

# 中外运航运

## 行业上行周期中出现低估值，提供买入机会

### 观点聚焦

#### 投资建议

自我们2016年11月上调中外运航运评级以来，中外运航运股价最高涨幅达90%。近期股价下跌约30%，背离BDI上涨趋势。考虑行业上行周期和公司低估值，我们重申推荐评级。

#### 理由

干散货市场有望延续上行周期，主要因为新船交付减少。目前订单运力比只有8%，处于十年来的低点。我们预计运力增速将从2017年的3.3%放缓至2018年的1.7%（Clarkson预测仅为1.3%）。2019年继续放缓至1.5%。考虑2015~17年新造船订单量有限，预计供给增速较缓慢。未来新签订单也不会增加2018年的供给。运力拆解量或超预期，主要因为实施压载水公约。需求方面，全球经济增速有望促进干散货航运需求（如欧盟、日本铁矿石进口量由下滑恢复至增长）。房屋开工和基建投资终端需求支持中国干散货航运需求增长。我们预计2017~19年全球干散货航运需求增长5.3%、3.5%和3%。保守估算，即使2018年中国铁矿石进口没有增长，全球干散货航运需求仍有望同比增长2.5%（按周转量衡量），高于供给1.7%的增长。

中外运航运迎来多重利好。1) 干散货运输有望带来盈利上行空间：我们预计2018年BDI均值约为1500点（历史均值为1900点），BDI每提升100个点位，盈利增厚约700~900万美元；此外，BDI为TCE运价的平均值，已经扣除燃油成本的影响；2) 集装箱运输有望实现稳定增长（亚洲区域内市场竞争格局好，需求增速高于全球平均）；3) LNG运输有望提供稳定收益（预计2017~19年分别为1200万、2600万和3000万美元）；4) 有望受益于招商局集团内部的整合。

#### 盈利预测与估值

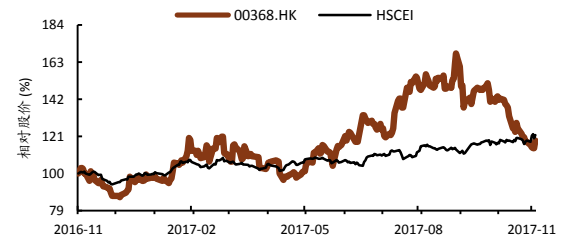
考虑年初至今BDI均值达到1100点，我们上调2017年盈利预期29%至2900万美元。维持2018年盈利预期。重申推荐评级和目标价2.9港元。当前股价对应0.5倍市净率和13.9倍2018年市盈率，以及0.64倍重置价值。

#### 风险

全球经济增速低于预期；新船订单超预期。

### 维持推荐

股票代码	00368.HK
评级	推荐
最新收盘价	港币 1.90
目标价	港币 2.90
52周最高价/最低价	港币 2.73~1.37
总市值(亿)	港币 80
30日日均成交额(百万)	港币 8.95
发行股数(百万)	3,992
其中：自由流通股(%)	100
30日日均成交量(百万股)	4.47
主营行业	航运



(美元 百万)	2015A	2016A	2017E	2018E
营业收入	1,000	841	1,119	1,330
增速	-17.2%	-15.8%	33.0%	18.9%
归属母公司净利润	-75	-230	29	70
增速	N.M.	N.M.	N.M.	142.8%
每股净利润	-0.02	-0.06	0.01	0.02
每股净资产	0.51	0.45	0.45	0.47
每股股利	0.00	0.01	0.00	0.01
每股经营现金流	0.00	0.00	0.01	0.02
市盈率	N.M.	N.M.	33.6	13.9
市净率	0.5	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	N.M.	N.M.	5.4	3.7
股息收益率	0.0%	2.1%	0.9%	2.2%
平均总资产收益率	-3.1%	-10.4%	1.4%	3.2%
平均净资产收益率	-3.6%	-12.0%	1.6%	3.8%

资料来源：万得资讯，彭博资讯，公司信息，中金公司研究部

杨鑫, CFA

刘钢贤

分析员

联系人

xin.yang@cicc.com.cn

gangxian.liu@cicc.com.cn

SAC 执证编号: S0080511080003

SAC 执证编号: S0080117080022

SFC CE Ref: APY553



## 财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万美元)	2015A	2016A	2017E	2018E	主要财务比率	2015A	2016A	2017E	2018E					
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>									
营业收入	1,000	841	1,119	1,330	营业收入	-17.2%	-15.8%	33.0%	18.9%					
营业成本	-1,030	-889	-1,054	-1,221	营业利润	N.M.	N.M.	N.M.	116.9%					
营业费用	0	0	0	0	EBITDA	-149.3%	N.M.	N.M.	46.8%					
管理费用	-36	-34	-37	-44	净利润	N.M.	N.M.	N.M.	142.8%					
其他	0	0	0	0	<b>盈利能力</b>									
营业利润	-86	-246	32	70	毛利率	-3.1%	-5.6%	5.8%	8.2%					
财务费用	-7	-6	-6	-6	营业利润率	-8.6%	-29.2%	2.9%	5.2%					
其他利润	0	0	0	0	EBITDA 利润率	-1.9%	-2.7%	7.8%	9.7%					
利润总额	-74	-241	40	89	净利润率	-7.5%	-27.3%	2.6%	5.3%					
所得税	-8	-1	-6	-13	<b>偿债能力</b>									
少数股东损益	-17	-13	5	6	流动比率	3.78	4.09	3.54	3.33					
归属母公司净利润	-75	-230	29	70	速动比率	3.71	4.01	3.45	3.24					
EBITDA	-19	-23	88	129	现金比率	2.26	3.08	2.39	2.13					
扣非后净利润	-75	-230	29	70	资产负债率	12.6%	13.4%	14.7%	15.5%					
<b>资产负债表</b>					净债务资本比率	净现金	净现金	净现金	净现金					
货币资金	508	644	579	587	<b>回报率分析</b>									
应收账款及票据	301	157	209	249	总资产收益率	-3.1%	-10.4%	1.4%	3.2%					
存货	16	18	21	25	净资产收益率	-3.6%	-12.0%	1.6%	3.8%					
其他流动资产	26	36	48	57	<b>每股指标</b>									
流动资产合计	852	855	858	917	每股净利润 (美元)	-0.02	-0.06	0.01	0.02					
固定资产及在建工程	1,292	1,105	1,150	1,191	每股净资产 (美元)	0.51	0.45	0.45	0.47					
无形资产及其他长期资产	209	114	114	114	每股股利 (美元)	0.00	0.01	0.00	0.01					
非流动资产合计	1,501	1,219	1,264	1,305	每股经营现金流 (美元)	0.00	0.00	0.01	0.02					
资产合计	2,353	2,074	2,121	2,222	<b>估值分析</b>									
短期借款	8	8	8	8	市盈率	N.M.	N.M.	33.6	13.9					
应付账款	214	178	212	245	市净率	0.5	0.5	0.5	0.5					
其他流动负债	4	22	22	22	EV/EBITDA	N.M.	N.M.	5.4	3.7					
流动负债合计	225	209	242	276	股息收益率	0.0%	2.1%	0.9%	2.2%					
长期借款	71	63	63	63										
非流动负债合计	71	69	69	69										
负债合计	296	278	311	345										
股本	1,878	1,878	1,878	1,878										
未分配利润	157	-90	-81	-20										
股东权益合计	2,035	1,788	1,797	1,858										
负债及股东权益合计	2,353	2,074	2,121	2,222										
<b>现金流量表</b>														
税前利润	-74	-241	40	89										
折旧和摊销	67	223	56	59										
营运资本变动	16	12	-34	-18										
其他	10	22	-14	-33										
经营活动现金流	19	16	48	97										
资本开支	-176	-96	-100	-100										
其他	170	231	1	13										
投资活动现金流	-7	134	-99	-87										
股权融资	0	0	0	0										
银行借款	-6	-6	0	0										
其他	-49	-8	-13	-2										
筹资活动现金流	-55	-14	-13	-2										
汇率变动对现金的影响	-4	-8	0	0										
现金净增加额	-43	136	-65	8										

资料来源：公司数据，中金公司研究部

## 公司简介

中外运航运是四家航运央企之一中外运长航集团旗下的航运公司。公司主要经营干散货运输以集装箱运输。干散货运输货种包括矿石、煤炭、钢铁以及粮食等。公司集装箱运输主要在亚洲内部区域，尤其是中日航线和中台航线，公司拥有较高的市场份额。



## 目录

<b>强劲需求助力 BDI 保持稳定</b> .....	<b>5</b>
<b>干散货航运：供给速度大幅下降，供需关系持续改善</b> .....	<b>7</b>
供给增速或放缓：我们预计 2017 年新船交付同比下降 14%，2018 和 2019 年分别同比下滑 34%和 8% .....	7
需求端：房屋新开工、基建投资支撑中国干散货需求；全球需求保持增长 .....	9
<b>中外运航运：行业上行周期提供买入机会</b> .....	<b>13</b>
干散货业务：三年上行周期，盈利增长空间较大.....	13
集运业务：细分市场龙头，享受上行周期.....	14
LNG 业务：进入收获期，2018 年开始贡献稳定盈利.....	15
估值：安全边际高 .....	16
股价回调后重申推荐 .....	17
招商局集团内部整合有望带来利好 .....	18
风险 .....	18

## 图表

图表 1: BDI 走势.....	5
图表 2: 澳大利亚-中国和巴西-中国的铁矿石运输量.....	5
图表 3: 近期铁矿石价格出现上涨.....	5
图表 4: 各航运线的 TCE 盈利情况.....	6
图表 5: CBCFI 走势一般会领先 BDI 指数.....	6
图表 6: 压港情况.....	6
图表 7: 六大电厂的单日耗煤量.....	6
图表 8: 中国沿海干散货运价均出现上涨.....	6
图表 9: 干散货航运市场的供需.....	7
图表 10: BDI 历史均值约为 1900 点（剔除 2007 年和 2008 年后为 1600 点）.....	7
图表 11: 干散货船队运力增速.....	8
图表 12: 在手订单/运力.....	8
图表 13: 新签订单量.....	8
图表 14: 2017 年新签订单的预计交付时间.....	8
图表 15: 运力交付及预期.....	9
图表 16: 运力拆解量.....	9
图表 17: 干散货船队船龄结构.....	9
图表 18: 干散货海运需求预测.....	10
图表 19: 干散货海运需求保守预期：中国 2018 年铁矿石进口量和 2017 年持平.....	10
图表 20: 全球海运铁矿石进口需求占比（2016 年）.....	10
图表 21: 铁矿石需求增量占比（2017~18 年）.....	10
图表 22: 全球海运煤炭进口需求占比（2016 年）.....	11
图表 23: 煤炭需求增量占比（2017~18 年）.....	11
图表 24: 全球粗钢产量增速.....	11
图表 25: 小宗散货海运需求增速与全球 GDP 增速.....	11
图表 26: 中国铁矿石进口增速有所下滑.....	12
图表 27: 港口铁矿石库存开始回升.....	12
图表 28: 钢材社会库存下降.....	12
图表 29: 大中型钢厂进口铁矿石库存天数.....	12



