

纪敏

0755-82960304

jimin@cmschina.com.cn

2009年3月19日

负增长一如常态，矿石业务独撑门面

港口行业2009年3月跟踪报告

交通运输

港口

中性（维持）

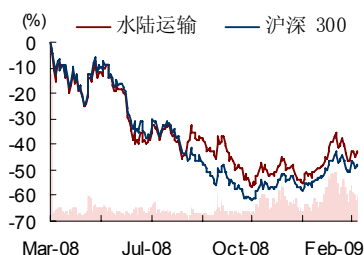
上证指数 2265

行业规模

		占比%
股票家数（只）	59	3.7
总市值（亿元）	6334	4.2
流通市值（亿元）	2764	4.8

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	-7.0	-1.0	-45.4
相对表现	-2.2	-8.2	4.6



相关报告

- 1、《天津港(600717)-整合方案影响中性,后续发展仍可关注》2009/3/17
- 2、《日照港(600017)-09年盈利将大幅放缓,融资收购短期效应不明显》2009/2/17
- 3、《港口行业2008年12月散杂货业务数据点评-去库存化背景下的谷底徘徊》2009/2/3
- 4、《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
- 5、《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
- 6、《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

吞吐量负增长已经成为中国港口业的常态，09年2月亦不例外。外贸出口持续恶化，港口集装箱业务当月同比下滑17%。矿石业务成为唯一亮点，但只有在下游行业高产量水平下的去库存化完成，散杂货业务景气才是真正意义上的复苏。

- **外贸双降：进口降幅收窄，出口继续恶化。**2月我国进出口总额1249亿美元，同比下滑24.9%。其中，进口600.5亿美元，同比下滑24.1%，降幅较上月收窄19个百分点；出口648.9亿美元，同比下滑25.7%，呈继续恶化态势。
- **港口货物吞吐量：09年2月内外贸整体下滑。**当月我国规模以上港口货物吞吐量约为3.8亿吨，同比下降10%。由于经济下滑，国内市场对大宗商品需求下降以及外部经济实体需求的减弱，2月份外贸货物吞吐量约为1.2亿吨，同比下降12%，至此该数据已出现连续8个月的下滑。
- **港口集装箱业务：负增长阴霾不散，回暖仍待时日。**2月份规模以上港口完成集装箱吞吐量约697万TEU，同比下降17%，环比下降22%。外贸依存度较高的长三角和珠三角港口出现幅度达15-20%的负增长。当月PMI新出口订单指数继续反弹，然而考虑到其仍处于历史相对低位以及传导至港口物流的相对时间滞后性，我们认为港口集装箱业务的真正回暖仍待时日。
- **港口散杂货业务：矿石继续反弹，煤炭低迷依旧。**基于国内钢铁需求逐步回升以及较为低廉的铁矿石价格，钢铁企业特别是中小钢厂加大进货力度。2月港口矿石进口接卸量4496万吨，但同时港口库存亦反弹至6千万吨以上。2月煤炭发运量为3094万吨，同比下滑30.4%，环比下滑16.5%。下游需求的低迷是重要原因。3月初全国港口煤炭库存水平大约仍维持在1700万吨。
- **何时迎来下游行业高产量水平下的去库存化？**国内市场大宗工业产品在经历了短期去库存化后，产量上升和需求疲软导致库存重新大规模累积。对于散杂货业务而言，下游行业高产量水平下的去库存化才意味着景气的真正复苏。
- **行业低迷，并购整合或成就未来主题投资机会。**天津港（600717）为消除同业竞争而进行的资本运作短期内难以实施，吞吐量表现亦低于预期，下调短期评级至“中性”。锦州港（600190）的博弈则在于未来是否成为大连港集团A股整体上市的平台，而在此之前，大连港集团需完成对锦州港绝对控股。

重点公司主要财务指标

	股价	07EPS	08EPS	09EPS	08PE	09PE	PB	评级
天津港	12.2	0.41	0.58	0.65	21.0	18.8	1.6	中性-A
上港集团	4.4	0.17	0.22	0.20	20.0	22.0	2.4	中性-A
日照港	5.91	0.28	0.21	0.24	28.1	24.6	1.6	中性-A
深赤湾A	11.35	1.03	0.93	0.78	12.2	14.6	2.2	中性-A
盐田港	6.43	0.52	0.42	0.38	15.3	16.9	1.4	中性-B
营口港	8.32	0.57	0.57	0.46	14.6	18.1	1.1	中性-A

