

证券研究报告

港口 II



下半年吞吐量增速回升，集装箱旺季弹性更大

推荐 (维持)

——港口业 2011 年下半年投资策略

2011 年 7 月 20 日

重点公司

重点公司	11E	12E	评级
上港集团	0.28	0.32	强烈推荐
日照港	0.18	0.21	强烈推荐
深赤湾 A	0.88	1.02	推荐
大连港	0.21	0.23	推荐
锦州港	0.16	0.17	中性

相关报告

港口 III:《日照港(600017):非公开发行 A 股股票预案点评》2011-6-21

港口 III:《日照港(600017):因筹划资产注入事项停牌点评》2011-6-6

港口 III:《日照港(600017):集团资产注入连续剧,长期成长性突出》2011-4-20

分析师 纪云涛
021-38565573
jiyt@xyzq.com.cn
SAC: S0190511020003

联系人 龚里
021-38565596
gongli@xyzq.com.cn

分析师 曾旭
021-38565575
zengxu@xyzq.com.cn
SAC: S0190511020002

投资要点

■ 上半年回顾：外贸拖累全国吞吐量增速下滑，集装箱南北分化明显

1-6 月，全国港口共完成货物吞吐量 44.2 亿吨，同比增长 13.4%，其中外贸吞吐量 13.3 亿吨，同比增长 8.4%，外贸增速放缓是全国港口吞吐量增速下滑的主要原因。

分区域看，沿海三大港口群集装箱吞吐量增速出现分化。1-6 月，珠三角地区主要港口集装箱吞吐量平均增速为 4.4%，长三角地区主要港口集装箱吞吐量平均增速为 12.4%，明显高于珠三角地区，环渤海地区主要港口集装箱吞吐量平均增速为 17.1%，依然显示出较快增长。

分货种看，1-6 月集装箱吞吐量 7770 万 TEU，同比增长 13.1%，1-5 月；北方七港累计完成煤炭吞吐 23911.3 万吨，同比增长 21.2%；1-5 月，外贸进口铁矿石吞吐量 28712.6 万吨，同比下降 0.5%。

■ 下半年展望：吞吐量环比上半年复苏，集装箱旺季弹性更大

上半年因美国经济遭连续下调、日本地震、澳洲水灾、国际油价大涨和国内的紧缩政策等因素导致外贸集装箱、煤炭、原油、铁矿石吞吐量同比增速下滑，下半年，上述消极因素正逐渐消退，外需和内需将环比改善，港口吞吐量有望环比上半年复苏。

根据兴业宏观组的预测，美国经济三季度或出现强劲复苏，按照历史规律，下半年集装箱运输进入传统旺季，外贸箱占比高的港口将在 9 月份达到箱量高点。两重因素叠加，今年旺季可能比往年更旺。

■ 风险提示：

欧美经济复苏低于预期、国内货币紧缩超预期、大宗商品价格大幅波动

■ 投资策略：关注业绩和估值弹性较大的集装箱港口

港口公司业绩增速与港口货物吞吐量增速相关度很强，港口估值受港口的长期成长性、整合预期和外贸形势影响。短期看，美国经济三季度或出现强劲复苏，带动集装箱港口估值和业绩提升，我们推荐集装箱业务弹性较大的深赤湾、盐田港。中长线，我们推荐有资产注入预期且长期成长性突出的日照港以及估值较低、产能充裕且受益长江流域承接产业转移的上港集团。

目录

投资聚焦：关注业绩和估值弹性较大的集装箱港口	3 -
1、2011 年上半年港口业回顾	5 -
全国港口货物吞吐量增速下滑，外贸增速放缓是主因	5 -
集装箱吞吐量增速南北分化明显，内贸箱成为新增长点	5 -
煤炭吞吐继续保持较快增长，矿石吞吐量低迷	7 -
2、2011 年下半年展望	8 -
集装箱：旺季弹性更大	8 -
铁矿石：预计下半年中国铁矿石进口需求回升，但增量有限	10 -
煤炭：近看进口小复苏，远看北煤南运铁路瓶颈打开	11 -
原油吞吐：原油对外依存度不断提高，码头装卸长期看好	12 -
3、重点公司点评	13 -
上港集团：受益长江流域承接产业转移	13 -
日照港：集团资产注入连续剧，长期成长性突出	13 -
深赤湾：上半年吞吐量负增长，下半年旺季弹性大	14 -
表 1、三大区域集装箱吞吐量及增速（万 TEU）	6 -
表 2、2011 年 IMF 对世界经济的预测调整	8 -
表 3、2011 年铁矿石进口量、产量预测（万吨）	10 -
表 4、2011 年煤炭进出口、产量预测（万吨）	11 -
表 5、2011 年原油进出口、产量预测（万吨）	13 -
图 1、全国港口货物吞吐量及同比增速	5 -
图 2、全国集装箱吞吐量及同比增速	5 -
图 3、全国港口内外贸吞吐量同比增速	5 -
图 4、沿海港口分内外贸集装箱吞吐量增速	6 -
图 5、主要港口 1-5 月集装箱吞吐量及增速（万吨）	6 -
图 6、北方七港煤炭发运量及同比增速（万吨）	7 -
图 7、主要港口 1-5 月煤炭发运量及同比增速	7 -
图 8、沿海港口进口铁矿石吞吐量及同比增速（万吨）	7 -
图 9、主要港口 1-5 月进口铁矿石吞吐量及增速	7 -
图 10、原油进口量及同比增速	8 -
图 11、国内原油产量及同比增速	8 -
图 12、美国住房数据（千套）	9 -
图 13、美国失业率	9 -
图 14、出口增速和集装箱吞吐增速的回归	9 -
图 15、2001-2010 年全国港口集装箱月平均吞吐量（万 TEU）	10 -
图 16、2001-2010 年深圳港月平均吞吐量（万 TEU）	10 -
图 17、广州港内外煤到岸价（元/吨）	11 -
图 18、煤炭月度进出口量（万吨）	11 -
图 19、“西煤东运”铁路通道	12 -
图 20、GDP 增速与原油进口量增速对比	12 -
图 21、Brent 原油价格	12 -

投资聚焦：关注业绩和估值弹性较大的集装箱港口

■ 上半年回顾：外贸拖累全国吞吐量增速下滑，集装箱南北分化明显

1-6月，全国港口共完成货物吞吐量44.2亿吨，同比增长13.4%。其中外贸吞吐量13.3亿吨，同比增长8.4%，外贸增速放缓是全国港口吞吐量增速下滑的主要原因。

