

纪敏
 0755-82960304
 jimin@cmschina.com.cn

2009年2月3日

去库存化背景下的谷底徘徊

港口行业2008年12月散杂货业务数据点评

交通运输

港口

中性(维持)

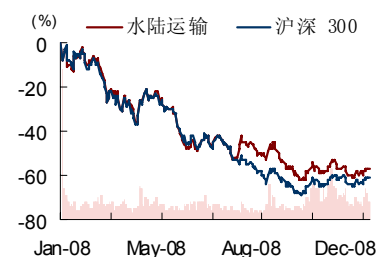
上证指数 2039

行业规模

		占比%
股票家数(只)	59	3.7
总市值(亿元)	5766	4.1
流通市值(亿元)	2381	4.8

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	-2.1	-21.2	-58.1
相对表现	-0.8	6.9	4.5



相关报告

- 1、《港口行业2008年11月快报简评-进出口增速断崖,港口业十年新低》2008/12/12
- 2、《港口行业2009年度投资策略-告别成长,择机关注股息收益和长期价值》2008/12/3
- 3、《港口行业基础设施投资建设专题研究-沿海投资进度结构分化,关注枢纽港价值》2008/11/19
- 4、《中国港口行业集装箱业务专题研究-外贸放缓、结构升级以及规划建设超前:港口集装箱业务景气下行》2008/10/21
- 5、《港口行业2008年10月跟踪报告-集装箱景气继续下行,散杂货业务风险加剧》2008/10/28
- 6、《港口行业2008年中期投资策略-转型背景,关注外部驱动因素和新营运模式》2008/6/10

2008年12月,去库存化背景下,虽然下游需求略显回暖,大宗散杂货的进口以及国内中转运输需求依旧低迷。当月,港口矿石接卸业务量创08年内新低;港口煤炭库存下降,运量低迷中稍有回暖;而原油进口和成品油产量则相对稳定。

- **下游需求虽略有回暖,去库存化背景下散杂货运输仍低迷。**2008年12月的国内工业增加值以及火电月度产量均较上月有所回暖,但固定资产投资与新开工项目指数昭示下游需求仍未到反转之时;同时,去库存化背景下,大宗散杂货的进口以及国内中转运输需求依旧低迷。
- **矿石业务:12月运量创2008年度新低。**截止2009年1月9日,港口铁矿石库存为5857万吨,较08年高点7600万吨已经大幅减少。2008年12月全国生铁产量为3623万吨,较前两月的3413和3351万吨均有所增加。这与部分钢厂复产和下游需求的部分恢复有关。但去库存化背景下,12月我国港口接卸进口铁矿石2650万吨,同比下降22.8%,为08年内最低点。沿海部分重点港口吞吐量依旧陷于负增长的低迷。
- **煤炭业务:库存大幅减少,港口运量低迷中略有回暖。**截至08年底,沿海重点港口库存为1975万吨,较11月环比减少540.9万吨。沿海重点港口煤炭在2008年12月完成3552万吨运量,虽同比下滑3.9%,但较11月的3377万吨略有回暖。在需求恢复以及下游库存被消耗至正常水平前,港口运量难以明显回升,但从趋势而言,回归常态自然增长应只是时间问题。
- **石油及制成品业务:原油进口和成品油产量相对稳定。**2008年12月,国家原油进口量为1437万吨;12月成品油产量1680万吨,同比减少4%。需求下滑的影响于11月开始显现,同时考虑到1季度属于传统淡季,低迷仍将延续。但总体而言,08年全年国家原油进口与成品油的生产及进口相对稳定,下游需求的负面影响至多引起环比小幅波动。
- **择机关注股息收益和散杂货的阶段性的机会:**伴随着去库存化的推进,如果钢铁和煤炭等行业的下游需求能够逐步复苏,那么港口散杂货业务在09年可望迎来具有一定规模的阶段性环比反弹。而治理结构优良的深赤湾等公司的股息收益亦是经济下行背景下的投资关注点。在估值具有相对安全边际的前提下可择机关注上述两类机会。

重点公司主要财务指标

	股价	07EPS	08EPS	09EPS	08PE	09PE	PB	评级
天津港	10.11	0.41	0.58	0.65	17.4	15.6	1.6	审慎推荐-A
上港集团	3.66	0.17	0.22	0.20	16.6	18.3	2.4	中性-A
日照港	4.17	0.28	0.24	0.26	17.5	16.1	1.6	中性-A
深赤湾A	10.22	1.03	0.93	0.78	11.0	13.1	2.2	中性-A
盐田港	5.18	0.52	0.42	0.38	12.3	13.6	1.4	中性-B
营口港	7.00	0.57	0.57	0.46	12.3	15.2	1.1	中性-B

资料来源:招商证券

正文目录

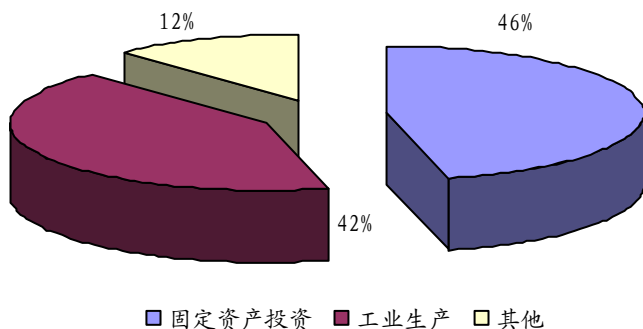
1、12月需求分析：下游略有回暖，去库存化进行当中	3
2、矿石业务：12月运量创2008年最低纪录	5
2.1 月度运量新低，港口库存低于6千万吨	5
2.2 沿海重点港口吞吐量延续负增长	6
3、煤炭业务：库存大幅减少，港口运量低迷中略有回暖	7
3.1 08年12月沿海重点港口库存大幅减少	7
3.2 港口煤炭运量低迷中略有回暖	7
4、石油及制成品业务：原油进口与成品油产量相对稳定	9
5、择机关注股息收益和散杂货的阶段性机会	10
5.1 关注去库存化后散杂货业务数据能否阶段性反弹	10
5.2 寻求具有安全边际的股息收益	10

