

双重拐点将至, 大国巨轮再起航

中远海控 (601919)

投资要点

(1) 从短期看, 新冠疫情影响导致全球经济贸易展望负面, 2020 年供需格局短期承压, 行业底部已现, 供需拐点将至。

(2) 中长期看, 新冠疫情加速行业供给出清, 十二年供给大周期终结, 供需差将从 2020 年的-13% 拉大到 2021 年的 7%

(3) 集运行业竞争结构出现明显优化, 行业自律性大大提高, 需求不景气情况下, 闲置运力创下历史高点, 占总运力比重达 10%, 行业价格同比上涨, **SCFI 一季度同比上涨 8.5%、二季度截至 5 月 10 日同比上涨 10.4%**。

(4) 头部集中, 市场地位与价格分层。马士基、中远海控等第一梯队大型班轮公司同航线的运价要高于其他中型班轮公司如日本海洋网联、德国赫伯罗特等 50-100 美金/TEU。

(5) 行业服务重点开始从单一价格转变为价值创造。头部班轮公司均开始推进数字化并延伸自身端到端服务, 集运行业的周期性和波动性有望被服务的延伸与增值对冲。行业服务拐点将至。

(6) 公司业绩弹性巨大。若其他因素不变, **公司平均运价增加 100 元/TEU, 公司净利润增厚 11.3 亿元。**

危机下行业竞争格局拐点已现, 供需拐点、服务价值拐点将至, 集运供需有望实现中长期再平衡。**当前时点处于周期左侧, 预测公司 2020/2021/2022 营业收入分别为 1422 亿元、1566 亿元、1671 亿元、增速分别为-5.9%、10%、6.7%, 净利润分别为 19.3 亿元、34.7 亿元、55.3 亿元, 对应 PE21/11.7/7.4 倍, 首次覆盖, 给予公司“买入”评级。**

重要财务指标

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	120,830	151,057	142,209	156,551	167,060
增长率(%)	33.6	25.0	-5.9	10.1	6.7
净利润(百万元)	1,230	6,764	1,931	3,473	5,530
增长率(%)	-53.8	449.9	-71.5	79.9	59.2
ROE(%)	5.4	15.0	4.0	7.8	10.9
EPS(元/股, 摊薄)	0.12	0.55	0.16	0.28	0.45
P/E(倍)	27.6	6.0	21.1	11.7	7.4
P/B(倍)	1.6	1.2	1.1	1.0	0.9

首次评级

买入

黄文涛

huangwentao@csc.com.cn

010-85130608

执业证书编号: S1440510120015

香港证监会牌照中央编号: BEO134

韩军

hanjunbj@csc.com.cn

执业证书编号: S1440519110001

发布日期: 2020 年 05 月 21 日

当前股价: 3.32 元

目标价格 6 个月: 5 元

主要数据

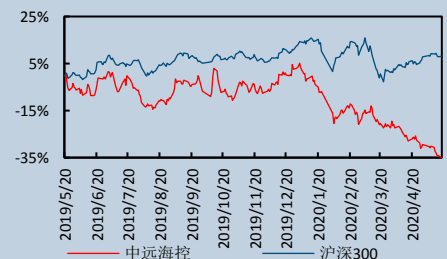
股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	-10.03/-12.2	-25.06/-21.74	-35.03/-42.54
12 月最高/最低价 (元)			5.48/3.32
总股本 (万股)			1,225,952.92
流通 A 股 (万股)			865,730.18
总市值 (亿元)			407.02
流通市值 (亿元)			287.42
近 3 月日均成交量 (万)			3,014.35

主要股东

中国远洋运输有限公司	37.18%
------------	--------

股价表现



相关研究报告

目录

一、规模跻身全球班轮公司第一梯队	1
1.1 公司发展历史沿革和股权结构	1
1.2 规模跻身全球班轮公司第一梯队	2
1.3 东西主干航线收入占据半壁江山	3
二、集运行业竞争格局优化，运价出现分层	5
2.1 传统集运周期的钝化	5
2.2 新结构的进化	6
(1) 头部集中，市场地位分层	6
(2) 强强联手，联盟化运营	7
(3) 竞争格局优化，准班率有明显差异，价格已出现分层	7
(4) 主干航线均进入高集中寡占型市场	9
(5) 行业、联盟进入壁垒大幅抬升	9
(6) 行业龙头马士基战略转变，重新定义行业：像运输包裹一样运输集装箱	10
三、新冠疫情影响全球经济将逐步解冻，十二年供给大周期加速终结	11
3.1 疫情影响全球经济将逐步解冻	11
3.2 十二年供给大周期加速终结	13
3.3 双重拐点将至，集运供需有望实现中长期再平衡	14
四、打造世界一流的集装箱航运综合服务商	15
4.1 合并重组后市场份额大幅提升，服务品质跻身行业前列	15
4.2 协同效应成效显著，端到端业务重塑估值	15
4.2 港航联动效果显著，增持中远海运港口增厚公司业绩	16
4.3 船用燃油价格暴跌，公司业绩有望改善	17
五、盈利预测	19
六、投资评价和建议	21
七、风险分析	22
八、报表预测	23

图表目录

图表 1： 公司架构	1
图表 2： 2005-2020 年全球主要班轮公司运力发展趋势	2
图表 3： 全球集装箱班轮公司 Top12（排名、规模、占比、现有运力、手持订单，单位 TEU）	2
图表 4： 2011-2019 年中远海控收入增长趋势（可比口径）	3
图表 5： 2019 年中远海控收入结构	3
图表 6： 2006-2019 年中远海控货量增长趋势（可比口径）	3
图表 7： 2019 年中远海控货量结构	3
图表 8： 2008-2019 年中远海控货量增长趋势（可比口径）	4
图表 9： 2019 年集运航线成本构成	4

图表 10: 传统集运周期模型	5
图表 11: 集运行业过去 5 年来的并购重组.....	6
图表 12: 全球主要班轮公司市场份额	6
图表 13: 全球主要班轮公司联盟分布 (不考虑手持订单)	7
图表 14: 全球主要班轮公司联盟分布 (考虑手持订单)	7
图表 15: 欧线各联盟市场份额	7
图表 16: 美线各联盟市场份额	7
图表 17: 2019 年 1-12 月马士基与 THE 联盟班轮公司的准班率比较.....	8
图表 18: 2019 年 1-12 月中远海控与 THE 联盟班轮公司的准班率比较.....	8
图表 19: 2019 年 1-12 月全球班轮公司联盟综合准班率	9
图表 20: 主要班轮公司各航线市场份额	9
图表 21: 全球经济增长与商品贸易的弹性	11
图表 22: 1980-2022 年全球商品贸易和集装箱海运需求增速	12
图表 23: 全球集运供需平衡及运价走势	12
图表 24: 欧线供需平衡表 (运价单位: 美元/TEU)	13
图表 25: 泛太平洋航线 (美线) 供需平衡分析 (运价单位: 美元/FEU)	13
图表 26: 集装箱手持订单占总运力比重	14
图表 27: 非运营船东占总运力比重走势	14
图表 28: 全球集装箱海运市场供需平衡表	14
图表 29: 2019 年中远海控及东方海外的综合准班率与行业龙头马士基对比.....	15
图表 30: 2011-2019 年公司单箱收入趋势 (可比口径)	16
图表 31: 2011-2019 年公司单箱毛利趋势 (可比口径)	16
图表 32: 2011-2019 年公司美线单箱收入趋势 (可比口径)	16
图表 33: 2011-2019 年公司欧线单箱收入趋势 (可比口径)	16
图表 34: 中远海运港口全球码头分布	17
图表 35: 中远海运港口盈利预测	17
图表 36: 公司单箱成本变化趋势	18
图表 37: 新加坡低硫油价格走势与高硫油价差	18
图表 38: 中远海运集运航线货量与单箱收入预测	19
图表 39: 东方海外航线货量与单箱收入预测	20

一、规模跻身全球班轮公司第一梯队

1.1 公司发展历史沿革和股权结构

公司前身为中国远洋控股股份有限公司，于 2005 年 3 月 3 日注册成立，2005 年 6 月 30 日在香港联交所主板成功上市(股票编号：1919)，2007 年 6 月 26 日在上海证券交易所成功上市(股票编号：601919)。2015 年 12 月，经报国务院批准，中国远洋运输（集团）总公司与中国海运（集团）总公司实施重组。2016 年 11 月更名为中远海运控股股份有限公司（以下简称“中远海控”）。2017 年 1 月整合工作完成。2018 年 7 月成功收购东方海外（国际）有限公司（“东方海外”）。

目前，中远海控分别持有中远海运集装箱运输有限公司、东方海外（国际）有限公司、中远海运港口有限公司 100%、75%、48.63%的股权。

图表1： 公司架构



资料来源：公司公告，中信建投

中远海运集装箱运输有限公司（下称“中远海运集运”）是一家专门从事国际、国内集装箱班轮运输及其相关产业服务的企业，它的前身是 1997 年 11 月 11 日成立的“中远集装箱运输有限公司”。截至 2019 年 12 月底，公司自营船队包括 403 艘集装箱船舶，运力达 2,234,352 标准箱（中远海控下属两家集运公司合计拥有自营船队包括 507 艘集装箱船舶，运力 2,967,932 标准箱，集装箱船队整体规模世界排名第三）。公司共经营 401 条航线，其中 255 条国际航线（含国际支线）、58 条中国沿海航线及 88 条珠江三角洲和长江支线。公司所经营的船舶，在全球约 105 个国家和地区的 356 个港口均有挂靠。