图表 30: 高炉产能利用率 .....	12
图表 31: 粗钢日均产量从 8 月起下滑 .....	12
图表 32: 公司低点造船 .....	13
图表 33: 好望角型船占公司自有干散货船的一半 .....	14
图表 34: 好望角型干散货船具有更大的盈利弹性 .....	14
图表 35: 亚洲区域内市场运价波动较小 (CCFI 年度比) .....	14
图表 36: 公司平均运价已经企稳 .....	14
图表 37: 集装箱货运量及增速 .....	15
图表 38: 中国-日本、台湾和东盟国家的进出口口累计增速 .....	15
图表 39: 集运业务的分布盈利 (未扣减财务费用、折旧摊销和总部支出) .....	15
图表 40: LNG 项目股权比例 .....	16
图表 41: LNG 业务投资收益预期 .....	16
图表 42: 重置价值测算 .....	16
图表 43: 历史市净率 .....	17
图表 44: 盈利预期调整 .....	17
图表 45: BDI 季节性明显 .....	17
图表 46: BDI 和公司股价间关联性很强 .....	18
图表 47: 近期公司股价和 BDI 出现偏离, 提供了买入机会 .....	18
图表 48: 过去两年公司没有新船订单, 资本支出不断减少 .....	18
图表 49: 公司在手现金不断增加 .....	18
图表 50: 可比公司估值 .....	19

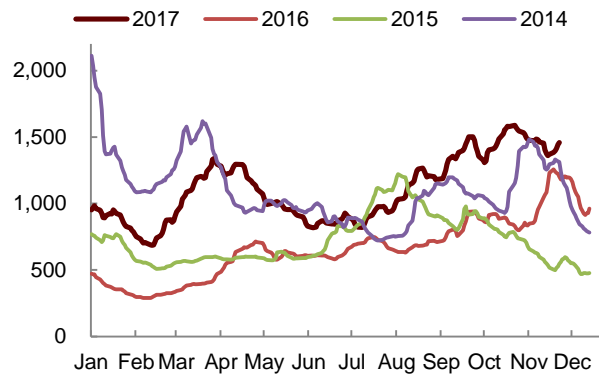


## 强劲需求助力 BDI 保持稳定

四季度为干散货传统旺季。但是，今年市场担心环保限产会影响中国的铁矿石进口需求。但从目前的数据来看，实际的影响可能小于市场的预期。

环保限产正式执行日期为11月15日，北京、唐山和邯郸等城市在10月份提前执行了环保限产。实际上，BDI的下滑幅度不大。从10月末到11月中旬仅从1588点下降到1361点，降幅为14%。上周，BDI回升至1458点。

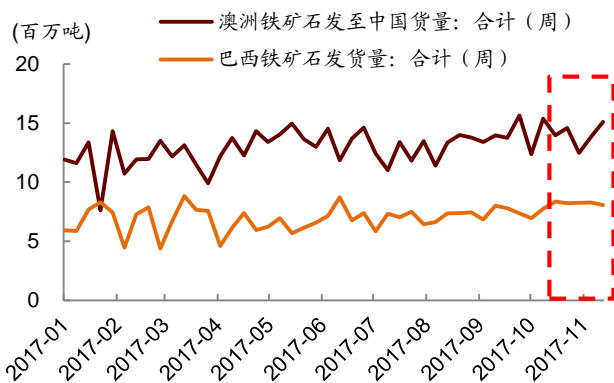
图表 1: BDI 走势



资料来源：万得资讯、中金公司研究部

**铁矿石运输需求支撑 BDI 的回升。**从高频数据看（图表 2~3），尽管 11 月份到达中国北方港口的铁矿石量大幅下降，但是巴西-中国单周铁矿石运输量保持稳定；澳大利亚-中国单周铁矿石运输量从 11 月第一周（截至 11 月 3 日）的 1200 万吨增长到 11 月第三周（截至 11 月 17 日）的 1500 万吨（目前尚没有截至 11 月 24 日的单周数据），主要得益于铁矿石价格上涨。强劲的航运需求支撑了澳大利亚-中国铁矿石运线的盈利（图表 4）。

图表 2: 澳大利亚-中国和巴西-中国的铁矿石运输量



资料来源：我的钢铁网、中金公司研究部

图表 3: 近期铁矿石价格出现上涨



资料来源：万得资讯、中金公司研究部



图表4: 各航运线的TCE盈利情况

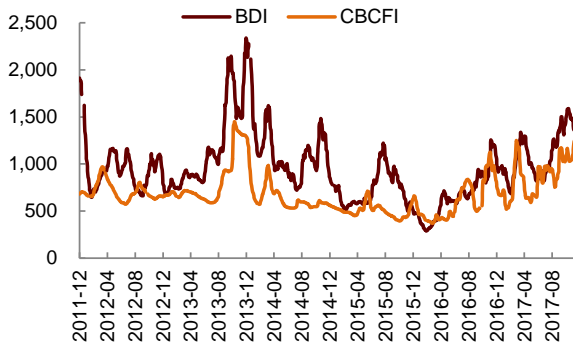
美元/天		2015	2016	2017YTD	2017/11/17	2017/11/24	WoW	
Capesize								
	巴西(图巴朗)-青岛	17万吨 铁矿石	14,080	11,041	21,840	28,614	29,910	5%
	巴西(图巴朗)-丹麦(鹿特丹)	17万吨 铁矿石	6,170	5,711	12,436	25,742	27,683	8%
	澳大利亚(丹皮尔)-青岛	17万吨 铁矿石	6,306	6,550	13,442	18,773	23,728	26%
	澳大利亚(丹皮尔)-日本	17万吨 铁矿石	10,315	9,971	17,969	24,569	30,149	23%
	南非(萨尔达尼亚)-青岛	17万吨 铁矿石	10,124	8,682	17,300	23,055	24,409	6%
	澳大利亚(麦凯)-中国	17万吨 煤炭	7,689	6,652	12,732	15,870	19,279	21%
	南非(理查兹贝)-印度	17万吨 煤炭	7,906	7,408	15,998	27,414	27,478	0%
	平均		9,060	8,208	15,956	24,380	27,576	13%

资料来源: Clarksons、中金公司研究部

其他两项影响 BDI 近期走势的因素均能反映出干散货需求情况有所改善(包括中国沿海和远洋运输需求)。

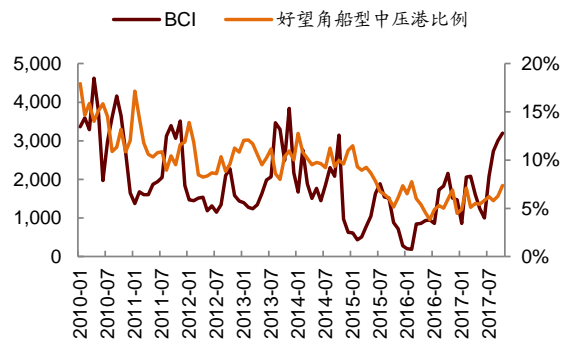
- ▶ **中国沿海干散货市场表现强劲, 吸引运力。**受冬季取暖的影响, 南方冬季电力需求强劲。因此, 南方电厂对动力煤的需求有所增加, 带动了从北方向南方的煤炭运输需求。因此, 11月24日中国沿海煤炭运价指数(CBCFI)环比增长23%。为了把握盈利机遇, 船东将部分运力调配到沿海运输市场, 并因此减少了全球远洋运输市场的有效供给。历史数据显示 CBCFI 走势一般会引导 BDI 指数(图表5)。
- ▶ **受压港影响, 有效运力有所减少。**根据 Clarkson 的数据(图表6), 过去几个月压港的影响逐渐增加(压港货船占好望角型干散货船队总运力的7.5%)。我们认为压港的原因包括: 1) 受环保政策影响, 港口装卸业务减少; 2) 进口需求强劲, 港口可能已经达到吞吐能力上限。