图表目录

图 1、2008 年钢铁下游行业的需求结构分析	3
图 2、2008 年煤炭下游行业的需求结构分析	3
图 3、2004-2008 年我国工业生产工业增加值增速走势统计分析	3
图 4、2004-2008 年全国火电月度产量及同比增速统计	3
图 5、2005-2008 年全国固定资产投资月度完成额统计分析	4
图 6、2006-2008 年 11 月国内固定资产投资新开工项目指数分析	4
图 7、近期的去库存化导致原材料进口需求持续下滑（%）	4
图 8、2008 年 11-12 月港口铁矿石进口接卸量接连出现负增长	5
图 9、08 年 10 月份以来港口库存持续下降但仍高于往年常态水平	5
图 10、2008 年 12 月份的全国生铁产量较前两月份已经有所恢复	6
图 11、2008 年 1-12 月沿海主要港口的矿石吞吐量月度增速逐步下滑	6
图 12、2008 年 12 月沿海重点港口煤炭库存出现环比下降（万吨）	7
图 13、秦皇岛港煤炭库存已经接近往年的常态水准（万吨，截至 2009.1.17）	7
图 14、2008 年 12 月沿海港口煤炭运量较上月略有回暖（万吨）	8
图 15、2008 年 12 月沿海重点港口煤炭吞吐量表现依旧低迷	8
图 16、2008 年 1-12 月沿海重点港口油品吞吐量表现统计	9
图 17、去库存化行为完成后的月度生铁产量何时复苏值得关注	10
图 18、下游需求行业的库存恢复常态后煤炭行业的月度产销值得关注	10
图 19、部分港口上市公司的股息率已经高于一年期存款利率	11
图 20、1995-2007 年 A 股港口行业 PE 与 PB 估值分析(匹配当年财务数据)	11
表 1、2008 年 12 月全国大部分港口的矿石吞吐量延续负增长低迷态势	6
表 2、2008 年 12 月全国部分港口煤炭吞吐量统计（万吨）	8
表 3、2008 年国家原油进口及成品油产量保持了相对稳定的表现	9
表 4、2008 年 12 月沿海及内河重点港口油品吞吐量统计（万吨）	9
表 5、A 股港口行业重点上市公司估值表	11

