



行业：航运、港口

2013 年中期航运、港口投资策略

特货海运或将进入安全区，港口业务整体平淡

航运、港口评级：中性

投资要点：

干散货、集装箱、油运：中性  
特货海运：增持

### 行业板块与大盘走势比较图



分析师：孟令茹  
执业证书编号：S0760511010011  
电话：0351-8686978  
邮箱：menglingru@sxzq.com  
联系人：张小玲  
电话：0351-8686990  
邮箱：sxzqyjfb@i618.com.cn

- **2013 年下半年航运投资策略：特货关注筑底，集运及散货关注阶段性反弹。** 航运市场运力增速正在放缓，但是基于前期较多的运力存量和未来船舶订单交付，航运市场运力过剩矛盾依然难以缓解，干散货、集装箱、油品海运市场长期投资机会尚需等待，维持航运市场的“中性”评级。但是干散货及集装箱两个海运子行业的阶段性反弹或可期待；特货海运市场基于 2014 年多用途船运输市场运力将首先负增长，当前特货运输需求已现回暖，业绩明显改善或将在 2014 年出现，长期投资机会渐显，给予特货海运板块“增持”评级，激进型的长期投资者可以布局。此外，政府对航运业的扶持政策值得期待，或将成为航运板块阶段性反弹的催化剂，相关信息显示，发改委和交通部正在牵头研究制定促进航运业发展的相关指导性意见，计划下半年正式上报国务院。
- **2013 年下半年港口投资策略：关注集装箱及业务逐步转型的港口企业。** 目前港口板块 PE 绝对估值与上证 A 股基本持平，相对估值上，较历史均值折价 55.13%，具备相对优势。但是在国内经济进行结构转型的背景下，港口业务低速增长是长期趋势，加上港口装卸费率上调在航运市场依然低迷的环境中被压制，缺乏上涨的催化剂，港口板块未来超越大盘的可能性不大，给予港口板块“中性”评级。但是在当前经济格局下，房地产和汽车销量尚好，短期内以投资拉动经济增长的格局不变，预计下半年港口业务相对稳定，不会太差。主要看点在于：在外围市场逐步好转的环境下，关注下半年集装箱业务逐步好转的集装箱公司、业务逐步转型的港口公司及一直为资产重组不断努力的港口公司。
- **2013 年下半年交运板块投资组合推荐。** 除航运板块部分上市公司存在阶段性交易机会和北海港一直存在重组预期外，其他板块公司的推荐逻辑主要基于基本面较为稳健，且估值水平相对较低，投资安全边际相对安全。具体投资组合具体包括中海集运、ST 远洋、中远航运、深赤湾 A、上港集团、芜湖港、北海港、大秦铁路、飞力达、中储股份和怡亚通。
- **投资风险：** 燃油价格大幅上涨；3 季度钢材消费市场低于预期；弱化 4 季度干散货运输旺季需求；国内外增速低于预期。



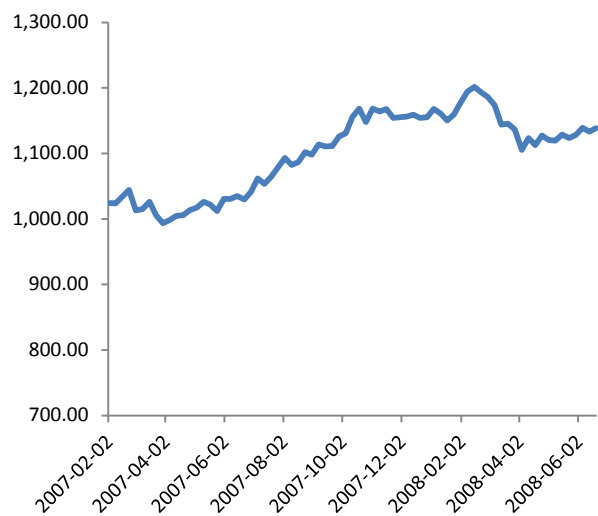
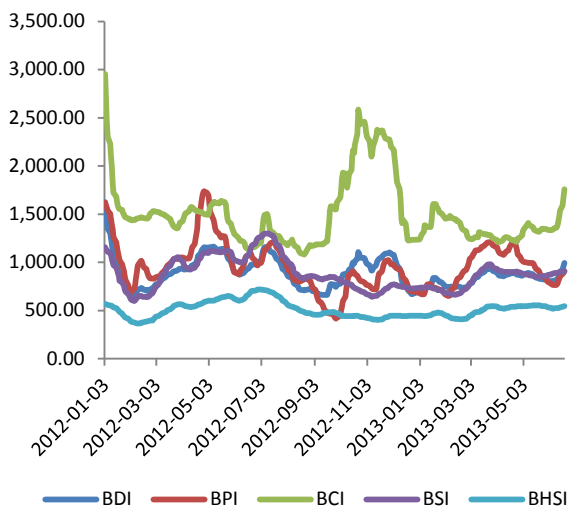
## 一、航运业：散货、集运阶段性反弹或可期，特货运输或将触底

### 13 年上半年航运市场回顾：子行业表现不一，整体看不尽人意。

**干散货海运市场：整体表现逊于去年，但阶段性回暖正在进行。**受干散货海运市场运力过剩、需求不济的影响，2013 年上半年干散货运价与去年相比小幅下跌，这是自金融危机以来连续第 4 年回落，截止 2013 年 6 月 19 日，BDI 均值为 827.17 点，较去年同期下跌 12.48%，较 2012 年全年下跌 9.89%。尽管整体表现逊于去年，但阶段性回暖正在进行：5 月份以来受中国部分钢厂及贸易商返回市场补充铁矿石库存、世界煤炭活动小幅增加影响，好望角船运价指数自 6 月上旬开始反弹至今（6 月 19 日），此次反弹幅度已达 24%至 995 点，创下 2013 年来年内新高，短期看，这一走势有望延续。受此影响，干散货船 TCE 收入也大幅上涨。

图 1. 世界干散货运价指数走势

图 2. 中国出口集装箱综合运价指数走势



资料来源：wind

资料来源：wind

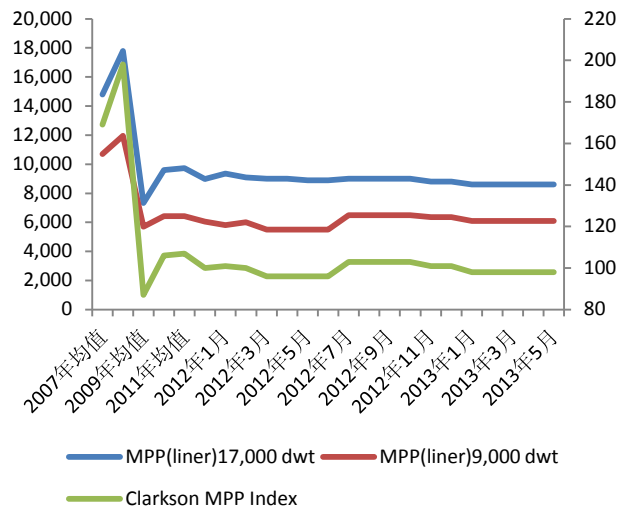
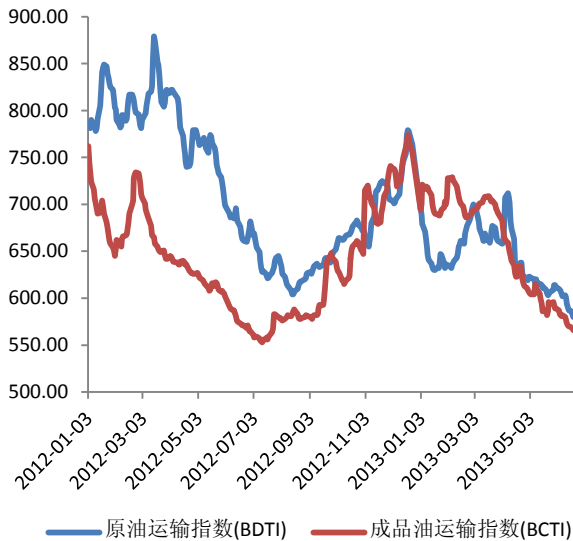
**集装箱海运市场：大船交付压力不断侵蚀船东涨价成果，集运运价不断下探。**受 2013 年 1 月份贸易商春节前集中出货小高峰的影响，当时集运运价出现阶段性反弹，随后运价呈现下跌走势；从 3 月开始，船东为弥补经营成本，以及为赢取欧美线运价谈判优势而纷纷执行涨价计划，但是在船东不断交付、需求依然疲弱的压力下，3 月份以来的集运船东涨价成果逐渐被侵蚀，其中，欧洲地中海航线的运价跌幅较大，美线受美国需求回暖的影响跌幅相对较小。截止 2013 年 6 月 14 日，中国出口集装箱运价指数为 1035.03 点，较年初下跌 7.05%，2013 年以来均值



