	18,361	26.5	24.9	21.9	20.7	9.0	9.0	7.5	6.5	33.4	34.3	35.5	33.1	1.3	1.9	2.1	2.3	10%	2.1
Sabre	USD	24.22	6,577	n.a.	38.4	22.9	18.0	n.a.	77.4	16.1	9.6	n.a.	n.a.	159.7	72.4	0.0	0.7	1.5	1.5	46%	0.4
Travelport	USD	13.80	1,689	n.a.	n.a.	17.0	11.7	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0.0	0.5	2.2	2.3	n.a.	n.a.
平均值				23.5	26.2	19.8	17.4	5.9	29.6	8.6	6.0	23.7	25.7	70.3	40.2	1.0	1.4	1.7	1.9	21%	1.5
中值				23.5	24.9	21.9	18.0	5.9	9.0	7.5	6.5	23.7	25.7	35.5	33.1	1.3	1.5	1.7	2.0	10%	2.0
国际相关上市公司																					
Priceline	USD	11.30	59,631	0.3	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.0	34.8	31.3	29.4	28.5	0.0	0.0	0.0	0.0	21%	0.0
Expedia	USD	1150.35	13,673	550.4	343.4	307.7	223.9	69.5	81.9	64.1	53.3	10.5	20.3	21.1	25.6	0.0	0.1	0.1	0.1	24%	9.4
携程	USD	107.19	9,980	97.4	412.3	128.4	50.1	10.3	9.8	9.6	8.6	13.5	2.7	5.7	16.4	0.0	0.0	0.0	0.0	187%	0.3
去哪儿网	USD	70.99	5,323	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	5.9	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	115.2	51.3	0.0	0.0	0.0	0.0	n.a.	n.a.
艺龙	USD	42.02	606	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0.8	0.8	n.a.	n.a.	-8.4	-14.4	-58.2	n.a.	0.0	0.0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
VISA	USD	16.86	166,022	8.9	7.4	6.5	5.7	1.6	1.5	1.4	1.3	18.3	20.0	20.9	23.3	2.0	2.4	2.9	3.0	14%	0.4
MasterCard	USD	67.85	109,594	26.0	21.6	19.8	16.6	10.8	11.5	10.8	9.3	43.3	50.7	54.5	63.3	0.3	0.7	0.9	1.2	14%	1.2
平均值				113.8	130.8	77.1	49.4	12.4	15.1	14.3	12.1	18.7	20.2	28.4	34.5	0.3	0.5	0.6	0.7	52%	2.2
中值				17.4	14.5	13.2	11.1	3.8	1.5	5.5	5.0	15.9	20.3	25.3	28.5	0.0	0.0	0.0	0.0	21%	0.4
*数据为中金预测，其他为市场预测数据，来自彭博资讯和Wind																					

*数据为中金预测，其他为市场预测数据，来自彭博资讯和Wind

资料来源：彭博资讯，公司数据，中金公司研究部

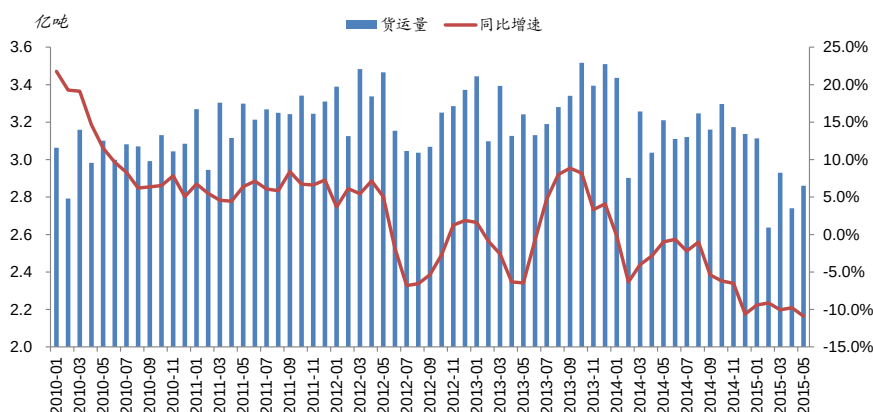


铁路：改革预期或将催化下半年行情

铁路货运量连续阴跌五月，客运量维持稳定增速

铁路货运量：货运量前五个月连续同比下滑，1~5 月份铁路货运量累计同比下降 9.9%，差于 1~4 月份 9.6% 的累计下降，也差于去年同期 -0.7% 的累计增速。货运量颓势未改。

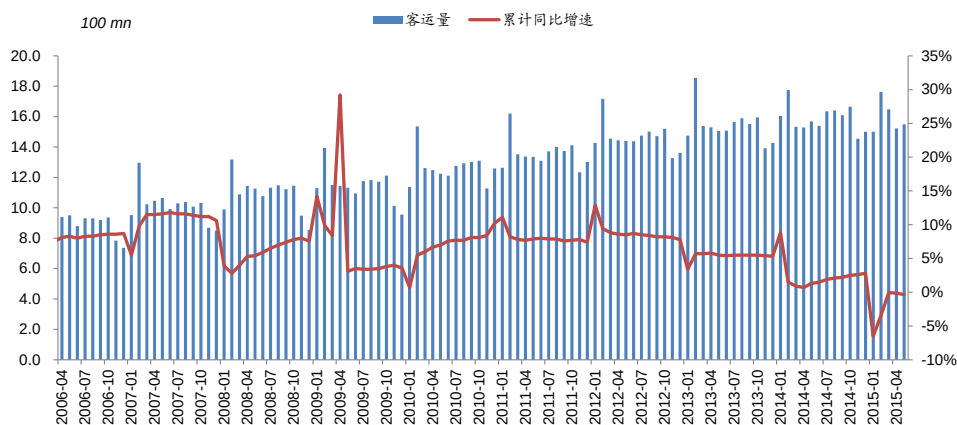
图表 24：铁路货运量



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

铁路客运量：客运量 1~5 月份累计同比增长 7.2%，好于前四个月的累计增速 4.2%，但差于 2014 年同期累计增速 9.7%。

图表 25：铁路客运量



资料来源：万得资讯，中金公司研究部



改革模型初见端倪

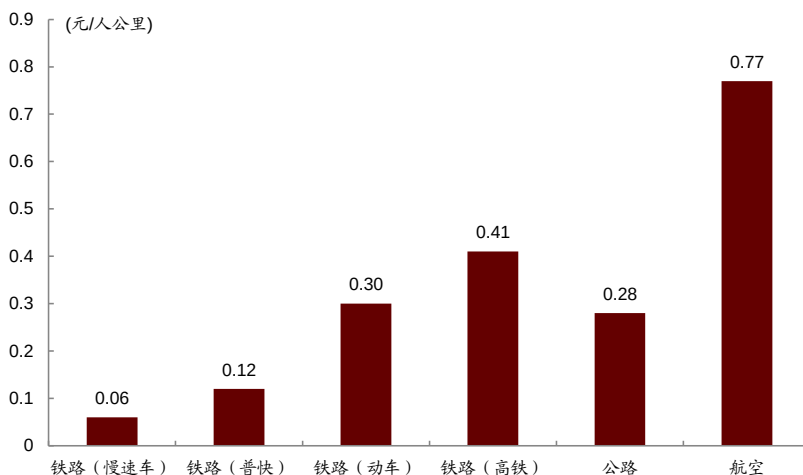
2013 年 3 月国务院机构改革方案公布，明确铁道部政企分开，政府职能并入交通部并成立国家铁路局，新建中国铁路总公司承担企业职能。政企分开方案正式开启了铁路改革序幕。截止目前，我们能够看到铁路改革的一些进展。

运输价格理顺

货运价格：铁路货运价格连续三年提升，特殊运价也基本并轨，实现了铁路货运价格体系与公路货运价格体系的合理比价，**我们认为明年再次提价可能性不高**。但值得我们同时注意的是，运价逐渐被放开，首先是由政府定价改为政府指导价，而后运价可以浮动（从今年 8 月开始货运价格可以最高上浮 10%、下浮不限）。准池铁路运价完全由铁路运输企业与用户、投资方协商确定，我们认为这是未来运价市场化的方向。

客运价格：旅客票价基价率从 1995 年至今二十年未变，以单位客公里运价作为比较，即使是动车/高铁也才基本与公路相当，而普快列车约为公路的 1/2，为民航的 12%。铁路客运具有一定的公益性质，我们认为目前客运调价阻力较大，但从长期看，铁路客运价格有上调空间。

图表 26：铁路普快客车票价不及公路一半



资料来源：铁路总公司，中金公司研究部

货运组织改革大考

2013 年 6 月铁总推出货运组织改革方案，内容主要包括：1）改革货运受理方式：简化手续、拓宽渠道；2）改革运输组织方式：使运输计划服从于市场；3）规范货运收费：一口报价、一张货票；4）发展“门到门”全程物流服务。推出货运组织改革已有两年，我们还看到铁总在中间也有些许其他动作，如：

- ▶ **开通电商班列。**2014 年 6 月，铁总开通 6 列直达特快电商班列，首次精准定位“电商”，为过去以“大宗商品”为主的铁路货运贴上“快递”的标签；
- ▶ **铁路快运业务。**2014 年 10 月，铁总又在全国范围内推出货物快运业务，并号称业务覆盖全国、办理简单方便、货物限时运达、运费低于公路；
- ▶ **转型现代物流。**2015 年 4 月 18 日，中国铁路总公司铁路现代物流建设现场会在沈阳召开。会议吹响了铁路企业积极适应经济发展新常态，继续深化货运改革，加快推进铁路现代物流发展的行动号角；



- **铁总布局电商物流。**2015 年 5 月“95306”铁路货运平台上线，除了大宗物资交易通道外，还有电器专区、日用百货、食品饮料等小商品运输服务，“铁老大”主动放下身段，尝试切入白货市场，东山再起；

我们认为推行货运组织变革体现了铁总对货运量下滑的担忧，货运组织改革即重视客户的效率和体验，融入市场，形成综合性竞争力。货运组织改革有助于推动铁路系统市场化改革。

图表 27：“95306”网站



资料来源：www.95306.cn，中金公司研究部

投融资改革

我们认为投融资改革的两个方向是：1）引导社会资本多渠道的参与铁路建设，2）以存量换增量进行股权融资，对铁路上市融资平台进行资产注入或者将优质的资产拆分上市。

但两方面目前仍没有明确进展，如川南铁路原初的设想即是没有铁总入股，对民资、外资开放，最终招标结果还是没有民资入股，形成了“国欲退而民不进”的现象。

但铁总总经理盛光祖在参加十二届全国人大三次会议江苏代表团审议时曾公开表示，“条件具备时，铁总会考虑上市，多走市场化道路，在混合所有制改革方面，铁总也有所考虑。”我们认为铁总整体上市可能性不大，除非把国内各铁路进行拆分；同时混改也会很有难度，目前没有民资敢对铁路投资。我们认为铁总上市可以优先把优良资产上市，比如武广高铁、京沪高铁（已实现盈利）均可作为上市的试验。接着，各个铁路局可分段进行确权，分批上市。按照先易后难的步骤，慢慢分段引入混合所有制。

铁路土地综合开发

尽管国务院 2014 年出台了《关于支持铁路建设实施土地综合开发的意见》（国发“37 号文”），铁总的态度也一直很坚定，但在地方层面一直没有实质性进展。首个“以地养路”的铁路样本已经浮出水面，济南到青岛的高铁线路（“济青高铁”）站场周边土地综合开发方案已经获得铁总的认可，济青高铁的投资方可能会将沿线土地的一级开发和二级开发相结合，我们认为上述开发模式一旦有成功的例子，会很快得到复制。

参考香港和日本的土地经营经验，除一级和二级土地开发外，铁路车站空间也均也利用。香港和日本铁路土地经营模式比较成功，车站及周边地块的地上、地下空间都可以利用，立体开发可以提高土地利用率，同事获得收益。港铁和日本 JR East 铁路公司除运输外，业务还包含车站周边和铁路沿线物业、及车站商场租金和物业管理等，副业基本占到他们总营业利润的 1/3。



下半年是投资铁路更好时点，改革催化新一波行情，首推大秦

我们认为虽然铁总上半年并没有像市场预期一样有些大动作，但我们认为这并不代表铁路改革被搁置。中国的铁路资产庞大，盈利极低，主要是机制问题，而现在铁总面对的是内忧（债务压力大、借新还旧）和外患（铁路运量不理想），铁路改革是一定会往前推进的。我们认为大方向上 1）体制上引入适当竞争，如适当放开铁路线路经营权和所有权；2）投融资改革引入民资、战投，优质资产可以注入上市公司或单独上市；3）货运组织改革在受理方式、运输计划和物流方式上更贴近市场；4）铁路土地开发先试先行，有可行模范后可迅速复制；

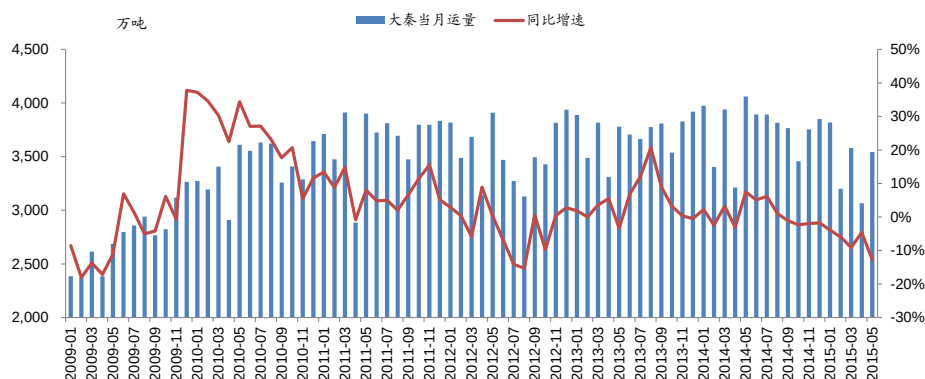
铁路改革任重而道远，但改革将会释放巨大红利，改善铁路上市公司的经营效率和竞争格局。我们认为下半年市场对铁路改革预期会更加浓烈，会是投资铁路的更佳时点。板块中我们首推大秦铁路，关注广深铁路和铁龙物流。

- **大秦铁路：**我们预测大秦今年 EPS 为 1.02，同比增长 7%。大秦的分流风险确实存在，且我们假设明年有 3000 万吨的运量降幅，其中 2000 万吨到朔黄铁路，因此我们预测明年盈利下滑约 10%。但我们测算即使假设从 2019 年起，大秦的运量只有 3 亿吨，DCF 的价值也可以达到 13.8 元，仍可支撑目前股价。铁路下放运价上浮权限对大秦影响不大，我们认为：1）黄骅港下水能力限制了朔黄运量；2）大秦即使下调运价，运输成本仍然会高于朔黄线，并不会改变神华部分煤炭运量从大秦线挪至朔黄线的趋势；3）太原局运价下行压力不大。（详见 6 月 19 日发布的报告《铁路下放运价自主上浮权，对大秦铁路影响有限》）

大秦手中还有太原铁路局的全部资产，目前基本处于亏损状态，我们认为铁路改革将释放红利，路局资产降本增效的空间巨大。且大秦手中每年有 160 亿的现金流，充足的现金流有能力让公司在铁路改革中收购新资产，增厚 EPS。

我们认为大秦铁路是板块里最稳健的标的，在大盘向下的趋势中也很具抗跌性。因此我们维持大秦铁路的确信买入评级。预测 2015 年上半年盈利将增长约 6%，符合预期。

图表 28：大秦铁路运量



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

- **广深铁路：**从基本面上来看，二季度货运量和客运量均维持了一季度的下滑趋势，不见改善，且广深铁路-A 2015 年市盈率已近 50 倍，H 股约 24 倍。我们认为 A 股估值已经很高，H 股相较国际可比公司而言基本合理。未来关注 1）客运提价带来的盈利增厚，2）铁路土地开发落实可能带来的催化；基于大修费用在一季度大幅下降，我们预测 2015 年上半年盈利将同比增长 50%，维持中性评级。
- **铁龙物流：**公司 2015 年市盈率约 44 倍，我们认为目前公司的基本面尚不足以支持如此高的估值。主业铁路货运与临港业务受大环境影响而继续萎靡，特种箱业务有望取代成为主业之势，但目前特种箱业务仍处于结构调整期。我们预测 2015 年上半年盈利将同比下滑 8%，维持中性评级。