资料来源：招商证券

正文目录

一、外贸双降：进口降幅收窄、出口继续恶化.....	3
二、09 年 2 月港口内外贸货物吞吐量整体下滑	4
三、港口集装箱业务：负增长阴霾不散,回暖仍待时日	5
四、港口散杂货业务：矿石继续反弹，煤炭依旧低迷	6
4.1 矿石业务：港口运量与库存均出现环比反弹.....	6
4.2 煤炭业务：需求低迷，2 月运量同比大幅滑坡 30%.....	7
五、关注二次去库存化和主题投资下的交易性机会	8
5.1 散杂货业务：何时迎来高产量水平下的去库存化？	8
5.2 关注行业并购整合背景下的主题投资机会	8

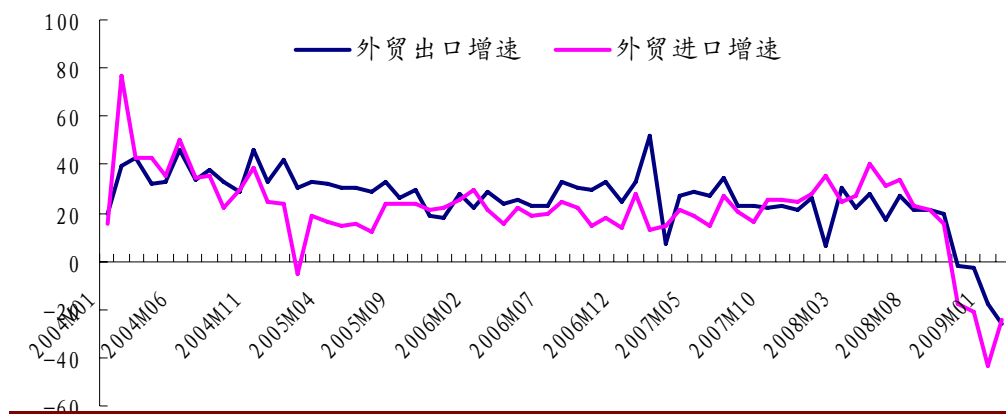
图表目录

图 1、2004-2009 年 2 月外贸进出口增速月度统计 (%)	3
图 2、2004-2009 年 1 月主要发达经济体工业生产同比增幅继续下滑 (%)	3
图 3、更能反映外部需求变化的加工贸易持续萎缩 (%)	3
图 4、2007-2009 年 2 月全国规模港口货物吞吐量月度统计 (亿吨)	4
图 5、2007-2009 年 2 月中国港口外贸货物吞吐量月度统计 (亿吨)	4
图 6、2009 年 1-2 月外贸依存度较低的北方港口吞吐量增速表现优于南方港口	4
图 7、2007-2009 年 2 月规模港口集装箱吞吐量月度统计 (万 Teu)	5
图 8、2009 年 2 月 PMI 出口订单指数继续反弹.....	5
图 9、2009 年 2 月沿海港口矿石进口接卸量继续反弹 (万吨)	6
图 10、2009 年 2 月沿海重点港口矿石进口接卸量统计 (万吨)	6
图 11、沿海重点港口矿石库存近 2 月来持续增加 (百万吨)	6
图 12、2009 年 2 月沿海港口煤炭运量出现大幅下滑 (万吨)	7
图 13、2009 年 2 月沿海重点港口煤炭运量大部分同比下滑 (万吨)	7
图 14、2005-2009 年 2 月沿海港口煤炭库存统计 (万吨)	7
图 15、2005-2009 年 3 月秦皇岛港煤炭库存统计 (万吨)	7
图 16、2003-2009 年 2 月月度火电产量统计 (亿千瓦时)	8
图 17、2003-2009 年 2 月全国生铁产量统计 (万吨)	8
图 18、天津港发展 (3382.HK) 对天津港股份 (600717) 的收购方案	8
图 19、景气复苏无期的集装箱类港口跑输大盘及港口业	9
图 20、具备题材和波动性的散杂货港口战胜大盘	9
表 1、2009 年 1-2 月沿海部分重点港口集装箱吞吐量统计 (万 Teu)	5
表 2、A 股港口行业重点上市公司估值表	9

一、外贸双降：进口降幅收窄、出口继续恶化

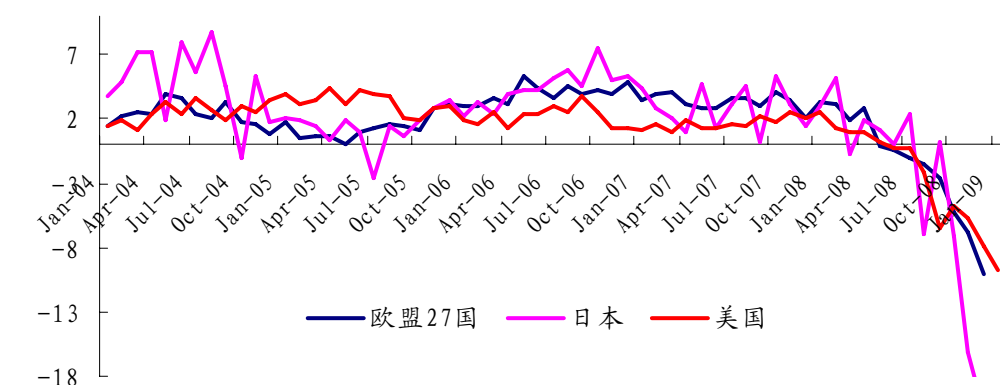
2009年2月，我国进出口总额1249.48亿美元，同比下滑24.9%。其中，进口600.54亿美元，同比下滑24.1%，降幅较上月收窄19个百分点；出口648.95亿美元，同比下滑25.7%，呈继续恶化态势。

