

航运、港口业 2011 年下半年投资策略

---航运复苏仍需等待，港口增长回归常态

行业/交通运输

投资要点：

航运业：

2011 年以来，三大海运细分市场复苏乏力，全行业运力供应过剩的格局仍延续，加上全球及国内经济增长速度有所放缓，行业景气度徘徊于低谷之中。

从细分市场看，干散货及油运市场仍将持续受制运力投放压力，集运市场由于大船投放量较大，在欧洲长航线呈现明显的结构性运力过剩。

第三季度，集运市场将迎来传统旺季，但欧美长航线运价能否顺利上涨仍存在疑虑，市场倾向于认为 2011 年集运业旺季景气状况将很难超越 2010 年。干散货航运低迷期仍可能延续，油运在年底为传统旺季，但运力压力仍将制约景气上行空间。由于集运及杂货相对较轻的总订单规模，未来可能是先行复苏的细分行业。

目前部分航运上市公司市净率水平在 1.5 倍以下，估值水平较低。

我们认为，下半年航运板块的投资思路，是侧重未来景气有优先复苏可能的细分行业。策略上最好是看到复苏迹象后，再作布局，可选择波段操作，以防止行业景气的波动反复。

具体品种上，我们认为杂货船公司及集运公司仍是应优先考虑的品种。干散货及油运公司年内不排除会有运价波动带来的交易性机会。

我们的重点关注品种为中远航运、中海集运、中海发展、中国远洋、招商轮船存在估值修复可能，可关注交易性机会。

港口行业：

1 月份全国港口增幅亮眼，2 月份淡季回落明显，3 月、4 月逐步恢复增长。这是 2011 年以来全国港口的总体运行轨迹。从区域结构看，长三角港口增长平稳，珠三角港口增长显弱态，环渤海港口散杂货回落，集装箱增长加速。

我们预计 2011 年全年，全国港口生产业务量稳定增长，增幅较上年放缓。上市公司业绩也整体表现为平稳的增长。其中主流公司增幅稳中偏慢，估值偏低，小型公司业绩波动较大，估值偏高。

