

2011年7月5日

航运港口数据点评

航运仍处大周期底部、港口增速回落

航运业正处于从大周期底部逐渐回升的阶段，目前全球经济复苏面临波折，再加上在周期顶部签订的大量订单逐渐交付导致运力过剩，使得行业复苏势头受压。在三大子行业中，干散货以及油运运力过剩尤为严重，因而全年难有趋势性表现，而集运供需相对平衡，若未来船东竞争趋于理性，则集运行业旺季运价有望得到实质性恢复。港口行业受宏观经济增速放缓影响，吞吐量增速恢复常态水平。而受夏季用电高峰以及国内外煤炭价差缩小影响，煤炭需求旺盛以及煤炭进口恢复有望成为下半年港口行业亮点。

杜建平*

(010) 6622 9079

Jianping.du@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300209090310

图表 1. 航运港口板块主要上市公司估值表

公司名称	股票代码	评级	收盘价 (人民币)	目标价 (人民币)	浮动比例 (%)
航运					
中海集运-A	601866.SS	买入	3.70	5.40	45.9
中海集运-H	2866.HK	买入	2.71	4.00	47.6
中国远洋-A	601919.SS	持有	8.43	8.10	(3.9)
中国远洋-H	1919.HK	持有	6.15	6.70	8.9
中远航运	600428.SS	未有评级	7.33	n.a.	n.a.
港口					
宁波港	601018.SS	买入	3.21	4.22	31.5
大连港	601880.SS	买入	3.91	4.62	18.2
天津港	600717.SS	买入	8.3	9.49	14.3
深赤湾 A	000022.SZ	买入	14.27	19.20	34.5
日照港	600017.SS	买入	4.15	5.20	25.3
唐山港	601000.SS	买入	7.89	9.40	19.1

资料来源: 万得资讯及中银国际研究

以 2011 年 7 月 4 日当地货币收市价为标准

H 股的收盘价和目标价均以港币计价

本报告所有数字均四舍五入

*江映德为本报告重要贡献者

中银国际证券有限责任公司
 具备证券投资咨询业务资格

支撑评级的要点

- 2011 年上半年，三大航运子行业运价均出现明显下滑，期内 BDI、BDTI 和 CCFI 均值同比分别下降 56.6%、18.1% 和 7.8%。
- 受高油价、日本地震、欧债危机、美国房地产市场持续低迷以及失业率居高不下等因素影响，集运市场复苏情况低于预期，船东提价计划一再推迟；同时，1-5 月我国港口集装箱吞吐量增速也从 2010 年的 19.4% 回落至 13% 的常态水平。
- 受宏观紧缩政策影响，我国铁矿石下游需求以及进口逐渐放缓，1-5 月份铁矿石进口量累计同比增长 8%，而港口库存则不断攀升。预计未来在需求以及去库存的双重压力下，我国铁矿石进口将继续疲软，影响干散货市场需求恢复以及我国港口铁矿石吞吐量增速。
- 煤炭方面受国际煤价上涨以及澳洲洪灾影响，1-5 月我国煤炭进口同比下降 17%，而在火电需求旺盛的推动下，前 4 月港口煤炭吞吐量增长 18%。预计未来随着国内外煤炭价差缩小以及我国降低煤炭进口增值税等政策出台，我国煤炭进口有望恢复增长。
- 受运价和成本双重压制，航运业公司业绩较 2010 年面临下滑，股价也大幅调整，目前主要 A 股航运公司 2011 年市盈率和市净率估值为 31 倍和 1.6 倍，H 股估值为 14 倍和 0.8 倍，市净率均处于历史相对低位，股价下行空间已不大，我们看好主要经营集装箱航运业务的中海集运 (A+H)。A 股主要港口公司 2011 年市盈率和市净率估值为 21 倍和 1.9 倍，H 股估值为 14 倍和 1.4 倍，估值水平相对合理，建议关注募投项目陆续投产并逐步步入收获期的宁波港，以及设施瓶颈即将打通、估值偏低的唐山港。

目录

投资摘要	3
集装箱航运业	8
干散货航运业	14
油轮运输业	20
港口行业	24
研究报告中所提及的有关上市公司	30

投资摘要

航运业概况

集运市场方面, 2011 年以来, 受市场预期较为乐观影响, 大量闲置运力投入市场, 再加上大船订单陆续交付, 使得实际投入使用的运力增长较快; 而需求方面则受高油价、日本地震、欧债危机、美国房地产市场持续低迷以及失业率居高不下等因素影响, 集运货量低于预期, 使得船东提价计划一再推迟。在此背景下, 部分船东宣布撤出运力, 这将有利于集运市场供需重归平衡。目前包括中海集运、马士基、达飞、中远以及以星在内的多家班轮公司已陆续公布 7 月份提价计划。我们认为, 2011 年集装箱航运市场供需基本面仍处于改善通道中, 运价将逐渐筑底回升。随着运力撤出以及旺季的到来, 主要航线装载率将有望继续提高, 未来运价将得到实质性回升。

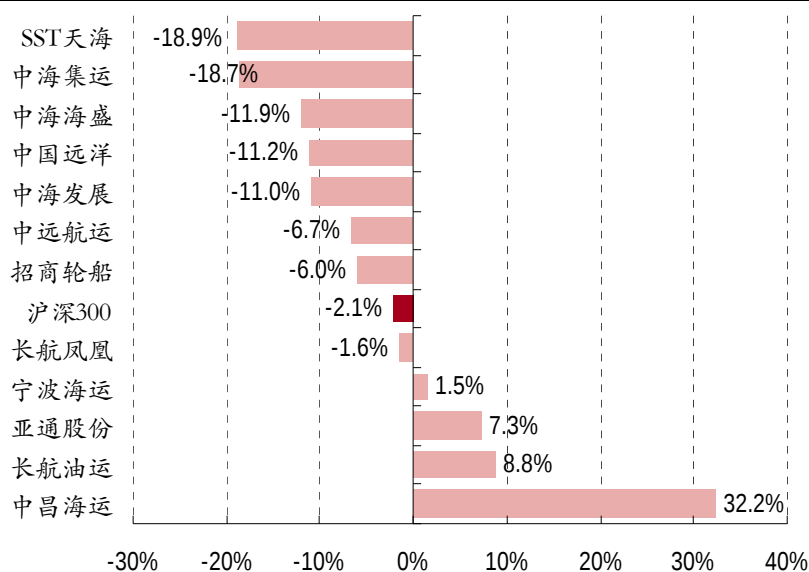
干散货市场方面, 2011 年以来, 铁矿石和煤炭价格持续攀升影响市场需求, 而 2 月澳洲洪灾以及 3 月日本地震等自然灾害使得干散货海运需求进一步下降, 再加上大量新船交付, 使得市场运价持续低位运行。2011 年上半年, BDI 指数均值仅为 1,372, 比上年均值下跌超过 56.6%。我们认为, 虽然目前运价处于历史低位, 下跌空间有限, 且受此影响 2011 年船舶拆解速度加快, 但受运力不断交付影响, 未来干散货运价反弹空间有限。

油运市场方面, 受原油价格持续上扬、北非动荡以及日本地震等因素影响, 2011 年油运市场宽幅震荡。受大量运力交付压制, 上半年 BDTI 指数均值为 812 点, 同比下降 18.1%, 而受日本成品油进口支撑, BCTI 同比则上升 3%。目前 VLCC 平均 TCE 水平跌至 1.7 万美元/天, 处于历史低位, 且已跌破盈亏平衡点, 我们认为未来下跌空间有限, 但由于运力过剩, 整体运价将难以有出色表现。

整体而言，航运业仍处于从大周期底部逐渐回升的阶段，目前全球经济复苏面临波折，因而影响到整个行业复苏的进程，再加上在周期顶部签订的大量船舶订单逐渐交付导致运力过剩，使得行业复苏势头受压，复苏周期延长。在航运业三大子行业中，干散货航运以及油运运力过剩状况尤为严重，因而全年难有趋势性表现，而集装箱航运业供需则相对平衡，若未来船东竞争趋于理性，则集运行业旺季运价有望得到实质性恢复。成本方面，由于燃油成本在行业整体成本中占比较高，公司业绩受油价影响较大，在油价持续高位的背景下，行业整体盈利受到侵蚀，业绩面临下滑。目前 A 股主要航运公司的 2011 年市盈率和市净率估值为 31 倍和 1.6 倍，H 股主要航运公司的 2011 年市盈率和市净率估值为 14 倍和 0.8 倍，受盈利下滑影响市盈率较高，而市净率则处于历史相对低位，下跌空间较为有限。我们看好主要经营集装箱航运业务的中海集运，并建议投资者关注中国远洋集运旺季运价反弹带来的交易性机会，此外，建议投资者关注受益于中国制造业升级以及机械设备出口的特种船运输市场的长期投资价值。

中海集运是国内集装箱运输的龙头企业，公司经营业绩对运价弹性很高；其订造的一批超大型船将在年内陆续交付，预计年末运力同比增长 20%；目前公司 A 股股价对应 2011 年市盈率和市净率分别为 14 倍和 1.3 倍，H 股股价对应 2011 年市盈率和市净率分别为 8.4 倍和 0.8 倍，市净率均处于历史底部，且相对行业估值较低，具有较高的安全边际。

图表 2.年初至今航运股价表现



资料来源：万得资讯及中银国际研究

港口业概况

港口行业方面，2011年以来我国港口吞吐量增速逐渐下滑，1-5月，全国规模以上港口累计完成货物吞吐量36.5亿吨，同比增长14.0%，其中内贸货物吞吐量增速为16.7%，增速高于外贸货物。受国际大宗商品价格一路走高并高位震荡影响，我国对铁矿石、煤炭、原油等大宗商品的进口增速逐渐回落，而受用电需求增加以及水电不足影响，火电需求较为旺盛，1-4月港口煤炭吞吐同比增长18.2%，其中内贸吞吐量同比增长22.8%。

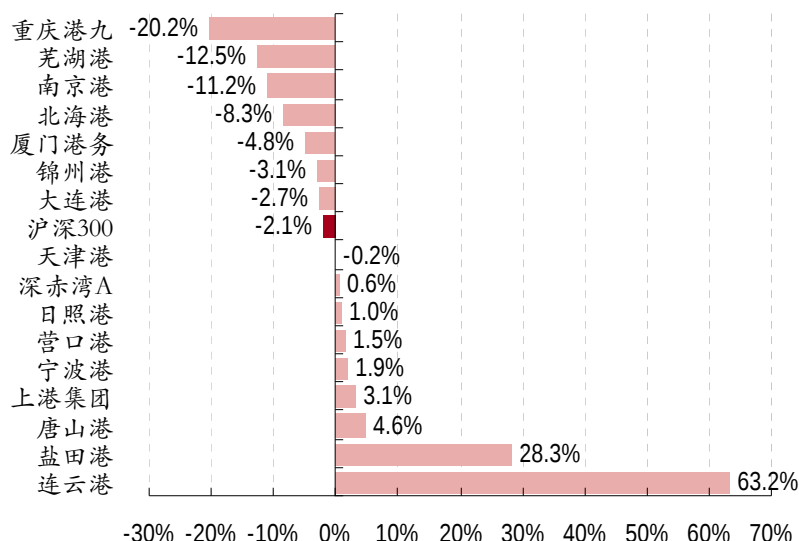
受紧缩政策以及国家对钢铁等高耗能行业限制影响，预计未来港口散杂货和集装箱吞吐量增长速度均面临下滑。而受夏季用电高峰以及国内外煤炭价差缩小影响，煤炭需求旺盛以及煤炭进口恢复有望带动港口煤炭吞吐量保持较高的增长速度。目前A股主要港口公司的2011年市盈率和市净率估值为21倍和1.9倍，H股主要港口公司的2011年市盈率和市净率估值为14倍和1.4倍，估值水平相对合理。我们建议投资者关注募投项目陆续投产并逐步步入收获期的宁波港，以及设施瓶颈即将打通、估值偏低的唐山港。

宁波港货种齐全，综合盈利能力和抗风险能力较强；此外公司募投的集装箱码头以及太仓武港铁矿石码头、宁波实华二期原油码头陆续投产并发挥作用，将大幅提高港口各主要货种的吞吐能力，未来业绩增长稳定，公司兼具防御性和成长性的特征。宁波港目前股价对应2011年市盈率和市净率分别为15倍和1.6，在行业中估值处于较低水平。

