

# 东方海外国际：集运行业的绩优生

## 东方海外国际 (0316.HK)

### 经营稳健，精致管理，班轮行业的绩优生

公司是全球最具口碑的综合国际运输及物流公司之一，盈利能力、运营能力优异。公司 2020 年净利润为 9 亿美元（不考虑长滩码头有价合同拨备 3.5 亿美元），马士基净利润 29 亿美元，运力规模仅是马士基五分之一。

### 现金流充足，资本开支平稳，高派息政策回报股东

公司净资产收益率达 17.04%，长期处于业内高水平；资产负债率只有 47%，已处于净现金状态，经营稳健，历史上仅有两年亏损。公司流动性资产充足，2020 年流动比率为 1.99，长期位于业内第一。未来三年内公司已宣告派息政策：派发现金股息的目标派息率为 40%，且每年计划派发的现金股息将不低于 4 亿美元。

### 双品牌协同效应实现降本增效，加入行业最大联盟，最大化网络效应

受益于中远海控带来的规模效益，通过统筹运力和集装箱安排，优化航线船型配置，完善航线网络，统一燃油采购，大幅提高运营效率。公司被动加入海洋联盟，享受到了全球网络、全球调箱以及舱位互换的规模效应，成长性更高成本节约空间更大。

### 行业数字化转型的先锋和领导者

公司旗下货讯通是全球三大公共订舱平台之一，通过工作区数字化、货柜库存与回流的智能管理提升中后台运营效率，与九大船公司共同构建基于区块链的联盟 GSBN 的产业链生态圈。

预计 2021-2023 年公司的营业收入分别为 145.3、133.9、131.7 亿美元，同比增长 77.3%、-7.9%、-1.7%，净利润将达到 60.4、46.8、40.7 亿美元，同比增长 569%、-22.6%、-12.9%。估值采用行业平均水平 5.81 倍，考虑港股公司流动性，给予 5% 流动性折价，对应股价为 407 港币，较当前股价涨幅为 185%。

### 重要财务指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(千美元)	6,878,740	8,191,304	14,528,110	13,388,141	13,167,249
增长率(%)	4.66%	19.08%	77.36%	-7.85%	-1.65%
净利润(千美元)	1,348,793	903,018	6,043,086	4,675,649	4,071,687
增长率(%)	1146.97%	-33.07%	569.21%	-22.63%	-12.92%
ROE	27.37%	16.00%	62.14%	38.14%	27.92%
EPS(美元/股)	2.16	1.44	9.48	7.34	6.39
P/E(倍)	11.76	4.77	1.94	2.50	2.87
P/B(倍)	0.63	1.29	1.20	0.95	0.80
EV/EBITDA(倍)	5.43	4.60	1.05	0.81	0.45

### 首次评级

### 买入

黄文涛

huangwentao@csc.com.cn

010-85130608

SAC 执证编号：S1440510120015

SFC 中央编号：BEO134

韩军

hanjunbj@csc.com.cn

SAC 执证编号：S1440519110001

发布日期：2021 年 07 月 21 日

当前股价：142.6 港元

目标价格：407 港元

### 主要数据

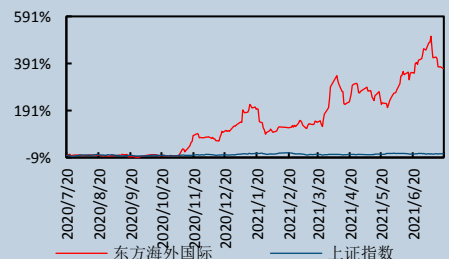
#### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	3.48/	46.1/	370.44/
12 月最高/最低价 (港元)			186.0/30.8
总股本 (万股)			63,719.33
流通 H 股 (万股)			63,719.33
总市值 (亿港元)			908.64
流通市值 (亿港元)			908.64
近 3 月日均成交量 (万股)			172.29

#### 主要股东

Faulkner Global Holdings Limited	73.66%
----------------------------------	--------

### 股价表现



### 相关研究报告

## 目录

一、全球最具口碑与优秀管理能力的综合性国际运输和物流公司之一.....	1
1.1 全球最具口碑的综合性国际运输和物流公司之一.....	1
1.2 中远海控完成收购，东方海外踏上新征程.....	2
二、经营稳健，精致管理，班轮行业的绩优生.....	4
2.1 灵活配置航线，成本管控优秀，盈利质量持续改善.....	4
2.1.1 成本控制效果显著，单箱收入稳定增长.....	4
2.1.2 盈利亮眼，长滩码头计提拨备 3.49 亿美元，实际净利润远超 9 亿美元.....	8
2.2 经营稳健，盈利质量高，现金流转化能力强大.....	9
三、现金流充足，资本开支平稳，高派息政策回报股东.....	11
四、双品牌协同效应实现降本增效.....	14
4.1 实现运力、集装箱、燃料采购的多重协同.....	14
4.1.1 统筹运力安排，提升降本空间.....	14
4.1.2 统一集装箱管理系统，优化燃油采购策略.....	17
4.2 先进的数字化能力反哺中远海运.....	18
五、加入行业最大联盟，最大化网络效应.....	20
六、行业数字化转型的先锋和领导者.....	22
6.1 提升中后台运营效率.....	23
6.1.1 工作区数字化.....	23
6.1.2 货柜库存与回流的智能管理.....	23
6.2 优化前端服务.....	24
6.2.1 货讯通——全球三大公共订舱平台之一.....	24
6.2.2 推出多个数字化平台.....	25
6.3 构建产业链生态圈.....	26
6.3.1 九大船公司组成基于区块链的联盟 GSBN.....	26
6.3.2 加强业内合作关系.....	27
七、给予公司“买入”评级，目标价 405 港币.....	28
八、风险分析.....	32
九、报表预测.....	33

## 一、全球最具口碑与优秀管理能力的综合性国际运输和物流公司之一

### 1.1 全球最具口碑的综合性国际运输和物流公司之一

东方海外（国际）有限公司总部位于香港，在香港交易所上市，集团在超过 85 个国家/地区设有 410 多个办事处，员工总数超一万，主营业务为集装箱运输及物流，包括在太平洋区域、大西洋区域、欧亚地区、澳洲与亚洲地区、亚洲区域等主要航线进行全球集装箱运输，同时提供货物有效运输及流动的管理综合服务。公司旗下全资子公司“东方海外货柜运输有限公司”及 OOL(Europe) Limited 分别以“Orient Overseas Container Line”及 OOCL 的商标各自经营运输业务。**OOCL 是全球最具口碑的综合国际运输及物流公司之一，是香港最具国际知名度的商标之一，也是行业内应用信息技术及电子商务管理整个货物运输过程的领导者。**

东方海外致力于通过扩大端到端服务及完善数字化服务，为客户提供更好的服务。即使新冠疫情带来了不利影响，集团旗下的东方海外物流仍取得了不错的成果，公司加强了中欧铁路服务和空运业务，也完善了仓储及配送服务，公司将通过物流业务与航运业务的协作推动集团端到端服务的战略增长计划。长期以来，公司在信息技术和数字化创新领域处于领军地位，这也使得公司在疫情期间依然维持了正常的业务运营和高质量的客户服务，公司不断推出数字化平台，2020 年成立全资附属公司和易孚（IQAX），该子公司将在推动集装箱航运业数字化转型中发挥主导作用。

图表1： 2020 年东方海外各区域运输网络



资料来源：公司公告，中信建投

**图表2：东方海外历史沿革**

年份	事件
1947	董浩云的商船成为第一艘抵达大西洋彼岸及欧洲的中国商船，此后他以东方海外航运公司的名义开拓定期客货运服务
1969	随着集装箱运输业兴起，东方海外航运公司更名为东方海外货柜航运公司
1970	购入英国油轮“伊丽莎白皇后号”，着手改装为海上的大学
1972	“伊丽莎白皇后号”在改装过程中着火沉船
1982	董浩云先生去世，其子董建华先生执掌东方海外的母公司东方海外（国际）有限公司
1996	董建华先生当选香港特别行政区行政长官，其胞弟董建成先生接任东方海外国际主席之职
1997	与赫伯罗特航运、日本邮船、铁行渣华航运、马来西亚国际航运组成大联盟
2000	使用完全集成的客户货运管理系统 IRIS-2（集成区域信息系统），包括订舱、跟踪、单据和其他相关功能
2002	升级 oocl.com，推出 Internet Work Order 应用程序
2004	货讯通推出了三款新产品：货讯通桌面，预订工作表和货讯文本消息。
2005	大联盟和新世界联盟宣布了一项重要的贸易合作协议，该协议从 2006 年开始
2011	大联盟与新世界联盟成立 G6 联盟
2015	东方海外物流与阿里巴巴集团合作，拓展电子商务业务，提供从中国到美国、加拿大、澳大利亚、日本和荷兰的集装箱货物运输（LCL）服务。
2016	与中远海运、法国达飞、长荣海运成立“海洋联盟”
2017	东方海外接收了当时最大的集装箱货轮，可装载 21,413 个标准箱的东方香港号。
2018	中远海运控股股份有限公司完成收购东方海外国际

资料来源：公司公告，中信建投

## 1.2 中远海控完成收购，东方海外踏上新征程

2017年7月，中远海控通过境外全资下属公司 Faulkner Global Holdings Limited 与联合要约人上港集团 BVI 发展有限公司以 78.67 港元/股联合向本公司全体股东发出附条件的自愿性全面现金收购要约。2018年8月，中远海控与上港集团已就 615,938,743 股东方海外国际股份支付要约收购相关对价 484.56 亿港元，完成过户登记手续，收购完成。

中远海控对东方海外实施“六个保留”的管理方式，具体为：**保留现有东方海外独立品牌经营，保留东方海外在香港的上市地位，保留东方海外总部在香港运营，保留东方海外治理结构和管理制度，保留东方海外的管理团队和全球服务网络，保留东方海外原薪酬及福利体系，交易后两年内不会因收购辞退员工。**

收购完成时，中远海控和上港集团分别持有东方海外 75%、9.9% 的股份，目前中远海控通过 Faulkner Global Holdings Limited 持有东方海外 73.66% 的股份，上港集团持有 9.72% 的股份。

**图表3： 东方海外股权结构**

股东	持股比例	持股数量	最新变化	更新日期	持有人类型	国家
中远海运集团	73.66%	469,344,972	0	2021/1/29	公司	中国
上港集团	9.72%	61,953,536	0	2019/12/31	-	中国
PSD INVESTCO INC	4.95%	31,513,150	-7,000,000	2021/4/30	-	
瑞士银行	3.31%	21,076,022	0	2018/7/24	投资顾问	瑞士
FRANK RUSSELL COMPANY	0.06%	402,047	167,059	2021/4/30	投资顾问	美国
KWUN CHEUNG MOK	0.04%	259,000	0	2019/12/31	-	
Janus Henderson Group PLC	0.04%	224,000	23,500	2021/4/30	投资顾问	英国
Vanguard 集团	0.03%	214,951	84,951	2021/3/31	投资顾问	美国
MultiConcept Fund Management	0.02%	121,400	-5,987	2021/3/31	投资顾问	卢森堡
Dimensional Fund Advisors LP	0.01%	71,925	-5,575	2018/9/30	投资顾问	美国

资料来源：公司公告，中信建投

**通过配售提高流动性。**2018 年被中远海控收购之后，公司的大股东持股比例较大，且大股东不愿减持，公司流动性受到影响。2021 年 1 月，公司进行了配售以释放流动性。配售及认购事项分别于 2021 年 1 月 26 日及 2021 年 1 月 29 日完成，按每股待售股份 81.80 港元的购买价（折让 18.2%），向不少于六名承配人成功配售合共 1140 万股待售股份。认购完成后，配发股份占配发后总股本的 1.79%，发行认购股份收到所得款项净额合共约为 923.73 百万港元，公司拟将所得款项用于支付在建船舶及购置货柜及相关资产所需款项，或用于未来其他可能的投资项目。

**图表4： 东方海外 2018 年后股东减持情况**

股东	减持时间	交易价格 (港元)	交易时市价 (港元)	折扣率	减持头寸	减持前持股比例	减持后持股比例
融实国际控股	2021/5/20	106.	125.4	15.0%	14,000,000	2.34%	0.00%
丝路基金	2021/4/28	120	135.6	11.5%	7,000,000	6.04%	4.95%
Crest Apex (长和)	2021/4/14	110	125.4	12.3%	7,750,000	4.89%	3.68%
DJE INVESTMENT SA	2021/3/31				68,893	0.01%	
VICTORY CAPITAL MANAGEMENT INC	2021/3/31				24,500	0.00%	0.00%
HIN KWONG HO	2019/12/31				2,000	0.01%	0.01%

资料来源：公司公告，中信建投



## 二、经营稳健，精致管理，班轮行业的绩优生

### 2.1 灵活配置航线，成本管控优秀，盈利质量持续改善

#### 2.1.1 成本控制效果显著，单箱收入稳定增长

近年来，公司载货量和单箱收入均在不断提高，拉动营业收入大幅提高，营业成本的提高也是由于载货量增大导致的，整体毛利润在稳步上升。

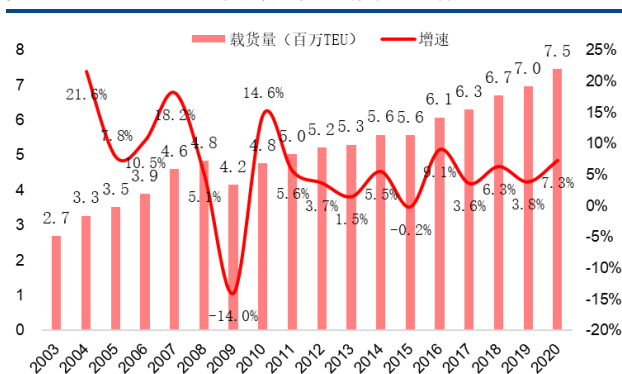
从各航线来看，公司主营业务为货柜运输及物流，营业收入占比接近 100%，其中跨太平洋航线和亚欧航线的营收占比稳步提升，取决于其载货量和单箱收入的双双提升。2020 年中国率先从疫情中恢复过来，美欧等需求也有所提高，公司迅速调整运力及航线部署，2020 年跨太平洋航线运力部署超过 2019 年同期水平，持续高需求确实拉动了收入增长。