目前港口板块股价随大盘再次回落。港口公司以合理偏低的估值以及相对平稳的增长，可为保守型投资者关注。关注品种有上港集团、宁波港、深赤湾、唐山港、天津港。

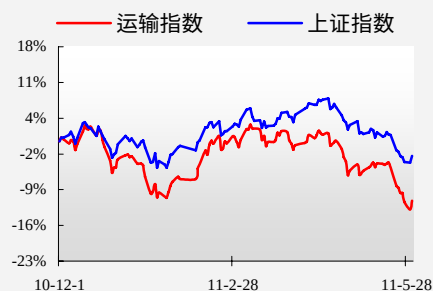
维持航运业及港口行业同步大势的投资评级。

同步大势

维持评级

发布时间：2011 年 6 月 22 日

走势图



子行业

评级

航运行业	同步大势
港口行业	同步大势

重要公司

评级

中远航运	谨慎推荐
中海发展	谨慎推荐
宁波港	谨慎推荐
上港集团	谨慎推荐
深赤湾	谨慎推荐
天津港	谨慎推荐

分析师：许祥

执业证书编号：S0550511010006

TEL: (8621)6336 7000

FAX: (8621)6337 3209

Email: xux@nesc.cn

地 址：上海市延安东路 45 号 20 楼

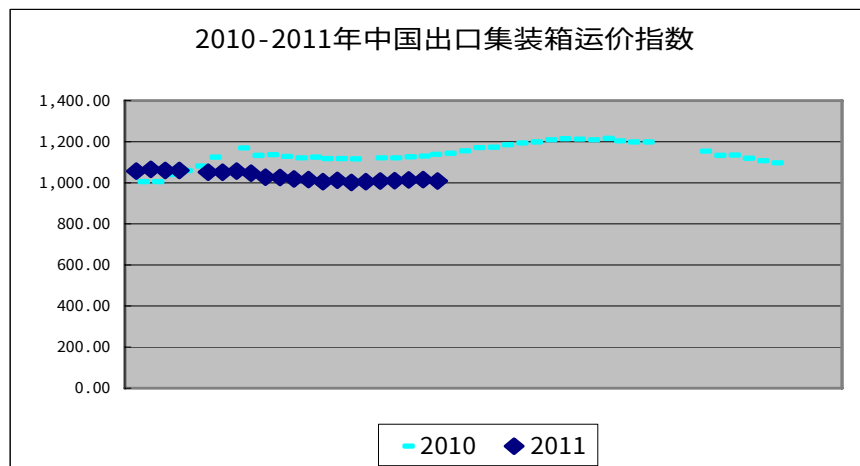
邮 编：200002

1. 航运：三大航运市场复苏乏力

1.1 集装箱航运：

1.1.1 运价维持低迷，旺季逐渐来临

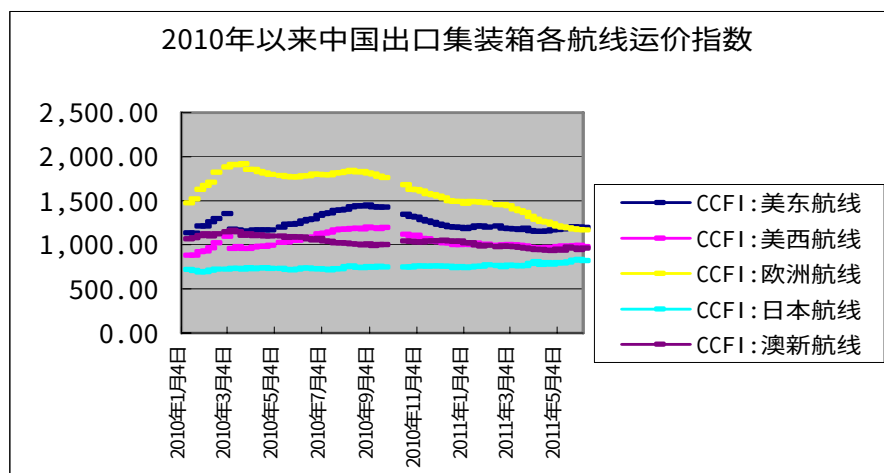
二季度以来，中国出口集装箱综合运价指数一直处于低位徘徊，6月3日综指收报1007点，较2010年底下跌4.4%。



资料来源：WIND

2011年上半年集运市场景气略低于预期，淡季似乎更淡，主要原因一是欧美经济在2010年经历一波回暖及补库存之后，2011年需求有所回软。而上半年资源价格上涨，对于全球贸易需求产生抑制。另外，上半年，全球集装箱运力交投量较大，特别是大型集装箱船交投量大，使得主要的欧美长航线受到冲击，在四月份以后，主要航线货量虽然有所回升，但市场运价却未有相应上涨。进入5月底6月初，欧美航线上的货量比较淡静，部分船公司原计划于6月份开征旺季附加费，由于缺乏货量上升的支撑，推行有困难，可能推迟于7月份实施。

据统计，截至6月1日，远东至欧洲航线运力配置为277.5万TEU，同比增长23%。随着下半年新造大型船舶的陆续下水交付，如果运力规模不能得到有效控制，将可能影响传统旺季的运价走势。



资料来源：WIND

1. 1. 2 2011 年全球集运需求个位数增长

2010 年全球集装箱海运量大约增长了 12%，而集运运力的增幅约为 9%。运量增幅超过运力增幅，使得 2010 年集运市场景气高涨。

对于 2011 年，基于国际组织对于全球 GDP 及贸易增长幅度的预测，预期全球集装箱海运货量增长率有所回落。德鲁里航运咨询公司预测，2011 年全球集装箱海运量可能增长 8.3%。而对于运力增长的前景，克拉克松公司预测，2011 年增长 7%，法国 Alphaliner 公司预测增长 8.7%。

