

纪敏
0755-82960304
jimin@cmschina.com.cn

2009年12月6日

景气复苏继续深化，并购整合仍是热点

港口行业2010年度投资策略

交通运输

港口

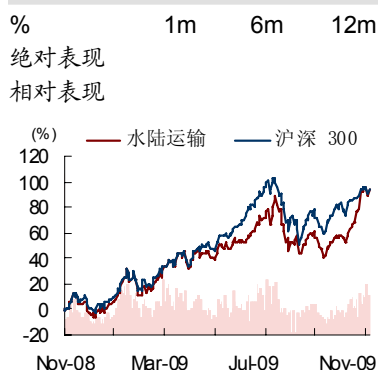
中性（维持）

上证指数 3317

行业规模

		占比%
股票家数（只）	59	3.7
总市值（亿元）	8801	3.7
流通市值（亿元）	5951	4.3

行业指数



相关报告

- 1、《港口行业 2009 年 4 季度投资策略-南方出口复苏+北方并购整合》2009/10/23
- 2、《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》2008/12/14
- 3、《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》2008/12/4
- 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、《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》2008/8/4

港口行业在 2010 年将延续景气回暖趋势。预计 2010 年集装箱业务增速将在 8-10%，而码头散杂货业务在 2010 年将实现 10% 以内的个位数增长。港口企业量价齐跌的颓势在 2010 年将继续得以扭转，港口资源整合有望成为来年的热点。

- **2009 年港口行业运行趋势回顾。**1-10 月，全国规模以上港口货物吞吐量完成 57.3 亿吨，同比增长 7%。10 月份，港口外贸货物吞吐量完成 1.8 亿吨，1-10 月份累计完成 17.8 亿吨，同比增长 6.1%。10 月份，港口集装箱吞吐量完成 1078 万 TEU，1-10 月份累计完成 9990 万 TEU，同比下降 7.1%。
- **2010 年港口集装箱业务展望：8-10% 增长，长三角最为受益。**出口结构升级，单位货值对于箱量贡献能力将有所下滑。基于招商证券宏观研究 2010 年出口实际增速 8-10% 的预测，我们预计 2010 年中国港口集装箱吞吐量的增速为 8-10%。长三角与珠三角具有传统的适箱货源腹地经济产业结构，且外贸货物占比较高，将是明年出口复苏的直接受益者。中长期来看，出口产品结构的持续升级、全球贸易放缓与中国经济转型将是影响港口集装箱增长前景的不利因素。当然，未来中国如能够实现消费能力的升级以实现对工业制成品的大量进口或许能在一定程度上重新强化码头集装箱业务的发展前景。
- **2010 年港口散杂货业务展望。**依据招商证券钢铁、煤炭和石化行业的研究判断，我们预计明年港口矿石、煤炭以及油品业务的吞吐量增速为 7-9%。结合集装箱吞吐量的景气判断，预期 2010 年沿海港口货物吞吐量增速 10% 左右。
- **企业盈利在 2010 年将延续回暖趋势，资源整合仍是热点。**集装箱码头基准费率的下滑与空箱比例的增加、散杂货码头作业收费的执行力不足在 2009 年成为港口企业的困扰。2010 年，随着行业景气回升，09 年量价齐跌的困扰将得以改观。预期 2010 年港口行业盈利增速有望达到 15%。码头产能投放过度的热潮或有望回归理性；区域经济振兴与港口资源的整合在 2010 年仍是热点。
- **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）与锦州港（600190）兼具了广阔长期前景与中短期并购整合的预期。上述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	08PE	09PE	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、2009 年港口行业回顾：触底后的景气回暖	3
2、2010 年集装箱业务展望：8-10%增长，长三角受益	4
2.1 集装箱业务基本同步外贸但弹性弱化	4
2.2 长三角和珠三角将是出口复苏最大受益者	4
3、集装箱业务的长期前景受制经济转型与出口结构升级	5
4、2010 年散杂货业务展望：个位数增长预期	6
4.1 2010 年矿石进口接卸业务增速约为 7-8%	6
4.2 2010 年港口煤炭业务增速约为 9%	6
4.3 2010 年石油及制成品业务增速约为 7%	6
5、港口类企业的盈利回暖趋势在 2010 年将得以延续	7
5.1 码头作业量价齐跌的现象将在 2010 年得到改观	7
5.2 港口企业盈利回暖的趋势在 2009 年已然显现	7
6、2010 年码头建设进度放缓将有助于产能供需的平衡	8
7、区域经济振兴与港口资源整合是行业发展主题	9
8、配置南方景气复苏，关注北方并购整合	10
8.1 港口类公司是相对稳定的配置性品种	10
8.2 优选配置：深赤湾+天津港、锦州港	10
8.2.1 深赤湾（000022）- 复苏之路漫漫，行业配置优选	10
8.2.2 天津港（600717）- 关注红筹回归与同业竞争的解决	11
8.2.3 锦州港（600190）- 关注煤炭油品业务前景与辽宁港口整合	12