上半年因美国经济遭连续下调、日本地震、澳洲水灾、国际油价大涨和国内的紧随政策等因素导致外贸集装箱、煤炭、原油、铁矿石吞吐量同比增速下滑。

1-6月，集装箱吞吐量7770万TEU，同比增长13.1%。沿海三大港口群集装箱吞吐量增速出现分化。1-6月，珠三角地区主要港口集装箱吞吐量平均增速为4.4%，长三角地区主要港口集装箱吞吐量平均增速为12.4%，明显高于珠三角地区，环渤海地区主要港口集装箱吞吐量平均增速为17.1%，依然显示出较快增长。

1-5月，北方七港累计完成煤炭吞吐23911.3万吨，同比增长21.2%。外贸进口铁矿石吞吐量28712.6万吨，同比下降0.5%。营口港、唐山港煤炭吞吐量分别增长153%和50%，而秦皇岛港因基数较大且出现产能瓶颈，同比增长14%，增速慢于平均水平。

1-5月，全国各港口完成外贸进口铁矿石吞吐量28712.6万吨，同比下降0.5%，继续保持低迷。唐山港、连云港和营口港因腹地进口矿石需求增长较快，吞吐量分别增长42%、29%、24%。而天津港、青岛港、上海港因港口自身的集装箱干线港定位，影响铁矿石进口量增长。

1-6月全国进口原油12621万吨，同比增长7%，增速下滑明显（2003-2008年复合增长率为14.4%）。同期国内石油产量为10290万吨，同比增长4.5%，增速较快（2003-2008年复合增长率为2.3%）。国际油价大涨促使国内三大石油巨头加大国内石油产量，减少原油进口。

■ 下半年展望：吞吐量环比上半年复苏，集装箱旺季弹性更大

下半年，日本地震、澳洲水灾、国际油价大涨和国内紧随政策等因素正逐渐消退，外需和内需将环比改善，港口吞吐量有望环比上半年复苏。

集装箱业务，根据历史规律，下半年集装箱运输进入传统旺季，外贸箱集中的港口将在9月达到箱量高点，且根据兴业宏观组的预测，美国经济三季度或出现强劲复苏，两重因素叠加，今年旺季可能比往年更旺。

铁矿石业务，根据兴业钢铁组的预测，受益年内1000万套保障房开工的硬性要求和去年下半年低基数的影响，今年生铁产量增速将呈现前低后高的格局，预计下半年增速将达到10%，全年增速约为8%，考虑国产矿15%的增速，预计需要进口6.6亿吨铁矿石，同比增长7.38%，但随着基数的扩大，中国铁矿石进口增速已经很难回到金融危机前两位数的增长。

煤炭业务，二季度，随着澳洲水灾消退，国际煤价逐渐回调，而因对今夏电荒的担忧，国内电厂积极囤煤，拉高了煤炭价格，使得国际煤价竞争力再次出现，根据兴业煤炭组的预测，今年下半年国内煤价下滑可能性较小，内外煤保持一定差价，预计下半年煤炭进口在8000万吨上下，较上半年增长13.5%。中长期看，“西煤东运”铁路运能的扩张和释放是刺激北方港口煤炭吞吐量持续上升的主要动力。

2014 年后“西煤东运”将至少新增 4 亿吨的产能，扣除途中卸货和转运，到港煤炭估计在 2 亿吨以上。

原油业务，受国际油价大涨，今年上半年原油进口增速略有下滑，随着油价的回落，以及国内战略石油储备的推进，我们预计下半年原油进口将较上半年回升 4.8%，全年进口量增长约为 8%。

■ 风险提示：

欧美经济复苏低于预期、国内货币紧缩超预期、大宗商品价格大幅波动

■ 投资策略：关注业绩和估值弹性较大的集装箱港口

港口公司业绩增速与港口货物吞吐量增速相关度很强，港口估值受港口的长期成长性、整合预期和外贸形势影响。短期看，美国经济三季度或出现强劲复苏，带动集装箱港口估值和业绩提升，我们推荐集装箱业务弹性较大的深赤湾、盐田港。中长线，我们推荐有资产注入预期且长期成长性突出的日照港以及估值较低、产能充裕且受益长江流域承接产业转移的上港集团。

重点上市公司盈利预测、估值及评级

公司代码	公司简称	股价	EPS				PE				评级
			10	11E	12E	13E	10	11E	12E	13E	
600018	上港集团	3.85	0.24	0.28	0.32	0.37	16	14	12	10	强烈推荐
600017	日照港	4.11	0.16	0.18	0.21	0.27	25	23	20	15	强烈推荐
000022	深赤湾 A	14.86	0.93	0.88	1.02	1.18	16	17	15	13	推荐
601880	大连港	3.81	0.18	0.21	0.23	0.26	21	18	17	15	推荐
600190	锦州港	4.46	0.14	0.16	0.17	0.20	32	29	27	22	中性
	港口平均						22	20	18	15	

资料来源：公司公告、兴业证券研究所 注：更新时间 2011.7.20

1、2011 年上半年港口业回顾

全国港口货物吞吐量增速下滑，外贸增速放缓是主因

1-6 月，全国港口共完成货物吞吐 44.2 亿吨，同比增长 13.4%，其中 1-3 月同比增长 15.4%，4-6 月，因去年基数较高，增速下滑至 12.3%。1-6 月集装箱吞吐量 7770 万 TEU，同比增长 13.1%，其中 1-3 月同比增长 13.5%，4-6 月，增速下滑至 12.5%。

分内外贸看，1-6 月，全国港口实现外贸吞吐量 13.3 亿吨，同比增长 8.4%，内贸吞吐量 30.9 亿吨，同比增长 15.7%，外贸吞吐量增速下滑是全国港口吞吐量增速下滑的主要原因。