为 1100.23 点，较 2012 年均值仅下跌 1.83%，基于 2013 年以来整体运营情况较 2012 年上半年相比未现大幅恶化，集运船东资金相对充足，抢占市场份额的动机超过涨价动机，这也为船东上半年以来利用集运寡头垄断市场结构推出的涨价计划逐渐流产埋下了伏笔。目前集装箱运价指数依然处在弱势徘徊阶段。

图 3. 世界油品运价指数走势

图 4. 多用途船运价指数走势



资料来源：wind

资料来源：克拉克森

**油品海运市场：原油运输市场景气度继续回落，成品油市场与去年持平。**由于单壳油轮拆借高峰期已过，油轮拆借量大幅放缓，而新船依然持续交付，2013 年以来，原油船队运力增长较快，运力过剩矛盾严重。在此环境下，原油运输市场基本延续了 2012 年运价持续下滑的态势。2013 年 6 月 19 日，波罗的海原油运价指数为 643.26 点，较年初下跌 24.08%，2013 年以来原油运价指数均值为 643.26 点，较 2012 年同期下跌 17.84%，较 2012 年全年均值下跌 10.56%；2013 年 6 月 19 日，成品油运价指数为 566 点，较年初下跌 25.13%，2013 年以来波罗的海成品油运价指数均值为 658.26 点，较去年同期相比微幅增加 0.84%，较 2012 年全年小幅上涨 2.65%。目前原油运价指数和成品油运价指数依然处于下跌趋势之中，未现回暖迹象。

**多用途船海运市场：景气度与去年基本持平，运价止跌企稳迹象明显。**在多用途船运市场需求低位回暖及灵便型船运力供给过剩矛盾相对较小的影响下，与小型干散货船运价指数相关度较高的多用途船运输市场



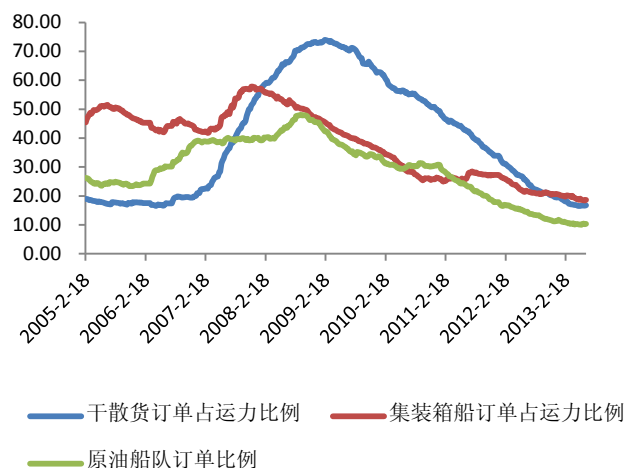
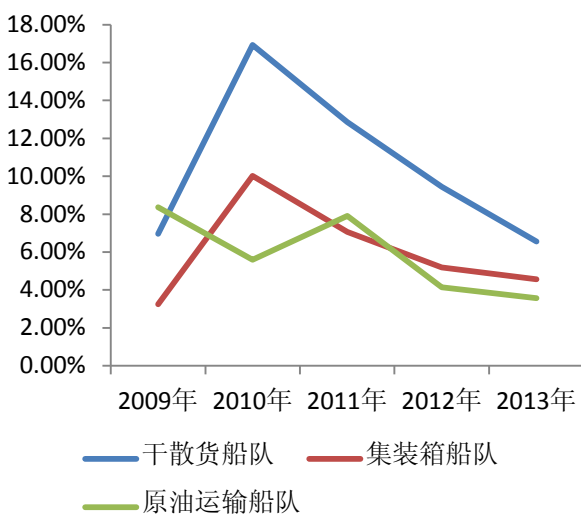
基本保持了与去年相似的景气度。克拉克森数据显示，2013年以来多用途船运价指数一直保持在98点的水平，连续5个月止跌，并保持稳定。2013年前5个月，多用途船运价指数均值为98点，较去年同期小幅上涨0.20%，较2012全年均值回落2%。从船型看，较小船型6-12月期租收入呈现小幅上涨，较大船型期租收入小幅下跌，其中，2013年前5个月，1.7万载重吨的多用途船TCE收入均值为6100美元/天，较去年同期上涨7.77%，0.9万载重吨多用途船TCE收入均值为8600美元/天，较去年同期下跌5.18%。

### 下半年航运市场展望：散货、集运看阶段，特货运输现见底迹象

供给端，运力增长速度逐步放缓，运力过剩的风险正在不断释放。在航运市场整体低迷的环境下，船东对造船投资趋于谨慎，经过2009-2012年大量订单交付，船舶订单比例不断降低，加上2009、2011和2012年旧船的大幅拆借，未来运力交付增速将不断放缓。彭博数据显示，截止2013年6月21日，世界干散货船队、集装箱船队、原油运输船队分别为603.04百万载重吨，较2012年底分别增长3.12%、2.17%和1.70%，假定按照2013年来运力增长的速度，则2013年上述三个子行业运力增长有望达到6.56%、4.56%和4.15%，较2012年增速分别回落2.88、0.63和0.58个百分点。

图5. 三个子行业运力增速对比

图6. 航运子行业订单比例走势





资料来源：bloomberg

资料来源：bloomberg

**前期运力存量加未来订单交付增量，2013年下半年航运市场依在运力过剩矛盾中徘徊。**2007-2008年航运市场高峰期间吸引船东及众多非航运公司如大型矿山、钢厂、贸易商等大货主、基金、银行、船厂甚至港口等发展运力，尤其是2008年新船订单规模达到全球运力的70-80%，由于上述订单主要在2010-2012年陆续完成，造成船队规模的迅速扩张，拖累运价大幅下跌。为改善运营环境和持续发展，经济危机后，船东开始通过减速、空置、停航和拆解等多种方式缓解运力供给压力，但是由于前期的快速扩张，船队的存量规模巨大，在世界经济增速依然相对缓慢的环境下，航运市场中运力供给过剩局面仍需一定时间的消化。根据BIMCO预测，2013年航运市场各子行业运力增速依然较高：干散货船队增长6%，集装箱船队增长7%，原油油轮增长4.5%，成品油轮增速2%。

**尽管航运市场运力过剩矛盾短期内难以解决，但是由于不同船舶的货物运输属性不同，子行业表现呈现分化，干散货运输及集装箱运输市场在下半年仅限于阶段性好转，长期布局尚早，而多用途船运输市场见底迹象日渐明显，具体表现如下：**

**下半年干散货海运市场展望：6月份以来的BDI反弹有望延续至3季度初，期待4季度末散货季节性运输旺季而触发的阶段性反弹。**

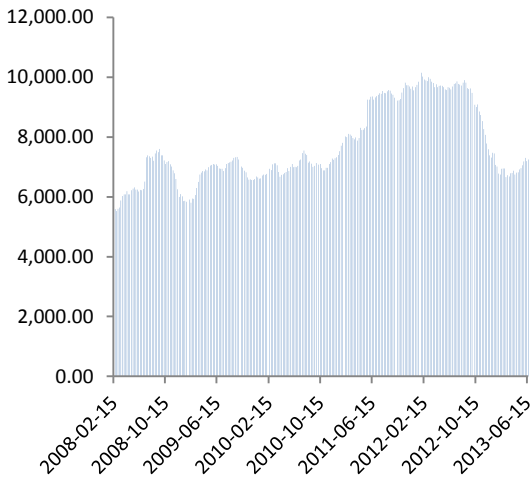
2013年以来，虽然国内粗钢产量维持在较高水平，但是受经济增长乏力影响，国内钢厂和贸易商均以消耗矿石库存为主。随着港口铁矿石库存的降低和进口矿价的下跌，在三季度房地产销售旺季即将到来之际，钢厂和贸易商补库意愿逐渐增强，这一点可从港口铁矿石库存量自5月低位小幅增加看出，（6月21日全国主要港口铁矿石库存量较4月底增加6.5%，从6月20日一周进口矿价格大涨6%也可进一步验证近期铁矿石海运量的大幅增长）。铁矿石进口量的增长，加上前期由于天气因素导致矿石船滞留港口消耗部分运力，短期内需求急剧增加促使市场运力相对不足，进而诱发本轮由好望角型船运价指数上涨推动下的BDI大幅反弹的阶段性行情。