图表5: CBCFI 走势一般会领先 BDI 指数



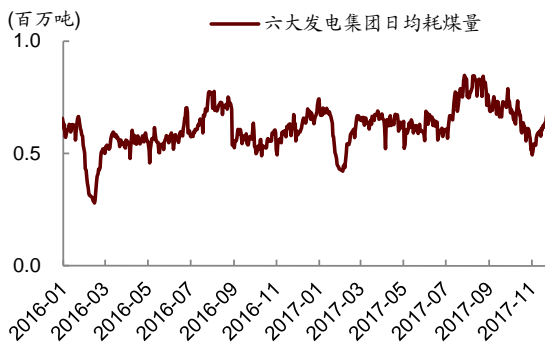
资料来源: 万得资讯、中金公司研究部

图表6: 压港情况



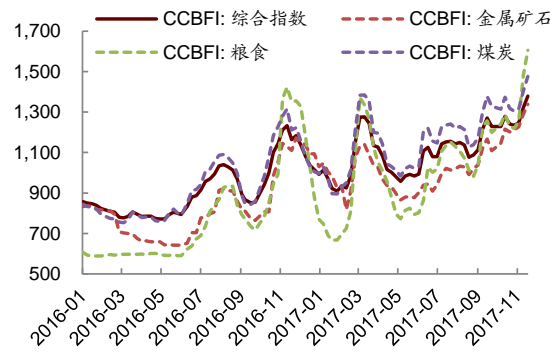
资料来源: Clarksons、中金公司研究部

图表7: 六大电厂的每日耗煤量



资料来源: 万得资讯、中金公司研究部

图表8: 中国沿海干散货运价均出现上涨



资料来源: Clarksons、中金公司研究部

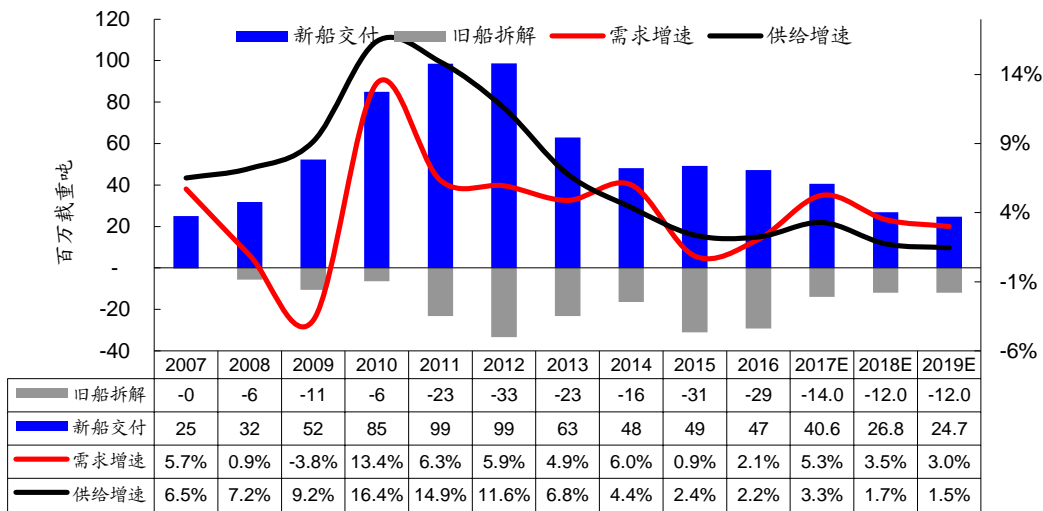


## 干散货航运：供给速度大幅下降，供需关系持续改善

干散货市场有望延续上行周期，主要因为新船交付减少。目前订单运力比只有8%，处于十年来的低点。我们预计运力增速将从2017年的3.3%放缓至2018年的1.7%（Clarkson预测仅为1.3%）。2019年或继续放缓至1.5%。需求方面，全球经济增速有望促进干散货航运需求（如欧盟、日本铁矿石进口量由下滑恢复至增长）。房屋开工和基建投资终端需求支持中国干散货航运需求增长，抵消环保限产的影响。我们预计2017~19年全球干散货航运需求增长5.3%、3.5%和3%，超过供给需求增速。

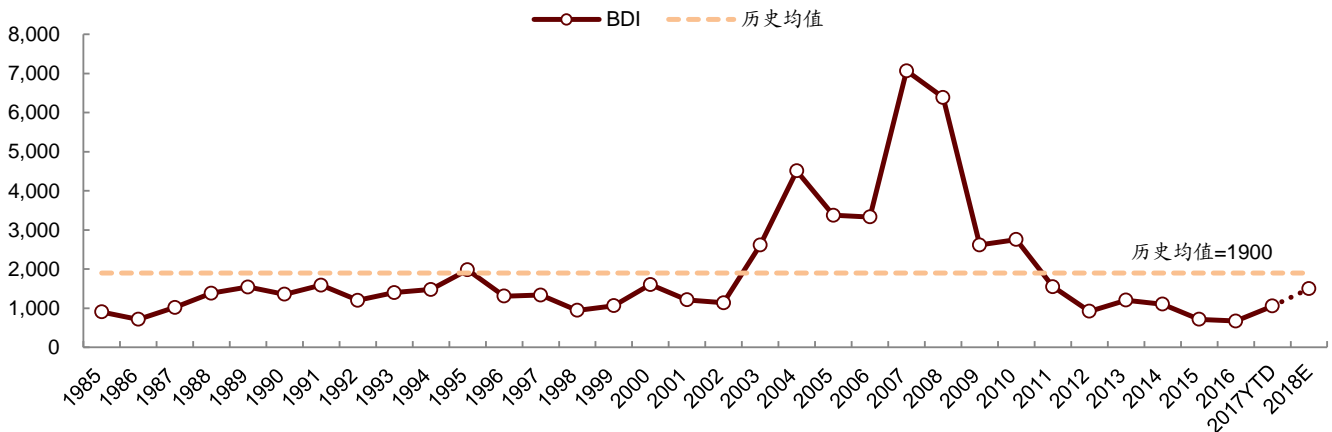
保守估算，即使2018年中国铁矿石进口没有增长，全球干散货航运需求仍有望同比增长2.5%（按周转量衡量），高于供给增速预期（1.7%）和Clarkson的供给增速预期（1.3%）。

图表9：干散货航运市场的供需



资料来源：Clarksons、中金公司研究部

图表10：BDI历史均值约为1900点（剔除2007年和2008年后为1600点）



资料来源：Clarksons、中金公司研究部

供给增速或放缓：我们预计2017年新船交付同比下降14%，2018和2019年分别同比下滑34%和8%



过去几年，干散货船增速大幅下降；尽管，2017年干散货船增速有小幅回升，我们预计2018~19年增速会进一步下降：

- ▶ **过去三年新船订单量较小**（图表13）：尽管新造船订单年初至今同比大幅增长50%，但是从绝对值看增长水平仍然较低。目前订单运力比仅有8%，位于十年来低点（图表12）。
- ▶ **未来的新订单对2018~19年供给的影响有限**。根据交付计划来看，今年预定的船只只有37%将在2020年后交付。即使2018年新签订单增加，我们认为交付时间最早也要到2019年末，因此对2018~19年的供给增速影响有限。
- ▶ **受压载水管理的影响，旧船拆解量可能超预期**。干散货船中14%的货船船龄达到或超过了15年（7%的货船船龄达到或超过20年），由于盈利能力下降，这部分货船或将被报废（受货船情况影响，运价减少，燃油成本和管理成本增加；考虑剩余使用寿命有限，安装压载水设备的性价比不高）。

根据当前的订单量，我们预计2018年运力交付量同比减少37%至2700万载重吨，2019年将进一步减少8%至2500万载重吨。我们预计2017~19年拆解量分别为1400万载重吨、1200万载重吨和1200万载重吨，但实际拆解量可能超过我们的预期。因此，我们预计2017~19年的供给增速分别为3.3%、1.7%和1.5%。如果2017~19年拆解量都保持在1500万载重吨，则供给增速将分别降低至3.3%、1.4%和1.1%。

图表11：干散货船队运力增速



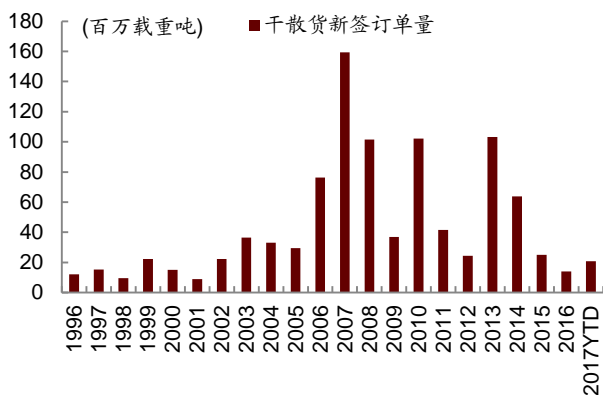
资料来源：Clarksons、中金公司研究部

图表12：在手订单/运力



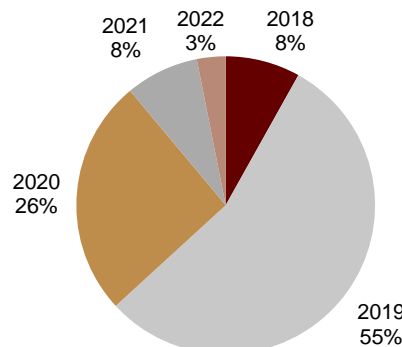
资料来源：Clarksons、中金公司研究部

图表13：新签订单量



资料来源：Clarksons、中金公司研究部

图表14：2017年新签订单的预计交付时间

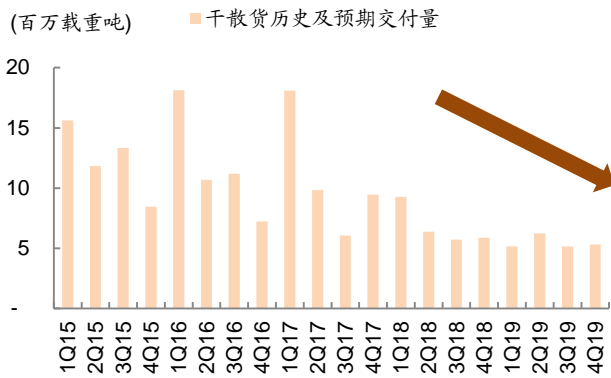


资料来源：Clarksons、中金公司研究部



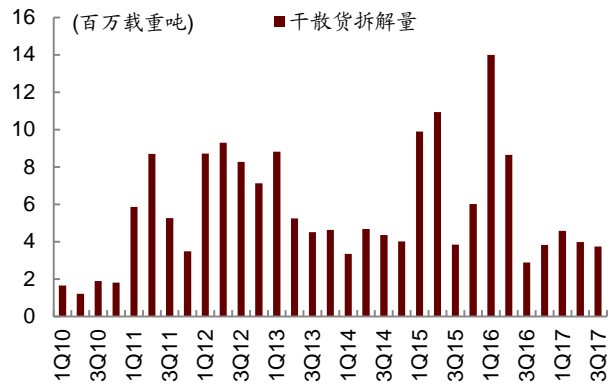


图表 15: 运力交付及预期



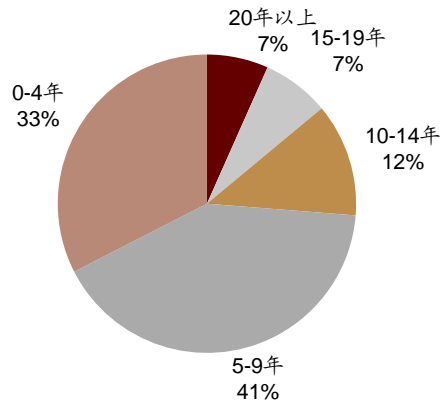
资料来源: Clarksons、中金公司研究部

图表 16: 运力拆解量



资料来源: Clarksons、中金公司研究部

图表 17: 干散货船队船龄结构



资料来源: Clarksons、中金公司研究部

**需求端: 房屋新开工、基建投资支撑中国干散货需求; 全球需求保持增长**

我们预计 2017~18 年全球干散货运量增速分别为 4.2% 和 2.7%，由于运距拉长，按吨海里衡量的干散货航运需求增速分别为 5.3% 和 3.5%（图表 18），2019 年有望保持约 3% 的增速。

