

交通运输

三季度业绩预览及近期选股三条主线

业绩预览

三季度基本符合预期，未来三条主线选股

我们预计三季度大部分符合预期，业绩可能低于预期的个股是**大秦铁路**和**中国外运**（下调公司目标价至6.6港元），**超预期的是招商轮船**和**海丰国际**。我们近期的三条选股主线为：**1）低估值，高股息**的**交运基础设施**，市场动荡、国内无风险利率可能进一步下行，推荐**大秦铁路、宁沪高速、上海机场、青岛港和皖通高速H**；**2）优质成长股**。经济转型、消费升级是中国未来发展必经之路，推荐享受行业利好，且汇率敏感性较低的**春秋航空、吉祥航空**，第三方物流和跨境电商物流相关的**中国外运H、外运发展**，以及受益一带一路，定位细分市场且分红收益率很高的**海丰国际**；**3）国企改革主题**。航运整合已经开始，后续关注可能的招商局集团与中外运集团的整合（关注招商轮船和中外运航运），以及箭在弦上的铁路改革。

关注要点

交运基础设施：就三季度业绩情况看，公路基本面平稳，预计业绩保持稳定。机场板块由于上市机场自身产能饱和和航空公司暑运航线调节等问题，盈利增速环比有所下降，但仍维持在较高水平。而港口、铁路板块受经济放缓影响较大，预计三季度业绩增速放缓。我们维持推荐**低估值，高股息**的优质标的，比如**大秦铁路、宁沪高速、青岛港和皖通高速H**。

航空：燃油附加费减免、出境游火爆，三季度旺季需求回暖，客座率上升，但人民币大幅贬值拖累业绩表现。预计三大航汇兑损失达35亿水平，三季度业绩同比下滑。但春秋航空汇率敏感性较小，预计三季度业绩仍同比增长50%。板块长期周期底部向上可期，但短期缺乏上行催化剂，推荐**春秋航空、吉祥航空**。

物流：在经济不景气的情况下需要精选子行业，长期看好第三方物流（制造业利润率被压制之下将更多依赖第三方物流）和跨境电商物流的发展。**外运发展**已预告三季度业绩，同比增长10~30%，**中国外运**由于去年三季度有一次性受益，三季度业绩或将出现负增长，但经常性损益增速将维持10%左右稳定增速。

航运：三季度船公司业绩将环比改善，油运运价持续处在高位，干散货市场获得短暂喘息机会，集运市场受益于低油价。我们上调招商轮船全年盈利预测15%至22.7亿元；海丰国际预计实现盈利4,500万美元，同比增长26%，主要受益于三季度亚洲市场供给增速放缓带来的运价改善和油价下跌。

估值与建议

大秦铁路、宁沪高速A、青岛港、皖通高速H和**海丰国际**股息率分别为**5.3%、5.2%、5.1%、4.4%和6.1%**；**中国外运、上海机场、春秋航空和外运发展** 2016年市盈率为**11.1x、18.6x、19.0x和19.9x**。

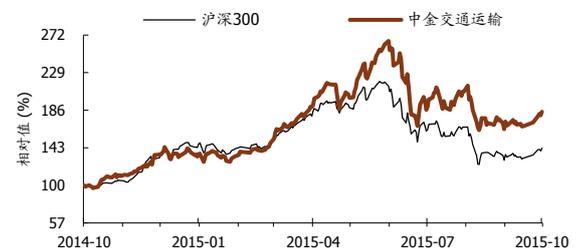
风险

油价上涨，宏观经济失速。

| 股票名称 | 评级 | 目标价格 | P/E (x) | |
|------------|------|--------|---------|-------|
| | | | 2015E | 2016E |
| 大秦铁路-A | 确信买入 | 12.30 | 9.5 | 10.6 |
| 外运发展-A | 确信买入 | 36.00 | 23.1 | 19.9 |
| 春秋航空-A | 确信买入 | 190.00 | 30.0 | 19.0 |
| 吉祥航空-A | 推荐 | 75.00 | 32.4 | 21.0 |
| 宁沪高速-A | 推荐 | 9.70 | 14.3 | 15.1 |
| 上海机场-A | 推荐 | 38.00 | 22.8 | 18.6 |
| 华北高速-A | 推荐 | 7.30 | 16.3 | 13.3 |
| 上港集团-A | 推荐 | 8.61 | 23.5 | 21.4 |
| 中信海直-A | 推荐 | 30.00 | 35.3 | 27.2 |
| 海丰国际-H | 确信买入 | 7.70 | 8.1 | 6.4 |
| 中国外运-H | 确信买入 | 6.60 | 11.5 | 11.1 |
| 青岛港-H | 确信买入 | 6.98 | 7.8 | 7.6 |
| 安徽皖通高速公路-H | 推荐 | 10.20 | 10.0 | 9.5 |
| 中国民航信息网络-H | 推荐 | 12.00 | 15.3 | 14.3 |
| 中国南方航空-H | 推荐 | 6.50 | 7.5 | 5.2 |

中金一级行业

交通运输



相关研究报告

- 吉祥航空-A | 深耕上海，兼容并包，民营航空又一典范 (2015.10.13)
- 透过交通看经济：内需数据表现各异，外需数据复苏趋弱 (2015.09.29)
- 中金交运双周报第17期：航运整合进行时，铁路改革可关注 (2015.09.28)
- 招商轮船-A | 与中外运航运合作亚马尔项目：增加稳定盈利，增强整合预期 (2015.09.21)
- 航运 | 他山之石：日本航运公司如何抗周期？ (2015.09.18)

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 执业编号: S0080511080003

SAC 执业编号: S0080512050004

SFC CE Ref: APY553

SFC CE Ref: BCG366



目录

| | |
|--|-----------|
| 航空：需求火爆，但汇兑损失拖累业绩表现 | 5 |
| 三季度回顾：需求火爆，但汇率大幅贬值；国营/民营航企业绩分化..... | 5 |
| 展望：长期周期底部向上可期，但短期缺乏上行催化剂，推荐春秋、吉祥。..... | 6 |
| 通航：政策释放需求，直升机先行受益，继续推荐中信海直（000099.SZ）..... | 7 |
| 物流：板块整体向好 | 10 |
| 航运：三季度环比改善，首推海丰国际，关注招商轮船 | 13 |
| 三季度航运市场回顾..... | 13 |
| 重点公司三季度业绩预览..... | 15 |
| 铁路：基本面疲弱，三季度业绩将下滑，关注改革进程 | 17 |
| 机场：生命周期决定业绩表现，精选个股 | 19 |
| 三季度回顾：产能富余机场优势明显..... | 19 |
| 展望：稳步向上，仍需精选个股..... | 20 |
| 港口：基本面趋弱，三季度业绩增速放缓 | 22 |
| 公路：三季度业绩平稳 | 24 |

图表

| | |
|--------------------------------------|----|
| 图表 1：2015 年三季度业绩预览表..... | 3 |
| 图表 2：行业覆盖公司估值表..... | 4 |
| 图表 3：三季度、累计航空生产数据..... | 5 |
| 图表 4：布伦特原油价格走势..... | 6 |
| 图表 5：美元兑人民币汇率走势..... | 6 |
| 图表 6：航空业绩敏感性..... | 6 |
| 图表 7：航空可比公司估值..... | 8 |
| 图表 8：通航可比公司估值..... | 9 |
| 图表 9：中外运三季度盈利估算（下列数据已经扣除少数股东权益）..... | 10 |
| 图表 10：招商物流经营数据..... | 11 |
| 图表 11：中外运和招商物流盈利数据对比..... | 11 |
| 图表 12：物流可比公司估值..... | 12 |
| 图表 13：油运运价仍在高位..... | 13 |
| 图表 14：干散货市场三季度环比改善..... | 13 |
| 图表 15：沿海煤运运价..... | 14 |
| 图表 16：欧线/美线运价底部剧烈波动..... | 14 |
| 图表 17：亚洲内部市场运价复苏..... | 14 |
| 图表 18：亚洲内部集运市场供给增速放缓..... | 15 |
| 图表 19：招商轮船盈利预测调整..... | 15 |
| 图表 20：航运可比公司估值表..... | 16 |
| 图表 21：铁路货运量同比增速..... | 17 |
| 图表 22：大秦线运量同比增速..... | 17 |
| 图表 23：铁路可比公司估值表..... | 18 |
| 图表 24：2015 年三季度及累计机场营运数据..... | 19 |
| 图表 25：机场产能利用率（2014 年年度数据）..... | 21 |
| 图表 26：机场可比公司估值..... | 21 |
| 图表 27：沿海集装箱和货物吞吐量累计增速..... | 22 |
| 图表 28：港口可比公司估值..... | 23 |
| 图表 29：公路公司可比公司估值表..... | 24 |



图表 1: 2015 年三季度业绩预览表

| 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 | | | | | | | | 超越/低于预期? |
|---------------|------|-----------|------|-----------|--------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|---------|------|------|------|------|------|-------|-------|--------|---------|--------|--------|---------|---------|--------|------|----------|
| | | | | 3Q14 | 2014 | 1Q15 | 2Q15 | 1H15 | 3Q15 | 2015E | 2016E | 3Q14 | 2014 | 1Q15 | 2Q15 | 1H15 | 3Q15 | 2015E | 2016E | 2014 | 1Q15 | 2Q15 | 1H15 | 3Q15 | 2015E | 2016E | | |
| A股航空公司 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 中信海直 | 推荐 | 000099.SZ | CNY | 85 | 202 | 36 | 47 | 83 | 100 | 269 | 349 | 0.15 | 0.35 | 0.06 | 0.08 | 0.14 | 0.16 | 0.44 | 0.58 | 5.3% | 10.5% | -8.6% | -1.2% | 17.9% | 32.8% | 29.9% | | |
| 春秋航空 | 确信买入 | 601021.SH | CNY | 387 | 884 | 254 | 365 | 620 | 581 | 1,647 | 2,645 | 1.29 | 2.95 | 0.65 | 0.93 | 1.57 | 1.47 | 4.18 | 6.61 | 20.8% | 46.4% | 276.2% | 128.8% | 50.2% | 86.2% | 60.7% | | |
| 中国国航 | 推荐 | 601111.SH | CNY | 2,683 | 3,782 | 1,675 | 2,262 | 3,938 | 2,226 | 7,546 | 10,171 | 0.22 | 0.31 | 0.14 | 0.18 | 0.32 | 0.18 | 0.61 | 0.83 | 14.0% | 1707.0% | 492.8% | 730.1% | -17.0% | 99.5% | 34.8% | | |
| 南方航空 | 中性 | 600029.SH | CNY | 2,274 | 1,773 | 1,903 | 1,579 | 3,482 | 1,176 | 6,619 | 9,501 | 0.23 | 0.18 | 0.19 | 0.16 | 0.35 | 0.12 | 0.67 | 0.97 | -6.4% | 721.9% | 321.8% | 442.0% | -48.3% | 273.3% | 43.5% | | |
| A股铁路公司 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 大秦铁路 | 确信买入 | 601006.SH | CNY | 3,979 | 14,185 | 3,716 | 3,625 | 7,341 | 3,780 | 14,494 | 13,048 | 0.27 | 0.95 | 0.25 | 0.24 | 0.49 | 0.25 | 0.97 | 0.88 | 11.8% | 5.4% | -0.9% | 2.2% | -5.0% | 2.2% | -10.0% | 低于预期 | |
| 广深铁路 | 中性 | 601333.SH | CNY | 321 | 662 | 262 | 202 | 465 | 305 | 963 | 1,050 | 0.05 | 0.09 | 0.04 | 0.03 | 0.07 | 0.04 | 0.14 | 0.15 | -48.0% | 169.9% | -12.6% | 41.4% | -5.0% | 45.5% | 9.0% | | |
| 铁龙物流 | 中性 | 600125.SH | CNY | 91 | 342 | 75 | 82 | 157 | 89 | 345 | 378 | 0.07 | 0.26 | 0.06 | 0.06 | 0.12 | 0.07 | 0.26 | 0.29 | -18.9% | -17.5% | -2.2% | -10.2% | -2.0% | 0.9% | 9.6% | | |
| A股物流公司 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 外运发展 | 确信买入 | 600270.SH | CNY | 190 | 617 | 163 | 318 | 481 | 228 | 995 | 1,153 | 0.21 | 0.68 | 0.18 | 0.35 | 0.53 | 0.25 | 1.10 | 1.27 | -9.3% | 23.2% | 348.9% | 136.9% | 20.0% | 61.2% | 15.9% | | |
| 建发股份 | 推荐 | 600153.SH | CNY | 570 | 2,507 | 361 | 368 | 729 | 420 | 2,626 | 2,949 | 0.21 | 0.94 | 0.13 | 0.13 | 0.26 | 0.15 | 0.93 | 1.04 | -6.9% | -14.7% | -36.6% | -27.3% | -26.4% | 4.7% | 12.3% | | |
| A股机场公司 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 上海机场 | 推荐 | 600009.SH | CNY | 550 | 2,096 | 628 | 664 | 1,292 | 660 | 2,459 | 3,020 | 0.29 | 1.09 | 0.33 | 0.34 | 0.67 | 0.34 | 1.28 | 1.57 | 11.9% | 23.1% | 28.1% | 25.6% | 19.9% | 17.4% | 22.8% | | |
| 厦门空港 | 推荐 | 600897.SH | CNY | 124 | 458 | 69 | 109 | 200 | 110 | 406 | 446 | 0.42 | 1.54 | 0.30 | 0.37 | 0.67 | 0.37 | 1.36 | 1.50 | 4.1% | -20.3% | -12.3% | -16.1% | -11.1% | -11.3% | 9.9% | | |
| 白云机场 | 中性 | 600004.SH | CNY | 221 | 1,088 | 310 | 309 | 618 | 240 | 1,139 | 1,267 | 0.19 | 0.95 | 0.27 | 0.27 | 0.54 | 0.21 | 0.99 | 1.10 | 21.5% | 24.2% | 12.2% | 17.9% | 8.8% | 4.8% | 11.2% | | |
| 深圳机场 | 中性 | 000089.SZ | CNY | 66 | 268 | 92 | 125 | 216 | 118 | 430 | 619 | 0.04 | 0.16 | 0.05 | 0.06 | 0.11 | 0.06 | 0.22 | 0.30 | -46.6% | 44.3% | 100.0% | 71.9% | 78.8% | 60.4% | 44.1% | | |
| A股公路公司 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 深高速 | 中性 | 600548.SH | CNY | 308 | 2,187 | 256 | 283 | 539 | 300 | 1,081 | 1,170 | 0.25 | 1.00 | 0.12 | 0.13 | 0.25 | 0.14 | 0.50 | 0.54 | 203.9% | 7.6% | -80.6% | -68.2% | -2.5% | -50.6% | 8.3% | | |
| 华北高速 | 推荐 | 000916.SZ | CNY | 58 | 228 | 69 | 81 | 150 | 100 | 378 | 465 | 0.05 | 0.21 | 0.06 | 0.07 | 0.14 | 0.10 | 0.37 | 0.43 | -15.6% | 40.9% | -27.7% | -6.9% | 72.0% | 66.1% | 23.0% | | |
| 山东高速 | 推荐 | 600350.SH | CNY | 760 | 2,574 | 364 | 620 | 984 | 798 | 2,650 | 2,840 | 0.16 | 0.54 | 0.08 | 0.13 | 0.21 | 0.17 | 0.55 | 0.59 | 10.9% | 6.3% | -0.1% | 2.2% | 5.0% | 2.9% | 7.2% | | |
| 宁沪高速 | 推荐 | 600377.SH | CNY | 724 | 2,575 | 711 | 1,016 | 1,727 | 750 | 2,978 | 2,819 | 0.14 | 0.51 | 0.14 | 0.20 | 0.34 | 0.15 | 0.59 | 0.56 | -4.9% | 12.1% | 43.2% | 28.5% | 3.6% | 15.7% | -5.3% | | |
| A股港口公司 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 上港 | 推荐 | 600018.SH | CNY | 1,747 | 6,767 | 1,504 | 1,593 | 3,098 | 1,700 | 7,752 | 8,620 | 0.08 | 0.30 | 0.07 | 0.07 | 0.13 | 0.07 | 0.34 | 0.38 | 28.8% | 4.6% | 6.7% | 5.7% | -2.7% | 14.6% | 11.2% | 低于预期 | |
| 宁波港 | 中性 | 601018.SH | CNY | 741 | 2,819 | 765 | 749 | 1,514 | 726 | 2,889 | 3,163 | 0.06 | 0.22 | 0.06 | 0.06 | 0.12 | 0.06 | 0.23 | 0.25 | -0.7% | 16.1% | -23.4% | -7.5% | -2.0% | 2.5% | 9.5% | | |
| 天津港 | 中性 | 600717.SH | CNY | 308 | 1,152 | 270 | 395 | 666 | 277 | 1,282 | 1,351 | 0.18 | 0.69 | 0.16 | 0.24 | 0.40 | 0.17 | 0.77 | 0.81 | 7.9% | 6.0% | 14.1% | 10.7% | -10.0% | 11.3% | 5.3% | | |
| 唐山港 | 中性 | 601000.SH | CNY | 246 | 1,089 | 245 | 327 | 572 | 268 | 1,214 | 1,420 | 0.12 | 0.54 | 0.12 | 0.15 | 0.27 | 0.10 | 0.47 | 0.55 | 22.7% | 10.3% | 14.5% | 12.7% | 8.9% | 11.5% | 17.0% | | |
| A股航运公司 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 招商轮船 | 中性 | 601872.SH | CNY | 60 | 200 | 225 | 333 | 558 | 1,100 | 2,269 | 1,569 | 0.01 | 0.04 | 0.05 | 0.06 | 0.11 | 0.21 | 0.43 | 0.30 | 109.2% | 22.6% | 376.0% | 120.2% | 1748.1% | 1032.9% | -30.9% | 超预期 | |
| H股航空公司 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 中国国航 | 推荐 | 0753.HK | CNY | 2,683 | 3,817 | 1,675 | 2,516 | 4,191 | 2,226 | 7,617 | 10,265 | 0.22 | 0.31 | 0.14 | 0.20 | 0.34 | 0.18 | 0.62 | 0.83 | 17.0% | 1707.0% | 502.3% | 721.2% | -17.0% | 99.5% | 34.8% | | |
| 南方航空 | 中性 | 1055.HK | CNY | 2,274 | 1,777 | 1,903 | 1,576 | 3,479 | 1,176 | 6,634 | 9,523 | 0.23 | 0.18 | 0.19 | 0.16 | 0.35 | 0.12 | 0.68 | 0.97 | -10.5% | 721.9% | 309.9% | 429.1% | -48.3% | 273.3% | 43.5% | | |
| H股航运公司 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 海丰国际 | 确信买入 | 1308.HK | USD | 36 | 121 | 37 | 34 | 71 | 48 | 174 | 219 | 0.01 | 0.05 | 0.01 | 0.01 | 0.03 | 0.02 | 0.07 | 0.08 | 7.4% | 76.2% | 0.0% | 29.1% | 33.3% | 44.3% | 25.7% | 超预期 | |
| H股物流公司 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 中国外运 | 确信买入 | 0598.HK | CNY | 343 | 1,231 | 347 | 528 | 875 | 304 | 1,497 | 1,558 | 0.08 | 0.29 | 0.08 | 0.12 | 0.21 | 0.07 | 0.35 | 0.37 | 36.2% | 37.3% | 26.4% | 30.5% | -11.4% | 21.6% | 4.0% | 低于预期 | |
| H股铁路公司 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 广深铁路 | 中性 | 0525.HK | CNY | 321 | 662 | 262 | 202 | 465 | 305 | 963 | 1,050 | 0.05 | 0.09 | 0.04 | 0.03 | 0.07 | 0.04 | 0.14 | 0.15 | -48.0% | 169.9% | -12.6% | 41.4% | -5.0% | 45.5% | 9.0% | | |
| H股公路公司 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 皖通高速 | 推荐 | 0995.HK | CNY | 232 | 852 | 223 | 248 | 471 | 244 | 914 | 964 | 0.14 | 0.51 | 0.13 | 0.15 | 0.28 | 0.14 | 0.54 | 0.57 | 1.5% | -14.1% | 38.9% | 7.4% | 5.0% | 7.3% | 5.5% | | |
| 深高速 | 中性 | 0548.HK | CNY | 308 | 2,187 | 256 | 283 | 539 | 300 | 1,081 | 1,170 | 0.25 | 1.00 | 0.12 | 0.13 | 0.25 | 0.14 | 0.50 | 0.54 | 203.9% | 7.6% | -80.6% | -68.2% | -2.5% | -50.6% | 8.3% | | |
| 宁沪高速 | 中性 | 0177.HK | CNY | 724 | 2,575 | 711 | 1,016 | 1,727 | 750 | 2,978 | 2,819 | 0.14 | 0.51 | 0.14 | 0.20 | 0.34 | 0.15 | 0.59 | 0.56 | -4.9% | 12.1% | 43.2% | 28.5% | 3.6% | 15.7% | -5.3% | | |
| H股港口公司 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 招商局国际 | 推荐 | 0144.HK | HKD | n.a | 4,526 | n.a | n.a | 2,781 | n.a | 5,136 | 5,614 | n.a | 1.59 | n.a | n.a | 0.90 | n.a | 1.64 | 1.77 | 7.4% | n.a | n.a | 29.4% | n.a | 13.5% | 9.3% | | |
| 青岛港 | 确信买入 | 6198.HK | CNY | n.a | 1,586 | n.a | n.a | 1,084 | n.a | 1,929 | 1,983 | n.a | 0.36 | n.a | n.a | n.a | n.a | 0.40 | 0.41 | 5.7% | n.a | n.a | 48.1% | n.a | 21.6% | 2.8% | | |
| 中远太平洋 | 中性 | 1199.HK | USD | 87 | 293 | 77 | 87 | 164 | 93 | 331 | 377 | 0.03 | 0.10 | 0.03 | 0.03 | 0.06 | 0.03 | 0.11 | 0.13 | -58.3% | 19.7% | 6.1% | 12.0% | 7.0% | 13.1% | 13.9% | | |