图 1、全国港口货物吞吐量及同比增速

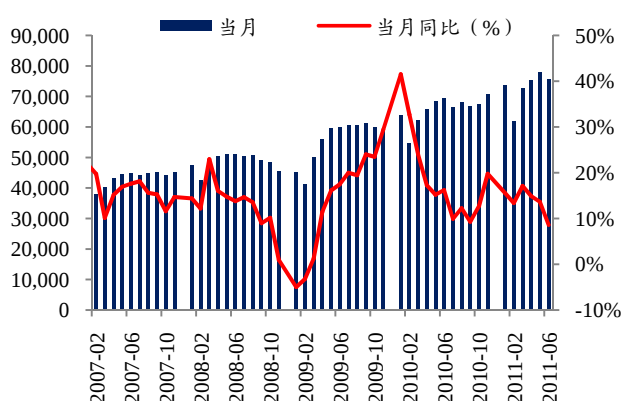


图 2、全国集装箱吞吐量及同比增速



数据来源：Wind、兴业证券研究所

图 3、全国港口内外贸吞吐量同比增速

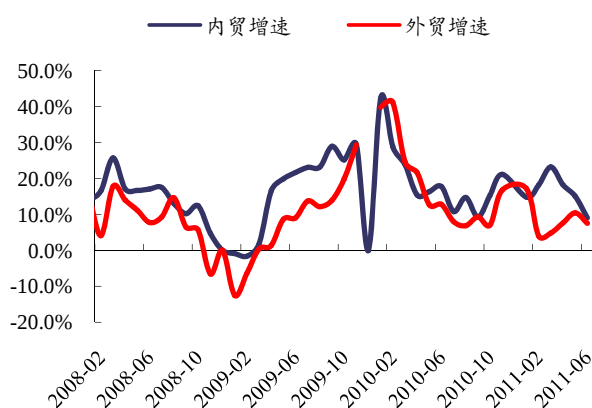
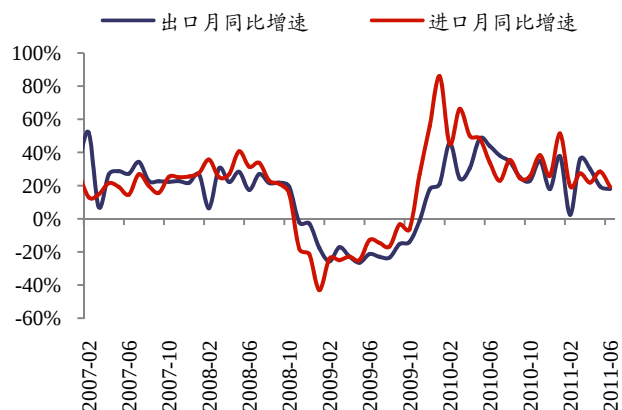


图 4、中国进出口同比增速



数据来源：Wind、兴业证券研究所

集装箱吞吐量增速南北分化明显，内贸箱成为新增长点

受加工制造业从南往北，从东向西逐渐转移的影响，沿海三大港口群集装箱吞吐量增速出现分化。1-6 月，珠三角地区主要港口（深圳、广州、厦门）集装箱吞吐量平均增速为 4.4%，长三角地区主要港口（上海、宁波、连云港）集装箱吞吐量平均增速为 12.4%，明显高于珠三角地区，环渤海地区主要港口（天津、青岛、大连）集装箱吞吐量平均增速为 17.1%，依然显示出较快增长。长三角地区港口

尽管也面临产业转移压力，但因为腹地区域广阔，且拥有长江水道作转运支撑，因此货量增速下滑并不明显。

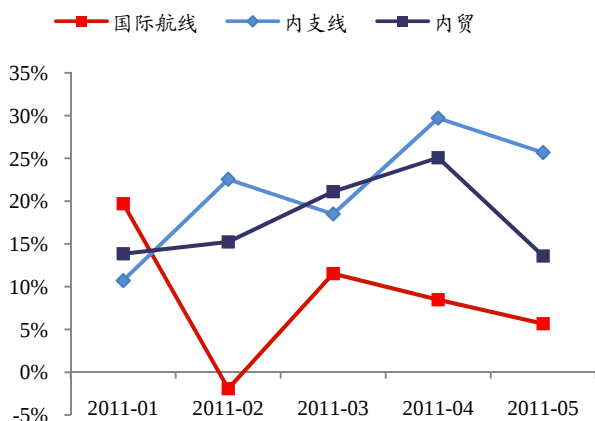
表 1、三大区域集装箱吞吐量及增速（万 TEU）

	2007	2008	2009	2010	2011 年 1-6 月
天津	710	850.3	870.4	1008.0	555.8
YOY	19.33%	19.76%	2.36%	15.84%	18.07%
青岛	946	1002.4	1026.24	1201.2	656.7
YOY	22.86%	5.97%	2.37%	17.04%	15.60%
大连	381	452.55	457.65	524.2	290.4
YOY	18.69%	18.78%	1.13	14.54%	18.55%
环渤海主要港口合计	2037	2305.3	2354.3	2733.4	1502.9
YOY	-	13.2%	2.1%	16.1%	17.07%
上海	2615	2800.6	2500.2	2906.9	1529.5
YOY	20.40%	7.10%	-10.73%	16.27%	10.39%
宁波-舟山	943	1093.4	1053.3	1314.4	715.5
YOY	32.07%	15.95%	-3.94%	25.14	14.03%
连云港	202.5	300.1	303.2	387.0	232.3
YOY	-	48.22%	1.29%	25.41%	21.80%
长三角主要港口合计	3760.5	4194.1	3856.7	4608.3	2477.3
YOY	-	11.53%	-8.04%	19.49%	12.41%
深圳	2110	2141.6	1825.0	2251.0	1065.0
YOY	14.24%	1.5%	-14.78%	23.34%	2.14%
广州	926	1100.1	1120.0	1255.0	649.7
YOY	39.00%	18.81%	1.80%	12.30%	8.23%
厦门	463	503.46	468.04	582.0	287.2
YOY	15.46%	8.74%	-7.04	24.34%	4.89%
珠三角主要港口合计	3499	3745.2	3413.0	4088.0	2001.9
YOY	-	7.0%	-8.9%	19.8%	4.44%
全国港口合计	11400	12800	12200	14500	7769.6
YOY	21.78%	12.28%	-4.69%	18.85%	13.09%

数据来源：Wind、兴业证券研究所

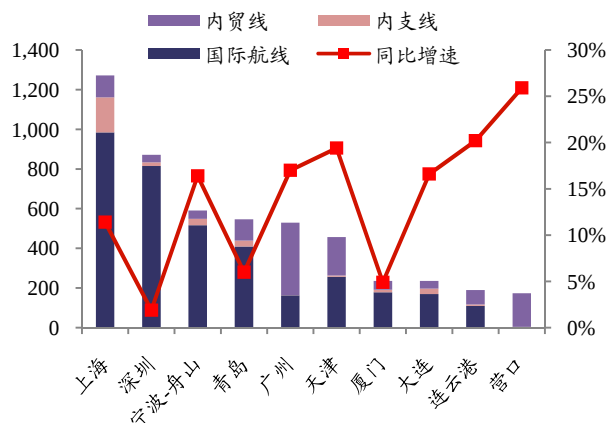
随着集装箱港口产能的急剧扩张和激烈竞争，而实际外贸货量增长不能充分喂给新增产能，内贸航线和内支线的拓展成为支线港口的生存之道。2011 年 1-5 月国际航线、内支线和内贸航线集装箱吞吐量分别同比增长 8.9%、21.3%和 17.9%。分港口看，1-5 月内贸航线占比较高的集装箱支线港如营口港、连云港、天津港、广州港集装箱吞吐量增速要明显快于国际航线占比高的上海港、深圳港、青岛港和厦门港。

