

纪 敏
0755-82960304
jimin@cmschina.com.cn

2009年10月23日

南方出口复苏+北方并购整合

港口行业2009年4季度投资策略

交通运输

港 口

中性（维持）

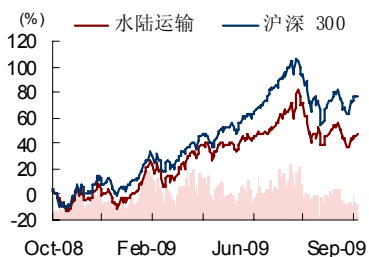
上证指数 3107

行业规模

		占比%
股票家数（只）	59	3.7
总市值（亿元）	7972	3.7
流通市值（亿元）	4651	4.1

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	-3.1	5.7	48.3
相对表现	-2.6	-14.9	-29.7



相关报告

- 1、《深赤湾(000022)-静待出口复苏预期下的盈利反弹》2009/8/31
- 2、《盐田港(000088)-主题之选,然出口复苏亦难驱动盈利增长》2009/8/30
- 3、《天津港(600717)-2 季盈利强劲复苏,长期前景看高一线》2009/8/20
- 4、《日照港(600017)-巅峰时刻盈利未超预期》2009/8/18
- 5、《营口港(600317)-吞吐量逆势上扬,难奈费用成本负面影响》2009/6/8
- 6、《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
- 7、《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
- 8、《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

随着中国与全球经济逐步进入复苏阶段,港口行业的景气回暖趋势将在四季度得到延续。在经历了 1 季度的量价齐跌后,上市公司盈利亦步入好转。区域比较,南方的集装箱码头将受益出口复苏的预期,而北方的散杂货港口在延续吞吐量高位运行态势的同时,其区域内港口资产整合的浪潮亦可加以关注。

- **规模港口货物与集装箱吞吐量将延续向好态势。**1-9 月份,全国规模以上港口完成货物吞吐量 51.2 亿吨,同比增长 6.1%;其中,外贸货物吞吐量 15.9 亿吨,同比增长 4.2%。集装箱吞吐量于 9 月份实现正增长,矿石进口接卸量 5 千万吨高位运行,而煤炭运量的同比降幅继续收窄至-13.7%。
- **A 股港口类上市企业的盈利亦已逐步走出阴霾。**1 季度,吞吐量的下滑与空箱比例的上升使得集装箱码头的盈利步入谷底;同时,吞吐量创出新高的散杂货码头由于竞争加剧而引发的价格竞争亦使得上市企业在当期未能实现公司盈利与吞吐量同步增长。09 年中报显示,A 股港口类上市公司的盈利水平与盈利能力均已走出谷底,这一向好趋势将在 4 季度得以延续。
- **南方港口: 集装箱码头将成为出口复苏的受益者。**IMF 的全球经济增长预测显示发达经济体将于 09 年四季度步入经济复苏,而中国的 PMI 新出口订单指数延续了反弹趋势。出口复苏依然是我们对四季度的景气判断。相对而言,南方港口的外贸货物占比较高,集装箱盈利贡献比重较大。长三角的上海港与珠三角的深圳港将是出口复苏预期的直接受益者。
- **北方港口: 吞吐量短期仍高位运行, 并购整合成区域热点。**矿石业务的库存压力较大,但国内固定资产投资与工业生产数据的持续好转将使得矿石进口仍处高位运行,下滑幅度不会很大;而煤炭业务则将受益季节性增长。天津港同业竞争的解决、大连港回归 A 股、辽宁港口整合以及营口港整体上市,港口资源的并购整合成为北方港口的区域性热点。
- **港口业配置建议: 南方出口复苏+北方并购整合。**南方的深圳港是中国沿海外贸货物占比最高的港口,而深赤湾(000022)则是具备了主动管理能力的码头企业;北方的天津港(600717)兼具了广阔长期前景与中短期并购整合的预期。我们认为,上述两家港口企业可作为港口业配置的优选品种。

重点公司主要财务指标

	股价	08EPS	09EPS	10EPS	09PE	10PE	PB	评级
天津港	11.5	0.56	0.55	0.60	20.9	19.2	1.8	强烈推荐-A
深赤湾 A	13.6	0.99	0.65	0.75	20.9	18.1	2.9	强烈推荐-B
上港集团	5.36	0.42	0.34	0.35	26.8	26.8	3.6	中性-A
日照港	6.47	0.22	0.20	0.20	29.4	27.0	2.3	中性-A
盐田港	7.81	0.21	0.22	0.24	23.0	22.3	2.1	中性-B
营口港	7.81	0.57	0.39	0.48	40.1	32.5	1.0	中性-A