图1、2004-2009年2月外贸进出口增速月度统计（%）



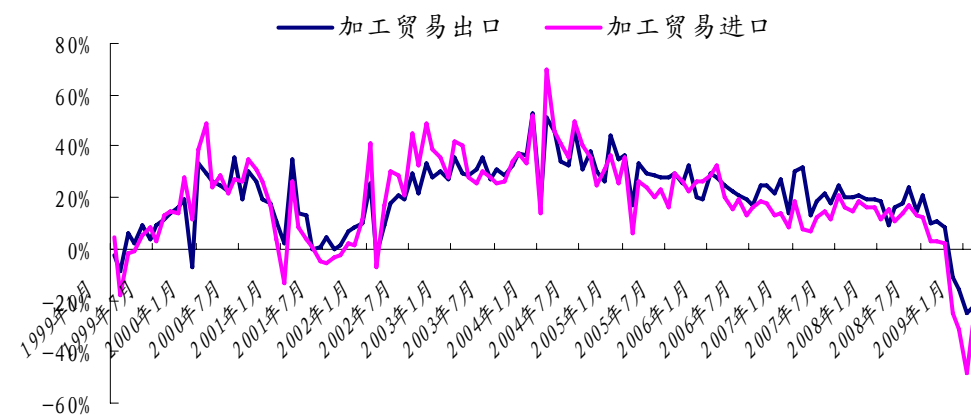
数据来源：招商证券

图2、2004-2009年1月主要发达经济体工业生产同比增幅继续下滑（%）



数据来源：招商证券

图3、更能反映外部需求变化的加工贸易持续萎缩（%）

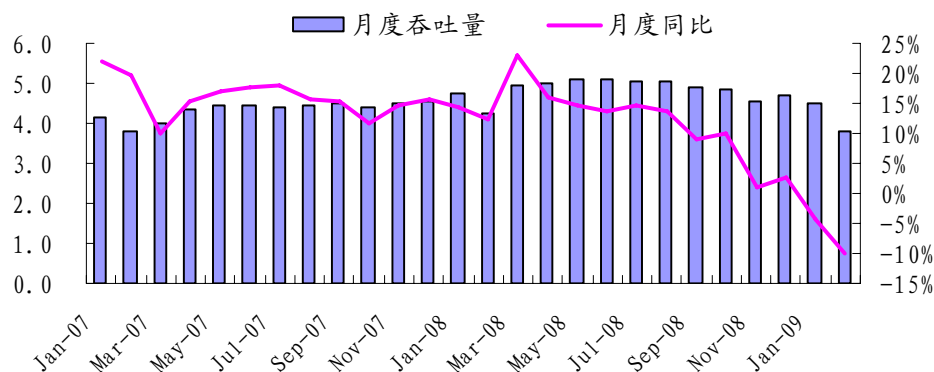


数据来源：招商证券

二、09 年 2 月港口内外贸货物吞吐量整体下滑

2009 年 2 月份，我国规模以上港口货物吞吐量约为 3.8 亿吨，同比下降 10%。

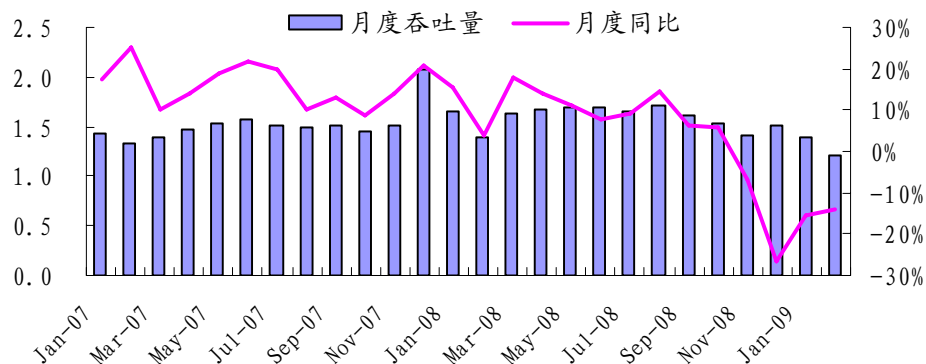
图4、2007-2009年2月全国规模港口货物吞吐量月度统计（亿吨）



数据来源：招商证券

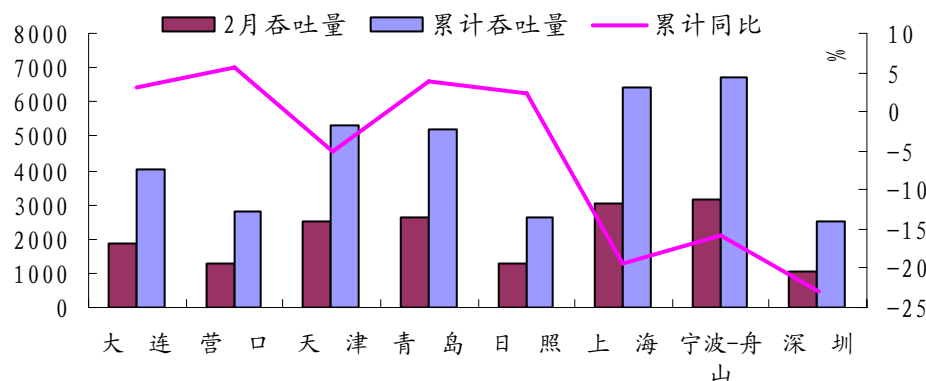
由于经济下滑，国内市场对大宗商品需求下降以及外部经济实体需求的减弱，2月份外贸货物吞吐量约为 1.2 亿吨，同比下降 12%，至此该数据已出现连续 8 个月的下滑；同期内贸货物吞吐量首次出现两位数负增长，同比下滑 17%。

图5、2007-2009年2月中国港口外贸货物吞吐量月度统计（亿吨）



