

纪敏、王晶晶
 0755-82960304
 jimin@cmschina.com.cn

2009年3月27日

外围经济去库存化，集装箱业务酝酿阶段性反弹

港口行业2009年3月集装箱业务跟踪报告

交通运输

港口

中性（维持）

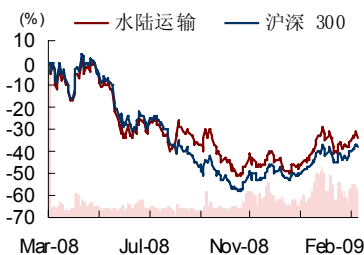
上证指数 2361

行业规模

		占比%
股票家数（只）	59	3.7
总市值（亿元）	6723	4.1
流通市值（亿元）	2932	4.7

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	4.6	2.1	-30.0
相对表现	-1.9	-12.5	6.5



相关报告

- 1、《港口行业 2009 年 3 月跟踪报告-负增长一如常态,矿石业务独撑门面》2009/3/19
- 2、《天津港(600717)-整合方案影响中性,后续发展仍可关注》2009/3/17
- 3、《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
- 4、《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
- 5、《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
- 6、《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
- 7、《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

美国经济的去库存化对于中国的出口而言具有阶段性积极意义。根据最新数据,09 年 3 月港口集装箱业务有望迎来环比反弹,但依然只是低迷景气下的阶段性回暖。谨慎关注集装箱港口类公司可能存有的交易性机会。

- **美国经济去库存化将酝酿中国出口阶段性反弹。**截至 09 年 1 月底的统计,美国零售、批发及生产商的库存规模均出现下降。存货销售比这一指标,零售领先批发和制造,这符合去库存的传导规律;零售的存货销售比下滑,意味着去库存化进入了批发和制造阶段。经验判断,存货销售比相对进口有 1-2 个月的领先,这也意味着中国的出口有可能会在 3 月或以后出现环比反弹
- **09 年 3 月,中国港口集装箱业务酝酿阶段性反弹。**07 年以来,随着外贸形势的恶化,中国港口集装箱业务陷入低迷,而 09 年初规模港口吞吐量表现更是坠入谷底。据最新数据,09 年 3 月上海港集装箱吞吐量有望回暖至 200 万 Teu 以上,同比跌幅有望收窄至-13%,较 1 月的-19%大幅反弹。我们尚未对其他港口的 3 月集装箱吞吐量进行统计,但预计环比反弹以及同比跌幅收窄可期。
- **外围经济依然低迷,港口集装箱业务尚未到景气复苏时。**截至 2009 年 2 月,PMI 新出口订单指数继续反弹,这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**。从 IMF 的全球经济增长预期来看,外围经济的短期前景依然不容乐观。如果将集装箱租船指数作为景气复苏的先行指标,港口集装箱业务景气亦未到真正复苏之时。此轮港口集装箱业务的环比回暖很大概率程度上有可能是欧美经济补库存背景下的阶段性反弹。
- **微观企业盈利未有改观,谨慎关注集装箱港口的交易性机会。**09 年前 2 月,港口矿石业务在补库存背景下的环比反弹造就散杂货港口的走势明显强于大盘。但从全年来看,铁矿石需求的悲观预期并未改变,随后的阶段性回落亦可断言。出口阶段性回暖前提下的港口集装箱业务回暖并不能改变微观企业的盈利预期,然而却有可能获得资金青睐形成交易性机会;但同时,外围经济中短期依然低迷的预期仍是风险预警。
- **行业景气依然低迷,维持“中性”评级。**