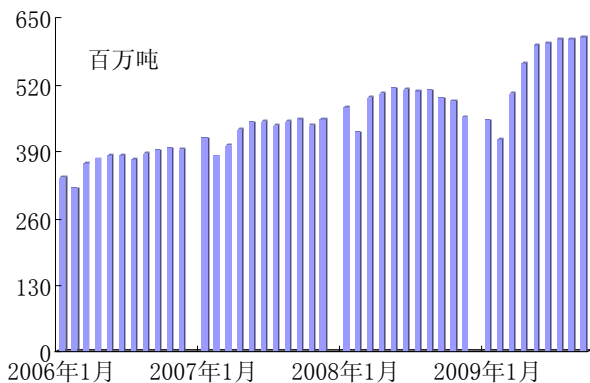
图表目录

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、2009 年的外贸在触底后呈现反弹趋势	3
图 3、2009 年模港口进口矿石接卸量处于持续高位	3
图 4、IMF 的全球经济增长预测（2009-2010）	4
图 5、中国沿海港口集装箱吞吐量的区域份额比较	4
图 6、沿海重点港口煤炭发运量统计（05.1-2009.10）	6
图 7、2009 年 1-4 月日照港矿石吞吐量增长超出预期	7
图 8、港口企业营业收入及利润比较（07.1Q-09.2Q）	7
图 9、2001-2007 年中国经历着出口产品结构的持续升级	5
图 10、出口结构转型期间出口“量”的增速下滑更为明显	5
图 11、外贸结构的持续性变化最终致使港口集装箱生成系数下滑	5
图 12、“十一五”港口 4 千亿投资的区域分布情况	8
图 13、中国沿海港口（分区域）布局	9
表 1、2009-2010 年中国港口集装箱吞吐量预测（进出口增速均为实际增速）	4
表 2、2009-2010 年中国港口矿石吞吐量预测（根据招商证券钢铁行业数据分析）	6
表 3、2009-2010 年中国港口石油及制品吞吐量预测	6
表 4、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	7
表 5、沿海主要港口“十一五”发展规划	8
表 6、2008-2010 年中国沿海八大集装箱港口的产能适应度将出现明显下滑	8
表 7、沿海主要铁矿石装卸港口的竞争格局分析	8
表 8、中国港口的资源整合预期	9
表 9、A 股港口行业重点上市公司估值表	10

1、2009 年港口行业回顾：触底后的景气回暖

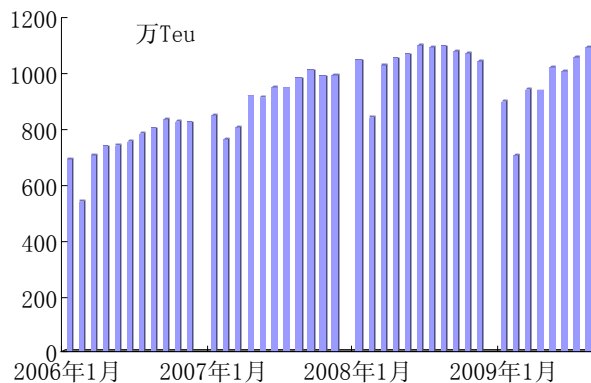
1-10 月份，全国规模以上港口完成货物吞吐量 57.3 亿吨，同比增长 7%。其中，累计完成集装箱吞吐量 9990 万 Teu，同比下降 7.1%。行业景气在上半年触底后持续反弹。

图1、全国规模港口货物吞吐量表现呈逐步回暖趋势



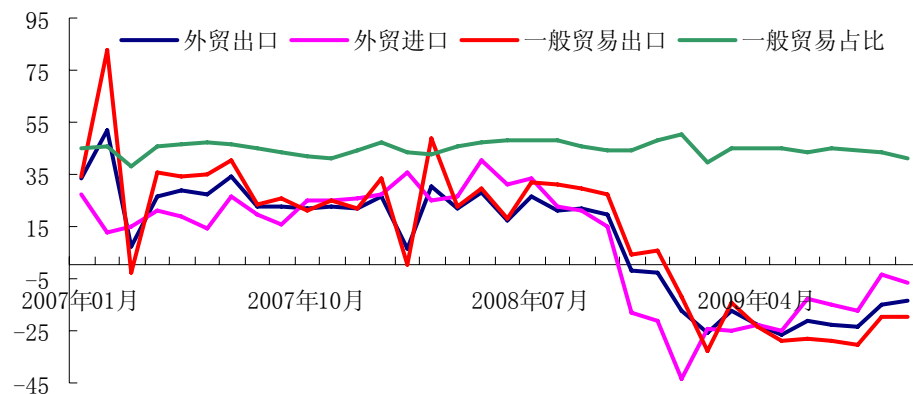
资料来源：招商证券研发中心

图2、全国规模港口的集装箱吞吐量亦呈回暖趋势



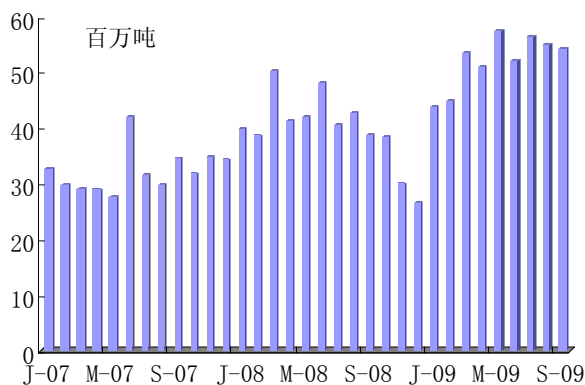
资料来源：招商证券研发中心

图3、2009年的外贸在触底后呈现反弹趋势



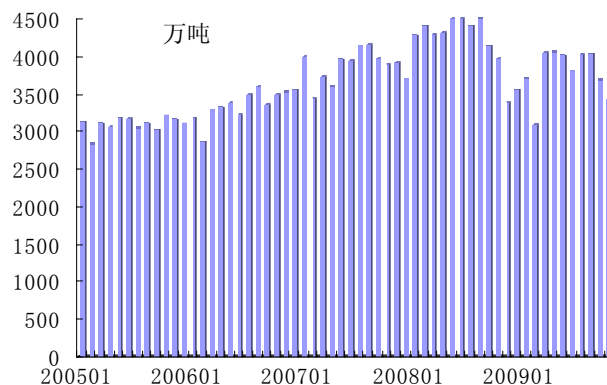
数据来源：CEIC、招商证券

图4、2009年模港口进口矿石接卸量处于持续高位



资料来源：招商证券研发中心

图5、全国重点港口的煤炭运量统计(2005.1-2009.10)