唐山港背靠钢铁第一大省，是我国钢材第二大港、进口焦煤第一大港，进口铁矿石吞吐量也位居全国前列。受港口航道水深以及码头设施所限，主流的海岬型铁矿石船无法停靠，货源被分流。2011年下半年，港区主航道即将拓展为20万吨级，公司也将非公开增发收购2个25万吨级专业矿石码头，设施瓶颈即将打通，吸引周边被分流的货源回流，预计未来公司将取得新一轮发展。1-5月唐山港全港货物吞吐量同比增长32.2%，大幅超过全国水平。唐山港目前股价对应2011年市盈率和市净率分别为23倍和1.9倍，在资源类港口中估值偏低，且收购项目对公司业绩的贡献主要体现在2012年。自我们发布首次评级报告以来公司股价已上涨超过15%，我们继续看好唐山港长期投资价值，按资源类港口2012年20倍平均市盈率上调目标价至9.40元，维持买入评级，建议投资者积极关注。

此外，天津港受益于产业转移以及环渤海地区经济快速增长，业绩保持较快的增长速度。2011年一季度，公司净利润同比增长40%，超过市场预期，主要是由于公司持股51%的太平洋国际码头利用率逐步提升带来的业绩增长，该码头2011年1-4月集装箱吞吐量累计同比增长达26%。目前该公司股价对应2011年PE和PB分别为15倍和1.2倍，估值具有吸引力，我们上调公司评级为买入，维持目标价9.49元不变。

图表3. 年初至今港口股价表现



资料来源：万得资讯及中银国际研究

图表4. 航运公司估值表

	证券代码	收盘价	评级	目标价	总市值	每股收益			每股收益增长率			市盈率			市净率		净资产收益率		
						2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E	2010	2011E	2010	2011E	2012E
		11-74		(人民币)	(人民币亿元)														
A 股		(人民币)																	
中海集运	601866.SS	3.70	买入	5.40	432.28	0.3600	0.2680	0.336	165	(26)	26	10.3	13.8	11.0	1.5	1.3	15.4	10.2	11.5
中国远洋	601919.SS	8.43	持有	8.10	861.23	0.6600	0.2040	0.328	189	(69)	61	12.8	41.3	25.7	1.8	1.8	14.9	4.3	6.7
中海发展	600026.SS	8.57	未有评级	n.a.	291.77	0.5040	0.5500	0.726	61	9	32	17.0	15.6	11.8	1.3	1.2	7.8	7.6	9.4
长航油运	600087.SS	4.66	未有评级	n.a.	40.60	0.0630	0.1060	0.154	86	67	45	73.5	43.9	30.2	2.1	2.0	2.9	4.8	6.5
宁波海运	600798.SS	5.02	未有评级	n.a.	33.87	0.0160	0.2980	0.396	103	1716	33	306.1	16.9	12.7	3.3	2.7	1.1	16.2	17.9
长航凤凰	000520.SZ	3.90	未有评级	n.a.	133.90	0.2170	0.1610	0.196	117	(26)	22	18.0	24.3	19.9	1.3	1.3	7.1	5.5	5.8
招商轮船	601872.SS	2.98	未有评级	n.a.	101.15	0.0060	0.0450	0.089	112	711	99	541.8	66.8	33.6	1.1	1.0	0.2	2.6	5.0
中远航运	600428.SS	7.33	未有评级	n.a.	123.91	0.1980	0.2850	0.461	98	44	61	37.0	25.7	15.9	2.0	1.7	7.3	7.7	10.8
平均												127.1	31.0	20.1	1.8	1.6	7.1	7.3	9.2
中值												27.5	25.0	17.9	1.6	1.5	7.2	6.6	8.0
H 股		(港币)		(港币)															
中海集运	2866.HK	2.71	买入	4.00	432	0.3550	0.2680	0.336	165	(25)	26	6.3	8.4	6.7	0.9	0.8	15.4	10.2	11.5
中国远洋	1919.HK	6.15	持有	6.70	861	0.6620	0.2040	0.328	192	(69)	61	7.7	25.0	15.6	1.1	1.1	14.9	4.3	6.7
中海发展	1138.HK	7.30	未有评级	n.a.	292	0.4970	0.5980	0.739	62	20	24	12.2	10.1	8.2	0.9	0.9	7.8	7.6	9.4
中外运航运	0368.HK	2.33	未有评级	n.a.	97	0.2060	0.1830	0.224	18	(11)	23	9.4	10.6	8.6	0.6	0.5	6.1	5.5	6.4
平均												8.9	13.5	9.8	0.9	0.8	11.1	6.9	8.5
中值												8.6	10.4	8.4	0.9	0.8	11.4	6.6	8.0

资料来源：万得资讯、中银国际研究

图表 5.港口公司估值表

证券代码 收盘价 评级 目标价 总市值						每股收益			每股收益增长率			市盈率			市净率		净资产收益率		
11-74 (人民币)						(人民币) (人民币 亿元)			(%)			(倍)			(倍)		(%)		
A 股						2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E	2010	2011E	2010	2011E	2012E
综合类																			
宁波港	601018.SH	3.21	买入	4.22	410.88	0.17	0.21	0.24	2	23	16	18.7	15.2	13.1	1.8	1.6	11.8	11.3	11.9
大连港	601880.SH	3.91	买入	4.62	173.06	0.18	0.21	0.23	(8)	15	10	21.3	18.4	16.7	1.4	1.3	8.5	7.5	7.8
天津港	600717.SH	8.30	买入	9.49	139.01	0.49	0.56	0.63	24	15	13	17.0	14.9	13.2	1.3	1.2	8.0	8.6	8.9
上港集团	600018.SH	3.96	未有评级	n.a.	901.11	0.26	0.26	0.31	44	2	17	15.3	15.1	12.9	2.3	2.0	16.1	14.1	14.3
连云港	601008.SH	10.20	未有评级	n.a.	63.68	0.21	0.23	0.30	50	12	28	48.6	43.6	34.0	3.1	2.9	6.3	7.7	9.0
平均												24.2 21.4 18.0			2.0 1.8		10.1 9.8 10.4		
中值												18.7 15.2 13.2			1.8 1.6		8.5 8.6 9.0		
集装箱类																			
深赤湾 A	000022.SZ	14.27	买入	19.20	92.01	0.93	1.07	1.14	42	15	7	15.4	13.4	12.5	2.8	2.7	19.6	20.8	21.6
盐田港	000088.SZ	6.58	未有评级	n.a.	98.31	0.30	0.32	0.35	(18)	7	7	21.7	20.3	18.9	1.9	1.8	9.8	10.2	10.3
平均												18.6 16.8 15.7			2.4 2.2		14.7 15.5 16.0		
中值												18.6 16.8 15.7			2.4 2.2		14.7 15.5 16.0		
资源类																			
日照港	600017.SH	4.15	买入	5.20	109.17	0.19	0.22	0.26	(18)	19	17	22.0	18.6	15.9	2.1	1.7	9.8	10.6	9.9
锦州港	600190.SH	4.45	未有评级	n.a.	69.50	0.17	0.16	0.17	53	(4)	7	26.5	27.6	25.9	1.8	1.7	5.9	6.3	6.2
唐山港	601000.SH	7.89	买入	9.40	78.90	0.34	0.35	0.47	9	0	36	22.9	22.8	16.8	2.3	1.9	13.1	9.6	10.9
平均												23.8 23.0 19.5			2.1 1.8		9.6 8.9 9.0		
中值												22.9 22.8 16.8			2.1 1.7		9.8 9.6 9.9		
行业平均 (剔除整合类题材股)												22.9 21.0 18.0			2.1 1.9		10.9 10.7 11.1		
行业中值 (剔除整合类题材股)												21.5 18.5 16.3			2.0 1.8		9.8 9.9 10.1		
H 股 (港币)																			
大连港	2880.HK	3.00	未有评级	n.a.	173.06	0.22	0.26	0.29	(12)	18	12	13.6	11.5	10.3	0.9	0.9	9.0	8.3	8.3
中远太平洋	1199.HK	14.16	未有评级	n.a.	318.91	0.92	1.04	1.13	53	14	9	15.5	13.6	12.5	1.5	1.4	11.9	14.3	14.9
招商局国际	0144.HK	30.25	未有评级	n.a.	617.89	1.99	1.91	2.19	114	(4)	15	15.2	15.8	13.8	1.9	1.8	16.2	12.2	12.6
平均												14.8 13.7 12.2			1.4 1.4		12.3 11.6 11.9		
中值												15.2 13.6 12.5			1.5 1.4		11.9 12.2 12.6		

资料来源: 万得资讯、中银国际研究

集装箱航运业

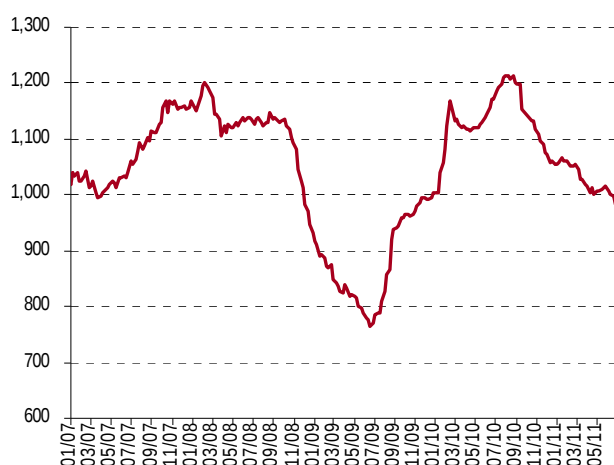
集运市场持续下滑并二次筑底

2010年，随着世界经济触底反弹并持续复苏，欧美补库存等因素带动集运需求恢复，再加上行业降低航速、封存运力以及整体缺箱等因素影响，集运市场一再超越市场预期，集运公司业绩也大为改善。2011年，受市场预期较为乐观影响，大量闲置运力投入市场，再加上大船订单陆续交付，使得实际投入使用的运力增长较快；而需求方面受高油价、日本地震、欧债危机、美国房地产市场持续低迷以及失业率居高不下等因素影响，集运货量低于预期，使得船东提价计划一再推迟。在此背景下，部分船东宣布撤出运力，6月CKYH联盟宣布将取消亚欧航线NE5，而万海航运与太平船务则已停开两条联营的亚欧航线。

2011年上半年，中国出口集装箱运价综合指数（CCFI）平均值为1,025，同比下降7.8%；其中欧洲和地中海航线下降明显，分别同比下降26.5%和28.5%，美西和美东航线相对较好，同比分别下降1.7%和2.8%。而更多地反映即期运价的上海出口集装箱运价综合指数（SCFI）2011年上半年平均值为1,047，同比下降了24%。

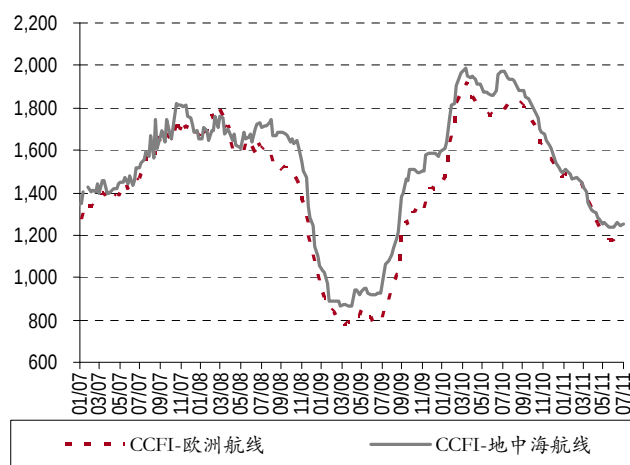
另一方面，受2010年市场乐观气氛影响，2011年1季度集装箱租船市场活跃，租船指数延续上年持续上扬态势。受运价疲软影响，4月开始租船指数上升势头减弱，6月份克拉克松集装箱租船指数为75，与上月持平。

