

交通运输

守望与等候：静候行业复苏与转型

评级： 中性 前次：

分析师

李周

021-20315087

lizhou@qlzq.com.cn

2011 年 7 月 4 日

分析师

刘江啸

S0740510120006

021-20315167

liujx@qlzq.com.cn

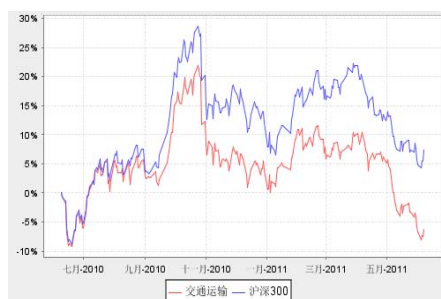
基本状况

上市公司数	76
行业总市值(百万元)	1105160.30
行业流通市值(百万元)	799597.91

行业内重点公司概况

公司	总股本 (亿股)	收盘价	EPS			P/E		评级
			2011E	2012E	12%11	2011E	2012E	
日照港	26	4.13	0.21	0.24	16.9%	19.73	16.88	买入
上港集团	228	3.85	0.26	0.31	17.1%	14.67	12.53	增持
连云港	6	9.18	0.23	0.30	27.9%	39.20	30.64	增持
营口港	11	5.8	0.28	0.38	36.3%	20.80	15.27	增持
宁波港	128	3.12	0.20	0.23	15.5%	15.56	13.48	增持
天津港	17	8.04	0.57	0.66	17.3%	14.20	12.11	增持

行业-市场走势对比



来源：齐鲁证券研究所

投资要点

- **给予航运港口行业中性评级：**航运行业盈利的不稳定性越来越强，未来行业的复苏将主要取决于船东对新增运力的控制和谨慎的运力投放力度，另一端则是需求方面有可持续的货量增长，尤其是欧美经济的可持续增长带动全球经济的繁荣。港口行业则整体将处于增速下滑的时期，中国经济的外贸依存度将逐步下降，对沿海大部分以外需为主的港口上市公司造成不利影响。
- **集装箱运输市场下半年将迎来一个波澜不惊的旺季：**由于欧美经济需求不振，大型船舶的集中投放，船公司经营策略的转变，我们认为 2011-2013 年集装箱运输市场难有大的改善。行业盈利状况的改善一方面是依赖船公司经营策略的回归，转向维持运价和盈利水平；另一方面则是欧美经济可持续增长带来主干航线货量的快速增长以与供给的匹配。
- **干散货运输市场下半年预计依然低迷：**持续的新船交付，全球大宗干散货需求增速有限，将使得干散货船舶的利用率持续降低，预计运价将持续走低。我们认为 2011-2013 年干散货运输市场难有大的改善，关键的控制因素依然是对运力的有效控制。
- **港口业已过高速成长期，结构性层次分化将加剧：**我们认为随着中国外贸依存度的逐步下降，中国沿海以外贸业务为主的港口已经结束其高速成长期间，未来港口结构性层次分化将更为明显。我们试图从五个简单的层次和指标对中国港口行业未来发展进行一个简单的遴选，我们将中国港口业按照其成长性划分为三个等级。
- **推荐买入日照港（600017），给予上港集团、连云港、营口港、宁波港、天津港增持投资评级：**我们认为以上港口具备成为中国港口行业未来成长性第一梯队和第二梯队的基本素质，未来上市公司的成长性和当前的估值结合来看都具有一定的投资价值。

内容目录

航运业上半年回顾及展望	- 5 -
全球经济将维持弱势增长，欧美经济短期难见起色	- 5 -
集装箱运输：运价走势持续低于预期	- 6 -
干散货运输：复苏趋势曲折，BDI 低位窄幅波动	- 8 -
港口业上半年回顾及展望	- 12 -
国内经济整体延续 2010 年年底以来的下降趋势	- 12 -
港口行业：区域分化初显现	- 13 -
航运港口上市公司二级市场表现回顾	- 16 -
航运港口业下半年投资逻辑及策略	- 17 -
航运业：等待复兴	- 17 -
港口业：层次分化、成长性选股	- 18 -
重点推荐公司简评	- 19 -

