

# 中远海特 (600428)

证券研究报告  
2022年09月24日

## 汽车和风电运输，带来高景气

### 新能源产业崛起，特种船航运繁荣

碳中和要求下，全球风电、光伏、新能源汽车等产业崛起，带来风机、车辆等运输需求。同时，油气价格上涨，带动勘探投资回升，海洋工程装备运输需求增加。而特种船经历多年低迷后，新增供给偏少，供需失衡导致运价上涨，汽车船、重吊船、半潜船、多用途船等运输进入繁荣期。未来新能源产业持续快速发展，部分特种船有望持续高景气。

### 汽车出口高增长，汽车船景气上行

汽车船运输迎来发展机遇，盈利有望大幅增长。中国汽车产业竞争力提升，汽车出口量有望持续高增长；全球汽车海运贸易航线有望重构，中国出口带动平均运距变长。中国的汽车船造船优势明显，而现有船队运力规模小，未来发展空间大。2021年以来的汽车船行业繁荣，船舶租金创历史新高，给企业发展带来良好的机遇。中远海特成立合资公司发展汽车船运输、纸浆船转做运输出口汽车，业务有望迎来高增长，并带动利润大幅增长。

### 风电行业成长，重吊船持续高景气

中国的风电设备出口和全球海上风电建设快速增长，有望带动运输需求增长。机械设备出口较快增长和油气勘探回暖也推升运输需求。因此，多用途船、重吊船、半潜船等期租水平上涨，景气度高。未来风电等大型设备运输需求有望持续增长，而运力增速较低，我们预计重吊船、半潜船的租金有望保持较高水平。

### 目标价 13.75 元，给予“买入”评级

中远海特的盈利弹性大，未来净利润有望大幅增长。新造船陆续交付、部分船型景气度上升，将推动中远海特净利润增长。由于船舶数量众多，租金上涨对盈利增长的弹性较大。我们预计 2022-24 年归母净利润为 12.23、25.17、30.43 亿元。根据超额利润贴现法和可比公司 2022 年平均 PE 估值法，取两者均值，给予目标价 13.75 元，给予“买入”评级。

**风险提示：**集运和干散货航运分流货源，国外碳中和政策反复，全球汽车销量大幅下滑，欧美国家增加贸易壁垒，新造船订单大幅增长带来的交付压力和运力过剩风险。

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	7,040.31	8,753.43	10,988.20	12,620.31	14,177.38
增长率(%)	(14.83)	24.33	25.53	14.85	12.34
EBITDA(百万元)	1,446.95	2,607.85	3,913.78	4,514.09	5,240.99
净利润(百万元)	125.46	300.33	1,223.20	2,517.38	3,042.73
增长率(%)	24.31	139.38	307.29	105.80	20.87
EPS(元/股)	0.06	0.14	0.57	1.17	1.42
市盈率(P/E)	115.49	48.25	11.85	5.76	4.76
市净率(P/B)	1.52	1.51	1.39	1.20	1.04
市销率(P/S)	2.06	1.66	1.32	1.15	1.02
EV/EBITDA	10.48	5.14	4.10	3.17	2.19

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	交通运输/航运港口
6 个月评级	买入 (首次评级)
当前价格	6.75 元
目标价格	13.75 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	2,146.65
流通 A 股股本(百万股)	2,146.65
A 股总市值(百万元)	14,489.89
流通 A 股市值(百万元)	14,489.89
每股净资产(元)	4.66
资产负债率(%)	57.69
一年内最高/最低(元)	10.34/3.50

### 作者

**陈金海** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110521060001  
chenjinhai@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

《滚装船运价涨 6 倍，繁荣期来临》，20220523  
《纸浆船运汽车，效益如何？》，20220821

## 内容目录

<b>1. 十年磨砺，成就特种航运龙头</b> .....	<b>4</b>
1.1. 央企控股特种航运公司.....	4
1.2. 全球特种航运头部公司.....	5
1.3. 公司在市场波动中成长.....	5
<b>2. 汽车出口高增长，汽车船景气上行</b> .....	<b>6</b>
2.1. 竞争力提升，汽车出口高增长.....	6
2.2. 需求增长，汽车船运价创新高.....	8
2.3. 成立合资公司，发展汽车船队.....	9
2.4. 纸浆船运汽车，盈利将增长.....	11
<b>3. 风电行业成长，重吊船持续高景气</b> .....	<b>11</b>
3.1. 碳中和，风电行业持续高增长.....	12
3.2. 需求增长，多用途船景气上行.....	12
<b>4. 供需改善，运价和盈利弹性大</b> .....	<b>13</b>
4.1. 中远海特的盈利弹性大.....	13
4.2. 行业景气，盈利有望大增.....	14
4.3. 目标市值上涨空间较大.....	15
<b>5. 风险提示</b> .....	<b>16</b>

## 图表目录

图 1：中远海特的股权结构（截止 2022 年 8 月 16 日）.....	4
图 2：2021 年中远海特的船队运力结构.....	4
图 3：2021 年中远海特的运输货物（计费吨）结构.....	4
图 4：中远海特船队的货运结构变化.....	5
图 5：中远海特的营业收入结构变化.....	5
图 6：中远海特多种船型的运力规模全球领先（2022 年 9 月 15 日）.....	5
图 7：中远海特现有新造船订单有望陆续交付.....	5
图 8：中远海特的货运量和周转量在波动中增长.....	6
图 9：中远海特的营业收入和毛利润在波动中增长.....	6
图 10：中远海特的平均单吨运输收入大幅波动.....	6
图 11：中远海特多数船型的期租水平处于历史中等偏上位置.....	6
图 12：2020 年开始中国汽车出口量高增长.....	7
图 13：中国汽车产品出口金额在全球占比提升.....	7
图 14：中国出口汽车的平均单价在快速上升.....	7
图 15：中国出口汽车中，新能源汽车出口量大幅增长.....	7
图 16：2021 年全球纯电动汽车销量前十企业.....	7
图 17：2021 年全球动力电池装机量前十企业.....	7
图 18：全球汽车船运输主要航线.....	8

图 19: 2022 年汽车船租金创历史新高, 并持续上涨.....	8
图 20: 2022-23 年全球汽车船运力紧缺有望加剧 .....	8
图 21: 2021 年中国向西欧、东欧和南美南部出口增量较大.....	9
图 22: 中国出口到西欧、东欧和南美南部的运距更长.....	9
图 23: 中国出口汽车中, 新能源汽车占比大幅上升 .....	9
图 24: 全球出口汽车中, 商用车占比明显上升.....	9
图 25: 2021 年上汽集团汽车出口量占全国的 30%.....	10
图 26: 上港集团的海通汽车码头汽车出口吞吐量占出口量的比例高.....	10
图 27: 2021 年 11 月, 各国的汽车船运力份额 .....	10
图 28: 2021 年 11 月, 汽车船在手订单主要在中国船厂 .....	10
图 29: 纸浆船的船舱结构和装载纸浆的过程 .....	11
图 30: 汽车装在框架箱内, 适合装载到纸浆船里 .....	11
图 31: 中远海特运营的纸浆船数量将持续增长.....	11
图 32: 2022 年上半年, 中远海特纸浆船和汽车船的期租水平较低.....	11
图 33: 2022-2026 年全球风电新增装机容量展望 .....	12
图 34: 2022-2026 年全球海上风电新增装机容量展望.....	12
图 35: 中国风电设备出口量增长, 在国外份额提升 .....	12
图 36: 在新增装机容量中, 海上风电的占比上升 .....	12
图 37: 机械及运输设备出口金额较快增长.....	13
图 38: 随着油气价格上涨, 全球钻机数量回升.....	13
图 39: 2020 年以来多用途船、重吊船、半潜船的期租水平上升.....	13
图 40: 2022-25 年多用途船、重吊船、半潜船的计划交付运力比例 .....	13
图 41: 若租金上涨 1 万美元/天, 各船型增加的净利润.....	14
图 42: 中远海特部分船型的租金水平还低于市场租金.....	14
图 43: 假设中远海特的部分船型租金上升 .....	14
图 44: 在手订单交付将带动中远海特的船队规模增长.....	14
表 1: 2021 年国内主要汽车船运输公司及其运力规模 .....	10
表 2: 中远海特的收入与成本预测 .....	15
表 3: 中远海特的贴现率核心假设 .....	15
表 4: 中远海特的超额利润与贴现值.....	15
表 5: 中远海特的可比公司 Wind 一致预期 EPS 和估值 (截止 2022 年 9 月 23 日) .....	16

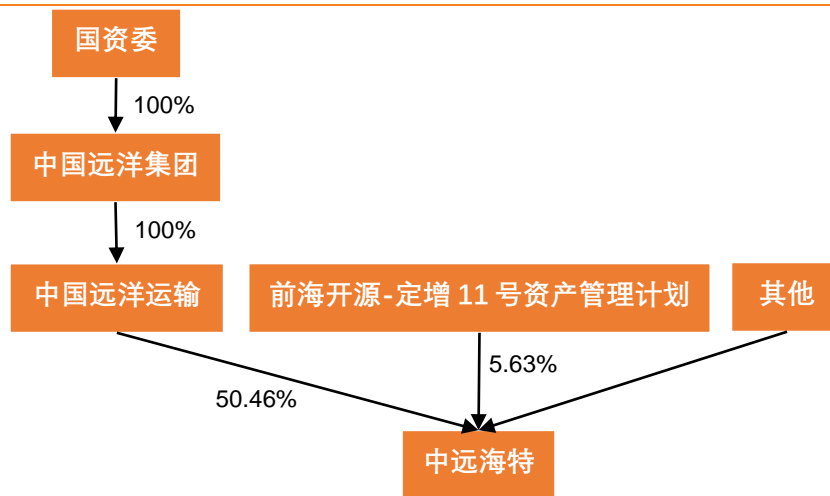
## 1. 十年磨砺，成就特种航运龙头

中远海特是全球特种船航运头部公司。中远海特是央企中远集团的控股公司，主要从事特种船运输，多用途船和纸浆船是主力船型，机械设备、纸浆等是主要运输货物。经过多年发展，中远海特在多个细分船型的运力份额位居行业前三，综合竞争力强。尽管市场运价大幅波动，中远海特的运量、收入、利润都呈现上升趋势，在市场波动中实现成长。