图表 6.CCFI-综合指数



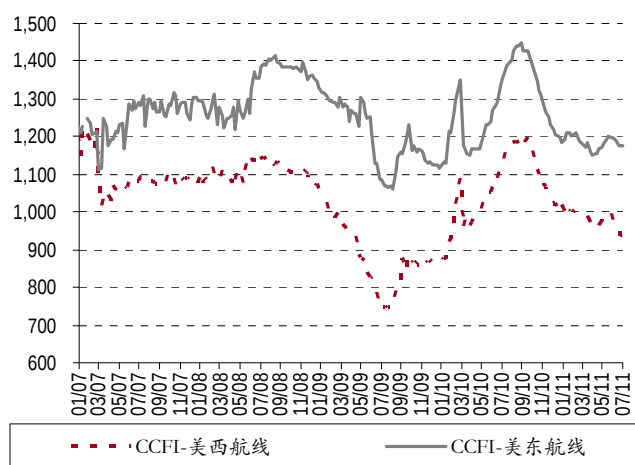
资料来源：中华航运网及中银国际研究

图表 7. CCFI-欧线



资料来源：中华航运网及中银国际研究

图表 8. CCFI-美线



资料来源：中华航运网及中银国际研究

图表 9. 克拉克松集装箱租船指数



资料来源：中华航运网及中银国际研究

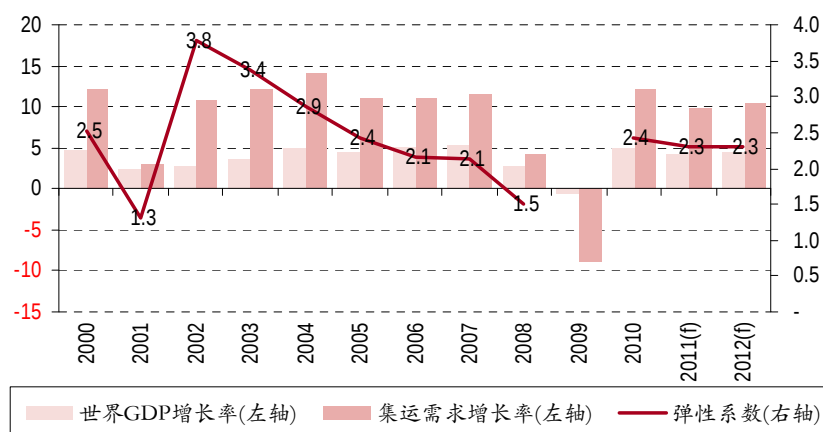
集运市场需求情况

市场整体需求温和增长

国际集装箱运输的主要货物为下游的工业品和消费品,直接受宏观经济形势以及进出口贸易量的影响,尤其是美国、欧盟以及中国的经济状况。

根据我们测算,集装箱运输的需求增长率与 GDP 增长率的弹性系数在 2.3 左右。根据国际货币基金组织 6 月 17 日发布的《全球经济展望》报告,2011 年和 2012 年世界经济将增长 4.3%和 4.5%,我们由此估算 2011 年和 2012 年集运需求增长率分别为 9.9%和 10.4%。从经济复苏的角度看,我们预计集运需求在 2010 年大幅反弹的基础上,将随着经济基本面的逐步好转,恢复并保持温和增长。

图表 10. 全球集装箱运输需求与 GDP 增长关系图

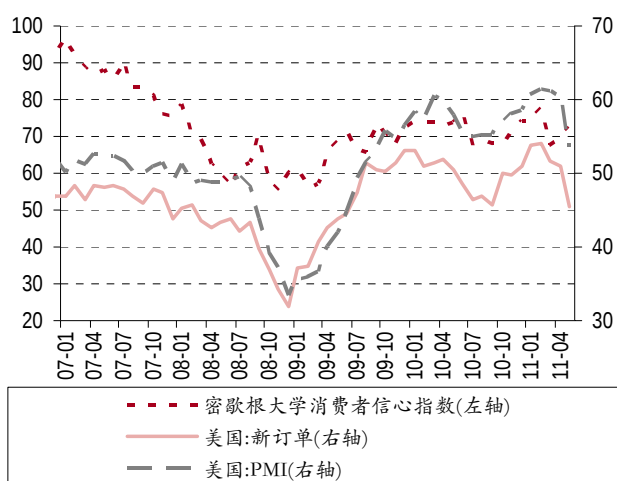


资料来源：克拉克松及中银国际研究

欧美经济继续温和复苏，但不确定因素增加

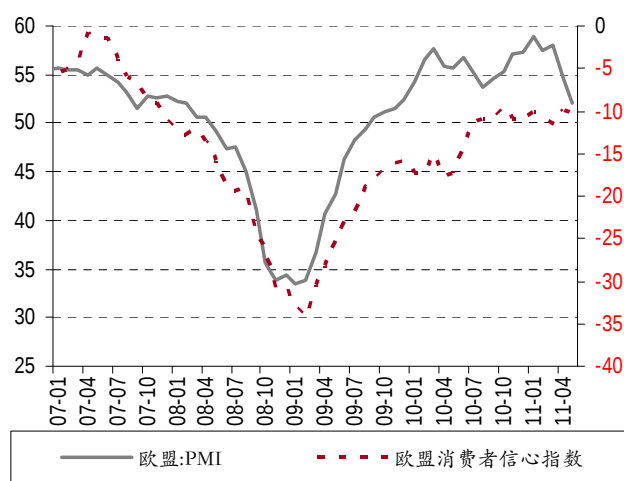
2011年以来，美国和欧盟的进出口均保持了较快的增长速度，4月份进出口总额同比上年分别增长了17%和19%。最新的经济先行指标表明欧美经济继续温和复苏，但力度有所减弱。6月美国密歇根大学消费者信心指数为71.8，5月份美国PMI为53.5，均出现回落，与此同时劳动力市场数据持续低迷，美国当月失业率为9.1%，维持高位。预计随着后续美国量化宽松货币政策的退出以及财政政策趋紧等因素影响，美国经济复苏势头可能进一步趋弱。而受欧债危机以及财政紧缩政策等因素影响，欧元区经济复苏势头也有所减弱，6月份PMI为52.0，出现进一步回落。欧美经济继续保持复苏势头预示着未来的海运需求也将有望继续增长，但受各种不确定因素影响，其复苏的进程尚需持续观察。

图表 11. 美国消费者信心指数及 PMI



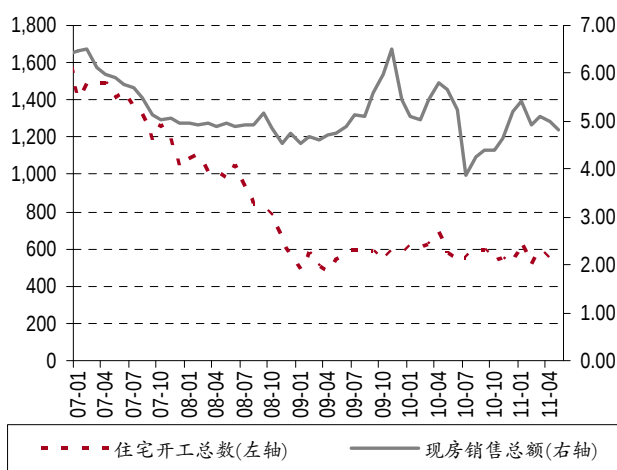
资料来源：彭博及中银国际研究

图表 12. 欧盟消费者信心指数及 PMI



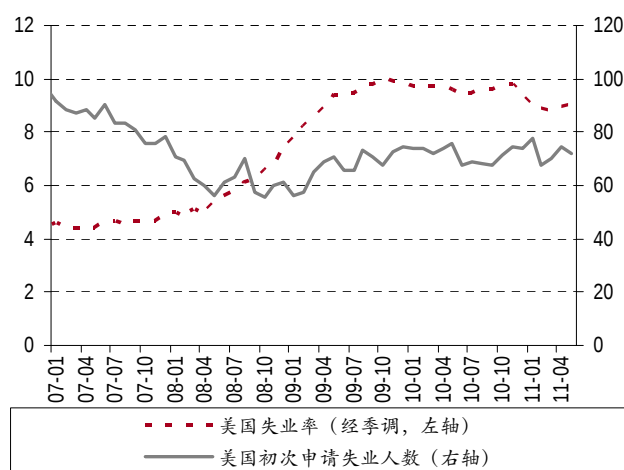
资料来源：彭博及中银国际研究

图表 13. 美国房屋开工率及现房销售总量



资料来源：彭博及中银国际研究

图表 14. 美国失业率及初次申请失业人数

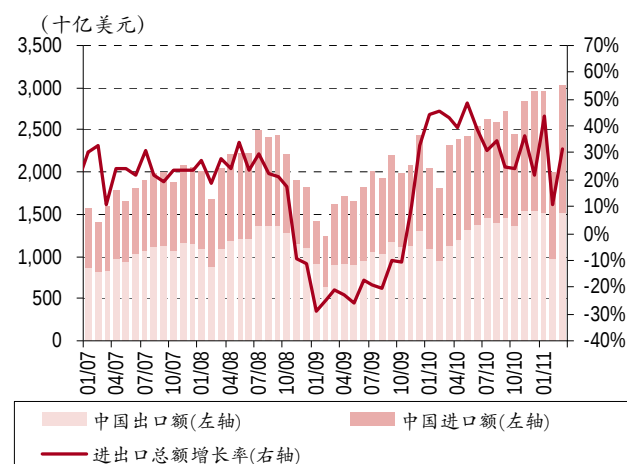


资料来源：彭博及中银国际研究

中国经济面临结构转型，增速回落但仍保持平稳增长

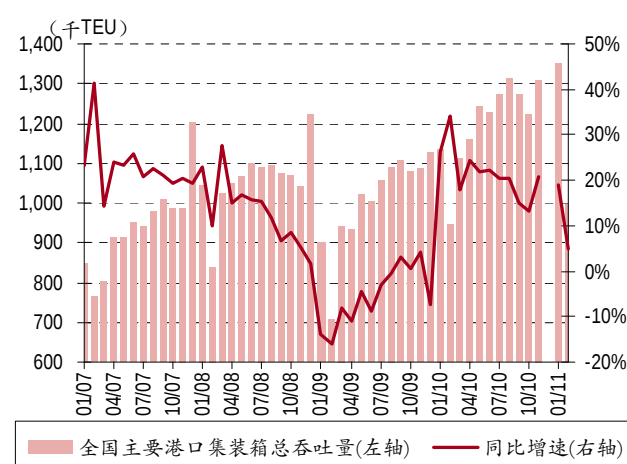
从中国的经济数据来看，2011年1-5月，我国出口和进口累计额同比分别增长25.5%和29.6%，5月份同比增速分别为19.4%和28.4%，进出口增速有所回落。从沿海主要港口集装箱吞吐量月度数据来看，5月份同比增长10.2%，1-5月累计同比增长为12.5%，仍然保持较高的增长速度。

图表 15. 中国进出口额



资料来源：万得资讯及中银国际研究

图表 16. 中国主要港口集装箱吞吐量



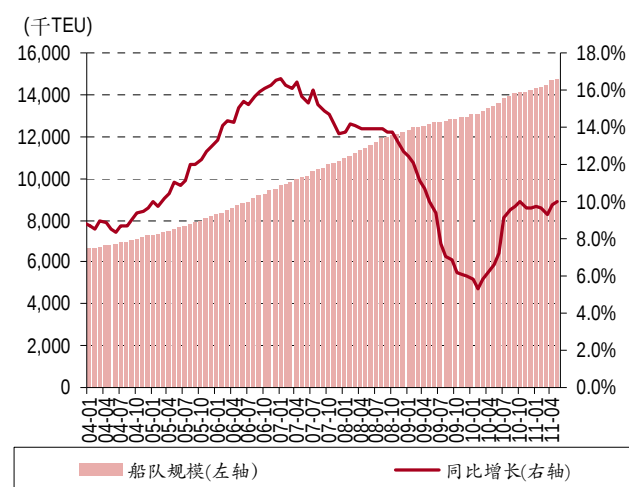
资料来源：万得资讯及中银国际研究

集运运力供给分析

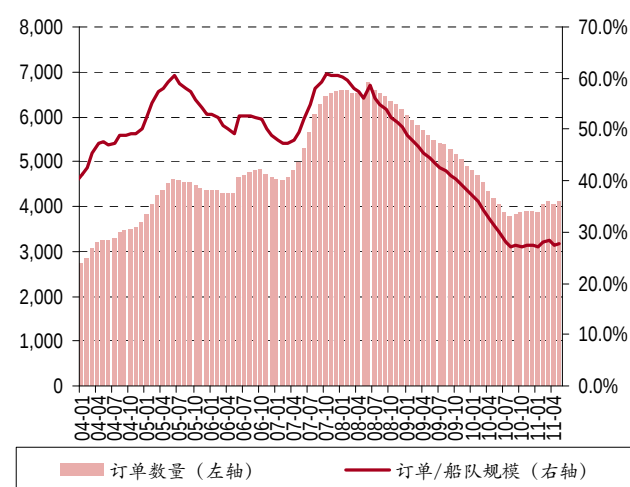
整体供应平稳，新签订单大幅增加

2011年5月末，全球集装箱船队规模为1,479.2万TEU，同比增长10.0%，增速比前两个月有所回升。2011年5月新船交付量为12.9万TEU，1-5月累计交付62.2万TEU，同比增长2%。1-5月集装箱旧船拆解量为1.44万TEU，同比大幅下降84%。