图 4、沿海港口分内外贸集装箱吞吐量增速



数据来源：交通部、兴业证券研究所

图 5、主要港口 1-5 月集装箱吞吐量及增速（万吨）



煤炭吞吐继续保持较快增长，矿石吞吐量低迷

1-5月占全国煤炭发运量89%的北方七港（秦皇岛、天津、黄骅、京唐、青岛、日照、连云港）累计完成煤炭吞吐23911.3万吨，同比增长21.2%。分港口看，1-5月，营口港、唐山港煤炭吞吐量分别增长153%和50%，而秦皇岛港因基数较大且出现产能瓶颈，增速慢于平均水平。

图 6、北方七港煤炭发运量及同比增速（万吨）

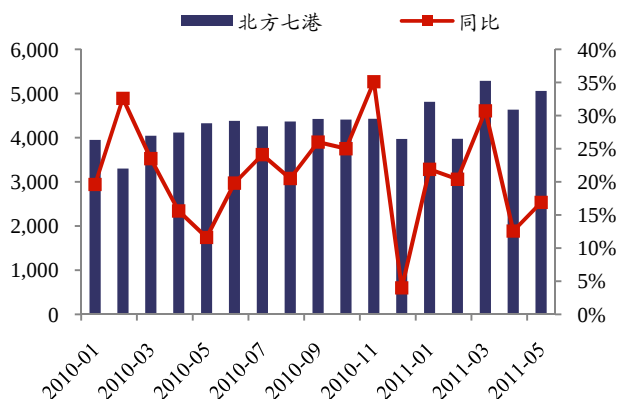
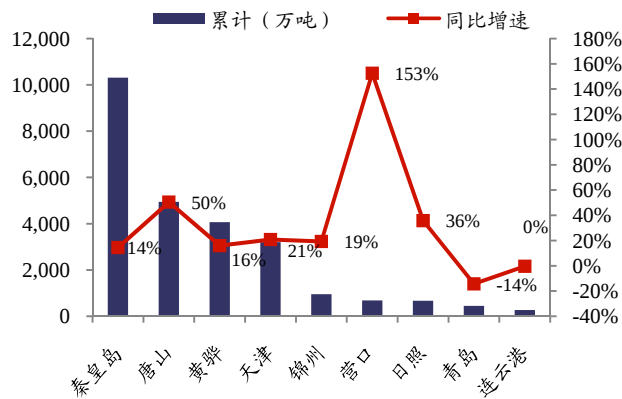


图 7、主要港口 1-5 月煤炭发运量及同比增速



数据来源：交通部、兴业证券研究所

1-5 月全国各港口完成外贸进口铁矿石吞吐量 28712.6 万吨，同比下降 0.5%（因统计口径不同，海关统计 1-5 月进口铁矿石 28325 万吨，同比增长 8.1%），继续保持低迷。分港口看，1-5 月唐山港、连云港和营口港因腹地进口矿石需求增长较快，吞吐量分别增长 42%、29%、24%。而天津港、青岛港、上海港因港口自身的集装箱干线港定位，影响铁矿石进口量增长。

图 8、沿海港口进口铁矿石吞吐量及同比增速（万吨）

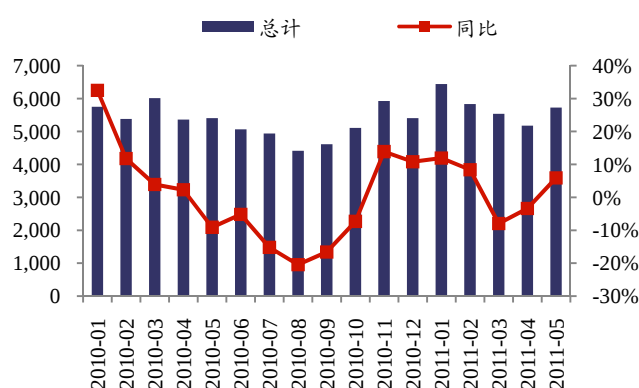
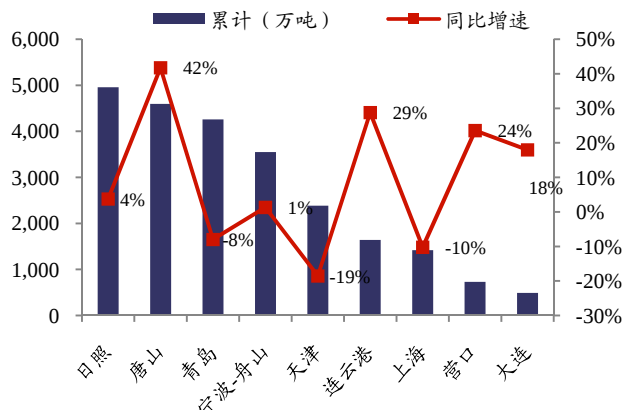


图 9、主要港口 1-5 月进口铁矿石吞吐量及增速



数据来源：交通部、兴业证券研究所

1-6 月全国进口原油 12621 万吨，同比增长 7%，增速下滑明显（2003-2008 年复合增长率为 14.4%）。同期国内石油产量为 10290 万吨，同比增长 4.5%，增速较快（2003-2008 年复合增长率为 2.3%）。国际油价大涨促使国内三大石油巨头加大国内石油产量，减少原油进口。