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 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 春秋航空 | 601021 CH EQUITY | 125.4 | 190.00 | 确信买入 | RMB | 7.9 | 2.44 | 2.95 | 4.18 | 6.61 | 51.4 | 42.5 | 30.0 | 19.0 | 13.7 | 10.6 | 7.3 | 5.4 | 30.4 | 28.1 | 28.8 | 32.8 | 0.2 | 0.3 | 0.4 | 0.8 |
| 中信海直 | 000099 CH EQUITY | 15.65 | 30.00 | 推荐 | RMB | 1.5 | 0.35 | 0.35 | 0.44 | 0.58 | 44.3 | 44.8 | 35.3 | 27.2 | 3.5 | 3.4 | 3.2 | 2.9 | 8.5 | 7.6 | 9.4 | 11.4 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.5 |
| 中国国航 | 601111 CH EQUITY | 8.31 | 9.50 | 推荐 | RMB | 15.2 | 0.27 | 0.31 | 0.61 | 0.83 | 30.8 | 27.0 | 13.5 | 10.0 | 1.9 | 1.9 | 1.7 | 1.5 | 6.1 | 7.0 | 13.1 | 15.5 | 0.6 | 0.7 | 1.1 | 1.5 |
| 南方航空 | 600029 CH EQUITY | 8.48 | 10.50 | 推荐 | RMB | 11.6 | 0.19 | 0.18 | 0.67 | 0.97 | 43.9 | 47.0 | 12.6 | 8.8 | 2.4 | 2.3 | 2.0 | 1.7 | 5.7 | 5.1 | 17.1 | 20.7 | 0.5 | 0.5 | 1.8 | 2.5 |
| 吉祥航空 | 603885 CH EQUITY | 61.36 | 65.00 | 推荐 | RMB | 5.5 | 0.68 | 0.86 | 1.89 | 2.92 | 90.6 | 71.7 | 32.4 | 21.0 | 18.9 | 15.3 | 9.2 | 6.5 | 20.8 | 23.5 | 35.5 | 36.4 | 0.2 | 0.2 | 0.3 | 0.5 |
| A股铁路公司 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 大秦铁路 | 601006 CH EQUITY | 9.3 | 18.50 | 确信买入 | RMB | 21.8 | 0.85 | 0.95 | 0.97 | 0.88 | 10.9 | 9.7 | 9.5 | 10.6 | 1.8 | 1.6 | 1.5 | 1.4 | 17.2 | 17.6 | 16.6 | 13.9 | 4.6 | 5.2 | 5.3 | 4.7 |
| 广深铁路 | 601333 CH EQUITY | 4.69 | 4.10 | 中性 | RMB | 4.8 | 0.18 | 0.09 | 0.14 | 0.15 | 26.1 | 50.2 | 34.5 | 31.6 | 1.2 | 1.2 | 1.2 | 1.2 | 4.8 | 2.5 | 3.6 | 3.8 | 1.7 | 1.1 | 1.3 | 1.4 |
| 铁龙物流 | 600125 CH EQUITY | 9.85 | 12.00 | 中性 | RMB | 2.0 | 0.32 | 0.26 | 0.26 | 0.29 | 30.5 | 37.6 | 37.3 | 34.0 | 3.0 | 2.6 | 2.5 | 2.4 | 10.0 | 7.4 | 6.8 | 7.2 | 0.0 | 0.8 | 0.6 | 0.6 |
| A股公路公司 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 华北高速 | 000916 CH EQUITY | 5.66 | 7.30 | 推荐 | RMB | 1.0 | 0.25 | 0.21 | 0.35 | 0.43 | 22.9 | 27.2 | 16.3 | 13.3 | 1.5 | 1.4 | 1.3 | 1.2 | 6.6 | 5.4 | 8.4 | 9.7 | 1.4 | 1.4 | 2.0 | 2.4 |
| 山东高速 | 600350 CH EQUITY | 6.97 | 8.30 | 推荐 | RMB | 5.3 | 0.48 | 0.54 | 0.55 | 0.59 | 14.4 | 13.0 | 12.7 | 11.8 | 1.7 | 1.6 | 1.5 | 1.4 | 12.0 | 12.7 | 12.0 | 11.9 | 2.2 | 2.8 | 2.8 | 3.0 |
| 宁沪高速 | 600377 CH EQUITY | 8.43 | 9.70 | 推荐 | RMB | 6.6 | 0.54 | 0.51 | 0.59 | 0.53 | 15.7 | 16.5 | 14.3 | 15.9 | 2.2 | 2.1 | 2.0 | 1.9 | 14.1 | 12.9 | 14.3 | 12.2 | 4.5 | 4.5 | 5.2 | 4.7 |
| 深高速 | 600548 CH EQUITY | 6.38 | 7.50 | 中性 | RMB | 2.0 | 0.33 | 1.00 | 0.51 | 0.57 | 19.3 | 6.4 | 12.5 | 11.1 | 1.4 | 1.2 | 1.1 | 1.1 | 7.4 | 20.1 | 9.2 | 9.8 | 2.5 | 7.1 | 3.6 | 4.0 |
| A股物流公司 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 外运发展 | 600270 CH EQUITY | 25.29 | 36.00 | 确信买入 | RMB | 3.6 | 0.75 | 0.68 | 1.10 | 1.27 | 33.6 | 37.1 | 23.1 | 19.9 | 4.1 | 3.5 | 3.5 | 3.2 | 12.6 | 10.2 | 15.2 | 16.8 | 1.2 | 1.6 | 2.5 | 2.9 |
| 建发股份 | 600153 CH EQUITY | 17.31 | 22.00 | 推荐 | RMB | 2.8 | 1.20 | 0.94 | 1.02 | 1.24 | 14.4 | 18.4 | 16.9 | 14.0 | 3.9 | 2.9 | 2.5 | 2.2 | 30.2 | 18.0 | 15.9 | 16.8 | 1.2 | 2.3 | 1.2 | 1.4 |
| A股航运公司 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 招商轮船 | 601872 CH EQUITY | 7.72 | 7.46 | 中性 | RMB | 6.4 | -0.46 | 0.04 | 0.43 | 0.30 | -16.7 | 180.2 | 18.0 | 26.1 | 3.7 | 3.6 | 3.0 | 2.8 | -18.6 | 2.0 | 18.2 | 11.1 | 0.0 | 0.2 | 1.7 | 1.2 |
| A股机场公司 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 上海机场 | 600009 CH EQUITY | 29.11 | 38.00 | 推荐 | RMB | 8.8 | 0.97 | 1.09 | 1.28 | 1.57 | 30.0 | 26.8 | 22.8 | 18.6 | 3.3 | 3.0 | 2.8 | 2.5 | 11.4 | 11.8 | 12.7 | 14.1 | 1.0 | 1.2 | 1.4 | 1.7 |
| 厦门空港 | 600897 CH EQUITY | 20.15 | 35.00 | 推荐 | RMB | 0.9 | 1.48 | 1.54 | 1.36 | 1.50 | 13.6 | 13.1 | 14.8 | 13.4 | 2.4 | 2.2 | 2.0 | 1.8 | 17.2 | 17.2 | 13.9 | 13.9 | 2.2 | 2.3 | 2.1 | 2.3 |
| 深圳机场 | 000089 CH EQUITY | 7.24 | 9.50 | 中性 | RMB | 2.3 | 0.30 | 0.16 | 0.22 | 0.30 | 24.4 | 45.7 | 32.6 | 24.0 | 1.6 | 1.5 | 1.5 | 1.4 | 6.6 | 3.4 | 4.6 | 6.0 | 0.4 | 0.3 | 0.6 | 1.0 |
| 白云机场 | 600004 CH EQUITY | 13.04 | 16.00 | 中性 | RMB | 2.4 | 0.78 | 0.95 | 0.99 | 1.10 | 16.8 | 13.8 | 13.2 | 11.8 | 1.9 | 1.8 | 1.6 | 1.5 | 12.0 | 13.5 | 13.0 | 13.1 | 2.8 | 2.2 | 2.3 | 2.5 |
| A股港口公司 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 上港集团* | 600018 CH EQUITY | 7.36 | 10.20 | 推荐 | RMB | 26.9 | 0.23 | 0.30 | 0.31 | 0.34 | 31.9 | 24.8 | 23.5 | 21.4 | 3.4 | 3.1 | 2.9 | 2.7 | 10.8 | 13.0 | 12.6 | 12.9 | 1.7 | 2.1 | 2.4 | 2.7 |
| 宁波港* | 601018 CH EQUITY | 8.16 | 7.23 | 中性 | RMB | 16.4 | 0.22 | 0.22 | 0.24 | 0.27 | 36.8 | 37.1 | 33.9 | 29.7 | 3.6 | 3.4 | 3.2 | 3.0 | 9.9 | 9.2 | 9.4 | 10.0 | 1.0 | 1.0 | 1.1 | 1.3 |
| 天津港* | 600717 CH EQUITY | 10.73 | 21.44 | 中性 | RMB | 2.8 | 0.64 | 0.69 | 0.77 | 0.81 | 16.8 | 15.6 | 14.0 | 13.3 | 1.4 | 1.3 | 1.2 | 1.2 | 8.7 | 8.8 | 9.1 | 9.0 | 1.7 | 1.8 | 2.0 | 2.1 |
| 唐山港 | 601000 CH EQUITY | 8.25 | 5.07 | 中性 | RMB | 2.9 | 0.44 | 0.48 | 0.42 | 0.51 | 18.9 | 17.1 | 19.5 | 16.1 | 2.8 | 1.7 | 2.0 | 1.7 | 15.9 | 12.5 | 9.5 | 11.5 | 0.6 | 0.7 | 0.6 | 0.7 |
| H股航空公司 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 南方航空 | 1055 HK EQUITY | 6.1 | 6.50 | 推荐 | RMB | 11.6 | 0.20 | 0.18 | 0.68 | 0.97 | 23.6 | 27.0 | 7.5 | 5.2 | 1.4 | 1.3 | 1.2 | 1.0 | 5.9 | 5.1 | 17.1 | 20.7 | 0.8 | 0.8 | 3.0 | 4.3 |
| 中国国航 | 753 HK EQUITY | 6.91 | 7.50 | 推荐 | RMB | 15.2 | 0.27 | 0.31 | 0.62 | 0.83 | 20.3 | 17.8 | 9.2 | 6.8 | 1.2 | 1.3 | 1.2 | 1.0 | 6.3 | 7.1 | 13.3 | 15.7 | 0.8 | 0.9 | 1.5 | 2.1 |
| 中航信 | 696 HK EQUITY | 10.92 | 12.00 | 推荐 | RMB | 4.1 | 0.41 | 0.56 | 0.59 | 0.63 | 20.7 | 15.5 | 15.3 | 14.2 | 2.8 | 2.5 | 2.3 | 2.0 | 13.9 | 17.0 | 15.7 | 15.0 | 1.6 | 1.5 | 1.6 | 1.9 |
| H股铁路公司 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 广深铁路 | 525 HK EQUITY | 3.37 | 3.40 | 中性 | RMB | 4.8 | 0.18 | 0.09 | 0.14 | 0.15 | 14.7 | 28.9 | 20.5 | 18.7 | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 4.8 | 2.5 | 3.6 | 3.8 | 3.0 | 1.9 | 2.2 | 2.4 |
| H股公路公司 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 安徽高速 | 995 HK EQUITY | 6.65 | 10.20 | 推荐 | RMB | 2.7 | 0.51 | 0.52 | 0.55 | 0.58 | 10.2 | 10.3 | 10.0 | 9.4 | 1.2 | 1.2 | 1.1 | 1.0 | 12.0 | 11.7 | 11.6 | 11.5 | 4.2 | 4.3 | 4.4 | 4.7 |
| 深高速 | 548 HK EQUITY | 5.75 | 6.10 | 中性 | RMB | 2.0 | 0.33 | 1.00 | 0.51 | 0.57 | 13.6 | 4.6 | 9.3 | 8.2 | 1.0 | 0.9 | 0.8 | 0.8 | 7.4 | 20.1 | 9.2 | 9.8 | 3.6 | 9.8 | 4.8 | 5.5 |
| 宁沪高速 | 177 HK EQUITY | 9.86 | 10.60 | 中性 | RMB | 6.6 | 0.54 | 0.51 | 0.59 | 0.53 | 14.3 | 15.4 | 13.8 | 15.3 | 2.0 | 2.0 | 1.9 | 1.8 | 14.1 | 12.9 | 14.3 | 12.2 | 4.9 | 4.8 | 5.4 | 4.8 |
| H股物流公司 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 中国外运 | 598 HK EQUITY | 4.51 | 6.60 | 确信买入 | RMB | 2.7 | 0.20 | 0.28 | 0.32 | 0.34 | 17.7 | 13.0 | 11.5 | 11.0 | 1.4 | 1.2 | 1.2 | 1.1 | 7.9 | 9.9 | 10.5 | 10.2 | 1.4 | 1.8 | 2.1 | 2.2 |
| H股机场公司 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 海丰国际 | 1308 HK EQUITY | 4.23 | 7.70 | 确信买入 | US\$ | 1.4 | 0.04 | 0.05 | 0.07 | 0.08 | 12.5 | 11.5 | 8.1 | 6.3 | 1.9 | 1.7 | 1.5 | 1.3 | 15.6 | 15.7 | 19.9 | 21.6 | 2.8 | 5.3 | 6.1 | 7.9 |
| H股港口公司 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 北京首都机场 | 694 HK EQUITY | 7.96 | 9.00 | 中性 | RMB | 4.4 | 0.31 | 0.32 | 0.38 | 0.44 | 20.3 | 19.8 | 17.4 | 14.9 | 1.7 | 1.6 | 1.6 | 1.5 | 8.5 | 8.3 | 9.2 | 10.0 | 2.0 | 2.0 | 2.3 | 2.7 |
| H股港口公司 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 青岛港 | 6198 HK EQUITY | 3.81 | 6.98 | 确信买入 | RMB | 2.3 | 0.41 | 0.33 | 0.40 | 0.42 | 7.2 | 9.2 | 7.8 | 7.6 | 1.5 | 1.3 | 1.2 | 1.1 | 21.3 | 15.2 | 15.9 | 15.0 | 12.0 | 6.5 | 5.1 | 4.9 |
| 招商局国际 | 144 HK EQUITY | 26.7 | 34.60 | 推荐 | HK\$ | 8.9 | 1.67 | 1.59 | 1.67 | 1.82 | 16.0 | 16.7 | 16.0 | 14.6 | 1.4 | 1.1 | 1.2 | 1.1 | 8.9 | 7.4 | 7.2 | 7.9 | 2.9 | 2.6 | 2.8 | 3.2 |
| 中远太平洋 | 1199 HK EQUITY | 10.03 | 11.16 | 中性 | US\$ | 3.8 | 0.10 | 0.10 | 0.11 | 0.12 | 12.7 | 12.7 | 11.9 | 10.6 | 0.8 | 0.8 | 0.8 | 0.7 | 6.6 | 6.2 | 6.4 | 6.9 | 7.8 | 3.2 | 3.5 | 4.1 |
| 厦门港务 | 3378 HK EQUITY | 2.21 | 2.84 | 中性 | RMB | 0.8 | 0.12 | 0.16 | 0.13 | 0.12 | 14.2 | 11.2 | 14.0 | 14.6 | 1.0 | 1.0 | 1.0 | 0.9 | 7.3 | 9.2 | 7.2 | 6.5 | 3.1 | 3.4 | 3.5 | 3.3 |