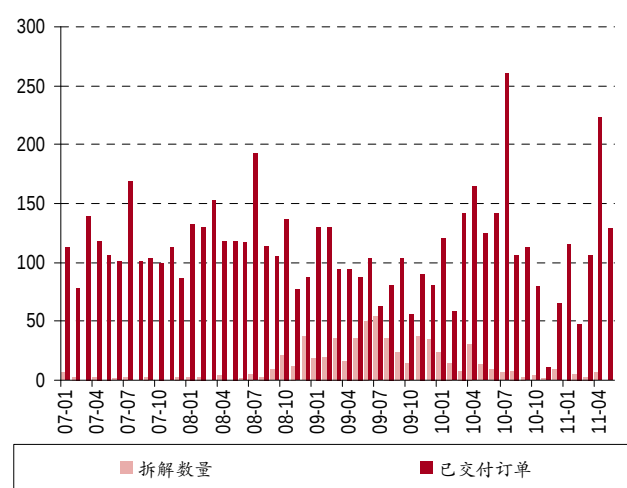
2011年5月末，集运行业手持订单总额为409.6万TEU，占现有船队规模比重为27.7%，保持较低水平。但是值得注意的是，受2010年行业盈利较好以及目前新船价格较低等因素影响，2011年新签订单大幅增加，1-5个月新签订单达86.0万TEU，已超过2010年全年65.7万TEU的水平。

图表 17. 世界集装箱船队规模


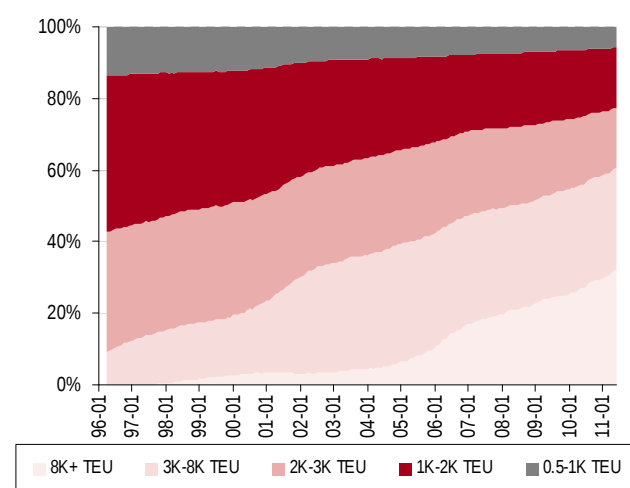
资料来源：克拉克松及中银国际研究

图表 18. 世界集装箱船订单情况


资料来源：克拉克松及中银国际研究

图表 19. 世界集装箱船拆解量及订单交付情况


资料来源：克拉克松及中银国际研究

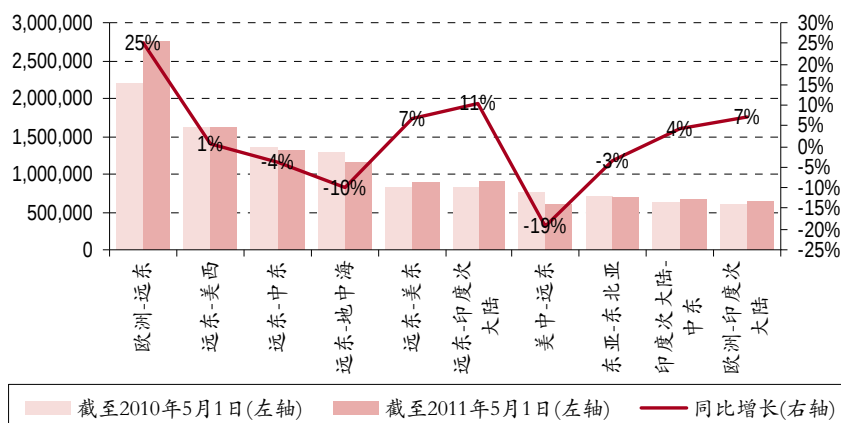
图表 20. 现有船队中各船型占比


资料来源：克拉克松及中银国际研究

船舶大型化趋势持续，存在结构性过剩

近年来，集装箱运输船队呈现明显的大型化趋势，现有船队中 3,000TEU 以上的船占比为 60.5%，8,000TEU 以上的船占比达 32.3%。而在现有订单中，3,000TEU 以上的船占比 90% 以上。

2011 年 1-5 月，8,000TEU 以上的船交付订单为 45.4 万 TEU，占全部交付量的 73%。大量大船投放使得欧洲航线运力过剩压制欧线运价。根据 Ci-online 的统计，截至 2011 年 5 月 1 日，欧线配置的运力同比增长 25%，而美东和美西线运力同比仅增长 7% 和 1%。

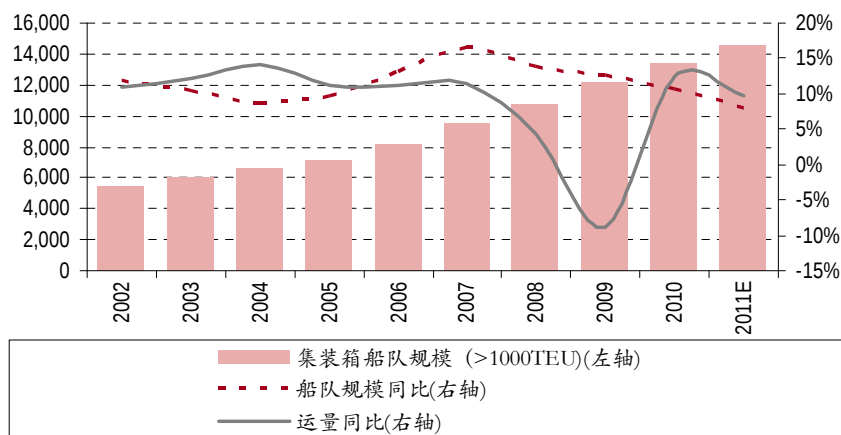
图表 21. 全球主要航线集装箱运力配置


资料来源: Ci-online 及中银国际研究

集运市场景气度有望继续保持

根据交付计划大批大船于上半年集中交付,再加上市场情绪乐观使得船舶拆解速度明显放慢,导致运力投放速度加快,5月底运力同比增长达10%。下半年船舶交付速度将有所放缓,根据我们测算,假设下半年船舶延迟交付比例为30%,拆解量与上半年持平,则年底船队运力同比增长为8%,而需求同比增长9.9%,集运市场整体供需保持弱平衡的状态。

目前包括中海集运、马士基、达飞、中远以及以星在内的多家班轮公司已陆续公布7月份提价计划。我们认为,2011年集装箱航运市场供需基本面仍处于改善通道中,运价将逐渐筑底回升。随着运力调整以及旺季的到来,主要航线装载率将有望继续提高,未来运价将得到实质性回升。

图表 22. 集运市场运力供需增长对比


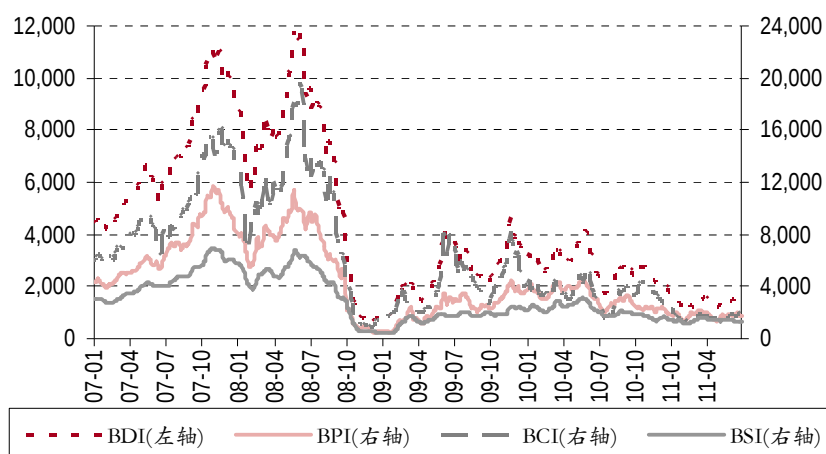
资料来源: 克拉克松及中银国际研究

干散货航运业

干散货运价二次筑底

2010 年，随着世界经济触底反弹并持续复苏，干散货航运市场有所恢复，BDI 全年均值为 2,758，同比增长 5%。进入 2011 年，铁矿石和煤炭价格持续攀升影响市场需求，而 2 月澳洲洪灾以及 3 月日本地震等自然灾害使得干散货海运需求进一步下降，再加上大量新船交付，使得市场运价持续低位运行。2011 年上半年 BDI 均值仅为 1,370，比上年均值下跌超过 50%；BCI 均值为 1,628，同比下降 53%；BPI 均值为 1,782，同比下降 43%。

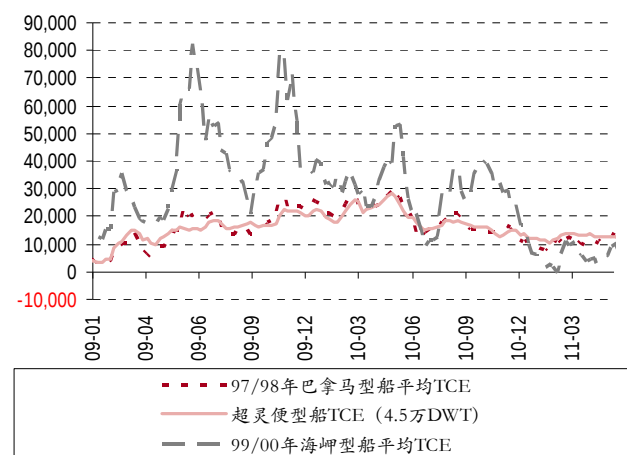
图表 23.波罗的海干散货运价指数



资料来源：中华航运网及中银国际研究

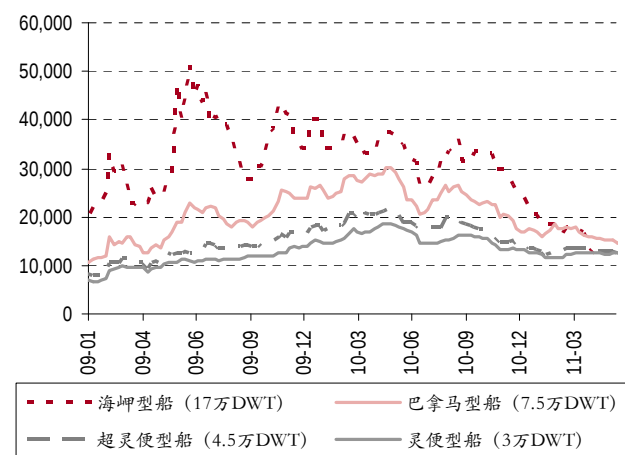
2011 年，干散货各船型 TCE 水平均已处于历史低位，我们认为未来下跌空间较有限。其中海岬型船受大量新船交付影响，TCE 低于巴拿马型船 TCE 水平，出现倒挂。