资料来源：招商证券研发中心

2、2010 年集装箱业务展望：8-10%增长，长三角受益

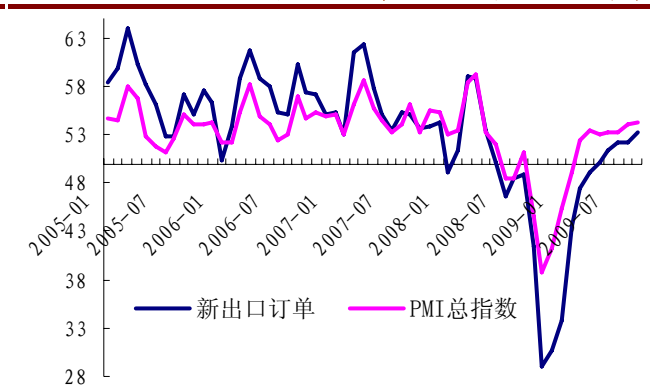
2.1 集装箱业务基本同步外贸但弹性弱化

图6、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7、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

出口结构升级，单位货值对于箱量贡献能力的下滑。基于招商证券宏观研究 2010 年出口实际增速 8-10%的预测，我们预计 2010 年中国港口集装箱吞吐量的增速为 8-10%。

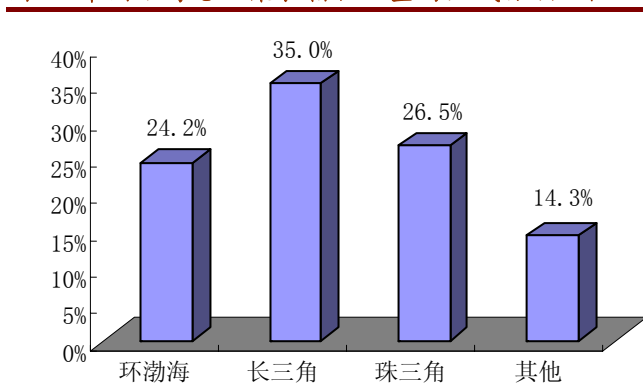
表 1、2009-2010 年中国港口集装箱吞吐量预测（进出口增速均为实际增速）

	GDP	出口	进口	吞吐量/出口	吞吐量/进口
2004	10.1%	33.4%	31.5%	0.80	0.84
2005	10.4%	25.2%	13.8%	0.90	1.65
2006	11.6%	24.0%	16.8%	0.99	1.42
2007	11.9%	20.1%	13.3%	1.11	1.68
2008E	9.9%	9.2%	8.5%	1.30	1.42
2009E	8.4%	-12.3%	3%	1.00	
2010E	10.5%	8-10%		1.00	

资料来源：CEIC、IMF、招商证券

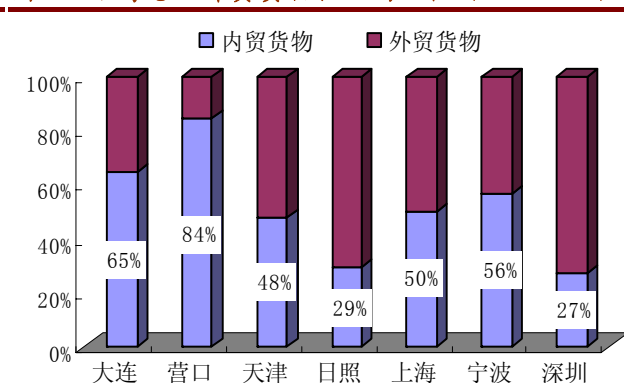
2.2 长三角和珠三角将是出口复苏最大受益者

图8、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9、沿海港口外贸货物占比的比较（2009.1-9）

