

# 航运

## 十年等一回：航运市场周期分析

### 观点聚焦

#### 投资建议

航运是全球化市场，具有长周期特点（干散货大周期为 7-10 年）。我们认为以干散货和集装箱为代表的全球航运市场在 2016 年触底复苏，随着供需关系继续改善，未来几年有望继续复苏过程。

#### 理由

**运力供给：**新船订单在 2016 年创历史最低值，现有订单与运力的比值处于 20 年最低值，并且只相当于 15 年以上船舶的 70%~90%，将无法覆盖老旧船舶的更新替换需求，为复苏奠定基础。压载水公约 2019 年生效，有望促使老旧干散货船只拆解；集运市场 2008 年以来通过低速航行消化的运力占现有运力的约 14%，过去几年低油价环境下船速并未提高，未来两年油价上涨和低硫燃油限制（2020 年）将提高燃油成本，限制船东加速航行；集运市场整合不断推进，集中度持续提升（CR10~80%），有助于改善竞争格局。

**需求：**全球经济增长在 2016 年筑底回升，IMF 预测 2018/2019 年将进一步加快至 3.9%/3.9%，且全球各主要经济体同步复苏，具有可持续性；由此带动全球贸易量增速从 2016 年的 2.3% 加快至 2017 年的 4.3%，对 GDP 增速的弹性自 2012 年之后首次回到 1 以上。

**航运公司盈利和估值均与周期密切相关：**向上周期中航运公司弹性巨大（马士基盈利高点 26 亿美元，中海集运盈利高点为 30~40 亿元，中外运航运盈利高点为 3.5 亿美元）。目前的估值水平处于相对底部：A 股航运板块的平均市净率为 2.0 倍（低于历史均值 2.8 倍），H 股公司更低（中外运航运 0.6 倍、中远海能 0.5 倍）。

三个子板块所处周期位置略有不同：干散货运力增速将继续放缓，供需关系继续改善；2018 年大船交付，集运运力增速小幅加快但 2019 年放缓，强劲需求提供支撑；油运从 2015 年的高点回落，2017 年触及底部，复苏在前。关注季节性：春节之后工厂开工和补库存带动 BDI 在 2~5 月逐渐上涨，春节前后提供布局机会；集运需求在节前集中出货完成后将进入淡季，即期运价回落的概率较高，旺季为三季度；油运旺季为冬季，建议下半年开始密切关注。

#### 盈利预测与估值

相关标的对应于 2018 年估值：**集运推荐海丰国际（14.4 倍市盈率，4.2% 分红收益率）；干散货推荐中外运航运（0.6 倍市净率），关注中远海特交易性机会；油运密切关注招商轮船和中远海能 A/H。**

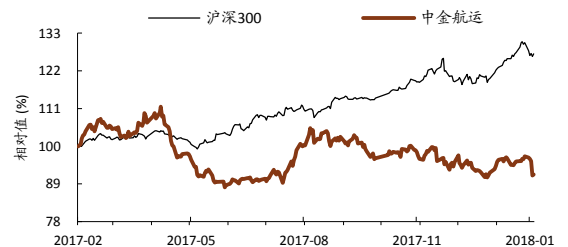
#### 风险

全球经济低于预期，新船订单增加、交付加快，油价大幅上涨。

股票名称	评级	目标价格	P/E (x)	
			2018E	2019E
招商轮船-A	中性	5.15	26.4	14.0
中远海能-A	中性	5.83	17.8	13.7
中远海特-A	中性	6.40	34.1	33.6
中外运航运-H	推荐	2.90	17.1	11.2
海丰国际-H	推荐	10.65	14.4	13.2
中远海能-H	中性	4.77	10.3	7.9

中金一级行业

交通运输



相关研究报告

- 海丰国际-H | 正面盈利预告：全年同比增长 40%，基本符合预期；重申推荐 (2017.12.19)
- 中外运航运-H | 行业上行周期中出现低估，提供买入机会 (2017.11.28)
- 港口、航运 | 2018 年策略：航运继续复苏进程，港口转为谨慎 (2017.11.17)
- 海丰国际-H | 海运量保持两位数增长，运价回升 (2017.10.23)
- 提示集运淡季股价回调风险，周期向上长期趋势不改 (2017.09.25)
- BDI 创 3 年新高，继续看好干散货周期向上，重申推荐中外运航运 (2017.09.18)

资料来源：万得资讯、彭博资讯、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 执业编号：S0080511080003

SAC 执业编号：S0080117080022

SFC CE Ref: APY553



## 目录

<b>十年等一回：航运市场周期分析</b> .....	<b>5</b>
航运市场周期走到何处了？ .....	5
供给端指标呈现明显底部复苏特征 .....	6
需求端复苏具有持续性：全球经济增长筑底，贸易增速加快 .....	13
盈利和估值水平仍处于低点 .....	14
<b>干散货航运：供给增速确定性放缓，供需关系继续改善</b> .....	<b>18</b>
供给增速确定性放缓 .....	18
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 .....	18
继续推荐核心标的中外运航运（368.HK）；关注中远海特 .....	20
<b>集装箱航运：需求旺盛提供支撑，整合带来集中度提升</b> .....	<b>22</b>
供给端：闲置运力已被消化，供给增速低于需求 .....	22
行业整合、新航运联盟利好竞争格局 .....	23
海丰国际：细分市场龙头，量价齐升，结构改善带来效率提升 .....	24
<b>油轮运输：运价探底，复苏在前</b> .....	<b>26</b>
密切关注中远海能、招商轮船 .....	27



## 图表

图表 1: 干散货航运市场大周期为 7-10 年.....	5
图表 2: 集装箱航运市场运价.....	6
图表 3: 油运市场运价.....	6
图表 4: 二手船价格指数处于底部.....	7
图表 5: 二手船与新造船价格之比创新低.....	7
图表 6: 2016 年新船订单创历史最低.....	7
图表 7: 船东更多选择二手船买卖而非订造新船.....	7
图表 8: 干散货船 2015-2017 连续三年处于低位.....	8
图表 9: 干散货船在手订单/运力之比处于历史最低点.....	8
图表 10: 2016 年集装箱新船订单为 1987/2009 年以外最低值.....	8
图表 11: 集装箱船在手订单/运力之比处于历史最低点.....	8
图表 12: 油轮新船订单.....	8
图表 13: 油轮船在手订单/运力之比处于历史低位.....	8
图表 14: 全球造船厂数量锐减.....	9
图表 15: 2017 年以来的干散货船订单预计交付时间.....	9
图表 16: 2017 年以来的集装箱船订单预计交付时间.....	9
图表 17: 2017 年以来的油轮船订单预计交付时间.....	9
图表 18: 干散货船东的资产负债率(负债/总资产).....	9
图表 19: 干散货船经历了 7 年拆解高峰.....	10
图表 20: 干散货船 15 年以上的占比为 14%.....	10
图表 21: 集装箱船拆解量.....	11
图表 22: 集装箱船 15 年以上占比为 15%.....	11
图表 23: 2015、16 年市场高位时油轮船拆解量少, 2017 年拆解量已显著增加.....	11
图表 24: 油轮船 15 年以上的占比达到 19%, 为三个子板块中最高.....	11
图表 25: 在手订单与 15 年(或 20 年)以上运力之比回到 2003-2004 年的水平.....	11
图表 26: 美线巴拿马型集装箱船投放大幅减少.....	12
图表 27: 巴拿马型集装箱船日均收益与拆解量.....	12
图表 28: 各船型的航速.....	12
图表 29: 燃油价格从 2016 年底部大幅上涨, 轻燃油价格远高于 380 燃油.....	12
图表 30: 全球经济增长(右轴)势头健康, 贸易量增速(左轴)回升.....	13
图表 31: 2015、美国、欧盟、日本制造业 PMI 持续走高.....	13
图表 32: 美国、欧盟、日本失业率不断降低.....	13
图表 33: 贸易量对 GDP 的弹性系数重回 1 以上.....	14
图表 34: 中金宏观组对 GDP、进出口增速的预测.....	14
图表 35: 全球航运股票市净率.....	15
图表 36: A 股航运板块市净率.....	15
图表 37: 中国远洋(重组前为干散货和集运业务)盈利与市值.....	15
图表 38: 中海集运(重组前为集运业务)盈利与市值.....	15
图表 39: 中海发展(重组前为干散货和油运业务)盈利与市值.....	16
图表 40: 招商轮船(油运+干散)盈利与市值.....	16
图表 41: 海丰国际盈利与市值.....	16
图表 42: 中外运航运盈利与市值.....	16
图表 43: 马士基航运盈利弹性大.....	17
图表 44: 燃油附加费(BAF)与燃油价格的关系.....	17
图表 45: 马士基 2016 年年报中对盈利敏感性的测算.....	17
图表 46: 航运可比公司估值表.....	17
图表 47: 干散货航运供需关系.....	18
图表 48: 干散货海运需求预测.....	19
图表 49: 全球海运铁矿石进口需求占比(2017 年).....	19



图表 50: 铁矿石需求增量占比 (2017~18 年)	19
图表 51: 全球粗钢产量增速	19
图表 52: 小宗散货海运需求增速与全球 GDP 增速	19
图表 53: 中外运航运历史盈利与 BDI	20
图表 54: 船型构成	20
图表 55: 中外运航运历史市净率	20
图表 56: 节后 (3 月~5 月) BDI 将季节性上涨	20
图表 57: 盈利预测调整表	21
图表 58: 历史市净率	21
图表 59: 公司股价与 BDI 相关性高	21
图表 60: 集运需求预测	22
图表 61: 闲置运力占比已经降至低点	22
图表 62: 2017 年有效运力增速为 8.7%	22
图表 63: 集运需求预测	23
图表 64: 新航运联盟欧线运力市场份额	24
图表 65: 新航运联盟美线运力市场份额	24
图表 66: 前十大运力占比 (每年年初值, 假设 2018 年整合完成)	24
图表 67: 中国对日本、韩国、东盟的进出口累计增速	25
图表 68: 亚洲区域内市场集运需求增速高于全球整体	25
图表 69: CCFI 日本航线运价上涨	25
图表 70: 订单交付计划	25
图表 71: 盈利预测调整表	25
图表 72: 历史市盈率	25
图表 73: 油运市场供需关系	26
图表 74: 油轮船队季度交付及预测	27
图表 75: 拆解量已经开始大幅增加	27
图表 76: 油运市场季节性: 冬季为需求旺季	27
图表 77: 2017 年旺季不旺, 拖累今年一季度运价表现	27
图表 78: 盈利预测调整表	28
图表 79: 中远海能 A 股市净率	28
图表 80: 中远海能 H 股市净率	28
图表 81: 盈利预测调整表	29
图表 82: 招商轮船市盈率 (2013 年亏损)	29
图表 83: 招商轮船市净率	29



## 十年等一回: 航运市场周期分析

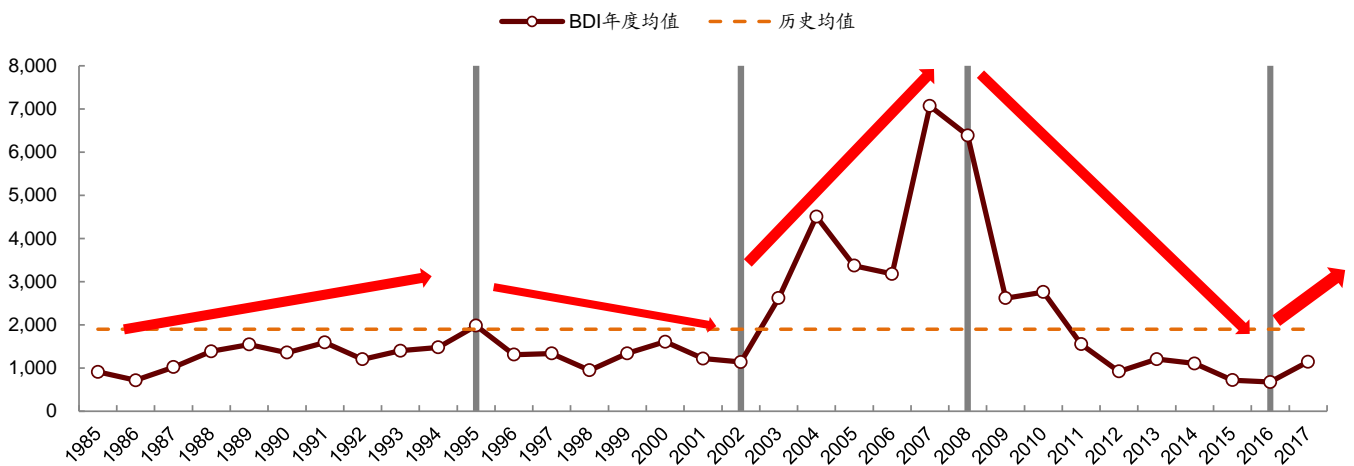
我们认为, 以干散货和集装箱航运为代表的全球航运市场在 2016 年触底, 经过 2017 年的小幅复苏, 目前正处在继续复苏的早期道路上: 1) 全球经济增长筑底回升且具有持续性, 带动贸易量增速显著加快 (从 2016 年的 2.3% 加快至 2017 年 4.3%, 贸易量增速对 GDP 增速的弹性自 2012 年之后首次回到 1 以上, 且将继续保持快于 GDP 的增长), 为航运市场提供良好的需求环境; 2) 供给方面新船订单在 2016 年创下历史最低, 目前在手订单与现有运力之比也处于过去 20 年以来最低值, 后续订单对 2020 年以前的运力影响较小, 同时叠加行业持续整合市场集中度提升 (集运)、环保规则 (2019 年压载水公约、2020 年低硫燃油限制) 等因素, 有效运力增长有望更加克制。航运超级周期 (类似 BDI 达到 10000 点) 需要需求持续快速超预期增长和运力增长滞后 (受造船产能限制) 两个因素叠加和共振, 难以再次出现; 但从历史数据来看航运大周期持续的时间约为 7 到 10 年, 目前市场处于底部复苏的状态是相对明确的, 可以预期未来数年的持续复苏 (虽然过程中可能继续面临波动)。

### 航运市场周期走到何处了?

航运是一个全球化的市场, 体现在: 1) 需求全球化: 需求源于大宗资源产地与消费地不匹配 (如铁矿石、煤炭、粮食、石油) 和全球化分工 (如中国制造业出口) 而产生的运输需求, 由此形成了干散货运输、集装箱运输和油轮运输三个主要的子板块, 2) 竞争 (供给) 全球化: 各个船东的商船船队在主要贸易航线上竞争货源。需求和供给存在各自的周期并且相互影响和传导, 由于二者周期的不匹配性和传导的滞后性 (造船周期), 因而呈现出**强周期和长周期**的特性。

周期波动的主要表现体现在运价或期租水平 (日均收益水平 Time-charter equivalent) 的波动上 (图 1-3)。从历史数据来看, 干散货和集运市场运价在 2016 年触及历史低点, 2017 年经历了小幅复苏, 目前仍处在底部向上的早期阶段, 远未回到历史均值。油运市场由于 2015 年市场高点时订造的新船陆续交付, 目前处于消化前期订单的阶段, 运价在 2017 年也基本触底, 复苏在前。