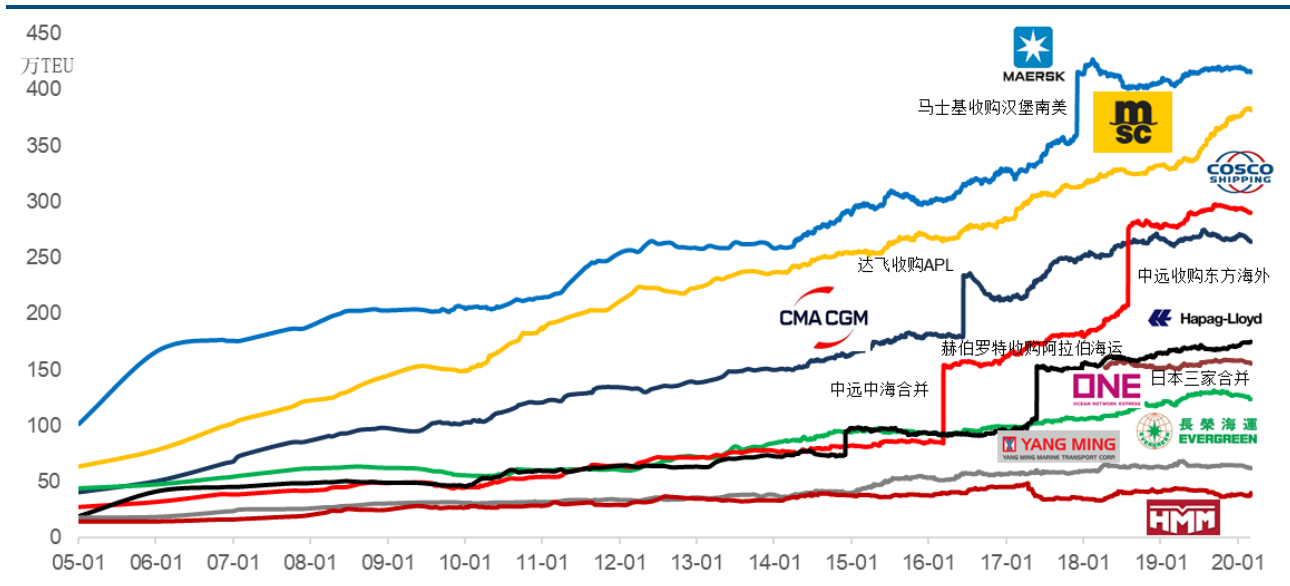
东方海外（国际）有限公司（下称“东方海外”）拥有近 70 万标准箱运力，100 艘船舶，在全球超过 58 个国家设有 230 多家分支结构，是全球著名的的集装箱运输和物流服务供应商。

中远海运港口是专门从事码头投资经营服务的供应商。中远海控主要通过中远海运港口从事集装箱和散杂货码头的装卸和堆存业务。以总吞吐量计算，2018 年占全球码头市场总份额约 13.5%，排名世界第一位；以权益吞吐量计算，占全球市场份额约 5.9%，排名世界第三位。中远海运港口的码头组合遍布中国沿海的五大港口群、欧洲、南美洲、中东、东南亚及地中海等主要海外枢纽港。截至 2019 年末，中远海运港口在全球 36 个港口投资 48 个集装箱码头，共营运 290 个泊位，包括 197 个集装箱泊位，总设计年处理能力达 1.13 亿标准箱。

1.2 规模跻身全球班轮公司第一梯队

在 2016-2018 年公司先后完成两次大的合并事项，截至 2020 年 3 月，中远海控集装箱船队规模为 472 艘，约 290 万标准箱，占全球市场份额 12.3%，集装箱船队规模世界排名第三、亚洲第一。

图2： 2005-2020 年全球主要班轮公司运力发展趋势



资料来源: Alphaliner, 中信建投

图3： 全球集装箱班轮公司 Top12（排名、规模、占比、现有运力、手持订单，单位 TEU）

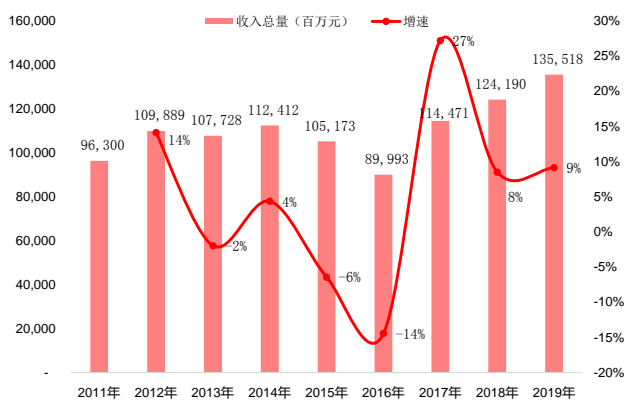
Ra...	Operator	Teu	Share...	Existing fleet	Orderbook
1	APM-Maersk	4,158,466	17.6%		
2	Mediterranean Shg Co	3,820,019	16.1%		
3	COSCO Group	2,904,270	12.3%		
4	CMA CGM Group	2,637,854	11.2%		
5	Hapag-Lloyd	1,754,103	7.4%		
6	ONE (Ocean Network Express)	1,556,113	6.6%		
7	Evergreen Line	1,250,113	5.3%		
8	Yang Ming Marine Transport Corp.	611,226	2.6%		
9	Hyundai M.M.	401,313	1.7%		
10	PIL (Pacific Int. Line)	387,443	1.6%		
11	Zim	268,956	1.1%		
12	Wan Hai Lines	255,300	1.1%		

资料来源: Alphaliner, 中信建投

1.3 东西主干航线收入占据半壁江山

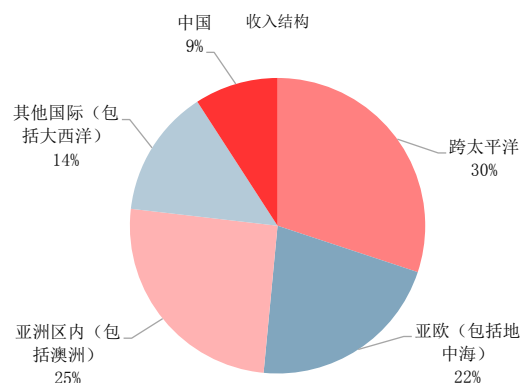
2019 年公司完成集运业务收入 1355 亿元，同比增长 9%（可比口径）。从各航线看，跨太平洋航线与亚欧航线分别占比 30%、22%，合计占比超过 50%，亚洲区域内航线占比四分之一。从货量上看，跨太平洋航线和亚欧航线分别占比 18%、19%，合计占比 37%。公司大力开拓新兴市场 and 区域市场，优化全球航线网络布局。2016 年东西航线运力占比从 58% 下降到 48%，新兴市场运力占比从 12% 提升至 17%。第三国市场和新兴市场的货量增速达到 7.9%、7%，远超整体货量 3% 左右的增速。2019 年公司集运业务营业成本 1230 亿，同比增长 6.3%。从成本结构看，公司货物运输成本占比达 56%，航程成本占比 25%，船舶成本占比 19%。

图表4： 2011-2019 年中远海控收入增长趋势（可比口径）



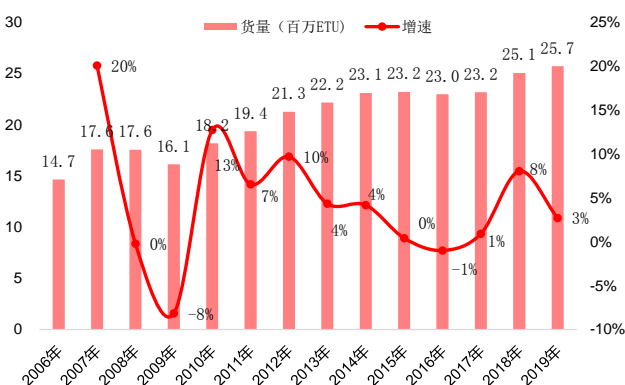
资料来源：公司公告，中信建投

图表5： 2019 年中远海控收入结构



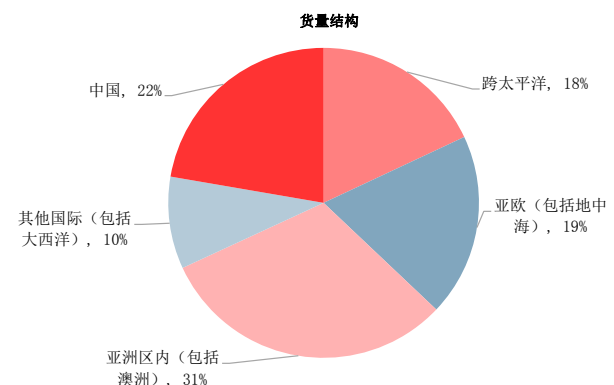
资料来源：公司公告，中信建投

图表6： 2006-2019 年中远海控货量增长趋势（可比口径）



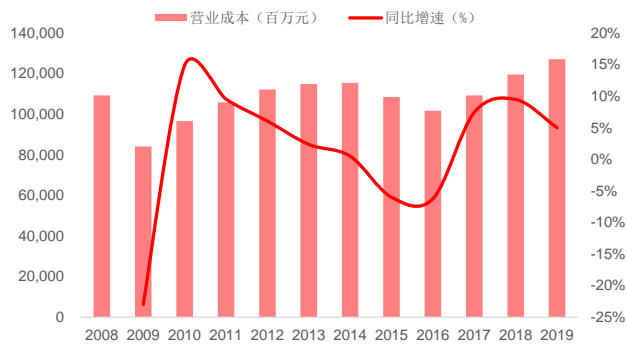
资料来源：公司公告，中信建投

图表7： 2019 年中远海控货量结构



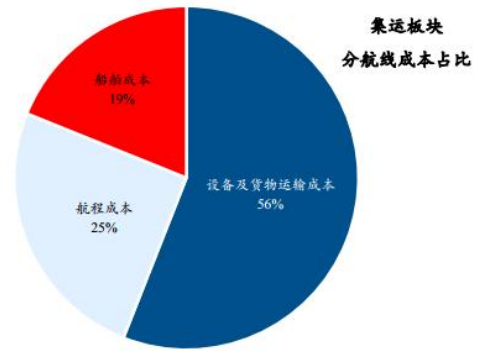
资料来源：公司公告，中信建投

图表8： 2008-2019年中远海控货运量增长趋势（可比口径）



资料来源：公司公告，中信建投

图表9： 2019年集运航线成本构成



资料来源：公司公告，中信建投

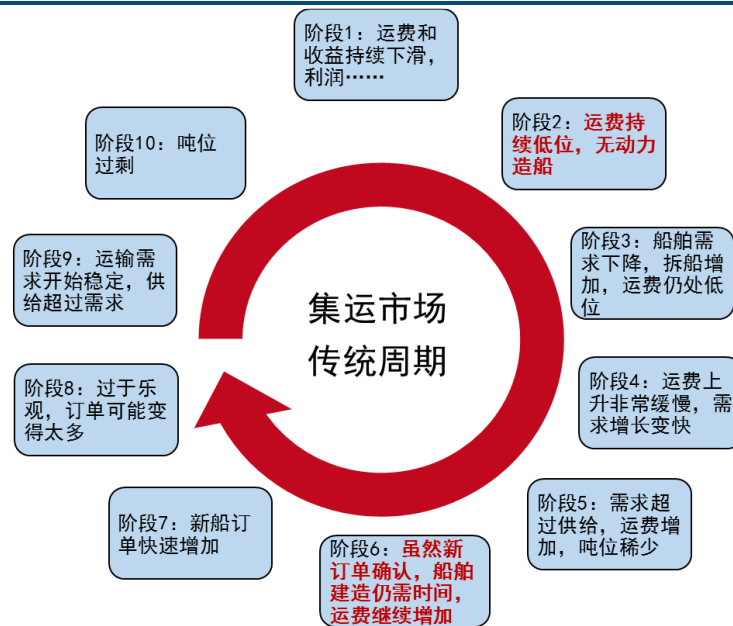
二、集运行业竞争格局优化，运价出现分层

2.1 传统集运周期的钝化

传统的集运周期理论聚焦于供给和需求的动态变化，需求主要受全球经贸形势的影响，而供给一般是滞后于需求存在，因为造船一般都需要一定时间来完成，由此造成的时滞会带来运费的持续改善。在供给和需求的动态变化中，供需持续博弈，周而复始，构成周期。

