

从成长到防御

——09 年港口行业投资策略

行业评级

增持/ 上调评级

相关研究

《前景光明，防御特性突出——港口行业下半年投资策略》（7 月 9 日）

《日照港：装卸价格上涨值得期待》（8 月 5 日）

《铁矿石进口量下降滞后于 BDI》（10 月 15 日）

《9 月增速全面下滑，等待最坏时刻到来》（11 月 21 日）

《09 年一季度集装箱增速小幅负增长或成定局》（12 月 12 日）

《11 月集装箱增速将远好于预期》（12 月 16 日）

《11 月外贸负增长，最坏时刻已经到来》（12 月 29 日）

■ **近 10 年是我国港口行业的高速发展期。**过去 30 年在年均 9.8% 的 GDP 增速下，港口货物吞吐量增长了 17 倍，年均增速 11.4%；集装箱吞吐量增长了近 1800 倍，年均增速 32%。1999-2008 年期间，我国货物吞吐量平均增速高达 17%，是我国港口行业的高速发展期。

■ **日本经验预示我国货物吞吐量将进入稳定增长期。**产业升级进程中，外贸和投资增速的放缓使得日本集装箱和货物吞吐量由快速增长迈向稳定增长，但是它们对 GDP 的弹性系数仍在高位。根据日本经验，我们假设未来十年平均经济增长约 7%，那么中国港口货物吞吐量增速应在 7% 左右，从过去 10 年的平均增速 17% 的快速增长期步入稳定增长期。

■ **09 年集装箱吞吐量增速约 3%。**在 09 年进、出及进出口实际增速分别为 6.3%、0.5%、3.1% 的中性预测下，我们估计中国集装箱吞吐量增速约为 3.4%。我们的全球视角分析也表明 09 年集装箱吞吐量实现正的增长可能性较大。

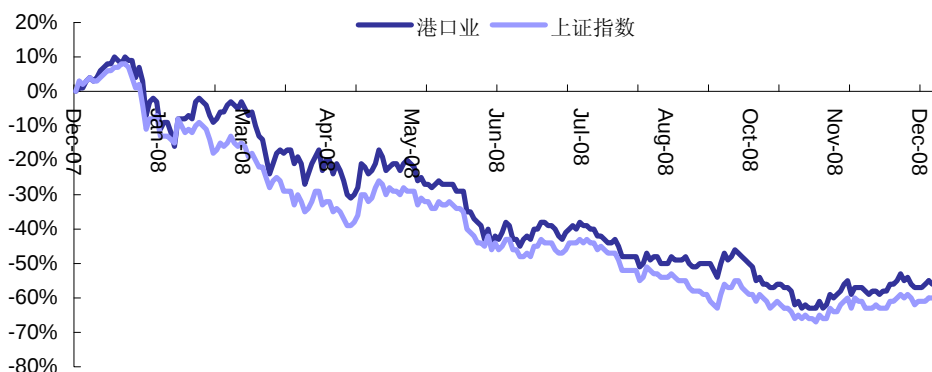
■ **09 年沿海货物吞吐量总增速约为 6%。**在 09 年固定资产投资实际增速为 9% 的中性预期下，弹性和情景分析表明扣除集装箱货物增速在 7% 左右；包括集装箱吞吐量的沿海货物吞吐量增速应在 6% 左右。

■ **未来泊位利用率仍将维持高位，装卸价格将保持稳定。**即使按照交通部的 2010 年泊位规划，未来两年供给累计增速也仅仅超过需求增速 10 个百分点，泊位利用率仍将维持高位，未来装卸价格几乎无下降的可能。

■ **09 策略：投资环渤海港口。**我们认为未来港口行业将从快速增长转变为稳定增长，行业属性从成长性转变为典型的防御型行业。建议从防御角度“增持”优势港口如天津港、日照港、营口港。

■ **风险。**09 全球及中国经济增长的不确定性

最近 52 周股价表现



分析师
朱远颂
<021>50106011
zhuys@lhq.com

李道滢
<021>50106012
lidy@lhq.com

目 录

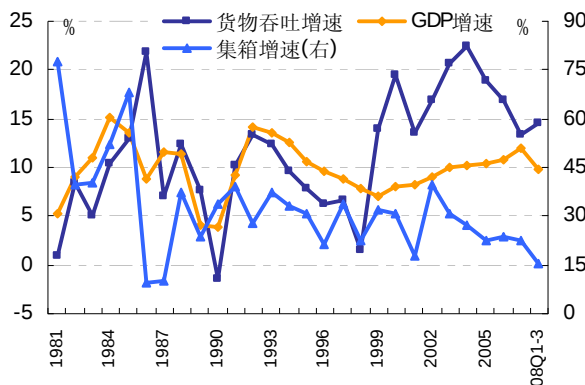
外贸、投资是吞吐量增长的主要驱动因素.....	3
过去三十年港口吞吐量获得了跨越式发展.....	3
外贸进出口和集装箱化率的提高共同决定港口集箱吞吐的增长.....	3
固定资产投资驱动货物吞吐量快速增长	4
值得借鉴的日本经验.....	5
08 年前后的中国与 70 年代的日本十分相似	5
产业结构升级过程中吞吐量增速放缓.....	5
外贸、集装箱化率也是日本集装箱吞吐量的驱动因素	6
固定资产投资增速是货物吞吐量增长的决定性因素.....	7
小结：日本经验的可借鉴之处.....	7
集装箱吞吐量有望实现正的增长	8
外贸进出口：最坏时节正在到来.....	8
集箱弹性预测与假定	8
09 年集箱增速最可能区域为 3-5%.....	8
全球化视角：09 年中国集箱负增长的可能性不大.....	9
扣除集箱的货物吞吐量仍将稳定增长	10
固定资产投资增长仍然较快	10
扣除集箱货物弹性预测与假定.....	10
09 年扣除集箱的沿海货物吞吐量增长 7%左右	10
09 年沿海货物总吞吐量增速约为 6%.....	11
不需担忧装卸价格下跌	11
环渤海湾港口的形势将远好于其它地区	13
环渤海湾地区主要经济指标好于全国	13
三大区域的增速预测	14
投资策略.....	15
从快速成长到防御——港口行业的属性已经发生变化	15
给予行业增持评级.....	15
选择优势港口	16
附录一：行业及重点公司 PE、PB-Band 情况	17

外贸、投资是吞吐量增长的主要驱动因素

过去三十年港口吞吐量获得了跨越式发展

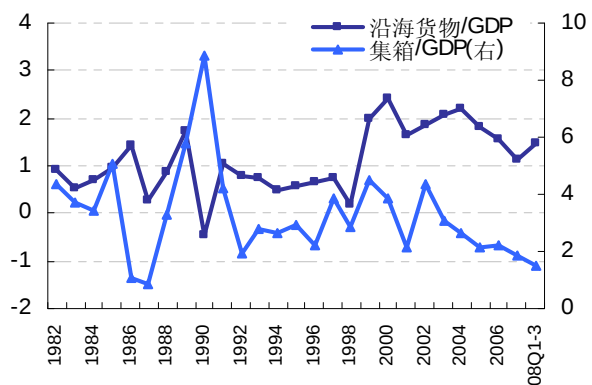
近 30 年来我国经济年均增速高达 9.8%。受益于此，港口行业也获得了蓬勃的发展，1980-2007 年，全国主要港口货物吞吐量从 3.07 亿吨增至 52.64 亿吨，增长了 17 倍，年均增速 11.6%；集装箱吞吐量从 6.43 万 TEU 增至 11444 万 TEU，增长了近 1800 倍，年均增速高达 32%。

图 1、经济高速增长带动港口行业蓬勃发展



数据来源：统计局、交通运输部、联合证券研究所

图 2、货物、集装箱相对 GDP 的弹性



数据来源：统计局、交通运输部、联合证券研究所

99-08 年货物吞吐量增速高达 17%。

80 年代初至今，我国港口大致经历了三个发展阶段，各阶段增速情况见表 1。99 至 08 年是港口货物吞吐量(包含集装箱吞吐量)的高速发展期，平均增速高达 17%；集装箱吞吐量作为新兴的运输模式则一直处于高速发展期。

表 1、80 年代出以来港口行业发展经历三个主要阶段

	1981-1990	1990-1998	1999-08Q3	1981-08Q3
GDP 增速(%)	9.35	10	9.55	9.83
货物增速(%)	8.49	7.37	17.07	11.55
货物对 GDP 弹性	0.908	0.737	1.787	1.175
集装箱增速(%)	39.19	30.98	26.10	32.08
集装箱对 GDP 弹性	4.191	3.098	2.733	3.263

资料来源：联合证券研究所

外贸进出口和集装箱化率的提高共同决定港口集装箱吞吐的增长

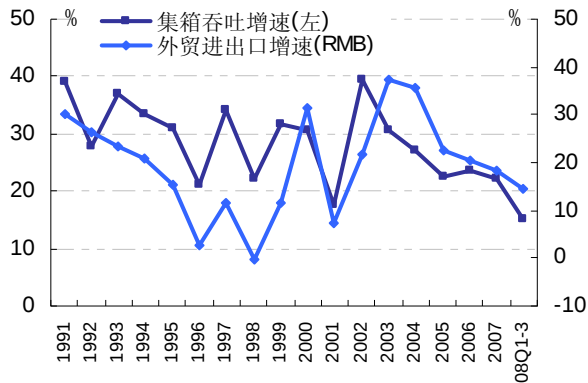
外贸进出口是驱动集装箱增长的主要因素。集装箱对进出口的弹性总体上呈下降趋势(表 2)，在 91-96、03-08Q3 期间，弹性分别趋于稳定在 1.13、1.11。