风险：铁路改革速度慢于预期。

图表 29：铁路行业可比公司估值表

公司	评级	股票代码	股价	市盈率 (X)				市净率 (X)				净资产收益率 (%)				现金分红收益率 (%)			
				2015/07/02	2013	2014	2015E	2016E	2013	2014	2015E	2016E	2013	2014	2015E	2016E	2013	2014	2015E
A股铁路上市公司																			
大秦铁路*	推荐	601006.SH	12.02	14.1	12.6	11.7	12.7	2.3	2.1	1.9	1.8	16.5	16.9	16.6	14.3	3.6	4.0	4.3	4.0
广深铁路*	中性	601333.SH	6.76	37.6	72.3	49.8	45.5	1.8	1.8	1.8	1.7	4.8	2.5	3.5	3.8	1.2	0.7	0.9	1.0
铁龙物流*	中性	600125.SH	12.5	38.7	47.8	43.7	39.9	3.8	3.5	3.3	3.1	9.7	7.3	7.5	7.7	0.0	0.6	0.5	0.5
平均值				30.1	44.2	35.1	32.7	2.6	2.5	2.3	2.2	10.3	8.9	9.2	8.6	1.6	1.8	1.9	1.8
中值				37.6	47.8	43.7	39.9	2.3	2.1	1.9	1.8	9.7	7.3	7.5	7.7	1.2	0.7	0.9	1.0
H股铁路上市公司																			
广深铁路*	中性	525.HK	4.07	17.7	34.9	24.0	21.6	0.8	0.9	0.8	0.8	4.8	2.5	3.5	3.8	2.5	1.5	1.9	2.1
亚洲																			
地铁公司		66.HK	35.6	24.6	19.1	20.0	20.0	1.4	1.3	1.2	1.2	5.9	7.0	6.3	6.3	2.3	2.7	3.1	3.1
Container Corp of India		CCRI.IN	1,752	35.9	34.4	33.8	33.8	5.5	4.9	4.5	4.5	15.9	14.9	13.7	13.7	0.7	0.7	0.8	0.8
SMRT Corp		MRT.SP	1,545	21.2	37.7	24.9	24.9	2.9	2.9	2.7	2.7	13.6	7.8	11.5	11.5	3.4	1.2	2.1	2.1
平均值				25.8	25.1	22.6	22.6	2.7	2.4	2.3	2.3	10.5	10.0	10.2	10.2	1.4	1.2	1.4	1.4
中值				24.6	22.4	21.7	21.7	2.2	2.0	1.9	1.9	9.6	8.1	9.1	9.1	1.1	1.1	1.1	1.1
美洲																			
Union Pacific		UNP.US	96.16	20.5	17.0	16.1	16.1	4.2	4.0	4.0	4.0	21.2	23.8	25.1	25.1	1.5	2.0	2.4	2.4
Norfolk Southern		NSC.US	88.1	15.4	13.8	15.5	15.5	2.7	2.2	2.2	2.2	17.7	16.8	14.4	14.4	2.3	2.5	2.7	2.7
CSX Corp		CSX.US	32.9	18.0	17.2	16.3	16.3	3.4	2.9	2.7	2.7	19.6	17.7	17.4	17.4	1.8	1.9	2.1	2.1
Canadian National Railway		CNR.CN	72.11	23.6	19.5	17.5	17.5	5.3	4.3	4.1	4.1	22.5	22.2	24.0	24.0	1.2	1.4	1.7	1.7
Canadian Pacific Railway		CP.CN	200.02	31.1	23.8	18.8	18.8	5.8	4.8	5.9	5.9	18.9	20.1	31.7	31.7	0.7	0.7	0.8	0.8
平均值				21.7	18.3	16.8	16.8	4.3	3.6	3.8	3.8	20.0	20.1	22.5	22.5	1.5	1.7	1.9	1.9
中值				20.5	17.2	16.3	16.3	4.2	4.0	4.0	4.0	19.6	20.1	24.0	24.0	1.5	1.9	2.1	2.1
全球铁路平均值				24.9	27.2	23.2	22.6	3.0	2.7	2.7	2.6	13.1	12.5	13.4	13.3	1.5	1.5	1.7	1.7
全球铁路中值				23.8	21.1	19.4	19.4	2.8	2.4	2.2	2.2	13.7	12.1	12.6	12.6	1.3	1.3	1.6	1.6
*数据为中金预测，其他为市场预测数据，来自彭博资讯和Wind																			

*数据为中金预测，其他为市场预测数据，来自彭博资讯和Wind

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部



公路：把握政策利好+国企改革两条投资主线

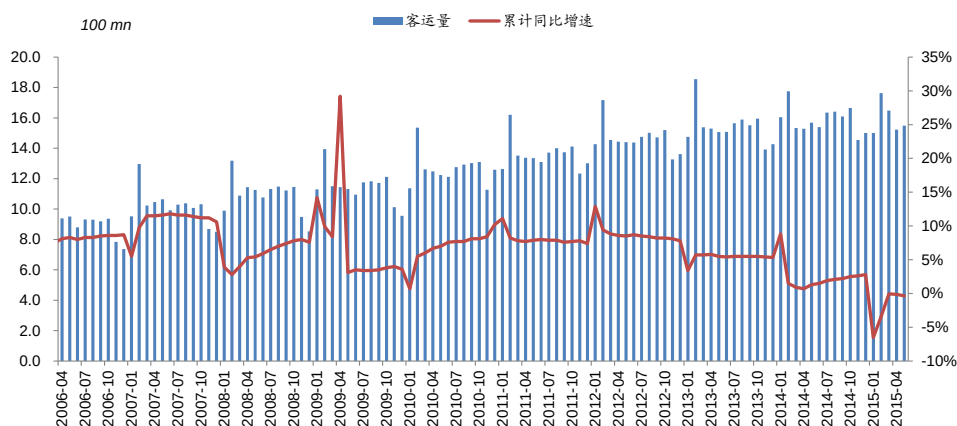
态度更加乐观，板块个股分化

我们在 2014 年下半年的时点就率先对板块的态度转为偏乐观，认为行业最坏的时候已经过去，现在来看 1) 政策面利空出尽，未来《收费公路管理条例》修改稿出台或带来利好；2) 行业受益国企改革，有望增强主业持续盈利能力；3) 业内公司普遍尝试转型，2015 年部分公司已经形成转型雏形。

基本面稳健

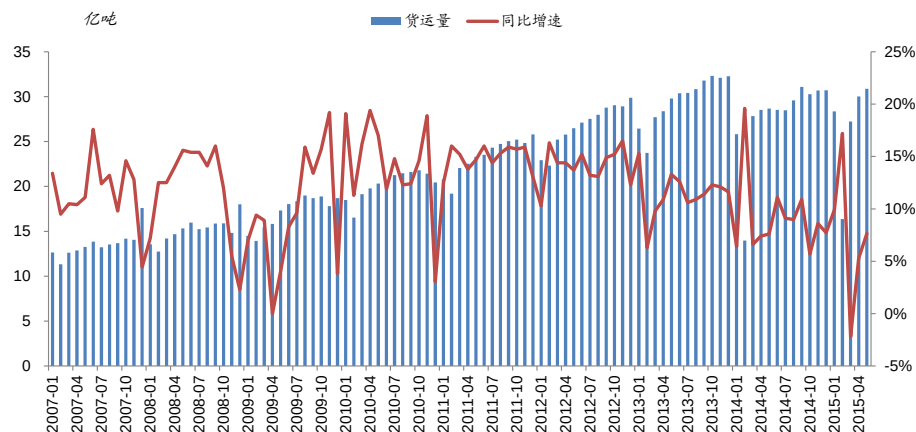
2015 年 1-5 月公路客运量同比基本持平，略低于去年同期增速 (1.3%)，2015 年 1-5 月公路货运量同比增长 6.5%，去年同期增速为 8.3%，虽然客运量和货运量增速都略微有些下滑，但从车流量方面来看，2015 年 1-5 月上市公司汇总车流量同比增长 9.6%，去年同期增长 9.2%，显示公路行业基本面稳健增长。

图表 30：公路客运量



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

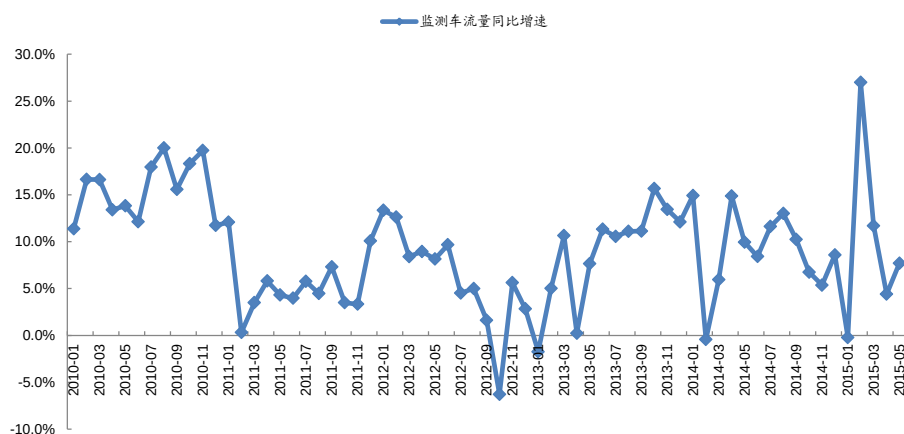
图表 31：公路货运量



资料来源：万得资讯，中金公司研究部



图表 32：上市公司车流量增速



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

个股有所分化

上半年高速公路板块上涨 50%，跑赢大盘 30 个百分点。将个股按涨幅排序，

- ▶ **A 股方面**：皖通高速上涨 100%，重庆路桥上涨 67%，吉林高速上涨 64%；
- ▶ **H 股方面**：皖通高速上涨 56%，越秀交通上涨 15%，深高速上涨 14%。

图表 33：个股涨跌幅

A股	代码	年初至今涨幅
皖通高速	600012.SH	100.2%
重庆路桥	600106.SH	67.3%
吉林高速	601518.SH	63.5%
山东高速	600350.SH	57.7%
东莞控股	000828.SZ	56.4%
中原高速	600020.SH	54.9%
华北高速	000916.SZ	40.4%
海南高速	000886.SZ	39.9%
楚天高速	600035.SH	38.4%
福建高速	600033.SH	33.3%
龙江交通	601188.SH	28.1%
赣粤高速	600269.SH	27.7%
现代投资	000900.SZ	26.8%
五洲交通	600368.SH	21.4%
宁沪高速	600377.SH	19.2%
深高速	600548.SH	8.0%
四川成渝	601107.SH	6.5%

H股	代码	年初至今涨幅
安徽皖通高速公路	0995.HK	56.1%
越秀交通基建	1052.HK	15.0%
深圳高速公路股份	0548.HK	14.3%
浙江沪杭甬	0576.HK	13.0%
江苏宁沪高速公路	0177.HK	10.2%
合和公路基建	0737.HK	-1.8%
四川成渝高速公路	0107.HK	-3.0%

资料来源：万得资讯，中金公司研究部



从涨跌幅来看，涨幅居前的标的在上半年都是有改革或者重组预期的。我们认为这个投资逻辑会在下半年继续下去。

下半年两条投资主线：政策利好和国企改革

《收费公路管理条例》修改稿或年内出台，对板块构成重大利好

交通部于 2013 年 6 月公示了《收费公路管理条例（修正征求意见稿）》，我们认为修改稿很可能于年内出台。

修正征求意见稿整体基调有利于维护投资者利益：相比 2004 年出台的《条例》，本次修正案中 4 次提及“合理回报”，且明确了合理回报的内涵，确立了经营性公路实施特许经营制度，对于年限和费率制定显示出一定的灵活性。总体来讲修改条例旨在维护行业稳定发展、维护投资人合理回报。对于公路行业整体影响较为积极。

收费期限限制可能有所松动：新《条例》规定：“国家实施免费政策给经营管理者合法收益造成影响的，可通过适当延长收费年限等方式予以补偿”、“高速公路因改建扩容增加投资需调整收费年限的，可依据本条例有关规定重新核定”、“还贷、经营期满后，除由公共财政承担养护费用的以外，高速公路可按满足基本养护管理支出需求的原则收取通行费，收费年限可按照公路的两个大修周期进行核准”。这三项政策的推出，为公路经营年限适当延长确立了制度法规基础，一定程度上是放开了收费期限的限制。对于公路上市公司而言，收费年限限制是制约行业估值的最大不确定性，如今政策上允许适当补偿经营年限，这就直接打开了公路公司 DCF 估值向上的空间。

费率调整预期打开：《条例》提出经营性公路的收费标准确定需要考虑融资成本、合理回报；费率标准也可以根据当地的物价指数变化情况等因素适时给予调整。这一政策提法基本上承认了收费公路的准公共产品性质，为行业价格调整确立了法律依据。从行业整体来看，2005 年至今高速公路通行费基准价格基本没有变化，而同期的铁路、港口等基础设施价格均有提升。因此中长期看，我们认为行业整体是存在提价可能的；但是短期来看，受制于舆论压力，行业整体提价难度较大。

国企改革

各省交通投资集团资产规模大，国资改革中不会缺席。我们在下表中整理了一些交通投资集团的资产规模，我们发现各省交通投资集团资产规模均是千亿级别，其中湖南省交投以近 3400 亿资产位列第一。

交通资产整合，省交投发挥作用。国企改革的重要一步即是将同类型、同属性的资产整合至一个平台，我们认为由于 1) 省交投资产规模大，2) 管理资产在交通领域占有一席之地，各个省交投集团很有可能作为国资改革的投资运营整合平台之一，整合省内优质资源。



图表 34：各交投集团资产规模

亿元	总资产	净资产
湖南	3,387	909
山东	3,117	700
福建	2,913	817
广东	2,870	806
湖北	2,485	790
江苏	2,350	797
四川	1,886	488
浙江	1,700	454
天津	850	205
安徽	719	235

资料来源：万得资讯，中金公司研究部

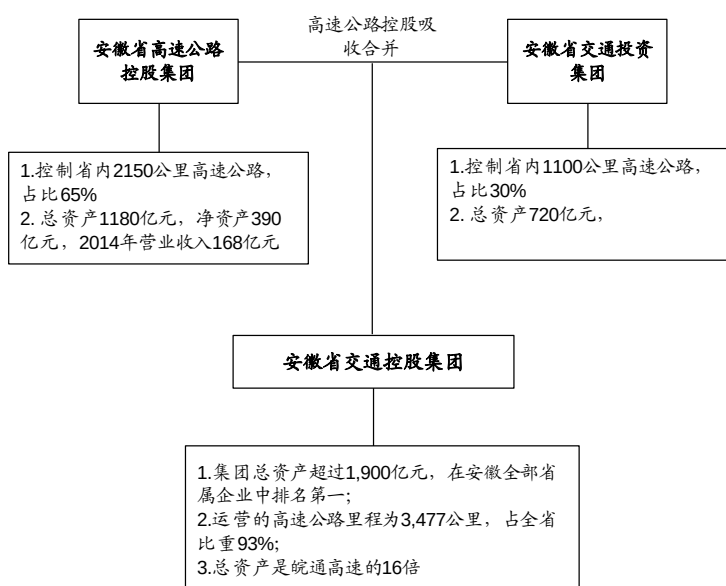
山东省和安徽省交通投资集团已经启动改革。今年内，我们已经看到了山东和安徽省级层面的交通投资集团改革动作：

- **山东省**：今年 5 月山东启动第一批企业 30% 的国有资本划转省社保基金，近日山东国有资本投资运营公司改建工作第二批名单揭晓，山东高速集团在列；
- **安徽省**：2015 年 5 月，皖通高速前控股股东安徽高速公路控股集团与安徽省交通投资集团进行合并，新成立安徽交通控股集团。合并后的集团控制了安徽省 93% 高速公路通车里程。

同时我们也注意到粤高速将以 40 亿收购母公司广珠高速 100% 股权和广佛高速 25% 股权，东莞控股推出员工持股计划，广东省交通集团旗下的国企改革也走在了全国的前列。

我们认为下半年国企改革故事会愈演愈烈，推动整个板块上行。我们认为省级层面的改革动作利好旗下上市公司，加强了上市公司资产注入的预期。

图表 35：安徽高速公路控股集团与安徽省交通投资集团进行合并



资料来源：公司资料，中金公司研究部

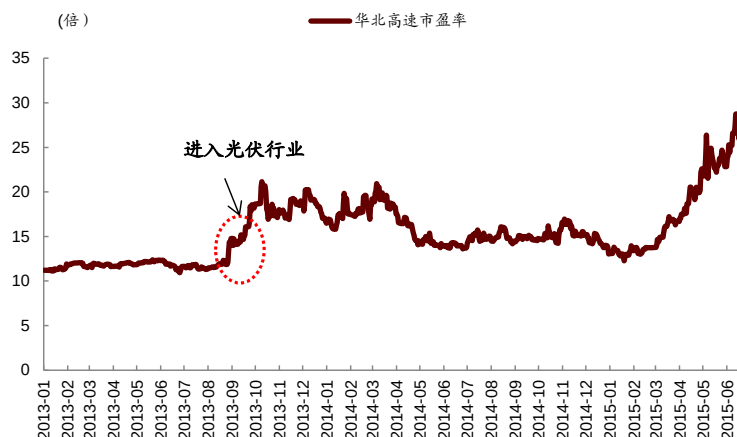


转型升级

收费到期瓶颈倒逼业内公司寻找其他盈利点，部分公司已经在 2015 年体现了转型初步效果，另外有部分公司则迈出了转型的第一步。我们偏好有能力和动力做强副业的公司，新型副业不仅能够增厚利润，同时也能提升估值。

华北高速由于体量小，是转型最为成功的典范，2013 年公司开始进入光伏电站行业，2014 年光伏电站规模翻倍，我们预计 2016 年光伏电站盈利贡献将和公路相当。由于光伏电站估值水平明显高于传统公路行业，因此市场也给了华北高速高于一般公路行业的估值水平。自我们 3 月 6 日推荐以来，股价上涨 29%，跑赢大盘 17 个点。

图表 36：华北高速估值水平



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

我们在下表梳理了一遍目前公路行业上市公司从事副业的整体情况，转型升级会在下半年持续发酵，我们看好在转型升级过程中的以下几类公司：

- ▶ **副业属性和高速公路类似：**这一类资产通常是资本密集型，初始投资较大，而后每年有稳定收益和现金流，和高速公路投资性质类似，我们偏好公司开拓这一类门槛较低的副业；
- ▶ **拓展高速公路产业链上下游资产：**包括 ETC 系统、清算、支付，高速公路工程咨询，高速公路信息化等一些产业，这一类资产或可以形成较好的协同效应；
- ▶ **金融类资产：**能够和高速公路主业稳定现金流互补，如小贷、投资、证券和保险类业务。