数据来源：招商证券

图6、2009年1-2月外贸依存度较低的北方港口吞吐量增速表现优于南方港口

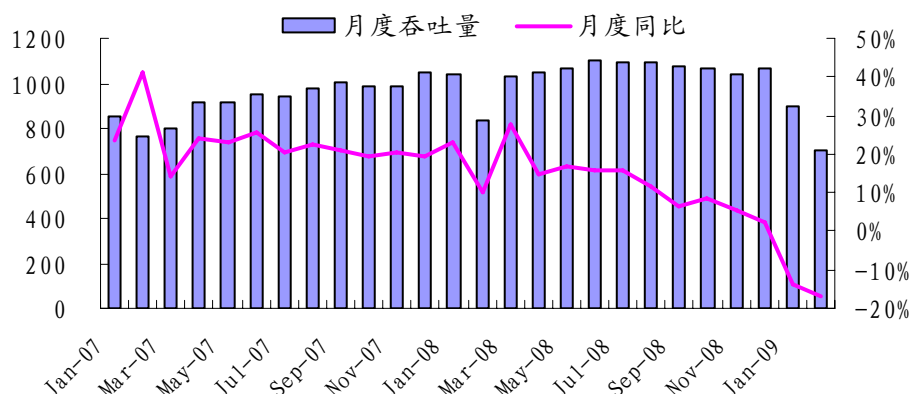


数据来源：招商证券

三、港口集装箱业务：负增长阴霾不散，回暖仍待时日

2月份规模以上港口完成实际集装箱吞吐量约697万TEU,同比下降17%,环比下降22%。

图7、2007-2009年2月规模港口集装箱吞吐量月度统计（万Teu）



数据来源：招商证券

沿海部分重点港口1-2月的集装箱吞吐量表现十分低迷，其中外贸依存度较高的长三角和珠三角港口均出现大幅度的负增长。

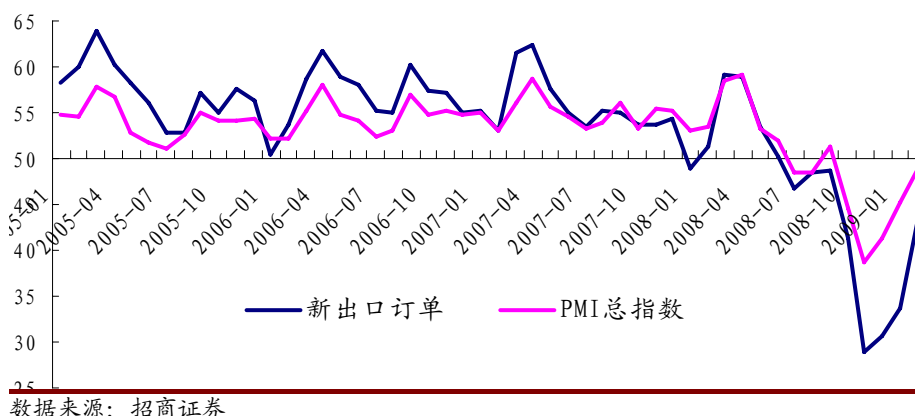
表1、2009年1-2月沿海部分重点港口集装箱吞吐量统计（万Teu）

港口	1月	2月	累计	累计同比
大连	38.8	26.2	65.0	0.9%
天津	62.8	56.8	119.6	-1.0%
青岛	85.2	79.2	164.4	2.2%
上海	195	150	345	-19.5%
宁波-舟山	80	59	139	-15.0%
厦门	39.9	27.4	67.3	-6.7%
深圳	152.7	101.6	254.3	-21%