集装箱化率的提高是驱动港口集装箱增长的另一主要因素。目前，我国沿海杂货集装箱化率水平已近 65%，近 30 年间增长了 90 多倍。

中国的集装箱化率已经趋于稳定

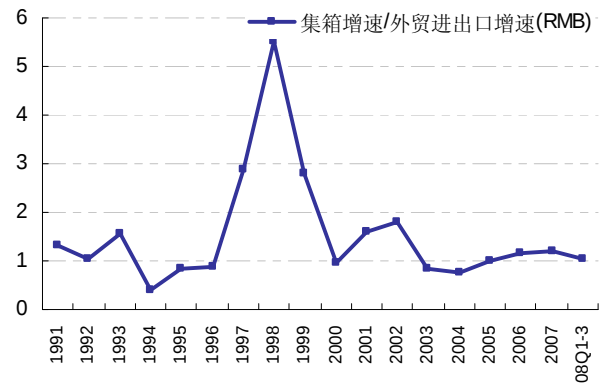
如表 2 所示，05、06、07 年中国集装箱化率分别为 64%、63%、64%，基本趋于稳定。未来集装箱化率提高将不再是驱动集装箱吞吐量增速的主要因素，反而高附加值出口货物如电子设备的比例提高将可能降低集装箱吞吐量增速。

图 3、外贸进出口驱动集装箱吞吐增长



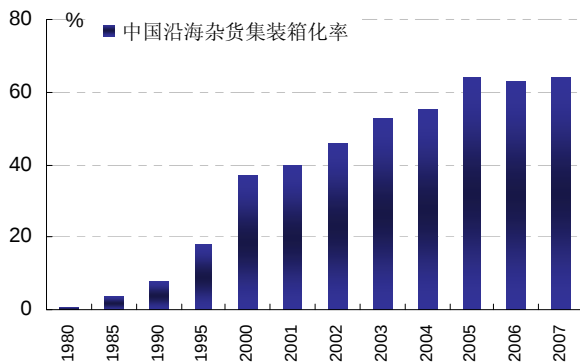
数据来源：统计局、交通部、联合证券研究所

图 4、弹性：集装箱增速/外贸进出口实际增速



数据来源：统计局、交通部、联合证券研究所

图 5、沿海杂货集装箱化率已近 65%



数据来源：中国航运发展报告、交通部、联合证券研究所。
注：杂货集装箱化率=集装箱吞吐重量/(集装箱重量+件杂货吞吐量)

表 2、区间贸易、集装箱增速及弹性

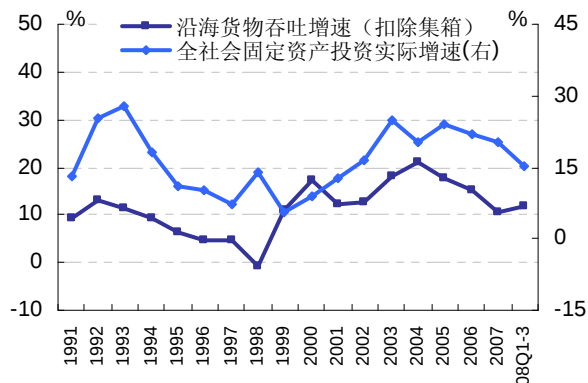
	1981-1990	1990-1998	1999-08Q3	1981-08Q3
进出口增速(%)	26.80	24.85	22.04	24.22
集装箱增速(%)	39.19	30.98	26.10	32.08
集装箱对贸易弹性	1.462	1.247	1.184	1.325
集装箱化率变化区间 (%)	0.7—7.7	7.7—31.5	31.5—64.1	0.7—64.1

数据来源：中国航运发展报告、交通部、联合证券研究所。

固定资产投资驱动货物吞吐量快速增长

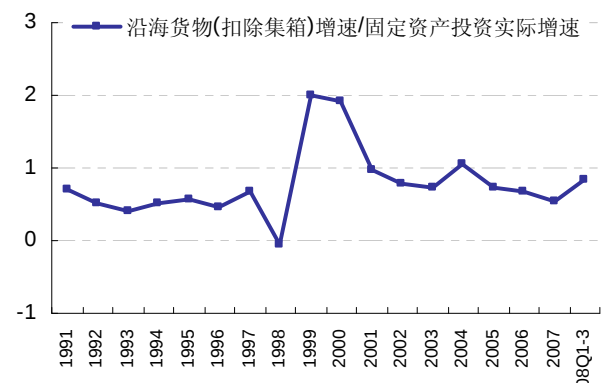
我国的港口货物吞吐主要包括干散货、液体散货、集装箱、件杂货、滚装车辆几大类。在扣除主要由外贸增长驱动的集装箱货物吞吐量后，剩余部分货物吞吐量的增长变化则由扣除涨价因素的全社会 FAI 实际增长驱动。

图 6、固定资产投资驱动货物吞吐增长



数据来源：Wind、交通运输部、联合证券研究所。

图 7、弹性：货物增速/固定资产投资实际增速



数据来源：Wind、交通运输部、联合证券研究所。

各个阶段的增速及弹性见表 3。91-97、01-08Q3 期间，弹性比较稳定，分别在 0.5-0.6、0.7-0.8 之间；98 亚洲金融危机前后几年弹性变化较大。近 30 年的平均弹性约为 0.7 左右。

表 3、区间 FAI、货物增速及弹性

	1981-1990	1991-1997	2001-08Q3	1981-08Q3
FAI 实际增速(%)	10.29	16.04	19.46	14.70
沿海货物吞吐量(扣除集装箱)增速(%)	8.25	8.31	14.98	10.30
沿海货物吞吐量(扣除集装箱)对 FAI 弹性	0.741	0.519	0.770	0.700

资料来源：联合证券研究所

值得借鉴的日本经验

08 年前后的中国与 70 年代的日本十分相似

日本 50 年代中期至 70 年代初的经济与我国现状颇为相似(见表 4)。在接下来的讨论中，我们将重点分析日本总体经济以及港口发展驱动因素的变化情况。

表 4、中日经济相似之处对比

	1955-1974 年之日本	1978-2008 之中国
经济高速发展	1956-1973 年均 GDP 增速达 9.3%	1991-2007 年均 GDP 增速达 10.1%
外汇储备激增	70 年 44 亿美元—71 年 144 亿美元	05 年 0.46 万亿—06 年 1.6 万亿
汇率升值	1971-73 布雷顿森林体系逐步瓦解	2005.7 汇率改革
通货膨胀	72 年 4.9—74 年 23.2	06 年 1.5—08.2 的 8.7
能源危机	石油价格每桶 2.5 美元—10 美元	石油价格每桶 60 美元—140 美元
资产价格暴涨	地产、股市价格大幅攀升	地产、股市价格大幅攀升
发展轨迹相似	钢铁、造船、化工等重化工业快速发展	钢铁、造船、化工等重化工业快速发展
转型压力	70 年代后，日本产业结构进一步升级，在这一带阶段，汽车、机电设备制造等高端制造业获得了快速发展	目前中国也进入了产业结构急需升级的阶段

资料来源：联合证券研究所

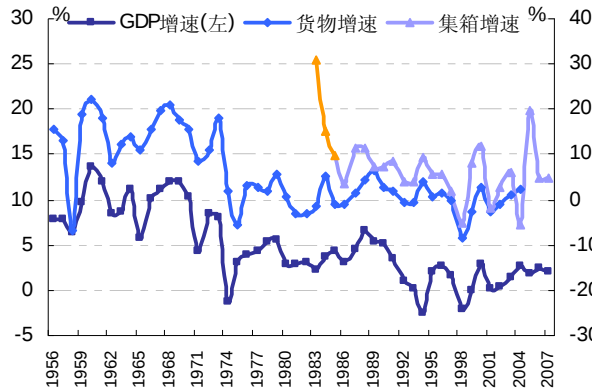
产业结构升级过程中吞吐量增速放缓

石油危机的爆发宣告了日本高能耗快速增长时代的结束，并加速了日本经济转型的步伐，日本经济年均增速由 56-73 年的 9.3% 降至 75-90 年的 4.1% 左右。