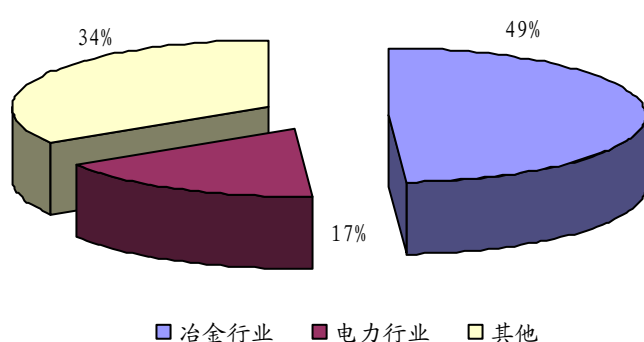
1、12月需求分析：下游略显回暖，去库存化进行当中

图1、2008年钢铁下游行业的需求结构分析



资料来源：招商证券研发中心

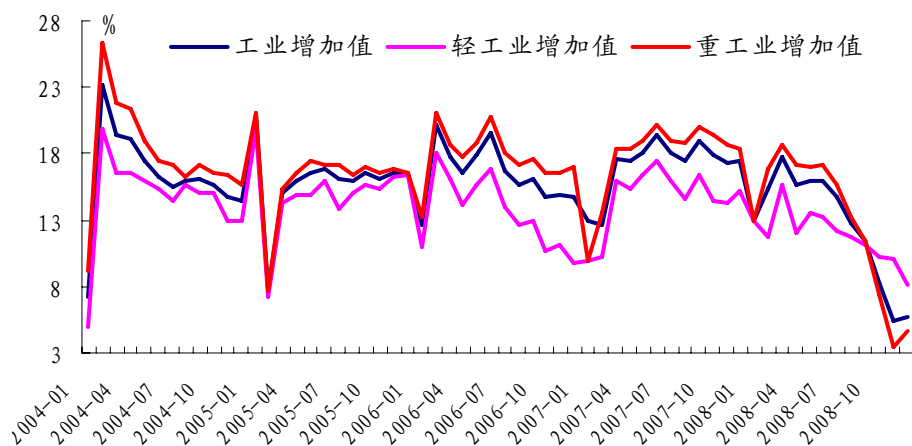
图2、2008年煤炭下游行业的需求结构分析



资料来源：招商证券研发中心

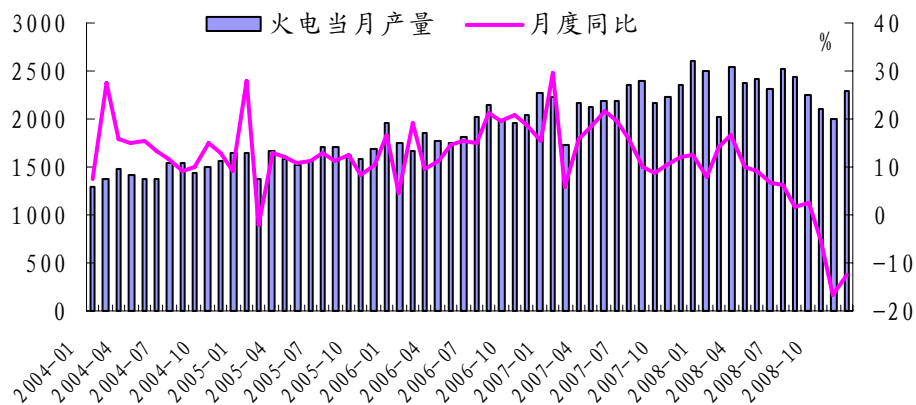
2008年12月，工业增加值以及火电产量均略有回暖，一定程度上带动了对钢铁和煤炭的需求。

图3、2004-2008年我国工业生产工业增加值增速走势统计分析



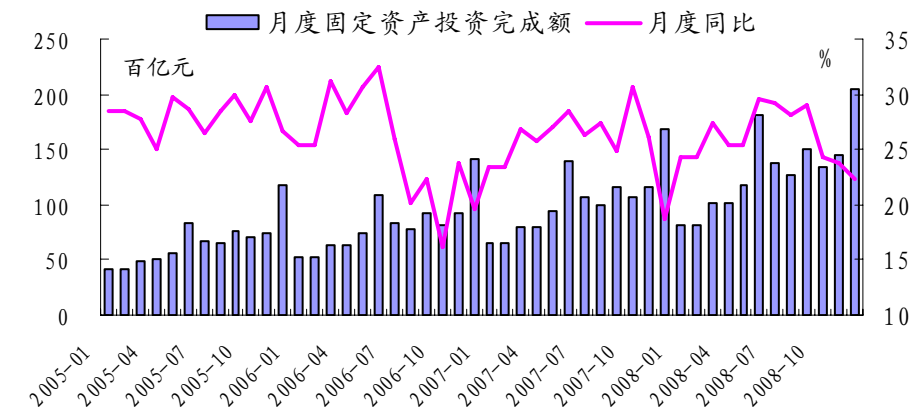
数据来源：招商证券

图4、2004-2008年全国火电月度产量及同比增速统计



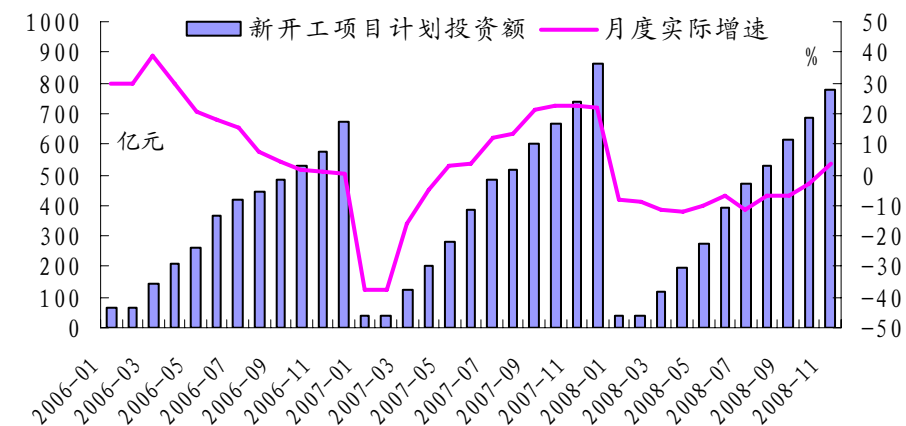
数据来源：招商证券

图5、2005-2008年全国固定资产投资月度完成额统计分析



数据来源：招商证券

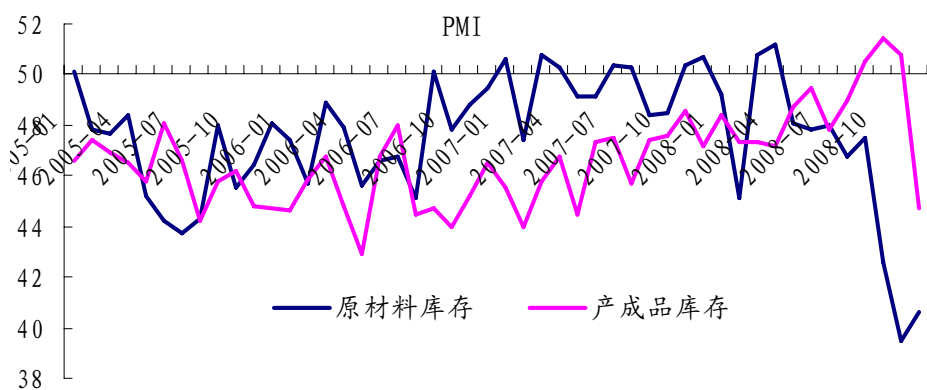
图6、2006-2008年11月国内固定资产投资新开工项目指数分析



数据来源：招商证券

然而，国内固定资产投资以及新开工项目指数的走势昭示对于钢铁和煤炭等散杂货的下游需求仍未到反转之时。与此同时，近期的去库存化行为导致了大宗原材料的进口以及国内运输需求低迷。