图表目录

图表 1: 从领先指标来看, 美国经济增长前景堪忧	5 -
图表 2: 美国失业率依然处于 9.1% 的高位	5 -
图表 3: 美国进出口增速	5 -
图表 4: 美国 CPI 同比在快速上升	5 -
图表 5: 欧洲 CPI 高企	6 -
图表 6: 欧洲消费者信心与经济信心指数	6 -
图表 7: 中国出口分区域结构图	6 -
图表 8: CCFI 上半年走势	7 -
图表 9: SCFI 亚欧、亚美航线运价上半年走势	7 -
图表 10: 集装箱计划交付订单构成	7 -
图表 11: 10000TEU 以上大船分月度交付	7 -
图表 12: 新加坡 380 船用燃油上半年均价 627 美元, 同比涨幅 34.5%	8 -
图表 13: IMF 对主要经济体 GDP 增速预测	8 -
图表 14: BDI、BCI、BPI 上半年走势	9 -
图表 15: CCBFI 及主要指数上半年走势	9 -
图表 16: 2011-2012 年干散货船队增速在 10% 以上	9 -
图表 17: 干散货运输需求量在 5-6% 左右	9 -
图表 18: 全球粗钢产量及增速	10 -
图表 19: 上半年矿砂进口量及增速	10 -
图表 20: 中国在国际铁矿石贸易中占比逐步提升	10 -
图表 21: 全球铁矿石贸易规模及增速	10 -
图表 22: 上半年煤炭进口量及国内外煤炭差价缩小	11 -
图表 23: 煤炭贸易运输周转量及增速	11 -
图表 24: 干散货分船型在手订单及交付进度	11 -
图表 25: 大型干散货船新船造价处于下跌通道中	11 -
图表 26: 产出环比触底回升, 同比持续下降	12 -
图表 27: 中国制造业与非制造业 PMI 走势	12 -
图表 28: 上半年 PMI 主要构成指数走势较弱	12 -
图表 29: 上半年外贸出口增速放缓	12 -
图表 30: 上半年港口整体行业增速呈下降趋势	13 -
图表 31: 上半年集装箱港口增速与进出口比较	13 -
图表 32: 环渤海地区港口经济腹地以重化工业为主	14 -
图表 33: 11 年 1-4 月环渤海地区主要内贸集装箱港口规模及增速	15 -

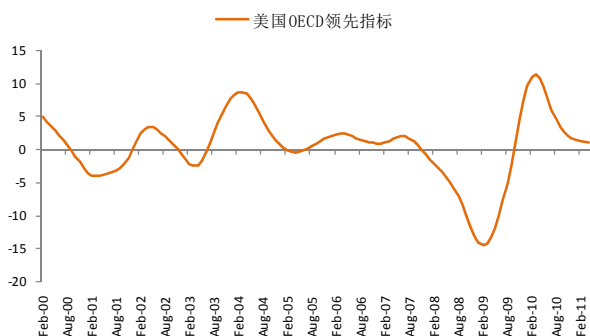
图表 34: 环渤海港口发展较为平稳.....	- 15 -
图表 35: 环渤海地区固定资产投资规模及增速.....	- 15 -
图表 36: 珠三角主要港口集装箱吞吐量增速放缓	- 16 -
图表 37: 长三角主要港口货物吞吐量增速	- 16 -
图表 38: 上半年交通运输行业超额收益表	- 16 -
图表 39: 集装箱船舶历年船队规模及增速	- 17 -
图表 40: 干散货行业供需匹配来看, 大型船舶 2013 年依然堪忧	- 18 -
图表 41: 2011-2013 年散货船产能利用率处于较低水平	- 18 -
图表 42: A 股港口行业估值比较表	- 22 -
图表 43: 国际干散货上市公司估值比较	- 23 -
图表 44: 国际集装箱上市公司估值比较	- 23 -