资料来源: 招商证券

正文目录

1、规模港口货物与集装箱吞吐量延续向好趋势	3
2、港口类上市企业的盈利亦已逐步走出阴霾	4
2.1 09 年 1 季度量价齐跌致使行业盈利步入谷底	4
2.2 09 年中报昭示港口企业盈利逐步走出阴霾	4
3、南方港口：集装箱码头将成为出口复苏的受益者	5
3.1 四季度延续出口复苏预期的判断	5
3.2 长三角与珠三角港口将是出口复苏的直接受益者	5
4、北方港口：吞吐量高位运行，并购整合大行其道	6
4.1 矿石业务短期仍处高位，煤炭业务有望继续回暖	6
4.2 区域内港口资源的整合大行其道	6
5、行业优选配置：天津港+深赤湾、锦州港	7
5.1 港口类公司是相对稳定的配置性品种	7
5.2 优选配置：天津港+深赤湾、锦州港	7
5.2.1 深赤湾（000022）- 复苏之路漫漫，行业配置优选	7
5.2.2 天津港（600717）- 关注红筹回归与同业竞争的解决	8
5.2.3 锦州港（600190）- 关注煤炭油品业务前景与辽宁港口整合	9

图表目录

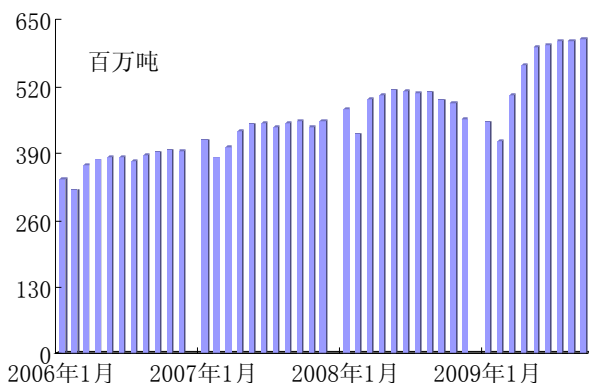
图 1、全国规模港口货物吞吐量表现呈逐步回暖趋势	3
图 2、外贸进出口增速统计（2004.1-2009.9）	3
图 3、港口矿石进口接卸量高位运行（07.1-2009.9）	3
图 4、2009 年 1-4 月日照港矿石吞吐量增长超出预期	4
图 5、港口企业营业收入及利润比较（07.1Q-09.2Q）	4
图 6、IMF 的全球经济增长预测（2009-2011）	5
图 7、中国沿海港口集装箱吞吐量的区域份额比较	5
图 8、沿海主要集装箱港口 2009 年前三季度的吞吐量表现	5
图 9、沿海主要港口矿石库存处于高位（07.1-09.9）	6
图 10、沿海主要港口进口矿石接卸量（09.1-09.8）	6
图 11、A 股上升行情中港口行业难以战胜大盘指数	7
图 12、2008.10 陷入衰退以来的深赤湾集装箱吞吐量	8
图 13、近年来困扰公司的产能瓶颈问题已然得到缓解	8
图 14、销售业务和码头装卸业务具有庞大的收入规模	8
图 15、受制于规模，集装箱业务目前还难以成为公司盈利高速增长的引擎	8
图 16、存在同业竞争的股权结构关系图	9
图 17、蒙煤外运以及国家原油储备基地将拉动锦州港的煤炭与油品业务	9
图 18、大连港对辽宁港口群的整合值得关注	9

表 1、日照港（600017）09 年 1 季度营业收入与毛利率水平与吞吐量表现难成配比	4
表 2、中国港口的资源整合预期	6
表 3、A 股港口行业重点上市公司估值表	7

1、规模港口货物与集装箱吞吐量延续向好趋势

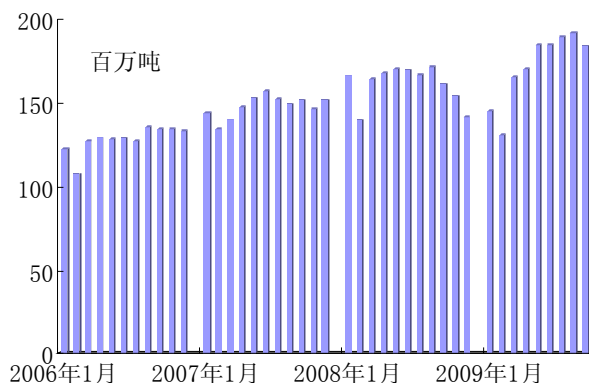
1-9 月份，全国规模以上港口完成货物吞吐量 51.2 亿吨，同比增长 6.1%。集装箱吞吐量于 9 月份实现正增长，矿石接卸量高位运行，而煤炭运量的降幅继续收窄。