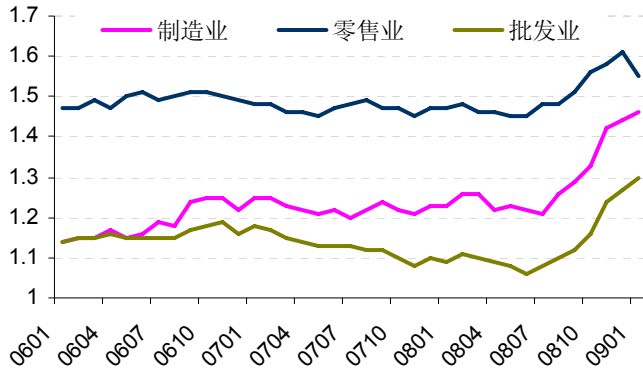
重点公司主要财务指标

	股价	07EPS	08EPS	09EPS	08PE	09PE	PB	评级
上港集团	4.94	0.17	0.22	0.20	22.5	24.7	2.4	中性-A
天津港	11.8	0.41	0.58	0.65	20.3	18.2	1.9	中性-A
日照港	5.91	0.28	0.21	0.24	26.8	23.4	1.6	中性-A
深赤湾 A	11.35	1.03	0.93	0.78	12.3	14.6	2.2	中性-A
盐田港	6.43	0.52	0.42	0.38	15.5	17.1	1.4	中性-B
营口港	8.32	0.57	0.57	0.46	14.6	18.1	1.1	中性-B

