



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

业绩回顾

证券研究报告

2011年3月31日

航运业

研究部

杨鑫, CFA

分析员, SAC 执业证书编号: S0080208020077
yangxin@cicc.com.cn

聂迪中

分析员, SAC 执业证书编号: S0080511010034
niedz@cicc.com.cn

审慎推荐

中国远洋 (601919.SH)

年报超预期, 但 2011 年盈利将同比下滑

主要财务信息

(人民币百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	55,735	80,578	78,913	85,158
(+/-%)	-51.9	44.6	-2.1	7.9
营业成本	57,760	66,310	67,065	72,097
(+/-%)	-33.8	14.8	1.1	7.5
营业利润	(5,663)	9,890	5,520	6,741
(+/-%)	-129.0	-274.6	-44.2	22.1
净利润	(7,541)	6,761	3,065	3,564
(+/-%)	-169.9	-189.7	-54.7	16.3
每股盈利(元)	(0.74)	0.66	0.30	0.35
(+/-%)	-169.9	-189.7	-54.7	16.3
A股市盈率	-13.8	15.3	33.8	29.1
H股市盈率	-9.6	10.2	21.9	18.8
A股市净率	2.4	2.2	2.0	1.9
H股市净率	1.7	1.5	1.4	1.3
净资产收益率(%)	-17.6	14.2	6.1	6.7
股息收益率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0

股票信息

H股	A股
1919.HK	股票代码 601919.CH
HK\$8.00	当前股价 CNY 10.15
12.00	目标价 n.a
25	日成交量(百万股) 28
HK\$11/7.39	52周最高/最低 Rmb13.58/8.19
20,648	总市值(百万港币/人民币) 77,498
2,581	总股本(百万股) 10,216
	流通股(百万股) 2,163
	主要股东(%) 中远集团(52.01%)

最近估值走势

	Last week	1m	3m	2010 YTD
[601919.CH]	+0.30	-2.31	+7.42	+7.87
[上证指数]	+1.34	+2.77	+6.35	+5.34
[中金A股航运指数]	+1.79	-0.86	+7.78	+5.67

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯, 公司信息, 中金公司研究部

*报告贡献人: 夏雨 (xiayu@cicc.com.cn)

2010 年业绩超出预期:

公司 09 年实现归属母公司的净利润为 68 亿元, 实现每股收益 0.66 元, 超出我们和市场的预期。超出预期的主要原因是四季度集装箱航运业务盈利好于预期。

集运业务全年息税前利润 36 亿元, 好于市场预期。2010 年运量上升 19%, 运费升 51%, 而单箱成本则持平, 毛利率从 09 年的-24%提升至+14%。四季度单箱收入仅环比回落 13%, 与二季度尚能基本持平, 其中欧线和美线分别比当时低 8%和高 3%。

干散货业务全年息税前利润 31 亿元, 但下半年盈亏平衡, 低于市场预期。剔除拨备影响, 上半年平均 2.44 万 (大约 BDI3400 点)美元/天的租金对应 26 亿元的息税前利润, 下半年 2.14 万 (大约 BDI2600 点)美元/天的租金对应了 3 亿元的息税前利润。初步测算, 2011 年初船队的盈亏平衡点大约为 2700 点。

发展趋势:

2011 年散货业务亏损概率较大: 由于 2011 年 23%的船天数已经以 BDI2100 点, 比 2010 年低 30%的水平锁定。而剩余 77%的船天数在年内陆续以市场平均水平 (假设是 2100 点 BDI) 锁定的话, 2011 年公司可能实现的平均租金水平就只有 BDI2100 点。另外如果 30%的租入船能够在年内陆续以低价位租进来的话, 2011 年散货船的盈亏平衡点就可以拉低到 2600 点。在 2100 点租金和 2600 点成本的情况下, 散货船队可能带来 15-20 亿元的亏损。而年初公司亏损拨备余额 12 亿元全部在 2011 年冲减成本的话, 2011 年散货业务板块也会有 3-8 亿元的亏损。