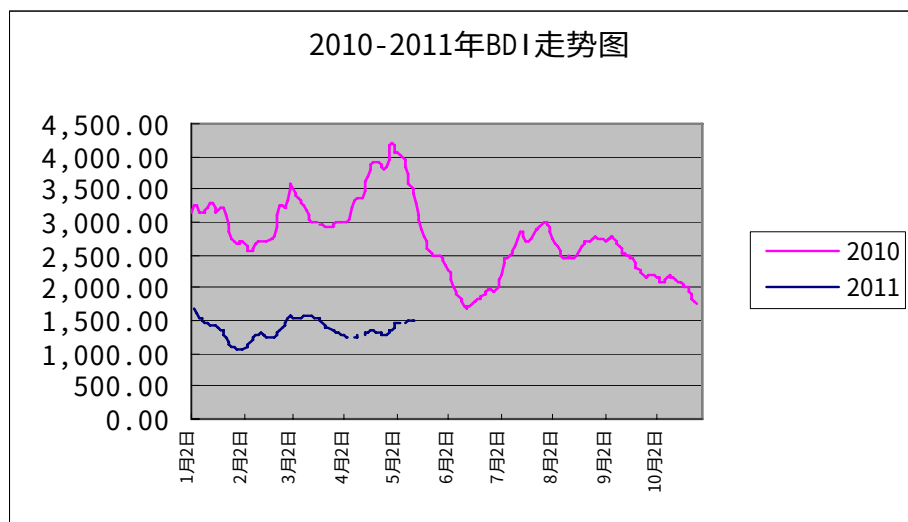
总体而言，2011 年集运市场供需形势似乎没有 2010 年有利。从目前市场情形看，大船投放的压力也超过了年初的预期。目前太平洋航线及亚欧航线的现货运价已较去年旺季期间有相当比例下滑，而燃油价格上涨导致船公司营运成本上升，如果目前的状况不能在即将到来的旺季期间得到很大扭转，2011 年集运船公司的效益将会有较大的下滑。

尽管短期内，季节因素、经济回软及运力的结构性投放对集运运价构成较大压制，但从中长期的角度看，随着未来需求逐步增长及订单运力的逐步消耗，市场的供求形势将会逐步改善。

1. 2 国际干散货航运市场：

1. 2. 1 运价回落明显，景气低迷持续

2011 年以来国际干散货航运市场维持低迷景气，BDI 综指一度跌至 1000 点附近，令市场惊呼似乎回到 2009 年。1 月-6 月初，BDI 均值 1363 点，较上年同期下降 58%，目前综指运行于 1400 点区域。



资料来源：WIND

全球干散货航运市场的低迷其实也是在市场预料之中，只是低迷的程度更甚一些。全球干散货船运力交投两位数增长，需求明显弱于运力增长，而年初以来，自然灾害频频，导致相关的铁矿石及煤炭运输阶段性受阻，使得干散货航运市场雪上加霜。

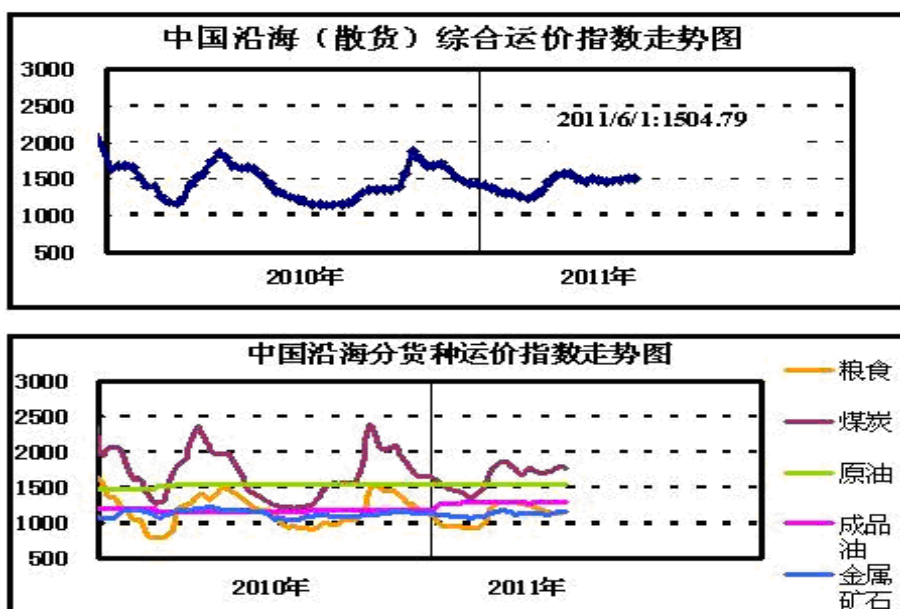
作为全球最大的铁矿石进口国,中国 1-4 月进口铁矿石增长 9.4%,1 月份的增幅最大,2、4 月月度进口量出现负增长。国际煤价高于国内煤价,中国今年前 4 个月煤炭进口量较去年同期减少近 27%。