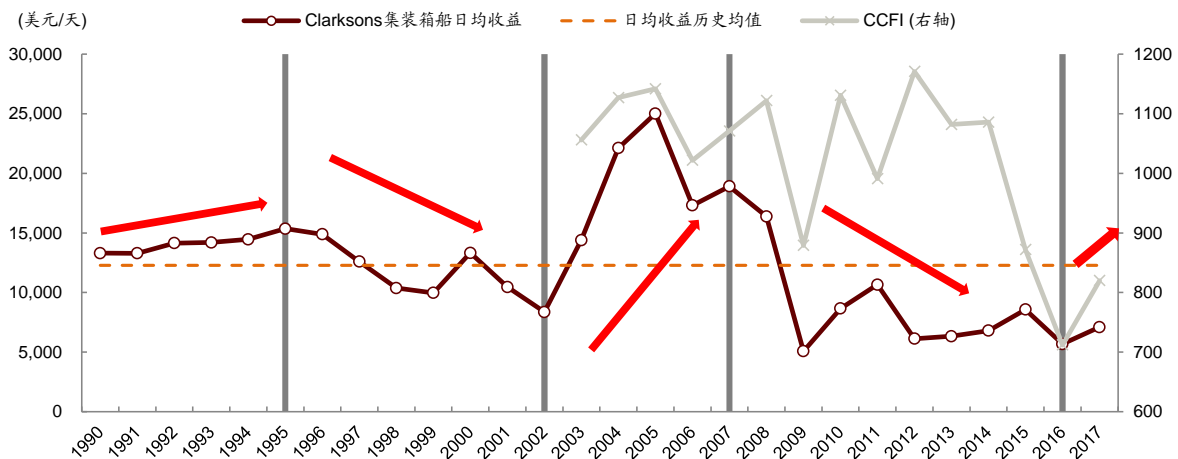
图表 1: 干散货航运市场大周期为 7-10 年



资料来源: Clarkson, 中金公司研究部

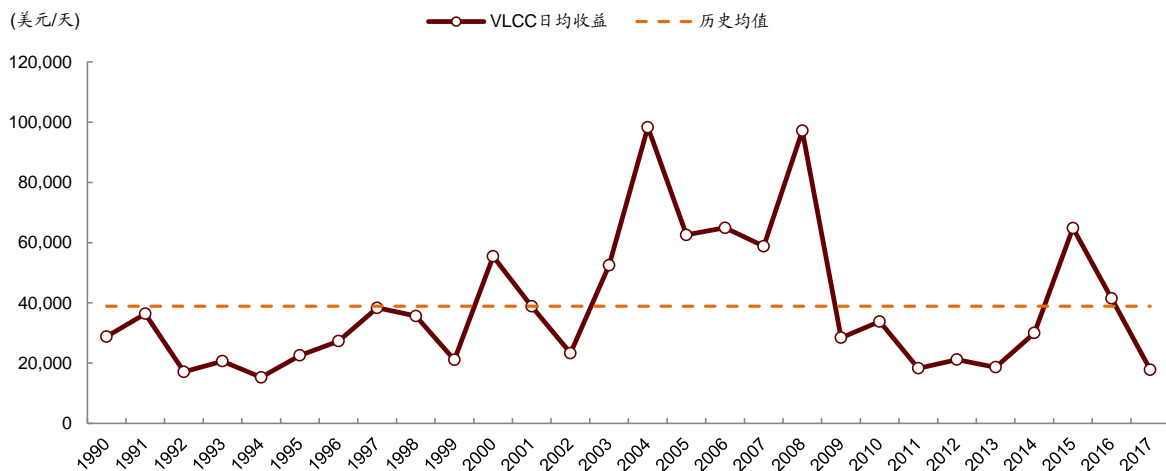


图表2: 集装箱航运市场运价



资料来源: Clarkson, 中金公司研究部

图表3: 油运市场运价



资料来源: Clarkson, 中金公司研究部

### 供给端指标呈现明显底部复苏特征

除运价作为最直接的特征外, 周期的底部和顶部通常还伴随着二手船价格、新签订单、拆解、融资等方面的特征 (参见 Martin Stopford *Maritime Economics*)。具体来看, 周期底部的特征: 1) 运价低至接近运营成本 (现金盈亏平衡点), 2) 二手交易价格降低至接近拆解废钢价格, 3) 新签订单极少, 4) 拆船量大幅增加, 5) 银行融资意愿低, 6) 市场情绪极度悲观。周期顶部的特征: 1) 运价可高至运营成本的 3 倍, 2) 5 年船龄的船舶二手交易价格与新造船成本相同, 3) 新签订单量大增, 4) 拆船量很少, 5) 金融机构争相提供融资, 6) 市场情绪过分乐观。

下面我们通过分析这些指标, 可以验证我们的判断: 虽然三个细分市场略有不同, 但目前整体航运市场处于周期底部 (2016 年) 之后向上复苏过程中。

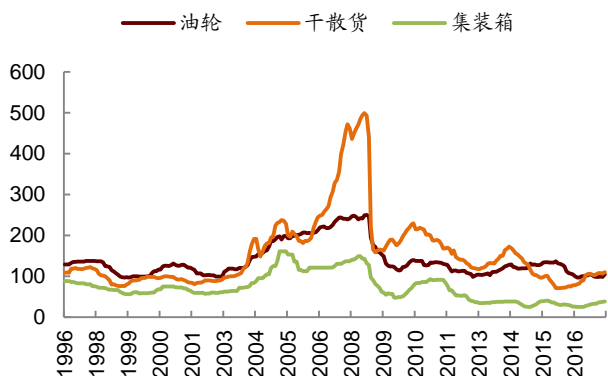
### 二手船价格处于底部, 与新造船价格之比处于历史最低

目前二手船价格指数处于底部, 二手船价格与新造船价格之比仅为 44%, 创历史最低。



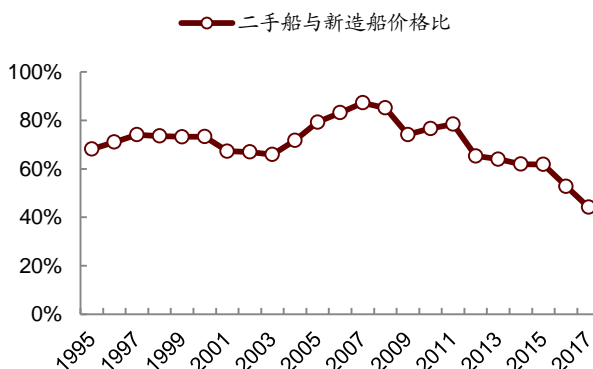


图表 4：二手船价格指数处于底部



资料来源：Clarkson，中金公司研究部

图表 5：二手船与新造船价格之比创新低



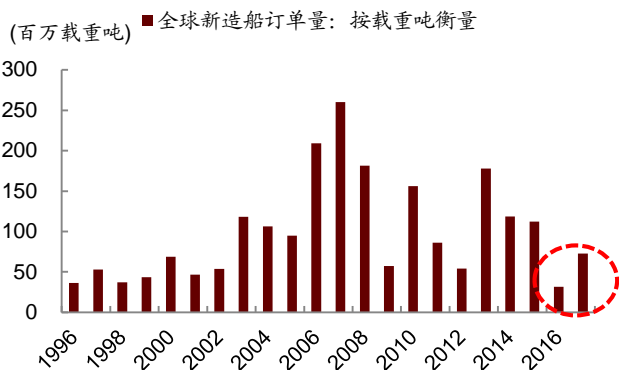
资料来源：Clarkson，中金公司研究部

新船订单在 2016 年创历史最低，在手订单与运力之比处于过去 20 年以来的低点

2016 年全球新造船订单（按载重吨衡量）仅为 3200 万载重吨，创 1996 年以来的历史最低值，2017 年随着运价回升新订单增加至 7300 万吨，但也低于历史均值（9,900 万载重吨/年）；虽然各细分板块内的情况略有差异（图 8、10、12），但从在手订单与现有运力的比值来看（图 9、11、13），均处于历史最低值（干散货、集运）或历史低位（油轮）。

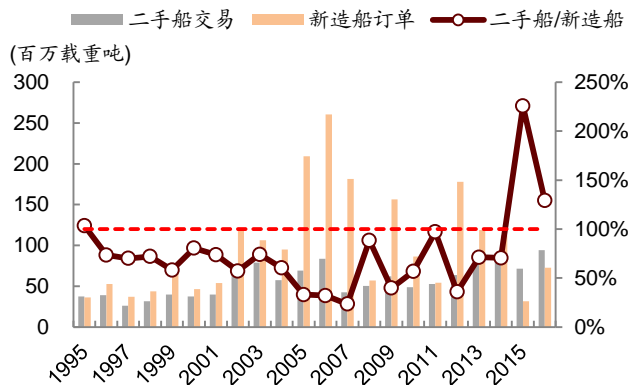
整体看，船东变得相对更加理性：由于二手船价格持续低迷，相对新造船而言，二手船的经济型显著增强（价格便宜，无需等待、可以更快投入运营以抓住市场复苏机会），因此 2016 年以来二手船交易非常活跃，看好市场的船东选择通过购买二手船进行底部扩张。

图表 6：2016 年新船订单创历史最低



资料来源：Clarkson，中金公司研究部

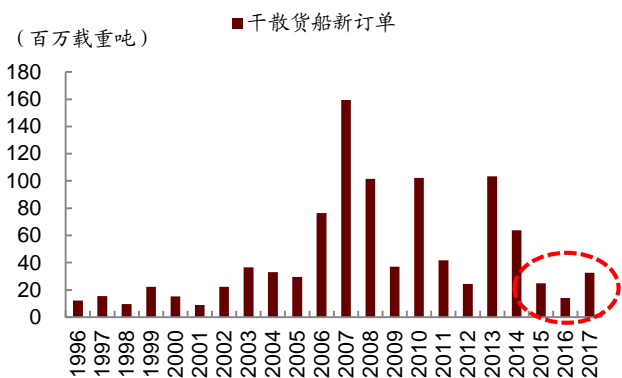
图表 7：船东更多选择二手船买卖而非订造新船



资料来源：Clarkson，中金公司研究部

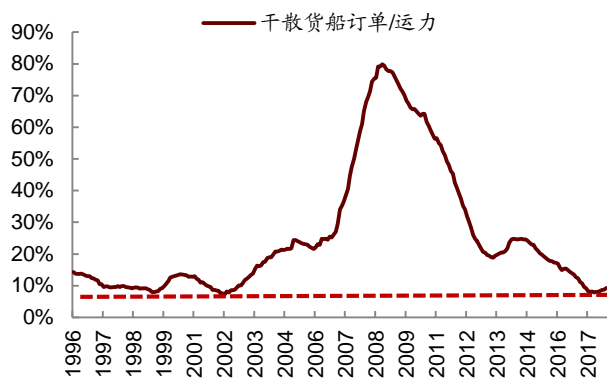


图表 8: 干散货船 2015-2017 连续三年处于低位



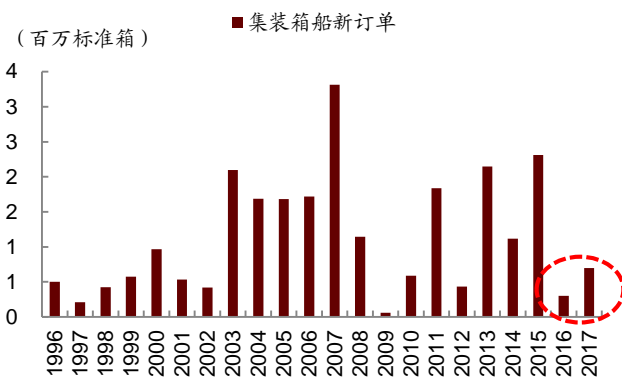
资料来源: Clarkson, 中金公司研究部

图表 9: 干散货船在手订单/运力之比处于历史最低点



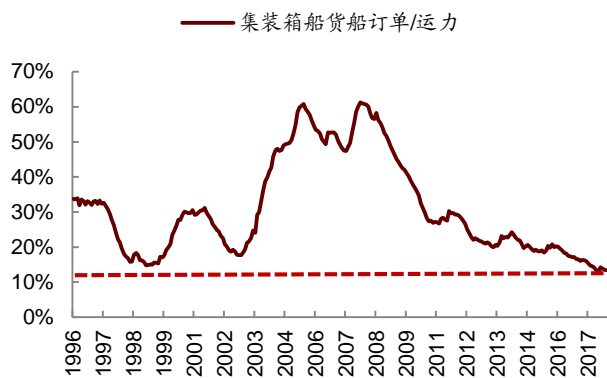
资料来源: Clarkson, 中金公司研究部

图表 10: 2016 年集装箱新船订单为 1987/2009 年以外最低值



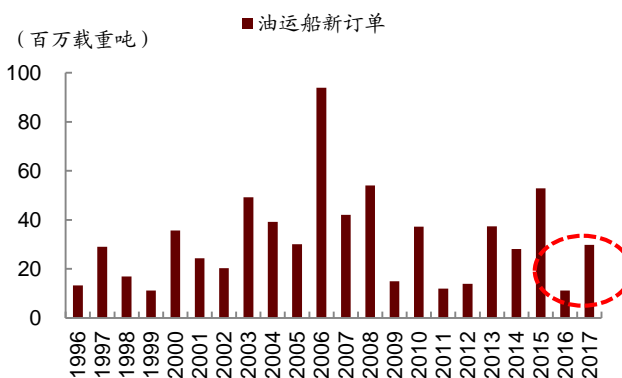
资料来源: Clarkson, 中金公司研究部

图表 11: 集装箱船在手订单/运力之比处于历史最低点



资料来源: Clarkson, 中金公司研究部

图表 12: 油轮新船订单



资料来源: Clarkson, 中金公司研究部

图表 13: 油轮船在手订单/运力之比处于历史低位



资料来源: Clarkson, 中金公司研究部

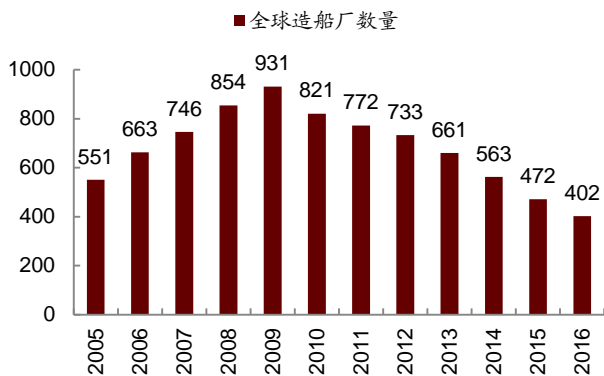
**后续订单无需过度担忧:** 随着全球航运市场景气度连续多年低迷, 造船厂出现大量破产或重组, 全球造船厂数量已从 2009 年的 931 家减少到 402 家。虽然现有的产能 (船坞) 相对目前极少的在手订单而言仍然富足, 但市场无需过度担忧后续订单快速放量导致运力增加, 因为: 1) 虽然随着技术进步和船台空闲, 船舶的实际建造工期可能较短 (尤其是对与技术简单的小船), 但由于船舶设计、配件供应等原因的限制, 从签订订单到交付的时间间隔需要更长, Clarkson 数据显示 2017 年以来签订的订单预计在 2018 年交付的





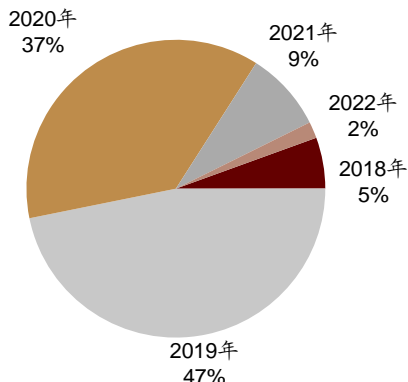
比例很低(按载重吨衡量,干散货船只占5%,集装箱船只占2%,油轮船比例相对较高为22%);2)经过过去几年的市场低迷,即使考虑2017年的市场复苏,船东的财务状况并未显著改善,负债率逐年走高(图18),并且银行对造船业的融资普遍比较谨慎,集中订造和交付大量新船对于船东来说资金压力较大。