图7、近期的去库存化导致原材料进口需求持续下滑（%）



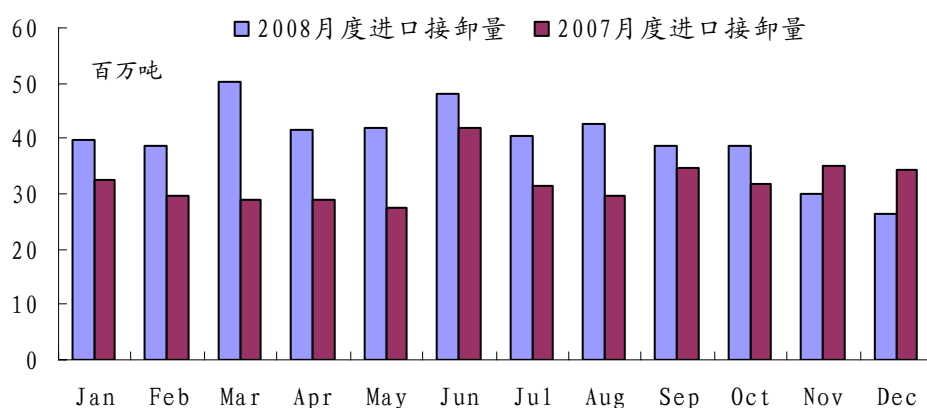
数据来源：招商证券

2、矿石业务：12 月运量创 2008 年最低纪录

2.1 月度运量新低，港口库存低于 6 千万吨

据交通运输部水运司数据显示，2008 年 12 月，我国港口接卸进口铁矿石 2650 万吨，同比下降 22.8%。2008 年 1 至 9 月份，港口接卸进口铁矿石保持高速增长，同比增幅达 32%。10 月份以来发生重大转折，进口铁矿石量急剧下降，港口接卸量连续两个月出现负增长，12 月为 2008 年最低水平，但近期国内钢材和铁矿石价格已经开始出现止跌回升迹象。

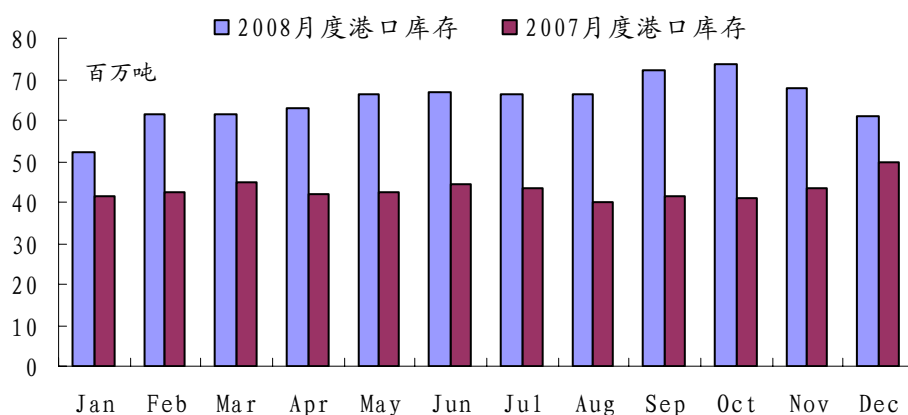
图8、2008年11-12月港口铁矿石进口接卸量接连出现负增长



数据来源：招商证券

与此同时，去库存化行动正在进行。截止 2009 年 1 月 9 日，港口铁矿石库存为 5857 万吨，较 08 年高点的 7600 万吨已经大幅减少。

图9、08年10月份以来港口库存持续下降但仍高于往年常态水平



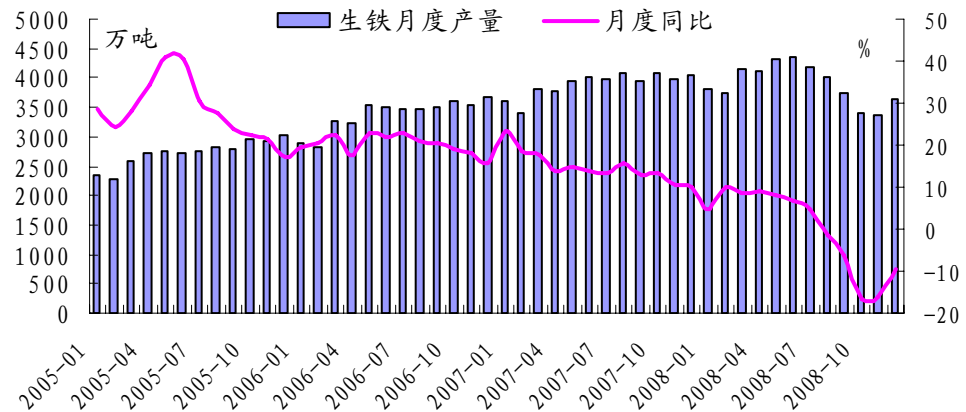
数据来源：招商证券

和往年的常态水准 4 千万吨相比，当前的港口库存仍然偏高，去库存化行动仍将延续。港口铁矿石业务仍在低谷徘徊，未来伴随库存的下降和需求的复苏，港口铁矿石业务量亦将回归相对的常态增长。