资料来源:招商证券

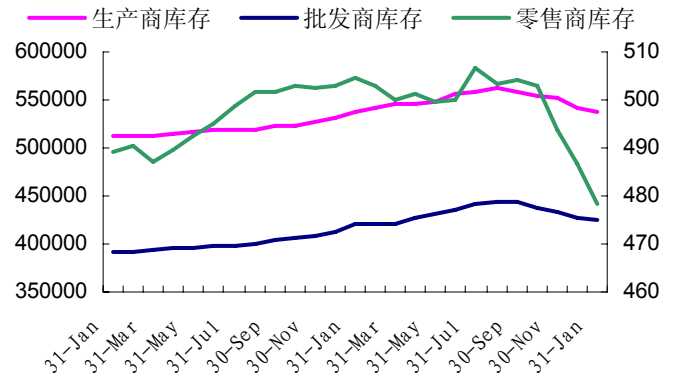
一、美国经济去库化将酝酿中国出口阶段性反弹

图1、美国零售业存货销售比领先批发与制造业下滑



资料来源：CEIC、招商证券研发中心

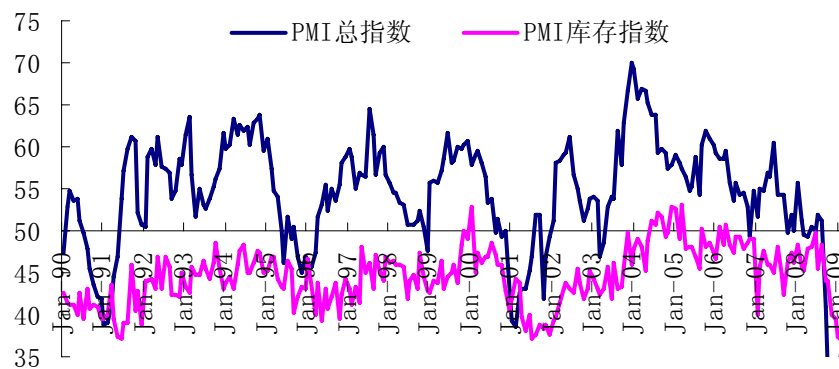
图2、美国零售、批发及生产商库存均已出现下滑



资料来源：CEIC、招商证券研发中心

截至09年2月初美国经济数据，存货销售比中，零售领先批发和制造，这符合去库存的传导规律；零售的存货销售比下滑，意味着去库存化进入了批发和制造阶段。

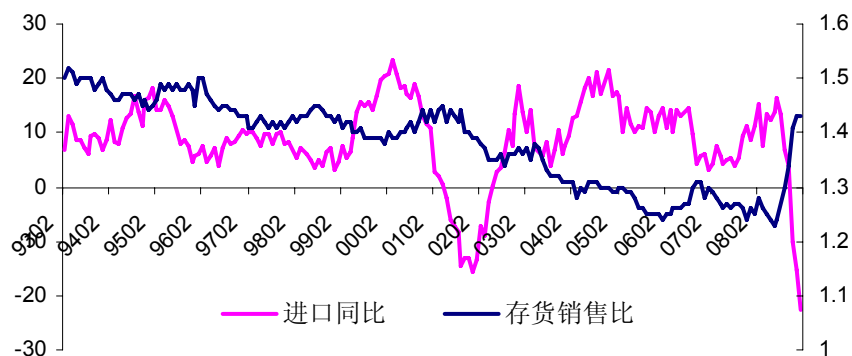
图3、美国PMI库存指数近期形成持续下滑态势



数据来源：招商证券

而根据经验判断，存货销售比相对进口有1-2个月的领先意义，存货销售比一旦回落进口就将转暖，这也意味着中国的出口有可能会在3月份出现环比反弹。

图4、美国的存货销售比相对于进口有1-2个月的领先意义



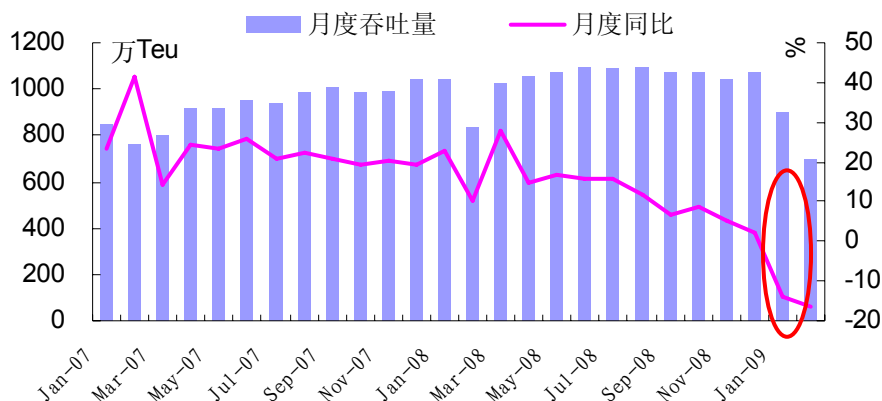
数据来源：招商证券

二、港口集装箱业务景气仍未复苏但阶段反弹可期

2.1 沿海港口集装箱业务阶段反弹可期

2007 年以来，随着外贸形势的恶化，中国港口集装箱业务陷入低迷，而 09 年初规模港口的吞吐量表现更是坠入谷底。

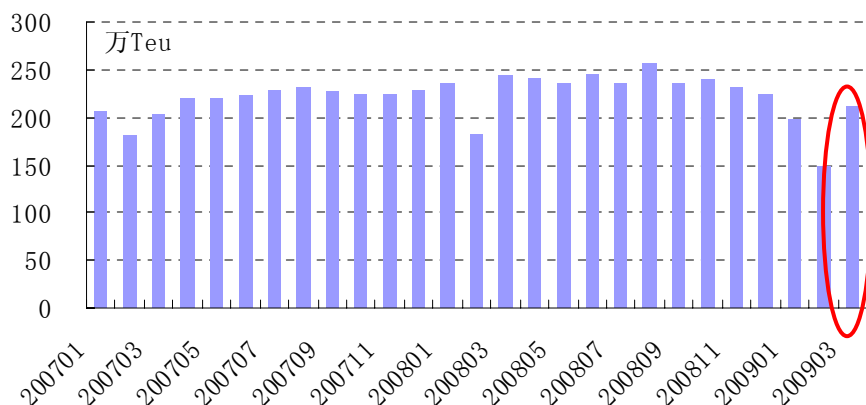
图5、中国规模港口集装箱吞吐量于09年初步入谷底



数据来源：招商证券

据最新数据，09 年 3 月上海港集装箱吞吐量有望回暖至 200 万 Teu 以上，同比跌幅有望收窄至-13%，较 1 月的-19%大幅反弹。