图表 14: 全球造船厂数量锐减



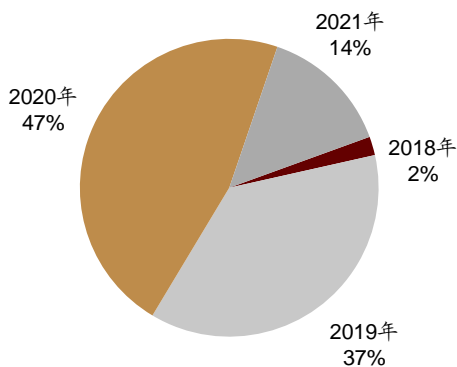
资料来源: Clarkson, Mirae Asset Daewoo Research, 中金公司研究部

图表 15: 2017 年以来的干散货船订单预计交付时间



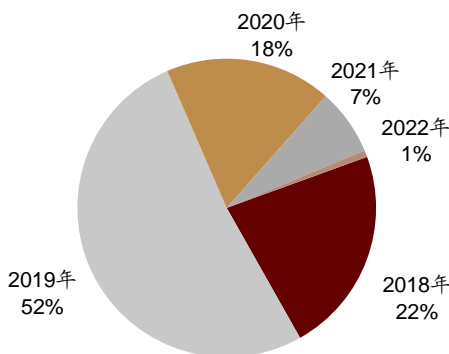
资料来源: Clarkson, 中金公司研究部

图表 16: 2017 年以来的集装箱船订单预计交付时间



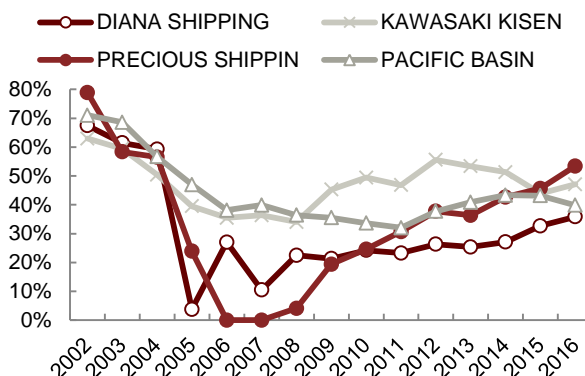
资料来源: Clarkson, 中金公司研究部

图表 17: 2017 年以来的油轮船订单预计交付时间



资料来源: Clarkson, 中金公司研究部

图表 18: 干散货船东的资产负债率(负债/总资产)



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部



拆解: 船龄结构、环保因素将促使拆解

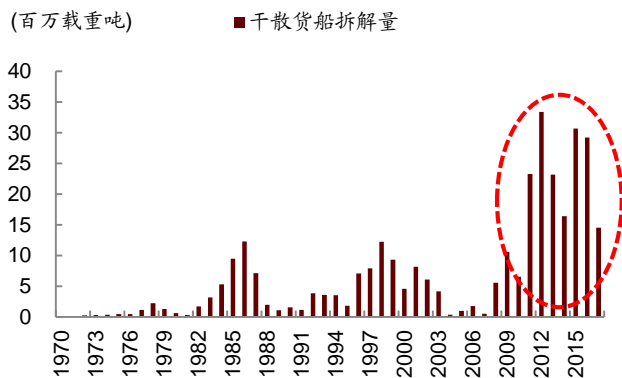
从运力拆解来看, 干散货市场和集装箱运输市场周期相对同步: 干散货船经历了 2011 年至 2017 年连续 7 年的相对拆解高峰, 合计拆解了 1.7 亿载重吨的运力 (相当于现有运力的 20%); 集装箱船拆解量从 2012 年开始也大增, 并在 2016 年达到历史最高值 (65 万标准箱)。油运船队由于 2015 年市场上行, 2015、16 年拆解量相对较少, 但随着运力在 2017 年回落至底部, 拆解量大幅增加至接近 2013-2014 年的水平, 预计 2018 年将继续保持在较高水平。

从目前的船龄结构来看, 15 年以上船龄船只分别占现有运力的 14% (干散)、15% (集装箱)、19% (油轮), 考虑到目前在手订单占现有运力的比值分别为 9% (干散)、13% (集装箱)、13% (油轮), 因此在手订单与 15 年以上运力的比值为 67% (干散)、93% (集装箱)、67% (油轮), 这一比例已经处于 10 年甚至 15 年低位 (图 25)。假如 15 年以上船只全部被更新和替换, 仅考虑目前的在手订单将无法覆盖该需求。事实上, 目前行业内领先的船东的船队年龄非常年轻 (以干散货船队为例, 中外运航运船队平均船龄 6.1 岁, Dryships 6.7 岁; 集装箱船队以海丰国际为例, 平均船龄 8.8 岁), 才能具有更好的经济性和竞争力。

**此外, 压载水公约将促使老旧干散船只加速拆解:** 虽然压载水公约对现有船推迟两年至 2019 年 9 月 8 实施 (具体参见 2017 年 7 月 4 日《压载水公约推迟执行, 不改航运周期向上》), 我们认为仍将对市场产生积极影响 (主要是干散货船): 由于干散货船东规模普遍偏小, 剩余运营年限不长、盈利能力较差的老旧船只安装压载水处理设备不具备经济性, 因此可能在进坞特检时被拆解或者提前拆解。

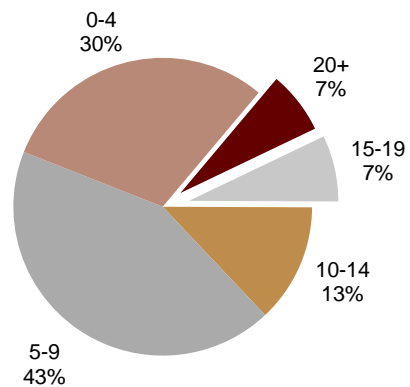
**运力迭代 (Cascading): 巴拿马运河拓宽导致巴拿马型集装箱船过剩, 拆解增加:** 巴拿马运河扩建工程于 2016 年 6 月通航, 扩建后可通过最大集装箱船将由 5000 标箱提高到 1.3 万标箱至 1.4 万标箱。因此原本专为巴拿马运河“定制”设计的巴拿马型集装箱船 (4000-5000TEU) 经济性显著下降, 在美线的投放大幅减少导致过剩, 运价下跌因而拆解大幅增加 (图 27)。未来随着大型集装箱船集中交付和投放, 较挤出部分较小型船舶的需求, 也可能导致运力拆解增加。

图表 19: 干散货船经历了 7 年拆解高峰



资料来源: Clarkson, 中金公司研究部

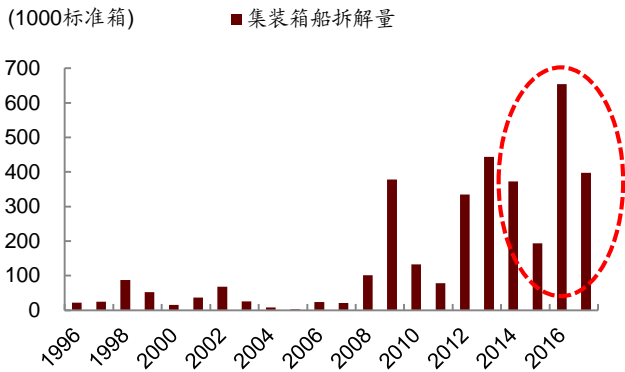
图表 20: 干散货船 15 年以上的占比为 14%



资料来源: Clarkson, 中金公司研究部

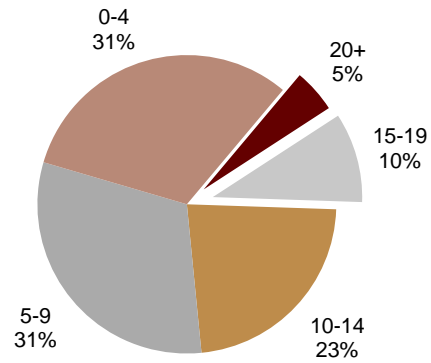


图表 21: 集装箱船拆解量



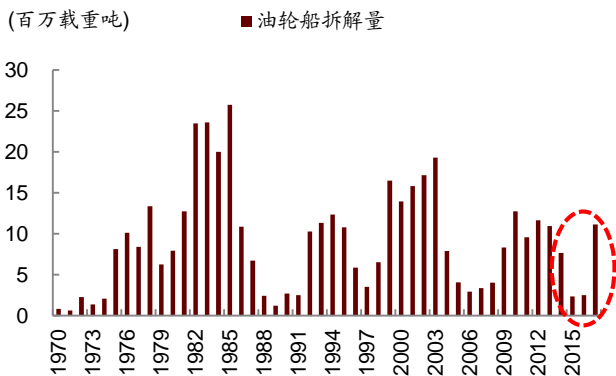
资料来源: Clarkson, 中金公司研究部

图表 22: 集装箱船 15 年以上占比为 15%



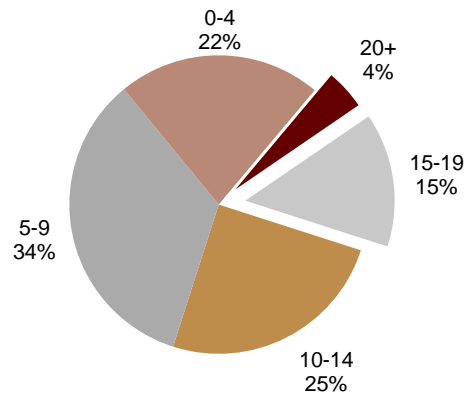
资料来源: Clarkson, 中金公司研究部

图表 23: 2015、16 年市场高位时油轮船拆解量少, 2017 年拆解量已显著增加



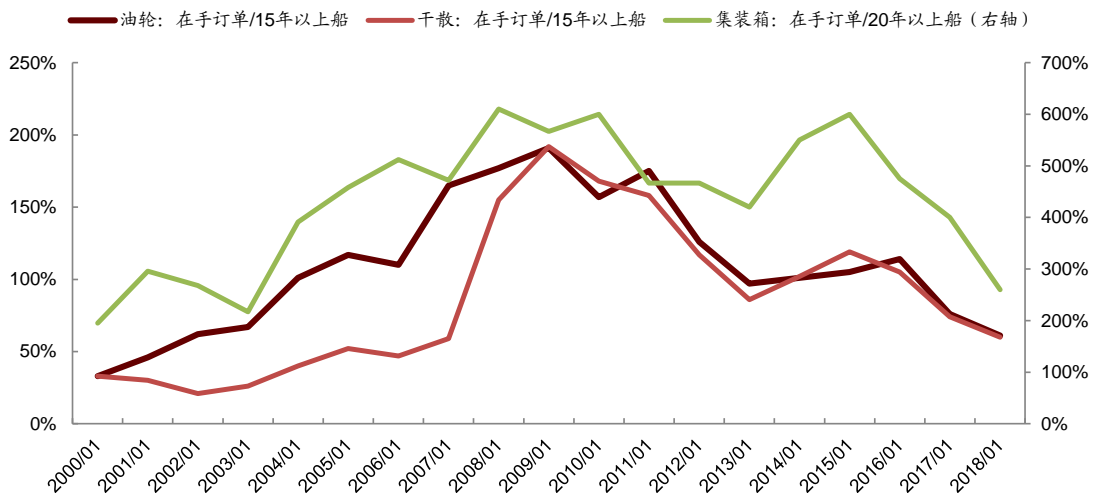
资料来源: Clarkson, 中金公司研究部

图表 24: 油轮船 15 年以上的占比达到 19%, 为三个子板块中最高



资料来源: Clarkson, 中金公司研究部

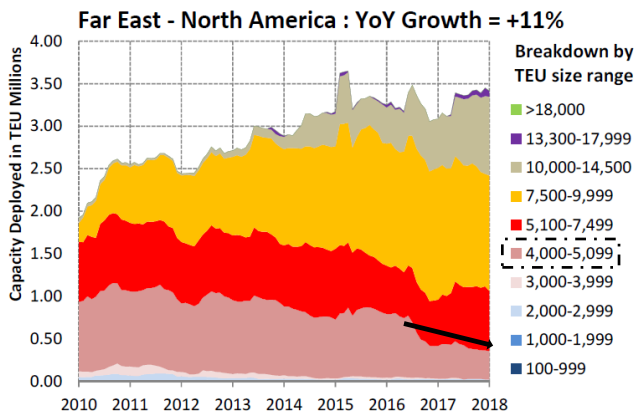
图表 25: 在手订单与 15 年 (或 20 年) 以上运力之比回到 2003-2004 年的水平



资料来源: Clarkson, 中金公司研究部

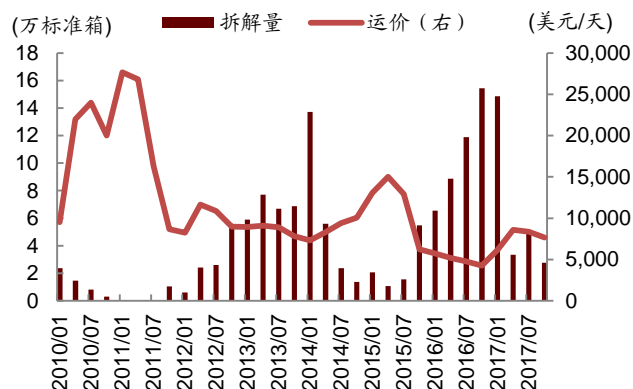


图表 26: 美线巴拿马型集装箱船投放大幅减少



资料来源: Alphaliner, 中金公司研究部

图表 27: 巴拿马型集装箱船日均收益与拆解量



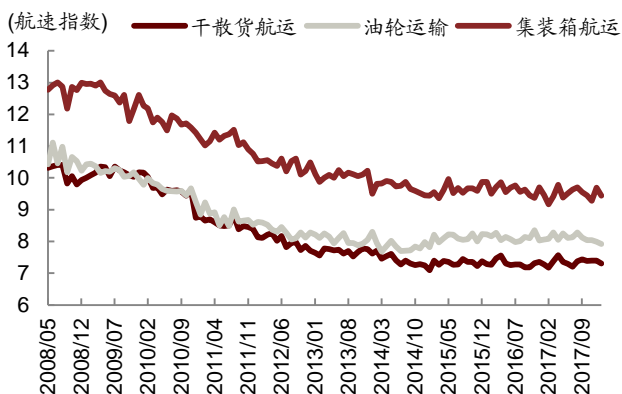
资料来源: Clarkson, 中金公司研究部

油价上涨、环保因素限制有效运力增长

**低速航行消化有效运力。**低速航行 (slow steaming) 最初的目的是为了在高油价环境下实现更低的油耗从而节省成本, 但事实上已经逐步成为行业吸收过剩运力的一种手段: 在近几年的低油价环境下, 航速并没有因此回升 (图 28)。Clarkson 预计从 2008 年以来, 通过低速航行 (slow steaming) 消化的集装箱船运力约为 290 万标准箱, 相当于现有运力的 14%。

即使考虑到周期复苏、运价回升, 我们认为油价上涨、低硫燃油规定将限制加速航行, 不会因此对运价形成压制。受到 OPEC 超预期减产、页岩油边际开采成本抬升、油品消费需求增长等因素推动, 近期布伦特油价上涨至 69 美元/桶高位, 中金大宗商品组上调 2018、19 年油价预测至 68 美元/桶、73 美元/桶。航运使用的燃油 (以新加坡 380 为例) 价格与原油价格高度相关, 油价回升也将抑制船东加速, 同时降低油耗高的老旧船的经济性和竞争力。此外, IMO 关于 0.5% 低硫燃油的规定将于 2020 年生效<sup>1</sup>, 届时除部分船只可安装废气清洁装置以外, 其余船只将使用价格更高的低硫 (轻质) 燃油, 这也将限制船舶的加速。

图表 28: 各船型的航速



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 29: 燃油价格从 2016 年底部大幅上涨, 轻燃油价格远高于 380 燃油