资料来源：公司数据，中金公司研究部



航空：需求火爆，但汇兑损失拖累业绩表现

三季度回顾：需求火爆，但汇率大幅贬值；国营/民营航企业绩分化

航空需求火爆，客座率提升。国内航线受益燃油附加费减免带来的含油票价大幅下降，国际航线受益短途出境游需求火爆，三季度传统旺季需求大幅回暖，三大航合计 RPK 同比增长 14.4%，高于去年同期增速 7.5 个百分点。三大航合计 ASK 同比增长 12.5%，最终客座率同比上升 1.4 个百分点至 81.8%。

油价同比大跌，但汇率大幅贬值。三季度布伦特原油均价为 51.13 美元/桶，较去年同期大幅下降 50.4%。但 8 月央行宣布放开人民币中间价形成机制，人民币随之大幅下挫，三季度贬值幅度达 4.1%。单季而言，外围因素对航空影响负面。

图表 3：三季度、累计航空生产数据

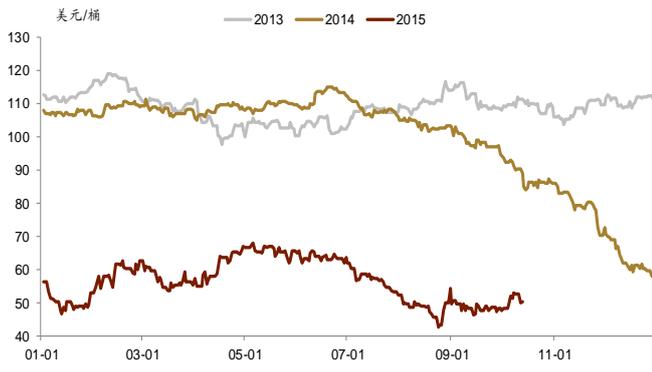
| (百万) | 国航 | | | 南航 | | | 春秋 | | | 吉祥 | | | 三大航合计 | | |
|-----------|----------|----------|---------|----------|----------|--------|----------|----------|--------|----------|----------|---------|----------|----------|---------|
| | 2015.7-9 | 2014.7-9 | 变化 (%) | 2015.7-9 | 2014.7-9 | 变化 (%) | 2015.7-9 | 2014.7-9 | 变化 (%) | 2015.7-9 | 2014.7-9 | 变化 (%) | 2015.7-9 | 2014.7-9 | 变化 (%) |
| 客运 | | | | | | | | | | | | | | | |
| 可用座位公里 | 56,632 | 51,686 | 9.57 | 63,501 | 56,790 | 11.82 | 6,272 | 5,180 | 21.07 | 5,619 | 3,930 | 42.96 | 169,285 | 150,539 | 12.5 |
| 收入客公里 | 46,287 | 41,570 | 11.35 | 51,634 | 45,548 | 13.36 | 5,905 | 4,870 | 21.26 | 4,857 | 3,339 | 45.45 | 138,430 | 121,029 | 14.4 |
| 客座率 (%) | 81.7 | 80.4 | 1.3ppt | 81.3 | 80.2 | 1.1ppt | 94.1 | 94.0 | 0.1ppt | 86.4 | 85.0 | 1.5ppt | 81.8 | 80.4 | 1.4ppt |
| 国内 | | | | | | | | | | | | | | | |
| 可用座位公里 | 34,838 | 31,796 | 9.57 | 46,635 | 43,986 | 6.02 | 4,275 | 4,231 | 1.03 | 4,614 | 3,228 | 42.94 | 114,504 | 105,600 | 8.4 |
| 收入客公里 | 28,723 | 25,796 | 11.35 | 37,759 | 35,060 | 7.70 | 4,089 | 4,014 | 1.87 | 4,116 | 2,766 | 48.78 | 93,848 | 84,653 | 10.9 |
| 客座率 (%) | 82.4 | 81.1 | 1.3ppt | 81.0 | 79.7 | 1.3ppt | 95.6 | 94.9 | 0.8ppt | 89.2 | 85.7 | 3.5ppt | 82.0 | 80.2 | 1.8ppt |
| 国际 | | | | | | | | | | | | | | | |
| 可用座位公里 | 19,355 | 16,410 | 17.95 | 15,676 | 11,688 | 34.13 | 1,765 | 676 | 160.94 | 879 | 574 | 53.21 | 49,769 | 39,940 | 24.6 |
| 收入客公里 | 15,782 | 13,304 | 18.63 | 12,962 | 9,667 | 34.08 | 1,600 | 606 | 163.75 | 647 | 471 | 37.31 | 40,804 | 32,605 | 25.1 |
| 客座率 (%) | 81.5 | 81.1 | 0.5ppt | 82.7 | 82.7 | 0.0ppt | 90.6 | 89.7 | 1.0ppt | 73.6 | 82.1 | -8.5ppt | 82.0 | 81.6 | 0.4ppt |
| 地区 | | | | | | | | | | | | | | | |
| 可用座位公里 | 2,438 | 2,419 | 0.79 | 1,190 | 1,116 | 6.59 | 232 | 273 | -14.77 | 126 | 129 | -2.29 | 5,012 | 5,000 | 0.2 |
| 收入客公里 | 1,782 | 1,831 | -2.69 | 913 | 821 | 11.17 | 217 | 250 | -13.20 | 94 | 102 | -7.56 | 3,778 | 3,772 | 0.2 |
| 客座率 (%) | 73.1 | 75.7 | -2.6ppt | 76.7 | 73.6 | 3.2ppt | 93.2 | 91.5 | 1.7ppt | 74.7 | 79.0 | -4.3ppt | 75.4 | 75.4 | -0.1ppt |
| 货运 | | | | | | | | | | | | | | | |
| 货运载运吨公里 | 2,144 | 1,848 | 16.05 | 1,492 | 1,337 | 11.62 | 18 | 18 | -4.42 | 24 | 19 | 28.31 | 4,793 | 4,431 | 8.2 |

| (百万) | 国航 | | | 南航 | | | 春秋 | | | 吉祥 | | | 三大航合计 | | |
|-----------|----------|----------|---------|----------|----------|--------|----------|----------|--------|----------|----------|---------|----------|----------|---------|
| | 2015.1-9 | 2014.1-9 | 变化 (%) | 2015.1-9 | 2014.1-9 | 变化 (%) | 2015.1-9 | 2014.1-9 | 变化 (%) | 2015.1-9 | 2014.1-9 | 变化 (%) | 2015.1-9 | 2014.1-9 | 变化 (%) |
| 客运 | | | | | | | | | | | | | | | |
| 可用座位公里 | 159,514 | 143,836 | 10.90 | 176,437 | 155,098 | 13.76 | 17,620 | 14,518 | 21.37 | 15,327 | 11,328 | 35.30 | 471,208 | 418,924 | 12.5 |
| 收入客公里 | 128,462 | 115,940 | 10.80 | 142,965 | 123,491 | 15.77 | 16,544 | 13,525 | 22.32 | 13,213 | 9,515 | 38.86 | 381,156 | 335,527 | 13.6 |
| 客座率 (%) | 80.5 | 80.6 | -0.1ppt | 81.0 | 79.6 | 1.4ppt | 93.9 | 93.2 | 0.7ppt | 86.2 | 84.0 | 2.2ppt | 80.9 | 80.1 | 0.8ppt |
| 国内 | | | | | | | | | | | | | | | |
| 可用座位公里 | 99,882 | 91,634 | 9.00 | 130,382 | 119,328 | 9.26 | 12,364 | 12,056 | 2.56 | 12,275 | 9,295 | 32.07 | 321,027 | 293,865 | 9.2 |
| 收入客公里 | 82,007 | 74,892 | 9.50 | 105,673 | 95,372 | 10.80 | 11,771 | 11,361 | 3.61 | 10,826 | 7,970 | 35.83 | 261,731 | 236,689 | 10.6 |
| 客座率 (%) | 82.1 | 81.7 | 0.4ppt | 81.0 | 79.9 | 1.1ppt | 95.2 | 94.2 | 1.0ppt | 88.2 | 85.8 | 2.4ppt | 81.5 | 80.5 | 1.0ppt |
| 国际 | | | | | | | | | | | | | | | |
| 可用座位公里 | 52,344 | 45,046 | 16.20 | 42,470 | 32,528 | 30.56 | 4,449 | 1,677 | 165.38 | 2,666 | 1,573 | 69.49 | 135,199 | 110,392 | 22.5 |
| 收入客公里 | 41,313 | 35,831 | 15.30 | 34,632 | 25,747 | 34.51 | 4,031 | 1,446 | 178.77 | 2,104 | 1,192 | 76.48 | 108,486 | 87,896 | 23.4 |
| 客座率 (%) | 78.9 | 79.5 | -0.6ppt | 81.5 | 79.2 | 2.4ppt | 90.6 | 86.2 | 4.4ppt | 78.9 | 75.8 | 3.1ppt | 80.2 | 79.6 | 0.6ppt |
| 地区 | | | | | | | | | | | | | | | |
| 可用座位公里 | 7,289 | 7,090 | 2.80 | 3,584 | 3,242 | 10.57 | 807 | 785 | 2.79 | 386 | 461 | -16.30 | 14,982 | 14,668 | 2.1 |
| 收入客公里 | 5,142 | 5,263 | -2.30 | 2,660 | 2,372 | 12.16 | 742 | 718 | 3.36 | 283 | 353 | -19.89 | 10,938 | 10,942 | -0.0 |
| 客座率 (%) | 70.6 | 74.2 | -3.7ppt | 74.2 | 73.2 | 1.1ppt | 92.0 | 91.5 | 0.5ppt | 73.3 | 76.5 | -3.3ppt | 73.0 | 74.6 | -1.6ppt |
| 货运 | | | | | | | | | | | | | | | |
| 货运载运吨公里 | 8,872 | 7,284 | 21.8 | 4,061 | 3,661 | 10.92 | 55 | 53 | 3.80 | 67 | 56 | 20.29 | 16,505 | 14,486 | 13.9 |

资料来源：公司数据，中金公司研究部

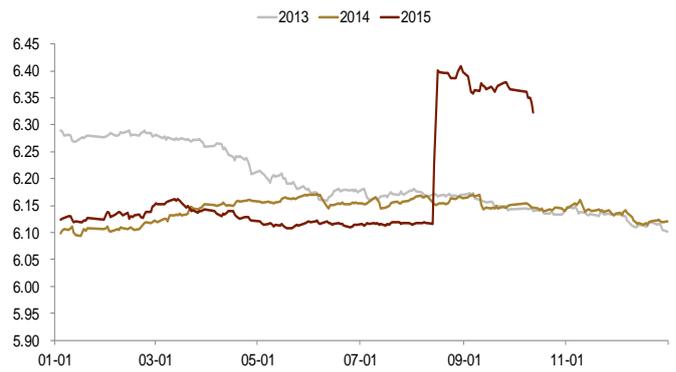


图表4：布伦特原油价格走势



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表5：美元兑人民币汇率走势



资料来源：万得数据，中金公司研究部

汇兑损失拖累业绩表现，国营/民营航企业绩分化。虽然油价同比大跌、供需边际改善、部分航线经济舱全价上调10%以及燃油附加费下降带来裸票价格上涨、代理费同比下降等因素均利好航空主业利润，但巨幅汇兑损失依然拖累业绩表现。我们预计三季度三大航汇兑损失规模均值达35亿左右水平，而去年同期则录入汇兑收益3~4亿元。相比之下，民营航空公司负债率较低，汇率敏感性较小，虽受汇兑损失影响三季度业绩增幅较上半年有所下降，但仍能保持高速增长。具体来看，我们预计中国国航/南方航空/春秋航空三季度归属母公司净利润分别为22.26亿元/11.76亿元/5.81亿元，同比增长-17.0%/-48.3%/50.2%，合每股净利润0.18元/0.12元/1.47元。

图表6：航空业绩敏感性

| 人民币百万 2015e净利润 | 中国国航 7,546 | | 南方航空 6,619 | | 春秋航空 1,647 | | 吉祥航空 1,075 | |
|-------------------|---------------|--------|---------------|--------|---------------|--------|---------------|--------|
| | 变化额 | 变化幅度 | 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% | 171 | 2.27% | 171 | 2.58% | 14 | 0.83% | 13 | 1.17% |
| 人民币升值1% | 452 | 5.99% | 823 | 12.44% | 17 | 1.04% | 24 | 2.24% |
| 客座率增加1个百分点 | 775 | 10.27% | 953 | 14.39% | 66 | 3.99% | 63 | 5.90% |
| 票价上升1% | 680 | 9.01% | 905 | 13.68% | 46 | 2.79% | 54 | 5.01% |
| 补贴减少10% | -75 | -1.00% | -116 | -1.76% | -73 | -4.46% | -12 | -1.12% |

资料来源：公司数据，中金公司研究部

展望：长期周期底部向上可期，但短期缺乏上行催化剂，推荐春秋、吉祥。

短期看，缺乏上行催化剂。1) 人民币贬值拖累业绩，且担忧情绪还将延续。三季度人民币已经大幅贬值4.1%，中金宏观组预计年底人民币兑美元汇率跌至6.45，即四季度预计继续贬值约1.4%，汇兑损失将是下半年航空业绩最大扰动因素。同时，国内政策宽松方向明确，美联储加息悬而未决，我们预计担忧情绪仍将延续。2) 全年业绩超预期难度大。消费升级，休闲游稳健增长大概率推动行业全年供需边际改善，加之油价同比大跌，市场对航空业绩预期较高。即使抛开贬值的负面影响，航空业绩超预期的概率依然不大。3) 转入淡季，关注度降低。四季度转入行业淡季，且明年行业层面超预期亮点较少，市场对航空板块的整体关注度也将降低。

长期看，目前景气度还处于底部，投资机会还需等待。1) 需求增幅可能加快。无论是因私出行增长、高铁分流减弱，还是未来经济改善，需求增幅有望回升。2) 供给增幅可能放慢。目前统计的明年运力增幅为11%，且飞行员年均工作小时可能下调。3) 油价维持低位概率加大。伊朗制裁取消、需求疲弱等多重因素，明年油价可能低于预期。

当前位置，我们推荐主业发展享受行业利好，而汇率敏感性较低的**春秋航空**和**吉祥航空**。

首推春秋航空。消费升级、政策放松，催生中国3,000亿低成本航空市场；公司需求跨越周期稳定增长，高性价比超越高铁，开拓日本市场、发力附加收入、受益迪士尼开园，构成三大业绩驱动力；差异化的定位和业绩快速稳定增长享受估值溢价。**重申确信买入评级，维持目标价人民币190元不变，对应29x 2016年市盈率。**



推荐吉祥航空。公司定位精准、深耕上海、双轮驱动，明年受益迪士尼开园，未来淘旅行平台值得期待，**维持目标价人民币 75 元不变**，对应 25x 2016 年市盈率。

风险：经济恢复减缓，油价大幅上升，人民币贬值。

通航：政策释放需求，直升机先行受益，继续推荐中信海直（000099.SZ）

油价低位拖累海上业务市场需求。国际原油价格持续低位拖累海上石油市场需求，收入占比达 80% 的海上石油业务上半年出现负增长。但考虑陆上通航业务依然保持强劲增长势头，且近期收到通航发展专项补贴 2,481 万元，我们预计中信海直三季度归属母公司净利润为 1.0 亿元，同比增长 18.9%，合每股净利润 0.16 元。

低空开放倒计时，竞争优势确保业绩释放。公司具备先发优势，海上业务龙头地位显著；陆上及维修业务需求稳健增长，未来将随低空开放而释放。通航行业安全第一，准入门槛不会随政策开放而下降。我们认为公司的核心竞争力是多年经营累积的结果，短期内无法复制或超越，政策放开将首先受益。

