

港口行业

集装箱港口开局良好 长期仍需关注成长性

投资要点:

❖ 1 月份港口集装箱吞吐量开局良好

1 月份, 全国规模以上港口完成集装箱吞吐量 1135.53 万 TEU, 同比增长 25.5%。其中沿海港口完成 1027.42 万 TEU, 同比增长 23.3%; 内河港口完成 108.11 万 TEU, 同比增长 51.3%;

❖ 供需双方面作用使“淡季不淡”

2 月份集运传统淡季, 市场却未入低谷。欧美补库存需求短期强烈, 船公司控运能措施有效, 供需两方面作用推动了集运市场在淡季有所表现; 在“淡季”火爆的运输市场环境下, 船公司趁势集体涨价, 欧地航线已能盈利, 美西和美东航线进一步逼近盈亏平衡, 中国出口集装箱综合运价指数 (CCFI) 逼近 1150 点, 恢复到了 2008 年 3 月左右的水平; 在租船市场上船公司也掌握了主动权, 船公司坚持租约在租期上要有灵活性, 以便随时将过剩运力挤出市场;

❖ 首季集运“淡季不淡”不排除是“一次性 (one-off)”事件

我们预计中国首季沿海港口集装箱吞吐量将同比增长 20% 左右, 增长量中大部分来自于“恢复性”的增长; 09 年欧美货主的保守使 10 年首季订单大增和 09 年的低基数, 使首季的集装箱港口数据让市场感到乐观;

然而, 我们认为影响集装箱港口上市企业估值的主要是其腹地适箱货源的持续成长性, 而现阶段中国出口形势依然严峻, 短期恢复仍然困难重重, 人民币升值压力和劳动力成本上升为“世界工厂”能否重新开足马力带来了诸多不确定性, 近期“民工荒”从一个侧面反映了劳动力成本上升这一现实;

同时, 中国面临产业结构调整的考验, 使传统沿海货源市场必将经受调整的阵痛, 产业升级可能带来适箱货的减少, 而且轻工产品生产向内陆迁移拉长了货物出海的运距, 港口货源分布将现调整;

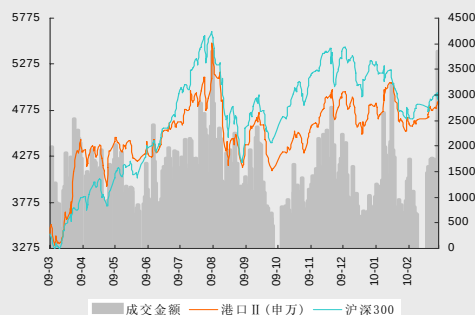
另外长三角和珠三角地区的外贸箱源基本渡过了高速成长阶段, 逐步步入稳步增长时期; 金融危机中, 部分主要沿海港口也开始注意横向和纵向的企业收购和合作, 行业成熟市场特征显现; 种种迹象让我们对于集装箱港口成长性只能抱以谨慎的乐观。

请务必阅读正文之后的重要声明

集装箱港口行业 2010.03.08

评级: 同步大市

行业表现



评价周期	1 个月	6 个月	12 个月
绝对表现 (%)	(2.27)	15.34	51.11
相对表现 (%)	0.81	(8.17)	(4.93)

资料来源: Wind 资讯

乐旻旻 张欣

行业研究员

电话

021-32229888*3501

邮箱

leminyang@ajzq.com

相关报告

我们认为近期集箱吞吐量的良好表现可能是一次性事件，并不能完全代表长期港口腹地货源增长的潜力，“恢复期”“过后部分港区吞吐量增长速度可能会重新反映其真实的成长性；

❖ 沿海港口的产能利用率仍有潜力

中国在本世纪初曾掀起集装箱港口发展的热潮，超千万标箱吞吐量的港区规划层出不穷，从现在的实际情况来看，不少区域的规划过于超前，过高估计了地区港口货量的增长速度和潜力，部分港区现阶段的吞吐量只能达到其总规划处理量的 45%-65%；在金融危机面前，部分集装箱港口首次经历了吞吐量的倒退，雄心勃勃的码头发展商和营运商发现腹地的货源并不是如先前预测那样能一直保持着高速发展；