具体来看，中国仍然有望成为最重要的驱动因素（预计占 2018 年新增铁矿石进口量的 85%），但是占比将有所下滑（2017 年占比 94%）。另一方面，小宗散货有望成为最大的驱动因素，增速有望从 2017 年的同比 2.4% 提升至 2018 年的同比 3.1%。小宗散货包括钢材、木材及其他品类。小宗散货品类繁多，不容易受单一国别的影响，但与全球产量增速的相关度更高（图表 25）。

保守估算（图表 19），即使 2018 年中国铁矿石进口没有增长，全球干散货航运需求仍有望同比增长 2.5%（按周转量衡量），高于供给增速预期（1.7%）并远高于 Clarkson 的供给增速预期（1.3%）。干散货需求仍将处于上行周期。



图表 18: 干散货海运需求预测

百万吨	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E
铁矿石	1,052	1,110	1,189	1,338	1,363	1,411	1,483	1,528
(+/-)	6.2%	5.5%	7.2%	12.5%	1.9%	3.5%	5.1%	3.1%
其中: 中国进口	<b>665</b>	<b>724</b>	<b>795</b>	<b>914</b>	<b>940</b>	<b>1,008</b>	<b>1,075</b>	<b>1,114</b>
(+/-)	10.4%	8.7%	9.9%	15.0%	2.8%	7.3%	6.7%	3.6%
煤炭	1,000	1,119	1,180	1,215	1,144	1,140	1,198	1,220
(+/-)	7.4%	11.9%	5.5%	3.0%	-5.9%	-0.3%	5.1%	1.9%
粮食	345	375	392	432	459	480	510	519
(+/-)	0.6%	8.6%	4.4%	10.3%	6.3%	4.5%	6.3%	1.8%
小宗散货	1,704	1,736	1,824	1,841	1,867	1,864	1,909	1,969
(+/-)	7.3%	1.9%	5.0%	0.9%	1.4%	-0.2%	2.4%	3.1%
<b>总海运量</b>	<b>4,101</b>	<b>4,340</b>	<b>4,584</b>	<b>4,826</b>	<b>4,834</b>	<b>4,895</b>	<b>5,100</b>	<b>5,238</b>
(+/-)	6.4%	5.8%	5.6%	5.1%	0.2%	1.3%	4.2%	2.7%
运距(海里)	<b>5,470</b>	<b>5,477</b>	<b>5,440</b>	<b>5,477</b>	<b>5,515</b>	<b>5,558</b>	<b>5,615</b>	<b>5,660</b>
(+/-)	-0.1%	0.1%	-0.7%	0.4%	0.7%	0.8%	1.0%	0.8%
干散货周转量(十亿吨海里)	<b>22,435</b>	<b>23,768</b>	<b>24,941</b>	<b>26,429</b>	<b>26,658</b>	<b>27,210</b>	<b>28,641</b>	<b>29,644</b>
(+/-)	6.3%	5.9%	4.9%	5.5%	0.9%	2.1%	5.3%	3.5%

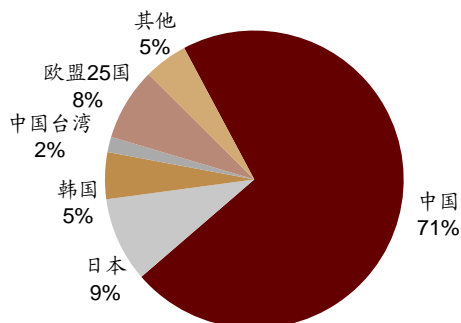
资料来源: Clarksons、中金公司研究部

图表 19: 干散货海运需求保守预期: 中国 2018 年铁矿石进口量和 2017 年持平

百万吨	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E
铁矿石	1,052	1,110	1,189	1,338	1,363	1,411	1,483	1,490
(+/-)	6.2%	5.5%	7.2%	12.5%	1.9%	3.5%	5.1%	0.5%
其中: 中国进口	<b>665</b>	<b>724</b>	<b>795</b>	<b>914</b>	<b>940</b>	<b>1,008</b>	<b>1,075</b>	<b>1,075</b>
(+/-)	10.4%	8.7%	9.9%	15.0%	2.8%	7.3%	6.7%	0.0%
煤炭	1,000	1,119	1,180	1,215	1,144	1,140	1,198	1,220
(+/-)	7.4%	11.9%	5.5%	3.0%	-5.9%	-0.3%	5.1%	1.9%
粮食	345	375	392	432	459	480	510	519
(+/-)	0.6%	8.6%	4.4%	10.3%	6.3%	4.5%	6.3%	1.8%
小宗散货	1,704	1,736	1,824	1,841	1,867	1,864	1,909	1,969
(+/-)	7.3%	1.9%	5.0%	0.9%	1.4%	-0.2%	2.4%	3.1%
<b>总海运量</b>	<b>4,101</b>	<b>4,340</b>	<b>4,584</b>	<b>4,826</b>	<b>4,834</b>	<b>4,895</b>	<b>5,100</b>	<b>5,199</b>
(+/-)	6.4%	5.8%	5.6%	5.1%	0.2%	1.3%	4.2%	1.9%
运距(海里)	<b>5,470</b>	<b>5,477</b>	<b>5,440</b>	<b>5,477</b>	<b>5,515</b>	<b>5,558</b>	<b>5,615</b>	<b>5,647</b>
(+/-)	-0.1%	0.1%	-0.7%	0.4%	0.7%	0.8%	1.0%	0.6%
干散货周转量(十亿吨海里)	<b>22,435</b>	<b>23,768</b>	<b>24,941</b>	<b>26,429</b>	<b>26,658</b>	<b>27,210</b>	<b>28,641</b>	<b>29,356</b>
(+/-)	6.3%	5.9%	4.9%	5.5%	0.9%	2.1%	5.3%	2.5%

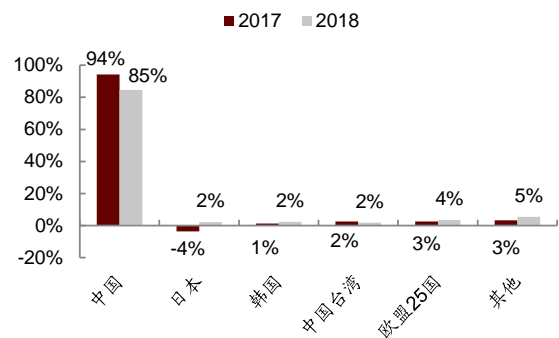
资料来源: Clarksons、中金公司研究部

图表 20: 全球海运铁矿石进口需求占比(2016 年)



资料来源: Clarksons、中金公司研究部

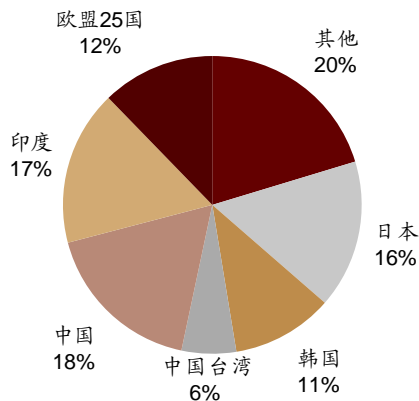
图表 21: 铁矿石需求增量占比(2017~18 年)



资料来源: Clarksons、中金公司研究部

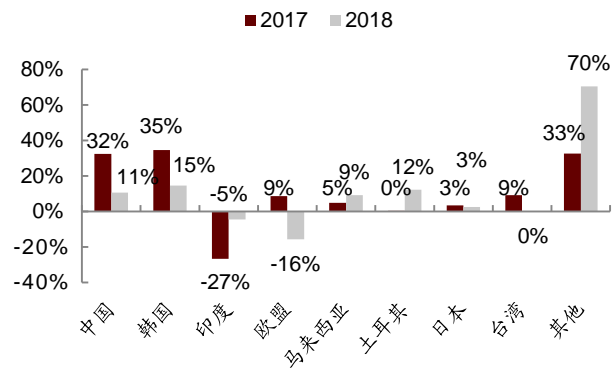


图表 22: 全球海运煤炭进口需求占比 (2016 年)



资料来源: Clarksons、中金公司研究部

图表 23: 煤炭需求增量占比 (2017~18 年)



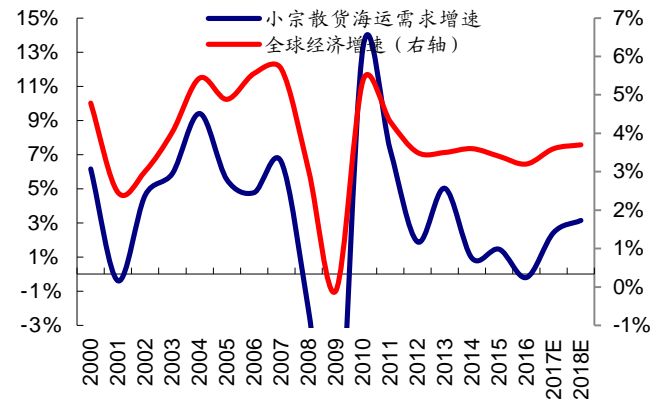
资料来源: Clarksons、中金公司研究部

图表 24: 全球粗钢产量增速



资料来源: 全球钢铁协会、中金公司研究部

图表 25: 小宗散货海运需求增速与全球 GDP 增速



资料来源: Clarksons、IMF、中金公司研究部

关于中国铁矿石进口需求, 我们分析如下:

**房屋新开工、基建投资增速提升支撑中国干散货需求:** 根据中金宏观团队的研究预测, 2018 年中国 GDP 增速将小幅加快至 6.9% (2017 年预计为 6.8%), 高于市场一致预期的 6.4%, 主要基于对大众消费、房地产投资和制造业投资预期更乐观。中金宏观团队预测 2019 年 GDP 增速将保持在 6.8% 的强劲水平。**2018 年地产新开工和投资可能快于今年:** 基于住房库存处于低位、开发商拿地增速加快、租赁房和保障房建设带来增量, 中金宏观组预计 2018 年房地产新开工面积同比增速将达到 10~15% (其中一二线城市超过 20%), 较今年的 8~9% 加快, 由此带动 2018 年房地产开发投资增长 10%。**基建投资增速或放缓, 但仍稳健:** 中金宏观组预计明年基建投资增速可能会从今年的 25% 左右出现放缓, 但仍维持在相对较强的 15~20% 的水平。

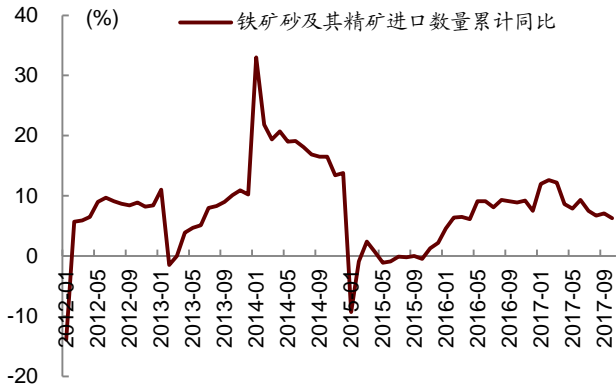
**运距拉长提高吨海里实际需求。** 根据中金大宗商品组, 2018 年全球铁矿石供给端增量 (约 4800 万吨) 主要来自巴西和澳大利亚: 巴西 Vale 的 S11D 矿将继续扩展, 预计带来 1800 万吨的增量; 澳大利亚方面, BHPB 将增产约 500 万吨 (来自金步巴矿产能扩张), 力拓将增产约 1300 万吨 (来自 Minas 矿达产), 罗依山矿产将投入增量约 1000 万吨。巴西出货量的提高 (S11D 陆续投产, 因事故停产的 Samarco 矿预计在 2019 年复产) 和占中国铁矿石进口量的比例提高, 或将拉长平均运距, 利好海运需求。

**2017 年 11 月 15~2018 年 3 月 15 日采暖季限产的影响:** 为了改善空气质量, 中国划定北京、天津在内的 2+26 城市, 在采暖季内 (2017 年 11 月 15~2018 年 3 月 15 日), 钢铁产能限产 50%。根据中金大宗商品组的测算, 环保限产或将减少采暖季月均钢材产量



1274~1498万吨，折算成对明年的影响约为4~4.6%。当然，这只是静态地考虑了产能限制的影响，只要终端的钢铁消费需求保持旺盛，限产影响有望被不限的产能所填补：如图表30所示，河北省高炉利用率大幅下降至50%左右，但是全国的高炉利用率下降幅度较小且仍维持在60%以上。粗钢产量从8月起开始下滑，11月起开始企稳。粗钢消耗量相对稳定，主要因为钢材库存持续下降。此外，铁矿石价格或因为矿商继续增产而下降，利好对于高品位的铁矿石进口替代需求。

图表 26: 中国铁矿石进口增速有所下滑



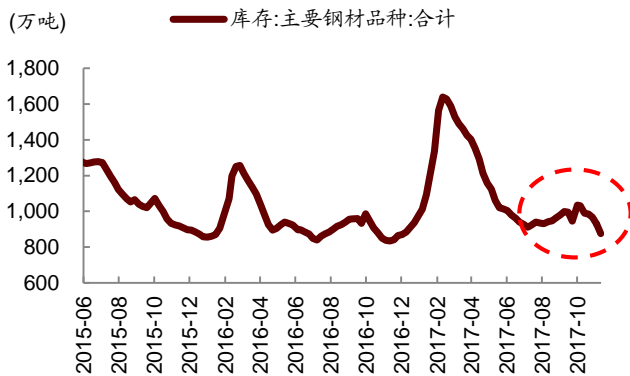
资料来源：万得资讯、中金公司研究部

图表 27: 港口铁矿石库存开始回升



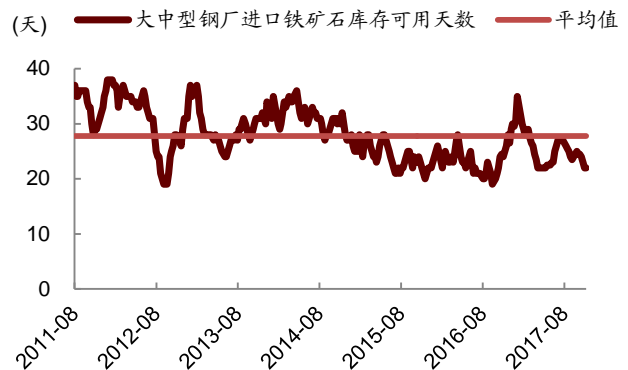
资料来源：Clarksons、中金公司研究部

图表 28: 钢材社会库存下降



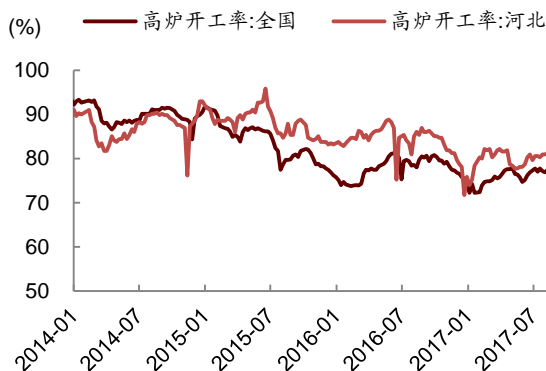
资料来源：万得资讯、中金公司研究部

图表 29: 大中型钢厂进口铁矿石库存天数



资料来源：万得资讯、中金公司研究部

图表 30: 高炉产能利用率



资料来源：万得资讯、中金公司研究部

图表 31: 粗钢日均产量从8月起下滑



资料来源：万得资讯、中金公司研究部



## 中外运航运：行业上行周期提供买入机会

**中外运航运迎来多重利好。**1) **干散货运输有望带来盈利上行空间**：我们预计2018年BDI均值约为1500点(历史均值为1900点),BDI每提升100个点位,公司盈利增厚约700~900万美元;此外,BDI为TCE运价的平均值,已经扣除燃油成本的影响;2) **集装箱运输有望实现稳定增长**(亚洲市场竞争格局改善,全球平均需求增速提升);3) **LNG运输有望提供稳定收益**(预计2017~19年分别为1200万、2600万和3000万美元);4)有望受益于招商局集团内部的整合。

**干散货业务：三年上行周期，盈利增长空间较大**

干散货航运市场有望迎来三年的上行周期，公司干散货业务的盈利增长空间较大。

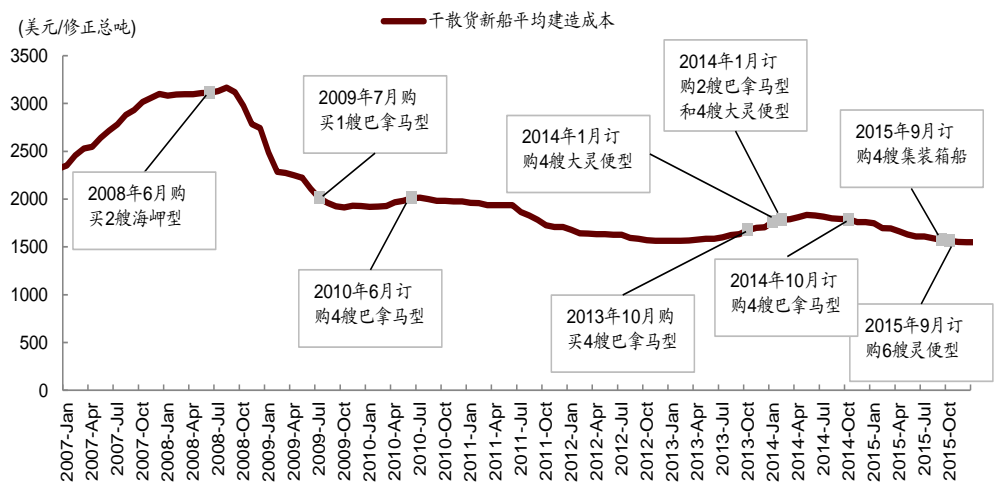
- ▶ **保本点较低**，主要因为：1)公司低点造船，且为现金支付，折旧和财务费用低(公司为净现金);2)船队年轻化和现代化，经过过去几年行业低迷时公司对船队结构的不断调整，自有船的平均船龄降低至仅为6.1年(市场上干散货平均船龄为8.8年)，油耗、管理和维修成本低;3)资产减值减少未来折旧：2016年公司确认资产减值损失1.63亿美元，每年约可减少折旧费用800万美金。
- ▶ **船型结构均衡，好望角型船盈利弹性大**

截至2017年6月末，公司的干散货船队包括船舶37艘，租入船舶64艘，合计826万载重吨，其中好望角型船11艘，巴拿马型船52艘，大灵便和灵便型船38艘。自有好望角型船、巴拿马型船及大灵便和灵便型船分别为9艘、11艘和17艘。2017年下半年公司预计将交付和拆解干散货船各一艘，2018年交付5艘，到2018年底自有船队将增加至42艘。

按载重吨计算，好望角型船占自有运力的一半。好望角型船在市场上升阶段运价弹性高于其他船型，将为公司带来盈利弹性。另一方面，公司船型结构较为均衡，可以灵活地把握不同船型和货种的运价机会。