货物吞吐量和集装箱吞吐量增速也都随着经济增速的回落出现了较大程度的下滑，各区间增速及弹性情况见图 8、9 及表 5。

71-80 年虽然日本货物吞吐量增速放缓，但是其弹性系数仍高达约 1.05。

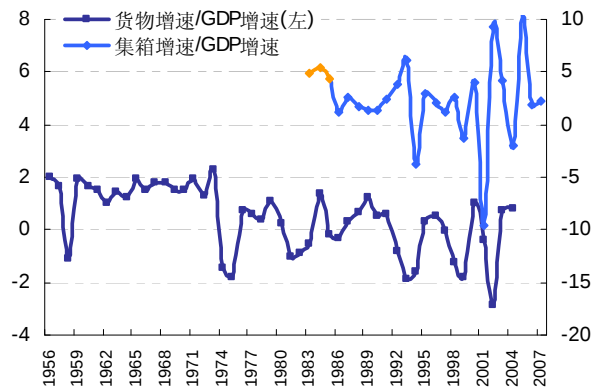
图 8、日本 GDP、货物、集装箱增速比较



数据来源：中国、日本统计局、联合证券研究所。

注：集装箱增速前三个分别为 70-75、75-80、80-85 的平均值，黄色标示

图 9、弹性：货物增速(集装箱增速)/GDP 增速



数据来源：日本统计局、联合证券研究所。

注：集装箱弹性前三个分别为 70-75、75-80、80-85 平均值，黄色标示

表 5、日本区间 GDP、货物、集装箱增速及弹性

	1956-1970	1971-1980	1981-2004	1956(70)-2004
GDP 增速(%)	9.79	4.47	2.28	5.02(3.13)
货物增速(%)	14.38	4.72	0.38	5.55
货物对 GDP 弹性	1.469	1.056	0.168	1.105
集装箱增速(%)	-	22.65	5.29	(11.56)
集装箱对 GDP 弹性	-	5.067	2.320	(3.687)

资料来源：联合证券研究所 注：集装箱的数据从 70 年开始统计，括号中表示 70 年开始的数据

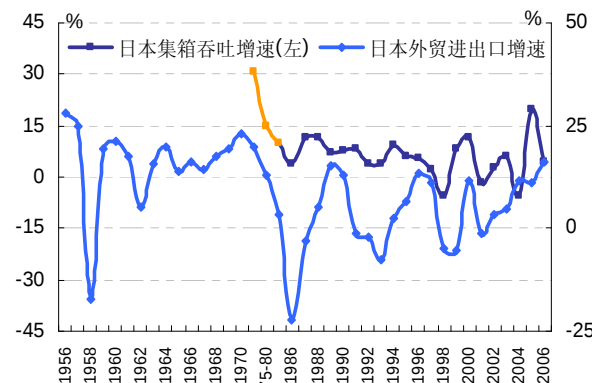
外贸、集装箱化率也是日本集装箱吞吐量的驱动因素

日本外贸增速在石油危机爆发和经济转型期间也出现了大幅的下滑。56-73 年之间，外贸平均增速为 17.6%，而 75-04 年增速仅为 4.7%；集装箱增速也由 70-75 年的 30.8% 滑落至 76-85 年的 12.4%，随后 20 年进一步滑落至 5.1%。各区间的增速及弹性情况见图 10、11 及表 6。

96-04 年日本集装箱吞吐量对外贸的弹性为 0.93。

集装箱化率增幅的放缓也是日本集装箱增速下降的重要原因。集装箱化率增长最快的时期为 81-95 年间，外贸增速相对较低情况下的较高弹性正是集装箱化率快速增长的写照。96 年以后随着集装箱化率增幅的明显放缓，弹性也迅速降低，未来在集装箱化率难以有效提升的情况下，外贸增速将成为主要驱动因。96-04 年日本集装箱吞吐量对外贸的弹性为 0.93。

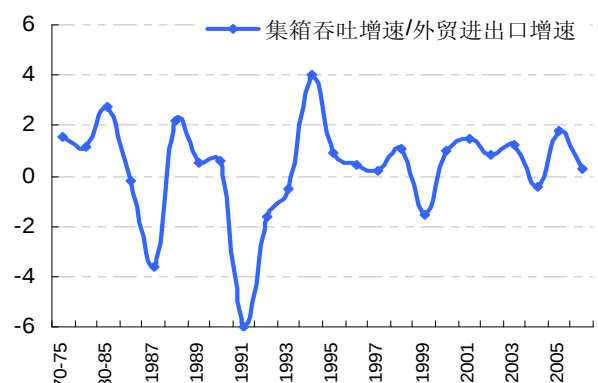
图 10、日本集装箱增速亦由外贸增速决定



数据来源：日本统计局、联合证券研究所。

注：70-86 年间的三组数据为 70-75、75-80、80-85 的平均值

图 11、弹性：日本集装箱增速/进出口增速



数据来源：日本统计局、联合证券研究所。 三年移动平均

表 6、日本区间外贸、集箱增速及弹性

	1970-1980	1981-1995	1996-2004	1970-2004
外贸增速(%日元口径)	16.71	3.82	3.89	7.35
集箱增速(%)	22.91	8.06	3.6	11.56
集箱对外贸弹性	1.371	2.113	0.932	1.572
集装箱化率变化区间(%)	1.2—5.9	5.9—14.6	14.6—16	1.2—16

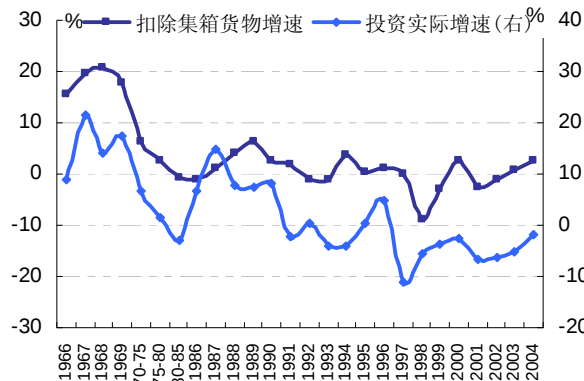
资料来源：日本国土交通省、联合证券研究所

固定资产投资增速是货物吞吐量增长的决定性因素

70 年之前，集箱占比很低，货物增长主要由 GDP 驱动，这表现为稳定的货物对 GDP 的弹性(参见图 9 和 13)，约为 1.55。70 年之后集箱的逐步发展弱化了原有货物增长的驱动模式，投资对扣除集箱货物吞吐增长的直接驱动作用日益明显。这表现为扣除集箱后货物与 GDP 之间弹性的降低并且波动性变大，而与投资之间弹性则逐步趋于稳定。

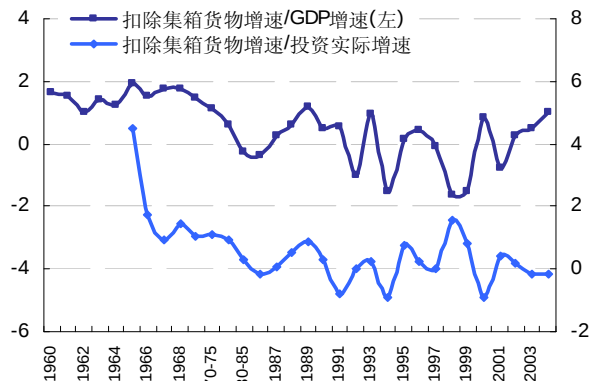
投资增速的趋势性放缓甚至负增长导致了扣除集箱货物吞吐增速的下降。各区间投资、扣除集箱货物增速参见图 12、13 及表 7。1965 年以来的长期弹性大约为 1.3 左右。

图 12、日本投资对货物增速的决定作用



数据来源：中国、日本统计局、联合证券研究所。

图 13、弹性：货物增速(扣除集箱)/投资实际增速



数据来源：日本统计局、联合证券研究所。

表 7、日本区间 FAI、扣除集箱货物实际增速及弹性

	1965-1970	1970-1985	1986-1997	1998-2004	1965-2004
FAI 实际增速(%)	12.75	1.97	2.39	-4.58	2.57
货物(扣除)实际增速(%)	16.94	2.68	1.51	-1.39	3.33
货物(扣除)对 FAI 弹性	1.329	1.356	0.632	0.305	1.296

资料来源：联合证券研究所

小结：日本经验的可借鉴之处

有以下几点，我国和日本的经历十分相似：1) 集箱和扣除集箱的货物增速分别由外贸和投资增速所决定；2) 经济、外贸、投资增速都在逐步放缓；集装箱化率已经稳定；3) 日本的长期弹性可以作为我国现阶段的借鉴；4) 日本的经历展现了我国未来长期发展的趋势，即我国港口的快速发展期已过，集箱和货物增速将逐步进入稳定发展阶段。

基于中国经济发展的阶段特性，我们在借鉴时需进行合理的调整：首先，我国的工业化进程还远没有结束，转型还有相当的路要走，因而我国不会出现日本那样的经济增速的雪崩式的回落，日本经济的 70 或 65 似乎更能代表我国经济产业发展的实际水平；其次，中国和日本当局采取的政策不同，我国财政和税收刺激政策或将减缓投资和外贸增速放缓的趋势。

集装箱吞吐量有望实现正的增长

外贸进出口：最坏时节正在到来

基于人民币汇率升值、PMI-新出口订单指数进一步恶化、11 月进、出口贸易首度负增长、加工贸易进出口增速的持续下滑、08 广州秋交会成交额同比大幅下跌、美日欧等主要贸易伙伴经济进一步恶化所导致的外需不足以及国内消费者信心缺失、储蓄率高、内需不足的状况，并结合我所宏观观点，我们认为，我国外贸进出口最坏的时刻正在来临，出口的进一步判断主要看汇率和外需在未来将如何变化；进口将主要依赖于财政投资刺激政策对内需的拉动作用以及进口价格在未来如何变化；09 年一、二季度将会是我国外贸最困难的时刻，转机可能在 09 下半年或更晚的时候到来。我们对未来进、出口增速的预测见表 8。