### 1.1. 央企控股特种航运公司

中远海特是央企所属上市公司。中远海特成立于 1999 年 12 月 8 日，2002 年 4 月 18 日在上海证券交易所挂牌上市，是中国远洋集团下属特种船运输上市公司，实际控制人为中央国资委。截止 2022 年 8 月 16 日，中国远洋集团持股比例 50.46%，前海开源资管计划持有 5.63%，其他为投资者持股比例都较低。

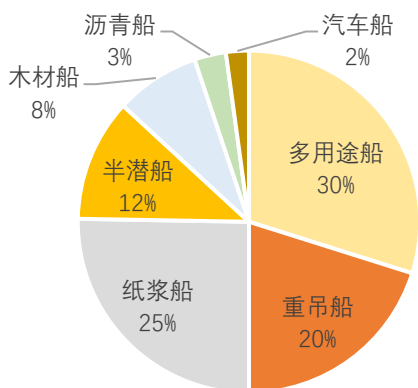
图 1：中远海特的股权结构（截止 2022 年 8 月 16 日）



资料来源：Wind，天风证券研究所

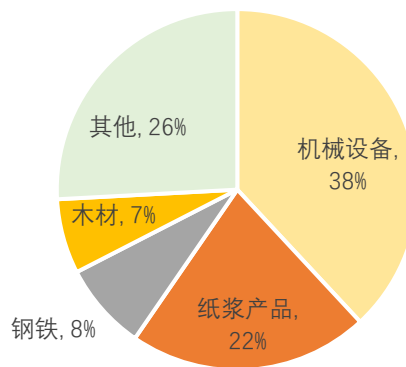
中远海特是全球领先的特种船公司。公司拥有规模和综合实力居世界前列的特种运输船队，经营管理半潜船、多用途船、重吊船、纸浆船、汽车船、木材船和沥青船等各类型船舶。公司船队结构合理，船舶运载能力和适货性强、节能环保，能够承运包括钻井平台、机车及火车车厢、风电设备、桥吊、成套设备等超长、超重、超大件、不适箱以及有特殊运载和装卸要求的货物，以及纸浆、木材等大宗商品。

图 2：2021 年中远海特的船队运力结构



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 3：2021 年中远海特的运输货物（计费吨）结构

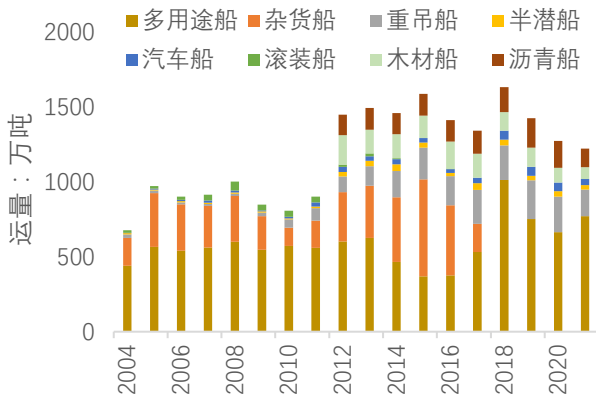


资料来源：公司年报，天风证券研究所

中远海特向“产业链经营者”和“整体解决方案提供者”转型。公司聚焦“双核双链”战略主题，创新服务方式和经营模式，提升运营效率，加快数字化转型与科技创新，强化核心竞争力，发挥“特”字优势，实现经营效益的稳步提升。持续稳步推进纸浆物流产业链和工程项目物流产业链拓展，提高“端到端”整体物流解决方案能力。公司项目物流小组

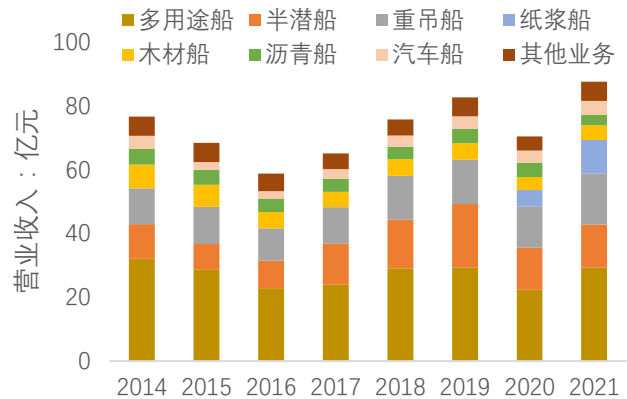
通过优化船队组合，集合船队、技术、服务等资源优势，抓住市场机遇，从“以船配货”向“揽取项目”转变，为客户定制整体解决方案。

图 4：中远海特船队的货运结构变化



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：中远海特的营业收入结构变化

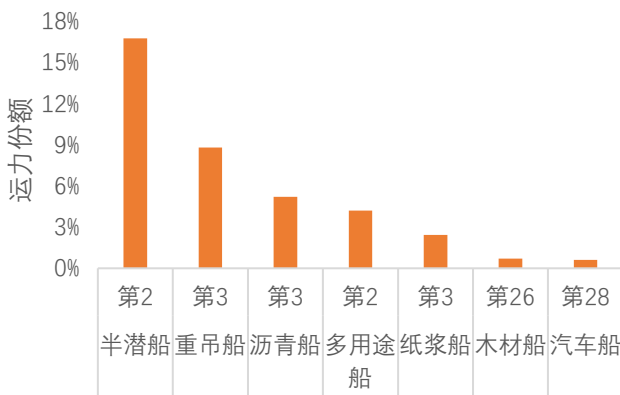


资料来源：Wind，天风证券研究所

## 1.2. 全球特种航运头部公司

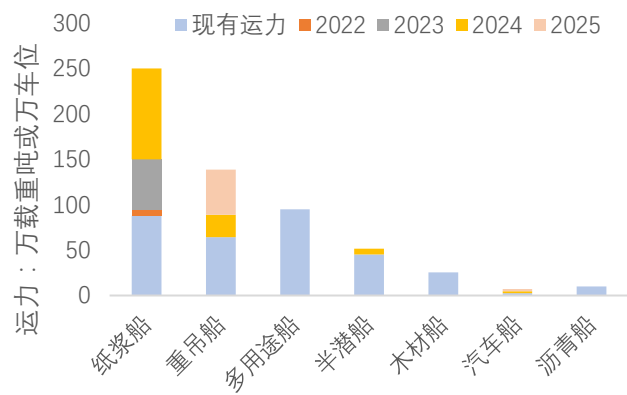
公司拥有规模和综合实力居世界前列的特种运输船队。截止 2022 年 6 月 30 日，经营管理半潜船、多用途船、重吊船、汽车船、木材船和沥青船等各类船舶 104 艘、333.1 万载重吨。在多个细分船型领域，中远海特的竞争力较强。截止 2022 年 9 月 15 日，多种船型的运力规模在行业内领先：半潜船运力份额 16.8%，行业内排名第二；重吊船运力份额 8.8%，行业内排名第三。市场上很少有综合各特种船型的强大竞争对手。

图 6：中远海特多种船型的运力规模全球领先(2022 年 9 月 15 日)



资料来源：Wind，Clarkson，天风证券研究所

图 7：中远海特现有新造船订单有望陆续交付



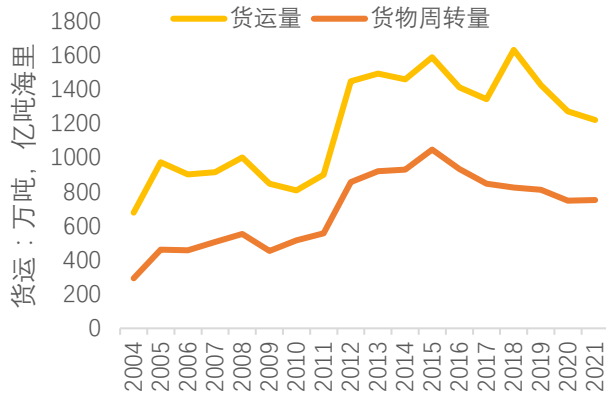
资料来源：Wind，Clarkson，天风证券研究所

中远海特的运力规模有望继续增长。截止 2022 年 9 月 15 日，中远海特的新造船订单共计 243 万载重吨、4.56 万车位数，将在 2022-25 年陆续交付。现有订单全部交付后，纸浆船和汽车船运力有望增长 184%和 185%，重吊船运力有望增长 116%，中远海特的全球竞争力有望进一步加强。

## 1.3. 公司在市场波动中成长

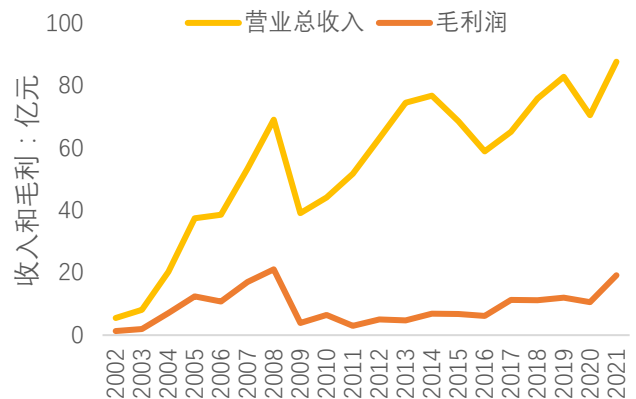
中远海特的运量、收入、利润在波动中增长。随着我国经济发展，运输需求增长，中远海特扩张运力来增加运量，运输收入和利润有望随之增长。但是运价呈现大幅波动，导致收入和利润也出现大幅波动。

