

中远航运 (600428.SH) 水上运输行业

评级: 增持 首次评级

公司研究

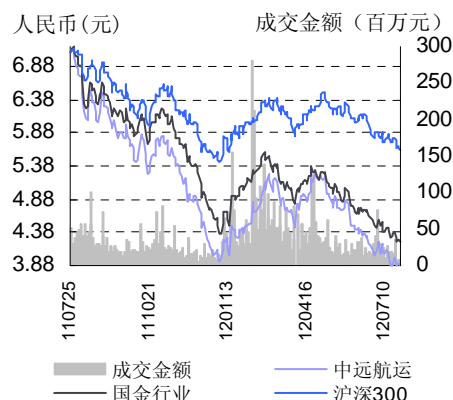
市价(人民币): 3.88元

目标(人民币): 4.30元

长期竞争力评级: 等于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	1,690.45
总市值(百万元)	65.59
年内股价最高最低(元)	7.17/3.88
沪深300指数	2360.08
上证指数	2136.15



短期改善空间有限, 趋势性拐点尚需等待

公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.259	0.090	0.030	0.177	0.308
每股净资产(元)	3.45	3.90	3.97	4.14	4.45
每股经营性现金流(元)	0.46	0.03	0.49	0.60	0.78
市盈率(倍)	32.15	45.86	170.77	29.05	16.64
行业优化市盈率(倍)	10.53	8.23	8.23	8.23	8.23
净利润增长率(%)	150.89%	-55.32%	-66.56%	487.80%	74.63%
净资产收益率(%)	7.52%	2.30%	0.76%	4.26%	6.93%
总股本(百万股)	1,310.42	1,690.45	1,690.45	1,690.45	1,690.45

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **多用途、重吊船效率有所下滑:** 公司业务倚重多用途和重吊船板块, 因“运力低基数”效应, 预计 2012 货量仍保持较快增长, 但重大件货量难有重大改观, 经营效率有所下滑, 上半年“量增价跌”态势仍将持续。
- **半潜业务仍处于起步阶段:** 公司半潜业务定位于中高端市场, 2 艘新船配备 DPS 设备, 当前业务尚处于起步阶段, 承运的港口设备、挖泥船等货类附加值有限; 长期来看, 伴随 2013-2014 年海工设备的交付高峰以及公司业务能力的不断增强, 半潜板块有望成为公司最重要的盈利点;
- **折旧增加、汇兑和旧船处置收益减少:** 2011-2012 公司陆续交付 16 艘新船, 预计 2012 年船舶折旧将有所增加; 2011 年公司有 6000 万左右的汇兑收益, 处置 11 条旧船的收益约 1 亿元, 2012 年美元可能走强, 同时公司计划淘汰船舶仅为 1 艘, 上述收益预计将大幅下滑。
- **2012 下半年环比小幅改善:** 我们判断 2012 年公司受行业、干散货冲击明显, 经营压力较大, 下半年回程货运费有望小幅提升, 叠加油价下行, 公司盈利预计将环比改善, 但幅度相对有限, 行业趋势性拐点尚需等待;

投资建议和估值

- 预计 12-14 年公司净利润分别为 5100 万、2.99 亿和 5.21 亿, 对应 EPS 分别为 0.03、0.18、0.31 元, 当前股价处于历史底部 (1XPB), 有一定安全边际, 未来重大件、半潜业务有望逐步改善, 公司业绩弹性较大, 我们给予“增持”评级, 目标价 4.3 元。

风险

- 伊核局势导致油价大幅波动
- 中东、非洲等敏感地区的动荡局势将影响大型工程项目的物流需求

姜明

联系人
(8621)61038319
jiangming@gjzq.com.cn

黄金香

分析师 SAC 执业编号: S1130511030022
(8621)61038325
huangjx@gjzq.com.cn

内容目录

公司概况	5
多元化路线的特种船公司	5
业务以远东出口为主	5
船队发展战略：强调多用途、重吊船市场	5
行业回顾：大周期下的盈利下滑	7
2008-2011 年盈利下滑	7
1H2012 经营面恶化	8
杂货、多用途、重吊船市场	9
“重大件”、“普通杂货”的划分	9
“重大件”：短期难有反弹	11
“普通杂货”：受干散货冲击明显	12
2012 下半年改善有限	14
大周期：2013 年下半年市场或可转暖	15
半潜船	18
供需长期乐观，业务潜力巨大	18
短期业绩增长乏力	19
汽车船	19
汽车出口增速稳定	19
汽车流向多，经营难度大	20
灵活经营汽车船业务，收入收益有望双增长	21
潜在催化剂	21
估值与投资建议-建议增持	22
主要风险	23
附录：三张报表预测摘要	24

图表目录

图表 1：2011 中远航运所在市场份额（部分）	5
图表 2：2011 年公司出口航次贡献率	5
图表 3：中远航运船队（截止 2011 年 12 月 31 日）	6
图表 4：2011 年公司多用途、重吊船交付情况	6
图表 5：2012 年多用途、重吊船交付计划	6
图表 6：2006-2011 年主要船型收入	7
图表 7：2009-2011 年公司分船型利润（百万元）	7
图表 8：1996-2012 年 17000 吨多用途船租金（USD/DAY）	7
图表 9：2003-2012 年 9000 吨多用途船租金（USD/DAY）	7

图表 10: 2003-2011 中远航运净利润 (亿元)	7
图表 11: 2006-2011 年公司特种船毛利率	7
图表 12: 2011 & 2012 新加坡 380 油价 (美元/吨)	8
图表 13: 2011-2012YTD 美元兑人民币走势	8
图表 14: 1H2012 多用途、重吊货量和运力增速	9
图表 15: 1H2011-1H2012 公司单位运距 (吨/海里)	9
图表 16: 2006 年以来公司船队载重率	9
图表 17: 1H2012 公司业绩快报	9
图表 18: 公司 2006-2014 年三种船型变化情况 (艘)	10
图表 19: 2002-2011 年杂货、多用途、重吊船毛利率	10
图表 20: 中远航运“准班轮”航线及配置船型 (船型可灵活调整)	10
图表 21: 部分多用途 (重吊船) 公司	11
图表 22: 世界主要特种船经营者集中在欧洲地区	11
图表 23: 中国对外承包工程营业额 (亿美元)	12
图表 24: 中国对外承包工程新签合同额 (亿美元)	12
图表 25: 2012-2014 年多用途船运力增速	12
图表 26: 2012-2014 年重吊船运力增速	12
图表 27: 框架箱—工程车装箱	13
图表 28: 框架箱—设备装箱	13
图表 29: 2011 年公司进口运输货量比重	13
图表 30: 2011 年公司进口收入比重	13
图表 31: 公司进口运输运费 & 营业利润	14
图表 32: 公司运费 VS BSI&BHSI	14
图表 33: 公司运价和干散货指数的相关度分析	14
图表 34: BHSI 和进口运费回归分析	14
图表 35: BHSI & 灵便船租金	14
图表 36: BSI & 大灵便船型租金	14
图表 37: 2004-2012 年欧元区 PMI	15
图表 38: 2010-2012 年干散货 BDI 指数	15
图表 39: 2008-2012 年钢材杂货海运量 (百万吨)	15
图表 40: 2008-2012 年杂货海运需求量 (百万吨)	15
图表 41: 中国机械设备出口总额	16
图表 42: 中国钢材出口总额	16
图表 43: 中国机电出口总额	16
图表 44: 日本工程机械出口额 (十亿日元)	16
图表 45: 2011-2014 杂货船运力呈负增长 (百万吨)	17
图表 46: 2011-2013 多用途 (重吊) 船增速 (万标箱)	17
图表 47: 截止 2012 年 5 月多用途 (含重吊) 船龄	17
图表 48: 2006-1H2012 年多用途船运输量	17

图表 49: 2006-1H2012 年杂货船运输量	17
图表 50: 2006-1H2012 年重吊船运输量	18
图表 51: 主要竞争者半潜船数量 (艘)	18
图表 52: 四大半潜船公司船龄结构	18
图表 53: 2007-2017 年 FPSO 交付量	19
图表 54: 2007-2017 年固定式、浮动式采油平台交付量	19
图表 55: 中远航运 & DOCKWISE 半潜船型毛利率	19
图表 56: 2006-1H2012 年半潜船运输量	19
图表 57: 2006-2012YTD 中国汽车出口 (辆)	20
图表 58: 2006-2012YTD 中国汽车进口 (辆)	20
图表 59: 2011 年中国整车出口份额	20
图表 60: 2011 年进口整车份额	20
图表 61: 中国汽车主要出口国家 (万辆)	21
图表 62: 2003-2011 年公司汽车船业务毛利	21
图表 63: 2006-1H2012 年公司汽车船运输量	21
图表 64: 中远物流部分中标&完成项目	22
图表 65: 中远物流承运重大海外项目现场	22
图表 66: 2002-2012 年航运公司 PB 估值	22
图表 67: 主要航运公司 PB 估值(7 月 25 日收盘价)	22

公司概况

多元化路线的特种船公司

- 中远航运从事特种船运输，经营杂货、多用途、重吊、半潜、滚装、汽车船六种船型，从业务特征角度，可划分为**杂货+多用途+重吊船、半潜船、汽车船、滚装船**四个主营业务板块，较集装箱、干散货而言，特种船业务有着**市场区位性较强**（船公司依托某一区域或类型的货物开展业务）、**管理难度高、运费差异大**的特点；
- 一般而言，特种船公司定位于细分市场，承运非标准化尺寸、重量的货物，管理和营销难度较大，国内外主流特种船公司经营的船型一般不超过 3 种，中远航运船队多元化特征更为明显，业绩受周期波动的影响也相对缓和，在 02 年公司 IPO 以来的多轮航运周期中，公司从未亏损。

业务以远东出口为主

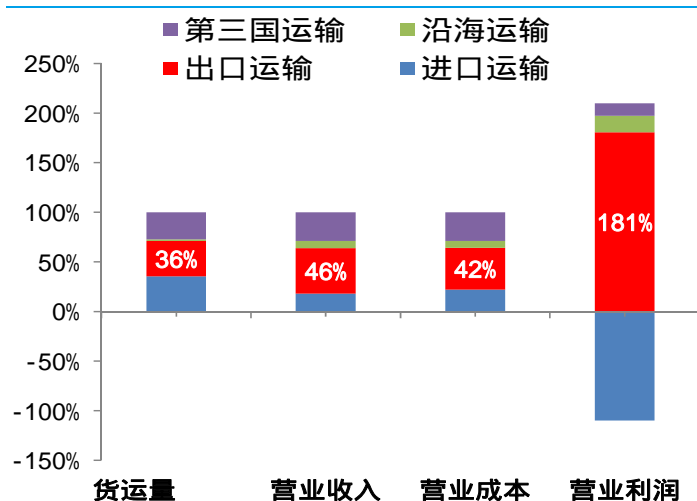
- 特种船运输市场区位性较强，中远航运定位于远东出口市场，而中国出口货量占公司总运量的 36%，贡献 181% 的营业利润。
- 经历数年发展已形成远东-非洲、远东-中东/红海、远东-欧洲地中海、远东-非洲、远东-东南亚等多条成熟航线，并能提供“准班轮”服务，货物主要从制造能力较强的中日韩地区流向发展中国家和地区，主要包括钢材、机械工程、机电等产品；

图表1：2011 中远航运所在市场份额（部分）

航区	航线份额
远东-泛东南亚	日本市场 60%；
	韩国市场 50%；
	中国市场 90%；
远东-非洲	日本市场 90%；
	韩国市场 70%；
	中国市场 60%；
远东-美洲	中国出口南美西市场 20%；
	中国出口加勒比市场 40%；
远东-波湾、红海	中国出口苏丹、吉布提地区市场 90%；
	中国出口巴基斯坦、伊拉克市场占 65%；
远东-欧洲、地中海	远东-欧洲设备货市场 70%；
	远东-欧洲钢材市场 35%；