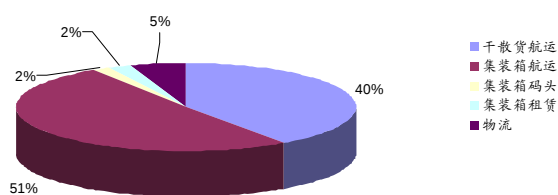
2011 年集运盈利可能有所下滑: 国际油价每上升 10 美元/桶, 运业务的业绩将下滑 8-10 亿元。一季度市场欧线和美线运价已经比去年全年均值低约 30%和 20%, 不过二季度起主要船东计划连续加价, 因此我们假设 2011 年主要航线运价水平同比变化不大。但成本上升将可能使得公司集运的息税前利润从 2010 年的 36 亿元下滑到 20 亿以内。

估值与建议:

我们维持 2011/2012 年 0.30/0.35 元的每股收益预测。目前 A/H 的市净率分别是 2.0 倍和 1.4 倍, 处于历史均值以下的一倍标准差左右, 下跌空间并不大。由于我们认为二季度 BDI 和集运运价都有望反弹, 而且未来存在整体上市预期, 因此维持审慎推荐的评级。

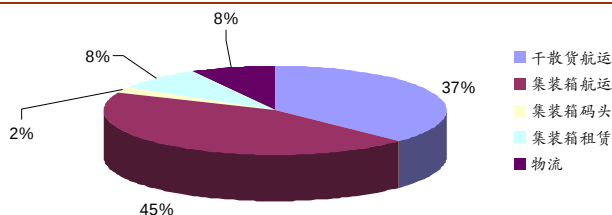
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图表 1：中国远洋 10 年营业收入结构



资料来源：公司信息，中金公司研究部

图表 2：中国远洋 10 年息税前利润结构



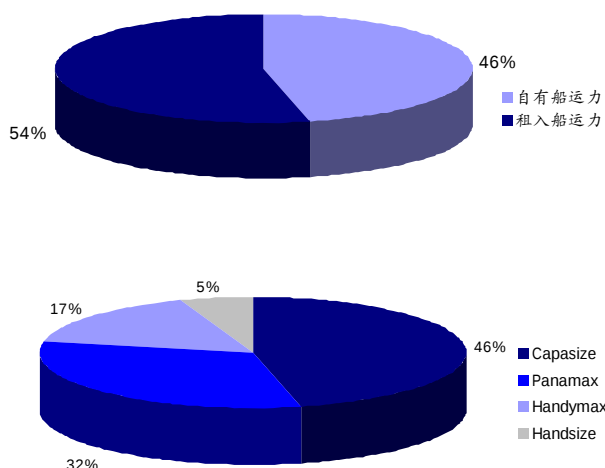
资料来源：公司信息，中金公司研究部

图表 3：中国远洋不同业务板块的息税前利润情况

百万人民币	1H09	2H09	1H10	2H10	2009	2010
干散货航运	-502	976	3,161	-137	474	3,024
集装箱航运	-4,308	-3,505	1,020	2,604	-7,813	3,624
集装箱码头	350	-122	323	-180	228	144
集装箱租赁	311	269	342	348	580	690
物流	327	167	386	263	494	650
其它	36	-407	-20	-398	-371	-418
息税前利润	-3,786	-2,622	5,212	2,501	-6,408	7,713

资料来源：公司信息，中金公司研究部

图表 4：中国远洋干散货船队结构



资料来源：公司信息，中金公司研究部

图表 5：中国远洋集装箱运输分航线箱量、运价和收入

集运运输收入								
百万元	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	QoQ	YoY	2009	2010
跨太平洋航线	2,618	3,548	4,643	3,475	-25%	68%	7,289	14,284
亚欧和地中海航线	2,485	3,102	3,625	2,869	-21%	52%	6,114	12,080
亚洲和澳洲航线	1,466	1,652	1,928	1,659	-14%	23%	4,447	6,706
其他国际航线	288	345	428	564	32%	113%	869	1,625
国内航线	655	1,036	725	989	36%	32%	2,529	3,405
合计	7,512	9,684	11,349	9,556	-16%	51%	21,249	38,100