图表 24. 干散货船各船型平均 TCE 水平



资料来源：克拉克松及中银国际研究

图表 25. 干散货船 1 年期期租水平



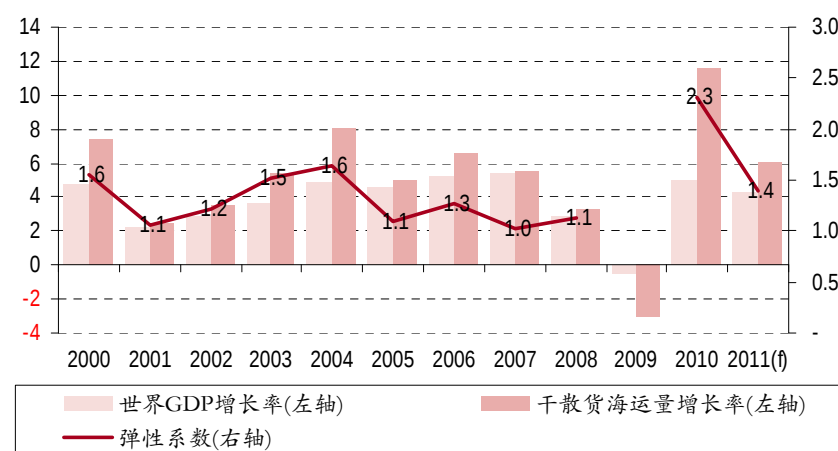
资料来源：克拉克松及中银国际研究

干散货航运市场需求分析

干散货需求增速回归常态，煤炭有望成为下半年亮点

2010 年，全球干散货海运量同比增长 11.6%，增速创 25 年新高，主要是由于全球经济复苏强劲以及上年干散货海运量同比减少 3.1% 导致的基数较低所致。根据我们的分析，全球干散货海运量与世界 GDP 增长保持较强的正相关，按照 IMF 对全球 GDP 增长的预测，我们测算 2011 年全球干散货海运量将增长 6.2%。

图表 26. 全球干散货海运量增长预测



资料来源：中华航运网及中银国际研究

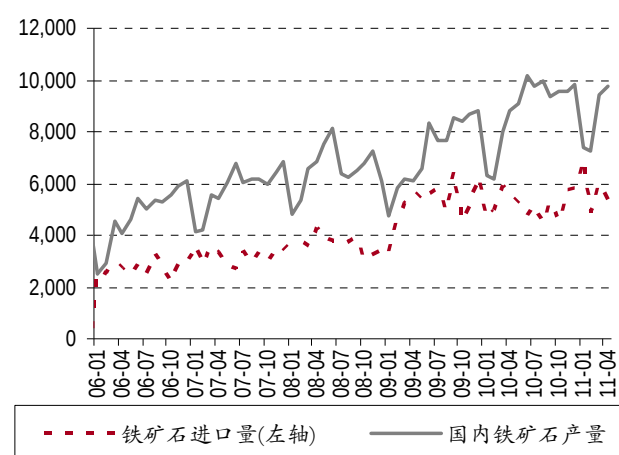
铁矿石海运需求增速放缓

铁矿石方面，受节能减排以及铁矿石价格持续攀升等因素影响，我国粗钢产量和铁矿石进口量从2010年6月份开始放缓，2010年全年铁矿石进口量同比下降1.5%。进入2011年，除1月份受铁矿石涨价预期导致进口大幅增长48%外，后续需求增速维持低位，5月份进口同比仅增长2.7%；而进口铁矿石港口库存则不断上涨，6月底达9,251万吨，比上年均值增加32%。与此同时，由于进口铁矿石价格持续高位，刺激国内铁矿石产量大幅增长，2010年和2011年1-5月同比分别增长21.7%和15.1%。

2011年1-5月，我国粗钢产量累计为2.9亿吨，同比增长8.7%，增速有所放缓。受地震影响，日本粗钢产量有所下滑，1-4月同比仅增长1.7%。

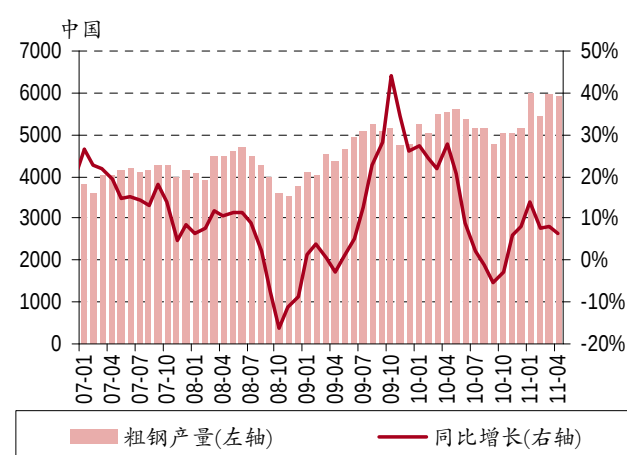
总体而言，我们认为铁矿石海运需求将保持小幅增长。

图表 27. 中国国内铁矿石产量和进口量



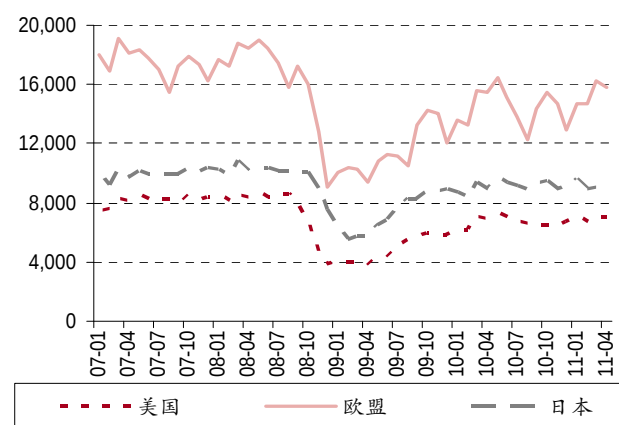
资料来源：万得资讯及中银国际研究

图表 28. 中国粗钢产量



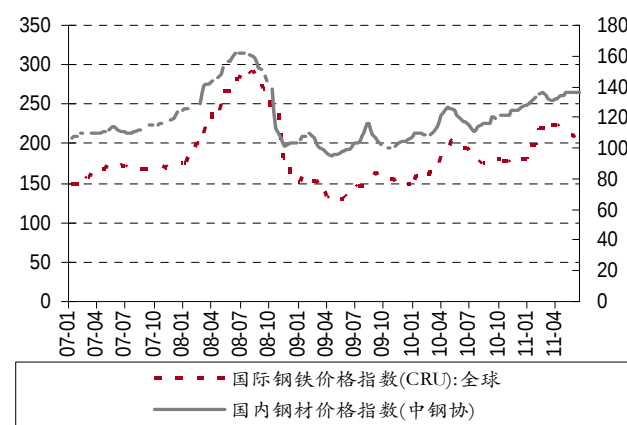
资料来源：万得资讯及中银国际研究

图表 29. 世界其他主要国家粗钢产量



资料来源：万得资讯及中银国际研究

图表 30. 主要钢铁价格指数



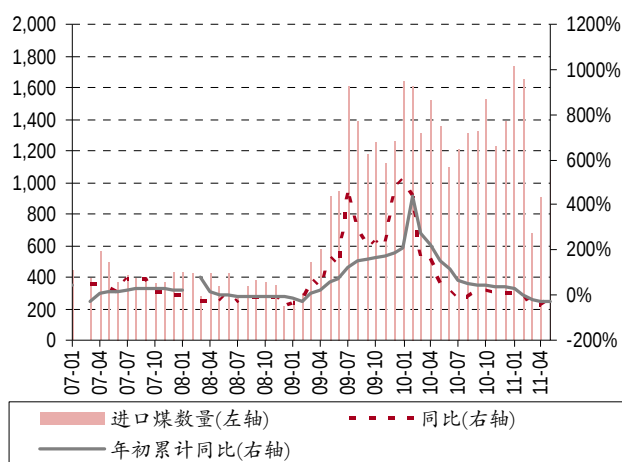
资料来源：万得资讯及中银国际研究

煤炭有望成为下半年亮点

煤炭方面，2011年2月份，澳洲洪水灾害使得煤炭出口受到较大影响，再加上煤炭价格维持高位影响需求，使得煤炭海运量出现下滑。5月份受中国电荒以及国内外煤炭价差逐渐缩小影响，中国煤炭进口明显恢复，当月煤炭进口量为1,357万吨，同比增长23%，1-5月累计进口量同比下降17%。

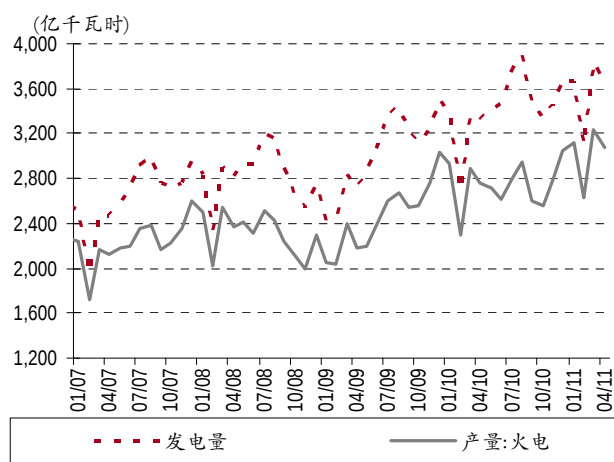
5月份，我国火电发电量为3,087亿千瓦时，同比增长12%，仍保持较快增长速度。预计下半年我国煤炭进口将逐步恢复，而日本核危机以及灾后重建等因素也使得煤炭进口需求恢复，煤炭需求有望成为下半年干散货市场的亮点。

图表 31. 中国煤炭进口量



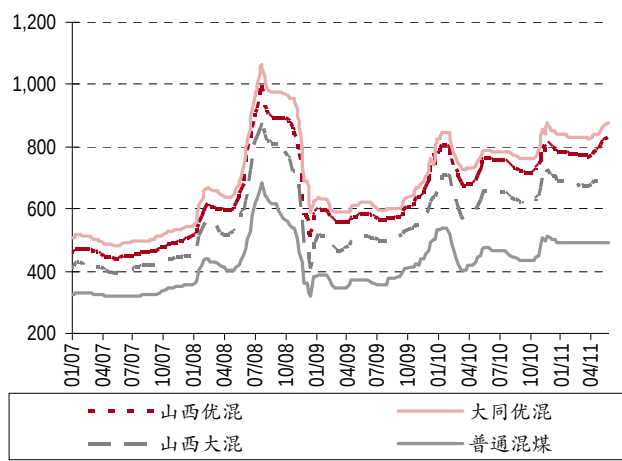
资料来源：彭博及中银国际研究

图表 32. 中国发电量及火电产量



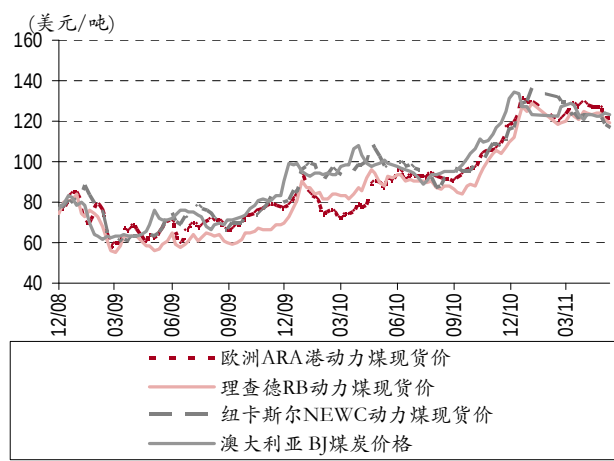
资料来源：彭博及中银国际研究

图表 33. 中国国内煤炭价格



资料来源：彭博及中银国际研究

图表 34. 国际煤炭价格



资料来源：彭博及中银国际研究

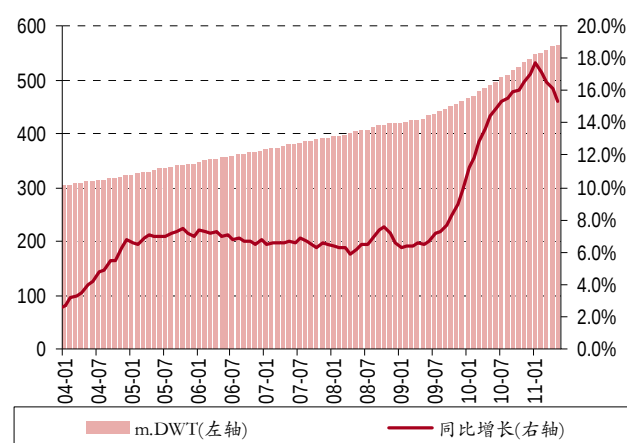
干散货运力供给分析

新船交付量庞大，拆解速度明显加快

2011 年 5 月末，全球干散货船队规模为 5.64 亿载重吨，同比增长 15.3%，增速比前几个月逐月下滑。2011 年 1-5 月新船交付量为 0.36 亿载重吨，同比增长 16%，交付速度逐月下降。受运价持续低迷等因素影响，2011 年 1-5 月累计拆解数量达 967 万载重吨，已大幅超过 2010 年全年 585 万载重吨的拆解量，拆解速度与 2008 年市场底部时状况接近。