2.2 沿海重点港口吞吐量延续负增长

2008年12月全国生铁产量为3622.9万吨,较前两月的3413和3351万吨均有所增加。这与部分钢厂复产和下游需求的部分恢复有关。

图10、2008年12月份的全国生铁产量较前两月份已经有所恢复



数据来源：招商证券

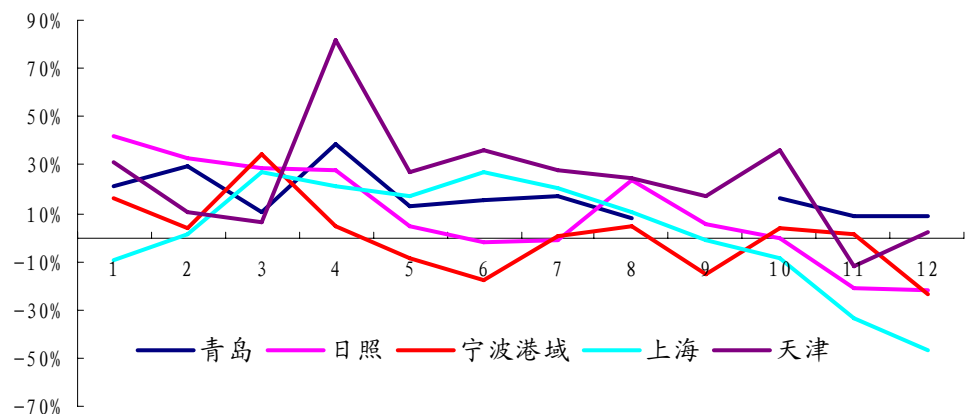
然而，在去库存化的背景下，沿海主要港口的矿石吞吐量表现依然低迷，月度负增长持续出现，可谓仍在谷底徘徊。

表1、2008年12月全国大部分港口的矿石吞吐量延续负增长低迷态势

万吨	2007年	2008年	08年12月	当月增长%	累计增长%
大连港	1171	1375	50	-63.8	17.4
天津港	4700	6380	380	2.2	22.8
青岛港	8151	9500	745	8.6	16.5
日照港	6300	8230	350	-22.3	8.0
上海港	6068	6140	275	-47.0	0.9
宁波港域	7075	7165	425	-23.3	1.3