图6、2007-2009.3上海港集装箱吞吐量表现对比统计



数据来源：招商证券

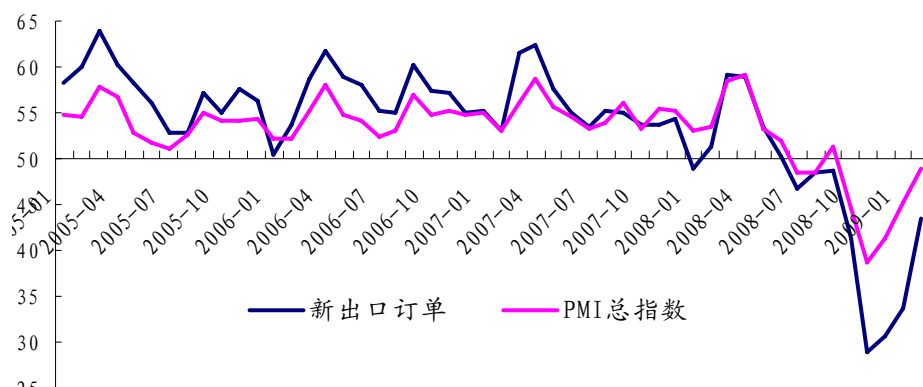
目前，我们尚未对其他港口的 3 月集装箱吞吐量进行统计，但预计环比反弹以及同比跌幅收窄可期。

2.2 外围经济疲软，集装箱业务未到景气复苏时

尽管我们认为港口集装箱业务将迎来环比反弹，但仅是阶段性的回暖，行业景气未到复苏时。

截至 2009 年 2 月，PMI 新出口订单指数继续反弹，这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7、2009年2月PMI出口订单指数继续反弹但对港口业影响具有滞后性



数据来源：招商证券

从 IMF 的全球经济增长预期来看，外围经济的短期前景依然不容乐观。

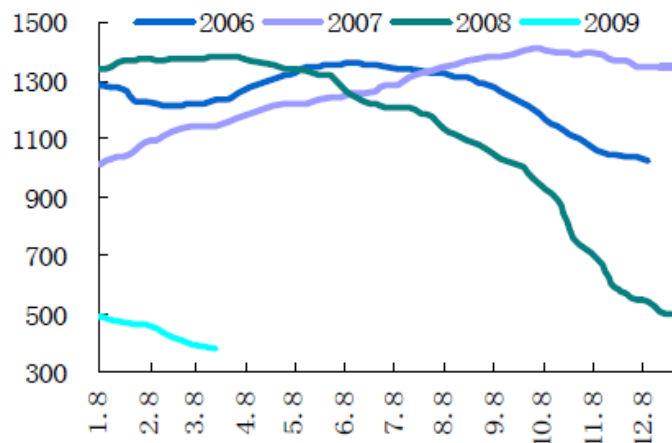
表 1、IMF 对全球经济增长预期极为不乐观

	GDP 增速				
	2006	2007	2008	2009（此前预测）	2009（最新预测）
全 球	5.1%	5%	3.4%	2.2%	0.5%
美 国	2.9%	2.2%	1.1%	-0.7%	-1.6%
欧 盟	2.8%	2.6%	1.0%	-0.5%	-2.0%
日 本	2.4%	2.1%	-0.3%	-0.2%	-2.6%
新兴市场			6.3%	5.1%	3.3%

资料来源：IMF、招商证券

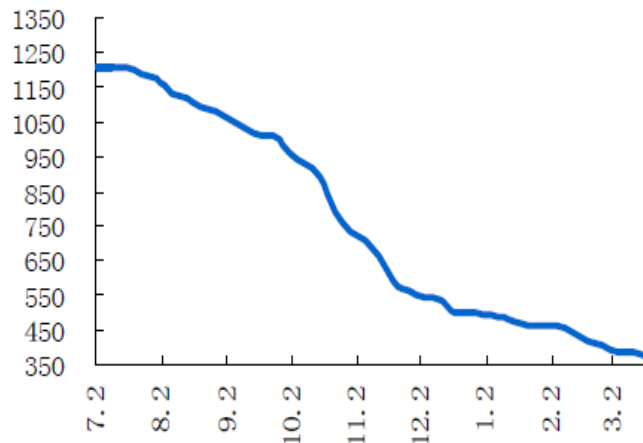
如果将集装箱租船指数作为集装箱业务景气复苏的先行指标，行业景气亦未到真正复苏之时，因此，此轮港口集装箱业务的环比回暖在很大概率程度上有可能是欧美经济补库存背景下的阶段性反弹。