航运业上半年回顾及展望

全球经济将维持弱势增长，欧美经济短期难见起色

- 美国目前失业率依然在高位盘整，而 CPI 则处于上升的趋势，预计未来美国将逐步弱化量化宽松的货币政策的力度，经济将走向疲软。

图表 1：从领先指标来看，美国经济增长前景堪忧



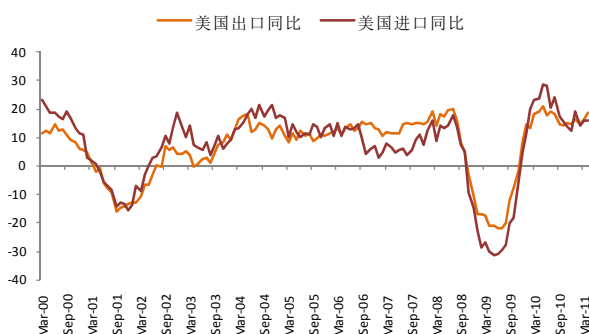
来源：Bloomberg、齐鲁证券研究所

图表 2：美国失业率依然处于 9.1% 的高位



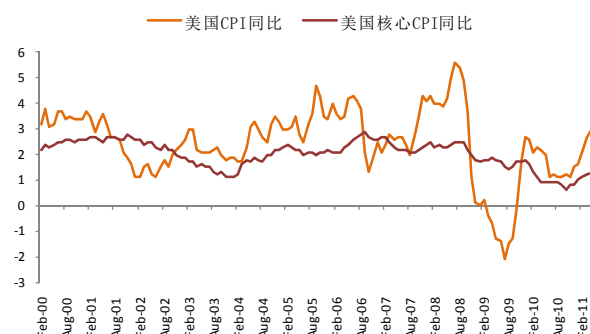
来源：Bloomberg、齐鲁证券研究所

图表 3：美国进出口增速保持平稳



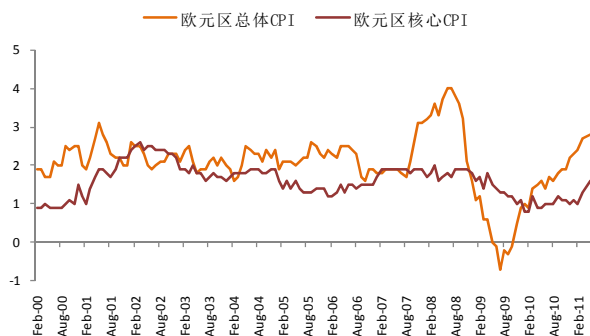
来源：Bloomberg、齐鲁证券研究所

图表 4：美国 CPI 同比在快速上升

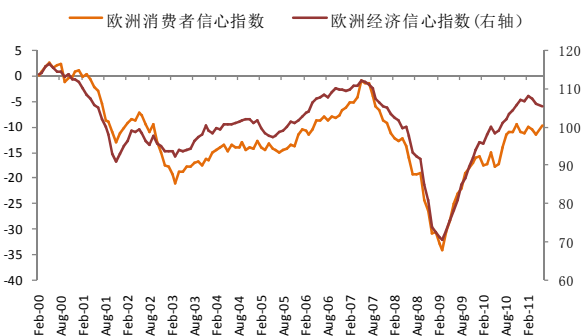


来源：Bloomberg、齐鲁证券研究所

- 欧盟目前面临的主要问题是通货膨胀的高企和欧洲债务危机的处理，将使得欧洲经济的增长难有大的起色。

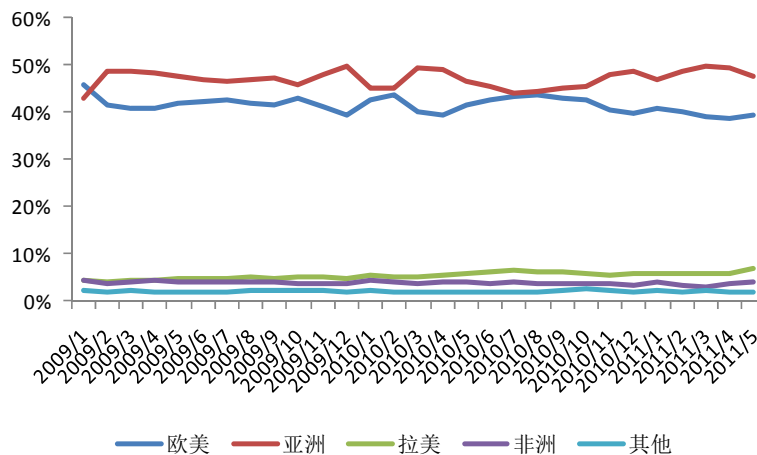
图表 5: 欧洲 CPI 高企


来源: Bloomberg、齐鲁证券研究所

图表 6: 欧洲消费者信心与经济信心指数


来源: Bloomberg、齐鲁证券研究所

- 其他新兴经济国家虽然对中国进出口有一定的影响,但是从结构上来看,依然是比重较小,不足以影响全局。欧美经济依然是中国出口的指向标,也是全球航运市场的指示塔。
- 随着新兴国家的发展,中国对拉美、非洲的出口比重占比也在不断提升,但总体来说欧美和亚洲依然占据出口比重在 85%以上,依然是影响中国出口景气度的主要区域。