图表 37：涉及主外业务的公司梳理

上市公司	多元业务	业务简介
华北高速	新能源	主要投资经营光伏电站，目前已有丰县23.8兆瓦项目，内蒙古科左后旗20兆瓦光伏项目，新疆110兆瓦光伏项目
现代投资	环保业	子公司现代保威特正在经营固废处理和垃圾焚烧项目
	金融业	经营大有期货、安迅担保和安迅小贷
	贸易业	安迅投资贸易公司配套大有期货从事大宗商品贸易
	旅游休闲	运营长沙凯莱大酒店
宁沪高速	房地产	在苏州、昆山等地经营房地产业务
皖通高速	金融业	经营小额贷款业务（皖通小贷）、典当业务（皖通典当）和金融投资（新安金融）
赣粤高速	新能源	与中电投江西核电公司合作核电项目的开发、运营
	旅游休闲	投资高星级商务休闲度假酒店和旅游休闲度假村
	房地产	省内房地产开发经营
山东高速	金融业	从事实业投资、投资管理
	有色金属	锡矿等有色金属开采及销售
	房地产	山东省内房地产开发经营
四川成渝	化工	化工品销售
五洲交通	物流	货运代理、物流基础设施建设
	服务业	进出口货物报关
	房地产	房地产经营开发
中原高速	贸易业	进出口贸易
	房地产	房地产开发销售
	金融业	主要从事资产管理、股权投资、融资担保等
海南高速	房地产	房地产开发销售
	旅游休闲	三亚金岭岛海景酒店、琼海金岭岛大酒店的经营，同时从事会展接待，旅游产品开发等
	农业	海产品、农产品养殖保鲜等
东莞控股	金融业	东莞证券经营证券经纪、投资咨询、财务顾问等业务
浙江沪杭甬	金融业	浙商证券经营证券经纪、投资咨询、财务顾问等业务
龙江交通	运输业	出租车运营
湖南投资	房地产	房地产开发运营
	旅游休闲	湖南君逸山水大酒店

资料来源：中金公司研究部

结合两大投资主线，推荐山东高速、华北高速、宁沪高速和皖通高速-H

我们认为，若《收费公路管理条例》出台，将整体利好整个行业，同时结合国企改革和转型升级主线，精选板块投资个股。

国企改革股：我们推荐山东高速、皖通高速-H 和宁沪高速，关注粤高速和东莞控股。

- 山东高速：**我们首次覆盖山东高速，给予推荐评级。山东高速集团已经被列为山东省国资投资运营平台试点名单之一，山东高速作为母公司旗下唯一公路运营上市平台，未来或将会进行业务重组，将房地产、矿产等“不大不强”的业务置出公司，同时有望获得母公司的资产注入。我们认为可能置入的资产包括公路产业链资产如信联支付和金融类资产，这将延伸公司的产业链，同时极大地联动集团和上市公司资源。未来改革空间可观。我们预测 2015 年上半年盈利将同比增长 5%。（参见同日出版的报告《山东高速受益国企改革+政策利好》）
- 皖通高速-H：**原母公司安徽高速公路控股集团，与安徽省交通投资集团进行合并，新成立安徽交通控股集团。合并后的集团控制了安徽省 93% 高速公路通车里程，资产规模是皖通高速的 16 倍。据我们了解，皖通高速有意愿实施资产注入等国企改革措施，目前皖通高速净负债率只有 7.6%，经营活动现金流充足，我们认为公司有能开展进一步的并购；我们预测 2015 年上半年盈利将同比小幅增长 1%，维持 H 股推荐评级。
- 宁沪高速：**我们认为宁沪高速是板块最稳健的标的，公司去年年底收购了宁常镇溧公司和锡宜公司，增强了主业持续盈利能力。管理层承诺 70% 以上的分红，分红收益率有保障；考虑到收购于上半年完成，如果免税项记在上半年，我们预测 2015 年上半年盈利将同比增长 30%，维持推荐评级。



转型升级股：推荐华北高速，关注中原高速

- **华北高速**：华北高速历来以京津塘高速公路为主营资产，主营业务单一和公路收费期限到期倒逼公司转型，2013 年公司和联合光伏合作收购 23.8MW 光伏电站，2014 年继续收购了 270MW 光伏电站，我们看好公司投资光伏电站的前景，预测 2014-2016 年光伏盈利复合增速可达 232%，2016 年光伏将贡献整体盈利 48%，实现双轮驱动；我们预测公司 2015 年上半年盈利同比增长 55%，维持推荐评级。

风险：国企改革速度慢于预期。

图表 38：可比公司估值表

公司	股票代码	币种	股价	市盈率 (X)				市净率 (X)				净资产收益率 (%)				现金分红收益率 (%)			
				2013	2014	2015E	2016E	2013	2014	2015E	2016E	2013	2014	2015E	2016E	2013	2014	2015E	2016E
2015/07/02				2013	2014	2015E	2016E	2013	2014	2015E	2016E	2013	2014	2015E	2016E	2013	2014	2015E	2016E
A股高速公路上市公司																			
深高速*	600548.SH	RMB	8.95	27.1	8.9	17.5	15.6	2.0	1.7	1.6	1.5	7.2	7.4	7.6	7.6	1.8	5.0	2.6	2.9
皖通高速	600012.SH	RMB	12.37	25.8	23.8	23.1	21.8	2.9	2.7	2.5	2.4	11.5	11.6	10.4	0.2	1.6	1.9	1.9	2.0
宁沪高速*	600377.SH	RMB	8.7	16.2	17.0	15.0	15.6	2.2	2.2	2.1	2.0	12.5	13.8	12.7	13.7	4.4	4.4	4.9	4.8
四川成渝	601107.SH	RMB	5.77	17.0	15.8	17.0	17.0	n.a.	1.5	1.4	1.4	12.1	n.a.	10.2	0.1	1.2	1.6	1.4	1.4
山东高速	600350.SH	RMB	7.95	16.5	14.9	14.3	12.9	2.0	1.8	1.7	1.5	12.2	12.0	12.2	11.7	1.9	2.4	2.5	2.8
华北高速*	000916.SZ	RMB	7.23	29.2	34.7	19.6	16.6	1.9	1.8	1.7	1.6	5.2	6.6	5.2	8.7	1.1	1.1	1.1	1.7
平均值				20.7	21.6	17.0	16.3	2.1	1.8	1.8	1.7	9.9	10.4	9.5	6.7	1.8	2.7	2.4	2.6
中值				17.4	19.1	17.2	16.7	2.0	1.8	1.7	1.6	11.1	11.3	10.2	7.6	1.6	2.1	2.2	2.4
H股高速公路上市公司																			
深高速*	548.HK	HKD	5.91	14.0	4.7	9.2	8.1	1.0	0.9	0.8	0.8	7.2	7.4	7.6	7.6	3.5	9.5	4.9	5.5
皖通高速	995.HK	HKD	8.15	16.7	12.6	12.1	11.3	1.9	1.4	1.3	1.2	11.5	11.5	11.3	11.0	2.6	3.5	3.6	3.9
宁沪高速*	177.HK	HKD	10.2	14.8	16.0	14.0	14.4	2.0	2.0	1.9	1.8	13.2	12.8	13.9	13.9	4.8	4.7	5.3	5.2
四川成渝	107.HK	HKD	3.23	9.8	7.1	7.6	7.5	0.9	n.a.	n.a.	n.a.	12.1	9.4	n.a.	n.a.	2.0	3.5	3.1	3.1
越秀交通	1052.HK	HKD	5.44	11.4	14.5	13.9	13.9	0.8	1.1	1.0	1.0	7.0	7.4	7.4	0.2	5.2	4.4	4.3	4.3
浙江沪杭甬*	576.HK	HKD	10.18	18.1	15.1	13.5	11.7	2.2	2.1	1.9	1.7	12.1	12.3	13.1	0.4	3.9	4.0	4.5	5.2
合和公路	737.HK	HKD	3.82	18.9	20.6	22.1	22.1	1.6	1.7	1.6	1.6	11.6	8.4	7.8	0.2	5.2	4.7	4.3	4.3
平均值				14.8	12.9	13.2	12.7	1.5	1.5	1.4	1.4	10.7	9.9	10.2	5.5	3.9	4.9	4.3	4.5
中值				14.8	14.5	13.5	11.7	1.6	1.6	1.5	1.4	11.6	9.4	9.5	4.0	3.9	4.4	4.3	4.3
国际高速公路上市公司																			
SIAS SpA	SIS IM	EUR	9.67	15.9	15.7	14.9	14.9	1.4	1.2	1.4	1.2	31.9	7.5	7.7	0.3	3.4	3.2	3.4	3.4
Abertis Infraestructuras, S.A	ABE SM	EUR	14.94	18.6	20.2	18.3	18.3	3.2	3.2	3.2	3.2	29.7	17.0	18.9	0.7	4.1	4.3	4.5	4.5
Autostrada To-Mi	AT IM	EUR	11.94	10.2	10.6	9.8	9.8	0.8	1.2	0.8	1.2	30.0	4.0	5.1	0.3	2.7	3.2	2.7	2.7
Lingkaran Trans	LTK MK	MYR	4.21	16.5	16.2	15.4	15.4	n.a.	4.3	n.a.	4.3	22.2	31.0	27.7	0.2	4.0	4.2	4.4	4.4
平均值				15.3	18.1	16.3	16.3	3.1	3.7	3.1	3.7	25.1	18.9	20.0	0.4	3.7	3.8	3.9	3.9
中值				16.5	18.2	15.4	15.4	2.3	3.4	2.3	3.2	26.1	14.2	18.9	0.3	4.0	3.8	4.4	4.4
*数据为中金预测，其他为市场预期数据，来自彭博资讯和Wind																			

*数据为中金预测，其他为市场预测数据，来自彭博资讯和Wind

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部



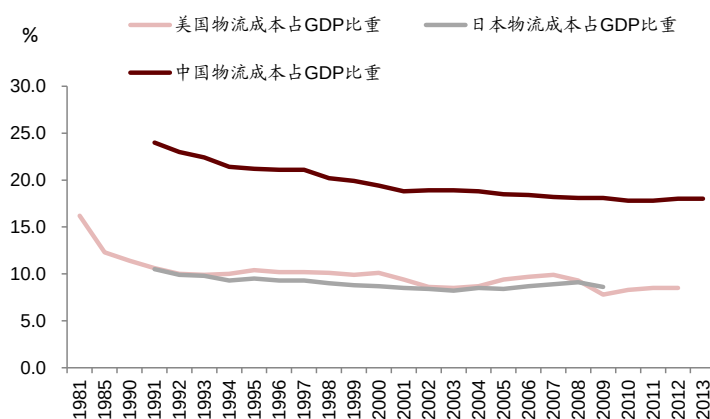
物流：物流互联网化的投资价值

物流互联网化趋势明显

我们认为物流互联网化的趋势越来越明显，主要体现在两个方面：1) 物流乘电商之风腾飞：互联网渗透创造了电子商务，电子商务极大地产生了物流需求；2) 线下模式触网升级：95%的社会运力、货源与车主之间同样具有信息不匹配的问题，不断的涌现出各类车货匹配平台或能解决信息匹配的痛点。

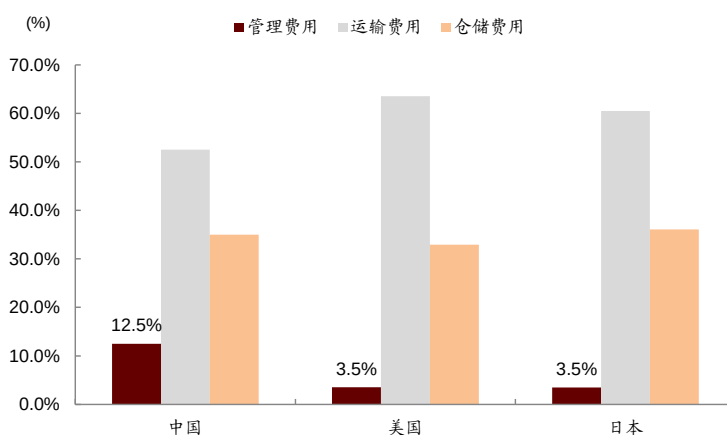
我们研究发现物流费用占 GDP 比重目前为 18%，仍显著高于发达国家的 10%，其中管理费用占物流总费用比重较高（为 12.5%），而发达国家这个比重仅为 3%。我们认为中国物流管理费用高企主要是物流节点效率低，如货主货源匹配度低、货车空载率高等因素造成，当然也和整个行业较为分散、缺乏规整有关。物流互联网化将线下物流过程信息化，实现网上匹配、交易、支付、追踪和责任追溯，能够有效的降低整体物流成本。

图表 39：物流总费用占 GDP 比重高于发达国家



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 40：管理费用占物流总费用比重高于发达国家



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

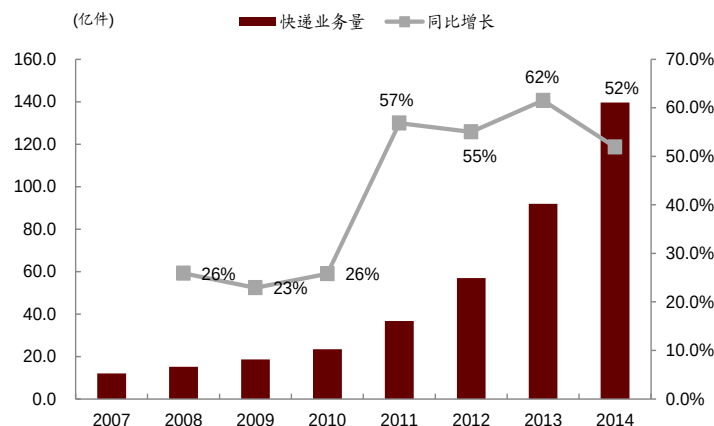


物流互联网化之一：物流乘电商之风腾飞，跨境电商站上风口

电子商务颠覆了购物体验，迅速渗透到消费者的生活习惯中。在网购规模几何式增长拉动下，带动了快递（小件商品）、零担配送（大件商品）与相配套的仓储等物流需求的爆发。

- **电子商务颠覆了购物体验，快递迎来需求端爆发。**电子商务带来的足不出户的直接配送到家体验，在中国由于互联网的快速普及、人口聚集在重要城市带来的高密度和规模效应、便宜的人工和便捷的交通，诸多先天条件的优势带来了电商快递爆发性的增长。

图表 41：快递规模



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

- **除快递外，其他大件运输和相应仓储业将迎来景气周期。**当电子商务逐步成为习惯，消费者也开始对家电、家具、厨卫等大件商品依赖于网购时，对大件商品配送的需求将会有进一步增长。因此，大件配送的景气周期也将到来。快递和零担的发展远远快于仓储能力的增长，这就带来了仓储的稀缺性优势和提价的空间。

细分市场：跨境电商站上风口

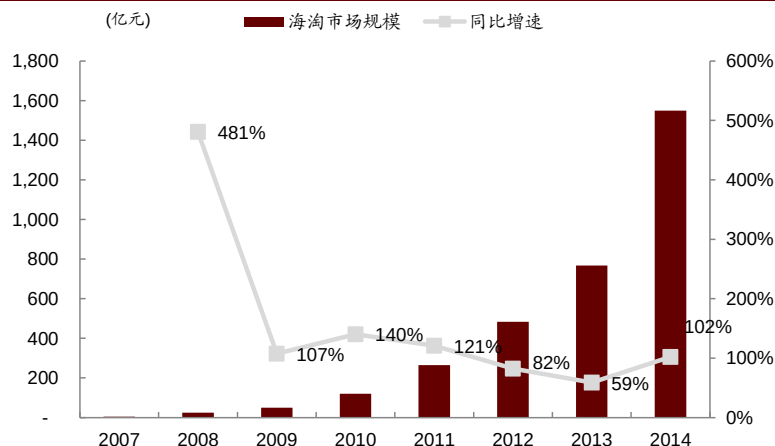
目前，中国跨境电商仍然以出口为主导，而随着中国网购人群购买力的不断提升，个人进口电商（海淘）将引领跨境电商的下一轮腾飞。

中国消费者旺盛的海淘需求将创造下一个电商增量市场：中国电子商务研究中心数据显示，中国海外代购市场 2014 年的交易规模超过 1500 亿元。据全球最大管理咨询公司埃森哲近日发布的《2020 全球跨境电商趋势报告》显示，2018 年中国跨境网购人数预计将达到 3560 万，消费规模将达 1 万亿元；到 2020 年，中国有望成为全球最大的跨境 B2C 消费市场，中国跨境进出口电商将带动全球跨境消费年均增速拉高近 4%。

政策大力扶持，跨境电商站上政策风口。1) 去年 8 月推出的《关于实施支持跨境电子商务零售出口有关政策的意见》，从国家层面明确提出对跨境电商的政策支持，其中提出了 6 项具体措施，以解决在海关、检验检疫、税务和收付汇等方面存在的问题；2) 近日出台的《关于促进跨境电子商务健康快速发展的指导意见》更加针对跨境电商，有针对性地提出了关、检、税、汇、金融五个方面的支持措施。同时《意见》中强调要培育一批公共平台、外贸综合服务企业和自建平台，并鼓励国内企业与境外电子商务企业强强联合；3) 国务院总理李克强今年 6 月 10 日主持召开国务院常务会议，会议指出要促进跨境电子商务健康快速发展，用“互联网+外贸”扩大消费、推动开放型经济发展升级。



图表 42：海淘市场规模



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

随着跨境电商业务的急速发展，物流业正在经历着一场新的变革，兼顾成本、速度、安全，和包含完善售后内容的物流服务应运而生，如以海外仓储为核心的跨境电商全程物流服务已经出现。我们认为跨境电商是大趋势，随着国内政策面的快速落地，物流行业中拥有清关、仓储等核心资源的标的将迎来中长期利好。我们看好外运发展的发展前景。

物流互联网化之二：线下模式触网升级

信息化水平落后

我国物流行业落后的信息化程度和自动化程度限制了物流行业整体运转效率的改善。我国公路货运整体空载率在 40% 左右，货车资源浪费严重，而美国公路物流行业的平均空载率约在 10% 左右。

目前中国的公路物流业务链条极长，转手环节很多。物流终端的 90% 的承运人是个体户，在承运人和生产商之间产生了很多中介机构，比如规模小的物流公司和干线运输商，甚至信息中介等。信息中介连接了承运人和货主，赚取信息不对称差价。这样的一个极长的业务链条也就造成了严重的信息不对称，主要体现在：

- ▶ **承运人**：承运人无法及时获得货源信息，空载率高；无法充分了解市场价格，容易形成恶价格战；
- ▶ **物流公司**：最大问题是如何了解车主信用度，无法获得最便宜的车；
- ▶ **货主**：最大的问题是货源的安全性保障；