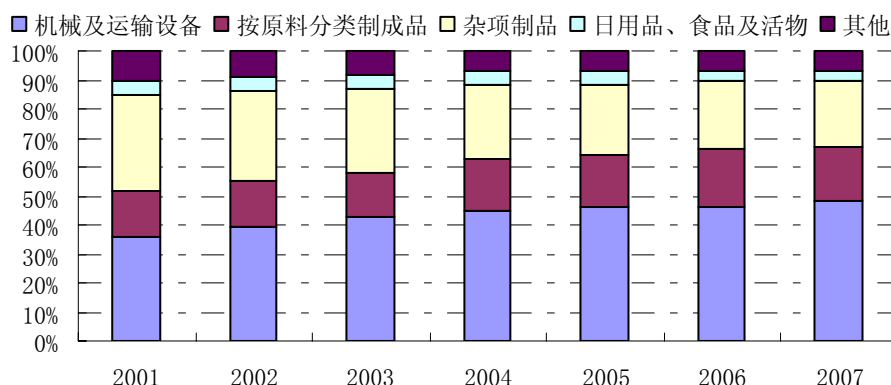


资料来源：招商证券研发中心

3、集装箱业务的长期前景受制经济转型与出口结构升级

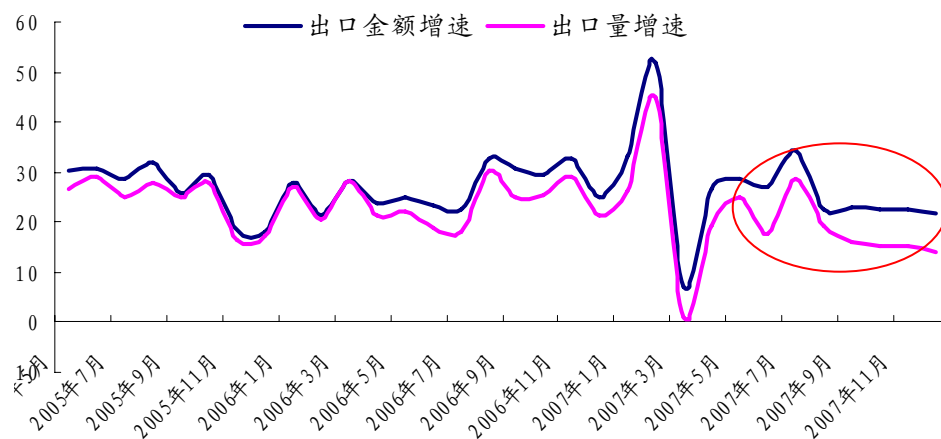
我们认为，金融海啸的阴影以及未来中国经济的持续转型将使得外贸出口的中长期前景很难再现昔日的辉煌时光；而出口产品的结构升级将弱化外贸集装箱的生成弹性。

图16、2001-2007年中国经历着出口产品结构的持续升级



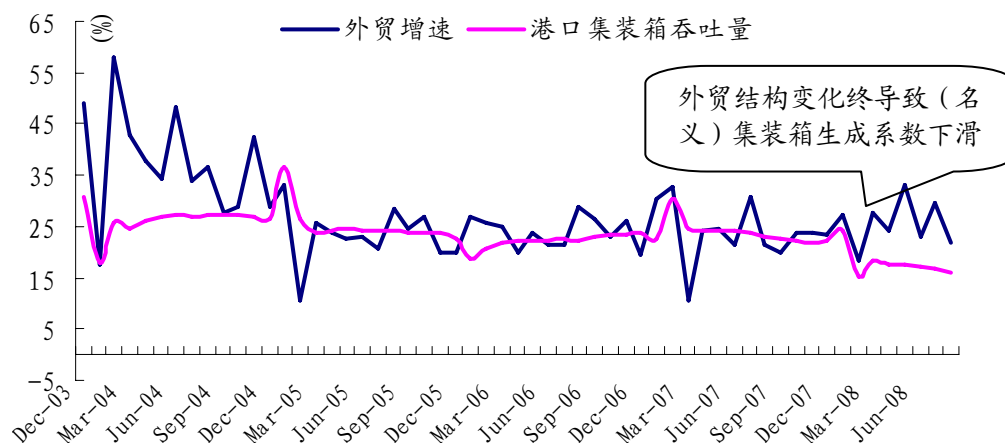
数据来源：CEIC、招商证券

图17、出口结构转型期间出口“量”的增速下滑更为明显



数据来源：CEIC、招商证券

图18、外贸结构的持续性变化最终致使港口集装箱生成系数下滑



数据来源：Wind、招商证券

4、2010 年散杂货业务展望：个位数增长预期

4.1 2010 年矿石进口接卸业务增速约为 7-8%

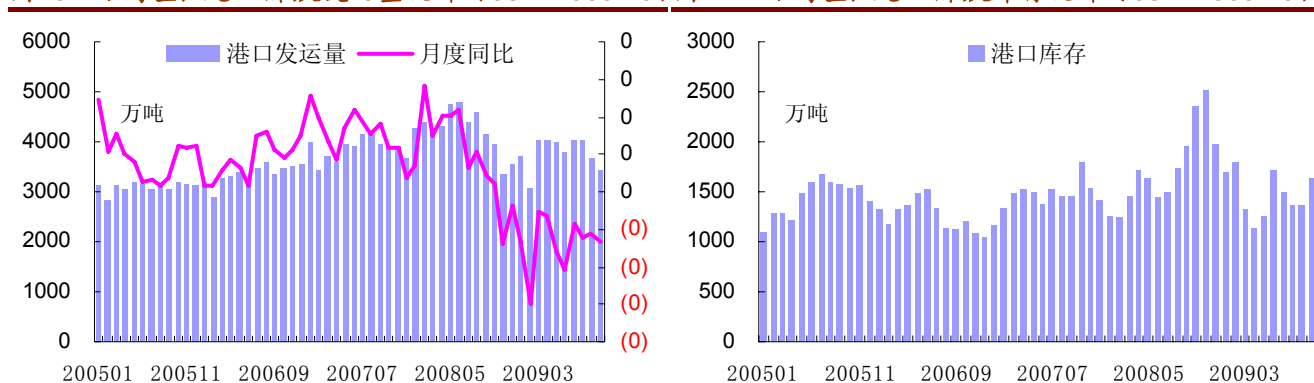
表 2、2009-2010 年中国港口矿石吞吐量预测（根据招商证券钢铁行业数据分析）

百万吨	2006	2007	2008	2009E	2010E
生铁产量	404	469	471	550	605
铁矿石消耗量	646	750	754	880	968
铁矿石进口量	326	384	440	600	650
港口矿石库存量	39	47	68	60	55
港口矿石吞吐量	674	797	905	1072	1143
同比增长%	2006	2007	2008	2009E	2010E
生铁产量		16%	0%	17%	10%
矿石消耗量		16%	0%	17%	10%
铁矿石进口量		18%	15%	36%	8%
港口矿石吞吐量		18%	15%	18%	7%