图1、全国规模港口货物吞吐量表现呈逐步回暖趋势



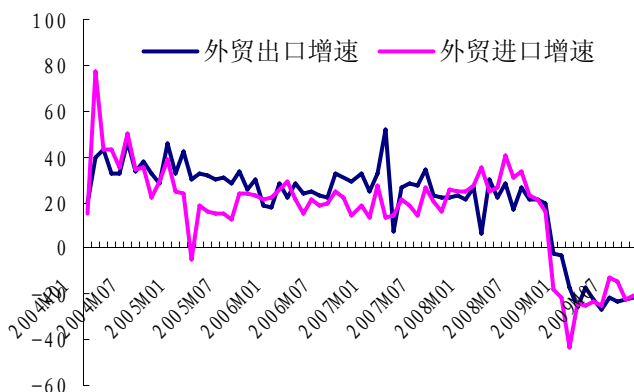
资料来源：招商证券研发中心

图2、规模港口的的外贸货物吞吐量增速亦呈回暖趋势



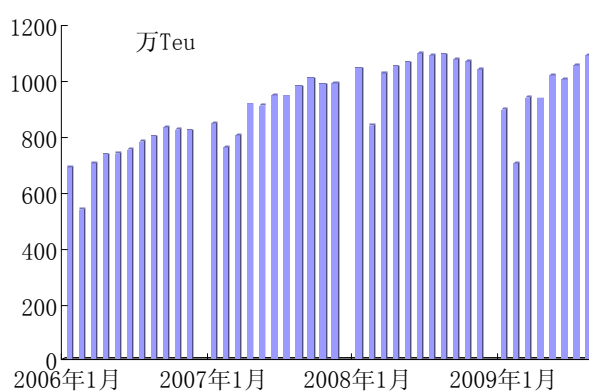
资料来源：招商证券研发中心

图3、外贸进出口增速统计（2004.1-2009.9）



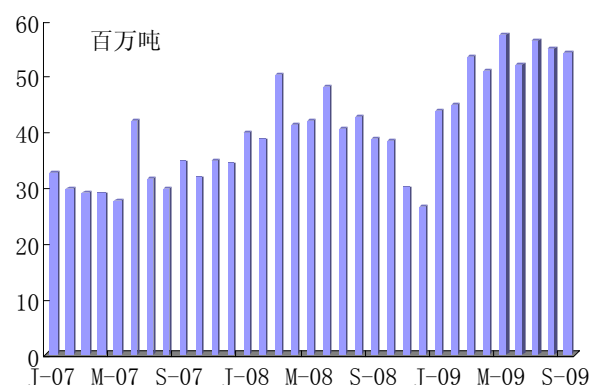
资料来源：招商证券研发中心

图4、全国规模港口集装箱吞吐量表现呈回暖趋势



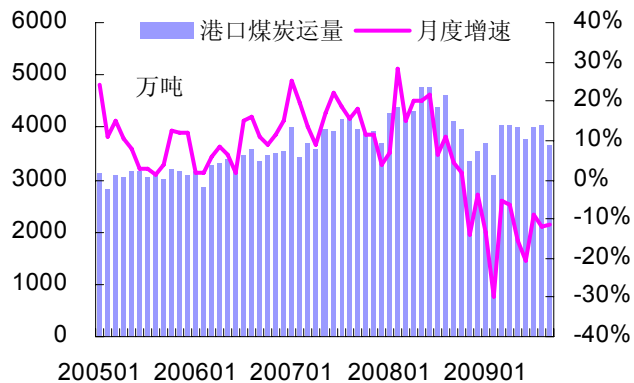
资料来源：招商证券研发中心

图5、港口矿石进口接卸量高位运行（07.1-2009.9）



资料来源：招商证券研发中心

图6、港口煤炭运量月度同比增速呈现收窄趋势

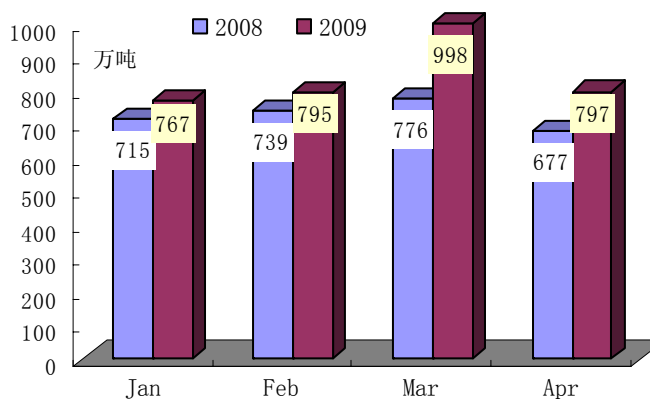


资料来源：招商证券研发中心

2、港口类上市企业的盈利亦已逐步走出阴霾

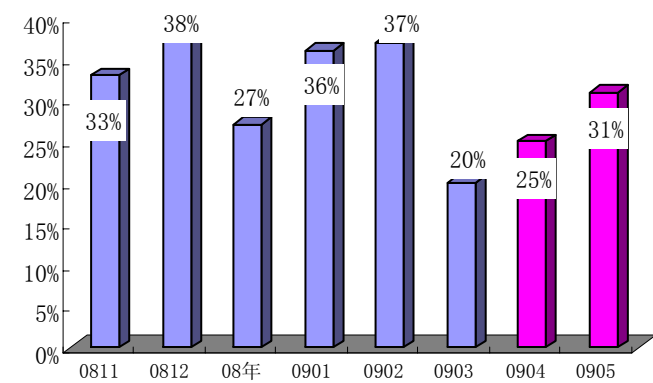
2.1 09 年 1 季度量价齐跌致使行业盈利步入谷底

图7、2009年1-4月日照港矿石吞吐量增长超出预期



资料来源：招商证券研发中心

图8、深圳西部港区空箱比例上升致使作业费率下行



资料来源：招商证券研发中心

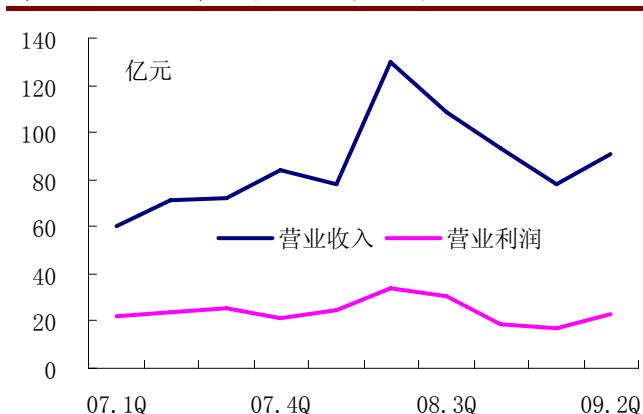
表1、日照港（600017）09 年 1 季度营业收入与毛利率水平与吞吐量表现难成配比

(百万元)	07Q4	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1
营业收入	298	399	428	439	419	400
营业毛利	40	127	132	141	98	109
营业利润	17	78	105	97	79	79
归属母公司净利润	70	57	78	67	60	55
主要比率						
毛利率	13%	32%	31%	32%	24%	27%
营业利润率	6%	19%	24%	22%	19%	20%
净利率	23%	14%	18%	15%	14%	14%