图表5： 东方海外收入与成本分类内容

	项目	详细内容
收入	货柜运输及物流	货柜运输及物流业务的运费、船租、服务费及其他收入
	其他	“华尔街广场”租金收入
成本	货物处理成本	货柜码头费、陆路运输成本、佣金、货物评估及运费税等经营成本，主要在费用发生地以当地货币支付
	船舶成本	船队的营业成本以及折旧、及维持现有服务水平所需租入的船舶及箱位租金支出
	航程费用	燃油成本、港口费用、运河费用、货物索偿及保险等支出
	货柜成本	货柜的保养、维修费用、租金、货场开支及折旧等成本
	空箱回流费用	将闲置货柜从低使用率地区运往高使用率地区的费用

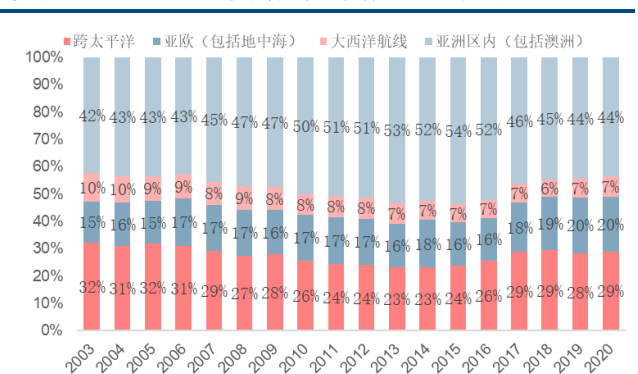
资料来源：公司公告，中信建投

图表6： 2003-2020 年东方海外载货量及增速



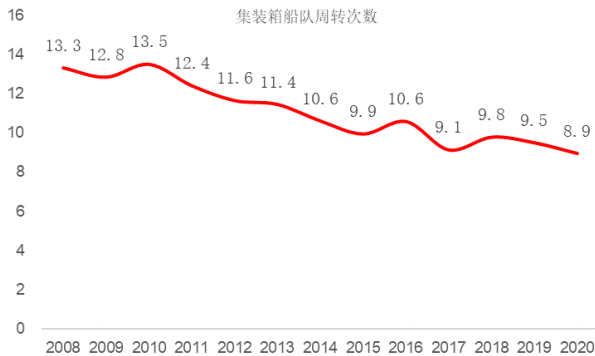
资料来源：公司公告，中信建投

图表7： 2003-2020 年东方海外各航线运量分布



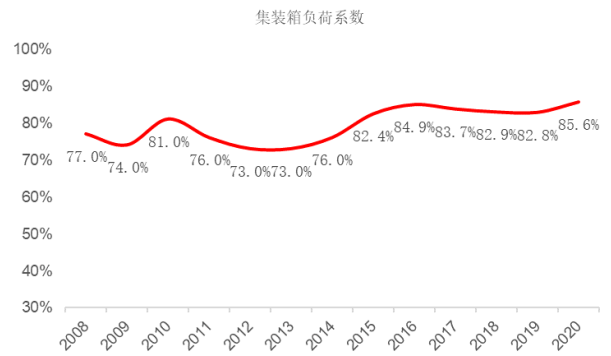
资料来源：公司公告，中信建投

图表8： 2008-2020年集装箱船队周转次数



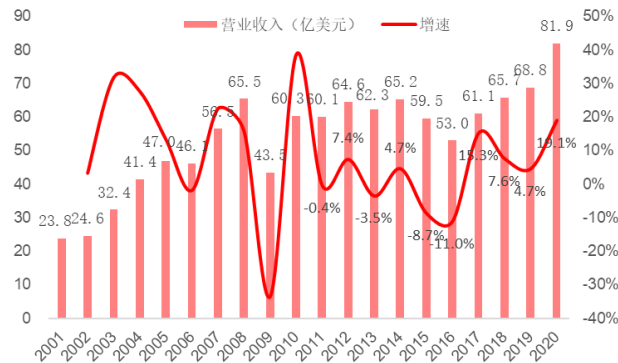
资料来源：公司公告，中信建投

图表9： 2008-2020年东方海外集装箱货运载运率



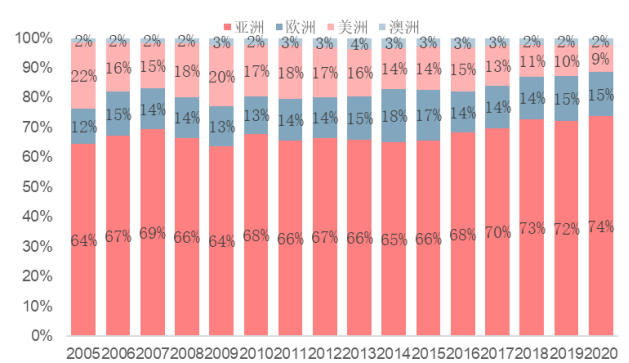
资料来源：公司公告，中信建投

图表10： 2001-2020年东方海外营业收入及增速



资料来源：公司公告，中信建投

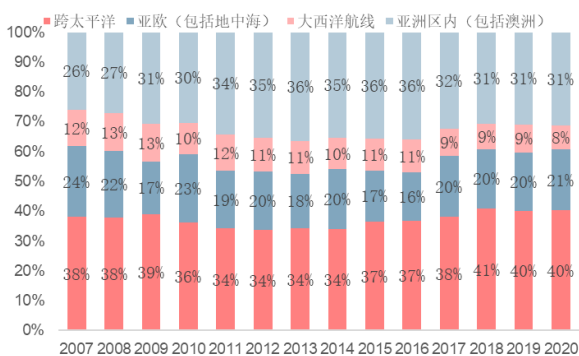
图表11： 2005-2020年东方海外各地区收入



资料来源：公司公告，中信建投

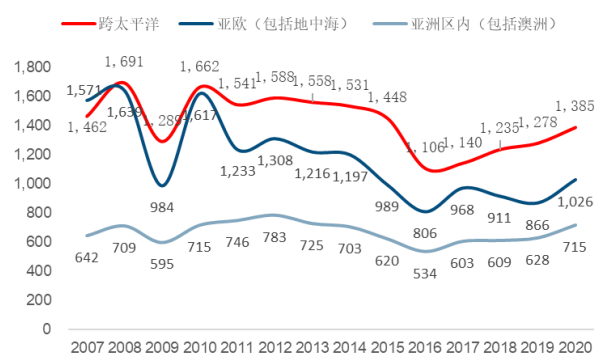
注：依据每个地域的出口货物分析

图表12： 2007-2020年东方海外各航线营业收入占比



资料来源：公司公告，中信建投

图表13： 2007-2020年各航线单箱收入 (美元/TEU)



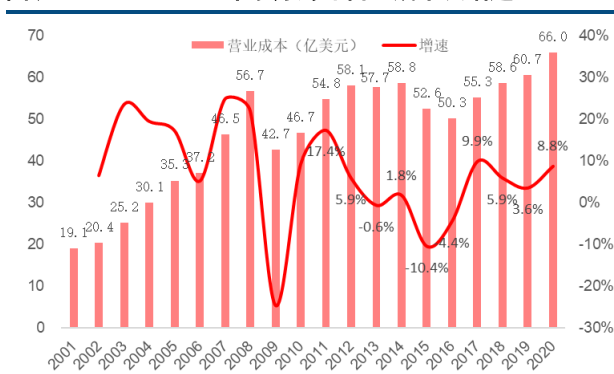
资料来源：公司公告，中信建投

公司从燃油、内部管理、船队三个方面进行成本控制。在燃油方面，一方面根据天气等客观条件改变航行路线和速度以减少油耗，另一方面与中远海运采取统一的采购策略以降低采购成本。东方海外的耗油量以连续三年下降，2020年为189万吨，东方海外的耗油量占中远海运集运的35%-37%。在运量增加的情况下，东方海外的耗油量反而在下降，这得益于其单箱油耗的控制得当，2020年东方海外的单箱耗油量为253Kg/TEU，已连续5年下降。

在内部管理方面，通过信息技术实现货运全程监控，提高运营效率。在船队方面，通过建造大型船舶实现规模经济效应，公司于2020年订购了12艘运力达2.3万TEU的船舶，将于2023-2024年交付，将进一步提升运力，改善成本结构。

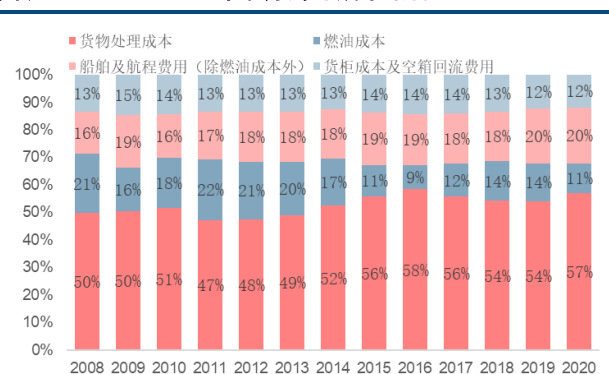
公司的实际税率平均水平及债务成本低于业内其他公司。公司的实际税率一般在6%左右，2020年实际税率为1.2%，长期低于业内平均水平。2018年、2019年的实际税率超过30%是由于这两年的海外递延税项分别高达3983.2、4021.6万美元。另外，公司2020年的债务成本平均为1.9%（2019年为3.1%），公司2020年的债务为30.7亿美元，其中21.96亿美元为浮动利率负债，按照1个月至6个月不等的伦敦同业拆借利率加个别利率差距借入，而2020年伦敦同业拆借利率大幅下降，接近零利率水平。

图表14：2001-2020年东方海外营业成本及增速



资料来源：公司公告，中信建投

图表15：2008-2020年东方海外成本结构



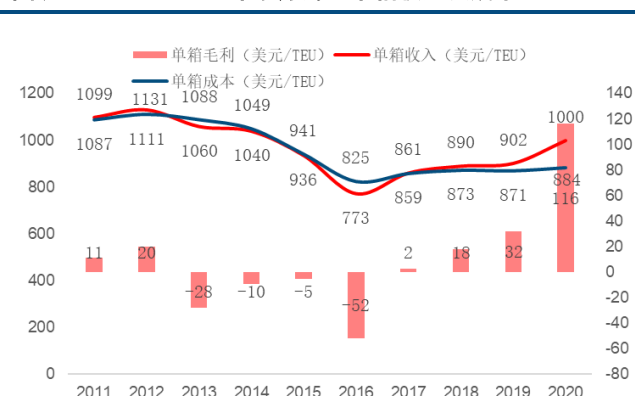
资料来源：公司公告，中信建投

图表16：2008-2020年东方海外单箱成本及增速



资料来源：公司公告，中信建投

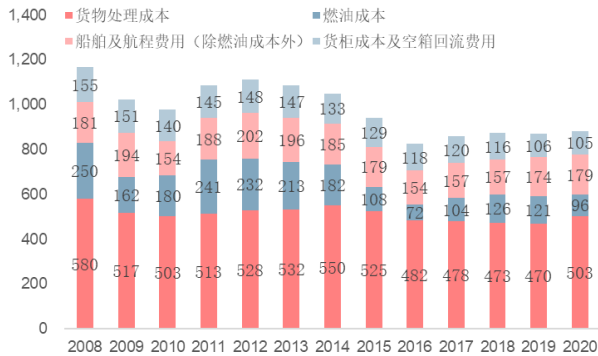
图表17：2011-2020年东方海外单箱收入及成本



资料来源：公司公告，中信建投

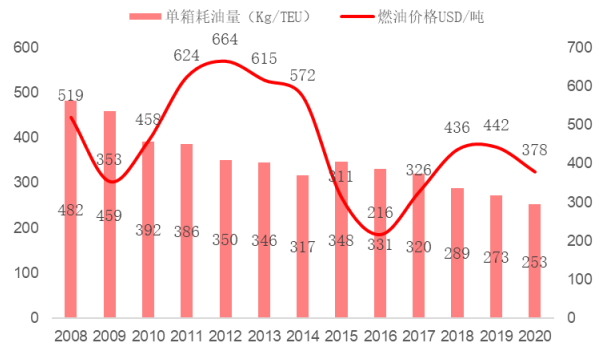


图表18： 2008-2020年东方海外单箱成本构成



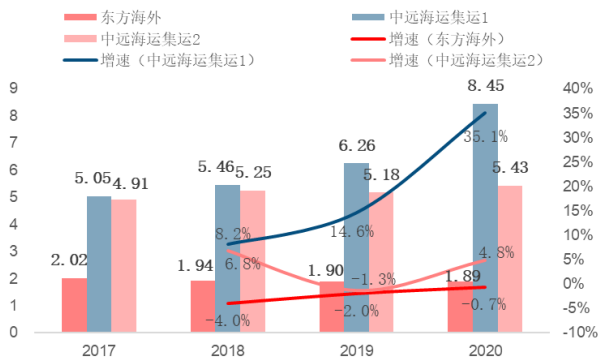
资料来源：公司公告，中信建投

图表19： 2008-2020年东方海外单箱油耗



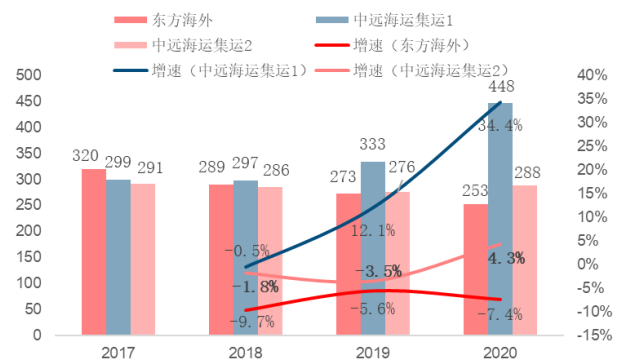
资料来源：公司公告，中信建投

图表20： 2017-2020年东方海外耗油量（百万吨）



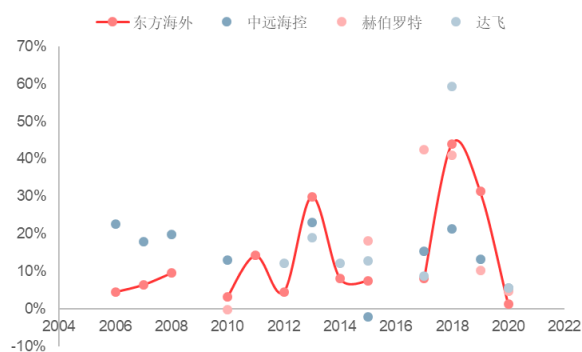
注：中远海运集运1 为以新加坡高硫油价格计算的耗油量  
中远海运集运2 为以东方海外燃油价格计算的耗油量  
资料来源：公司公告，中信建投

图表21： 2017-2020年东方海外单箱油耗（Kg/TEU）



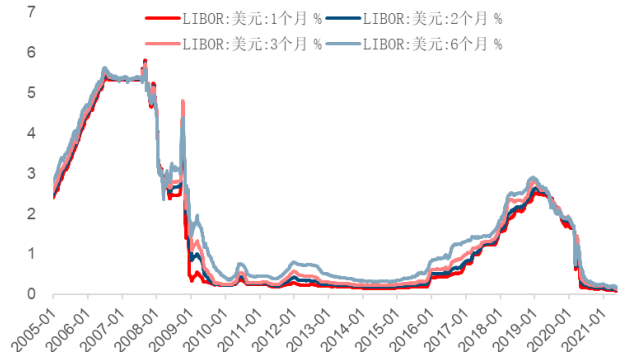
注：中远海运集运1 为以新加坡高硫油价格计算的单位油耗  
中远海运集运2 为以东方海外燃油价格计算的单位油耗  
资料来源：公司公告，中信建投

图表22： 2006-2020年东方海外实际税率



资料来源：公司公告，中信建投  
注：实际税率=所得税/税前利润

图表23： 2016-2020年1-6个月 LIBOR



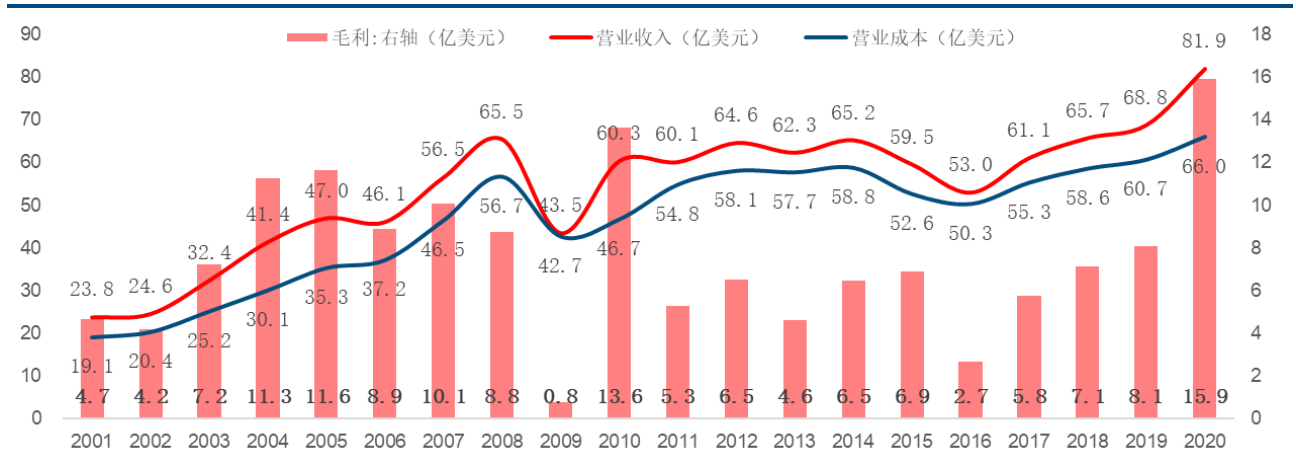
资料来源：公司公告，中信建投

### 2.1.2 盈利亮眼，长滩码头计提拨备 3.49 亿美元，实际净利润远超 9 亿美元

2020 年营业收入（68.79 亿美元）与毛利润（8.10 亿美元）均刷新历史记录，其中，2020 年营业收入的 74% 来自于亚洲地区，亚洲地区的营收占比也呈现稳步提升的趋势。公司毛利率、息税前利润率均处于历史平均水平之上，且近年来不断提升，资本回报率（9.9%）较高。

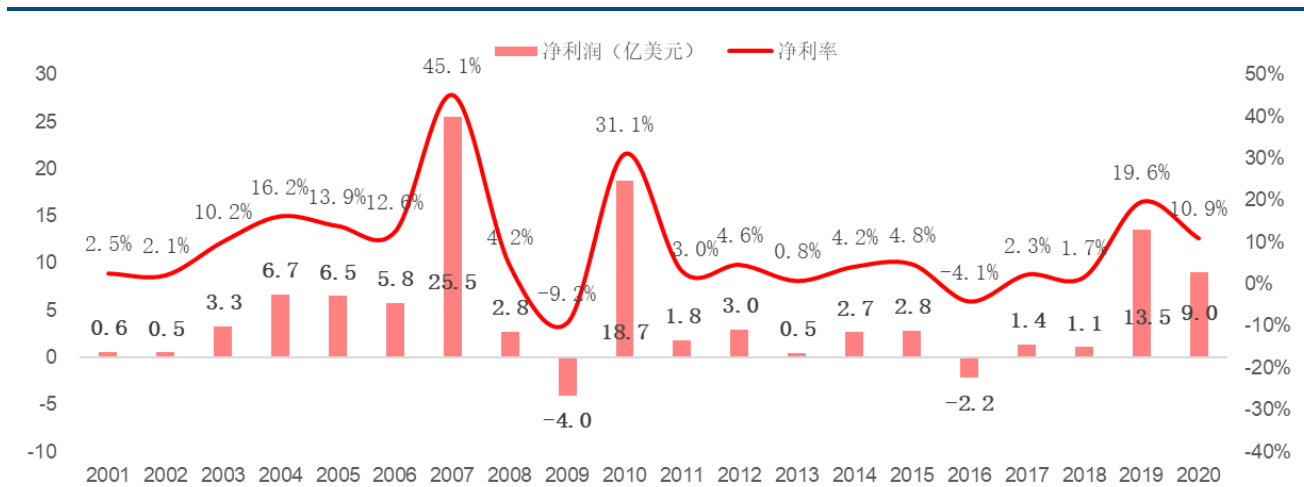
2020 年公司对于长滩货柜码头长期服务协议计提拨备 3.49 亿美元，作为设备和货物运输成本计入营业成本中，使得公司 2020 年公司营业利润被低估。在完成长滩货柜码头的出售后，公司于 2019 年 10 月订立码头服务协议，承诺实现或促使实现最低船舶装卸次数，为期 20 年，若无法在各个合同年度达成所承诺的装卸量，则需支付一定的差额赔款。由于对美国新冠疫情的消极估计，根据管理层评估，截至 2020 年年底确认有偿合同拨备 3.49 亿美元。

图表24： 2001-2020 年东方海外盈利情况



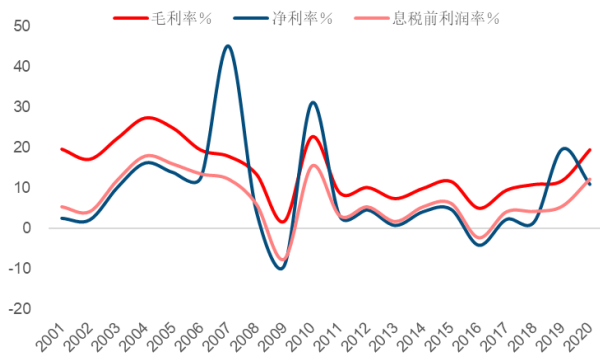
资料来源：公司公告，中信建投

图表25： 2001-2020 年东方海外净利润



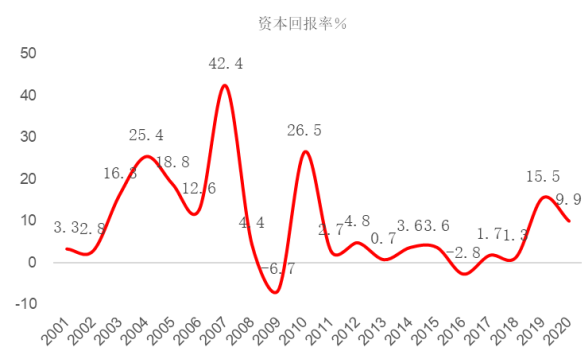
资料来源：公司公告，中信建投

图表26： 2001-2020 年东方海外盈利能力



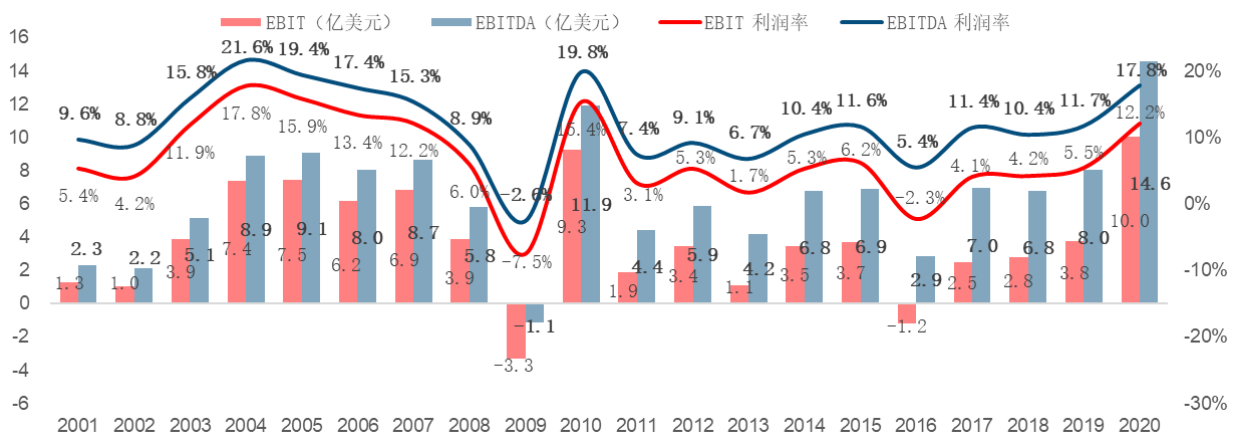
资料来源：公司公告，中信建投

图表27： 2001-2020 年东方海外资本回报率



资料来源：公司公告，中信建投

图表28： 2001-2020 年东方海外 EBIT 及其利润率



资料来源：公司公告，中信建投

## 2.2 经营稳健，盈利质量高，现金流转化能力强大

公司运营效率高，应收账款和应付账款管理能力较强。公司存货为燃油，由于与中远海运统一燃油管理，燃油采购频率降低，作为存货的燃油降低，所以公司的存货周转天数要明显低于其他公司。公司的应收账款中有 75% 以上短于 1 个月，应收账款管理能力较强，应收账款周转天数也较低，总体上营业周期较短。

公司在盈利能力方面的排名要远高于其运力排名。2020 年营业收入达到 81.9 亿美元，EBITDA 达到了 14.6 亿美元，EBITDA 利润率接近 18%。2019 年净利润达到 13.49 亿美元，2020 年净利润为 9.03 亿美元，2019、2020 年净利率分别为 19.6%、11.0%，净利率长期位于行业内顶尖水平。2019 年、2020 年净资产收益率分别为 27.4%、16.0%，2019 年、2020 年投资资本回报率分别为 19.77%、17.61%，长期处于业内高水平。

公司的现金转换率高达 131.9%，仅次于中远海控，现金流充沛。公司的资产负债表端健康。2020 年东方海外资产负债率为 47%，仅次于马士基（45%）。公司的偿债能力优于同行，2020 年流动比率为 1.99。

**图表29： 2020 年全球集运业主要公司综合指标对比**

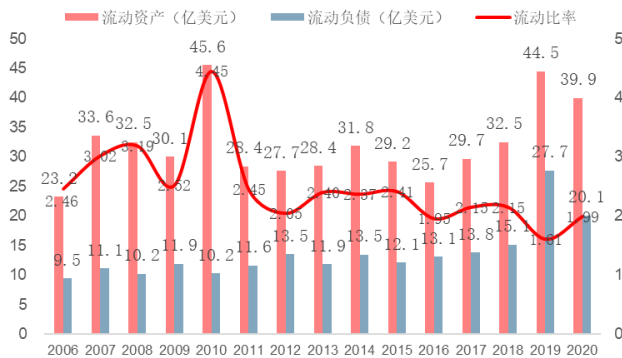
	盈利能力				运营能力	资本结构	
	EBITDA margin	ROE	ROIC	现金转换率	净营业周期	资产负债率	净负债/股权
东方海外	17.8%	16.0%	17.61%	131.9%	8.43	47.0%	-0.09
海丰国际	29.3%	29.7%	19.2%	101.4%	-20.33	41.40%	-0.05
马士基	24.2%	9.5%	7.6%	94.7%	-14.20	45.0%	0.19
赫伯罗特	21.2%	13.8%	9.2%	121.4%	36.68	55.7%	0.43
万海	25.2%	25.8%	11.3%	99.0%	-24.91	59.3%	0.44
川崎汽船	26.8%	49.8%	8.3%		1.65	67.6%	0.62
日本邮船		22.3%			12.37	68.6%	0.92
长荣海运	27.7%	25.8%	6.9%		-3.90	69.6%	0.97
中远海控	12.44%	22.6%	20.7%	170.2%	-39.91	71.1%	0.99
商船三井	20.0%	15.5%	3.4%		1.71	66.6%	1.01
阳明海运	24.4%	33.6%	7.9%	100.2%	-46.22	81.4%	1.19
现代商船		7.3%	7.7%	97.3%	9.01	82.0%	2.56

注：净负债/股东权益=（有息债务-速动资产）/股东权益；现金转换率=经营活动现金流/EBITDA

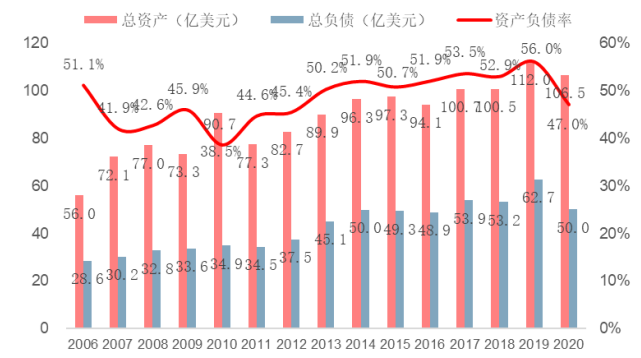
资料来源：公司公告，中信建投

### 三、现金流充足，资本开支平稳，高派息政策回报股东

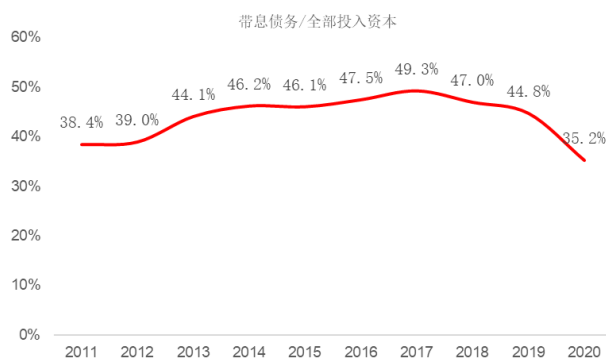
公司总资产水平较高，流动性资产充足。2020 年流动比率为 1.99，长期位于业内第一。2020 年公司资产负债率为 47%，仅略高于马士基（45%）。2020 年，公司的有息债务 30.7 亿美元，较去年减少了 9.2 亿美元，主要是由于年内偿还银行贷款和租赁负债。

**图表30： 2006-2020 年东方海外的流动比率**


资料来源：公司公告，中信建投

**图表31： 2006-2020 年东方海外的资产负债率**


资料来源：公司公告，中信建投

**图表32： 2011-2020 年东方海外带息债务/全部投入资本**


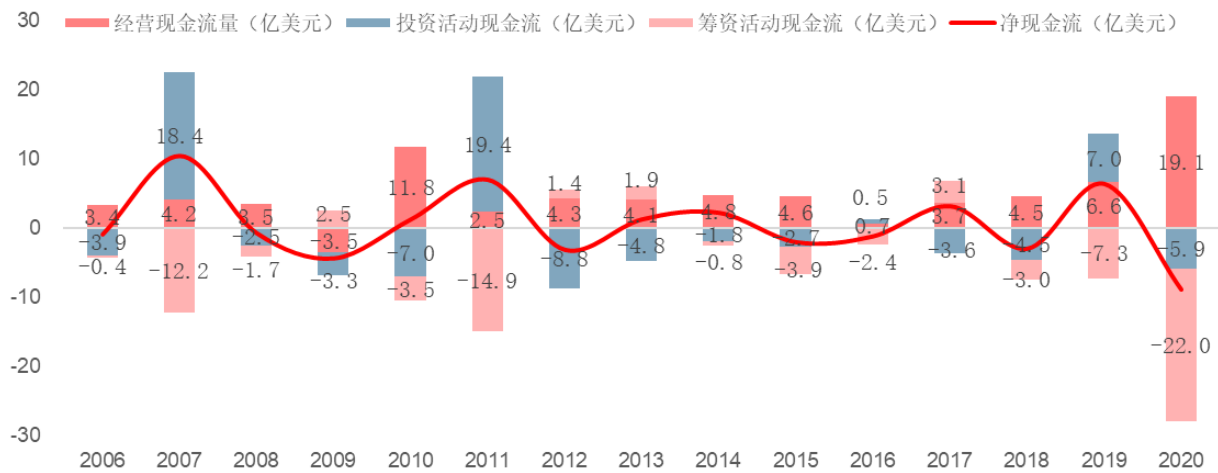
资料来源：公司公告，中信建投

注：全部投入资本=股东权益+全部负债-无息债务

公司财务报表表现健康，资金端充足。2020 年公司经营活动净现金增加额为 19.05 亿美元，资本支出位于历史平均水平，净现金流的下降源于公司 2020 年支付了 12.0 亿美元的股息。2018 年后，公司有息债务水平占比明显下降，资本结构健康。

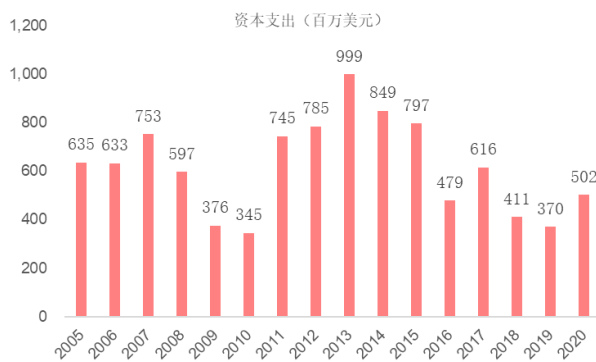
2016 年后，公司资本支出维持在 5 亿美元上下，2020 年资本支出为 5.02 亿美元，较上年增加了 1.32 亿美元，这主要源于 2020 年公司分两批共订购了 12 艘 23,000TEU 以上运力的轮船，2020 年 3 月以 7.78 亿美元的价格订购 5 艘，2020 年 10 月以 11.04 亿美元的价格订购 7 艘。

图表33： 2006-2020年东方海外现金流



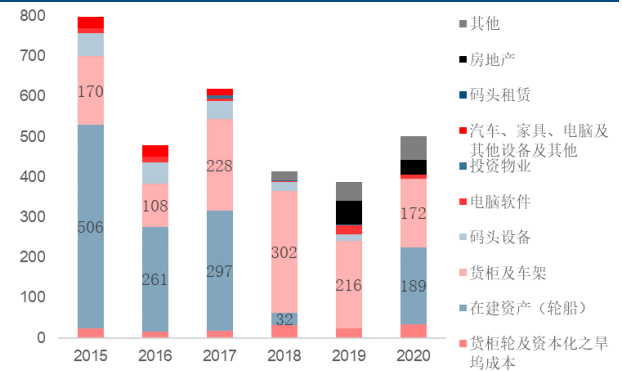
资料来源：公司公告，中信建投

图表34： 2001-2020年东方海外资本支出



资料来源：公司公告，中信建投

图表35： 2015-2020年东方海外资本支出结构 (百万美元)

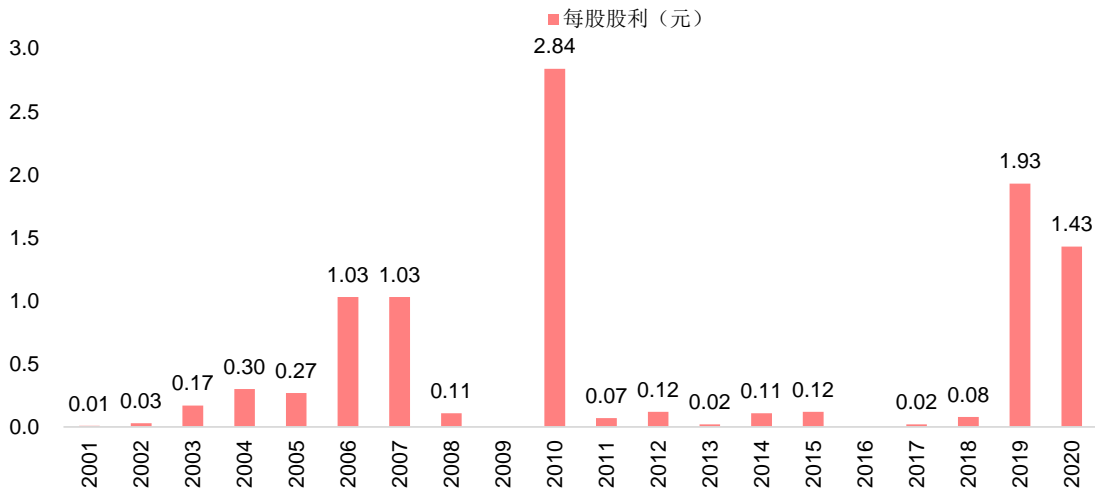


资料来源：公司公告，中信建投

**高股息率回报股东。**2020年公司实现净利润9.03亿美元，每股盈利1.44美元，董事会建议派发末期股息及特别股息合计1.37美元。**为了优化公司资本结构，提高股东回报，董事会修订公司股息政策，未来三年内公司派发现金股息的目标派息率为40%，且每年计划派发的现金股息将不低于4亿美元。**

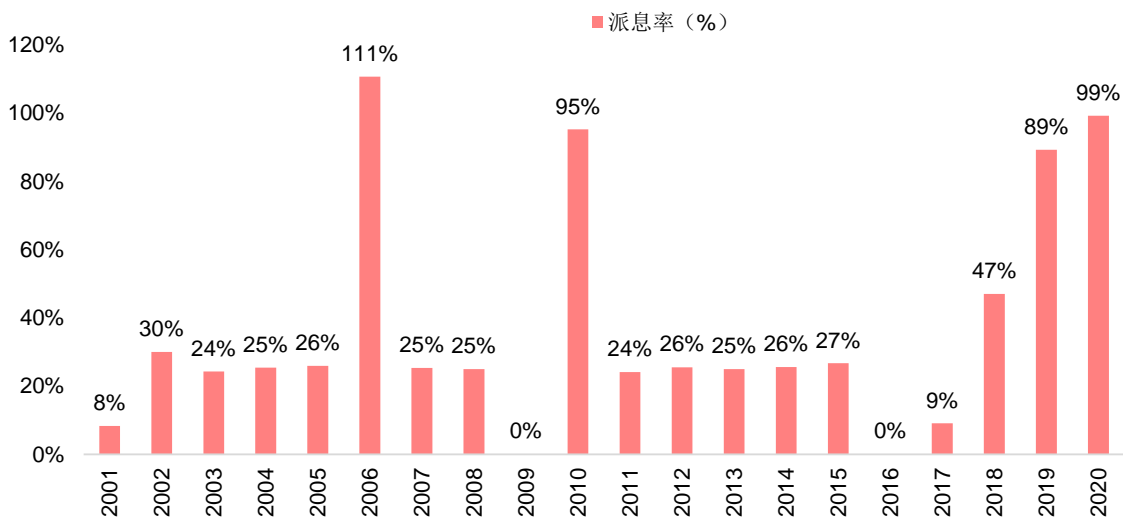


图表36： 东方海外每股股利



资料来源：公司公告，中信建投

图表37： 东方海外派息率



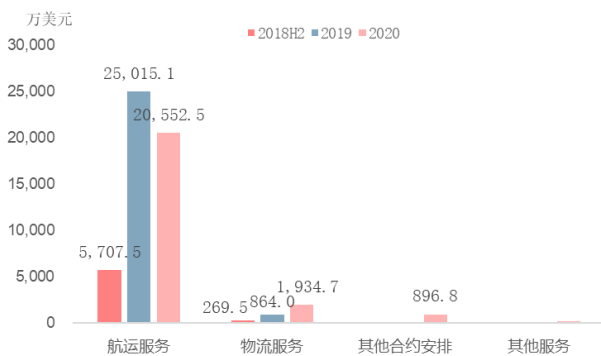
资料来源：公司公告，中信建投

## 四、双品牌协同效应实现降本增效

东方海外与中远海运于 2018 年 7 月订立《业务总协议》，双方同意相互提供及促使其集团成员提供货柜运输、物流及资讯科技服务，总协议至 2019 年 12 月 31 日为止，可续期三年，2019 年 10 月续期三年。

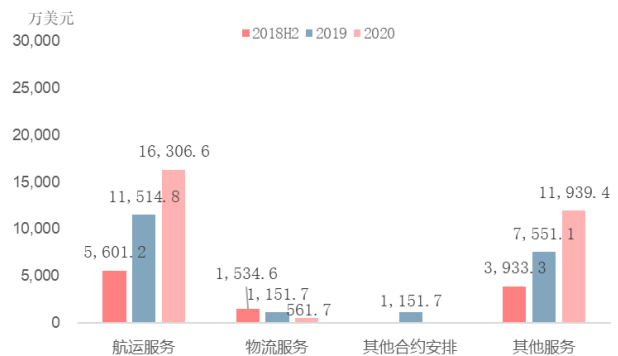
在双品牌运营下，东方海外的精细化管理为中远海运提高运营效率，并受益于中远海运的规模效益。2018 年至 2020 年，中远海运向东方海外提供的服务主要为航运服务和物流服务，东方海外主要为中远海运提供资讯科技服务，为中远海运的数字化转型提供支持。

图表38： 2018-2020 年中远海运向东方海外提供的服务



资料来源：公司公告，中信建投

图表39： 2018-2020 年东方海外向中远海运提供的服务



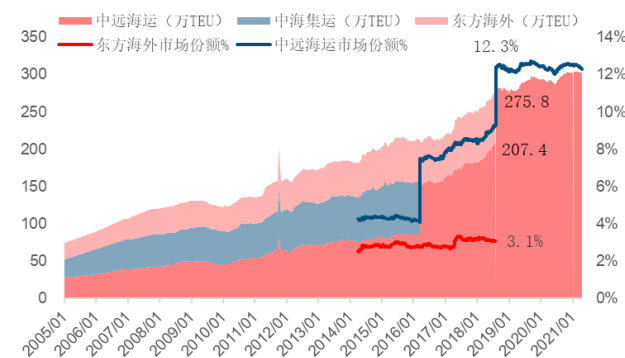
资料来源：公司公告，中信建投

### 4.1 实现运力、集装箱、燃料采购的多重协同

#### 4.1.1 统筹运力安排，提升降本空间

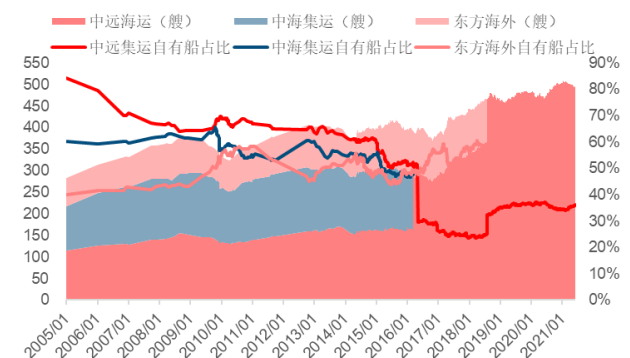
东方海外与中远海运集运船舶互租提高船队资源利用率。2018 年，中远海运收购东方海外后，运力从 207 万 TEU 增加到了 276 万 TEU，市场份额增至 12.3%，位居世界第三。受益于双品牌效应，东方海外进一步增加运力，提高市场份额。2020 年东方海外共订购了 12 艘运力达 23,000 个标准箱的船舶，将于 2023-2024 年期间交付。

图表40： 2005-2021 年中远海运与东方海外的运力



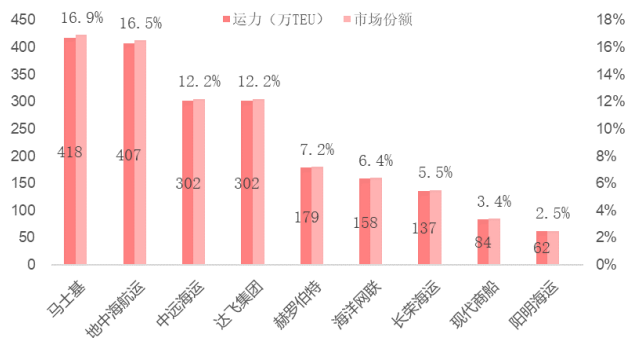
资料来源：公司公告，中信建投

图表41： 2005-2021 年中远海运与东方海外的船队



资料来源：公司公告，中信建投

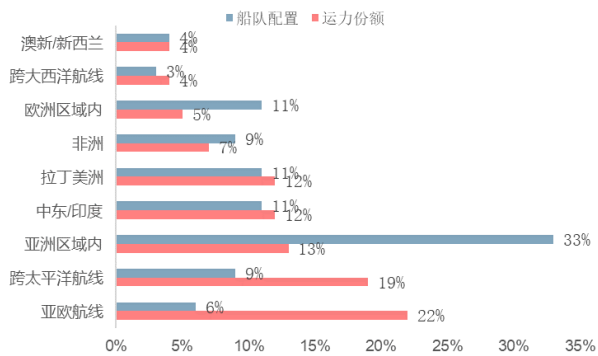
图表42： 2021年7月全球船公司运力排名



资料来源: Alphaliner, 中信建投

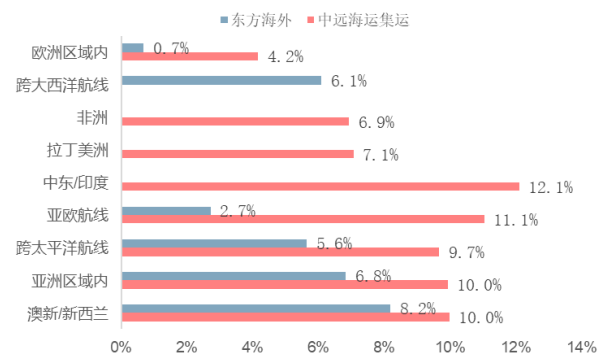
强化运力统筹安排, 实现每条航线船型优化。2017年到2020年, 公司在各航线的船队配置均有所调整。整体来看, 大西洋、亚洲区域内船队数量有所增加。在大西洋航线、太平洋、亚欧航线增加了大型船的配置, 在亚洲区域内、亚洲-澳洲航线方面增加了中小型船的配置。

图表43： 2021年5月全球船队配置



资料来源: 公司公告, 中信建投

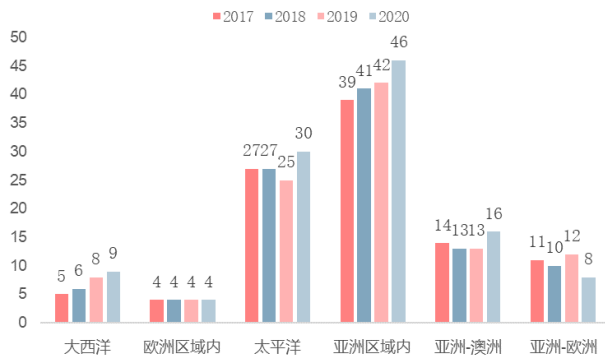
图表44： 2020年中远海运集运与东方海外各航线运力份额



资料来源: 公司公告, 中信建投

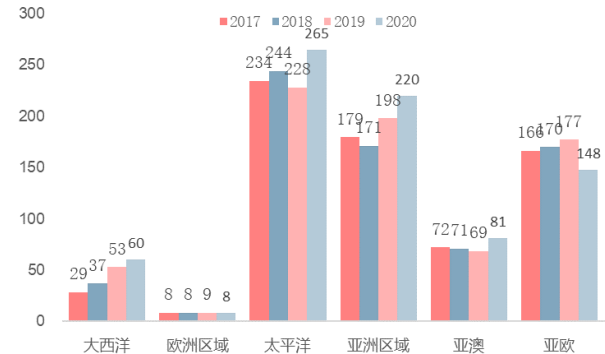
注: 东方海外运力配置为2020年末数据, 中远海运集运及全球运力配置为2021年5月数据

图表45： 2017-2020年东方海外各航线船队数量（艘）



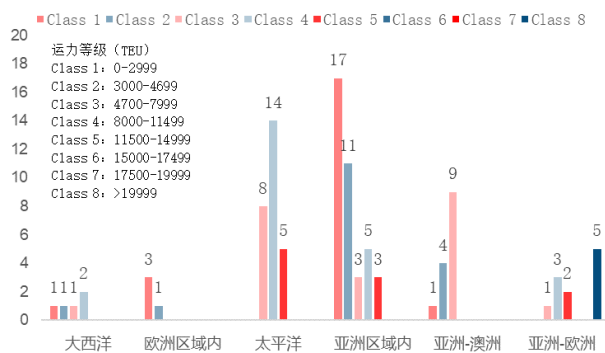
资料来源：公司公告，中信建投

图表46： 2017-2020年东方海外各航线运力配置（千 TEU）



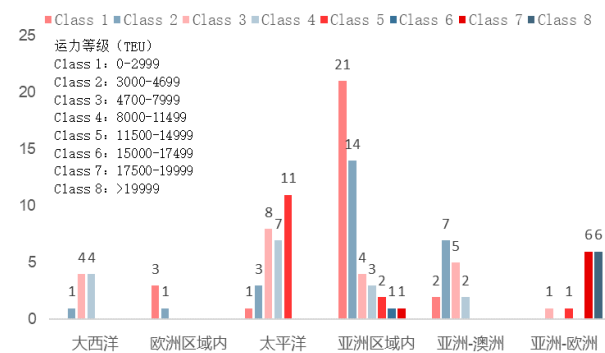
资料来源：公司公告，中信建投

图表47： 2017年东方海外各航线不同船型的数量（艘）



资料来源：公司公告，中信建投

图表48： 2020年东方海外各航线不同船型的数量（艘）



资料来源：公司公告，中信建投

双品牌在航线规划方面实现优势互补，欧洲区域内航线由中远海运集运统筹管理和操作，大西洋航线由东方海外货柜统筹管理和操作，实现统一航线规划。中远海运集运的支线及船代服务实现对东方海外货柜的开放使用，有效延伸和升级了双品牌各自的服务范畴和能力。

东方海外进入非洲和南美市场，积极开拓航线，扩张市场版图，完善运输网络。收购完成后，公司增设了IP1、IP2共2条航线以加强北欧服务网络与中东及印度次大陆的连续，增设了跨太平洋拉丁美洲大西洋线TLA2、跨太平洋拉丁美洲加勒比海线TLC1以扩展拉丁美洲市场的业务网络，增设了EAX、WAF、SAF系列航线拓展非洲网络版图。目前，公司非洲航线共有8组，拉丁美洲航线共11组。

**图表49： 东方海外被收购后的航线扩张**

时间	航线简称	区域	途径地	
2017年	12月	CPX2	亚洲区域内	中国-巴基斯坦
		CPX3	亚洲区域内	中国-巴基斯坦
2018年	3月	WM3	亚洲-欧洲	中东、巴基斯坦、印度、意大利、西班牙、法国及埃及
	9月	EAX1	亚洲-东非	中国、新加坡、肯尼亚
		EAX2	亚洲-东非	
		EAX3	亚洲-东非	中国、新加坡、马来西亚、斯里兰卡、肯尼亚
		EAX4	亚洲-东非	新加坡、斯里兰卡、坦桑尼亚
	10月	TLP1	拉丁美洲	中国、韩国、墨西哥、秘鲁、智利
		TLP2	拉丁美洲	中国、韩国、墨西哥、厄瓜多尔、秘鲁
		WAF1	亚洲-西非	中国、新加坡、斯里兰卡、拉各斯
		WAF3	亚洲-西非	中国、新加坡、斯里兰卡、尼日利亚
		WAF	亚洲-西非	
	11月	SAF1	亚洲-南非	
		SAF2	亚洲-南非	中国、新加坡、马来西亚、南非
		SAF3	亚洲-南非	中国、新加坡、南非
2019年	5月	IP1	中东-欧洲	中东、巴基斯坦、印度、英国、法国、比利时、荷兰、德国
		IP2	中东-欧洲	中东、巴基斯坦、印度、英国、法国、比利时、荷兰、德国
	6月	TLA2	拉丁美洲	中国、新加坡、巴西
		TLC1	拉丁美洲	新加坡、中国、墨西哥、西班牙、
10月	IP3	亚洲-欧洲	中东、印度、斯里兰卡、埃及、希腊、荷兰、英国、德国、比利时、法国	
2020年	2月	EMA	跨大西洋	以色列、埃及、土耳其、希腊、意大利、美国
	8月	TLP3	拉丁美洲	中国、墨西哥、巴拿马、哥伦比亚、秘鲁、智利
		CIP	亚洲区域内	中国、印尼、菲律宾
		CSS1	亚洲区域内	中国、新加坡、马来西亚
		CSS2	亚洲区域内	中国、新加坡、马来西亚

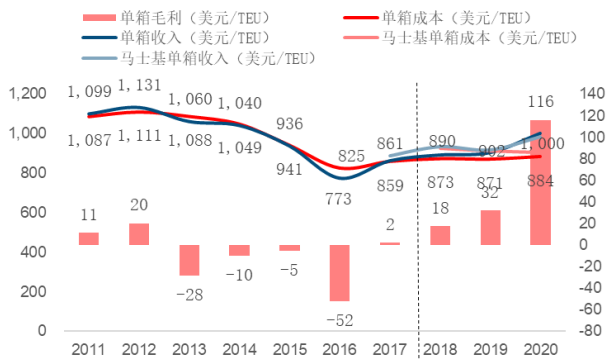
资料来源：公司公告，中信建投

#### 4.1.2 统一集装箱管理系统，优化燃油采购策略

中远海运与东方海外实行“双品牌”战略，强化成本管控，重点放在管理协调，注重中后台职能融合，进一步巩固低成本的优势。双品牌战略致力于统一供应商采购等中后台职能的融合，东方海外仍保持独立运营，在保留原本员工的同时，实现双方业务的规模效益，收购完成后，东方海外单箱收入与单箱成本的价差逐渐拉大，单箱收入上升主要是跨太平洋及亚洲区域内航线的单箱收入上升拉动的。

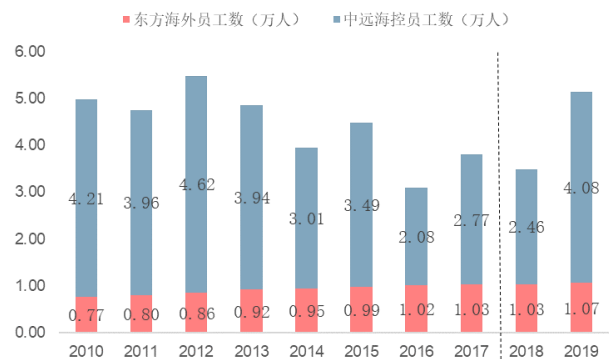
统一燃油采购策略。东方海外在被收购之前主要依靠衍生品相关业务进行燃油价格对冲，批量采购的比例偏低，而中远海运批量采购的比例较高，中原海运会上择机购买，在燃油价格较低时大量购买，在燃油价格较高时，考虑运期价格确定提前采购量。被收购之后，东方海外采取与中远海运统一的采购方式，使得燃油成本得到有效控制。

图表50： 2011-2020 年东方海外单箱收入及成本



资料来源：公司公告，中信建投

图表51： 2010-2019 年东方海外及中远海控员工数

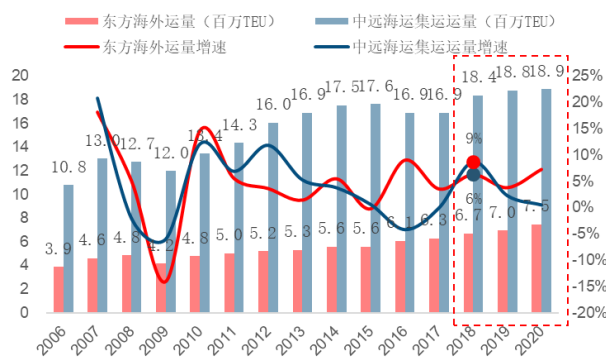


资料来源：公司公告，中信建投

双品牌统筹集装箱的管理，通过信息系统共享双方的集装箱盘存信息，在统一造箱、租箱、整合修理、堆场等方面逐步实现集装箱无缝共用，有效提升了集装箱使用效率。双品牌协同效应有效提升了中远海控集装箱航运业务和东方海外航运业务的盈利能力，2018 年东方海外和中原海运集运的运量分别较上年增加了 40 万 TEU、150 万 TEU。

东方海外的堆场服务具备先进的安全系统和 IT 系统。堆场配备了大量的安全保障措施，包括 CCTV 系统、安全巡逻、消防系统、电子围栏和报警系统。此外，采用自动化设备和先进的 IT 系统来管理集装箱操作，包括无线控制叉车、堆场管理系统、门禁系统等，以此提高作业效率。

图表52： 2006-2020 年东方海外与中远海运运量



资料来源：公司公告，中信建投

## 4.2 先进的数字化能力反哺中远海运

东方海外拥有业内领先的信息技术。东方海外从 1993 年起就着手数字化建设，目前拥有五个信息技术开发中心，专为开发先进的企业商务应用软件而设，此外，东方海外利用人工智能、物联网、区块链等最新技术优化业务运营。

东方海外助力中远海运 IT 系统升级至 IRIS4。中远海运在运力等硬实力方面不输国际其他巨头，但在数字化方面还有待提高。东方海外于 1999 年推出 IRIS-2，2001 年中远海运集运出资 2500 万美元购买东方海外的 IRIS-2 系统，2014 年东方海外就推出 IRIS-4 信息系统。2018 年完成收购之后，东方海外的萧启豪主导中远海



运集运的内部系统提升任务，主要是将 IRIS-4 在中远海运集运实施，以及数字化系统在支持业务协同系统的建设。2020 年中远海运集运和东方海外依托 IRIS-4 系统保持远程服务的快速响应，中后台运营效率得到了大幅提高。

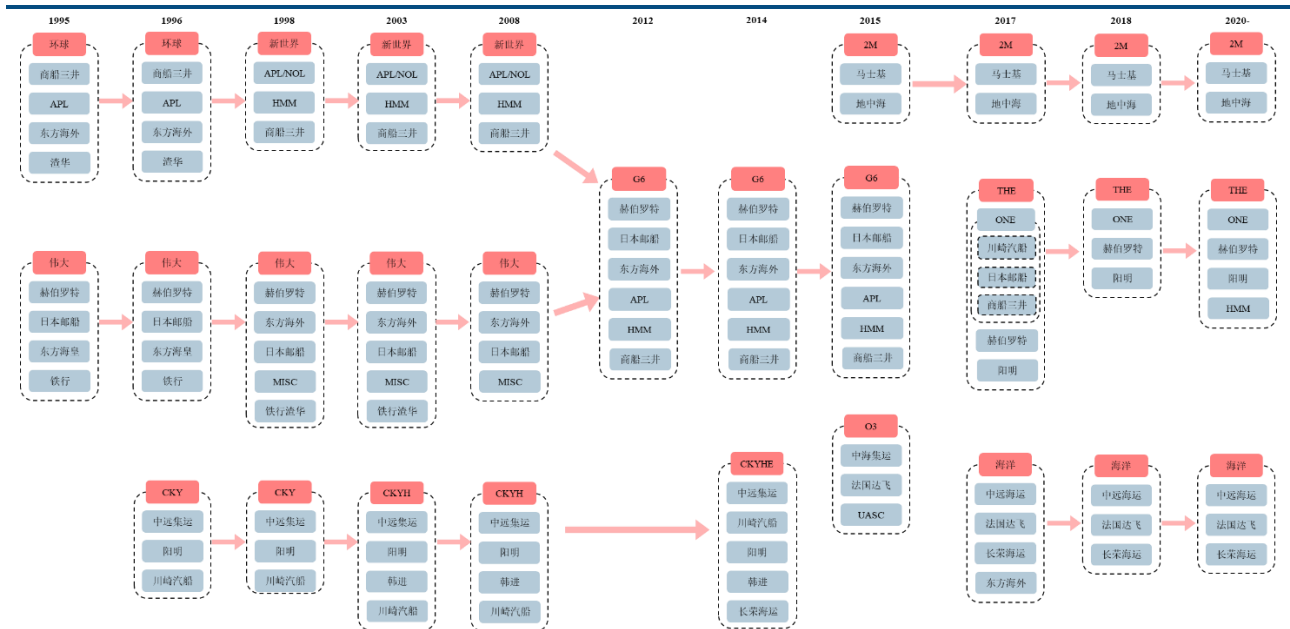
中远海运与东方海外采用统一的 IT 资源部署模式，持续在 IT 基础设施、网络安全、技术、系统开发及实施等领域为东方海外航运及中远海运集运创造协同效应。

## 五、加入行业最大联盟，最大化网络效应

2016 年达飞、长荣、中远海运、东方海外达成协议组建“海洋联盟”（OCEAN Alliance），协议于 2017 年生效，四家成员运力总和超过 600 万 TEU，联盟共计投入 350 艘船，350 万 TEU 运力，在远东至北欧、地中海、红海、波斯湾以及美国东西海岸等共计 40 条航线合作。

东方海外国际从联盟中受益颇多。目前海洋联盟的航线覆盖泛太平洋、亚洲/ 欧洲、亚洲/地中海、泛大西洋、亚洲/中东及亚洲/红海各贸易区，帮助公司客户提供更加广泛优质的服务网络。2020 年海洋联盟在 DAY4 航线运营效率较高，2021 年 1 月，海洋联盟推出了 DAY5 航线产品，以进一步巩固东西干线优势。**公司享受到了全球网络、全球调箱以及舱位互换的规模效应，而并不需要支付很高的额外成本，原先无法满足的客户需求也能够满足，公司的成长性会更高，成本节约空间更大。**

图表53： 全球航运联盟变迁



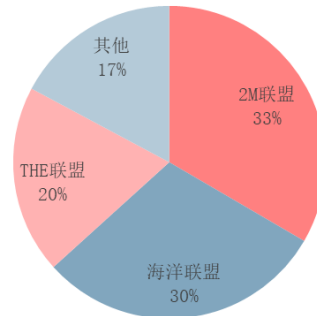
资料来源：公司公告，中信建投

图表54： 2021 年行业三大联盟



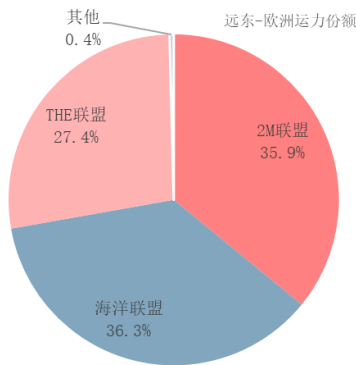
资料来源：公司公告，中信建投

图表55： 2021 年 7 月各联盟运力份额



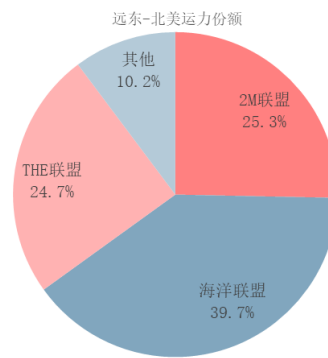
资料来源：Alphaliner，中信建投

图表56： 2021 年 6 月远东-欧洲航线各联盟运力份额



资料来源：公司公告，中信建投

图表57： 2021 年 6 月远东-北美航线各联盟运力份额



资料来源：Alphaliner，中信建投

## 六、行业数字化转型的先锋和领导者

公司是班轮行业数字化转型的先锋和领导者。公司的数字化进程起步早、迭代速度快，是行业首屈一指的数字化公司。近年来，公司也加大了对数字化的开发与投入，通过提升中后台运营效率、优化前端服务、构建产业链生态圈，建立一套内外成熟的数字化运营体系。

**图表58： 东方海外数字化进程**

年份	事件
2002年12月	货讯通已拥有7500多名活跃的注册用户
2002年10月	推出新版本的 oocl.com，可获取集装箱运输和物流行业的最新消息，在线查看区域航行时间表
2002年1月	IRIS-2 基于 Web 的成本和效率应用程序 Internet Work Order 于1月28日正式启动，并于4月完成。
2002年6月	开发 IT 物流项目 Horizon
2004年4月	货讯通推出了三款新产品：货讯通桌面，预订工作表和货讯文本消息。
2007年3月	东方海外的客户可以使用货讯通提供的“Express Link”工具在 oocl.com 上直接在线跟踪货物
2009年2月	台湾高雄集装箱码头推出自己的专用网站 www.kaoct.com
2009年3月	推出新的在线互动产品“My 00CL Center”，帮助客户节约成本
2009年10月	推出 MyPodium Mobile，该平台专为东方海外物流的国际供应链管理客户而设计。
2010年6月	推出移动船舶追踪服务，为客户提供通过其移动设备的便利来搜索和追踪任何东方海外船舶的能力。
2011年2月	00CL 推出 00CL Lite iPhone App 使用户可以随时随地访问船只的实时航行时间表。
2011年12月	是成功迁移到由美国海关和边境保护局部署的新的自动化商业环境（ACE-M1）电子舱单系统的第一家海洋承运人
2013年8月	引入了 MyPodium Android 应用程序，使 00CL Logistics 客户可以随时随地使用其智能手机设备查看，跟踪和跟踪订单和装运进度。
2013年9月	推出 www.oocllogistics.com
2014年11月	货讯通与货运咨询公司德鲁里（Drewry）扩大了合作协议，以涵盖集装箱运输市场上更广泛的市场情报数据交换。
2015年5月	货讯通宣布推出 Big Schedules，这是一个功能强大的新型强大搜索引擎
2016年9月	推出 BoxSnap，这是一个免费的智能手机应用程序
2017年3月	货讯通宣布推出 Route Master，利用大数据分析为托运人和物流服务提供商提供对承运人的服务和绩效的可见性。
2018年3月	货讯通启动了客户创新中心，以帮助托运人利用最新技术和创新解决方案开发方法来推动数字化转型。
2018年4月	东方海外宣布与微软世界级研究机构微软亚洲研究院建立新的合作伙伴关系，以提供先进的人工智能（AI）解决方案，改善网络运营并提高航运业的效率。
2019年7月	货讯通宣布签署全球航运业务网络（GSBN）服务协议。
2019年7月	00CL Logistics 引入使一线同事能够通过扫描的 QR 码与货运供应商以电子方式共享货运信息的平台
2019年8月	东方海外物流推出了一个新的自动化机器人仓库
2019年11月	货讯通宣布推出全新的货讯通互联冷藏箱解决方案，具有端到端信息透明性
2020年3月	IQAX Limited 宣布开发世界一流的区块链平台，实现授权方之间的实时数据共享
2020年4月	货讯通与 COSCO、SIPG 和 Tesla 进行了一项试点项目
2020年11月	新的东方国际集团全资拥有的全球技术公司 IQAX 宣布正式开业。

资料来源：公司公告，中信建投

## 6.1 提升中后台运营效率

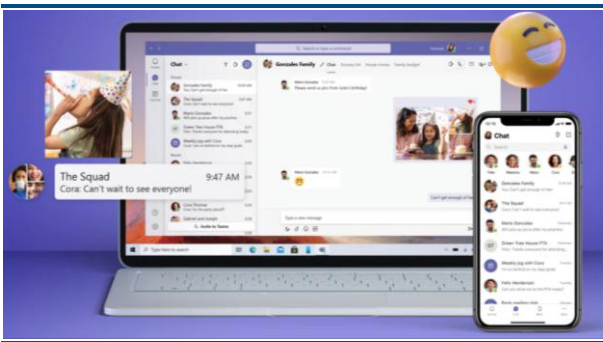
### 6.1.1 工作区数字化

集团致力于建立企业数字化工作区及数码协作枢纽，以便提高生产效率，公司在全球应用 Office 365 套件下的 Microsoft Teams，借以构建企业的综合社交协作平台及综合数码工作区。

集团采取混合云策略，可为集团提供灵活性、改善基础设施的顺应力、增强集团网络安全防护并赋能企业数码协作以进一步提高生产力及效率。此策略的使用令动态应用环境能够支持分析平台，并作为一种服务模式为随处分布式系统的建立提供基础。

2019 年 12 月，新的 STMC（全球网络安全威胁监控中心）在珠海 ISDC 启动，除实施其他预防性保护措施以外，STMC 建立在多种不同的大数据网络安全分析之基础上，运用多层次可操作监控界面，提高了主动察觉、监控升级及对网络安全事件做出更快反应的能力。

**图表59： Microsoft Teams**



资料来源：公司公告，中信建投

### 6.1.2 货柜库存与回流的智能管理

为提高设备管理的成本效益，集团持续加强在货柜库存及空箱回流操作方面的 IT 支持。除设备共享系统有助于实现东方海外航运及中远海控集运之间货柜库存共享管理的协同效应外，还应用机器学习及优化技术，来更精确地预测空置货柜库存并提供最佳的空箱回流操作计划。此外，通过提供全球化网络的整体可见性来进行流量控制及中断恢复，以达到增强船舶网络控制力的效果，从而提高船舶的整体利用率，并实现更有效的主动型延误管理。

2018 年 4 月，东方海外宣布与微软亚洲研究院建立新的合作关系，以提供先进的人工智能（AI）物流调度解决方案，微软亚洲研究院为东方海外航运定制了协作强化学习框架，基于该框架来进行航运资源的调度优化，该方案使得一次路径优化的时间从 1-3 小时缩短到毫秒级，预计每年可以为东方海外航运节省一千万美元的运营成本。

2019 年 8 月，东方海外物流推出了一个新的自动化仓库，该仓库部署了自动导引车（EVE 电动车），以简化仓库流程并最大限度地提高生产率，东方海外在日本茨城县开发的智能仓库已成为该地区的主要物流枢纽。由东方海外物流设计并实施的仓储管理系统（WMS）与运输管理系统（TMS）能够精确地监控和管理所有的仓库及配送流程，并与客户及其供应链伙伴就库存和仓储事项进行实时沟通。

## 6.2 优化前端服务

### 6.2.1 货讯通——全球三大公共订舱平台之一

货讯通是东方海外的全资附属子公司，提供全球船运管理软件方案，帮助发货人、收货人、物流服务供应商、无船承运人和海运承运人优化供应链规划和提高货运准时率。通过与全球超过 40 家领先的承运人进行连接，货讯通利用多来源的大数据和云计算平台为客户提供卓越的船运管理方案，包括船期表、船运视野、文档管理、合同管理、贸易法规以及基准化分析管理解决方案。通过运用物联网（IoT）和深度学习技术，可凭借对货物的实时追踪实现提升货物状况可视性、中断检测、智能警报、预测分析和集装箱图像判读的功能。货讯通提供的物联网解决方案有助于保障货物价值及预防保存期损失，也降低冷冻柜检查成本。东方海外航运和中远海运集运均已采用该解决方案，而自 2020 年起，新造冷冻柜将全部安装新的物联网设备。

通过为航运商运营所在的复杂动态网络创立数字系统，船只、码头甚至天气均可利用态势感知功能被实时追踪到，运用人工智能预测船只的航线、到达时间、停靠港和泊位优先级，从而优化其燃料消耗、船舶海上航行时间和港口等候时间，进一步提高运营效率。模拟达到预定船期的功能可通过合理安排各种达标预定船期更好地控制燃料消耗成本。

**图表60： 货讯通主要产品**

方面	详细业务
航运可视性解决方案	船期延误提醒、货物追踪、货运详情、船运报表、到站通知、异常报警
航运业务操作	船期表、订舱、装船指示、提单文件列印、到货通知单、发票及付款
协作解决方案	关系管理器、货运过滤
报关业务	自动化商业环境(ACE)电子舱单、进口商安全申报(ISF)、电子化出口信息(EEI)、提前商业信息(ACI) 货代电子舱单、日本舱单申报法规、欧盟 24 船运视野组合
客户专用解决方案	客户专用船期表

资料来源：公司公告，中信建投

**图表61： 货讯通主要服务**



资料来源：公司公告，中信建投



## 6.2.2 推出多个数字化平台

在客户服务方面，集团已在各地区设立创新中心，以倡导可能有助于改善客户体验的创新思想，使东方海外航运的客户服务自脱颖而出。

2002 年推出新版 oocl.com 网站，该网站可以进行在线询价、货物订舱和追踪以及查询船期表和处理提单，同年基于 Web 的成本和效率应用程序 Internet Work Order 于 1 月 28 日正式启动，并于 4 月完成。

2009 年，台湾高雄集装箱码头推出自己的专用网站 kaoct.com。同年，东方海外推出新的在线互动产品“My”，帮助客户节省业务成本，东方海外物流推出 MyPodium Mobile，该平台专为东方海外物流的国际供应链管理客户而设计，展示了其在信息技术和创新解决方案方面的领导地位。

在移动端方面，2011 年，OOCL 推出 OOCL Lite iPhone App 使用户可以随时随地访问船只的实时航行时间表。2013 年，引入了 MyPodium Android 应用程序，使客户可以随时随地使用手机查看和跟踪订单和装运进度，并推出 oocllogistics.com。2015 年，货讯通推出 Big Schedules，这是一个功能强大的新型搜索引擎，可利用大数据为托运人和物流服务提供商提供一流的航行时间表信息，进而提高运营效率和管理能力。2016 年，货讯通推出了 BoxSnap，这是一个免费的手机应用程序，可以为用户提供并共享其装运的集装箱重量信息。

在电子商务方面，2020 年推出 Freightsmart 平台，提供即时报价和预订服务。为客户提供即时报价，订单确认、确保箱位及集装箱供应，以及在线支付支持等一站式服务。

**图表62： 东方海外主要数字化平台**

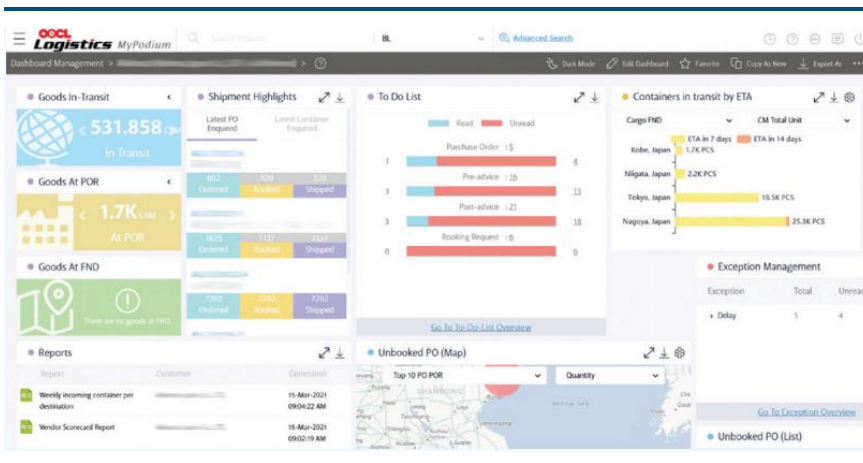
平台	主要功能
oocl.com	在线询价、货物订舱、追踪、查询船期表、处理提单
My OOCL Center	提供发货管理功能，监视和控制与货物有关的交互服务
My OOCL Reefer	提供货物运输温度和湿度的可视性信息
OOCL Lite iPhone App	实时航行时间、货物跟踪、港口时间表等
MyPodium	国际供应链管理平台，提供货物追踪、货运周期等信息
oocllogistics.com	提供整箱及拼箱货运信息的查询服务
BoxSnap	搜集并共享集装箱重量信息
Freightsmart	即时报价和预订服务

资料来源：公司公告，中信建投

**图表63： 东方海外与马士基数字化平台对比**

	东方海外	马士基
网站订舱等服务平台	oocl.com、My OOCL Center、oocllogistics.com、Freightsmart	Maersk.com、Twill Logistics、Maersk Spot
订舱等服务移动 App	OOCL Lite、BoxSnap	Maersk App
供应链管理	MyPodium 系列产品	Maersk Flow、Logistics Hub、Transformation Management System platform
冷链服务	My OOCL Reefer	Captain Peter

资料来源：公司公告，中信建投

**图表64： 东方海外物流 MyPodium**


资料来源：公司公告，中信建投

## 6.3 构建产业链生态圈

### 6.3.1 九大船公司组成基于区块链的联盟 GSBN

2019年7月，货讯通宣布与船公司法国达飞、中远海运集运、中远海运港口、赫伯罗特、和记港口、东方海外、青岛港、PSA 国际港务和上海国际港口集团签署全球航运业务网络（GSBN）服务协议。2020年2月，九家海运承运人和码头运营商就意向成为“全球航运业务网络（GSBN）”股东的事宜，完成股东协议书签署。2021年3月17日，GSBN 联盟获得全球相关监管机构的审查批准后可在香港注册成立，并开始正式运营。

GSBN 是一个非营利的合资企业，致力于以公开透明的方式进行合作，加快航运业的数字化转型。希望通过建立可靠的数据交换平台来改善行业的弹性能力，助力供应链各相关方之间的数字化连接和协作，通过提升数据可视化来提高运营的可持续性和可靠性，打造数据基础设施平台以协助参与方共享数字化转型的优势。

构建可靠的数据交换平台。GSBN 运用区块链技术为参与者构建安全、实时的数据交换平台，运用 API 来代替传统的 EDI 数据交换系统，另外平台建立有效的数据治理架构，所有递交到 GSBN 平台的数据都通过私钥加密，数据访问权限可被控制到数据字段级别，确保只有被授权方才能查看和使用相应的数据。

**图表65： 行业三大数字化联盟对比**

	TradeLens	GSBN	DCSA
<b>简称</b>	区块链运输平台	区块链联盟	数字集装箱航运协会
<b>成立时间</b>	2018年1月	2018年11月	2019年4月
<b>主要成员</b>	马士基、IBM、以星、达飞、地中海航运	法国达飞、中远海运集运、中远海运港口、赫伯罗特、和记港口、东方海外、青岛港、PSA 国际、上海国际港口集团	马士基、地中海航运、赫伯罗特、ONE、达飞、长荣、现代商船、阳明、以星
<b>宗旨</b>	建立数据共享平台，提供供应链信息共享	通过可靠数据源提供货运的可见性和透明性	致力于构建统一和标准化的行业数据
<b>成就</b>	已有 300 多个组织机构、十余个航运企业加入，涵盖 600 多个港口和码头数据，已经跟踪了 4200 万个集装箱的运输	无纸化放货试点应用为数百位客户削减了手工环节，使得原本 2-3 天的放货流程缩短到了 1-2 小时；利用航运数据赋能贸易金融建立与贸易金融伙伴之间网络对网络的互联互通。	2020年1月，DCSA 成立首个行业数据与接口标准；3月发布船舶网络安全实施指南；6月发布智能集装箱信息交换标准；7月发布运营船舶船期标准；12月发布货物预订和提单的签发数字化标准以及远程冷藏集装箱监控物联网标准

资料来源：公司公告，中信建投

### 6.3.2 加强业内合作关系

2019 年底，集团旗下子公司货讯通（Cargosmart）与上海航运交易所针对航运商的可靠度合力推出新的航运指数——准班率，新指数通过接入货讯通的全面数据库，应用数据分析，就航运商的航班可靠度表现提供高效、准确及一致的衡量，提高航运商表现的透明度，有助于改善行业整体服务品质。

货讯通与货运咨询公司德鲁里（Drewry）扩大了合作协议，以涵盖集装箱运输市场上更广泛的市场情报数据交换。

2019 年 11 月，货讯通宣布与贸易联动（eTradeConnect）在贸易金融领域的跨网络协作概念验证取得成功。eTradeConnect 是由香港金融管理局牵头，香港多家银行参与的区块链联盟，这项概念验证意在将供应链数据与贸易金融交易的结合，提高效率、信息透明度和流程可追溯性，该项尝试成功后已应用于 GSBN 联盟。

2020 年，IQAX Limited 受全球航运业务网络（GSBN）的正式委托，开发和运营世界一流的区块链平台。该平台将使用区块链技术实现授权方之间的实时数据共享，从而实现更透明的端到端供应链可见性。2020 年 11 月，正式成立全资附属公司和易孚（IQAX），将提供智能解决方案来推动全球贸易和供应链行业的数字化转型，在推动集装箱航运业数字化转型中发挥主导作用。

## 七、给予公司“买入”评级，目标价 407 港币

我们预计 2021-2023 年公司的营业收入分别为 145.3、133.9、131.7 亿美元，营业成本分别为 74.0、77.4、81.7 亿美元，EBITDA 利润率将达到 48.5%、41.6%、39.7%，净利润将达到 60.4、46.8、40.7 亿美元。预计 2021-2023 年公司的每股收益为 9.48、7.34、6.39 美元，对应的未来三年的 PE 分别为 1.94、2.50、2.87 倍，EV/EBITDA 分别为 1.05、0.81、0.45 倍，平均 EV/EBITDA 仅为 0.77。

具体来看，我们预计 2021-2023 年公司的单箱收入分别为 1747、1548、1469 美元/TEU，同比增长 59.1%、-11.4%、-5.1%；运量分别为 790、818、847 万 TEU，同比增长 5.9%、3.5%、3.5%；单箱成本将达到 885、937、947 美元/TEU，同比增长 1.4%、5.9%、1.1%。

公司作为班轮行业盈利能力最为优秀的船公司之一，迎来量价齐升局面，而成本端较为刚性，业绩弹性巨大。同时，行业格局改善明显，集运市场景气度或将持续高位运行。而公司估值却存在明显低估，估值采用行业平均水平 5.81 倍，考虑港股公司流动性，给予 5% 流动性折价，对应股价为 407 港币，较当前股价涨幅为 185%。

**图表66： 东方海外国际主要航线量价预测（百万美元）**

主要航线		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
跨太平洋		2437	2513	3001	5705	5120	5063
	增速	17.9%	3.1%	19.4%	90.1%	-10.2%	-1.1%
运量（百万 TEU）		1.97	1.97	2.17	2.34	2.39	2.46
	增速	8.9%	-0.4%	10.2%	8%	2%	3%
单箱收入（USD/TEU）		1235	1278	1385	2438	2146	2060
	增速	8.3%	3.5%	8.4%	76.0%	-12.0%	-4.0%
亚欧航线		1187	1233	1535	3955	3544	3498
	增速	7.7%	3.9%	24.5%	157.6%	-10.4%	-1.3%
运量（百万 TEU）		1.30	1.42	1.50	1.57	1.62	1.70
	增速	14.5%	9.3%	5.1%	5%	3%	5%
单箱收入（USD/TEU）		911	866	1026	2517	2190	2059
	增速	-5.9%	-4.9%	18.4%	145.3%	-13.0%	-6.0%
大西洋航线		514	593	597	802	841	954
	增速	3.8%	15.4%	0.7%	34.4%	4.8%	13.4%
运量（百万 TEU）		0.43	0.48	0.54	0.57	0.58	0.61
	增速	-0.9%	12.0%	14.0%	5%	2%	5%
单箱收入（USD/TEU）		1205	1241	1096	1403	1442	1557
	增速	4.8%	3.0%	-11.7%	28.0%	2.8%	8.0%
亚洲区域内（包括澳洲）		1825	1937	2327	3336	3153	2923
	增速	3.6%	6.1%	20.2%	43.3%	-5.5%	-7.3%
运量（百万 TEU）		2.99	3.09	3.25	3.42	3.59	3.70
	增速	2.6%	3.1%	5.5%	5%	5%	3%
单箱收入（USD/TEU）		609	628	715	976	879	791
	增速	1.0%	3.0%	13.9%	36.5%	-10.0%	-10.0%
货柜码头收入调节		584	576	703	703	703	703
货柜码头收入（百万美元）		6547	6852	8164	14501	13361	13140
	增速	7.7%	4.7%	19.2%	77.6%	-7.9%	-1.7%
其他产品收入（租金）		26	27	27	27	27	27
	增速	-16.1%	4.2%	1.2%	0.0%	0.0%	0.0%
营业收入		6573	6879	8191	14528	13388	13167
	增速	7.6%	4.7%	19.1%	77.4%	-7.8%	-1.6%
运量（百万 TEU）		6.70	6.95	7.46	7.90	8.18	8.47
	增速	6.3%	3.8%	7.3%	5.9%	3.5%	3.5%
单箱收入（USD/TEU）		981	989	1098	1747	1548	1469
	增速	1.2%	0.8%	11.0%	59.1%	-11.4%	-5.1%

资料来源：公司公告，中信建投

**图表67： 东方海外国际主要成本预测**

		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货物处理成本		3169	3270	3755	4187	4252	4402
	增速	5.2%	3.2%	14.8%	11.5%	1.5%	3.5%
单箱货物处理成本 (USD/TEU)		473	470	503	530	520	520
	增速	-1.1%	-0.6%	7.0%	5.3%	-1.9%	0.0%
燃油成本		844	839	713	909	1145	1278
	增速	28.4%	-0.6%	-15.0%	27.4%	26.0%	11.7%
单箱燃油成本 (USD/TEU)		126	121	96	115	140	151
	增速	20.7%	-4.3%	-20.8%	20.4%	21.7%	7.9%
船舶及航程费用 (除燃油成本外)		1054	1207	1332	1422	1423	1524
	增速	6.8%	14.6%	10.3%	6.7%	0.0%	7.1%
单箱船舶及航程费用 (USD/TEU)		157	174	179	180	174	180
	增速	0.5%	10.3%	2.8%	0.8%	-3.3%	3.4%
货柜成本及空箱回流费用		777	737	785	869	908	948
	增速	3.2%	-5.2%	6.6%	10.7%	4.4%	4.5%
单箱货柜成本及空箱回流费用 (USD/TEU)		116	106	105	110	111	112
	增速	-2.9%	-8.7%	-0.7%	4.5%	0.9%	0.9%
持续运营成本 (百万美元)		5844	6054	6585	7387	7727	8152
	增速	8.0%	3.6%	8.8%	12.2%	4.6%	5.5%
单箱持续运营成本 (USD/TEU)		873	871	883	935	945	963
	增速	1.6%	-0.3%	1.4%	5.9%	1.1%	1.9%
其他成本 (百万美元)		15	16	17	17	17	17
	增速	-87.3%	1.3%	7.3%	0.0%	0.0%	0.0%
单箱其他成本 (USD/TEU)		2.3	2.2	2.2	2.1	2.0	2.0
	增速	-88.1%	-2.4%	0.0%	-5.5%	-3.4%	-3.4%
营业成本		5860	6069	6602	7403	7743	8169
	增速	5.9%	3.6%	8.8%	12.1%	4.6%	5.5%
运量 (百万 TEU)		6.70	6.95	7.46	7.90	8.18	
	增速	6.3%	3.8%	7.3%	5.9%	3.5%	
单箱成本 (USD/TEU)		875	873	885	937	947	965
	增速	-0.4%	-0.3%	1.4%	5.9%	1.1%	1.9%

资料来源：公司公告，中信建投



**图表68： 全球船公司估值概况（2021年7月19日）**

船公司	总市值 (亿美元)	股价	货币 单位	疫情爆 发至今 涨跌幅	PE (TTM)	PE (FY1)	PE (FY2)	EV/ EBITDA (TTM)	EV/ EBITDA (FY1)	EV/ EBITDA (FY2)	PB (TTM)
马士基	543.5	17122.5	GBP	113%	9.54	4.94	10.22	4.75	3.69	5.54	1.90
<b>中远海控</b>	<b>495.8</b>	<b>22.3</b>	<b>CNY</b>	<b>420%</b>	<b>7.06</b>	<b>3.4</b>	<b>5.5</b>	-	<b>2.48</b>	<b>2.08</b>	<b>6.2</b>
赫伯罗特	356.8	171.9	EUR	134%	12.94	8.20	13.91	6.18	5.85	8.87	4.50
长荣海运	319.1	186.0	TWD	1524%	13.71	6.12	9.14	3.09	4.67	6.67	9.50
万海	226.1	286.0	TWD	1577%	21.37	8.57	13.16	3.29	6.41	8.88	14.45
阳明海运	174.3	188.0	TWD	2810%	15.24	5.47	10.55	2.28	4.10	5.93	13.71
现代商船	132.8	43900.0	KRW	1191%	56.42	5.46	12.25	5.26	4.54	5.84	8.99
<b>东方海外</b>	<b>117.0</b>	<b>142.6</b>	<b>HKD</b>	<b>296%</b>	<b>10.90</b>	<b>1.94</b>	<b>2.50</b>	<b>3.80</b>	<b>1.05</b>	<b>0.81</b>	<b>2.08</b>
海丰国际	113.1	32.8	HKD	265%	32.37	13.66	13.03	12.39	10.91	10.18	9.57
日本邮船	82.1	5310.0	JPY	204%	6.29	2.97	5.50	8.76	9.56	10.36	1.44
商船三井	54.2	4940.0	JPY	93%	6.35	2.76	4.79	18.32	14.40	13.21	1.03
以星 ZIM	43.5	38.0	USD	-	2.10	6.30	0.88	1.95	3.58	1.64	16.29
<b>平均值</b>					<b>16.19</b>	<b>5.81</b>	<b>8.34</b>	<b>6.37</b>	<b>5.94</b>	<b>6.67</b>	<b>7.63</b>

资料来源: Bloomberg, 中信建投

注: 中远海控和东方海外的估值情况源于我们的估值模型, 其他标的均采用彭博一致预期得到, FY1 表示分母采用2021财年的一致预测值计算得出, F2 表示分母基于2022财年一致预测数据计算得出

**图表69： 东方海外彭博最新预测值（单位：百万美元）**

船公司	营业收入 (2021E)	营业收入 (2022E)	营业收入 (2023E)	净利润 (2021E)	净利润 (2022E)	净利润 (2023E)	PE (2021E)	PE (2022E)	PE (2023E)	
东方海外	15,035	13,403	12,409	5,640	3,741	2,260	2.06	3.16	5.21	
(续)	EV/EBITDA		EV/EBITDA		EV/EBITDA		PB		PB	
	(2021E)		(2022E)		(2023E)		(2021E)		(2022E)	
东方海外	1.74		2.62		3.80		1.26		1.07	

资料来源: Bloomberg, 中信建投

## 八、风险分析

(1) 疫情改变全球供应链格局，进口商倾向缩短或多元化其供应链，给运费市场和航运供需带来不确定性。  
(2) 疫情再次加剧造成全球经济衰退，可能采取经济封锁措施，劳工短缺、港口拥堵、空箱回流困难造成货物和设备运输成本大幅度上涨。(3) 燃油成本大幅上涨。(4) 公司致力于扩大端到端服务以及改善数字化互动界面，挑战与风险并存。

## 九、报表预测

会计年度(单位:千美元)						会计年度(单位:千美元)					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>利润表</b>						<b>现金流量表</b>					
营业收入	6,878,740	8,191,304	14,528,110	13,388,141	13,167,249	经营活动所得现金流量	659,604	1,904,734	6,466,756	5,175,713	4,834,785
营业成本	(6,069,201)	(6,602,121)	(7,403,236)	(7,743,278)	(8,169,061)	经营溢利	438,109	992,187	6,523,795	5,045,023	4,379,399
毛利	809,539	1,589,183	7,124,874	5,644,863	4,998,187	利息收入	(73,432)	(56,350)	(109,063)	(143,287)	(165,640)
其他营业收入	83,679	78,853	117,034	151,258	173,611	股息收入及分派	(9,648)	(8,768)	(7,971)	(7,971)	(7,971)
营业及行政费用	(562,435)	(642,031)	(718,114)	(751,098)	(792,399)	有价合同拨备	-	348,545	-	-	-
金融资产减值亏损净额	(4,915)	(15,446)	-	-	-	折旧及摊销	429,336	452,186	503,101	513,696	836,141
其他(亏损)/收益净额	35,413	(18,372)	-	-	-	其他经营活动现金流	(30,929)	32,078	-	-	-
财务成本	(151,599)	(91,312)	(74,736)	(58,157)	(38,241)	计算营运资金变动前之经营溢利	753,436	1,759,878	6,909,862	5,407,461	5,041,930
应占以下公司的利润及亏损:	-	-	-	-	-	存货减少	5,535	18,707	(11,501)	(4,882)	(6,112)
合营公司	4,116	3,290	3,510	3,596	3,466	应收账款及预付项目减少	(2,523)	(18,609)	(481,123)	91,198	17,671
联营公司	10,028	9,509	10,625	10,232	10,122	应付账款及应计项目增加	196,875	256,987	463,098	85,011	106,446
除税前利润	223,826	913,674	6,463,194	5,000,694	4,354,746	其他非流动负债减少	(5,005)	-	110,719	(19,918)	(3,859)
所得税	(69,839)	(10,656)	(420,108)	(325,045)	(283,058)	营运产生之现金	948,131	2,013,606	6,984,464	5,560,055	5,156,305
持续经营业务利润	153,987	903,018	6,043,086	4,675,649	4,071,687	支付利息及财务费用	(170,123)	(75,640)	(74,736)	(58,157)	(38,241)
非持续经营业务利润	1,194,806	-	-	-	-	已缴税款	(118,404)	(33,232)	(442,971)	(326,185)	(283,279)
年内利润	1,348,793	903,018	6,043,086	4,675,649	4,071,687	投资活动所得现金流量	702,351	(588,821)	(270,642)	(178,206)	(950,169)
归属于母公司的年内利润	1,348,793	902,723	6,041,112	4,674,122	4,070,357	购入物业、机器及设备	(181,795)	(369,581)	(329,086)	(326,670)	(1,113,337)
归属于少数股东的年内利润	-	295	1,974	1,527	1,330	购入其他非流动资产	(29,352)	(9,958)	(72,726)	(16,622)	(24,030)
<b>资产负债表</b>						其他投资活动现金流	781,920	(360,866)	-	-	-
物业、厂房及设备使用权资产	5,993,098	6,047,931	5,896,238	5,734,347	6,039,607	收取利息	61,777	69,999	109,063	143,287	165,640
物业、厂房及设备	3,162,424	3,744,666	3,788,656	3,822,448	4,323,391	投资收取之股息及分派	9,648	8,768	7,971	7,971	7,971
使用权资产	2,830,674	2,303,265	2,107,582	1,911,899	1,716,216	融资活动所得现金流量	(726,172)	(2,200,040)	(2,540,365)	(2,628,117)	(2,337,108)
无形资产	30,824	18,856	17,963	15,150	12,220	新增贷款	301,310	99,550	-	-	-
投资物业	310,000	280,000	280,000	280,000	280,000	偿还贷款	(684,659)	(496,934)	(213,270)	(224,405)	(251,333)
递延税项资产	5,083	6,255	6,255	6,255	6,255	新增租赁负债	99,145	-	-	-	-
有限的银行结余	56,795	321	321	321	321	偿还租赁负债	(352,109)	(603,882)	(367,085)	(260,665)	(336,879)
公允价值计入其他全面收益投资	15,694	7,895	7,895	7,895	7,895	支付予本公司股东之股息	(89,859)	(1,198,894)	(2,080,284)	(2,143,047)	(1,748,896)
按摊销成本列账的投资	147,420	113,295	113,295	113,295	113,295	非控制性权益投入资金	-	120	-	-	-
于合营公司的投资	10,163	9,848	9,848	9,848	9,848	配售筹资	-	-	120,274	-	-
于联营公司的投资	137,665	144,987	144,987	144,987	144,987	现金及现金等价物增加净额	635,783	(884,127)	3,655,748	2,369,391	1,547,508
其他非流动资产	49,371	21,344	72,641	66,941	65,836	<b>成长能力</b>					
非流动资产总额	6,756,113	6,650,732	6,549,443	6,379,039	6,680,264	营业收入	4.66%	19.08%	77.36%	-7.85%	-1.65%
存货	113,485	94,778	106,279	111,160	117,273	营业利润	37.40%	174.63%	557.52%	-22.67%	-13.19%
应收账款及预付项目	668,268	681,126	1,162,249	1,071,051	1,053,380	EBITDA	180.27%	-27.13%	383.20%	-20.86%	-6.16%
按摊销成本列账投资	43,886	34,117	34,117	34,117	34,117	归属于母公司的净利润	1146.97%	-33.07%	569.21%	-22.63%	-12.92%
公允价值计入损益组合投资	152,923	100,560	100,560	100,560	100,560	<b>盈利能力</b>					
可收回税款	8,121	8,520	15,111	13,925	13,696	毛利率	11.77%	19.40%	49.04%	42.16%	37.96%
有限的银行结余	3,499	1,925	1,925	1,925	1,925	经营利润率	5.25%	12.11%	44.90%	37.68%	33.26%
现金及银行结余	3,455,570	3,072,795	6,728,543	9,097,934	10,645,442	EBITDA利润率	29.07%	17.79%	48.46%	41.62%	39.71%
流动资产总额	4,445,752	3,993,821	8,148,784	10,430,673	11,966,392	净利率	19.61%	11.02%	41.60%	34.92%	30.92%
总资产	11,201,865	10,644,553	14,698,226	16,809,712	18,646,657	ROE	27.37%	16.00%	62.14%	38.14%	27.92%
借债	1,033,141	820,325	595,920	344,587	273,798	ROIC	19.77%	17.61%	111.42%	91.58%	76.75%
租赁负债	2,309,083	1,669,163	1,408,498	1,071,619	828,210	<b>偿债能力</b>					
递延税项负债	150,479	143,121	253,840	233,922	230,062	资产负债比率	56.01%	46.99%	33.83%	27.08%	21.80%
退休金及退休负债	11,494	15,447	15,447	15,447	15,447	净负债比率	10.87%	-0.05%	-43.59%	-57.87%	-63.30%
拨备	-	348,545	348,545	348,545	348,545	流动比率	1.60	1.99	3.47	4.11	5.05
非流动负债总额	3,504,197	2,996,601	2,622,250	2,014,120	1,696,062	速动比率	1.03	1.66	2.97	3.68	4.60
应付账款及应计项目	1,072,605	1,387,711	1,850,809	1,935,819	2,042,265	<b>营运能力</b>					
借债	394,996	213,270	224,405	251,333	70,789	总资产周转率	0.65	0.75	1.15	0.85	0.74
租赁负债	253,869	367,085	260,665	336,879	243,409	应收账款周转率	10.45	12.14	15.76	11.99	12.40
本期税项	47,522	37,392	14,528	13,388	13,167	应付账款周转率	6.29	5.37	4.57	4.09	4.11
应付股息	1,001,269	-	-	-	-	<b>每股指标</b>					
流动负债总额	2,770,261	2,005,458	2,350,407	2,537,420	2,369,631	每股收益	2.16	1.44	9.48	7.34	6.39
总负债	6,274,458	5,002,059	4,972,657	4,551,539	4,065,693	每股经营现金流	1.05	3.04	10.15	8.12	7.59
已发行股本	62,579	62,579	63,719	63,719	63,719	每股净资产	7.87	9.02	15.26	19.24	22.88
储备	4,864,828	5,579,535	9,659,497	12,190,572	14,512,033	发放每股股利	1.74	0.32	3.26	3.36	2.74
归属于母公司权益	4,927,407	5,642,114	9,723,216	12,254,291	14,575,752	<b>估值比率</b>					
非控制权益	-	380	2,354	3,882	5,212	P/E	11.76	4.77	1.94	2.50	2.87
总权益	4,927,407	5,642,494	9,725,570	12,258,172	14,580,964	P/B	0.63	1.29	1.20	0.95	0.80
负债权益总和	11,201,865	10,644,553	14,698,226	16,809,712	18,646,657	EV/EBITDA	5.43	4.60	1.05	0.81	0.45
						股息率	35.9%	3.2%	17.8%	18.3%	15.0%

## 分析师介绍

**黄文涛：**经济学博士，纽约州立大学访问学者。中信建投证券研究发展部联席负责人，董事总经理，宏观经济与债券研究团队首席分析师，中信建投投委会委员。多年荣获新财富，水晶球，金牛奖等最佳分析师，2016年新财富最佳分析师评比荣获固定收益第一名。2018年、2019年及2020年Wind金牌分析师宏观经济第二名、第三名、第三名。

**韩军：**交通运输行业首席分析师，曾供职于上海国际航运研究中心，3年政府规划与市场咨询经验，曾负责或参与为交通运输部、上海市交通委、港航企业等提供决策咨询服务二十余项。5年交通运输行业证券研究经验，深入覆盖航运、港口、高铁、快递、物流板块，擅长把握周期性和政策性投资机会。

## 评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

本报告由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

## 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

### 中信建投证券研究发展部

北京  
 东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层  
 电话:(8610) 8513-0588  
 联系人:李祉瑶  
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2106室  
 电话:(8621) 6882-1600  
 联系人:翁起帆  
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区益田路6003号荣超商务中心B座22层  
 电话:(86755) 8252-1369  
 联系人:曹莹  
 邮箱:caoying@csc.com.cn

### 中信建投(国际)

香港  
 中环交易广场2期18楼  
 电话:(852) 3465-5600  
 联系人:刘泓麟  
 邮箱:charleneliu@csci.hk