资料来源: Clarkson, 中金公司研究部

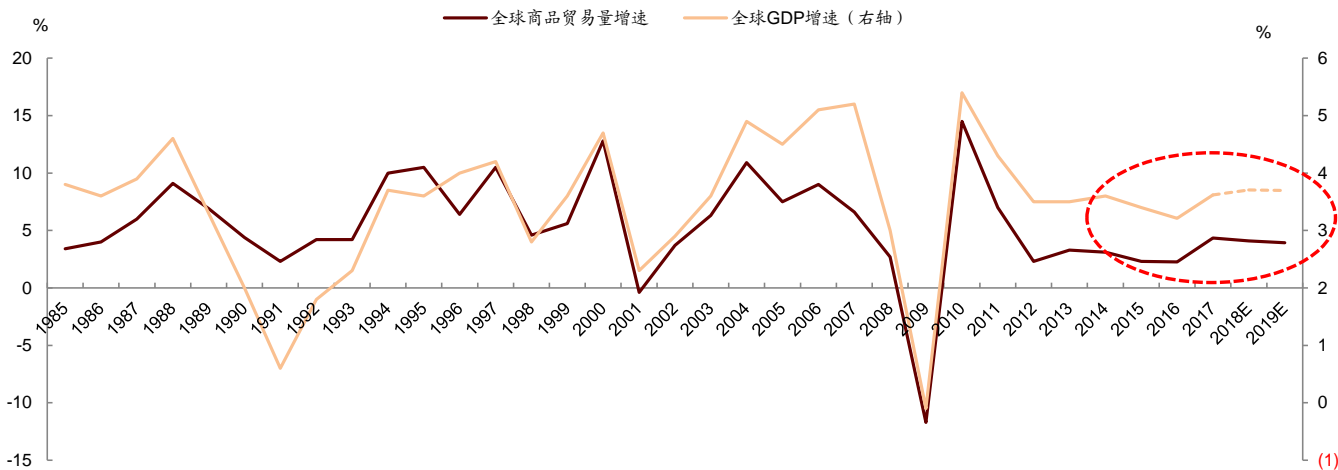
<sup>1</sup> <http://www.cssponline.com/plus/view.php?aid=10732>



需求端复苏具有持续性: 全球经济增长筑底, 贸易增速加快

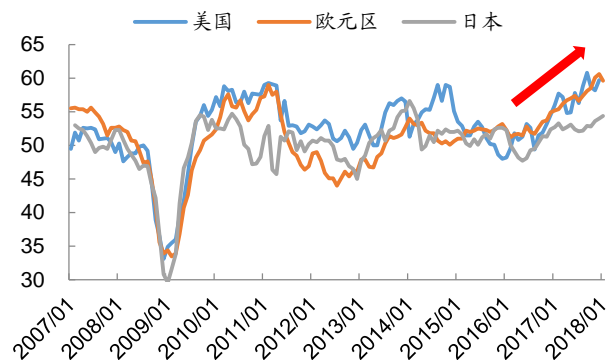
根据 IMF 的数据, 全球经济增长在 2016 触底 (3.2%), 为 2010 年以来的最低增长, 随着各主要经济体的复苏, 2017 年增速恢复至 3.7%; 并且 IMF 预计 2018/19 进一步加快至 3.9%、3.9%, 全球经济增长筑底趋势明显, 并且各主要经济体同步, 具有可持续性。

图表 30: 全球经济增长 (右轴) 势头健康, 贸易量增速 (左轴) 回升



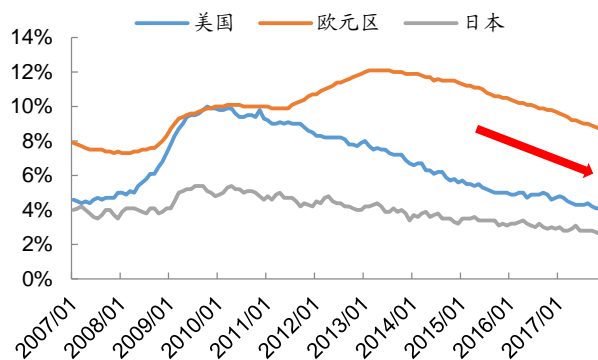
资料来源: IMF, 中金公司研究部

图表 31: 2015, 美国、欧盟、日本制造业 PMI 持续走高



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

图表 32: 美国、欧盟、日本失业率不断降低



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

- ▶ **中国增长显韧性:** 2018年1月8日中金宏观组上调2018-19年中国GDP增速至7.0%、6.9%, 主要基于: 1) 对2018-19年中国内需增长相对乐观: “再通胀”周期下, 居民消费和制造业投资增速本身就有加速的动力, 同时预计今年房地产投资将加速, 而当期基建投资则保持韧性; 2) 近期通过的特朗普减税法案有望进一步刺激美国需求扩张, 因此中国的外需增长也可能比之前预期的更强。
- ▶ **美国减税、基建提振消费和投资。** 根据中金宏观组, 特朗普税改将在2018年为家庭减税750亿美元, 以及通过将企业税由35%降低至21%、及允许企业在第一年将资本支出完全费用化等方式为企业减税。这些减税措施有望进一步提振美国消费和投资。此外, 特朗普在国情咨文中明确基建计划金额为1.5万亿美元, 在10年间完成, 大约年均1500亿美元, 占2017年名义GDP比例~0.77%。
- ▶ **欧洲: 复苏更均衡因而更具可持续性。** 根据中金宏观组, 近期包括制造业及服务PMI等在内的需求指标明显超出市场预期并不断超预期创出新高, 且劳动力市场失业率稳步下降, 使得我们对欧元区复苏前景更加乐观。另外, 增长及失业率等方面的数据显示, 欧元区的复苏正从德法两大中心国家向之前对欧元区整体增长造成拖



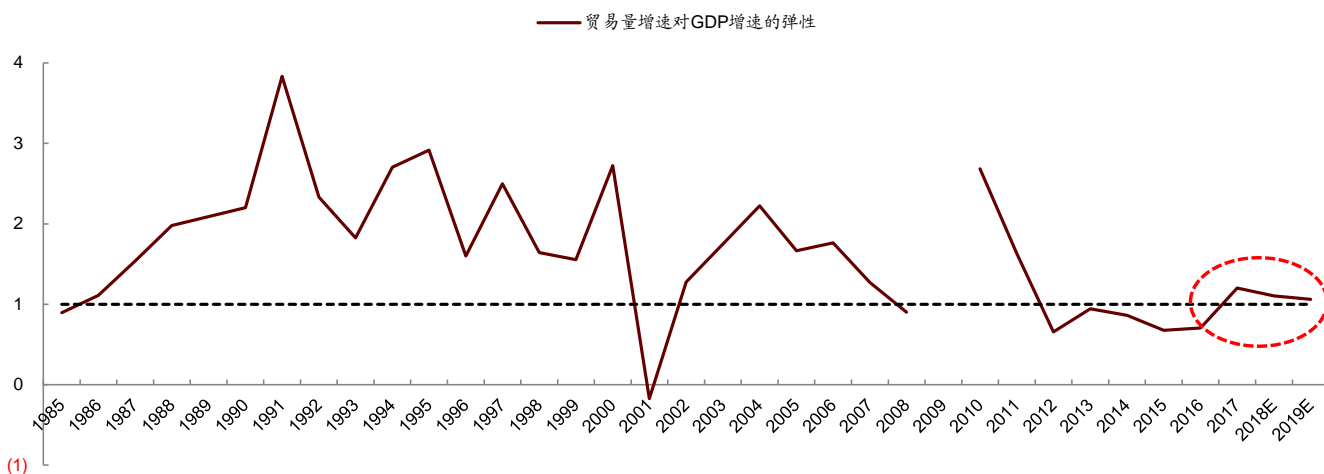
累的希腊、西班牙等边缘国家扩散。

- ▶ 日本高增长有望持续。2018年,美国税改提振需求、中国及欧洲继续复苏都将为日本提供良好的外需环境,日本经济有望继续录得不错的增长。从而日本GDP高于潜在产出的状况有望持续。

贸易对GDP的弹性系数重回1以上

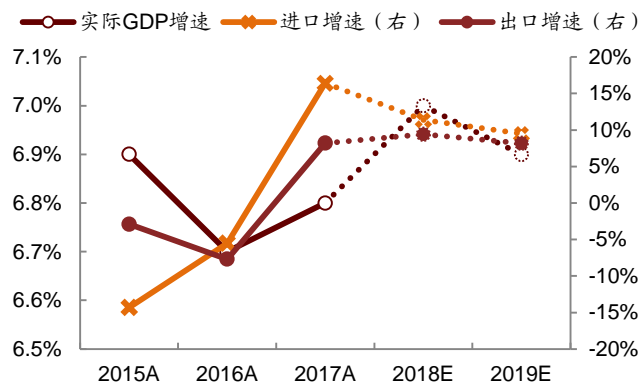
全球经济增速的复苏,也激活了国际贸易:IMF数据显示,2017年全球商品贸易量(trade volume in goods,不含服务业进出口)增长4.3%,较2016年的2.3%显著加快,也快于同年的全球GDP增长(3.6%),贸易量增速对GDP增速的弹性自2012年之后首次回到1以上(图33)。根据IMF的预测,全球商品贸易量增速在2018/19年将保持在4.1%、3.9%的高增速,继续快于GDP增速。

图表33: 贸易量对GDP的弹性系数重回1以上



资料来源: IMF, 中金公司研究部

图表34: 中金宏观组对GDP、进出口增速的预测



资料来源: 中金公司研究部

盈利和估值水平仍处于低点

航运公司的盈利和估值水平均受到行业大周期的影响。

由于航运市场呈现强周期的特点,航运公司盈利弹性巨大。以重组前的中国远洋(干散货业务)为例,盈利高点可到190亿元人民币(2007年),市值超过3000亿人民币;重

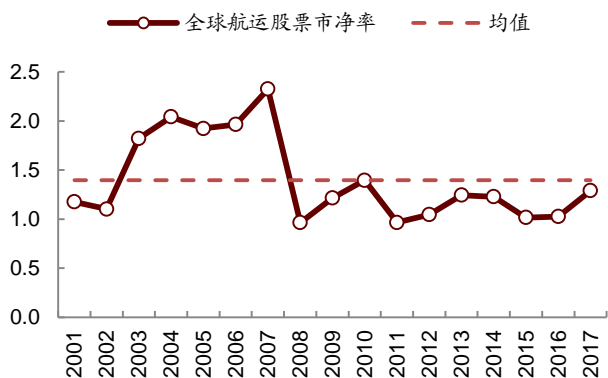




重组前中海集运(集运业务)盈利高点可到30~40亿元(2007年和2010年),市值超过600亿人民币;中外运航运盈利高点可到3.47亿美元,高点市值超过300亿港元,我们预测的2018年盈利(7000万美元)仅相当于高点20%。

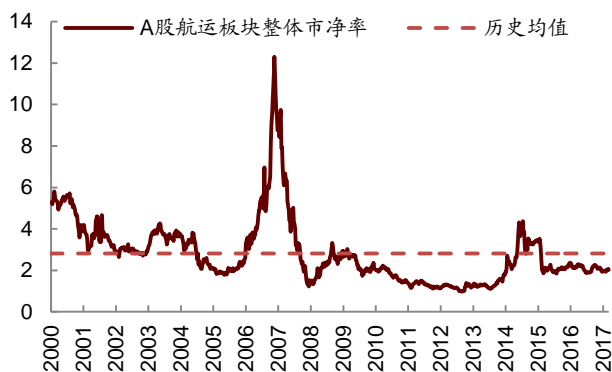
从估值水平看,周期向上时市场将给予航运公司更高估值(因为盈利能力、船舶本身价值均会随着运价上涨)。目前全球航运公司的整体估值为1.3倍市净率,低于历史均值1.4倍;A股航运板块的整体市净率为2.0倍,低于历史均值的2.9倍,处于相对底部;而H股部分航运公司估值更低:中外运航运0.6倍,中远海能0.5倍。

图表 35: 全球航运股票市净率



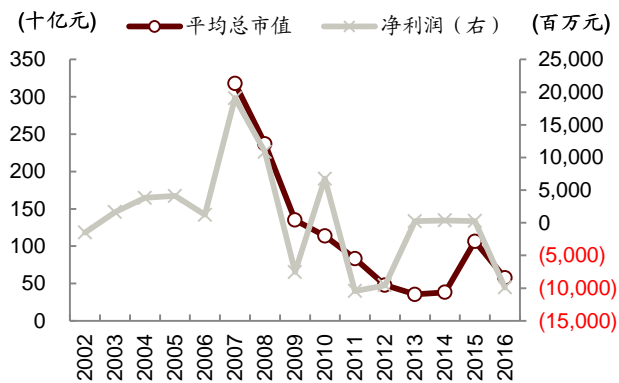
资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 36: A股航运板块市净率



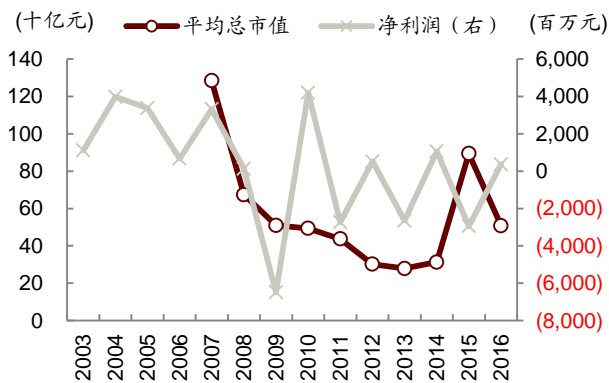
资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

图表 37: 中国远洋(重组前为干散货和集运业务)盈利与市值



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

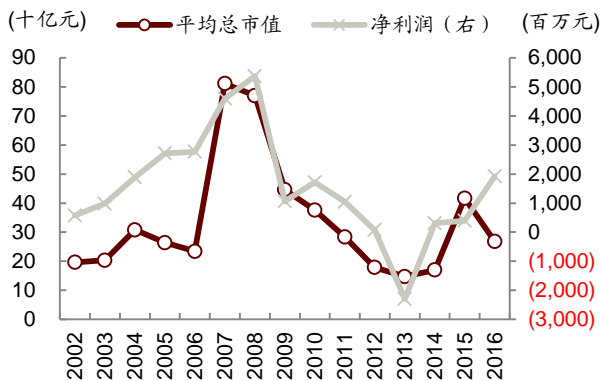
图表 38: 中海集运(重组前为集运业务)盈利与市值



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

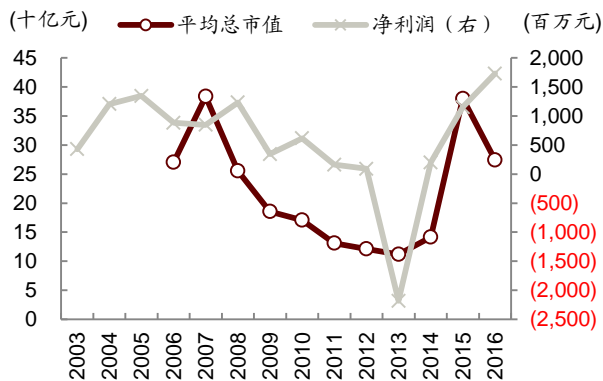


图表 39: 中海发展 (重组前为干散货和油运业务) 盈利与市值



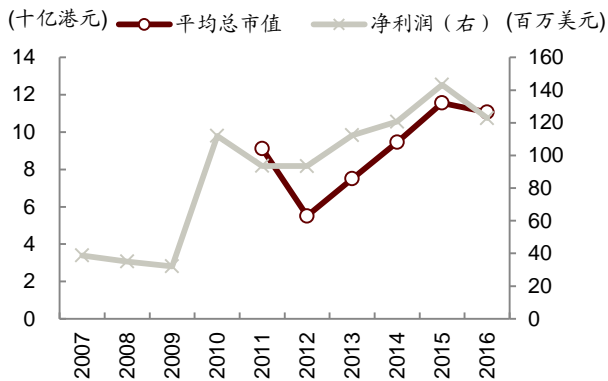
资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