资料来源：CEIC、招商证券

4.2 2010 年港口煤炭业务增速约为 9%

图10、沿海重点港口煤炭发运量统计（05.1-2009.10）图 11、沿海重点港口煤炭库存统计（05.1-2009.10）



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

4.3 2010 年石油及制成品业务增速约为 7%

表 3、2009-2010 年中国港口石油及制品吞吐量预测

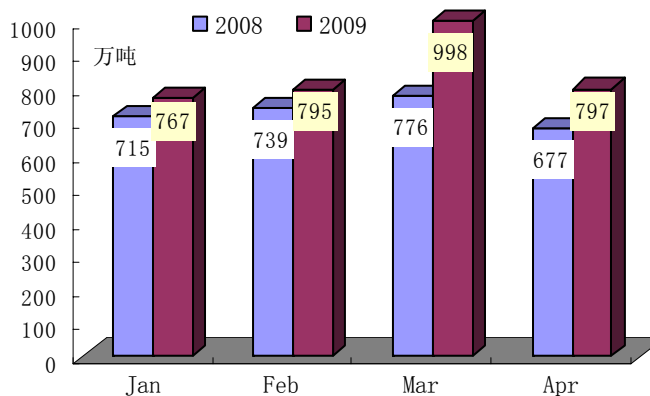
百万吨	2006	2007	2008	2009E	2010E
原油进口量	145	163	179	196	213
成品油产量	182	195	208	223	239
石油及制品吞吐量	487	500	530	585	626
同比增长 %	2006	2007	2008	2009E	2010E
原油进口量	14.5	12.4	9.8	9.5	9.0
成品油产量	3.9	6.8	6.6	7.0	
石油及制品吞吐量	0.8	2.7	6.0	10	7

资料来源：CEIC、招商证券

5、港口类企业的盈利回暖趋势在 2010 年将得以延续

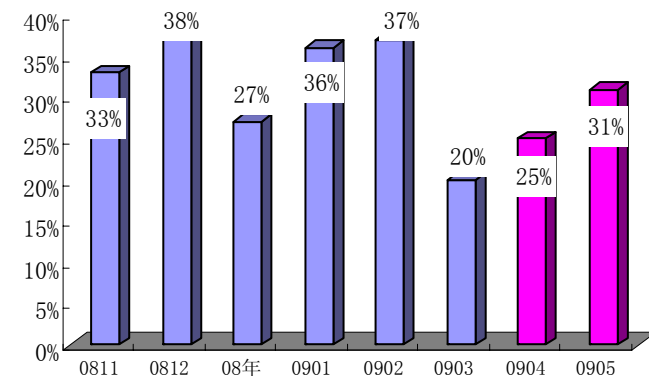
5.1 码头作业量价齐跌的现象将在 2010 年得到改观

图12、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13、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

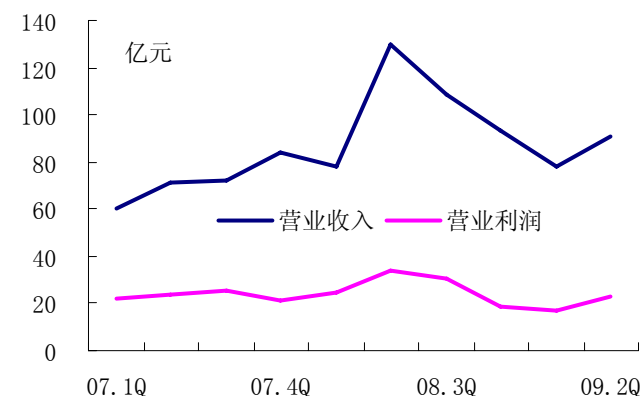
表4、日照港（600017）09年1季度营业收入与毛利率水平与吞吐量表现难成配比

(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%

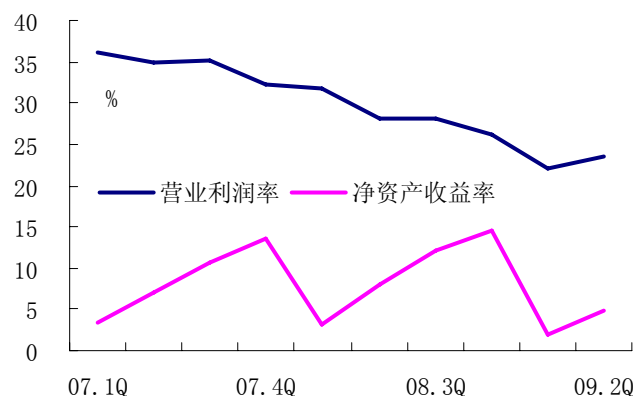
资料来源：公司报表、招商证券整理

5.2 港口企业盈利回暖的趋势在 2009 年已然显现

图14、港口企业营业收入及利润比较（07.1Q-09.2Q）图15、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



资料来源：招商证券研发中心

6、2010 年码头建设进度放缓将有助于产能供需的平衡

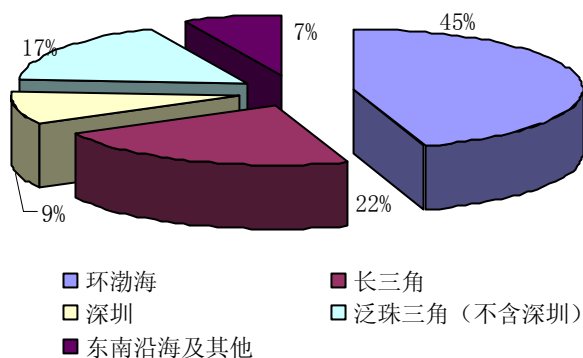
中国港口的产能过剩在一定程度上已经成为共识。需求低迷的背景下，码头建设进度若能在 2010 年适度放缓将有助于产能供需的平衡。一般而言，港口企业会有可能根据需求来调整投资与建设的进度；而如果港建项目的主导权掌控在地方政府，那么考虑到当前依靠大规模投资来拉动经济的大背景，项目的实际投资建设进度将不会放缓。

