

交通运输—港口业

投资评级：推荐

2009 年 07 月 16 日

相关研究：

执笔人：

孟令茹

menglingru@sxzq.com

联系人

焦春成

0351-8686986

sxzqyjfb@i618.com.cn

地址：太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话：0351-8686990

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

请务必阅读正文之后的特别声明部分

行业景气即将出现拐点，重点关注以散货吞吐为主的港口

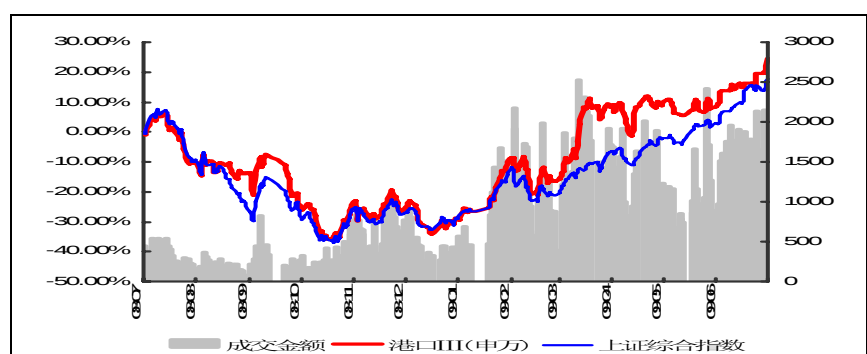
行业研究/深度研究

投资要点：

- **货物吞吐量从加速下跌到回暖确立，区域分化明显：**09 年 1-6 月份，全国主要港口完成货物吞吐量 26.4 万吨，同比增长 0.5%；环渤海湾港口优于长三角港口、珠江三角洲、北部湾港口，以内贸装卸业务为主的港口优于外贸装卸为主的港口。
- **集装箱吞吐量振荡、低位回暖：**金融危机造成我国外贸进、出口额连续数月双降，主要港口集装箱吞吐量持续低迷，09 年上半年共完成 5242 万标准箱，同比下降 10.9%，而 1-5 月，全国主要规模港口共完成集装箱吞吐量 4296.9 万 TEU，同比下降 11.0%，低位回暖显现，其中，北方港口内贸箱稳中有升，南方主要集装箱港口维持负增长。
- **下半年货币政策主基调：适度宽松。**中国人民银行货币政策委员会 2009 年第二季度例会中再次提出下半年将落实适度宽松的货币政策，保持政策的连续性和稳定性，引导货币信贷合理增长是货币政策的重要内容。由此看出，与防通胀相比，巩固前期经济成果，保持经济平稳运行更加重要，在此基调下，下半年固定资产投资仍会保持平稳增长。
- **看好以散货吞吐为主的港口：**扣除投机因素，4 万亿刺激计划带来的钢铁需求是上半年铁矿石超预期进口的重要因素。在适度宽松货币政策基调下，房地产投资平稳增长，汽车工业振兴刺激汽车产销大增，船舶工业振兴促使国内造船订单增加，预计钢铁需求超预期增长导致三季度及四季度前期铁矿石进口平稳增长是大概率事件。迎峰度夏、冬季用煤增加、国外煤炭价格逐步上涨，国内电煤谈判取得突破导致煤炭进口减少，均为北煤南运创造条件；油品需求也会随着宏观经济走好而继续回暖。
- **以集装箱吞吐为主的港口复苏尚需时日：**基于我国集装箱吞吐港口主要是外贸货源，受海外经济复苏程度影响很大，尽管海外消费者信心指数及 PMI 指数等先行指标出现回暖，我国进口出口贸易累计降幅也出现缩窄，但是此回暖尚不牢固，短期内仍以振荡、低位回暖为主，复苏尚需时日。
- **投资建议：**对处在行业景气即将出现拐点的港口行业，建议继续关注以散货吞吐为主的港口，关注业绩超预期增长的港口、关注前期滞涨港口，重点推荐天津港（600717）和营口港（600317）。

投资风险：系统风险带来的大盘回调，适度宽松的货币政策收紧。

一年来港口板块与上证综指走势比较：

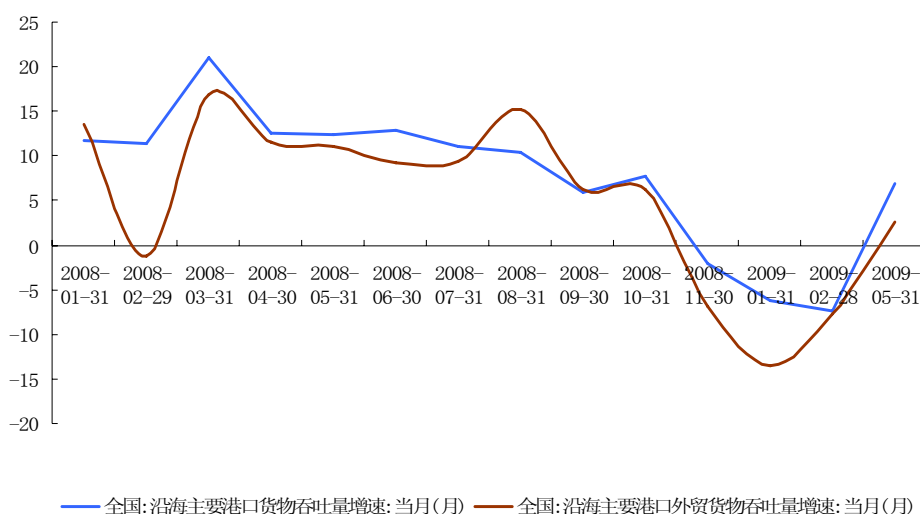


1. 09 年上半年港口货物、集装箱吞吐业绩

1.1 货物吞吐量：从加速下跌到回暖确立，区域分化明显

港口货物吞吐量回暖迹象已经确立。08 年 11 月起，我国规模以上港口货物吞吐量同比下降，并且同比降幅呈现出逐渐加深的趋势，09 年 1-6 月份，全国主要港口完成货物吞吐量 26.4 万吨，同比增长 0.5%，而 1-5 月全国规模以上港口货物吞吐量为 21.58 亿吨，同比增幅尚-1.2%，回暖迹象逐步确立：09 年 1 月份同比降幅达 8.5%，2 月份由于煤炭、原油、集装箱等主要货物需求依旧疲软，加上去年基数较高，港口货物吞吐量继续负增长；季末出现明显止跌反弹现象，虽然 3 月份港口货物吞吐量同比仍有 1.8% 的降幅，但环比大幅上升 21.9%；4 月份在外贸铁矿石旺盛及内贸煤炭需求拉动，全国规模以上港口货物吞吐量首次出现增长，小幅上升 1.4%。5 月份港口行业景气进一步回升，全国主要港口货物吞吐量 4.85 亿吨，同比增长 4.3%。

图 1.沿海主要港口货物吞吐量同比增长走势：%



资料来源：聚源数据库 山西证券研究所

不同区域回暖程度出现分化，内贸港口业绩好于外贸港口。环渤海湾港口优于长三角港口、珠江三角洲、北部湾港口，以内贸装卸业务为主的港口优于外贸装卸为主的港口。环渤海湾港口群中，除秦皇岛和黄骅港口累计货物吞吐量同比增长仍然为负外，其他港口均实现了货物吞吐量同比增幅为正的业绩，其中 1-5 月业绩表现突出的港口包括天津港，累计货物吞吐量同比增长 42.7%，5 月货物

吞吐量同比增长 22.1%；营口港货物吞吐量累计增长 11.8%，5 月同比增长 24.8%。长三角港口中，以散杂货吞吐为主的连云港业绩表现突出，1-5 月货物吞吐量累计同比增长 9.7%，其中 5 月货物吞吐量同比增长 8.2%，远远好于本区域以外贸吞吐为主的其他港口。珠江三角洲业绩增长较快的港口包括福州和广州港，其中广州港 5 月货物吞吐量实现同比增长为正，主要是因为广州港也是以内贸吞吐为主。北部湾港口业绩增长复苏较快的港口包括防城和钦州。