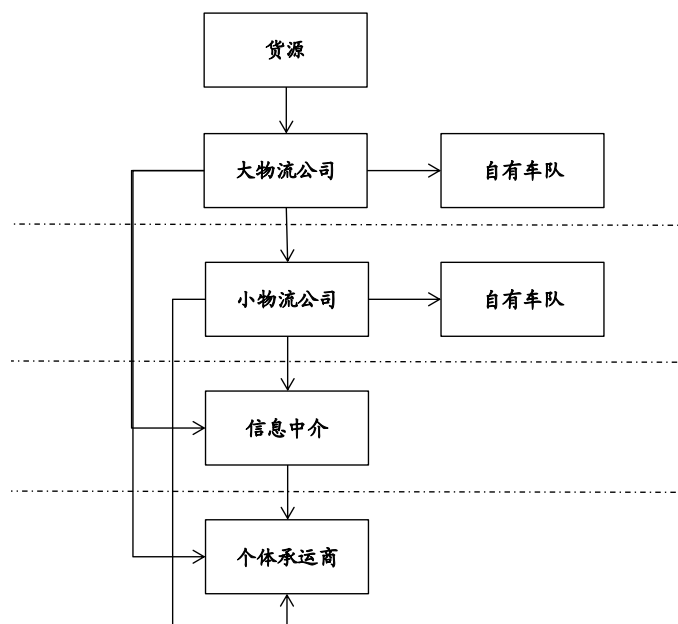
图表 43：目前物流行业存在的问题

货主	物流公司	承运人
找不到好的物流商	找不到最便宜的车	空载率高
安全性没有保障	找不到最优质的货	价格恶性竞争
物流过程透明度不高	找不到最可靠的承运人	效率不高
无法在线交易	承运人赊账现象普遍	
沟通成本高	融资较为困难	

资料来源：中金公司研究部



图表 44：物流行业层次多，信息被层层传递失去完整性



资料来源：中金公司研究部

物流互联网平台或解决行业痛点

我们在过去几年已经看到业内尝试通过互联网的方式解决目前困扰行业发展的痛点，移动终端的普及将有可能迅速消灭信息不对称和信用评价问题。目前国内已经出现的平台可以分为以下四大类：

- ▶ **信息门户网站**：仅发布货源和承运人信息，并不做匹配，在线上无任何交易，如中国物流网、易物流网；
- ▶ **运力匹配平台**：除了发布信息之外，更多地提供运力匹配服务，部分有线上交易功能，同时未来可能提供保险、融资等一系列供应链金融服务，如传化物流等；
- ▶ **运力管理平台**：集合全国和地方的承运人信息，集中匹配和调度运力，形成资源优化，如路歌管车宝；
- ▶ **整合服务平台**：是第四方物流平台，融入了现代物流供应链管理、信息管理、信息系统平台支持等技术，使物流信息化、透明化、集约化，如卡行天下、安能物流。



图表 45：卡行天下特点



资料来源：卡行天下，中金公司研究部

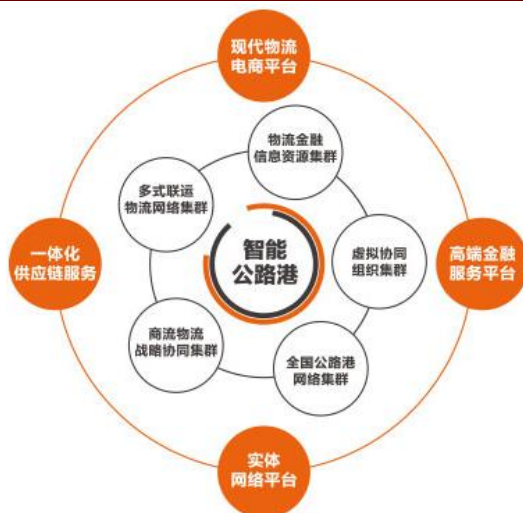
传化物流，中国公路物流平台智慧运营商

我们从二级市场可投资标的的角度分析传化物流港模式，传化物流将注入上市平台传化股份。

传化物流最初是传化集团的自备车队，后来随着需求的变化，逐渐拓展外部运输业务。2000 年开始组建传化公路港模式，主要定位于“物流平台整合运营商”，将小乱散的物流企业集聚到一起，提供包括“基础性的物流设施”、“信息交易服务”和“商务配套服务”的综合性服务。将传统的货运信息市场转变成为一个“货运信息超市”。

第一个公路港物流模式于 2003 年落地杭州，2005-2010 年，传化物流将模式复制至成都和苏州公路港，并计划逐步拓展全国布局网络。2012-2013 年，依托线下物流港上线网站平台。2014 年挺进移动端领域，发布易配货 app 和易货嘀 app，实现货源承运线上匹配和货车电召。同时公司牵手中国银联开展物流移动支付，构成线上交易完整闭环。

图表 46：传化公路物流港功能



资料来源：传化物流，中金公司研究部



图表 47：传化公路物流港 2020 年发展愿景



资料来源：传化物流，中金公司研究部

传化物流以“承运商”、“物流企业”、“货主”三大公路物流主体为服务对象，以基础设施网络、诚信体系、整合与标准化作为三大支撑，形成“物流+互联网+金融”的商业模式。平台从业务增长和规范性等方面考核入驻经营的中小物流企业，同时考核承运商的诚信度，形成优胜劣汰，改变了公路物流散乱差和信用缺失的状况。

投资标的：推荐外运发展、中国外运 H、建发股份，关注华贸物流、传化股份

把握跨境电商风口和物流互联网平台发展的逻辑，我们推荐版块里的外运发展，中国外运 H，建发股份，关注华贸物流和传化股份。

- ▶ **外运发展**：公司是阳光海淘的最具竞争力平台，在六个跨境电商试点城市的其中五个已经进行了布局，且公司已经上线阳光海淘、E 飞中国两个网站和 APP，能够有效对接海淘市场；公司已经形成规模化的物流网络，系统已经和海关对接，海淘运输的速度和效率有保障。中外运敦豪预计将维持高速增长。考虑到去年公司有一笔 2 亿元的资产减值损失，我们预测 **2015 年上半年盈利同比增长 110%，维持确信买入评级。**
- ▶ **中国外运 H**：物流外包和“一带一路”战略将带来公司更广阔的专业物流的发展前景，另外公司会在受托管理的资产中选择优质标的进行收购，能够增厚今年或明年 10% 左右的盈利。子公司的海淘业务或带来催化。如果深圳物流用地出让收益记在上半年，我们预测 **2015 年上半年盈利同比增长 45%，扣非后的盈利将同比增长 15%，维持确信买入评级。**
- ▶ **建发股份**：我们预计公司今年供应链业务维稳，房地产板块受益货币宽松继续向好。海西自贸区已于 4 月 21 日正式挂牌，建发股份是福建商业贸易的龙头企业，在自贸区扩大对台经济辐射过程中具有先发优势。目前公司已停牌，我们认为可能和 [] 有关。我们预测 **2015 年上半年盈利同比持平，维持买入评级。**

风险：经济复苏慢于预期。



图表 48：物流行业可比公司估值表

公司	股票代码	股价	市盈率 (X)				市净率 (X)				净资产收益率 (%)					
			2015/07/02	2013	2014	2015E	2016E	2013	2014	2015E	2016E	2013	2014	2015E	2016E	
A股上市公司																
建发股份*	600153.SH	17.51	14.6	18.6	17.1	14.2	3.1	2.7	2.6	2.2	21.4	14.7	14.9	15.7		
中储股份	600787.SH	13.24	67.2	45.7	60.2	60.2	4.4	4.0	3.1	3.1	6.4	8.7	2.7	2.7		
外运发展*	600270.SH	23.62	31.4	34.6	21.5	18.6	3.8	3.3	3.3	3.0	12.2	9.5	15.1	16.1		
怡亚通	002183.SZ	73.15	391.2	237.5	132.3	132.3	26.4	27.2	23.3	23.3	8.5	12.3	21.6	21.6		
保税科技	600794.SH	8.17	44.2	47.0	24.8	24.8	7.7	6.2	n.a.	n.a.	18.7	13.4	n.a.	n.a.		
恒基达鑫	002492.SZ	12.65	55.0	57.5	52.7	52.7	3.5	3.6	n.a.	n.a.	6.5	5.5	n.a.	n.a.		
澳洋顺昌	002245.SZ	8	57.1	47.6	n.a.	n.a.	8.4	6.1	n.a.	n.a.	13.3	13.6	n.a.	n.a.		
飞力达	300240.SZ	15.65	58.0	37.3	n.a.	n.a.	4.0	4.0	n.a.	n.a.	n.a.	4.0	n.a.	n.a.		
华贸物流	603218.SH	9.62	48.1	68.7	53.4	53.4	2.9	5.5	n.a.	n.a.	n.a.	8.1	n.a.	n.a.		
平均值			83.8	59.7	47.2	46.5	7.7	6.3	6.4	6.3	12.5	10.2	12.5	12.8		
中值			55.0	45.7	35.7	35.7	4.0	4.0	3.2	3.1	11.1	10.9	13.3	13.7		
H股上市公司																
利丰	494.HK	6.16	11.2	13.9	13.9	13.9	1.3	1.7	2.2	2.2	12.0	13.0	16.4	16.4		
中国外运*	598.HK	5.12	20.1	14.7	13.2	12.3	1.6	1.4	1.3	1.2	7.7	9.2	9.8	9.6		
深圳国际	152.HK	13.66	12.3	12.5	12.7	12.7	1.6	1.4	1.3	1.3	11.9	13.1	10.2	10.2		
嘉里物流	636.HK	12.08	18.7	19.7	17.6	17.6	1.6	1.4	1.3	1.3	9.9	7.4	7.6	7.6		
瀚洋物流	1803.HK	1.08	8.3	17.7	n.a.	n.a.	2.8	4.2	n.a.	n.a.	38.8	19.5	n.a.	n.a.		
平均值			14.1	15.7	14.3	14.1	1.8	2.0	1.5	1.5	16.1	12.4	11.0	11.0		
中值			12.3	14.7	13.6	13.3	1.6	1.4	1.3	1.3	11.9	13.0	10.0	9.9		
国际上市公司																
普洛斯	GLP.SP	2.54	28.2	36.3	25.4	25.4	1.1	1.1	1.1	1.1	5.3	3.0	4.0	4.0		
UPS	UPS.US	96.9	21.2	18.6	16.3	16.3	30.9	17.0	14.7	14.7	100.1	60.9	160.2	160.2		
FedEx	FDX.US	169.8	28.1	25.3	19.4	19.4	3.3	3.3	2.9	2.9	12.1	12.7	16.0	16.0		
CH Robinson	CHRW.US	62.3	23.0	22.2	20.3	20.3	8.4	9.5	9.6	9.6	34.6	45.0	44.8	44.8		
大和控股	9064.JP	2,389	28.3	28.1	24.6	24.6	1.9	1.8	1.7	1.7	6.9	6.5	7.3	7.3		
三菱仓库	9301.JP	1,634	34.4	33.7	32.9	32.9	1.3	1.2	1.2	1.2	3.8	3.5	3.4	3.4		
Glovis	086280.KS	188,500	17.4	14.3	n.a.	n.a.	3.3	n.a.	n.a.	n.a.	24.4	21.8	18.7	18.7		
平均值			25.8	25.5	23.2	23.2	7.2	5.6	5.2	5.2	26.8	21.9	36.3	36.3		
中值			28.1	25.3	22.4	22.4	3.3	2.5	2.3	2.3	12.1	12.7	16.0	16.0		
*数据为中金预测，其他为市场预测数据，来自彭博资讯和Wind																

*数据为中金预测，其他为市场预测数据，来自彭博资讯和Wind

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部



航运：下半年油运旺季，运价将加速上涨；2016 年集运周期向上确定

2015 年上半年，油运市场供需改善，加上低油价的影响，呈现繁荣景象；集运市场：随着旧船拆解的大幅减少，大船的集中交付，供给提速，再加上需求低于预期，运价大幅下滑；干散货市场需求疲弱，运价走在历史谷底。下半年，油运市场迎来传统旺季，运价将上扬；集运市场新船交付从四季度开始放缓，预计运价在年底将有所复苏；干散货市场改善仍需时日。2016 年，我们的排序是集运>油运>干散货：集运市场新船交付大幅放缓，供给增速下降为 4.1%（2014 年 5.8%，2015 年 7.1%），周期向上确定；油运市场供给增速加快（2014 年 2.2%，2015 年 6.4%），将超需求增速；干散货市场仍将低迷。从个股来看：运价的低迷造成航运公司二季度业绩有可能低于市场预期，我们下调了中海集运和中海发展的 2015 年盈利预测。从估值来看，目前 A 股航运公司均高于国际可比公司估值，因此我们不做推荐；H 股待短期业绩风险释放后或有反弹机会。目前仅推荐海丰国际（业绩稳定增长，估值具吸引力）。

油运：2015 年供给增速开始加快，但仍低于需求增速，下半年旺季运价将上扬；2016 年供给增速超过需求增速，运价承压

2015 年上半年，油运市场呈现繁荣景象：上半年油运平均运价 3.6 万美元/天，较去年上半年大幅上涨 106%；其中 VLCC 实现平均运价 5.4 万美元/天，较去年同期上涨 149%。即使在二季度的传统淡季，油运市场的运价仍维持高位：VLCC TD3 航线二季度平均运价为 6.4 万美元/天，环比上涨 4%，同比上涨 840%。今年以来的高运价主要得益于：1）市场供需结构改善；2）Contango 刺激海上储油，消化了约 0.8% 的运力，支撑运价；3）油价下跌本身就会提高等价期租水平。

图表 49：今年油运市场运价在高位



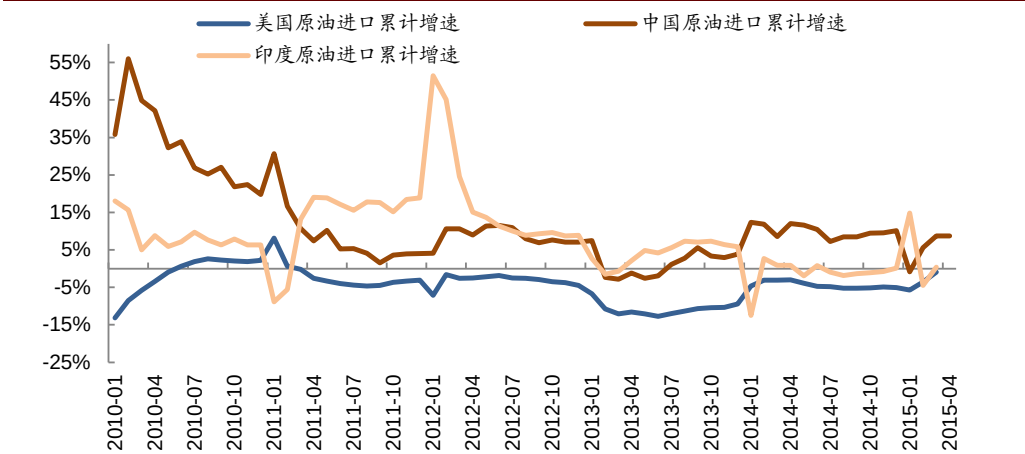
资料来源：Clarksons，中金公司研究部

需求端平稳增长

从需求来看，发达国家的原油进口增速呈恢复态势，发展中国家增速稳定：1）美国 1~3 月原油进口增速约 -1%，大幅高于去年同期的 -3% 和全年的 -5%；2）上半年中国海上原油进口同比增速约 8.7%，略低于去年同期的 12% 和全年的 10.1%；3）1~3 月印度海上原油进口增速与去年全年持平。根据 Clarksons 的预测，2015 年全年油运市场运量增速 2.2%，好于 2014 年的 -0.3%。从运距看，世界上主要原油出口地到东亚的运距长，随着东亚占全球原油进口份额的增加，全球油运运距呈上升趋势，预计 2015 年运距增加 1.2%，海运周转量增速将达 3.1%，好于 2014 年的 1.5%。



图表 50：原油进口增速



资料来源：Clarksons，中金公司研究部

供给加速增长：运力交付加快，海上储油运力回归

今年来油运市场供给增速呈加速趋势：1~5 月供给同比增长 2.4%，高于去年全年的 1.4% 和去年同期的 0.3%；其中 VLCC 运力增长 2.3%，与去年全年持平。油运市场供给加快原因在于：1) 运力交付加快：1~5 月新交付运力 830 万载重吨，同比增加 25%；其中原油运力交付 450 万载重吨，与去年持平。成品油运新交付运力增长 77%；2) 旧船拆解减少：今年前 5 个月拆解运力 160 万载重吨，较去年同期的 410 万载重吨减少 62%；其中 VLCC 拆解运力同比减少 53%。

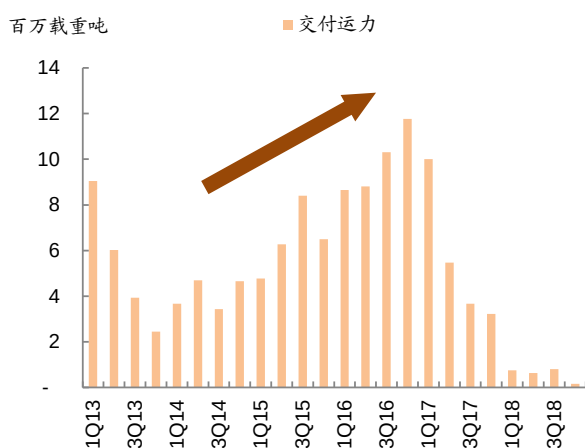
向前看，运力交付加速趋势不改：1) 订单/运力比呈上升趋势：1~5 月新增订单 1580 万载重吨，较去年同期增加 9%；其中 VLCC 新增订单 740 万载重吨，同比增加 23%。油运市场订单/运力是三个航运子板块中唯一上升的，目前比值为 15.4%，高于去年 12 月的 14.5% 和同期的 14.9%；VLCC 订单/运力比 16.2%，分别高于去年 12 月和同期的 14.4% 和 15.8%。2) 从现有订单交付日期来看，预计今年 6~12 月新交付运力将较去年同期大幅增加 80%，2016 年将交付运力 3600 万吨，同比增加 61%。