表 8、外贸增速预测与假定			
外贸增速-人民币口径(%)	08E	09E	10E
出口增速			
乐观	9	4.4	8
中性	7.4	0.5	5
悲观	6	-5.3	2
进口增速			
乐观	13	11.1	12
中性	11.6	6.3	8
悲观	10	1.4	4
进出口增速			
乐观	10.8	7.4	10.5
中性	9.2	3.1	6.5
悲观	7.6	-2.2	2.5

数据来源：联合证券研究所。

集箱弹性预测与假定

在面临经济冲击或外贸与投资增速接近于零时，往往会出现较大的弹性值及动，在前面的分析中，我们看到异常值得弹性通常会得到很快的恢复，因此基于长期弹性的假定更有意义。

依据我们前面分析的结论，1991-1997、2003-2007 年我国集箱平均弹性分别为 1.13、1.11；日本 90 年以来的集箱弹性约 1.0。因此，我们假定集箱和扣除集箱货物弹性为 1.1，上下浮动 0.2 个点作为乐观和悲观估计。

09 年集箱增速最可能区域为 3-5%

在前面的假定下，我们做了一个增速的敏感性分析表。在最悲观的预期下，集箱增速为-3%左右，在乐观预期下，09 年增速可达 9%。我们认为，09 年集箱增速的最可能区域为 3-5%。

表 9、集装箱吞吐增速敏感性分析

集箱吞吐增 速(%)		进出口增速(人民币口径)						10E
		08E	09E 情形假定				悲观	
			乐观	Mid1	中性	Mid2		
弹性		9.2	7.4	5.7	3.1	0.4	-2.2	5
	1.3	12.0	9.6	7.4	4.0	0.5	-2.9	6.5
	1.2	11.0	8.9	6.8	3.7	0.5	-2.6	6.0
	1.1	10.1	8.1	6.3	3.4	0.4	-2.4	5.5
	1.0	9.2	7.4	5.7	3.1	0.4	-2.2	5.0
	0.9	8.3	6.7	5.1	2.8	0.4	-2.0	4.5

数据来源：联合证券研究所。

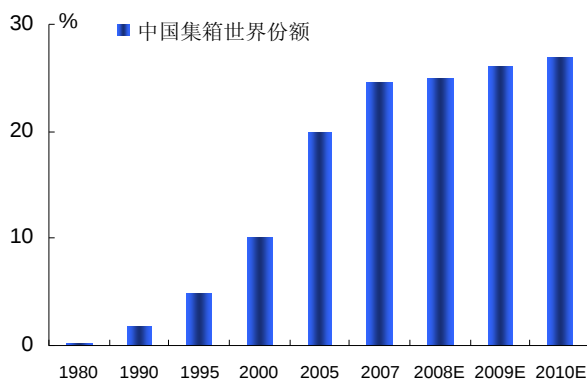
全球化视角：09 年中国集装箱负增长的可能性不大

我国集装箱吞吐量在全球范围内的市场占有率不断提升，从 80 年代初期的不足 1%，到现在的占比达 25% 左右，发展十分迅速，并有望进一步扩大。如果中国能维持这样的市场占有率的话或者我们能大致预期未来两年的占有率的话，那么我们就可以通过对世界集装箱吞吐量的预测来反推中国的集装箱吞吐量。

弹性方面，图 18、19 中，我们看到全球贸易的发展推动了世界经济和集装箱吞吐的增长。长期来看，集装箱吞吐相对于贸易的弹性比较稳定，大致维持在 0.7-0.8 之间。我们继续将长期弹性作为对 08、09 年弹性的合理估计，但出于谨慎起见，将 09 年的弹性区间适当放大作为补偿。见表 10，蓝色背影的弹性适用于 09 年。

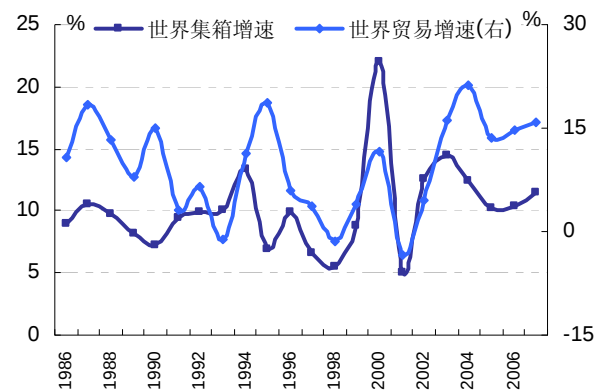
在以上假定的基础上进一步假定 09 年中国集装箱吞吐量占比保持不变，我们做了一个世界集装箱吞吐量增速的敏感性分析表。中性假设下，世界集装箱吞吐量增速应在 1.5% 左右，如果世界贸易量负增长，那么 09 全球集装箱吞吐量同比将萎缩 0.4% 左右。如果 09 中国集装箱吞吐量占比进一步上升，那么中国集装箱吞吐量增速还会高于上面的预测。

图 14、中国集装箱吞吐量占世界的份额不断提升



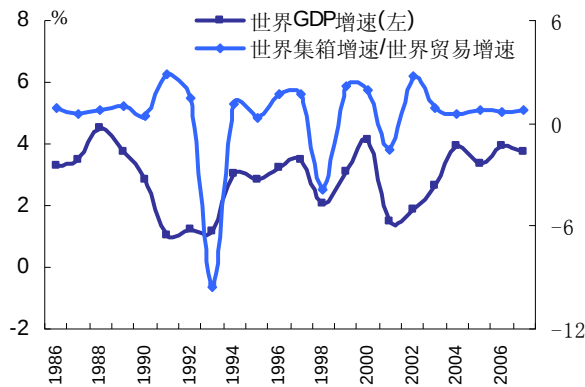
数据来源：美国交通统计局、交通运输部、联合证券研究所。

图 15、全球贸易推动世界经济和集装箱吞吐增长



数据来源：IMF、美国交通统计局、联合证券研究所。

图 16、弹性：世界集装箱增速/世界贸易增速



数据来源：Wind、交通运输部、联合证券研究所。

表 10、世界集装箱增速的预测与情景分析

世界集装箱增速		世界贸易增速					
GDP	08E	08E	09E				
GDP	3.7	8	-0.5	1	2.1	3	5
GDP	2.2	8	-0.7	1.3	2.73	3.9	6.5
弹性	1.3	-	-0.7	1.3	2.73	3.9	6.5
	1	8	-0.5	1	2.1	3	5
	0.75	6	-0.4	0.75	1.58	2.25	3.75
	0.5	4	-0.3	0.5	1.05	1.5	2.5
	0.2	-	-0.1	0.2	0.4	0.6	1

数据来源：IMF、联合证券研究所。

扣除集箱的货物吞吐量仍将稳定增长

固定资产投资增长仍然较快

相对于 03-07 年 22.3% 的实际平均增速, 08Q1-3 的 FAI 实际增速仅为 15.1%, 实际增速同比已大幅降低了 7.2 个百分点。在经济增长放缓预期下, 目前我国投资动力依然很弱, 相比于本年施工项目总投资额的平稳增长, 本年新开工项目总投资额 08 年 1-10 月份累计同比增长仅为 3.2%, 远低于去年全年的 28.7%。

国家“保增长”的财政刺激计划或将减缓投资增速放缓的步伐。按照计划, 国家将投资 4 万亿用于基础设施领域的建设, 在今年四季度将首先投入 1000 亿, 明年的新增额将为 7100 亿左右。该新增投资预计可提升 09 年实际投资增速 3.5 个百分点。

我们对 08-10 年投资实际增速的预测与假定见表 11。

表 11、固定资产投资增速预测与假定

FAI 增速-扣除涨价(%)	08E	09E	10E
FAI 实际增速			
乐观	16	12	14
中性	14.5	9	11
悲观	13	6	8

数据来源：联合证券研究所。

扣除集箱货物弹性预测与假定

同集箱一样, 我们采用长期弹性作为合理估计。我们前面分析的结论, 1991-1997、2003-2007 年我国扣除集箱货物弹性为 0.5-0.6、0.7-0.8; 日本 70 年代以来扣除集箱货物长期弹性为 0.7。因此, 我们假定扣除集箱货物弹性为 0.75, 上下浮动 0.25 个点作为乐观和悲观估计。

09 年扣除集箱的沿海货物吞吐量增长 7% 左右

在前面的假定下, 我们做了一个增速的敏感性分析表。在最悲观的预期下, 09 年扣除集箱货物增速为 3% 左右, 在乐观预期下, 09 年增速有望达 9%。我们认为, 09 年扣除集箱的货物吞吐量增速应在 7% 左右。