5 月份以来,受到巴西至中国铁矿石运输需求升温提振,主要航线运价出现升势,但运力明显过剩的压力使得年初以来每次运价上涨持续周期较短。

1. 2. 2 中国沿海干散货运价相对平稳

国内沿海干散货运输市场年初比较低迷,3 月份开始,基于需求回暖及煤炭价格上涨的预期,下游企业及部分贸易商对煤炭库存补充的意愿比较明显,沿海运价出现一波小升浪,2011 年沿海部分电煤运输的年度合同运价较上年也有小幅上调。

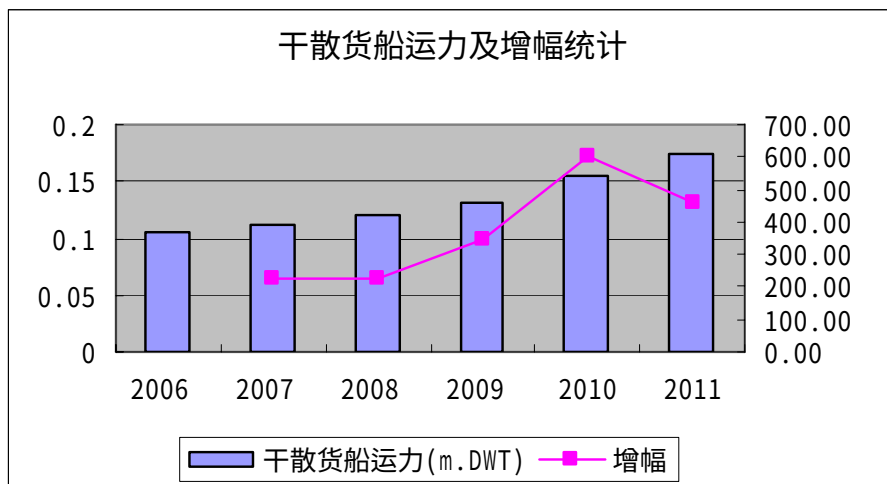
目前即将迎峰度夏,电煤需求将进入旺季。中国港口煤炭库存量近 3 个月逐渐下滑,目前处于年内低水平。近期中国出现电力紧缺,且两年来首次调高电价,未来电煤运输需求将有望明显提升,沿海电煤运价有上涨可能。



1. 2. 3 2011 年干散货运力过剩仍然是制约景气的主要因素

根据专业机构的统计,至 2011 年 5 月初,全球干散货船总运力为 5.57 亿载重吨,订单仍占到现有运力的 46%,至 2011 年末,运力增幅可能达到 13%,比照约 6-7%的干散货海运需求量,行业继续呈现明显供大于求格局。