海上储油运力回归使供给进一步承压：随着去年四季度开始的油价下跌，今年 1 月中旬至 2 月中旬期间出现了 Contango，刺激 VLCC 用于海上储油。我们估计目前市场上约有 14 艘 VLCC 用于海上储油，消化了约 0.8% 的运力。该批 VLCC 的期租合约将于明年 1 月和 2 月到期，进一步加快运力增长。

考虑了 VLCC 用于海上储油的影响后，预计 2015 年全年油运市场供给增速 2.2%，低于 3.1% 的需求增速，加上下半年为油运传统旺季，运价仍将高企；2016 年供给增速将加快至 6.4%，大幅高于 3% 的需求增速。

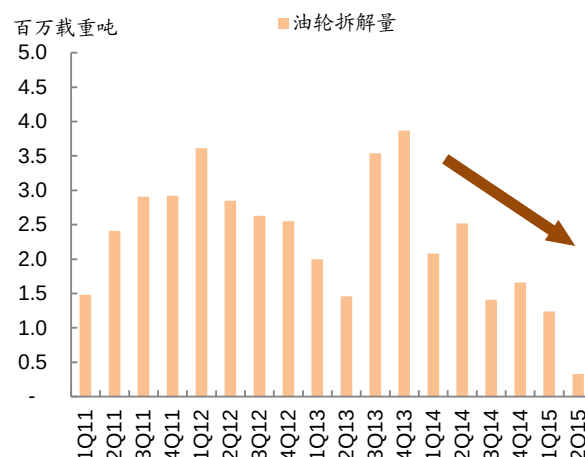


图表 51：历史和预测油运市场运力交付



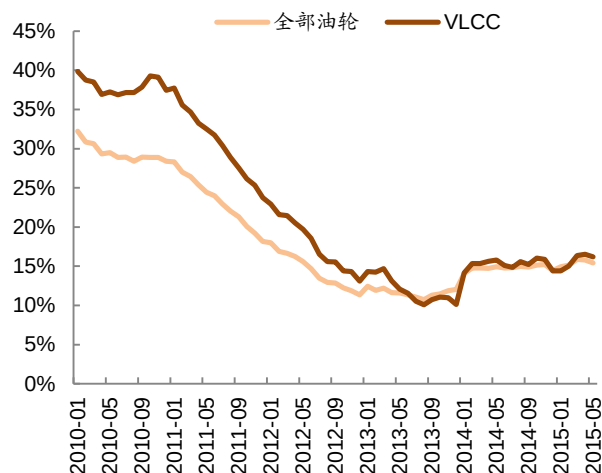
资料来源：Clarksons，中金公司研究部

图表 52：油运市场运力拆解



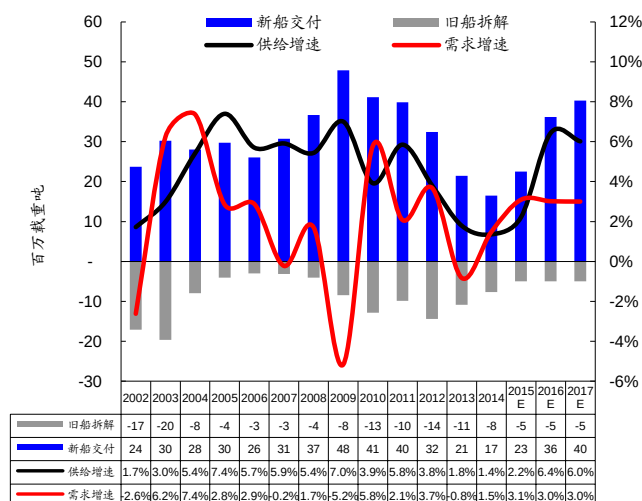
资料来源：Clarksons，中金公司研究部

图表 53：油运市场订单/运力比



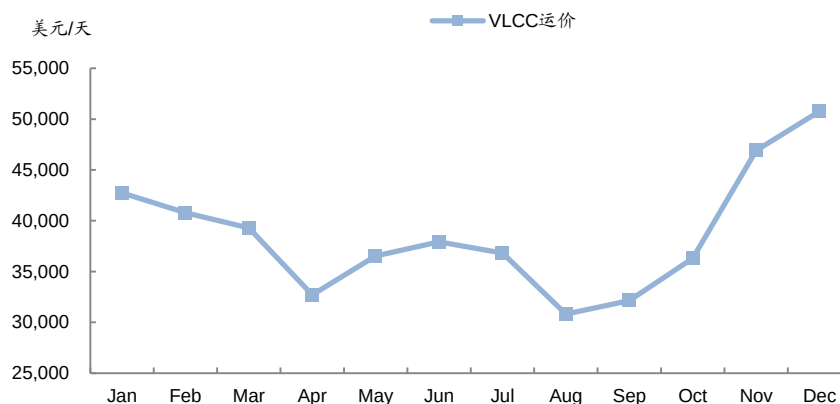
资料来源：Clarksons，中金公司研究部

图表 54：油运市场供求关系



资料来源：Clarksons，中金公司研究部

图表 55：油运市场季节性



资料来源：Clarksons，中金公司研究部



集运：2015 年四季度开始供给增速放缓，2016 年迎来周期向上

2015 年上半年，集运市场表现低迷：上半年欧线运价 657 美元/箱，较去年下跌 48%，5 月初提价后运价也难以维持，一度跌至历史谷底 205 美元/箱；上半年美线平均运价下跌 9%至 870 美元/箱。集运市场运价低于市场预期，主要因为：1) 需求低于预期；2) 大船交付加快；3) 船舶拆解低于预期。

图表 56：欧线运价



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 57：美线运价

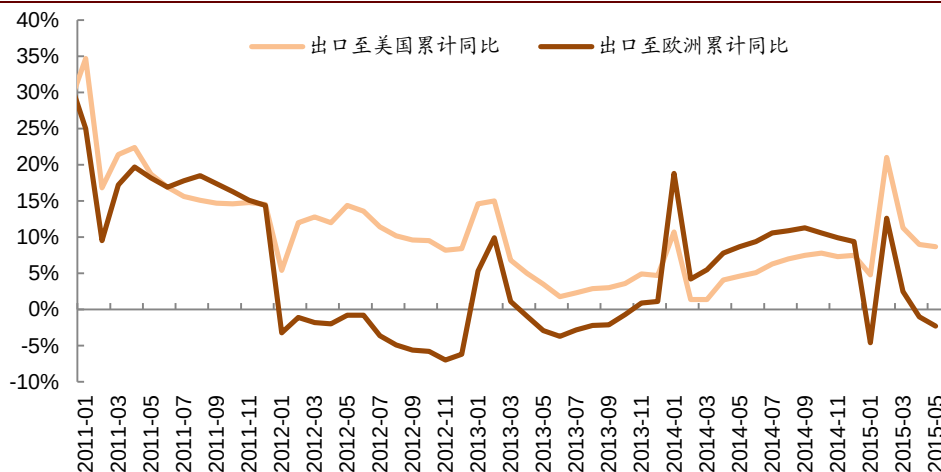


资料来源：万得资讯，中金公司研究部

需求增速略低于预期

1~5 月中国出口累计增速 0.6%，低于去年全年的 6.1%；其中 1~5 月出口欧盟的累计增速为-2%，大幅低于去年同期和全年的 9%；出口美国的累计增速为 9%，高于去年全年的 5%和全年的 8%。从港口外贸集装箱吞吐量来看，1~5 月累计增速 5.8%，基本与去年同期持平，但低于去年全年 6.6%的增速。需求增速略低于年初的预期，Clarksons 将 2015/16 集运需求增速预测从年初的 6.7%/6.8%下调至 5.2%/6.0%。

图表 58：中国出口美国/欧洲增速



资料来源：Clarksons，中金公司研究部



供给增速从 2015 年四季度开始放缓，2016 年迎来周期向上

上半年供给增速加快主要因运力拆解大幅减少，预计下半年运力拆解将加速：1~5 月，集运市场供给增速 6.8%，高于去年同期 5.5% 的增速和去年全年 5.8% 的增速；其中新交付运力与去年同期持平，但拆解运力大幅减少，今年 1~5 月的拆解运力较去年同期下滑 71%。从往年来看，每年拆解运力占 20 年以上总运力的 35% 至 60%，如果今年 40% 的 20 年以上运力被拆解，拆解运力将达 29 万箱（1~5 月仅拆解 7.4 万箱），下半年拆解或将加速。

大船化趋势明显，欧线供给增速加快：目前万箱以上大船占总运力的 20%，从今年新交付的运力来看，万箱以上的大船占比达 59%；大船主要投放在运距较长的欧线，因此今年 1~5 月欧线运力供给增速达 8%，大幅高于去年同期的 3% 和去年全年的 4%；欧线运力中，万箱以上大船占比从去年年末的 67% 上升至目前的 76%。

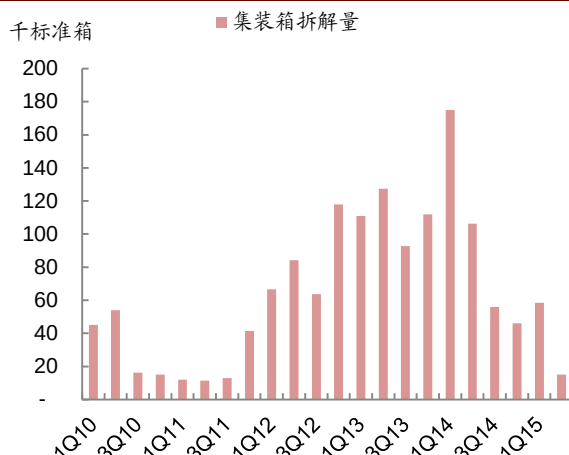
2015 年四季度开始供给增速放缓，2016 年迎来周期向上：从现有订单来看，2015 年四季度开始新交付运力增速放缓，预计 2016 年新交付运力将同比下滑 36%；后续订单对 2016 年影响较小，因为 2015 年上半年新签订单中仅 8% 的运力将在 2016 年交付，下半年新签订单在 2016 年交付的将更少。集运市场订单/运力比呈下降趋势，目前订单/运力比 18.6%，低于去年同期的 22.1% 和去年年末的 19.3%。我们预计 2016 年供给增速将从 2015 年 7.1% 下降至 4%，低于 5%~6% 的需求增速，集运市场迎来周期向上。

图表 59：集运市场供给增速



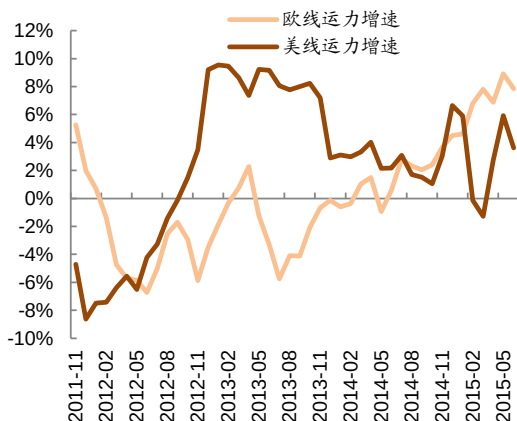
资料来源：Clarksons，中金公司研究部

图表 60：季度拆解运力



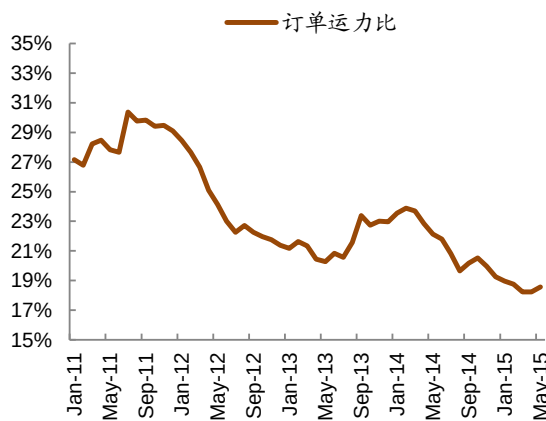
资料来源：Clarksons，中金公司研究部

图表 61：欧线/美线供给增速



资料来源：Clarksons，中金公司研究部

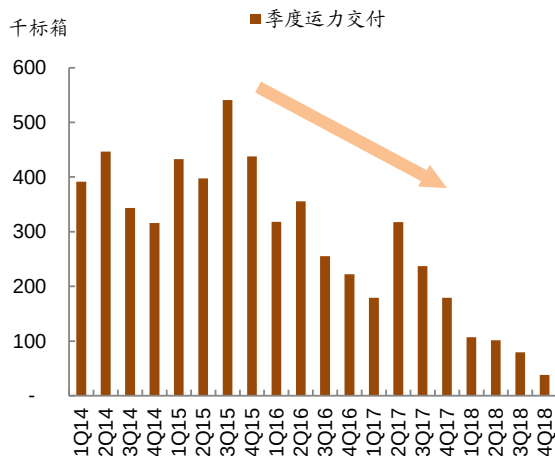
图表 62：集运市场订单/运力比



资料来源：Clarksons，中金公司研究部

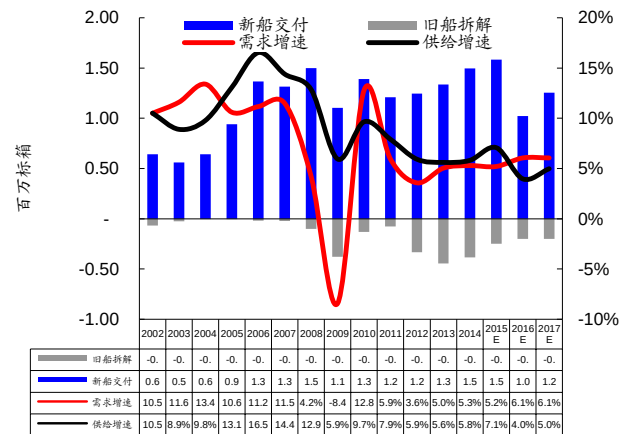


图表 63：历史运力交付和未来运力交付预测



资料来源：Clarksons，中金公司研究部

图表 64：集运市场供需关系



资料来源：Clarksons，中金公司研究部

干散货运输：供需双降，复苏仍需时日

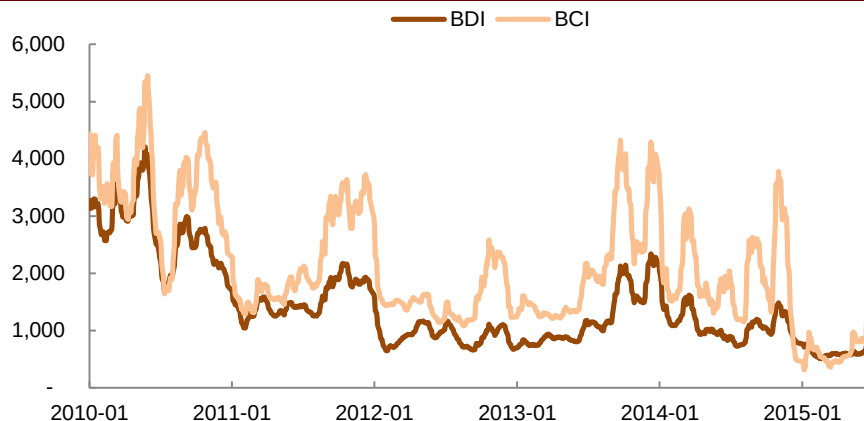
2015 年干散货市场运价走在历史谷底，今年上半年 BDI 均值为 622 点，较去年同期的 1179 点下滑 47%。

需求疲弱：中国 1~5 月铁矿石进口累计增速-1.2%，大幅低于去年同期的 18.8%和全年的 13.7%。目前中国外矿依赖度已经较高（预计今年将达到 78%），加之国内粗钢产量增速放缓，铁矿石进口短期难见大幅反弹。1~5 月中国进口煤炭累计增速大幅下滑 40%，北方七港下水煤累计同比下降 5.5%。根据 **Clarksons** 预测，2015 年干散货需求增速约 **2.2%**，低于 2014 年的 **6%**。

供给增速放缓，但仍高于需求增速：1~5 月，干散货市场供给增速 2.9%，低于去年同期和全年的 5.3%和 4.4%。运力增速放缓主要因为运力拆解的大幅增加，1~5 月干散货运力拆解 1700 万吨（其中中国船东拆解运力占 25%），较去年同期的 700 万吨增加 149%；新船交付量较去年略减 3%。从新签订单来看，今年新签订船订单仅 180 万载重吨，较去年大幅减少 96%，目前订单/运力比 19.4%，低于去年同期的 25.1%和年末的 23.2%。从现有订单来看，我们预计今年新交付运力约 5900 万吨，较去年增加 23%，但预计拆船量将比去年增加 116%，供给增速放缓至 **3.2%**，但仍高于 **2.2%**的需求增速；2016 年供给增速回升至 **4.3%**，仍高于 **3.5%**的需求增速；2017 年供给增速放缓至 **1.4%**，可能迎来市场复苏。就干散货市场而言，由于下半年会叠加煤炭和粮食需求旺季，因此季节性较明显，BDI 有望上扬。