表 1. 全国港口货物吞吐量

单位：万吨

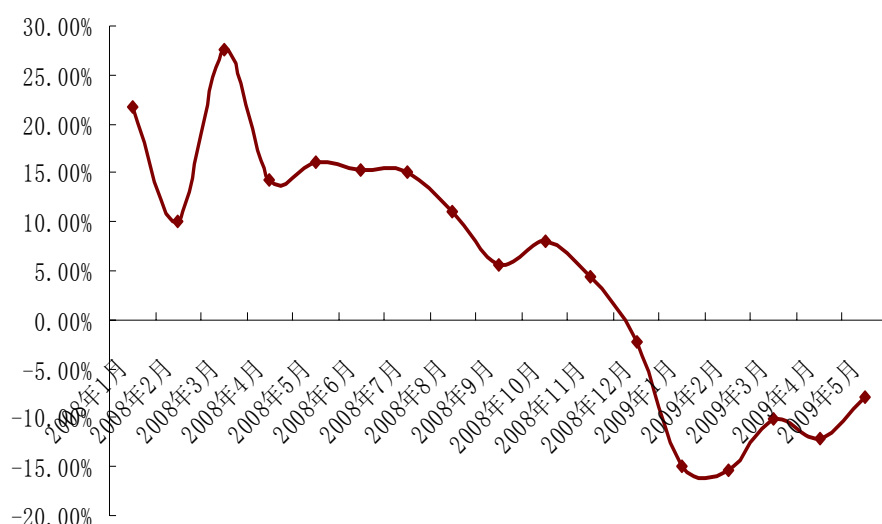
	09 年 5 月	同比	09 年 1-5 月	累计同比
全国主要港口	48458.9	4.3%	215760.3	-1.2%
沿海合计	39757.3	5.8%	177746.2	-0.5%
环渤海湾港口				
大连	2199.1	14.9%	10510.9	8.2%
营口	1535.2	24.8%	7264.1	11.8%
锦州	629.6	37.7%	2007.0	0.6%
秦皇岛	2064.1	-11.0%	9602.0	-15.0%
黄骅	722.1	-6.3%	3341.2	-5.7%
天津	1231.2	22.1%	6264.1	42.7%
青岛	3358.8	3.8%	15083.4	0.1%
日照	2645.4	5.7%	13116.6	4.8%
长三角港口				
连云港	968.5	8.2%	4707.9	9.7%
上海	4302.4	-7.5%	18821.9	-13.2%
宁波-舟山	5089.2	15.8%	20968.9	-2.2%
南京	906.7	-10.5%	4421.7	-7.3%
苏州	1986.0	14.7%	8707.9	1.9%
珠三角港口				
福州	819.1	46.4%	3365.9	34.2%
厦门	596.0	-4.9%	2565.1	-15.6%
广州	3119.4	3.9%	13971.3	-6.5%
深圳	1614.4	-12.9%	7168.8	-18.2%
北部湾港口				
防城	342.8	7.7%	1659.1	10.9%
北海	40.3	-35.9%	201.0	-18.3%
钦州	171.8	34.2%	732.0	15.6%
湛江	987.6	-4.7%	4393.1	-4.3%

资料来源：山西证券研究所

1.2 集装箱吞吐量：振荡、低位回暖，区域分化。

低位回暖。我国港口集装箱运输以外贸为主。09 年上半年由于金融危机造成我国外贸进、出口额连续数月双降，降幅继续扩大，导致主要港口集装箱吞吐量持续低迷，共完成 5242 万标准箱，同比下降 10.9%，而 1-5 月，全国主要规模港口共完成集装箱吞吐量 4296.9 万 TEU，同比下降 11.0%，低位回暖显现：1 月，全国规模以上港口集装箱吞吐量同比下降 15%，但较 08 年底环比增长 14.8%，主要是基于金融危机影响下的外围欧美日主要市场经济衰退导致进口进少；2 月由于金融危机对实体经济影响日益深化，我国规模以上港口集装箱吞吐量继续下滑，同比下降幅度继续加大，达 15.3%；3 月集装箱吞吐量同比增幅较 2 月有所缩窄，但是降幅仍为 10.7%，4 月集装箱吞吐量同比降幅达 12.3%，再次表明外围经济尚未启稳，5 月全国主要港口集装箱吞吐量达 943.9 万 TEU，同比降幅缩减至 8.0%，见图 2。

图 2 我国规模以上港口集装箱吞吐量同比增长走势



资料来源：山西证券研究所

北方港口内贸箱稳中有升，南方主要集装箱港口维持负增长。环渤海湾港口表现优于长三角及珠三角地区港口群。除大连外，其他港口集装箱吞吐量已经实现累计同比正增长，营口、日照港口增速最快，1-5 月实现集装箱吞吐量累计同比增长的 18.3%和 31.6%。天津港实现 344.8 万 TEU，同比增长 3.1%，青岛港实现 421.7 万 TEU，同比增长 2.4%。长三角港口群中连云港回暖迹象相对明显，1-5 月集装箱吞吐量达 107.2 万 TEU，同比-2.8%，远好于其他港口如上海、宁波、南京等港口。珠江三角洲集装箱吞吐业绩增速较快的港口是福州，5 月实现了 0.2

%的正增长。北部湾表现较为突出的港口为钦州港，1-5 月实现集装箱吞吐量 3.8 万 TEU, 同比增速为 33.2%，其中 5 月同比增速高达 36.8%。

表 2. 主要港口集装箱吞吐量

单位：万 TEU

	5 月	同比	1-5 月	累计同比
全国主要港口	943.9	-8.0%	4296.9	-11.0%
沿海合计	907.2	-8.0%	4127.4	-11.1%
环渤海湾港口				
大连	33.4	-2.0%	164.4	-1.1%
营口	24.8	52.2%	96.4	18.3%
天津	76.5	4.6%	344.8	3.1%
青岛	85.9	3.0%	421.7	2.4%
日照	7.6	31.1%	34.4	31.6%
长三角港口				
连云港	25.3	9.0%	107.2	-2.8%
上海	207.3	-12.5%	961.8	-15.2%
宁波	76.4	-12.5%	372.0	-10.4%
南京	8.0	-20.3%	38.4	-15.0%
苏州	21.0	-2.2%	91.9	-5.2%
福建及珠三角港口				
福州	10.4	0.2%	45.1	-5.6%
厦门	38.0	-11.9%	173.9	-10.0%
深圳	147.1	-16.4%	666.0	-20.9%
广州	95.7	-15.0%	403.5	-18.8%
北部湾港口				
防城	1.4	-34.5%	7.4	-27.9%
北海	0.3	-37.3%	1.4	-25.7%
钦州	0.8	36.8%	3.8	33.2%

资料来源：山西证券研究所

2 下半年货币政策主基调：适度宽松

上半年货币政策适度宽松，货币供应充足。截至 09 年上半年，国内货币供应（M1）累计 193166.04 亿元，同比增幅 24.79%，见图 3。其中，各项贷款余额 377446.12 亿元，同比增长 34.44%，较年初上升了 13.11 个百分点。在 4 万亿扩大内需计划刺激下，今年以来我国固定资产投资保持高速增长，截至 09 年 5 月，城镇固定资产投资累计完成 10275.79 亿元，累计同比增幅 32.9%，创 05 年以来新高；新增固定资产投资完成 18076.51 亿元，累计同比增幅高达 63.5%，

尽管略小于 09 年 4 月 67.4% 的增长幅度，但是较 08 年 12 月的负增长已经上升了 54.1 个百分点。大规模的经济刺激计划使我国宏观经济止跌，并部分显现回暖。但是鉴于此次危机危害之深，宏观经济取得的成果并不牢固，部分指标数据出现反复就是明证，加上海外经济回暖迹象尚不明显，为避免经济二次探底，巩固成绩预防通缩仍然是下半年工作的核心；为降低人们对继续实施宽松货币政策和积极财政政策所带来的通货膨胀预期担忧，中国人民银行货币政策委员会 2009 年第二季度例会中再次提出下半年将落实适度宽松的货币政策，保持政策的连续性和稳定性，引导货币信贷合理增长是货币政策的重要内容。由此看出，与防通货膨胀相比，巩固前期经济成果，保持经济平稳运行更加重要，在此基调下，我们认为下半年固定资产投资将会保持平稳增长。