- ▶ **公司盈利弹性大**：我们测算，公司的干散货船队保本点约相当于BDI 880点。BDI每上涨100点，将增厚公司盈利约700~900万美元。

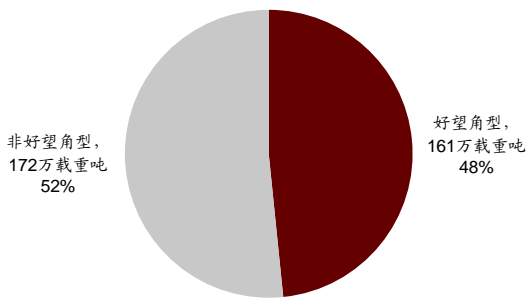
图表 32：公司低点造船



资料来源：公司资料、中金公司研究部

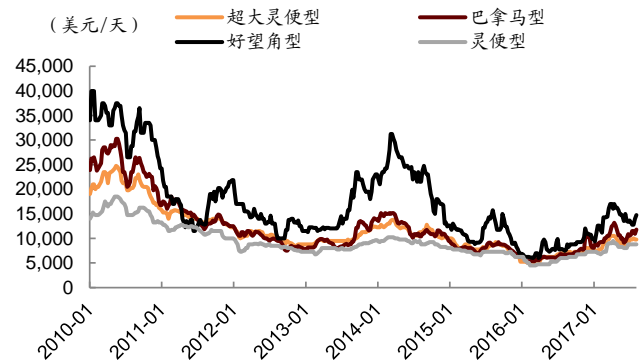


图表 33: 好望角型船占公司自有干散货船的一半



资料来源：公司资料、中金公司研究部

图表 34: 好望角型干散货船具有更大的盈利弹性



资料来源：Clarkson，中金公司研究部

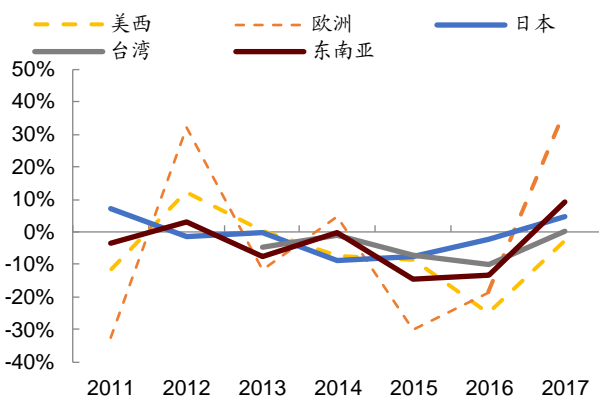
### 集运业务：细分市场龙头，享受上行周期

公司集运业务专注于亚洲区域内市场，航线覆盖包括中国往返日本、澳大利亚、台湾、菲律宾、越南和韩国等主要亚洲国家。亚洲区域内集运市场通常采用小船型（1000TEU 或 1800TEU），根据客户需求提供高频次、港到港的服务，每条航线上的竞争格局相对稳定。凭借其优秀的服务质量，公司在中国-台湾航线市场份额排名第一、中国-日本市场份额第三，具有良好的客户基础和依赖度。

截至到 2017 年 6 月底，公司集运船队包括自有船 11 艘（共 9500TEU）、租入船 17 艘（共 27,000TEU），在手订单 4 艘（预计都在 2017 年下半年交付），公司预计下半年将拆解 2 艘相对较老的船。

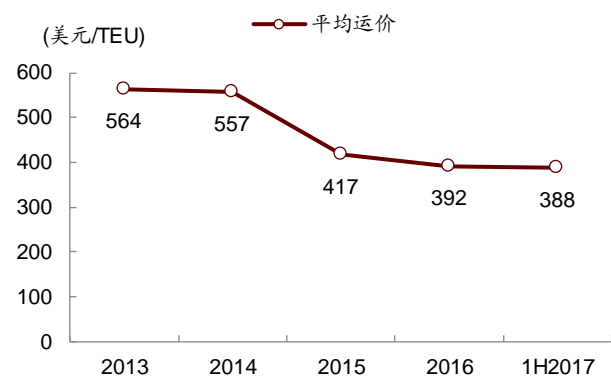
亚洲区域市场与全球市场紧密相关，受益于集运上行周期。由于经济复苏，中国与日本、台湾、东盟国家之间的贸易企稳回升，直接利好公司的货运需求。从 2013 年收购中外运集运以来，集运业务的盈利一直保持稳步增长（图表 26）。

图表 35: 亚洲区域内市场运价波动较小 (CCFI 年度比)



资料来源：万得资讯、中金公司研究部

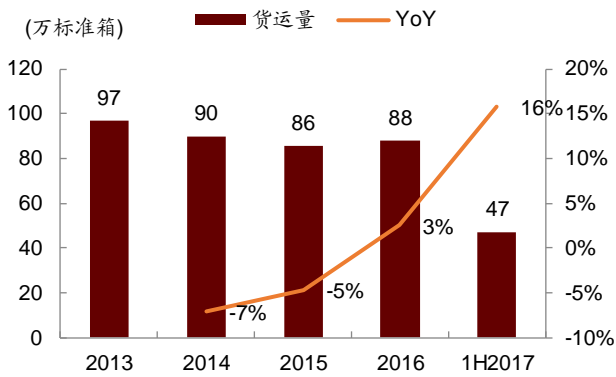
图表 36: 公司平均运价已经企稳



资料来源：公司资料、中金公司研究部

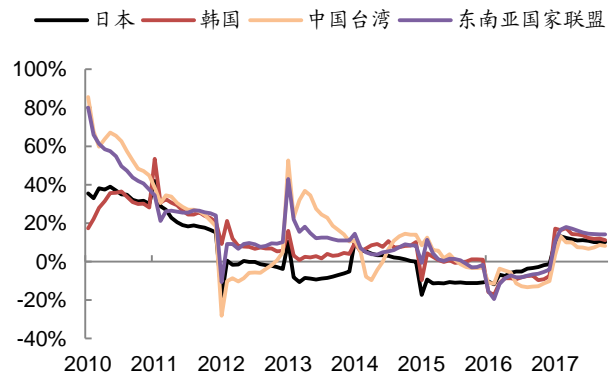


图表 37: 集装箱货运量及增速



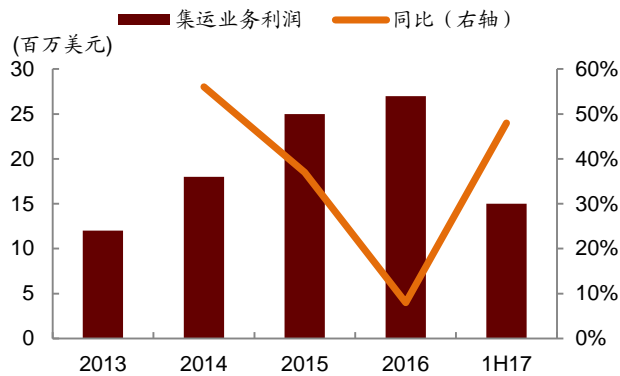
资料来源：公司资料、中金公司研究部

图表 38: 中国-日本、台湾和东盟国家的进出口口累计增速



资料来源：万得资讯、中金公司研究部

图表 39: 集运业务的分布盈利 (未扣减财务费用、折旧摊销和总部支出)



资料来源：公司资料、中金公司研究部 注：2013 年数据经重述。

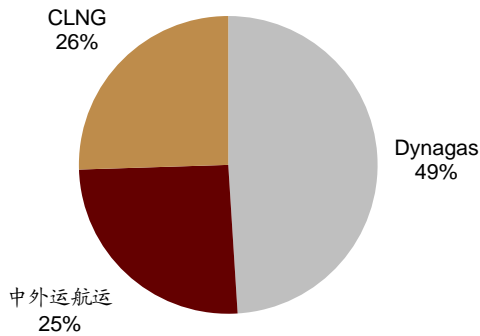
### LNG 业务：进入收获期，2018 年开始贡献稳定盈利

2015 年公司与 CLNG (中国远洋海运集团与招商局集团成立的合资公司)、Dynagas (具有北极航行资质的希腊船东、持有美国上市公司 Dynagas LNG Partners LP 43.9% 股权，主要经营 LNG 运输船) 成立合资企业，成功中标俄罗斯亚马尔冰级液化天然气 (LNG) 运载船项目，共投资 5 艘 LNG 运输船。5 艘船总造价为 15.9 亿美元，其中 15% 为股东出资，中外运航运出资 7562 万美元，持股 25.5%。项目公司已经与 YAMAL 签订三十年的长期期租协议，运价不受即期市场影响，保证合理的稳定回报：**根据公司指引，每艘 LNG 船每年可贡献稳定投资收益 600 万美元。**

其中 2 艘将于 2017 年年底交付使用，预计 2018 年贡献投资收益 1200 万美元；剩余 3 艘预计在 2019 年一季度交付，假设二季度开始贡献收益，2019 年 5 艘船合计贡献投资收益约 2600 万美元；2020 年往后，每年稳定投资收益可达 3000 万美元。

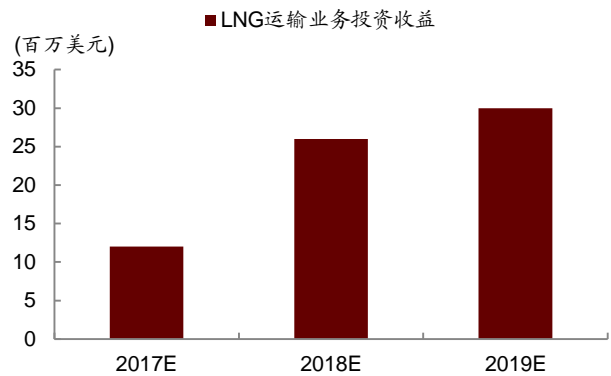


图表 40: LNG 项目股权比例



资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 41: LNG 业务投资收益预期



资料来源：公司资料，中金公司研究部

### 估值：安全边际高

由于市场低迷，公司股价长期低于净资产。我们从 2016 年底开始推荐，公司股价最高涨幅达到 90%，近期有约 30% 的降幅。目前，公司股价仅对应 0.5 倍 2017 年市净率，具有很高的安全边际。

- ▶ 我们根据 Clarkson 二手交易数据，计算出中外运航运自有船队和在建船舶的资产重置价值为 7.7 亿美元（账面价值为 11.5 亿美元），由此得出每股资产重置价值为 2.96 港元，目前股价仅相当于重置价值的 0.64 倍。我们的计算仅考虑了自有船队（公司租入的运力同样可以贡献盈利），并且没有给公司其他的资产（管理团队、航线网络、客户关系等）以任何估值，因此是相对保守的，目前的估值水平安全边际高。
- ▶ 根据我们的盈利预测，公司当前股价对应 13.8 倍 2018 年市盈率。我们认为干散货和集运业务将迎来三年的上行周期，LNG 业务将从 2018 年起贡献盈利。如果 2019 年盈利达到 1 亿美元，公司将对应 9.7 倍 2019 年市盈率。