表 5、沿海主要港口“十一五”发展规划

年 份	深水泊位	总通过能力	集装箱专业泊位
2005	1113 个	25 亿吨	5640 万 Teu
2010E	1752	46	13600
“十一五”总计新增	639	21	7960
其中：2008-2010E		13.5-14	4500-5000

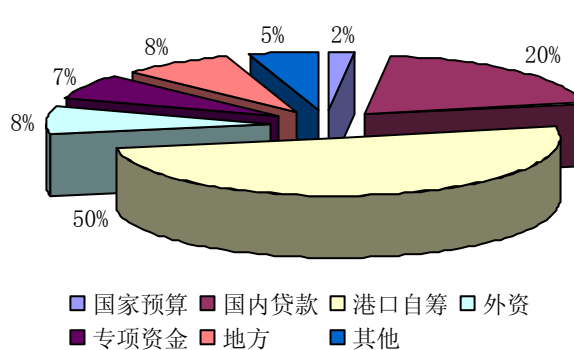
资料来源：交通部、招商证券

图 19、“十一五”港口 4 千亿投资的区域分布情况



资料来源：招商证券研发中心

图 20、沿海港口建设的资金来源分布（2006.12）



资料来源：招商证券研发中心

表 6、2008-2010 年中国沿海八大集装箱港口的产能适应度将出现明显下滑

单位：万 Teu	2007	2008E	2009E	2010E
设计吞吐能力	7578	9278	11453	13268
增长		22.4%	23.4%	15.8%
港口吞吐量	9094	10458	11294	11859
增长		15%	8%	5%
适应度	1.20	1.12	0.98	0.89

资料来源：CEIC、招商证券（此测算为 2008 年时所作的判断，未作更新）

表 7、沿海主要铁矿石装卸港口的竞争格局分析

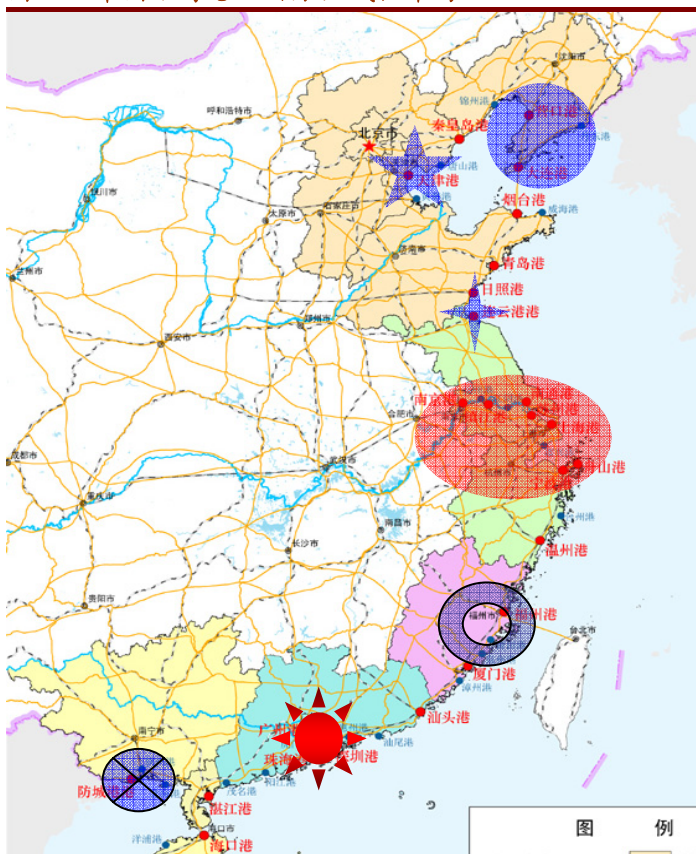
类 型	港 口	吞吐量/吞吐能力	影 响 分 析
直接竞争	青 岛	7769 万吨	连云港的新增产能将会有一定分流影响，但水深岸线等天然条件逊于日照港
	日 照	6567 万/西三期将新增 1 千万产能	
	连云港	新增 25 万吨级泊位，09 年全港矿石总吞吐能力将达 3-4 千万吨	
间接影响	曹妃甸	新增 3 千万吨产能	青岛港的矿石中转业务可能受曹妃甸上海港等分流，对山东港口竞争格局会产生一定影响？
	上海港	6068 万吨/新增罗泾二期 4300 万吨通用散杂货产能	
	宁波港	7075 万吨	

资料来源：招商证券

7、区域经济振兴与港口资源整合是行业发展主题

事实上，我们并不认为类似区域经济振兴规划的政策性纲领的出台能对区域经济乃至该地区的港口业的盈利产生立竿见影的重大影响。然着眼长远，作为物流枢纽的港口，又着实与腹地 and 区域经济的发展息息相关。

图21、中国沿海港口（分区域）布局



- 《辽宁沿海经济带发展规划》，涉及：大连港、营口港、锦州港
- ★ “环渤海经济增长第三级”，涉及：天津港、环渤海港口
- ✦ 《江苏沿海地区发展规划》，涉及：连云港等
- “建设上海国际航运中心和金融中心”，涉及：上海港、宁波港，江浙一带港口
- ◎ 《海西经济区发展规划》，涉及：厦门港、福州港等
- ☀ 《深圳综合配套改革总体方案》，“深港经济一体化”，涉及：深圳港、香港、珠海港等
- 《北部湾经济区发展规划》，涉及：北海港、防城港、钦州港