从单泊位处理能力来看，虽然我国各港口挑战集装箱处理的世界纪录的能力不容置疑，但是在生产经营方面，泊位的利用率还有潜力可挖；举例来看，拿同处珠三角的深圳港和香港的葵涌码头来看，2008 和 2009 年深圳港单泊位的集装箱处理量分别为 61 万箱/年和 52 万箱/年，而同时期香港则达到 102 万箱/年和 87 万箱/年，虽然香港受制于其稀缺的土地资源，不得已在有限的港口用地上尽量高产，但就这一简单比较来看，我们可以发现中国部分港口的处理量仍有潜力可挖；

港口规模和全球排名并不能代表港口的实际营运效率和经济效率；用码头营运商的话来讲，只要有足够的岸线资源和良好的水深条件，集装箱港口的处理能力是无限的；在现有的外贸形势下，过多的投入新泊位和处理能力，很可能拉低该地区的港口运营商总体对船公司的议价能力；

❖ 集运市场复苏，码头营运商议价能力仍难有明显的提高

集运市场的近期火爆，我们不认为作为供应商的码头公司能在短期内获得更高的议价空间。伦敦德鲁里估计 2009 年国际班轮运输业累计营亏达 200 多亿美元，多家综合型航运企业集团整个集团遭受拖累；虽然集运市场显出复苏的迹象，但是行业运力过剩的基本面并未改变，消化过剩产能仍然是个痛苦的过程，理性来看，船公司在 2010 年仍然在为实现盈利而战，在此时船公司对供应商妥协的可能性较小，何况船公司在以前的博弈中逐步获得了主导地位，所以我们认为码头营运商今年量增、价不增的可能性较大。

此外，我们也需要指出，各港口营运商的处理费因港口自然禀赋、服务质量和腹地货种特性等的不同，自然产生差别；虽然，集装箱港口提供的服务有同质性，但即使同一地区的临近港口营运商的价格也可能产生较大差别，“One Price”的理论并不一定适用。

❖ 从成长性来看，我们更看好天津港

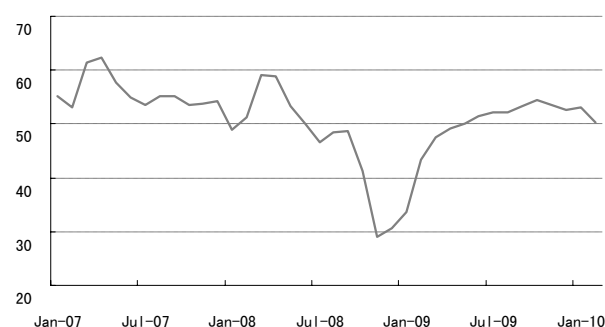
珠三角：我们对于深圳西部的大铲湾和南沙港的发展一直十分关注，我们认为大铲湾各期投产后对于深圳-香港市场的格局带来较大的影响，大铲湾的远期发展目标为年吞吐 2500 万标箱，相当于再造一个深圳港，且其更靠近珠三角货源地，对于深赤湾 A 和盐田港会带来影响；

长三角：宁波港和上海港货源地有重叠，虽然国家对两港定位不同，但宁波港具备更有利于港口发展的自然条件，协调两港的关系对于市场的稳定有利；另外，上海洋山港东海大桥通过量存在瓶颈，集疏条件的进一步完善对于港口吞吐量进一步打开至关重要；

渤海湾：随着天津滨海新区正式纳入国家发展战略，津滨地区将被打造成中国经济发展的又一极，这将为天津港带来充足的货源，港口的发展的潜力进一步凸现；同时，天津港，将获得与上海一样的国际航运中心地位，港口在 5 至 6 年时间初步建成服务中国北方、东北亚、中西亚的北方国际航运中心，从成长性来看，是我们的首选；

❖ **投资建议** 板块的整体估值合理，比较好的反映了行业的成长性，考虑到集装箱港口板块上市公司成长性一般，我们给与行业整体“同步于大市”的评级；从个股选择上来看，我们首选“天津港”，其估值处于历史的地段，成长性可期，我们给与“推荐”的评级。