但是当前国内经济增速低于预期；此外，从近期国家主要机构表态中可以看出当前经济增速尚在政府容忍度内，在新一届政府势对经济结构势必进行调整的大环境下，未来以经济增速放缓换取经济结构改革成功是必然趋势，在此背景下，国内经济将在一定时间内延续L型底部震荡格局，与此同时，韩国和日本两个重要的铁矿石进口量表现也不及预期，



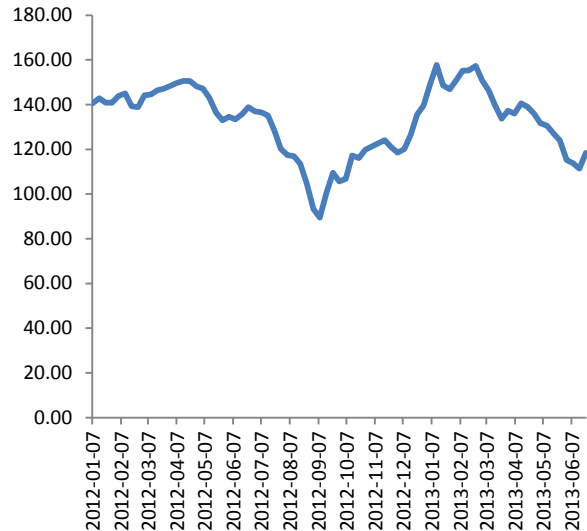
这也就决定了此轮铁矿石进口量的大幅增加及 BDI 大幅反弹难以长时间持续。

图 7. 全国主要港口铁矿石库存量：万吨



资料来源：wind

图 8. 进口矿价格走势：美元/吨



资料来源：wind

**4 季度干散货运输旺季带来的阶段性反弹行情或再掀起。**4 季度是干散货运输旺季，一方面是经过 3 季度的消耗，铁矿石库存将重新回到低位，另一方面，钢厂为来年生产所需原料做储备，进而再次增加铁矿石进口量；同时，4 季度进入北半球煤炭运输旺季，届时，干散货运价反弹行情或再掀起。从 2009-2012 年来看，干散货运价在 4 季度反弹是大概率事件。值得注意的是，尽管目前 BDI 指数已超 1000 点，并创下 2 年来新高，但是距船东盈亏平衡点（2000-2500 点）尚存较大差距。

**全球集装箱运输市场：3 季度联合涨价条件尚不成熟，联合涨价计划或将低于预期，但集运业务较 2 季度小幅改善无须怀疑。**

2013 年下半年集装箱运输市场的主要看点在于：旺季集运船东的联合涨价能否成功及运价上涨幅度多大。经济危机以来，我们共两次见证了近似寡头垄断市场结构的集运船东通过共同执行联合涨价计划达到成功涨价的目标。从 2013 年 7 月份开始，船东再次拉开运价上涨的序幕，这次能否成功，是下半年集装箱运输市场的重要看点。下面我们详细分析历史上两次成功涨价规律及预测 2013 年运价上涨成功的概率：

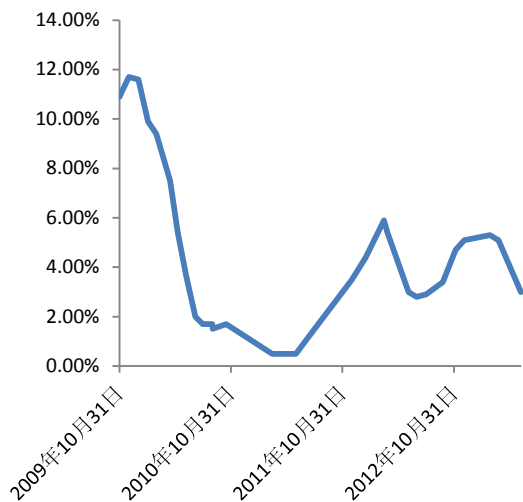
第一次成功涨价事件：发生在 2009 年集运旺季来临之前的 7 月份，运价上涨持续到 2010 年 8 月，涨价幅度高达 59.14%，具体来看，中国出

口集装箱运价指数由 2009 年 7 月初的 763.31 点，最高涨至 1135.71 点（持续到 2010 年的 8 月底），在此期间，有着全球经济刺激计划推动下的集装箱运量需求反弹的配合。随后在集运船舶订单不断交付及闲置船舶不断投入市场的压力下，集装箱运价开始下跌并回落至 2011 年底的 881.15 点，回落幅度达 27.45%。

第二次成功涨价事项：发生在 2011 年底，并于 2012 年 5 月中旬达到历史最高值 1335.86 点，涨幅高达 51.60%。随后在欧洲债务危机再次加剧、美国经济放缓，以及在 3 季度传统旺季来临之前集装箱运输闲置船舶不断投入使用的环境下，集装箱运价指数再次步入下跌通道。

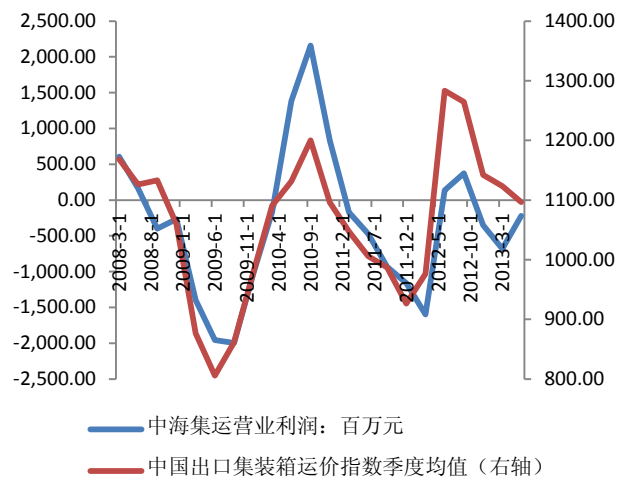
2013 年以来的涨价计划基本流产：1 月份，受春节之前出口商集中出货小高峰影响运价出现小幅反弹，3 月份主要船东再次执行运价上涨计划，但在运力交付压力尤其是大型船舶交付的压力下，上述涨价执行情况并不非彻底，且涨价之后运价再次步入小幅下跌通道。其中，欧洲航线基于万箱大船不断交付船东更是放弃了今年 5 月份的涨价计划。

图 9. 集运市场船舶闲置率



资料来源：山西证券整理

图 10. 中海集运与上海出口集装箱运价指数走势



资料来源：wind

弱势市场中集运船东成功涨价背后的规律总计 3 条：

1. 集装箱运价已经连续数个季度（4-5 个季度）下跌至船东盈亏平衡点之下，船东已经较长时间在非常恶劣的经营环境中运营；
2. 集运船东控制运力一致行动的配合，包括通过加大船舶闲置力度控制运力，通过减速航行消耗部分过剩运力；



3. 如果有运输需求的配合，涨价成功概率更大。根据上述三点规律来预测下半年集运船东涨价的概率：

- 船东连续 4-5 个季度亏损条件并不满足，且当前运营环境下船东自有现金流依然较多。集运公司营业利润与中国出口集装箱运价指数及 380 新加坡燃油价格回归分析结果显示，2013 年第二季度，大部分集运公司将继续亏损，至此为止，连续三个季度亏损；但是由于燃油价格的下跌，预计第二季度亏损额度较 1 季度有所收窄，且亏损额度较前两次涨价之前存在较大差距。此外，较其他航运子行业相比，集运公司依然存在相对较多的现金流和较为合理的资产负债结构，均意味着当前的运营环境依然在集运船东的容忍度之内。在 5 月 6 日中海集运宣布订造 18400 箱船后，相关负责人就表示一季度业绩虽然亏损，但与去年同期相比已经大幅减亏，而公司的财务状况较好，有经济实力支持继续订购船舶。
- 控制运力动机不足。大型现代化集运船舶符合高效环保的要求，利于航运业可持续发展，交付动力强烈，如 2012 年推迟交付大型集装箱船舶在 2013 年逐步下水和交付就是明证，给欧线和美线带来较大的运力压力；此外，船东闲置现有运力的动力依然不足。2013 年 6 月 7 日，船东闲置运力仅为 3%，较年初下降 2 个百分点，且闲置船舶均为 3000-5100TEU 的较小船型，新交付船舶纷纷下水，抢占市场份额的动机较强。
- 在需求上，美国经济发展较为稳定，持续复苏的概率较大，欧洲经济预计依然保持低位回暖。