资料来源：招商证券

2009年2月，PMI新出口订单指数继续反弹，这或许对港口集装箱业务有一定积极意义。然而考虑到其仍处于历史相对低位以及传导至港口物流的相对时间滞后性，我们认为港口集装箱业务的真正回暖仍待时日，即便反弹也只是低景气下的环比而言。

图8、2009年2月PMI出口订单指数继续反弹



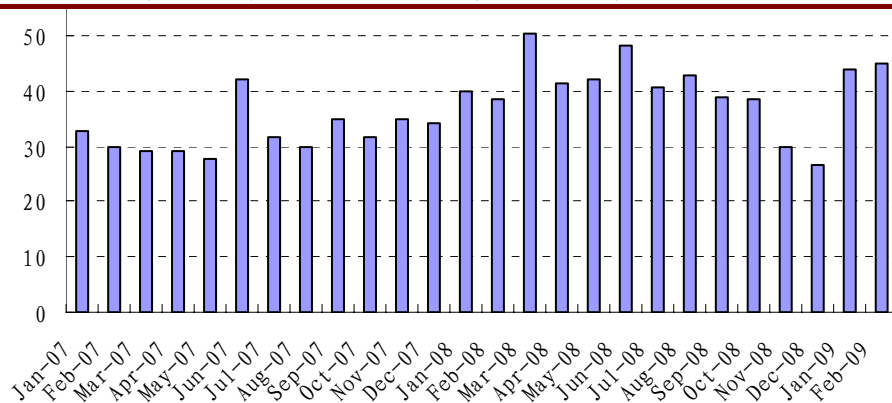
数据来源：招商证券

四、港口散杂货业务：矿石继续反弹，煤炭依旧低迷

4.1 矿石业务：港口运量与库存均出现环比反弹

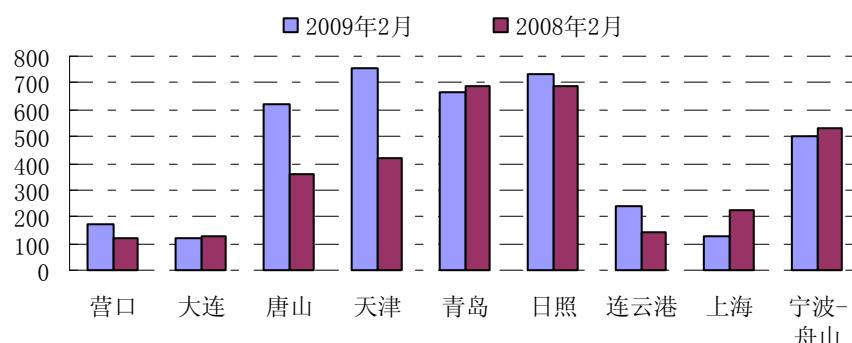
基于国内钢铁需求逐步回升以及较为低廉的铁矿石价格，钢铁企业特别是中小钢厂加大进货力度。2月港口矿石进口接卸量 4496 万吨，环比继续反弹。