在周期的底部，运费和收入持续下滑，利润甚至是亏损，而运费并没有改善的趋势，持续低位，企业并没有动力造船，对船舶需求下降，拆船活动增加，但运费仍处低位，随着时间推移，需求增长开始变快，运费开始上升，但非常缓慢，随着需求超过供给，运费增加，吨位并没有增长，但新订单开始显现，由于船舶建造仍需时间，所以运费持续增加，运费的增加使得企业的资产负债表得以修复，利润显现，驱动新订单增加，同时由于对后市的过于乐观，导致订单变得太多，运输需求在快速增长后逐步驱稳，前期新订单随着时间的推移开始释放，供给超过需求，吨位出现过剩，于是回到了运费和收入持续下滑的状态。

图表10： 传统集运周期模型



资料来源：中信建投

传统集运周期理论是建立在行业没有发生结构突变的情况下，也即趋势可以持续延续。但随着集运行业大规模并购重组，特别是在 2014 年-2017 年 3 年间行业进行了 7 次规模较大的重组或兼并，以及 1 次破产重整，行业经营主体数量规模大幅度缩减，部分班轮公司也退出主干航线市场。到目前为止全球性的班轮公司只剩下 8 家。传统集运周期已经有所钝化，特别是运价波动幅度减弱，运价底部中枢上移，在行业遇到突发情况下，行业表现出较高程度的自律性。另外，行业头部公司马士基、中远海控、达飞等开始逐步转向端到端或者门到门的运输服务，将会进一步减弱行业的周期属性。同时，头部公司盈利能力的稳定性也将大大提高。

图表11： 集运行业过去 5 年来的并购重组



资料来源：公司公告，中信建投

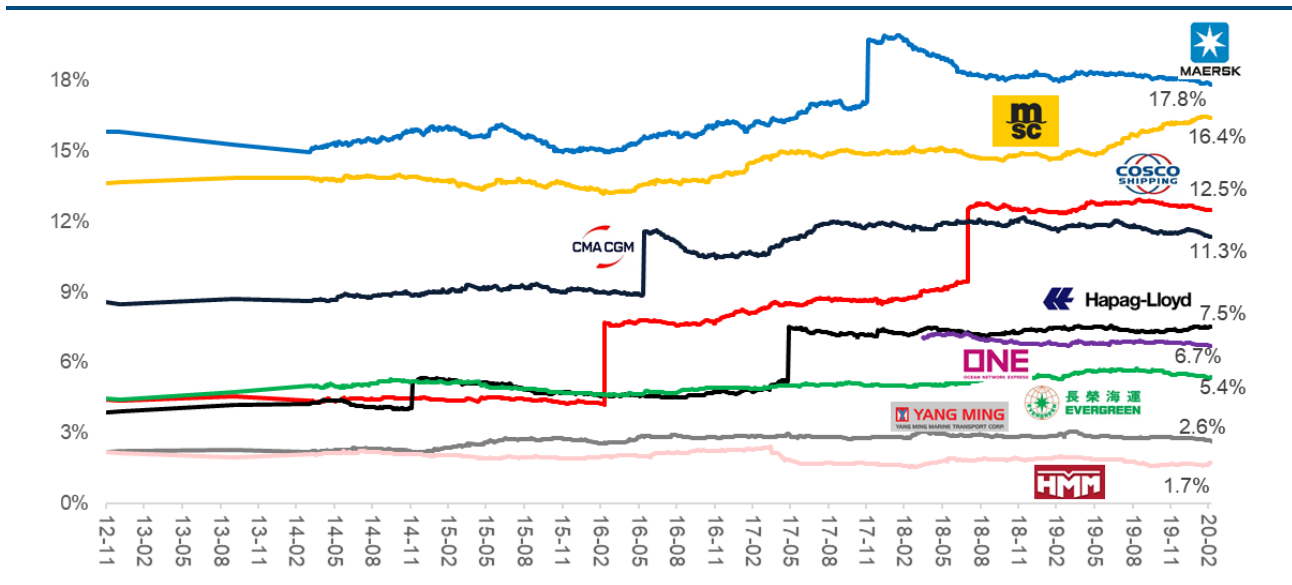
2.2 新结构的进化

我们认为行业的竞争格局、定价策略、船队资产结构、进入壁垒等都发生了重大变化，行业进入一个全新的结构化分层时代。

(1) 头部集中，市场地位分层

前四大班轮公司马士基、地中海、中远海控、达飞分别占全球市场份额的比重为 17.8%、16.4%、12.5%、11.3%，合计占市场份额比重为 58%。头部班轮公司已经逐步拉大了与赫伯罗特、海洋网联、长荣海运等公司的距离。尾部班轮公司已经无力追赶头部班轮公司，市场地位已经出现明显分层。

图表12： 全球主要班轮公司市场份额



资料来源：Wind，中信建投

(2) 强强联手，联盟化运营

全球的主要班轮公司均已加入不同的联盟阵营。马士基、地中海组建 2M 联盟，中远海运、达飞、长荣海运组建海洋联盟，赫伯罗特、海洋网联、阳明海运、现代商船组建 THE 联盟。从班轮公司排序情况来看，头部集中化，强强联手是主要特征。若考虑在手订单后的联盟分布，刚好形成全球排名第一、第二公司，第三至第五公司，第六至第九公司分别构成联盟。联盟实力也出现了分层。

图表13：全球主要班轮公司联盟分布（不考虑手持订单）



资料来源：Alphaliner，中信建投

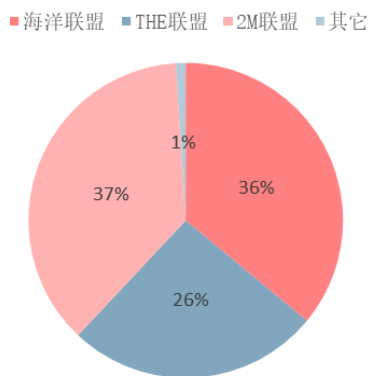
图表14：全球主要班轮公司联盟分布（考虑手持订单）



资料来源：Alphaliner，中信建投

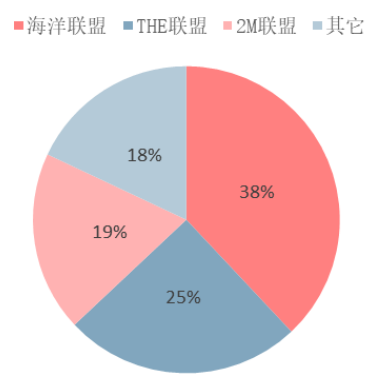
从全球两大主干航线欧线、美线的市场份额来看，三大联盟的市场份额分别为 99%、82%，基本上被三大联盟所控制。从运力份额上来看，海洋联盟已经成为全球第一大班轮公司联盟。海洋联盟在欧线、美线分别领先第二名 10%、13%。