资料来源：公司报表、招商证券整理

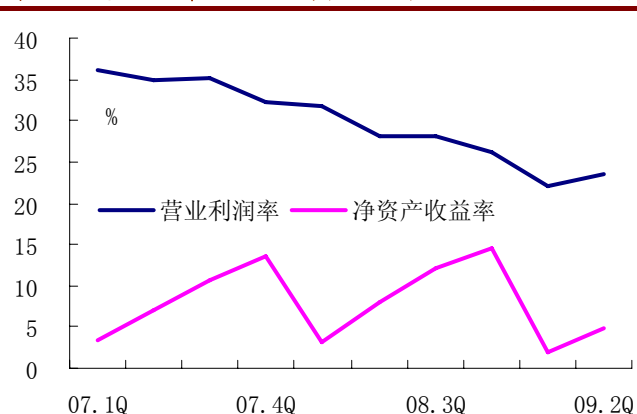
2.2 09 年中报昭示港口企业盈利逐步走出阴霾

图9、港口企业营业收入及利润比较（07.1Q-09.2Q）



资料来源：招商证券研发中心

图10、港口上市企业盈利能力比较（07.1Q-09.2Q）



资料来源：招商证券研发中心

3、南方港口：集装箱码头将成为出口复苏的受益者

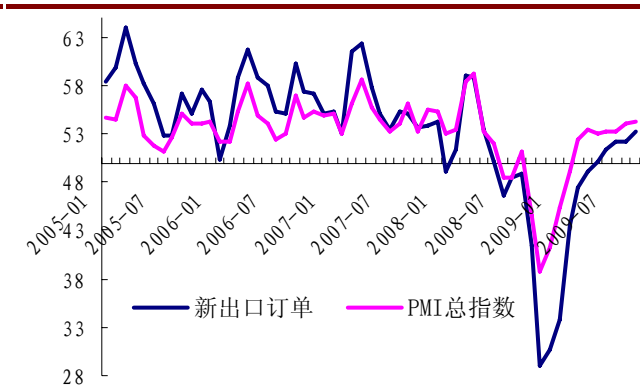
3.1 四季度延续出口复苏预期的判断

图11、IMF的全球经济增长预测（2009-2010）



资料来源：IMF、招商证券研发中心

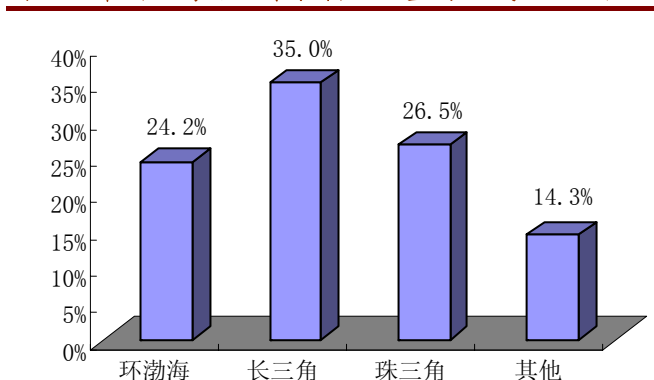
图12、PMI总指数与新出口订单指数处于持续反弹中



资料来源：招商证券研发中心

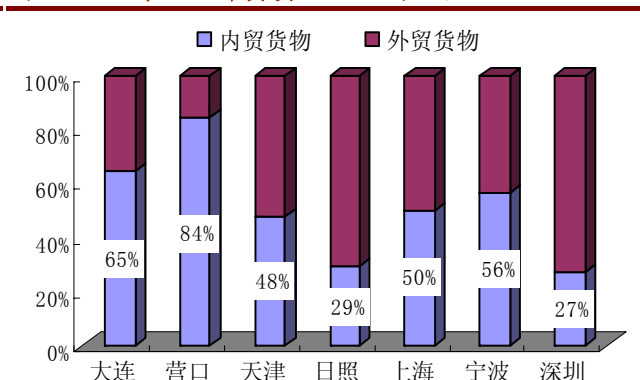
3.2 长三角与珠三角港口将是出口复苏的直接受益者

图13、中国沿海港口集装箱吞吐量的区域份额比较



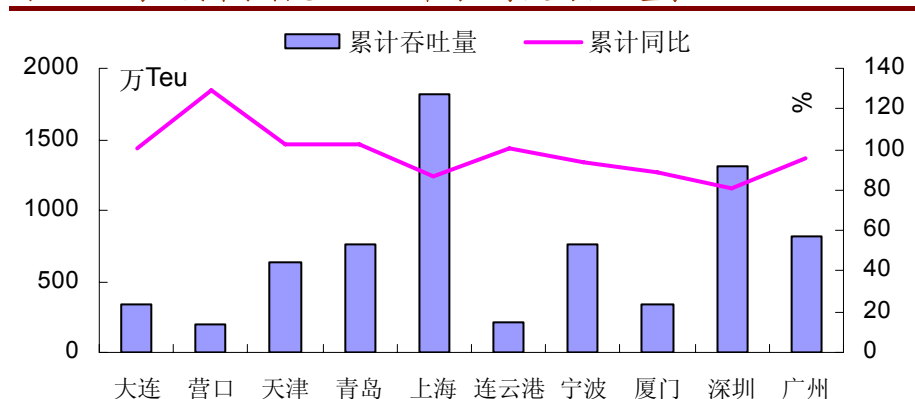
资料来源：IMF、招商证券研发中心

图14、沿海港口外贸货物占比的比较（2009.1-8）



资料来源：招商证券研发中心

图15、沿海主要集装箱港口2009年前三季度的吞吐量表现



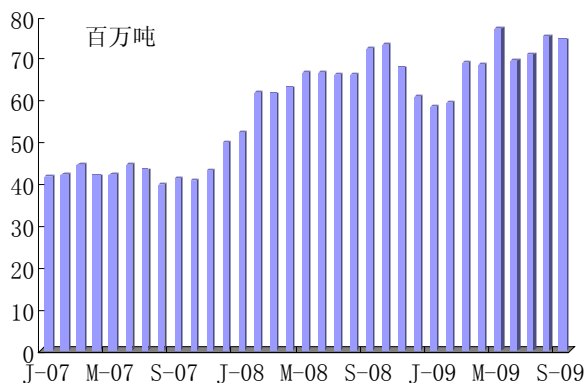
数据来源：招商证券研发中心

4、北方港口：吞吐量高位运行，并购整合大行其道