资料来源：招商证券

图11、2008年1-12月沿海主要港口的矿石吞吐量月度增速逐步下滑



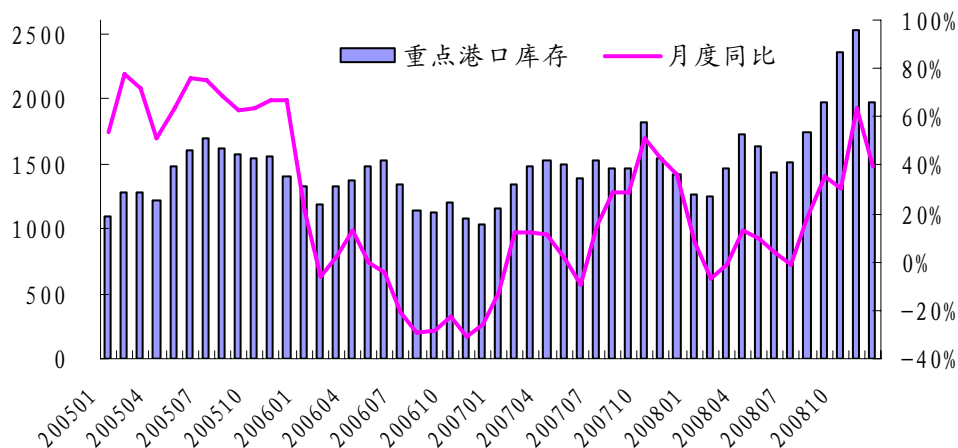
数据来源：招商证券

3、煤炭业务：库存大幅减少，港口运量低迷中略有回暖

3.1 08 年 12 月沿海重点港口库存大幅减少

港口煤炭业务的去库存化行动亦在进行中。截至 2008 年底，沿海重点港口库存为 1975 万吨，较 11 月环比减少 540.9 万吨，去库存化效果显现。

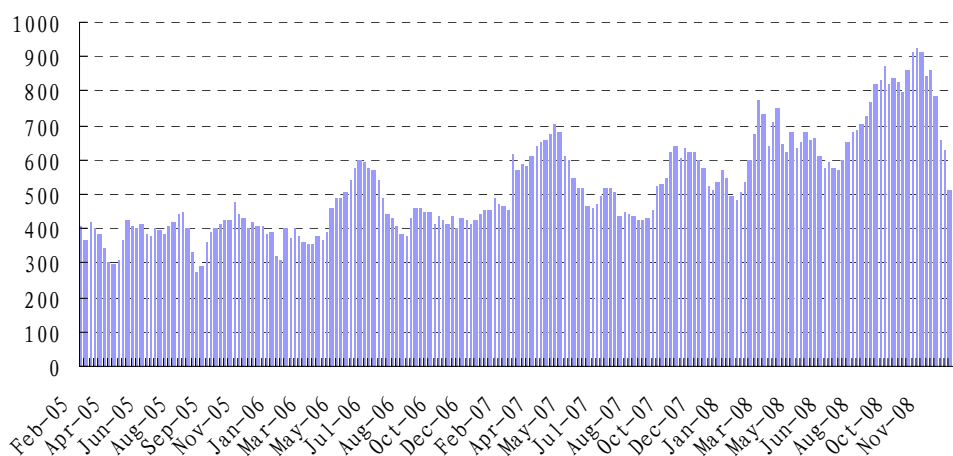
图12、2008年12月沿海重点港口煤炭库存出现环比下降（万吨）



数据来源：招商证券

截至 2009 年 1 月 17 日，秦皇岛港煤炭库存为 547 万吨，较一周前稳中有增，但亦接近往年常态水准。

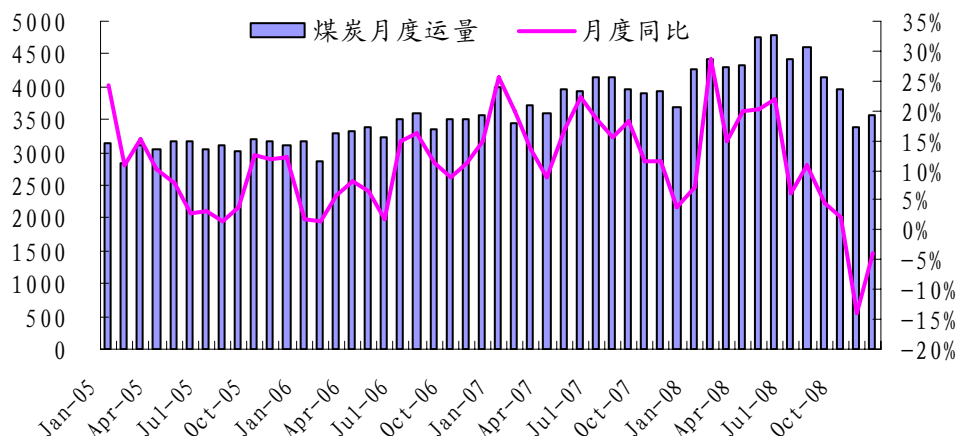
图13、秦皇岛港煤炭库存已经接近往年的常态水准（万吨,截至2009.1.17）



数据来源：招商证券

3.2 港口煤炭运量低迷中略有回暖

港口煤炭运量在 2008 年 12 月完成 3552.0 万吨，同比增长-3.9%，较 11 月的 3377 万吨略有回暖。在需求恢复以及下游库存被消耗至正常水平前，港口运量很难明显回升，但从趋势而言，回归常态自然增长应只是时间问题。

图14、2008年12月沿海港口煤炭运量较上月略有回暖（万吨）


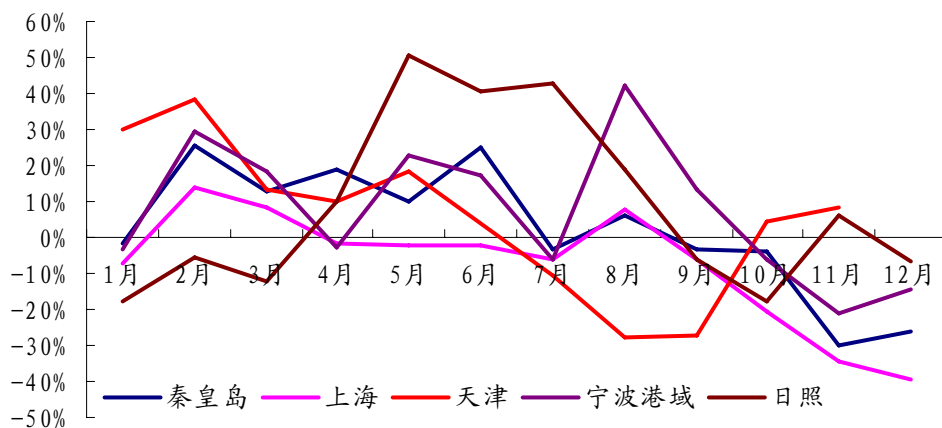
数据来源：招商证券

2008年以来，沿海重点港口的煤炭吞吐量表现逐步下滑，尤其是步入2008年10月以来，负增长阴霾大范围出现，12月虽较11月略有回暖，但仍难脱低迷阴影。

表2、2008年12月全国部分港口煤炭吞吐量统计（万吨）

	2007年	2008年	08年12月	当月增长%	累计增长%
秦皇岛	21400	21810	1400	-25.9	1.8
天津港	7485	8040	700		8.1
青岛港	1256	1510	125	37.8	20.1
日照港	1500	1630	140	-6.5	11.5
连云港	1333	1465	96	4.3	6.3
上海港	8687	8055	465	-37.5	-7.3
宁波港	4387	4675	370	-14.3	29.5
厦门港	1138	1300	100	39.4	14

资料来源：招商证券

图15、2008年12月沿海重点港口煤炭吞吐量表现依旧低迷


数据来源：招商证券

事实上，我们认为煤炭的下游需求行业的库存是更为关键的先行指标，而2008年11月份该项数值为9753万吨，为2005年以来的绝对新高。下游需求行业的库存何时回归正常，以及其后的煤炭月度产销数据，值得后续关注。

4、石油及制成品业务：原油进口与成品油产量相对稳定

石油及其制品的港口装卸需求主要源自于中国经济和石化行业发展所带来的原油进口和成品油运输需求。

2008 年 12 月，国家原油进口量为 1437 万吨，同比增长 11.6%。12 月成品油产量 1680 万吨，同比减少 4%。需求下滑的影响于 11 月显现，同时 1 季度属于传统淡季。

但总体而言，08 年全年国家原油进口与成品油的生产相对稳定，需求的下滑至多导致环比小幅波动。

表 3、2008 年国家原油进口及成品油产量保持了相对稳定的表现

万吨	Jun	July	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec
原油进口量	1457	1379	1565	1503	1616	1336	1437
%	11.0	8.3	8.7	8.8	10.6	9.5	11.6
成品油产量	1770	1814	1820	1762	1828	1756	1680
%	6.0	6.4	6.9	7.2	7.9	7.8	-4.1
成品油进口量	367	437	334	255	202	193	363
%	12.6	18.1	32.0	-0.4	-7.8	-9.4	37.0