表 12、沿海货物吞吐(扣除集箱)增速预测敏感性分析

沿海货物(扣除集箱)吞吐增速(%)		固定资产投资实际增速 09E 情形假定						10E
		08E	乐观	Mid1	中性	Mid2	悲观	
		14.5	12	10.5	9	7.5	6	12
	1	14.5	12	10.5	9	7.5	6	12
弹性	0.85	11.2	10.2	8.9	7.7	6.4	5.1	10.2
	0.75	10.9	9	7.9	6.8	5.6	4.5	9.0
	0.65	9.4	7.8	6.8	5.9	4.9	3.9	7.8
	0.5	7.3	6	5.3	4.5	3.8	3	6.0

数据来源：联合证券研究所。

09 年沿海货物总吞吐量增速约为 6%

在分开讨论集箱和扣除集箱的沿海货物吞吐增速后，我们将汇总二者的结果得出沿海货物总吞吐量的增速。统计数据显示，2000 年以来，我国沿海集箱重量约占沿海货物总重的 1/4 左右。我们将以该权重为基础，选择各自在最乐观、中性、最悲观以及位于主对角线上的另外两个值进行汇总，结果见表 12。09 年最乐观、悲观预期下的货物增速分别为 11.4%、1.5%；我们认为，09 年沿海货物吞吐量增速应在 6% 左右。

表 13、沿海货物总吞吐增速预测及情景分析

沿海货物吞吐增速(%)		08E	沿海货物(扣除集箱)增速 09E 情形假定					10E
			乐观	Mid1	中性	Mid2	悲观	
		10.7	12	8.9	6.8	4.9	3	8.0
集箱增速 09E 情形假定	乐观	9.6	11.4	9.1	7.5	6.1	4.6	
	Mid1	6.8	10.7	8.4	6.8	5.4	4.0	
	中性	3.4	9.9	7.5	6.0	4.5	3.9	-
	Mid2	0.4	9.1	6.8	5.2	3.8	2.4	
	悲观	-2.9	8.3	6	4.4	3	1.5	

数据来源：联合证券研究所。

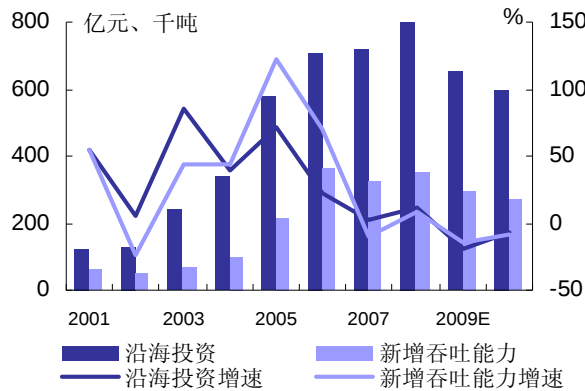
不需担忧装卸价格下跌

港口货物装卸价格主要由泊位利用率决定。

基于以下几方面的原因，我们认为总体而言未来几年沿海泊位利用率将仍然维持高位。

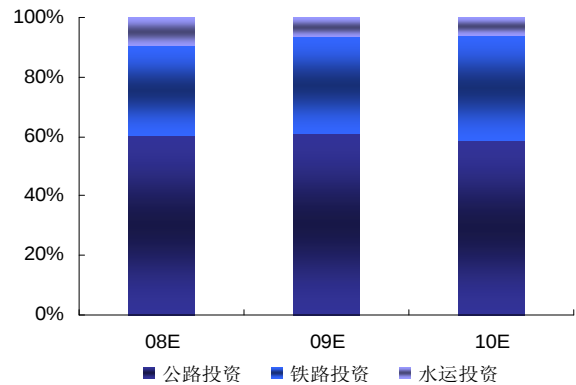
首先，沿海港口建设投资增速已经并将继续放缓。相对于 99-05 年我国港口年均高达 50% 以上的新增投资增速，06、07 年、08 年 1-11 月的新增投资增速仅为 22.9%、1.7%、11.3%，增速已明显放缓，而且我们认为 08 年两位数的投资增长或许只是昙花一现。根据近期财政部 4 万亿及交通部 5 万亿的投资刺激计划，未来 3-5 年国家该计划中用于水运建设投资的比例很小，并且水运投资额的很大一部分将用于内河航道的建设，未来几年，沿海港口投资将继续放缓，并且负增长极有可能出现。

图 20、新增投资与新增吞吐能力比较



数据来源：交通运输部、联合证券研究所。

图 21、规划投资占比情况



数据来源：交通运输部、铁道部、联合证券研究所。

其次，从投资到投产的进度来看，02-04 年的新增投资增速要快于投产增速，而 05-07 年投资增速的快于投资增速；我们认为，02-04 的投资在 05-07 年已经基本释放完毕，01-07 年基本投产平衡。未来的新增投产将因新增投资的放缓而放缓，这意味着除了 08 年新增投资增速会有小幅反弹外，09、10 年的非正增长会使新增泊位的投放十分有限。

07 年我国沿海港口泊位的平均利用率在 1.2 以上，即便未来几年贸易前景不甚景气，实际泊位利用率也不应该会有太大的下降。我们在吞吐增速中性预期下的泊位利用率见表 14。我们根据投资预测算出的总吞吐能力要略低于交通部十一五的规划值，然而即便如此，规划水平的利用率也达 1 以上。

表 14、沿海港口泊位利用率及预测

亿吨、%	07A	08E	09E	10E	10E 规划
总吞吐能力	32.1	35.9	38.9	41.6	46
新增吞吐能力	3.24	3.50	2.98	2.74	-
新增能力投放增速	-10.29	8	-15	-8	-
总吞吐能力增速		10.9	8.3	7.0	
货物吞吐量(悲观预期)	38.8	43.1	45.68	49.3	49.3
吞吐增速	13.5	11	6.0	8.0	8.0
泊位利用率	1.21	1.20	1.17	1.19	1.07

数据来源：航运发展报告、交通部公路水路十五、十一五规划、联合证券研究所。

再次，成熟国家泊位通过能力与实际吞吐量之比约为 1.2 左右(即泊位利用率的倒数)，而我国的则刚刚超过 0.8，与成熟国家有很大差距，我国港口由于业务需求量大以及施行 2-3 班轮换作业的方式，因而泊位利用率将不会很快降低。交通部“十一五”规划也力争 2010 年把上述比例建设成为 1.0-1.1 左右，这意味着实际上过剩是个相对的概念，不能仅仅依据供大于求而不考虑行业现实就妄下过剩的结论，0.9-1.0 的泊位利用率似乎不应该被视为过剩。而且，生产泊位具有折旧年限长，随时可用的特点，具有出色的生产泊位和通过能力实际上是提高了未来承揽业务、获取高收益的能力，这对港口企业是有利的。

未来泊位利用率的稳定至少会使整个港口行业的收费价格保持稳定。

表 15、07 年主要沿海港口省市的泊位利用率情况

单位：亿吨、 万 TEU	沿海港口		辽宁		河北	山东	安徽	江苏	浙江	福建	
	货物	集装箱	货物	集装箱	货物	货物	货物	货物	货物	货物	集装箱
核定通过能力	32.1	9000	3.14	473	3.92	3.13	2.13	8.9	4.5	1.45	771
吞吐量	38.8	11444	4.06	582	3.99	5.75	2.51	10.56	5.74	1.73	686
泊位利用率	1.21	1.27	1.29	1.23	1.02	1.84	1.18	1.19	1.28	1.19	0.89

数据来源：交通运输部《交通经济运行分析》联合证券研究所

环渤海湾港口的形势将远好于其它地区

下面我们将考察区域港口的增速特性。我们将以各港口群内的主要港口的货物吞吐量和集装箱吞吐量作为该区域的总量的代表进行分析。我们覆盖的港口群及主要港口见表 16。

表 16、我们覆盖的港口群及主要港口

港口群	包含港口
环渤海	大连港、营口港、锦州港、丹东港、秦皇岛港、天津港、青岛港、日照港、黄骅港、唐山港
长三角	上海港、宁波舟山港、连云港、苏州港、南京港、温州港
珠三角	深圳港、广州港、中山港、湛江港

数据来源：联合证券研究所。

注：所用到的各港口的数据来自于交通部、各省交通局、《2001-2007 中国航运发展报告》、中国港口

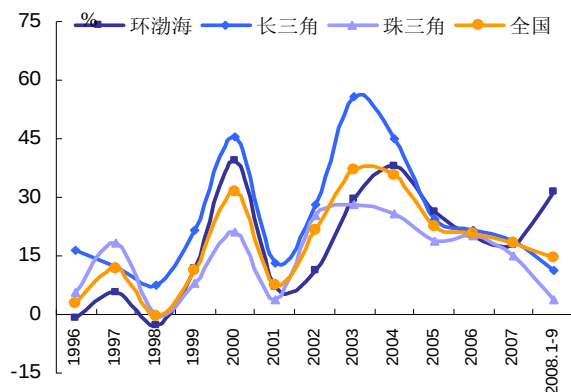
环渤海湾地区主要经济指标好于全国

GDP 增速的数据我们没有单列一张图，三个区域的增速都明显要高于全国的平均水平，而且自 04 年以来，环渤海区域的经济增长表现出了更好的稳定性。

从外贸进出口增速上来看，三个区域近年来总体上呈下降趋势，尤其是 07-08 次贷危机爆发以来，体现的更为明显，而环渤海区域的外贸增速不将反升。我们推测人民币不断升值、07 年下半年以来欧美经济的不断下滑、珠三角、长三角相对较高的劳动力成本使得外贸产业不断地向劳动力成本较低的环渤海湾地区转移，这是环渤海湾的外贸增速远高于珠三角、长三角地区的原因。这预示着未来环渤海湾的外贸经济发展潜力将远大于珠三角和长三角。