图 3. 货币供应量 (M1) 及同比增长走势

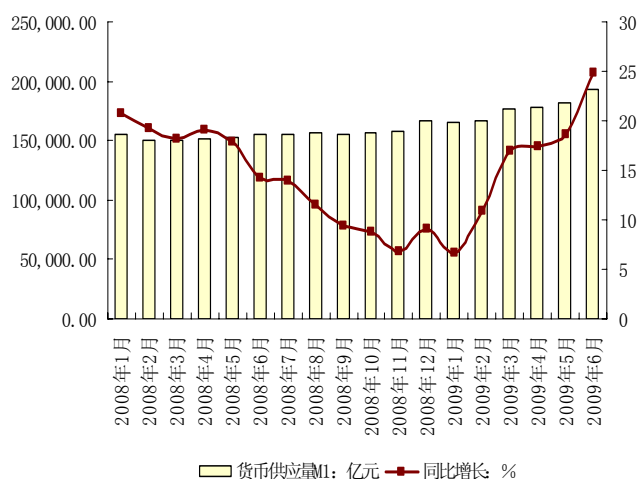
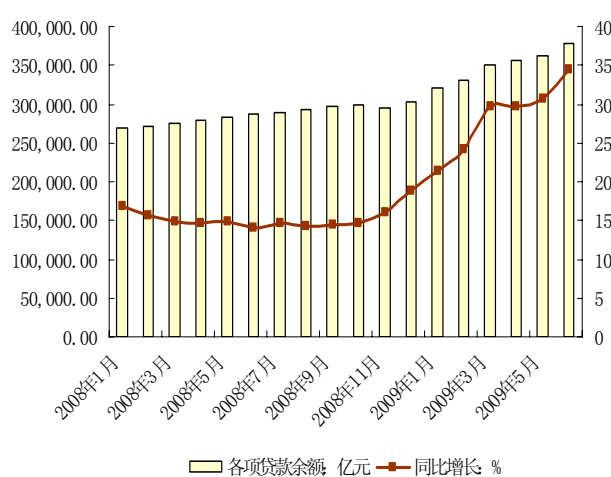
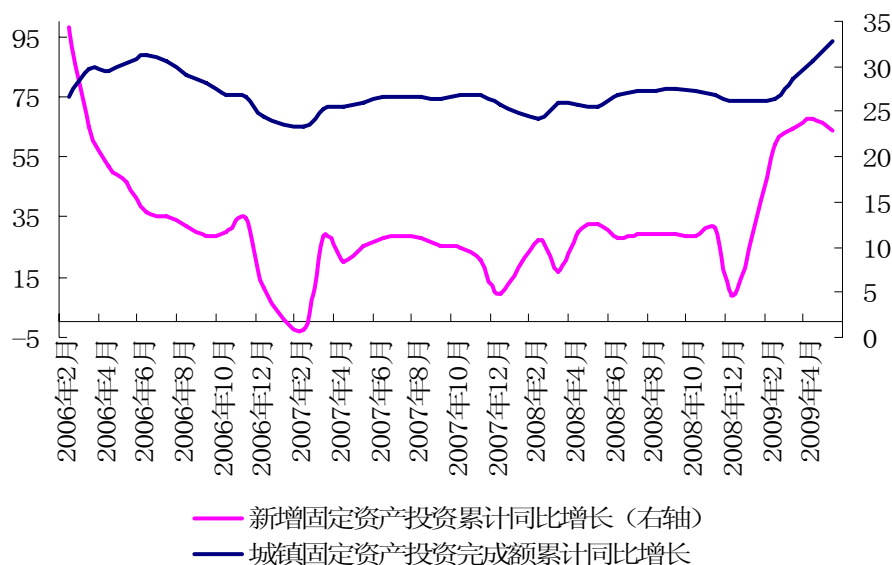


图 4. 各项贷款余额及同比增长走势



资料来源：wind 山西证券研究所

图 5. 固定资产投资走势：亿元/%



资料来源：wind 山西证券研究所

3. 沿海区域振兴规划：利在长远

3.1 推进上海加快发展现代服务业和先进制造业建设国际金融中心和国际航运中心。

3月25日，国务院常务会议原则通过“关于推进上海加快发展现代服务业和先进制造业、建设国际金融中心和国际航运中心的意见”，核心目标是到2020年基本建成具有全球航运资源配置能力的国际航运中心，基本形成以上海为中心、以江浙为两翼，以长江流域为腹地，与国内其他港口合理分工、紧密协作的国际航运枢纽港，基本形成规模化、集约化、快捷高效、结构优化的现代化港口集疏运体系，以及国际航空枢纽港等，增强国际航运资源整合能力。

与港口发展相关举措包括：整合长三角港口资源；加大洋山深水港区基础设施等基础设施建设，扩大港口吞吐能力；推动洋山深水港区的江海直达，大力发展水水中转；鼓励我国外贸集装箱在上海国际航运中心转运；拓展洋山保税港区功能，发展北外滩、陆家嘴、临港等航运服务集聚区；实施国际航运相关业务支持政策，将中资“方便旗”船特案减免税政策的执行截止日期由2009年6月30日延长至2011年6月30日；对注册在洋山保税港区内的航运企业从事国际航运业务取得的收入，免征营业税；对注册在洋山保税港区内的仓储、物流等服务企业从事



货物运输、仓储、装卸搬运业务取得的收入，免征营业税。允许企业开设离岸账户；实施启运港退税政策，鼓励在洋山保税港区发展中转业务。鼓励境外大型邮轮公司挂靠上海及其他有条件的沿海港口，逐步发展为邮轮母港。

上述政策与上海港发展密切相关。利于上海港保住现有箱量，利于吸引部分沿江箱量。洋山港实启运港退税政策，使上海具有先发优势，一定程度上吸引沿线港口箱量，因为目前长江流域集装箱大部分通过水路中转至上海港出口，少部分通过铁路至深圳港出口，还有一部分是水路中转至宁波港出口，2008年对上海港水水中转比例影响最大的就是长江中转和沿海支线中转，分别占上海港水水中转比例的19.63%和8.05%。上海实施启运港制度后，一方面保证原有箱量不被分流，另外吸引原先从深圳和宁波港出口的箱量；同时利于吸引出口加工型企业，中转货物只要到上海即可办理出口退税，无需到洋山港保税区，降低物流成本，提高资金周转率。鉴于境外航运公司利用国际航线船舶在中国港口之间的“捎带”属于违规行为，对吸引环渤海湾港口的箱量仍然存在很大困难。总之上海国际航运中心和国际金融中心的建设，短期内对上海港的利好难以显现，但是利在长远是必然趋势。

3.2 国务院关于支持福建省加快建设海峡西岸经济区的若干意见

与港口发展相关举措：整合港湾资源，形成以厦门港、福州港为主，布局合理的东南沿海地区港口发展布局；将沿海港口作为大型装备制造业项目布局的备选基地，合理布局发展临港工业。以厦门港、湄洲湾等为依托，建设石化、船舶修造等为重点的临港工业集中区，成为带动区域经济发展的新增长点；推动跨省铁路、高速公路、港口等重大基础设施项目统筹规划布局 and 协同建设，畅通海峡西岸经济区港口与腹地的通道；为支持两岸交流交往，把福建沿海机场、港口等作为两岸直接“三通”的首选地，适时增加福建沿海港口为对台海上货运直航口岸。

3.3 国务院常务会议讨论并原则通过《江苏沿海地区发展规划》

与港口发展相关举措：江苏沿海地区是我国沿海、沿长江和沿陇海兰新线三大生产力布局主轴线交会区域，是长江三角洲重要组成部分，区位优势独特，土地后备资源丰富，战略地位重要。在新形势下加快江苏沿海地区发展，对于长江三角洲地区产业优化升级和整体实力提升，完善全国沿海地区生产力布局，促进



中西部地区发展,加快我国与中亚、欧洲和东北亚国家的交流与合作有重要意义。尤其提出,将江苏沿海地区建设成为我国东部地区重要的经济增长极,加快连云港、盐城和南通三个中心城市建设,集中布局临港产业;重点加强沿海港口群、水利、交通和能源电网等重大基础设施建设。

3.4 7月1日国务院常务会通过《辽宁沿海经济带发展规划》

与港口发展相关举措:大连、丹东、锦州、营口、盘锦、葫芦岛等沿海城市在内的辽宁沿海经济带,地处环渤海地区重要位置和东北亚经济圈关键地带,资源禀赋优良,工业实力较强,交通体系发达。加快辽宁沿海经济带发展,对于振兴东北老工业基地,完善我国沿海经济布局,促进区域协调发展和扩大对外开放,具有重要战略意义。同时提出整合沿海港口资源,全面提高航运、物流等服务能力和水平。对于在A股上市的营口港整合附近港口资源提供了想象空间。

3.5 2006年国务院通过《国务院关于推进天津滨海新区开发有关问题的意见》

与港口发展相关举措:依托京津冀、服务环渤海湾、辐射“三北”、面向东北亚,努力建设成为我国北方对外开发的门户、高水平的现代制造业和研发转化基地、北方国际航运中心和国际物流中心作为天津滨海新区的功能定位。同时提出为适应天津建设北方国际航运中心和国际物流中心需要,设立天津东疆保税港区,重点发展国际中转、国际配送、国际采购、国际转口贸易和出口加工等业务,探索海关特殊监管区域管理制度创新,以点带面,推动区域整合。滨海新区规划对天津港发展形成重大利好。

3.6 09年6月24日国务院讨论并原则通过《横琴总体发展规划》

与港口发展相关举措:将横琴岛纳入珠海经济特区范围,对口岸设置和通关制度实行分线管理。要通过重点发展商务服务、休闲旅游、科教研发和高新技术产业,加强生态环境保护,鼓励金融创新,实行更加开放的产业和信息化政策等,逐步把横琴建设成为“一国两制”下探索粤港澳合作新模式的示范区、深化改革开放和科技创新的先行区、促进珠江口西岸地区产业升级的平台。