上半年 BDI 综指同比下滑 58%,而油价却有明显上涨,2011 年干散货船运公司的盈利前景难以乐观。

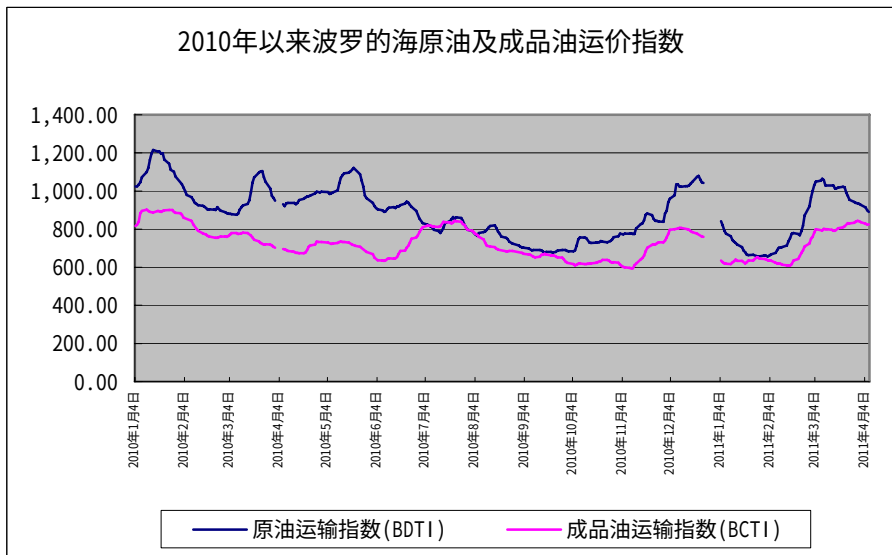


资料来源：WIND

1.3 油轮运输市场：

1.3.1 原油运价先涨后跌，成品油运价有所上涨

2011 年一季度部分产油区局势动荡，使得海运市场对于原油出口结构变化及航距可能拉大产生预期，2-3 月份原油运价一度出现显著上涨，波罗的海原油运价指数从 2 月初的 600 多点涨至 3 月初的 1000 点，但基于油运市场运力供应的充裕情况，运价很快调头向下，至 6 月中旬运价指数已回落至 700 多点。成品运价 3 月份起亦有一波上升，目前亦回落，6 月中旬波罗的海成品油运价指数为 600 多点，与年初相仿。



资料来源：WIND

1.3.2 2011 年油轮运力增长较快

至 2011 年 5 月初，全球油轮总运力为 4.59 亿载重吨，而全球油轮总订单规模为 1.11

亿载重吨，占现有运力的 24.3%，2011 年、2012 年按计划将分别交付 4590 万载重吨、4130 万载重吨新船。

2011 年全球油轮运力交付量较大，考虑到报废及延期交付等因素，2011 年实际有效运力可能增长 5%-7%，增幅将可能超过 2010 年，供需差距可能加大。

1.3.3 2011 年油运市场总体低迷中，伴随着阶段性运价波澜

近几年全球海运石油贸易需求的平均增长率徘徊于 2-3% 区间，2010 年单壳油轮退出市场，但消减的运力似乎低于预期。在 2011 年运力增长大于需求增长的预期之下，油轮市场的景气预期仍不乐观。

2011 年油轮市场的主导因素为运力过剩及产油区局势变化的双重交织，油价的不断高涨也会对全球油品需求产生一定的抑制。市场的主旋律可能是总体低迷中，伴随着阶段性运价波澜，由于受制于运力压力，运价持续高涨的概率较小。

1.4 航运上市公司一季度业绩下滑

2011 年一季度航运公司业绩状况与行业景气形势相符，呈现了下滑的格局。这与 2010 年航运上市公司业绩大幅增长的状况形成鲜明对照。

一季度，9 家统计的航运公司中有 5 家业绩明显下滑，4 家公司业绩亏损，随着股价持续下跌，多数公司市净率低于 2 倍，其中 4 家低于 1.5 倍。

根据对二季度行业形势的跟踪，预计航运公司后续业绩仍不理想，部分公司二季度业绩环比仍可能下滑。

证券简称	2011 年一季度营业收入增幅 (%)	2011 年一季度归属母公司股东净利增幅 (%)	2011 年一季度每股收益 (元)	最新市净率 (PB)
中海发展	10	-17	0.11	1.2
招商轮船	0	-54	0.03	1.3
中海海盛	33	1	0.02	1.4
中海集运	-2	24	-0.01	1.4
中远航运	20	57	0.05	1.8
长航油运	10	-218	-0.06	1.8
中国远洋	-6	-157	-0.05	1.8
宁波海运	12	850	0.06	1.8
长航凤凰	8	-241	-0.24	3.8