维持“推荐”评级和目标价人民币 30 元不变，对应 52x 2016 年市盈率。

风险：海上石油市场开发放缓，人民币贬值。



图表7：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 14-16 | PEG 15E |
|------------------|-----|----------|---------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|------------|------------|------------|---------------|--------------|-------------|-------------|----------------|------------|------------|------------|---------------|------------|
| | | | | 13A | 14A | 15E | 16E | 13A | 14A | 15E | 16E | 13A | 14A | 15E | 16E | 13A | 14A | 15E | 16E | | |
| A股航空上市公司 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 中国国航* | RMB | 8.31 | 15,228 | 30.8 | 27.0 | 13.5 | 10.0 | 1.9 | 1.9 | 1.7 | 1.5 | 6.1 | 7.0 | 13.1 | 15.5 | 0.6 | 0.7 | 1.1 | 1.5 | 64% | 0.2 |
| 南方航空* | RMB | 8.48 | 11,584 | 43.9 | 47.0 | 12.6 | 8.8 | 2.4 | 2.3 | 2.0 | 1.7 | 5.7 | 5.1 | 17.1 | 20.7 | 0.5 | 0.5 | 1.8 | 2.5 | 131% | 0.1 |
| 春秋航空* | RMB | 125.37 | 7,903 | 51.4 | 42.5 | 30.0 | 19.0 | 13.7 | 10.6 | 7.3 | 5.4 | 30.4 | 28.1 | 28.8 | 32.8 | 0.2 | 0.3 | 0.4 | 0.8 | 50% | 0.4 |
| 吉祥航空* | RMB | 61.36 | 5,492 | 90.6 | 71.7 | 32.4 | 21.0 | 18.9 | 15.3 | 9.2 | 6.5 | 21.9 | 23.5 | 32.5 | 32.9 | 0.2 | 0.2 | 0.3 | 0.5 | 85% | 0.2 |
| 海南航空 | RMB | 4.04 | 7,749 | 23.4 | 19.0 | 10.1 | 8.5 | 1.8 | 1.7 | n.a. | n.a. | 8.5 | 9.3 | n.a. | n.a. | 0.0 | 1.6 | n.a. | n.a. | 49% | 0.2 |
| 平均值 | | | | 46.9 | 39.5 | 18.9 | 13.0 | 7.1 | 5.9 | 4.6 | 3.5 | 13.9 | 14.3 | 22.6 | 25.0 | 0.2 | 0.5 | 0.7 | 1.1 | 74% | 0.2 |
| 中值 | | | | 42.6 | 36.3 | 14.3 | 10.5 | 3.2 | 3.0 | 2.8 | 2.3 | 9.7 | 11.0 | 21.5 | 23.0 | 0.2 | 0.4 | 0.4 | 0.8 | 86% | 0.1 |
| H股航空上市公司 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 中国国航* | HKD | 6.91 | 15,228 | 20.3 | 17.8 | 9.3 | 7.0 | 1.2 | 1.3 | 1.2 | 1.0 | 6.3 | 7.1 | 13.3 | 15.7 | 0.8 | 0.9 | 1.5 | 2.0 | 59% | 0.1 |
| 南方航空* | HKD | 6.10 | 11,585 | 23.6 | 27.0 | 7.6 | 5.3 | 1.4 | 1.3 | 1.2 | 1.0 | 5.9 | 5.1 | 17.1 | 20.7 | 0.8 | 0.8 | 2.9 | 4.1 | 125% | 0.0 |
| 国泰航空 | HKD | 15.32 | 7,776 | 23.0 | 19.1 | 10.1 | 8.6 | 1.0 | 1.2 | 1.1 | 1.0 | 4.4 | 5.5 | 11.8 | 12.1 | 1.4 | 2.3 | 3.9 | 4.4 | 49% | 0.2 |
| 平均值 | | | | 21.6 | 19.6 | 8.6 | 6.7 | 1.3 | 1.4 | 1.2 | 1.0 | 6.6 | 7.3 | 15.5 | 17.6 | 0.8 | 1.0 | 2.1 | 2.6 | 72% | 0.1 |
| 中值 | | | | 21.7 | 18.5 | 8.5 | 6.3 | 1.3 | 1.3 | 1.2 | 1.0 | 6.1 | 6.3 | 15.2 | 18.2 | 0.8 | 0.9 | 2.2 | 3.1 | 71% | 0.1 |
| 国际航空上市公司 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 美洲 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 美联航 | USD | 57.51 | 21,969 | 20.3 | 11.4 | 4.9 | 6.9 | 7.0 | 9.0 | 3.6 | 2.4 | 32.8 | 42.1 | 103.4 | 44.2 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 28% | 0.2 |
| 达美航空 | USD | 48.59 | 38,215 | 15.2 | 14.9 | 10.6 | 8.6 | 3.6 | 4.6 | 3.3 | 2.6 | n.a. | 6.4 | 34.5 | 31.0 | 0.2 | 0.6 | 0.9 | 1.2 | 32% | 0.3 |
| 天西航空 | USD | 18.14 | 918 | 16.2 | 37.8 | 10.1 | 9.6 | 0.6 | 0.7 | 0.6 | 0.6 | 4.2 | -1.7 | 6.2 | 5.8 | 0.9 | 0.9 | 0.9 | 0.9 | 99% | 0.1 |
| 阿拉斯加航空 | USD | 73.45 | 9,352 | 27.2 | 17.6 | 11.5 | 10.7 | 5.0 | 4.5 | 3.7 | 3.1 | 29.4 | 29.1 | 35.8 | 32.1 | 0.3 | 0.7 | 1.1 | 1.2 | 28% | 0.4 |
| 共和航空 | USD | 5.62 | 286 | 4.8 | 4.0 | 15.1 | 9.4 | 0.5 | 0.5 | 0.3 | 0.3 | 5.0 | 11.0 | 2.5 | 7.9 | 0.0 | 0.0 | n.a. | n.a. | -35% | n.m. |
| 夏威夷航空 | USD | 27.81 | 1,526 | 31.6 | 17.9 | 9.7 | 9.5 | 3.7 | 4.1 | 3.3 | 2.5 | 15.6 | 18.0 | 44.0 | 31.0 | 0.0 | 0.0 | n.a. | n.a. | 37% | 0.3 |
| 平均值 | | | | 19.0 | 18.4 | 11.4 | 9.5 | 2.7 | 2.9 | 2.3 | 1.8 | 13.6 | 12.6 | 15.4 | 7.3 | 0.3 | 0.4 | 1.0 | 1.1 | 32% | 0.3 |
| 中值 | | | | 16.2 | 17.6 | 10.6 | 9.5 | 3.6 | 4.1 | 3.3 | 2.5 | 10.3 | 11.0 | 34.5 | 31.0 | 0.2 | 0.6 | 0.9 | 1.2 | 32% | 0.3 |
| 欧洲 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 法荷航空 | EUR | 6.36 | 2,182 | n.a. | n.a. | n.a. | 7.2 | 0.8 | n.a. | n.a. | n.a. | -51.0 | n.a. | 18.5 | -3.4 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | n.a. | n.a. |
| 汉莎航空 | EUR | 13.51 | 7,148 | 9.7 | 13.2 | 5.9 | 5.7 | 1.0 | 1.6 | 1.2 | 1.0 | 5.8 | 1.1 | 25.3 | 19.7 | 3.3 | 0.0 | 3.1 | 4.1 | 52% | 0.1 |
| 北欧航空 | SEK | 15.70 | 635 | 29.0 | n.a. | 15.5 | 5.7 | 1.6 | 1.1 | 0.8 | 0.7 | 18.9 | -18.2 | 17.7 | 17.9 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | n.a. | n.a. |
| 芬兰航空 | EUR | 3.31 | 485 | n.a. | n.a. | 157.6 | 9.1 | 0.6 | 0.8 | 0.8 | 0.7 | 3.1 | -13.9 | 5.6 | 8.0 | 3.0 | 0.0 | 0.4 | 1.1 | n.a. | n.a. |
| 平均值 | | | | 19.4 | 13.2 | 59.7 | 6.9 | 1.0 | 1.2 | 0.9 | 0.8 | -5.8 | -10.3 | 16.8 | 10.6 | 1.6 | 0.0 | 0.9 | 1.3 | 52% | 0.1 |
| 中值 | | | | 19.4 | 13.2 | 15.5 | 6.5 | 0.9 | 1.1 | 0.8 | 0.7 | 4.4 | -13.9 | 18.1 | 12.9 | 1.5 | 0.0 | 0.2 | 0.6 | 52% | 0.1 |
| 亚洲太平洋 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 新加坡航空 | SGD | 11.01 | 9,292 | 32.5 | 36.0 | 35.6 | 20.1 | 1.0 | 1.0 | 1.0 | 1.0 | 2.9 | 2.7 | 3.0 | 5.0 | 2.1 | 1.9 | 2.2 | 3.2 | 34% | 0.6 |
| 澳洲航空 | AUD | 3.87 | 6,238 | 101.8 | n.a. | 12.7 | 7.1 | n.a. | 3.0 | 2.6 | 2.0 | 0.0 | -65.4 | 23.3 | 31.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 2.7 | n.a. | n.a. |
| 大韩航空 | KRW | 32100.00 | 2,082 | n.a. | n.a. | n.a. | 9.4 | 0.7 | 0.9 | 1.1 | 1.0 | -8.6 | -20.3 | -13.3 | 11.2 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | n.a. | n.a. |
| 中华航空 | TWD | 11.25 | 1,918 | n.a. | n.a. | 7.5 | 7.7 | 1.2 | 1.2 | 1.0 | 0.9 | -2.5 | -1.5 | 13.9 | 11.7 | 0.0 | 0.0 | 1.3 | 0.8 | n.a. | n.a. |
| 新西兰航空 | NZD | 2.83 | 2,178 | 17.0 | 12.7 | 8.9 | 5.8 | 1.7 | 1.7 | 1.7 | 1.4 | 10.4 | 14.3 | 18.8 | 25.7 | 2.8 | 3.5 | 5.7 | 7.6 | 49% | 0.1 |
| 长荣航空 | TWD | 18.30 | 2,202 | 79.6 | n.a. | 8.1 | 8.8 | 1.7 | 1.7 | 1.4 | 1.2 | 2.1 | -3.7 | 18.3 | 14.6 | 0.0 | 0.0 | 0.9 | 0.5 | n.a. | n.a. |
| 平均值 | | | | 57.7 | 24.4 | 14.6 | 9.8 | 1.2 | 1.6 | 1.5 | 1.3 | 0.7 | -12.3 | 10.7 | 16.5 | 0.8 | 0.9 | 1.7 | 2.5 | 41% | 2.2 |
| 中值 | | | | 79.6 | 24.4 | 10.8 | 8.8 | 1.4 | 1.7 | 1.4 | 1.2 | 1.0 | -3.7 | 13.9 | 11.7 | 0.0 | 0.0 | 0.9 | 0.8 | 41% | 0.4 |
| 低成本航空上市公司 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 美西南航空 | USD | 40.84 | 26,928 | 36.5 | 20.3 | 11.8 | 10.7 | 3.9 | 4.1 | 3.2 | 2.7 | 10.5 | 16.1 | 31.8 | 27.2 | 0.3 | 0.5 | 0.7 | 0.8 | 38% | 0.3 |
| 捷蓝航空 | USD | 24.32 | 7,656 | 46.8 | 34.7 | 12.8 | 11.0 | 3.4 | 3.0 | 2.5 | 2.1 | 8.4 | 17.2 | 23.0 | 21.5 | 0.0 | 0.0 | n.a. | n.a. | 77% | 0.1 |
| 西捷航空 | CAD | 25.00 | 2,384 | 12.3 | 10.2 | 8.4 | 8.4 | 2.0 | 1.8 | 1.6 | 1.4 | 17.6 | 16.9 | 19.2 | 15.6 | 1.6 | 1.9 | n.a. | n.a. | 10% | 0.9 |
| 瑞安航空 | EUR | 12.88 | 19,933 | 32.7 | 34.8 | 20.7 | 14.7 | 5.7 | 5.4 | 4.9 | 3.6 | 17.3 | 15.9 | 25.0 | 26.3 | n.a. | 0.0 | 2.9 | 0.1 | 54% | 0.3 |
| 捷星航空 | AUD | 3.87 | 6,238 | 101.8 | n.a. | 12.7 | 7.1 | n.a. | 3.0 | 2.6 | 2.0 | 0.0 | -65.4 | 23.3 | 31.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 2.7 | n.a. | n.a. |
| 亚洲航空 | MYR | 1.46 | 986 | 11.1 | 48.7 | 7.7 | 5.9 | 0.8 | 0.9 | 0.9 | 0.8 | 7.3 | 1.7 | 10.0 | 12.2 | 2.7 | 2.1 | 3.0 | 3.6 | 186% | 0.0 |
| 宿务太平洋航空 | PHP | 85.60 | 1,132 | 101.9 | 60.7 | 7.3 | 6.6 | 2.5 | 2.4 | 1.9 | 1.6 | 2.4 | 4.0 | 29.3 | 25.2 | 1.2 | 1.2 | 2.5 | 2.4 | 202% | 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 | | | | 49.0 | 34.9 | 11.6 | 9.2 | 3.0 | 2.9 | 2.5 | 2.0 | 9.0 | 0.3 | 23.1 | 22.7 | 1.0 | 0.8 | 1.8 | 1.9 | 95% | 0.3 |
| 中值 | | | | 36.5 | 34.8 | 11.8 | 8.4 | 2.9 | 3.0 | 2.5 | 2.0 | 8.4 | 10.0 | 23.3 | 25.2 | 0.7 | 0.5 | 2.5 | 2.4 | 66% | 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

资料来源：彭博资讯，公司数据，中金公司研究部



图表8：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 | | |
| 通航制造上市公司 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 哈飞股份 | RMB | 48.60 | 4,515 | 98.8 | 86.3 | 67.6 | 53.7 | 4.9 | 4.6 | 4.4 | 4.1 | 5.1 | 5.5 | 7.0 | 8.1 | 0.3 | 0.3 | 0.4 | 0.4 | 27% | 2.0 |
| 中航动控 | RMB | 27.34 | 4,936 | 136.0 | 168.8 | 143.9 | 118.9 | 7.1 | 6.9 | n.a. | n.a. | 5.7 | 4.1 | n.a. | n.a. | 0.1 | 0.1 | n.a. | n.a. | 19% | 6.2 |
| 航空动力 | RMB | 49.45 | 15,185 | 164.8 | 98.9 | 81.1 | 63.9 | 5.3 | 6.8 | 6.2 | 5.7 | 11.4 | 7.7 | 7.4 | 8.5 | 0.2 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 24% | 2.6 |
| 博云新材 | RMB | 12.87 | 809 | n.a. | 1287.0 | 643.5 | 183.9 | 3.7 | 4.5 | n.a. | n.a. | -4.1 | 0.5 | n.a. | n.a. | n.a. | 0.0 | n.a. | n.a. | 165% | 1.1 |
| 钢研高纳 | RMB | 27.00 | 1,363 | 99.0 | 78.0 | 69.2 | 45.0 | 8.5 | 7.9 | n.a. | n.a. | 8.8 | 10.4 | n.a. | n.a. | 0.4 | 0.6 | n.a. | n.a. | 32% | 1.4 |
| 贵航股份 | RMB | 19.65 | 894 | 43.7 | 42.7 | n.a. | n.a. | 3.2 | 3.1 | n.a. | n.a. | 7.7 | 7.4 | n.a. | n.a. | 0.7 | 0.8 | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. |
| 洪都航空 | RMB | 22.71 | 2,566 | 178.8 | 164.6 | 139.3 | 103.2 | 3.4 | 3.3 | 3.2 | 3.2 | 1.9 | 2.0 | 2.4 | 2.6 | 0.2 | 0.0 | 0.1 | 0.1 | 26% | 3.9 |
| 平均值 | | | | 120.2 | 275.2 | 190.8 | 94.8 | 5.2 | 5.3 | 4.6 | 4.3 | 5.2 | 5.4 | 5.6 | 6.4 | 0.3 | 0.3 | 0.2 | 0.3 | 49% | 2.9 |
| 中值 | | | | 117.5 | 98.9 | 110.2 | 83.6 | 4.9 | 4.6 | 4.4 | 4.1 | 5.7 | 5.5 | 7.0 | 8.1 | 0.2 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 27% | 2.3 |
| 通航运营上市公司 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 中信海直* | RMB | 15.65 | 1,495 | 44.3 | 44.8 | 35.3 | 27.2 | 3.5 | 3.4 | 3.2 | 2.9 | 8.5 | 7.6 | 9.4 | 11.4 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 28% | 1.0 |
| 平均值 | | | | 44.3 | 44.8 | 35.3 | 27.2 | 3.5 | 3.4 | 3.2 | 2.9 | 8.5 | 7.6 | 9.4 | 11.4 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 28% | 1.0 |
| 中值 | | | | 44.3 | 44.8 | 35.3 | 27.2 | 3.5 | 3.4 | 3.2 | 2.9 | 8.5 | 7.6 | 9.4 | 11.4 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 28% | 1.0 |
| 通航保障上市公司 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 川大智胜 | RMB | 34.84 | 764 | 71.1 | 441.0 | 70.1 | 58.8 | 5.9 | 6.0 | n.a. | n.a. | 8.5 | 1.3 | 9.8 | 10.0 | 0.6 | 0.0 | 0.6 | 0.6 | 174% | 0.3 |
| 四创电子 | RMB | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | 7.8 | 9.1 | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. |
| 威海广泰 | RMB | 30.75 | 1,750 | 102.5 | 85.4 | 54.4 | 41.0 | 8.1 | 7.5 | 6.4 | 5.7 | 8.3 | 9.2 | 10.9 | 12.9 | 0.3 | 0.3 | 0.4 | 0.6 | 44% | 0.9 |
| 海特高新 | RMB | 19.10 | 2,278 | 97.9 | 81.3 | 75.5 | 54.1 | 8.3 | 7.7 | 5.6 | 5.2 | 9.8 | 9.8 | 7.4 | 9.8 | 0.3 | 0.3 | 0.2 | 0.3 | 23% | 2.4 |
| 平均值 | | | | 90.5 | 202.6 | 66.7 | 51.3 | 7.4 | 7.1 | 6.0 | 5.5 | 8.6 | 7.4 | 9.4 | 10.9 | 0.4 | 0.2 | 0.4 | 0.5 | 80% | 1.2 |
| 中值 | | | | 97.9 | 85.4 | 70.1 | 54.1 | 8.1 | 7.5 | 6.0 | 5.5 | 8.4 | 9.1 | 9.8 | 10.0 | 0.3 | 0.3 | 0.4 | 0.6 | 44% | 0.9 |