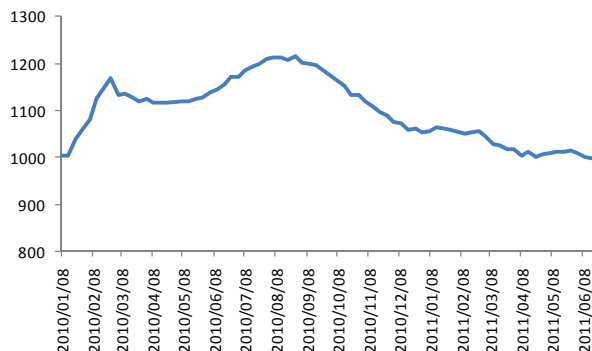
图表 7: 中国出口分区域结构图


来源: CEIC、齐鲁证券研究所

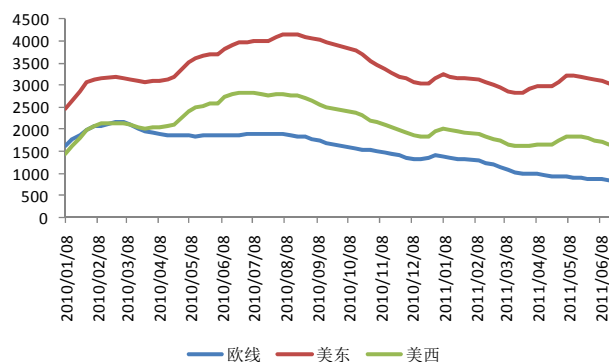
集装箱运输: 运价走势持续低于预期

- **主干航线整体承压、运价下滑趋势明显:** 截止到 2011 年 6 月 17 日,沿海集装箱运价指数上半年平均值为 838 点,相较去年同期的 934 点下降 10.3%。其中主干航线下滑幅度最大,整体经营压力较大。
- 欧洲航线目前维持在 850 美元/TEU、美西航线维持在 1656 美元/FEU,较去年历史最高位下降幅度分别达到 61%、42%。舱位利用率主干航线上半年大体在八成到九成之间,春节前后曾有过六、七成左右的舱位利用率。

- 我们认为主干航线运价持续回落的主要原因在于欧美货量上升乏力、大船集中投放带来运力结构性过剩严重、主要班轮公司经营策略转向市场占有率等。

图表 8: CCFI 上半年走势


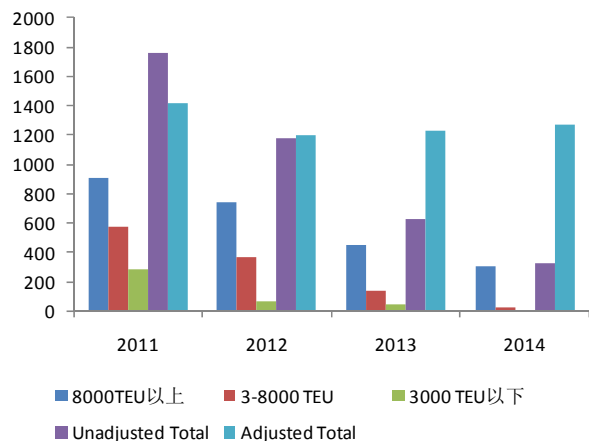
来源：中华航运网、齐鲁证券研究所

图表 9: SCFI 亚欧、亚美航线运价上半年走势


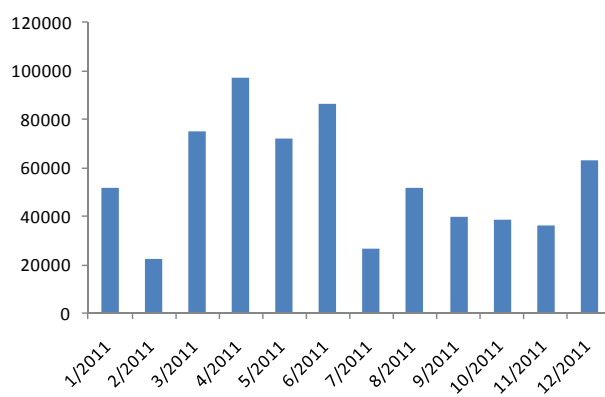
来源：中华航运网、齐鲁证券研究所

■ 运力供给略超预期，大船交付速度提升

- 截止到 2011 年 5 月底，全球集装箱总运力较去年同期增长了 10%。
- 其中增速最大的依然是超巴拿马型船的交付，1-5 月 10000TEU 以上集装箱船累计交付 31.9 万 TEU，占全年预计交付量的 48%，这也是导致上半年亚欧航线运价持续低位徘徊的主要原因。预计 2011 年全年 10000TEU 以上集装箱船交付总量将达到 66 万 TEU。给全年集装箱运输主干航线造成较大的压力。
- 主干航线布局来看，亚欧航线运力供给增长速度约在 20% 的水平，同时亚欧航线运力带来其他次干航线运力的逐步升级，因此上半年主干航线运力增长都比较快。

图表 10: 集装箱计划交付订单构成


来源：Drewry、齐鲁证券研究所

图表 11: 10000TEU 以上大船分月度交付


来源：Drewry、齐鲁证券研究所

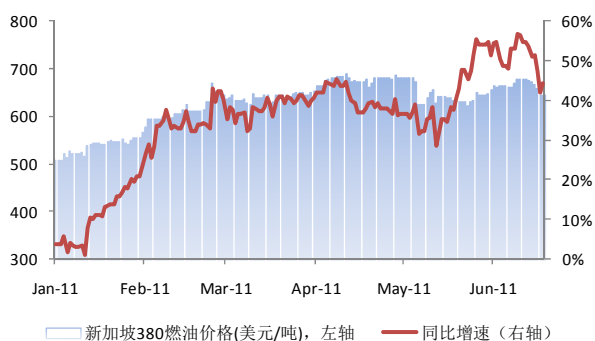
■ 燃油成本快速攀升，对班轮需求及成本形成双向挤压

- 上半年燃油价格加速上升，给班轮公司经营成本造成巨大压力，燃油在班轮公司成本中占比急剧上升，给班轮公司净利润造成巨大的

侵蚀。

- 燃油价格的上升，对全球经济造成一定的伤害，根据世界银行的测算，燃油价格每上升 10%，全球经济预计下行 0.2%。而班轮运输与全球经济景气度相关性很高，因此进一步打压班轮公司需求端的增长。这使得班轮公司在经营过程中下行波动幅度加剧，从而使得一季度绝大部分班轮出现亏损。