图 1：中国 PMI 新出口订单 2 月份维持在 50 上方



资料来源：爱建证券整理

图 2：中国 1 月进出口金额同比上升 44.35%

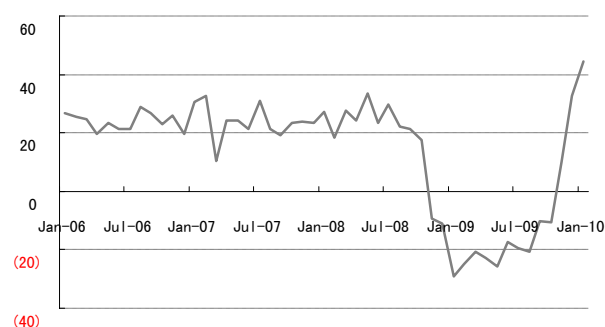
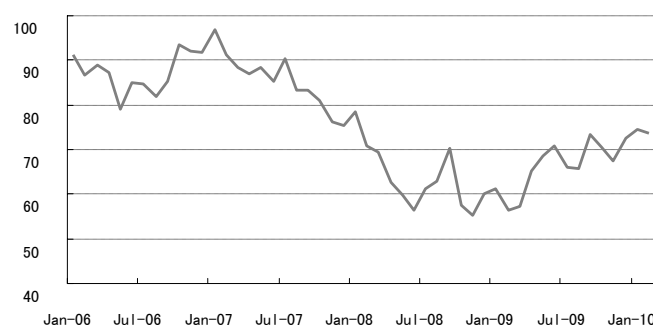


图 3：密西根大学消费者信心指数表明美国消费者信心在逐步恢复过程中



资料来源：爱建证券整理

图 4：美国 1 月进口金额同比增速 14 个月来首次转正

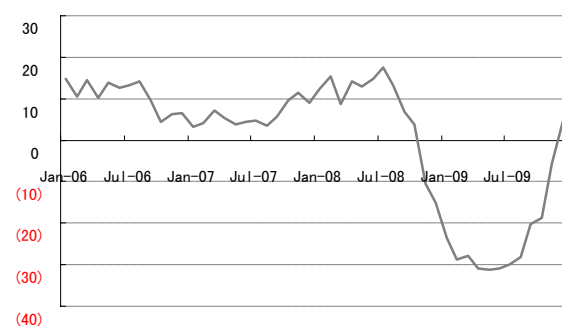
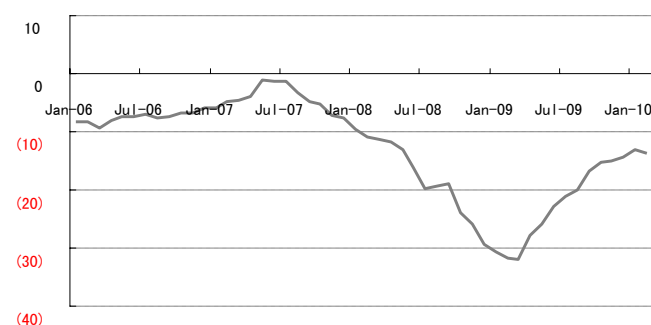


图 5：欧盟 27 国消费者信心指数逐渐恢复中



资料来源：爱建证券整理

图 6：欧盟 27 国进口金额同比出现改善

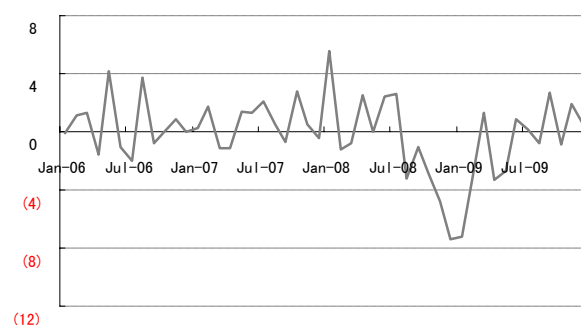
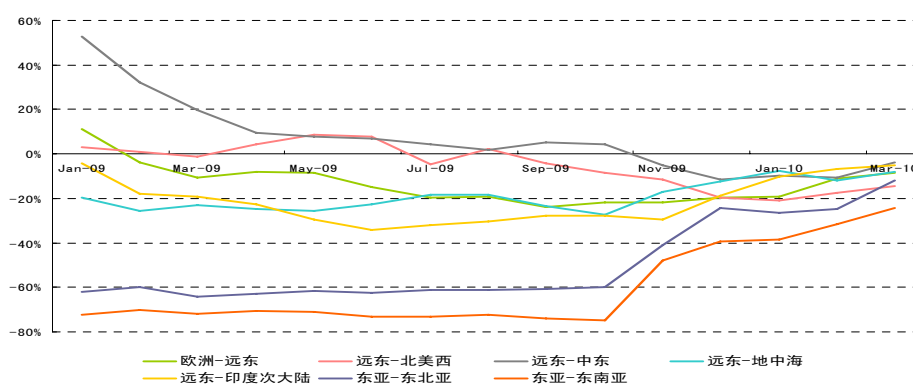
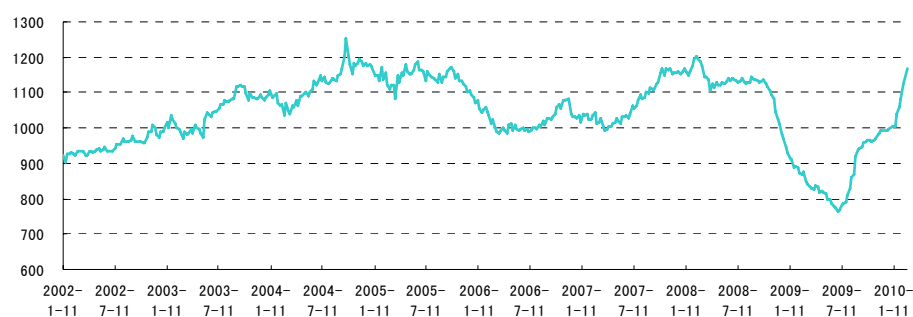