图表15：欧线各联盟市场份额



资料来源：中信建投

图表16：美线各联盟市场份额

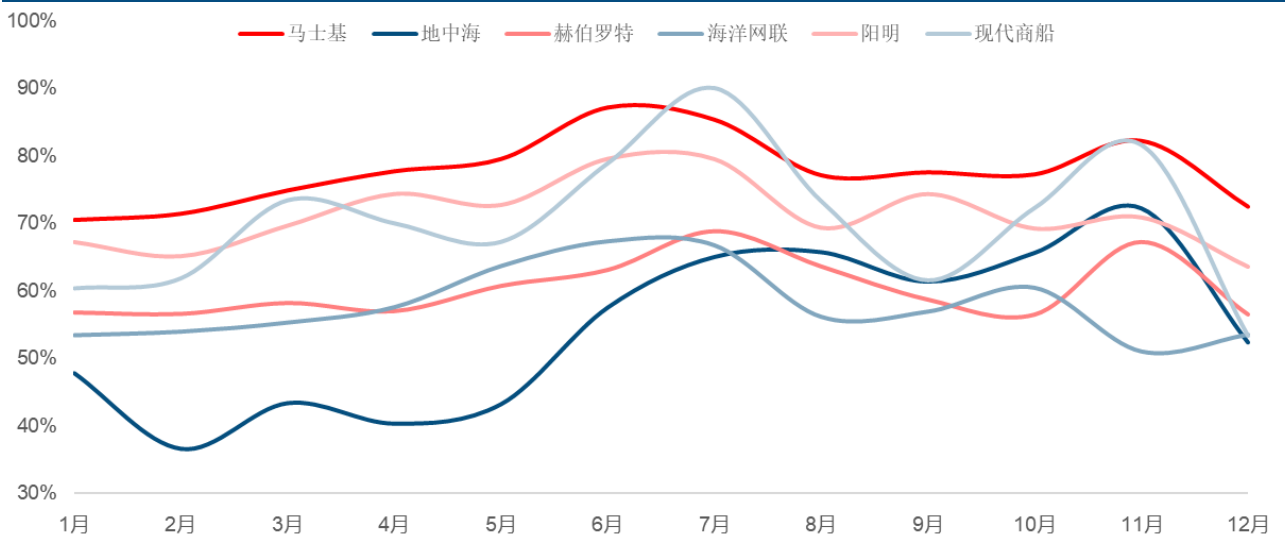


资料来源：中信建投

(3) 竞争格局优化，准班率有明显差异，价格已出现分层

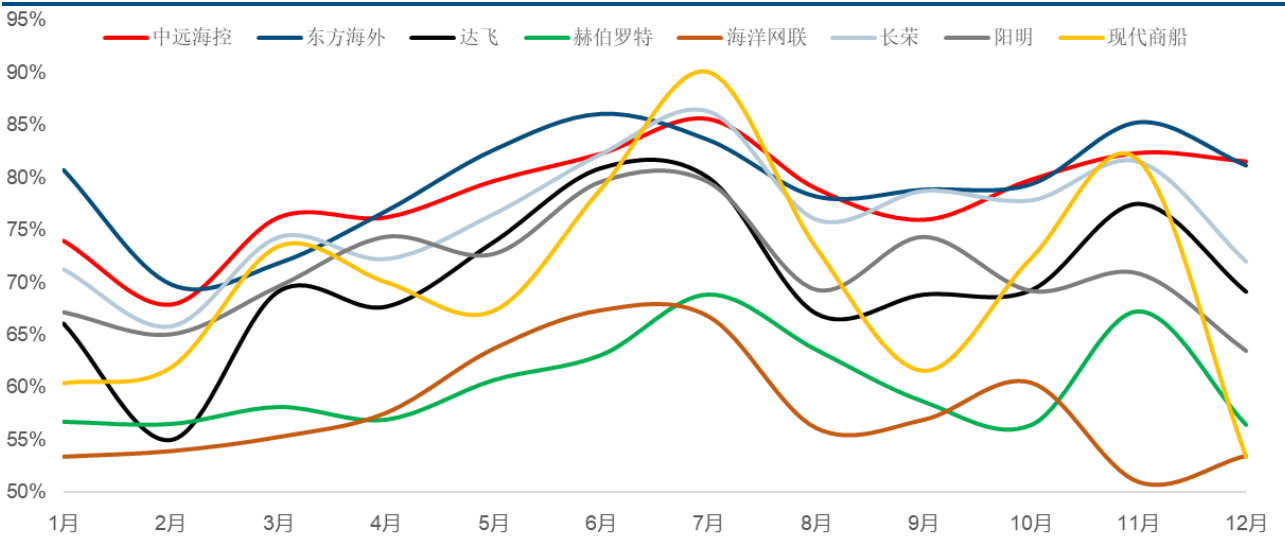
我们认为行业竞争格局优化的标志是产品与服务的价格分层。从班轮公司及联盟综合准班率的数据来看，马士基、中远海控、东方海外的综合准班率要高于其他班轮公司。马士基、中远海控、东方海外平均综合准班率分别为 77.8%、78.4%、79.6%。综合准班率的最直接体现是马士基、中远海控等公司的同航线的价格要高于其他班轮公司如海洋网联、赫伯罗特等 50-100 美金/TEU。从全球三大联盟的准班率来看，2M 联盟、OA 联盟、THE 联盟的平均综合准班率分别为 77.6%、75.5%、58.5%。2M 联盟、OA 联盟要远高于 THE 联盟。

图表17： 2019年1-12月马士基与 THE 联盟班轮公司的准班率比较



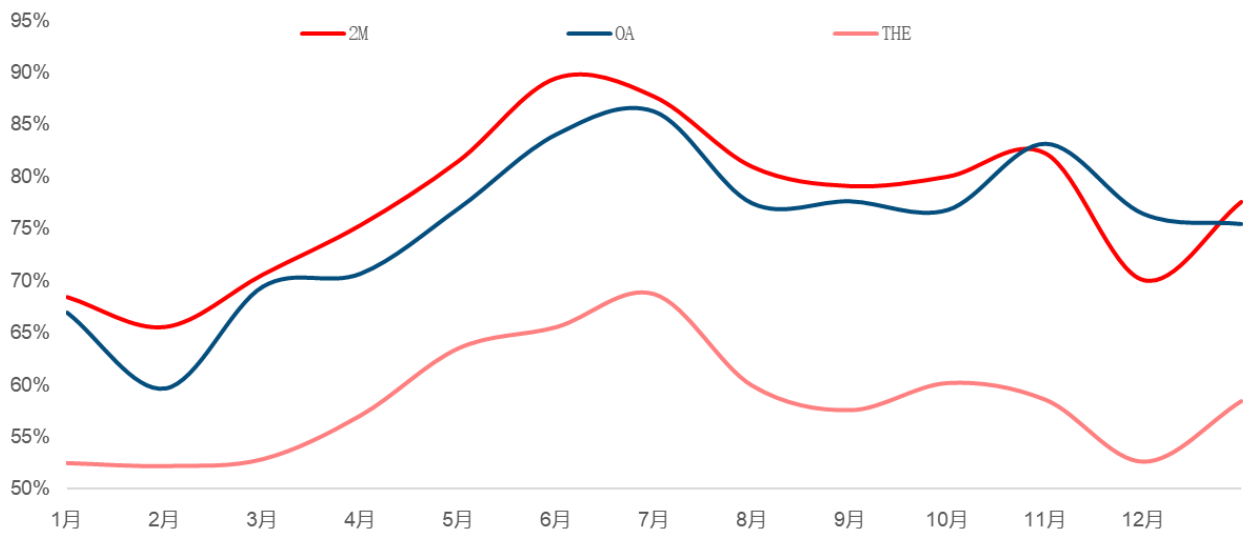
资料来源：上海航运交易所，中信建投

图表18： 2019年1-12月中远海控与 THE 联盟班轮公司的准班率比较



资料来源：上海航运交易所，中信建投

图表19： 2019年1-12月全球班轮公司联盟综合准班率



资料来源：上海航运交易所，中信建投

(4) 主干航线均进入高集中寡占型市场

集运行业在经历了过去的大规模并购重组后，大西洋航线、欧线、美线、非洲航线、拉美航线、澳新航线等均已经进入高集中寡占市场。主要航线的格局得到了大幅度的优化。部分航运公司难以在主干航线上与现有对手竞争，只能收缩战线主营区域性市场。2019年新加坡航运公司太平船务退出亚欧航线市场，2020年又退出美线市场。

图表20： 主要班轮公司各航线市场份额

排名	航商	欧洲-北美	远东-北美	远东-欧洲	中东/南亚次大陆	非洲	拉丁美洲	澳新/大洋洲区域	远东区域内	欧洲区域内
1	马士基	13%	16%	19%	16%	30%	28%	19%	7%	17%
2	地中海	32%	5%	19%	13%	25%	16%	17%	2%	37%
3	中远海运	6%	17%	17%	15%	7%	7%	17%	17%	6%
4	达飞	6%	15%	11%	9%	16%	14%	21%	5%	11%
5	赫伯罗特	25%	5%	10%	8%	2%	12%	6%	1%	5%
6	ONE	10%	14%	10%	2%	3%	6%	4%	4%	0%
7	长荣海运	1%	10%	9%	4%	1%	4%	1%	5%	1%
8	阳明	1%	6%	4%	3%	0%	1%	2%	2%	1%
9	太平船务	0%	1%	0%	2%	7%	2%	4%	1%	0%
10	现代商船	0%	3%	0%	5%	0%	0%	1%	2%	0%
CR4		57%	52%	66%	53%	78%	66%	74%	32%	70%
CR8		95%	88%	100%	70%	83%	88%	87%	43%	77%
市场结构		高集中寡占型	高集中寡占型	高集中寡占型	中集中寡占型	高集中寡占型	高集中寡占型	高集中寡占型	低集中寡占型	中集中寡占型

资料来源：Alphaliner，中信建投

(5) 行业、联盟进入壁垒大幅抬升

全球班轮公司的市场份额已经大幅拉开，第二名地中海与第三名中远海运的份额差距为3.9%，第四名达飞与第五名赫伯罗特的差距拉大到3.8%。行业连续多年的不景气使得后面的班轮公司无力追赶头部公司。若尾部班轮公司重新进入欧线、美线两大主干航线，按照每周一班航线配置，欧线需要配置10×20000TEU，美线需要配置5×8000TEU-14000TEU，按照目前船舶造价来看，20000TEU造价在1.46亿美金，14000TEU造价为1.1

亿美金，8000TEU 造价为 0.9 亿美金，因此若在欧线配置一组航线新增投资需要 14.6 亿美金，美线配置一组航线需要 4.5-5.5 亿美金，若同时进军两大主干航线或者加大主干航线的密度则至少需要 20 亿美金。

另外，头部联盟的合作期限均在 10 年以上，联盟的选择标准也更加严苛。头部联盟不仅考虑现有航线的匹配度，主要是主干航线，因此可供结盟的班轮公司数量已经大幅减少，同时还要考虑航线配置船型的规模，是否可供组建成组化航线。更为重要的是对班轮公司的持续经营能力也有了更高的要求，头部班轮公司愈发担忧尾部班轮公司的财务状况，因此在联盟策略上开始弱化与尾部班轮公司的合作。

（6）行业龙头马士基战略转变，重新定义行业：像运输包裹一样运输集装箱

2017 年以后马士基调整自身战略，提出新的愿景，意在成为全球集装箱物流的整合者，连接和简化客户的供应链。**全球：**客户、同事、客户是全球的；**整合者：**利用交付网络中的关键资产和整合价值链中的数据流完成端到端的服务，**集装箱航运：**全球供应链的一部分，全球具有领先地位，也是马士基集团未来的发展基础；**物流：**根据客户的需求，发展成为一个集航运、港口和物流的公司需要一揽子的产品组合和方案。**连接：**利用数据和高级分析技术增强可视化和控制力，连接供应链中的各个环节，**简化：**利用新技术和数据简化复杂供应链，**客户：**主要解决客户的供应链服务。

2019 年马士基推出全新在线产品 MaerskSpot，新的在线产品完全实现数字化订舱，客户以固定价格支付运费，并在订舱的同时获得舱位保证。MaerskSpot 简化了客户的订舱体验。从线下运费表、条款以及附加费等 13 个单独的步骤精简为 5 个简单的步骤。