图 8：中远海特的货运量和周转量在波动中增长



资料来源：Wind，天风证券研究所

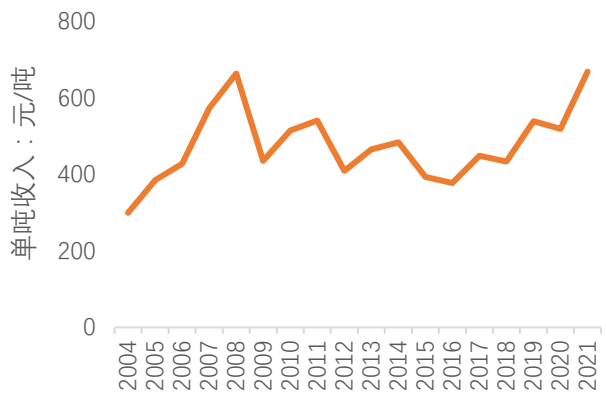
图 9：中远海特的营业收入和毛利润在波动中增长



资料来源：Wind，天风证券研究所

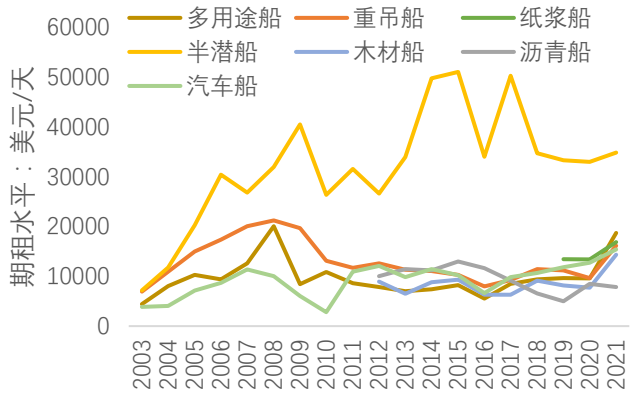
中远海特的平均运价呈现大幅波动。航运业是周期性行业，运价往往大幅波动。回顾历史，中远海特的平均单吨运输收入大幅波动，2021 年处于较高水平；主要船型的期租水平也大幅波动，2021 年处于中等偏上位置。

图 10：中远海特的平均单吨运输收入大幅波动



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 11：中远海特多数船型的期租水平处于历史中等偏上位置



资料来源：Wind，天风证券研究所

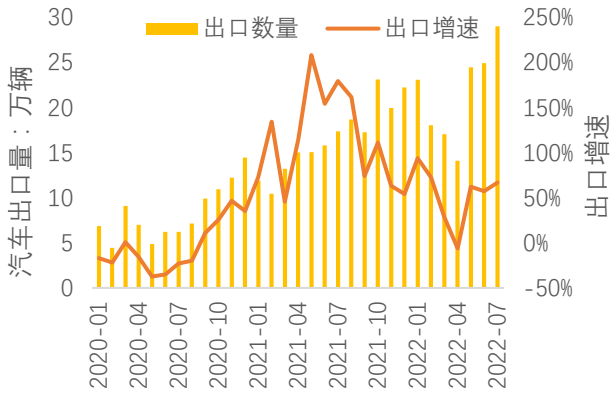
## 2. 汽车出口高增长，汽车船景气上行

汽车船运输迎来发展机遇，盈利有望大幅增长。中国汽车产业竞争力提升，汽车出口量有望持续高增长；全球汽车海运贸易航线有望重构，中国出口带动平均运距变长。中国的汽车船造船优势明显，而现有船队运力规模小，未来发展空间大。2021 年以来的汽车船行业繁荣，给企业发展带来良好的机遇。中远海特成立合资公司发展汽车船运输、纸浆船转做运输出口汽车，业务有望迎来高增长，并带动利润大幅增长。

### 2.1. 竞争力提升，汽车出口高增长

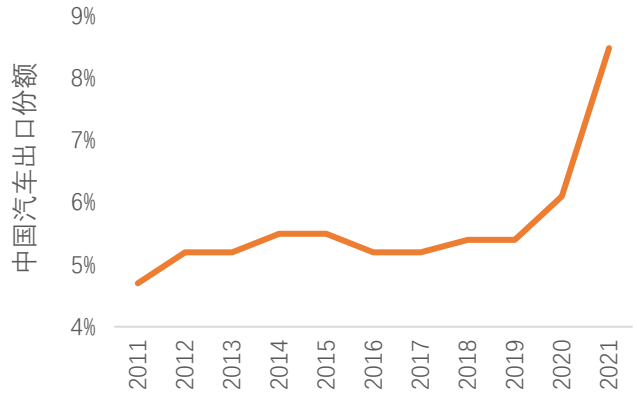
2020 年开始，中国汽车出口量开始高增长。随着汽车产品质量、技术、品牌、服务的持续提升，中国汽车的国际竞争力不断增强，汽车出口快速增长。中国在经济型小轿车和 SUV、载货车及大中型客车、纯电动乘用车等领域具有一定的国际竞争优势。未来随着中国品牌竞争力的提升、外资品牌出口潜力的释放以及新能源汽车出口的发力，中国汽车出口量有望持续较快增长，在全球汽车出口市场中的份额有望持续上升。

图 12：2020 年开始中国汽车出口量高速增长



资料来源：Wind，天风证券研究所

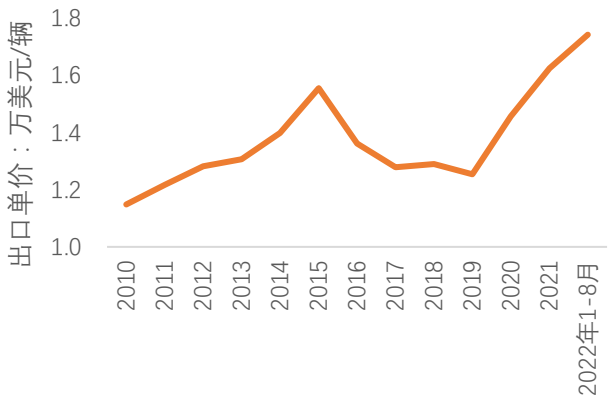
图 13：中国汽车产品出口金额在全球占比提升



资料来源：Wind，马胜、刘艳《中国汽车出口现状分析及趋势展望》，全球贸易观察，天风证券研究所

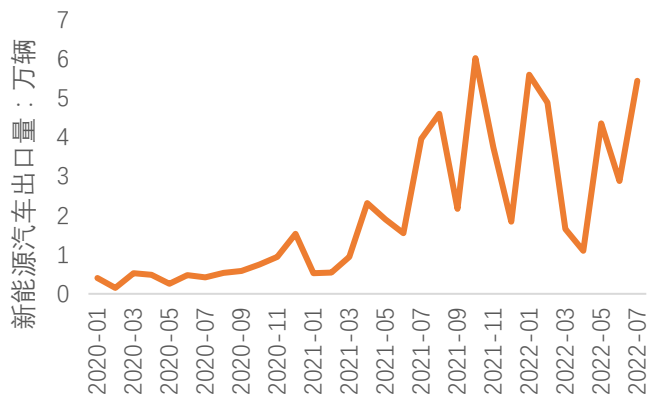
中国出口汽车的单价快速提升，说明增长质量高。中国汽车出口不再依靠低价取胜，而是依靠质量、品牌、新能源等优势取胜。2019 年以来，出口汽车的平均单价快速上升，抢占海外更多高端市场的份额。2021 年，中国对主要发达市场出口汽车 51.09 万辆，同比增长 160.1%，占中国出口量的比例超过 25%。其中，对欧盟 27 国及英国共出口 30.62 万辆，同比增长 2 倍多；对中东地区主要国家出口 20.16 万辆，同比增长 53.3%。

图 14：中国出口汽车的平均单价在快速上升



资料来源：Wind，海关总署，天风证券研究所

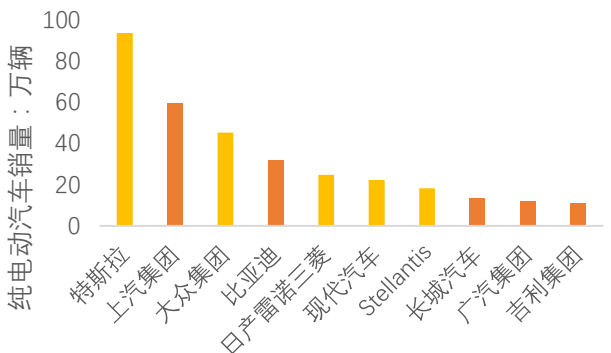
图 15：中国出口汽车中，新能源汽车出口量大幅增长



资料来源：Wind，天风证券研究所

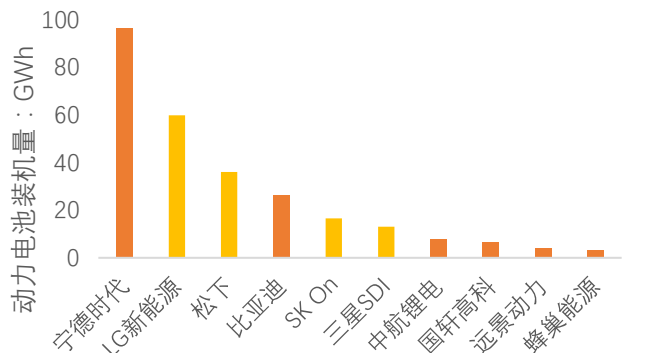
中国新能源汽车产业具备先发优势和规模优势。从技术发展来看，新能源整车技术基本达到国际先进水平，我国纯电动汽车从续航里程、环境适应性、整车性能、整车能耗、智能化应用等方面已经取得全面进步。电池、电机、电控等核心“三电”技术也达到国际领先水平或与国际水平同步。从产品价格来看，我国新能源汽车出口价格不低于外资品牌，在 西欧、北欧、中欧等市场的均价同样达到 3 万美元的水平。