图8、集装箱租船指数走势昭示行业景气未到复苏时



资料来源：CEIC、招商证券研发中心

图9、近半年来集装箱租船指数走势



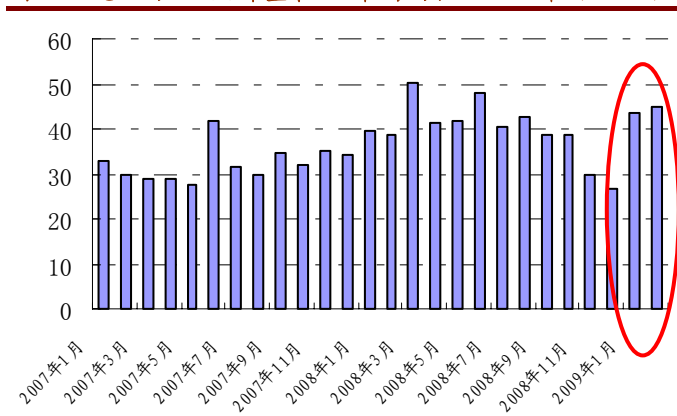
资料来源：CEIC、招商证券研发中心

三、关注沿海集装箱港口股的交易性机会

3.1 09 年初矿石业务反弹造就交易性机会

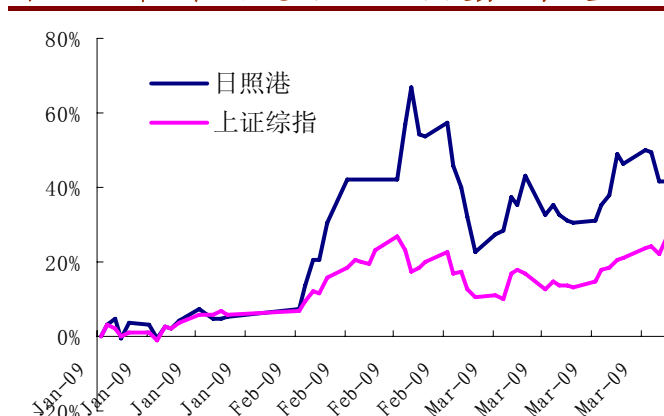
09 年前 2 月，港口矿石业务在补库存背景下的环比反弹造就了日照港（600017）的走势明显强于大盘。但从全年来看，铁矿石需求的预期并未改变，随后的回落亦可断言。

图30、港口矿石接卸量在09年前2月环比反弹（万吨）



资料来源：CEIC、招商证券研发中心

图11、09年以来日照港（600017）走势强于大盘



资料来源：CEIC、招商证券研发中心

3.2 企业盈利预期未及改善，集装箱港口股能否迎来反弹？

如前文所述，我们认为港口集装箱业务有望迎来阶段性环比回暖，而不是真正意义上的景气复苏。此背景下，港口企业盈利预期亦未能得到实质性的真正改观。

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	4.94	29.1	22.5	24.7	3.7	3.5	3.2
盐田港	000088	6.51	12.5	15.5	17.1	2.2	1.9	1.8
深赤湾	000022	11.4	11.1	12.3	14.6	2.9	2.5	2.4
	平均值		17.6	16.7	18.8	2.9	2.7	2.5
A 股港口上市公司（散杂货为主）								
天津港	600717	11.8	28.8	20.3	18.2	4.1	2.0	1.9
日照港	600017	5.62	20.1	26.8	23.4	1.4	2.2	2.1
营口港	600317	8.32	14.6	14.6	18.1	1.5	1.1	1.3
锦州港	600190	6.81	42.6	56.8	52.4	5.2	4.5	2.3
连云港	601008	5.72	22.9	24.9	24.9	1.6	1.3	1.1
	平均值		32.2	35.8	34.2	3.5	2.8	2.2

资料来源：Bloomberg、招商证券

外贸出口的阶段性回暖的前提下，集装箱港口有可能获得资金青睐从而形成交易性机会，可适度关注。但同时，外围经济中短期内依然低迷的预期仍是风险预警。

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

王晶晶 华中科技大学管理学硕士，2007 年 7 月加盟招商证券研发中心。

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。