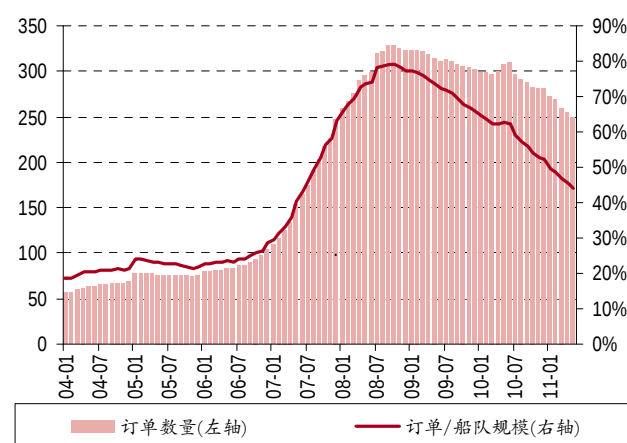
2011 年 5 月末，干散货船舶手持订单总额为 249 万载重吨，占现有船队规模比重为 44%，该比例虽然自 2008 年以来持续下降，但仍然处于高位。

图表 35. 世界干散货船队规模



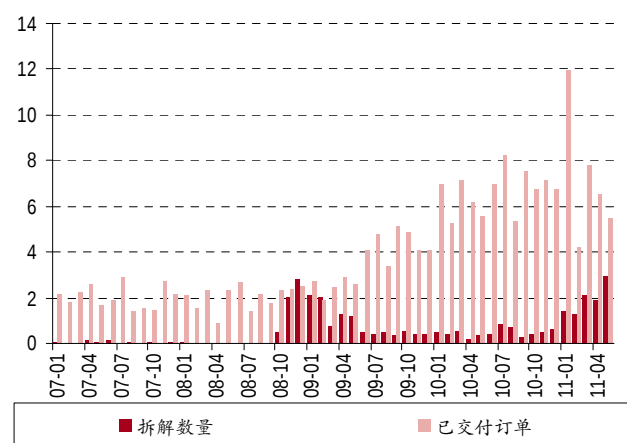
资料来源：克拉克松及中银国际研究

图表 36. 世界干散货船订单情况



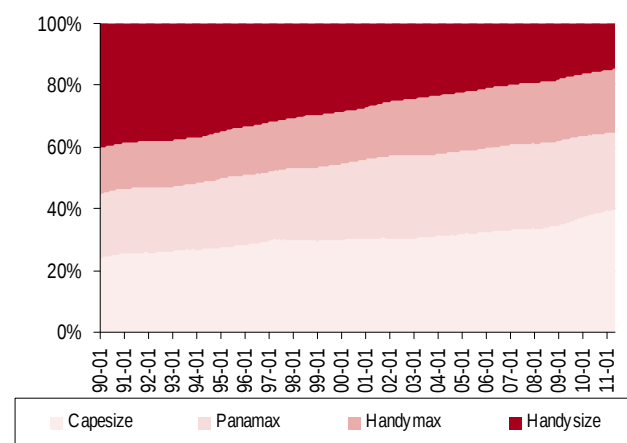
资料来源：克拉克松及中银国际研究

图表 37. 世界干散货船拆解量及订单交付情况



资料来源：克拉克松及中银国际研究

图表 38. 现有船队中各船型占比

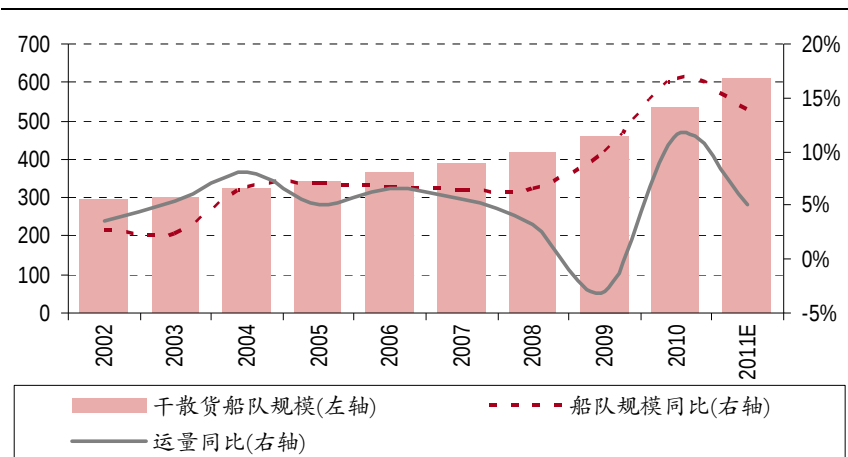


资料来源：克拉克松及中银国际研究

运力过剩依旧，船舶拆解加速有望带来惊喜

根据克拉克松的预计,2011年干散货运输市场需求同比将增长5%,而船队运力同比增长13%,干散货市场运力过剩较为严重。

图表 39. 干散货市场运力供需增长对比



资料来源：克拉克松及中银国际研究

预计未来随着电荒以及对高耗能行业的限制,再加上房地产调控以及紧缩政策导致的下游需求疲软等因素影响,中国进口铁矿石需求增速将继续放缓。

而随着国内外煤炭价差逐渐缩小,同时国家发改委表示可能降低进口增值税以鼓励煤炭进口,预计下半年中国煤炭进口量将有望恢复增长。从其他国家来看,日本核危机带来的能源需求以及震后重建等因素也将带动日本煤炭需求;而印度近几年将大力扩张钢铁产能并进行大规模的基础设施建设,带动其2010年动力煤进口激增56%,其增量占全球增量的三分之一,预计未来几年其煤炭进口仍将保持较快的增速。煤炭运输有望成为下半年干散货市场的亮点。

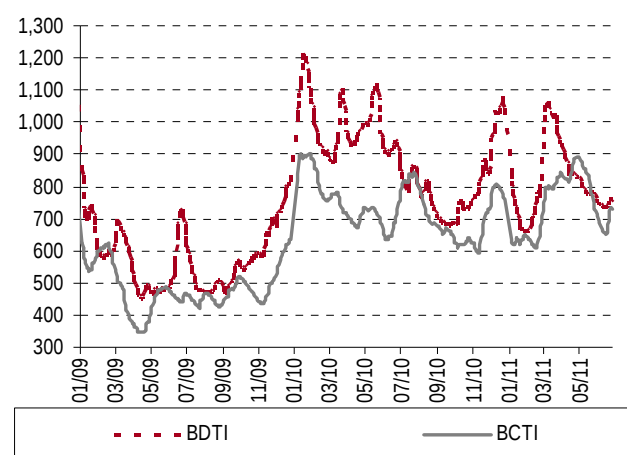
我们认为,目前运价处于历史低位,下跌空间有限,且受此影响2011年船舶拆解速度明显加快,这将有损于市场运价恢复。但受运力不断交付影响,未来干散货运价反弹空间有限。

油轮运输业

市场回顾

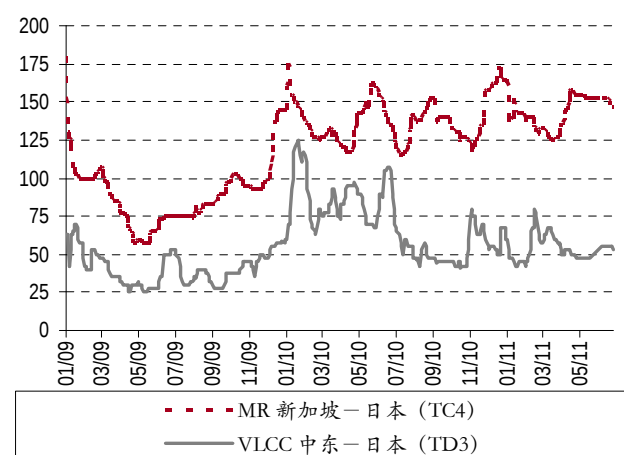
2010 年,世界经济复苏带动油运需求,在新船交付量下降以及单壳油轮大量拆解的配合下,油运市场大幅回暖,原油运价指数 BDTI 全年均值为 896 点,同比上涨 54%,成品油运价指数 BCTI 均值同比也上涨 51%至 732 点。2011 年,受原油价格持续上扬、北非动荡以及日本地震等因素影响,原油运输市场宽幅震荡。受大量运力交付压制,2011 年上半年 BDTI 指数均值为 812 点,同比下降 19%,BCTI 同比则上升 3%。

图表 40. 波罗的海原油和成品油运价指数走势图



资料来源: 彭博及中银国际研究

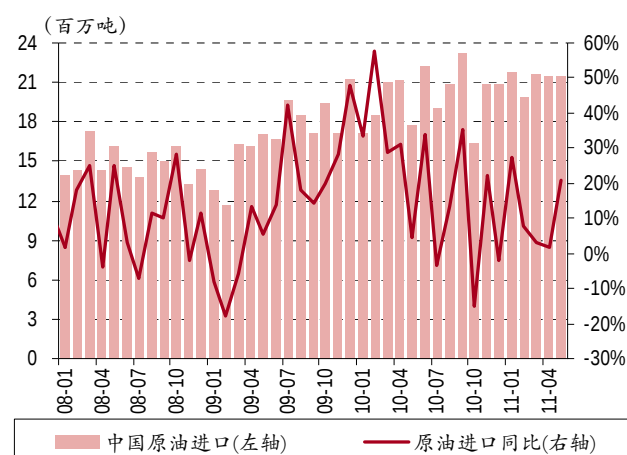
图表 41. 油运主要航线 WS 走势图



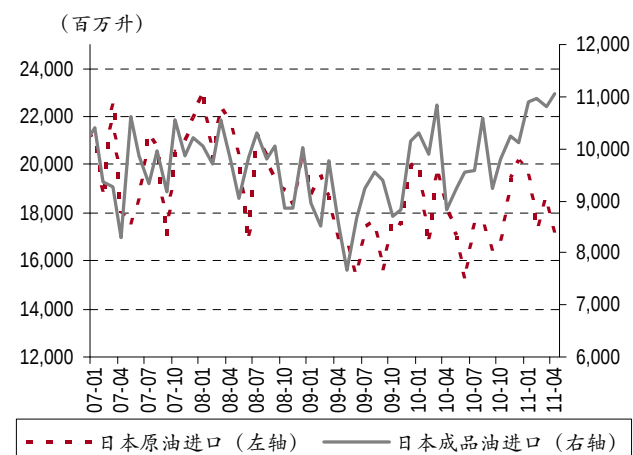
资料来源: 彭博及中银国际研究

油运市场需求分析

2011 年,1-5 月中国累计进口原油 1.07 亿吨,同比增长 11.3%。成品油累计进口 0.18 亿吨,同比增长 15.7%,仍然保持较快的增长速度。而日本受地震影响部分炼油设施损毁,4 月原油进口量同比下滑 7%,与此同时成品油进口量同比则大幅增长 25%。

图表 42. 中国原油进口量及同比增长


资料来源：彭博及中银国际研究

图表 43. 日本原油及成品油进口量


资料来源：彭博及中银国际研究

国际能源署(IEA)预计，2011 年全球石油需求增长率为 1.5%。而根据美国能源情报署（EIA）最新的月报，2011 年全球石油需求增长率为 2%。按照历史经验，全球石油海运量的增速约为石油需求增速的 1.5 到 2 倍，据此我们预计，2011 年全球石油海运量同比增长约为 3%。