4 港口重要货物、集装箱吞吐量预测

4.1 铁矿石：进口平稳增长是必然趋势

1-5 月进口矿替代国产矿明显，铁矿石超预期进口。国外铁矿石质优价廉，运费较低，加上 4 万亿刺激计划的实施，导致今年前 5 个月铁矿石超预期进口，累计进口 2.41 亿吨，同比增长 25.71%。进口矿替代国产矿明显，08 年铁矿石进口量占表观消费量比重为 36.14%，而 2009 年前 5 个月进口占表观消费量比重上升到 45.18%。见表 3。

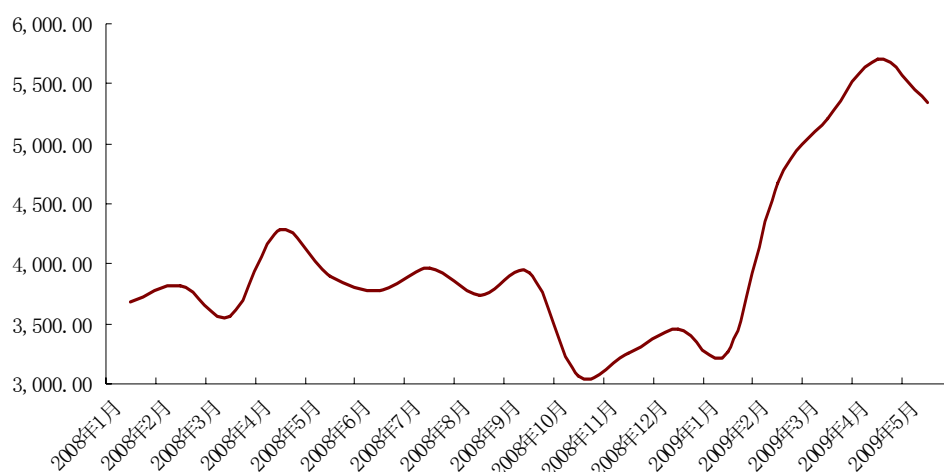
表 3. 中国国产矿与进口矿数量比较

单位：万吨

年份	产量	进口量	表观消费量	进口占表观消费量比重：%
2004	28976.89	20808.00	49784.89	41.80%
2005	39675.14	27525.00	67200.14	40.96%
2006	57396.87	32611.00	90007.87	36.23%
2007	69802.77	38348.00	108150.77	35.46%
2008	78481.91	44414.00	122895.91	36.14%
2009（1-5）	29349.36	24193.00	53542.36	45.18%

资料来源：Bloomberg 山西证券研究所

图 6. 1-5 月中国铁矿石进口走势

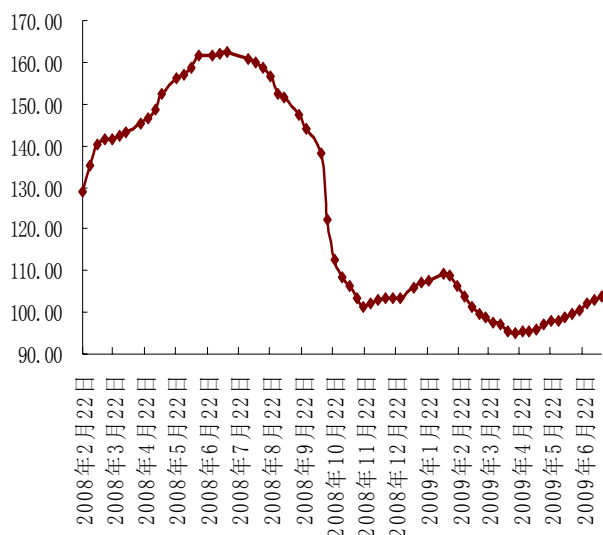


资料来源：wind 山西证券研究所

钢材需求增加是铁矿石超预期进口的重要因素。08 年底中国港口铁矿石库存

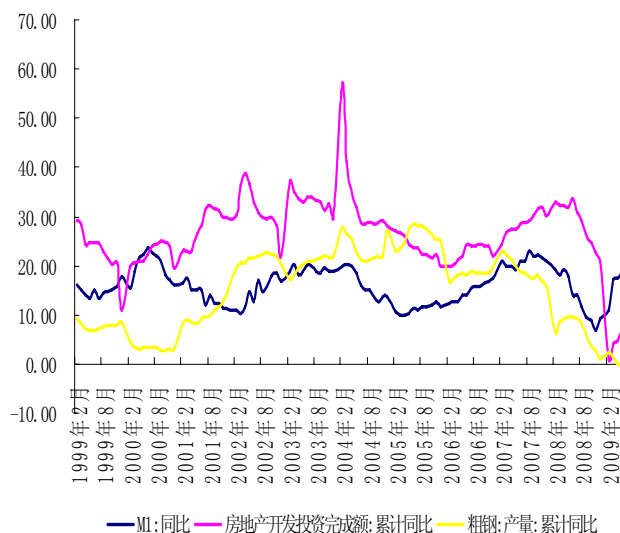
5990 万吨，09 年 5 月底库存数量为 7077 万吨，库存仅增加 1087 万吨；相比之下 08 年 5 月底港口铁矿石库存数量较 07 年底增加 1721 万吨；由此简单推算，09 年前 5 月国内铁矿石表观消费量（进口数量+国内产量-09 年前 5 月港口库存增加量）52455.36 万吨，较 08 年同期比较，消耗增加 3832.82 万吨，涨幅为 7.88%。与此相对应的是钢材表观消费量（钢材产量+钢材进口量-钢材出口-钢材期末库存）也不断增加，前 5 月钢材累计表观消费 2.46 亿吨，累计同比增长 9.30%，超过铁矿石表观消费涨幅，表明，在城镇固定资产投资带动下，钢材消费确实在逐步回暖。另外研究发现，从 2 月开始国内大钢铁厂开工率均在 70% 以上，进一步验证了钢铁生产回暖趋势。另外钢铁行业去库存化结束后，钢铁价格指数已经连续两月上涨，由 4 月中旬的 95.01 上涨到 7 月上旬的 103.76 点。

图 7. 中国国内钢铁价格指数走势



资料来源：wind 山西证券研究所

图 8. 货币供应量、房地产开发投资额及钢铁产量的关系



资料来源：wind 山西证券研究所

固定资产及房地产投资稳定增长，是钢铁需求增加的重要原因。房地产是经济发展的重要支柱，统计发现，货币供给量、房地产开发投资额及钢铁产量同比增长走势相关性很大，见图 8，2005 年以来正相关性表现更加突出，而上半年房地产景气度逐步回暖已经是不争的事实：商品房销售面积、房地产投资额、国房景气指数同比均出现较好走势。上半年，商品房销售面积 34108.59 万平方米，累计同比增长 31.70%，而 08 年 12 月该项指标还为-19.30。低利率及优惠的购房政策使房地产开发商现金流增加，刺激房地产开发投资额逐月增加，房屋新开工面积累计同比增速也显示回暖迹象，国房景气指数同比及环比指标连续数月走好，截至 09 年 6 月底，房屋新开工面积累计同比增速-10.40%，较 09 年初上升 4.8 个百分点，较 5 月上升 5.8 个百分点；房地产开发投资额累计同比增长 9.90

%, 较 09 年 2 月上升 8.92 个百分点, 较 5 月也上升了 3.1 个百分点; 国房景气指数月同比-6.53%, 较 09 年 2 月初上升 4.16 个百分点, 环比指数连续两月正增长, 6 月该指数为 0.61%。

图 9. 商品房销售面积及累计同比增长走势: 万平方米/%

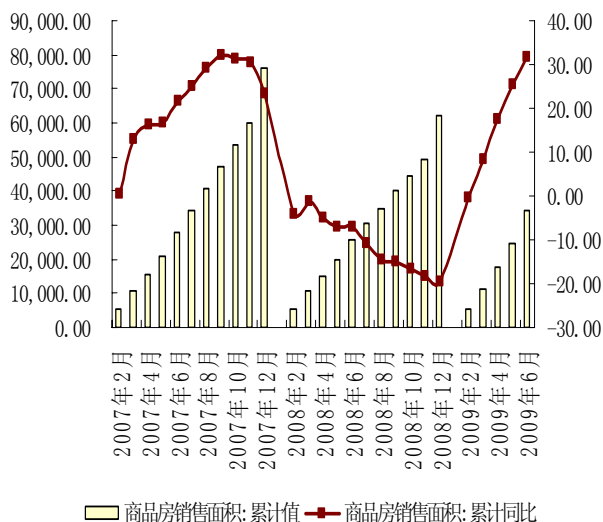
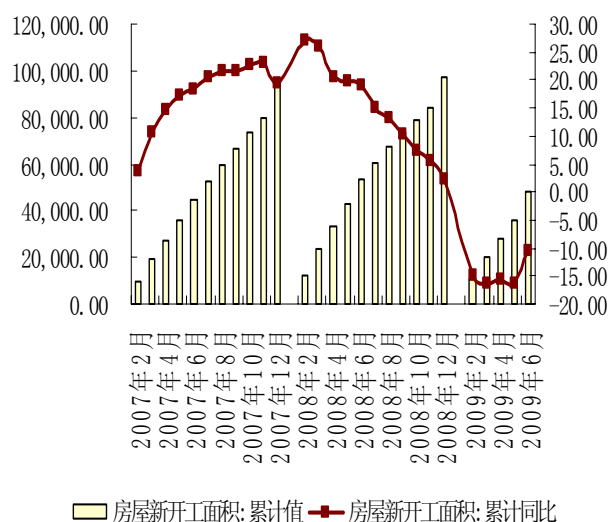