来源：国金证券研究所，公司年报

图表2：2011 年公司出口航次贡献率



船队发展战略：强调多用途、重吊船市场

- **淘汰落后产能**：国际航运发展日新月异，老旧杂货、多用途、滚装船在起吊能力、装载效率、通用性方面存在缺陷，中远航运早在 2000 年初就提出“百亿”计划，升级优化船队结构，2006-2011 年，公司淘汰了老旧杂货、滚装船，改用租船保持运营，通过“以旧换新”的方式逐步升级了多用途、重吊、汽车和半潜船队，截止 2011 年底，公司自有 62 艘船舶，合计 135.5 万载重吨，其中多用途、重吊船分别为 45 和 10 艘，半潜船 4 艘，汽车船 3 艘。

图表3：中远航运船队（截止 2011 年 12 月 31 日）

船型	数量/载重吨	2006A	2007A	2008A	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
多用途	艘数	70	67	69	55	49	45	51	51	55
	载重吨（万）	117.8	113.3	115.1	98.1	116.7	93.8	110.0	110.0	123.6
重吊	艘数	4	4	4	5	6	10	12	20	26
	载重吨（万）	6.8	6.8	6.8	9.6	12.5	23.8	29.4	51.8	68.6
半潜	艘数	3	3	3	2	2	4	4	4	4
	载重吨（万）	5.2	5.2	5.4	4.1	4.1	13.7	13.7	13.7	13.7
汽车	艘数	4	5	5	3	1	3	3	3	3
	载重吨（万）	2.7	3.7	3.6	2.5	1.2	4.1	4.1	4.1	4.1
滚装	艘数	3	3	3	3	3				
	载重吨（万）	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1				
合计	艘数	84	82	84	68	61	62	70	78	88
	载重吨（万）	136.6	133.0	135.0	118.4	138.6	135.5	157.3	179.7	210.1

来源：国金证券研究所，公司年报，其中 2006-2011 年的“多用途”船型中包含“杂货船”

- **重视多用途、重吊船业务：**现有新船订单包括 6 艘多用途、10 艘重吊船，预计在 2012 年交付 6 艘多用途和 2 艘重吊船（1H2012 已交付 1 艘重吊、3 艘多用途），2013 年交付 8 艘重吊船，未来公司可能会继续订购新船，船型仍有可能以多用途、重吊船为主，载重吨有望适度放大。伴随新船下水交付，公司现役的十余艘 20 年左右船龄的多用途船将被逐步淘汰。（公司管理层倾向于以 5-6 艘/年的速度淘汰，2012 年淘汰计划仅有 1 艘）

图表4：2011 年公司多用途、重吊船交付情况

交付时间	船名	船型	载重吨
2011 年 1 月 16 日	大玉霞	重吊船	28,000
2011 年 5 月 20 日	大翠云	重吊船	28,000
2011 年 7 月 26 日	大青霞	重吊船	28,000
2011 年 8 月 18 日	杜鹃松	多用途船	27,000
2011 年 11 月 7 日	莲花松	多用途船	27,000
2011 年 11 月 9 日	芙蓉松	多用途船	27,000
2011 年 11 月 25 日	大彤云	重吊船	28,000
2011 年 11 月 28 日	吉祥松	多用途船	27,000

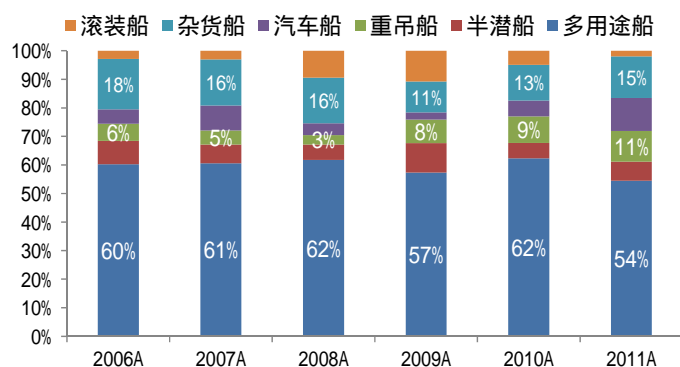
来源：国金证券研究所，公司调研资料

图表5：2012 年多用途、重吊船交付计划

交付时间	船名	船型	载重吨
2012 年 3 月 19 日	牡丹松	多用途船	27,000
2012 年 4 月 3 日	如意松	多用途船	27,000
2012 年 5 月 10 日	大虹霞	重吊船	28,000
2012 年 5 月 10 日	大彩云	重吊船	28,000
2012 年 6 月 30 日	平安松	多用途船	27,000
2012 年 8 月 20 日	木棉松	多用途船	27,000
2012 年 9 月 11 日	幸福松	多用途船	27,000
2012 年 9 月 30 日	紫荆松	多用途船	27,000

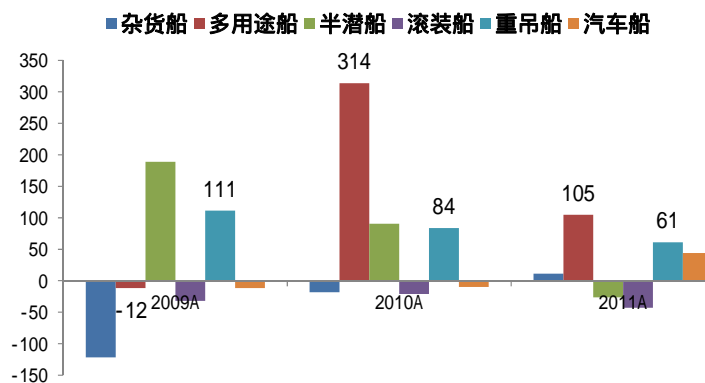
- 公司多用途、重吊船占比高，因而业绩较为倚重该板块表现，2011 年多用途、重吊船板块已占主营收入 65%，贡献利润 1.66 亿人民币（主营利润为 1.52 亿，杂货、半潜、汽车和滚装板块合计亏损 0.14 亿）。

图表6: 2006-2011 年主要船型收入



来源: 国金证券研究所, 公司年报

图表7: 2009-2011 公司分船型利润 (百万元)

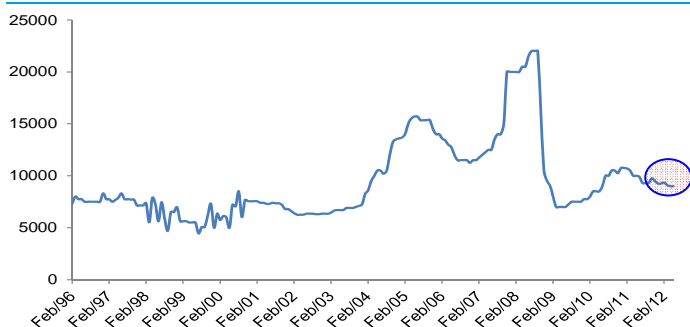


行业回顾: 大周期下的盈利下滑

2008-2011 年盈利下滑

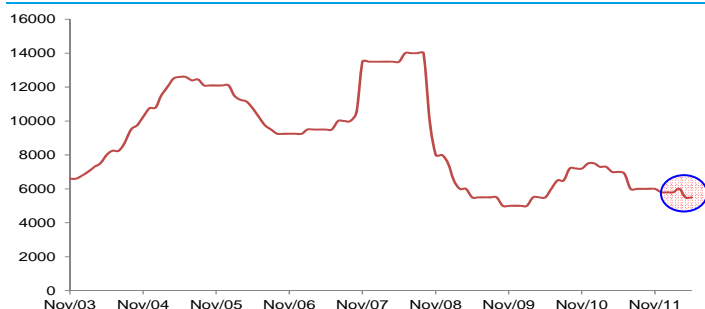
- 在 2008-2011 航运周期向下期间, 虽然全球特种船供需面总体优于干散货和集运, 但市场仍保持下滑趋势, 以 17000 吨和 9000 吨多用途船为例, 当前租金水平较 2007 年高点下跌约 60%, 而公司各船型毛利率也呈下降趋势;

图表8: 1996-2012 年 17000 吨多用途船租金 (USD/DAY)

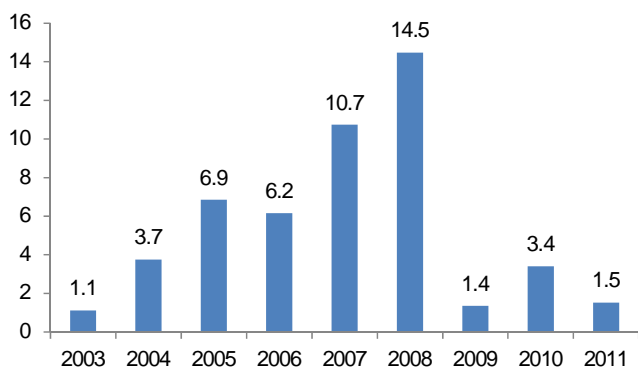


来源: 国金证券研究所, CLARKSON

图表9: 2003-2012 年 9000 吨多用途船租金 (USD/DAY)

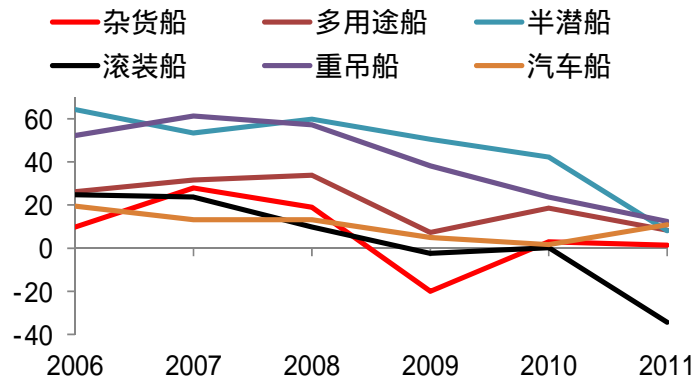


图表10: 2003-2011 中远航运净利润 (亿元)



来源: 国金证券研究所, 公司年报

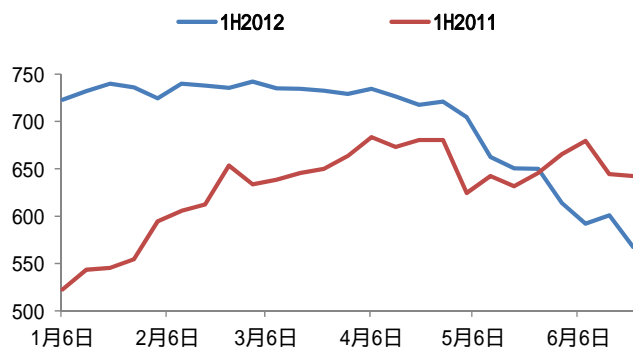
图表11: 2006-2011 年公司特种船毛利率



1H2012 经营面恶化

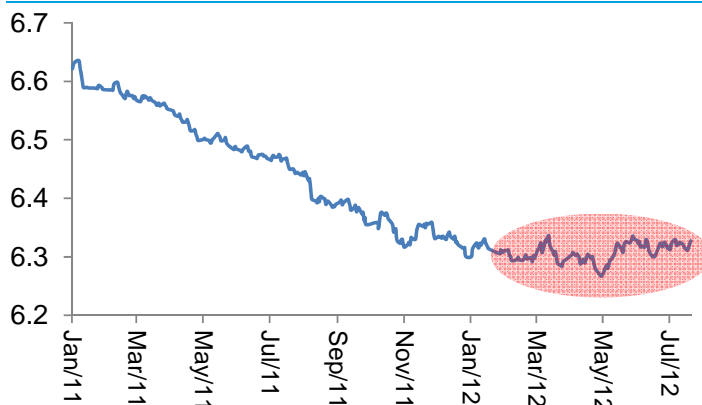
- **燃油成本快速增长**：2012 上半年公司累计消耗燃油 22.8 万吨，较去年 18.3 万吨增长 24%，同时上半年船用燃油价格虽从高位逐步回落，但平均价约为 690 美金，仍较去年 630 美金上涨 9.5%，考虑人民币兑美元的汇率变动，预计 2012 上半年燃油成本较上年同期约增长 35%，增幅约 2.5 亿元。