图9、2009年2月沿海港口矿石进口接卸量继续反弹（万吨）



数据来源：招商证券

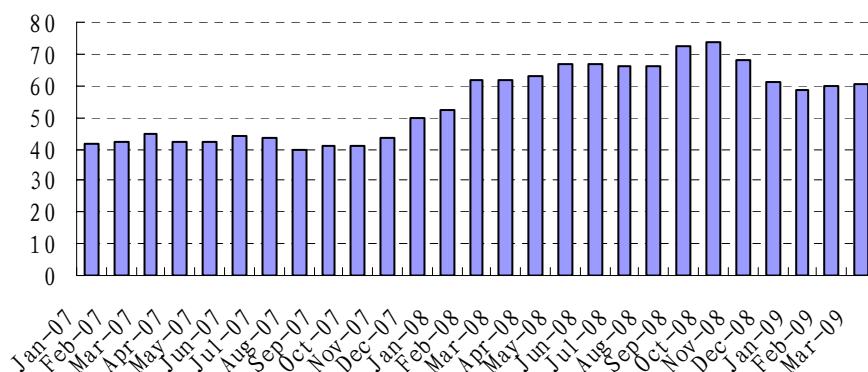
图10、2009年2月沿海重点港口矿石进口接卸量统计（万吨）



数据来源：招商证券

铁矿石有效需求不足导致港口库存环比反弹至 6 千万吨以上，而我们所要期待的则是：钢铁高水平产量下的二次去库存化的完成。

图11、沿海重点港口矿石库存近2月来持续增加（百万吨）

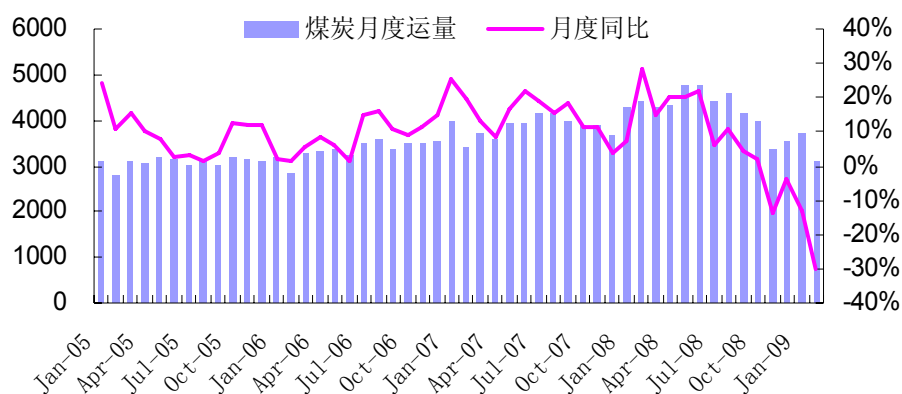


数据来源：招商证券

4.2 煤炭业务：需求低迷，2月运量同比大幅滑坡 30%

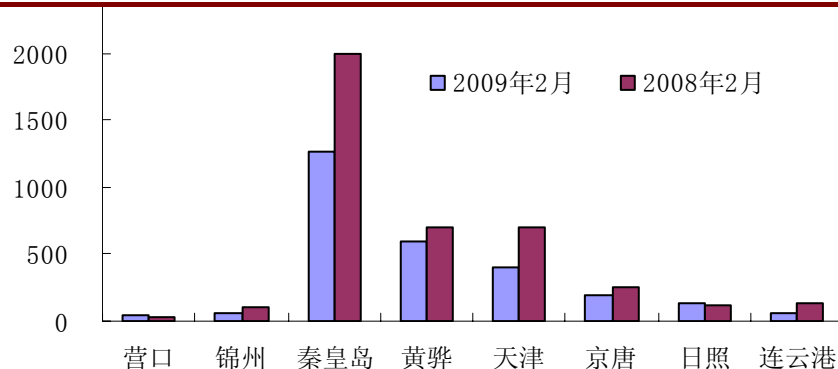
2月港口煤炭发运量为3094万吨，同比下滑30.4%，环比下滑16.5%。下游需求低迷是重要原因，其中，火电发电量2036亿千瓦时，同比增加2.3%，比1月少11亿千瓦时；而冶金、建材等行业的需求也均在下滑。

图12、2009年2月沿海港口煤炭运量出现大幅下滑（万吨）



数据来源：招商证券

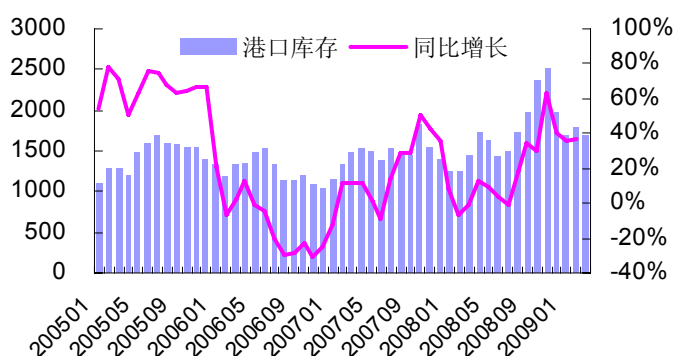
图13、2009年2月沿海重点港口煤炭运量大部分同比下滑（万吨）



数据来源：招商证券

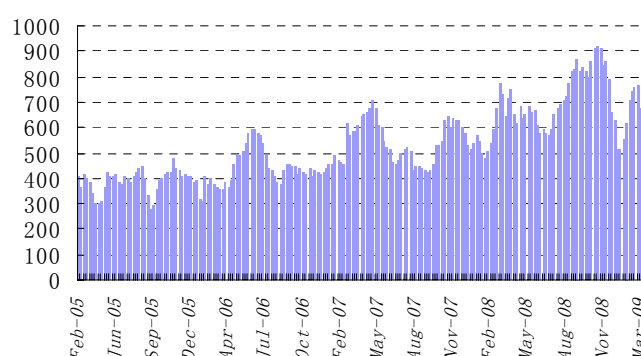
截至3月初，全国港口煤炭库存水平大约1700万吨，较2月减少约100万吨，而秦皇岛煤炭库存近期持续下降，3月初降至632万吨，但仍高于往年常态水准。