综合以上分析，我们认为三季度，传统的集装箱旺季需求推动集运船东运营环境较 2 季度相比环比改善，7 月份开始的运价上涨计划也会部分执行，但是由于当期船东对运力控制控制动机不足，而且下半年依然存在多艘大型集装箱船舶交付，依然面临着较大的运力过剩压力，运价环比改善幅度有限。



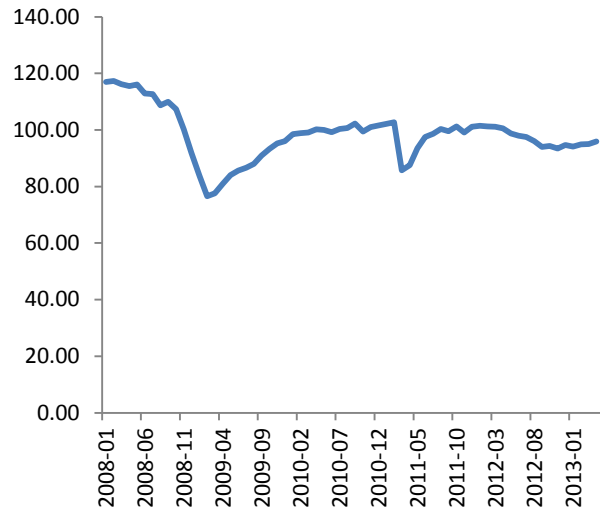
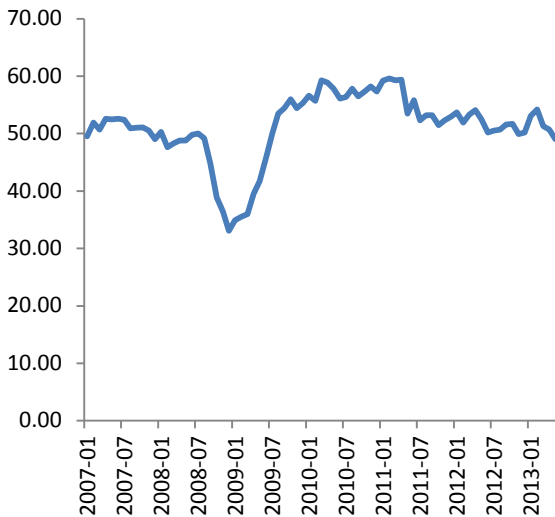


**油品运输市场：运力过剩矛盾依然压抑着油品运输市场的回暖**

全球原油进口的主要国家包括美国、欧盟、日本和中国，上述四国和地区原油进口占全球原油贸易的 63%。为此，上述国家原油贸易需求将主宰者未来油品运输市场的走势。

图 11. 美国:供应管理协会 (ISM):制造业 PMI

图 12. 日本:工业生产指数:季调:采矿业和制造业



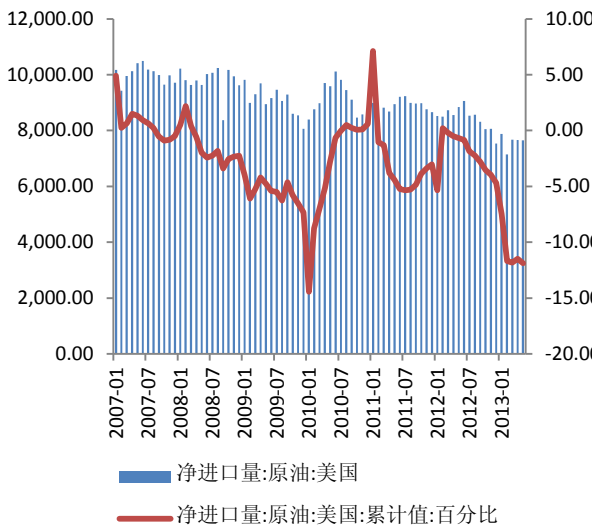
资料来源: wind

资料来源: wind

**美国能源独立战略和原油产量的增加不利于全球原油海运市场的发展。** IEA 预计，未来随着美国原油和天然气产量大幅增长，全球最大的石油消费国 - 美国对未来油品运输贸易产生一定的不利影响。进口方面，加拿大的油砂提取技术，超过四分之一的美国原油进口将通过管道自此进口，不利于成品油运输的发展。2013 年前 5 个月美国原油净进口量累计为 38013 千桶/天，同比下降 11.89%。此外，美国 5 月工业活动疲软，生产者价格因油价反弹而侵蚀利润，制造业依然处于底部，从领先指标看，5 月制造业 PMI 陷入萎缩，短期内将影响原油消耗和进口水平。

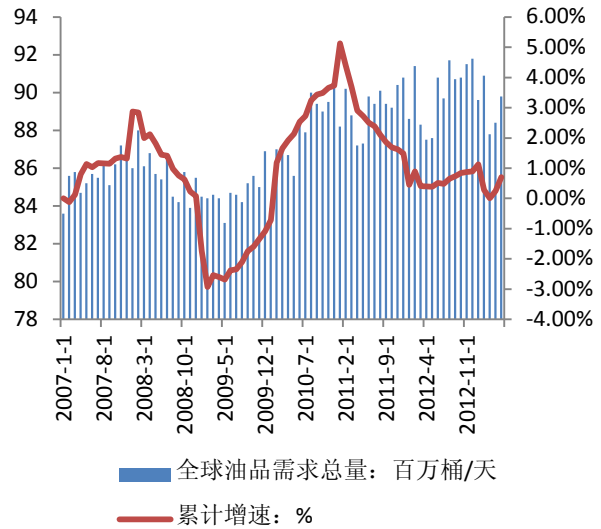


图 13. 美国原油净进口走势：千桶/天



资料来源：wind

图 14. 全球原油消费走势：百万桶/天



资料来源：bloomberg

**全球原油消费仍处在低位回暖阶段。**中国经济弱复苏及新一届政府进行经济结构调整的信心预示着中国经济或将以 L 型徘徊，低位回暖的日本工业和欧盟经济也不利于该国和地区原油进口量的增长。2013 年前 5 个月，中国原油净进口量累计为 22300 千桶/天，同比增长仅为 0.11%，日本原油净进口量为 15477 千桶/天，同比下降 2.84%。2013 年 5 月全球原油需求 89.8 百万桶/天，累计增长仅为 0.70%，较 4% 以上的原油船队运力增长以及前期较高的运力存量相比，运输需求远远不及运力供给，原油运输市场短期内难以企稳。

**特货海运市场：长期投资机会渐显，给予“增持”评级。**

**2014 年多用途船运力将现负增长。**从订单交付和旧船拆借计划上看，2013 年多用途船新船订单交付高峰已于 2012 年过去，根据未来船舶订单交付计划和旧船拆借计划，2013 年多用途船运力净增量仅为 9.8 千 TEU，基于船龄超过 20 年的多用途船舶运力占当前运力比重达到 20.13%，2014 年依然维持较高的旧船拆解量，而 2014 年较小的订单交付，预计 2014 年多用途船队运力将首次呈现负增长。



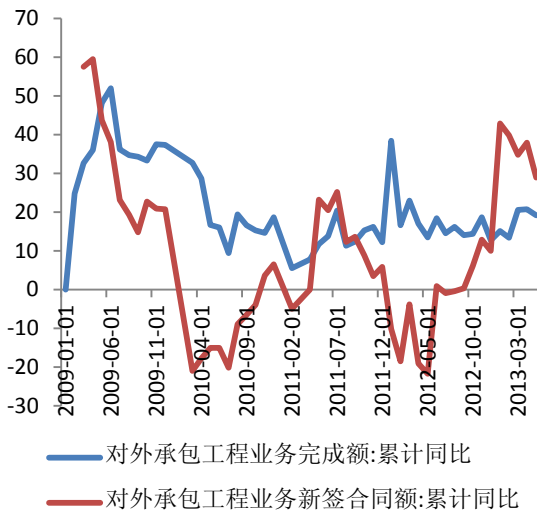
表 1. 多用途船运力构成及发展态势：千 TEU

	2009	2010	2011	2012	2013 年 4 月底	2013e	2013E	2014E
多用途船订单交付	82	102.9	115.7	108.1	24.2	86.2	110.4	21.8
多用途船旧船拆借计划		82.3	80.3	82.8	25.2	75.4	100.6	63
多用途船运力净增量		20.6	35.4	25.3	-1	10.8	9.8	-41.2