图表12： 2011 & 2012 新加坡 380 油价（美元/吨）



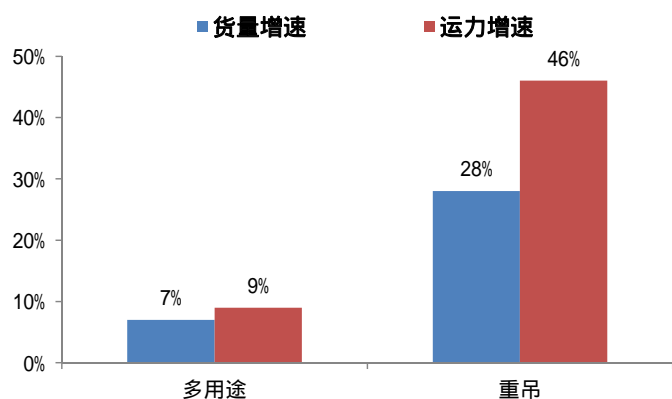
来源：国金证券研究所,Bloomberg

图表13： 2011-2012YTD 美元兑人民币走势



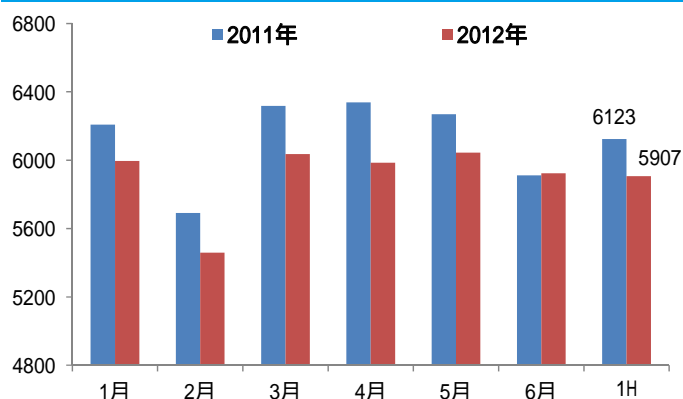
- **新船交付折旧及相关费用增加**：2011 下半年以来公司累计交付新船 11 艘，船舶相关开支将相应增加。
- **固定资产处置和汇兑收益的消失**：2011 上半年公司处置 4 艘老船，收益约 3400 万，因人民币升值的汇兑收益约 4100 万，2012 公司仅计划处置一艘老船，处置收益大幅收窄，上半年美元走强，汇兑收益也将消失。
- **重点船型效率下降**：2012 上半年，多用途、重吊船完成货量 292、46 万吨，增速分别为 7%和 28%，货量合计占公司总货量的 65%，同时，2011 年 6 月以来，公司新交多用途船 7 艘，合计 18.9 万吨，剔除去年下半年淘汰的 6 艘老船（乐观假设 6 艘船全在下半年交付，载重吨合计约 10 万吨），运力同比增速约为 9%；同期重吊船新增运力 3 艘，合计 8.4 万吨，运力增速约为 46%，货量增速低于运力增速，营运效率小幅下滑。（细节分析如下）
- 影响货量和运力增速相对关系的主要因素有装载率和平均航程，由于 2012 上半年公司单位货物航程为 5907 海里/吨，较去年 6123 海里/吨有所下降，而多用途、重吊货量占公司权重较大，因此我们可以判断上述船型的装载率和营运效率在下滑，而 2012 上半年整体载重率平均为 59%，较去年同期 63%下降 4%，从侧面可以印证我们的观点。

图表14: 1H2012 多用途、重吊货量和运力增速

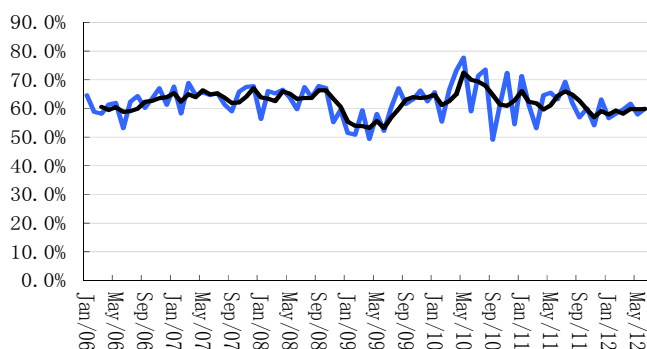


来源: 国金证券研究所, 公司披露数据

图表15: 1H2011-1H2012 公司单位运距 (吨/海里)



图表16: 2006 年以来公司船队载重率



来源: 国金证券研究所, 公司披露数据

图表17: 1H2012 公司业绩快报

万人民币	1H2012	上年同期	同比 (%)
营业收入	291,777	245,502	18.85
营业利润	2,941	14,846	-80.19
利润总额	2,904	18,569	-84.36
归属于上市公司利润	70	14,631	-99.52

- 2012 上半年公司完成货量 520 万吨, 同比增长 23.5%, 总收入从 24.6 亿增长 19%至 29.1 亿人民币, 完成营业利润 2941 万, 同比下滑 80%, 而归属上市公司利润仅为 70 万人民币, 较去年 1.46 亿大幅下滑 99.5%
- 公司长期打造的核心竞争力是“重大件”业务, 船型投资主要围绕多用途、重吊船进行, 因需兼顾日益增长普通杂货运量, 公司未来投资的船型载重吨将会适度放大, 可能将达到 35000 吨左右, 伴随下轮航运周期走出低谷, 船型升级、网络拓展后的公司进出口货量将日趋平衡、单位货品运输成本逐步降低 (假设油价不变), 盈利能力和业绩弹性将得到增强。

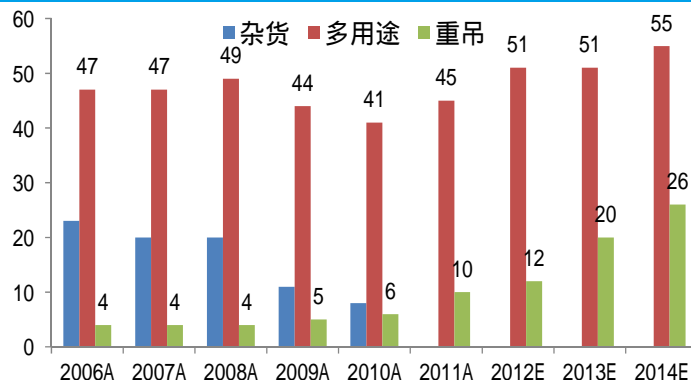
杂货、多用途、重吊船市场

“重大件”、“普通杂货”的划分

- 重吊、多用途、杂货船承运的货物大致分为“重大件”和“普通杂货”, 重大件多为超长、超高、超重或不规则货品, 要求承运船舶具备一定作业能力 (这种能力可能是吊机功率、甲板布局或是船舱容积), 货物在配载、装卸、绑扎过程中难度较大, 因此运费和毛利率相对较高; 相反, 普通杂货竞争门槛低, 对船型要求不高, 收益相对较低, 运价波动性也较强, 但对于船公司, 普通杂货往往是“舱底货”, 是保障

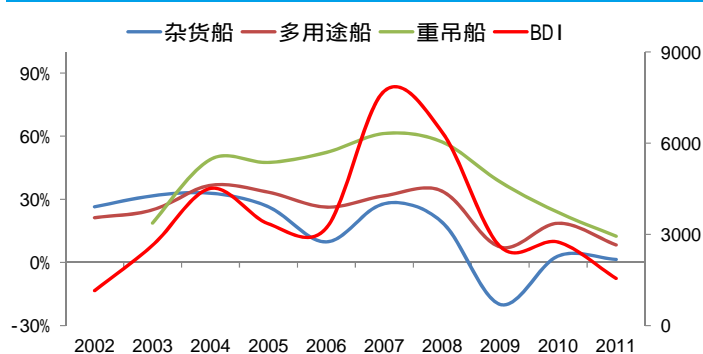
全船效益的基础货源。重吊、多用途、杂货船的最大差异就在于“承运重大件货物的能力”，原则上船公司承运重大件货物越多，其盈利能力就越强；但由于重大件业务量相对有限，在不同航线、区域上货量、货重差异较大，因此船公司船型搭配上会科学考量、统筹安排，对两种货类的揽取保持一定平衡，力求单船收益最大化。

图表18：公司 2006-2014 年三种船型变化情况（艘）



来源：国金证券研究所，公司年报

图表19：2002-2011 年杂货、多用途、重吊船毛利率



图表20：中远航运“准班轮”航线及配置船型（船型可灵活调整）

远东-波斯湾/红海	远东-非洲	远东-东南亚	远东-欧洲、地中海	远东-美洲
重吊*1	重吊*1	多用途*4	重吊*4	重吊*3
多用途*7	多用途*12	杂货*1	多用途*5	多用途*5
中国	中国	中国	中国	中国
日本	日本	韩国	日本	日本
韩国	泰国	越南	韩国	委内瑞拉
巴基斯坦	南非	泰国	埃及	巴西
也门	安哥拉	马来西亚	黎巴嫩	古巴
印度	纳米比亚	印尼	突尼斯	秘鲁
沙特	莫桑比克	孟加拉国	叙利亚	
伊朗	赤道几内亚	印度	土耳其	
伊拉克	加纳	缅甸	意大利	
科威特	尼日尼亚		阿尔及利亚	
约旦	贝宁		乌克兰	
吉布提	塞拉利昂		俄罗斯	
苏丹	多哥		立陶宛	
	肯尼亚			
	扎伊尔			
	喀麦隆			
	塞内加尔			

来源：国金证券研究所，公司资料

- 从 2002-2011 年三种船型毛利率来看，多用途、重吊船在航运周期中的盈利能力明显高于杂货船，其原因在于 1) 能处理附加值更高的重大件货物 2) 船舶载重吨、装载效率、燃油经济性优于杂货船，单位成本更低；公司近年来加大了多用途、重吊船的投入，覆盖更多重大件客户的同时兼容普通杂货市场，预计 2012 年下半年将要交付 3 艘 27000 载重吨的多用途以及 1 艘 28000 吨的重吊船，2013 年交付 8 艘 28000 吨的重吊船。