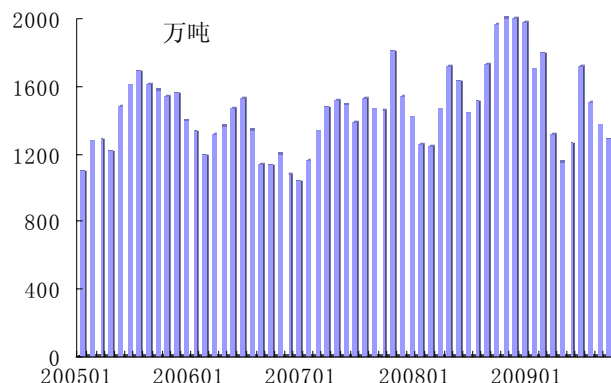
4.1 矿石业务短期仍处高位，煤炭业务有望继续回暖

北方港口的矿石业务短期内虽然面临库存压力，但国内固定资产投资与工业生产数据的持续好转将使得矿石进口仍处高位运行，下滑幅度不会很大；而煤炭则受益季节性增长。

图16、沿海主要港口矿石库存处于高位（07.1-09.9） 图17、重点港口煤炭库存下滑昭示发运量将继续回暖

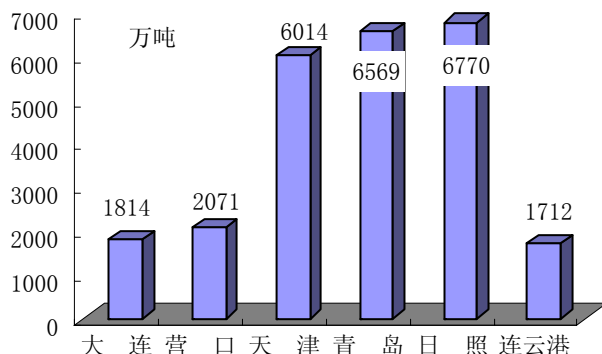


资料来源：IMF、招商证券研发中心



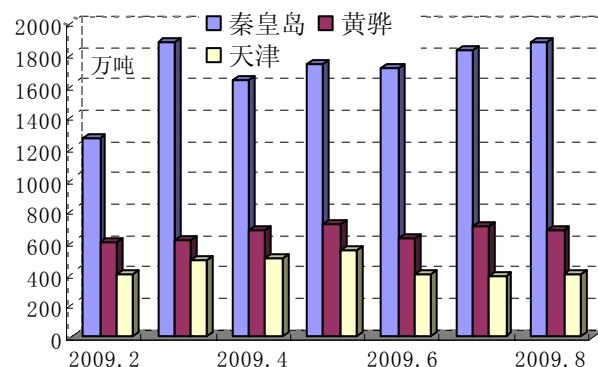
资料来源：招商证券研发中心

图18、沿海主要港口进口矿石接卸量（09.1-09.8）



资料来源：IMF、招商证券研发中心

图19、沿海重点港口煤炭运量（2009.2-2009.8）



资料来源：招商证券研发中心

4.2 区域内港口资源的并购整合大行其道

表2、中国港口的资源整合预期

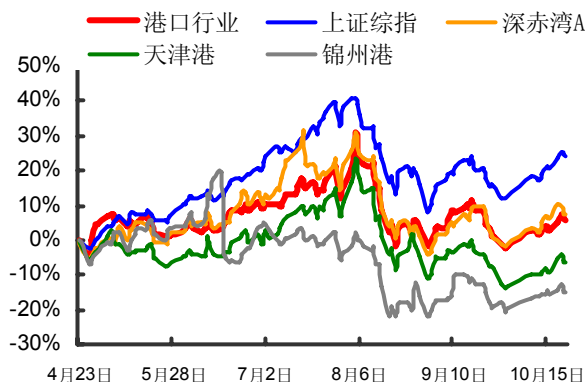
区域	港口	潜在资源整合预期
环渤海	营口港	营口港集团整体上市
	锦州港	大连港对辽宁沿海的港口资源整合
	天津港	天津港同业竞争问题的解决
	日照港	日照港集团整体上市
长三角	上港集团	长江战略、东北亚战略、国际化战略
	南京港	港务集团改制等
西南沿海	北海港	北部湾港区整合

资料来源：招商证券

5、行业优选配置：天津港+深赤湾、锦州港

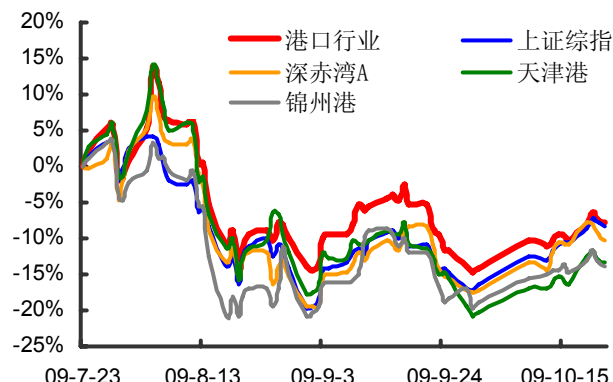