图表 40: 招商轮船 (油运+干散) 盈利与市值



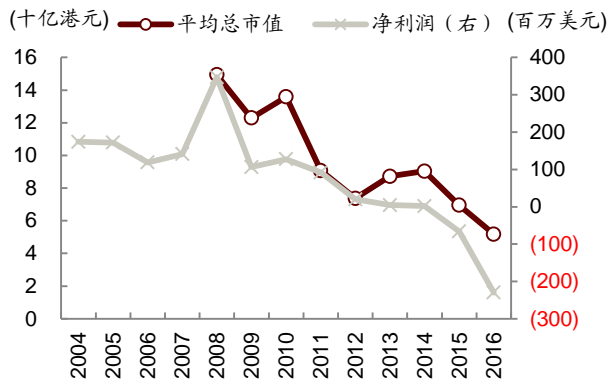
资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

图表 41: 海丰国际盈利与市值



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

图表 42: 中外运航运盈利与市值



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

**集运龙头公司盈利弹性巨大, 且对运价弹性远大于油价**

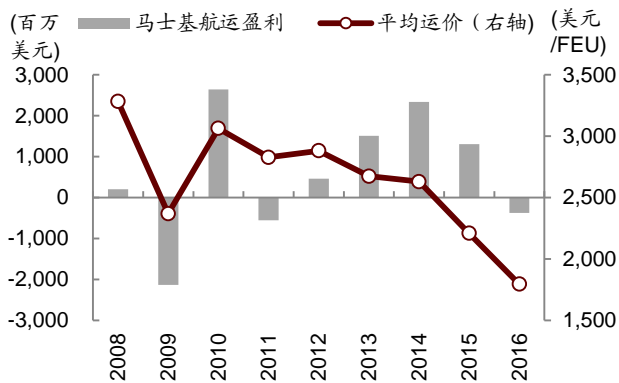
从历史来看, 集运行业可以提供丰厚回报。我们以全球最大的集运公司马士基航运 (Maersk Line) 为例, 市场高点时其盈利可达 26 亿美金, 随着市场复苏马士基 2017 年的盈利指引为在 2016 年亏损 3.84 亿美金的基础上改善超过 10 亿美金 (即盈利目标约为 6.16 亿美金, 即使受到黑客的攻击前三季度累计已经实现美金 4.58 亿美金)。

**油价上涨的影响分析:** BDI 本身是各种船型期租水平的均值, 已经扣除燃油成本, 因此 BDI 的上涨隐含了船东将燃油成本转嫁给货主。对于集运公司, 在过去几年低油价的情况下, 燃油成本占集运公司总成本的比例已经大幅降低 (海丰国际的这一比例从 2013 年的 26% 降低至 2016 年的 12%, 2017 年上半年回升至 14%; 远洋集装箱运输航程成本占总成本约 20%), 并且可以通过燃油附加费的形式转嫁到客户。以 Alphasud 的 BAF 数据为例, 集运船东大约在油价上涨之后 2-3 个月内上调燃油附加费。

**公司盈利对于运价和运量的弹性远大于对于油价的弹性:** 根据马士基 2016 年报, 以 2016 年的数据为基础, 其他条件不变的情况下, 燃油价格上涨 100 美元/吨 (相对于 2016 年均值上涨 45%), 对盈利的负面影响为 4 亿美金, 而平均运价上涨 100 美金 (相对于 2016 年上涨 5.6%), 对盈利的增厚可达到 11 亿美金, 而运量增长 1% 对盈利的增厚约为 1 亿美金。

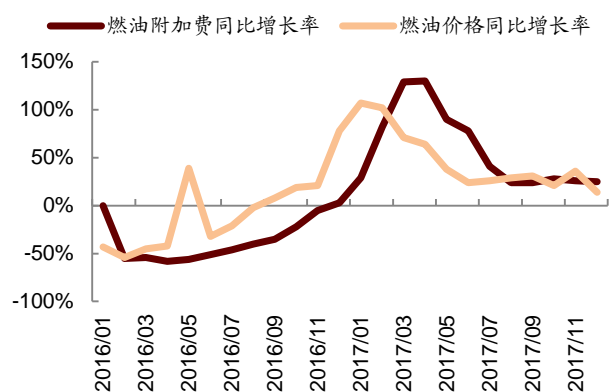


图表 43: 马士基航运盈利弹性大



资料来源: 公司公告, 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 44: 燃油附加费 (BAF) 与燃油价格的关系



资料来源: Alphaliner, 中金公司研究部

图表 45: 马士基 2016 年年报中对盈利敏感性的测算

百万美元		2016	
马士基集团 2016 年盈利		-1939	
其中: 马士基航运盈利		-376	
影响因素	2016 年值	变动	对 2017 盈利的影响
油价 (美元/吨)	233	±100 美元 (±45%)	±400
平均运价 (美元/FEU)	1,795	±100 美元 (±5.6%)	±1100
运量 (百万四十英尺标箱)	10.42	±10 万箱 (±1%)	±100

资料来源: 公司年报, 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 46: 航运可比公司估值表

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 (%)			
				2016A	2017E	2018E	2019E	2016A	2017E	2018E	2019E	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>A股航运公司</b>															
中远海能*	中性	6.06	CNY	12.7	18.6	17.8	13.7	0.9	0.9	0.8	0.8	6.5	4.7	4.8	6.1
招商轮船*	中性	4.12	CNY	12.6	36.1	26.4	14.0	1.4	1.4	1.3	1.2	11.7	3.8	5.1	9.0
中远海特*	中性	5.62	CNY	240.0	50.3	34.1	33.6	1.3	1.3	1.2	1.2	0.6	2.5	3.6	3.5
平均值				64.6	32.5	25.3	20.4	1.8	1.7	1.6	1.1	(5.9)	6.3	6.7	4.7
中值				12.7	30.6	24.7	14.0	1.3	1.3	1.3	1.0	3.6	4.3	4.9	4.8
<b>H股航运公司</b>															
中远海能*	中性	4.42	CNY	8.3	11.6	10.3	7.9	0.6	0.5	0.5	0.5	6.5	4.7	4.8	6.1
海丰国际*	推荐	9.01	USD	25.1	16.7	14.4	13.2	3.5	3.1	2.8	2.6	14.2	19.8	20.7	20.4
中外运航运*	推荐	2.35	USD	n.a.	41.6	17.1	11.2	0.7	0.7	0.6	0.6	(12.0)	1.6	3.8	5.6
平均值				16.7	23.3	13.9	10.8	1.6	1.4	1.3	1.2	2.9	8.7	9.8	10.7
中值				16.7	16.7	14.4	11.2	0.7	0.7	0.6	0.6	6.5	4.7	4.8	6.1
<b>国际航运可比公司</b>															
OOCL	n.a.	73.10	USD	(104.1)	33.8	26.3	17.2	1.2	1.3	1.2	1.1	(1.2)	3.7	4.6	6.6
Yang Ming	n.a.	11.55	TWD	(1.3)	(85.6)	51.8	5.2	1.1	1.3	1.4	1.1	(90.9)	(1.6)	2.7	21.0
Evergreen	n.a.	16.80	TWD	(9.4)	9	12.5	8.9	1.2	1.1	1.0	0.9	(12.3)	12.2	7.9	9.9
MISC Berhad	n.a.	7.57	MYR	15.6	15.2	15.1	14.5	0.9	0.9	0.8	0.8	5.9	5.8	5.6	5.7
AP Moller-Maersk	n.a.	9,975	USD	34.6	49.3	19.5	12.5	1.0	1.2	1.1	1.1	2.9	2.4	5.8	8.8
平均值				(24.8)	(7.0)	26.4	11.4	1.1	1.1	1.1	1.0	(24.6)	5.0	5.2	10.8
中值				(5.3)	11.9	20.7	11.7	1.1	1.2	1.1	1.0	(6.7)	4.7	5.1	8.3
<b>国际散货可比公司</b>															
DIANA SHIPPING	n.a.	3.48	USD	(2.0)	(3.9)	(12.0)	19.9	0.26	0.33	0.36	0.36	(12.7)	(8.5)	(3.0)	1.8
GENCO SHIPPING	n.a.	12.59	USD	(0.9)	(8.7)	29.0	7.8	0.42	0.44	0.44	0.43	(46.5)	(5.1)	1.5	5.5
KAWASAKI KISEN	n.a.	2,818.00	USD	(5.2)	(3.2)	33.2	20.2	0.64	1.00	1.16	1.10	(12.3)	(31.1)	3.5	5.4
PRECIOUS SHIPPIN	n.a.	11.30	JPY	(12.8)	(141.3)	57.4	24.8	1.30	1.29	1.27	1.25	(10.2)	(0.9)	2.2	5.0
PACIFIC BASIN	n.a.	1.78	USD	(8.5)	n.a.	16.3	7.1	0.85	0.85	0.83	0.77	(10.1)	n.a.	n.a.	n.a.
平均值				(5.9)	(39.3)	24.8	16.0	0.8	0.9	0.9	0.9	(11.3)	(13.5)	0.9	4.1
中值				(5.2)	(6.3)	29.0	19.9	0.7	0.9	1.0	0.9	(11.2)	(8.5)	2.2	5.0
<b>国际油轮可比公司</b>															
FRONTLINE LTD	n.a.	4.37	USD	4.2	(50.2)	(24.4)	9.2	0.5	0.5	0.5	0.5	11.3	(1.0)	(2.2)	5.8
SHIP FINANCE	n.a.	14.90	USD	9.1	13.9	15.8	13.1	1.2	1.3	1.3	1.7	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
TSAKOS ENERGY	n.a.	3.56	USD	8.0	(142.4)	20.3	4.4	0.2	0.2	0.2	0.2	2.8	(0.1)	1.0	4.6
NORDIC AMER TANK	n.a.	2.10	USD	2.4	(3.3)	(5.2)	43.8	0.2	0.3	0.3	0.4	8.9	(7.9)	(6.5)	1.0
平均值				0.4	(34.5)	4.1	11.6	0.5	0.6	0.6	0.7	7.7	(3.0)	(2.6)	3.8
中值				5.2	(4.8)	5.3	8.7	0.3	0.4	0.8	0.8	8.9	(1.0)	(2.2)	4.6

注: \*数据为中金预测, 其他为市场预测数据, 来自彭博资讯

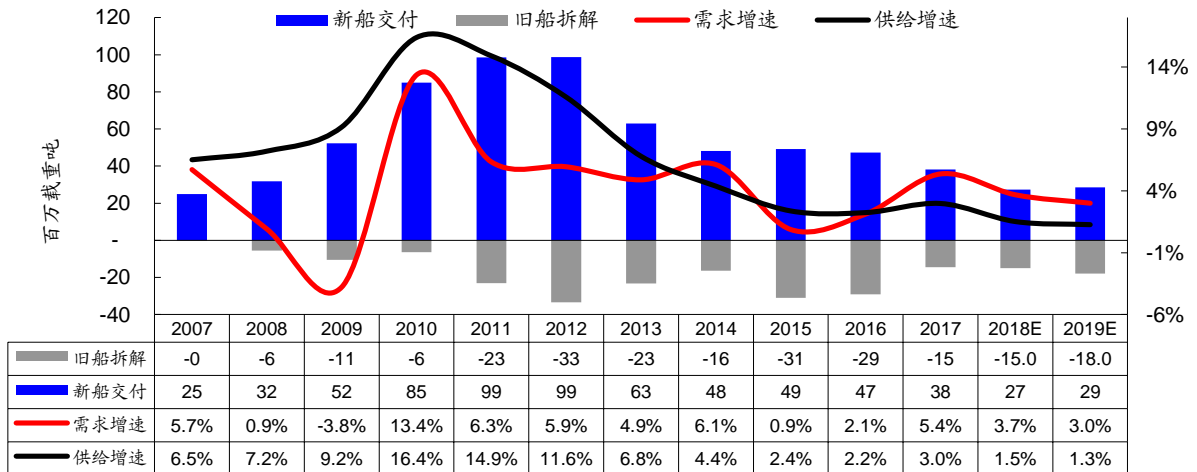
资料来源: 彭博资讯, 公司公告, 中金公司研究部



## 干散货航运: 供给增速确定性放缓, 供需关系继续改善

我们预计供给增速从 2017 年的 3% 放缓至 2018 年的 1.5%，主要由于新船交付同比减少 28% 至 2700 万吨 (Clarkson 预计 2600 万吨)，2019 年进一步放缓至 1.3%。需求增速受益于小宗散货增长和运距拉长，我们预计 2018/19 年分别同比增长 3.7%、3.0% (按周转量衡量)，供需关系将继续改善。

图表 47: 干散货航运供需关系



资料来源: Clarkson, 中金公司研究部

### 供给增速确定性放缓

过去几年干散货运力增速一直在不断下降: 从 2010 年的 16% 的高位, 降低至 2016 年的 2.2%, 虽然 2017 年环比略有加快 (3%), 但我们预计未来两年有望继续下降:

根据当前的在手订单量, 我们预计 2018 年运力交付量同比减少 28% 至 2700 万载重吨 (高于 Clarkson 预计的 2600 万吨), 考虑到上年延期我们假设 2019 年交付量为 2900 万载重吨。我们预计 2018~19 年拆解量分别为 1500 万载重吨、1800 万载重吨 (2015 年为 1500 万载重吨), 考虑到压载水公约执行。即使我们假设由于运价回升拆解量降低至 1000 万载重吨的低位, 2018/19 年运力增速也只有 2.1%、2.2%, 低于需求增速。

### 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 2018 年全球干散货运量在 2017 年增长 4.2% 的基础上继续增长 2.8%, 由于运距拉长, 按吨海里衡量的干散货航运需求增速将达到 3.7%, 2019 年有望保持约 3.0% 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 81%), 但是占比将有所下滑 (2017 年占比 86%)。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 2.2% 提升至 2018 年的同比 3.3%。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, 收到全球经济增长的驱动。

保守条件下估算, 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 (1.5%), 干散货需求仍将处于上行周期。但目前钢厂利润丰厚, 更愿意使用高品位进口矿, 因此进口需求有望继续小幅增长。

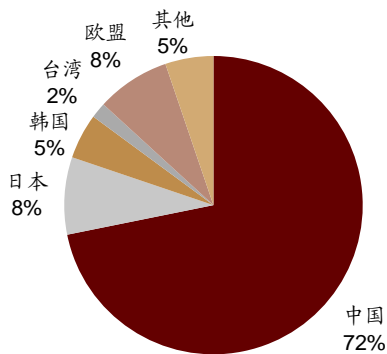


图表 48: 干散货海运需求预测

百万吨	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017(E)	2018E
铁矿石	1,052	1,110	1,189	1,340	1,364	1,418	1,490	1,538
(+/-)	6.2%	5.5%	7.2%	12.7%	1.8%	4.0%	5.1%	3.2%
其中: 中国进口	665	724	795	914	940	1,008	1,070	1,109
(+/-)	10.4%	8.7%	9.9%	15.0%	2.8%	7.3%	6.2%	3.6%
煤炭	1,000	1,119	1,180	1,218	1,144	1,140	1,198	1,220
(+/-)	7.4%	11.9%	5.5%	3.2%	-6.1%	-0.3%	5.0%	1.9%
粮食	345	375	392	432	459	481	515	525
(+/-)	0.6%	8.6%	4.4%	10.3%	6.3%	4.7%	7.2%	1.9%
小宗散货	1,704	1,736	1,824	1,844	1,868	1,864	1,906	1,968
(+/-)	7.3%	1.9%	5.0%	1.1%	1.3%	-0.2%	2.2%	3.3%
<b>总海运量</b>	<b>4,101</b>	<b>4,340</b>	<b>4,584</b>	<b>4,834</b>	<b>4,835</b>	<b>4,903</b>	<b>5,109</b>	<b>5,251</b>
(+/-)	6.4%	5.8%	5.6%	5.1%	0.0%	1.4%	4.2%	2.8%
运距 (海里)	5,470	5,477	5,440	5,473	5,519	5,559	5,621	5,670
(+/-)	-0.1%	0.1%	-0.7%	0.4%	0.7%	0.7%	1.1%	0.9%
干散货周转量 (十亿吨海里)	22,435	23,768	24,941	26,456	26,687	27,253	28,716	29,773
(+/-)	6.3%	5.9%	4.9%	5.5%	0.9%	2.1%	5.4%	3.7%