“重大件”：短期难有反弹

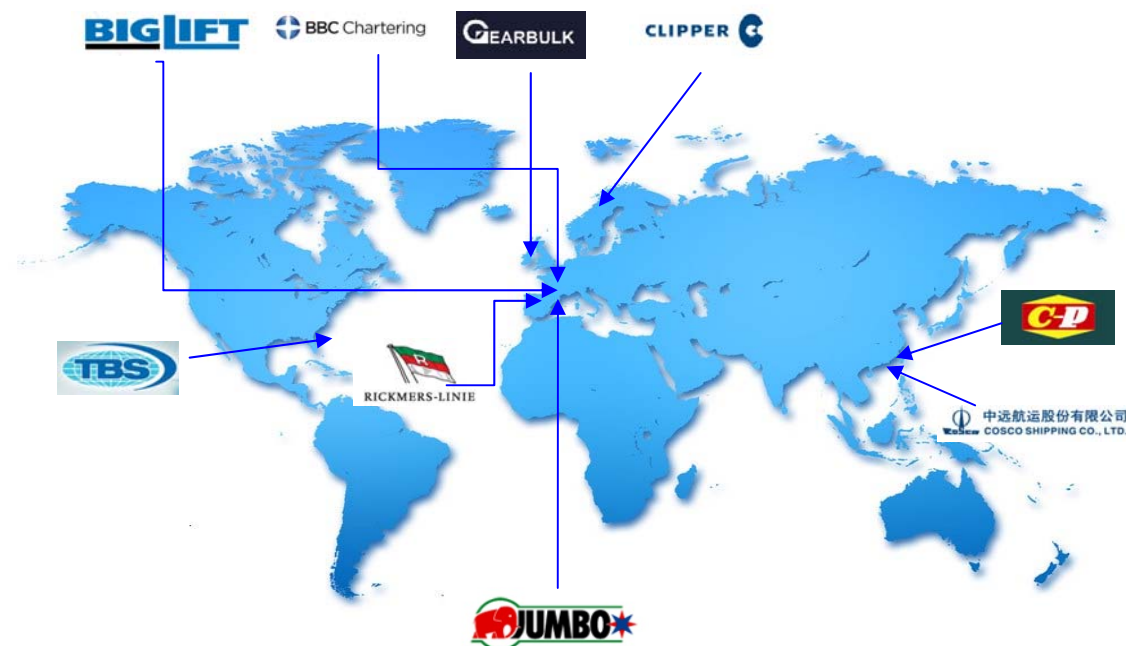
- **重大件多为行业内竞争：**“重大件”货源多为基建、核能、风电、海上石油平台等项目提供配套运输，就公司最重要的中国市场而言，我国对外承包工程项目是驱动重大件货量的主导因素之一，由于重大件仅能通过特种船运输，因此竞争格局主要由特种船行业供需面决定。
- **重大件主要竞争对手：**对手主要为欧洲船东，相比而言，中远具备一定本土化和成本优势，目前瓶颈主要是行业知名度和部分项目承运技术能力；长期来看，公司有望逐步需积累项目经验来获取更多重大件市场份额。需要强调的是，中远主攻的是重大件市场中的中低端，虽然船舶起吊能力低于欧洲公司，但并不构成竞争壁垒，通过调研，我们发现即使在重型设备出口较多的欧洲市场，800吨以上货物业务量非常有限，实际操作中由于货物难以通过陆路方式从厂房移动至码头，客户往往通过切分的方式分拨出运。

图表21：部分多用途（重吊船）公司

公司	属地	业务	船队（艘）	运力（万吨）	单船载重吨	单船吊装能力（吨）	平均船龄	主营产品
RICKMERS	德国	多用途+重吊	22	46.6	2.1	120-640	6-7年	远东、欧洲、北美、中东/印度
TBS	美国	多用途	18	22.4	1.2	50-300	22年	加勒比、南美
GEARBULK	英国	多用途	-	-	-	50-200	16年	南美、欧洲、远东
BBC	德国	多用途+重吊	152	162	1.1	60-800	15年	远东、美洲、欧洲
Clipper	挪威	多用途	39	44	1.1	100-400	10年	欧洲、美洲
BIGLIFT	荷兰	重吊	22	33	1.5	500-1800	-	欧洲、中东、南美
JUMBO	荷兰	重吊	12	10.5	0.9	500-1800	14	欧洲、中东、南美
中波	中国	重吊+多用途	19	46	2.4	100-640	6-7年	远东、欧洲
中远航运	中国	重吊+多用途	62	135.5	2.2	88-500	14	欧洲、南美、波斯湾/中东、东南亚，欧洲，南美

来源：国金证券研究所

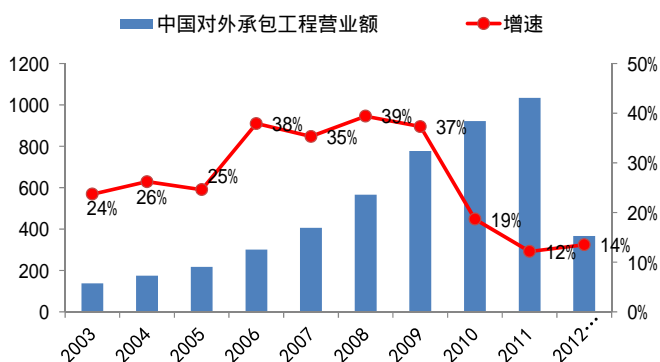
图表22：世界主要特种船经营者集中在欧洲地区



来源：国金证券研究所

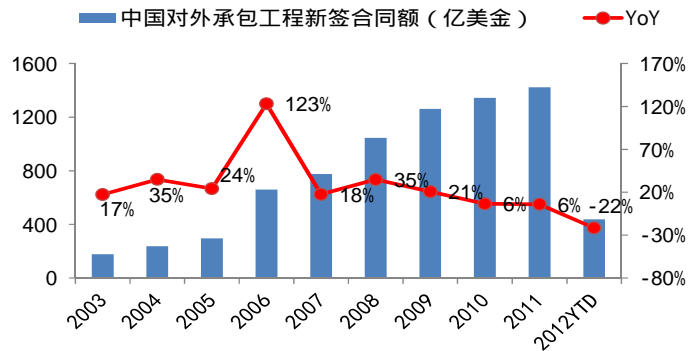
- **短期货量下降:**近年来中国企业国际市场的竞争力大大增强,推动了中国对外承包工程和对外投资开发项目的迅速增长。由于这些工程承包项目和投资开发项目需要大量从国内运出设备,带动了对重大件的运输需求。但从今年 1-5 数据看,我国对外新签合同额分别大幅下降 22%, 2012-1Q2013, 公司重大件货量改善能力有限。

图表23: 中国对外承包工程营业额 (亿美元)



来源：国金证券研究所，WIND 咨询

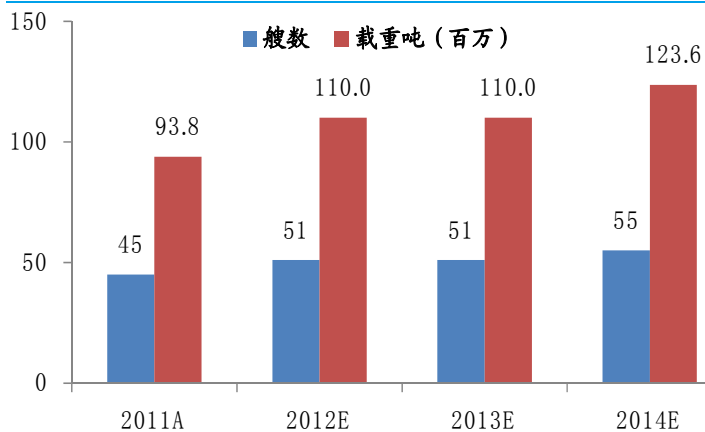
图表24: 中国对外承包工程新签合同额 (亿美元)



■ 长期发展潜力大

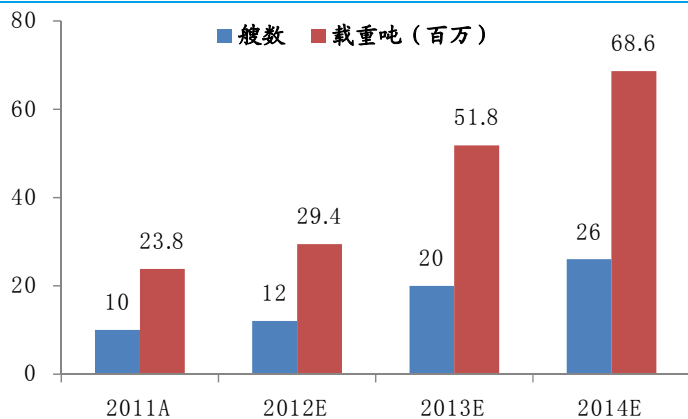
- **船队规模化:** 2012-2014 年的新船交付将使得公司有能力处理更多的重大件货物, 2012 年下半年公司将交付 3 艘多用途、1 艘重吊船, 全年来看, 载重吨环比增长分别为 17%和 24%;

图表25: 2012-2014 年多用途船运力增速



来源：国金证券研究所，公司年报

图表26: 2012-2014 年重吊船运力增速



- 长期来看, 中东、非洲、南美等地区的基建周期仍未完成, 而近年来全球重大机械设备出口的重心已逐步从欧洲转向中日韩地区, 对于扎根于远东市场的中远航运而言, 拓展潜力巨大;

“普通杂货”: 受干散货冲击明显

- **普通杂货面临多维度竞争:** 普通杂货除面临本行业竞争外还会受集运、干散货运输的冲击, 如小型机械设备、矿石、鱼粉、农产品、棉花等细分货种;

- **行业内的竞争：**由于定位于细分市场，尚未形成类似于集运马士基这样的全球化巨头，公司各航线的主要竞争者有所差异，例如：在中国、中东市场上，公司同 RICKEMERS 存在较强竞争关系，美洲市场同 TBS、GEARBULK 竞争；同中波轮船在亚欧航线上竞争较为激烈。
- **集运的影响：**主要体现在潜移默化的替代效应，原因主要有 1) 集运快速、准点、安全等优势逐步被现有特种船货主接受；2) 框架箱可承运部分非常规尺寸货种，航运低谷期集运公司多半会加强营销力度，抢夺部分多用途船市场货源；3) 发展中国家的基础设施仍在完善，港口将逐步具备集装箱处理能力，从而摆脱依赖多用途船装卸的限制；4) 集装箱船舶大型化趋势拉低了单箱成本，运价竞争力不断加强

图表27：框架箱—工程车装箱



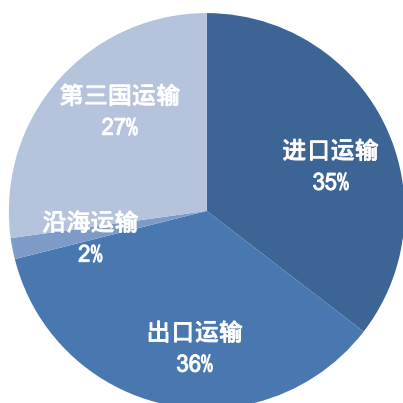
来源：国金证券研究所

图表28：框架箱—设备装箱



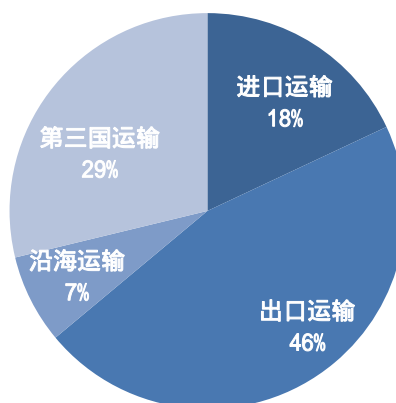
- **干散货的直接冲击：**精品矿约占公司进口运输量的 50%，公司同散货船东有直接竞争关系，特别是 3-5 万吨的灵便型散货船，由于后者较公司不到 3 万吨的多用途、重吊船而言，有一定成本优势，对中远航运的进口运费冲击较大，历史上看，随着 08 年干散货运费和 BDI 的不断下行，公司进口业务都为亏损，其中灵便型干散货运价的 BHSI 和公司进口运费相关度较高，相关系数为 0.77，2012 上半年大小灵便型船舶运费处于历史低点，大灵便型船舶 BSI 指数平均为 951 点，同比下滑 31.2%，灵便型船舶 BHSI 指数平均为 543 点，同比降 27.6%，短期而言，干散货复苏乏力，预计给公司进口运费和盈利能力带来持续冲击；