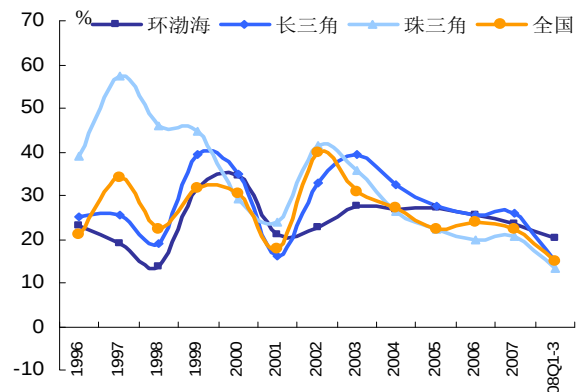
从集装箱吞吐量增速来看，08 年长三角和珠三角外贸增速的下滑均导致了集装箱增速大幅下滑，但是环渤海湾集装箱吞吐量增速下滑幅度远小于他们。

图 22、区域外贸实际增速对比



数据来源：Wind、联合证券研究所。

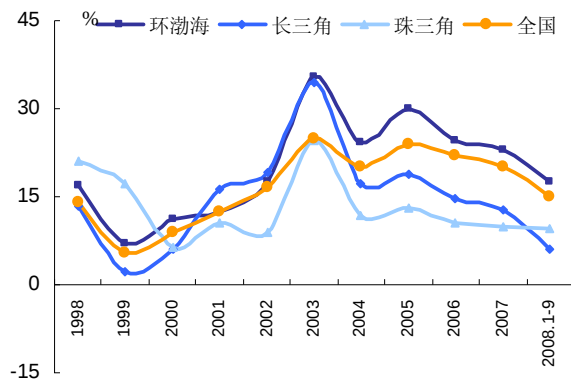
图 23、区域集箱吞吐量增速对比



数据来源：中经网、联合证券研究所。

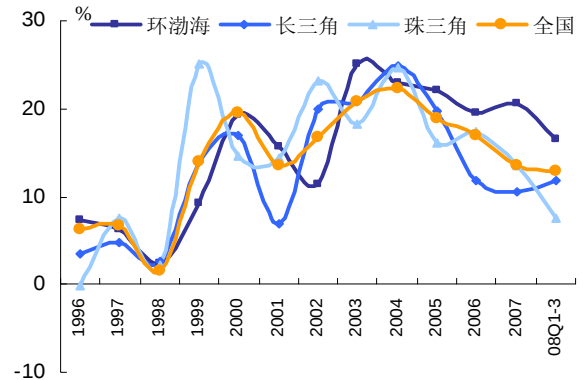
从固定资产投资增长的角度来说，自 05 年以来，投资增速已经处于下行通道，但相比较而言，作为中国经济增长第三极的环渤海区域运行在较高增速水平上，高于全国平均水平，而其他两个区域则明显低于全国平均水平。同时我们认为环渤海湾地区应该是此次中央一系列保八措施实施的最大受益者，其固定资产投资增速将继续高于全国水平，甚至两者之间差距可能还会进一步拉大。

图 24、区域固定资产投资增速对比



数据来源：Wind、联合证券研究所。

图 25、区域货物吞吐量增速对比



数据来源：Wind、联合证券研究所。

三大区域的增速预测

下面，我们将按照前述讨论的方法，对各个区域内的吞吐量情况进行了预测，结果如表 17 所示。在中性假设下，09 年环、长、珠三区域的集箱增速分别为 9.45%、3.21%、1.73%，货物增速为 10.4%、5.7%、5.2%。

基于以上分析，我们认为环渤海的天津港和营口港在 09 年更有可能受益于腹地经济的发展，在业务上获得超过平均增速的成长。

表 17、三大港口群增速预测

增速(%)	08E		09E 情形假定				10E	
			乐观	Mid1	中性	Mid2	悲观	
环渤海								
				外贸实际增速				
		弹性	15	12	9	6	3	16
集箱增速	18	1.35	20.25	16.2	12.15	8.1	4.05	16.8.
		1.05	15.75	12.6	9.45	6.3	3.15	
		0.75	11.25	9	6.75	4.5	2.25	

				固定资产投资实际增速				
		弹性	19	16	13	10	7	18
货物增速	15	1	19	16	13	10	7	14.4
		0.8	15.2	12.8	10.4	8	5.6	
		0.6	11.4	9.6	7.8	6	4.2	
长三角								
				外贸实际增速				
		弹性	9	6	3	1	-1	8
集箱增速	12	1.4	12.6	8.4	4.2	1.4	-1.4	8.6
		1.07	9.63	6.42	3.21	1.07	-1.07	
		0.75	6.75	4.5	2.25	0.75	-0.75	

				固定资产投资实际增速				
		弹性	12	9	6	3	0	10
货物增速	10	1.2	14.4	10.8	7.2	3.6	0	9.5
		0.95	11.4	8.55	5.7	2.85	0	
		0.7	8.4	6.3	4.2	2.1	0	
珠三角								
				外贸实际增速				
集箱增速	10	弹性	6	3	1.5	0	-3	5
		1.5	9	4.5	2.25	0	-4.5	5.8

		1.15	6.9	3.45	1.73	0	-3.45	
		0.8	4.8	2.4	1.2	0	-2.4	
		固定资产投资实际增速						
弹性		10	7	4	1	-2	8	
货物增速	6	1.5	15	10.5	6	1.5	-3	
		1.3	13	9.1	5.2	1.3	-2.6	10.4
		1.1	11	7.7	4.4	1.1	-2.2	

数据来源：联合证券研究所。

投资策略

从快速成长到防御—港口行业的属性已经发生变化

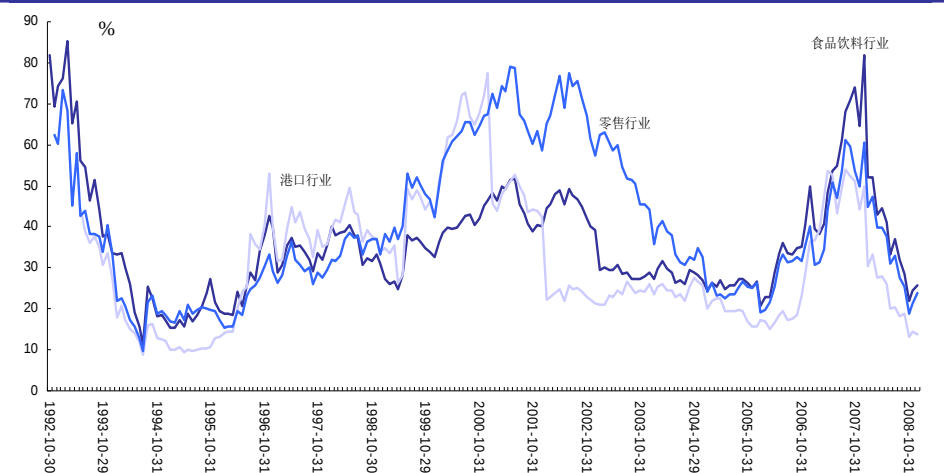
过去 10 年港口行业的平均 PE 约 33 倍，而沪深 300 的平均 PE 约 25 倍。期间港口货物吞吐量平均增速高达 17%，投资者一直把港口看作高成长性行业，并对他们进行估值。

而现在我们认为未来 10 年港口货物吞吐量的长期增速应在 7% 左右，港口行业将从一个高速增长的行业变成一个稳定增长的行业。

我们认为港口行业的行业属性已经发生变化，他已经从高成长性行业变成一个典型的防御性行业。我们的理由如下：

- 未来吞吐量稳定增长，增速约 7%
- 短期来看泊位利用率虽有小幅下降，但仍然为高位，不需担忧港口装卸价格特别是散杂货装卸价格的下跌，从长期来港口的区域垄断性决定了装卸价格将稳定上升

图 26、港口、零售、食品饮料行业 PE 变化



数据来源：Wind、联合证券研究所。

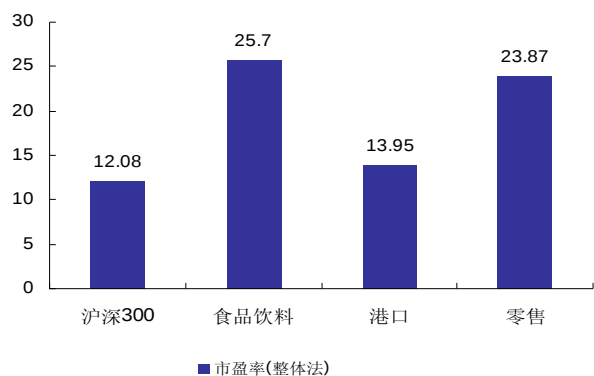
给予行业增持评级

截至 08 年 12 月 26 号，沪深 300、港口行业、零售、食品饮料的 PE 约 12、14 倍、24、25.7 倍，而他们的 PB 分别为 2.1、4.6、2.1、2.9。