5.1 港口类公司是相对稳定的配置性品种

图20、A股上升行情中港口行业难以战胜大盘指数



资料来源：IMF、招商证券研发中心

图21、A股下跌行情中港口行业具有相对的防御性



资料来源：招商证券研发中心

在上市公司的盈利复苏阶段，港口等基础设施类行业的复苏更多地体现在“量”的回升，而价格方面的波动则相对较小，盈利复苏的弹性亦因此相对较平稳。从投资角度言，依赖于基本面分析与估值判断的港口业更多地体现在配置意义上。

表3、A股港口行业重点上市公司估值表

上 市 公 司			EPS			PE			PB
			08	09E	10E	08	09E	10E	
A 股港口公司（集装箱为主）									
上港集团	600018	5.36	0.22	0.20	0.20	24.4	26.8	26.8	3.6
盐田港	000088	7.81	0.42	0.34	0.35	17.0	23.0	22.3	2.1
深赤湾	000022	13.6	0.99	0.65	0.75	13.7	20.9	18.1	2.9
平均值						20.4	24.8	24.2	3.0
A 股港口公司（散杂货为主）									
天津港	600717	11.5	0.56	0.55	0.6	20.5	20.9	19.2	1.8
日照港	600017	6.47	0.21	0.22	0.24	30.8	29.4	27.0	2.3
营口港	600317	7.81	0.57	0.39	0.48	27.4	40.1	32.5	1.0
平均值						26.4	32.9	28.2	1.7