图 16：2021 年全球纯电动汽车销量前十企业



资料来源：Wind，MarkLines，天风证券研究所

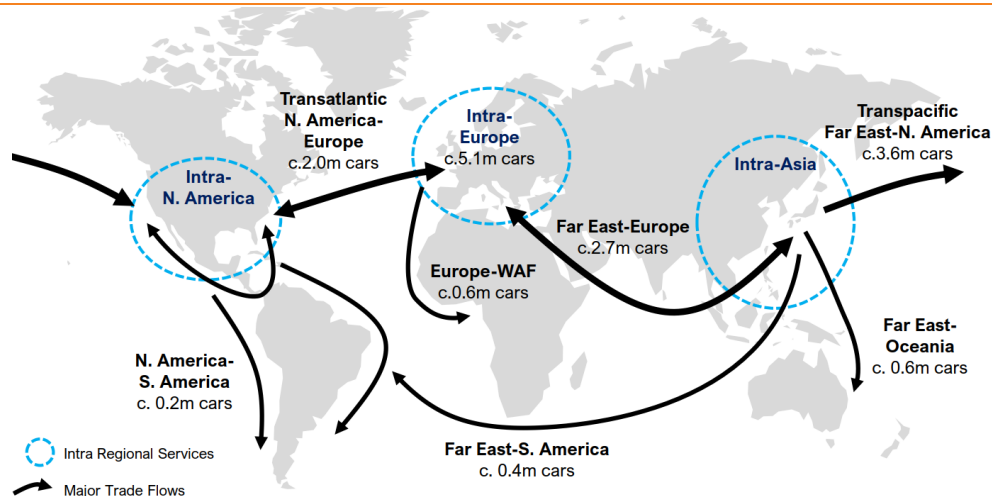
图 17：2021 年全球动力电池装机量前十企业



资料来源：Wind，SNE Research，天风证券研究所

全球汽车海运贸易以东亚、欧洲、北美之间为主。中日韩、西欧、北美都是全球汽车制造中心，也是汽车出口中心，还是汽车消费中心，所以相互之间汽车海运贸易活跃。其他地区汽车制造业不强，但汽车消费量较大，所以东亚、欧洲、北美向这些地区出口汽车。

图 18：全球汽车船运输主要航线



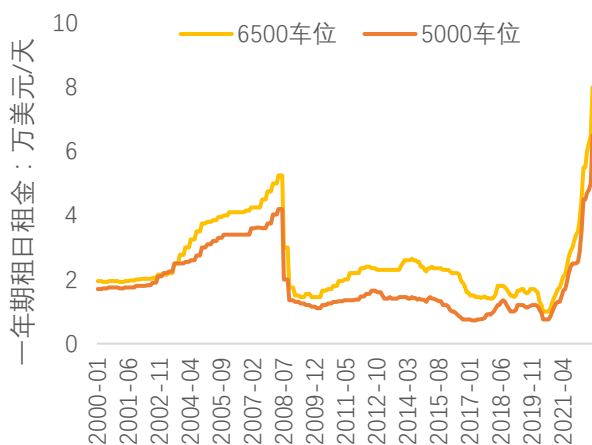
资料来源：Wind, Clarkson, 天风证券研究所

中国汽车产业崛起，汽车贸易格局有望重构。在全球汽车电动化、智能化的趋势中，中国汽车产业已经占据明显优势。随着产业链不断完善，中国的新能源汽车产业竞争力有望继续增强。我们认为，中国未来有望成为全球汽车出口中心，汽车出口量有望大幅增长，平均海运距离将变长，带动汽车船运输需求增长。

## 2.2. 需求增长，汽车船运价创新高

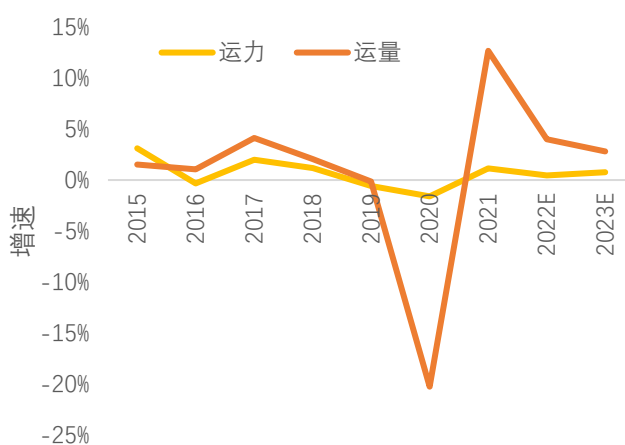
2020 年下半年以来，汽车船运价（一年期租日租金）持续上涨，并创历史新高。2020 年下半年，疫情影响减弱，汽车船运输需求恢复带动运价大幅上涨。到 2022 年 3 月，运价突破 2008 年的高点，创历史新高。从 2020 年低点到 2022 年 8 月，汽车船运价上涨 8 倍左右，汽车船航运或已进入繁荣期。2022-23 年，汽车船供给紧缺有望加剧，运价有望进一步上涨。

图 19：2022 年汽车船租金创历史新高，并持续上涨



资料来源：Wind, Clarkson, 天风证券研究所

图 20：2022-23 年全球汽车船运力紧缺有望加剧

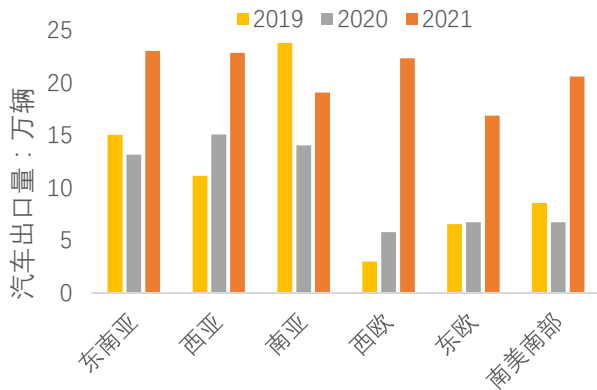


资料来源：Wind, Clarkson, 天风证券研究所

中国汽车出口增量较大的地区是东欧、西欧、南美，运距更长。2021 年，中国对西欧、东欧、南美南部的汽车出口量大幅增加。海运出口到这三个地区的航线距离都超过 10000 海里，远高于中国出口到主要国家 7000 海里左右的运距，也高于其他主要汽车出口国 7000 海里左右的平均出口运距。这导致中国的平均出口运距变长，也导致全球的平均出

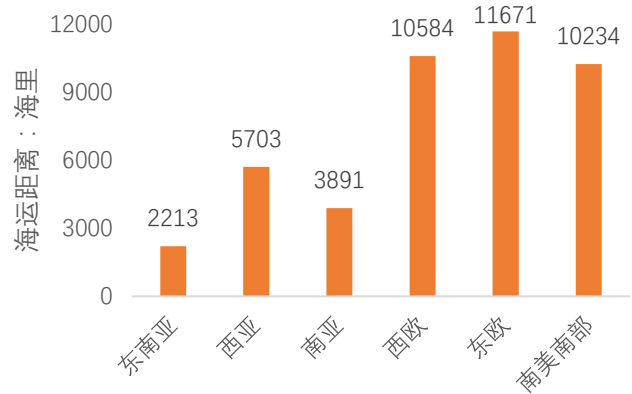
口运距变长，出口周转量增幅高于出口量增幅。

图 21：2021 年中国向西欧、东欧和南美南部出口增量较大



资料来源：Wind，中国汽车流通协会，天风证券研究所

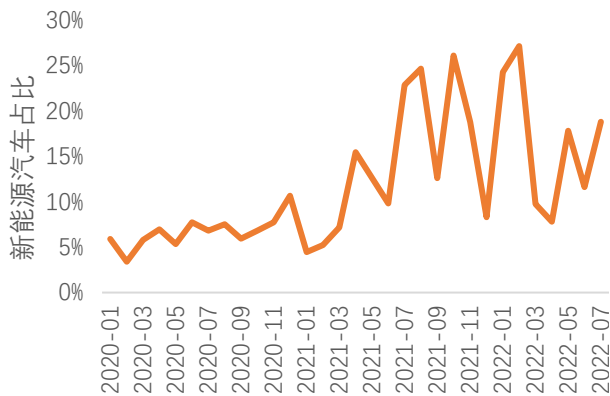
图 22：中国出口到西欧、东欧和南美南部的运距更长



资料来源：Wind，HiFleet，天风证券研究所

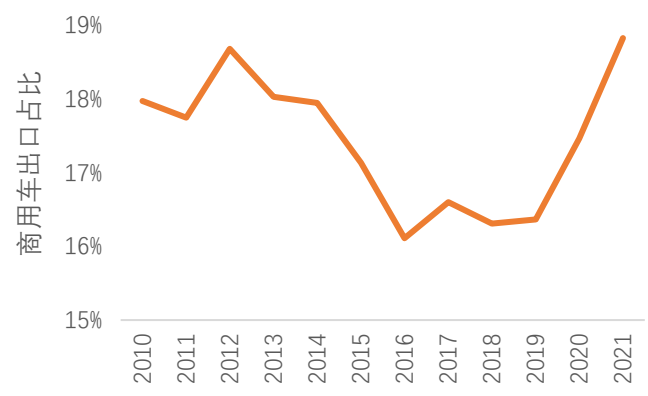
新能源汽车出口增加运输需求。新能源汽车往往更大、更重，需要占用汽车船更多空间和载重吨。所以即使相同运量，电动汽车需要更多汽车船运力。中国出口汽车中，新能源汽车占比大幅提升，2021 年新能源汽车出口量增长 3 倍以上，带动运输需求增长。