图表29：2011 年公司进口运输货量比重

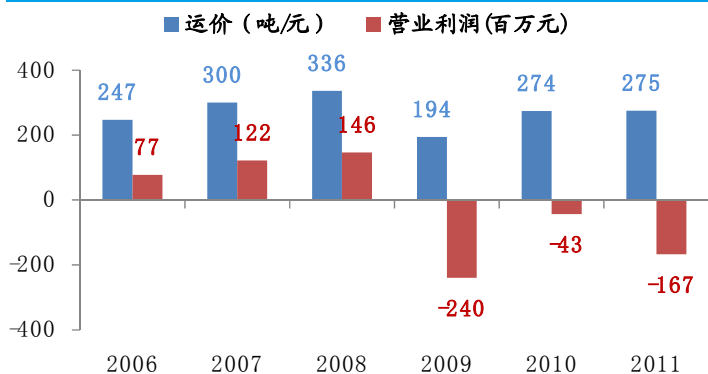


来源：国金证券研究所，公司年报

图表30：2011 年公司进口收入比重

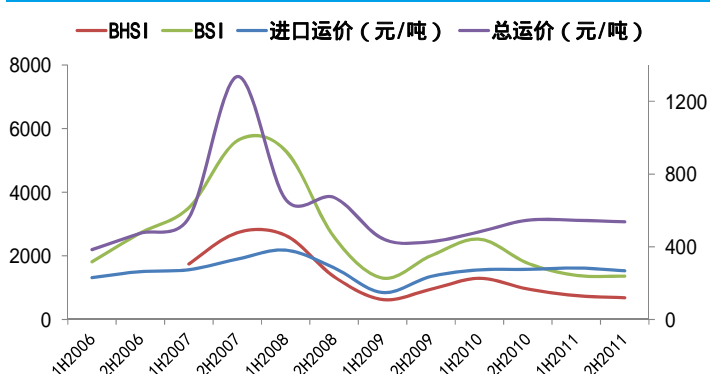


图表31: 公司进口运输运费 & 营业利润



来源: 国金证券研究所, 公司年报

图表32: 公司运费 VS BSI&BHSI

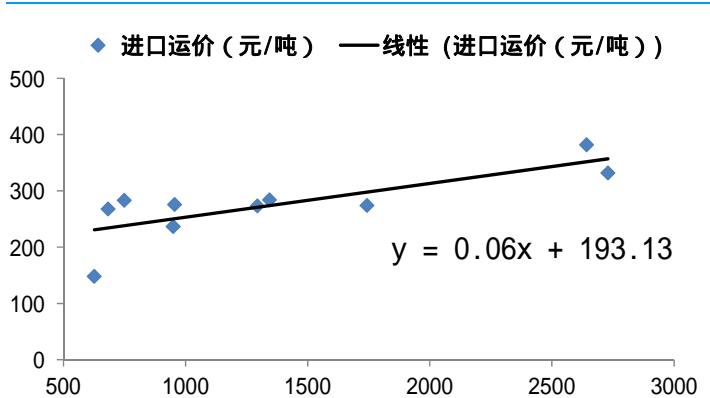


图表33: 公司运价和干散货指数的相关度分析

	进口运价	总运价	BSI	BHSI
进口运价	1	0.56	0.76	0.77
总运价	0.56	1	0.75	0.74
BSI	0.76	0.75	1	-
BHSI	0.77	0.4	-	1

来源: 国金证券研究所, 公司数据

图表34: BHSI 和进口运费回归分析

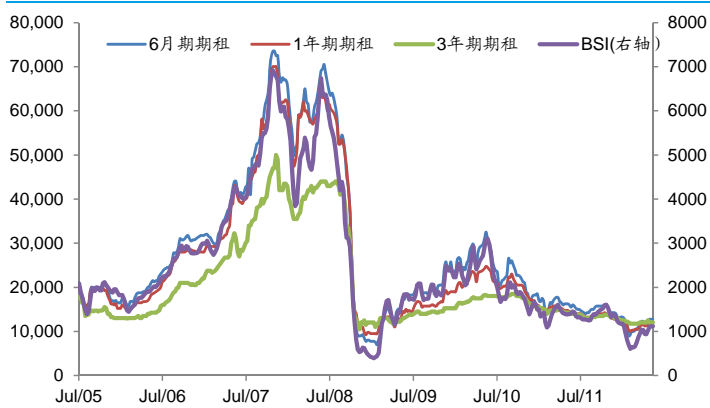


图表35: BHSI & 灵便船租金



来源: 国金证券研究所, CLARKSON

图表36: BSI & 大灵便船型租金



2012 下半年改善有限

- 受全球经济和政局影响, 2012 年 1-5 月中国对外承包工程合同额同比萎缩 22%, 由于工程从签署到实施一般有 3-6 个月的滞后期, 我们判断 2012-1Q2013 高附加值的“重大件”业务量增速相对有限; “普通杂货”业务虽然在公司新运力下水和远东出口带动下保持增长, 但在行业

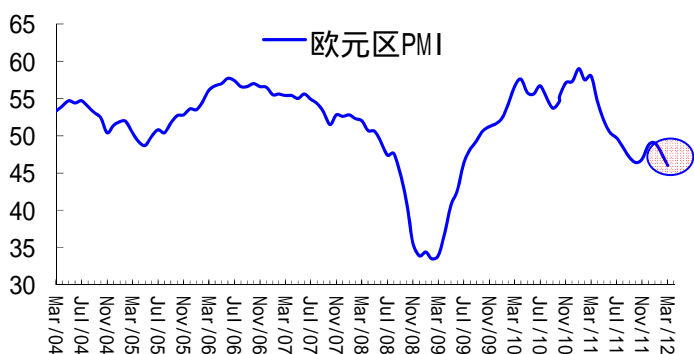
和散货的多维度竞争环境中，市场难有趋势性翻转，下半年该板块业务的小幅改善预计主要来自于季节性行情和油价环比下降，板块全年“运量上涨，盈利下滑”态势仍将持续。

大周期：2013 年下半年市场或可转暖

■ 需求有望逐步复苏

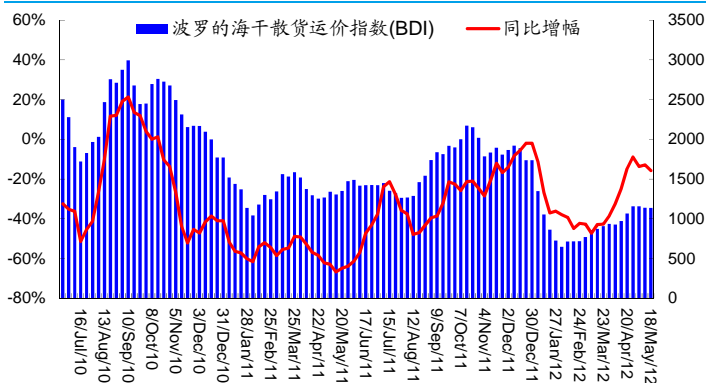
- 全球市场需求：2012 年世界经济处于艰难恢复阶段，而欧债局势的恶化又给全球复苏蒙上一层阴影，航运指标 BDI 在 2 月创 651 点新低后一直徘徊在 1100 点，上涨乏力；杂货市场中，钢材、水泥、木材等主要货类运输需求增速明显放缓，CLARKSON 预计全球杂货运输需求预计 12.8 亿吨，增速为 3.6%，环比下滑 2.3 个点，其中钢材运量约为 1.17 亿吨，增速为 4.3%，环比降 2.6 个点，长期来看，欧债危机并不能持续影响全球经济和海运贸易量的增长，我们判断未来 2 年杂货海运增速能逐步恢复至 5% 的平均水平，2013、2014 年杂货运量有望达到 13.3 和 14 亿吨

图表37：2004-2012 年欧元区 PMI

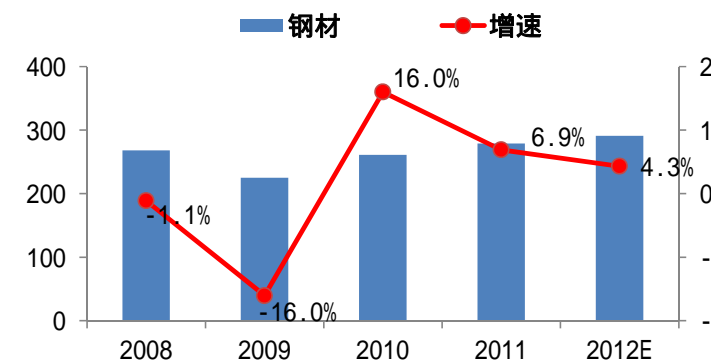


来源：国金证券研究所，bloomberg

图表38：2010-2012 年干散货 BDI 指数

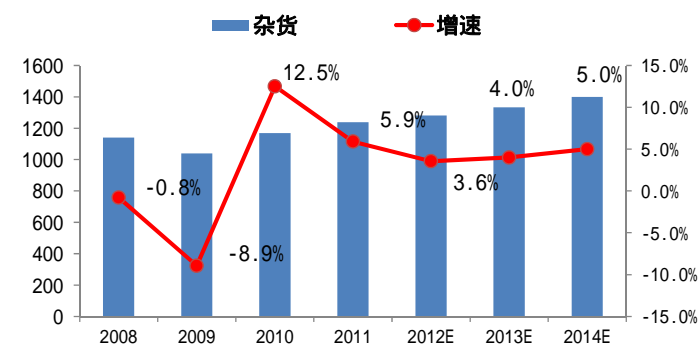


图表39：2008-2012 年钢材杂货海运量（百万吨）



来源：国金证券研究所，CLARKSON

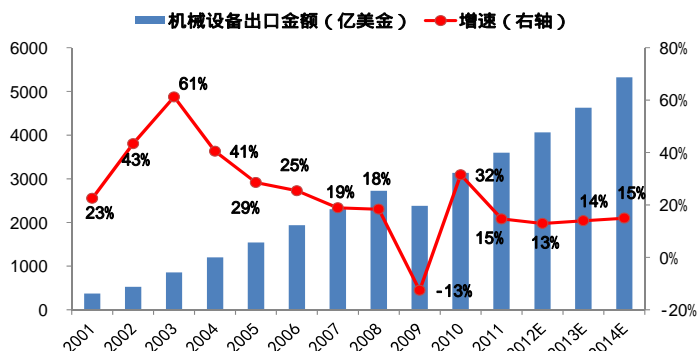
图表40：2008-2012 年杂货海运需求量（百万吨）



- 远东市场需求：2012 年我国主要杂货类物资出口额仍保持较快增长，1-4 月份中国机械出口增速为 13%，钢材出口增速为 6%，机电出口约为 10%，虽然增速同比有所滑落，但仍将快于全球 3.6% 的增速水平；长期来看，中国制造能力仍将不断加强，产品价格较日本、德国等地区

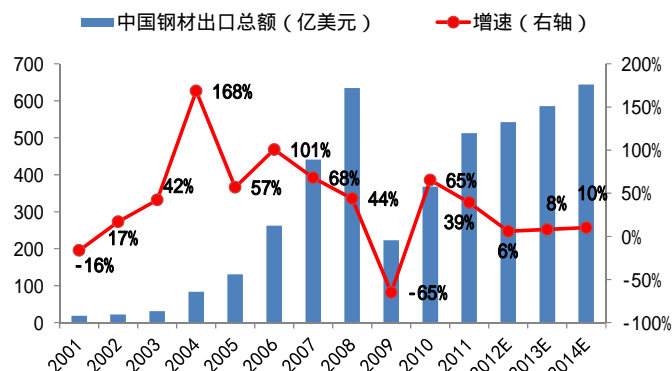
有一定优势，发展中国家的基础建设、工业发展将会对中国出口产品构成刚性需求，上半年国内以三一、中联为代表的工程机械企业出口增速达 30%以上，我们判断未来两年货量增速将逐步上升，势必带动该区域对海运市场的需求。