图 7：各主要航线运力控制显成效，控制力度逐渐趋向平稳，同比降速趋缓



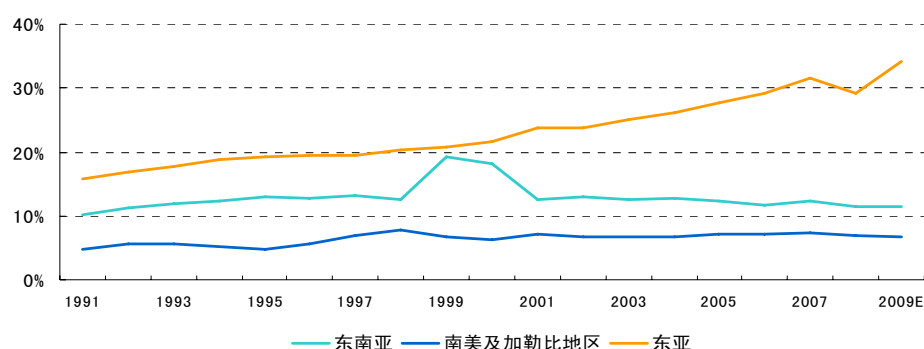
资料来源：爱建证券整理

图 8：因美欧补库存需求，中国出口集装箱指数反季节上涨



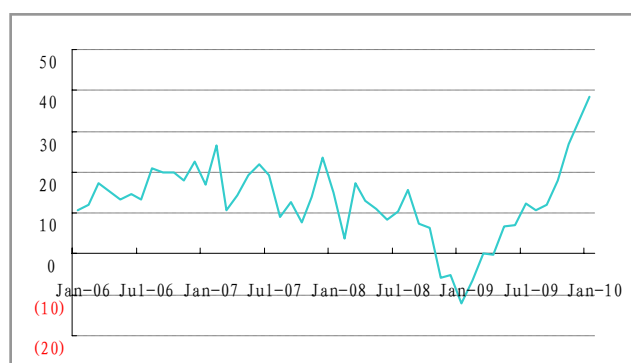
资料来源：爱建证券整理

图 9：以中国港口群为代表的东亚地区，预计 2009 年其集装箱吞吐量占全球港口集装箱吞吐总量的比重超过 34%，集装箱货源地的地位未受到挑战



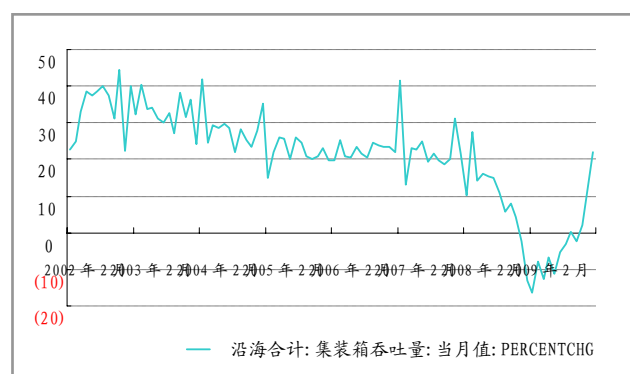
资料来源：爱建证券整理

图 7： 1 月份沿海外贸吞吐量同比增长 38.6%



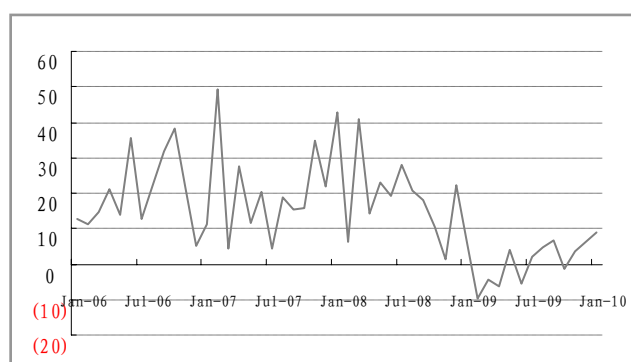
资料来源：爱建证券整理

图 8： 1 月份沿海集装箱吞吐量同比增长 22.1%



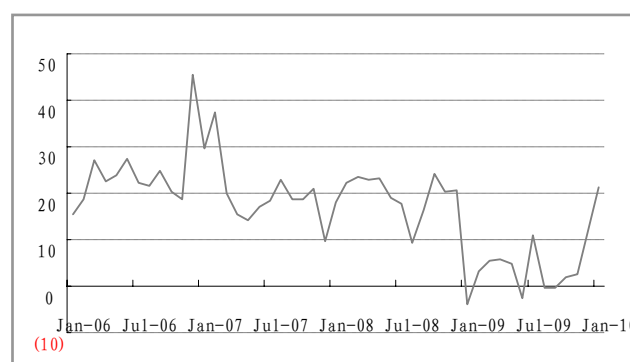
资料来源：爱建证券整理、

图 9： 1 月份大连港集装箱吞吐量同比增长 9.1%



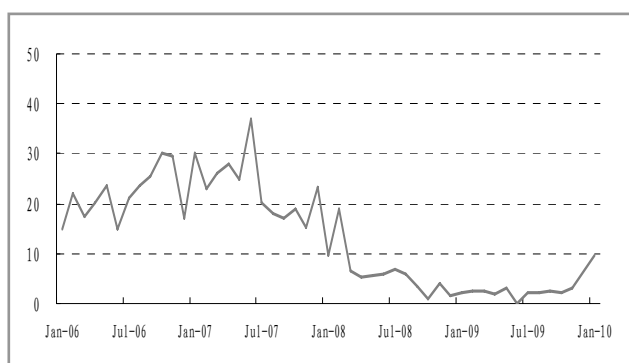