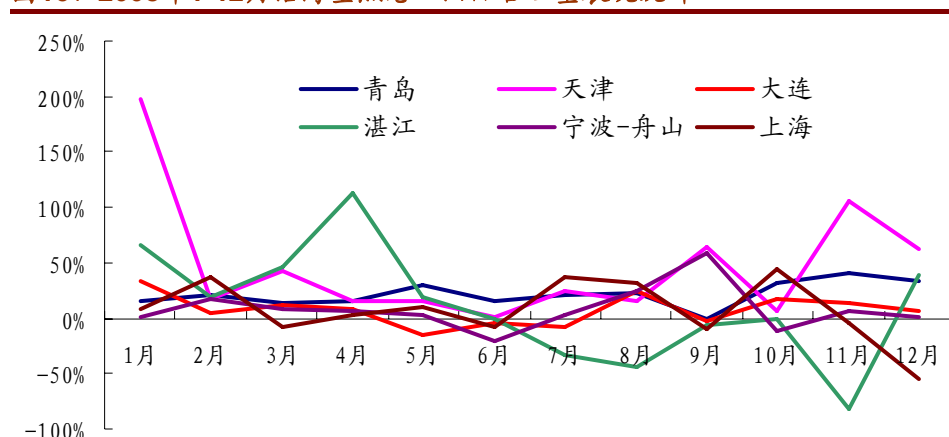
资料来源：招商证券

表 4、2008 年 12 月沿海及内河重点港口油品吞吐量统计（万吨）

	2006 年	2007 年	2008 年	12 月增长%	累计增长%
大连港	2170	2570	2740	6.5	6.6
天津港	2270	2670	3470	61.8	30.0
秦皇岛	370	600	715	30	19
青岛港	3520	3840	4730	32.7	23.2
南京港	1870	1120	895		-2.1
宁波-舟山港	8213	8195	8440	0.6	3.0
湛江港	1340	1410	1380		-2.2

资料来源：招商证券

图 16、2008 年 1-12 月沿海重点港口油品吞吐量表现统计



数据来源：招商证券

5、择机关注股息收益和散杂货的阶段性和机会

5.1 关注去库存化后散杂货业务数据能否阶段性反弹

近几月来，由于处于去库存化阶段，港口散杂货业务的运量数据依旧疲弱；12月份铁矿石运量创下08年最低纪录，而煤炭运量则低迷中略有回暖。

图17、去库存化行为完成后的月度生铁产量何时复苏值得关注

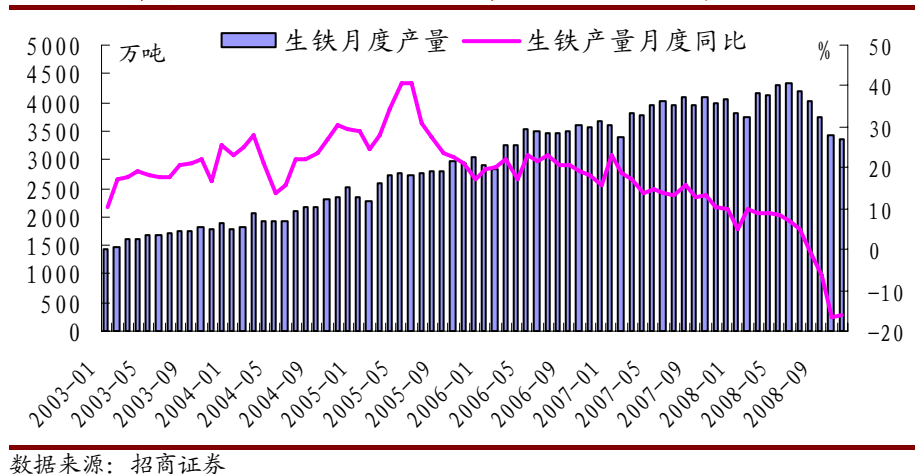
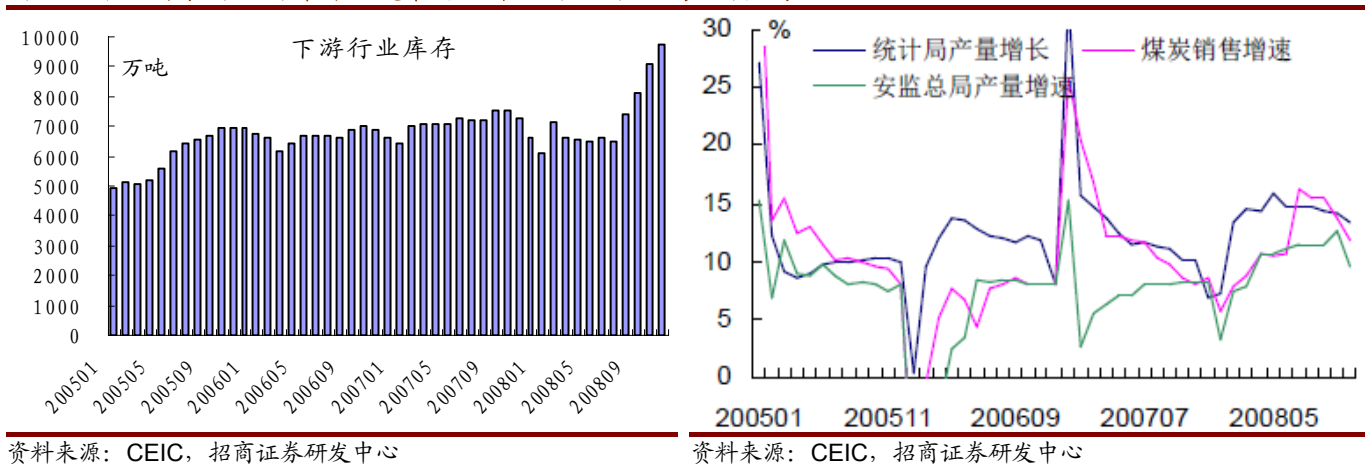