图 10. 房屋新开工面积及累计同比增长走势: 万平方米/%



资料来源: wind 山西证券研究所

资料来源: wind 山西证券研究所

图 11. 房地产开发投资额及同比增长走势: 亿元/%

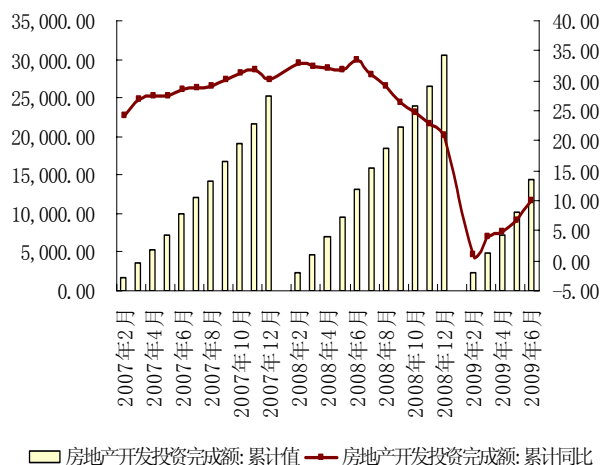
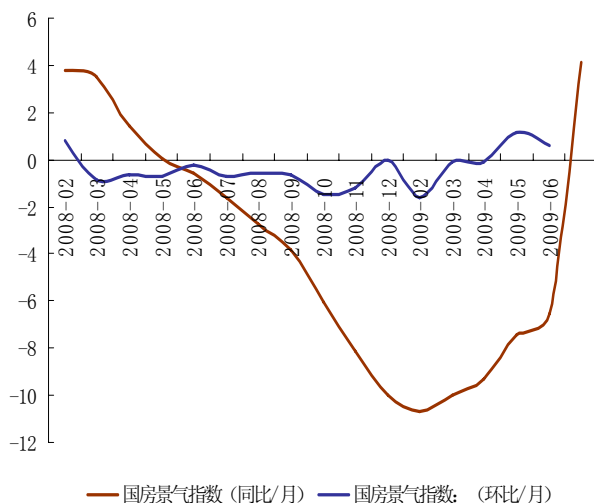


图 12. 国房景气指数走势



资料来源: wind 山西证券研究所

资料来源: wind 山西证券研究所

4 万亿刺激需求计划逐步落实、5 月份钢铁行业首次盈利等, 将减少人们对港口铁矿石及钢铁库存较高而阻碍铁矿石进口的担忧。为稳定上半年经济成果, 国家已经提出下半年继续执行适度宽松的货币政策, 基于 M1、房地产投资额及钢

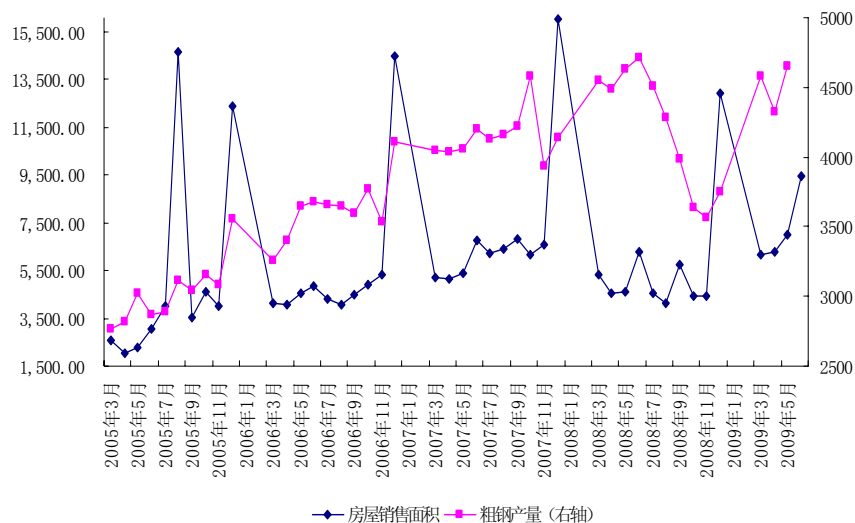


铁产量同比增长走势完全一致，我们完全有理由相信下半年固定资产投资及房地产投资同比增幅将保持稳定增长。7月初港口铁矿石库存数量6943万吨，占08年表观消费量12.29亿吨的5.48%，1-5月末，钢铁库存703.18万吨，相对于24590.8万吨的表观消费量来说，所占比例为2.86%，以4万亿需求刺激计划衡量，上述比例实则不大；只要固定资产投资增速不亚于上半年，房地产投资进一步回暖就是必然趋势，而钢铁需求的30%以上又来自房地产投资，加上中国钢铁业在连续7个月全行业亏损后，今年5月也首次实现行业盈利，根据统计中钢协72家大中型钢铁企业实现盈利12.62亿元，尽管仍有20多家企业亏损，但是目前基本认可钢铁行业拐点已经初步显现，这将进一步增强钢铁行业盈利预期。尽管经济危机背景中的政策刺激需求尚不能与往年相比，但是累计效应逐步增强是必然趋势。

BDI 指数再次反弹，证明中国铁矿石进口需求持续。中钢协与铁矿石生产商长期博弈，为缩小长协矿首发价格与现货价差异提供了时间，随着上述两种价格的持平甚至倒挂，贸易商囤积铁矿石动力下降，同时三大铁矿石供应商租赁船舶主动运输铁矿石以期抬高港口铁矿石现货价格和海运费，制造铁矿石需求旺盛假象动力也已经消退，催生BDI指数上涨的投机因素减少，BDI指数从4291点回调到2979点，跌幅30.58%。但是重要港口如天津港、日照港铁矿石卸货的繁忙景象表明中国铁矿石进口需求依然存在，导致BDI再次反弹。下半年汽车产量平稳增长，船舶工业振兴规划下的中国造船业好转（6月份全球新船订单为183万载重吨，其中中国船企承接订单约为160万载重吨，占87.4%），房地产投资平稳增长等均会增加钢铁需求，为铁矿石进口平稳进口提供空间。鉴于7-8月份房地产销售进入淡季，钢铁需求将会有所减少，预计8月份以后随着钢铁需求逐步恢复（钢铁产量高峰月历年出现在第三季度与第四季度之间）铁矿石进口将会保持比较平稳的增长速度，这将继续利好北方干散货港口。随着12月天气转冷，基建工作放缓，钢铁需求将会逐步下降，铁矿石进口也会逐步放缓。

图 13. 粗钢产量与房地产销售面积走势比较

单位：万平方米/万吨



资料来源：wind 山西证券研究所

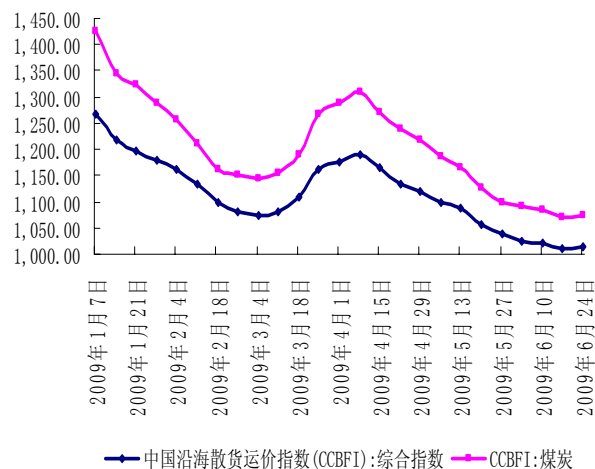
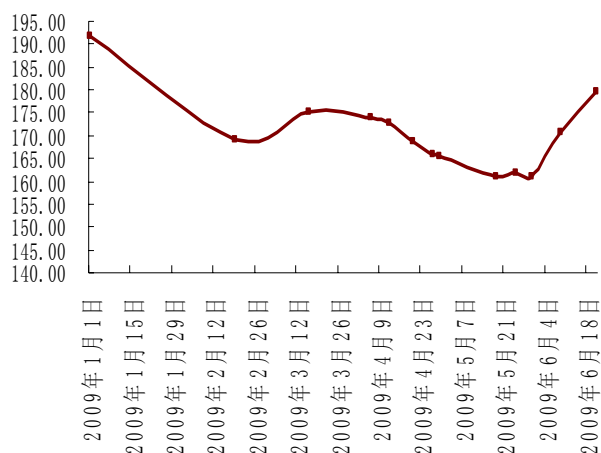
4.2 煤炭需求：已经出现回暖迹象