图14、2005-2009年2月沿海港口煤炭库存统计（万吨）



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图15、2005-2009年3月秦皇岛港煤炭库存统计（万吨）



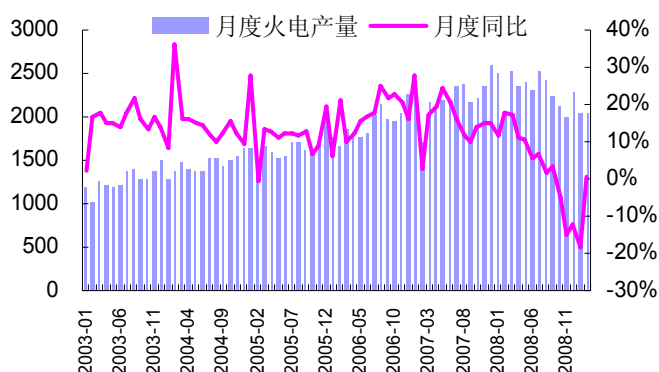
资料来源：CEIC，招商证券研发中心

五、关注二次去库存化和主题投资下的交易性机会

5.1 散杂货业务：何时迎来高产量水平下的去库存化？

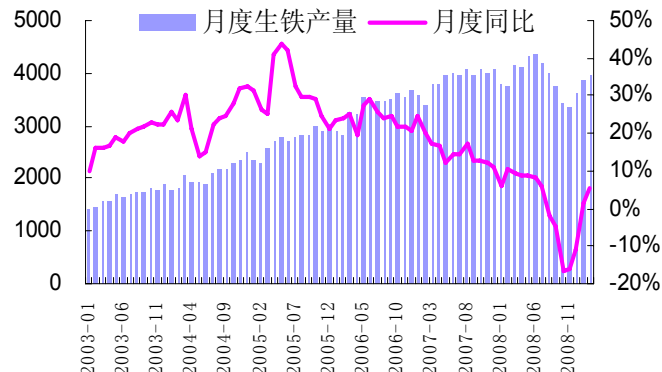
一般而言，当遭遇经济调整时，去库存化至少要经历两次，一次以供给收缩为主，表现为低产量；一次以需求推动为主，表现为高产量。由于供给收缩领先于需求的变化，第一次去库存化形成的产量和库存增长将处于不稳定状态，需要经历一次需求推动的再次去化。只有在需求的支撑下，去库存化才会得以成功。

图16、2003-2009年2月月度火电产量统计（亿千瓦时）



资料来源：招商证券研发中心

图17、2003-2009年2月全国生铁产量统计（万吨）



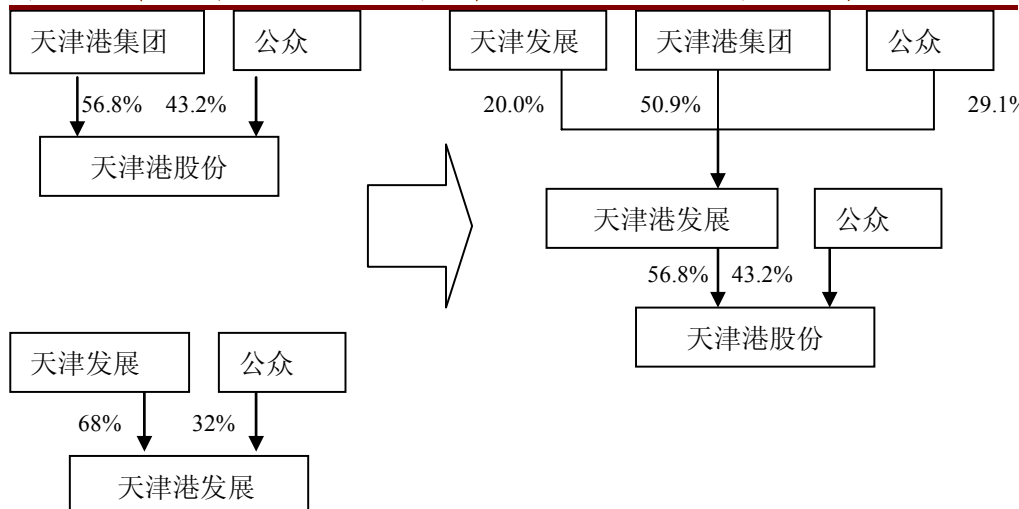
资料来源：招商证券研发中心

国内市场主要大宗工业产品在经历了短期去库存化后，产量上升和需求疲软导致库存重新大规模累积。对于港口散杂货业务而言，下游行业高产量水平下的去库存化才意味着景气的真正复苏。