资料来源：WIND

1.5 航运业投资评价：

2011 年以来，三大海运细分市场复苏乏力，尽管其中也存在季节性因素及事件性因素的干扰，但总体上，全行业运力供应过剩的格局仍延续，加上 2011 年全球及国内经济增长速度有所放缓，使得航运业景气徘徊于低谷之中。

从细分市场看，干散货及油运市场仍将持续受制运力投放压力，集运市场由于大船

投放量较大，在欧洲长航线呈现明显的结构性运力过剩。

第三季度，集运市场将迎来传统旺季，但欧美长航线运价能否顺利上涨仍存在疑虑，市场倾向于认为 2011 年集运业旺季景气状况将很难超越 2010 年。干散货航运低迷期仍可能延续，油运在年底为传统旺季，但运力压力仍将制约景气上行空间。由于集运及杂货相对较轻的总订单规模，未来可能是先行复苏的细分行业。

目前部分航运上市公司市净率水平在 1.5 倍以下，估值水平较低。

我们认为，下半年航运板块的投资思路，是侧重未来景气有优先复苏可能的细分行业。策略上最好是看到复苏迹象后，再作布局，可选择波段操作，以防止行业景气的波动反复。

具体品种上，我们认为杂货船公司及集运公司仍是应优先考虑的品种。干散货及油运公司年内不排除会有运价波动带来的交易性机会。

我们的重点关注品种为中远航运。中海集运、中海发展、中国远洋、招商轮船存在估值修复可能，可关注交易性机会。

我们维持行业同步大势的投资评级。

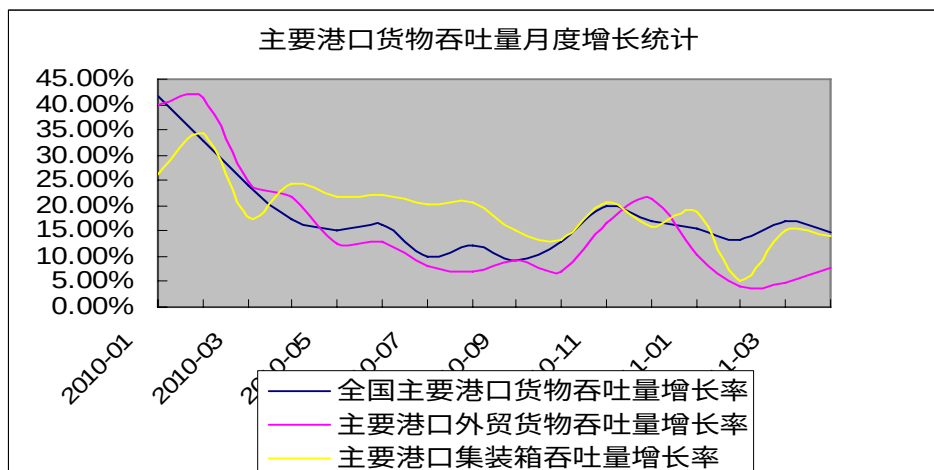
2 港口：回归常态化增长轨道

2.1 1-4 月份全国港口吞吐量同比增长 14.4%，3-4 月回归正常增长轨道

自 2 月份全国港口货物吞吐量一度明显环比下滑之后，3 月及 4 月份港口吞吐量恢复至正常增长轨道，4 月份同比增长 14.8%。3、4 月份全国港口吞吐量月环比分别增长 17%、1%。

1-4 月，全国港口货物吞吐量 28.57 亿吨，同比增长 14.4%。其中沿海港口完成 19.71 亿吨，同比增长 13.5%；内河港口完成 8.86 亿吨，同比增长 16.6%。

尽管 2011 年以来港口货物吞吐量较 2010 年同期的增长率有明显收窄，但 2010 年存在同比基数很低的情况，因此 2011 年港口增长放缓势在必行，我们认为目前港口的增长处于意料中的常态化增长区间。