资料来源：爱建证券整理

图 10： 1 月份天津港集装箱吞吐量同比增长 21.44%



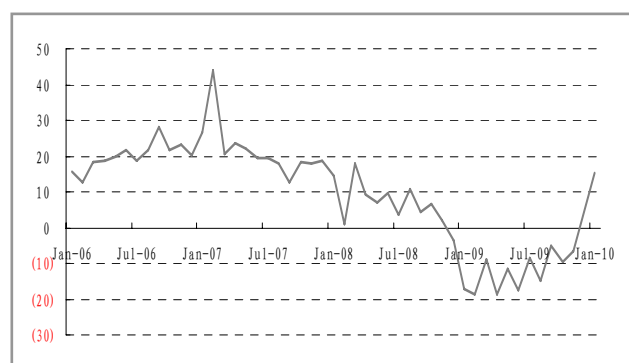
资料来源：爱建证券整理

图 11: 1 月份青岛港集装箱吞吐量同比增长 9.1%



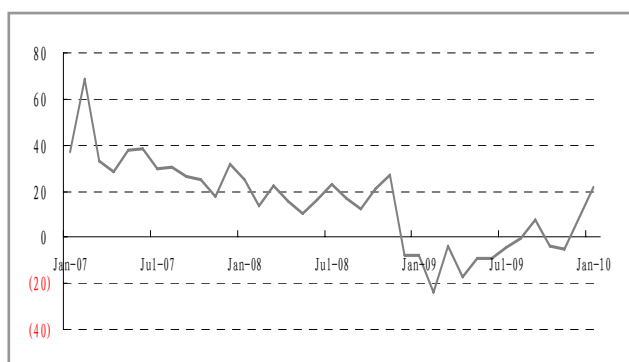
资料来源: 爱建证券整理

图 12: 1 月份上海港集装箱吞吐量同比增长 15.38%



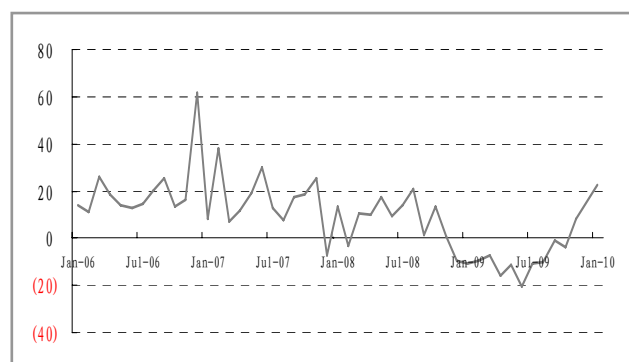
资料来源: 爱建证券整理

图 13: 1 月份宁波港集装箱吞吐量同比增长 38.6%



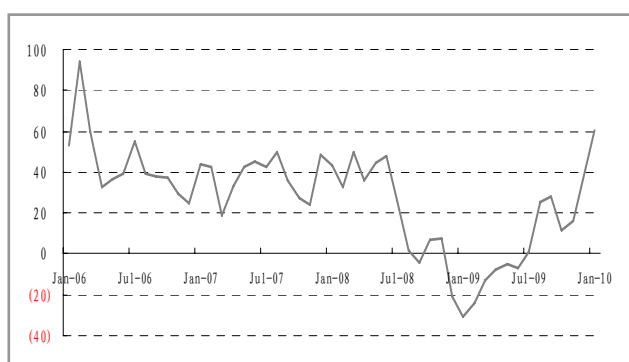
资料来源: 爱建证券整理

图 14: 1 月份厦门港集装箱吞吐量同比增长 22.8%



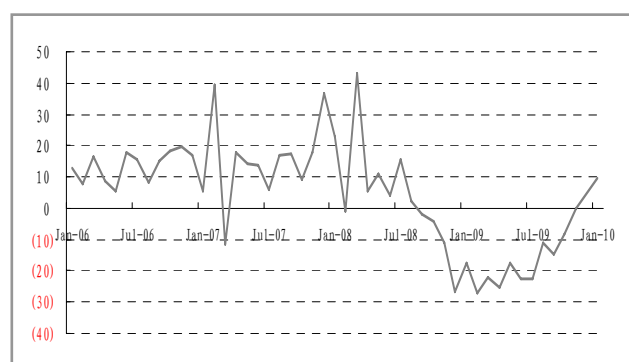
资料来源: 爱建证券整理、

图 15: 1 月份广州港集装箱吞吐量同比增长 60.2%



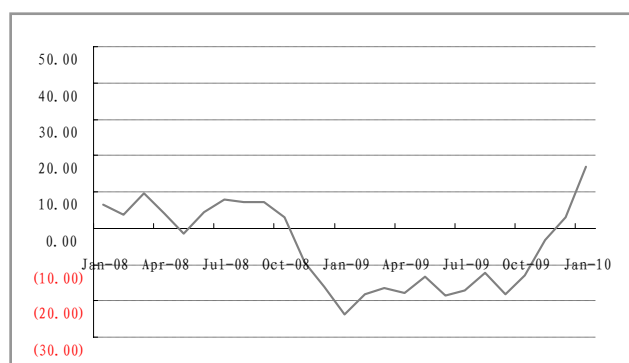
资料来源: 爱建证券整理

图 16: 1 月份深圳港集装箱吞吐量同比增长 9.6%



资料来源: 爱建证券整理

图 17: 1 月份香港集装箱吞吐量同比增长 17.1%



资料来源: 爱建证券整理

表 1: 行业及相关公司涨跌幅

成份区间涨跌幅 (%)	近 1 月	3 个月	6 个月	近 1 年
深赤湾 A	2.98	4.61	30.33	53.18
盐田港	4.00	(7.34)	16.34	48.12
上港集团	3.73	(5.76)	6.31	48.44
天津港	8.63	3.28	13.73	19.68
SW 港口	6.12	-0.48	15.34	51.11
相对于交通运输行业	(2.27)	(4.20)	(8.17)	(4.93)
行业相对于大盘	0.81	3.68	(2.10)	(3.83)

资料来源: Wind, 爱建证券整理

表 2: 行业估值比较

板块名称	ROA	2009	PE 2010E	2011E	PB
SW 交通运输	2.96%	31.81	28.56	24.51	3.25
SW 港口	3.35%	36.82	27.03	24.55	4.13
SW 航运	0.10%	47.75	36.8	27.78	2.46
全部 A 股	11.50%	25.43	18.36	15.23	5.09