5.2 关注行业并购整合背景下的主题投资机会

港口行业处于景气低迷期，并购整合概念亦大行其道，譬如：天津港口的内部整合，东北大连港与锦州港的区域整合等。

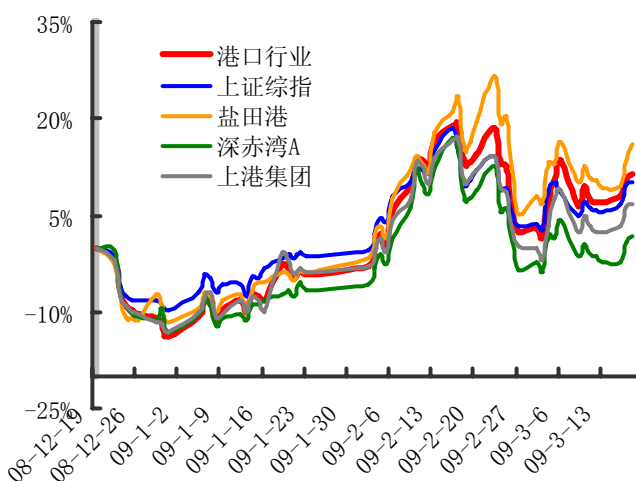
图18、天津港发展（3382.HK）对天津港股份（600717）的收购方案



资料来源：上市公司、招商证券

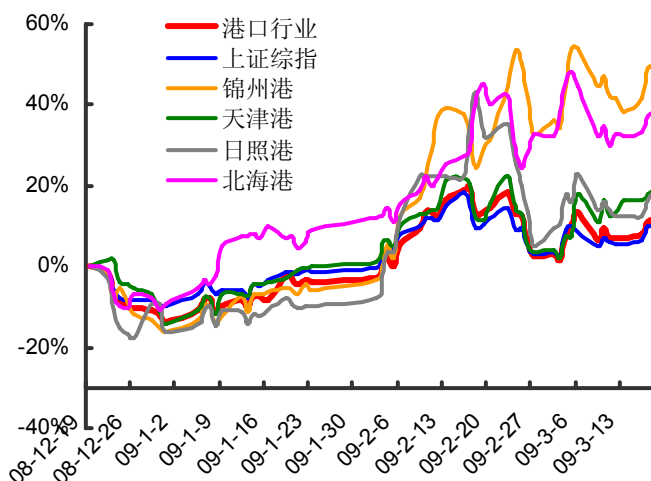
我们认为，长期前景看好的天津港（600717）为消除同业竞争而进行的资本运作短期内难以实施，而吞吐量数据的表现亦相对低迷，因此下调短期评级至“中性”。

图19、景气复苏无期的集装箱类港口跑输大盘及港口业



资料来源：招商证券研发中心

图20、具备题材和波动性的散杂货港口战胜大盘



资料来源：招商证券研发中心

而锦州港（600190）的博弈则在于未来是否成为大连港集团A股整体上市的平台，而在此之前，大连港集团需完成对锦州港绝对控股。

表2、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	4.4	25.9	20.0	22.0	3.3	3.1	2.9
盐田港	000088	6.43	12.4	15.3	16.9	2.2	1.9	1.8
深赤湾	000022	11.35	11.0	12.2	14.6	2.9	2.5	2.4
平均值			16.4	15.8	17.8	2.8	2.5	2.4
A 股港口上市公司（散杂货为主）								
天津港	600717	12.2	29.8	21.0	18.8	4.3	2.1	1.9
日照港	600017	5.91	21.1	28.1	24.6	1.5	2.4	2.3
营口港	600317	8.32	14.6	14.6	18.1	1.5	1.1	1.3
锦州港	600190	6.68	41.8	55.7	51.4	5.1	4.4	2.3
连云港	601008	5.62	22.5	24.4	24.4	1.6	1.3	1.1
平均值			22.1	22.1	21.6	2.2	1.7	1.6
H 股港口上市公司								
招商局国际	144. HK	15.6	10.5	9.6	9.2	1.4	1.3	1.2
中远太平洋	1199. HK	5.36	3.6	4.8	4.7	0.6	0.5	0.5
大连港	2880. HK	2.36	10.7	6.9	6.9	1.1	1.0	0.9
天津港发展	3378. HK	2.05	15.8	12.8	12.8	1.1	1.1	0.9
厦门港务	3382. HK	0.78	5.6	5.2	5.2	0.6	0.5	0.5
平均值			8.8	7.8	8.0	1.1	0.9	0.9

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、物流）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±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

免责声明

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。