*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



物流：板块整体向好

中国外运（598.HK）：招商局若与中外运长航集团进行整合将带来利好

我们预计中国外运三季度整体盈利同比将下滑，主要因为2014年三季度有约7,000万处置航运业务的一次性收益，不考虑该因素影响，三季度盈利增速约为11%。前三季度累计增速约为15~20%，扣非后增速约为7%。中外运敦豪是主要的驱动因素，根据外运发展披露的三季度预报，我们预计中外运敦豪三季度同比增速20%。物流服务将受益三季度的低油价，预计增速约为4%。货代业务在上半年下降2.1%后，预计三季度将实现低单位数增长，主要因三季度航空代理业务有望扭亏。

图表9：中外运三季度盈利估算（下列数据已经扣除少数股东权益）

| | 1H14 | 1H15 | YoY | 3Q14 | 3Q15E | 增速假设 | 1-3Q14 | 1-3Q15 | YoY |
|---------------|------------|------------|------------|------------|------------|-------------|--------------|--------------|------------|
| 经常性损益 | | | | | | | | | |
| 货代业务 | 269 | 263 | -2% | 114 | 118 | 3% | 383 | 380 | -1% |
| 物流业务 | 137 | 143 | 4% | 58 | 61 | 4% | 195 | 203 | 4% |
| 仓储和港口服务业务 | 152 | 153 | 1% | 64 | 66 | 2% | 216 | 218 | 1% |
| 快递业务 | 217 | 289 | 33% | 92 | 111 | 20% | 309 | 400 | 29% |
| 总部费用 | -56 | -71 | 28% | -24 | -26 | 8% | -80 | -97 | 22% |
| 财务费用 | -99 | -83 | -16% | -42 | -36 | -15% | -141 | -119 | -16% |
| 其他 | 23 | -17 | -175% | 10 | 10 | 5% | 33 | -7 | -121% |
| 合计 | 642 | 675 | 5% | 273 | 304 | 11% | 916 | 979 | 7% |
| 非经常性损益 | | | | | | | | | |
| 资产减值损失 | -106 | | | | | | -106 | | |
| 出售海运的收益 | | | | 70 | | | 70 | | |
| 出售连云港土地 | 116 | | | | | | 116 | | |
| 出售深圳的土地 | | 200 | | | | | | 200 | |
| 其他 | 18 | | | | | | 18 | | |
| 合计 | 28 | 200 | | 70 | 0 | | 98 | 200 | |
| 总盈利 | 671 | 875 | 31% | 343 | 304 | -12% | 1,014 | 1,179 | 16% |

资料来源：公司资料，中金公司研究部

根据媒体报道¹，招商局有可能与中外运长航集团进行整合。招商物流和中外运均是两个集团下属的现代物流企业，两家整合的可能性很大。招商物流业务主要是第三方物流，包括运输、仓储和供应链管理等。截止2014年，招商物流在全国重要城市设立了72个运作节点，物流网络覆盖全国700多个城市。世界500强的客户占公司合同金额的80%。2014年招商物流控制的货车运力17万吨，公路运输周转量达64亿吨公里。纵向来看，招商物流扩张速度快，2010~2014年，公司货车运力复合增长率27%，周转量为20%，仓库面积复合增长率为10%。从财务上看，招商物流2014年实现收入67.4亿元（同比增长2%），规模小于中外运（中外运物流业务和仓储服务的收入总和为83.4亿元）；净利润2.2亿元（同比增长4%），净利润率3.2%，高于中外运的2.7%；净资产收益率7.1%，低于中外运的9.2%。两家的资产负债率均为50%。

如果整合成真，对公司将是利好：1）整合将完善和扩张中外运的物流网络；2）招商物流提供服务的领域主要在消费品、化工品和装备制造物流，将与中外运的物流业务形成协同效应；3）中外运全程物流供应链的角色将会更加明确。

目前股价对应2015年11.5倍市盈率，低于港股物流公司的平均估值。且目前中国外运的市值等于持有外运发展的股权价值，也就是说市场给外运发展（空运货代和中外运敦豪）以外的业务价值几乎为0。维持确信买入评级不变，近期来看，母公司资产注入和集团层面的整合将为催化剂。考虑到2016年增速趋缓，我们下调目标价19%至6.6港元，对应2016年15倍市盈率。

¹ <http://finance.sina.com.cn/stock/hyyj/20150902/155123150651.shtml>

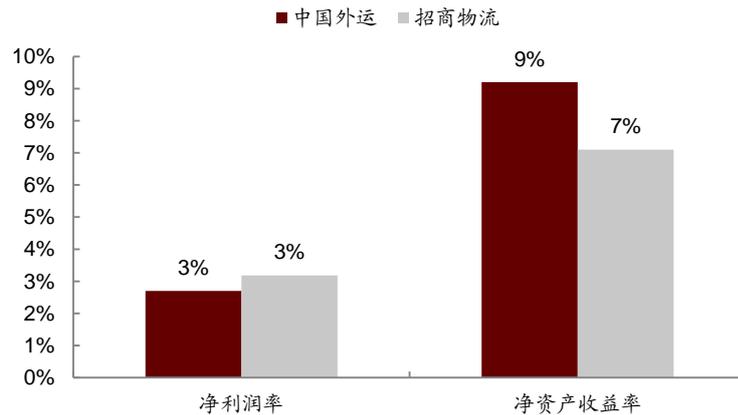


图表 10：招商物流经营数据

| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 城市网点 | 69 | 68 | 65 | 65 | 72 |
| 货车数量 (辆) | 3,389 | 4,371 | 5,113 | 4,933 | 6,226 |
| (+/-%) | | 29% | 17% | -4% | 26% |
| 自有货车 | 389 | 371 | 313 | 241 | 226 |
| 可控外协车辆 | 3,000 | 4,000 | 4,800 | 4,692 | 6,000 |
| 货车运力 (万吨) | 7 | 7 | 10 | 14 | 17 |
| (+/-%) | | 0% | 43% | 44% | 24% |
| 自有货车运力 (万吨) | 0.8 | 0.8 | 0.8 | 0.7 | 0.6 |
| 外协货车运力 (万吨) | 6 | 6 | 9 | 13 | 17 |
| 公路运输周转量 (亿吨公里) | 31 | 35 | 39 | 53 | 64 |
| (+/-%) | | 13% | 10% | 37% | 21% |
| 仓库面积 (万平方米) | 133 | 133 | 166 | 190 | 194 |
| (+/-%) | | 0% | 25% | 15% | 2% |
| 自建仓库 | 49 | 52 | 71 | 89 | 96 |
| 外协仓库 | 62 | 68 | 82 | 80 | 78 |
| 在建 | 22 | 13 | 13 | 21 | 20 |

资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 11：中外运和招商物流盈利数据对比



资料来源：公司资料，中金公司研究部

外运发展：继续看好海淘高增长

外运发展预报了三季度业绩，净利润同比增长 10~30%。我们认为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。维持确信买入评级和目标价 36 元不变，对应 33x 2015P/E。

建发股份：供应链业务持续扩张，毛利小幅提升

我们预计公司供应链业务将继续扩张，同时通过 1) 开发新客户，2) 整合市场，3) 拓展高附加值的业务等措施将有望继续提升毛利。但公司房地产业务上半年可结算项目少导致净利润下降，我们预计多数项目需到四季度方可结算，拖累整体业绩表现。综合考虑，我们预计公司三季度业绩同比下滑约 26% 至 4.20 亿元，合每股净利润 0.15 元。维持推荐评级和目标价 22 元人民币不变，对应 23x 2015P/E。



图表 12：物流可比公司估值

| 公司 | 股票代码 | 股价 | 市盈率 (X) | | | | 市净率 (X) | | | | 净资产收益率 (%) | | | | CAGR 12-14 | PEG 12E |
|---------------|-----------|---------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | | | 2015-10-15 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2013 | 2014 | 2015E | | |
| A股上市公司 | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 建发股份* | 600153.SH | 17.31 | 14.4 | 18.4 | 16.9 | 14.0 | 3.1 | 2.7 | 2.5 | 2.2 | 21.4 | 14.7 | 14.9 | 15.7 | -8% | n.m. |
| 中储股份 | 600787.SH | 12.18 | 61.8 | 42.0 | 52.5 | 52.5 | 4.0 | 3.7 | 3.2 | 3.2 | 6.4 | 8.7 | 7.1 | 7.1 | 9% | 6.2 |
| 外运发展* | 600270.SH | 25.29 | 33.6 | 37.1 | 23.1 | 19.9 | 4.1 | 3.5 | 3.5 | 3.2 | 12.2 | 9.5 | 15.1 | 16.1 | 21% | 1.1 |
| 保税科技 | 600794.SH | 7.16 | 38.7 | 41.1 | 71.6 | 71.6 | 6.7 | 5.5 | 3.4 | 3.4 | 18.7 | 13.4 | 4.7 | 4.7 | -26% | n.m. |
| 恒基达鑫 | 002492.SZ | 11.69 | 50.8 | 54.4 | n.a. | n.a. | 3.2 | 3.3 | n.a. | n.a. | 6.5 | 5.5 | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. |
| 澳洋顺昌 | 002245.SZ | 7.23 | 51.6 | 42.5 | n.a. | n.a. | 7.6 | 5.5 | n.a. | n.a. | 13.3 | 13.6 | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. |
| 飞力达 | 300240.SZ | 15.9 | 58.9 | 37.9 | n.a. | n.a. | 4.1 | 4.1 | n.a. | n.a. | n.a. | 4.0 | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. |
| 华贸物流 | 603218.SH | 10.46 | 52.3 | 74.7 | n.a. | n.a. | 3.1 | 6.0 | n.a. | n.a. | n.a. | 8.1 | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. |
| 平均值 | | | 43.7 | 41.6 | 38.3 | 37.3 | 4.4 | 4.2 | 3.3 | 3.2 | 12.5 | 10.2 | 10.7 | 10.9 | 7% | 5.6 |
| 中值 | | | 50.8 | 41.6 | 32.9 | 32.9 | 4.1 | 3.9 | 3.3 | 3.2 | 11.1 | 10.9 | 11.7 | 11.7 | 24% | 1.4 |
| H股上市公司 | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 利丰 | 494.HK | 6.03 | 11.0 | 13.6 | 16.5 | 16.5 | 1.3 | 1.7 | 2.2 | 2.2 | 12.0 | 13.0 | 13.9 | 13.9 | -19% | n.m. |
| 中国外运* | 598.HK | 4.51 | 17.7 | 13.0 | 11.6 | 10.8 | 1.4 | 1.2 | 1.1 | 1.0 | 7.7 | 9.2 | 9.8 | 9.6 | 24% | 0.5 |
| 深圳国际 | 152.HK | 12.30 | 11.1 | 11.1 | 11.8 | 11.8 | 1.4 | 1.3 | 1.2 | 1.2 | 11.9 | 13.4 | 11.2 | 11.2 | -3% | n.m. |
| 嘉里物流 | 636.HK | 11.56 | 17.9 | 18.8 | 16.7 | 16.7 | 1.5 | 1.3 | 1.2 | 1.2 | 9.9 | 7.2 | 7.6 | 7.6 | | |
| 瀚洋物流 | 1803.HK | 0.72 | 5.5 | 11.8 | n.a. | n.a. | 1.8 | 2.8 | n.a. | n.a. | 38.8 | 19.5 | n.a. | n.a. | | |
| 平均值 | | | 12.6 | 13.7 | 14.2 | 13.9 | 1.5 | 1.7 | 1.4 | 1.4 | 16.1 | 12.5 | 10.6 | 10.6 | -5% | n.m. |
| 中值 | | | 11.1 | 13.0 | 14.1 | 14.1 | 1.4 | 1.3 | 1.2 | 1.2 | 11.9 | 13.0 | 10.5 | 10.4 | -11% | n.m. |
| 国际上市公司 | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 普洛斯 | GLP.SP | 2.3 | 25.6 | 32.9 | 23.0 | 23.0 | 1.0 | 1.0 | 1.0 | 1.0 | 5.3 | 3.0 | 4.0 | 4.0 | 5% | 4.3 |
| UPS | UPS.US | 102.9 | 22.5 | 19.7 | 17.3 | 17.3 | 32.8 | 18.0 | 15.6 | 15.6 | 100.1 | 60.9 | 178.5 | 178.5 | 14% | 1.3 |
| FedEx | FDX.US | 150.7 | 25.0 | 22.5 | 17.2 | 17.2 | 2.9 | 2.9 | 2.6 | 2.6 | 12.1 | 12.7 | 16.0 | 16.0 | 20% | 0.8 |
| CH Robinson | CHRW.US | 71.0 | 26.2 | 25.3 | 23.1 | 23.1 | 9.6 | 10.8 | 10.9 | 10.9 | 34.6 | 45.0 | 45.5 | 45.5 | 6% | 3.6 |
| 大和控股 | 9064.JP | 2,520 | 29.8 | 29.6 | 25.9 | 25.9 | 2.0 | 1.9 | 1.8 | 1.8 | 6.9 | 6.5 | 7.3 | 7.3 | 7% | 3.6 |
| 三菱仓库 | 9301.JP | 1,576 | 33.2 | 32.5 | 31.7 | 31.7 | 1.3 | 1.2 | 1.2 | 1.2 | 3.8 | 3.5 | 3.4 | 3.4 | 2% | 14.0 |
| Glovis | 086280.KS | 230,000 | 21.2 | 17.4 | n.a. | n.a. | 4.0 | n.a. | n.a. | n.a. | 24.4 | 21.8 | 16.8 | 16.8 | n.a. | n.a. |
| 平均值 | | | 26.2 | 25.7 | 23.1 | 23.1 | 7.7 | 6.0 | 5.5 | 5.5 | 26.8 | 21.9 | 38.8 | 38.8 | 7% | 3.5 |
| 中值 | | | 25.6 | 25.3 | 23.1 | 23.1 | 2.9 | 2.4 | 2.2 | 2.2 | 12.1 | 12.7 | 16.0 | 16.0 | 5% | 4.4 |

*数据为中金预测，其他为市场预测数据，来自彭博资讯和Wind

资料来源：彭博资讯，公司数据，中金公司研究部



航运：三季度环比改善，首推海丰国际，关注招商轮船

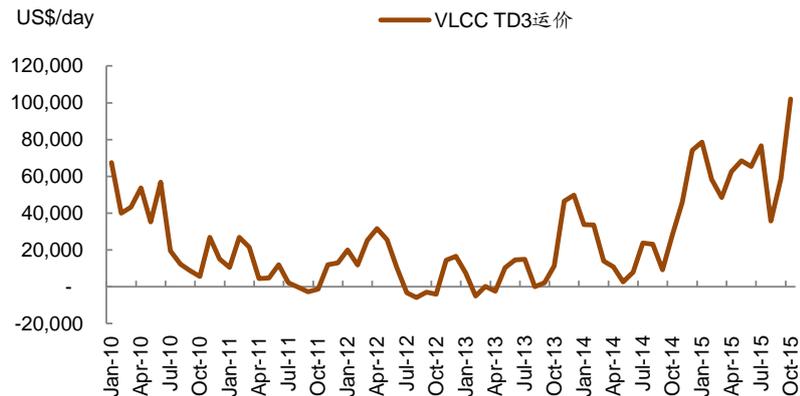
三季度航运市场回顾

油运运价仍在高位：三季度 VLCC TD3 平均运价为 5.8 万美元/天，较去年同期的 6,010 美元/天有大幅改善；环比来看，三季度运价下跌 13%，主要因为：受 7 月油价大幅下跌影响，货主拿船谨慎，使得 VLCC 运价在 8 月回落至 3.6 万元的水平；但在油价基本稳定后，运价回升，9 月平运价环比上涨 64% 至 5.9 万美元/天。向前看，四季度为传统旺季，运价将好过前三季度，10 月以来 VLCC TD3 的运价高达 10.3 万美元/天。

干散货市场三季度环比改善：BDI 三季度均值为 974 点，环比上涨 54%，主要靠铁矿石运输和粮食运输需求增加拉动。但 BDI 仍在船公司保本点下，干散货运输仍承受亏损。向前看，四季度旺季 BDI 可能高于三季度，但行业实现盈利仍有难度。**沿海煤炭运输市场低迷态势未改，**秦皇岛至上海/广州运价三季度环比分别下跌 13%/10%。在经历 7 月用电高峰带来的短暂上涨后，运价再次回落至谷底。