众多头部班轮公司也均开始推进数字化并延伸自身端到端服务，集运行业的周期性和波动性会被服务的延伸与增值对冲，行业服务重点开始从单一价格转变为价值创造。

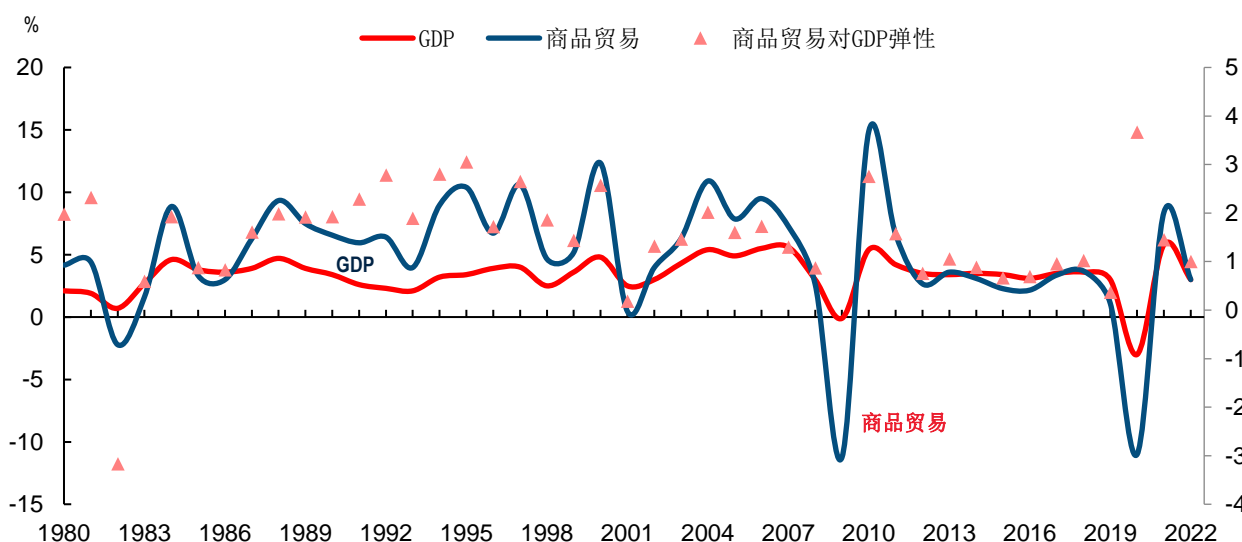
三、新冠疫情影响全球经济将逐步解冻，十二年供给大周期加速终结

3.1 疫情影响全球经济将逐步解冻

2020 年年初新冠疫情爆发，全球经济瞬间进入冰点，主要经济体之间的贸易受到极大负面影响，班轮公司不得不采用停航等措施应对需求端的骤降。世界货币基金组织（IMF）预测预计 2020 年全球经济将萎缩 3%，为上世纪 30 年代大萧条以来最糟经济衰退。世界贸易量在 2018 年增长 3.8%，2019 年增长 0.9% 之后，将在 2020 年萎缩 11.0%。预计到 2021 年，贸易量会反弹 8.4%，但此次贸易萎缩可能会从 2019 年底持续至 2021 年底。世贸组织 2020 年 4 月发布《全球贸易数据与展望》报告。报告显示，由于新冠肺炎大流行，预计 2020 年全球商品贸易将下降 13%-32%，2021 年或将复苏。有别于市场的认知，WTO 的商品贸易下降 13-32%，其统计指标是商品总额，包含了全球商品（全球商品除了制成品以外包含了大宗商品）量与价格因素。特别是由于原油价格的暴跌拖累整体商品总额。但集运业更重要的指标是全球的贸易货量，并非贸易额，因此市场需要重新审视该指标。

从历史上来看，集装箱海运贸易需求与全球商品贸易趋势一致，也与全球 GDP 趋势一致。金融危机之前贸易对 GDP 乘数在 1.6 倍，而在金融危机后贸易乘数下降到 1 倍以内。受中美贸易战影响，全球经济增长对贸易乘数带动边际减弱，在全球贸易未寻找到再平衡，贸易仍将维持现行状态。我们一直维持全球贸易并不会停滞观点，部分国家通过关税等手段欲寻求新的贸易均衡，短期对贸易存在负面压力，本质上并不是限制贸易，在新的贸易均衡点达成后，全球贸易仍将在一个新的框架内增长。

图表21：全球经济增长与商品贸易的弹性

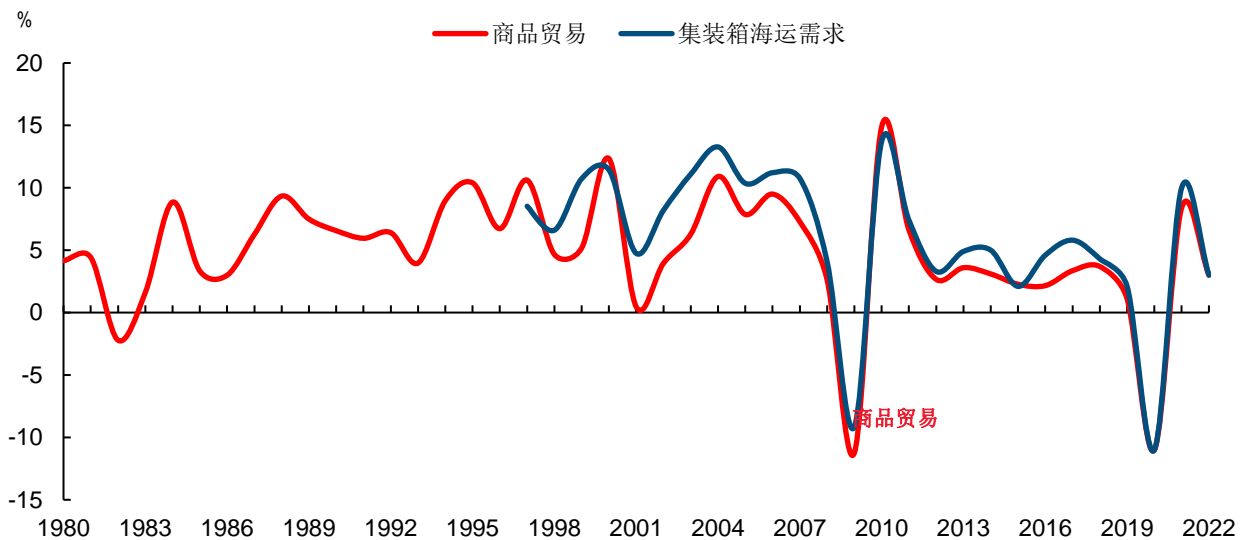


资料来源：IMF, Clarksons, 中信建投

集装箱海运需求历史上看是远高于贸易增速，乘数效应在 2 倍附近，金融危机之后，乘数效应下降至 1 倍附近，甚至在部分时段低于 1 倍。集装箱海运需求在未达成新的均衡点之前或将维持在 1 倍附近。虽然需求增长乏力，但行业的运价并未出现大幅下跌。特别是此次新冠疫情全球爆发，行业运价仍维持在盈亏平衡点附近。主干航线中欧线运价维持在 750-850 美元/TEU，美西航线维持在 1500 美元/FEU。主要原因在于：（1）行业的

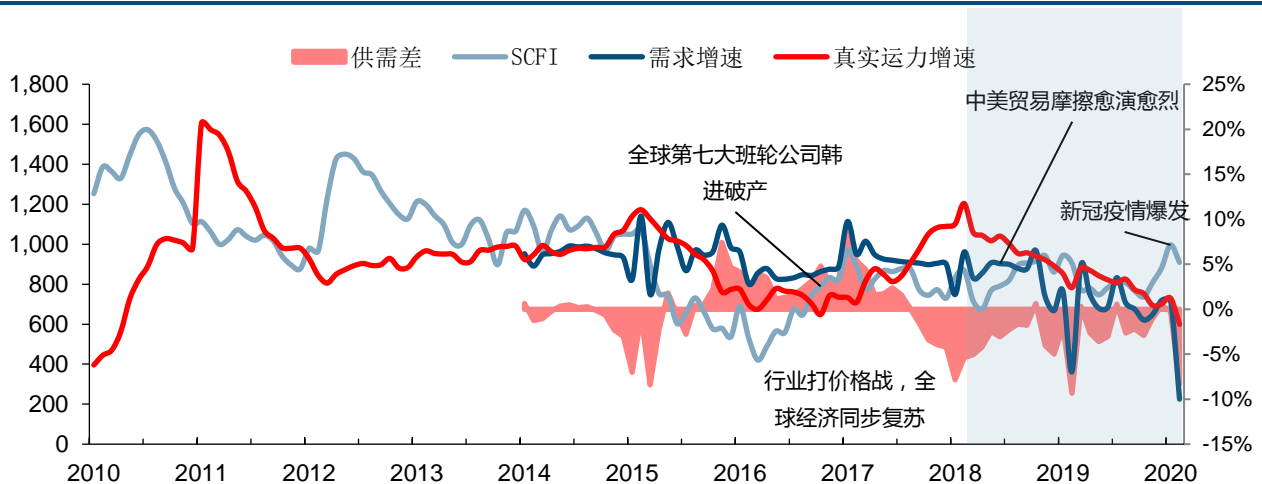
竞争结构出现明显优化，行业自律性大大提高，闲置运力创下历史高点，占总运力比重达 10%（2）联盟化运营后，行业对运力的管控性增强，停航运力大幅上升（3）新冠疫情影响下，需求的价格弹性不敏感，即便是大幅度下调运价，货量也并不会会有大幅增长。