集运运量								
千标箱	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	QoQ	YoY	2009	2010
跨太平洋航线	331	417	427	397	-7%	15%	1,155	1,572
亚欧和地中海航线	258	330	367	332	-10%	14%	1,193	1,287
亚洲和澳洲航线	356	436	409	416	2%	-4%	1,386	1,617
其他国际航线	37	45	60	60	0%	48%	185	202
国内航线	324	416	393	404	3%	17%	1,314	1,536
合计	1,306	1,644	1,656	1,609	-3%	11%	5,234	6,215

集运单位运价								
千元/标箱	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	QoQ	YoY	2009	2010
跨太平洋航线	7.9	8.5	10.9	8.8	-19%	46%	6.3	9.1
亚欧和地中海航线	9.6	9.4	9.9	8.6	-13%	34%	5.1	9.4
亚洲和澳洲航线	4.1	3.8	4.7	4.0	-15%	28%	3.2	4.1
其他国际航线	7.8	7.7	7.1	9.4	31%	44%	4.7	8.0
国内航线	2.0	2.5	1.8	2.4	33%	13%	1.9	2.2
合计	5.8	5.9	6.9	5.9	-13%	37%	4.1	6.1

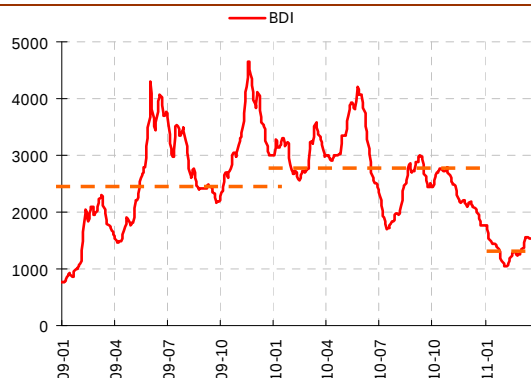
资料来源：公司信息，中金公司研究部

图表 6：中国远洋集装箱运输业务的单箱成本变化

单箱成本（元/标箱）	1H09	2H09	1H10	2H10	2009	2010
设备及货物运输成本	2,220	2,340	2,376	2,410	2,286	2,394
航程成本	1,520	1,702	1,670	1,670	1,620	1,670
船舶成本	1,327	1,116	1,088	1,063	1,211	1,075
营业税	56	123	125	124	93	124
合计	5,123	5,158	5,259	5,267	5,210	5,263

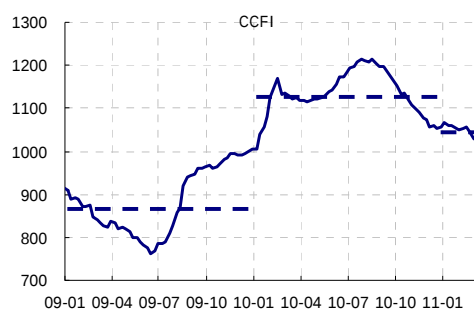
资料来源：公司信息，中金公司研究部

图表 7：BDI 走势



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 8：CCFI 走势



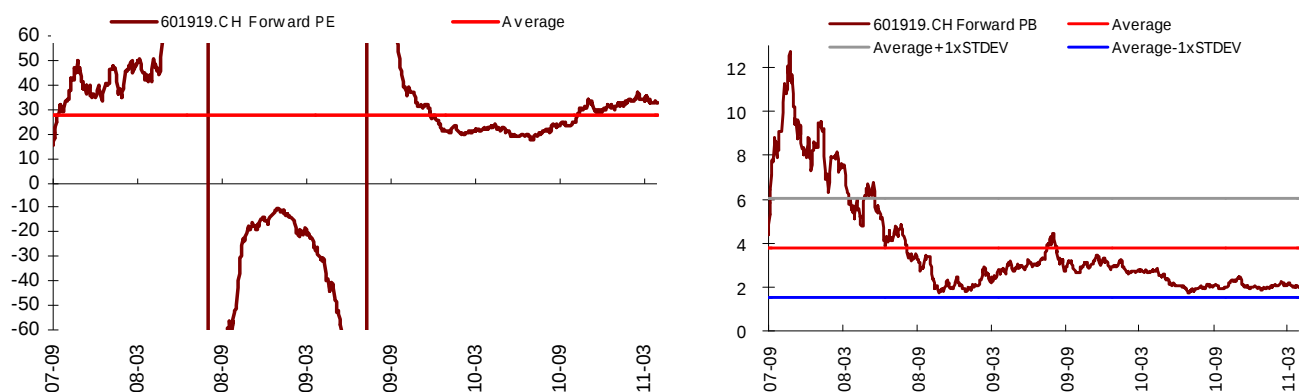
资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 9: 季度年度业绩表格