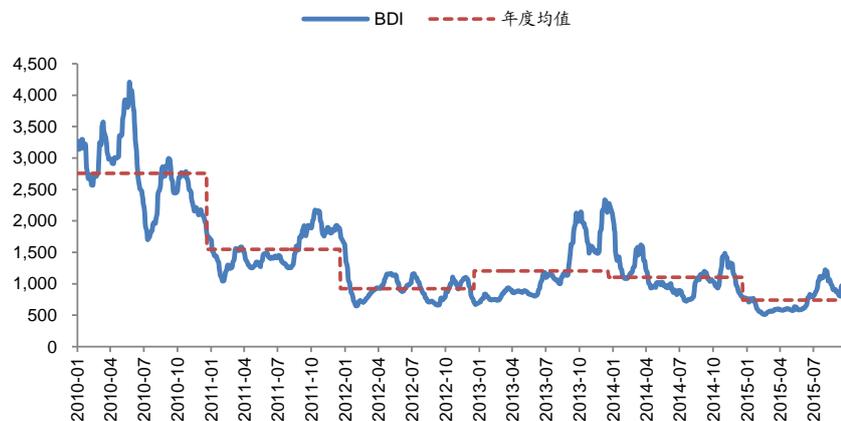
集运市场：由于供给的快速增长（尤其是大船），船公司在月初提价后运价难以维持迅速下跌，欧线和美线运价在底部剧烈波动。三季度欧线和美线运价分别为 635 美元/TEU 和 1425 美元/FEU，环比分别上涨 46% 和下跌 7%。**亚洲内部市场呈复苏态势，**9 月中日航线和中国至东南亚航线运价是近 5 个多来首次环比上涨。主要受益于供给增速的放缓。**油价下跌利好：**三季度船用燃油价格下跌了近 50 美元/吨，利好集运公司。

图表 13：油运运价仍在高位



资料来源：Clarkson，中金公司研究部

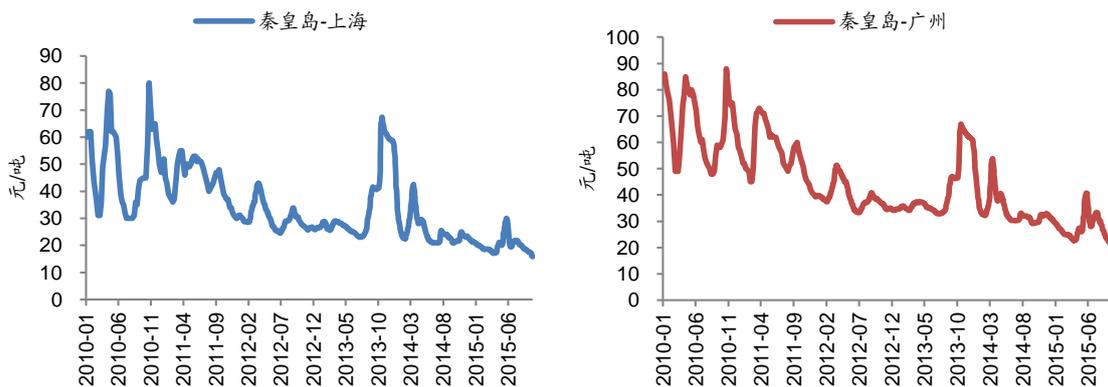
图表 14：干散货市场三季度环比改善



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

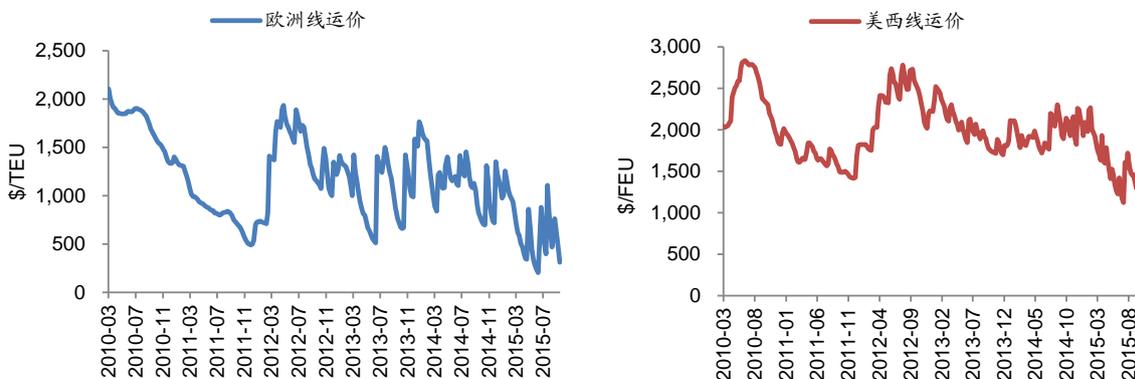


图表 15: 沿海煤运运价



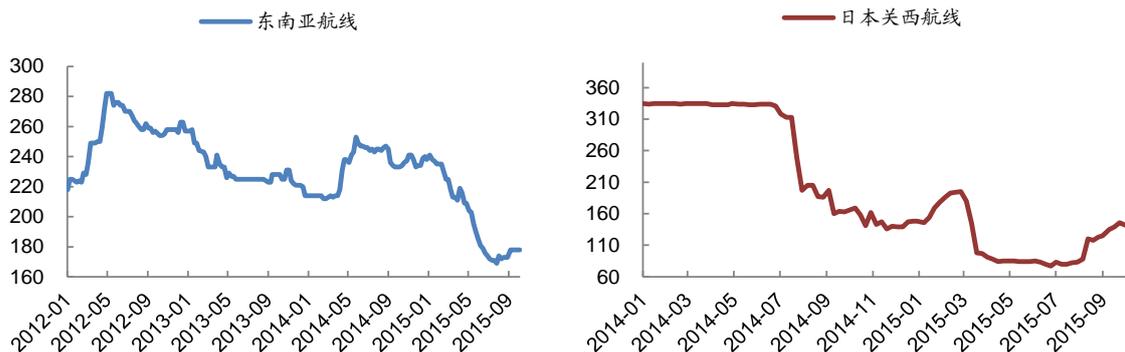
资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

图表 16: 欧线/美线运价底部剧烈波动



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

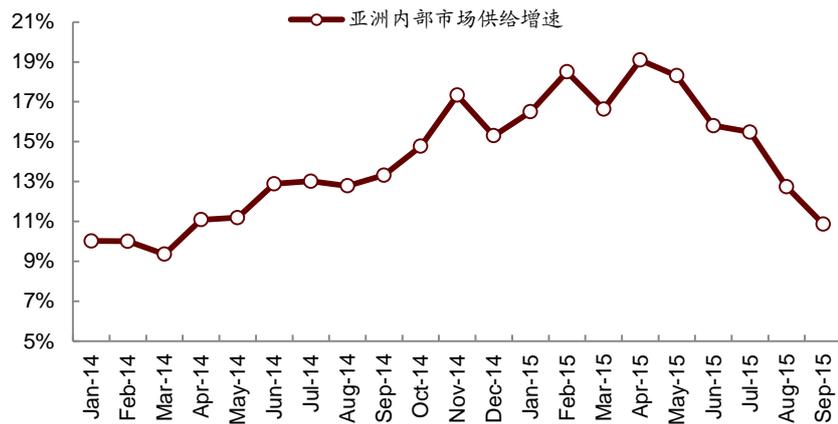
图表 17: 亚洲内部市场运价复苏



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部



图表 18：亚洲内部集运市场供给增速放缓



资料来源：Alphaliner，中金公司研究部

重点公司三季度业绩预览

招商轮船 (601872.SH)：上调盈利预测 15%至 22.7 亿元

公司公布三季度盈利预报，第三季度实现盈利约 10.1~11 亿元，扣除 7.4 亿元拆船补贴后，经营性盈利为 2.7~3.6 亿元。公司前三季度将实现盈利 15.7~16.6 亿元，其中经营性盈利为 8.3~9.2 亿元，四季度传统旺季，业绩将超前三季度。我们上调全年盈利预测 15%至 22.7 亿元。四季度盈利超预期可能性大，运价每上涨 1 万美元/天，公司季度盈利将增加 1 亿元。如果四季度运价均维持在 10 万美元/天，公司四季度盈利将环比增加 4 亿元，达 7.2 亿元。

公司目前估值为 18 倍市盈率和 3 倍市净率。我们暂维持中性评级。根据媒体报道²，招商局可能与中外运长航集团合并，建议关注招商轮船的交易性机会。

图表 19：招商轮船盈利预测调整

| (百万人民币) | | 2015E | 2016E |
|----------|--------|-------|-------|
| 营业收入 | 调整前 | 5,989 | 5,506 |
| | 调整后 | 6,222 | 5,580 |
| | (+/-%) | 4% | 1% |
| 净利润 | 调整前 | 1,975 | 1,569 |
| | 调整后 | 2,269 | 1,569 |
| | (+/-%) | 15% | 0% |
| 每股盈利 (元) | 调整前 | 0.37 | 0.30 |
| | 调整后 | 0.43 | 0.30 |
| | (+/-%) | 15% | 0% |
| 市盈率 | 调整前 | 20.7 | 26.1 |
| | 调整后 | 18.0 | 26.1 |
| | (+/-%) | -13% | 0% |

资料来源：公司资料，中金公司研究部

² <http://finance.sina.com.cn/stock/hyyj/20150902/155123150651.shtml>



海丰国际 (1308.HK): 三季度盈利改善, 受益于油价下跌和运价上涨

随着亚洲内部市场供需结构的改善, 运价呈复苏趋势, 公司三季度运价将环比增长5~6%, 增厚盈利约600万美元。三季度船用燃油价格下跌50美元/吨, 预计增厚公司盈利500万美元。我们预计公司第三季度盈利约为4,500万美元, 环比和同比分别增长33%和26%; 前三季度盈利将达1.2亿美元, 增速达27%。

目前公司对应2015年盈利8.1倍和1.6倍市净率, 处于历史低位; 50%的股息支付率对应6.1%的分红收益率, 很有吸引力, 且公司的股息支付率很有可能超预期(2014年为61%), 如果2015年支付率达60%, 股息收益率将达7.4%。维持确信买入评级, 目标价7.7港元, 对应2016年12.8倍市盈率。

图表 20: 航运可比公司估值表

| 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 | | | | | | | | | | | | | | | |
| 招商轮船* | 中性 | 7.72 | CNY | 0.04 | 0.43 | 0.30 | 180.2 | 18.0 | 26.1 | 3.6 | 3.0 | 2.8 | 2.0 | 16.6 | 10.6 |
| 平均值 | | | | 0.08 | 0.27 | 0.25 | 180.2 | 18.0 | 26.1 | 3.6 | 3.0 | 2.8 | 2.0 | 16.6 | 10.6 |
| 中值 | | | | 0.09 | 0.31 | 0.25 | 180.2 | 18.0 | 26.1 | 3.6 | 3.0 | 2.8 | 2.0 | 16.6 | 10.6 |
| H股航运公司 | | | | | | | | | | | | | | | |
| 海丰国际* | 确信买入 | 4.23 | USD | 0.05 | 0.07 | 0.08 | 11.8 | 8.1 | 6.4 | 1.5 | 1.5 | 1.4 | 12.8 | 18.6 | 21.5 |
| 平均值 | | | | 0.05 | 0.05 | 0.23 | 184.1 | 125.0 | 15.1 | 1.4 | 1.5 | 1.3 | 2.3 | 2.2 | 9.0 |
| 中值 | | | | 0.05 | 0.05 | 0.23 | 184.1 | 125.0 | 15.1 | 1.4 | 1.5 | 1.3 | 2.3 | 2.2 | 9.0 |
| 国际集运可比公司 | | | | | | | | | | | | | | | |
| OOCL | n.a | 38.50 | USD | 0.50 | 0.58 | 0.70 | 9.9 | 8.5 | 7.1 | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 6.6 | 7.3 | 8.2 |
| Yang Ming | n.a | 10.15 | TWD | 0.11 | 0.30 | 0.43 | 95.8 | 33.8 | 23.7 | 0.9 | 0.9 | 0.9 | 0.9 | 2.7 | 3.6 |
| Evergreen | n.a | 14.95 | TWD | 0.34 | 0.76 | 0.90 | 44.4 | 19.6 | 16.6 | 0.9 | 0.8 | 0.8 | 2.0 | 4.3 | 5.0 |
| Wan Hai | n.a | 22.30 | TWD | 2.33 | 2.44 | 2.42 | 9.6 | 9.1 | 9.2 | 1.4 | 1.3 | 1.2 | 14.8 | 14.5 | 12.8 |
| MISC Berhad | n.a | 8.90 | MYR | 0.42 | 0.55 | 0.58 | 21.4 | 16.2 | 15.3 | 1.5 | 1.3 | 1.2 | 6.9 | 8.1 | 8.0 |
| RCL | n.a | 7.00 | THB | 0.25 | 0.61 | 0.74 | 28.3 | 11.6 | 9.5 | 0.6 | 0.5 | n.a | 2.0 | 4.7 | n.a |
| NOL | n.a | 1.05 | USD | -0.04 | -0.03 | 0.01 | -24.4 | n.a | 75.0 | 1.4 | 1.1 | 1.0 | -5.7 | n.a | 1.4 |
| 平均值 | | | | | | | 26.1 | 17.5 | 24.5 | 1.1 | 1.0 | 1.0 | 4.3 | 7.4 | 6.5 |
| 中值 | | | | | | | 15.6 | 16.2 | 16.0 | 1.1 | 1.0 | 1.0 | 4.3 | 7.3 | 6.5 |
| 国际散货可比公司 | | | | | | | | | | | | | | | |
| DIANA SHIPPING | n.a | 7.01 | USD | -0.23 | -0.73 | -0.77 | -30.1 | -9.7 | -9.2 | 0.4 | 0.5 | 0.5 | -1.3 | -4.7 | -5.1 |
| DRYSHIPS INC | n.a | 0.23 | USD | 0.05 | 0.08 | 0.00 | 4.9 | 2.8 | n.a | 0.0 | 0.1 | 0.1 | 0.7 | 2.2 | n.a |
| KAWASAKI KISEN | n.a | 274.00 | USD | 16.14 | 29.90 | 24.43 | 17.0 | 9.2 | 11.2 | 0.7 | 0.6 | 0.6 | 4.1 | 6.8 | 5.0 |
| PRECIOUS SHIPPIN | n.a | 7.05 | JPY | 0.00 | -0.60 | -0.25 | -2350.0 | -11.7 | -27.8 | 0.6 | 0.7 | 0.7 | 0.0 | -5.7 | -2.4 |
| PACIFIC BASIN | n.a | 2.34 | USD | -0.07 | -0.01 | 0.01 | n.a | n.a | -1.2 | n.a | 0.5 | 0.0 | n.a | n.a | 1.8 |
| SINOTRANS SHIPPI | n.a | 1.66 | USD | 0.01 | 0.00 | 0.01 | 35.7 | n.a | 26.7 | n.a | 0.4 | 0.4 | n.a | n.a | 1.5 |
| 平均值 | | | | | | | -387.3 | -2.3 | 0.0 | 0.4 | 0.5 | 0.4 | 0.9 | -0.4 | 0.2 |
| 中值 | | | | | | | 1.8 | -3.4 | -1.2 | 0.5 | 0.5 | 0.4 | 0.3 | -1.3 | 1.5 |
| 国际油轮可比公司 | | | | | | | | | | | | | | | |
| TEEKAY SHIPPING | n.a | 34.00 | USD | -0.35 | 2.18 | 1.96 | -97.7 | 15.6 | 17.4 | 2.3 | 1.5 | 0.9 | -2.4 | 9.4 | 5.1 |
| FRONTLINE LTD | n.a | 3.26 | USD | -0.37 | 0.47 | 0.16 | -8.9 | 7.0 | 20.6 | -4.2 | 2.5 | 2.3 | 47.3 | 35.8 | 10.9 |
| SHIP FINANCE | n.a | 17.32 | USD | 1.37 | 2.17 | 2.09 | 12.7 | 8.0 | 8.3 | 1.4 | n.a | n.a | 10.8 | n.a | n.a |
| TSAKOS ENERGY | n.a | 9.00 | USD | 0.33 | 1.79 | 1.78 | 26.9 | 5.0 | 5.1 | 0.6 | 0.6 | 0.5 | 2.2 | 11.3 | 10.6 |
| NORDIC AMER TANK | n.a | 15.49 | USD | -0.04 | 1.41 | 0.86 | -368.8 | 11.0 | 18.0 | 1.5 | 1.6 | 1.6 | -0.4 | 14.3 | 8.7 |
| 平均值 | | | | | | | -106.7 | 9.9 | 12.2 | 1.4 | 1.2 | 1.0 | 2.6 | 11.7 | 8.1 |
| 中值 | | | | | | | -42.5 | 9.5 | 12.8 | 1.4 | 1.5 | 0.9 | 0.9 | 11.3 | 8.7 |

注: *数据为中金预测, 其他为市场预测数据, 来自彭博资讯

资料来源: 彭博资讯, 公司资料, 中金公司研究部



铁路：基本面疲弱，三季度业绩将下滑，关注改革进程

三季度基本面未见改善，铁路货运量降幅呈扩大趋势。2015年8月铁路货运量同比下降15%，降幅超过7月-11%和上半年的-10%。运量下滑将拉低铁路运输公司业绩。

大秦铁路（601006.SH）：三季度业绩有下滑风险，但投资价值依然明确

三季度大秦线运量同比下滑14%，低于二季度的-11%和一季度-6%，降幅进一步扩大；前三季度运量累计下滑10%。我们预计运价上涨也难以抵消运量下滑带来的影响，公司三季度业绩同比存在下滑风险，我们预计同比下滑5%。

我们维持大秦铁路的确信买入评级，目标价12.3元，对应2016年14倍市盈率：1) 公司目前股价对应2015年9.5倍市盈率，在基础设施板块中非常便宜；2) 公司分红收益率达5.3%；3) 大秦铁路内部的太原局资产可以受益于降本增效的改革；4) 未来的铁路改革中，大秦很可能获得资产注入。

我们预计广深铁路（601333.SH）和铁龙物流（600125.SH）三季度业绩将同比下滑。广深铁路7~8月旅客发送量和货运量分别同比下滑3%/2%。三季度宏观经济未见明显改善，我们预计铁龙物流货运业务仍将延续上半年同比下滑的趋势。