图表 42: 重置价值测算

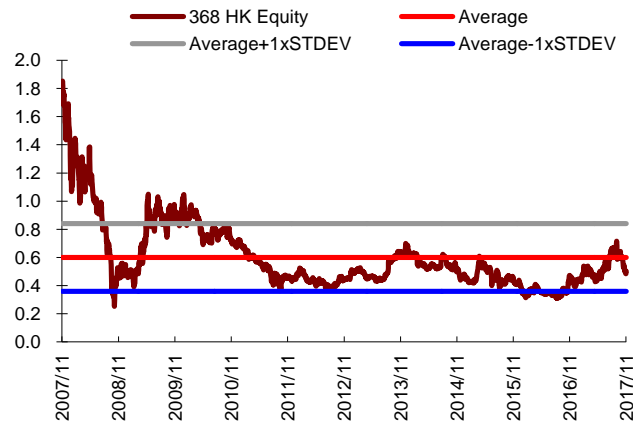
百万美元	重置价值	备注	
	干散货船	621	可比二手船交易价格
船舶价值	集装箱船	102	可比二手船交易价格
	在建船舶	48	账面净值
小计		770	
其他非流动性资产		125	账面价值
流动资产		855	账面价值
负债		238	账面价值
重置价值合计		1,513	
每股重置价值 (港元)		2.96	
每股净资产 (港元)		3.50	
每股股价 (港元)		1.90	
股价/每股重置价值		0.64	

资料来源：公司资料，Clarkson，中金公司研究部





图表 43: 历史市净率



资料来源：公司资料、中金公司研究部

### 股价回调后重申推荐

考虑年初至今 BDI 均值为 1100 点（我们年初预测为 1000 点），我们上调 2017 年盈利预期 29%至 2900 万美元。维持 2018 年盈利预期 7200 万港元，基于 BDI 均值为 1500 点左右的假设。考虑自 1985 年来 BDI 均值为 1900 点（剔除 2008~09 年的峰值后，BDI 均值为 1600 点），我们假设的 BDI 均值并不算高。重申推荐评级和目标价 2.9 港元。

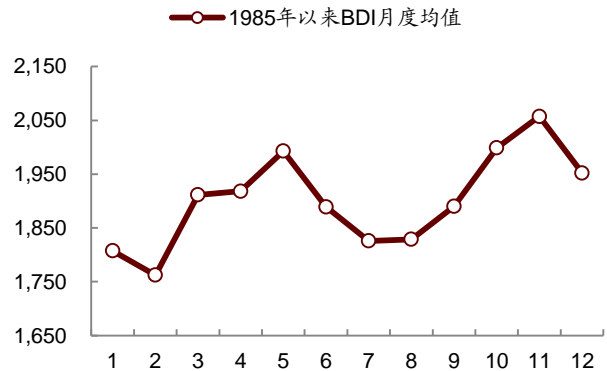
我们预计 2017 年 12 月至 2018 年一季度 BDI 或面临下行风险，主要因为需求的季节性变化。我们预计随着采暖季后工厂复产、节后补库存和钢铁消费旺季来临，明年一季度后 BDI 有望迎来季节性反弹。从历史数据看，BDI 和公司股价的关联性很强（相关系数达到 0.83），但近期公司股价和 BDI 出现偏离，提供了买入机会（图表 47）。

图表 44: 盈利预期调整

盈利预测调整	2017E	2018E
收入（百万美元）		
调整前	1,046	1,186
调整后	1,119	1,330
(+/-)	7.0%	12.2%
净利润		
调整前	22	70
调整后	29	70
(+/-)	29%	0%
每股收益（美元）		
调整前	0.01	0.02
调整后	0.01	0.02
(+/-)	29%	0%

资料来源：公司资料、中金公司研究部

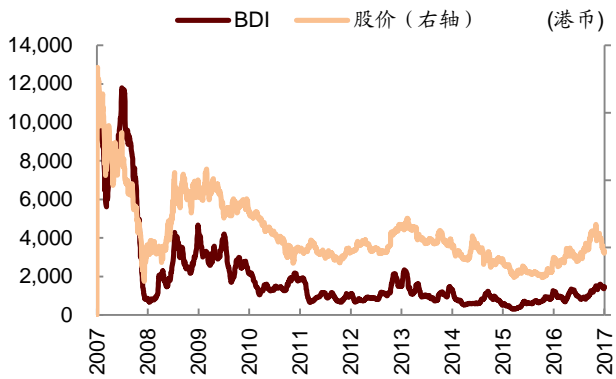
图表 45: BDI 季节性明显



资料来源：Clarksons、中金公司研究部

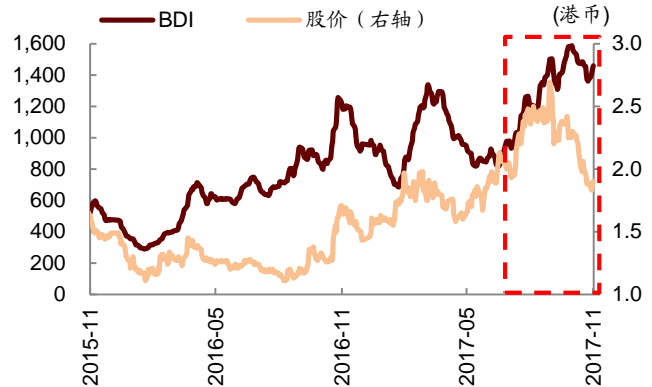


图表 46: BDI 和公司股价间关联性很强



资料来源：公司资料、万得资讯、中金公司研究部

图表 47: 近期公司股价和 BDI 出现偏离，提供了买入机会

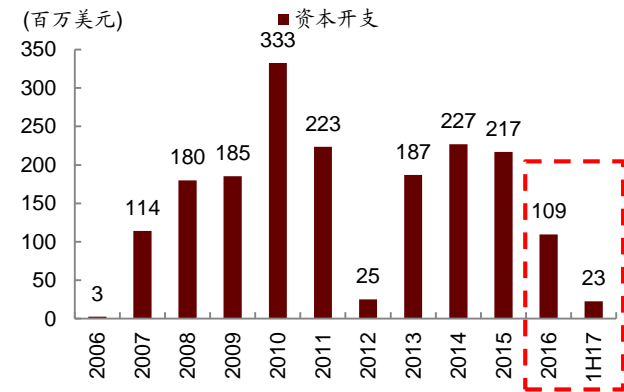


资料来源：公司资料、万得资讯、中金公司研究部

### 招商局集团内部整合有望带来利好

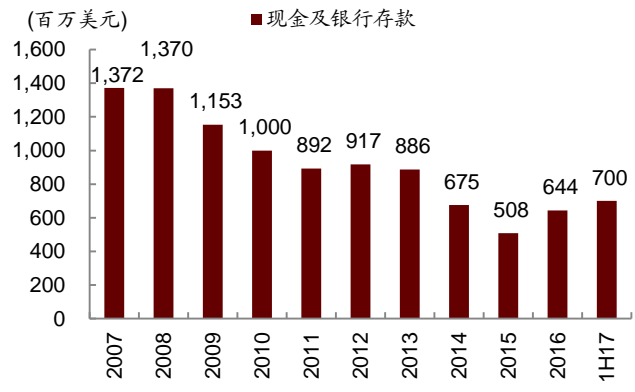
公司原控股股东中外运长航与招商局整合之后成为招商局的全资子公司。目前，招商局集团旗下有两家从事干散货业务的上市公司（中外运航运和招商轮船）且两家上市公司可能形成竞争。招商局集团旗下两家从事干散货业务的公司之间可能存在竞争，不符合证监会的规定。集团需要解决这一问题。中外运航运静待集团对公司在航运业务中战略地位的决定，因此从 2016 年起没有增加新船订单（图表 47）。因此，公司的在手现金不断增加（图表 48）。考虑中国外运已经完成了对招商局物流的收购，我们认为招商局集团有望开始整合干散货业务。我们认为集团内部干散货业务的整合有望为公司带来利好。

图表 48: 过去两年公司没有新船订单，资本支出不断减少



资料来源：公司资料、万得资讯、中金公司研究部

图表 49: 公司在手现金不断增加



资料来源：公司资料、万得资讯、中金公司研究部

### 风险

- ▶ 全球经济增速放缓，影响干散货需求。
- ▶ 中国经济增速放缓，铁矿石进口需求下降。
- ▶ 新船订单大幅增长或拆解量低于预期。
- ▶ 旺季后 BDI 下滑，为股价带来短期压力。