直供电网日均消耗逐月增加。夏季用电高峰逐步到来、房地产固定资产投资大幅增长，带动与其密切相关行业用电需求增加，全国直供电厂日均煤耗连续数月出现上升趋势，6月21日，达到179.55万吨，较5月初涨幅达11.53%。证明煤炭需求的另一重要指标是沿海煤炭运价指数在上周开始止跌反弹，沿海煤炭运价指数自4月开始一路下滑，直到上周煤炭运价指数首次出现小幅反弹，尽管一次反弹难以表明长期趋势，但是全国直供电厂日均耗煤逐月增加，足以确定沿海散煤炭运价指数的此次反弹绝非偶然。同时全国煤炭产量和煤炭外运量逐步增加，也是港口煤炭吞吐量逐步回暖的物质保障。

图 14.全国直供电网日均耗煤走势:

单位: 万吨

图 15.沿海散货运价指数本周出现小幅上涨



资料来源: cctd

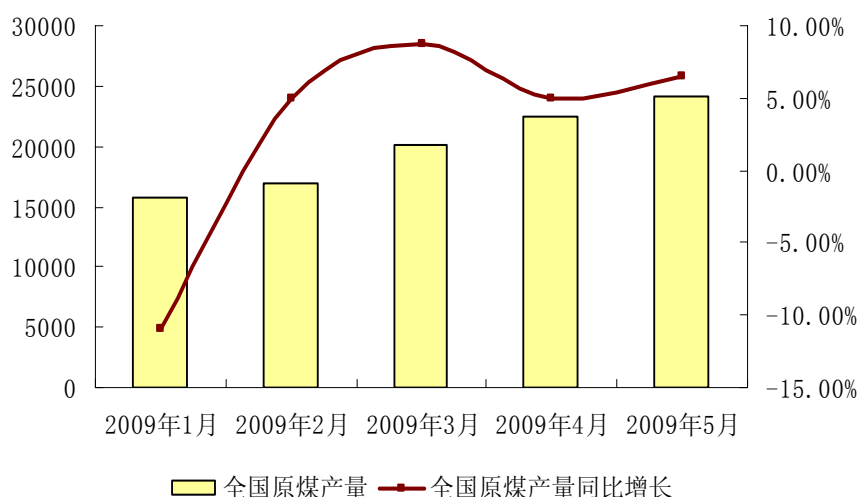
山西证券研究所

资料来源: wind

山西证券研究所

图 16. 全国煤炭产量逐步增加

单位: 万吨



资料来源: cctd 山西证券研究所

煤炭产量及铁路外运量稳步增加。在直供电网日均耗煤逐步增加的情况下, 电厂 补库存成为必然, 随着国际煤炭价格逐步上升, 国内煤炭价格与国际煤炭价格之间的差距逐步缩小, 前期大幅进口煤炭趋势将会得到缓解, 加上国内煤电谈判已经取得很大进展因素, 国内煤炭消费将会逐步增加, 煤炭外运量随之增加, 沿海煤炭运输转暖, 为港口煤炭吞吐量的增加奠定条件。5 月全国煤炭产量 24127 万吨, 同比增幅 6.45%, 较 4 月增幅上涨了 1.44 个百分点。5 月全国铁路煤炭运量 11030 万吨, 同比增幅为-2.20%, 尽管仍为负数, 但是从 2 月开始铁路煤炭运量同比降幅已经连续数月缩窄, 5 月铁路煤炭运量环比增长 6.36%。

图 17. 1-5 月铁路煤炭运量变化

单位：万吨/%

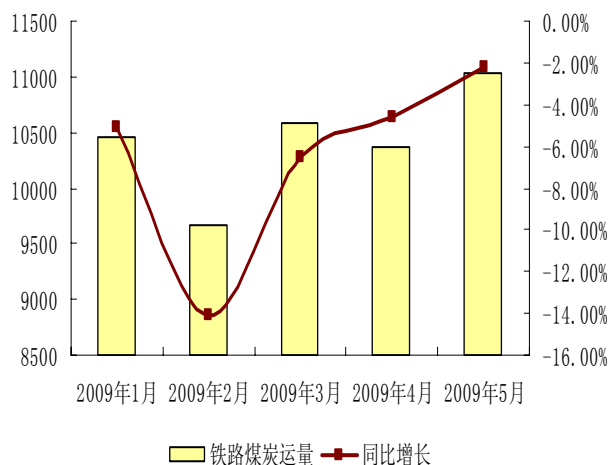
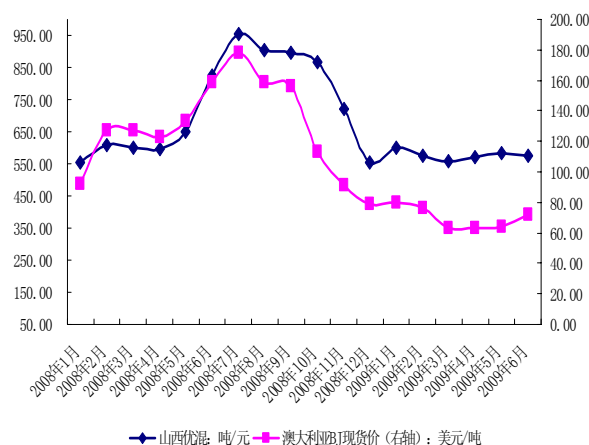


图 18. 国内煤炭价格与国际煤炭价格差逐步缩小



资料来源：cctd

山西证券研究所

资料来源：wind

山西证券研究所

4.3 油品需求：逐步回暖

振兴汽车产业政策及 4 万亿刺激计划实施，原油消费和成品油消费均有明显改善。1—5 月原油表观消费量达 1.50 亿吨，同比降幅 2.48%，较（1—4 月）上升了 1.04 个百分点。成品油消费也呈现出稳步回暖的迹象，其中汽油表观消费量同比增长幅度表现突出，09 年 1—5 月汽油消费 2792.28 万桶，同比增长 10.40%，较 09 年 1 月上涨 14.75 个百分点，柴油表观消费量 5198.68 万吨，同比下降 7.95%，尽管仍为负增长，但比 1 月已经上涨 10.45 个百分点。国内煤油消费也保持了回暖态势，1—5 月，煤油累计消费 764.75 万吨，较去年同比相比，上涨 2.64%，实现首月正增长，较 1 月同比增幅上涨了 15.97 个百分点。成品油消费之所以有明显改善，主要原因在于受益于国家振兴汽车产业政策，1—5 月汽车销量大幅增长。

图 19. 原油及成品油表观消费量累计同比增长走势： %

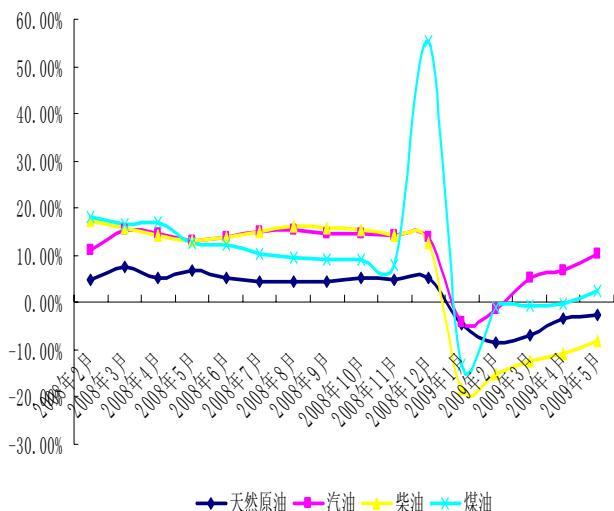
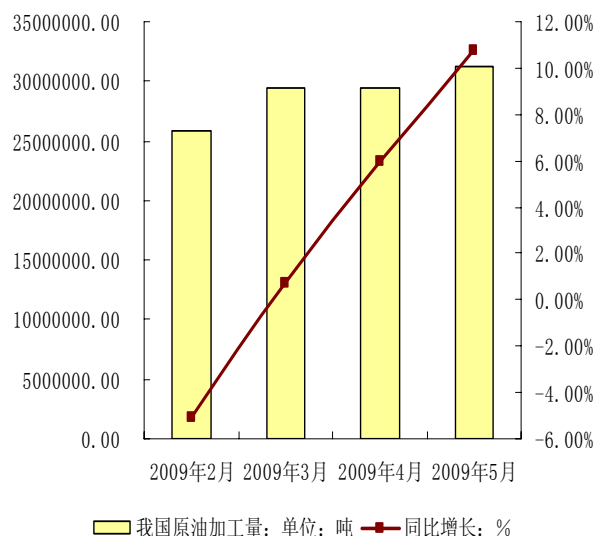