资料来源：克拉克森 注：2013 e 指 2013 年剩下的月份。

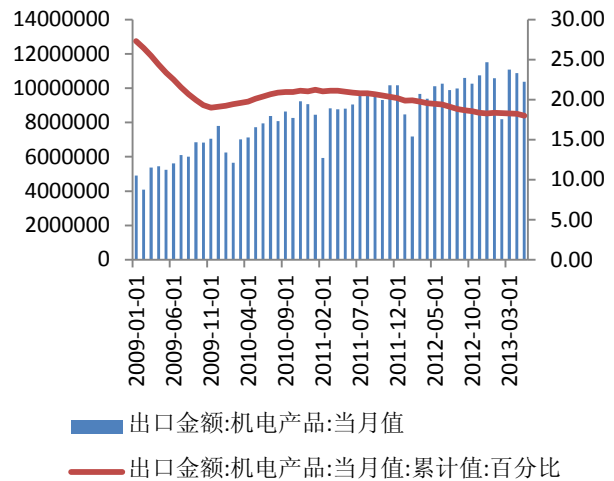
**多用途船运输需求回暖迹象相对明显。**2012 年 5 月底，我国对外承包工程业务完成额累计完成 437 亿美元，同比增长 19.20%，较 2012 年同期增速提升 5.70 个百分点；当期对外承包工程业务新签合同额累计完成 465.20 亿美元，同比增长 28.90%，尽管该增速受到去年较低基数影响，但是与历史同期比较，回暖迹象依然相对明显。此外，2013 年以来我国机电产品出口也维持在较高水平，前 5 个月，机电产品出口累计完成 81530 亿美元，同比增长 18%。此外，2013 年前 5 个月，多用途船运价指数止跌并连续 5 个月保持回暖，或许是多用途船运输市场见底的一个积极信号，激进投资者或可提前布局。

图 15. 我国对外承包工程完成情况：%



资料来源：wind

图 16. 我国机电出口完成情况：万美元/%



资料来源：wind



## 航运投资策略：特货关注筑底，散货及集运关注阶段性反弹

尽管从供给端上看，航运市场运力增速正在缓解，但是基于前期较多的运力存量和未来运力订单交付，航运市场运力过剩矛盾依然难以缓解，干散货海运市场、集装箱海运市场、油品海运市场长期投资机会尚需等待，但是干散货及集装箱两个海运子行业的阶段性反弹可以期待；特货海运市场基于 2014 年多用途船运输市场运力将首先负增长，加上当前特货运输需求已现回暖迹象，业绩明显改善或将在 2014 年出现，长期投资机会渐显，激进型长期投资者可以布局。

此外，航运市场中值得期待的是，政府对航运业出台扶持政策。交通运输部水运局局长宋德星日前透露，发改委和交通部正在牵头研究制定促进航运业发展的相关指导性意见，计划下半年正式上报国务院，其中，推动航运业发展的相关意见主要是从长远角度出发，包括运力结构的调整，老旧船淘汰专项资金的加大力度，以及海员、船公司相关税收的减免等。上述政策的出台，长期内能促进航运业的持续快速发展，短期内能为航运公司注入一定活力，一定程度上降低其运营压力，或将触发航运板块二级市场上的阶段性反弹行情。能否于下半年推出，让我们拭目以待。但是基于运力过剩局面尚未缓解，航运整体板块跑赢大盘的概率较小，继续给予航运行业“中性”评级，其中给予航运子行业-特货海运板块“增持”评级。投资组合关注“ST 远洋、中海集运和长远航运”。

### 投资风险

- 船用燃油价格大幅上涨风险；
- 3 季度钢材消费市场低于预期，进而弱化 4 季度干散货运输旺季需求；
- 欧洲经济增速低于预期的风险。

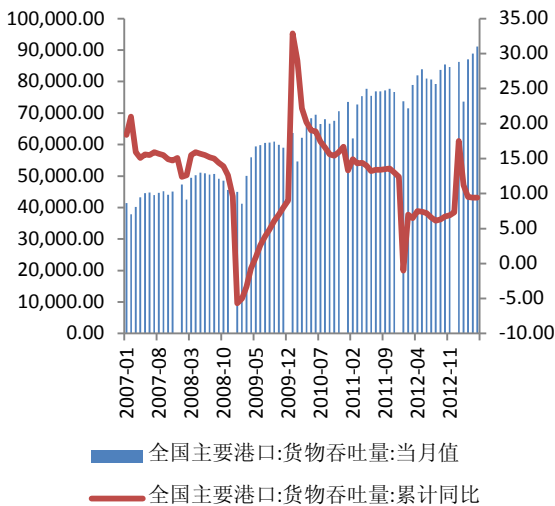


## 二、港口：低速增长是常态，关注旺季催化下的集装箱业务的改善

### 回顾：港口景气度有所回落，外贸业务回落较为明显。

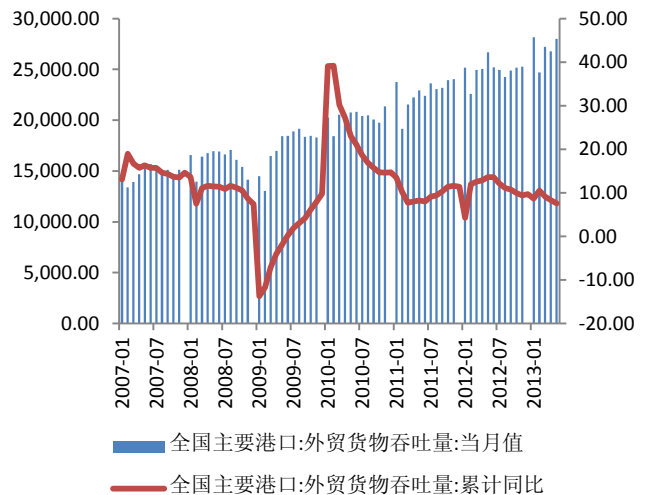
受国内经济增长放缓影响，2013年上半年港口货物吞吐量增长速度也呈现小幅回落走势，2013年前5个月，港口货物吞吐量完成43.04亿吨，累计增长9.40%，较2012年1-2月份的增速有所回落，3-5月份增速相对稳定；其中，外贸货物吞吐量完成13.59亿吨，累计增长7.6%，基本呈现逐月回落走势，内贸货物吞吐量完成29.21亿吨，累计增长10.02%，增速相对稳定。

图 17. 全国主要港口货物吞吐量走势：万吨/%



资料来源：wind

图 18. 全国主要港口外贸货物吞吐量走势：万吨/%



资料来源：wind

### 环渤海港口群业务平稳，长三角、珠三角港口群小幅回落。

2013年前5个月，环渤海港口群货物吞吐量完成12.29亿吨，同比增长10.90%，较去年同期增速微幅增加0.60个百分点；长三角港口群货物吞吐量完成6.93亿吨，同比增长6.18%，较去年增速回落1.16个百分点，珠三角港口群货物吞吐量完成3.42亿吨，同比增长8.72%，较去年同期增速回落0.57个百分点；北部湾港口群货物吞吐量完成6937万吨，同比增长仅为1.54%，较去年同期增速回落9.32个百分点。



表 2. 不同港口群货物吞吐量走势：万吨/%

	2013 年前 5 月 货物吞吐量	2013 年 1-5 月同比 增速	2012 年 1-5 月同 比增速	2012 年增速 -2011 年增速
大连	17,208.00	12.00	6.60	5.4
营口	13,868.00	10.40	17.50	-7.1
唐山	17,814.00	19.60	125.50	-105.9
秦皇岛	11,302.00	-2.40	9.50	-11.9
天津	20,579.00	8.00	12.20	-4.2
烟台	9,474.00	13.20	19.40	-6.2
青岛	19,306.00	12.00	8.60	3.4
日照	13,306.00	10.70	13.60	-2.9
<b>环渤海港口群</b>	<b>122857</b>	<b>10.90</b>	<b>10.30</b>	<b>0.60</b>
上海	28,476.00	7.00	12.10	-5.1
连云港	7,835.00	6.00	25.10	-19.1
宁波-舟山	33,006.00	5.20	12.40	-7.2
<b>长三角港口群</b>	<b>69317</b>	<b>6.18</b>	<b>7.34</b>	<b>-1.16</b>
福州	4,888.00	13.50	15.10	-1.6
泉州	4,299.00	6.10	10.50	-4.4
厦门	7,584.00	14.80	14.80	0.0
深圳	9,563.00	3.40	0.70	2.7
湛江	7,823.00	9.90	13.50	-3.6
<b>珠三角港口群</b>	<b>34157</b>	<b>8.72</b>	<b>9.29</b>	<b>-0.57</b>
<b>北部湾</b>	<b>6937</b>	<b>1.54</b>	<b>10.85</b>	<b>-9.32</b>