图 10、原油进口量及同比增速

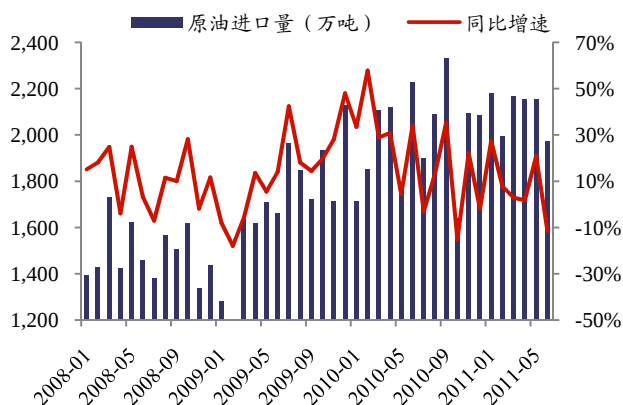
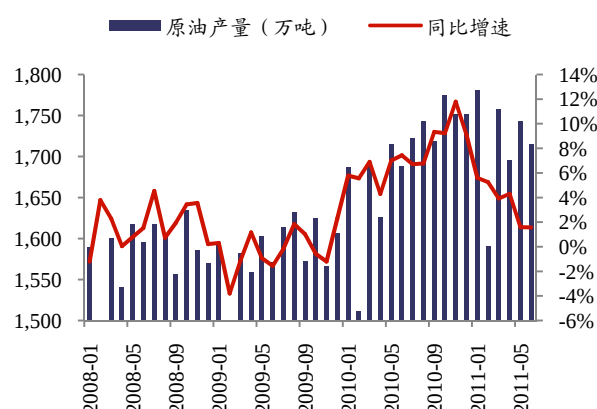


图 11、国内原油产量及同比增速



数据来源：Wind、兴业证券研究所

2、2011 年下半年展望

集装箱：旺季弹性更大

● 美国经济上半年遭连续下调，下半年复苏有望超预期

在各国政府的政策刺激下，2010 年全球经济走出衰退，通向复苏之路，进入 2011 年，全球经济复苏进程并不乐观。兴业宏观组在《下半年美国经济强势反弹可期，何谈 QE3？》(20110619)中认为，因 1) 日本地震致供应链断裂造成制造业特别是汽车制造业的大幅减产；2) 4、5 月罕见极端天气影响地产相关行业。3) 汽油价格对经济的制约，国际货币基金组织在二季度两次下调 2011 年美国经济增长率。

表 2、2011 年 IMF 对世界经济的预测调整

	2009	2010	1 月预测 2011	4 月预测 2011	6 月预测 2011	1 月预测 2012	4 月预测 2012	6 月预测 2012
WorldOutput	-0.5	5.1	4.4	4.4	4.3	4.5	4.5	4.5
AdvancedEconomies	-3.4	3	2.5	2.4	2.2	2.5	2.6	2.6
UnitedStates	-2.6	2.9	3	2.8	2.5	2.7	2.9	2.7
EuroArea	-4.1	1.8	1.5	1.6	2	1.7	1.8	1.7
Japan	-6.3	4	1.6	1.4	-0.7	1.8	2.1	2.9
UnitedKingdom	-4.9	1.3	2	1.7	1.5	2.3	2.3	2.3
EmergingandDevelopingEconomies	2.6	7.1	6.5	6.5	6.6	6.5	6.5	6.4
DevelopingAsia	7.2	9.6	8.4	8.4	8.4	8.4	8.4	8.4
China	9.2	10.3	9.6	9.6	9.6	9.5	9.5	9.5
India	6.8	10.4	8.4	8.2	8.2	8	7.8	7.8

数据来源：IMF、兴业证券研究所

图 12、美国住房数据（千套）

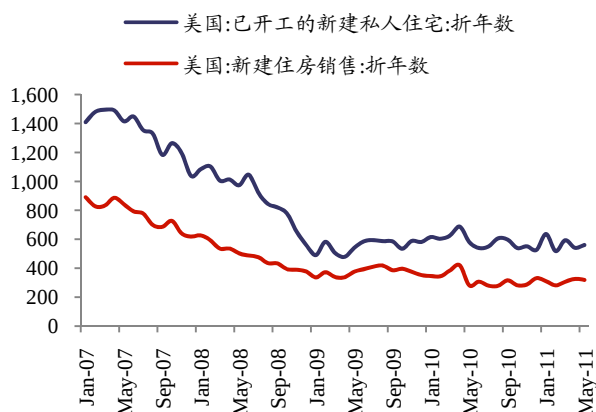
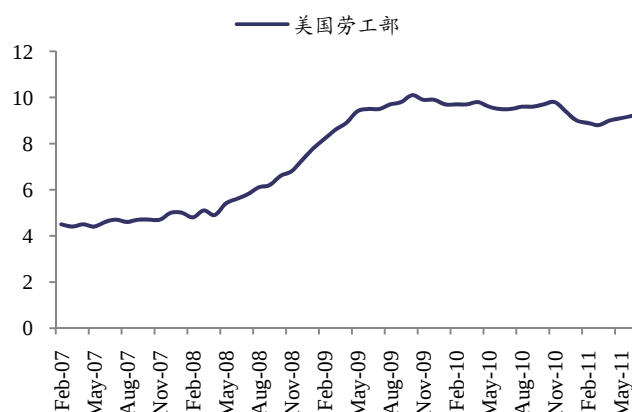


图 13、美国失业率



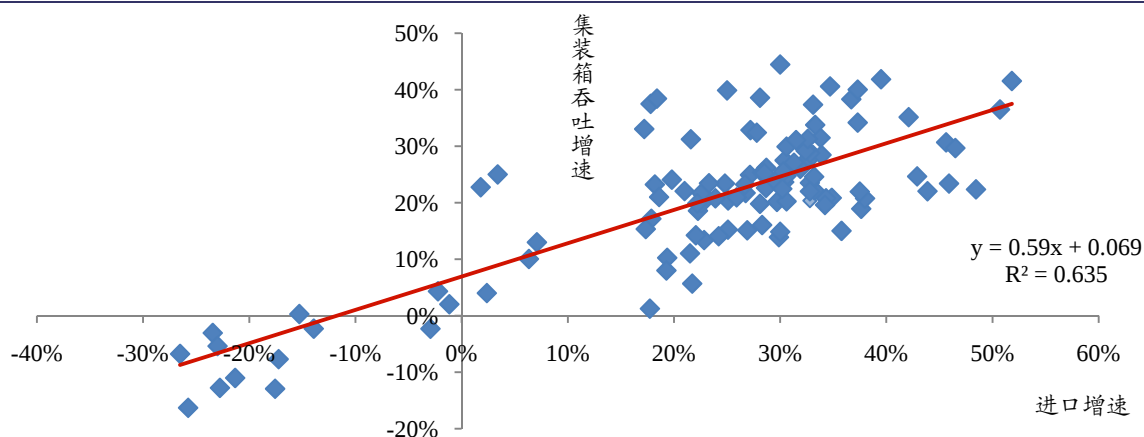
数据来源：Wind、兴业证券研究所

兴业宏观组同时认为，油价、天气、日本等负面因素都是短期问题，不应制约美国中长期复苏进程。目前美国经济短板正在补齐，日本制造业已从谷底反弹，供应链正快速修复，日本三大车厂纷纷表示3季度将逐步复产，而极低的汽车库存意味着3季度美国汽车行业的补库存将异常强劲。汽油价格近期的回落使得美国居民消费需求有望在3季度释放。地产开工情况在恶劣天气过后也将逐步恢复。种种迹象表明，短期内负面数据“利空出尽”之后，三季度美国的反弹可能超预期。