百万人民币	季度数据 (非备考)										累计数据 (备考)		
	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	QoQ	YoY	FY2009	FY2010	YoY
营业收入	10,758	12,093	15,828	17,056	17,405	20,788	21,550	20,835	-3%	22%	55,735	80,578	45%
营业成本	-12,212	-12,831	-14,881	-17,837	-14,522	-16,443	-17,433	-17,911	-3%	0%	-57,760	-66,310	-15%
毛利	-1,564	-872	823	-935	2,884	4,345	4,117	2,924	-29%	413%	-2,025	14,269	805%
毛利率	-15%	-7%	5%	-5%	17%	21%	19%	14%			-4%	18%	
管理费用	-1,056	-1,047	-1,016	-1,457	-1,157	-1,048	-1,285	-1,303	-1%	11%	-4,577	-4,793	-5%
公允价值变动损益	1,105	1,311	421	632	41	40	46	-13	-129%	-102%	3,469	113	-97%
投资收益	-822	-327	-267	166	282	360	655	458	-30%	177%	-1,251	1,754	240%
营业利润	-2,326	-1,100	-289	-1,948	1,837	3,302	3,053	1,697	-44%	187%	-5,663	9,890	275%
营业外支出	-1,077	65	-360	-313	-537	-32	-411	276			-1,685	-704	
税前利润	-3,272	-895	-288	-1,859	1,519	3,438	2,671	1,557	-42%	184%	-6,313	9,186	246%
所得税	130	-119	-213	-223	-428	-540	-118	-106	10%	52%	-424	-1,192	-181%
有效所得税率	4%	13%	74%	12%	28%	16%	4%	7%	55%	-43%	-7%	13%	293%
归属母公司净利润	-3,351	-1,266	-691	-2,234	882	2,644	2,113	1,122	-47%	150%	-7,541	6,761	190%
摊薄每股收益 (元)	-0.328	-0.124	-0.068	-0.219	0.086	0.259	0.207	0.110	-47%	150%	-0.738	0.662	190%