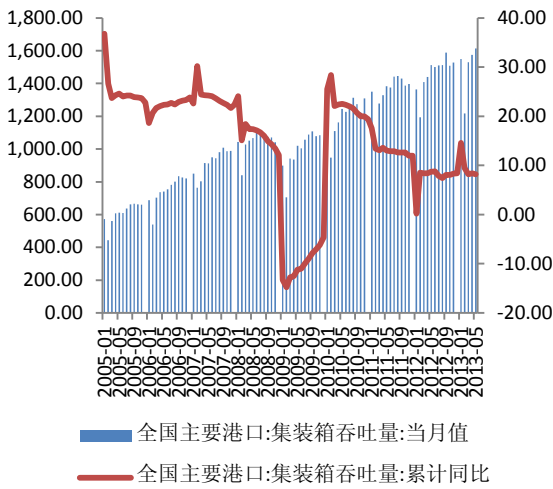
资料来源：wind

### 集装箱业务稳定，铁矿石煤炭业务现低位回暖。

- 集装箱吞吐量平稳增长。2013 年前 5 个月，全国主要港口集装箱吞吐量完成 1614.43 万 TEU，同比增长 8.20%，较去年增速回落 0.5 个百分点。
- 铁矿石吞吐量低位回暖。自 2 月起逐月增加，但增长速度处在较低水平。2013 年前 5 个月，全国进口铁矿石累计完成 3.22 亿吨，同比增长 4.7%，较全年同期增速回落 1.8 个百分点。
- 港口煤炭中转量小幅下降。2013 年前 5 个月，全国主要港口煤炭中转量完成 2.64 亿吨，同比小幅下降 1.10%，较去年同期增速回升 2.1 个百分点，其中北方港口煤炭发运量完成 2.45 亿吨，同比增加 2.5%。
- 原油吞吐量景气度小幅回落：2013 年前 5 个月原油进口量累计完成 1.16 亿吨，同比下降 2%，较去年同期增速回落 20.23 个百分点。

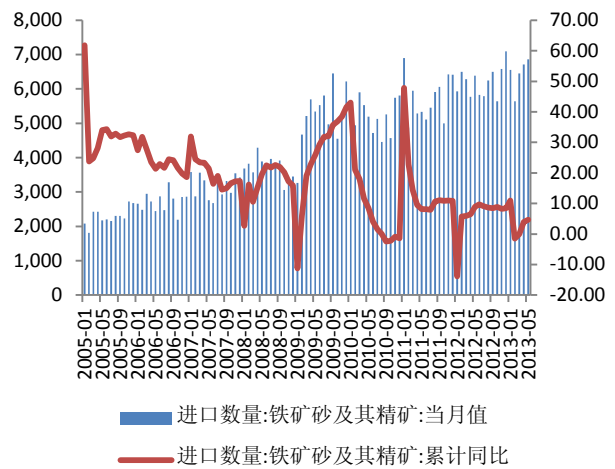


图 19. 全国主要港口集装箱吞吐量走势: 万 TEU/%



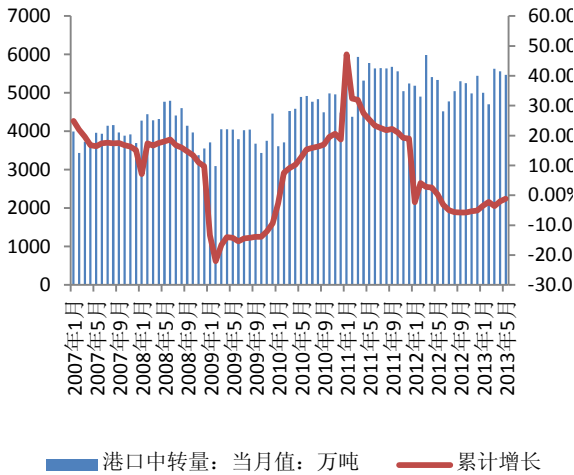
资料来源: wind

图 20. 中国铁矿石进口走势: 万吨/%



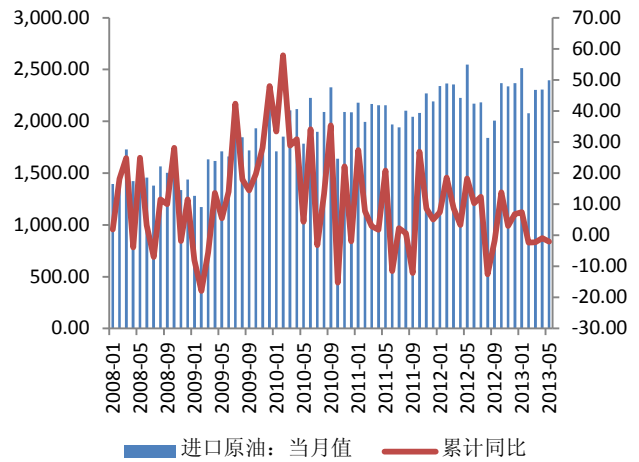
资料来源: wind

图 21. 全国主要港口煤炭中转量走势: 万吨/%



资料来源: wind

图 22. 中国原油进口走势: 万吨/%



资料来源: wind

### 13 年下半年港口业务展望：期待旺季集装箱业务的小幅改善

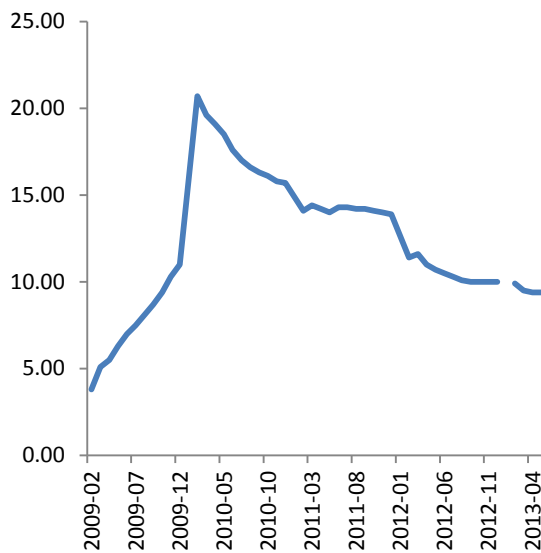
港口行业作业货种包括集装箱、煤炭、矿石、原油的特性，决定港口行业的发展状况与国民经济发展息息相关。为此，展望未来港口行业的发展状况要着眼于中国 GDP 的增长及与集装箱、煤炭、铁矿石、原油消费密切相关因素的发展前景。



**港口货物吞吐量：以稳为主，表现不会太差。**

由于 4-5 月份国内经济数据低于预期，国内经济形势再次呈现弱势走势，工业经济微现通缩迹象，在市场力量疲弱、新一届政府进行经济结构调整和转型的决心的背景下，下半年经济将维持 L 型底部震荡格局，全年经济增速将会回落至 7.6%。但是由于国内房地产市场和汽车销售状况尚好，房地产和基础设施投资仍是当前主力，预计短期内将继续支撑铁矿石进口量的低位回暖，由于传统的集装箱出货量旺季即将来临，在美国经济持续小幅复苏和欧洲经济低位回暖的背景下，下半年集装箱吞吐量与上半年相比将会出现一定程度的改善。整体看，下半年港口货物吞吐量增速将以稳为主，表现不会太差。

图 23. 我国工业增加值走势



资料来源：wind

图 24. GDP 与港口货物吞吐量的相关性



资料来源：wind

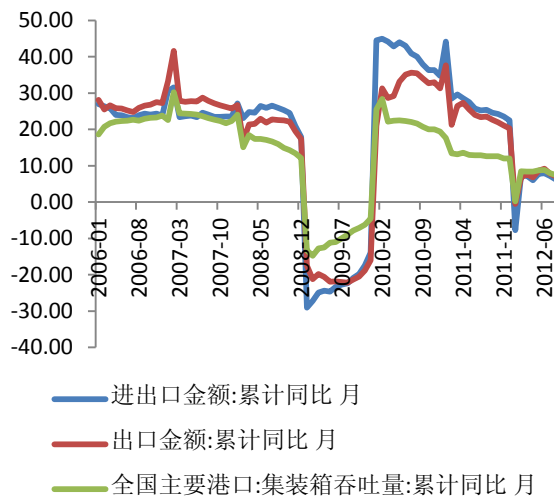
**集装箱吞吐量：关注 3 季度集装箱吞吐量的小幅改善。**

我国沿海港口集装箱吞吐量主要面向海外市场，沿海港口集装箱吞吐量与中国进出口贸易尤其是出口贸易密切相关，预测港口集装箱吞吐量首先需要考察海外市场发展状况，尤其是考察美国、欧盟等我国主要的集装箱出口市场的发展动态（相关资料显示，我国出口到欧盟、美国、香港、日本集装箱占出口总箱量的 80%左右）。