资料来源：交通部、招商证券

如上文所述，中国沿海各大区域都既有或新出台了区域经济振兴发展规划。当前的港口业属于盈利模式相对单一的“传统行业”，现阶段的外贸低迷以及未来的产业和外贸结构升级背景下，港口业的所谓“成长性”难言乐观，而邻近区域内的港口业务和资源整合层出不穷，这也似乎符合产业发展的经典规律。

表 8、中国港口的资源整合预期

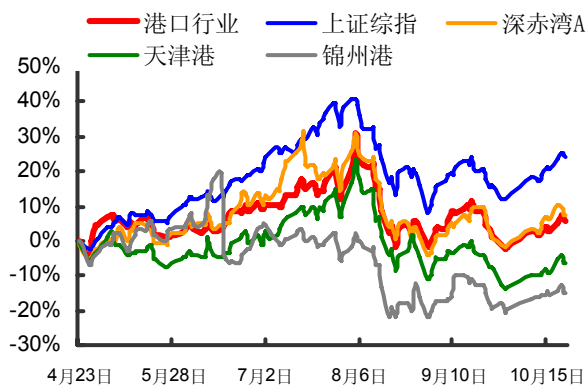
区 域	港 口	潜在资源整合预期
环 渤 海	营 口 港	营口港集团整体上市
	锦 州 港	大连港对辽宁沿海的港口资源整合
	天 津 港	天津港同业竞争问题的解决
	日 照 港	日照港集团整体上市
长 三 角	上 港 集 团	长江战略、东北亚战略、国际化战略
	南 京 港	港务集团改制等
珠 三 角	盐 田 港	盐田国际的股权收购、深圳港口产业集团
	深 赤 湾	西部港区整合、CCT 剩余股权、对外投资
西南沿海	北 海 港	北部湾港区整合

资料来源：招商证券

8、配置南方景气复苏，关注北方并购整合

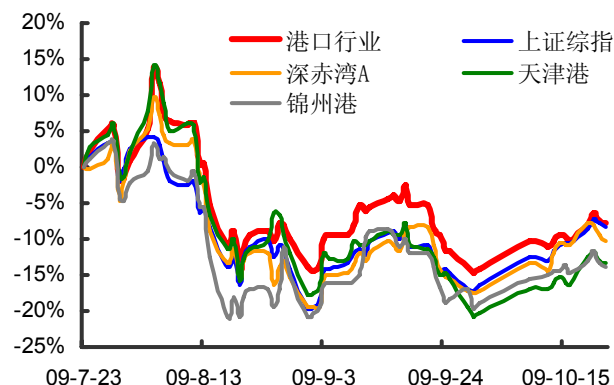
8.1 港口类公司是相对稳定的配置性品种

图22、A股上升行情中港口行业难以战胜大盘指数



资料来源：Wind、招商证券研发中心

图23、A股下跌行情中港口行业具有相对的防御性



资料来源：Wind、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9、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

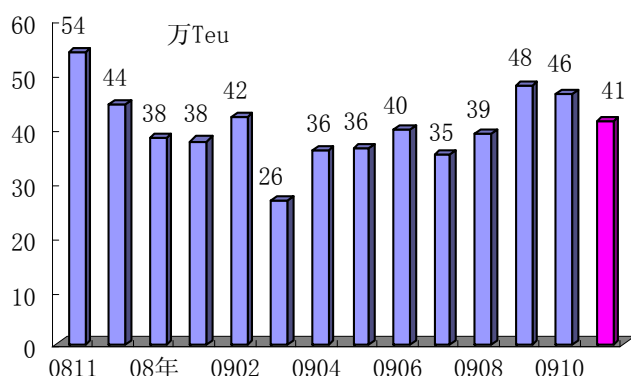
资料来源：Bloomberg、招商证券

8.2 优选配置：深赤湾+天津港、锦州港

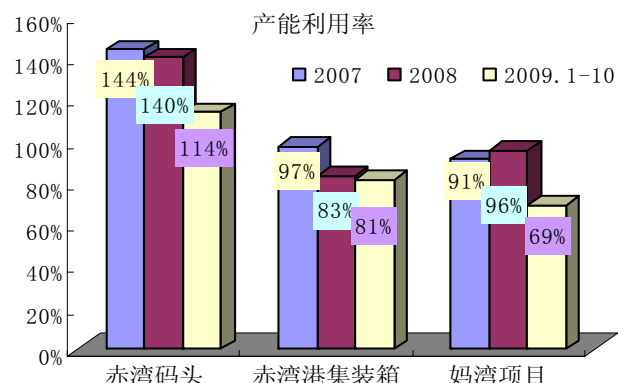
8.2.1 深赤湾（000022）- 复苏之路漫漫，行业配置优选

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24、2008.10 陷入衰退以来的深赤湾集装箱吞吐量图25、深赤湾主要码头的产能利用率统计（2009.10）