图表 21：铁路货运量同比增速



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 22：大秦线运量同比增速



资料来源：万得资讯，中金公司研究部



图表 23：铁路可比公司估值表

| 公司 | 评级 | 股价 | 市盈率 (X) | | | 市净率 (X) | | | 净资产收益率 (%) | | | 现金分红收益率 (%) | | |
|---------------------------|------|--------|-------------|-------------|-------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|------------|
| | | | 2015/08/26 | 2014 | 2015E | 2016E | 2014 | 2015E | 2016E | 2014 | 2015E | 2016E | 2014 | 2015E |
| A股铁路上市公司 | | | | | | | | | | | | | | |
| 大秦铁路* | 确信买入 | 9.3 | 9.7 | 9.5 | 10.6 | 1.6 | 1.5 | 1.4 | 16.9 | 15.9 | 13.5 | 5.2 | 5.3 | 4.7 |
| 广深铁路* | 中性 | 4.69 | 50.2 | 34.5 | 31.6 | 1.2 | 1.2 | 1.2 | 2.5 | 3.5 | 3.8 | 1.1 | 1.3 | 1.4 |
| 铁龙物流* | 中性 | 9.85 | 37.6 | 37.3 | 34.0 | 2.6 | 2.5 | 2.4 | 6.9 | 6.6 | 7.1 | 0.8 | 0.6 | 0.6 |
| 平均值 | | | 32.5 | 27.1 | 25.4 | 1.8 | 1.7 | 1.7 | 8.8 | 8.7 | 8.1 | 2.3 | 2.4 | 2.3 |
| 中值 | | | 37.6 | 34.5 | 31.6 | 1.6 | 1.5 | 1.4 | 6.9 | 6.6 | 7.1 | 1.1 | 1.3 | 1.4 |
| H股铁路上市公司 | | | | | | | | | | | | | | |
| 广深铁路* | 中性 | 3.37 | 28.9 | 20.5 | 19.0 | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 2.5 | 3.5 | 3.8 | 1.9 | 2.1 | 2.3 |
| 亚洲 | | | | | | | | | | | | | | |
| 地铁公司 | | 34.45 | 18.5 | 18.6 | 18.6 | 1.3 | 1.2 | 1.2 | 7.0 | 6.5 | 6.5 | 2.8 | 3.2 | 3.2 |
| Container Corp of India | | 1,489 | 29.2 | 28.7 | 28.7 | 4.2 | 3.8 | 3.8 | 14.9 | 13.7 | 13.7 | 0.9 | 0.9 | 0.9 |
| SMRT Corp | | 1.365 | 33.3 | 22.0 | 22.0 | 2.5 | 2.4 | 2.4 | 7.8 | 11.5 | 11.5 | 1.4 | 2.3 | 2.3 |
| 平均值 | | | 23.5 | 21.1 | 21.1 | 2.3 | 2.1 | 2.1 | 10.0 | 10.2 | 10.2 | 1.3 | 1.5 | 1.5 |
| 中值 | | | 22.1 | 21.4 | 21.4 | 2.0 | 1.9 | 1.9 | 8.1 | 9.1 | 9.1 | 1.1 | 1.1 | 1.1 |
| 美洲 | | | | | | | | | | | | | | |
| Union Pacific | | 92.91 | 16.4 | 16.6 | 16.6 | 3.8 | 3.9 | 3.9 | 23.8 | 23.7 | 23.7 | 2.0 | 2.5 | 2.5 |
| Norfolk Southern | | 78.23 | 12.2 | 14.9 | 14.9 | 2.0 | 2.0 | 2.0 | 16.8 | 13.2 | 13.2 | 2.8 | 3.0 | 3.0 |
| CSX Corp | | 27.19 | 14.2 | 13.6 | 13.6 | 2.4 | 2.3 | 2.3 | 17.7 | 17.0 | 17.0 | 2.3 | 2.6 | 2.6 |
| Canadian National Railway | | 77.42 | 20.9 | 18.2 | 18.2 | 4.6 | 4.4 | 4.4 | 22.2 | 24.5 | 24.5 | 1.3 | 1.6 | 1.6 |
| Canadian Pacific Railway | | 194.95 | 23.2 | 18.9 | 18.9 | 4.6 | 6.4 | 6.4 | 20.1 | 31.8 | 31.8 | 0.7 | 0.7 | 0.7 |
| 平均值 | | | 17.4 | 16.4 | 16.4 | 3.5 | 3.8 | 3.8 | 20.1 | 22.1 | 22.1 | 1.8 | 2.1 | 2.1 |
| 中值 | | | 16.4 | 16.6 | 16.6 | 3.8 | 3.9 | 3.9 | 20.1 | 23.7 | 23.7 | 2.0 | 2.5 | 2.5 |
| 全球铁路平均值 | | | 23.6 | 20.7 | 20.3 | 2.5 | 2.5 | 2.5 | 12.5 | 13.2 | 13.1 | 1.7 | 1.9 | 1.9 |
| 全球铁路中值 | | | 21.5 | 19.0 | 18.9 | 2.2 | 2.0 | 2.0 | 12.1 | 12.4 | 12.4 | 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

资料来源：彭博资讯，公司资料，中金公司研究部



机场：生命周期决定业绩表现，精选个股

三季度回顾：产能富余机场优势明显

今年航空需求整体回暖，1~7月前40大机场旅客吞吐量同比增长10.0%，较去年同期增幅加快0.3个百分点。上市公司方面，三季度生产量增幅普遍不及全年累计水平，我们认为主要原因是：1) 暑运旺季各机场飞机起降架次、旅客吞吐量绝对值较高，上市机场产能普遍比较紧张，限制流量；2) 航空公司暑运期间将商务城市运力调减至旅游城市（从数据可见，厦门空港三季度增速较累计增速的降幅也明显小于其他机场）。

产能富余机场明显受益。分公司来看，产能富余的上海机场、深圳机场三季度旅客量增幅为14.1%和8.6%，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，以及日韩游需求火爆带来的地理位置优势造成。厦门空港跑道产能逐步饱和，三季度旅客量同比增长4.5%。而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，三季度旅客吞吐量增幅仅为3.7%和-0.7%。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，预计三季度业绩同比大幅增长78.8%至1.18亿元，合每股0.06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，预计三季度业绩同比增长19.9%至6.60亿元，合每股0.34元。白云机场产能受限，增速依然靠后，但考虑其航线结构改善助力单位收入提升、高经营杠杆持续，预计三季度业绩同比增长8.8%至2.40亿元，合每股0.21元。厦门空港T4投产带来人工、水电、折旧成本大幅上升，预计三季度营业利润率环比继续改善，但业绩同比下滑11.1%至1.10亿元，合每股0.37元。

图表 24：2015 年三季度及累计机场营运数据

| 机场 | 旅客吞吐量 (千人) | | | | 起降架次 (千次) | | | | 货邮吞吐量 (千吨) | | | |
|----|--------------|--------------|-----------|-----------|--------------|--------------|-----------|-----------|--------------|--------------|-----------|-----------|
| | 3Q15 | 3Q14 | 同比 增速 | 增幅 变化 | 3Q15 | 3Q14 | 同比 增速 | 增幅 变化 | 3Q15 | 3Q14 | 同比 增速 | 增幅 变化 |
| 浦东 | 10,894 | 9,551 | 14.1% | 6.5ppt | 79 | 72 | 8.8% | 0.5ppt | 549 | 547 | 0.3% | -12.0ppt |
| 深圳 | 10,177 | 9,372 | 8.6% | -3.1ppt | 79 | 75 | 5.4% | -6.5ppt | 261 | 252 | 3.8% | -1.6ppt |
| 厦门 | 5,684 | 5,439 | 4.5% | 1.0ppt | 46 | 45 | 2.6% | 0.4ppt | 76 | 76 | 0.5% | -0.7ppt |
| 北京 | 23,595 | 22,746 | 3.7% | 1.9ppt | 150 | 150 | 0.3% | -1.9ppt | / | / | n.a. | n.a. |
| 广州 | 13,973 | 14,076 | -0.7% | -4.1ppt | 105 | 107 | -1.9% | -7.2ppt | 392 | 374 | 4.8% | -7.1ppt |
| | 2015. | 2014. | 同比 | 增幅 | 2015. | 2014. | 同比 | 增幅 | 2015. | 2014. | 同比 | 增幅 |
| | 1Q~3Q | 1Q~3Q | 增速 | 变化 | 1Q~3Q | 1Q~3Q | 增速 | 变化 | 1Q~3Q | 1Q~3Q | 增速 | 变化 |
| 浦东 | 39,884 | 34,021 | 17.2% | 9.5ppt | 296 | 263 | 12.6% | 6.0ppt | 1,121 | 1,056 | 6.2% | -5.4ppt |
| 深圳 | 29,614 | 26,579 | 11.4% | 0.8ppt | 228 | 210 | 8.8% | -1.1ppt | 740 | 702 | 5.3% | 0.4ppt |
| 厦门 | 16,480 | 15,724 | 4.8% | -1.3ppt | 135 | 130 | 3.4% | -1.7ppt | 229 | 227 | 1.1% | -2.9ppt |
| 北京 | 67,662 | 64,321 | 5.2% | 3.3ppt | 441 | 434 | 1.7% | -0.8ppt | / | / | n.a. | n.a. |
| 广州 | 41,273 | 40,794 | 1.2% | -2.9ppt | 307 | 307 | -0.2% | -4.7ppt | 1,121 | 1,056 | 6.2% | -5.4ppt |

资料来源：万得资讯，中金公司研究部 注：*浦东机场数据为7~8月和1~8月



展望：稳步向上，仍需精选个股

我们认为 2015 年机场行业稳步向上，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；厦门空港 T4 航站楼投产，租赁及特许权收入已随非航面积增加大幅增长。
- ▶ **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，我们继续推荐产能富余的上海机场和厦门空港。

持续推荐上海机场：1) 处于资本开支空窗期，享受高经营杠杆；2) 分流风险减少，成本上升、分红下降已成基数，三期扩建未有定论且自有资金足够支撑，这些压制业绩和估值的负面因素逐渐消除，未来盈利增幅逐年加速；3) 基本面堪比国际机场，但估值仅为他们的 7 折，沪港通开启估值有望修复；迪士尼增厚业绩；配合国企改革、出境游升温，未来看点多。**维持推荐评级和目标价 38.0 元不变**，对应 24x 2016 市盈率。

推荐厦门空港：生命周期触底回升、腹地支撑强劲增长、自贸区提供长期利好。对比其他 A 股上市机场，公司营业利润率和 ROAE 均处于触底反弹状态，未来 3 年趋势向上。**维持推荐评级和目标价 35.0 元不变**，对应 23x 2016 市盈率。

深圳机场虽然处于生命周期向上阶段、未来享受经营杠杆、业绩增长稳健，但下半年产能受限、未来 AB 楼转商用的想象空间有限、估值远高于其他机场，**维持中性评级和目标价 9.5 元不变**，对应 31x 2016 年市盈率。**白云机场和首都机场**产能瓶颈显现，生产量增幅放缓，基本面压制估值，继续**维持中性评级和目标价人民币 16 元/港币 9 港元不变**，对应 15x/16x 2016 年市盈率。

风险：经济增长低于预期，影响航空需求。



图表 25：机场产能利用率（2014 年年度数据）

| | 跑道 | 航站楼 |
|----|-----|------|
| 浦东 | 50% | 86% |
| 深圳 | 71% | 81% |
| 广州 | 86% | 137% |
| 厦门 | 87% | 65% |
| 虹桥 | 90% | 95% |
| 首都 | 97% | 96% |

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 26：机场可比公司估值

| 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 14-16 | PEG 15E |
|-----------------|-----|--------|----------------|------------|------|-------|------|------------|-----|------|------|-----------------|------|------|------|----------------|-----|------|------|---------------|------------|
| | | | | 13A | 14A | 15E | 16E | 13A | 14A | 15E | 16E | 13A | 14A | 15E | 16E | 13A | 14A | 15E | 16E | | |
| A股机场上市公司 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 上海机场* | RMB | 29.11 | 8,840 | 30.0 | 26.8 | 22.8 | 18.6 | 3.3 | 3.0 | 2.8 | 2.5 | 11.4 | 11.8 | 12.7 | 14.1 | 1.0 | 1.2 | 1.4 | 1.7 | 20% | 0.9 |
| 白云机场* | RMB | 13.04 | 2,363 | 16.8 | 13.8 | 13.2 | 11.8 | 1.9 | 1.8 | 1.6 | 1.5 | 12.0 | 13.5 | 13.0 | 13.1 | 2.8 | 2.2 | 2.3 | 2.5 | 8% | 1.5 |
| 深圳机场* | RMB | 7.24 | 2,340 | 24.4 | 45.7 | 32.6 | 24.0 | 1.6 | 1.5 | 1.5 | 1.4 | 6.6 | 3.4 | 4.6 | 6.0 | 0.4 | 0.3 | 0.6 | 1.0 | 38% | 0.6 |
| 厦门空港* | RMB | 20.15 | 946 | 13.6 | 13.1 | 14.8 | 13.4 | 2.4 | 2.2 | 2.0 | 1.8 | 18.4 | 17.2 | 13.9 | 13.9 | 2.2 | 2.3 | 2.1 | 2.3 | -1% | n.m. |
| 平均值 | | | | 21.2 | 24.8 | 20.8 | 17.0 | 2.3 | 2.1 | 2.0 | 1.8 | 12.1 | 11.5 | 11.1 | 11.8 | 1.6 | 1.5 | 1.6 | 1.9 | 16% | 1.0 |
| 中值 | | | | 20.6 | 20.3 | 18.8 | 16.0 | 2.1 | 2.0 | 1.8 | 1.6 | 11.7 | 12.7 | 12.8 | 13.5 | 1.6 | 1.7 | 1.7 | 2.0 | 14% | 0.9 |
| H股机场上市公司 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 北京机场* | HKD | 7.96 | 4,448 | 20.3 | 19.8 | 17.6 | 15.2 | 1.7 | 1.6 | 1.6 | 1.5 | 8.5 | 8.3 | 9.2 | 10.0 | 2.0 | 2.0 | 2.3 | 2.6 | 14% | 1.1 |
| 美兰机场 | HKD | 9.62 | 587 | 10.4 | 10.8 | n.a. | n.a. | 1.3 | 1.3 | n.a. | n.a. | 13.5 | 12.1 | n.a. | n.a. | 1.1 | 2.3 | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. |
| 平均值 | | | | 15.4 | 15.3 | 17.6 | 15.2 | 1.5 | 1.4 | 1.6 | 1.5 | 11.0 | 10.2 | 9.2 | 10.0 | 1.5 | 2.2 | 2.3 | 2.6 | 14% | 1.1 |
| 中值 | | | | 15.4 | 15.3 | 17.6 | 15.2 | 1.5 | 1.4 | 1.6 | 1.5 | 11.0 | 10.2 | 9.2 | 10.0 | 1.5 | 2.2 | 2.3 | 2.6 | 14% | 1.1 |
| 国际机场上市公司 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 巴黎机场 | EUR | 109.70 | 12,415 | 35.6 | 27.0 | 24.5 | 21.9 | 2.9 | 2.7 | 2.6 | 2.5 | 8.0 | 10.3 | 11.0 | 11.5 | 1.7 | 2.2 | 2.4 | 2.7 | 11% | 2.0 |
| 泰国机场 | THB | 300.00 | 12,172 | 31.0 | 35.1 | 27.3 | 24.0 | 4.7 | 4.4 | 4.0 | 3.6 | 19.3 | 13.0 | 15.3 | 15.8 | 1.5 | 1.1 | 1.4 | 1.7 | 21% | 1.1 |
| 悉尼机场 | AUD | 6.08 | 9,947 | 467.7 | 55.3 | 55.8 | 51.5 | 7.0 | 8.9 | 12.1 | 17.8 | 1.5 | 3.4 | 19.1 | 98.5 | 3.7 | 3.9 | 4.2 | 4.7 | 4% | 14.4 |
| 法兰克福机场 | EUR | 56.74 | 5,995 | 23.6 | 20.8 | 19.2 | 17.0 | 1.7 | 1.6 | 1.6 | 1.5 | 7.4 | 7.5 | 8.3 | 9.1 | 2.2 | 2.4 | 2.4 | 2.7 | 11% | 1.6 |
| 奥克兰机场 | NZD | 5.00 | 4,090 | 43.1 | 29.9 | 33.3 | 31.1 | 2.6 | 2.0 | 2.0 | 2.0 | 7.2 | 8.0 | 5.9 | 6.3 | 2.4 | 8.3 | 3.0 | 3.2 | -2% | n.m. |
| 苏黎世机场 | CHF | 684.50 | 4,423 | 24.4 | 20.4 | 19.4 | 18.7 | 2.0 | 2.0 | 1.9 | 1.7 | 7.0 | 9.8 | 9.4 | 9.5 | 1.5 | 2.0 | 2.2 | 2.4 | 4% | 4.2 |
| 马来西亚机场 | MYR | 5.42 | 2,181 | 18.1 | 10.3 | 104.2 | 48.8 | 1.5 | 1.2 | 1.1 | 1.1 | 8.4 | 13.4 | 0.5 | 1.6 | 2.1 | 1.1 | 1.1 | 1.4 | -54% | n.m. |
| 维也纳机场 | EUR | 81.76 | 1,964 | 23.4 | 20.8 | 18.3 | 16.3 | 1.9 | 1.8 | 1.7 | 1.6 | 8.3 | 8.9 | 9.7 | 10.3 | 1.6 | 2.0 | 2.7 | 3.2 | 13% | 1.3 |
| 威尼斯机场 | EUR | 13.06 | 827 | 29.2 | 26.4 | 23.6 | 21.3 | 3.2 | 3.2 | 3.3 | 3.3 | 9.3 | 12.8 | 13.5 | 14.1 | 3.7 | 3.9 | 3.9 | 4.0 | 11% | 1.9 |
| 平均值 | | | | 77.4 | 27.3 | 36.2 | 27.9 | 3.1 | 3.1 | 3.4 | 3.9 | 8.5 | 9.7 | 10.3 | 19.6 | 2.3 | 3.0 | 2.6 | 2.9 | 2% | 3.8 |
| 中值 | | | | 29.2 | 26.4 | 24.5 | 21.9 | 2.6 | 2.0 | 2.0 | 2.0 | 8.0 | 9.8 | 9.7 | 10.3 | 2.1 | 2.2 | 2.4 | 2.7 | 11% | 1.9 |