我们认为未来一年港口行业将跑赢大市，给予整个港口行业的增持评级，理由如下

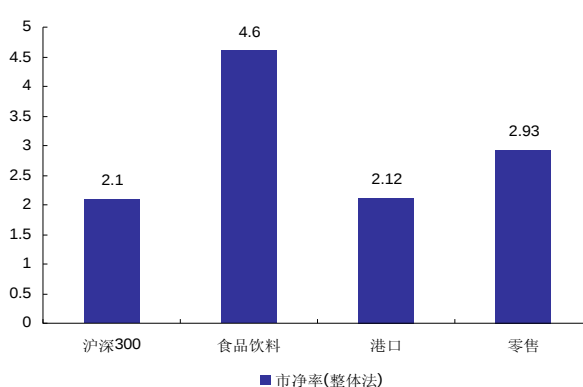
- 整个市场 08PE 约 12 倍，而 09 年 PE 约 15 倍，09 年港口行业仍将稳定增长。
- 把港口行业看作防御性行业，则与具有相似财务特征的零售行业比则有 43%左右的折扣

图 27、简单的行业市盈率比较



数据来源：Wind（12 月 26 号数据）、联合证券研究所。

图 28、简单的行业 PB 比较



数据来源：Wind（用三季报数据）、联合证券研究所。

选择优势港口

我们建议按照以下三个主要的标准来选择公司

- 选择未来发展潜力相对较大的环渤海湾的港口
- 选择散杂货占全部货物比例较大的港口
- 估值较低的港口

按照上述标准我们选出了几个品种，推荐顺序为天津港、日照港、营口港。

附表 1、A 股港口行业主要上市公司估值水平与评级表

港口	收盘价 (12-26)	市值 (10 亿元)	P/E(X)			P/B(X)			ROE(%)			EV/EBITDA(X)			现金分红收益率(%)		评级
			07A	08E	09E	07A	08E	09E	07A	08E	09E	07A	08E	09E	07A	08E	
深赤湾	9.77	6.4	9.5	10.0	9.8	2.44	2.28	2.11	25.7	22.7	21.6	5.1	5.2	5.0	6.78	6.56	中性
盐田港	4.80	5.9	9.3	10.7	10.7	1.65	1.54	1.48	17.8	14.4	13.9	2.6	2.8	2.9	5.04	6.92	中性
日照港	3.80	6.5	13.6	17.3	12.3	0.94	1.74	1.59	7.0	10.1	13.0	18.4	13.1	12.6	1.95	1.95	增持
上海港	3.42	74.1	19.7	13.9	13.2	2.55	2.30	2.04	12.9	16.6	15.5	9.7	10.2	10.2	2.41	1.92	中性
营口港	6.38	3.6	12.0	13.1	12.5	1.78	1.12	1.10	14.8	8.5	8.8	9.7	7.5	7.1	9.55	6.29	中性
天津港	9.55	15.3	23.3	15.0	14.0	3.35	1.75	1.59	14.4	11.7	11.3	13.7	11.0	10.2	1.10	1.19	增持
连云港	4.45	2.2	20.2	20.8	16.5	1.54	1.44	1.33	7.6	6.9	8.1	9.9	8.9	8.6	0.73	0.36	中性
平均			15.4	14.4	12.7	2.03	1.74	1.61	14.3	13.0	13.2	9.9	8.4	8.1	3.94	3.60	

数据来源：联合证券研究所

附表 2、A、H 股主要交通上市公司估值水平比较表

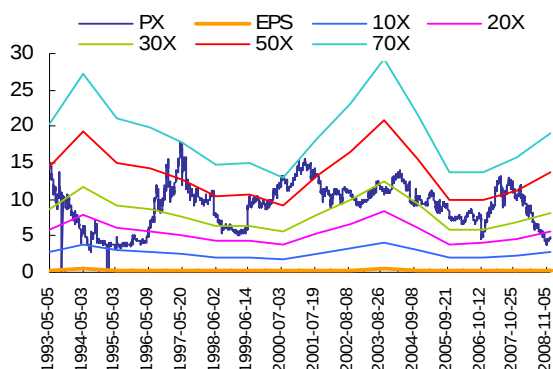
	收 盘 价 (12-26)	市 值 (10 亿 元)	P/E(X)			P/B(X)			ROE(%)			EV/EBITDA(X)			现金分红收益率	
			07A	08E	09E	07A	08E	09E	07A	08E	09E	07A	08E	09E	07A	08E
H 股港口	港元															
招商局国际	14.9	35.9	10.0	8.9	8.0	1.43	1.33	1.24	13.6	14.1	12.8	9.99	8.64	9.13	3.90	4.30
中远太平洋	7.29	16.4	4.9	6.2	5.9	0.65	0.60	0.58	17.4	11.3	11.2	3.40	4.80	5.50	11.70	8.30
大连港	1.94	5.7	8.2	8.3	7.4	0.95	0.82	0.74	10.8	11.8	10.1	5.92	3.70	4.18	3.80	5.00
厦门港务	0.90	2.5	6.2	5.7	5.6	0.53	0.44	0.43	9.55	9.70	8.60	2.90	3.80	3.50	8.30	9.00
天津港发展	1.67	3.0	12.5	10.4	9.8	0.81	0.73	0.70	7.30	8.20	7.60	4.20	3.30	2.91	3.70	4.40
平均			8.3	7.9	7.4	0.87	0.78	0.74	11.7	11.0	10.1	5.28	4.85	5.04	6.28	6.20
公路																
粤高速	3.82	5.0	9.8	10.9	10.9	1.44	1.39	1.32	14.7	12.7	12.1	3.0	3.3	3.3	6.28	5.32
皖通高速	3.81	6.5	12.2	9.1	10.3	1.37	1.27	1.21	11.2	13.9	11.8	5.1	6.0	5.9	5.25	6.04
福建高速	4.98	7.4	11.8	8.9	9.6	2.05	1.86	1.70	17.4	20.8	17.7	5.7	5.0	5.0	5.02	5.35
楚天高速	3.70	3.6	12.9	11.0	9.7	1.48	1.38	1.26	11.5	12.5	13.0	7.0	6.8	6.6	4.32	3.56
赣粤高速	7.80	9.9	8.3	8.9	8.8	1.45	1.26	1.13	17.5	14.2	12.9	6.0	6.5	6.3	2.95	2.76
山东高速	4.63	18.2	13.4	12.0	10.8	1.87	1.75	1.57	14.0	14.5	14.6	9.1	8.8	8.5	3.37	3.05
宁沪高速	5.32	28.7	16.7	16.5	14.9	1.71	1.68	1.61	10.2	10.2	10.8	8.6	9.1	9.0	5.08	4.18
深高速	4.56	10.4	14.8	18.9	14.7	1.37	1.41	1.35	9.3	7.5	9.1	9.9	12.2	12.1	3.51	3.14
平均			12.9	12.2	11.3	1.61	1.51	1.39	13.2	13.3	12.7	6.8	7.2	7.1	4.47	4.18
机场																
深圳机场	5.42	9.3	16.4	38.0	27.1	2.59	2.02	2.00	15.8	5.3	7.4	10.3	9.3	9.0	2.95	3.29
白云机场	7.30	8.9	20.3	17.3	15.5	1.51	1.44	1.35	7.4	8.3	8.7	9.0	8.2	8.0	2.47	2.15
上海机场	11.2	21.6	12.7	26.8	23.9	1.87	1.78	1.68	14.7	6.6	7.1	9.8	16.2	15.5	0.89	1.12
厦门空港	12.2	4.1	22.1	20.0	16.2	3.11	3.25	2.82	14.1	16.2	17.4	14.0	13.6	13.0	0.41	1.58
平均			16.6	21.4	17.7	1.97	1.87	1.97	13.0	9.1	10.1	10.8	11.8	11.4	1.68	2.03
铁路																
铁龙物流	5.83	6.7	16.1	24.1	18.2	2.71	2.44	2.17	16.8	10.1	11.9	10.7	12.3	11.9	0.00	0.31
申通地铁	6.03	2.8	23.4	29.9	15.1	3.03	2.90	2.52	13.0	9.7	16.7	15.2	16.1	15.4	1.66	1.55
大秦铁路	7.90	131	16.8	14.4	12.2	2.73	2.51	2.23	16.2	17.5	18.4	11.1	10.7	10.3	3.80	3.16
广深铁路	3.69	27.6	18.3	18.5	15.1	1.20	1.16	1.10	6.6	6.3	7.3	9.9	9.9	9.6	2.17	1.81
平均			18.9	21.4	15.7	2.46	2.35	2.00	13.2	10.9	13.6	11.7	12.2	11.8	1.91	1.71
航运																
中海发展	8.20	29.3	6.0	4.8	8.2	1.74	1.28	1.17	29.1	26.6	14.3	4.8	3.8	3.6	6.10	4.88
长航油运	4.11	7.4	10.5	11.6	10.3	1.64	1.47	1.35	15.6	12.7	13.1	13.9	9.7	9.3	3.65	3.24
中远航运	6.32	8.7	3.9	5.7	12.6	2.48	1.90	1.91	64.4	33.2	15.1	4.9	4.0	7.3	11.08	8.18
中海集运	2.75	32.1	7.6	423	275	0.98	1.00	1.00	13.0	0.2	0.4	4.0	14.8	14.8	1.45	0.73
招商轮船	3.95	13.9	15.8	7.6	15.8	1.55	1.38	1.29	9.8	18.1	8.1	8.8	6.3	6.1	1.80	1.25
中国远洋	8.11	91.0	4.3	4.2	13.1	1.84	1.38	1.27	42.5	33.1	9.7	2.0	1.9	5.7	2.22	1.11
平均			8.4	90.4	65.4	1.70	1.43	1.33	29.0	19.5	9.3	6.7	7.4	8.6	4.38	3.23