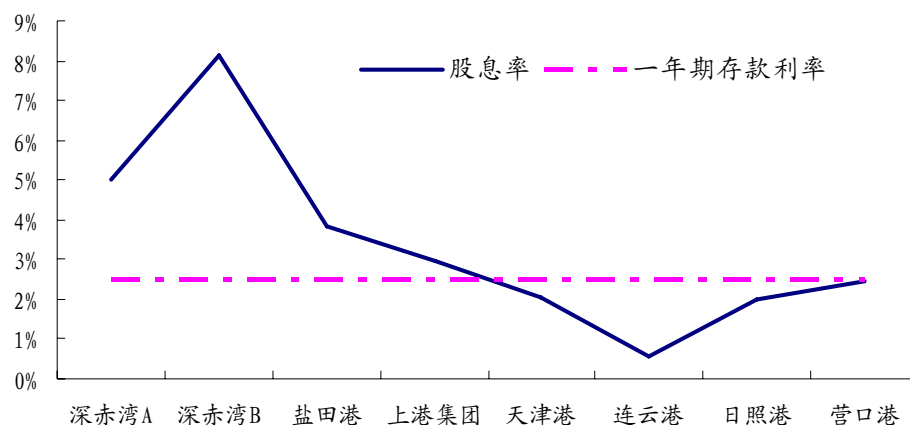
图18、下游需求行业的库存恢复常态后煤炭行业的月度产销值得关注



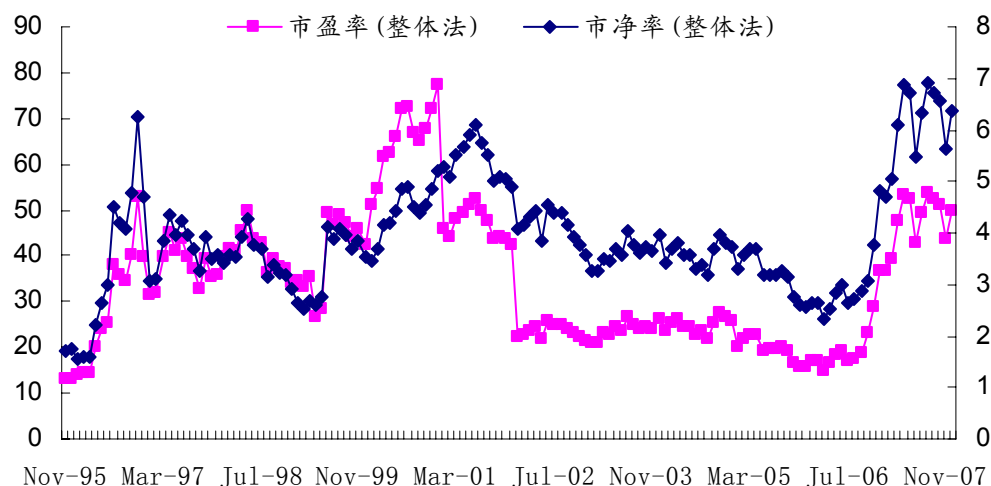
当去库存化行为完成或临近完成时，钢铁和煤炭等行业产销数据的表现将决定港口散杂货业务的环比反弹力度，这也值得我们后续关注。

5.2 寻求具有安全边际的股息收益

治理结构优良的深赤湾等公司股息收益亦是熊市背景下的关注点。考虑到深圳西部的港口集装箱吞吐量下滑较为严重以及沿海散杂货港口的盈利预期并不乐观，我们认为，当估值逐步接近历史底部具相对安全边际的情况下，股息收益和散杂货业务数据的阶段性反弹两类机会可加以关注

图19、部分港口上市公司的股息率已经高于一年期存款利率


数据来源: Wind、招商证券

图20、1995-2007年A股港口行业PE与PB估值分析(匹配当年财务数据)


数据来源: Wind、招商证券

表 5、A 股港口行业重点上市公司估值表

公 司	代 码	股 价	PE			PB		
			07	08E	09E	07	08E	09E
A 股港口上市公司（集装箱为主）								
上港集团	600018	3.66	21.5	16.6	18.3	2.8	2.6	2.4
盐田港	000088	5.18	10.0	12.3	13.6	1.8	1.5	1.4
深赤湾	000022	10.22	9.9	11.0	13.1	2.6	2.3	2.2
平均值			13.8	13.3	15.0	2.2	2.0	2.4
A 股港口上市公司（散杂货为主）								
天津港	600717	10.11	24.7	17.4	15.6	3.5	1.7	1.6
日照港	600017	4.19	15.0	17.5	16.1	1.0	1.7	1.6
营口港	600317	7.00	12.3	12.3	15.2	1.2	0.9	1.1
连云港	601008	4.71	18.8	20.5	20.5	1.4	1.1	0.9
平均值			17.7	16.9	16.8	1.8	1.4	1.3

资料来源: Bloomberg、招商证券

分析师简介

纪敏，男

1998-2005，复旦大学，计算机科学技术专业学士、硕士；2005 年加盟招商证券研发中心，现为交通运输（港口、公路）行业分析师

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

我公司从 2008 年 4 月 11 日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。