图 23：中国出口汽车中，新能源汽车占比大幅上升



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 24：全球出口汽车中，商用车占比明显上升



资料来源：Wind，Clarkson，天风证券研究所

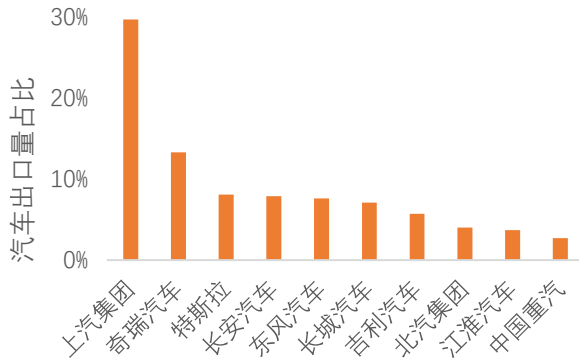
商用车出口增加运输需求。商用车体积和重量更大，需要占用汽车船更多空间和载重吨。2020-21 年全球商用车出口占比明显上升，增加汽车船运输需求。

### 2.3. 成立合资公司，发展汽车船队

成立合资公司发展汽车出口运输业务。中远海特与上汽集团、上港集团共同投资成立一家汽车供应链公司，将有效整合各方优势资源，强化船东与货主之间、航运和港口物流企业之间的协同合作，立足中国汽车出口航线，辐射和深耕国际汽车运输市场。中远海特、上港物流、安吉物流对合资公司的持股比例分别为 42.5%、37.5%、20%。合资公司成立后，将购买或租赁中远海特所属从事国际运输业务的汽车船，并在各方股东的支持下，通过新建、购买或租赁等方式逐步扩充汽车船运力，满足经营发展的需要。

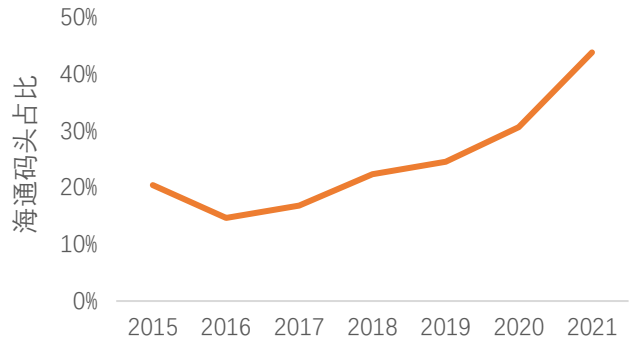
上汽集团和上港集团都是汽车出口的重要参与方。2021 年，上汽集团汽车的出口量占全国的 30%左右，是国内汽车出口的龙头厂商。上港集团的海通汽车码头，2021 年出口汽车吞吐量 88 万辆，占汽车出口量的 44%，是国内最大的汽车出口码头。中远海特与他们合作，在汽车出口船舶运输领域是强强联合，更能把握未来汽车出口带来的机会。

图 25：2021 年上汽集团汽车出口量占全国的 30%



资料来源：刘征《中国汽车出口“破局”的六大原因》，汽车纵横，天风证券研究所

图 26：上港集团的海通汽车码头汽车出口吞吐量占出口量的比例高



资料来源：Wind，天风证券研究所

中远海特、上汽集团和上港集团都拥有汽车船队。截止 2021 年，经营汽车船运输业务的公司有安吉物流（上汽集团 100%控股）、招商滚装（招商轮船 70%控股）、中远海运滚装（中远海特 100%控股）、中世国际（长江物流 40%参股）等。国内市场的集中度较高，头部公司具有发展优势。

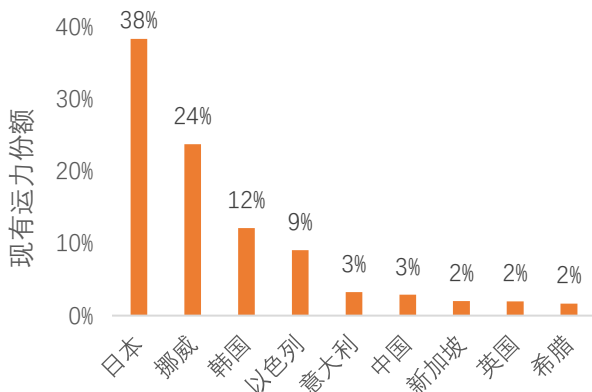
表 1：2021 年国内主要汽车船运输公司及其运力规模

控股股东	汽车船公司	持股比例	数量：艘	运力：万车位	权益运力：万车位	运力份额
上汽集团	安吉物流	100%	21	3.18	3.22	24%
	安吉中远海特滚装	65%	1	0.06		
招商轮船	广州招商滚装	70%	22	3.57	2.50	18%
中远海特	中远海运滚装	100%	5	2.46	2.48	18%
	安吉中远海特滚装	35%	1	0.06		
长久物流	新中甫航运	28%	7	0.97	0.49	4%
	久格航运	51%	1	0.43		
上港集团	民生轮船	20%	15	1.26	0.25	2%
全国			94	13.58		100%

资料来源：Wind，中国船级社，Clarkson，天风证券研究所

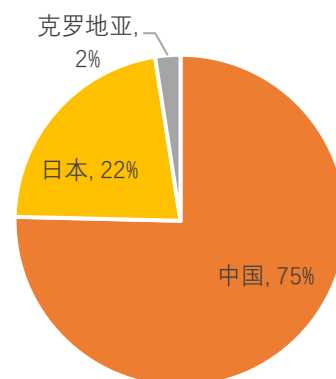
中国汽车船运输迎来发展机遇。一方面，中国的汽车出口量快速增长，给中国的汽车船企业带来大量新增运输需求。另一方面，中国在汽车船造船领域占据优势，给运力扩张带来便利。此外，2021 年以来汽车船运价大幅上涨，给中国汽车船运输企业扩张运力提供了良好的经营环境。国内头部公司汽车船运力规模远远小于国外，未来增长空间大。

图 27：2021 年 11 月，各国的汽车船运力份额



资料来源：Wind，Clarkson，天风证券研究所

图 28：2021 年 11 月，汽车船在手订单主要在中国船厂

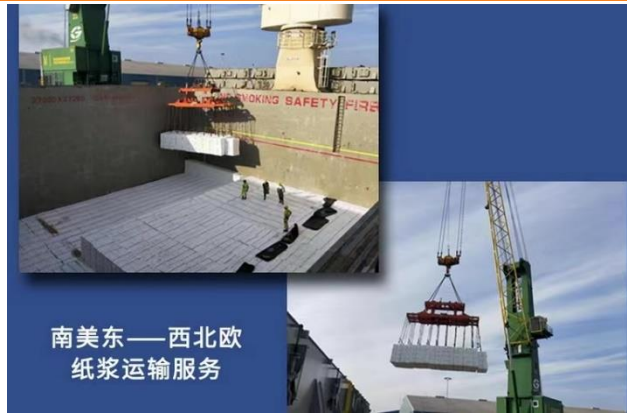


资料来源：Wind，Clarkson，天风证券研究所

## 2.4. 纸浆船运汽车，盈利将增长

纸浆船开始装运出口汽车。8月18日，中远海特6.2万载重吨纸浆船，采用自主创新研发的“可折叠商品车专用框架”，顺利装载1100多台商品车，实现汽车出口运输。纸浆船回程货物以纸浆为主，与商品车出口形成稳定的双向货源。截止2022年8月，中远海特经营纸浆船19艘，新造船订单17艘。未来中远海特纸浆船承运的出口汽车数量有望持续快速增长。

图 29：纸浆船的船舱结构和装载纸浆的过程



资料来源：中远海特官网，天风证券研究所

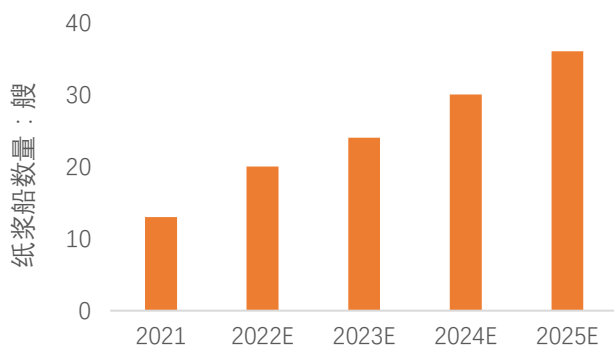
图 30：汽车装在框架箱内，适合装载到纸浆船里



资料来源：中国远洋海运集团微信公众号，天风证券研究所

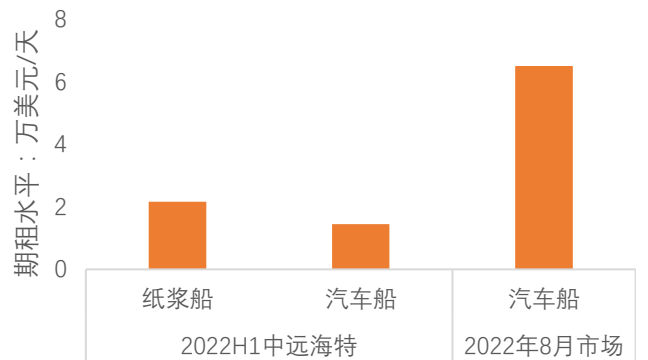
在汽车船高运价情况下，纸浆船运输汽车有望带来较高的经济效益。中远海特的纸浆船往往和货主签订 COA 合同，锁定进口回程的货物运量。2021 年，中远海特承运纸浆货量 386 万吨，并相继拿到了多家纸浆重要客户的 COA 合同，锁定近 5000 万吨货量。纸浆船的去程往往运输件杂货、集装箱等货物。2022 年上半年，中远海特 6.2 万载重吨纸浆船的期租水平为 2.16 万美元/营运天，2022 年 8 月 5000 车位的汽车船（1.4 万载重吨左右）一年期期租水平为 6.5 万美元/天。如果纸浆船期租水平提高 1 万美元/天，现有 19 艘船能增加净利润 3.48 亿元/年；17 艘订单纸浆船交付后，能增加净利润 6.59 亿元/年。