资料来源: Wind, 爱建证券整理

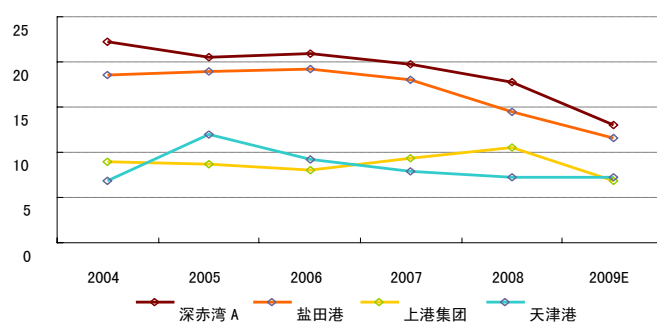
表 3: 集装箱为或将为发展主业的上市公司估值

证券简称	2009	PE 2010E	2011E	PB	EV/EBITDA
深赤湾 A	20.92	20.88	19.01	3.72	7.93
盐田港	21.83	21.91	20.33	2.70	12.73
上港集团	35.54	27.37	24.51	3.91	13.66
天津港	37.96	22.66	19.89	2.35	11.58

资料来源: Wind, 爱建证券整理

请务必阅读正文之后的重要声明

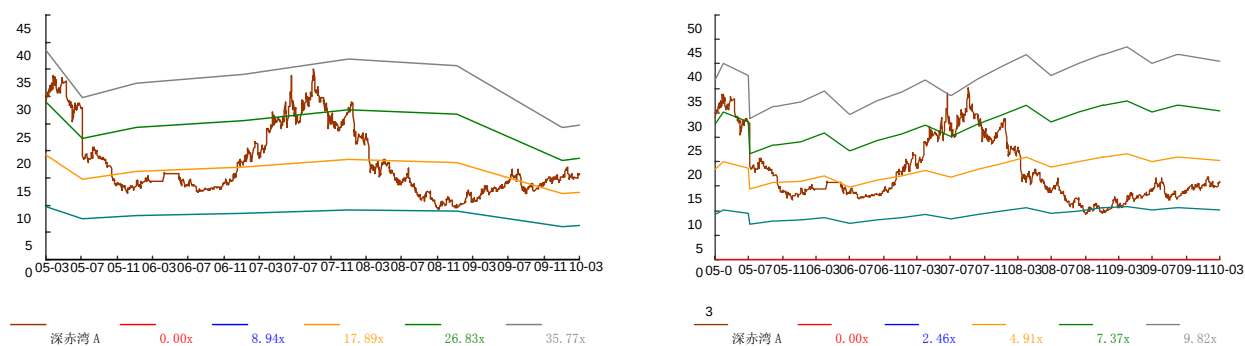
图 18: 主要集装箱港口历年净资产回报率



	2007	2008	2009E
深赤湾 A	19.73	17.80	13.04
盐田港	18.08	14.50	11.63
上港集团	9.30	10.52	6.84
天津港	7.92	7.29	7.18