图表41：中国机械设备出口总额

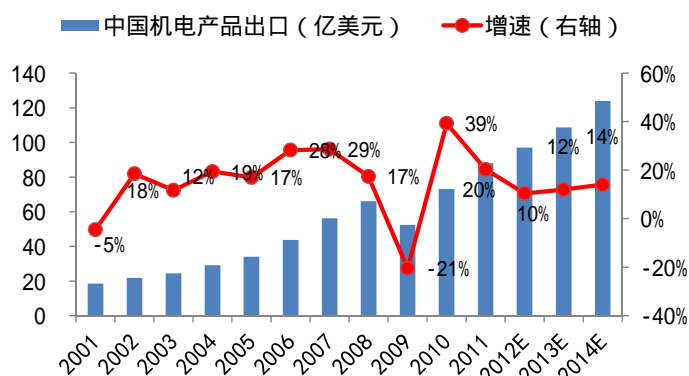


来源：国金证券研究所，Wind 咨询，假设 2012 年 1-4 月增速代表全年水平

图表42：中国钢材出口总额

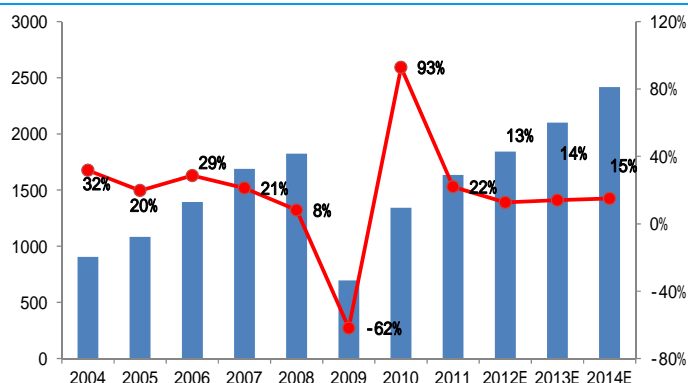


图表43：中国机电出口总额



来源：国金证券研究所，Wind 咨询，假设 2012 年 1-4 月增速代表全年水平

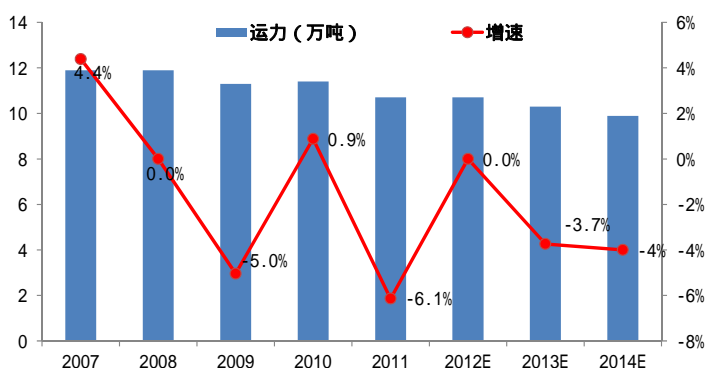
图表44：日本工程机械出口额 (十亿日元)



■ 运力交付逐年递减

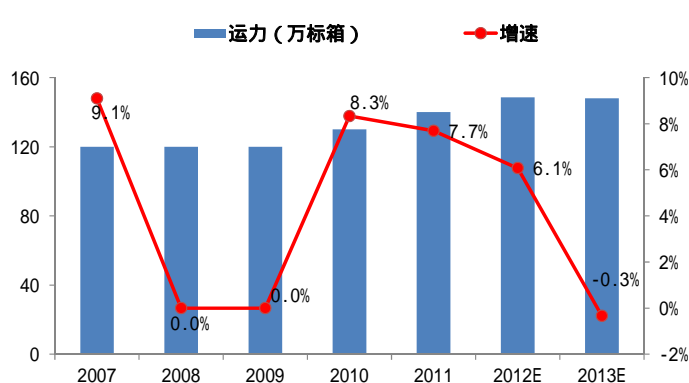
- 杂货船：近年来已逐步被市场边缘化，运力一直呈负增长态势，但 2012 年却迎来低谷中的交付“高峰”，根据 CLARKSON 的统计，2012、2013 年杂货船分别交付 62、22 万吨，而旧船拆解量约为 65 万吨/年，预计 2012 年总运力环比持平，2013-2014 年年运力都将呈 4% 左右的负增长；长期来看，杂货船退出后的市场空白将逐步由多用途、重吊船来填补；
- 多用途、重吊船：2010-2012 年为近年来交付高峰，预计 2012-2013 年新船交付量为 14 万和 5 万标箱，但行业船龄偏老，预计今明两年拆解量约为 5.5 万标箱/年，照此推算，2012-2013 年多用途和重吊船合计运力增速为 6.1%、-0.3%；

图表45: 2011-2014 杂货船运力呈负增长 (百万吨)

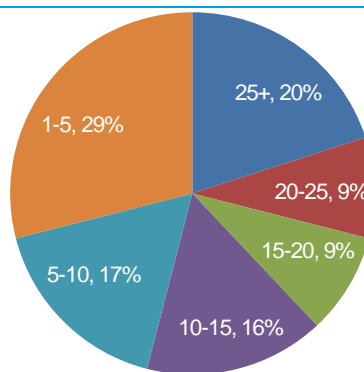


来源: 国金证券研究所, CLARKSON

图表46: 2011-2013 多用途 (重吊) 船增速 (万标箱)



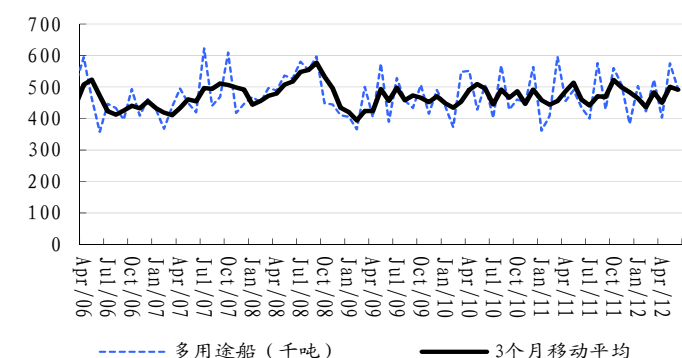
图表47: 截止 2012 年 5 月多用途(含重吊)船龄



来源: 国金证券研究所, CLARKSON

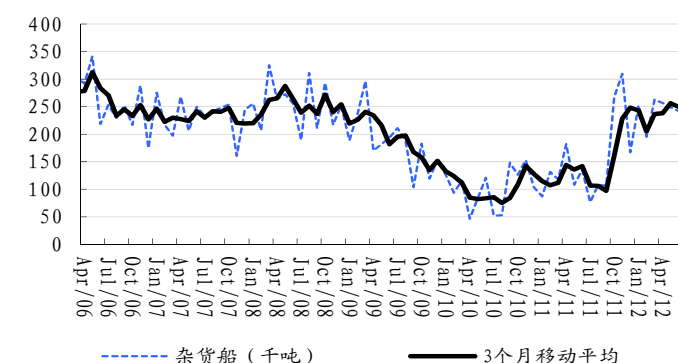
- 公司业绩弹性增强: 中国出口市场中“普通杂货”占比较高, 公司在船型订造上需满足重大件物资的同时兼容普通杂货, 目前中远订购的主力船型介于 20000-30000 吨, 未来为订造的船型可能会达到 35000 吨, 普遍高于传统运营于欧美市场的船公司 (后者大多为 10000-20000 吨), 从船型和人工成本角度出发, 中远航运竞争力逐步提高, 市场若有反转, 优化后的船型将给公司带来较大的业绩弹性。

图表48: 2006-1H2012 年多用途船运输量

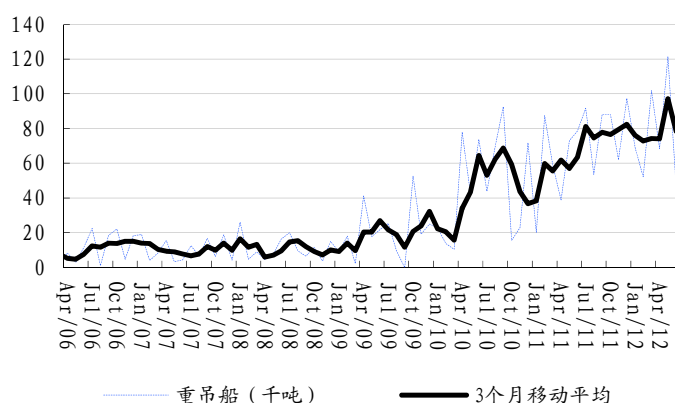


来源: 国金证券研究所, 公司数据

图表49: 2006-1H2012 年杂货船运输量



图表50: 2006-1H2012 年重吊船运输量



来源: 国金证券研究所, 公司数据

半潜船

供需长期乐观, 业务潜力巨大

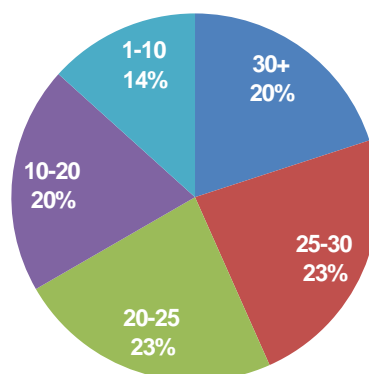
- 半潜船主要运输货物包括海洋油气工程设施、大型工业生产模块、港口机械及各类大型工程船舶等, 业务参与全球市场化竞争, 目前世界主要半潜船公司有 DOCKWISE、OHT、FHT、中远航运。近几年新船交付相对有限, 服役船队中约有 66% 超过 20 年, 20% 超过 30 年, 预计未来拆解量将会逐步增加, 中长期来看行业供需面较为乐观。
- 半潜船业务具备较高技术壁垒, 服务附加值高, 部分项目对设备的运输安装精度甚至达到“厘米”级别, 要求船舶配备 DPS(Dynamic Position System), 对承运商技术、沟通能力提出较高要求, 中远目前运营的 4 艘半潜船中有 2 艘具备 DPS, 硬件上较油轮改装的半潜船优势明显, 总体而言, 公司半潜船定位于高端客户, 目前业务仍处于培养、成长阶段。

图表51: 主要竞争者半潜船数量(艘)

公司	2008	2009	2010	2011	2012	2013E
Dockwise	20	19	19	18	16	17
OHT	2	4	4	4	4	4
FHT	2	2	2	2	4	4
中远航运	3	2	2	4	4	4
合计	27	27	27	28	28	29

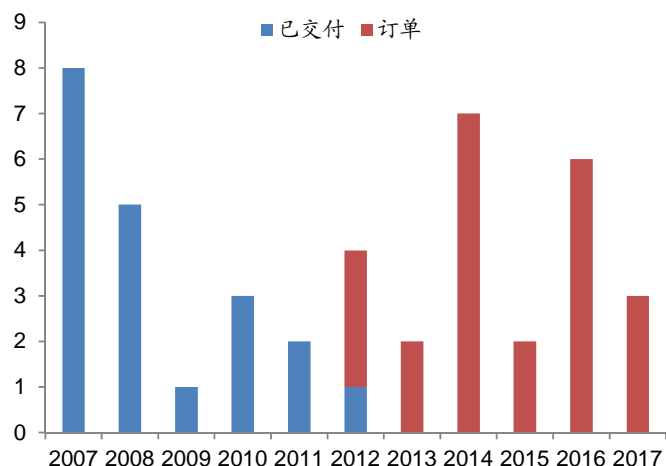
来源: 国金证券研究所, CLARKSON

图表52: 四大半潜船公司船龄结构



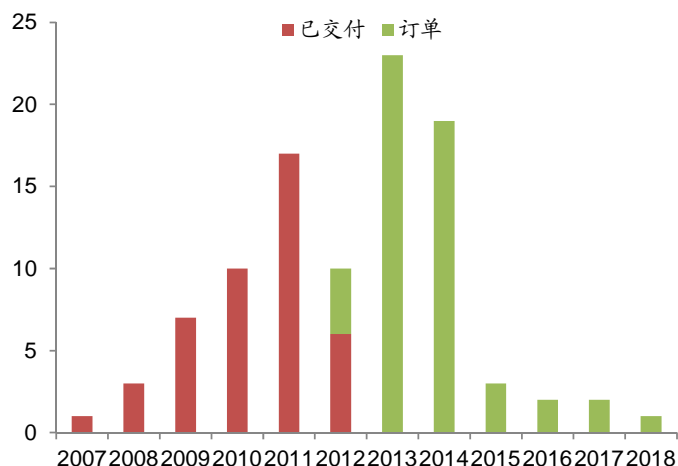
- 公司半潜船高端业务同海洋工程相关性较强, 承运设备主要包括固定式、浮动式采油平台、浮式生储油卸油船(FPSO), 2010 年以来原油价格上涨, 石油厂商加大了上述设备的订购量, 但由于平台从订购到交付的周期一般为 2 年左右, 运输需求有望在 13 年逐步回暖, 由于半潜船高端市场的附加值较高, 届时公司盈利能力将随之大幅提升。