数据来源：联合证券研究所 注：港股为 08-12-24 收盘价

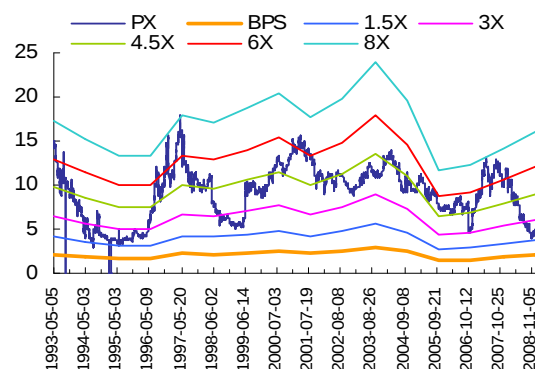
附录一：行业及重点公司 PE、PB-Band 情况

附图 1：行业及重点公司 PE、PB-Band 情况

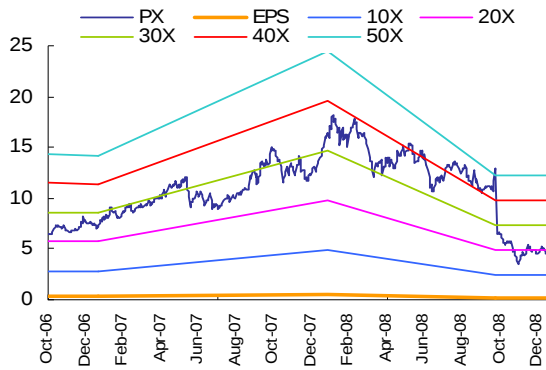
港口行业 PE-Band



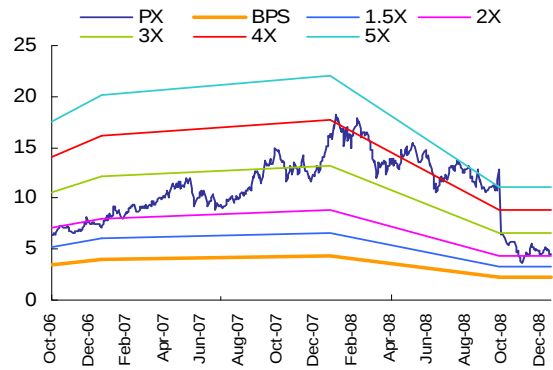
港口行业 PB-Band



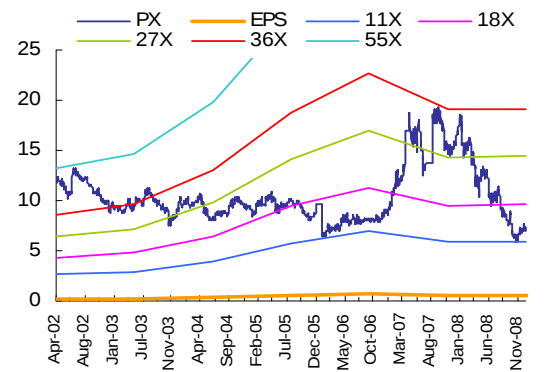
日照港 PE-Band



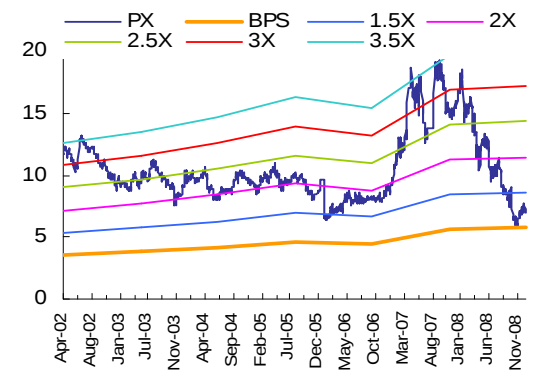
日照港 PB-Band



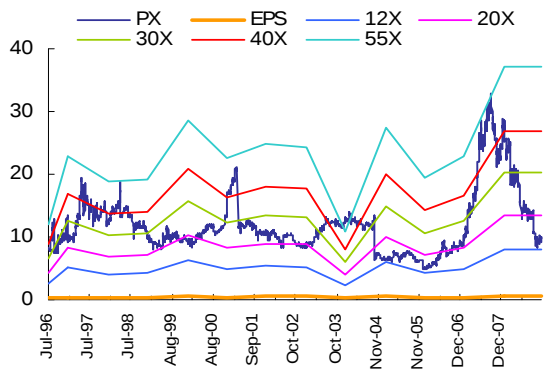
营口港 PE-Band



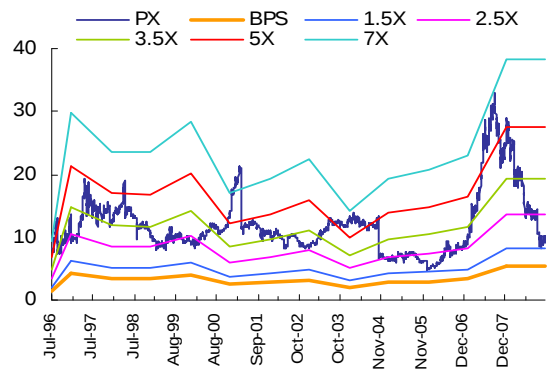
营口港 PB-Band



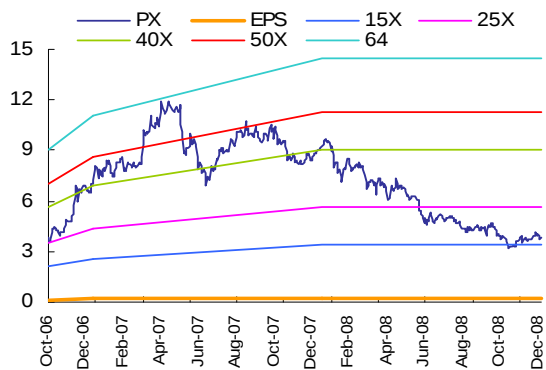
天津港 PE-Band



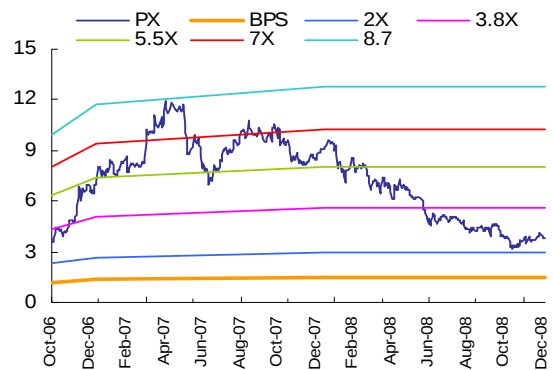
天津港 PB-Band



上港集团 PE-Band

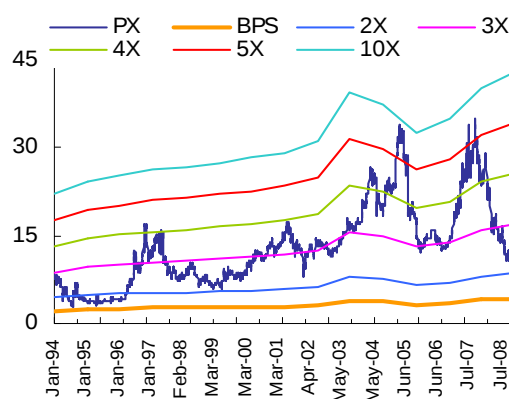
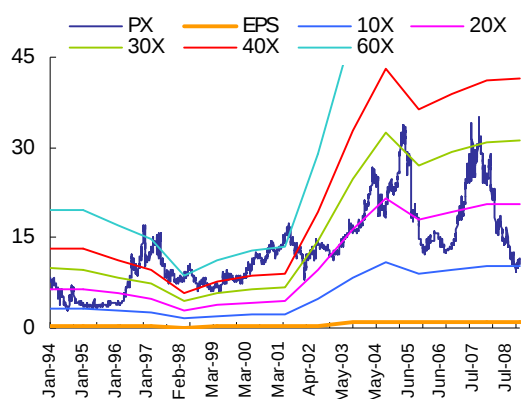


上港集团 PB-Band



深赤湾 PE-Band

深赤湾 PB-Band



数据来源: Wind、联合证券研究所.

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 2212 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhzq.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhzq.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。