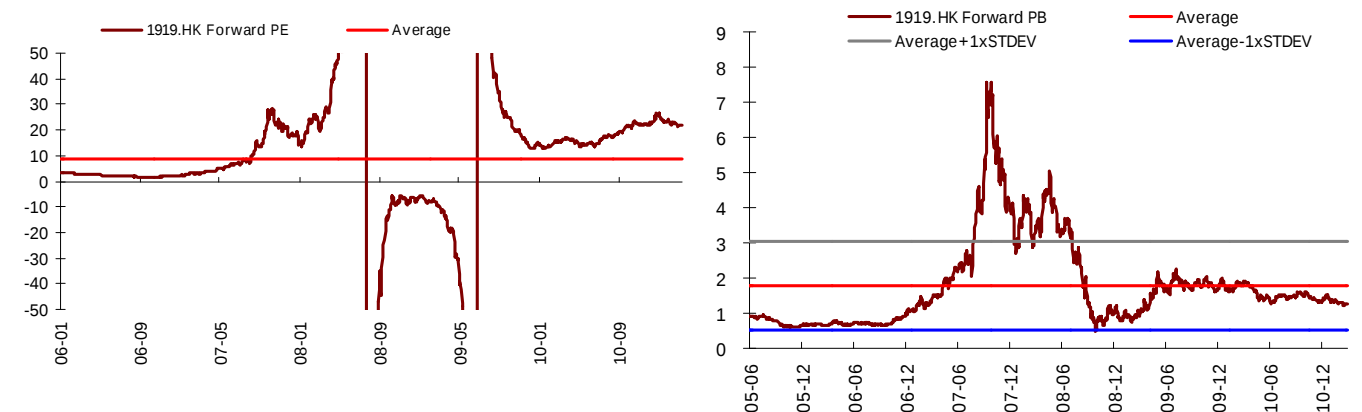
资料来源: 公司信息、中金公司研究部

图表 10: A 股历史 PE, PB Band



资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

图表 11: H 股历史 PE, PB Band



资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

图表 12：A 股航运公司估值表

国内A股公司	公司股票代码	股价	每股收益					市盈率				市净率				净资产收益率(%)			
			2008	2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E
中远航运*	600428 CH Equity	7.92	1.11	0.08	0.21	0.29	0.49	98.8	38.3	27.5	16.2	3.2	3.0	2.5	2.3	3.2	7.7	9.2	13.9
中海集运*	601866 CH Equity	4.46	0.01	(0.56)	0.36	0.21	0.30	(8.0)	12.4	21.2	15.0	2.1	1.8	1.7	1.5	(25.7)	14.4	7.8	10.0
招商轮船*	601872 CH Equity	4.30	0.36	0.10	0.18	0.17	0.24	43.0	23.9	25.8	17.8	1.6	1.5	1.4	1.3	3.6	6.2	5.4	7.3
长航油运*	600087 CH Equity	5.84	0.37	0.00	0.01	0.04	0.11	2,219.9	1,064.7	151.2	53.4	2.2	2.2	2.1	2.1	0.1	0.2	1.4	3.8
中国远洋*	601919 CH Equity	10.15	1.06	(0.74)	0.66	0.30	0.35	(13.8)	15.3	33.8	29.1	2.4	2.2	2.0	1.9	(17.6)	14.2	6.1	6.7
宁波海运	600798 CH Equity	5.09	0.03	0.03	n.a	n.a	n.a	149.3	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
中海海盛	600896 CH Equity	6.72	0.03	0.03	n.a	n.a	n.a	224.0	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
长航凤凰	000520 CH Equity	5.58	(0.6)	(0.6)	0.05	n.a	n.a	(9.2)	111.6	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
平均值								303.9	183.3	45.6	23.5	2.2	2.0	1.9	1.7	(5.2)	8.5	6.6	9.1
中值								43.0	23.9	26.7	17.0	2.1	2.0	1.9	1.7	1.6	8.1	6.9	8.7

资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 13：H 股航运公司估值表

港股航运公司	公司股票代码	评级	股价 (港币)	报表货币	每股收益				市盈率				市净率				净资产收益率			
					2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E
中国远洋	1919 HK Equity	ACCUMULATE	8.00	Rmb	(0.73)	0.66	0.30	0.35	(9.6)	10.4	21.9	18.8	1.7	1.5	1.3	1.3	(17.8)	14.2	6.1	6.7
中海集运	2866 HK Equity	Buy	3.08	Rmb	(0.56)	0.36	0.21	0.30	(4.9)	7.4	12.0	8.5	1.3	1.1	0.9	0.9	(25.7)	14.4	7.8	10.0
海丰国际	1308 HK Equity	Buy	4.75	USD	0.01	0.04	0.06	0.07	49.5	14.3	10.5	8.3	16.2	2.7	2.3	2.0	32.8	18.9	22.1	23.7
平均值					(0.2)	0.4	0.3	0.4	14.9	11.3	13.7	10.6	5.1	1.6	1.4	1.2	(1.4)	14.0	11.4	13.3
中值					(0.3)	0.5	0.3	0.3	9.9	11.8	11.2	8.4	1.5	1.3	1.2	1.1	(6.4)	14.3	8.7	11.5