图表53: 2007-2017 年 FPSO 交付量



来源: 国金证券研究所, CLARKSON

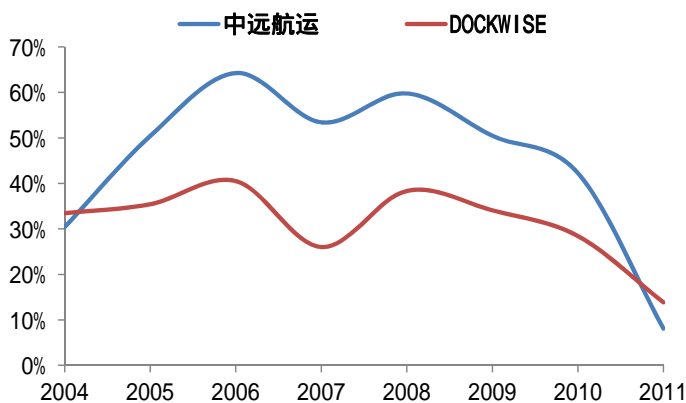
图表54: 2007-2017 年固定式、浮动式采油平台交付量



短期业绩增长乏力

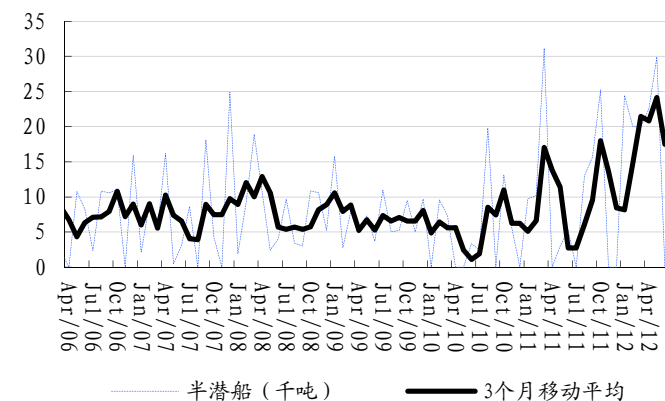
- 半潜船承运大型设备居多, 客户需提前数月甚至 1 年订舱, 通过公司调研, 我们了解到公司上半年业务量和订舱较为平淡, 96.9%的货量增长部分归结于 2011 年 1 月 20 日和 7 月 23 日的新船交付, 此外, 上半年承运货物中如: 港口设备、挖泥船项目的附加值偏低, 公司高成本的专业半潜船在市场上同油轮改装的半潜船竞争时, 优势不明显, 运价难以提升; 当前油气设备的交付旺季尚未到来, 中国对外承包工程量的同比下滑, 我们判断 2012 年该板块改善能力相对有限。

图表55: 中远航运 & DOCKWISE 半潜船型毛利率



来源: 国金证券研究所, 公司年报&经营数据、DOCKWISE 官网

图表56: 2006-1H2012 年半潜船运输量

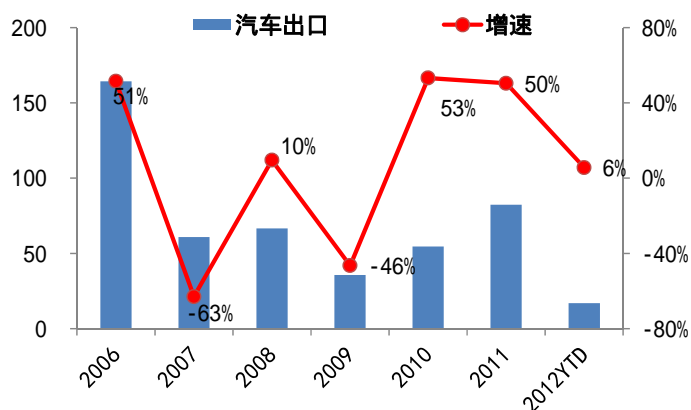


汽车船

汽车出口增速稳定

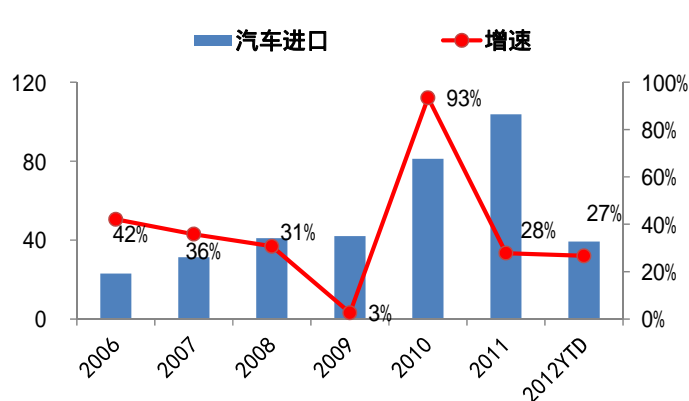
- 据中国汽车工业协会统计, 2012 年 1-4 月我国汽车出口 17 万辆, 同比增 6%, 进口 39 万辆, 增幅达 27%, 我们认为中国汽车工业日益强大, 国际汽车厂商入驻国内、高收入人群对进口汽车消费增长都会支撑未来汽车船业务量保持较快增长, 预计 2003-2005 年汽车进出口增速有望达到 25%和 10%。

图表57: 2006-2012YTD 中国汽车出口 (辆)



来源: 国金证券研究所, 中国汽车工业协会

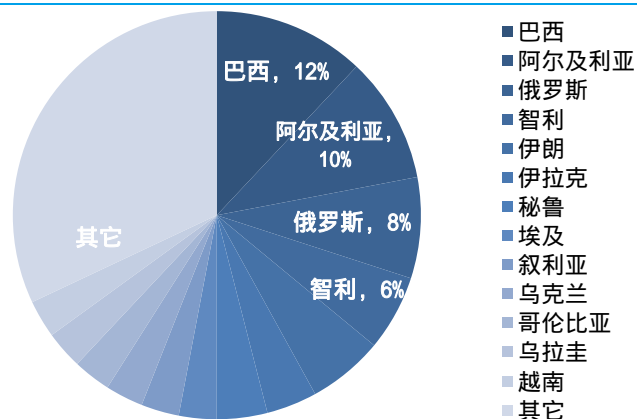
图表58: 2006-2012YTD 中国汽车进口 (辆)



汽车流向多, 经营难度大

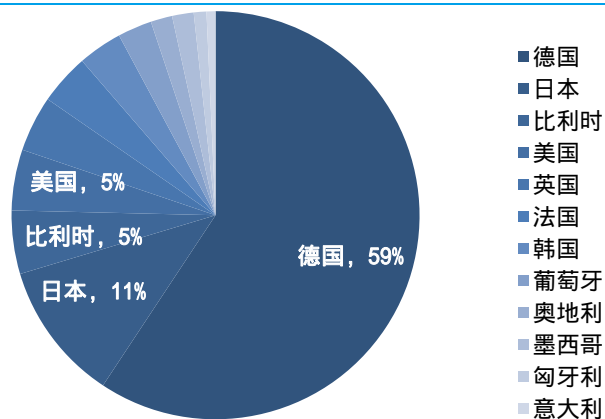
- 汽车船是从滚装船中独立分化出来的一种汽车滚装船舶。目前国际市场主要有欧洲的华伦威尔和日韩船公司垄断, 在全球化运输网络支持下有较强竞争力, 中远航运目前营运 3 艘汽车船, 定位于国内出口市场, 由于国内整车进出口有如下特征: 1) 出口总量相对有限; 2) 出口流向较为复杂, 单一流向货量有限; 2) 出口区域以亚非拉发展中国家为主, 进出不平衡现象严重; 3) 主要出口市场需求不稳定; 4) 出口车辆多为中低端车型, 运输附加值低; 上述特征使得国内汽车船运输的规模性、高效性难以发挥, 船公司独立依靠国内出口保持盈利的难度较大。

图表59: 2011 年中国整车出口份额

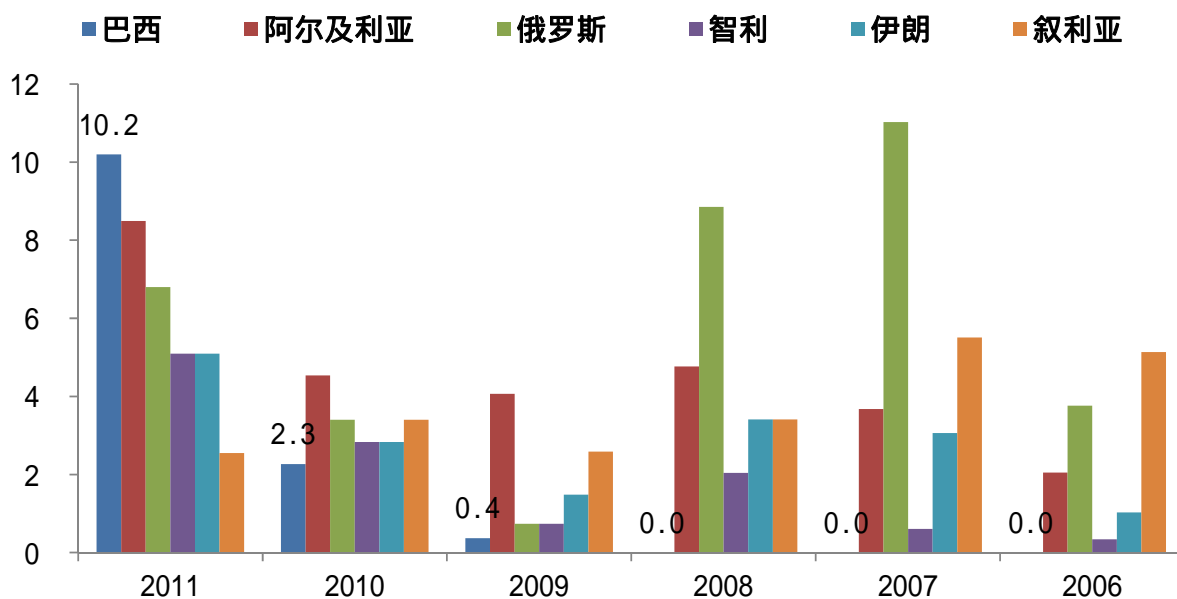


来源: 国金证券研究所, 中国汽车工业协会

图表60: 2011 年进口整车份额



图表61：中国汽车主要出口国家（万辆）

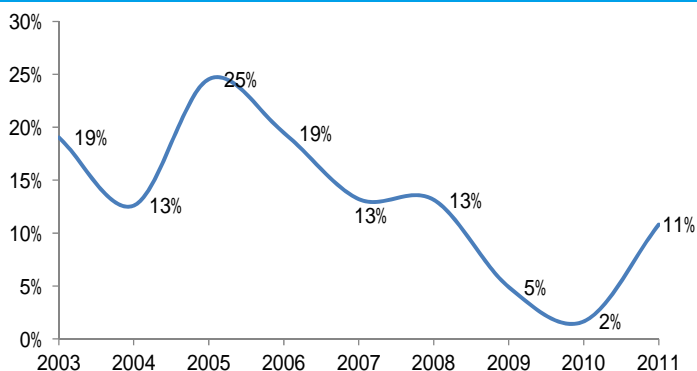


来源：国金证券研究所，中国汽车工业协会

灵活经营汽车船业务，收入收益有望双增长

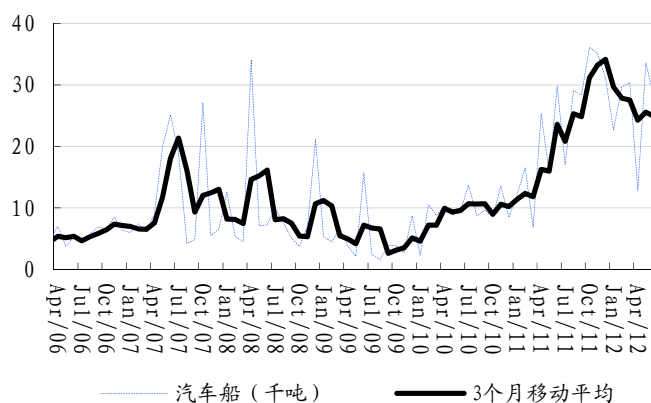
- 鉴于国内汽车运输市场形势，公司灵活经营汽车船业务，一方面将自有船舶租赁给第三方运营来获得稳定收益，另一方面通过短租、买舱等方式满足客户日常业务；2012年巴西、智利等南美洲国家仍将保持较快汽车进口，国内南北市场运输需求依然旺盛，预计公司汽车船业务、收益保持双增长。