图表22： 1980-2022 年全球商品贸易和集装箱海运需求增速



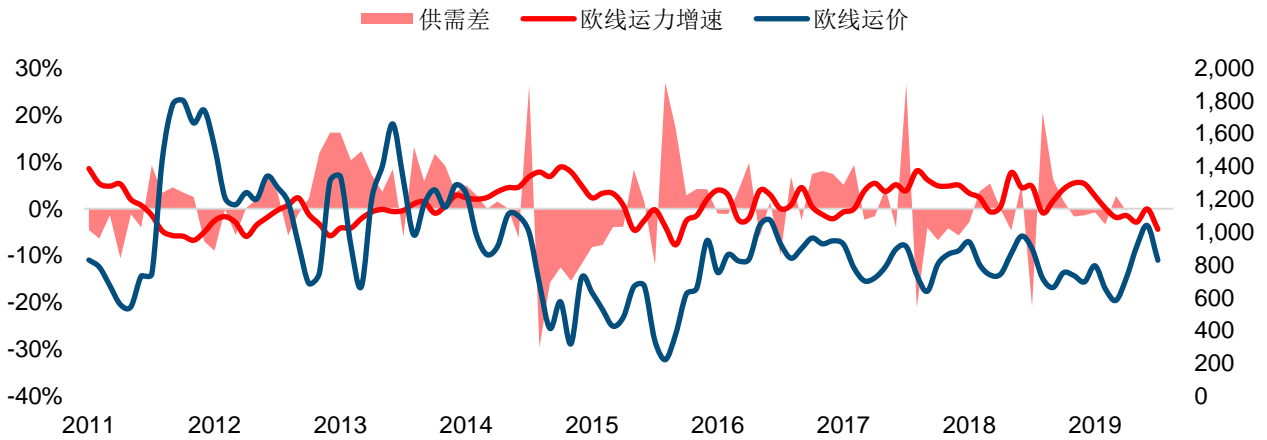
资料来源: IMF, Clarksons, 中信建投

图表23： 全球集运供需平衡及运价走势



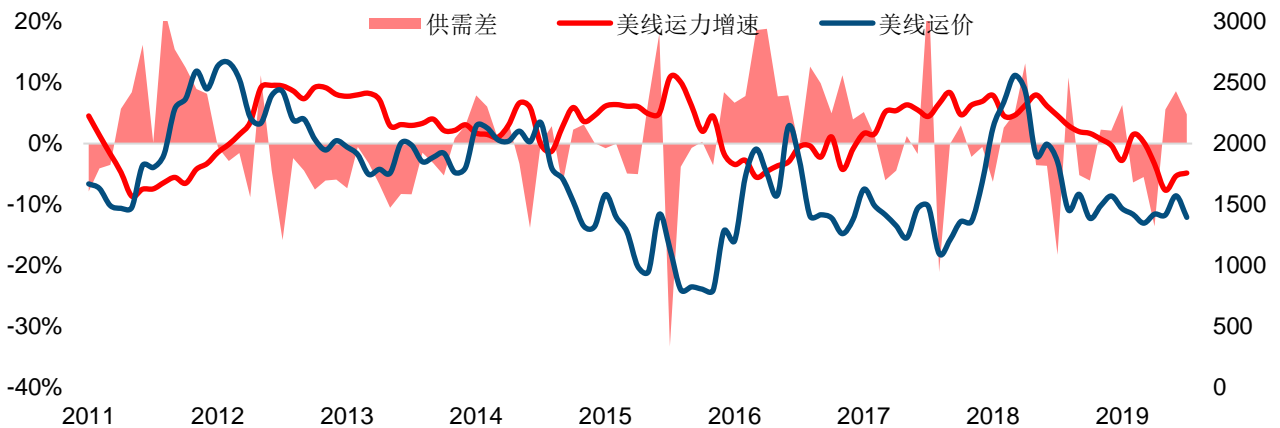
资料来源: CTS, Clarksons, 上海航运交易所, 中信建投

图表24： 欧线供需平衡表（运价单位：美元/TEU）



资料来源: Alphaliner, Clarksons, 上海航运交易所, 中信建投

图表25： 泛太平洋航线（美线）供需平衡分析（运价单位：美元/FEU）

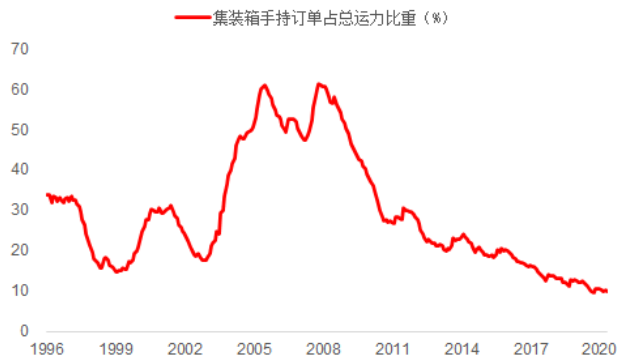


资料来源: Alphaliner, Clarksons, 上海航运交易所, 中信建投

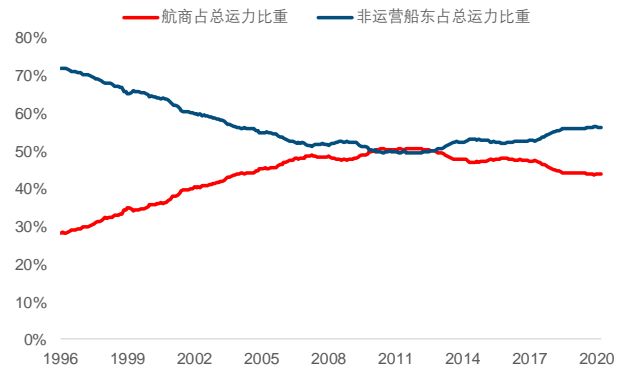
3.2 十二年供给大周期加速终结

从另一个角度看，新冠疫情有助于加速行业出清。一方面新冠疫情降低了主要航商的财务绩效，航商新订单意愿大幅降低；2020 年年初德国航运巨头赫伯罗特已停止了 6 艘超大型集装箱船新造船的招标工作。同时，非运营船东特别是融资租赁公司等也必须考虑未来船东的还本付息能力，行业新增供给受到抑制。当前形势，大量停航运力产生，若疫情持续时间加长，航商将会出现大面积退租，对融资租赁公司形成较大压力。目前非运营船东占总运力的比重达 56%，占据半壁江山。

从目前手持订单占总运力比重看，现有手持订单运力占总运力比重为 10% 左右，处于历史底部区域，未来 3 年新增运力规模有限。

图表26： 集装箱手持订单占总运力比重


资料来源: Alphaliner, 中信建投

图表27： 非运营船东占总运力比重走势


资料来源: Alphaliner, 中信建投

3.3 双重拐点将至，集运供需有望实现中长期再平衡

2018年5月份中美贸易战打响，全球贸易蒙上阴影，集运市场也受到负面冲击，2019年美线东行货量下滑1.3%，西行货量增长1.1%，中国至美国货量下滑9.6%，美国至中国下滑14.2%。虽然中美集运货量受到明显影响，但整体货量未有预期中的那么差。随着中美贸易战、新冠疫情等大利空负面因素逐步褪去，集运需求有望出现持续修复。在供给端，新冠疫情影响下航商停航运力大比例增加，势必会重新考虑租赁运力的计划，供给端集运的运力有望进一步收缩。危机下行业竞争格局拐点已现，供需拐点、服务价值拐点将至，集运供需有望实现中长期再平衡。

图表28： 全球集装箱海运市场供需平衡表

预测机构		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020 (f)	2021 (f)
Clarksons	需求增速	7.4%	3.3%	4.9%	5.0%	2.1%	4.6%	5.8%	4.3%	1.9%	-11%	10%
	供给增速	7.9%	6.0%	5.6%	6.7%	7.9%	1.2%	3.8%	5.6%	4.0%	2.2%	3.0%
	供需差	-0.5%	-2.7%	-0.7%	-1.6%	-5.8%	3.4%	2.0%	-1.3%	-2.1%	-13.2%	7%
Drewry	需求增速	8.3%	4.6%	3.5%	5.0%	1.4%	3.0%	6.2%	4.7%	2.3%	-3.0%	5.5%
	供给增速	8.7%	4.3%	3.0%	5.8%	8.0%	1.4%	3.8%	5.5%	4.0%	2.1%	3.8%
	供需差	-0.4%	0.3%	0.5%	-0.8%	-6.6%	1.6%	2.3%	-0.8%	-1.7%	-5.1%	1.7%
Alphaliner	需求增速	8.3%	4.7%	3.7%	5.1%	1.4%	2.8%	6.7%	5.2%	2.5%	-7.3%	4.2%
	供给增速	7.9%	6.0%	5.9%	6.3%	8.6%	1.8%	3.7%	5.8%	4.0%	2.9%	2.8%
	供需差	0.4%	-1.3%	-2.2%	-1.2%	-7.2%	1.0%	3.0%	-0.6%	-1.5%	-10.2%	1.4%

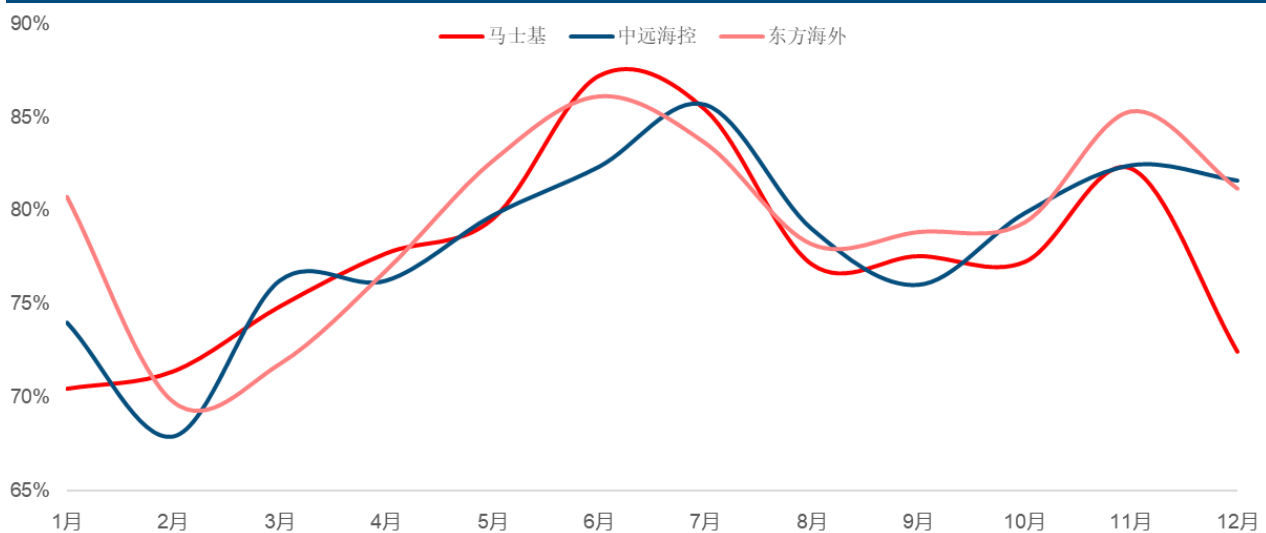
资料来源: Clarkson, Drewry, Alphaliner, 中信建投

四、打造世界一流的集装箱航运综合服务商

4.1 合并重组后市场份额大幅提升，服务品质跻身行业前列

海洋联盟 2020 年继续推出覆盖更广、品质更优、交货更快、服务更稳的航线产品（DAY4 产品）。海洋联盟 2020 年的航线产品合计 39 条航线服务（包括 1 条联盟外大西洋航线），分别为：7 条亚洲往返西北欧航线、4 条亚洲往返地中海航线、19 条跨太平洋航线，包含 12 条美西航线、7 条美东及美湾航线、3 条跨大西洋航线、4 条远东往返波斯湾航线、2 条远东往返红海航线。2019 年 4 月初，公司所在的海洋联盟顺利上线“DAY3”航线产品，涉及联盟 39 条航线、322 艘船舶、382 万标准箱运力，航线网络和服务的规模、覆盖面均为行业领先，为客户提供了稳定、可靠的服务和具有竞争力的产品，联盟的合作期限已延长至 2027 年。从前述海洋联盟的准班率即可看出。从与行业龙头马士基的准班率情况比较，中远海控的双品牌战略取得明显成效，服务品质跻身行业前列。