资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 14：国际干散货航运公司估值表

国际可比干散货公司	公司股票代码	股价	每股收益					市盈率				市净率				净资产收益率(%)			
			2008	2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E
DIANA SHIPPING	DSX US Equity	11.81	2.97	1.55	1.59	1.51	1.23	7.6	7.4	7.8	2.4	0.8	0.8	0.8	0.2	13.7	11.8	10.0	7.1
EAGLE BULK SHIPP	EGLE US Equity	3.80	1.32	0.60	0.46	0.34	0.29	6.3	8.3	11.3	4.6	0.4	0.4	0.3	0.1	6.1	4.6	2.8	5.0
GENCO SHIPPING	GNK US Equity	10.96	2.86	4.75	4.23	2.65	1.53	2.3	2.6	4.1	1.9	0.4	0.3	0.3	0.1	18.3	13.4	7.7	3.2
DRYSHIPS INC	DRYS US Equity	4.96	(8.11)	(0.19)	0.94	1.12	1.21	(26.1)	5.3	4.4	(7)	0.4	0.5	0.5	(0.8)	(1.6)	5.7	10.0	11.1
EXCEL MARITIME	EXM US Equity	4.30	(1.23)	5.03	0.46	0.45	0.16	0.9	n.a	9.6	(8)	0.2	0.2	0.2	(0.1)	27.0	9.3	3.0	(0.0)
KAWASAKI KISEN	9107 JP Equity	304.00	50.89	(106.24)	45.27	43.47	54.17	(2.9)	n.a	7.0	0.9	n.a	0.7	0.6	0.1	(21.4)	11.0	10.1	11.2
PRECIOUS SHIPPIN	PSL TB Equity	18.20	2.93	2.93	1.07	1.75	2.56	6.2	17.1	10.4	1.1	1.1	1.1	1.1	0.2	18.3	6.8	10.4	12.9
PACIFIC BASIN	2343 HK Equity	0.62	0.24	0.06	0.06	0.06	0.08	10.4	10.5	9.9	3.0	0.8	0.8	0.7	0.3	8.2	7.7	7.9	10.0
SINOTRANS SHIPPI	368 HK equity	0.32	0.09	0.03	0.03	0.03	0.04	12.0	10.5	9.5	2.1	0.6	0.6	0.6	0.1	5.3	6.1	6.5	7.0
平均值								1.9	8.8	8.2	0.2	0.6	0.6	0.6	0.0	8.2	8.5	7.6	7.5
中值								6.2	8.3	9.5	1.9	0.5	0.6	0.6	0.1	8.2	7.7	7.9	7.1

资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 15：国际集装箱航运公司估值表

集运公司	货币	股票代码	股价	每股收益				市盈率				市净率				净资产收益率			
				2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E
CSCL*	CNY	2866 HK equity	3.08	(0.56)	0.36	0.21	0.30	(4.9)	7.4	12.0	8.5	1.3	1.1	0.9	0.9	(25.7)	14.4	7.8	10.0
OOCL	USD	316 HK equity	10.68	(0.64)	1.84	0.90	1.07	(16.6)	5.8	11.9	10.0	1.3	1.3	1.2	1.1	(9.7)	25.6	10.1	10.6
Yang Ming	TWD	2609 TT equity	23.35	(6.18)	4.45	3.20	3.37	(3.8)	5.3	7.3	6.9	1.9	1.4	1.2	1.1	(40.2)	30.3	14.9	12.9
Evergreen	TWD	2603 TT equity	24.80	(3.22)	3.98	3.20	3.63	(7.7)	6.2	7.8	6.8	1.4	1.1	1.0	1.0	(16.7)	19.0	12.1	10.6
Wan Hai	TWD	2615 TT equity	20.55	(0.77)	2.65	2.52	3.13	(26.7)	7.8	8.1	6.6	1.7	1.4	1.3	1.2	(6.1)	19.2	15.2	14.2
MISC Berhad	MYR	MISC MK Equity	7.83	0.18	0.39	0.47	0.51	44.2	19.9	16.7	15.4	1.6	1.4	1.4	1.4	3.1	7.3	8.7	9.3
RCL	THB	RCL TB Equity	10.20	(5.71)	0.20	1.11	2.39	(1.8)	51.5	9.2	4.3	0.7	0.6	0.5	0.5	(27.8)	2.3	7.7	11.4
NOL	USD	NOL SP Equity	1.30	(0.36)	0.14	0.15	0.19	(3.6)	9.0	8.7	6.7	1.1	1.1	1.0	0.9	(28.2)	11.6	10.9	12.7
SITC	USD	1308 HK equity	4.75	0.01	0.04	0.06	0.07	49.7	14.3	10.5	9.3	16.3	2.7	2.3	2.0	32.8	18.9	22.1	23.7
平均值								(2.6)	14.1	10.2	8.1	1.4	1.2	1.1	1.0	(18.9)	16.2	10.9	11.5
中值								(4.3)	7.6	9.0	6.9	1.3	1.2	1.1	1.0	(21.2)	16.7	10.5	11.0