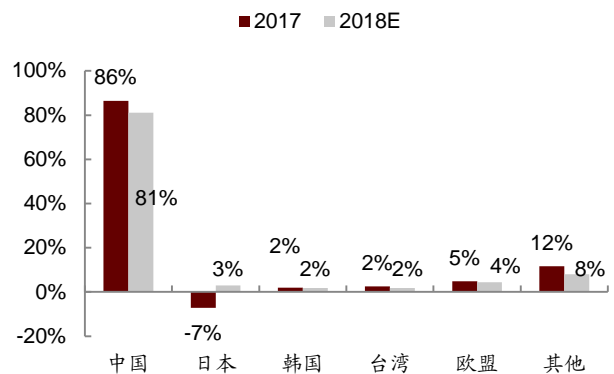
资料来源: Clarkson、中金公司研究部

图表 49: 全球海运铁矿石进口需求占比 (2017 年)



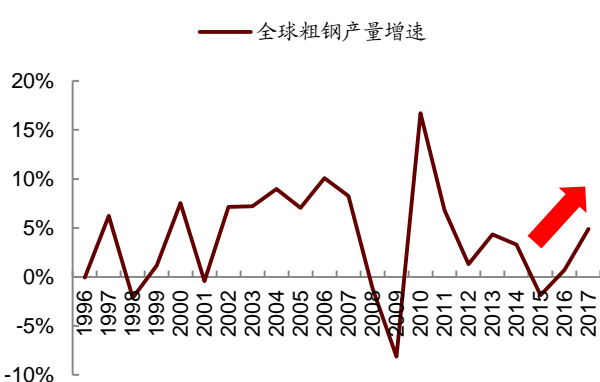
资料来源: Clarkson、中金公司研究部

图表 50: 铁矿石需求增量占比 (2017~18 年)



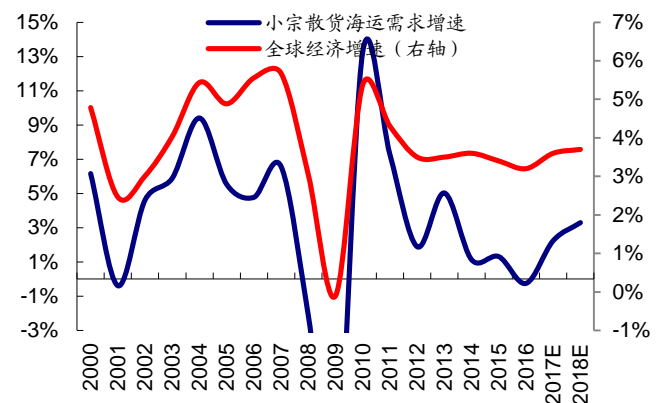
资料来源: Clarkson、中金公司研究部

图表 51: 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 52: 小宗散货海运需求增速与全球 GDP 增速



资料来源: Clarkson、IMF、中金公司研究部



继续推荐核心标的中外运航运 (368.HK); 关注中远海特

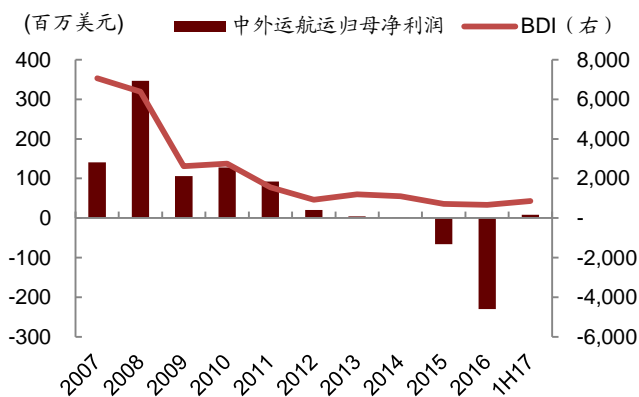
中外运航运: 干散货带来弹性, 集运稳定增长, LNG 进入收获期

**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), 年初至今实现的均值为 1246 点。BDI 每提升 100 个点位, 盈利增厚约 700~900 万美元; 2008 年市场高点时公司盈利曾达到 3.47 亿美元, 其中干散货航运业务 2.57 亿美元, 且目前的船队已是当时的 2.5 倍 (2008 年船队规模为 26 艘共 133 万载重吨, 截止到 2017 年 6 月 30 日最新自有船队规模为 37 艘 340 万载重吨)。此外, BDI 为 TCE 运价的平均值, 已经扣除燃油成本的影响。

**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。  
**LNG 运输有望提供稳定收益:** 预计 2018~20 年分别为 1200 万、2600 万和 3000 万美元。有望受益于招商局集团内部的整合。

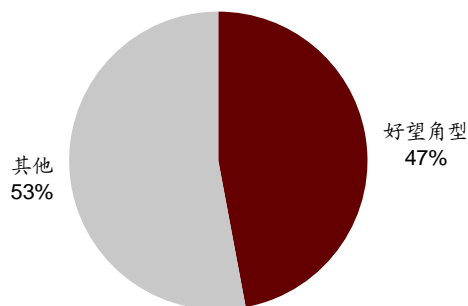
目前公司股份对应于 0.6 倍 2018 年市净率, 17.1/11.2 倍 2018/2019 年市盈率, 估值具有吸引力。公司目前账上现金达到 7 亿美元, 净现金 5.7 亿美元 (合港币 44 亿元), 市值仅为 94 亿港币。维持盈利预测, 重申推荐和目标价 2.9 港元。春节前后需求淡季提供布局时机, 节后工厂复工、补库存将带动 BDI 季节性上涨, 带来股价催化剂。

图表 53: 中外运航运历史盈利与 BDI



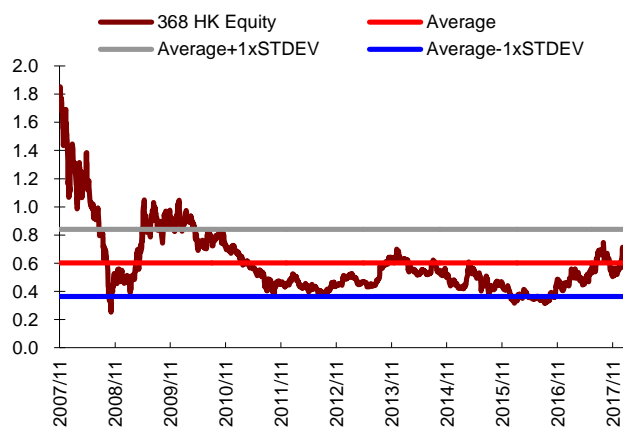
资料来源: 万得资讯, 公司公告, 中金公司研究部

图表 54: 船型构成



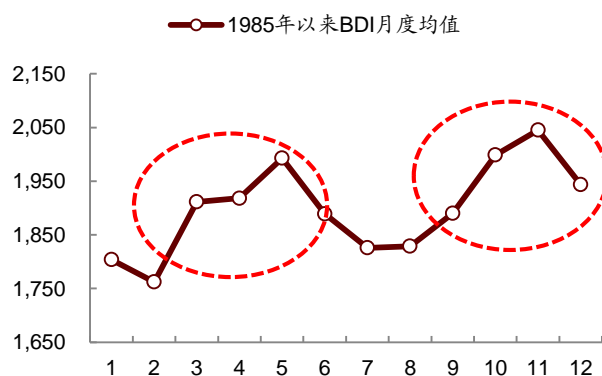
资料来源: 公司公告, 中金公司研究部

图表 55: 中外运航运历史市净率



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

图表 56: 节后 (3 月~5 月) BDI 将季节性上涨



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部





中远海特: A股唯一干散货相关标的, 关注交易性机会

中远海特是目前A股市场稀缺的与BDI相关的航运标的, 公司近一半的航运收入(多用途船)和BDI有较强相关性, 但弹性小于BDI, 且小船型复苏滞后(2017年上半年BDI同比上涨101%, 而公司多用途期租水平同比上涨37%)。半潜船或面临压力: 2016年起公司半潜船开始执行YAMAL项目天然气模块运输, 2016/1H17毛利率达到42%/43%, 而2013-2015年公司的半潜船毛利率为20%~30%; 目前该项目已经投产, 运输项目基本执行完毕, 半潜船即期市场由于海工需求不佳面临压力, 这一部分运力投入即期市场后盈利能力将下滑。不过近期油价上涨, 对海工设备的运输需求或将出现回升。

**特朗普新政加码基建带来潜在利好:** 特朗普在国情咨文中明确基建计划金额为1.5万亿美元, 在10年间完成, 大约年均1500亿美元。公司运输的货类包括以工程机械设备、电力设备、钢材等, 将受益于美国基础设施建设加速。

根据公司业绩快报, 预计2017年实现归母净利润2.4亿元, 较2016年同比大幅上涨379%。我们小幅下调2017年盈利预测9%至2.4亿元, 主要反映汽车、木材、沥青船的期租水平下滑; 同时由于公司半潜船进入即期市场运价面临下行风险(相比YAMAL项目而言), 我们下调2018年盈利预测29%至3.54亿元。

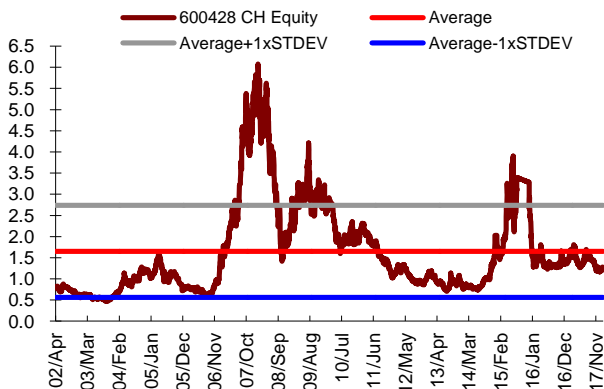
目前股价对应2018年34.1倍市盈率, 1.2倍市净率。维持中性评级和目标价6.40元, 建议关注BDI波动带来的交易机会(历史来看公司股价与BDI相关性高, 相关系数达到0.7)。

图表 57: 盈利预测调整表

(百万人民币)		2017E	2018E
营业收入	调整前	6,475	7,180
	调整后	6,443	7,031
	(+/-%)	0%	-2%
净利润	调整前	263	498
	调整后	240	354
	(+/-%)	-9%	-29%
每股盈利 (元)	调整前	0.12	0.23
	调整后	0.11	0.16
	(+/-%)	-9%	-29%

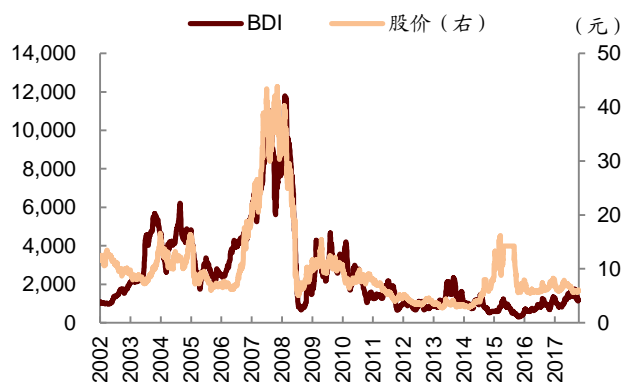
资料来源: 公司数据, 万得资讯, 中金公司研究部

图表 58: 历史市净率



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

图表 59: 公司股价与BDI相关性高



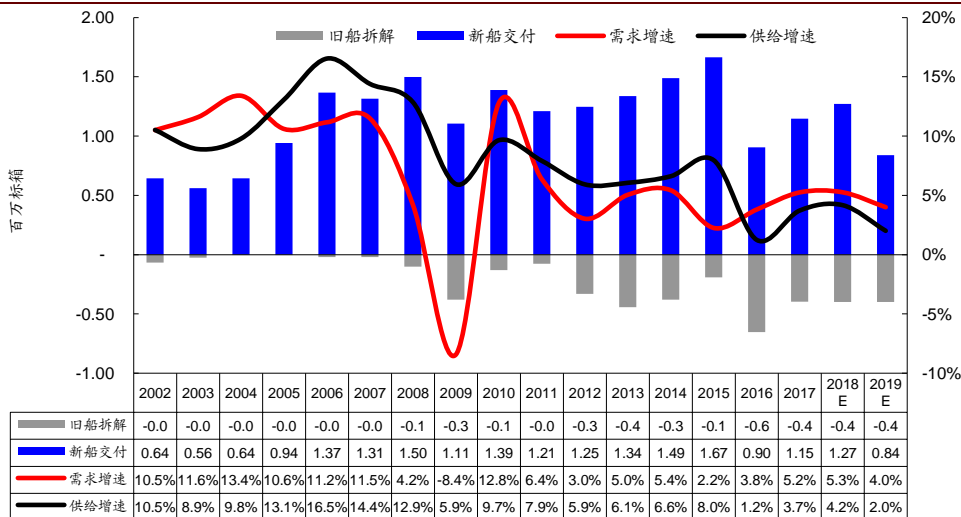
资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部



## 集装箱航运: 需求旺盛提供支撑, 整合带来集中度提升

由于大船交付, 我们预计 2018 年运力交付将小幅增加 11% 至 127 万标准箱, 拆解量维持在 2017 年的 40 万箱, 对应运力增速 4.2%, 较 2017 年的 3.7% 略有加快, 但 2019 年将放缓至约 2%, 因为运力交付将减少 34% 至 84 万箱。由于运力交付主要集中在 1、2 季度, 因此上半年即期运价可能承压, 但得益于供需关系的改善, 合同运价有望同比上涨, 随着三季度进入需求旺季, 即期运价也将迎来改善。行业整合继续进行, 集中度提升利好竞争格局, 增强周期复苏的可持续性, 关注各龙头企业的经营策略。