图 31：中远海特运营的纸浆船数量将持续增长



资料来源：Wind，Clarkson，天风证券研究所

图 32：2022 年上半年，中远海特纸浆船和汽车船的期租水平较低



资料来源：交通部，Clarkson，天风证券研究所

纸浆船运输汽车还处于尝试阶段，对汽车运输的运力影响较小。东亚和北亚地区纸浆船运力有 795 万载重吨，如果每 56 载重吨提供于 1 个车位，那么运力为 14 万车位左右，相当于汽车船运力的 3.5% 左右，对整体运力供给影响有限。所以中国汽车出口运输有望保持高景气，中远海特的汽车船和纸浆船有望持续受益。

## 3. 风电行业成长，重吊船持续高景气

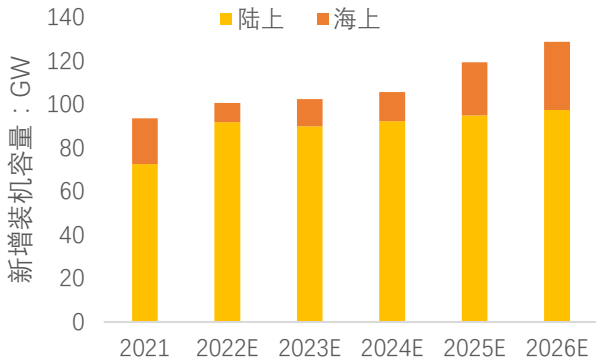
碳中和目标下，风电行业快速发展，中国的风电设备出口和海上风电建设快速增长，有望带动运输需求增长。机械设备出口较快增长和油气勘探回暖也推升运输需求。中远海特的多用途船、重吊船、半潜船等期租水平上涨。考虑运输需求持续增长，而运力增长较低，

我们预计多用途船、半潜船的租金水平有望继续上升。

### 3.1. 碳中和，风电行业持续高增长

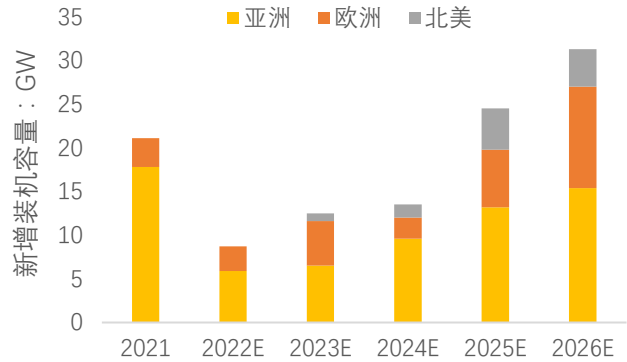
碳中和与能源安全或将推动风电行业持续快速增长。全球多国已经制定了碳中和时间表，俄乌冲突凸显了能源独立的重要性。中国风能协会（CWEA）预计 2021-26 年全球风电新增装机容量持续增长，年化增速 6.6%。海上风电新增装机容量，经过 2021 年抢装后，有望迎来恢复性增长，预计 2021-26 年年化增速 8.3%。

图 33：2022-2026 年全球风电新增装机容量展望



资料来源：CWEA，天风证券研究所

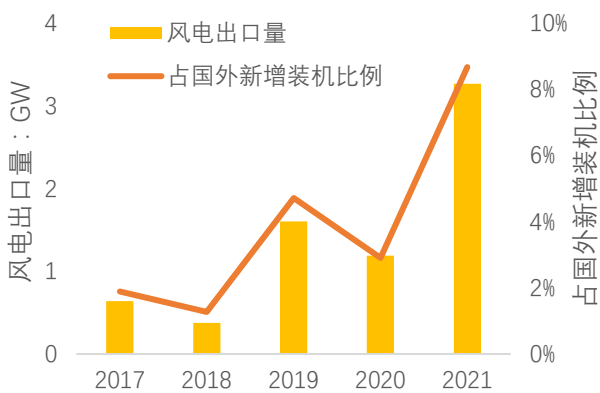
图 34：2022-2026 年全球海上风电新增装机容量展望



资料来源：CWEA，天风证券研究所

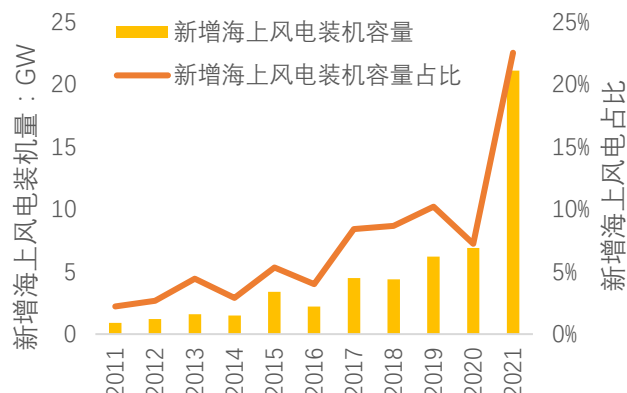
中国风电设备出口有望持续高增长。中国风电设备制造行业竞争力提升，出口量快速增长，出口量/国外新增装机容量也快速提升。随着产业竞争力进一步提升，我们预计风电设备出口或将持续较快增长。

图 35：中国风电设备出口量增长，在国外份额提升



资料来源：CWEA，天风证券研究所

图 36：在新增装机容量中，海上风电的占比上升



资料来源：CWEA，天风证券研究所

海上风电的占比在提升。海上风电的新增装机容量在快速上升，在风电装机容量中占比也大幅提升。海上风电具有稳定性高、风速大等特点，更适合设备大型化。中国海上风电资源多集中于东南部沿海地区，更靠近负荷中心。因此，海上风电有望更快增长，占比有望继续提升。

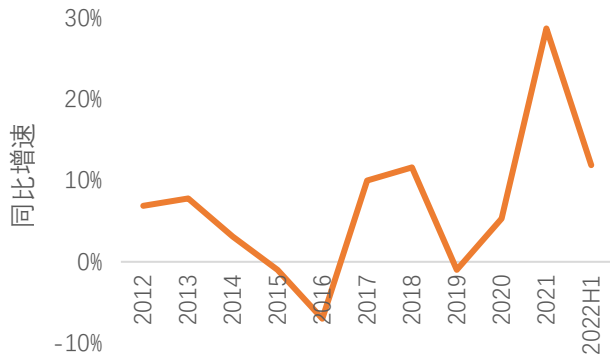
### 3.2. 需求增长，多用途船景气上行

风电设备出口和海上风电有望带动多用途船运输需求。风电设备往往较大、较重，水运的经济性和便利性高于陆运，需要船舶进行出口运输。海上风电安装也需要船舶进行运输。考虑到货物特点，往往用多用途船、重吊船、半潜船等，进行叶片、塔筒、风机、导管架等运输。中远海特多用途船景气度上升，受益于风电行业高景气。

机械设备出口较快增长和油气勘探回暖推升运输需求。中国的机械及运输设备出口较快增长，带动多用途船和重吊船运输需求增长。随着油气价格上涨，油气勘探需求增加，全球

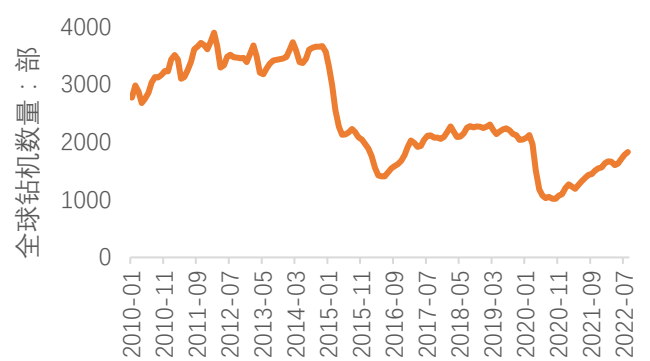
钻机数量回升，有望带动半潜船、重吊船运输需求增长。

图 37：机械及运输设备出口金额较快增长



资料来源：Wind，天风证券研究所

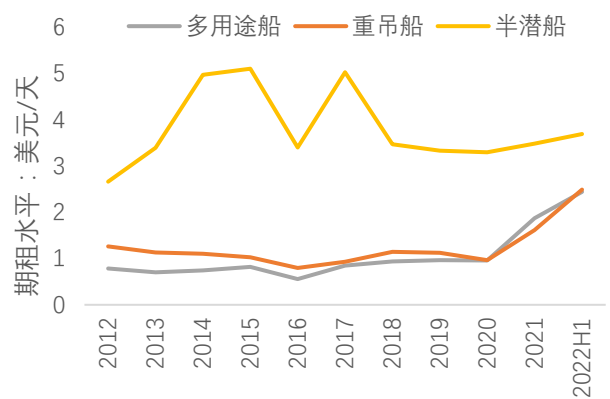
图 38：随着油气价格上涨，全球钻机数量回升



资料来源：Wind，天风证券研究所

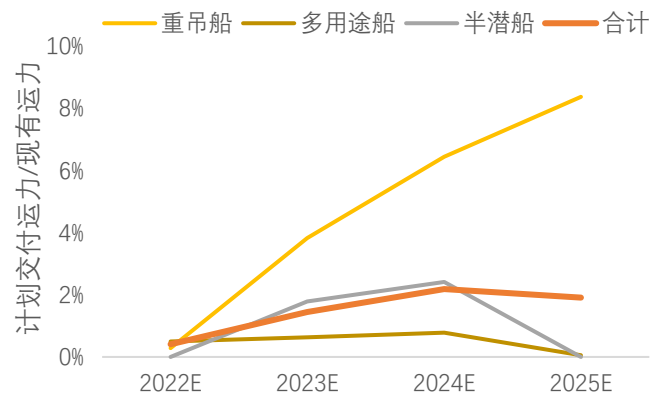
中远海特的多用途船、重吊船、半潜船期租水平上升。2020 年以来，运输需求见底回升，带动船舶租金水平上涨。考虑到未来需要有望持续增长，而供给增速较低，我们预计多用途船、半潜船的租金水平有望继续上升。