图表 12：新加坡 380 船用燃油上半年均价 627 美元，同比涨幅 34.5%



来源：Bloomberg、齐鲁证券研究所

图表 13：IMF 对主要经济体 GDP 增速预测

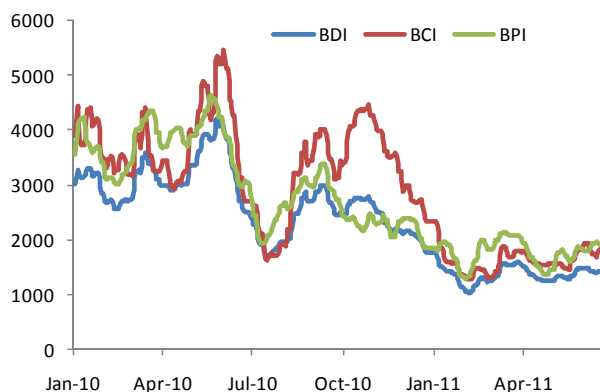
	Previous Quarter*	Y-o-Y Change	IMF 2011F	IMF 2012F
United States	3.20%	2.80%	3.00%	2.70%
China	n.a	9.80%	9.60%	9.50%
Japan	-1.30%	2.20%	1.60%	1.80%
Euro area	1.20%	2.00%	1.50%	1.70%
Germany	1.50%	4.00%	2.20%	2.00%
United Kingdom	-2.00%	1.70%	2.00%	2.30%

Note: * % change on previous quarter, annual rate

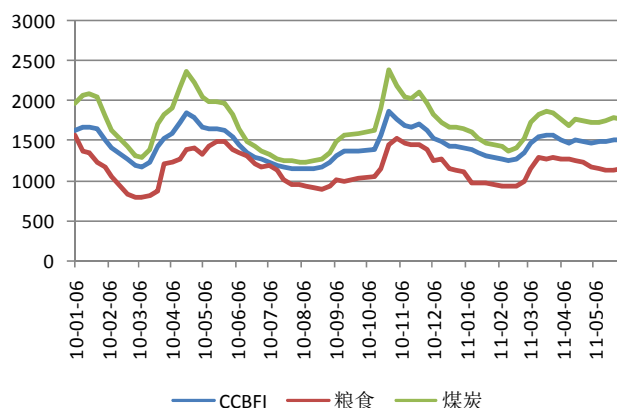
来源：IMF、齐鲁证券研究所

干散货运输：复苏道路曲折，BDI 低位窄幅波动

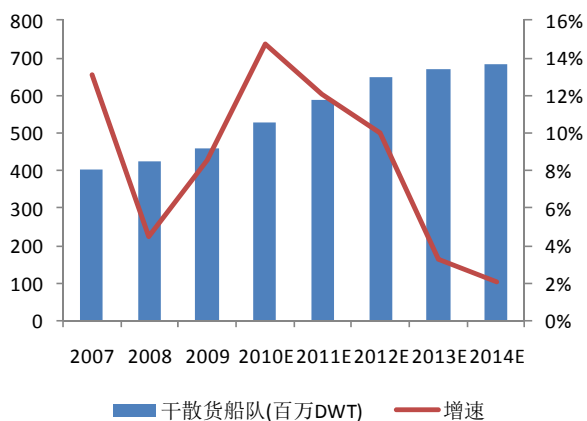
- 截止到 2011 年 6 月 18 日，BDI 平均值为 1372 点，同比去年同期平均值 3171 点下降 56.7%。
 - 其中 BCI、BPI、BSI 均值分别为 1627 点、1772 点和 1392 点，同比下降 57%、52.8%和 44.9%。
 - 纵观前五月，运费水平总体呈现低位窄幅波动的局面，期间虽有反弹，但是整体延续去年四季度以来弱势整理的态势。主要原因依然是大型散货船舶运力压力较大，大宗干散货需求不振造成的。
- 沿海干散货运输市场：运价总体保持平稳，2-3 月由于国内外煤炭价格倒挂及火电需求旺盛推动沿海煤炭运输价格进入一个短期的爆发期。整体运价趋于平淡，市场运量也较为平稳。
 - CCBFI 均值为 1440 点，其中煤炭运输的均值为 1672 点，分别较去年同期的 1532、1832 点，下降 6.1%、8.7%。上半年沿海干散货市场保持较为平稳的趋势，沿海煤炭运输在 2-3 月出现一波上扬行情，主要原因还是国内电煤需求旺盛和国内外煤炭价格倒挂导致的。