图 20. 全国原油加工量（当月）及同比增长 单位：吨/%



资料来源：wind

山西证券研究所

资料来源：中华商务网

山西证券研究所

原油加工量增幅逐步增加，原油进口量于 4 月增幅首次出现正增长。在油品需求明显改善条件下，石化企业原油加工量业出现平稳增长态势，5 月原油加工量 3118.84 万吨，同比增幅 10.74%，而 2 月原油加工量同比增长幅度还在负 5.05%。受益于成品油需求明显改善，原油进口也于 2009 年 4 月首次出现同比增长为正，达 13.55%，尽管 5 月同比增幅较 4 月大幅下降 8.06 个百分点，成品油需求及原油加工量稳步回升将成为支撑原油进口的重要因素。

图 21. 原油及成品油进口量及同比增长走势：

单位：万吨/%

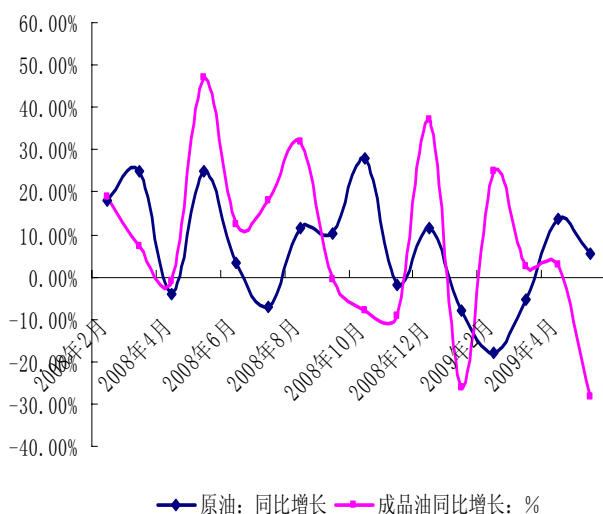
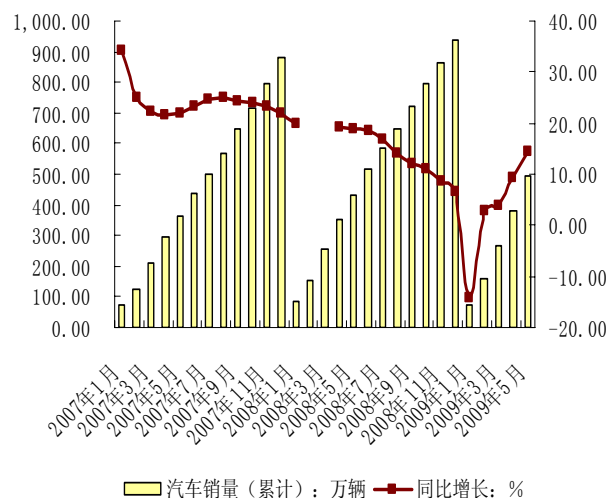


图 22. 汽车销量及同比增长趋势



资料来源：wind 山西证券研究所

资料来源：wind 山西证券研究所

下半年油品需求回暖将会持续。鉴于 09 年上半年国内经济回暖趋势非常明显，在持续适度宽松货币政策环境下，下半年宏观经济、资本市场、房地产回暖等因素将会增强消费者对未来财富和收入预期，加上汽车振兴产业政策的持续推动，汽车行业持续好转趋势不变。加上扩大内需政策实施，工农业生产将会逐步带动柴油需求。

4.4 集装箱吞吐业务：止跌，低位回暖

内贸箱吞吐继续增加，外贸箱已经触底，短期内低速增长。内贸箱吞吐量的增长继续受益于国内经济刺激计划。其实在上半年扩大内需中，以内贸箱吞吐为主的一些港口内贸箱量增加趋势早已体现，在八大主要集装箱吞吐港口中，环渤海湾港口群中，内贸箱吞吐量占比较大的营口港，1-5 月集装箱吞吐量累计同比增幅达 18.3%，其次是广辟内陆无水港战略的天津港，集装箱吞吐量累计同比增幅 3.1%。而南方长三角及珠三角地区港口群除了个别小港口以内贸箱吞吐为主，其他集装箱吞吐量仍然维持负增长，尽管集装箱最困难时期已经过去，但是吞吐量的回升与世界经济复苏密切相关，将经历比较漫长的过程，短期内低速增长是主题，如以外贸吞吐占比较大的深赤湾 A6 月份集装箱吞吐量再次呈现振荡波动行情。

图 23. 主要港口外贸货物吞吐量占比

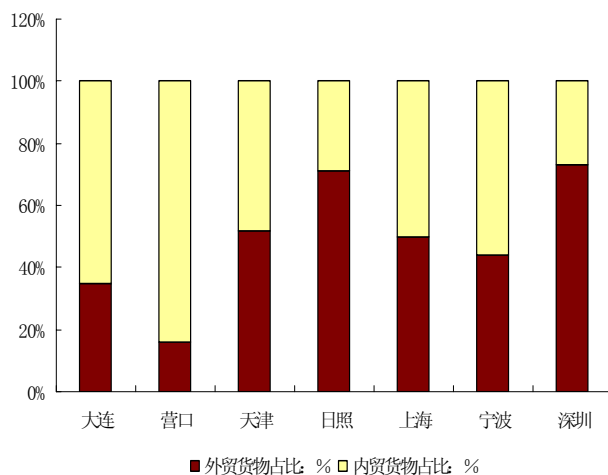
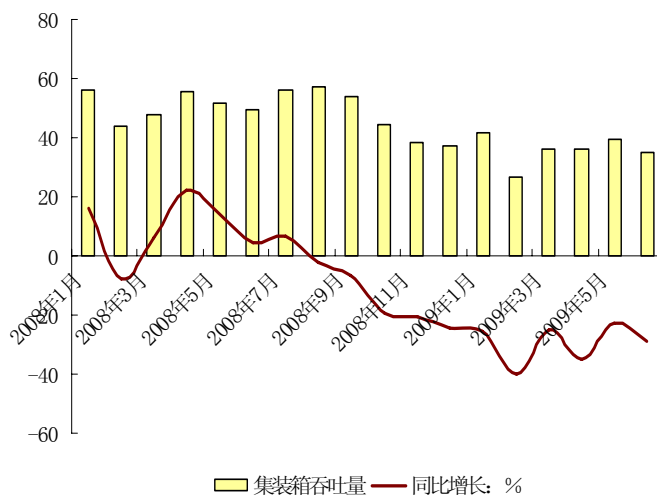


图 24. 深赤湾 A 集装箱吞吐量及同比增长走势 单位：万 TEU/%

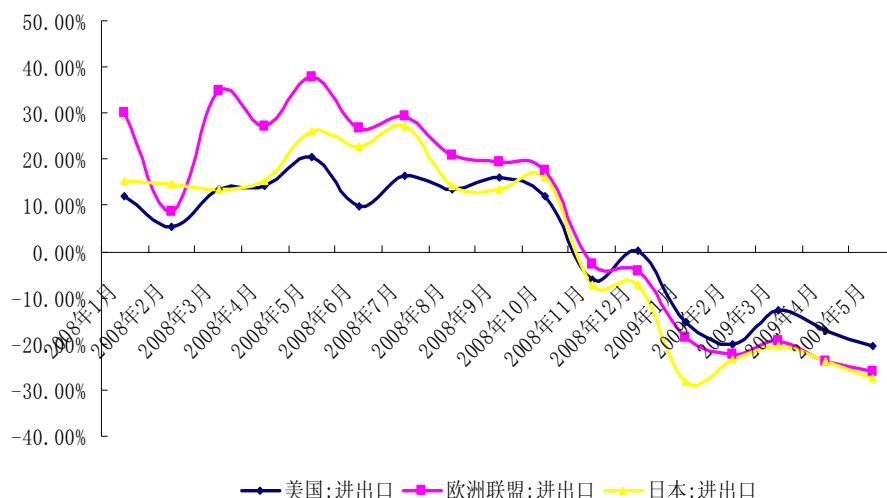


资料来源：wind 山西证券研究所

资料来源：wind 山西证券研究所

5 月和 6 月欧美日现行指标显示回暖迹象，但进出口额降幅加深。外贸箱吞吐量的恢复增长主要依赖于外围主要经济体恢复程度。受各国政策刺激，3 月外围主要经济体进出口额同比降幅缩窄，与 2 月相比，美国同比降幅缩窄 7.57 个百分点，欧盟缩窄 2.85 个百分点，日本缩窄 2.78 个百分点；而 4 月和 5 月进出口贸易额同比降幅延续加深态势，给外贸箱吞吐量增长带来一定压力。