● 下半年贸易复苏超预期，推动集装箱吞吐量快速增长

我们对2001年以来全国集装箱月吞吐增速和出口增速做回归分析发现，两者之间相关性较强1%的出口增速将拉动0.59%的集装箱吞吐量增速。我们预计下半年美国经济复苏有望超预期，在外需的拉动下，集装箱吞吐量增速向上修正的概率较大。

图 14、出口增速和集装箱吞吐增速的回归



数据来源：Wind、兴业证券研究所

根据历史规律，下半年集装箱运输进入传统旺季，2001-2010年全国港口集装箱月平均吞吐量7-12月比1-6月高14.2%，12月份是年内最高点，主要原因春节前内贸箱叠加外贸箱集中出货。9月份是年内次高点，主要是欧美圣诞消费拉动的外

贸箱集中出货。这一现象在外贸箱占比达 93.5% 的深圳港尤其明显。9 月份是深圳港集装箱吞吐量最高的月份，平均吞吐量比其他月份高 17.9%。下半年旺季箱量的增长，华南集装箱港口产能瓶颈或再次显现，将有利于明年装卸费率的提价。

图 15、2001-2010 年全国港口集装箱月平均吞吐量 (万 TEU)

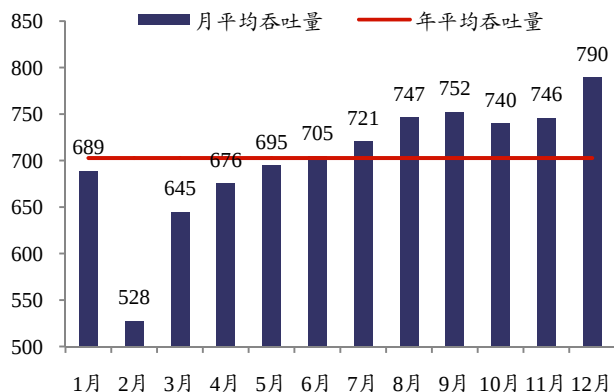
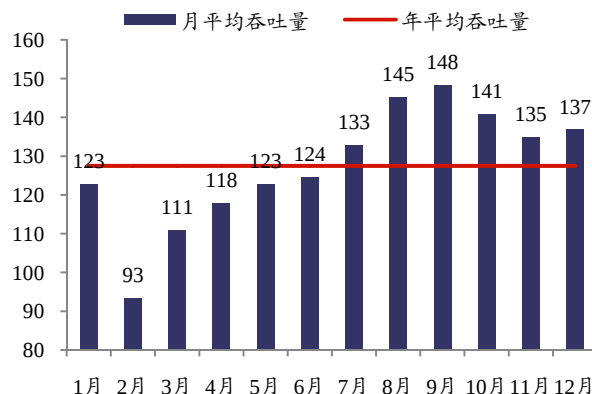


图 16、2001-2010 年深圳港月平均吞吐量 (万 TEU)



数据来源: Wind、兴业证券研究所

铁矿石: 预计下半年中国铁矿石进口需求回升, 但增量有限

受房地产调控和紧缩政策的影响, 去年下半年全国生铁产量出现负增长, 进入 2011 年, 紧缩政策力度不减, 1-6 月生铁产量同比增速回升至 6.2%, 但较去年同期增速仍大幅下滑。根据兴业钢铁组的预测, 受益年内 1000 万套保障房开工的硬性要求和去年下半年低基数的影响, 今年生铁产量增速将呈现前低后高的格局, 预计下半年增速将达到 10%, 全年增速约为 8%。高企的矿石价格将继续刺激矿企加大国产矿的开采, 预计今年全年国产矿可达到 15% 的增速, 按照国产矿 18% 的品味计算, 维持 8% 的生铁产量需要进口 6.6 亿吨铁矿石, 同比增长 7.38%, 但随着基数的扩大, 中国铁矿石进口增速已经很难回到金融危机前两位数的增长。

表 3、2011 年铁矿石进口量、产量预测 (万吨)

年份	生铁产量	生铁产量增速	所需 63.5% 品味铁矿粉量	铁矿石进口	铁矿石进口增速	国产铁矿石原矿产量	国产矿增速	国产矿品味	换算成 63.5 品味的国产矿
2001	14601	-	23362	9239	-	21728	-	41.28%	14123
2002	16876	15.58%	27002	11149	20.67%	22661	4.29%	44.42%	15853
2003	20076	18.96%	32122	14820	32.93%	25750	13.63%	42.67%	17302
2004	24998	24.52%	39997	20808	40.40%	28977	12.53%	42.05%	19189
2005	32731	30.94%	52370	27525	32.28%	39675	36.92%	39.76%	24845
2006	40540	23.86%	64864	32632	18.55%	57397	44.67%	35.66%	32232
2007	46692	15.17%	74707	38367	17.57%	69803	21.61%	33.06%	36340
2008	46831	0.30%	74929	44414	15.76%	78482	12.43%	24.69%	30515
2009	54061	15.44%	86498	62835	41.47%	87465	11.45%	17.18%	23663
2010	58556	8.31%	93689	61908	-1.47%	106474	21.73%	18.95%	31781
2010H1	32185	6.20%	51496	33453	8.12%	56491	16.54%	19.64%	18043
2011E	63240	8.00%	101184	66475	7.38%	122445	15.00%	18.00%	34709

数据来源: Wind、兴业证券研究所

煤炭：近看进口小复苏，远看北煤南运铁路瓶颈打开

一季度，澳洲洪水造成全球煤炭供给紧缺，国际煤炭价格大涨，大幅超过国内煤价，受此影响，1-3月我国煤炭进口3237万吨，同比下滑26%，二季度，随着澳洲水灾消退，国际煤价逐渐回调，而因对今夏电荒的担忧，国内电厂积极囤煤，拉高了煤炭价格，使得国际煤炭竞争力再次出现，4-6月我国煤炭进口3812万吨，同比增长5.2%。根据兴业煤炭组的分析，今年下半年国内煤价下滑可能性较小，内外煤保持一定差价，预计下半年煤炭进口在8000万吨上下，较上半年增长13.5%。