图表29： 2019 年中远海控及东方海外的综合准班率与行业龙头马士基对比



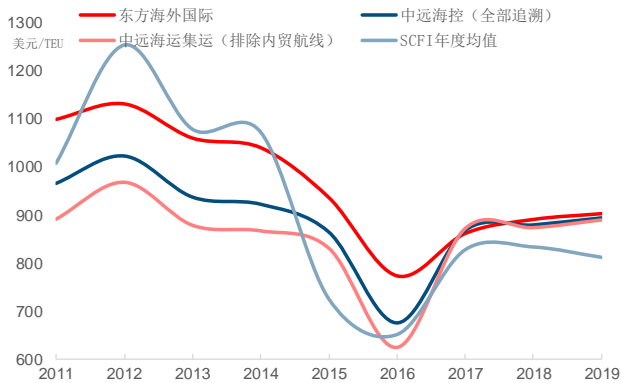
资料来源：上海航运交易所，中信建投

4.2 协同效应成效显著，端到端业务重塑估值

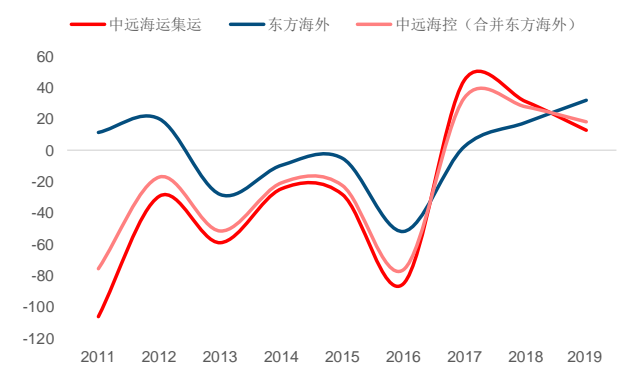
我们追溯了中远集运、中海集运、东方海外历史的经营数据，研究发现 2016 年为中远集运与中海集运简单的 1+1 并不能跑赢行业，在 2016 年合并后，两家公司跑赢行业，在整合东方海外后，中远海控进一步拉大了与行业差距，显示合并重组有效提升了公司的经营效果。2016 年以后公司单箱毛利转正。2019 年公司单箱收入为 764 美元/TEU（含内贸），单箱成本为 746 美元/TEU，单箱毛利为 18 美元/TEU。

如前所述，马士基等头部公司均在发展端到端业务。端到端业务是集运业平抑经营风险、拓宽利润渠道、构建高质量服务的重要手段，也是为客户创造价值的有效途径。2019 年，中远海运集运成功实施以特斯拉运输项目为代表的全球物流解决方案，标志着公司全程服务能力迈出新步伐。2019 年公司新开中欧班列 26 条，共开行 34 条，发运 719 列，总箱量同比增长 173%；中欧陆海快线共发运 1,365 列，完成箱运量同比增长 64.3%。同时，公司可依托中远海运港口在全球的码头布局进一步建立“最后一公里网络”。端到端业务的快速拓展势必

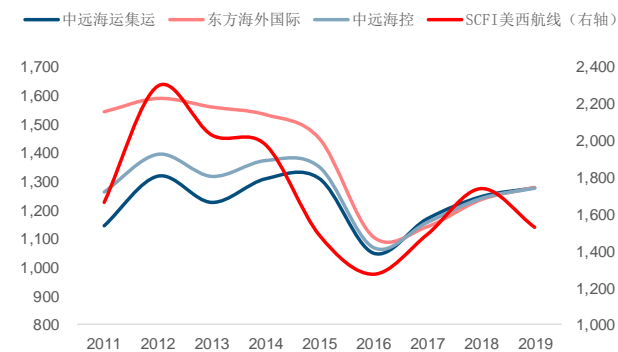
会重塑公司估值，头部公司的估值将逐步从海运股的估值体系向物流股的估值体系转变。

图表30： 2011-2019 年公司单箱收入趋势（可比口径）


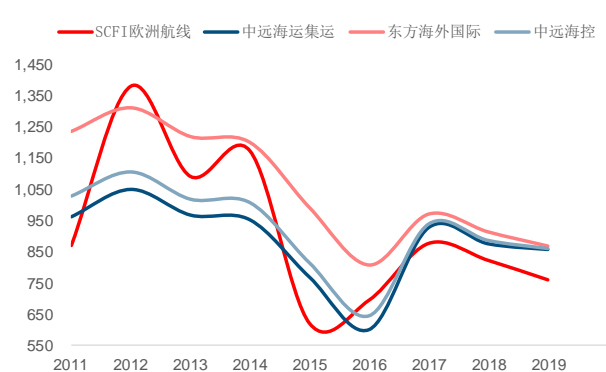
资料来源：公司公告，中信建投

图表31： 2011-2019 年公司单箱毛利趋势（可比口径）


资料来源：公司公告，中信建投

图表32： 2011-2019 年公司美线单箱收入趋势（可比口径）


资料来源：公司公告，中信建投

图表33： 2011-2019 年公司欧线单箱收入趋势（可比口径）


资料来源：公司公告，中信建投

4.2 港航联动效果显著，增持中远海运港口增厚公司业绩

在港口业务方面，中远海运港口按照既定的五年战略规划推进“全球化码头布局，发挥与母公司船队及海洋联盟协同效益，强化港口及码头业务的管理及提升效率”三大战略，中远海运港口投资的国内优质码头资源贡献稳定业绩，海外码头利润贡献度净利润近年来维持在 23 亿元。由于港口业务的业绩稳定，公司持续增持中远海运港口。中远海运港口已于 2020 年 4 月签署出售江苏长江石油化工有限公司 30.40% 权益的协议，作价为约人民币 2.50 亿元。同时也计划在 2020 年出售太仓国际集装箱码头有限公司的 39.04% 权益。根据 Wind 一致预期，中远海运港口 2020/2021/2022 收入分别为 77 亿、82 亿、83 亿，同比增长 5.5%、7%、0.5%，净利润分别为 22 亿、23 亿、27 亿，分别增长 2.6%、3.8%、14%。

图表34： 中远海运港口全球码头分布

截至2019年12月31日，中远海运港口在全球36个港口营运及管理290个泊位，其中197个为集装箱泊位，年处理能力达1.13亿标准箱。



资料来源：公司公告，中信建投

图表35： 中远海运港口盈利预测

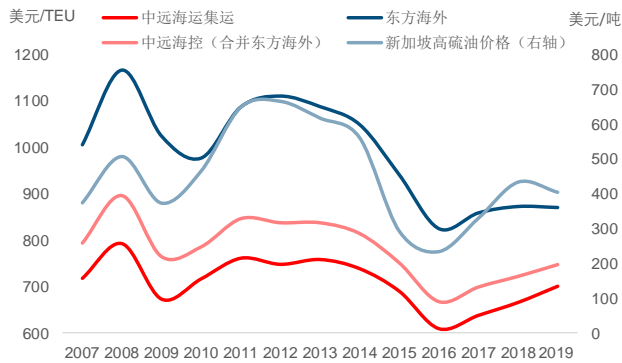
关键指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万)	7,081.28	7,274.59	7,678.14	8,209.05	8,246.80
增长率(%)	57.61	2.73	5.55	6.91	0.46
归母净利润(百万)	2,297.66	2,180.39	2,237.36	2,323.77	2,654.55
增长率(%)	-36.66	-5.10	2.61	3.86	14.23
EPS(稀释)	0.75	0.70	0.71	0.73	0.84
ROE(摊薄)(%)	6.28	6.17	6.10	6.03	6.80
ROA(%)	5.72	5.01	2.80	2.87	3.40
PE	9.43	8.41	5.25	5.06	4.43

资料来源：Wind 一致预测，中信建投

4.3 船用燃油价格暴跌，公司业绩有望改善

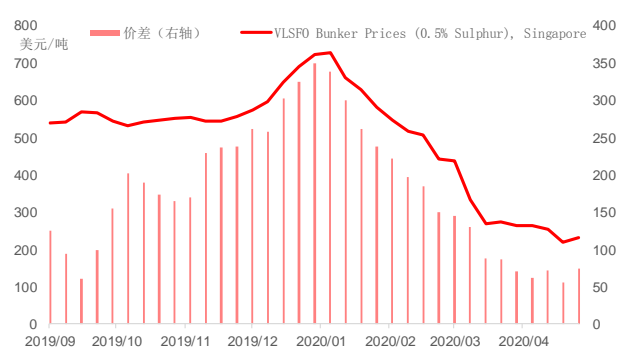
从过往趋势看，公司单箱成本变化趋势主要与燃油成本相关。中远海运集运单箱燃油成本比重占公司比重为18.5%，东方海外单箱燃油成本占比为13.9%。由于船用燃料油价格暴跌，高低硫油价差明显收窄，船公司燃油成本有望大幅度下降，公司盈利有望改善。

图表36： 公司单箱成本变化趋势



资料来源：公司公告，中信建投

图表37： 新加坡低硫油价格走势与高硫油价差



资料来源：Wind，中信建投

五、盈利预测

我们预测中远海运集运 2020/2021/2022 货量分别为 1780 万、1905 万、1995 万 TEU，增速为-5.2%、7%、4.7%，航线收入分别为 881 亿、979 亿、1048 亿元，增速为-4.5%、11%、7%。

图表38： 中远海运集运航线货量与单箱收入预测

中远海运集运		2019	2020E	2021E	2022E
1	跨太平洋	23452	19850	21885	23668
	增长率	-0.6%	-15.4%	10.3%	8.2%
	单箱收入（元/TEU）	8784	8081	8485	8909
	增长率	6.7%	-8.0%	5.0%	5.0%
	运量（百万）	2.67	2.46	2.58	2.66
	增长率	-9.0%	-8.0%	5.0%	3.0%
2	亚欧（包括地中海）	20543	19678	21484	23235
	增长率	11.9%	-4.2%	9.2%	8.2%
	单箱收入（元/TEU）	5896	6073	6255	6443
	增长率	1.9%	3.0%	3.0%	3.0%
	运量（百万）	3.48	3.24	3.43	3.61
	增长率	10.0%	-7.0%	6.0%	5.0%
3	亚洲区内（包括澳洲）	20967	22244	25225	26751
	增长率	13.1%	6.1%	13.4%	6.1%
	单箱收入（元/TEU）	4280	4408	4629	4675
	增长率	9.6%	3.0%	5.0%	1.0%
	运量（百万）	4.90	5.05	5.45	5.72
	增长率	3.2%	3.0%	8.0%	5.0%
4	其他国际（包括大西洋）	14920	14882	16249	17232
	增长率	20.4%	-0.3%	9.2%	6.1%
	单箱收入（元/TEU）	7476	7850	8086	8166
	增长率	10.6%	5.0%	3.0%	1.0%
	运量（百万）	2.00	1.90	2.01	2.11
	增长率	8.9%	-5.0%	6.0%	5.0%
5	中国	12394	11489	13029	13954
	增长率	4.6%	-7.3%	13.4%	7.1%
	单箱收入（元/TEU）	2161	2226	2337	2384
	增长率	4.9%	3.0%	5.0%	2.0%
	运量（百万）	5.74	5.16	5.58	5.85
	增长率	-0.2%	-10.0%	8.0%	5.0%
6	合计	92276	88144	97871	104840
	增长率	8.9%	-4.5%	11.0%	7.1%