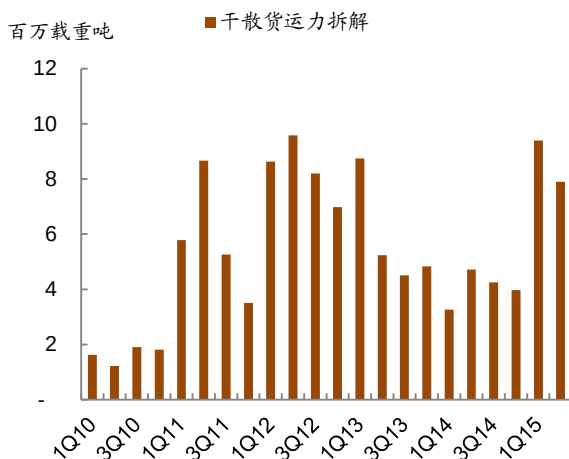


图表 65: BDI 走在历史谷底



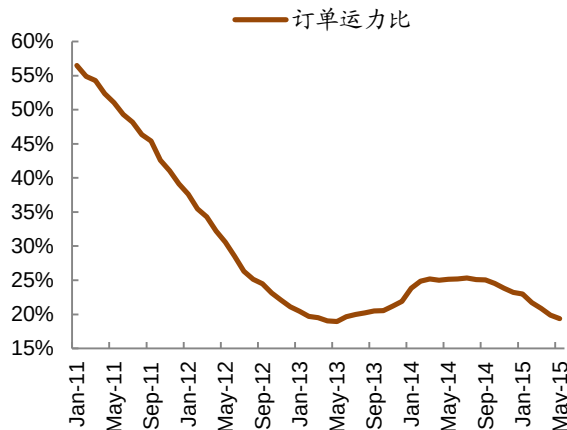
资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 66: 季度运力拆解



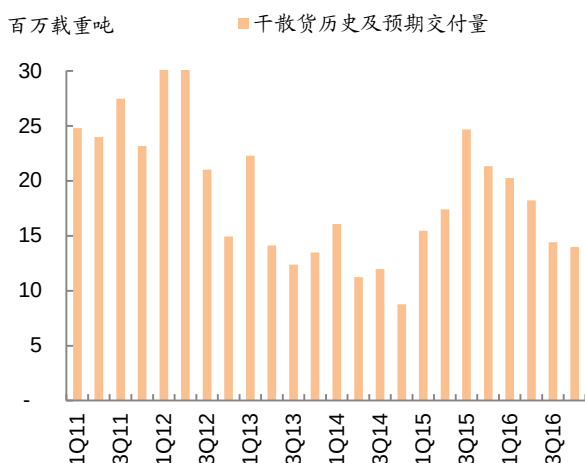
资料来源：Clarksons，中金公司研究部

图表 67: 干散货市场订单/运力比



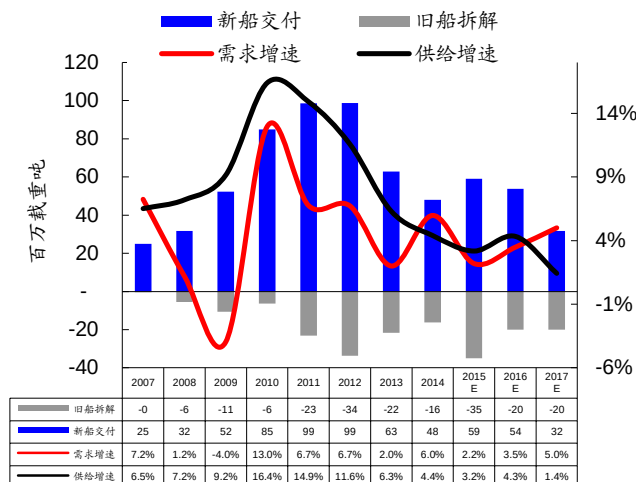
资料来源：Clarksons，中金公司研究部

图表 68: 历史及预计未来季度运力交付



资料来源：Clarksons，中金公司研究部

图表 69: 干散货供求关系预测

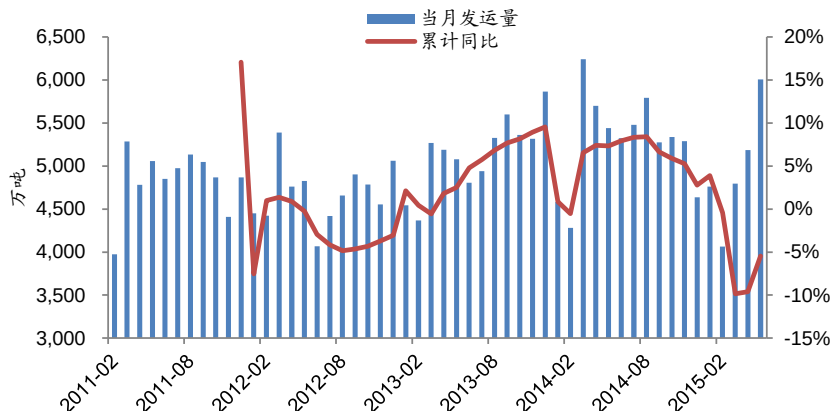


资料来源：Clarksons，中金公司研究部



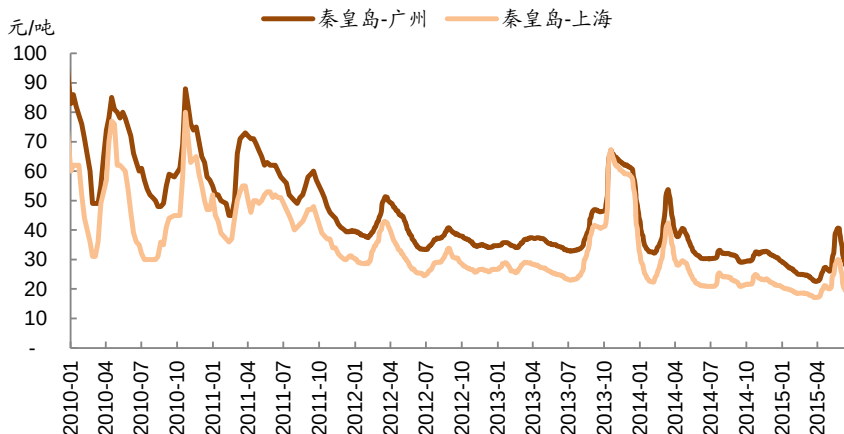
沿海市场仍然低迷：今年上半年秦皇岛至广州/上海的煤炭运价较去年上半年均下跌了 25%，走在历史低位。尽管上半年中国船旗的船舶运力较去年同期减少了 3%，但北方下水煤炭吞吐量下滑了 5.5%，运价仍然承压。随着迎峰度夏需求的到来，以及在下半年干散货旺季 BDI 上涨趋势的带动下，沿海煤炭运价有望提升。

图表 70：北方七港下水煤增速



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 71：沿海煤炭市场运价低迷



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

航运公司业绩预览及个股推荐：A 股估值过高，H 股短期业绩风险加大

从业绩来看，二季度油运运价表现较好，集运运价和干散货运价均走在历史低位，航运公司的业绩有可能低于市场预期。从估值来看，目前 A 股航运公司均高于国际可比公司估值，因此我们不做推荐；H 股待短期业绩风险释放后或有反弹机会。目前仅推荐海丰国际。

海丰国际（确信买入）：受油价下跌影响，二季度运价在一季度环比下滑 11%后将再下跌 5%~6%，但仍能享受油价下跌带来成本减少。我们预计二季度盈利 4000 万美元，较一季度盈利增长 7%；上半年实现盈利 7700 万美元，占我们全年盈利预测的 44%，同比增长 38%，符合预期。目前公司估值仅 9.8 倍，加上其一半的盈利由陆上物流业务贡献，目前 H 股物流板块的平均估值为 15 倍，估值极具吸引力，公司分红收益率 3.4%。维持确信买入评级，维持目标价 7.7 港元不变。



中海发展 (A 股中性, H 股确信买入): 公司二季度油运业务仍可享受高运价, 沿海煤炭运价较一季度上涨约 21%, 改善业绩。我们预计二季度盈利在 1.5 亿元左右, 较一季度的 6600 万元环比增长 127%, 上半年实现盈利 2.2 亿元。但考虑到干散货市场短期难见明显改善, 我们下调 2015/16 年盈利预测 26%/45%至 12.5 亿元/10 亿元。目前 A 股对应 2015 年 1.8 倍市净率, 估值较高, 维持中性评级, 下调目标价至 10 元 (对应 2015 年 1.5 倍市净率)。H 股对应 2015 年 0.7 倍市净率, 仍有较强吸引力, 维持确信买入评级, 维持目标价 8.5 港元不变。

图表 72: 中海发展盈利预测调整表

		2015E	2016E
营业收入 (百万元)	调整前	13,237	13,309
	调整后	13,044	12,974
	(+/-%)	-1%	-3%
毛利润 (百万元)	调整前	3,251	3,007
	调整后	3,058	2,673
	(+/-%)	-6%	-11%
净利润 (百万元)	调整前	1,685	1,870
	调整后	1,249	1,035
	(+/-%)	-26%	-45%
每股收益 (元)	调整前	0.42	0.46
	调整后	0.31	0.26
	(+/-%)	-26%	-45%
市盈率	调整前	28.1	25.3
	调整后	37.9	45.8
	(+/-%)	35%	81%

资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

中海集运 (A 股中性, H 股推荐): 受低迷的集运运价影响, 我们预计公司二季度将承受亏损。下调 2015 年盈利预测 59%至 9.1 亿元, 对应每股盈利 0.08 元; 维持 2016 年 28.3 亿元盈利不变。目前 A/H 股对应 2015 年盈利 3.8 倍/1 倍市净率, 维持 A 股中性评级; H 股股价尚未反应公司投资电商带来的估值提升, 且考虑到如果航运央企整合成真, 将带来巨大的协同效应, 我们暂维持 H 股的推荐评级。

图表 73: 中海集运盈利预测调整表

(百万人民币)		2015E	2016E
营业收入	调整前	37,411	40,684
	调整后	34,524	39,427
	(+/-%)	-8%	-3%
净利润	调整前	2,236	2,829
	调整后	911	2,829
	(+/-%)	-59%	0%
每股盈利 (元)	调整前	0.19	0.24
	调整后	0.08	0.24
	(+/-%)	-59%	0%
市盈率	调整前	43.8	34.6
	调整后	107.6	34.7
	(+/-%)	145%	0%

资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

招商轮船 (中性): 业绩继续改善, 二季度将实现盈利 3 亿元, 上半年实现盈利 5.3 亿元, 较去年上半年的 2.5 亿元同比增长 107%。考虑到下半年迎来油运旺季, 我们维持 2015 年 19.8 亿的盈利预测不变, 其中包含 5.4 亿的拆船补贴。公司目前估值对应 2015 年 27.9 倍市盈率, 4.1 倍市净率, 维持中性评级。



中国远洋 (A/H 中性): 公司一季度亏损 10 亿元, 受二季度低迷的集运运价和干散货运价影响, 公司经营业务仍将承受巨额亏损。但公司上半年确认了 40 个亿的拆船补贴收入, 因此二季度将实现盈利。维持 2015 年 2 亿元的盈利预测不变。目前 A/H 估值均过高, 我们维持 A/H 的中性评级。

图表 74: 航运公司二季度盈利预测

	季度数据							半年数据			年度数据			备注
	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15E	YoY	1H14	1H15E	YoY	2014	2015E	2016E	
招商轮船 (人民币 百万)	184	70	60	-113	225	300	328%	254	525	107%	200	1,975	1,569	2015 年含 5.4 亿拆船补贴
中海发展 (人民币 百万)	52	-9	43	226	66	150	1709%	43	216	407%	311	1,249	1,035	2015 年 5 亿拆船补贴
海丰国际 (美元 百万)	21	34	36	29	37	40	17%	56	77	39%	121	174	219	
中海集运 (人民币 百万)	61	399	203	398	249	-730	-283%	460	-481	-204%	1,061	911	2,829	2015 年约 1 亿拆船补贴
中国远洋 (人民币 百万)	-1,880	-397	1,622	1,017	-1,029	1,500	478%	-2,277	471	121%	363	195	2,177	2015 年 40 亿拆船补贴

资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

图表 75: 可比公司估值表

公司名称	评级	股价	报表币种	每股收益 (EPS)			市盈率 (P/E)			市净率 (P/B)			净资产收益率		
				2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E
A股航运公司															
中海发展*	中性	11.75	CNY	0.09	0.31	0.26	131.5	37.9	45.8	1.9	1.8	1.8	1.4	4.8	3.9
招商轮船*	中性	10.41	CNY	0.04	0.37	0.30	243.0	27.9	35.2	4.9	4.1	3.8	2.0	14.7	10.8
中国远洋*	中性	10.60	CNY	0.01	0.02	0.21	909.8	554.8	49.7	4.4	4.4	4.0	0.5	0.8	8.1
中海集运*	中性	8.39	CNY	0.09	0.08	0.24	92.4	107.6	34.7	4.0	3.8	3.4	4.3	3.5	9.9
平均值				0.08	0.25	0.25	291.8	151.1	41.3	3.7	3.4	3.3	2.5	6.9	8.2
中值				0.09	0.31	0.25	131.5	37.9	40.5	4.0	3.8	3.6	2.0	4.8	9.0
H股航运公司															
中海发展*	确信买入	5.81	CNY	0.09	0.31	0.26	52.3	15.0	17.9	0.7	0.7	0.7	1.4	4.8	3.9
海丰国际*	确信买入	5.11	CNY	0.05	0.07	0.08	14.2	9.8	7.7	2.1	1.8	1.5	14.7	18.6	20.0
中海集运*	推荐	2.89	CNY	0.09	0.08	0.24	26.8	29.6	9.4	1.1	1.0	0.9	4.1	3.5	9.9
中国远洋*	中性	4.87	CNY	0.01	0.02	0.21	334.5	203.7	18.1	1.6	1.6	1.5	0.5	0.8	8.1
平均值				0.05	0.05	0.23	180.7	116.6	13.8	1.4	1.3	1.2	2.3	2.2	9.0
中值				0.05	0.05	0.23	180.7	116.6	13.8	1.4	1.3	1.2	2.3	2.2	9.0
国际集运可比公司															
OOCL	n.a	45.20	USD	0.50	0.61	0.75	11.6	9.6	7.7	0.8	0.7	0.7	6.6	7.6	8.9
Yang Ming	n.a	11.00	TWD	0.11	0.53	0.99	103.8	20.6	11.1	1.0	0.9	0.8	0.9	4.3	7.5
Evergreen	n.a	22.45	TWD	0.34	1.16	1.49	65.8	19.3	15.0	1.3	1.2	1.2	2.0	6.4	7.9
Wan Hai	n.a	25.20	TWD	2.33	2.99	2.71	10.8	8.4	9.3	1.6	1.4	1.3	14.8	16.3	13.7
MISC Berhad	n.a	8.15	MYR	0.42	0.48	0.51	19.6	16.9	15.9	1.4	1.2	1.1	6.9	7.3	7.2
NOL	n.a	0.85	USD	-0.05	0.00	0.01	-18.9	n.a	70.8	1.1	0.9	0.9	-5.9	n.a	1.2
平均值							32.1	15.0	21.6	1.2	1.1	1.0	4.2	8.4	7.7
中值							15.6	16.9	13.1	1.2	1.1	1.0	4.3	7.3	7.7
国际散货可比公司															
DIANA SHIPPING	n.a	7.27	USD	-0.23	-0.66	-0.60	-31.2	-11.0	-12.2	0.4	0.5	0.5	-1.3	-4.3	-4.0
DRYSHIPS INC	n.a	0.57	USD	0.05	0.14	0.11	12.4	4.0	5.4	0.1	0.1	0.1	0.7	2.6	2.1
KAWASAKI KISEN	n.a	286.00	USD	16.14	29.90	27.83	17.7	9.6	10.3	0.7	0.6	0.6	4.1	6.8	5.8
PRECIOUS SHIPPIN	n.a	8.90	JPY	0.00	-0.17	0.18	-2966.7	-52.0	50.0	0.8	0.7	0.7	0.0	-1.4	1.4
PACIFIC BASIN	n.a	2.61	USD	-0.07	-0.01	0.01	n.a	n.a	-1.0	n.a	0.6	0.0	n.a	n.a	2.1
平均值							-489.1	39.1	15.5	49.4	0.5	0.4	140.7	0.8	1.4
中值							5.4	4.0	7.8	0.7	0.5	0.5	0.7	0.2	1.8
国际油轮可比公司															
TEEKAY SHIPPING	n.a	42.96	USD	-0.35	1.38	1.36	-123.4	31.1	31.7	2.9	3.1	2.8	-2.4	10.1	8.7
SHIP FINANCE	n.a	16.48	USD	1.37	1.85	1.64	12.0	8.9	10.1	1.3	n.a	n.a	10.8	n.a	n.a
TSAKOS ENERGY	n.a	9.59	USD	0.33	1.44	1.57	28.7	6.7	6.1	0.6	0.6	0.6	2.2	9.5	9.7
NORDIC AMER TANK	n.a	14.66	USD	-0.04	1.01	0.81	-349.0	14.5	18.2	1.4	1.5	1.7	-0.4	10.7	9.1
平均值							-107.9	15.3	16.5	1.6	1.8	1.7	2.6	10.1	9.2
中值							-55.7	11.7	14.1	1.4	1.5	1.7	0.9	10.1	9.1

资料来源: 公司资料, 中金公司研究部



港口：推荐 H 股的集装箱港口

继续推荐 H 股集装箱港口：费率上涨利好业绩，自贸区和一带一路促进行业发展

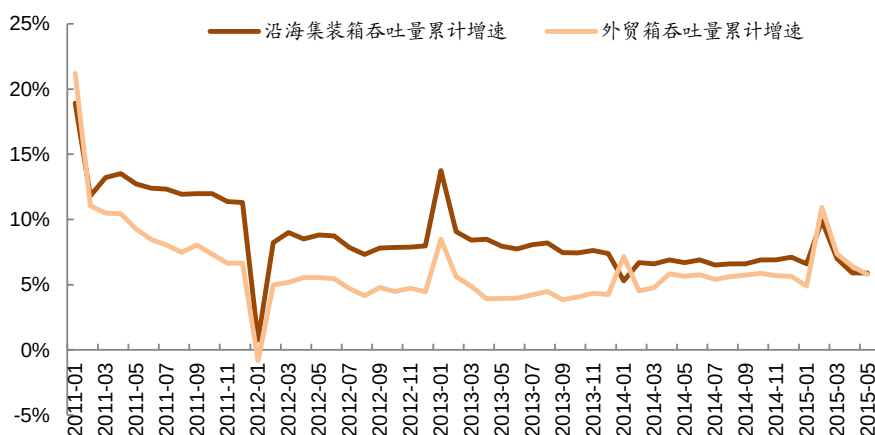
行业回顾：外贸箱吞吐量缓慢复苏，南方港口好于北方港口

今年 1~5 月，中国沿海港口集装箱吞吐量累计增速 5.9%，低于去年同期的 6.7% 和全年的 7.1%，主要受内贸箱增速放缓影响。从外贸箱来看，八大集装箱港口外贸箱 1~5 月累计增速 5.8%，基本与去年全年持平，略高于去年同期的 5.6%；并且 5 月单月外贸箱增速 5%，高于 4 月和 3 月的 3.8% 和 0.5%，呈恢复趋势。但值得注意的是，宁波港已经公布了 6 月经营数据，集装箱单月增速为 -1.8%；宁波港集装箱吞吐量增速与沿海港口集装箱吞吐量增速和中国出口增速有较强的相关性，其疲弱的吞吐量表现预示着 6 月沿海集装箱吞吐量增速和出口增速有可能放缓。