图 17、广州港内外煤到岸价（元/吨）

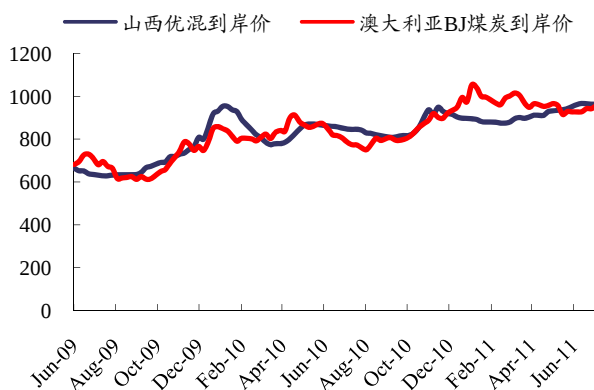
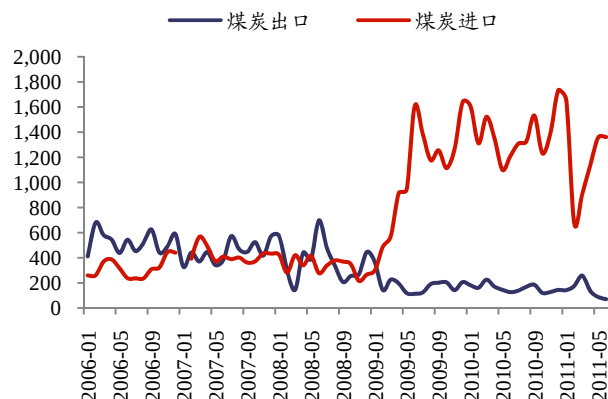


图 18、煤炭月度进出口量（万吨）



数据来源：Wind、兴业证券研究所

表 4、2011 年煤炭进出口、产量预测（万吨）

年份	煤炭产量	YOY	煤炭进口量	YOY	煤炭出口量	YOY
2004	156,521	-	1,858	-	8,656	-
2005	180,991	15.63%	2,614	40.69%	7,167	-17.20%
2006	206,367	14.02%	3,824	46.29%	6,324	-11.76%
2007	229,892	11.40%	4,628	21.03%	5,317	-15.92%
2008	258,566	12.47%	4,081	-11.82%	4,544	-14.54%
2009	298,399	15.41%	12,663	210.29%	2,238	-50.75%
2010	324,000	8.58%	16,624	31.28%	1,903	-14.97%
2011H1	178,200	12.99%	7,049	-13.07%	8,75	-13.70%
2011E	362,880	12%	15,049	-9.47%	1837.5	-3.44%

数据来源：Wind、兴业证券研究所

中国是煤炭产出大国，而亚洲煤炭供给偏紧，中国煤炭产量和进口量存在动态平衡，进口量一旦增大，拉动国际煤价，反而抑制进口，因此，进口煤炭增长将与煤炭消耗量增长相近，大幅提升可能性不大，“西煤东运”、“北煤南运”依然是煤炭供给的主要方式。

沿海煤炭“北煤南运”的主要瓶颈依然是通达港口的铁路运能不足，中长期看，“西煤东运”铁路运能的扩张和释放是刺激北方港口煤炭吞吐量持续上升的主要动力。2014年前，北方地区新增赤锦铁路、准格尔-张家口-曹妃甸铁路、晋中南煤炭通道三条年吞吐1亿吨/年的煤炭专用通道，大秦铁路运能有望从2010年的4亿吨提升到5亿吨，2014年后西煤东运将至少新增4亿吨的产能，扣除途中卸货和转运，到港煤炭估计在2亿吨以上，相当于新增一个秦皇岛港的吞吐量。

图 19、“西煤东运”铁路通道

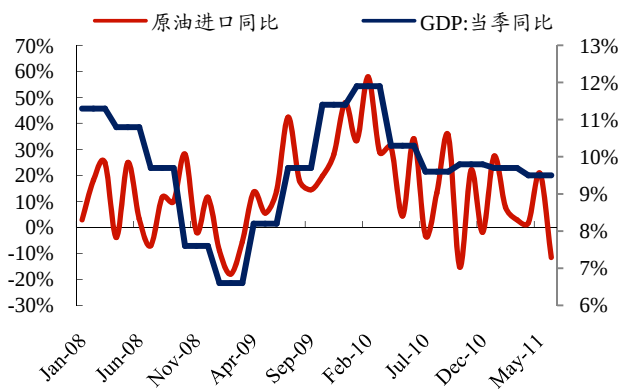


数据来源：铁道部、兴业证券研究所

原油吞吐：原油对外依存度不断提高，码头装卸长期看好

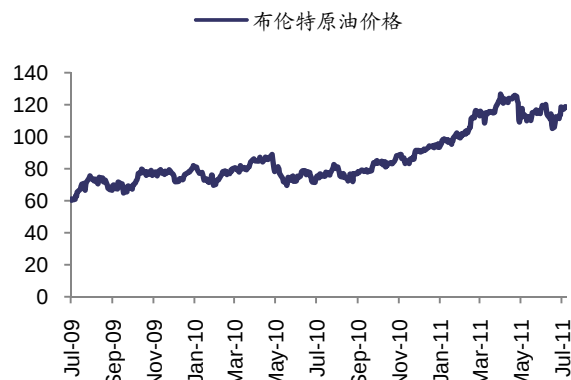
受国际油价大涨，今年上半年原油进口增速略有下滑，随着油价的回落，以及国内战略石油储备的推进，我们预计下半年原油进口将较上半年回升 4.8%，全年进口量增长约为 8%。

图 20、GDP 增速与原油进口量增速对比



数据来源：Wind、兴业证券研究所

图 21、Brent 原油价格



2000 年之后，中国石油进口量大增，但码头接卸能力严重不足，近年来，随着 30 万吨级原油码头的大量投产，原油装卸产能大幅增长，2005-2010 年原油进口吞吐量年复合增长率为 13.5%，而原油装卸能力年复合增长率为 27.4%，供给增速大大高于需求，到 2010 年原油装卸能力出现 7788 万吨的过剩（大约为 3-4 个 30 万吨级原油码头的装卸能力）。我们认为，原油码头的过剩是暂时，中国原油对外依存度提高是大趋势，且适合建设 30 万吨级以上原油码头的岸线资源有限，因此原油码头的盈利能力值得长期看好。