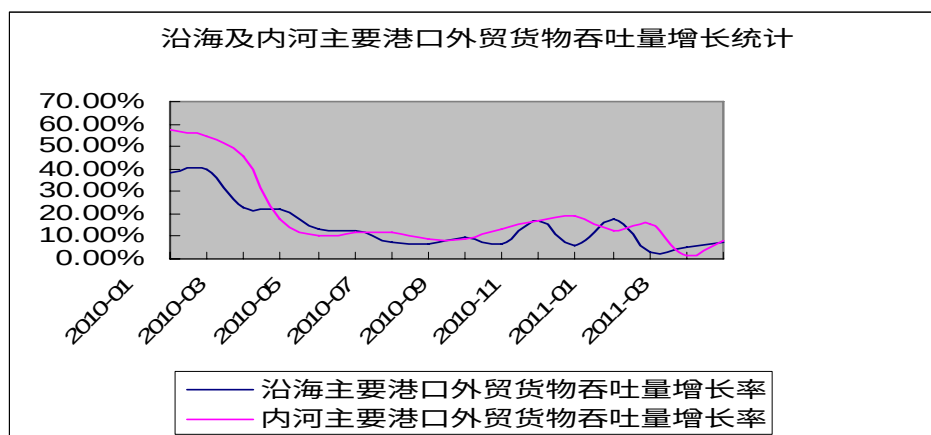
资料来源：WIND

2.2 外贸货物吞吐量受制大宗资源进口量回落，个位数低增长

1-4月，我国规模以上港口完成外贸货物吞吐量8.7亿吨，同比增长8%。其中沿海港口增长7.8%；内河港口增长10%。

外贸货物吞吐量的低增长与我国主要大宗资源进口量回落有关，1-4月全国进口铁矿石2.3亿吨，同比增长9.4%，但自1月份铁矿石进口量大增48%之后，2-4月进口量增幅明显放缓，其中2月、4月均同比负增长。1-4月全国进口煤炭4300万吨，同比下降25%；进口原油8500万吨，同比增长9%。

出口方面，经过2月份春节因素导致的出口货物淡季，3月、4月中国出口货物开始缓慢复苏，沿海港口的集装箱吞吐量逐月回升。

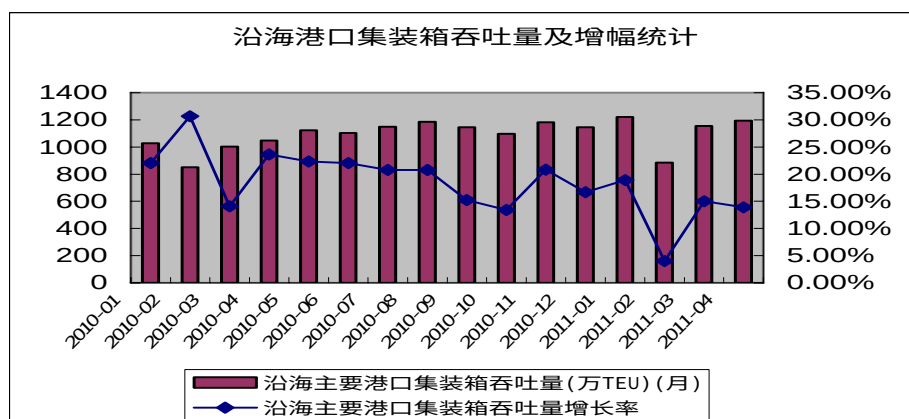


资料来源：WIND

2.3 集装箱吞吐量双位数增长

1-4月份，规模以上港口完成集装箱吞吐量4980万TEU，同比增长13.6%。其中，沿海港口完成4474万TEU，同比增长13.3%；内河港口完成505TEU，同比增长16.8%。从前四个月的情况看，2月份全国集装箱吞吐量增长率一度探低至4%，但3月及4月份已经很快恢复至双位数的增长，而且吞吐量环比逐月回升。总体上，我国港口集装箱吞吐量增长仍然处于较平稳的增长轨道。

按照往年的季节性规律，目前出口集装箱正度过淡季低谷，逐步向旺季过渡。



资料来源：WIND

2.4 环渤海港口外贸散货吞吐量回软，集装箱恢复性增长

受到我国主要大宗资源进口量二季度有所回落的影响，环渤海港口群的外贸吞吐量出现了回落，一些港口出现负增长，如天津港、营口港、大连港 4 月份外贸货物吞吐量分别为-6%、-8%、-3%，日照港、青岛港外贸吞吐量个位数增长。