*数据为中金预测，其他为市场预测数据，来自彭博资讯和Wind

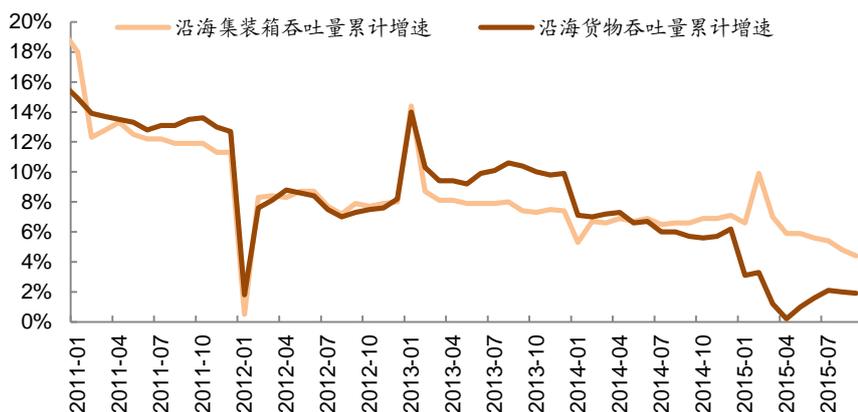
资料来源：彭博资讯，公司数据，中金公司研究部



港口：基本面趋弱，三季度业绩增速放缓

受疲弱的出口影响，集装箱吞吐量增速放缓，三季度沿海集装箱港口吞吐量同比增速2.6%，环比与二季度持平；前三季度累计增速4.4%，低于去年同期的6.6%和全年的7.1%。1~8月外贸箱累计增速4.5%，低于1~7月的5.1%和上半年的5.4%。散杂货依然疲弱，但表现各异：铁矿石进口增速缓慢复苏，三季度进口同比增长1.8%，较二季度的-4%有所改善；前三季度累计进口量基本与去年持平；下水煤降幅仍在扩大，1~8月北方七港下水煤累计增速-5.4%，低于1~7月的-4.5%和上半年的-3.9%。

图表 27：沿海集装箱和货物吞吐量累计增速



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

目前 A 股港口中我们仅推荐上港集团 (600018.SH)：三季度箱量同比增速 3%，前三季度累计增速 3.6%，低于去年同期的 4.9%。但考虑到去年三季度费用控制带来的高盈利基数，预计今年三季度业绩同比将轻微下滑，但房地产业务和上海银行投资收益存在超预期可能。公司在股市的大幅动荡中表现稳健，三季度以来跑赢大盘 14 个点，凸显良好的防御性价值，因此我们暂维持推荐评级。目标价 8.61 元，对应 2016 年估值 25 倍市盈率，目前估值 23.5 倍市盈率。

我们维持对天津港、宁波港和唐山港的中性评级。天津港和宁波港三季度业绩同比将下滑。天津港主要受 8 月化工仓库爆炸影响，三季度集装箱吞吐量同比下降 16%。宁波港集装箱吞吐量增速大幅放缓，前三季度累计增速 7.1% (去年同期 12%)；散杂货吞吐量的大幅下降将拖累业绩。唐山港下半年开始计提新投产泊位的折旧成本，且散杂货增速放缓，预计盈利增速呈个位数增长。



图表 28：港口可比公司估值

| | 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 | | |
|--------------------|-----|-------|------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|-----------|-----------|
| | | | 2014 | 2015E | 2016E | 2014 | 2015E | 2016E | 2014 | 2015E | 2016E | 2014 | 2015E | 2016E | 2014 | 2015E | 2016E |
| 国际港口公司 | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Stobart Group LTD. | n.a | 1.11 | GBP | n.a | 0.03 | 0.05 | n.a | 37.1 | 21.4 | n.a | n.a | n.a | n.a | n.a | n.a | 5% | 5% |
| Port of TAURANGA | n.a | 16.85 | NZD | 0.59 | 0.57 | 0.59 | 28.7 | 29.5 | 28.6 | 2.8 | 2.8 | 2.6 | 10% | 9% | 9% | 3% | 3% |
| ICT SI | n.a | 77.70 | USD | 0.08 | 0.08 | 0.10 | 21.6 | 21.6 | 18.6 | 2.8 | 2.6 | 2.3 | 13% | 12% | 13% | 0% | 0% |
| 平均值 | | | | 0.33 | 0.23 | 0.25 | 25.1 | 29.4 | 22.9 | 2.8 | 2.7 | 2.5 | 11% | 11% | 11% | 1% | 3% |
| 中值 | | | | 0.33 | 0.08 | 0.10 | 25.1 | 29.5 | 21.4 | 2.8 | 2.7 | 2.5 | 11% | 11% | 11% | 1% | 3% |
| H股港口公司 | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 青岛港* | 推荐 | 3.81 | CNY | 0.33 | 0.40 | 0.42 | 9.2 | 7.8 | 7.6 | 1.3 | 1.2 | 1.1 | 14% | 15% | 14% | 6% | 5% |
| 招商局国际* | 推荐 | 26.70 | HKD | 1.59 | 1.67 | 1.82 | 16.7 | 16.0 | 14.6 | 1.1 | 1.2 | 1.1 | 7% | 7% | 8% | 3% | 3% |
| 厦门国际港务* | 中性 | 2.21 | CNY | 0.16 | 0.13 | 0.12 | 11.2 | 14.0 | 14.6 | 1.0 | 1.0 | 1.0 | 9% | 7% | 7% | 3% | 3% |
| 中远太平洋* | 中性 | 10.03 | USD | 0.10 | 0.11 | 0.12 | 12.7 | 11.9 | 10.7 | 0.8 | 0.8 | 0.7 | 6% | 6% | 7% | 3% | 3% |
| 大连港 | n.a | 2.72 | CNY | 0.14 | 0.12 | 0.13 | 15.5 | 18.8 | 17.5 | 0.7 | 0.8 | 0.7 | 4% | 4% | 4% | 2% | 2% |
| 平均值 | | | | 1.31 | 1.31 | 1.46 | 12.1 | 12.3 | 11.5 | 1.0 | 1.0 | 0.9 | 9% | 9% | 9% | 5% | 4% |
| 中值 | | | | 0.24 | 0.27 | 0.28 | 11.3 | 11.9 | 10.7 | 1.1 | 1.0 | 1.0 | 7% | 7% | 7% | 3% | 3% |
| A股沿海集装箱港口公司 | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 上港* | 推荐 | 7.36 | CNY | 0.30 | 0.31 | 0.34 | 24.8 | 23.5 | 21.4 | 3.1 | 2.9 | 2.7 | 12% | 12% | 12% | 2% | 2% |
| 深赤湾A | n.a | 26.69 | CNY | 0.73 | n.a | n.a | 36.6 | n.a | n.a | 4.1 | n.a | n.a | 11% | n.a | n.a | 1% | n.a |
| 盐田港 | n.a | 8.06 | CNY | 0.21 | 0.23 | n.a | 38.4 | 35.0 | n.a | 2.7 | 2.5 | n.a | 7% | 7% | n.a | 0% | 0% |
| 深赤湾B | n.a | 19.59 | CNY | 0.73 | n.a | n.a | 26.8 | n.a | n.a | 3.0 | n.a | n.a | 11% | n.a | n.a | n.a | n.a |
| 平均值 | | | | 0.49 | 0.27 | 0.34 | 31.6 | 29.3 | 21.4 | 3.2 | 2.7 | 2.7 | 10% | 10% | 12% | 1% | 1% |
| 中值 | | | | 0.51 | 0.27 | 0.34 | 31.7 | 29.3 | 21.4 | 3.0 | 2.7 | 2.7 | 11% | 10% | 12% | 1% | 1% |
| A股沿海综合港口公司 | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 天津港* | 中性 | 10.73 | CNY | 0.69 | 0.77 | 0.81 | 15.7 | 14.0 | 13.3 | 1.3 | 1.2 | 1.2 | 8% | 9% | 9% | 2% | 2% |
| 宁波港* | 中性 | 8.16 | CNY | 0.22 | 0.23 | 0.25 | 37.1 | 36.2 | 33.0 | 3.4 | 3.2 | 3.0 | 9% | 9% | 9% | 1% | 1% |
| 大连港 | n.a | 5.87 | CNY | 0.14 | 0.12 | 0.13 | 41.9 | 48.9 | 45.2 | 1.9 | 2.0 | 1.9 | 4% | n.a | n.a | 1% | 1% |
| 连云港 | n.a | 6.88 | CNY | n.a | 0.16 | 0.18 | n.a | 43.0 | 38.2 | n.a | n.a | n.a | n.a | n.a | n.a | n.a | n.a |
| 平均值 | | | | 0.35 | 0.32 | 0.34 | 31.6 | 35.5 | 32.4 | 2.2 | 2.1 | 2.0 | 7% | 9% | 9% | 1% | 1% |
| 中值 | | | | 0.22 | 0.19 | 0.21 | 37.1 | 39.6 | 35.6 | 1.9 | 2.0 | 1.9 | 8% | 9% | 9% | 1% | 1% |
| A股沿海散杂货港口公司 | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 唐山港* | 中性 | 8.25 | CNY | 0.54 | 0.54 | 0.63 | 15.4 | 15.3 | 13.1 | 2.4 | 1.7 | 1.5 | 16% | 11% | 12% | 1% | 1% |
| 营口港 | n.a | 5.03 | 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 |
| 锦州港 | n.a | 6.05 | 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 |
| 日照港 | n.a | 7.17 | CNY | 0.28 | 0.19 | 0.19 | 25.6 | 38.8 | 38.8 | 2.1 | 2.2 | 2.1 | 8% | 6% | 5% | n.a | n.a |
| 厦门港务 | n.a | 11.18 | 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 |
| 平均值 | | | | 0.41 | 0.36 | 0.41 | 20.5 | 27.0 | 25.9 | 2.3 | 1.9 | 1.8 | 12% | 8% | 8% | 1% | 1% |
| 中值 | | | | 0.41 | 0.36 | 0.41 | 20.5 | 27.0 | 25.9 | 2.3 | 1.9 | 1.8 | 12% | 8% | 8% | 1% | 1% |

注：*为中金公司预测，其余为彭博咨询一致预测

资料来源：彭博资讯，公司数据，中金公司研究部



公路：三季度业绩平稳

我们预计三季度宁沪高速、皖通高速和山东高速保持平稳增长。华北高速受去年低基数影响盈利将大幅增长。

宁沪高速：7~8月，宁沪高速日均车流量同比增长8%，较二季度的平均日均车流量增长3%。沪宁高速8月日均车流量同比增加10%，分流影响减弱。我们预计三季度盈利呈个位数增长。公司强劲的现金流可以维持高分红比例，公司A股股息收益率达**5.2%**，**凸显防御性价值，维持A股推荐评级，目标价9.7元**，对应2016年17.3倍市盈率。

看好山东高速和皖通高速的国企改革：预计山东高速和皖通高速三季度业绩维持个位数增长。继续看好国企改革主线。目前H股皖通高速股价对应10倍市盈率和4.4%的分红收益率，维持推荐，目标价10.2港元。山东高速对应12.7倍市盈率，考虑到公司稳定的基本面和国企改革预期，维持推荐，目标价8.3元。

华北高速：我们预计三季度盈利增速约为70%，主要因为1)去年三季度开始，京津塘高速天津段施工，弥补因施工引起的车流量减少的补贴低于正常车流收入，使得去年同期车费收入是低基数；今年5月该段公路已经完工，三季度车流收入正常；2)光伏电站去年基数低。**看好公司逻辑不变，光伏电站运营+高速公路“双轮驱动”。**目前公司对应2015年16.3倍市盈率，在板块中处于低位，维持推荐评级，目标价7.3元。

图表 29：公路公司可比公司估值表

| 公司 | 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 (%) | | |
|-------------------------------|-----|-------|-------------|-------------|-------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|------------|-------------|------------|------------|
| | | | 2014 | 2015E | 2016E | 2014 | 2015E | 2016E | 2014 | 2015E | 2016E | 2014 | 2015E | 2016E |
| A股高速公路上市公司 | | | | | | | | | | | | | | |
| 深高速* | RMB | 6.38 | 6.4 | 12.5 | 11.1 | 1.2 | 1.1 | 1.1 | 7.4 | 7.6 | 7.6 | 7.1 | 3.6 | 4.0 |
| 皖通高速 | RMB | 12.19 | 23.5 | 22.7 | 21.5 | 2.7 | 2.5 | 2.3 | 11.6 | 10.4 | 0.2 | 1.9 | 1.9 | 2.1 |
| 宁沪高速* | RMB | 8.4 | 16.5 | 14.3 | 15.9 | 2.1 | 2.0 | 1.9 | 13.8 | 12.7 | 13.9 | 4.5 | 5.2 | 4.7 |
| 四川成渝 | RMB | 4.78 | 13.1 | 15.7 | 15.7 | 1.3 | 1.2 | 1.2 | n.a. | 10.2 | 0.1 | 1.9 | 1.5 | 1.5 |
| 山东高速* | RMB | 6.97 | 13.0 | 12.7 | 11.8 | 1.6 | 1.5 | 1.4 | 12.0 | 12.2 | 11.6 | 2.8 | 2.8 | 3.0 |
| 华北高速* | RMB | 5.66 | 27.2 | 16.3 | 13.0 | 1.4 | 1.3 | 1.2 | 6.6 | 5.2 | 8.7 | 1.4 | 1.4 | 2.1 |
| 平均值 | | | 18.8 | 15.6 | 15.0 | 1.7 | 1.6 | 1.5 | 10.4 | 9.5 | 6.7 | 3.3 | 2.8 | 2.9 |
| 中值 | | | 16.7 | 15.3 | 15.3 | 1.5 | 1.4 | 1.3 | 11.3 | 10.2 | 7.6 | 2.3 | 2.4 | 2.6 |
| H股高速公路上市公司 | | | | | | | | | | | | | | |
| 深高速* | HKD | 5.75 | 4.6 | 9.3 | 8.2 | 0.9 | 0.8 | 0.8 | 7.4 | 7.6 | 7.6 | 9.8 | 4.8 | 5.4 |
| 皖通高速* | HKD | 6.65 | 10.3 | 10.0 | 9.4 | 1.2 | 1.1 | 1.0 | 11.5 | 11.3 | 11.0 | 4.3 | 4.4 | 4.7 |
| 宁沪高速* | HKD | 9.86 | 15.4 | 14.0 | 15.6 | 2.0 | 1.9 | 1.9 | 12.8 | 13.9 | 13.9 | 4.8 | 5.4 | 4.8 |
| 四川成渝 | HKD | 2.71 | 5.9 | 7.4 | 7.4 | n.a. | n.a. | n.a. | 9.4 | n.a. | n.a. | 4.2 | 3.3 | 3.3 |
| 越秀交通 | HKD | 5.12 | 13.7 | 12.2 | 12.2 | 1.0 | 1.0 | 1.0 | 7.4 | 7.4 | 0.2 | 4.7 | 4.5 | 4.5 |
| 浙江沪杭甬 | HKD | 9.36 | 13.8 | 13.1 | 11.3 | 1.9 | 1.8 | 1.7 | 12.3 | 13.1 | 0.4 | 4.3 | 4.6 | 5.3 |
| 合和公路 | HKD | 3.94 | 21.3 | 22.4 | 22.4 | 1.7 | 1.7 | 1.7 | 8.4 | 7.8 | 0.2 | 4.5 | 4.3 | 4.3 |
| 平均值 | | | 12.1 | 12.6 | 12.4 | 1.4 | 1.4 | 1.3 | 9.9 | 10.2 | 5.5 | 5.2 | 4.5 | 4.6 |
| 中值 | | | 13.7 | 12.2 | 11.3 | 1.5 | 1.4 | 1.3 | 9.4 | 9.5 | 4.0 | 4.5 | 4.5 | 4.7 |
| 国际高速公路上市公司 | | | | | | | | | | | | | | |
| SIAS SpA | EUR | 9.79 | 15.9 | 14.3 | 14.3 | 1.3 | 1.4 | 1.3 | 7.5 | 7.7 | 0.3 | 3.2 | 3.5 | 3.5 |
| Abertis Infraestructuras, S.A | EUR | 15.21 | 20.6 | 20.0 | 20.0 | 3.3 | 3.2 | 3.3 | 17.0 | 18.9 | 0.7 | 4.2 | 4.5 | 4.5 |
| Autostrada To-Mi | EUR | 11.87 | 10.5 | 8.4 | 8.4 | 1.2 | 0.8 | 1.2 | 4.0 | 5.1 | 0.5 | 3.3 | 4.0 | 4.0 |
| Lingkar Trans | MYR | 5.2 | 20.0 | 19.0 | 19.0 | 5.3 | n.a. | 5.3 | 31.0 | 27.7 | 0.2 | 3.4 | 3.6 | 3.6 |
| 平均值 | | | 18.6 | 16.6 | 16.6 | 3.7 | 2.9 | 3.6 | 18.9 | 20.0 | 0.5 | 3.8 | 4.1 | 4.1 |
| 中值 | | | 18.4 | 19.0 | 19.0 | 3.6 | 2.3 | 3.3 | 14.2 | 18.9 | 0.5 | 3.3 | 4.0 | 4.0 |

*数据为中金预测，其他为市场预测数据，来自彭博资讯和Wind

资料来源：彭博资讯，公司资料，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。

V150707

编辑：江薇



北京

中国国际金融股份有限公司
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

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道7088号
招商银行大厦25楼2503室
邮编: 518040
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
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

Singapore

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

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

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

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



CICC
中金公司