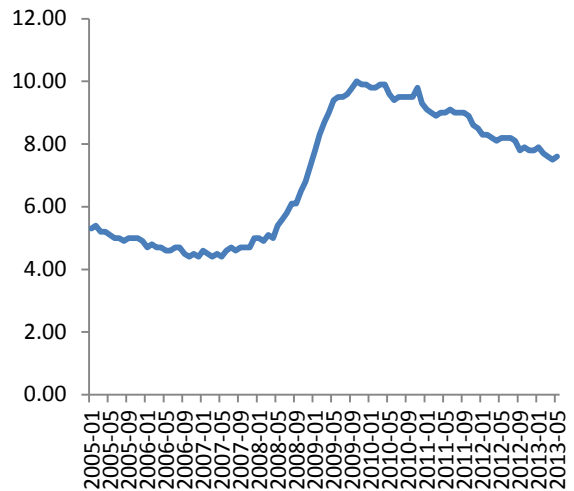


图 25. 集装箱吞吐量增速与中国出口增速相关



资料来源：wind

图 26. 美国失业率

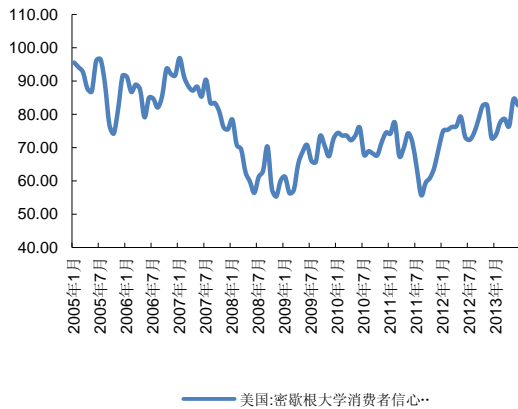


资料来源：wind

**美国：现行指标走势相对稳定，消费和房地产复苏良好。**总体来看，美国经济复苏趋势将会延续，6 月份密歇根大学消费者信心指数为 82.70 点，回暖趋势相对稳定，此外，美国房地产复苏状况良好，个人消费和房地产复苏良好，抵消了政府支出和制造业下滑的拖累，预计三季度美国经济有望加速增长 2.2%，经济的加速增长正与 3 季度集装箱进口旺季对接，利于我国港口 3 季度集装箱吞吐量业务的改善。其实随着美国失业率的逐步下降，美联储对逐步缩减 QE 规模和退出 QE 计划也是美国经济有望持续复苏的见证。

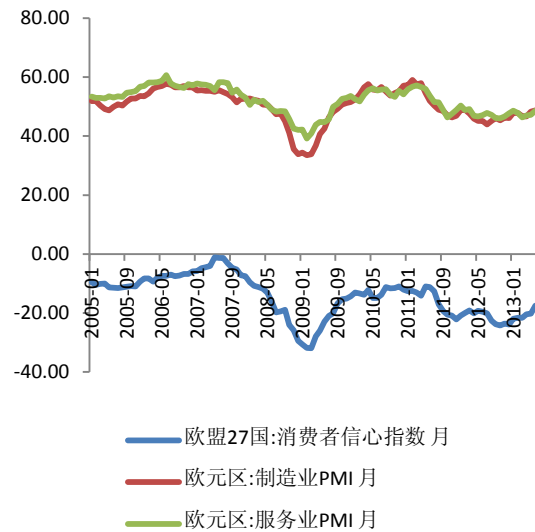


图 27. 美国消费者信心指数走势



资料来源：wind

图 28. 欧元区主要先行指标走势



资料来源：wind

**欧元区：尽管复苏乏力，但经济活动有望在下半年企稳。**随着欧元区财政紧缩拖累经济增速的影响逐步消失，及全球经济的小幅复苏，预计欧元区经济活动有望于今年下半年企稳，但是由于私营部门和公共部门仍需大力进行资产负债调整，去杠杆化和财政紧缩将继续在未来一段时间对整体需求造成负面影响，这也决定了欧元区的复苏进程将是乏力的。但是不管怎样，最新数据显示欧元区经济一定程度上显示出积极信号，4、5月份PMI和消费者信心指数已经呈现上升趋势。

**港口煤炭吞吐量：预计 3 季度迎峰度夏的旺季需求将低于预期**

基于我国煤炭资源分布不平衡特性，我国的大宗散货港口尤其是北方港口作为交通重要枢纽在西煤东运，北煤南运中起着关键作用，在我国港口煤炭发运总量中也占绝对比重。由于港口下水煤炭的主要煤种是电煤，为此，港口煤炭吞吐量的大小与火力发电变化高度相关，研究发现，影响火力发电量的影响因素包括国内经济增速、水力发电情况、煤炭进口数量对北煤南煤运量的替代情况，其中，国内经济增速是最根本原因。

国内经济弱势震荡导致国内煤炭价格至今尚未企稳，但是 2013 年以来国际煤炭价格跌幅较国内煤炭跌幅更大，进而促使今年煤炭进口的绝对量依然维持在较高水平。截止 2013 年 5 月份，中国煤炭进口量达到 1.1 亿吨，同比增长 21%，进口煤的增加对北方港口煤炭发送量的增长空间形



成一定的负面影响。展望下半年，在水力发电持续增加的环境下，加上当前主要电网煤炭库存量可用天数处在较高水平，预计 3 季度港口煤炭吞吐量难以出现较大幅度的改善。但是随着冬天耗煤需求的来临，届时港口煤炭吞吐量将会出现一定幅度的增加。整体上来看，下半年港口煤炭吞吐量将维持低位回暖走势。

图 29. 中国煤炭进口量：万吨

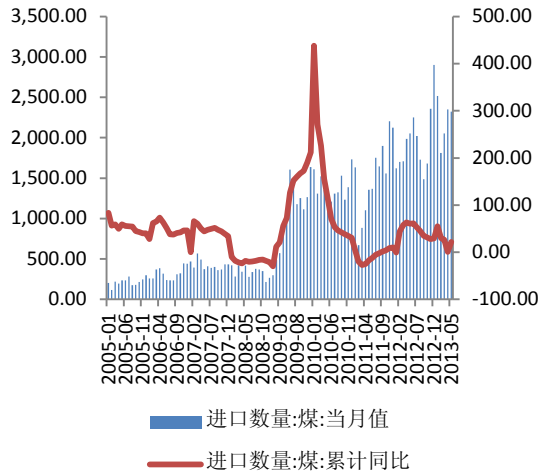
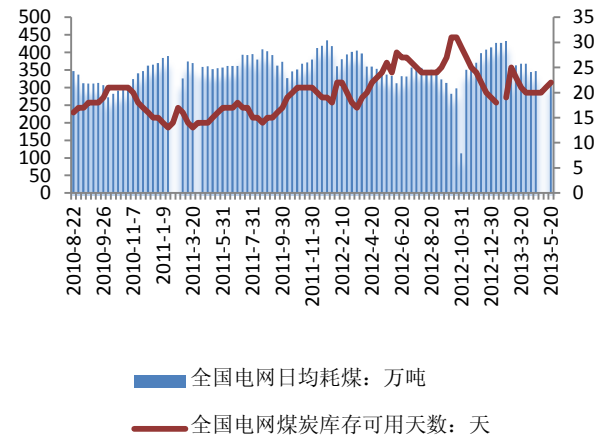


图 30. 全国主要电网煤炭库存可用天数



资料来源：wind

资料来源：CCTD

### 铁矿石吞吐量：3 季度铁矿石进口量将大幅增加。

影响铁矿石进口的因素包括国内固定资产投资状况和铁矿石的进口价格，及钢厂及贸易商对未来钢铁消费市场的预期。BDI 走势是铁矿石进口量变化的先行指标，更准确的说，是主要运载铁矿石的好望角型船运价指数。