图表62：2003-2011年公司汽车船业务毛利



来源：国金证券研究所，公司年报

图表63：2006-1H2012年公司汽车船运输量



潜在催化剂

- 公司董事长曾任中远物流高管，中远物流为国内大型工程项目物流领导者，预计未来两家“中远系”公司的合作会进一步深化，中远航运在大型工程设备运输市场会得到进一步拓展

图表64: 中远物流部分中标&完成项目

埃塞俄比亚水电项目
印度阿必杰燃煤电厂项目
中国华电西港火电项目
南方电网项目
台山核电项目
哈萨克斯坦阿特劳项目
空客 A320 物流项目获殊荣
平潭风电项目
阿尔及利亚 500 万吨炼油厂物流项目
巴基斯坦恰希玛二期 C2 安装运输项目

来源: 国金证券研究所, 中远物流官网

图表65: 中远物流承运重大海外项目现场

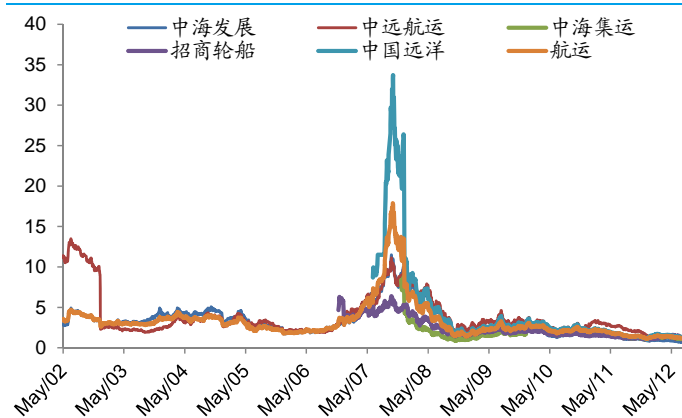


- 中远航运依托控股集团的营销网络, 大力发展海外业务, 其辐射范围和业务开拓成本较其它公司有一定优势, 海外业务的拓展有助于公司货源的进出口平衡和整船盈利能力。
- 公司船队具备多元化优势, 兼营 4 大板块特种船业务, 有能力为大型项目、工程物流客户提供一揽子海运物流解决方案的专业船公司;

估值与投资建议-建议增持

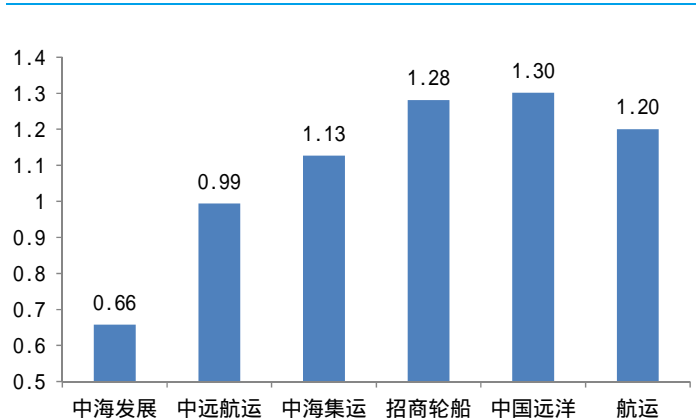
- 我们判断下半年灵便型干散货将因夏季电煤需求而小幅反弹, 公司多用途、重吊船回程货运价也将随之收益, 叠加油价下行, 2012 下半年盈利环比改善。
- 上半年公司消耗燃油 23 万吨, 市场平均油价约 690 美金/吨, 若下半年油价能保持 610-620 美金/吨水平, 可节省燃油开支 500 万美元, 约 3000 万人民币。
- 2013-2014 年海工平台将逐步迎来交付高峰, 半潜板块业预计将增厚公司利润。
- 预计 12-14 年公司净利润分别为 5100 万、2.99 亿和 5.21 亿, 对应 EPS 分别为 0.03、0.18、0.31 元, 当前股价处于历史底部 (1XPB), 估值亦低于行业平均水平, 有一定安全边际, 未来公司业绩因重大件、半潜业务的复苏而体现出较大弹性, 我们给予“增持”评级, 目标价 4.3 元。

图表66: 2002-2012 年航运公司 PB 估值



来源: 国金证券研究所

图表67: 主要航运公司 PB 估值(7月25日收盘价)



主要风险

- 中东、非洲等敏感地区的动荡局势将影响大型工程项目的物流需求
- 伊核事件导致油价大幅波动

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	3,902	4,407	5,163	5,991	7,352	8,673
增长率		12.9%	17.2%	16.0%	22.7%	18.0%
主营业务成本	-3,515	-3,757	-4,870	-5,560	-6,562	-7,561
%销售收入	90.1%	85.3%	94.3%	92.8%	89.3%	87.2%
毛利	386	650	293	430	790	1,112
%销售收入	9.9%	14.7%	5.7%	7.2%	10.7%	12.8%
营业税金及附加	-57	-32	-13	-15	-20	-30
%销售收入	1.5%	0.7%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	-52	-36	0	0	0	0
%销售收入	1.3%	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
管理费用	-220	-260	-247	-260	-270	-280
%销售收入	5.6%	5.9%	4.8%	4.3%	3.7%	3.2%
息税前利润 (EBIT)	57	322	33	155	500	802
%销售收入	1.5%	7.3%	0.6%	2.6%	6.8%	9.2%
财务费用	25	39	61	-63	-82	-85
%销售收入	-0.6%	-0.9%	-1.2%	1.1%	1.1%	1.0%
资产减值损失	-6	-1	-6	-6	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	5	0	0	0	0	0
%税前利润	4.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	82	360	87	86	418	716
营业利润率	2.1%	8.2%	1.7%	1.4%	5.7%	8.3%
营业外收支	46	57	131	0	0	0
税前利润	128	418	219	86	418	716
利润率	3.3%	9.5%	4.2%	1.4%	5.7%	8.3%
所得税	-7	-81	-52	-22	-105	-179
所得税率	5.1%	19.4%	23.7%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	121	337	167	65	314	537
少数股东损益	-14	-3	15	14	15	16
归属于母公司的净利润	136	340	152	51	299	521
净利率	3.5%	7.7%	2.9%	0.8%	4.1%	6.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	121	337	167	65	314	537
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	150	169	284	381	441	506
非经营收益	-39	-18	-135	59	122	125
营运资金变动	-70	110	-274	322	146	146
经营活动现金净流	162	598	43	827	1,023	1,314
资本开支	-764	-1,735	-2,184	-1,669	-2,242	-230
投资	0	0	0	0	0	0
其他	4	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-760	-1,735	-2,184	-1,669	-2,242	-230
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	511	1,792	3,238	187	640	-428
其他	-316	-73	-212	-60	-122	-125
筹资活动现金净流	196	1,719	3,027	127	518	-552
现金净流量	-403	582	885	-715	-702	531

资产负债表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	2,293	2,877	3,765	3,050	2,348	2,879
应收款项	110	149	238	228	281	333
存货	125	138	228	209	247	285
其他流动资产	142	156	215	241	279	317
流动资产	2,671	3,320	4,446	3,729	3,156	3,814
%总资产	36.5%	32.8%	33.9%	27.3%	21.2%	24.9%
长期投资	41	41	57	57	57	57
固定资产	4,599	6,694	8,554	9,838	11,631	11,346
%总资产	62.8%	66.1%	65.2%	71.9%	78.0%	74.2%
无形资产	3	6	5	14	24	32
非流动资产	4,657	6,799	8,676	9,950	11,751	11,476
%总资产	63.5%	67.2%	66.1%	72.7%	78.8%	75.1%
资产总计	7,328	10,120	13,122	13,679	14,907	15,289
短期借款	583	1,325	1,444	1,631	2,271	1,842
应付款项	631	696	831	1,109	1,313	1,515
其他流动负债	231	405	355	402	473	543
流动负债	1,445	2,425	2,630	3,142	4,057	3,901
长期贷款	509	1,388	2,242	2,242	2,242	2,243
其他长期负债	1,104	1,750	1,604	1,529	1,529	1,529
负债	3,058	5,563	6,475	6,913	7,828	7,673
普通股股东权益	4,233	4,523	6,598	6,703	7,002	7,523
少数股东权益	37	34	49	63	78	94
负债股东权益合计	7,328	10,120	13,122	13,679	14,907	15,289

比率分析

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益	0.103	0.259	0.090	0.030	0.177	0.308
每股净资产	3.231	3.452	3.903	3.965	4.142	4.450
每股经营现金净流	0.123	0.456	0.025	0.489	0.605	0.777
每股股利	0.000	0.040	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	3.20%	7.52%	2.30%	0.76%	4.26%	6.93%
总资产收益率	1.85%	3.36%	1.16%	0.37%	2.00%	3.41%
投入资本收益率	0.84%	2.88%	0.21%	0.96%	2.86%	4.54%
增长率						
主营业务收入增长率	-43.46%	12.95%	17.16%	16.03%	22.73%	17.96%
EBIT增长率	-96.60%	460.72%	-89.86%	376.27%	221.56%	60.35%
净利润增长率	-90.50%	150.89%	-55.32%	-66.56%	487.80%	74.63%
总资产增长率	2.86%	38.09%	29.67%	4.24%	8.98%	2.56%
资产管理能力						
应收账款周转天数	9.1	8.1	10.9	10.9	10.9	10.9
存货周转天数	13.9	12.8	13.7	13.7	13.7	13.7
应付账款周转天数	55.9	52.0	45.5	60.5	60.5	60.5
固定资产周转天数	248.3	322.6	526.6	526.0	507.6	409.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-8.76%	28.79%	21.82%	34.76%	52.18%	35.91%
EBIT利息保障倍数	-2.3	-8.2	-0.5	2.5	6.1	9.4
资产负债率	41.73%	54.97%	49.35%	50.54%	52.51%	50.18%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二个月内	三月内	六月内
买入	0	1	1	2	5
增持	0	3	4	10	20
中性	0	1	1	2	6
减持	0	0	0	0	0
评分	0	2.00	2.00	2.00	2.02

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2010-10-27	增持	8.50	N/A
2 2010-12-30	增持	8.08	11.40
3 2011-01-07	增持	8.11	N/A
4 2011-02-13	增持	8.92	N/A
5 2011-04-12	增持	8.36	N/A
6 2011-04-19	增持	8.20	N/A
7 2011-04-26	增持	7.91	N/A
8 2011-05-05	增持	8.06	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；
增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；
中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；
减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5% 以下。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 5599-8803

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518026

地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B