图 39：2020 年以来多用途船、重吊船、半潜船的期租水平上升



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 40：2022-25 年多用途船、重吊船、半潜船的计划交付运力比例



资料来源：Clarkson，天风证券研究所

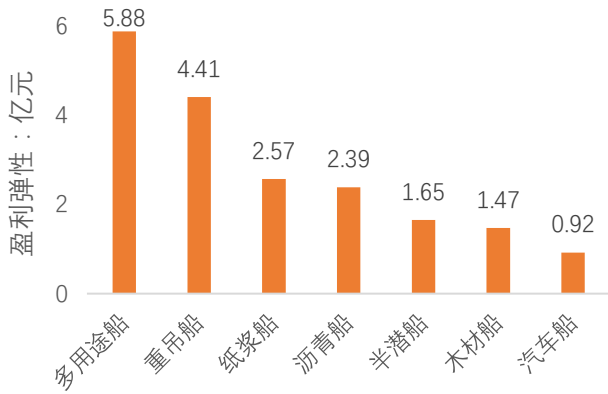
## 4. 供需改善，运价和盈利弹性大

中远海特的盈利弹性大，未来净利润有望大幅增长。新造船陆续交付、部分船型景气度上升，或将推动中远海特净利润增长。由于船舶数量众多，租金上涨对盈利增长的弹性较大。根据超额利润贴现法和可比公司 2022 年平均 PE 估值法，取两者均值，给予目标价 13.75 元，给予“买入”评级。

### 4.1. 中远海特的盈利弹性大

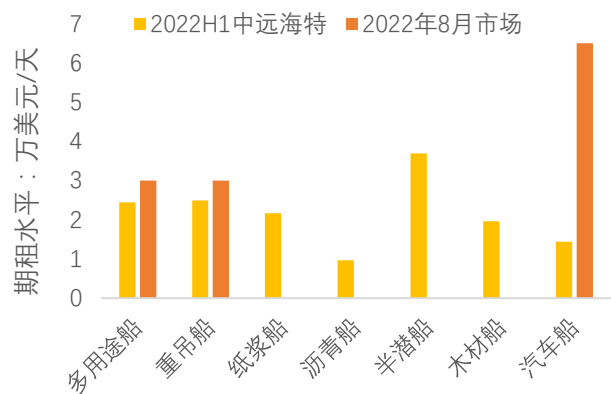
中远海特船队的盈利弹性较大。假设船舶租金上涨 1 万美元/天，中远海特各种船型增加的净利润不同，其中多用途船、重吊船的盈利弹性较大。未来随着纸浆船、重吊船、汽车船等陆续交付，盈利弹性有望提高。

图 41：若租金上涨 1 万美元/天，各船型增加的净利润



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 42：中远海特部分船型的租金水平还低于市场租金



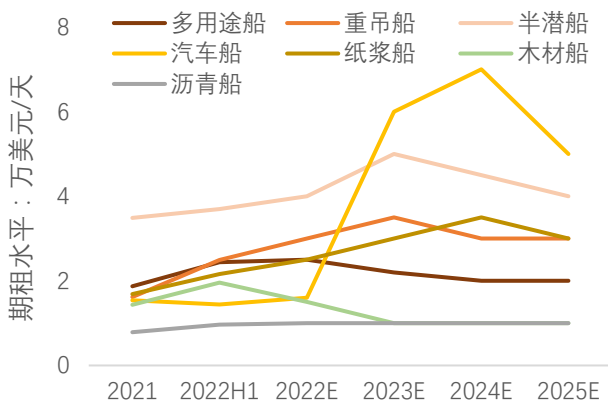
资料来源：Wind，公司半年报，Clarkson，天风证券研究所

中远海特部分船型的租金上涨空间较大。与 2022 年 8 月的市场租金相比，2022 年上半年中远海特汽车船、多用途船实现的租金偏低，具有上升空间。随着汽车、风电设备、工程车辆、油气设备等出口运输需求增长，汽车船、重吊船、半潜船的期租水平有望继续上升。未来纸浆船运输出口汽车（与进口纸浆形成双向货源），期租水平也有望明显上升。

#### 4.2. 行业景气，盈利有望大增

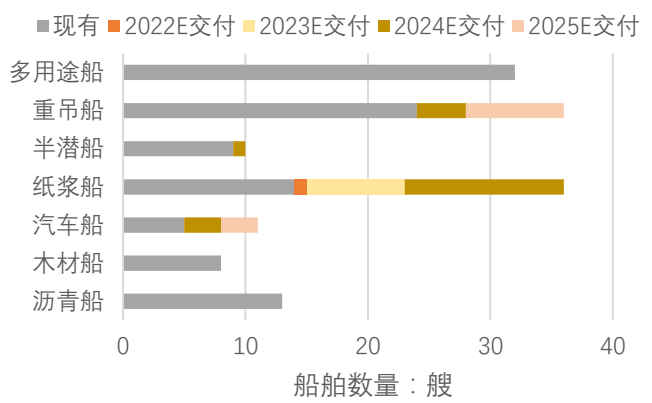
假设汽车船、纸浆船、重吊船、半潜船等景气度上升。集运和干散货航运运价下跌，分流部分货物，导致多用途船租金下跌。风电行业发展和油气勘探恢复，带动重吊船和半潜船租金上涨，但是 2024 年开始运力大幅增长导致运价下跌。汽车出口持续高增长，带动汽车船租金上涨，中远海特汽车船租金达到市场水平；纸浆船开始运出口汽车，带动租金上涨。干散货船运价回落，导致木材船租金回落。油轮运价上涨，带动沥青船租金上涨。

图 43：假设中远海特的部分船型租金上升



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 44：在手订单交付将带动中远海特的船队规模增长



资料来源：Clarkson，天风证券研究所

假设中远海特的运营船舶数量继续增长。根据 Clarkson 统计的新造船订单交付计划，2022-25 年中远海特将有较多纸浆船、重吊船、汽车船交付，船舶数量有望大幅增长。此外，中远海特可能再下新造船订单，也可能退役部分老旧船舶，假设两者持平。未来船队规模增长，将带动中远海特营业收入和净利润增长。

中远海特的收入和利润有望大幅增长。根据船队规模增长和租金水平变化假设，重吊船、半潜船、汽车船、纸浆船的毛利有望大幅增长，多用途船、木材船的利润将下滑，沥青船的利润小幅增长。

表 2：中远海特的收入与成本预测

船型	指标: 亿元	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
多用途船	营业收入	29.2	33.4	32.3	31.2	31.7
	毛利	7.1	10.7	9.1	7.6	7.6
重吊船	营业收入	16.0	21.6	24.8	25.8	33.6
	毛利	3.5	8.9	11.8	10.3	13.3
半潜船	营业收入	13.6	15.8	18.5	18.6	18.0
	毛利	3.0	4.7	6.9	6.4	5.2
汽车船	营业收入	4.5	4.8	10.4	16.3	15.5
	毛利	0.7	1.0	6.4	12.3	11.4
纸浆船	营业收入	10.6	20.5	26.9	36.3	37.9
	毛利	2.8	7.3	11.3	17.2	15.2
木材船	营业收入	4.6	4.4	3.8	3.9	4.0
	毛利	1.0	0.7	0.0	0.0	0.0
沥青船	营业收入	3.1	3.5	3.6	3.6	3.7
	毛利	0.4	0.7	0.7	0.7	0.7
合计	营业收入	81.6	103.9	120.3	135.8	144.5
	毛利	18.5	34.0	46.4	54.6	53.4

资料来源：Wind，天风证券研究所

### 4.3. 目标市值上涨空间较大

综合超额利润贴现估值法和可比公司 2022 年预期平均 PE，取两者均值，给予中远海特的目标价为 13.75 元，给予买入评级。

根据超额利润贴现估值，中远海特的每股合理价值为 13.03 元。中远海特未来盈利有望大幅改善，经营性现金流入增加；通过融资租赁造船，资本开支将减少；偿还负债，融资性现金将流出。行业周期和经营模式的变化，导致现金流不稳定，不适合用公司自由现金流贴现法或股权自由现金流贴现法估值。但是多个船型的景气度高，中远海特的盈利能力增强，ROE 超过股权融资成本，因此适合用超额利润贴现估值。

表 3：中远海特的贴现率核心假设

指标	假设	依据
无风险利率	3%	2010 年以来十年期国债收益率平均 3.45%
风险溢价	5%	近 10 年沪深指数平均收益 7.56%
贝塔	1.43	Wind 显示中远海特 Beta 为 1.43
半显性期增长率	5%	纸浆进口、汽车出口、风电行业增长
永续增长率	2%	经济增速放缓，运输需求增长放缓

资料来源：Wind，天风证券研究所

根据估值模型，中远海特的超额利润预测及贴现值如表 4。

表 4：中远海特的超额利润与贴现值

单位: 亿元	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	终值
超额利润	1.62	12.88	16.11	13.02	13.67	14.35	15.07	15.82	16.62	17.45	18.32	19.23	240.72
贴现	1.58	11.39	12.93	9.49	9.04	8.62	8.22	7.83	7.47	7.12	6.78	6.47	80.94
权益价值													177.88

资料来源：Wind，天风证券研究所

根据可比公司 2023 年 Wind 一致预期平均 PE，给予中远海特 12.34 倍目标 PE，因此每股合理价值为 14.47 元。可比公司选择业务较类似的国际航运上市公司：中远海控、中