分港区来看，南方港口表现好于北方港口：

- ▶ 1~5 月深圳港集装箱吞吐量累计增速 6.1%，较去年同期的 -1.7% 和全年的 3.3% 大幅改善；主要因为蛇口集装箱吞吐量恢复。根据调研我们了解到，蛇口集装箱吞吐量的快速增长主要依靠快速增长的亚洲内部贸易。在过去向东南亚产业转移的过程中，初级加工多转移到了东南亚国家，但技术壁垒较高的组装、深加工等产业仍留在国内。因此从东南亚地区进口半成品，出口产成品使得中国与东南亚国家的贸易往来更加频繁。
- ▶ 广州港以内贸箱为主，因此集装箱吞吐量增速有所放缓，1~5 月累计增速 5.2%，低于去年同期和全年的 8.4% 和 7%。
- ▶ 长三角地区，上海港和宁波一舟山港的吞吐量增速基本与去年持平。
- ▶ 北方港口吞吐量增速均呈现放缓趋势：1~5 月，天津港、青岛港和大连港的累计增速分别为 5.3%、1.6% 和 1.1%，低于去年全年的 8.1%、7.6% 和 1.2%，以及去年同期的 6%、4.9% 和 4.1%。

图表 76：沿海港口集装箱吞吐量增速以及八大港口外贸箱增速



资料来源：中港网，中金公司研究部



图表 77：八大集装箱港口吞吐量增速

整体集装箱吞吐量(万标箱)	2011	2012	2013	2014	2015.1-5	(+/-%)			
						2012	2013	2014	2015.1-5
天津	1,159	1,230	1,301	1,406	595	6.2%	5.8%	8.1%	5.3%
青岛	1,302	1,450	1,552	1,670	710	11.4%	7.0%	7.6%	1.6%
大连	640	806	1,002	1,013	383	25.9%	24.2%	1.2%	1.1%
上海	3,174	3,253	3,362	3,528	1,494	2.5%	3.3%	4.9%	5.2%
宁波—舟山	1,471	1,617	1,736	1,940	879	9.9%	7.3%	11.8%	11.6%
厦门	647	720	801	857	356	11.4%	11.2%	7.0%	7.8%
广州	1,423	1,452	1,531	1,638	670	2.1%	5.4%	7.0%	5.2%
深圳	2,257	2,294	2,328	2,404	954	1.6%	14.7%	3.3%	6.1%
合计	12,072	12,823	13,612	14,455	6,041	6.2%	6.1%	6.2%	5.9%

资料来源：中港网，中金公司研究部

图表 78：八大集装箱港口外贸箱吞吐量增速

外贸箱吞吐量(万标箱)	2011	2012	2013	2014	2015.1-5	(+/-%)			
						2012	2013	2014	2015.1-5
天津	651	685	739	745	318	5.2%	7.9%	0.8%	3.5%
青岛	1,039	1,055	1,082	1,148	486	1.5%	2.6%	6.1%	-1.9%
大连	456	466	518	525	202	2.3%	11.1%	1.4%	0.7%
上海	2,761	2,816	2,884	3,040	1,293	2.0%	2.4%	5.4%	5.4%
宁波—舟山	1,339	1,485	1,581	1,722	790	10.9%	6.5%	8.9%	12.2%
厦门	496	546	583	607	266	10.1%	6.8%	4.2%	14.2%
广州	482	569	619	685	280	18.0%	8.9%	10.7%	1.7%
深圳	2,139	2,158	2,188	2,297	911	0.9%	1.4%	5.0%	6.5%
合计	9,361	9,779	10,193	10,769	4,545	4.5%	4.2%	5.6%	5.8%

资料来源：中港网，中金公司研究部

看好集装箱港口：费率普遍上涨，自贸区、一带一路利好行业发展

集装箱港口费率普遍上涨：根据了解，集装箱港口在一季度基本完成了与船公司的协议签署，2015 年普遍提价 3%~5%，其中青岛港合营公司 QQCT 一季度平均费率提升了约 10%，盐田港和厦门港提价幅度将超过 5%。集装箱装卸业务占比高的港口企业对费率提升弹性高：费率每提升 1%，深赤湾、厦门港务 H、招商局国际和中远太平洋业绩将提升 1.4%~1.8%，上港和宁波港业绩增厚~1%，天津港和青岛港增厚~0.6%。

自贸区有利于集装箱港口：1) 将吸引国际中转箱，特别是枢纽港口将受益最多；且自贸区将简化通关流程，提高外贸效率，例如深西地区的蛇口、赤湾和妈湾三个关区的一体化将大大提高作业效率；2) 自贸区的发展将带动更多企业聚集效应，以及金融业务的发展有望带动商流、资金流等，港口的物流业务有望得到蓬勃发展；3) 刺激中转集拼等高附加值业务增长；4) 天津、福建以及广州自贸区，加上上海自贸区，已覆盖中国沿海主要港口区域，沿海捎带业务呈放开趋势。

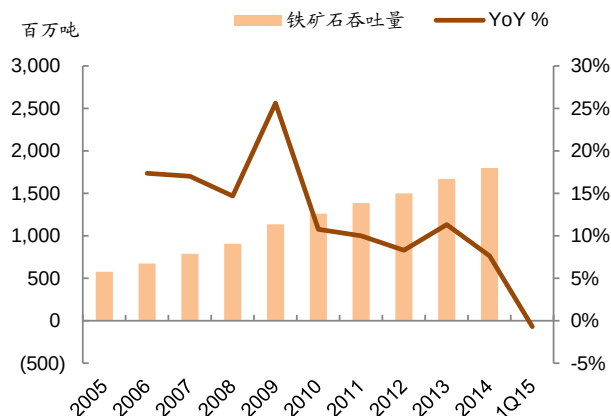
集装箱港口将受益于一带一路：1) 政策支持港口建设将提高港口的设备等级，完善集疏体系，提高港口的运作效率；2) 随着与“海上丝绸之路”沿线国家贸易往来的加深，尤其是与沿线国家自贸区的建立，将利好港口集装箱吞吐量；3) 大型港口公司将迈出走出去步伐，提供新的盈利增长点。



散杂货港口仍然艰难

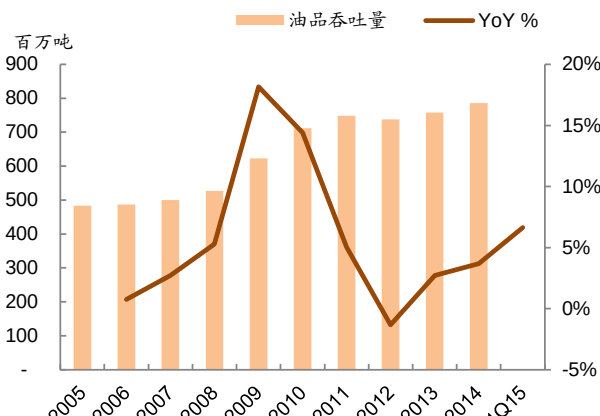
1) 随着进口铁矿石增速放缓, 全国铁矿石吞吐量增速放缓, 一季度累计增速为-0.7%, 大幅低于去年同期的 10.4% 和全年的 7.6%。2) 煤炭吞吐量也表现疲弱, 一季度全国煤炭吞吐量累计增速-8.3%, 远低于去年同期和全年的 3% 和 0.7%。1~5 月北方下水煤累计增速为-5.5%。3) 油品吞吐量呈增长趋势, 一季度全国油品吞吐量增速 6.6%, 高于去年同期的 4.5% 和全年的 3.7%。

图表 79: 全国金属矿石吞吐量



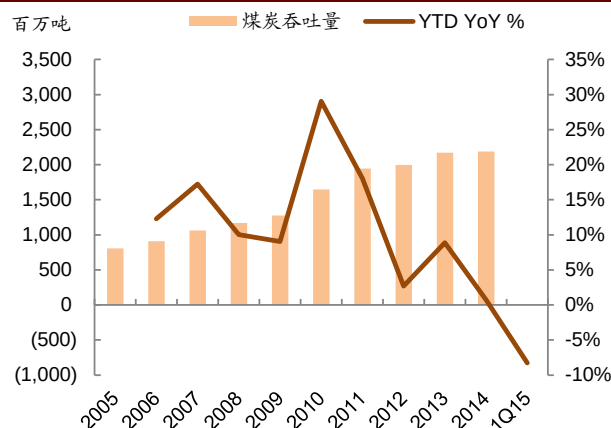
资料来源: 四海物流, 中金公司研究部

图表 80: 油品吞吐量增速



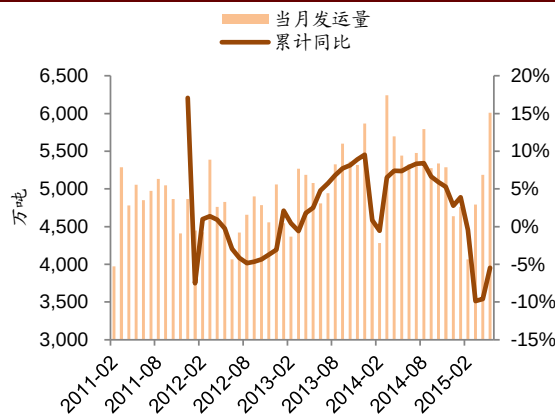
资料来源: 四海物流, 中金公司研究部

图表 81: 全国煤炭吞吐量增速



资料来源: 四海物流, 中金公司研究部

图表 82: 北方七港下水煤吞吐量增速



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

个股精选: 继续推荐 H 股集装箱港口

A 股中, 我们仅推荐估值位于板块低位的上港集团 (目前股价对应 2015 年市盈率 19.1 倍), 预计上半年盈利个位数增长, 如果房地产业务结算加快, 盈利将超预期。维持宁波港、天津港和唐山港的中性评级, 从业绩来看: 宁波港和天津港集装箱业务仍有较好表现, 但受散杂货拖累严重, 预计上半年盈利维持个位数增长; 唐山港主要货种为煤炭和铁矿石, 基本面疲弱, 预计上半年盈利增速在 10% 左右。宁波港、天津港和唐山港对应 2015 年盈利 30.2 倍/16.7 倍/25.2 倍市盈率, 估值较高。

H 股:

秦港股份 (确信买入): 受上半年下水煤增速放缓的影响 (上半年秦皇岛港下水煤同比减少约 4%, 盈利减少约 6.4%), 但黄骅港矿石吞吐量增速较快 (一季度同比增长 30%), 部分抵消了煤炭带来的负面影响。预计公司上半年业绩同比小幅下滑。考虑到夏季来临带动下煤增长, 下半年业绩有望改善, 我们暂维持 2015 年 21.1 亿的盈利预测不变 (同比增长 6.7%); 维持秦港股份的确信买入评级, 因为: 1) 目前公司估值对应 2015 年 7.4



倍市盈率，非常便宜；2）今年公司不会再按照 100% 的比例分红，但承诺仍会给股东丰厚回报，若派息率 60%，股息收益率将达 8%；3）京津冀一体化利好政策催化公司股价。

青岛港（推荐）：我们预计公司上半年业绩增速在 10%~15% 之间。目前股价对应 2015 年盈利 9 倍市盈率，是 H 股中最便宜的综合性港口。维持推荐评级，三重股价催化剂在前：1）国企改革；2）中韩自贸协定利好政策；3）40 万吨船舶靠泊限制放开：目前中远和中海的合资公司中国矿运已经接受了淡水河谷的四艘 VLOC，并开始了矿石的运输，预计政策将很快出台，催化股价。

招商局国际（推荐）：针对市场比较关心的问题，我们在 6 月底对公司进行了调研：1）公司在前湾有 1 平方公里的土地，该土地沿着海岸线，公司并不打算作为商业开发；预计将与其他港区的土地进行置换，作为未来港口开发的土地储备。因为前湾地价高，置换后可能给公司带来一次性收益；2）根据深赤湾公告，深赤湾正在进行重大资产重组；我们预计招商局国际很可能整合深赤湾，提高在深赤湾中的股权比例；如果公司统一运营深西港口，将提高装卸效率，利好公司发展；3）公司仍有很强的投资海外港口的意愿，且公司对海外项目的盈利回报、长期发展要求较高，如果有进一步投资，将提供新的利润增长点；4）从目前来看，自贸区带来的通关一体化将利好公司装卸效率；5）预计公司全年的吞吐量增速将达 5%，港口费率将普遍提升 3%~5%；6）海外项目中，斯里兰卡和洛美的项目今年有望实现扭亏。我们预计上半年公司业绩增速约 10%。我们下调 2015/16 年盈利预测 6%/7% 至 52 亿/58 亿港元，对应盈利增速 15%/11%。如果去年预提的 2 亿税费于今年冲回，盈利将超预期。目前公司估值对应 2015 年 19.6 倍市盈率，“一带一路”，自贸区政策均是股价催化剂。

图表 83：招商局国际盈利预测调整表

百万港元		2015E	2016E
收入	调整前	9,050	9,663
	调整后	8,971	9,866
	(+/-%)	-1%	2%
净利润	调整前	5,543	6,237
	调整后	5,220	5,787
	(+/-%)	-6%	-7%
每股盈利 (港元)	调整前	1.77	1.97
	调整后	1.67	1.82
	(+/-%)	-6%	-7%
市盈率	调整前	18.4	16.6
	调整后	19.6	17.9
	(+/-%)	6%	8%

资料来源：公司资料，中金公司研究部

中远太平洋（中性）：我们预计公司上半年盈利增速在 10% 左右。集装箱租赁业务仍然拖累业绩，预计该业务上半年同比下滑 10%。向前看，集装箱租赁业务短期难见明显改善：1）集运新船交付将放缓，加上大船配箱率低于小船型，需求不旺；2）目前钢材价格走低，旧箱处置价格低，而公司目前处置的旧箱账面价值高，利润率低。因此，虽然公司估值较低（对应 2015 年 11.9 倍市盈率），我们暂维持中性评级。

厦门港务（中性）：1~5 月厦门港区集装箱吞吐量增速 7.8%，高于去年同期的 6.8% 和全年的 7%；加上公司今年将继续提价，预计上半年经营性盈利增速将达 15%~20%。但目前公司股价对应 2015 年 13.9 倍市盈率，如果不考虑政府补贴的影响，估值达 18.8 倍，在板块中处于高位，维持中性评级。



图 84：港口可比公司估值表

		股价	币种	每股收益			市盈率			市净率			净资产收益率			股息收益率		
		Price	Currency	2014	2015E	2016E	2014	2015E	2016E	2014	2015E	2016E	2014	2015E	2016E	2014	2015E	2016E
国际港口公司																		
Stobart Group LTD. Port of TAURANGA	n.a	1.06	GBP	n.a	0.03	0.05	n.a	35.2	21.5	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	6%	6%
	n.a	17.50	NZD	0.59	0.57	0.61	29.8	30.6	28.9	2.9	2.9	2.8	10%	9%	10%	3%	3%	3%
	n.a	113.00	USD	0.08	0.09	0.11	31.4	28.6	23.6	4.1	3.8	3.4	13%	13%	14%	0%	0%	0%
平均值				0.33	0.23	0.25	30.6	31.4	24.7	3.5	3.3	3.1	11%	11%	12%	1%	3%	3%
中值				0.33	0.09	0.11	30.6	30.6	23.6	3.5	3.3	3.1	11%	11%	12%	1%	3%	3%
H股港口公司																		
秦港股份*	确信买入	3.91	CNY	0.39	0.42	0.50	7.9	7.4	6.1	1.3	1.2	1.1	16%	16%	18%	11%	8%	7%
青岛港	推荐	4.57	CNY	0.33	0.40	0.42	11.0	9.0	8.7	1.5	1.4	1.2	14%	15%	14%	5%	4%	4%
招商局国际*	推荐	32.65	HKD	1.59	1.67	1.82	20.5	19.6	17.9	1.4	1.4	1.4	7%	7%	8%	2%	2%	2%
厦门国际港务*	中性	2.90	CNY	0.16	0.17	0.16	14.7	13.9	14.7	1.3	1.2	1.2	9%	9%	8%	3%	3%	3%
中远太平洋*	中性	10.42	USD	0.10	0.11	0.13	13.2	11.9	10.4	0.8	0.8	0.8	6%	7%	7%	3%	3%	4%
和记黄埔	n.a	115.00	HKD	7.71	7.82	8.78	14.9	14.7	13.1	1.1	1.0	1.0	7%	7%	7%	2%	2%	2%
大连港	n.a	3.32	CNY	0.14	0.14	0.15	19.0	19.4	17.9	0.9	0.9	0.9	4%	5%	5%	2%	2%	2%
平均值				1.64	1.67	1.86	16.2	15.5	14.5	1.1	1.1	1.0	7%	7%	7%	2%	3%	3%
中值				0.15	0.15	0.15	15.0	14.3	13.9	1.1	1.0	0.9	7%	7%	7%	2%	2%	3%
A股沿海集装箱港口公司																		
上港*	推荐	6.51	CNY	0.30	0.34	0.38	21.9	19.1	17.2	2.7	2.5	2.4	12%	13%	14%	2%	3%	3%
深赤湾A	n.a	26.69	CNY	0.73	0.80	0.84	36.6	33.4	31.8	4.1	3.9	3.7	11%	12%	12%	1%	1%	2%
盐田港	n.a	12.38	CNY	0.21	0.23	n.a	59.0	53.8	n.a	4.1	3.9	n.a	7%	7%	n.a	0%	0%	n.a
深赤湾B	n.a	19.59	CNY	0.73	0.80	0.84	26.8	24.5	23.3	3.0	2.9	2.7	11%	12%	12%	n.a	n.a	n.a
平均值				0.49	0.54	0.69	36.1	32.7	24.1	3.5	3.3	2.9	10%	11%	12%	1%	2%	2%
中值				0.51	0.57	0.84	31.7	28.9	23.3	3.6	3.4	2.7	11%	12%	12%	1%	1%	2%
A股沿海综合港口公司																		
天津港*	中性	12.76	CNY	0.69	0.77	0.81	18.7	16.7	15.8	1.6	1.5	1.4	8%	9%	9%	1%	2%	2%
宁波港*	中性	7.28	CNY	0.22	0.24	0.27	33.1	30.2	26.5	3.0	2.8	2.6	9%	9%	10%	1%	1%	1%
大连港	n.a	6.02	CNY	0.14	0.14	0.15	43.0	43.9	41.0	1.9	2.0	2.0	4%	n.a	n.a	1%	1%	1%
连云港	n.a	7.67	CNY	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
平均值				0.35	0.38	0.41	31.6	30.3	27.8	2.2	2.1	2.0	7%	9%	9%	1%	1%	1%
中值				0.22	0.24	0.27	33.1	30.2	26.5	1.9	2.0	2.0	8%	9%	9%	1%	1%	1%
A股沿海散杂货港口公司																		
唐山港*	中性	11.09	CNY	0.54	0.44	0.51	20.7	25.2	21.6	3.2	2.7	2.3	16%	11%	11%	1%	0%	1%
营口港	n.a	5.61	CNY	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
锦州港	n.a	6.82	CNY	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
日照港	n.a	7.21	CNY	0.28	0.21	0.22	25.8	35.2	32.8	2.2	2.1	2.0	8%	6%	6%	n.a	n.a	n.a
厦门港务	n.a	12.65	CNY	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
平均值				0.41	0.32	0.37	23.2	30.2	27.2	2.7	2.4	2.2	12%	8%	8%	1%	0%	1%
中值				0.41	0.32	0.37	23.2	30.2	27.2	2.7	2.4	2.2	12%	8%	8%	1%	0%	1%