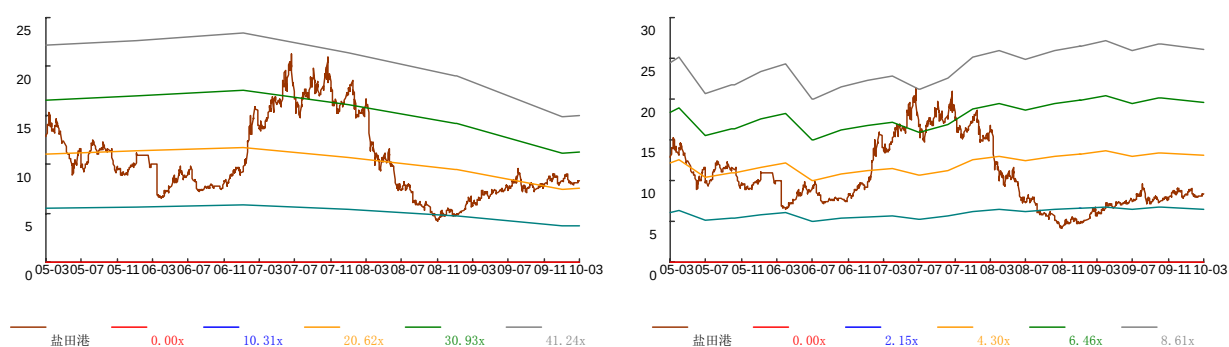
资料来源: Wind, 爱建证券整理

图 19: 深赤湾 PE、PB Band



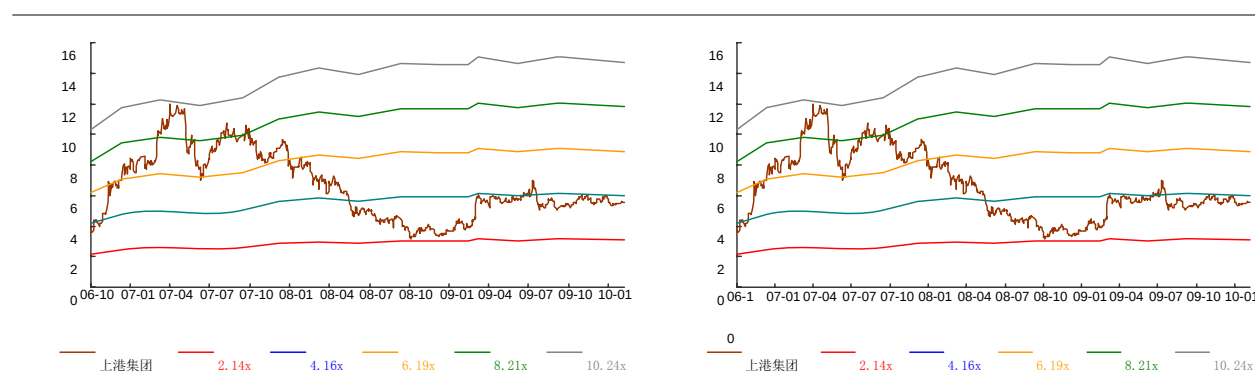
资料来源: Wind, 爱建证券整理

图 20: 盐田港 PE、PB Band



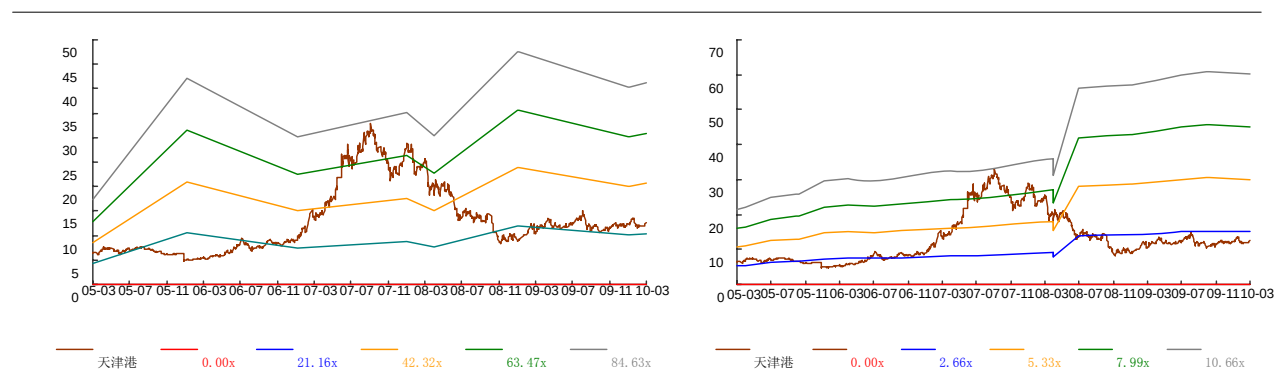
资料来源: Wind, 爱建证券整理

图 21: 上港集团 PE、PB Band



资料来源: Wind, 爱建证券整理

图 22: 天津港 PE、PB Band



资料来源: Wind, 爱建证券整理

投资评级说明

报告发布日后的6个月内, 公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

● 公司评级

强烈推荐: 预期未来 6 个月内, 个股相对大盘升幅 20%以上

推 荐: 预期未来 6 个月内, 个股相对大盘升幅 5%~20%

中 性: 预期未来 6 个月内, 个股相对大盘变动在 $\pm 5\%$ 以内

回 避: 预期未来 6 个月内, 个股相对大盘跌幅 5%以上

● 行业评级:

强于大市: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘涨幅 5%以上;

同步大市: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间;

弱于大市: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘跌幅 5%以上;

重要声明

本报告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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。