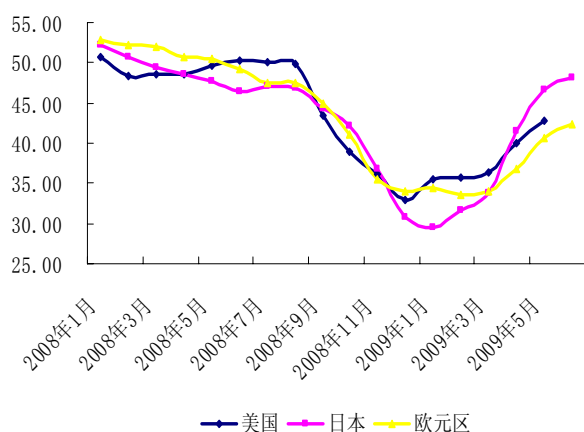
图 25. 美日欧盟当月进出口额同比增长走势



资料来源: wind 山西证券研究所

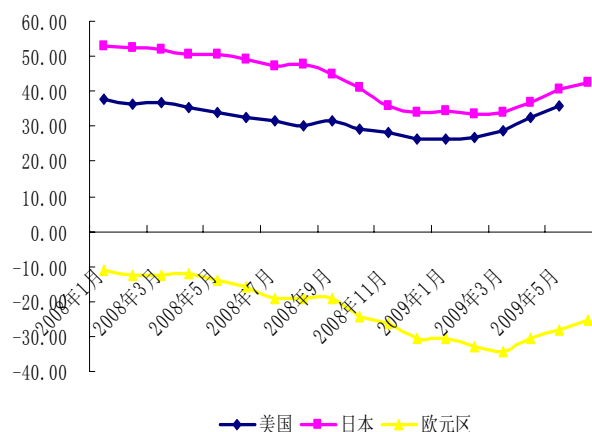
先行指标采购经理人指数和消费者信心指数连续数月上升, 回暖趋势明显。各国采购经理人指数已经连续数月上升, 5 月美国采购经理人指数 42.80, 较 4 月上升 2.7 个百分点, 6 月日本 PMI 指数 48.20, 较 5 月上升 1.6 个百分点, 6 月欧盟 PMI 指数 42.40 点, 较上月回升 1.7 点。尽管上述采购经理指数尚低于 50, 但是足以证明回暖效应正在累计之中。另外, 美日欧盟消费者信心指数也是连续数月上升, 5 月美国消费者信心指数达 35.7, 较上月上涨 3.3 个百分点, 6 月日本消费者信心指数 42.40, 较上月上涨 1.7 个百分点, 6 月欧盟消费者信心指数- 25.10, 较上月上涨了 3 个百分点。

图 26.美日欧盟三国采购经理人指数走势: %



资料来源: wind 山西证券研究所

图 27.美日欧盟消费者信心指数



资料来源: wind 山西证券研究所

5 港口行业投资策略

5.1 09 年以来港口行业上市公司市场表现与估值

表 4. 港口行业上市公司市场表现与估值

股票代码	股票名称	2009-7-16 收盘价	09 年涨跌幅	每股收益（元）			市盈率		
				2008A	2009E	2010E	2008A	2009E	2010E
000022	深赤湾 A	16.19	75.80%	1.00	0.71	0.73	16.24	22.79	22.10
000088	盐田港	8.33	78.09%	0.46	0.35	0.36	18.10	23.61	23.23
000582	北海港	14.97	115.33%	0.13	0.17	0.21	115.15	85.97	69.83
000905	厦门港务	10.40	73.86%	0.22	0.20	0.23	47.27	52.19	44.61
002040	南京港	8.77	130.89%	0.05	0.06	0.11	178.25	149.55	80.88
600017	日照港	6.86	73.29%	0.21	0.26	0.30	32.67	26.55	23.22
600018	上港集团	6.18	86.15%	0.22	0.18	0.19	28.08	35.07	31.79
600317	营口港	12.09	91.11%	0.55	0.49	0.59	21.98	24.72	20.52
600717	天津港	13.42	54.95%	0.57	0.62	0.69	23.54	21.72	19.44
601008	连云港	7.78	84.57%	0.19	0.25	0.31	40.95	30.96	24.99
851711	港口(申万)	4984.69	89.11%						
801170	交通运输	2674.95	75.17%						
000001	上证综指	3183.74	74.85%						
行业均值（整体法）				0.36	0.33	0.37	52.22	47.31	36.06

资料来源：山西证券研究所

5.2 投资建议

基于前面分析，投资主题主要落在散货吞吐为主的北方港口，具有重组题材的港口，短期内能够受益的区域振兴规划的港口。重点推荐公司营口港、天津港。

天津港（600717）

第一个投资点在于，港口行业拐点出现，天津港业绩超预期是大概率事件。天津港是我国北方大港，公司吞吐货物主要包括铁矿石、煤炭、油品和集装箱，08 年上述各项业务净利润结构分别为，铁矿石业务占 15.20%，煤炭业务占 13.5%，油品业务占 12.00% 及集装箱业务占 15.20%。作为北方散货吞吐大港，抓住国内 4 万亿扩大内需计划机会，广泛开辟国内市场，今年 1 至 6 月份全港累计完成货物吞吐量 1.84 亿吨，集装箱完成 416.1 万标准箱，分别同比增长 1.2% 和 1.9%。上半年天津港铁矿石装卸总量达 4754.9 万吨，同比增长 53%，作为铁矿石吞吐第二大港口，将继续受益于下半年的经济刺激计划，预计下半年铁矿石进

口保持平稳增长；同时在迎峰度夏和经济回升之际，将受益于煤炭吞吐量增加和原油吞吐增加；第二个投资点在于集团公司注资值得期待，今年3月16日，天津港集团为避免同业竞争，提升天津港在渤海湾区域的竞争力，对天津港集团、天津港发展及天津港股份股权重新收购分配，结果是天津港集团控股天津港发展（51%），天津港发展控股天津港股份（56.81%）。同时公司管理层表示，在完成相关收购之后，还会考虑对天津港股份进一步整合，最终实现天津港所有营运资产在A、H股两地整体上市。公司投资第三个投资点，近期补涨是大概率事件，09年市盈率为22.65，低于行业平均值，存在上涨空间，另外前期业绩超预期表现并没有反映在二级市场，截至目前为止，天津港股份涨幅55.76%，低于交通运输涨幅77.71%，也低于上证A股指数涨幅75.73%，补涨机会很大，给予“增持”评级。

营口港（600317）

公司地处渤海湾西北，是东北内陆货物到海最近的港口，具有较低的陆路运输成本。港口吞吐货种主要是金属矿石和钢铁，占全部货物吞吐量的54%，石油天然气及制品占到了8%，非矿、粮食分别占4%，其他货种占了20%左右。另外，公司集装箱吞吐以内贸箱为主，内贸箱占集装箱吞吐量比重83.2%。09年上半年公司业绩增长明显，完成货物吞吐量8814.1万吨，同比增长13.90%，其中集装箱吞吐量120.9万标箱。公司完成上述业绩主要原因在于公司85%的货量是内贸货源，受金融危机影响较小。受国内经济刺激计划积极影响，上半年公司散货品种煤炭、矿石、内贸集装箱等吞吐数量直线上升，其中煤炭增量同比增长88.4%，矿石41.9%；集装箱20%，受公司新增内贸航线13条、开通经满洲里和二连浩特直达欧洲、蒙古国的外贸集装箱专列、开通至德惠、吉林市、齐齐哈尔、绥芬河、通辽、铁岭等地多条内贸集装箱班列影响，上半年集装箱增速达20%。尽管去年公司收购集团公司资产，剩余28亿元通过银行贷款支付，将会给公司带来较大的财务压力，但是随着4万亿经济刺激计划的实施，我们认为营口港铁矿石及钢铁吞吐量超预期增长是大概率事件，基于二级市场的敏感性，将给二级市场股价上涨带来空间。另外国务院常务会议讨论并原则通过的《辽宁沿海经济带发展规划》预计将促使辽宁沿海港口加速整合，给大连港、锦州港和营口港三家上市公司带来较大发展空间。基于大连港整合锦州港的意图已非常明显。而剩余三个港口处在更内陆的区域，营口港整合盘锦港和葫芦岛港机会更大，其实07年2月26日，盘锦港与营口港共同出资设立合资经营企业，加速对盘锦港的建设和发展，一期建设形成600万吨以上的港口吞吐能力。另外港口行业处于拐点之处，补涨机会较大，给予“增持”评级。



5.3 投资风险

系统风险带来的大盘回调风险；第四季度后适度宽松货币政策收紧而带来的相关风险。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。