图表 14: BDI、BCI、BPI 上半年走势


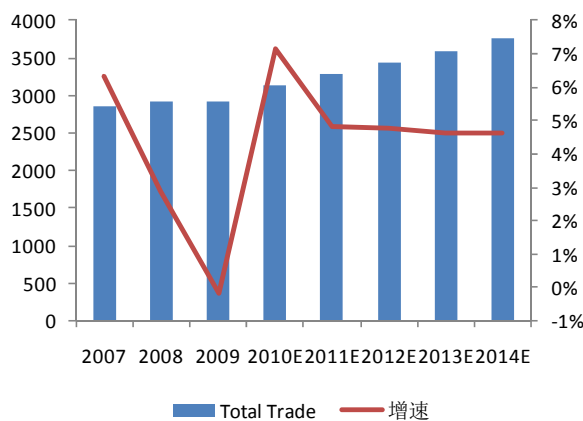
来源: Bloomberg、齐鲁证券研究所

图表 15: CCBFI 及主要指数上半年走势


来源: 中华航运网、齐鲁证券研究所

图表 16: 2011-2012 年干散货船队增速在 10% 以


来源: Drewry、齐鲁证券研究所

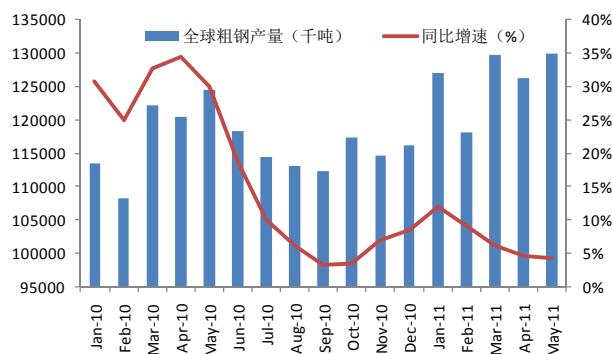
图表 17: 干散货运输需求量在 5-6% 左右


来源: Drewry、齐鲁证券研究所

■ 全球钢铁业目前处于复苏，但复苏趋势和强度均在减弱

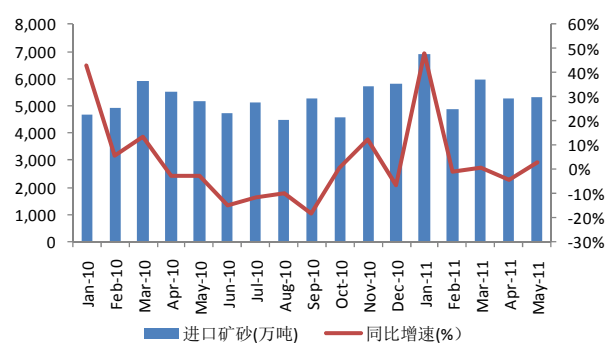
- 全球粗钢产量 2011 年预计增速将达到 8%，大幅低于 2010 年全年 17% 的增速。
- 中国在国际铁矿石贸易中的比重逐年提升，从 2007 年的 46.6% 提升到 2010 年的 58.9%，并且从增量来看，预计从 2011-2015 年将占据增量的比重达到 70-77%。
- 上半年国内铁矿石进口量有所回落，累计进口量为 2.83 亿吨，累计进口金额为 45 亿美元。平均进口均价较同期增长 50.5%，达到 159 美元/吨。国际现货铁矿石价格维持高位震荡，也一定程度上抑制住钢铁生产商和贸易商的进口积极性。
- 预计 2011-2013 年铁矿石贸易量将达到 11.19、11.89、12.60 亿吨，同比增长 6.8%、6.3%、6.0%。