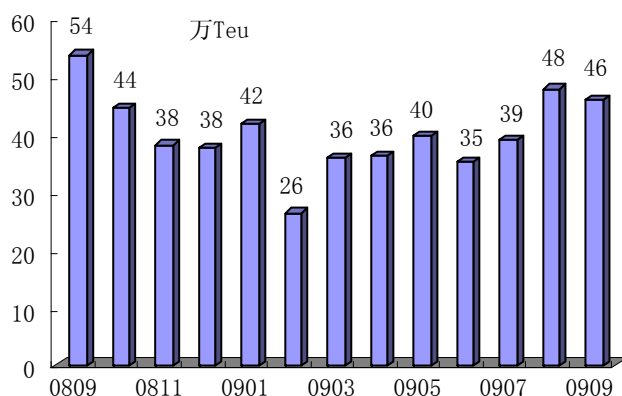
资料来源：Bloomberg、招商证券

5.2 优选配置：天津港+深赤湾、锦州港

5.2.1 深赤湾（000022）- 复苏之路漫漫，行业配置优选

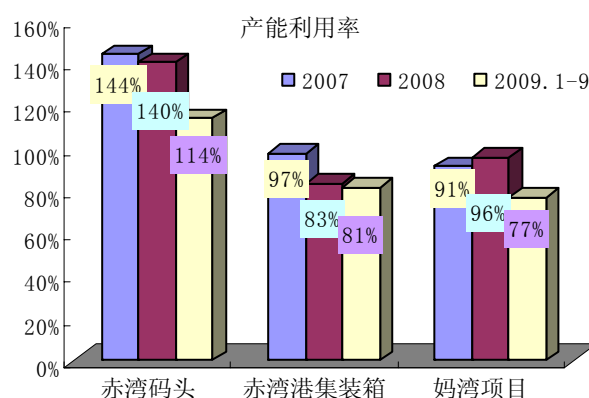
深赤湾（000022）是深圳西部卓越的码头运营商，相对于东部的盐田港（000088）而言，其拥有更多的自主经营管理能力，在规避区域内码头的竞争分流方面也更具优势。深圳港是中国沿海外贸货物占比最高的港口，经历衰退后成长空间重新打开的深赤湾（000022）将是外贸复苏的直接受益者。

图22、2008.10 陷入衰退以来的深赤湾集装箱吞吐量



资料来源：招商证券研发中心

图23、近年来困扰公司的产能瓶颈问题已然得到缓解

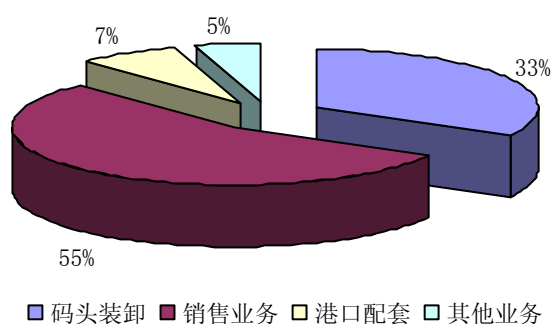


资料来源：招商证券研发中心

5.2.2 天津港（600717）- 关注红筹回归与同业竞争的解决

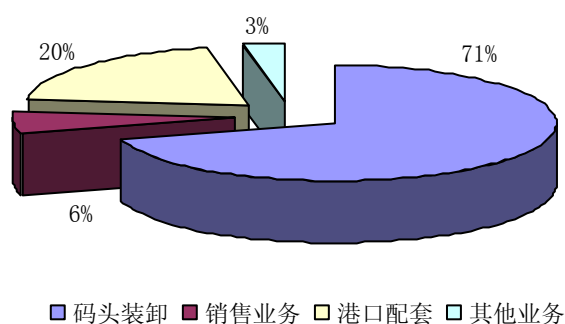
经历了 08 年定向增发收购资产后，公司盈利增长将逐步趋向平稳，回归“港口本色”。