远海能、招商轮船、招商南油。中远海特 EPS 为天风交运预测。

表 5：中远海特的可比公司 Wind 一致预期 EPS 和估值（截止 2022 年 9 月 23 日）

代码	名称	股价（元） 2022/9/23	Wind 一致预期 EPS（元）				Wind 一致预期 PE			
			2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
601919.SH	中远海控	11.97	5.59	6.90	3.91	2.27	2.14	1.74	3.06	5.27
600026.SH	中远海能	18.70	-1.04	0.29	0.79	1.03	-17.90	63.48	23.65	18.18
601872.SH	招商轮船	7.77	0.48	0.65	0.76	0.88	16.19	12.04	10.23	8.80
601975.SH	招商南油	5.43	0.06	0.31	0.44	0.46	89.46	17.25	12.41	11.76
平均								23.63	12.34	11.00
600428.SH	中远海特	6.75	0.14	0.57	1.17	1.42	48.21	11.85	5.76	4.76

资料来源：Wind，天风证券研究所

备注：可比公司为 Wind 一致预期 EPS 和 PE，中远海特为天风交运预测 EPS 和估值。

## 5. 风险提示

**集运和干散货航运分流货源。**随着集运和干散货航运运价下跌，运输经济性增强，特种船的部分货源将被分流，导致特种船的运输需求减少，景气度可能随之下降。其中多用途船与集运、干散货航运的替代关系较强，受影响可能较大。

**国外碳中和政策反复。**欧洲能源紧缺可能导致部分国家暂时搁置碳中和政策，风电、光伏等新能源产业发展可能放缓，风电设备运输需求将随之下降，重吊船、半潜船的景气度可能下降。

**全球汽车销量大幅下滑。**新冠疫情、俄乌冲突、货币紧缩等都给全球经济带来不确定性。如果全球经济增速明显下滑，那么作为耐用消费品的汽车销量增速也可能大幅下滑，汽车海运贸易量将受影响，汽车船运输的景气度可能下降。

**欧美国家增加贸易壁垒。**中国的汽车产业已经具备强大竞争力，产品优势明显。但是欧美国家可能增加贸易壁垒抵御中国汽车出口，比如加征关税、核心零部件断供、金融制裁等。中国汽车出口竞争力可能因此下降，导致运输需求减少。

**新造船订单大幅增长带来的交付压力和运力过剩风险。**重吊船、汽车船、纸浆船都有较多的新造船订单，一旦交付将带来供给压力。如果 2022 年开始新造船订单大幅增加，那么 2024 年之后的交付压力将增大，行业可能运力过剩，从而导致景气度下降。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,513.79	1,914.02	1,589.00	2,855.24	5,229.31
应收票据及应收账款	336.85	527.60	557.55	688.78	711.32
预付账款	553.91	801.67	690.55	879.79	836.95
存货	344.81	454.50	425.38	500.57	511.71
其他	293.38	272.63	867.21	993.49	1,062.68
<b>流动资产合计</b>	<b>3,042.73</b>	<b>3,970.43</b>	<b>4,129.69</b>	<b>5,917.87</b>	<b>8,351.96</b>
长期股权投资	1,516.07	1,469.54	1,469.54	1,469.54	1,469.54
固定资产	15,131.51	13,477.26	12,932.85	12,185.93	12,187.02
在建工程	353.64	242.75	482.75	952.75	112.75
无形资产	309.31	101.64	98.62	95.59	92.56
其他	952.00	3,156.84	3,153.30	3,152.22	3,152.22
<b>非流动资产合计</b>	<b>18,262.53</b>	<b>18,448.04</b>	<b>18,137.06</b>	<b>17,856.03</b>	<b>17,014.09</b>
<b>资产总计</b>	<b>21,576.53</b>	<b>22,934.44</b>	<b>22,266.74</b>	<b>23,773.90</b>	<b>25,366.04</b>
短期借款	1,440.59	1,247.94	500.00	500.00	500.00
应付票据及应付账款	1,309.91	1,703.37	1,613.64	1,877.03	1,939.08
其他	1,454.06	2,564.76	2,839.74	2,931.91	2,965.74
<b>流动负债合计</b>	<b>4,204.56</b>	<b>5,516.08</b>	<b>4,953.38</b>	<b>5,308.95</b>	<b>5,404.82</b>
长期借款	5,528.62	4,646.63	4,000.00	3,500.00	3,000.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	2,115.71	2,857.72	2,857.72	2,857.72	2,857.72
<b>非流动负债合计</b>	<b>7,644.33</b>	<b>7,504.35</b>	<b>6,857.72</b>	<b>6,357.72</b>	<b>5,857.72</b>
<b>负债合计</b>	<b>12,013.20</b>	<b>13,281.31</b>	<b>11,811.10</b>	<b>11,666.66</b>	<b>11,262.53</b>
少数股东权益	20.54	25.41	41.88	75.77	116.74
股本	2,146.65	2,146.65	2,146.65	2,146.65	2,146.65
资本公积	4,297.75	4,308.04	4,308.04	4,308.04	4,308.04
留存收益	3,666.25	3,891.69	4,677.73	6,295.43	8,250.74
其他	(567.86)	(718.66)	(718.66)	(718.66)	(718.66)
<b>股东权益合计</b>	<b>9,563.33</b>	<b>9,653.13</b>	<b>10,455.64</b>	<b>12,107.24</b>	<b>14,103.51</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>21,576.53</b>	<b>22,934.44</b>	<b>22,266.74</b>	<b>23,773.90</b>	<b>25,366.04</b>

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	126.47	306.62	1,223.20	2,517.38	3,042.73
折旧摊销	876.96	840.85	797.44	799.94	841.94
财务费用	291.85	290.81	246.08	201.10	170.85
投资损失	(29.21)	(48.04)	(48.04)	(48.04)	(48.04)
营运资金变动	169.27	(1,067.07)	(40.41)	(165.29)	35.85
其它	(130.72)	1,362.46	25.63	52.74	63.75
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,304.62</b>	<b>1,685.63</b>	<b>2,203.90</b>	<b>3,357.83</b>	<b>4,107.09</b>
资本支出	(484.82)	(1,925.32)	490.00	520.00	0.00
长期投资	(14.91)	(46.52)	0.00	0.00	0.00
其他	197.55	1,359.93	(931.96)	(991.96)	48.04
<b>投资活动现金流</b>	<b>(302.19)</b>	<b>(611.91)</b>	<b>(441.96)</b>	<b>(471.96)</b>	<b>48.04</b>
债权融资	(350.94)	(466.63)	(1,640.65)	(701.10)	(670.85)
股权融资	(267.78)	(247.85)	(446.31)	(918.52)	(1,110.21)
其他	271.74	123.80	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(346.98)</b>	<b>(590.68)</b>	<b>(2,086.96)</b>	<b>(1,619.62)</b>	<b>(1,781.06)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>655.45</b>	<b>483.03</b>	<b>(325.03)</b>	<b>1,266.25</b>	<b>2,374.06</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>7,040.31</b>	<b>8,753.43</b>	<b>10,988.20</b>	<b>12,620.31</b>	<b>14,177.38</b>
营业成本	5,983.65	6,836.18	7,525.26	7,919.25	8,657.56
营业税金及附加	28.16	28.39	35.64	40.93	45.98
销售费用	45.28	47.71	59.90	68.79	77.28
管理费用	550.91	637.57	800.34	919.22	1,032.63
研发费用	22.44	38.85	48.77	56.01	62.92
财务费用	330.17	259.11	246.08	201.10	170.85
资产/信用减值损失	(97.58)	(510.02)	(550.00)	(50.00)	(50.00)
公允价值变动收益	9.86	3.17	0.00	0.00	0.00
投资净收益	29.21	48.04	48.04	48.04	48.04
其他	53.97	911.86	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>84.25</b>	<b>452.57</b>	<b>1,770.26</b>	<b>3,413.05</b>	<b>4,128.20</b>
营业外收入	90.40	26.18	26.18	26.18	26.18
营业外支出	23.25	12.40	12.40	12.40	12.40
<b>利润总额</b>	<b>151.39</b>	<b>466.35</b>	<b>1,784.03</b>	<b>3,426.82</b>	<b>4,141.97</b>
所得税	24.92	159.73	535.21	856.71	1,035.49
<b>净利润</b>	<b>126.47</b>	<b>306.62</b>	<b>1,248.82</b>	<b>2,570.12</b>	<b>3,106.48</b>
少数股东损益	1.01	6.29	25.63	52.74	63.75
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>125.46</b>	<b>300.33</b>	<b>1,223.20</b>	<b>2,517.38</b>	<b>3,042.73</b>
每股收益(元)	0.06	0.14	0.57	1.17	1.42

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入	-14.83%	24.33%	25.53%	14.85%	12.34%
营业利润	-72.58%	437.20%	291.16%	92.80%	20.95%
归属于母公司净利润	24.31%	139.38%	307.29%	105.80%	20.87%
<b>获利能力</b>					
毛利率	15.01%	21.90%	31.52%	37.25%	38.93%
净利率	1.78%	3.43%	11.13%	19.95%	21.46%
ROE	1.31%	3.12%	11.75%	20.92%	21.75%
ROIC	2.17%	3.13%	11.55%	22.67%	27.22%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	55.68%	57.91%	53.04%	49.07%	44.40%
净负债率	66.22%	59.30%	44.52%	23.86%	0.10%
流动比率	0.76	0.78	0.83	1.11	1.55
速动比率	0.68	0.70	0.75	1.02	1.45
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	10.44	20.25	20.25	20.25	20.25
存货周转率	19.64	21.90	24.98	27.26	28.01
总资产周转率	0.32	0.39	0.49	0.55	0.58
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.06	0.14	0.57	1.17	1.42
每股经营现金流	0.61	0.79	1.03	1.56	1.91
每股净资产	4.45	4.48	4.85	5.60	6.52
<b>估值比率</b>					
市盈率	115.49	48.25	11.85	5.76	4.76
市净率	1.52	1.51	1.39	1.20	1.04
EV/EBITDA	10.48	5.14	4.10	3.17	2.19
EV/EBIT	26.07	7.57	5.15	3.85	2.61

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券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、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/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。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com