图表 18: 全球粗钢产量及增速



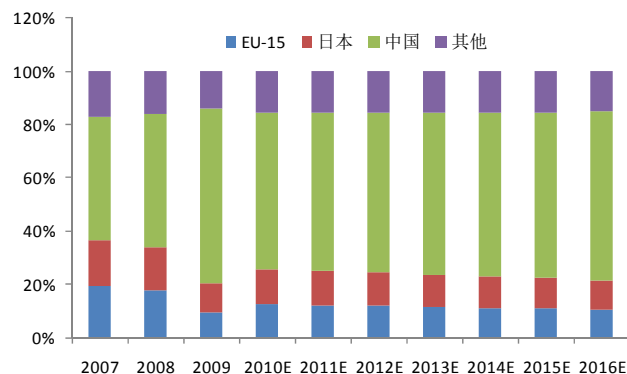
来源: Bloomberg、齐鲁证券研究所

图表 19: 上半年矿砂进口量及增速



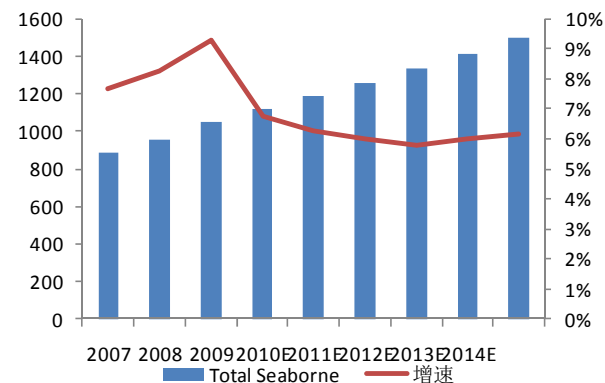
来源: CEIC、齐鲁证券研究所

图表 20: 中国在国际铁矿石贸易中占比逐步提升



来源: Drewry、齐鲁证券研究所

图表 21: 全球铁矿石贸易规模及增速

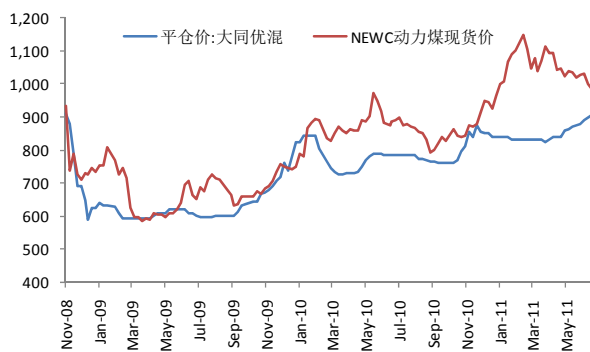


来源: Drewry、齐鲁证券研究所

■ 煤炭贸易上半年保持低迷, 但全年增速依然可观。

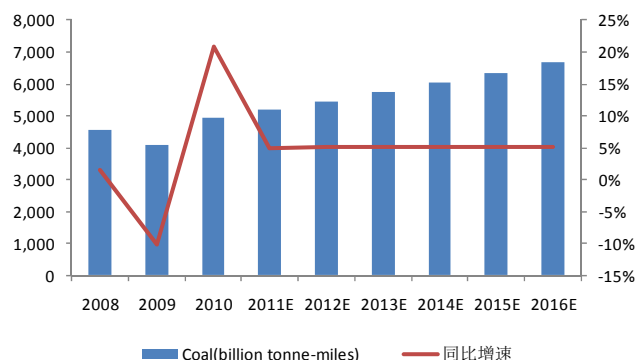
- 上半年随着需求的上升, 澳洲洪水等因素交织, 导致上半年澳洲煤炭出口价格居高不下, 从而在第一季度对需求端有一定的抑制。但我们认为随着亚洲区域钢铁需求的增长、欧美消费的复苏, 从第二季度开始, 煤炭贸易的需求将逐步回暖, 全年增速将依然可观。预计 2011-2013 年煤炭贸易周转量将达到 5.2、5.5、5.8 亿吨海里, 同比增速达到 4.9%、5.2%、5.1%。
- 国内外煤炭价格倒挂, 抑制住国内煤炭进口, 相较去年同期, 2011 年 1-5 月煤炭进口量大幅下降, 仅为 5688 万吨, 较去年同期下降 17.5%。煤炭进口均价则大幅提升, 2011 年 1-4 月煤炭进口均价在 111 美元/吨, 较去年同期上涨 17.7%。
- 根据齐鲁证券煤炭行业分析师认为下半年随着国内外煤炭差价的缩小, 尤其是在需求的带动下, 预计下半年煤炭单月进口量将达到 1500 万吨左右, 与今年上半年相比将呈现环比上涨的态势。

图表 22: 上半年煤炭进口量及国内外煤炭差价缩小



来源: CEIC、齐鲁证券研究所

图表 23: 煤炭贸易运输周转量及增速

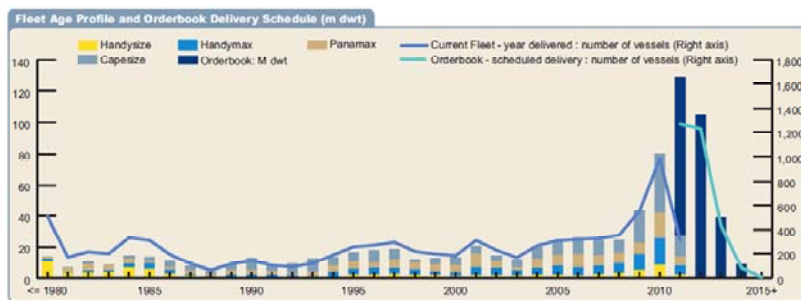


来源: Drewry、齐鲁证券研究所

■ 干散货船队运输规模:

- 干散货交付规模: 2011 年 1-5 月干散货市场净增运力约 2773 万载重吨, 2011 年 4 月底全球干散货船队同比增长 15.3%。

图表 24: 干散货分船型在手订单及交付进度



来源: 齐鲁证券研究所

图表 25: 大型干散货船新船造价处于下跌通道中



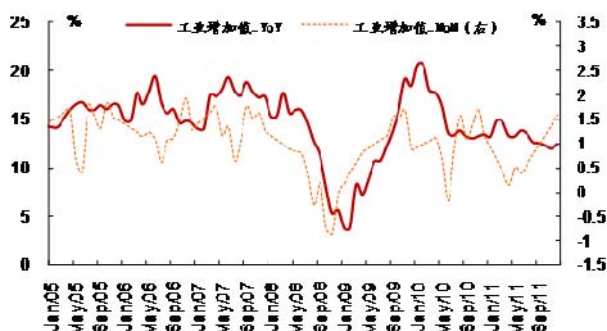
来源: Drewry、齐鲁证券研究所

港口业上半年回顾及展望

国内经济整体延续 2010 年年底以来的下降趋势

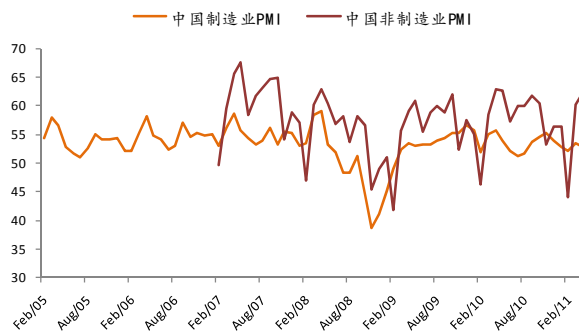
- 2011 年上半年经济运行整体延续 2010 年年底以来的下降趋势。
 - 2011 年 5 月份，规模以上工业增加值同比增长 13.3%，增速比 4 月份回落 0.1 个百分点，延续了 2010 年 10 月份以来下降的趋势。产出的持续下降主要原因是前期紧缩政策的结果。
 - 2011 年 5 月份，PMI 继续大幅下降，其中新订单大幅下调、生产指数维持下降趋势。
 - 2011 年 5 月份，出口增速同比增长 19.4%，出口增速大幅回落，一方面的原因是欧美主要经济体经济增速放缓导致的外需减弱，另一方面则是去年当月基数较高的缘故，但无论从航运的业务数据来看，还是从欧美公布的经济来说，总体出口将维持增速回落的趋势。

图表 26：产出环比触底回升，同比持续下降



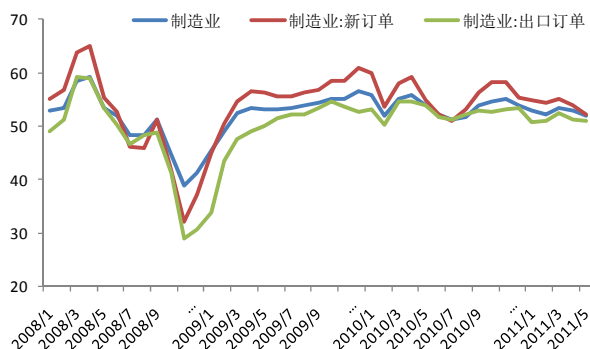
来源：Bloomberg、齐鲁证券研究所

图表 27：中国制造业与非制造业 PMI 走势



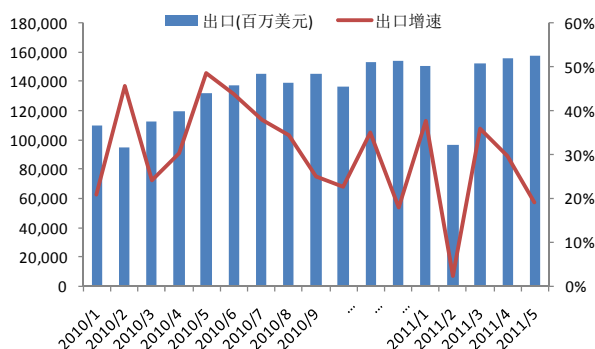
来源：齐鲁证券研究所

图表 28：上半年 PMI 主要构成指数走势较弱



来源：CEIC、齐鲁证券研究所

图表 29：上半年外贸出口增速放缓



来源：CEIC、齐鲁证券研究所

- 齐鲁证券宏观分析师认为，5 月份的工业增加值环比增速触底回升可能意味着经济自去年 11 月份的回调已经结束。为了控制通胀，结构性的财