资料来源：招商证券研发中心

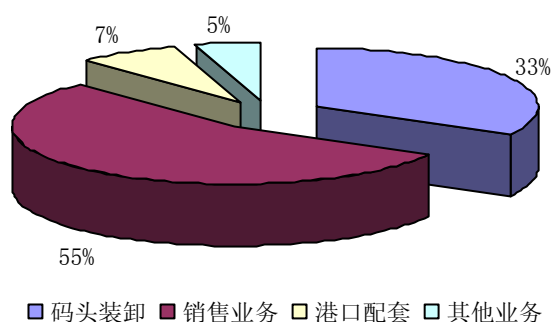


资料来源：招商证券研发中心

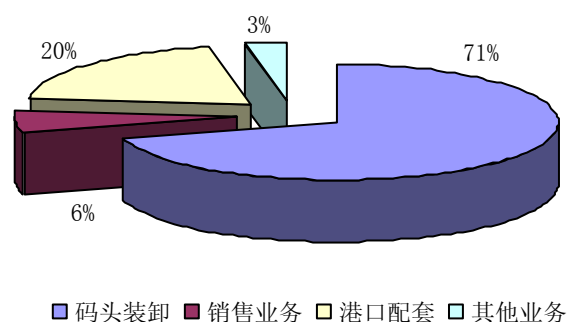
8.2.2 天津港（600717）- 关注红筹回归与同业竞争的解决

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26、销售业务和码头装卸业务具有庞大的收入规模图27、码头装卸和港口配套业务才是利润的真正来源

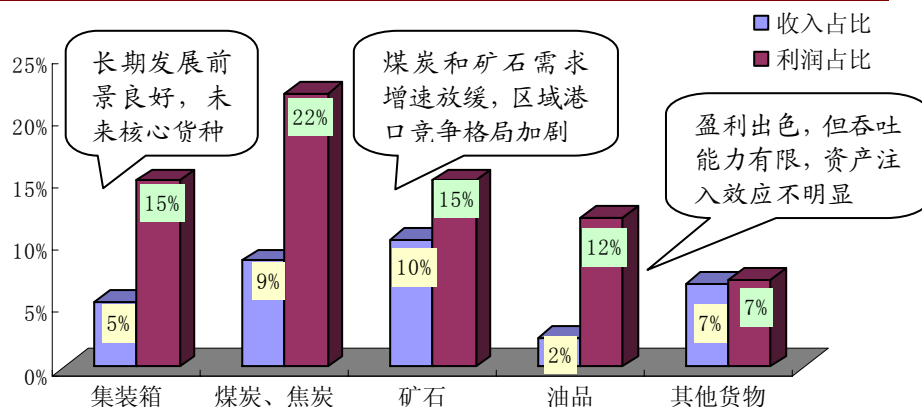


资料来源：招商证券研发中心



资料来源：招商证券研发中心

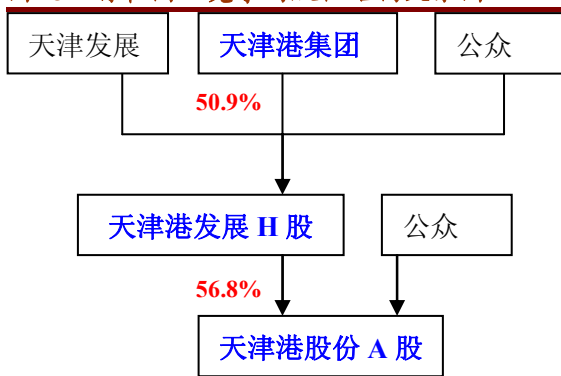
图28、受制于规模，集装箱业务目前还难以成为公司盈利高速增长的引擎



数据来源：招商证券

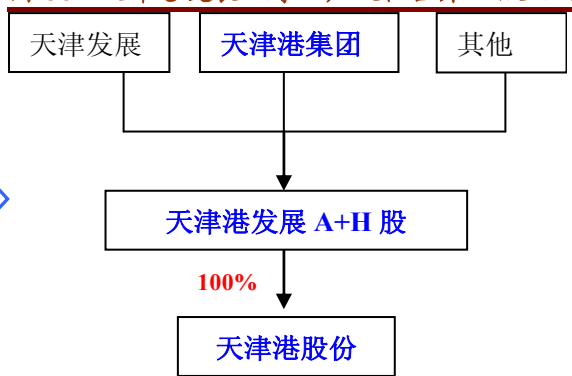
由于天津港发展（3382.HK）与天津港股份（600017）旗下均有码头经营类资产，因此构成同业竞争，这将在一定程度上限制天津港股份（600717）利用 A 股融资收购天津港集团的剩余资产，如原油码头、物流及临港工业等资产。相对而言，天津港发展未来红筹回归吸收合并 A 股公司是较为可行的选择。

图29、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

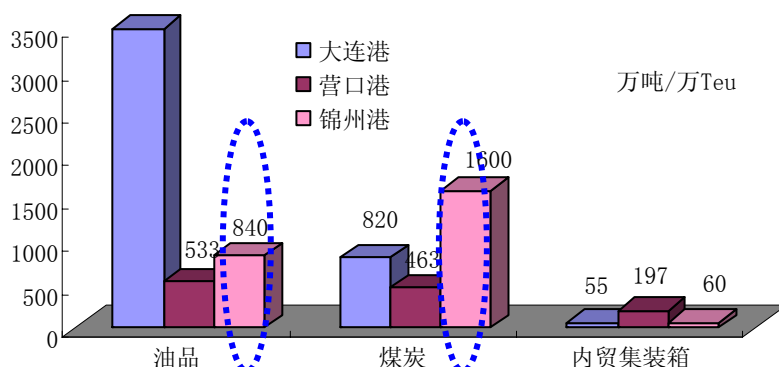
图 30、天津港发展红筹回归吸收合并 A 股公司



资料来源：招商证券研发中心

8.2.3 锦州港（600190）- 关注煤炭油品业务前景与辽宁港口整合

图31、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32、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。