资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 16：历史和预测的财务数据

	2009	2010E	2011E	2012E
损益表 (百万元)				
营业收入	55,735	80,578	78,913	85,158
(+/-)	-52%	45%	-2%	8%
干散货运输	27,379	32,792	26,347	30,310
(+/-)	-62%	20%	-20%	15%
集装箱航运及相关业务	23,839	41,300	45,129	46,986
(+/-)	-40%	73%	9%	4%
集装箱码头及相关业务	868	1,387	1,498	1,573
(+/-)	34%	60%	8%	5%
集装箱租赁	1,589	1,714	1,849	1,994
(+/-)	-14%	8%	8%	8%
物流业务	3,418	4,377	4,815	5,056
(+/-)	18%	28%	10%	5%
营业毛利	-2,548	13,496	11,091	12,244
(+/-)	-109%	-630%	-18%	10%
毛利率	-5%	17%	14%	14%
干散货运输	1,287	5,551	3,677	5,972
(+/-)	-94%	331%	-34%	62%
集装箱航运及相关业务	-5,750	5,965	5,174	3,916
(+/-)	-297%	-204%	-13%	-24%
集装箱码头及相关业务	274	311	336	353
(+/-)	-14%	14%	8%	5%
集装箱租赁	796	865	933	1,007
(+/-)	-20%	9%	8%	8%
物流业务	1,698	1,570	1,727	1,814
(+/-)	31%	-8%	10%	5%
减：管理费用	4,577	4,793	5,177	5,591
财务费用	664	555	1,639	1,542
加：投资收益	-1,251	1,754	1,400	1,800
营业利润	-5,663	9,890	5,520	6,741
(+/-)	-129%	-275%	-44%	22%
加：营业外收支	-650	-704	-75	-584
利润总额	-6,313	9,186	5,445	6,156
(+/-)	-143%	-246%	-41%	13%
减：所得税	424	1,192	1,035	1,170
净利润	-7,541	6,761	3,065	3,564
(+/-)	-170%	-190%	-55%	16%
净利润率	-14%	8%	4%	4%
扣除非经常性损益后的净利润	-11,785	6,382	2,290	3,299
(+/-)	-175%	-154%	-64%	44%
少数股东权益	804	1,233	1,346	1,422
摊薄每股盈利	-0.74	0.66	0.30	0.35
(+/-)	-170%	-190%	-55%	16%
摊薄每股净资产	4.19	4.67	4.96	5.24
(+/-)	-18%	12%	6%	6%
现金流量表 (百万元)				
经营活动现金流量净额	-5,879	11,152	5,931	6,607
投资活动现金流量净额	-11,094	-11,039	-3,655	-4,137
筹资活动现金流量净额	29,185	2,815	-6,221	-6,583
净现金流入(出)	12,271	2,453	-3,945	-4,114
财务比率				
增长				
收入	-52%	45%	-2%	8%
营业利润	-129%	-309%	-31%	16%
税前利润	-143%	-246%	-41%	13%
净利润	-170%	-190%	-55%	16%
摊薄每股盈利	-170%	-190%	-55%	16%
利润率				
毛利率	-5%	17%	14%	14%
营业利润率	-10%	13%	9%	10%
税前利润率	-11%	11%	7%	7%
净利润率	-14%	8%	4%	4%
杠杆比率				
净债务权益比率	37%	27%	24%	23%
资产负债率	61%	59%	56%	53%
息税前利润/净财务费用	9.5X	-16.8X	-2.4X	-3.4X
杜邦分析				
净利润率	-14%	8%	4%	4%
资产周转率	40%	53%	53%	56%
资产/股东权益	3.2	3.2	3.0	2.8
净资产回报率	-18%	14%	6%	7%

资料来源：公司信息、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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。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。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，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。

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。

本报告亦可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。

本报告亦可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”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/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。

本报告亦可由受英国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”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可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，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

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

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

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。

截至报告发布日前十二个月，中金公司为中国远洋提供了投资银行服务。

北京

中国国际金融有限公司
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

Singapore

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

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海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

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

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

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

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

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
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

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107、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

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



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED