

旺季来临，关注航运股反弹行情

航运业 10 月报

运输 同步大市-A

上次评级

同步大市-A

报告日期

2011-10-25

报告关键点:

- 四季度是干散货、原油和沿海煤炭运输市场的传统旺季，BDI指数、原油运价和沿海煤炭运价存在上涨动力。如果市场继续反弹，A股航运股超跌之后存在交易性投资机会。

报告摘要:

- 四季度旺季BDI有望延续高位震荡格局，但行业景气反转还需等待供需基本面的实质性好转。**8月10月中旬以来，在Capesize船的带动下，波罗的海干散货运价指数BDI从1256点上涨至2153点（截至10月21日），涨幅72%。受中国北方钢厂铁矿石冬储、及北半球取暖煤冬储的双重拉动，四季度是全球干散货运输市场的传统旺季。统计数据也显示：在过去的2000年-2010年11年时间里，有9年四季度BDI指数都显著高于三季度。预期在季节性需求的驱动下，四季度BDI指数有望维持高位震荡格局。
- 四季度油轮运价尤其是原油运价有望季节性回升。**目前VLCC原油轮主要航线等效租期TCE价格已经跌破0美金/天，意味着船东每天收取的租金已经不能覆盖变动成本；成品油轮的表现略好于原油运输市场，等效租价仍在船东保本点附近震荡。四季度随着全球炼厂年度例行检修告一段落，同时冬季取暖油需求旺季临近，油轮运价尤其是原油运价有望低位企稳回升。2002年-2010年9年的统计数据显示：原油运价指数BDTI除了2008年外，8年时间里4季度运价相对3季度都有显著回升；成品油运价指数BCTI，有5年时间里4季度运价相对3季度都有显著回升。
- 9月份以来多用途船（MPP船）运价底部略有回升。**2011年以来受全球经济减速影响，1.7万载重吨MPP船一年期租价格从年初的10700美元/天跌至8月份的9300美元/天，但9月份以来小幅回升至9750美元/天，环比上涨5%。我们判断近期MPP船期租价格的回升可能是受小灵便船市场的拉动：8月中旬以来，小灵便船运价指数已经累计上涨27%。MPP船市场能否持续回升还需观察。
- 沿海煤运市场：取暖煤需求旺季临近，运价有望企稳回升。**由于前期采购充足，10月份以来直供电厂存煤天数维持在19天左右，远高于15天的基准线。由于近期电厂采购积极性不高，9月底以来沿海煤炭运价持续回调。11月份北方开始入冬，考虑到冬季电力和取暖用煤需求上升，电厂和港口的高位库存将在短时间内消化。11-12月份在冬季取暖煤需求的驱动下，沿海煤炭运价有望企稳回升。从沿海煤炭运价指数有历史统计数据的2007-2010年看，除了2008年金融危机外，4季度沿海煤运价格环比3季度都显著上涨。
- 集运市场运价低迷，旺季接近尾声。**三季度是全球集运市场的传统旺季，但今年受欧美主要消费国经济疲软影响，亚欧线、跨太平洋线等主干航线运价持续在低位震荡，呈现旺季不旺特征。11月份开始，随着圣诞货运季接近尾声，集运市场开始步入淡季。在目前全球经济疲软背景下，预计四季度集运价格将延续低位震荡态势。
- 旺季临近，关注航运股反弹行情。**10月份以来，在BDI指数上涨和恒指反弹的双重驱动下，港股航运股普遍上涨30%-40%，反弹力度远大于A股航运股。目前A股航运板块PB水平已跌1.4倍PB，处于历史底部区域。可以说是“最差的时候、最低的估值”，航运股股价已经对行业基本面进行了充分反应，估值继续下降空间不大。短期来看，四季度是干散货、原油和沿海煤炭运输市场的传统旺季，BDI指数、原油运价和沿海煤炭运价存在上涨动力。如果市场继续反弹，A股航运股超跌之后存在交易性投资机会，建议关注中国远洋、中远航运、中海发展、招商轮船、长航油运、中海集运。
- 风险提示：**全球经济大幅下滑风险

敬请阅读本报告正文后各项声明

首选股票	目标价	评级
601919 中国远洋	10.00	中性-A
600428 中远航运	8.00	增持-A
600026 中海发展	10.00	增持-A
601866 中海集运	4.50	增持-A

12 个月行业表现

 吴莉
 010-66581623
 执业证书编号

 高级行业分析师
 wuli@essence.com.cn
 S1450511020019

前期研究成果

《BDI，反弹空间还有多大？》	2011-10-14
《BDI，波动市场走向何方？——航运业9月报》	2011-09-16
《集运市场企稳回升，散货市场淡季低位徘徊——航运业8月报》	2011-09-16

正文目录

1. 干散货运输市场	3
1.1. 8月中旬以来海岬船拉动 BDI 指数强劲反弹	3
1.2. 驱动近期 BDI 上涨的主要因素	4
1.3. 四季度旺季 BDI 有望延续高位震荡格局	6
1.4. 干散货船运力投放量仍处于历史高位，但新增订单量跌至历史谷底	7
2. 油轮运输市场	9
2.1. 四季度油轮运价尤其是原油运价有望季节性回升	9
2.2. IEA 再次下调全球石油需求预测	12
2.3. 油轮存量运力投放仍处于历史高位，但新增订单量降至历史谷底	15
3. 多用途船市场	16
3.1. 9 月份以来 MPP 船运价底部略有回升	16
3.2. MPP 船运力增速处于历史较高水平	17
4. 沿海煤运市场：取暖煤需求旺季临近，运价有望企稳回升	18
5. 集装箱运输市场	21
5.1. 运价低迷，旺季接近尾声	21
5.2. 欧美经济疲软，主干航线箱量增长缓慢	22
5.3. 大船投放偏快，闲置运力仍处于历史低位	23
6. 投资策略：旺季来临，关注航运股反弹行情	25

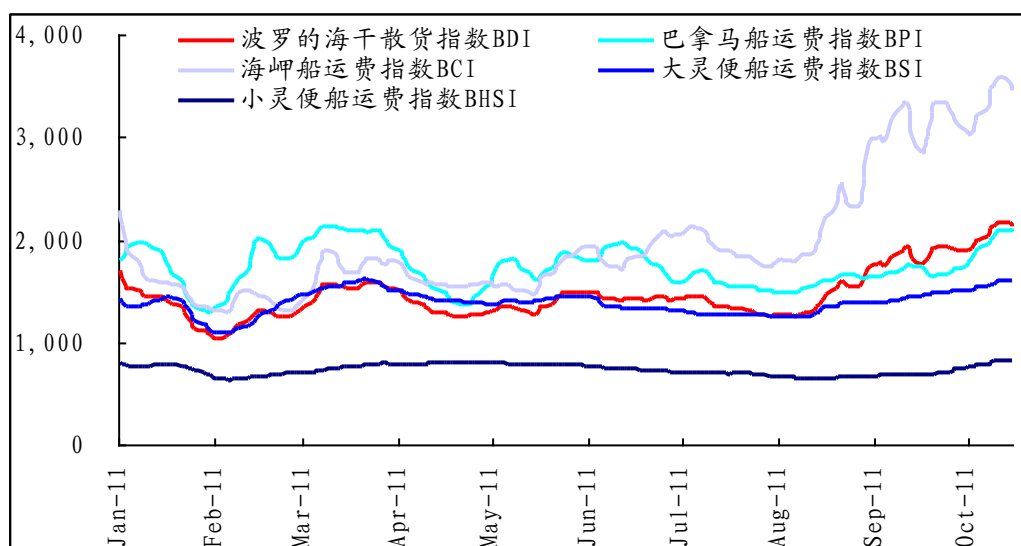
1. 干散货运输市场

1.1. 8月中旬以来海岬船拉动 BDI 指数强劲反弹

8 月 10 月中旬以来,在 Capesize 船的带动下,波罗的海干散货运价指数 BDI 从 1256 点上涨至 2153 点(截至 10 月 21 日),涨幅 72%。其中:运输铁矿石和煤炭为主的 Capesize 船运价指数上涨 96%;运输煤炭和粮食为主的 Panamax 船运价指数上涨 37%;运输小宗散货为主的大、小灵便船运价指数分别上涨 29%和 27%。散货船型越大,运价反弹的幅度也越大。

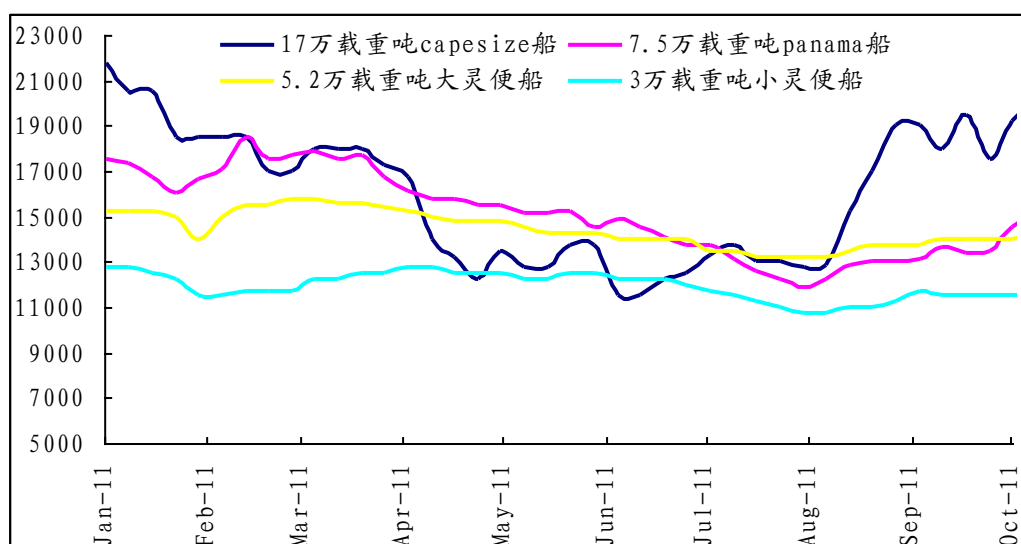
干散货船东平均的盈亏平衡点在 BDI 2000 点附近,10 月 7 日以来 BDI 指数已经连续 11 个交易日在 2000 点以上运行。

图 1: 8 月中旬以来,在 Capesize 船的带动下,BDI 从 1246 点上涨至 2153 点



资料来源: WIND 资讯

图 2: 截至 10 月 21 日,17 万载重吨 Capesize 船、7.5 万载重吨 Panamax 船、5.2 万载重吨大灵便船、3 万载重吨小灵便船一年期期租价格分别为 20250 美元/天、14875 美元/天、14250 美元/天、11500 美元/天,分别较 8 月中旬上涨 57%、21%、8%和 7%。



资料来源：CLARKSONS

1.2. 驱动近期 BDI 上涨的主要因素

- 受北方冬季气候条件限制，每年入冬前后钢厂都会提前储备一部分铁矿石过冬。此外，8 月份以来内外矿价差扩大，使得外矿吸引力上升，也在一定程度上刺激了中国对进口矿的需求。8 月份、9 月份中国铁矿石进口量分别达到 5909 万吨和 6057 万吨，同比分别增长 32%和 15%，环比分别增长 8%和 3%。
- 受印度政府限制铁矿石出口政策影响，近几个月中国进口自印度的铁矿石量逐月下降，而进口自更远产地的澳矿和巴西矿数量则逐月上升，铁矿石运距的拉长有助于在一定程度上消耗过剩的散货船运力。
- 近几个月日本和中国煤炭进口量持续上升：日本是全球最大的煤炭进口国，随着地震影响的逐步消除，5 月份以来日本煤炭进口量逐月回升，其中 8 月份达到 1638 万吨，为年内最大月度进口量；全球煤炭进口的增量主要是由印度和中国贡献，受国内外煤炭价格倒挂影响，二三季度以来中国煤炭进口量逐月回升，8 月份达到 1659 万吨，同比增长 25%。
- 随着洪水对矿山及铁路的影响逐步消除，近几个月全球主要煤炭出口国澳洲煤炭出口量逐月回升，其中 8 月份澳煤出口量达到 2577 万吨，创年内最大月度出口量，且环比增长 10%。

图 3：7、8、9 月份中国分别进口铁矿石 5455、5909 和 6057 万吨，月度进口量环比持续增加，同比增速分别为 6%、32%和 15%

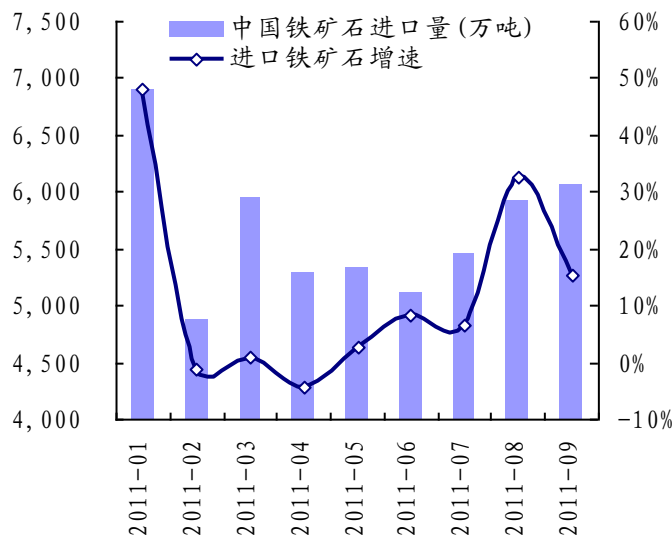
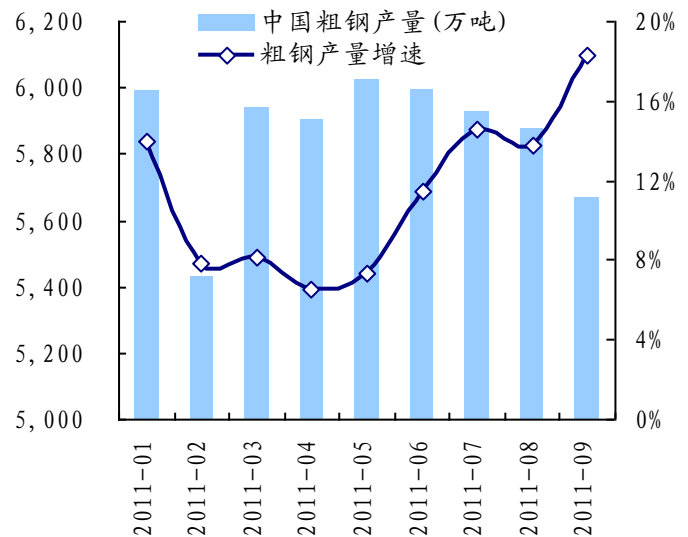


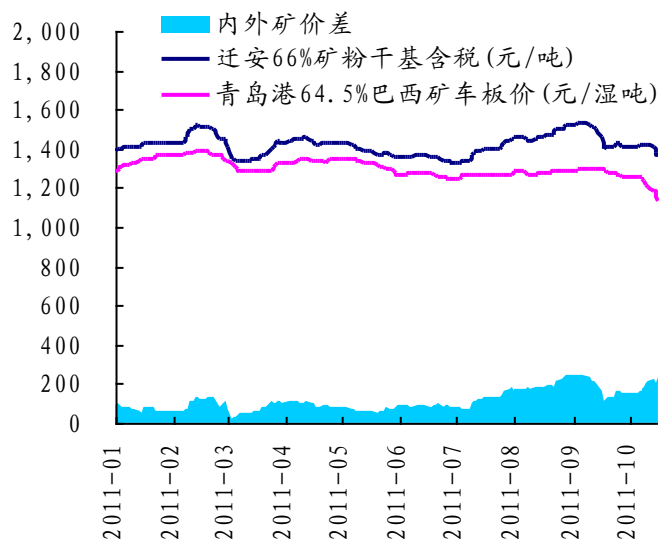
图 4：7、8、9 月份中国粗钢产量分别为 5930、5875 和 5670 万吨，同比分别增长 15%、14%、18%



资料来源：WIND 资讯

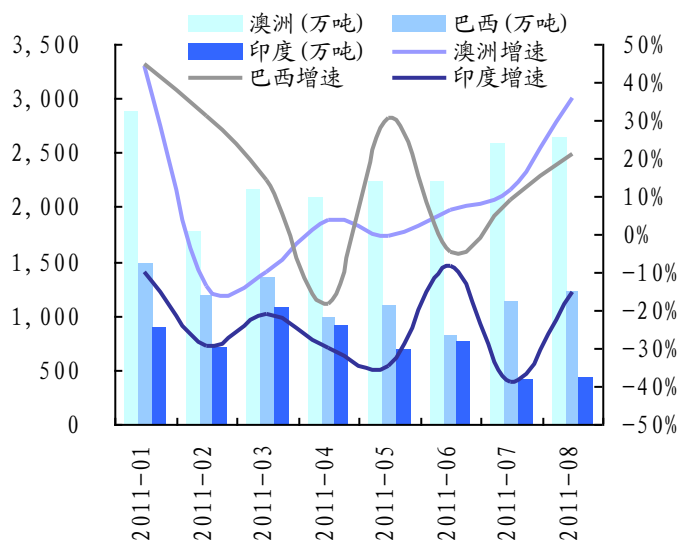
资料来源：WIND 资讯

图 5：8 月份以来内外矿价差扩大，使得外矿吸引力上升，也在一定程度上刺激了中国对进口矿的需求



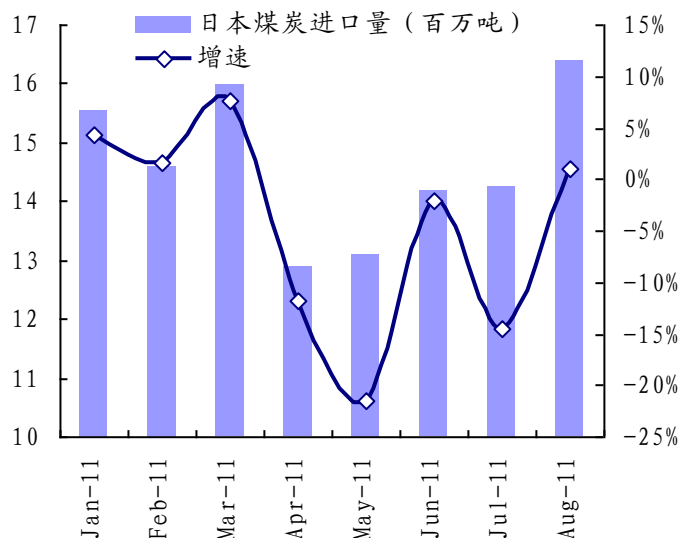
资料来源：WIND 资讯

图 6：受印度政府限制铁矿石出口政策影响，近几个月中国进口自印度的铁矿石量逐月下降，而进口自更远产地的澳洲和巴西铁矿石量则逐月上升，有助于拉长海运距离



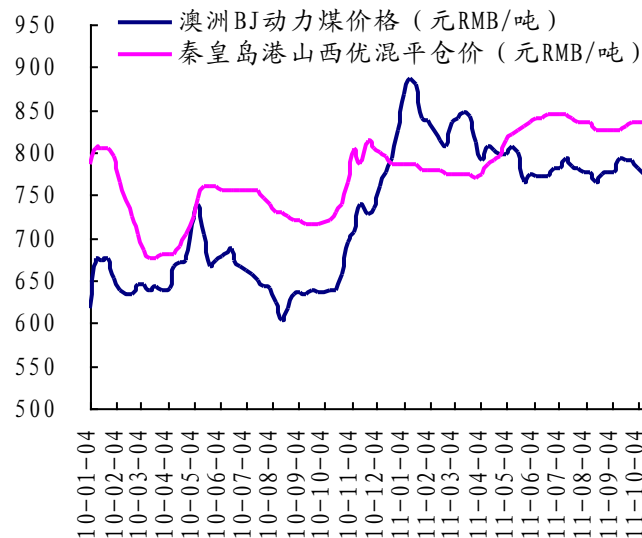
资料来源：CLARKSONS

图 7：随着地震影响的逐步消除，5 月份以来日本煤炭进口量逐月回升，8 月份达到 1638 万吨，为年内最大月度进口量



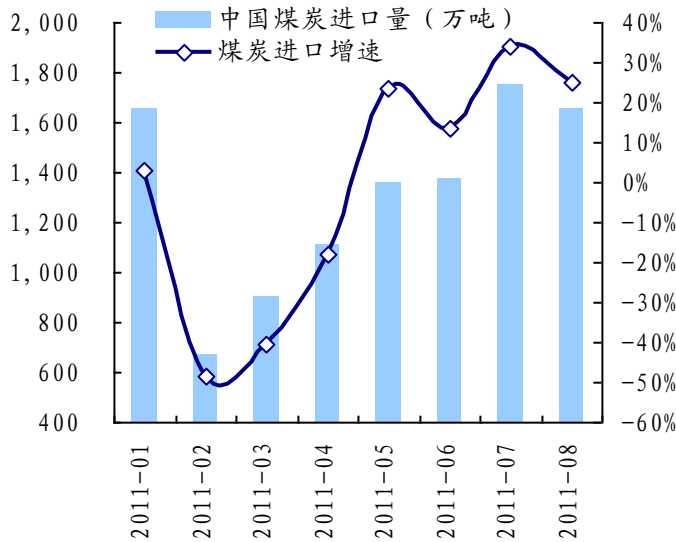
资料来源：WIND 资讯

图 8：受国际煤价回落影响，5 月份以来国际煤炭价格持续低于中国国内煤炭价格



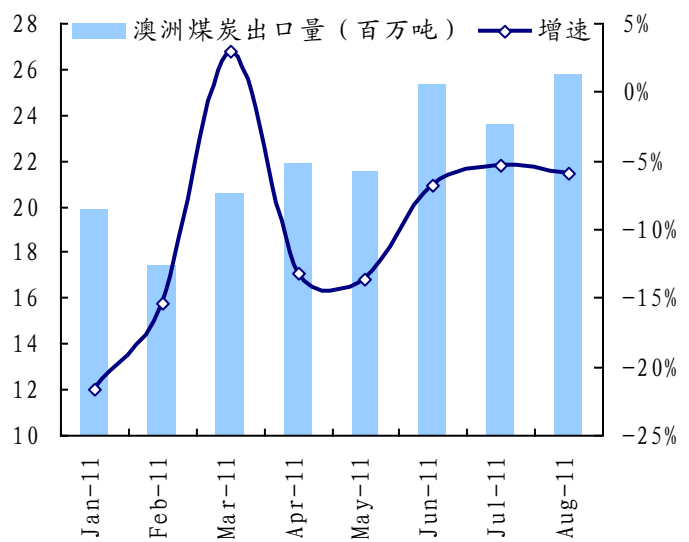
资料来源：WIND 资讯

图 9：受国内外煤炭价格倒挂驱动，二三季度以来中国煤炭进口量持续回升



资料来源：WIND 资讯

图 10：随着洪水对矿山和铁路的影响逐步消除，二三季度以来澳洲煤炭出口量逐月回升，7、8 月份分别达到 2354 万吨和 2577 万吨



资料来源：WIND 资讯

1.3. 四季度旺季 BDI 有望延续高位震荡格局

受中国北方钢厂铁矿石冬储、及北半球取暖煤冬储的双重拉动，四季度是全球干散货运输市场的传统旺季。统计数据也显示：在过去的 2000 年-2010 年 11 年时间里，有 9 年四季度 BDI 指数都显著高于三季度。预期在季节性需求的驱动下，四季度 BDI 指数有望维持高位震荡格局。

但在中国及全球经济增速放缓背景下，全球干散货海运量增速难以出现趋势性上升，同时由于新船下水量仍处于历史高位，预期 BDI 指数继续向上突破的空间相对有限。CLARKSONS 预计 2011 年全球干散货海运量增速在 4%，而干散货船队运力增速将达到 12.7%，3 倍于同期需求增速。

表 1：2000 年-2010 年 11 年时间里，有 9 年四季度 BDI 指数都显著高于三季度

	1 季度	2 季度	3 季度	4 季度
2000 年	1,468	1,616	1,656	1,692
2001 年	1,516	1,422	1,052	875
2002 年	983	1,037	1,055	1,486
2003 年	1,739	2,144	2,312	4,323
2004 年	5,263	3,638	4,027	5,106
2005 年	4,571	3,651	2,413	2,920
2006 年	2,494	2,550	3,633	4,169
2007 年	4,669	5,998	7,415	10,318
2008 年	7,343	9,748	7,123	1,169
2009 年	1,561	2,714	2,811	3,402
2010 年	3,027	3,307	2,353	2,364

资料来源：BLOOMERG

表 2：全球干散货海运需求预测

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011E
铁矿石	596	664	722	783	843	900	995	1,056
增速	14%	11%	9%	8%	8%	7%	11%	6%
煤炭	650	673	704	751	773	776	899	921
增速	9%	4%	5%	7%	3%	0%	16%	2%
其中：热力煤	471	495	527	556	572	587	662	686
增速	10%	5%	6%	6%	3%	3%	13%	4%
焦煤	179	178	177	195	201	188	237	236
增速	5%	-1%	-1%	10%	3%	-6%	26%	0%
粮食	273	273	290	302	323	317	341	344
增速	3%	0%	6%	4%	7%	-2%	8%	1%
铝土	65	69	75	89	94	72	84	93
增速	8%	6%	9%	19%	6%	-23%	17%	11%
磷矿石	31	31	30	32	31	19	23	27
增速	7%	0%	-3%	7%	-3%	-39%	21%	17%
5 种大宗散货合计	1,616	1,709	1,822	1,958	2,068	2,084	2,342	2,441
增速	10%	6%	7%	7%	6%	1%	12%	4%
小宗散货合计	971	1,009	1,081	1,141	1,131	1,019	1,131	1,184
增速	7%	4%	7%	6%	-1%	-10%	11%	5%
干散货合计	2,586	2,718	2,903	3,099	3,199	3,102	3,473	3,625
增速	9%	5%	7%	7%	3%	-3%	12%	4%

资料来源：CLARKSONS

注 1: CLARKSONS 预计 2011 年中国铁矿石进口量将增长 10% 达到 6.64 亿吨, 中国进口增量将贡献 2011 年全球铁矿石海运贸易增量的 101%。

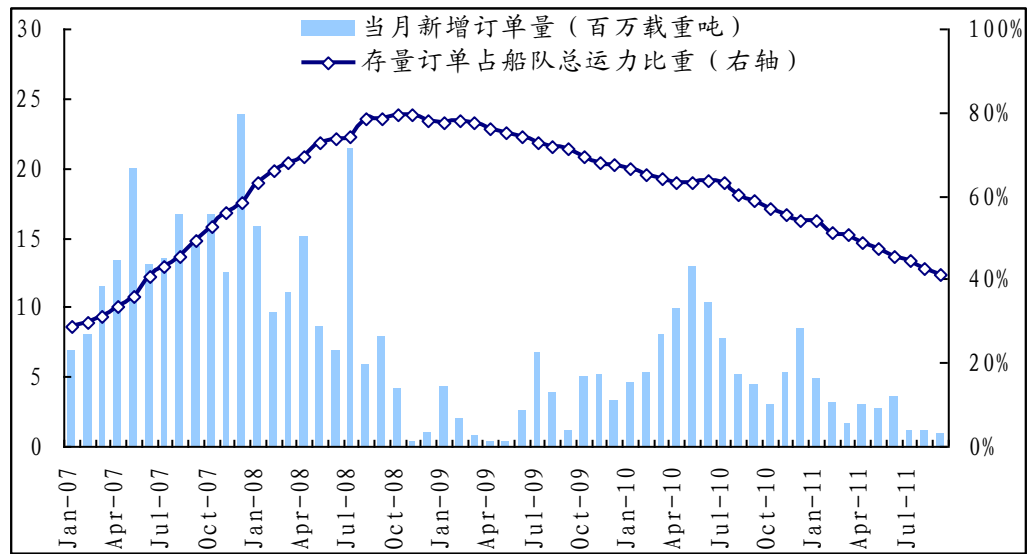
注 2: CLARKSONS 预计 2011 年印度热力煤进口量将增长 20% 达到 0.89 亿吨, 印度进口增量将贡献 2011 年全球煤炭海运贸易增量的 68%。

1.4. 干散货船运力投放量仍处于历史高位，但新增订单量跌至历史谷底

1-9 月全球干散货新船投放量为 71.2 百万载重吨，占全年计划投放量的 78%，四季度还将有 20.3 百万载重吨的新船下水。考虑老旧船舶的拆解，预计 2011 年底全球干散货船队总运力将达到 605.5 百万载重吨，较 2010 年增长 13.0%，增速仍处于历史较高水平。

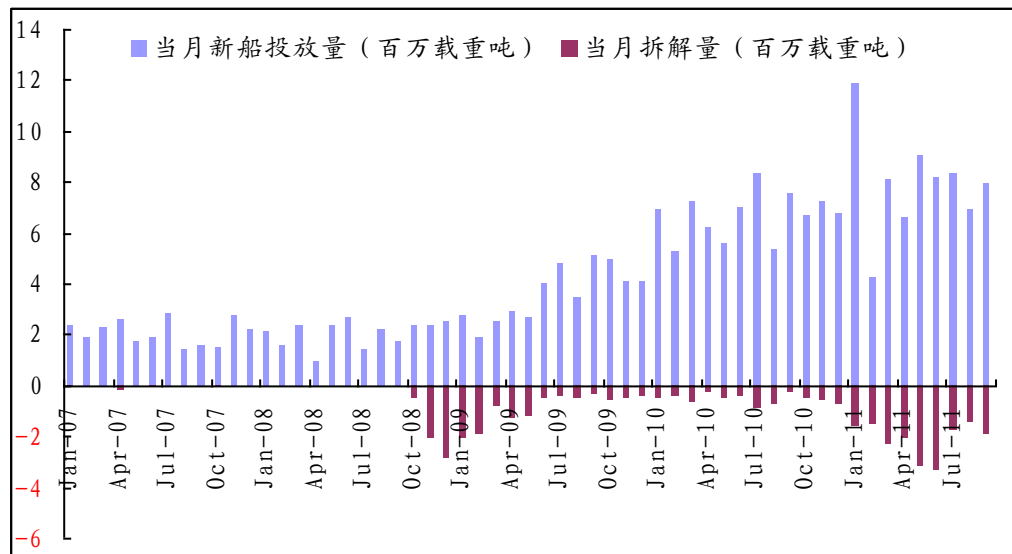
受运价低迷和船东现金流紧张影响，9 月份单月干散货船新增订单量仅为 0.9 百万载重吨，较 2010 年同期下降 80%，接近 08-09 年市场低点时的水平；同时，老旧船舶的拆解量也出现显著放大，9 月份干散货船拆解量为 1.9 百万载重吨，较 2010 年同期增长了近 6 倍，拆船价格的上升也在一定程度上刺激了老船拆解量的放大。

图 11: 9 月份, 干散货船新增订单量为 0.9 百万载重吨, 比 2010 年同期下降 80%; 干散货船存量订单占船队总运力的比重也降至 41%



资料来源: CLARKSONS

图 12: 9 月份, 干散货船新船投放量为 7.9 百万载重吨, 仍处于相对高位; 9 月份拆船量为 1.9 百万载重吨, 较 2010 年同期增长 6 倍



资料来源: CLARKSONS

表 3：全球干散货船队运力投放预测

m. DWT, end	2007	2008	2009	2010	截至 9 月底	2011E	2012E
干散货船订单总量	246.7	324.1	304.4	288.9	231.7		
新增订单量	170.0	107.7	35.6	85.4	22.1		
新船投放量	24.9	24.4	43.0	80.0	71.2	91.5	85.9
拆解量	0.6	5.5	10.5	6.4	19.0	28.1	22.3
改造增加量	0.1	7.4	9.0	4.5	2.5	6.8	
改造减少量	0.1	0.6	0.2	0.2	0.4	0.4	
全球干散货船队运力	391.7	417.3	458.3	535.8	589.9	605.5	669.0
增速	6.5%	6.5%	9.8%	16.9%	10.1%	13.0%	10.5%
Capesize 船 (>100,000)	131.6	143.5	170.0	209.1	235.4	241.6	266.1
增速	8.7%	9.0%	18.5%	23.0%	12.5%	15.5%	10.1%
Panamax 船 (60-100,000)	108.2	114.7	121.1	136.6	149.1	152.9	173.2
增速	6.4%	6.0%	5.6%	12.8%	9.1%	12.0%	13.2%
Handy 船 (40-60,000)	76.8	82.9	91.8	109.0	122.0	124.9	139.4
增速	7.4%	7.9%	10.8%	18.7%	11.9%	14.6%	11.6%
Handysize 船 (10-40,000)	75.0	76.2	75.4	81.1	83.5	86.0	90.5
增速	2.4%	1.6%	-1.1%	7.6%	2.9%	6.0%	5.2%

资料来源：CLARKSONS

2. 油轮运输市场

2.1. 四季度油轮运价尤其是原油运价有望季节性回升

美欧日等发达国家原油消费量占全球 60%以上。在主要发达经济体疲软，同时全球油轮运力投放偏快的双重压力下，二三季度以来全球原油和成品油运价指数呈现持续回落态势。目前 VLCC 原油轮主要航线等效租期 TCE 价格已经跌破 0 美金/天，意味着船东每天收取的租金已经不能覆盖变动成本；成品油轮的表现略好于原油运输市场，等效期租价格仍在船东保本点附近震荡。

在四种主要的原油油轮中：9 月份以来，Suezmax 一年期期租价格回升力度最大，较 9 月初上涨 7%左右；VLCC、Aframax、Panamax 油轮一年期期租则分别较 9 月初下降 8%、5%和 5%，目前运价仍在寻底过程中。9 月份以来，成品油轮市场 MR 油轮等效期租价格 TCE 也呈现低位震荡态势，均值略低于 8 月份。

四季度随着全球炼厂年度例行检修告一段落，同时冬季取暖油需求旺季临近，油轮运价尤其是原油运价有望低位企稳回升。2002 年-2010 年 9 年的统计数据显示：原油运价指数 BDTI 除了 2008 年外，8 年时间里 4 季度运价相对 3 季度都有显著回升；成品油运价指数 BCTI，有 5 年时间里 4 季度运价相对 3 季度都有显著回升。

图 13: 2002 年-2010 年 9 年时间里, 原油运价指数 BDTI 除了 2008 年外, 8 年时间里 4 季度运价相对 3 季度都有显著回升

BDTI	1 季度	2 季度	3 季度	4 季度
2002 年	739	760	695	1,132
2003 年	1,751	1,257	897	1,451
2004 年	1,727	1,294	1,418	2,719
2005 年	1,519	1,265	1,163	2,081
2006 年	1,391	1,158	1,387	1,198
2007 年	1,188	1,135	919	1,263
2008 年	1,271	1,800	1,705	1,246
2009 年	648	527	505	646
2010 年	1,010	969	762	848

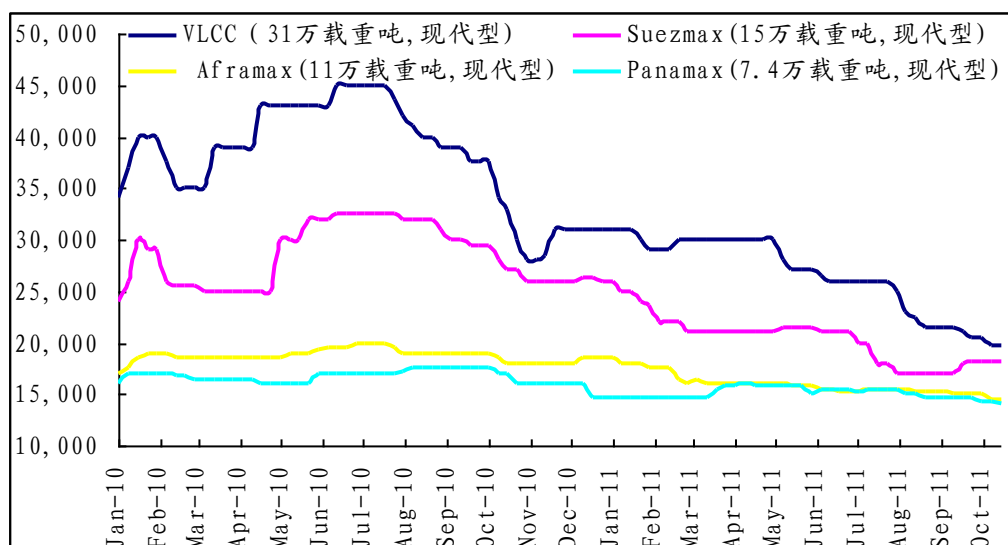
资料来源: BLOOMBERG

图 14: 2002 年-2010 年 9 年时间里, 成品油运价指数 BCTI 有 5 年时间里 4 季度运价相对 3 季度都有显著回升

BCTI	1 季度	2 季度	3 季度	4 季度
2002 年	683	732	731	807
2003 年	1,200	1,050	1,002	921
2004 年	1,283	1,010	1,042	1,590
2005 年	1,326	1,110	1,249	1,604
2006 年	1,210	1,037	1,221	966
2007 年	1,032	1,066	854	946
2008 年	945	1,238	1,404	1,018
2009 年	539	431	458	510
2010 年	810	698	733	684

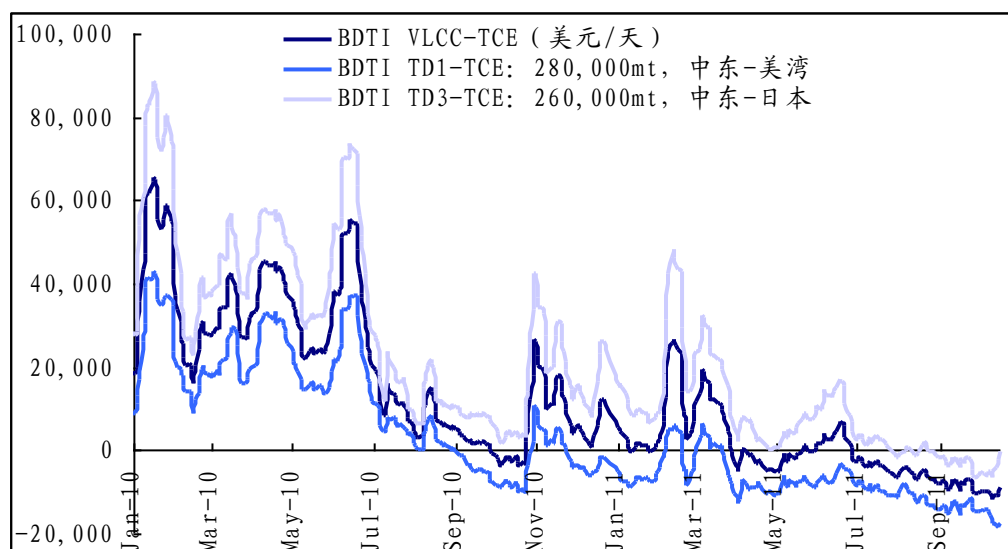
资料来源: BLOOMBERG

图 15: 9 月份以来, 除 Suezmax 油轮一年期期租略有回升外, 其他三种原油轮运价仍下滑



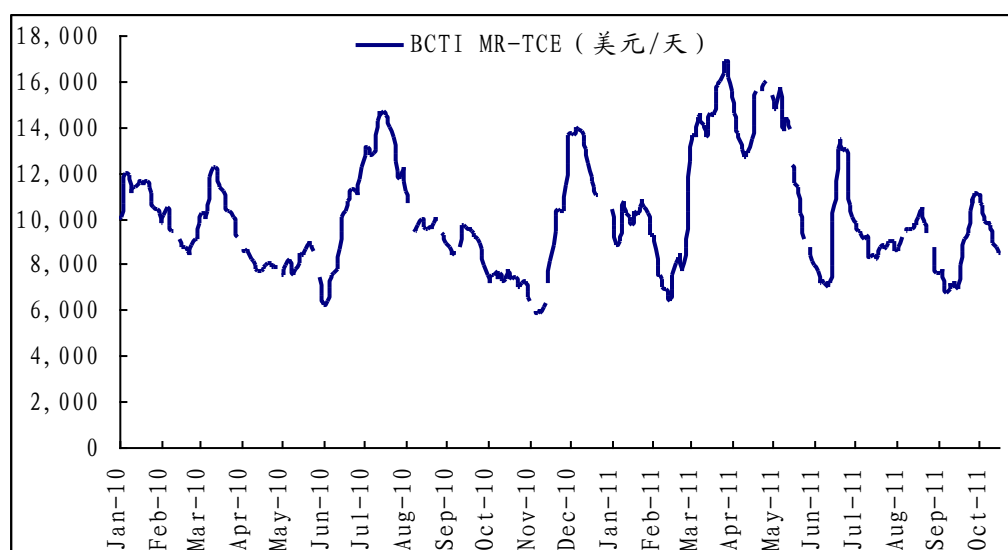
资料来源：CLARKSONS

图 16: VLCC 油轮等效期租 TCE 目前仍处于亏损状态



资料来源：CLARKSONS

图 17: 9 月份以来波罗的海 MR 成品油油轮等效期租 TCE 呈低位震荡态势



资料来源：CLARKSONS

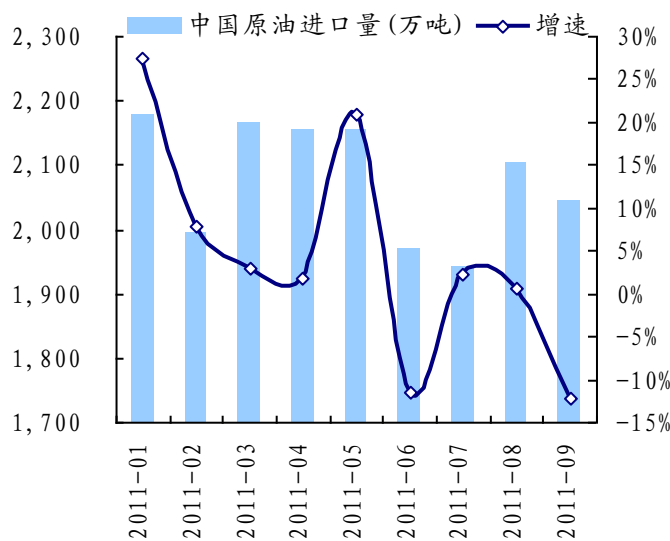
2.2. IEA 再次下调全球石油需求预测

国际能源署 IEA 在 10 月份最新公布的《全球石油市场月度报告》中指出，由于全球经济增长放缓，全球石油需求增长也低于此前预期，因此再次下调 2011-2012 年全球原油需求预测：预计 2011 年全球石油日均需求量为 8920 万桶，比先前预期低 5 万桶，但仍较 2010 年增长 1.1%；预计 2012 年全球石油日均需求量为 9050 万桶，比先前预期低 21 万桶，但仍将较 2011 年增长 1.5%。受欧美等主要发达国家经济增长疲软影响，2011-2012 年全球原油需求增量主要来自非 OECD 亚洲国家，尤其是中国和印度。

CLARKSON 也在最新一期《油运市场展望》中将 2011 年全球原油进口需求量从 37.6 百万桶/日下调至 37.5 百万桶/日，增速为 2.6%：其中，预期北美地区日均原油进口量为 7.6 百万桶，同比下降 5.0%；预期欧洲地区日均原油进口量为 8.9 百万桶，同比增长 1.6%（近年来北海油田萎缩使得欧洲对进口原油的依赖度上升）；预期亚洲地区日均原油进口量为 18.4 百万桶，同比增长 4.5%。

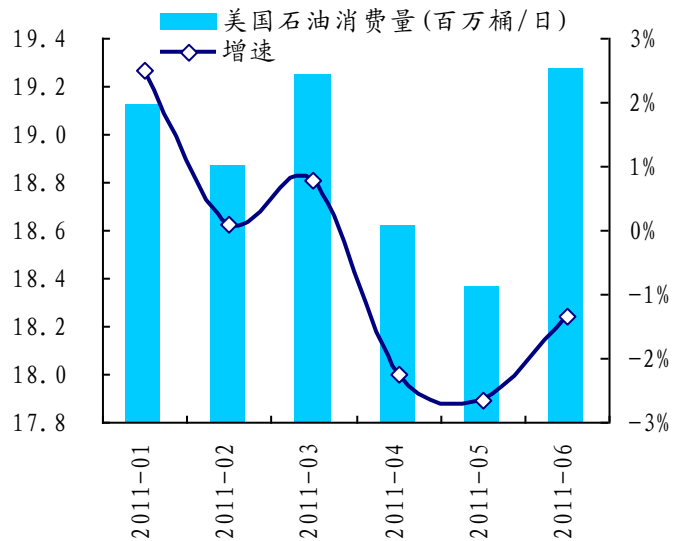
CLARKSON 也将 2011 年全球成品油进口需求量从 17.6 百万桶/日下调至 17.4 百万桶/日，增速为 3.0%：其中，预期北美地区日均成品油进口量为 2.3 百万桶，同比增长 9%，一定程度上抵消了同期原油进口量的下降；预期欧洲地区日均成品油进口量为 6.4 百万桶，同比下降 5%；预期亚洲地区日均成品油进口量为 5.8 百万桶，同比增长 7.0%。

图 18：9 月份中国进口原油 2045 万吨，同比下降 12.2%



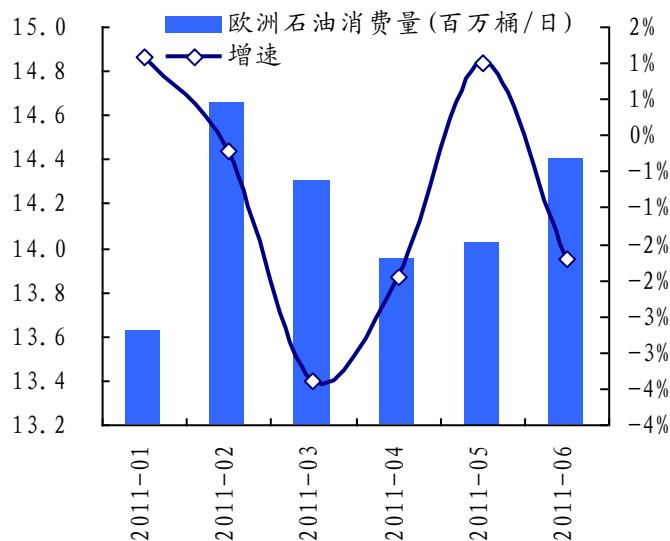
资料来源：WIND 资讯

图 19：6 月份美国原油日均消费量为 19.28 百万桶，同比下降 1.3%



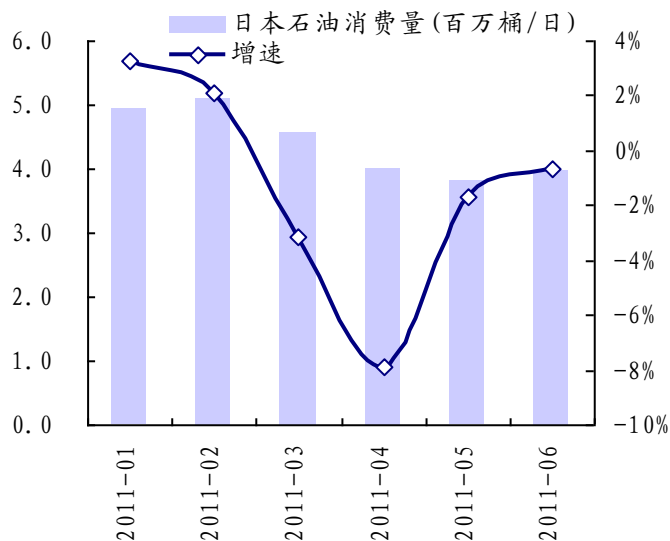
资料来源：WIND 资讯

图 20: 6 月份欧洲日均原油消费量为 14.41 百万桶, 同比下降 1.7%



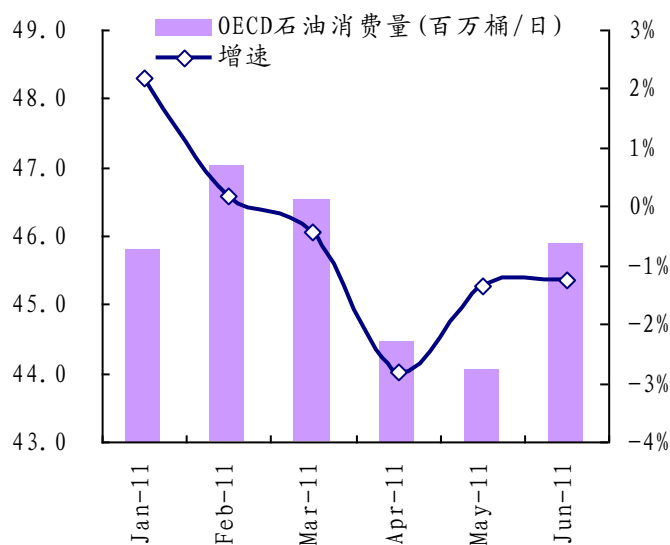
资料来源: WIND 资讯

图 21: 6 月份日本日均原油消费量 3.97 百万桶, 同比下降 0.7%



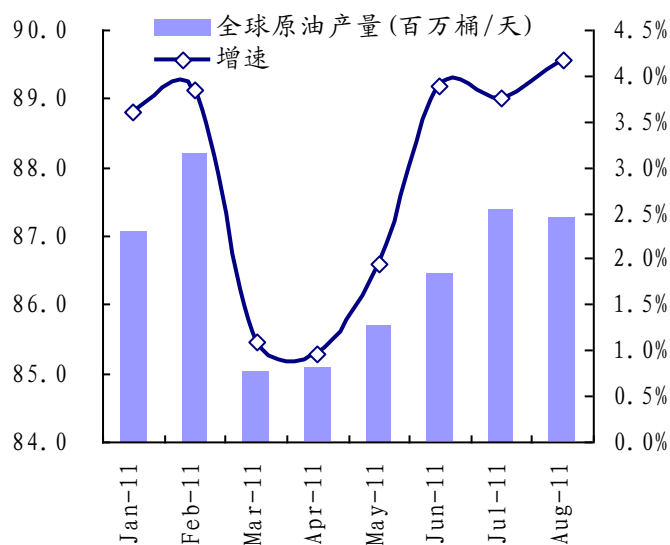
资料来源: WIND 资讯

图 22: 6 月份 OECD 国家原油日均消费量 45.87 百万桶/天, 同比下降 1.2%



资料来源: CLARKSONS

图 23: 8 月份全球原油日均产量 87.27 百万桶, 同比上涨 4.2%



资料来源: CLARKSONS

表 4: CLARKSONS 在最新一期《油运市场展望》中将 2011 年全球原油进口需求从 37.6 百万桶/日下调至 37.5 百万桶/日, 预期 2011 年全球油品进口需求增速 2.6%

Million Bpd	2007	2008	2009	2010	2011E
Imports to N.America	9.1	8.5	7.9	8.0	7.6
增速		-6.6%	-7.1%	1.3%	-5.0%
Imports to EU	9.5	9.7	8.8	8.7	8.9
增速		2.1%	-9.3%	-1.1%	1.6%
Imports to Asia	15.2	15.9	16.1	17.6	18.4
增速		4.6%	1.3%	9.3%	4.8%
China	3.0	3.3	3.7	4.4	4.7
India	2.4	2.6	2.9	3.1	3.3
Japan	4.2	4.2	3.7	3.7	3.7
Korea	2.4	2.4	2.3	2.4	2.5
Other Asia	3.2	3.4	3.5	4.0	4.2
Other Importers	2.9	2.6	2.4	2.2	2.6
增速		-10.3%	-7.7%	-8.3%	18.2%
Global Imports	36.7	36.7	35.2	36.5	37.5
增速		0.0%	-4.1%	3.7%	2.6%

资料来源: CLARKSONS

表 5: CLARKSONS 在最新一期《油运市场展望》将 2011 年全球成品油进口需求量从 17.6 百万桶/日下调至 17.4 百万桶/日, 较 2010 年增长 3.0%

Million Bpd	2007	2008	2009	2010	2011E
Imports to N.America	3.1	2.8	2.3	2.2	2.3
增速		-9.7%	-17.9%	-4.3%	9.0%
Imports to EU	6.4	6.5	6.5	6.7	6.4
增速		1.6%	0.0%	3.1%	-5.0%
Imports to Asia	4.6	4.9	5.0	5.4	5.8
增速		6.5%	2.0%	8.0%	7.0%
China	0.7	0.8	0.7	0.7	0.9
Japan	0.9	0.9	0.8	0.9	1.0
Korea	0.5	0.5	0.6	0.7	0.6
Australia	0.3	0.4	0.4	0.3	0.3
Other Asia	2.2	2.3	2.5	2.8	3.0
Other Importers	2.1	2.4	2.2	2.6	3.0
增速		14.3%	-8.3%	18.2%	15.4%
Global Imports	16.2	16.6	16.0	16.8	17.4
增速		2.5%	-3.6%	5.0%	3.0%

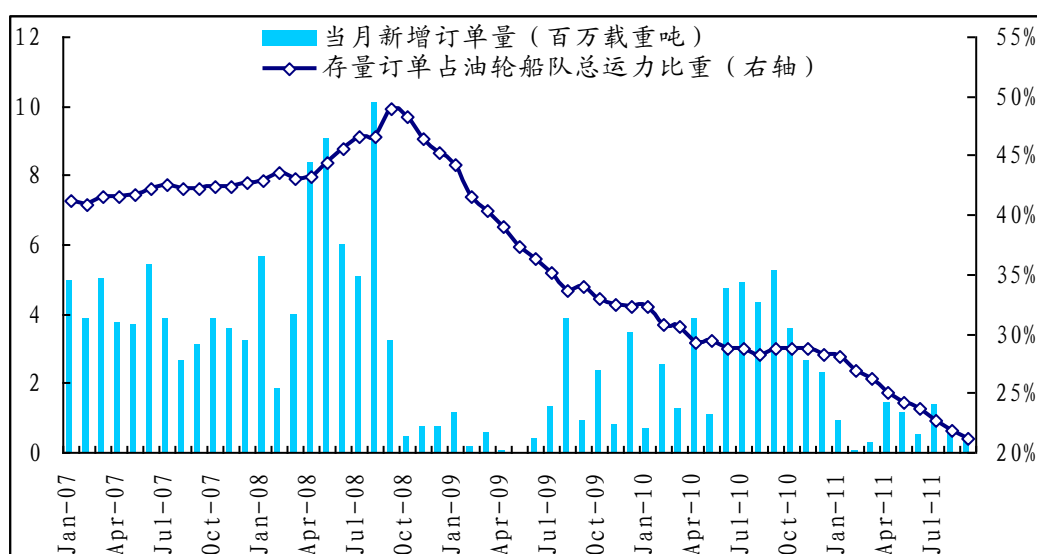
资料来源: CLARKSONS

2.3. 油轮存量运力投放仍处于历史高位，但新增订单量降至历史谷底

1-9 月全球油轮新船投放量为 30.0 百万载重吨，占全年计划投放量的 76%，四季度还将有 9.3 百万载重吨的新船下水。考虑老旧船舶的拆解，预计 2011 年底全球油轮船队总运力将达到 475.2 百万载重吨，较 2010 年增长 5.6%，增速处于历史较高水平。

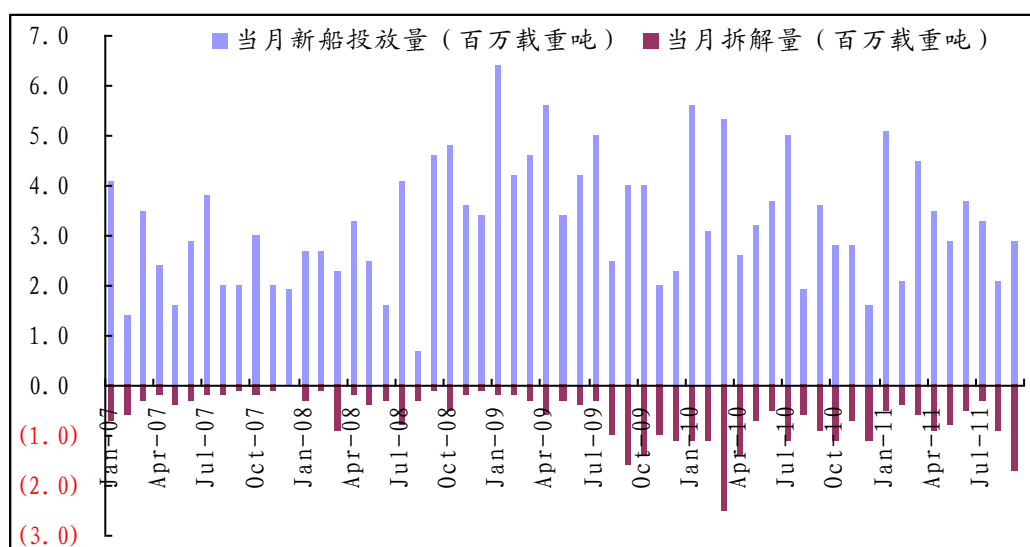
受运价低迷和船东现金流紧张影响，9 月份单月油轮新增订单量仅为 0.5 百万载重吨，较 2010 年同期下降 91%，目前船东造船热情也已经降至历史谷底；同时，老旧船舶的拆解量也出现显著放大，9 月份油轮拆解量为 1.7 百万载重吨，较 2010 年同期增长 88%，拆船价格的上升也在一定程度上刺激了船舶拆解量的放大。

图 24：9 月份，全球新增油轮订单量为 0.5 百万载重吨，比 2010 年同期减少 90%；存量订单占船队运力比重降至 21%



资料来源：CLARKSONS

图 25：9 月份油轮新船投放量为 2.9 百万载重吨，仍处于历史较高水平；9 月份拆船量为 1.7 百万载重吨，显著放大



资料来源：CLARKSONS

表 6：全球油轮船队运力投放预测

m. DWT, end	2007	2008	2009	2010	截至 9 月底	2011E	2012E
全球油轮订单总量	163.8	178.4	139.2	124.9	95.7		
新增订单量	47.0	55.3	14.9	35.7	6.8		
新船投放量	30.7	36.4	48.4	41.2	30.0	39.3	37.4
拆解量	3.4	4.1	8.5	12.7	6.8	9.6	5.5
改造增加量	0.9	0.7	0.2		0.3	0.3	
改造减少量	6.9	11.7	11.1	10.3	3.5	4.7	
全球油轮船队运力	382.8	404.0	432.9	451.1	469.9	475.2	507.0
增速	5.9%	5.5%	7.2%	4.2%	4.4%	5.6%	6.7%
VLCC 油轮 (>20 万 DWT)	146.7	151.6	159.9	164.4	173.4	174.1	187.8
增速	3.9%	3.3%	5.4%	2.8%	6.0%	6.5%	7.9%
Suezmax 油轮 (12-20 万 DWT)	54.1	54.8	59.7	63.3	67.6	68.0	75.7
增速	4.3%	1.4%	8.8%	6.1%	6.8%	7.4%	11.4%
Aframax 油轮 (8-12 万 DW)	76.6	81.2	87.9	93.4	95.6	97.5	102.5
增速	7.0%	6.1%	8.3%	6.2%	2.6%	4.6%	5.1%
Panamax 油轮 (6-8 万 DW)	23.9	26.1	27.6	28.5	29.5	30.0	31.3
增速	12.1%	9.1%	5.8%	3.4%	3.5%	5.2%	4.5%
Handy 油轮 (1-6 万 DW)	81.5	90.3	97.8	101.6	103.8	105.6	109.7
增速	8.1%	10.8%	8.4%	3.8%	2.4%	4.2%	3.9%

资料来源：CLARKSONS

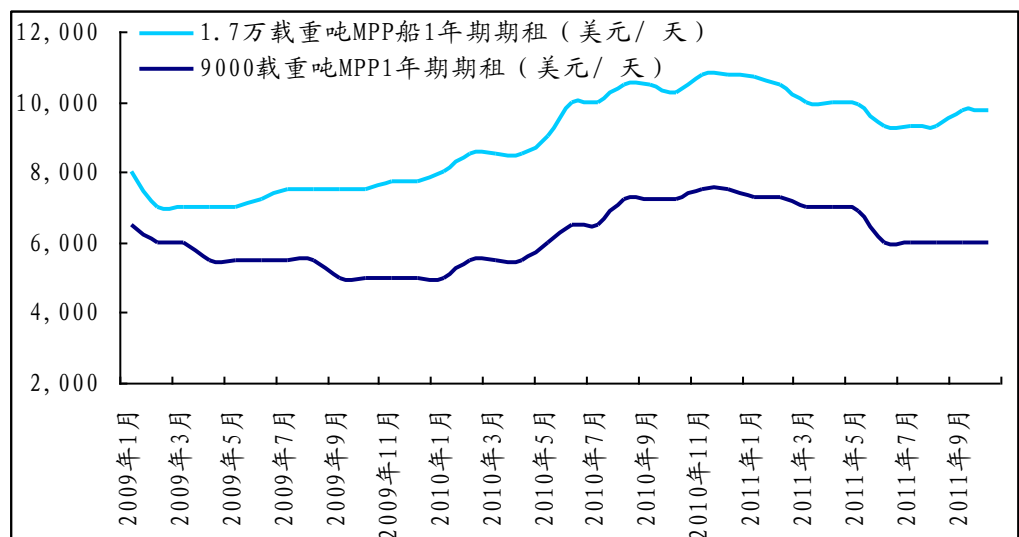
3. 多用途船市场

3.1. 9 月份以来 MPP 船运价底部略有回升

多用途船 MPP 以运输大型机械设备为主，同时可兼运一部分钢杂等干散货，因此 MPP 船与集装箱运输市场、干散货船（小灵便船）市场都存在一定交叉。2011 年以来受全球经济减速影响，1.7 万载重吨 MPP 船一年期租价格从年初的 10700 美元/天跌至 8 月份的 9300 美元/天，但 9 月份以来小幅回升至 9750 美元/天，环比上涨 5%。

我们判断近期 MPP 船期租价格的回升可能是受小灵便船市场的拉动：8 月中旬以来，小灵便船运价指数已经累计上涨 27%。MPP 船市场能否持续回升还需观察。

图 26：8、9 月份以来 1.7 万载重吨 MPP 船一年期租价格有所回升



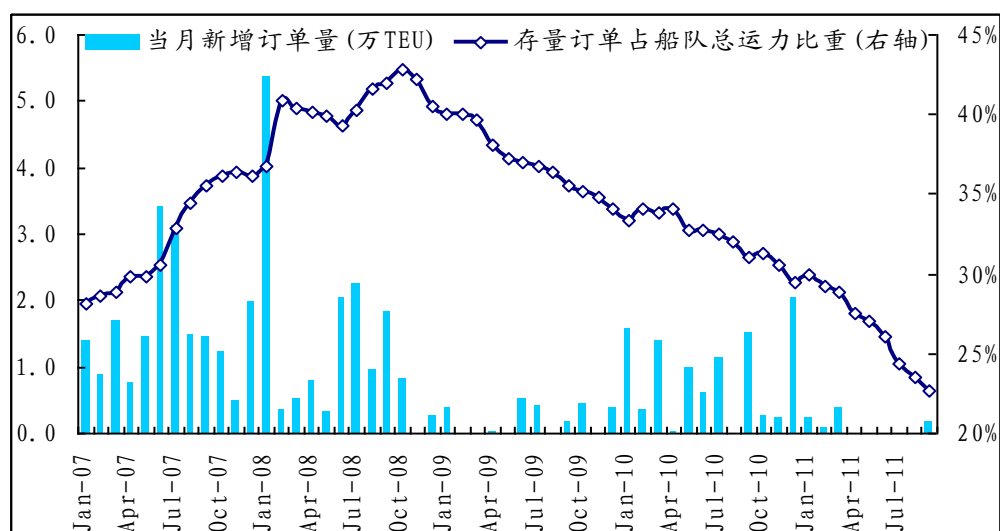
资料来源：CLARKSONS

3.2. MPP 船运力增速处于历史较高水平

由于全球 MPP 船队船龄偏大，20 年以上的老旧船舶占船队总运力的 1/4 左右，09 年以来 MPP 老船拆解量持续处于历史高位。1-9 月拆解量为 3.7 万 TEU，为 2010 年同期拆解量的 1.3 倍。但由于 MPP 新船投放量偏快，老旧船舶加速拆解对缓解市场供给压力贡献有限。

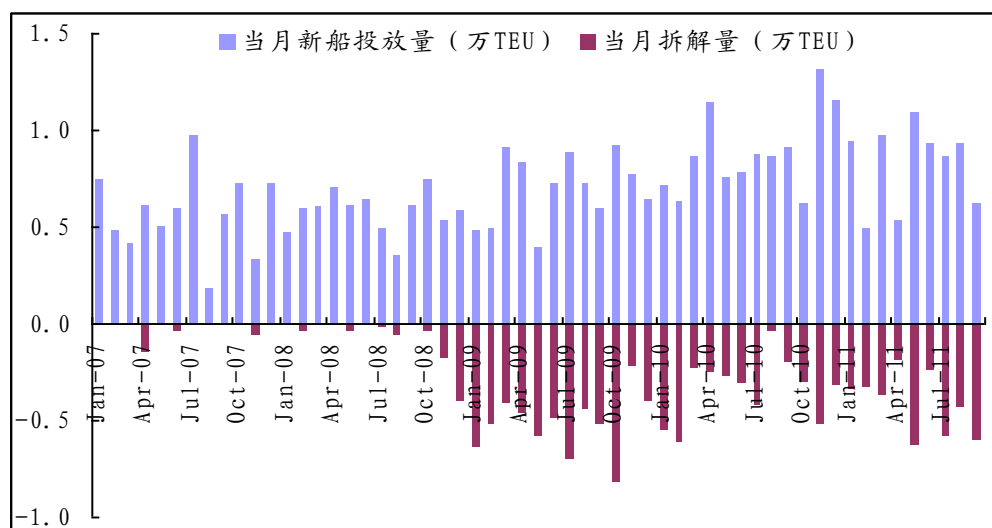
1-9 月，全球 MPP 新船投放量为 7.4 万 TEU，占全年计划投放量的 50% 左右，预计 10-12 还将有 7.4 万 TEU 的 MPP 新船下水，年内剩余几个月新船下水速度将有所加快。考虑老旧船舶的拆解，预计 2011 年底全球 MPP 船队总运力将达到 141.8 万 TEU，较 2010 年底增长 8.2%，增速处于历史上较高水平。

图 27：9 月份 MPP 船新增订单量为 0.16 万 TEU，而 4-8 月份连续 5 个月新订单量均为零；存量订单占船队运力比重为 23%



资料来源：CLARKSONS

图 28：9 月份 MPP 船新船投放量为 0.62 万 TEU，仍处于历史较高水平；9 月份拆解量为 0.60 万 TEU，比 2010 年同期增长近 2 倍



资料来源：CLARKSONS

表 7：全球 MPP 船运力投放预测

万 Teu	2007	2008	2009	2010	截至 9 月底	2011E	2012E
全球多用途船订单总量	41.5	48.7	41.0	37.0	30.1		
新增订单量	19.2	14.6	2.1	9.6	0.9		
新船投放量	6.8	6.9	8.3	10.6	7.4	14.8	11.1
拆解量	0.3	0.8	6.2	4.0	3.7	3.7	1.4
多用途船 (MPP) 船队	116.6	122.9	124.6	130.7	134.9	141.8	151.5
增速	6.0%	5.4%	1.4%	4.9%	2.9%	8.2%	6.8%

资料来源：CLARKSONS

4. 沿海煤运市场：取暖煤需求旺季临近，运价有望企稳回升

大秦线于 9.21-10.2 日开始进行了为期 12 天的年度例行检修，为应对大秦线检修期间铁路煤炭运量下滑的影响，9 月中上旬电厂加大采购力度，期间沿海煤炭运价指数连续三周上涨。由于前期采购充足，10 月份以来直供电厂存煤天数维持在 19 天左右，远高于 15 天的基准线。由于近期电厂采购积极性不高，9 月底以来沿海煤炭运价持续回调。

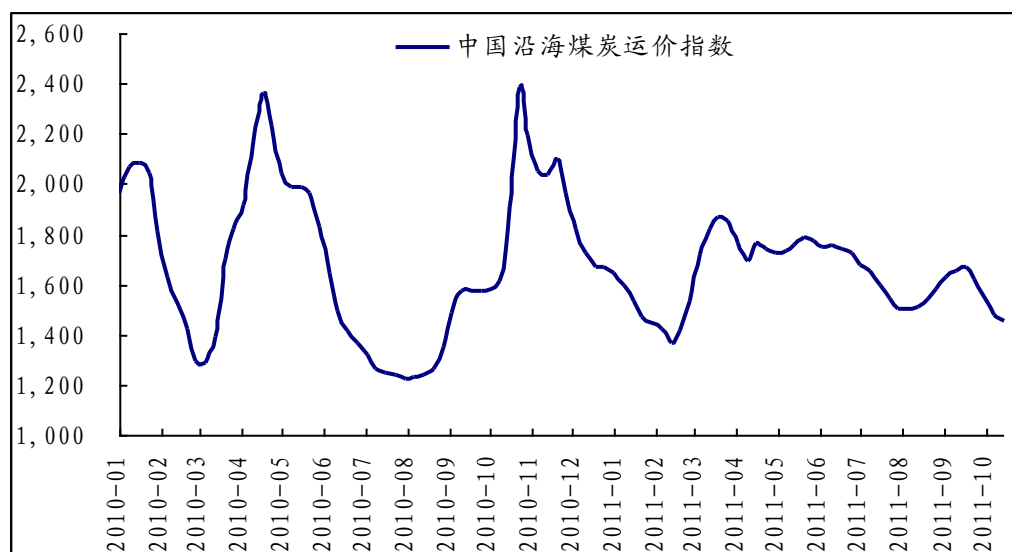
11 月份北方开始入冬，考虑到冬季电力和取暖用煤需求上升，电厂和港口的高位库存将在短时间内消化。11-12 月份在冬季取暖煤需求的驱动下，沿海煤炭运价有望企稳回升。从沿海煤炭运价指数有历史统计数据的 2007-2010 年看，除了 2008 年金融危机外，4 季度沿海煤运价格环比 3 季度都显著上涨。

图 29：2007-2010 年有统计数据的 4 年时间里，除了 2008 年金融危机外，4 季度沿海煤运价格环比 3 季度都显著上涨

	1 季度	2 季度	3 季度	4 季度
2007 年			2,345	2,914
2008 年	3,173	3,260	2,458	1,427
2009 年	1,243	1,170	1,224	1,834
2010 年	1,709	1,877	1,334	1,928
2011 年	1,603	1,746	1,590	

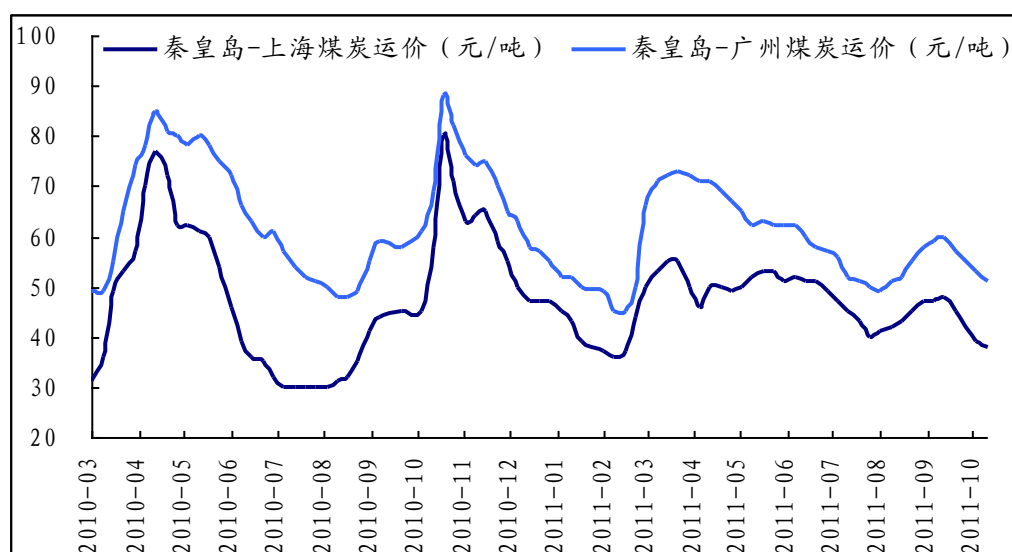
资料来源：WIND 资讯

图 30: 9 月底以来沿海煤炭运价指数连续三周下滑



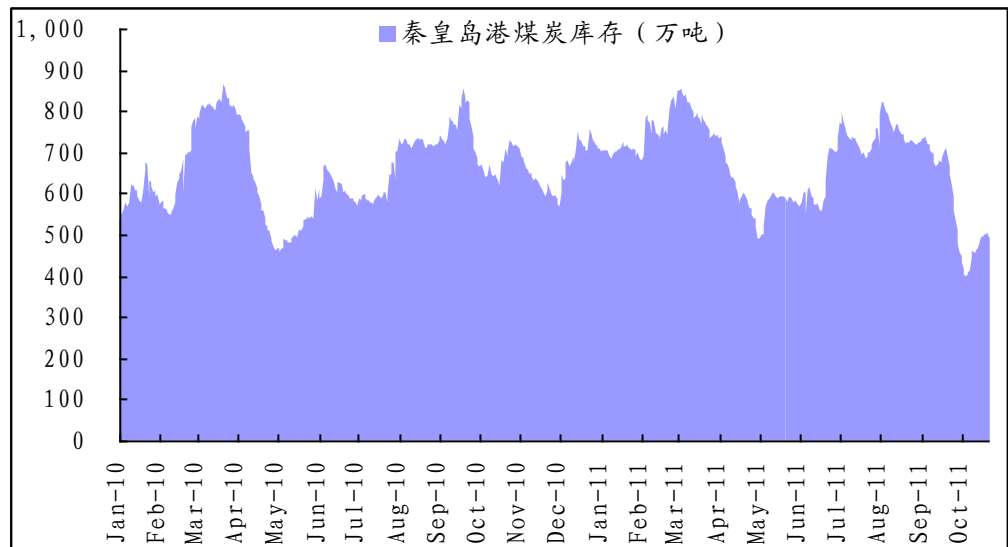
资料来源: WIND 资讯

图 31: 秦皇岛至上海、至广州煤炭运价接近今年 2 月份低点



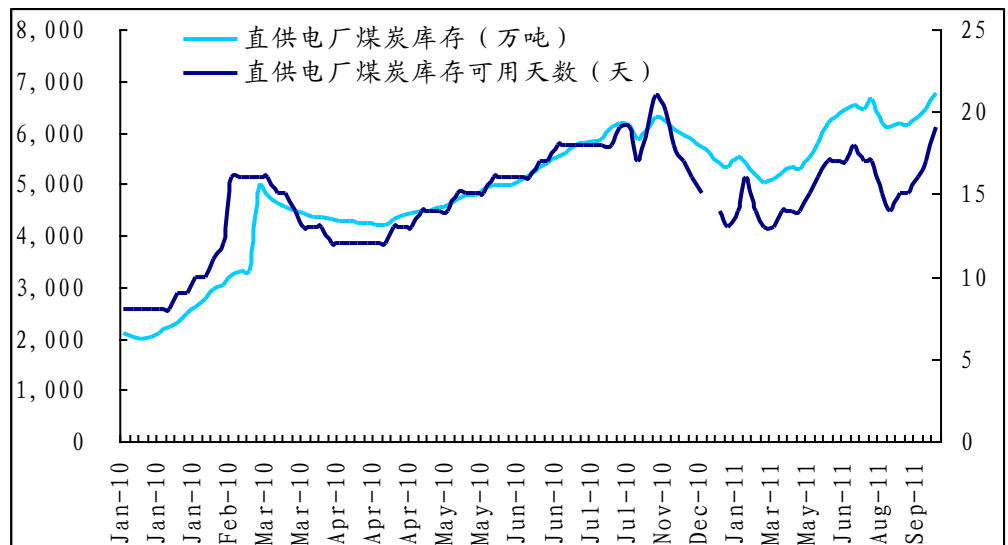
资料来源: WIND 资讯

图 32: 随着大秦线为期 12 天的例行检修于 10 月 2 日结束, 秦皇岛港煤炭库存量开始回升, 但仍处于较低水平



资料来源: WIND 资讯

图 33: 目前电厂存煤量处于较高水平



资料来源: WIND 资讯

5. 集装箱运输市场

5.1. 运价低迷，旺季接近尾声

三季度是全球集运市场的传统旺季，但今年受欧美主要消费国经济疲软影响，亚欧线、跨太平洋线等主干航线运价持续在低位震荡，呈现旺季不旺特征：9月份上海-欧洲、上海-美西、上海-美东航线运价分别为787美元/TEU、1631美元/FEU和3198美元/FEU，环比8月份分别下跌5%、2%和1%，相比2010年同期分别下跌55%、36%和20%。

截至10.14日，上海出口集装箱运价指数CCFI收于966点，创2011年以来新低。其中，上海-欧洲、上海-美西航线运价分别收于697美元/TEU和1631美元/FEU，也均创2011年以来新低；上海-美西航线运价收于3053美元/FEU，年内跌幅略小于欧线和美西线。

11月份开始，随着圣诞货运季接近尾声，集运市场开始步入淡季。在目前全球经济疲软背景下，预计四季度集运价格将延续低位震荡态势。

图 34：上海出口集装箱运价指数 CCFI

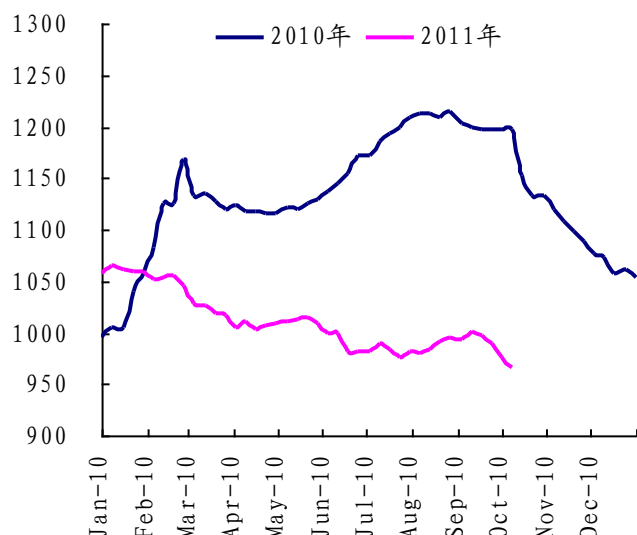
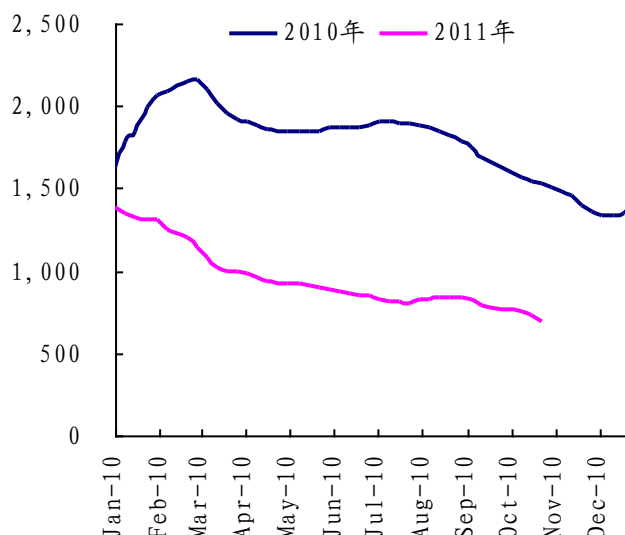


图 35：上海-欧洲航线运价走势（美元/TEU）



资料来源：WIND 资讯

资料来源：WIND 资讯

图 36：上海-美西航线运价走势（美元/FEU）

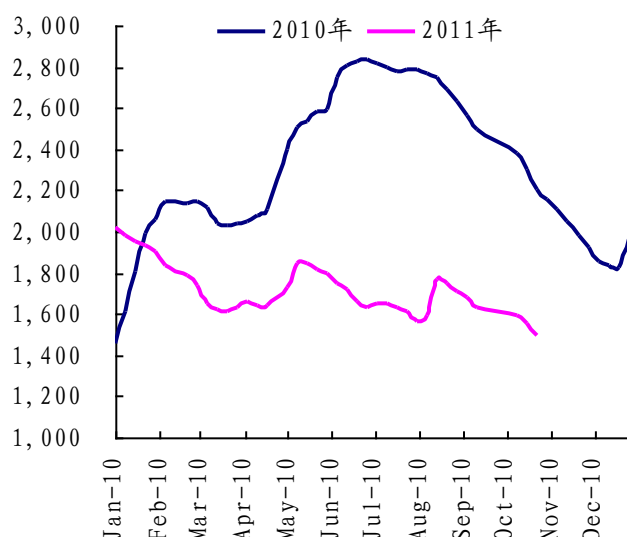
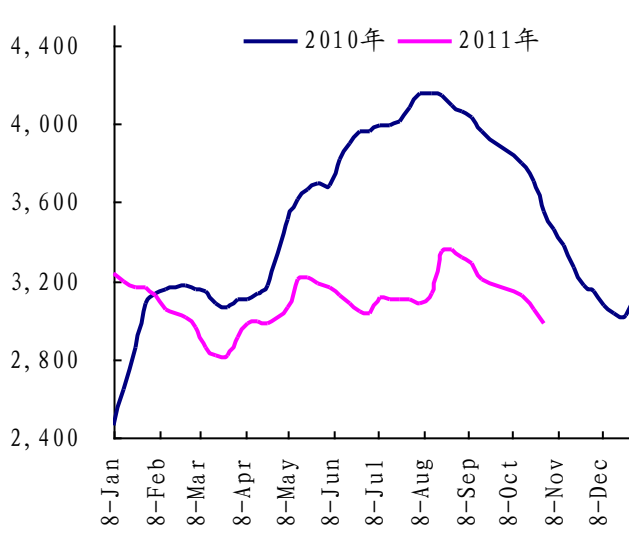


图 37：上海-美东航线运价走势（美元/FEU）



资料来源：WIND 资讯

资料来源：WIND 资讯

5.2. 欧美经济疲软，主干航线箱量增长缓慢

CTS 的统计数据显示，1-8 月份亚欧、美欧航线集装箱货运量增长缓慢：亚欧航线货运量累计增长 5.6%，其中亚洲-欧洲航线货运量增长 5.3%、欧洲-亚洲航线增长 6.4%；美欧航线货运量累计增长 7.8%，其中北美-欧洲航线货运量增长 6.8%，欧洲-北美增长 8.7%。

在连续三个月下调 2011-2012 年全球集装箱贸易量增速之后，CLARKSONS 在最新一期集装箱市场月报中暂维持上个月判断，预期 2011 年全球集装箱贸易量增速在 8.7% 左右，较 2010 年回落 3.9 个百分点：受欧美经济疲软影响，预期亚欧、太平航线、大西洋航线等主干航线整体箱量增速为 5.7%；而受发展中国家经济增速相对强劲支持，预期东西非主干航线箱量增速为 10.4%，南北航线箱量增速为 10.6%。

图 38：美欧 PMI 指数持续回落

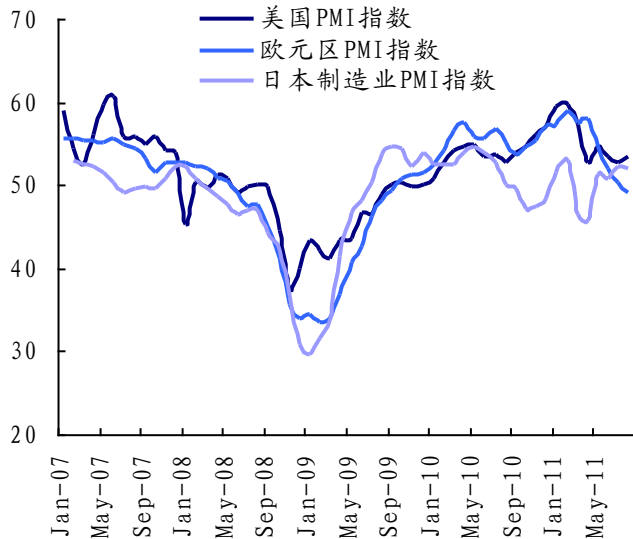
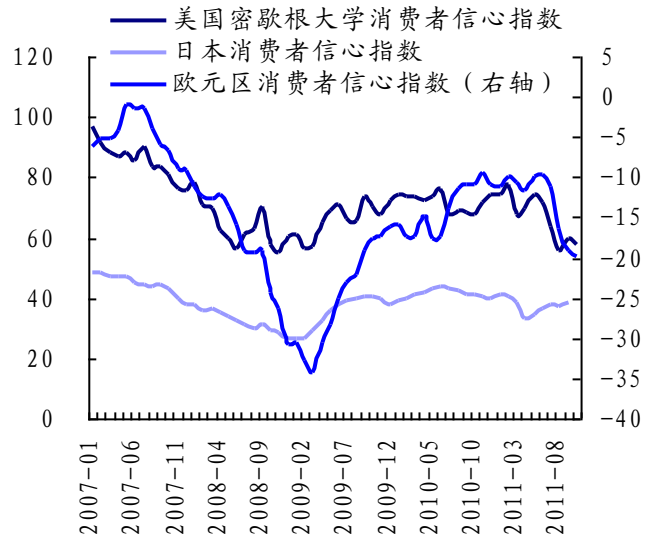


图 39：美欧消费者信心指数持续回落



资料来源：WIND 资讯

资料来源：WIND 资讯

表 8：1-8 月份亚欧、美欧航线集装箱货运量增长缓慢

	Jan-11	Feb-11	Mar-11	Apr-11	May-11	Jun-11	Jul-11	Aug-11	1-8 月累计
亚洲-欧洲	17.3%	-10.2%	8.6%	4.7%	6.1%	1.7%	7.6%	4.1%	5.3%
欧洲-亚洲	10.8%	2.4%	8.4%	5.5%	2.0%	3.9%	7.1%	11.7%	6.4%
亚欧线合计	15.5%	-6.2%	8.6%	5.0%	4.9%	2.4%	7.5%	6.2%	5.6%
北美-欧洲	7.3%	5.5%	10.4%	14.3%	9.2%	-1.1%	6.5%	2.3%	6.8%
欧洲-北美	17.5%	8.3%	12.0%	8.0%	8.7%	1.8%	9.2%	6.5%	8.7%
美欧线合计	12.2%	7.0%	11.2%	11.0%	8.9%	0.5%	8.0%	4.6%	7.8%

资料来源：CTS

表 9：全球集装箱海运量预测

Container Volumes (m. teu)	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
Transpacific	21.1	20.5	18.4	20.3	21.4	22.9
增速	4.5%	-2.8%	-10.2%	10.3%	5.4%	7.0%
Far East-Europe	16.9	16.8	15.2	17.2	18.1	19.3
增速	16.6%	-0.6%	-9.5%	12.5%	5.2%	6.6%
Transatlantic	6.5	6.3	5.0	5.5	6.0	6.3
增速	6.6%	-3.1%	-20.6%	10.0%	9.1%	5.0%
Non-mainlane East-West	12.7	14.3	14.5	16.7	18.5	20.1
增速	8.5%	12.6%	0.7%	18.8%	10.8%	8.6%
North-South	20.9	22.0	20.6	23.6	26.2	28.6
增速	4.0%	5.3%	-6.4%	14.6%	11.0%	9.2%
Other	52.3	56.7	50.7	56.6	62.0	68.4
增速	16.5%	8.4%	-10.6%	11.6%	9.5%	10.3%
Total ContainerTrade	130.4	136.6	124.4	139.9	152.2	165.6
增速	11.0%	4.2%	-9.0%	12.6%	8.7%	8.8%

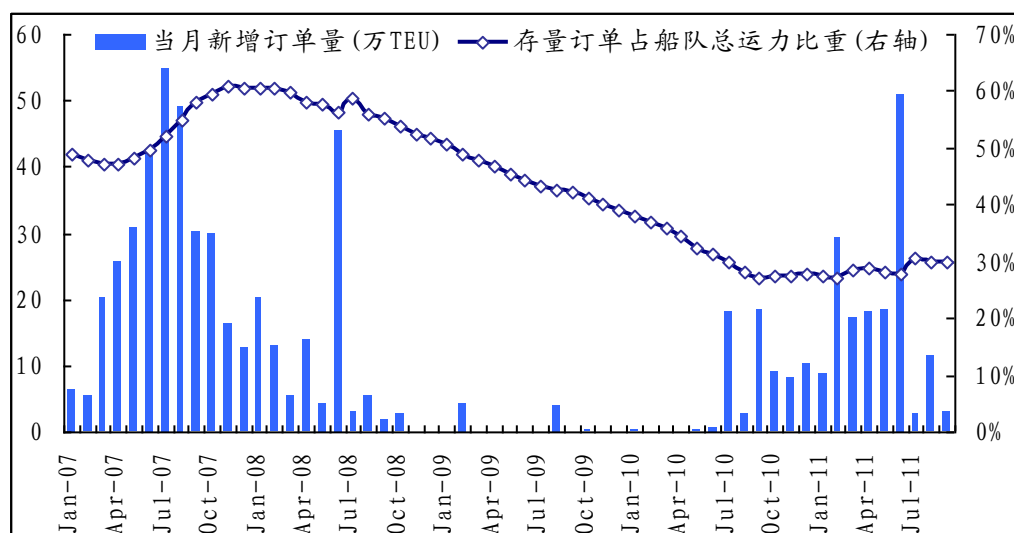
资料来源：CLARKSONS

5.3. 大船投放偏快，闲置运力仍处于历史低位

1-9 月全球集装箱新船投放量为 100 万 TEU，占全年计划投放量的 83%，四季度还将有 20 万 TEU 的新船下水。考虑老旧船舶的拆解，预计 2011 年底全球集装箱船队总运力将达到 1530 万 TEU，较 2010 年增长 8.2%，整体运力增速处于历史较低水平。但从新船投放结构看，90% 以上的新增运力都是 3000TEU 以上的超巴拿马船，预期 2011 年全年超巴拿马船运力增速将达到 14.8%。由于大船主要投放在欧美等主干航线，因此使得主干航线供给压力较大。

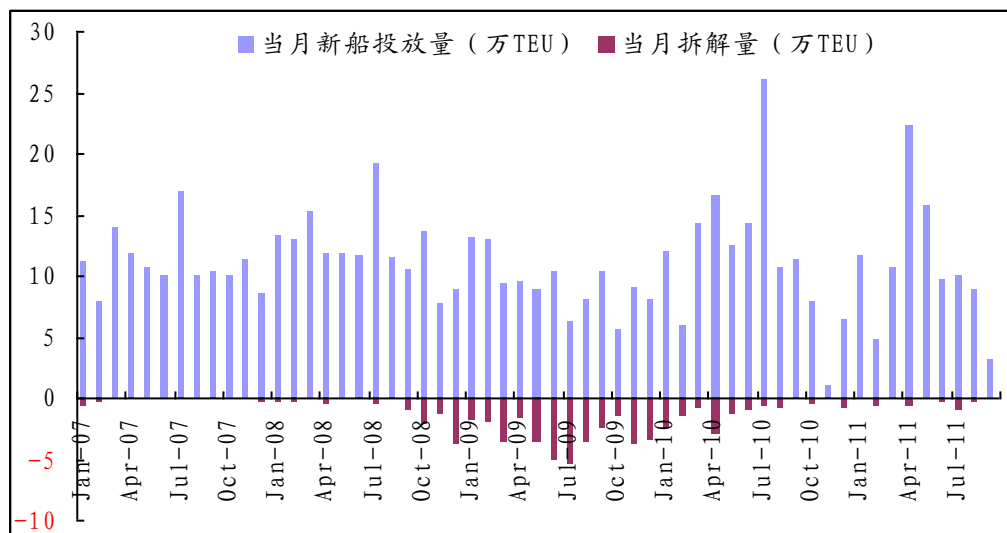
2010 年下半年在全球集运市场景气回升的驱动下，集装箱新船订单量出现了大幅增长；而近几个月以来，在运价低迷、全行业亏损的背景下，船东的造船热情显著降低，9 月份集装箱船新增订单量仅为 2.9 万 TEU，较 2010 年同期减少 85%。据 Alphaliner 测算，目前全球集装箱船闲置运力为 20 万 TEU 左右，占船队总运力的 1.4% 左右。虽然目前运价已经跌破了大部分船东的盈亏平衡点，但船东仍处于僵持阶段，闲置运力仍处于历史低位。

图 40：9 月份集装箱船新增订单量为 2.9 万 TEU，比 2010 年同期减少 85%



资料来源：CLARKSONS

图 41: 9 月份集装箱船新船投放量为 3.1 万 TEU, 单月新船下水量处于较低水平; 9 月份集装箱船拆解量为 0



资料来源：CLARKSONS

表 10: 全球集装箱船队运力投放预测

m. TEU	2007	2008	2009	2010	截至 9 月底	2011E	2012E
全球集装箱船订单总量	6.6	6.2	4.9	3.9	4.5		
新增订单量	3.2	1.2	0.1	0.7	1.6		
新船投放量	1.3	1.5	1.1	1.4	1.0	1.2	1.4
拆解量	0.0	0.1	0.4	0.1	0.0	0.0	0.0
改造增加量		1.0	0.0	0.6	0.0	0.0	
改造减少量		5.9	2.4	7.7	0.0	0.0	
全球油轮船队运力	10.8	12.2	12.9	14.2	15.1	15.3	16.7
增速	13.6%	12.7%	6.0%	9.6%	6.5%	8.2%	8.7%
Post-P' max (3,000 &+ teu)	3.8	4.5	5.0	5.9	6.8	7.0	8.2
% change	17.8%	18.2%	12.0%	17.6%	14.8%	17.7%	17.2%
Panamax (3,000 &+ teu)	3.0	3.4	3.6	3.9	4.0	4.0	4.1
% change	15.9%	13.2%	7.4%	8.9%	0.5%	1.5%	2.4%
Sub-P' max (2-2,999 teu)	1.7	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8
% change	6.8%	6.6%	-2.0%	0.6%	0.6%	0.8%	0.3%
Handy (1-1,999 teu)	1.6	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.9
% change	10.9%	8.8%	-0.3%	1.8%	1.3%	1.7%	2.3%
Feeders (< 1,000 teu)	0.7	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
% change	7.3%	5.1%	-1.5%	-0.5%	0.0%	0.8%	-0.6%

资料来源：CLARKSONS

6. 投资策略：旺季来临，关注航运股反弹行情

10 月份以来，在 BDI 指数上涨和大盘反弹的双重驱动下，A 股和港股航运股都出现一定幅度的反弹。由于年初以来港股航运股下跌幅度远大于 A 股，股价跌至 0.5 倍 PB 附近，在 10 月份以来的这波航运股反弹行情中，港股航运股反弹力度强于 A 股：10.1-10.24 日，港股中国远洋、中海集运、中海发展涨幅分别为 40%、37%和 32%，同期恒生指数涨幅为 11.6%；而同期 A 股中国远洋、中海集运、中海发展涨幅分别为 6%、4%和 4%，同期上证指数涨幅为 1%。

从估值角度看，目前 A 股航运股 PB 水平已跌 1.4 倍 PB 左右，处于历史最低估值水平附近；航运板块 PB/A 股市场整体 PB 仅为 0.65 倍，航运股相对市场整体估值水平也已经处于历史底部区域。可以说是“最差的时候、最低的估值”，航运股股价已经对行业基本面进行了充分反应，估值继续下降的空间已经不大，维持行业“同步大市-A 评级”。但航运股大的趋势性投资机会的来临还需要等待行业基本面的实质性好转。

短期来看，四季度是干散货、原油和沿海煤炭运输市场的传统旺季，BDI 指数、原油运价和沿海煤炭运价存在上涨动力。如果市场继续反弹，A 股航运股超跌之后存在交易性投资机会，建议关注中国远洋、中远航运、中海发展、招商轮船、长航油运、中海集运。

表 11：10 月份以航运股跑赢大盘

	公司代码	10 月份涨幅	近三个月涨幅	近一年涨幅
上证指数		1.1%	-12.3%	-16.9%
A 股航运板块		1.9%	-14.3%	-29.1%
中国远洋	601919.SH	6.1%	-14.4%	-30.3%
中海发展	600026.SH	3.9%	-11.1%	-26.0%
中海集运	601866.SH	3.8%	-9.3%	-33.4%
招商轮船	601872.SH	3.0%	-5.8%	-17.8%
长航油运	600087.SH	-0.4%	-13.4%	-15.3%
中远航运	600428.SH	-0.9%	-19.9%	-31.7%
恒生指数		11.6%	-17.2%	-19.9%
中国远洋	1919.HK	40.4%	-22.6%	-49.1%
中海集运	2866.HK	37.4%	-32.6%	-59.2%
中海发展	1138.HK	31.8%	5.3%	-38.2%
海丰国际	1308.HK	22.8%	-39.9%	-58.8%
东方海外	0316.HK	14.7%	-19.8%	-41.3%
中外运航运	0368.HK	14.5%	-13.2%	-34.7%

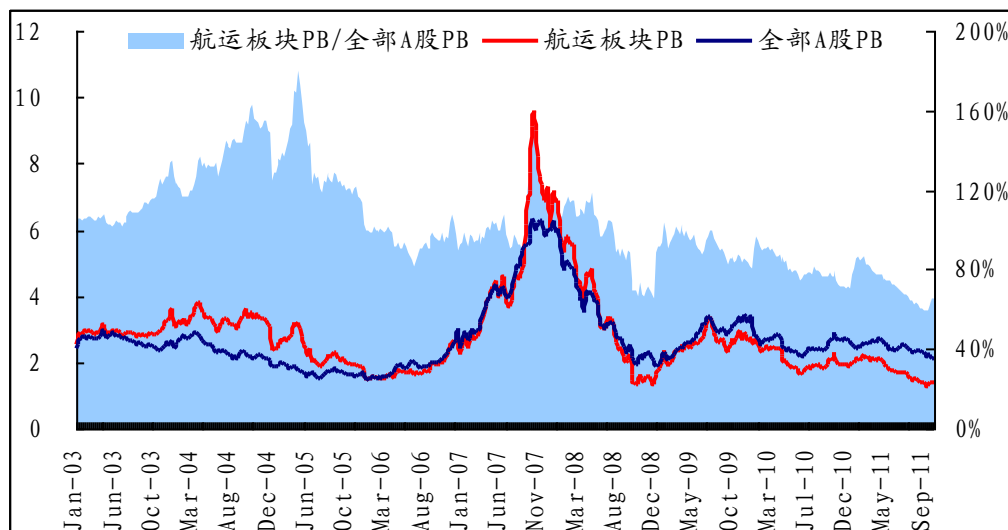
资料来源：WIND 资讯

表 1：航运股业绩预测与评级

公司	10.24 股价	EPS			PE			PB	评级
		2010A	E2011	E2012	2010A	E2011	E2012		
中国远洋	6.62	0.66	-0.50	0.10	10	-13	66	1.4	中性-A
中远航运	5.33	0.26	0.15	0.25	21	36	21	1.3	增持-A
中海发展	7.12	0.50	0.40	0.50	14	18	14	1.1	增持-A
中海集运	3.03	0.36	-0.10	0.10	8	-30	30	1.2	增持-A
招商轮船	3.41	0.18	0.12	0.15	19	28	23	1.2	中性-A
长航油运	2.32	0.01	-0.20	0.05	232	-12	46	1.4	中性-A

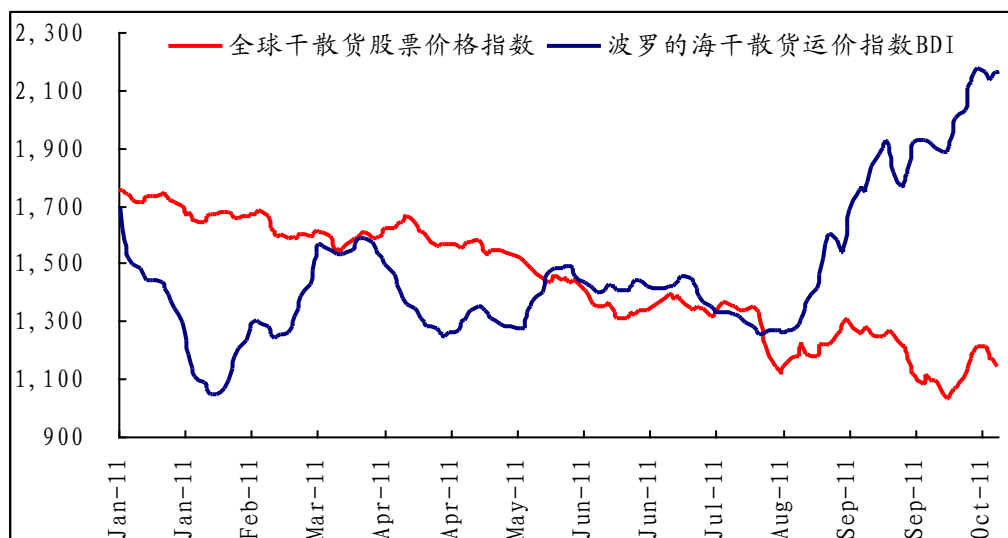
资料来源：安信证券研究中心

图 42：航运股整体 PB 降至 1.4 倍，处于历史底部区域；航运股 PB/A 股市场整体 PB 为 0.65 倍，相对估值也处于历史底部区域



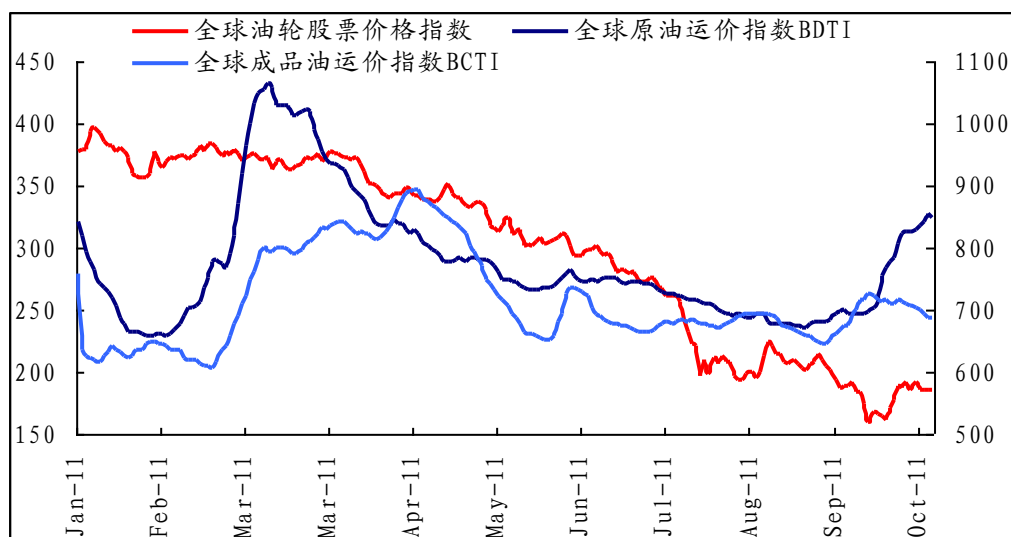
资料来源：WIND 资讯

图 43：全球干散货航运股票价格走势



资料来源：BLOOMBERG

图 44: 全球油轮股票价格走势



资料来源: BLOOMBERG

分析师简介

吴莉：6 年证券行业研究经验。2006 年-2007 年，天相投资顾问公司从事航运港口铁路行业研究；2008 年加入国泰君安证券研究所从事航空机场物流行业研究；2009 年获新财富交通运输行业最佳分析师第四名（团队）；2010 年加入安信证券研究中心。

分析师声明

吴莉声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
 B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

凌洁	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	潘冬亮	北京联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
李昕	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
 邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
 邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
 邮编: 100034