另一方面，环渤海港口集装箱吞吐量出现恢复性增长，天津港、青岛港、大连港 4 月份集装箱吞吐量分别增长 21%、17%、19%，增长率较上年同期普遍明显提升。环渤海港口集装箱吞吐量与东南部港口存在明显的区域性差异，其在 2009 年金融危机中所受冲击比较小，在 2010 年东南部港口普遍反弹的背景下，显得增幅很小，2011 年以来重拾良好增势，环渤海经济圈的经济增长活力未来值得多加关注。

2.5 长三角港口增长平稳，珠三角港口弱态延续

4 月份长三角港口上海港、宁波-舟山港集装箱吞吐量分别增长 12%、17%，其外贸货物吞吐量分别增长 10%、12%。相比环渤海港口，长三角主要港口表现比较平稳。

珠三角主要港口增长维持弱态，深圳港、广州港总货量 4 月份分别增长-0.7%、7%，集装箱吞吐量分别增长 4%、12%，外贸货物吞吐量分别增长 0.6%、-4%。

从目前的情况看，长三角及珠三角尽管都在金融危机冲击后复苏，但经过了 2010 年的复苏之年后，长三角港口依然维持相对平稳增长，而珠三角则略显疲态，可能表明珠三角经济复苏的持续性有所弱化、区域经济结构转变导致货种结构变化。亦有观点认为，珠三角出口产业多为来料加工，人民币升值对其冲击大于其他区域。

2.6 港口上市公司业绩平稳增长

2011 年一季度，港口板块上市公司业绩多数表现为平稳增长，但增长幅度较 2010 年有所放缓。目前板块 2011 年 PE 区间为 16 倍-50 倍，均值为 28.7 倍，主流港口公司 PE 为 16 倍-25 倍，估值基本合理，少数公司估值偏低。

证券代码	证券简称	2011PE(E)	2011 年一季度营业收入增长率(%)	2011 年一季度净利润增长率(%)
601000.SH	唐山港	16.01	-10.56	26.17
600717.SH	天津港	16.02	11.07	40.26
600018.SH	上港集团	17.36	17.78	24.22
000088.SZ	盐田港	17.53	-1.79	40.31
601018.SH	宁波港	18.91	17.70	26.35
000022.SZ	深赤湾 A	19.05	7.43	-2.96
600017.SH	日照港	23.08	21.11	14.17
600190.SH	锦州港	24.72	10.42	-2.95
600317.SH	营口港	26.47	44.49	15.35
600575.SH	芜湖港	28.48		
000905.SZ	厦门港务	38.55	28.33	65.04
601008.SH	连云港	40.16	13.60	34.60

600279.SH	重庆港九	46.78		
000582.SZ	北海港	48.16	9.38	5.40
002040.SZ	南京港	49.29	18.91	77.41
	平均值	28.70	14.45	27.95

资料来源：WIND

2011 年以来港口板块二级市场走势表现比较平淡，板块走势基本同步大盘。

2.7 港口行业投资评价：

1 月份全国港口增幅亮眼，2 月份淡季回落明显，3 月、4 月逐步恢复增长。这是 2011 年以来全国港口的总体运行轨迹。从区域结构看，长三角港口增长平稳，珠三角港口增长显弱态，环渤海港口散杂货回落，集装箱增长加速。

我们预计 2011 年全年，全国港口生产业务量稳定增长，增幅较上年放缓。上市公司业绩也整体表现为平稳的增长。其中主流公司增幅稳中偏慢，估值偏低，小型公司业绩波动较大，估值偏高。

目前港口板块股价随大盘再次回落。港口公司以合理偏低的估值以及相对平稳的增长，可为保守型投资者关注。可关注品种有上港集团、宁波港、深赤湾、唐山港、天津港。

维持行业同步大势投资评级。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益；

同步大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平；

落后大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上；

谨慎推荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%；

中 性：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间；

回 避：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）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。本报告版权归我公司所有。