资料来源：彭博资讯，公司资料，中金公司研究部



机场：产能情况决定业绩表现，精选个股

回顾：产能富余机场生产量表现抢眼

1~4 月前 40 大机场旅客吞吐量、起降架次、货邮吞吐量累计同比增幅分别为 10.6%，7.6%和 5.2%，各机场产能饱和情况决定其生产量增长水平。就上市机场来看，产能富余的上海机场、深圳机场 1~5 月累计旅客量增幅高达 19.0%和 13.7%，增速较去年同期分别加快 11.1 个和 3.2 个百分点，我们预计全年两机场生产数据将继续领跑。其中，上海机场年初至今增速领跑，预计主要是虹桥（国内航线竞争者）、首都和白云（国际航线竞争者）产能饱和和分流减少，以及近期日韩游需求火爆带来的地理位置优势造成。同时，受制于产能饱和而制约时刻放量的首都机场、白云机场增幅疲弱，1~5 月累计旅客吞吐量增幅仅为 5.9%和 2.6%。其中，首都机场旅客量增幅高于起降架次增幅 3.4 个百分点，预计主要是受益于京津冀一体化带来的航线、机型结构改善。

综合来看，深圳机场受益产能富余带来的生产量高增长和去年高折旧导致的低基数，预计上半年业绩同比大幅增长 48%至 1.87 亿元，合每股 0.10 元；上海机场虽同样受益于生产量爆发，但油料公司业绩风险仍在，预计上半年业绩同比增长 23%至 12.65 亿元，合每股 0.66 元；首都机场（H）、白云机场产能受限，增速依然靠后，但首都机场受益京津冀一体化，航线、机型结构改善带来航空性收入收费单价上升，预计上半年业绩同比增长 26%至 8.54 亿元，合每股 0.20 元。白云机场预计上半年业绩同比增长 14%至 5.97 亿元，合每股 0.52 元。

图表 85：2015 年 1~5 月机场营运数据

机场	旅客吞吐量（千人）				起降架次（千次）				货邮吞吐量（千吨）			
	2015. 1~5	2014. 1~5	同比增速	增幅变化	2015. 1~5	2014. 1~5	同比增速	增幅变化	2015. 1~5	2014. 1~5	同比增速	增幅变化
上海浦东	24,226	20,357	19.0%	11.1ppt	182	158	14.8%	9.0ppt	1,311	1,235	6.1%	-1.6ppt
深圳	16,391	14,420	13.7%	3.2ppt	126	113	11.3%	2.5ppt	395	374	5.7%	1.4ppt
北京	36,744	34,691	5.9%	3.6ppt	243	237	2.5%	-0.2ppt	n.a	n.a	n.a	n.a
厦门	7,249	6,929	4.6%	-5.2ppt	59	57	3.8%	-5.5ppt	101	98	2.8%	-2.8ppt
上海虹桥	12,756	12,320	3.5%	-6.9ppt	84	82	2.3%	-4.8ppt	137	138	-0.9%	-1.4ppt
广州	23,073	22,491	2.6%	-2.6ppt	169	168	1.0%	-3.4ppt	605	565	7.0%	-5.0ppt
40大机场	262,014	236,929	10.6%	-0.6ppt	2,023	1,880	7.6%	-1.5ppt	4,206	3,999	5.2%	-3.8ppt

*厦门，虹桥，40大机场为1~4月数据。

资料来源：万得资讯，中金公司研究部

展望：业绩稳步向上，机场互联网提供催化，仍需精选个股

我们看好 2015 年机场行业整体表现：业绩稳步向上，机场互联网、价格调整预期提供催化，具体表现为：

- **受益航空需求内生增长：**上市机场地处发达城市、人均收入水平较高，因私旅游出行普及度高且增长几乎不受经济增幅影响，此外近年来受益本币升值和签证放松，出境游需求持续增加；四横四纵高铁网络基本开通完毕，未来高铁对航空需求的分流体现在联网效应上，分流效应趋弱。因此，需求稳定增长，有利于机场航空性业务的改善。
- **非航业务扩张：**上海机场 T1 航站楼扩容工程 2014 年底完工，设计非航面积增加 21%，深圳机场 AB 楼转商用、西区土地开发，预计未来非航收入有显著提升。



- **机场互联网：短期提升估值，长期利好业绩。**近期，各大机场陆续与 IT 企业传出合作（首都机场、湖南机场与腾讯微信，云南机场与智慧图，上海机场与阿里巴巴等），打造互联网智能机场。我们认为，虽然机场互联网业务的垄断性（封闭性）不及航空机上互联网，但他们都共同享有大流量的高端用户群体。机场可以充分利用自身优势，发展多样化业务模式（Wifi 广告，机场大屏，商铺合作等），打开非航业务新增长点。

我们维持以往挑选机场的逻辑不变，仍然看好：

- 1) **枢纽机场。**机场收入增长来自生产量增长（量）或结构改善（价），枢纽机场国际线增幅快，带动航空性收入的费率提升（国际线收费标准高于国内线）和非航收入增长（国际旅游有较长等待时间，利于消费）。
- 2) **产能利用率低的机场。**因为机场成本主要为人工、折旧、水电维修等，各占 1/3。其中人工、水电维修成本增长偏刚性、且增幅略低于生产量增幅，而折旧成本呈阶梯式增长（平时折旧金额仅有微幅增加，新产能投产后增幅巨大），因此机场利润率周期基本同步产能扩张周期，即意味着产能利用率在低位时，当下利润率和 ROE 进入一个阶段的最低水平，未来将有不断提升的空间，经营杠杆显现。

综上，我们推荐上海机场与深圳机场。

风险：经济增长低于预期，影响航空需求。

图表 86：机场产能利用率（2015E）

	跑道	航站楼
浦东	54%	97%
广州	68%	138%
深圳	75%	87%
厦门	89%	54%
虹桥	90%	96%
首都	97%	98%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

上海机场（600009.SH，推荐）：维持 2015 年/2016 年归属母公司净利润预测 26.10 亿元/32.96 亿元不变，分别对应每股净利润 1.35 元/1.71 元。公司 2015 年和 2016 年的市盈率分别是 20.5x 和 16.2x。考虑公司处于机场投资黄金期，扩建工程符合预期、迪士尼和机场互联网+双重催化，**维持推荐评级和目标价 45 元不变**，对应 33x 2015 市盈率，持平国际机场水平。

深圳机场（000089.SZ，推荐）：考虑生产量增幅小幅低于预期，租金成本小幅高于预期，下调 2015 年/2016 年归属母公司净利润 9.0%/7.3%至 5.01 亿元/7.16 亿元，考虑可转债转股带来的摊薄效应，每股净利润分别下降 20.3%/23.5%至 0.26 元/0.35 元。**长期看好逻辑不变：**资本开支结束，进入向上周期。珠三角产能唯一富余；主营成本增长几乎一步到位，后续低速增长，经营杠杆展现；明年业绩大幅反弹；资本开支遥远，现金流充沛，分红率有望提升。A/B 楼转商用、前海自贸区不但提升估值，还能增厚业绩，提供催化剂，**维持推荐评级。**考虑机场互联网催化估值，**将目标价从人民币 11.0 元小幅上调 4.5%至人民币 11.5 元**，对应 44x 2015 年市盈率。



图表 87：深圳机场盈利预测调整

		2015E	2016E
飞机起降架次 (千次)	原预测	324	357
	新预测	321	354
	(+/-%)	-0.9	-0.9
旅客吞吐量 (千人次)	原预测	41,710	47,133
	新预测	41,348	46,723
	(+/-%)	-0.9	-0.9
主营业务收入 (人民币 百万)	原预测	3,358	3,823
	新预测	3,264	3,647
	(+/-%)	-2.8	-4.6
主营业务成本 (人民币 百万)	原预测	2,420	2,600
	新预测	2,443	2,605
	(+/-%)	1.0	0.2
投资收益 (人民币 百万)	原预测	26	54
	新预测	26	54
	(+/-%)	0.0	0.0
净利润 (人民币 百万)	原预测	551	772
	新预测	501	716
	(+/-%)	-9.0	-7.3
每股盈利 (人民币)	原预测	0.33	0.46
	新预测	0.26	0.35
	(+/-%)	-20.3	-23.5
目标价 (人民币)	原预测	11.0	
	新预测	11.5	
	(+/-%)	4.5	

资料来源：公司数据，中金公司研究部

白云机场 (600004.SH, 中性): 维持 2015 年/2016 年归属母公司净利润预测 11.39 亿元/12.67 亿元不变，分别对应每股净利润 0.99 元/1.10 元。公司 2015 年和 2016 年的市盈率分别是 14.1x 和 12.6x。考虑中短期深圳机场分流和产能饱和，长期三跑道和二号楼投产带来成本上升，**维持“中性”评级**。考虑机场互联网催化估值，**将目标价从人民币 15.0 元小幅上调 6.7%至人民币 16.0 元**，对应 16x 2015 年市盈率。

首都机场 (0694.HK, 中性): 维持 2015 年/2016 年归属母公司净利润预测 17.53 亿元/11.99 亿元不变，分别对应每股净利润 0.40 元/0.46 元。公司 2015 年和 2016 年的市盈率分别是 17.5x 和 15.2x。考虑公司产能饱和和制约生产量增幅，**维持“中性”评级**。考虑机场互联网催化估值，**将目标价从 8.0 港元上调 12.5%至 9.0 港元**，对应 18x 2015 年市盈率。



图表 88：机场可比公司估值

公司	币种	股价	市值 (US\$m)	市盈率 (X)				市净率 (X)				平均净资产收益率 (%)				现金分红收益率 (%)				CAGR	PEG
				13A	14A	15E	16E	13A	14A	15E	16E	13A	14A	15E	16E	13A	14A	15E	16E		
2015-07-02				13A	14A	15E	16E	13A	14A	15E	16E	13A	14A	15E	16E	13A	14A	15E	16E	14~16	15E
A股机场上市公司																					
上海机场*	RMB	27.75	8,618	28.6	25.5	20.5	16.2	3.2	2.9	2.6	2.3	11.4	11.8	13.4	15.2	1.1	1.2	1.5	1.9	25%	0.6
白云机场*	RMB	13.93	2,582	17.9	14.7	14.1	12.6	2.1	1.9	1.7	1.6	12.0	13.5	13.0	13.1	2.7	2.1	2.1	2.4	8%	1.6
深圳机场*	RMB	9.18	2,950	30.9	58.0	35.4	26.3	2.0	2.0	1.9	1.7	6.6	3.4	5.4	6.8	0.3	0.3	0.6	1.0	48%	0.5
厦门空港	RMB	25.35	1,217	17.2	16.5	18.0	15.6	2.9	2.7	2.4	2.1	18.4	17.1	14.3	14.7	1.8	1.9	0.8	1.9	3%	5.3
平均值				23.6	28.7	22.0	17.7	2.5	2.4	2.2	2.0	12.1	11.5	11.5	12.5	1.5	1.4	1.3	1.8	21%	2.0
中值				23.2	21.0	19.2	15.9	2.5	2.3	2.1	1.9	11.7	12.7	13.2	13.9	1.4	1.5	1.2	1.9	17%	1.1
H股机场上市公司																					
北京机场*	HKD	8.88	4,961	22.6	22.1	17.5	15.2	1.9	1.8	1.7	1.5	8.5	8.3	9.8	10.5	1.8	1.8	2.3	2.6	21%	0.7
美兰机场	HKD	8.63	527	9.4	9.7	n.a.	n.a.	1.2	1.1	n.a.	n.a.	13.5	12.1	n.a.	n.a.	1.2	2.5	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
平均值				16.0	15.9	17.5	15.2	1.5	1.5	1.7	1.5	11.0	10.2	9.8	10.5	1.5	2.2	2.3	2.6	21%	0.7
中值				16.0	15.9	17.5	15.2	1.5	1.5	1.7	1.5	11.0	10.2	9.8	10.5	1.5	2.2	2.3	2.6	21%	0.7
国际机场上市公司																					
巴黎机场	EUR	104.10	11,408	33.8	25.6	23.2	20.7	2.7	2.6	2.5	2.3	8.0	10.3	11.0	11.6	1.8	2.3	2.6	3.0	11%	1.9
泰国机场	THB	307.00	12,978	31.7	35.9	28.3	24.3	4.8	4.5	4.1	3.7	19.3	13.0	15.1	15.7	1.5	1.1	1.4	1.7	22%	1.1
悉尼机场	AUD	5.36	9,034	412.3	48.7	64.6	53.6	6.2	7.8	11.3	16.9	1.5	3.4	14.3	30.8	4.2	4.4	4.7	5.1	-5%	n.m.
法兰克福机场	EUR	57.12	5,844	23.8	20.9	19.0	17.0	1.7	1.6	1.5	1.5	7.4	7.5	8.3	9.0	2.2	2.4	2.4	2.7	11%	1.6
奥克兰机场	NZD	5.18	4,119	44.7	31.0	34.5	32.4	2.7	2.1	2.1	2.1	7.2	8.0	5.9	6.4	2.3	8.0	2.9	3.1	-2%	n.m.
苏黎世机场	CHF	736.00	4,771	26.3	22.0	19.9	18.9	2.2	2.1	1.9	1.8	7.0	9.8	10.5	9.9	1.4	1.8	2.2	2.3	8%	2.4
马来西亚机场	MYR	6.58	2,895	21.9	12.6	71.5	42.7	1.8	1.5	1.3	1.3	8.4	13.4	1.9	2.4	1.7	0.9	0.9	1.2	-46%	n.m.
维也纳机场	EUR	78.10	1,816	22.4	19.9	17.6	15.7	1.8	1.7	1.6	1.5	8.3	8.9	9.6	10.2	1.7	2.1	2.6	3.2	13%	1.2
威尼斯机场	EUR	12.55	769	28.1	25.4	22.6	20.6	3.1	3.1	3.2	3.1	9.3	12.8	12.8	14.3	3.9	4.0	4.1	4.1	11%	1.8
平均值				71.7	26.9	33.5	27.3	3.0	3.0	3.3	3.8	8.5	9.7	9.9	12.3	2.3	3.0	2.6	2.9	3%	1.7
中值				28.1	25.4	23.2	20.7	2.7	2.1	2.1	2.1	8.0	9.8	10.5	10.2	1.8	2.3	2.6	3.0	11%	1.7
*数据为中金预测，其他为市场预测数据，来自彭博资讯和Wind																					

*数据为中金预测，其他为市场预测数据，来自彭博资讯和Wind

资料来源：彭博资讯，公司数据，中金公司研究部



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者的香港证监会中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。本报告无意也不应，以直接或间接的方式，发送或传递给任何位于新加坡的其他人士。

本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金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，投资者应当考虑到中金公司及/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一参考依据。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访问 http://research.cicc.com/disclosure_cn，亦可参见近期已发布的相关个股报告。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：“确信买入”（Conviction BUY）：分析员估测未来 6~12 个月，某个股的绝对收益在 30% 以上；绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”；绝对收益在 -20% 以下“确信卖出”（Conviction SELL）。星号代表首次覆盖或者评级发生其它除上、下方向外的变更（如*确信卖出 - 纳入确信卖出、*回避 - 移出确信卖出、*推荐 - 移出确信买入、*确信买入 - 纳入确信买入）。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V150602

编辑：张莹



北京

中金公司

北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited

#39-04, 6 Battery Road,
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中金公司上海分公司

上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital Corporation (UK) Limited

Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司

香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心A座6层
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