图表 50: 可比公司估值

公司名称	评级	股价	币种	市盈率 (P/E)				市净率 (P/B)				净资产收益率 (%)			
				2015A	2016A	2017E	2018E	2015A	2016A	2017E	2018E	2015A	2016A	2017E	2018E
<b>A股航运公司</b>															
中远海能*	中性	5.94	CNY	20.8	12.5	20.7	15.3	0.8	0.9	0.9	0.8	4.4	6.5	4.2	5.5
招商轮船*	中性	4.49	CNY	20.6	13.8	25.8	13.4	1.7	1.5	1.4	1.3	9.2	11.7	5.7	10.3
中远海特*	中性	5.65	CNY	65.6	241.3	46.1	24.4	1.8	1.3	1.3	1.2	2.5	0.6	2.8	5.0
<b>平均值</b>				<b>60.8</b>	<b>65.3</b>	<b>28.8</b>	<b>18.5</b>	<b>1.7</b>	<b>1.8</b>	<b>1.6</b>	<b>1.5</b>	<b>4.2</b>	<b>(5.9)</b>	<b>6.7</b>	<b>8.6</b>
<b>中值</b>				<b>43.2</b>	<b>13.1</b>	<b>24.3</b>	<b>18.2</b>	<b>1.8</b>	<b>1.4</b>	<b>1.3</b>	<b>1.3</b>	<b>3.2</b>	<b>3.6</b>	<b>4.9</b>	<b>7.9</b>
<b>H股航运公司</b>															
中远海能*	中性	4.30	CNY	12.3	8.0	13.0	9.6	0.5	0.6	0.5	0.4	4.4	6.5	4.2	5.5
海丰国际*	推荐	7.46	USD	17.8	20.7	14.2	11.9	3.0	2.9	2.6	2.3	17.5	14.2	19.3	20.8
中外运航运*	推荐	1.90	USD	n.a.	n.a.	33.6	13.9	0.5	0.5	0.5	0.5	(3.6)	(12.0)	1.6	3.8
<b>平均值</b>				<b>15.0</b>	<b>14.3</b>	<b>20.3</b>	<b>11.8</b>	<b>1.3</b>	<b>1.3</b>	<b>1.2</b>	<b>1.1</b>	<b>6.1</b>	<b>2.9</b>	<b>8.4</b>	<b>10.0</b>
<b>中值</b>				<b>15.0</b>	<b>14.3</b>	<b>14.2</b>	<b>11.9</b>	<b>0.5</b>	<b>0.6</b>	<b>0.5</b>	<b>0.5</b>	<b>4.4</b>	<b>6.5</b>	<b>4.2</b>	<b>5.5</b>
<b>国际集运可比公司</b>															
OOCL	n.a.	74.60	USD	(27.3)	(106.3)	33.8	21.9	1.3	1.3	1.3	1.2	(4.8)	(1.2)	3.8	5.6
Yang Ming	n.a.	12.15	TWD	40.5	(1.3)	(107.5)	151.9	0.9	1.2	1.2	1.4	2.2	(90.9)	(1.1)	0.9
Evergreen	n.a.	16.75	TWD	(8.9)	(9.4)	9	11.6	1.0	1.2	1.1	1.0	(11.7)	(12.3)	12.3	8.3
MISC Berhad	n.a.	7.06	MYR	12.2	14.6	14.1	14.0	0.9	0.9	0.8	0.8	7.1	5.9	5.8	5.6
<b>平均值</b>				<b>4.1</b>	<b>(25.6)</b>	<b>(12.8)</b>	<b>49.9</b>	<b>1.0</b>	<b>1.1</b>	<b>1.1</b>	<b>1.1</b>	<b>(1.8)</b>	<b>(24.6)</b>	<b>5.2</b>	<b>5.1</b>
<b>中值</b>				<b>1.7</b>	<b>(5.3)</b>	<b>11.4</b>	<b>18.0</b>	<b>1.0</b>	<b>1.2</b>	<b>1.1</b>	<b>1.1</b>	<b>(1.3)</b>	<b>(6.7)</b>	<b>4.8</b>	<b>5.6</b>
<b>国际散货可比公司</b>															
DIANA SHIPPING	n.a.	3.98	USD	(1.8)	(2.3)	(4.3)	(1.8)	0.39	0.29	0.38	0.42	(21.0)	(12.7)	(8.9)	(22.9)
GENCO SHIPPING	n.a.	11.39	USD	(0.5)	(0.8)	(8.3)	(0.5)	n.a.	0.38	0.40	0.40	n.a.	(46.5)	(4.9)	(83.0)
KAWASAKI KISEN	n.a.	2,809.00	USD	(1.9)	(5.2)	(3.2)	(1.9)	1.13	0.64	0.99	1.17	(59.8)	(12.3)	(31.1)	(61.8)
PRECIOUS SHIPPIN	n.a.	10.30	JPY	(6.0)	(11.7)	(96.3)	(6.0)	1.29	1.19	1.17	1.16	(21.3)	(10.2)	(1.2)	(19.3)
PACIFIC BASIN	n.a.	1.66	USD	n.a.	0.4	n.a.	n.a.	0.83	0.79	0.79	0.77	n.a.	203.9	n.a.	n.a.
<b>平均值</b>				<b>(2.6)</b>	<b>(3.9)</b>	<b>(28.0)</b>	<b>(2.6)</b>	<b>0.9</b>	<b>0.7</b>	<b>0.8</b>	<b>0.9</b>	<b>(34.1)</b>	<b>42.2</b>	<b>(13.7)</b>	<b>(34.6)</b>
<b>中值</b>				<b>(1.9)</b>	<b>(2.3)</b>	<b>(6.3)</b>	<b>(1.9)</b>	<b>1.0</b>	<b>0.7</b>	<b>0.9</b>	<b>1.0</b>	<b>(21.3)</b>	<b>(11.2)</b>	<b>(8.9)</b>	<b>(22.9)</b>
<b>国际油轮可比公司</b>															
FRONTLINE LTD	n.a.	5.59	USD	7.5	5.4	(118.9)	7.5	0.7	0.6	0.7	0.7	8.9	11.3	(0.6)	8.9
SHIP FINANCE	n.a.	15.70	USD	10.0	9.6	14.1	10.0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
TSAKOS ENERGY	n.a.	4.24	USD	9.0	9.5	45.6	9.0	0.2	0.3	0.2	0.2	2.6	2.8	0.5	2.7
NORDIC AMER TANK	n.a.	4.10	USD	11.4	4.8	(7.5)	11.4	0.5	0.4	11.4	0.6	4.8	8.9	(152.2)	5.4
<b>平均值</b>				<b>3.8</b>	<b>1.3</b>	<b>11.4</b>	<b>3.8</b>	<b>0.5</b>	<b>0.4</b>	<b>4.1</b>	<b>8.1</b>	<b>5.4</b>	<b>7.7</b>	<b>(50.7)</b>	<b>5.7</b>
<b>中值</b>				<b>9.5</b>	<b>7.1</b>	<b>3.7</b>	<b>9.5</b>	<b>0.5</b>	<b>0.4</b>	<b>0.7</b>	<b>0.8</b>	<b>4.8</b>	<b>8.9</b>	<b>(0.6)</b>	<b>5.4</b>

注: \*数据为中金预测, 其他为市场预测数据, 来自彭博资讯

资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部



## 法律声明

### 一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，中金公司不向客户提供税务、会计或法律意见。我们建议所有投资者均就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响可能与分析师已发布的关于相关证券的目标价预期方向相反，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券的基本面评级。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人仅是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

### 特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/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。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访 [http://research.cicc.com/disclosure\\_cn](http://research.cicc.com/disclosure_cn)，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：分析员估测未来 6~12 个月绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”。星号代表首次覆盖或再次覆盖。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V160908  
翻译：张懿  
编辑：樊荣



## 北京

中国国际金融股份有限公司  
北京市建国门外大街1号  
国贸写字楼2座28层  
邮编: 100004  
电话: (86-10) 6505-1166  
传真: (86-10) 6505-1156

## 深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司  
深圳市福田区深南大道7088号  
招商银行大厦25楼2503室  
邮编: 518040  
电话: (86-755) 8319-5000  
传真: (86-755) 8319-9229

## 上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司  
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号  
汇亚大厦32层  
邮编: 200120  
电话: (86-21) 5879-6226  
传真: (86-21) 5888-8976

## Singapore

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited  
#39-04, 6 Battery Road  
Singapore 049909  
Tel: (65) 6572-1999  
Fax: (65) 6327-1278

## 香港

中国国际金融(香港)有限公司  
香港中环港景街1号  
国际金融中心第一期29楼  
电话: (852) 2872-2000  
传真: (852) 2872-2100

## United Kingdom

China International Capital Corporation (UK) Limited  
Level 25, 125 Old Broad Street  
London EC2N 1AR, United Kingdom  
Tel: (44-20) 7367-5718  
Fax: (44-20) 7367-5719

### 北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号  
SK大厦1层  
邮编: 100022  
电话: (86-10) 8567-9238  
传真: (86-10) 8567-9235

### 上海黄浦区湖滨路证券营业部

上海市黄浦区湖滨路168号  
企业天地商业中心3号楼18楼02-07室  
邮编: 200021  
电话: (86-21) 56386-1195、6386-1196  
传真: (86-21) 6386-1180

### 南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号  
亚太商务楼30层C区  
邮编: 210005  
电话: (86-25) 8316-8988  
传真: (86-25) 8316-8397

### 厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号  
馨基中心商务楼4层  
邮编: 361012  
电话: (86-592) 515-7000  
传真: (86-592) 511-5527

### 重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号  
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞  
蓝爵公馆1层  
邮编: 401120  
电话: (86-23) 6307-7088  
传真: (86-23) 6739-6636

### 佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号  
卓远商务大厦一座12层  
邮编: 528000  
电话: (86-757) 8290-3588  
传真: (86-757) 8303-6299

### 宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号  
11层  
邮编: 315103  
电话: (86-0574) 8907-7288  
传真: (86-0574) 8907-7328

### 北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号  
融科资讯中心B座13层1311单元  
邮编: 100190  
电话: (86-10) 8286-1086  
传真: (86-10) 8286-1106

### 深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号  
免税商务大厦裙楼201  
邮编: 518048  
电话: (86-755) 8832-2388  
传真: (86-755) 8254-8243

### 广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号  
粤海天河城大厦40层  
邮编: 510620  
电话: (86-20) 8396-3968  
传真: (86-20) 8516-8198

### 武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号  
保利广场写字楼43层4301-B  
邮编: 430070  
电话: (86-27) 8334-3099  
传真: (86-27) 8359-0535

### 天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号  
天津环贸商务中心(天津中心)10层  
邮编: 300051  
电话: (86-22) 2317-6188  
传真: (86-22) 2321-5079

### 云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务  
楼C1幢二楼  
邮编: 527499  
电话: (86-766) 2985-088  
传真: (86-766) 2985-018

### 福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼  
38层02-03室  
邮编: 350001  
电话: (86-591) 8625 3088  
传真: (86-591) 8625 3050

### 上海浦东新区世纪大道证券营业部

上海市浦东新区世纪大道8号  
上海国金中心办公楼二期46层4609-14室  
邮编: 200120  
电话: (86-21) 2057-9499  
传真: (86-21) 2057-9488

### 杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号  
世贸丽晶城欧美中心1层  
邮编: 310012  
电话: (86-571) 8849-8000  
传真: (86-571) 8735-7743

### 成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号  
香格里拉办公楼1层、16层  
邮编: 610021  
电话: (86-28) 8612-8188  
传真: (86-28) 8444-7010

### 青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号  
香格里拉写字楼中心11层  
邮编: 266071  
电话: (86-532) 6670-6789  
传真: (86-532) 6887-7018

### 大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号  
万达中心16层  
邮编: 116001  
电话: (86-411) 8237-2388  
传真: (86-411) 8814-2933

### 长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号  
证券大厦附楼三楼  
邮编: 410001  
电话: (86-731) 8878-7088  
传真: (86-731) 8446-2455

### 西安雁塔路证券营业部

西安市雁塔区二环南路西段64号  
凯德广场西塔21层02/03号  
邮编: 710065  
电话: (+86-29) 8648 6888  
传真: (+86-29) 8648 6868



CICC  
中金公司