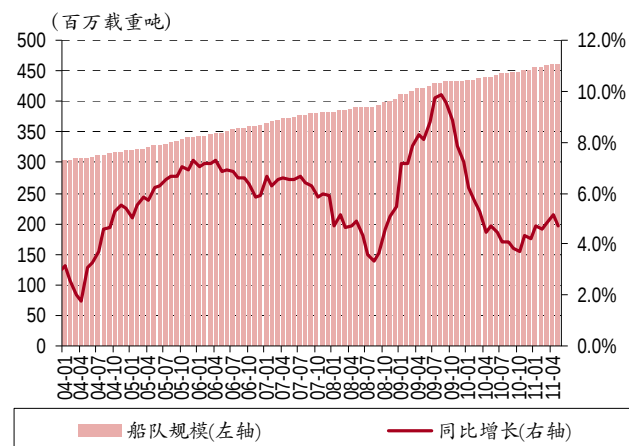
油轮运力供给分析

新船交付量庞大，拆解速度明显加快

2011 年 5 月末，全球油轮船队规模为 4.62 亿载重吨，同比增长 4.7%。2011 年 1-5 月新船交付量为 1,650 万载重吨，同比减少 16%。累计拆解数量为 360 万载重吨，拆解速度同比有所下降，但仍保持较快的速度。

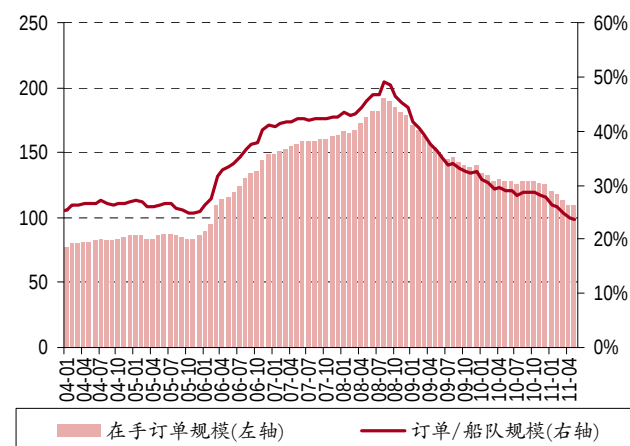
2011 年 4 月末，油轮在手持订单总额为 1.12 亿载重吨，占现有船队规模比重为 24%，该比例虽然自 2008 年以来持续下降，目前处于历史平均水平。

图表 44. 世界油轮船队规模



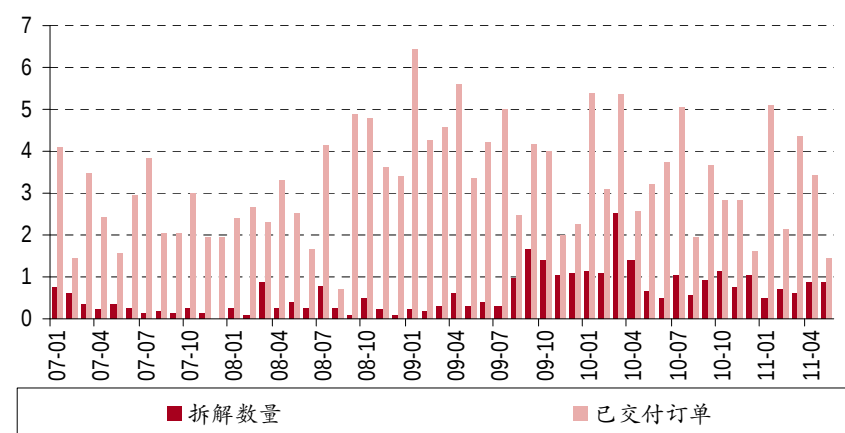
资料来源：克拉克松及中银国际研究

图表 45. 世界油轮订单情况



资料来源：克拉克松及中银国际研究

图表 46. 世界油轮拆解量及订单交付情况

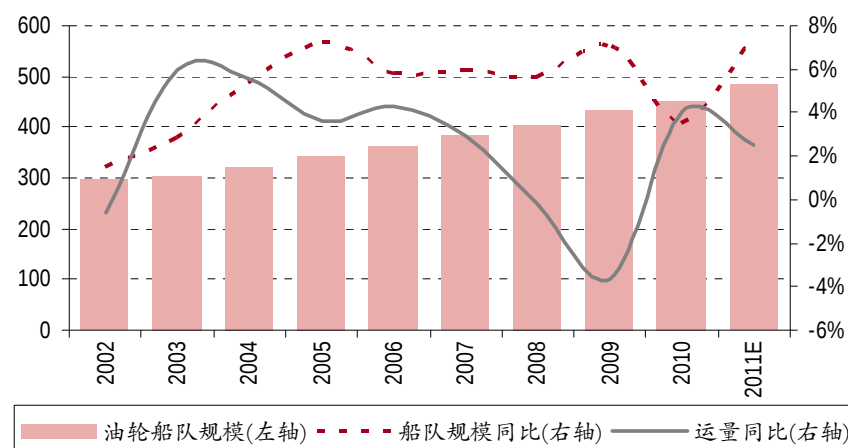


资料来源：克拉克松及中银国际研究

运力相对过剩，油运市场难有表现

根据克拉克松的预计，2011 年原油运输市场需求同比将增长 3%，而船队运力同比增长 7%，油运市场运力相对过剩。

图表 47. 油运市场运力供需增长对比



资料来源：克拉克松及中银国际研究

由于油价持续高位威胁到世界经济复苏进程，国际能源机构（IEA）6月23日表示将在未来一个月向市场释放6,000万桶石油储备以弥补利比亚原油供应缺口并平抑油价；中国财政部表示将于7月1日起大幅下调汽油、柴油、航空煤油和燃料油的进口关税，这些措施都将有利于提振油运市场需求。

目前VLCC平均TCE水平跌至1.7万美元/天，处于历史低位，且已跌破盈亏平衡点，我们认为未来下跌空间有限，但由于运力过剩，整体运价将难以有出色表现。

港口行业

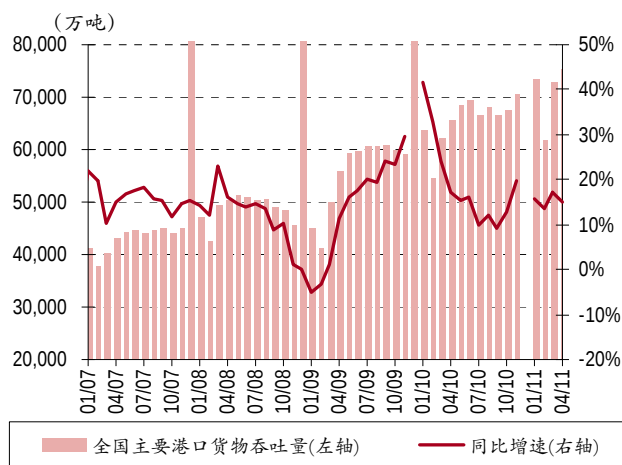
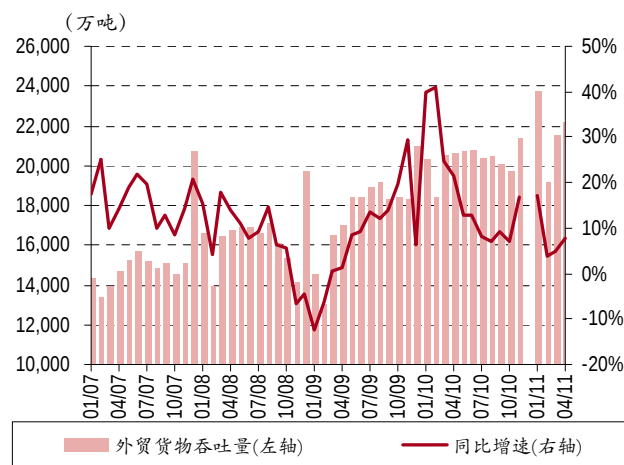
港口行业概览

2011年1-5月，全国规模以上港口累计完成货物吞吐量36.5亿吨，同比增长14.0%，增速比上月有所下滑。其中，外贸货物吞吐量为11.0亿吨，同比增长8.2%，而内贸货物吞吐量为25.4亿吨，同比增速达16.7%。由于我国经济增长速度明显快于其他国家，内贸货物吞吐量增速大幅超过外贸货物。

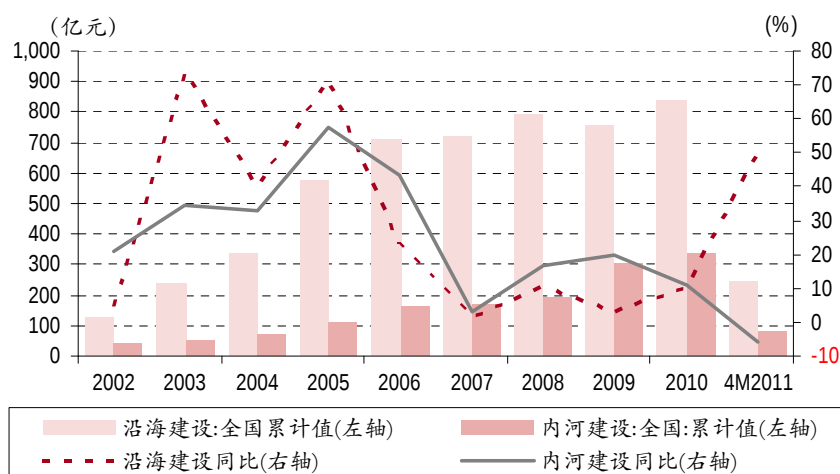
图表 48.2011 年 1-5 月主要港口货物吞吐量情况

名次	港名	自年初累计 (万吨)	5月当月 (万吨)	年初累计同比 (%)
沿海港口				
1	宁波-舟山港	29,079	5,819	10.7
2	上海	25,257	5,440	8.6
3	天津	17,992	3,870	10.4
4	广州	16,771	3,708	3.9
5	青岛	16,156	3,280	13.4
6	大连	13,917	2,904	7.6
7	唐山	12,496	2,510	32.2
8	秦皇岛	11,968	2,553	7.7
9	营口	11,062	2,238	17.8
10	日照	10,893	2,213	17.9
11	深圳	8,662	1,877	(1.9)
12	烟台	7,408	1,490	17.5
13	湛江	6,633	1,425	6.3
14	连云港	6,368	1,300	21.1
15	厦门	6,302	1,359	16.5
16	北部湾港	5,669	1,225	28.5
17	黄骅	4,664	940	25.4
18	泉州	3,672	794	7.4
19	福州	3,072	738	20.2
内河港口				
15	苏州	15,054	3,150	21.2
16	南京	6,990	1,400	19.4
17	南通	6,957	1,450	10.0

资料来源：交通运输部及中银国际研究

图表 49. 中国主要港口货物吞吐量

图表 50. 中国主要港口外贸货物吞吐量


2011 年 1-4 月，港口固定资产投资完成 325.4 亿元，其中沿海建设累计投资额为 245.1 亿元，同比增加 50%，建设速度比前两年明显加快，主要是由于铁矿石和煤炭码头紧张形势下的加速扩张，而集装箱码头则经过前几年大规模的建设目前已经进入收获期；内河建设方面累计完成投资额为 80.2 亿元，同比减少 6%。

图表 51. 港口固定资产投资完成额


集装箱吞吐量情况

2011 年 1-5 月，全国主要港口完成集装箱吞吐量 6,380 万标准箱，同比增长 13%，比 2010 年同比 18% 的增长有所下降，但仍保持较快的增速。其中沿海港口增长 12.5%，内河港口同比增长 18.3%，内河港口增速快于沿海港口。