资料来源：公司公告，中信建投

我们预测东方海外 2020/2021/2022 货量分别为 651 万、695 万、726 万 TEU，增速为-6.4%、6.8%、4.5%，航线收入分别为 389 亿、430 亿、460 亿元，增速为-10%、11%、7%。

图表39： 东方海外航线货量与单箱收入预测

航线	2019	2020E	2021E	2022E
1 跨太平洋	17315	14655	16157	17474
增长率	7.3%	-15.4%	10.3%	8.1%
单箱收入（元/TEU）	8803	8099	8504	8929
增长率	7.7%	-8.0%	5.0%	5.0%
运量（百万）	1.97	1.81	1.90	1.96
增长率	-0.4%	-8.0%	5.0%	3.0%
2 亚欧（包括地中海）	8495	8138	8885	9516
增长率	8.1%	-4.2%	9.2%	7.1%
单箱收入（元/TEU）	5970	6149	6333	6460
增长率	2.0%	3.0%	3.0%	2.0%
运量（百万）	1.42	1.32	1.40	1.47
增长率	9.3%	-7.0%	6.0%	5.0%
3 大西洋航线	4086	3990	4524	4798
增长率	20.1%	-2.4%	13.4%	6.1%
单箱收入（元/TEU）	8553	8981	9430	9524
增长率	7.0%	5.0%	5.0%	1.0%
运量（百万）	0.48	0.44	0.48	0.50
增长率	12.0%	-7.0%	8.0%	5.0%
4 亚洲区内（包括澳洲）	13346	12071	13428	14240
增长率	10.5%	-9.6%	11.2%	6.1%
单箱收入（元/TEU）	3997	4117	4240	4283
增长率	-0.9%	3.0%	3.0%	1.0%
运量（百万）	3.09	2.93	3.17	3.33
增长率	3.1%	-5.0%	8.0%	5.0%
5 航线收入合计	43242	38853	42994	46028
增长率	9.5%	-10.1%	10.7%	7.1%

资料来源：公司公告，中信建投

若其他因素不变，公司平均运价增加 100 元/TEU，公司净利润增厚 11.3 亿元，若公司单位燃油成本上涨 100 元/TEU，公司净利润减少 12.4 亿元。

当前时点处于周期左侧，预测公司 2020/2021/2022 营业收入分别为 1422 亿元、1566 亿元、1671 亿元、增速分别为-5.9%、10%、6.7%，净利润分别为 19.3 亿元、34.7 亿元、55.3 亿元，对应 PE21/11.7/7.4 倍，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

六、投资评价和建议

(1) 从短期看，新冠疫情影响导致全球经济贸易展望负面，2020年供需格局短期承压，行业底部已现

(2) 中长期看，新冠疫情加速行业供给出清，十二年供给大周期终结，供需差将从2020年的-13%拉大到2021年的7%

(3) 集运行业竞争结构出现明显优化，行业自律性大大提高，需求不景气情况下，闲置运力创下历史高点，占总运力比重达10%，SCFI一季度同比上涨8.5%、二季度截至5月10日同比上涨10.4%

(4) 头部集中，市场地位与价格分层。马士基、中远海控等公司同航线的价格要高于其他班轮公司如海洋网联、赫伯罗特等50-100美金/TEU

(5) 行业服务重点开始从单一价格转变为价值创造。头部班轮公司均开始推进数字化并延伸自身端到端服务，集运行业的周期性和波动性有望被服务的延伸与增值对冲。

当前时点处于周期左侧，预测公司2020/2021/2022营业收入分别为1422亿元、1566亿元、1671亿元、增速分别为-5.9%、10%、6.7%，净利润分别为19.3亿元、34.7亿元、55.3亿元，对应PE21/11.7/7.4倍，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

七、风险分析

(1) 新冠疫情扩大风险 (2) 低硫油合规、碳排合规、新船折旧及利息、保险及人工等多方面的因素导致成本上升

八、报表预测

资产负债表（百万元）

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	60304	72302	56598	57511	32343
现金	33995	50330	37054	34178	10599
应收票据及应收账款合计	9008	8831	9394	10119	10510
其他应收款	2608	2854	2198	3284	2657
预付账款	2443	2266	2866	2407	3194
存货	4101	4054	2855	5017	3175
其他流动资产	8149	3967	2230	2505	2209
非流动资产	167839	189922	162232	164744	170563
长期投资	28877	30763	35928	40502	45077
固定资产	109463	101112	101559	98833	100706
无形资产	7958	7376	8045	8879	9938
其他非流动资产	21541	50672	16700	16529	14842
资产总计	228144	262224	218830	222255	202906
流动负债	88779	70428	71673	83633	73654
短期借款	48221	14752	24637	29203	22864
应付票据及应付账款合计	20097	21802	21674	23071	23501
其他流动负债	20462	33873	25362	31359	27289
非流动负债	83012	122671	96103	83951	68821
长期借款	47052	79503	64410	47010	31554
其他非流动负债	35960	43168	31693	36940	37267
负债合计	171791	193099	167776	167583	142475
少数股东权益	33467	33766	34696	37300	41361
股本	10216	12260	12260	12260	12260
资本公积	28216	33399	33399	33399	33399
留存收益	-14424	-9423	-6562	-485	9105
归属母公司股东权益	22886	35360	16358	17372	19071
负债和股东权益	228144	262224	218830	222255	202906

现金流量表（百万元）

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	8131	21202	5289	18024	13204
净利润	3026	10350	2861	6077	9591
折旧摊销	4216	5367	4804	5003	5218
财务费用	2967	5015	4750	4527	3890
投资损失	-2235	-9978	-1721	-1993	-2071
经营性应收项目的减少	-4658	-13	-1163	-266	-1177
经营性应付项目的增加	6589	3559	-4539	6765	-3939
其他经营现金流	4814	10462	-4242	4676	-2246
投资活动现金流	-39344	4397	-10367	-5322	-8673
资本支出	19888	11083	28858	-1032	-8515
长期投资	-202	663	-5165	-4881	-4574
其他投资现金流	-19658	16143	13326	-11235	-21763
筹资活动现金流	37567	-9538	-8198	-15578	-28110
短期借款	37281	-33469	9885	4566	-6339
长期借款	17014	32452	-15093	-17400	-15456
普通股增加	0	2043	0	0	0
资本公积增加	497	5183	0	0	0
其他筹资现金流	-17225	-15748	-2990	-2744	-6315
现金净增加额	7099	16927	-13276	-2875	-23579

资料来源：公司公告，中信建投

利润表（百万元）

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	120830	151057	142209	156551	167060
营业成本	110605	134830	126540	136567	142519
营业税金及附加	231	226	249	273	288
销售费用	61	68	88	84	88
管理费用	6833	9766	8817	9393	10024
研发费用	20	277	71	98	130
财务费用	2967	5015	4750	4527	3890
资产减值损失	2	-3	6	2	2
公允价值变动收益	-77	299	59	70	88
其他收益	706	896	383	460	552
投资净收益	2235	9978	1721	1993	2071
营业利润	3045	12062	3885	8169	12878
营业外收入	840	45	45	45	45
营业外支出	39	180	115	112	136
利润总额	3845	11927	3814	8103	12787
所得税	819	1577	954	2026	3197
净利润	3026	10350	2861	6077	9591
少数股东损益	1796	3586	930	2604	4061
归属母公司净利润	1230	6764	1931	3473	5530
EBITDA	11328	20025	9813	14502	19389
EPS（元）	0.12	0.55	0.16	0.28	0.45

主要财务比率

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	33.6	25.0	-5.9	10.1	6.7
营业利润(%)	-38.6	296.2	-68.1	108.7	56.6
归属于母公司净利润(%)	-53.8	449.9	-71.7	78.5	58.2
获利能力					
毛利率(%)	8.5	10.7	11.0	12.8	14.7
净利率(%)	1.0	4.5	1.3	2.2	3.2
ROE(%)	5.4	15.0	3.9	7.7	10.7
ROIC(%)	7.6	19.5	5.1	10.2	13.6
偿债能力					
资产负债率(%)	75.3	73.6	76.8	75.9	71.4
净负债比率(%)	152.8	93.3	107.3	95.3	93.3
流动比率	0.7	1.0	0.8	0.6	0.3
速动比率	0.6	1.0	0.7	0.6	0.3
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.7	0.8
应收账款周转率	16.2	17.5	16.2	16.6	16.8
应付账款周转率	6.1	6.5	5.9	6.1	6.2
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.12	0.55	0.16	0.28	0.44
每股经营现金流(最新摊薄)	0.81	1.15	0.44	1.49	1.13
每股净资产(最新摊薄)	2.04	2.71	2.93	3.17	3.61
估值比率					
P/E	29.7	6.5	22.9	12.8	8.1
P/B	1.8	1.3	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	14.2	7.0	15.6	10.4	8.3

分析师介绍

黄文涛：经济学博士，纽约州立大学访问学者，中信建投研究所联席负责人，宏观经济与固定收益首席分析师，公司投委会委员，10 余年证券行业研究经验。多年新财富、水晶球、金牛奖、保险资管协会、Wind 等最佳分析师获奖者，2016 年“新财富”固定收益组第一名。2018 年、2019 年 Wind 金牌分析师宏观经济第二名、第三名。

韩军：交通运输行业首席分析师，曾供职于上海国际航运研究中心，3 年政府规划与市场咨询经验，曾负责或参与为交通运输部、上海市交通委、港航企业等提供决策咨询服务二十余项，参与撰写并出版《2030 年中国航运发展展望》。3 年交通运输行业证券研究经验，擅长把握周期性和政策性投资机会，2019 年 10 月加入中信建投证券研究发展部。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

本报告由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 东城区朝内大街2号凯恒中心B
 座12层
 电话:(8610) 8513-0588
 联系人:李星星
 邮箱:lixingxing@csc.com.cn

上海
 浦东新区浦东南路528号上海
 证券大厦北塔22楼2201室
 电话:(8621) 6882-1612
 联系人:翁起帆
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区益田路6003号荣超商务
 中心B座22层
 电话:(86755) 8252-1369
 联系人:陈培楷
 邮箱:chenpeikai@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话:(852) 3465-5600
 联系人:刘泓麟
 邮箱:charleneliu@csci.hk