图表 60: 集运需求预测

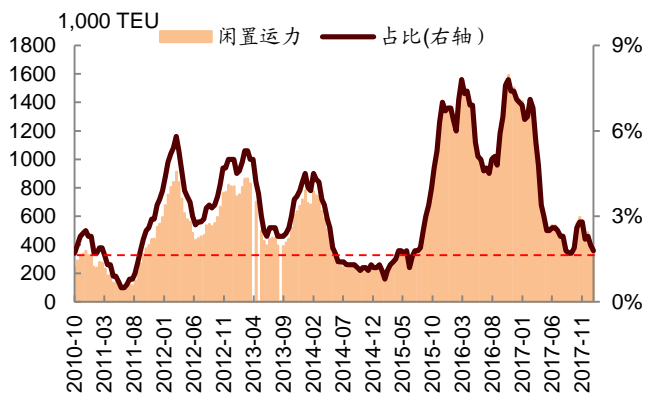


资料来源: Clarkson, 中金公司研究部

### 供给端: 闲置运力已被消化, 供给增速低于需求

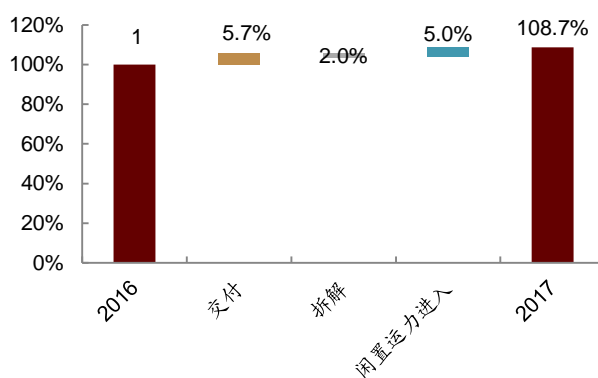
2016 年 9 月运力排名全球第 7 的韩进海运破产, 大量运力闲置, 闲置运力占比一度达到 8%。随着韩进破产事件影响消退, 运力重新进入, 同时受益于今年以来需求增长和运价回升, 闲置运力大幅减少, 目前闲置运力占比降低至 1.8%, 已经处于历史低位。2017 年净新增运力 (交付减去拆解) 为 75 万箱, 对应增速 3.7%, 考虑闲置运力占比从年初的 7% 降低到年末的 2%, 实际有效运力增速达到约 8.7%。即使如此, 2017 年 CCFI 指数同比上涨 15%, 更多反映即期运价的 SCFI 指数同比上涨 27%, 主要是由于旺盛需求提供支撑。

图表 61: 闲置运力占比已经降至低点



资料来源: Alphaliner, 中金公司研究部

图表 62: 2017 年有效运力增速为 8.7%



资料来源: Clarkson, 中金公司研究部



### 需求: 全球贸易和中国出口支撑集运需求

我们预计 2018 年集运需求将在 2017 年增长 5.2% 的基础上保持 5.3% 的增速, 其中跨太平洋(美线)、亚欧线增速将有所放缓, 其他航线有所加快, 尤其是亚洲区域内市场需求 2017/2018 年有望增长 6.5%、6.7%。我们预计 2019 年集运需求增速约为 4%。

图表 63: 集运需求预测

百万标准箱	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E
跨太平洋航线	21	22	22	23	24.1	25.4	26.6
(+/- %)	0.0%	4.3%	2.3%	3.1%	5.5%	5.3%	4.6%
亚欧航线	20	21	22	22	22.6	23.7	24.6
(+/- %)	-2.0%	5.5%	4.9%	-1.8%	3.5%	4.8%	3.8%
跨大西洋航线	6	6	7	6.8	6.9	7.29	7.62
(+/- %)	0.0%	3.3%	5.5%	1.8%	2.2%	5.4%	4.6%
东西向非干线航线	20	20	22	23	23.5	24.4	25.6
(+/- %)	3.9%	3.1%	7.7%	5.1%	3.5%	3.8%	5.0%
南北航线	28	29	30	30	30.7	32.1	33.6
(+/- %)	1.5%	4.7%	4.7%	0.7%	0.7%	4.4%	4.7%
亚洲内部	42	45	48	49	52.1	55.5	59.2
(+/- %)	7.7%	7.4%	6.0%	2.9%	5.7%	6.5%	6.7%
其他	18	19	20	21	21.6	22.8	24.0
(+/- %)	4.6%	3.3%	6.9%	3.5%	3.3%	5.4%	5.3%
合计	155	162	171	175	182	191	201
(+/- %)	3.0%	5.0%	5.4%	2.2%	3.8%	5.2%	5.3%

资料来源: Clarkson, 中金公司研究部

### 行业整合、新航运联盟利好竞争格局

集装箱运输规模效应明显, 行业呈集中化趋势。过去几年, 在运价低迷情况下, 航运市场发生多起大型并购重组或破产事件, 包括: 达飞收购东方海皇, 中远集运与中海集运整合为中远海控, 赫伯罗特与阿拉伯轮船的合并, 日本三家航运公司川崎汽船、商船三井和日本邮船将集运业务整合为 Ocean Network Express, 马士基收购汉堡南美, 以及 2016 年 9 月韩进海运(当时排名全球第七)破产事件。假设上述并购整合都完成后, 前十大运力的占比将提高到 82%, 集中度进一步提升。

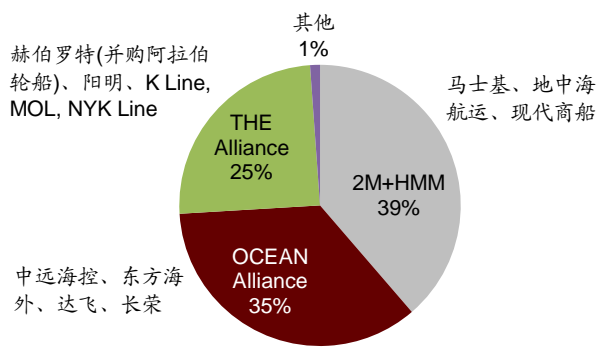
2017 年 4 月 1 日新海运联盟已经正式投入运营。新的航运联盟包括 2M+现代商船, Ocean Alliance 和 The Alliance 三大联盟:

- ▶ **2M+现代商船:** 由运力排名第一、第二的马士基航运(Maersk)和地中海航运(MSC)组成 2M 联盟, 现代商船(HMM)则是以非联盟成员的方式与 2M 联盟签订了舱位互换的战略合作协议。2M+HMM 联盟的合计运力达到 765 万标准箱, 在欧线、美线的市场份额分别为 39%、23%。
- ▶ **Ocean Alliance:** 由达飞、中远海控、长荣、东方海外组成, 合计运力达到 606 万标准箱, 在欧线、美线的市场份额分别为 35%、41%。
- ▶ **The Alliance:** 包括赫伯罗特(并购阿拉伯轮船)、阳明、日本邮船、商船三井、川崎汽船, 合计运力达到 363 万标准箱, 在欧线、美线的市场份额分别为 25%、27%。

行业整合、新航运联盟利好竞争格局。1) 新三大联盟较原四大联盟规模更大, 能够提供更多航次、航线和直航点, 发挥网络优势, 提升服务覆盖范围和服务质量。2) 联盟成员之间可以通过舱位互换、资源共享等措施节约运营成本。3) 行业集中度的提高有利于船东达成默契, 稳定运价, 同时对于运力投放和新船订造相互制约, 增强周期复苏的可持续性。4) 韩进破产事件导致货主/货代更重视货物的安全问题, 即使支付一定的溢价也愿意选择规模靠前、财务状况良好的班轮公司, 对于行业龙头和运价都是利好。

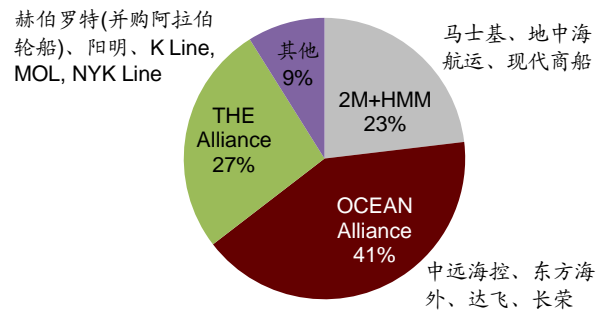


图表 64: 新航运联盟欧线运力市场份额



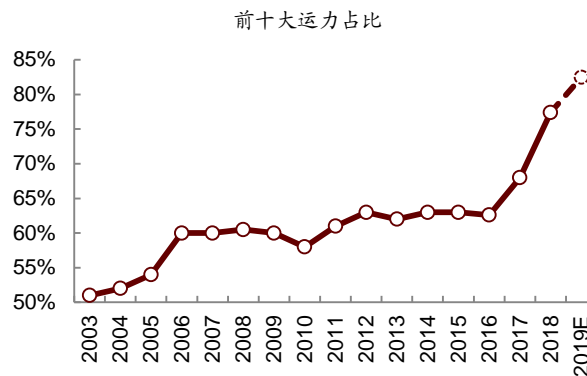
资料来源: Alphaliner, 中金公司研究部

图表 65: 新航运联盟美线运力市场份额



资料来源: Alphaliner, 中金公司研究部

图表 66: 前十大运力占比 (每年年初值, 假设 2018 年整合完成)



资料来源: Alphaliner, 中金公司研究部

### 海丰国际: 细分市场龙头, 量价齐升, 结构改善带来效率提升

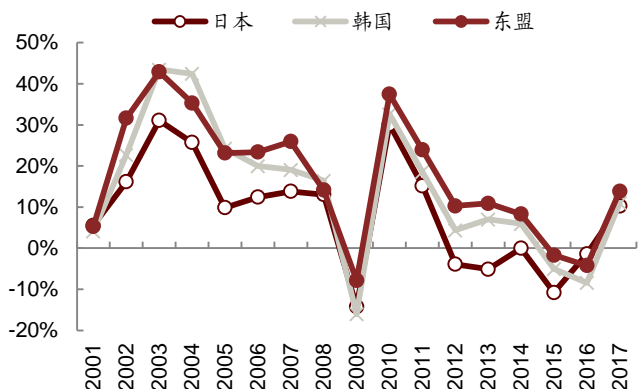
聚焦亚洲区域内市场, 需求增长高于平均水平, 运价波动小且处于回升通道。亚洲区域内集装箱航运市场与全球市场息息相关, 克拉克森 (Clarkson) 预测 2017 年和 2018 年该市场需求增速将从 2016 年的 5.6% 分别提高至 6.6% 和 6.7%, 快于全球 5.2% 和 5.3% 的增速。由于竞争格局更好, 亚洲内部的运费相比全球航运公司更为稳定。事实上, CCFI 日本航线 2018 年 1 月份以来同比去年上涨了 7%。我们预计 2018 年海丰国际运输量将实现两位数左右的增长。燃料成本占公司总成本的不到 20%, 货量结构的改善 (回程货增加) 有利于公司更好控制成本和提高效率, 可以部分抵消油价上涨的影响; 并且由于需求强劲, 一定程度上可通过燃油附加费 (BAF) 转嫁给客户。

公司预告 2017 全年盈利将录得约 50% 的同比增长, 主要得益于: 1) 运量的快速增长 (2017 年 1-9 月期间海运量/货运量同比增长 13.7%/9.4%)。2) 公司运营效率有所提升 (回程货增加、货量更加均衡提高装载率和成本经济性, 增强盈利能力)。盈利预告基本符合我们的此前预期 (45.4%)。

我们小幅上调 2017 年盈利预测 3% 至 1.84 亿美元; 考虑到近期油价上涨及中金大宗组上调 2018 年布伦特油价至 68 美元/桶 (同比上涨 28%), 我们维持 2018 年盈利预测 2.13 亿美元, 对应增速 16%, 我们的 2018 年盈利预测基于 1) 海运量同比增长 8%, 2) 平均单箱收入上涨 2%, 3) 380 燃油价格同比上涨 25%。上调目标价 20% 至 10.65 港元, 对应于 17 倍 2018 年市盈率。目前公司股价对应于 2018/19 年 14.4/13.2 倍市盈率, 股息收益率仍可达 4.2%/4.5%, 维持推荐评级。

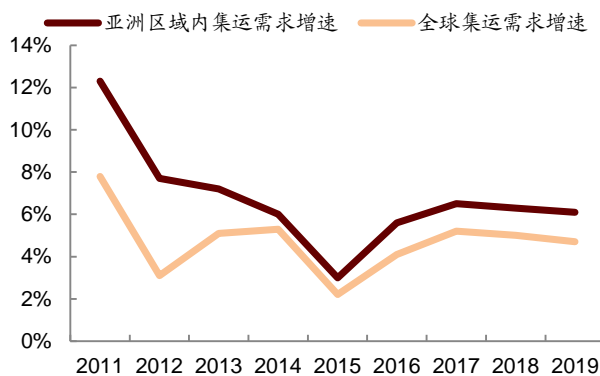


图表 67: 中国对日本、韩国、东盟的进出口累计增速



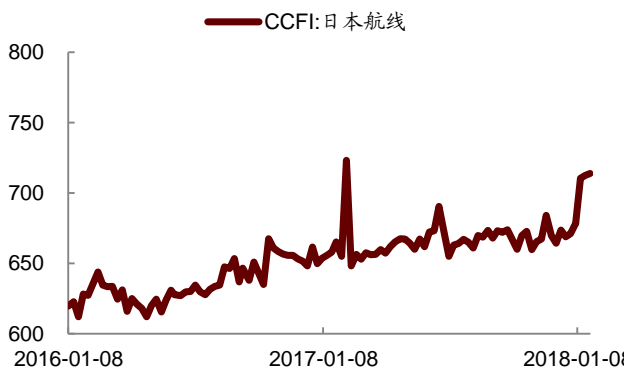
资料来源: Alphaliner, 中金公司研究部

图表 68: 亚洲区域内市场集运需求增速高于全球整体



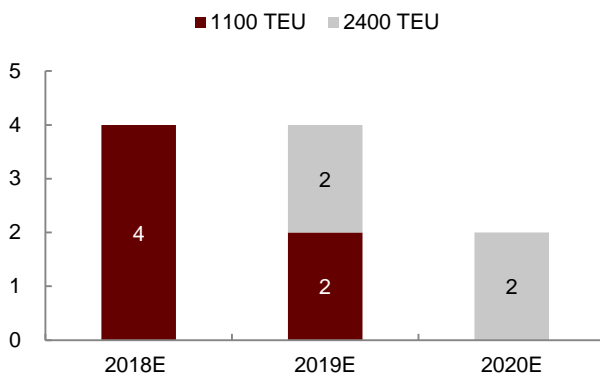
资料来源: Alphaliner, 中金公司研究部

图表 69: CCFI 日本航线运价上涨



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

图表 70: 订单交付计划



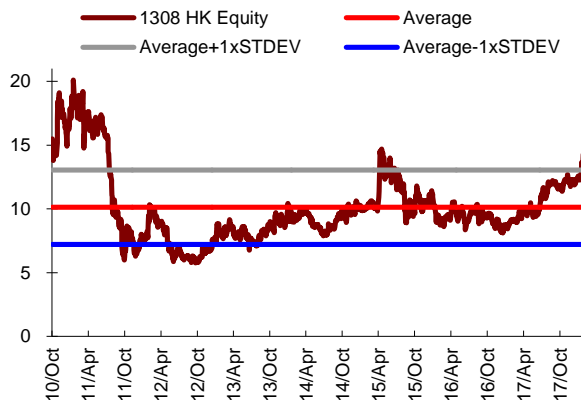
资料来源: 公司公告, 中金公司研究部

图表 71: 盈利预测调整表

百万美元		2017E	2018E
收入	调整前	1,383	1,521
	调整后	1,371	1,500
	(+/-%)	-1%	-1%
毛利润	调整前	249	290
	调整后	254	290
	(+/-%)	2%	0%
净利润	调整前	178	213
	调整后	184	213
	(+/-%)	3%	0%
每股净利润 (美元)	调整前	0.07	0.08
	调整后	0.07	0.08
	(+/-%)	3%	0%