从 2013 年 6 月份开始，在全国主要港口铁矿石库存量相对较低、铁矿石价格不断下跌、上半年房地产和汽车销售较好的背景下，3 季度房地产消费旺季即将到来之际，钢厂及贸易商补充铁矿石库存的热情高涨，带动以好望角型船运价指数大幅反弹推动下的 BDI 大幅反弹行情，截止 6 月 27 日，BDI 已达到 1151 点，较月初上涨 43.69%，创下近两年来新高水平，其中好望角型船运价指数更是达到 2120 点，较 6 月初上涨 58.80%。在中国铁矿石补库需求的带动下，进口矿价近期呈现大幅反弹态势。基于海运铁矿石运距较长，预计 5-6 月份以来的铁矿石进口数据将逐步统计在 3 季度，由此推测 3 季度港口铁矿石吞吐量将会大幅改善。

图 31. 中国北方:普氏铁矿石(62%Fe)结算价:CFR 走势

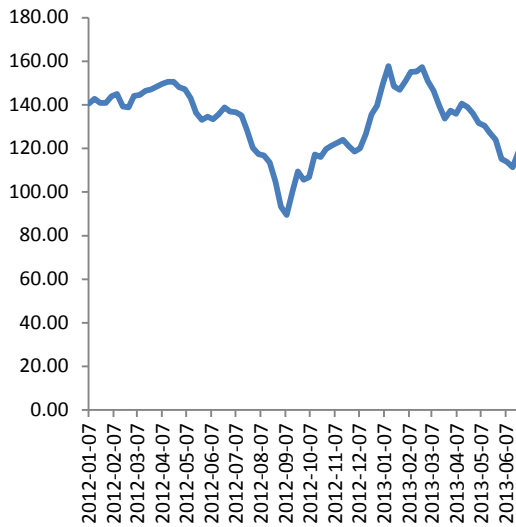


图 32. 铁矿石进口量现行指标走势



资料来源: wind

资料来源: CCTD

展望下半年,我们认为,3季度房地产销售旺季将提升钢材消费的阶段性需求,此外,相关信息显示,当前部分钢厂为降低生产成本而将用大型锅炉置换小型锅炉的现象,这将进一步提高钢材产量和铁矿石的进口需求(因为锅炉停产的高成本性,决定了锅炉一旦运转便很难停止)。此外,4季度将是钢厂及贸易商为明年生产和销售而补充铁矿石库存季节,预计届时铁矿石进口量将再次提升。总之,下半年港口铁矿石吞吐量将明显好于上半年,继续维持低位回暖走势。

**港口原油接卸量: 下半年原油进口量难以乐观。**

基于我国工业活动相抵疲弱的态势,加上当前政府对经济增速放缓的容忍度逐步提高,预计短期内对保增长的刺激不会出现,其实,近期央行对当期资金紧张原因的解释中就已经说明这一点。预计下半年原油进口量难以乐观。

**装卸费率: 航运市场低迷, 港口费率上调空间受限。**

在人力等为核心的港口作业成本不断上升的环境下,由于我国港口费率的上调一直滞后于成本的上升,因此,除了产能较为过剩的集装箱外,其他各货种的费率上调空间也将逐步打开,随着港口行业的发展,港口费

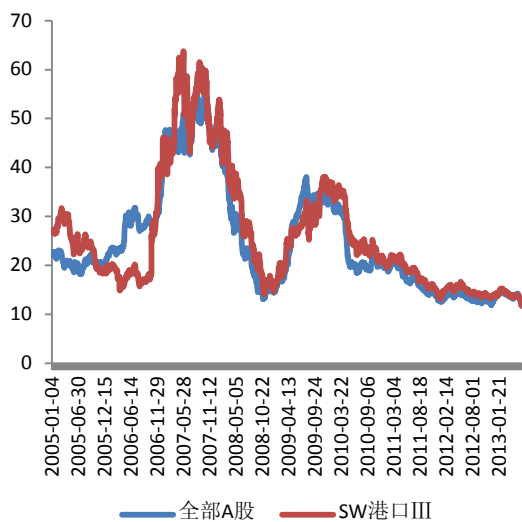


率市场化是必然趋势，从而提升港口企业盈利水平。但是展望下半年，由于航运市场依然低迷，主要船东依然在盈亏平衡点以下运营，预计未来两年大幅改善的可能性不大。在此环境下，船东对港口上调费率较为敏感，从而压制港口装卸费率上调空间。

### 13年下半年港口投资策略：关注集装箱及业务逐渐转型的港口企业。

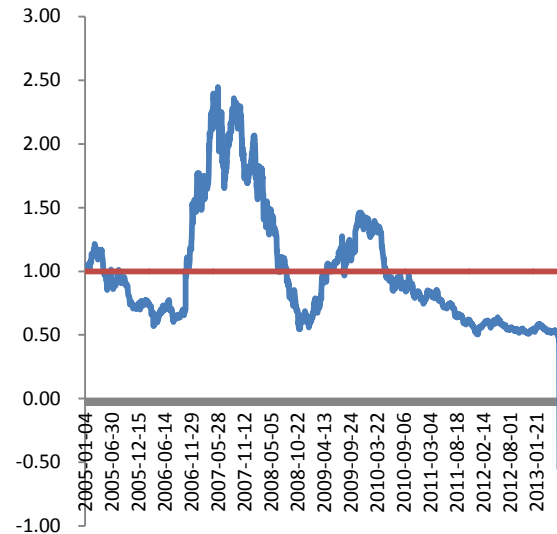
**港口板块相对估值具备优势，绝对估值不具优势。**从绝对估值上看，目前港口板块 PE 为 11.7 倍，上证 A 股 PE 为 11.98 倍，折价 2.34%，与上证 A 股基本持平；从相对估值上看，目前港口板块较历史均值折价 55.13%，具备相对估值优势。但是在国内经济进行结构转型的背景下，港口业务低速增长是长期趋势，加上港口装卸费率上调，在航运市场依然低迷的环境中被压制，缺乏上涨的催化剂，港口板块未来盈利超越大盘的可能性不大，给予港口板块“中性”评级。

图 33. 上证 A 股与港口板块市盈率比较



资料来源：wind 山西证券

图 34. 上证 A 股市净率与港口板块市净率比较



资料来源：wind 山西证券

**关注集装箱及业务转型的港口企业。**由于当前经济格局下，房地产和汽车销售尚好，短期内以投资拉动经济增长的格局不变，预计下半年港口业务相对稳定，不会太差。主要看点在于：在外围市场逐步好转的环境下，关注下半年集装箱业务逐步好转的集装箱业务公司、业务逐步转型的港口公



公司及一直为资产重组不断努力的港口公司。具体关注深赤湾 A、上港集团、芜湖港和北海港。

### 投资风险。

- 国内经济增长低于预期；
- 海外经济波动超过预期。

## 三、2013 年下半年交运主要板块投资组合

**投资组合推荐逻辑：**当前政府对经济增速放缓的容忍度不断提高，且当前的经济发展尚在政府掌控之中，资金紧张状况及预期不断缓解，美国经济小幅持续复苏和欧元区经济逐步见底，前期支持大盘大幅下探的风险逐步减少；但是由于经济结构调整和改革并非瞬间即可完成，这决定了在此轮改革效果出现积极信号之前，未来经济也将维持 L 型震荡格局，基于支撑大盘上涨的催化剂尚未出现，预计短期内大盘将维持震荡格局。在此背景下，除航运板块部分上市公司存在阶段性交易机会和北海港一直存在重组预期外，其他板块公司的推荐逻辑主要基于基本面较为稳健，且估值水平相对较低，投资安全边际相对安全。具体投资组合表现如下：

表 3. 2013 年下半年投资组合推荐表

股票代码	股票名称	收盘价：元	每股收益：元		PE		评级
			2013E	2014E	2013E	2014E	
601866.SH	中海集运	1.8800	0.02	0.09	94.00	20.89	中性
600428.SH	中远航运	3.0200	0.08	0.18	37.75	16.78	增持
601919.SH	*ST 远洋	3.0200	-0.18	0.02	-16.78	151.00	中性
000022.SZ	深赤湾 A	10.3500	0.76	0.81	13.62	12.78	增持
600018.SH	上港集团	2.4800	0.24	0.27	10.33	9.19	增持
000582.SZ	北海港	7.7500	0.31	0.37	25.00	20.95	增持
600575.SH	芜湖港	2.3500	0.38	0.44	6.18	5.34	增持
600787.SH	中储股份	6.3200	0.44	0.51	14.36	12.39	增持
002183.SZ	怡亚通	6.7000	0.21	0.24	31.90	27.92	增持
300240.SZ	飞力达	9.2200	0.7	0.81	13.17	11.38	增持
601006.SH	大秦铁路	5.8500	0.86	0.94	6.80	6.22	增持

资料来源：山西证券



## 特别声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。