表 5、2011 年原油进出口、产量预测（万吨）

年份	原油产量	YOY	原油进口量	YOY	原油出口量	YOY	原油消费量	YOY	对外依存度
2004	17,587	3.70%	12,272	34.68%	549	-32.47%	29,000		42.32%
2005	18,084	2.82%	12,682	3.34%	807	46.99%	30,000	3.45%	42.27%
2006	18,368	1.57%	14,518	14.48%	634	-21.44%	32,000	6.67%	45.37%
2007	18,666	1.62%	16,317	12.39%	389	-38.64%	34,600	8.13%	47.16%
2008	18,973	1.65%	17,888	9.63%	416	6.94%	36,445	5.33%	49.08%
2009	18,949	-0.13%	20,379	13.93%	507	21.88%	38,811	6.49%	52.51%
2010	20,302	7.14%	23,931	17.43%	303	-40.24%			
2011H1	10,290	4.49%	12,621	6.98%	130	14.04%			
2011E	21,317	5%	25,845	8%	342	13%			

数据来源：Wind、兴业证券研究所

3、重点公司点评

上港集团：受益长江流域承接产业转移

1、高基数下集装箱装卸量稳定增长

1-6 月，上港集团集装箱吞吐量为 1529 万 TEU，约占全国集装箱吞吐量的 20%，累计同比增长 10.4%，略低于全国增速。其中洋山港区吞吐量为 627.5 万 TEU，占全港集装箱吞吐量的 41%，累计同比增长 33%。上海港为全球第一大集装箱港口，在如此高基数情况下取得稳定增长，主要得益于洋山港区辐射能力的扩大和长江流域承接产业转移的长期发展支撑。

2、收购洋山二期、三期影响二季度 EPS 1 分钱

公司收购的洋山二期、三期于二季度并表，而收入已经体现在前几期报表中，本次收购将增加全年折旧利息 5.36 亿元（税后），折合减少单季度 EPS 约 1 分钱，但预计公司将利用地产业务结算收益来对冲收购洋山二期、三期对利润的影响。

3、盈利预测和估值

我们预计全年吞吐量为 3198 万 TEU，同比增长 11%。维持公司盈利预测（11/12/13 年 EPS 0.28/0.32/0.37 元，11/12/13 年 PE 14/12/10 倍）（不含地产业务），公司估值较低且长期成长稳定，维持“强烈推荐”评级。

日照港：集团资产注入连续剧，长期成长性突出

1、收购木片粮食码头及昱桥公司少数股东权益

6 月 20 日公司公告定向增发收购集团除集装箱码头（刚刚获得微利）和油品码头（仍然在建）外的所有码头资产、昱桥公司的少数股东权益和拖轮、理货业务。

本次收购解决了同业竞争，完善了业务结构，提升了盈利能力。从公司过往收购历史看，集团资产评估值溢价幅度通常在 10% - 20% 之间，收购市盈率在 12 倍左右，我们预计本次收购将增厚公司业绩。本次收购后，集团在未来 3 年将继续注入集装箱码头和油品码头，其中油品码头未来盈利前景最为可观。

2、2015 年之前公司吞吐量仍将快速增长

公司未来货量增长点：煤炭+矿石+钢材。其中，煤炭增量主要来自 2013 年底晋中南煤炭通道全线贯通，预计给日照港带来增量约 5000 万吨；矿石和钢材增量主要来自日照精品钢基地于 2012 年底建成，预计给公司带来 1600 万吨矿石增量和 400 - 500 万吨钢材下水量。

3、1-6 月生产经营形势良好

1-6 月，公司累计完成货物吞吐量 10504 万吨，同比增长 8.8%。其中，进口铁矿石完成 7124.4 万吨，同比增长 4.2%，而全国同期下降 0.5%；煤炭完成 1565 万吨，同比增长 10.9%。同期，日照港全港累计完成货物吞吐量 13097 万吨，同比增长 15.7%，增速高于股份公司，主要是未注入的集装箱、木片、粮食、原油码头增长较快。

4、盈利预测和估值

根据上半年运行情况，我们判断全年吞吐量有望达到 2.1 亿吨，同比增长 11.8%。维持公司盈利预测（11/12/13 年 EPS 0.18/0.21/0.27 元，11/12/13 年 PE 23/20/15 倍）。鉴于公司长期成长性突出、确定性高，资产注入增厚明确，维持公司“强烈推荐”评级。

深赤湾：上半年吞吐量负增长，下半年旺季弹性大

1、1-6 月集装箱吞吐量负增长

1-6 月公司实现集装箱吞吐量 280.5 万 TEU，同比下降 4.9%，而深圳全港增速约为 2.14%。大铲湾港区投产导致的分流以及腹地产业转移导致整体货源减少是公司集装箱吞吐量下滑的主要原因。

2、集装箱码头产能达到瓶颈，麻涌散货码头有望成为增长来源

公司赤湾和妈湾港区的年设计吞吐能力大约为 300 万 TEU 和 150 万 TEU，2010 年两个港区吞吐量分别为 416 万 TEU 和 196 万 TEU，产能利用率高达 139% 和 131%，现有码头箱量提升空间有限。正在进行的 13 号码头改造工程，预计在 2012 年初左右投产，投产后可增加 50 万 TEU 的吞吐能力。

麻涌港区一期项目已投产运营，二期项目已经投资建设，公司以增资扩股的方式吸收益海嘉里投资入股麻涌港区，为公司散杂货业务的后续发展打开空间。另公司计划启动化肥业务由赤湾港区向麻涌港区的转移，未来两港业务结构将更趋合理，资源利用效率也将不断提升。

3、盈利预测和估值

下半年是集装箱运输旺季，我们预计下半年公司集装箱吞吐量与去年同期持平，为 320 万 TEU，累计全年实现吞吐量 600.5 万 TEU，同比降低 2.3%。维持公司盈利预测（11/12/13 年 EPS 0.88/1.02/1.18 元，11/12/13 年 PE 17/15/13 倍）。考虑公司集装箱业务占比高，一旦欧美需求强劲服务，公司估值将快速提升。维持公司“推荐”评级。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 15 楼 1502-1503

邮编: 518048

传真: 0755-82562090

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列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本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com 信息披露栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列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本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。