资料来源: 公司资料, 万得资讯, 中金公司研究部

图表 72: 历史市盈率



资料来源: 公司资料, 万得资讯, 中金公司研究部



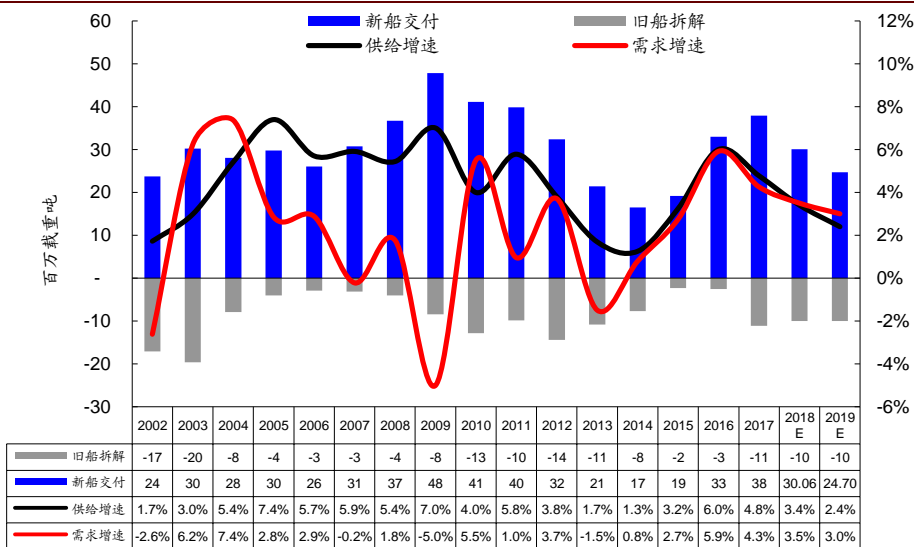


## 油轮运输: 运价探底, 复苏在前

我们预计 2018~2019 年全球油品海运进口量增速分别为 2.8%、2.9%，其中原油需求增长 2.8%、2.8%，考虑运距增长，预计油轮运力需求(按吨海里计算)增速分别为 3.5%、3.0%。

根据现有订单，我们预计 2018 年仍有较多运力交付(3100 万吨，但较 2017 年的 4000 万吨已经大幅减少 21%，2019 年将进一步减少 18%至 2500 万吨。我们假设 2018、19 年拆解量维持在今年的 1000 万吨左右。因此我们预计 2018、2019 年供给增速为 3.4%、2.4%，较 2017 年的 4.8%将放缓。

图表 73: 油运市场供需关系



资料来源: Clarkson、中金公司研究部

从订单上来看，目前在手订单占运力的比为 11.5%，处于历史低位。油运船舶由于其安全性要求高，通常 15 年以上船龄的船只将面临需求不足运价低、运营维修和油耗成本高的问题，因此其盈利能力大大降低，面临拆解。而目前全球油运船队中，15 年以上的运力占比为 19%（为三个子板块中最高），其中原油轮占比为 20%；而订单占 15 年以上船龄的比例仅为 67%，其中原油轮占比为 63%，这一比例是历史上相对较低的。也就是说，目前的在手订单交付之后也不能填补将逐步退出市场的 15 年以上老旧船只。

**运距拉长提高吨海里需求。**过去几年，随着技术成熟和成本降低，美国页岩油产量逐步释放，尤其是 2016 年 11 月 OPEC 限产以后，北美页岩油持续增产，今年以来美国日均原油出口量达到约 90 万桶/天，较去年同期翻番。值得注意的是，今年以来美国出口到欧洲、亚太地区的原油量显著增加，运距更长利好油运需求。美国到亚洲地区的原油主要以 VLCC 油轮运输（也有少量苏伊士型油轮），有望为 VLCC 市场带来持续的增量需求。根据行业咨询机构 BICMO 的测算<sup>2</sup>，2017 年中国进口原油的平均运距为 7,500 海里，较 2016 年的 7,100 海里增长 5.6%。

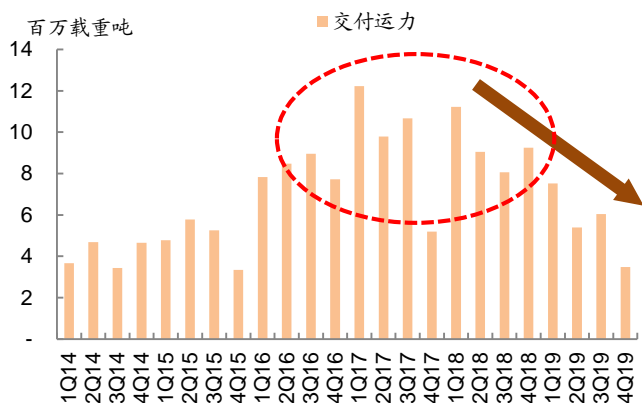
**短期看运价可能继续承压：**由于运力交付加快、OPEC 减产等因素，2017 年 VLCC 期租水平平均值为 1.8 万美元/天，较 2016 年同比下滑 57%，已经远低于历史均值 3.9 万美元/天。四季度延续到下一年一季度通常为油运需求旺季，2017 年四季度旺季不旺，拖累一季度运价表现，而由于运力交付相对集中在上半年，因此短期看运价可能继续承压；预计三季度开始随着交付节奏放缓、需求进入相对旺季，运价将改善。

<sup>2</sup> [https://www.bimco.org/news/market\\_analysis/2017/20171030\\_chinese\\_crude\\_oil\\_tonne\\_miles](https://www.bimco.org/news/market_analysis/2017/20171030_chinese_crude_oil_tonne_miles)



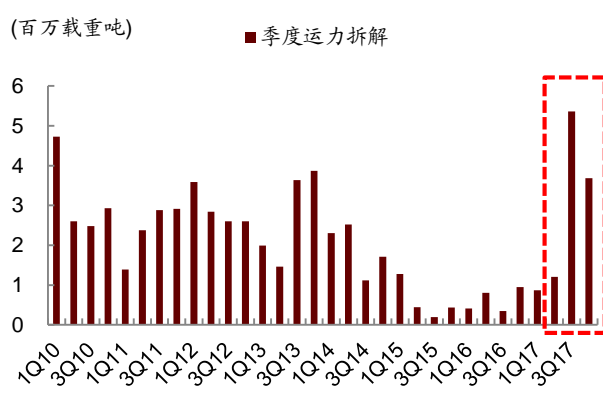


图表 74: 油轮船队季度交付及预测



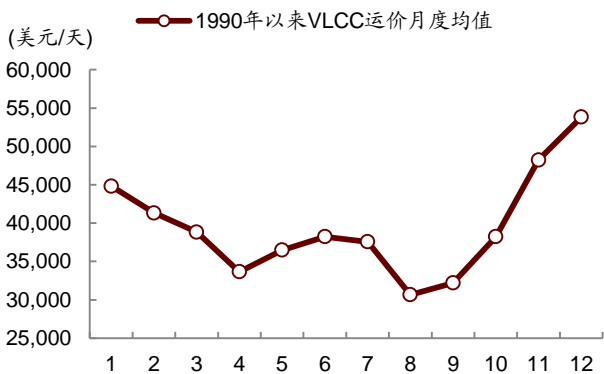
资料来源: Clarkson, 中金公司研究部

图表 75: 拆解量已经开始大幅增加



资料来源: Clarkson, 中金公司研究部

图表 76: 油运市场季节性: 冬季为需求旺季



资料来源: Clarkson, 中金公司研究部

图表 77: 2017 年旺季不旺, 拖累今年一季度运价表现



资料来源: Clarkson, 中金公司研究部

密切关注中远海能、招商轮船

中远海能: 内贸油运稳定, LNG 增量贡献, 外贸油运弹性高

公司前三季度实现归母净利润 12.5 亿元, 同比减少 43%; 公司外贸油运规模大、运弹性高, 同时由于内贸和 LNG 运输业务的贡献, 增强了公司抵御风险和周期的能力, 运价低迷的三季度公司并未出现亏损 (扣非后盈利约 8000 万人民币)。

**内贸油运贡献稳定盈利:** 2017 年上半年公司内贸油运实现收入 14.6 亿元, 同比增长 13%, 毛利率维持在较高的 38% 水平 (2016 年为 42%)。由于内贸油运市场存在进入壁垒、相对稳定, 每年能为公司贡献稳定利润约 6 亿元。

**LNG 带来增量:** 目前公司运营的 LNG 船 14 艘 (其中上海 LNG 投资的 8 艘, CLNG 投资的 6 艘), 在建的 LNG 船订单 24 艘, 公司预计到 2020 年 38 艘船舶全部投入运营后每年贡献盈利约 5 亿元人民币。此外公司还在密切关注潜在的 LNG 船项目。

由于公司更改预计负债计提方式 (2017 年 12 月 29 日公告), 增加 2017 年净利润 3.61 亿元 (上半年已经确认亏损合同支出 1.84 亿元), 我们小幅上调 2017 年盈利预测 11% 至 13.11



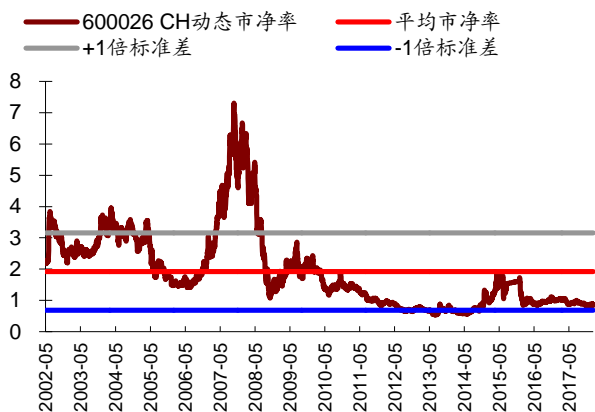
亿元; 同时考虑到一季度油运运价受四季度拖累低于预期(年初至今仅 7600 美元/天, 而 2017 年一季度为 26000 美元/天), 我们下调 2018 年盈利预测 12%至 13.72 亿元。目前公司 A/H 股估值对应于 0.8 倍/0.5 倍 2018 年市净率(尚未考虑增发, 若增发完成将增厚 H 股 BPS), 均处于历史底部, 由于短期运价继续承压, 我们暂时维持中性评级, 建议密切关注。

图表 78: 盈利预测调整表

		2017E	2018E
营业收入 (百万元)	调整前	8,969	9,993
	调整后	9,688	10,755
	(+/-%)	8%	8%
净利润 (百万元)	调整前	1,159	1,563
	调整后	1,311	1,372
	(+/-%)	13%	-12%
每股收益 (元)	调整前	0.29	0.39
	调整后	0.33	0.34
	(+/-%)	13%	-12%

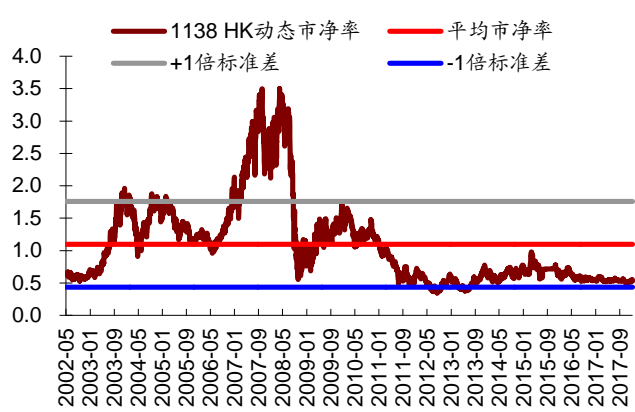
资料来源: 公司公告, 中金公司研究部

图表 79: 中远海能 A 股市净率



资料来源: Alphaliner, 中金公司研究部

图表 80: 中远海能 H 股市净率



资料来源: Alphaliner, 中金公司研究部

### 招商轮船: 干散货业务改善, 油轮业务待复苏

公司预告 2017 年度实现净利润 5.6 亿元~6.8 亿元, 同比下降 61%~68%; 其中包含政府补助约 2.8 亿元(第三季度已确认 1.01 亿元), 提取固定资产减值准备约 4.2 亿元。扣除非经常性损益后的归母净利润为 3~3.6 亿元, 同比减少 61%~67%。由此我们估算公司四季度经营性净利润约为 1~2.2 亿元, 好于 3 季度的约 8000 万元。

**干散货业务继续改善:** 公司自有散货船队 23 艘(496 万载重吨), VLCC 船队规模位居世界第一。前三季度公司干散货船队实现毛利润 0.32 亿美元, 同比上涨 45%。预计 2018 年干散货业务将继续改善。

**油轮业务待复苏, 但弹性大:** 公司油轮船队包含已运营 VLCC 43 条, 订单 10 条, 排名全球第一, 目前公司通过持股 China VLCC 51%拥有这些船队。公司公告拟向经贸船务以发行股份购买资产的方式购买其持有的恒祥控股 100%股权(持有 China VLCC 49%的股权)、深圳滚装 100%股权、长航国际 100%股权及经贸船务香港 100%股权, 承诺业绩为 2018~2020 年年 3.59 亿元、4.18 亿元、7.59 亿元, 对价 35.87 亿元对应 2018~2020 年市盈率分别为 10.0 倍/8.6 倍/4.7 倍, 低于招商轮船自身的估值水平。若收购完成, 公司将持有 VLCC100%的权益, 盈利弹性进一步增强。



考虑到公司计提减持准备 4.2 亿元和四季度运价低于预期,我们下调 2017 年盈利预测 35% 至 6.04 亿元; 由于受去年四季度拖累导致一季度运价低于预期,同时考虑到油价上涨对原油需求和成本的不确定影响,下调 2018 年盈利预测 53% 至 8.28 亿元。由于收购尚未完成,我们的盈利预测尚未包含拟收购资产的贡献,同时未考虑增发导致股本扩大。

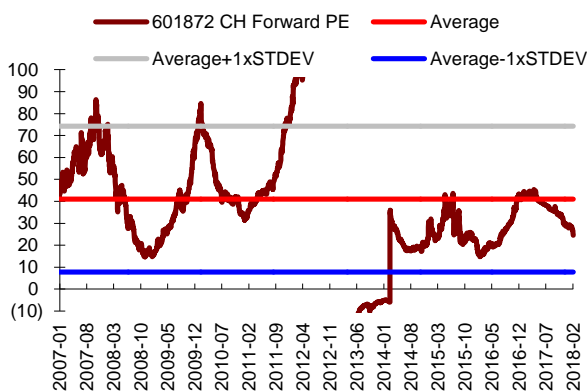
目前公司股价对应于 26.4/14.0 倍 2018/19 年市盈率, 1.3/1.2 倍市净率, 维持中性评级和目标价人民币 5.15 元。

图表 81: 盈利预测调整表

人民币百万		2017E	2018E
收入	调整前	6,547	8,462
	调整后	5,780	7,151
	(+/-%)	-12%	-15%
净利润	调整前	924	1,777
	调整后	604	828
	(+/-%)	-35%	-53%
每股收益(元)	调整前	0.17	0.34
	调整后	0.11	0.16
	(+/-%)	-35%	-53%

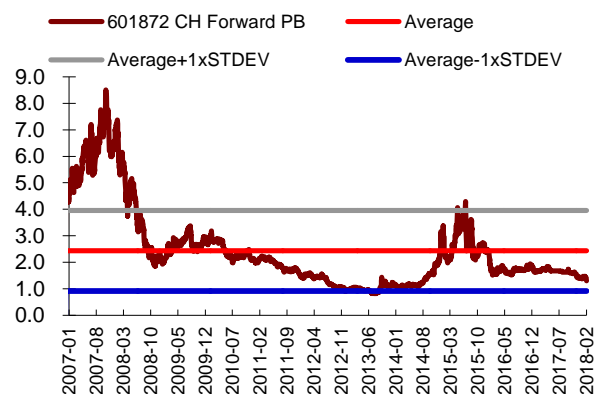
资料来源: 公司公告, 中金公司研究部

图表 82: 招商轮船市盈率(2013 年亏损)



资料来源: 公司公告, 中金公司研究部

图表 83: 招商轮船市净率



资料来源: 公司公告, 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问 [http://research.cicc.com/disclosure\\_cn](http://research.cicc.com/disclosure_cn)，亦可参见近期已发布的相关个股报告。**

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访问 [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  
编辑：张莹



## 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  
磐基中心商务楼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