图24、销售业务和码头装卸业务具有庞大的收入规模



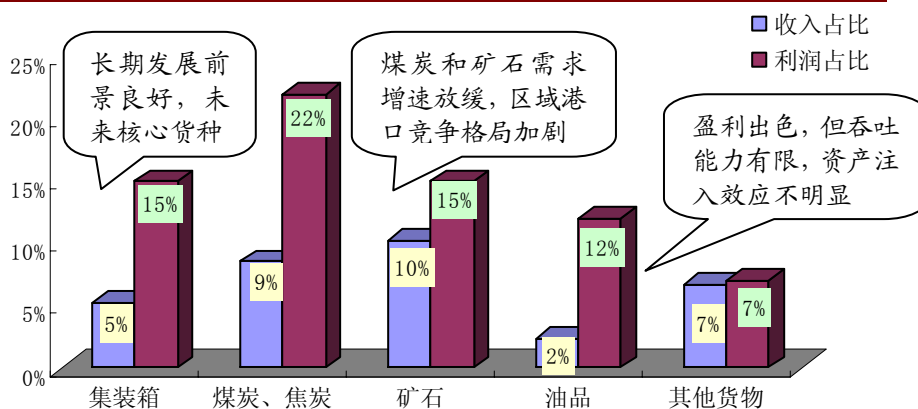
资料来源：招商证券研发中心

图 25、码头装卸和港口配套业务才是利润的真正来源



资料来源：招商证券研发中心

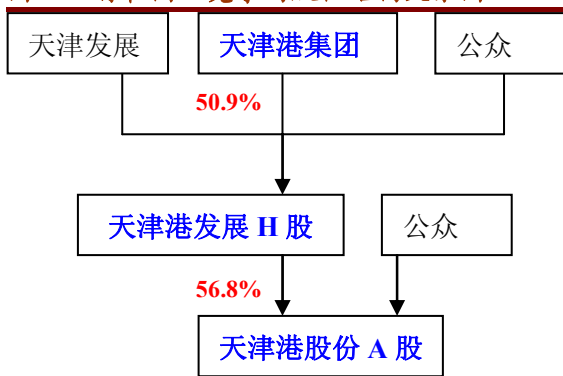
图26、受制于规模，集装箱业务目前还难以成为公司盈利高速增长的引擎



数据来源：招商证券

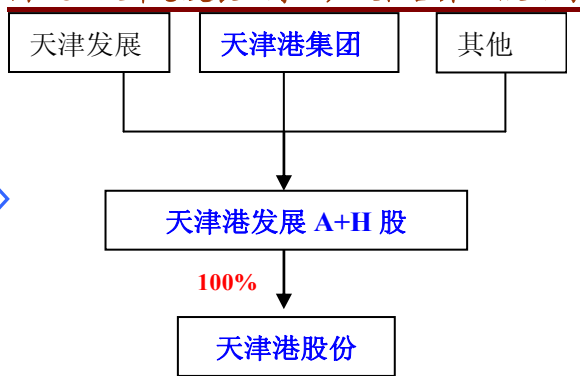
由于天津港发展（3382.HK）与天津港股份（600017）旗下均有码头经营类资产，因此构成同业竞争，这将在一定程度上限制天津港股份（600717）利用 A 股融资收购天津港集团的剩余资产，如原油码头、物流及临港工业等资产。相对而言，天津港发展未来红筹回归吸收合并 A 股公司是较为可行的选择。

图27、存在同业竞争的股权结构关系图



资料来源：招商证券研发中心

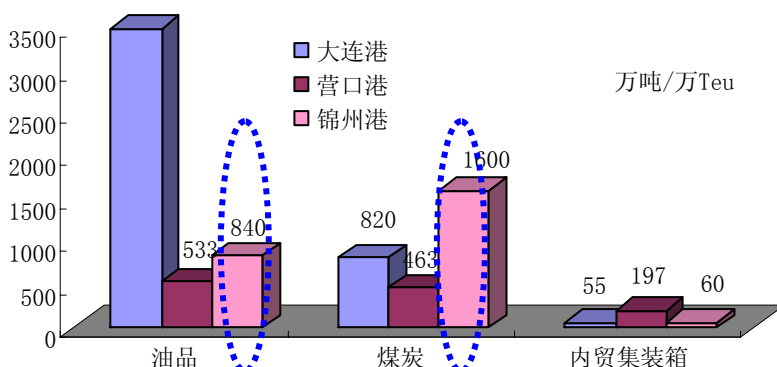
图 28、天津港发展红筹回归吸收合并 A 股公司



资料来源：招商证券研发中心

5.2.3 锦州港（600190）- 关注煤炭油品业务前景与辽宁港口整合

图29、蒙煤外运以及国家原油储备基地将拉动锦州港的煤炭与油品业务



数据来源：招商证券研发中心

图30、大连港对辽宁港口群的整合值得关注



资料来源：招商证券

☆ 营口港 腹地距离最近，陆路运输成本低，适合内贸集装箱业务，受益鞍钢和本钢等钢铁项目

⊗ 锦州港 过往存在产能建设不足的困扰；未来将服务于蒙东煤炭资源南运，未来油品业务受益于国家锦州石油储备基地建设

☀ 大连港 未来将持续整合辽宁省港口资源，辽宁沿海最重要的枢纽港口

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，现为交通运输行业分析师，《中国港口》杂志特约通讯员。

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

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。