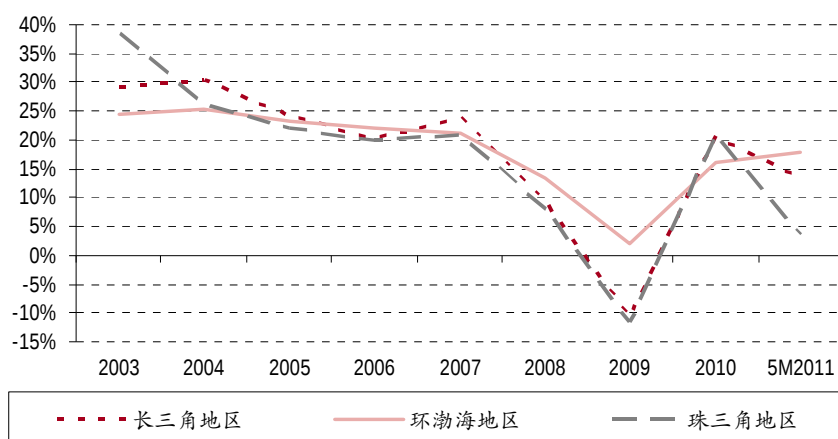
分区域来看，随着中国制造业升级以及产业往中西部转移，未来华南地区出口产品附加值提升以及出口增速回落，都可能使得港口集装箱吞吐量增速下降。而环渤海地区以及长三角地区则有望受益于产业转移，集装箱吞吐量继续保持较高的增长速度。

2011 年 1-5 月份，环渤海地区以及长三角地区集装箱吞吐量继续保持较高的增长速度，而环渤海地区由于箱量主要来自内贸，增速略高于长三角地区。其中营口港、连云港、天津港、宁波-舟山港和大连港增速超过 15%，分别为 25.9%、20.2%、19.4%、16.4% 和 16.6%。而珠三角增速较低，其中深圳港和广州港同比增长分别为 1.9% 和 6.0%，大幅低于全国平均水平。

图表 52. 全国主要港口集装箱吞吐量最新统计(万 TEU)

名次	港名	2011 年 1-5 月	2011 年 5 月	同比增幅%
全国	总计	6,380.00	1,383.14	13.0
沿海	合计	5,720.25	1,238.73	12.5
1	上海	1,271.32	278	11.4
2	深圳	871.12	187.36	1.9
3	宁波-舟山港	590.68	128.46	16.4
4	青岛	546.43	114.62	17.0
5	广州	529.34	119.4	6.0
6	天津	457.07	95.6	19.4
7	厦门	235.99	51.5	4.9
8	大连	235.39	54.2	16.6
9	连云港	189.29	42	20.2
10	营口	173.74	33.71	25.9
内河	合计	659.75	144.41	18.3
1	苏州港	163.35	39.02	21.5
2	佛山港	125.71	26.34	2.9

资料来源：交通运输部及中银国际研究

图表 53.主要区域港口集装箱吞吐量增速对比


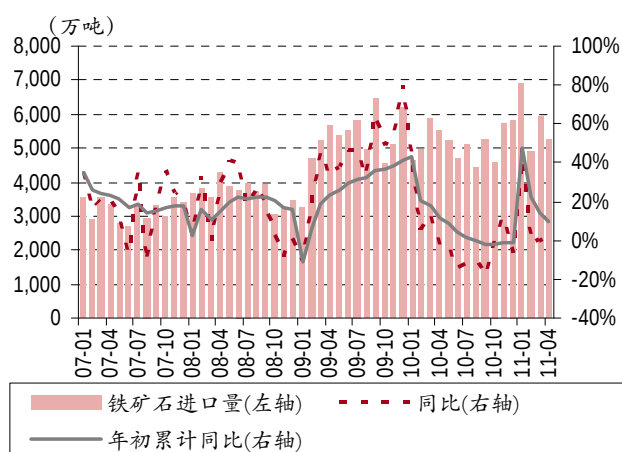
资料来源：万得资讯及中银国际研究

散杂货吞吐量情况

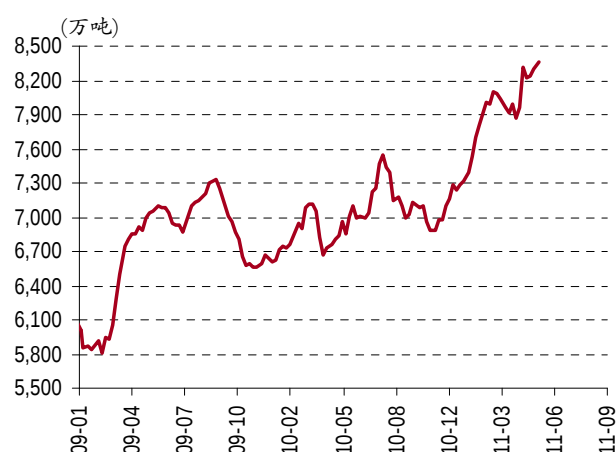
铁矿石进口增速预计将继续回落

根据交通部的统计，2011年1-4月，我国规模以上港口金属矿石吞吐量为4.6亿吨，同比增长7.9%，其中外贸进港量为2.7亿吨，同比增长5.2%。2010年下半年以来，国际铁矿石价格持续上扬，在涨价预期影响下，2011年1月份中国铁矿石进口同比大幅增长48%，创历史新高，但随后铁矿石进口量大幅回落。1-5月份铁矿石进口量累计同比增长8%。

受中国宏观紧缩政策影响经济增速放缓，钢铁下游需求放缓，因而在铁矿石进口量回落的同时，港口铁矿石库存则不断创历史新高。预计未来在需求以及去库存的双重压力下，未来我国港口铁矿石吞吐量增速将继续下滑。

图表 54.中国铁矿石进口量及增长


资料来源：万得资讯及中银国际研究

图表 55.进口铁矿石港口库存


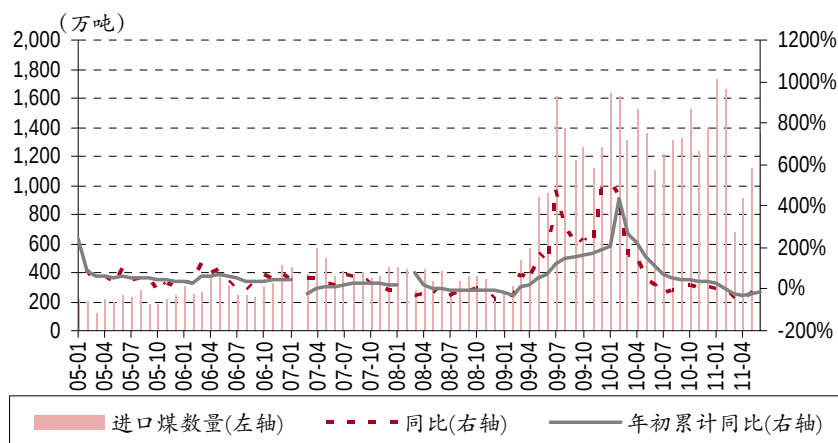
资料来源：万得资讯及中银国际研究

煤炭进口有望成为散杂货港口的亮点

2011 年 1-4 月份,我国规模以上港口完成煤炭及制品吞吐量 6.0 亿吨,同比增长 18.2%。其中,完成内贸吞吐量 5.4 亿吨,同比增长 22.8%;完成外贸吞吐量 0.58 亿吨,同比下降 12.5%。上半年受高耗能企业生产快速反弹影响,我国多地出现淡季电荒,火电发电需求旺盛推动港口煤炭吞吐量快速增长;而外贸吞吐量出现下降主要是由于受国际煤炭价格大幅上涨以及澳大利亚洪灾影响,中国煤炭进口量大幅减少,1-5 月我国煤炭累计进口量同比下降 17%,出口量同比减少 9%。

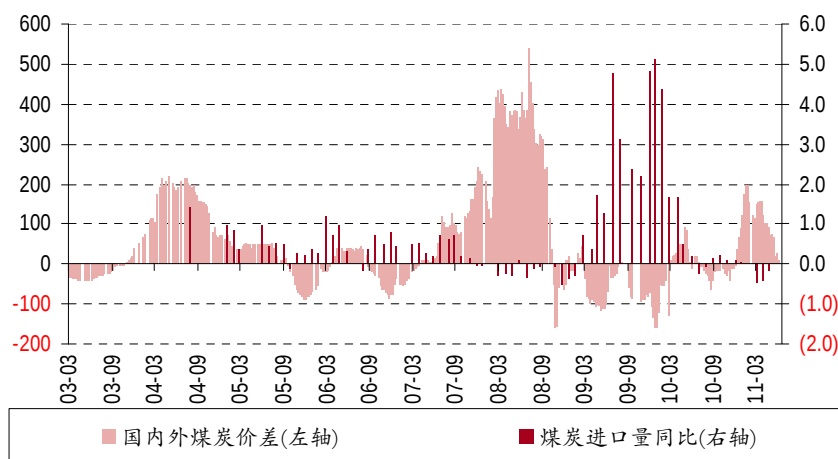
近日,发改委负责人表示,将通过降低煤炭进口增值税等手段鼓励煤炭进口。此外,国际煤炭价格下跌的同时国内煤炭价格不断上涨,国内外煤炭价差也不断缩小,这将有利于中国煤炭进口以及港口煤炭吞吐量增长。

图表 56.中国煤炭进口量及增长



资料来源: 万得资讯、中银国际研究

图表 57.国内外煤炭价差与煤炭进口量对比



资料来源: 万得资讯、中银国际研究

港口石油吞吐量

根据交通运输部的统计，2011 年 1-4 月，规模以上港口完成石油天然气及制品吞吐量 2.6 亿吨，同比增长 14.8%。其中，原油外贸进港吞吐量 8,131 万吨，同比增长 8.7%。

原油进口方面，2010 年，在经济回暖以及汽车行业旺盛需求的推动下，中国原油进口量为 2.39 亿吨，同比大幅增长 17.4%。2011 年以来，受油价持续上扬以及汽车行业增速下滑影响，1-5 月累计进口原油 1.07 亿吨，增速下滑至 9.1%。

研究报告中所提及的有关上市公司

中海集运 (601866.SS/人民币 3.70, 2866.HK/港币 2.71, 买入)
中国远洋 (601919.SS/人民币 8.43, 1919.HK/港币 6.15, 持有)
中海发展 (600026.SS/人民币 8.57, 1138.HK/港币 7.30, 未有评级)
宁波海运 (600798.SS/人民币 4.66, 未有评级)
长航凤凰 (000520.SZ/人民币 5.02, 未有评级)
招商轮船 (601872.SS/人民币 3.90, 未有评级)
长航油运 (600087.SS/人民币 2.98, 未有评级)
中远航运 (600428.SS/人民币 7.33, 未有评级)
宁波港 (601018.SS/人民币 3.21, 买入)
日照港 (000017.SZ/人民币 4.15, 买入)
天津港 (600717.SS/人民币 8.30, 买入)
深赤湾 A (000022.SZ/人民币 14.27, 买入)
大连港 (601880.SS/人民币 3.91, 买入)
唐山港 (601000.SS/人民币 7.89, 买入)
盐田港 (000088.SZ/人民币 6.58, 未有评级)
上港集团 (600018.SS/人民币 3.96, 未有评级)
锦州港 (600190.SS/人民币 4.45, 未有评级)
连云港 (601008.SS/人民币 10.20, 未有评级)

以2011年7月4日当地货币收市价为标准
本报告所有数字均四舍五入

买入指预计该行业(股份)在未来6个月中股价相对有关基准指数的升幅多于10%;
卖出指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数的降幅多于10%。未有评级(NR)。持有则指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数在上下10%区间内波动

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与宁波港存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括: 1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告, 具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户; 2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队, 其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础, 整合形成证券投资顾问服务建议或产品, 提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的, 亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策; 需充分咨询证券投资顾问意见, 独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息, 仅供收件人使用。阁下作为收件人, 不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人, 或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的, 中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施, 追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司(统称“中银国际集团”)的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用, 并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要, 不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请, 亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议, 阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前, 就该投资产品的适合性, 包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到, 但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人(包括其关联方)都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外, 中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告, 亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问, 本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料, 中银国际集团未有参阅有关网站, 也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的, 纯粹为了阁下的方便及参考, 连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状, 不构成任何保证, 可随时更改, 毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证, 也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映中银国际集团成员在本报告所载日期的判断, 可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现, 可能在出售或变现投资时存在难度。同样, 阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述, 阁下须在做出任何投资决策之前, 包括买卖本报告涉及的任何证券, 寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371