

2017年06月14日

# 振华重工 (600320.SH)

## 深度分析

### 行业筑底,创新前行

#### 投资要点

- ◆ **受益经济复苏和海上丝绸之路建设,集装箱起重机行业发展依然可期,需求稳定增长**:全球贸易依然是世界主旋律,航运业处于缓慢复苏阶段,但未来贸易和集装箱港口运输业的区域结构性需求仍有不少的空间。随着中国“一带一路”战略、巴拿马运河扩建完工以及特朗普“万亿基建”计划的执行,全球集装箱港口建设在海上丝绸之路沿线国家、美国等地区建设热情高涨,集装箱起重机行业未来3年年均5%-10%左右的增长可期。
- ◆ **公司作为集装箱起重机的绝对龙头,竞争格局优良,市场地位稳固**:公司实现了全球有集装箱作业的地方,就有公司产品,连续18年占据世界市场份额第一。公司实现业务稳步增长,新订单保持在高位,岸桥市场份额不断提升,连续5年全球市场占有率超过75%,2016年创纪录的达到82%,同时其他竞争对手的占有率依然都在个位数,公司市场地位相当稳固。未来公司将依托一系列竞争优势,通过自动化码头、远程操控等技术创新手段,继续引领行业前行。
- ◆ **公司业务全球化,增加抵抗区域性风险的能力**:公司产品现已进入全球97个国家和地区,在全球设有8大区域中心和36个海外分支机构,业务分散在各大洲,外销比例高达60%以上,抵抗单独区域性经济下滑的能力较强。
- ◆ **通过资产减值计提和利润消化,资产质量大幅提升,安全边际提高**:海工装备业务已在底部,从新订单到收入均在谷底,跌无空间。2009年至今仅资产减值损失已计提42亿元,在手订单风险均已暴露,未来再大幅计提减值成为小概率事件。
- ◆ **背靠大股东中国交建,PPP助力前行**:PPP业务成为新的业绩稳定器,2016年新接订单超过100亿元人民币,未来伴随着项目落地实施和国家基建投入增长,2017年有望实现业绩和新接订单大幅增长。
- ◆ **内外部改革,双轮驱动**:内部一系列改革,通过六+N模式的专业化管理转变,一体化、上下游产业链的发展新模式,有望稳定港机板块的业务,加大投资拉动的力度,增加以服务为主线的客户粘性,增强企业活力和业绩弹性。外部一带一路、国企改革等国家战略的政策支持和中交国有资本运营公司的改革红利,有望给公司未来发展添彩。
- ◆ **目标价6.63元,投资评级“买入-A”**:我们预测公司2017年-2019年公司营业收入分别为254亿元、274亿元、305亿元,净利润分别为2.46亿元、3.32亿元、5.71亿元,每股净资产3.49元、3.56元、3.69元,资产端经过大幅计提和消化,资产质量显著提高,安全边际提升,建议给予1.9倍以上PB估值,买入-A评级,目标价6.63元。
- ◆ **风险提示**:全球贸易量大幅下滑;集装箱运输业大幅不及预期;能源价格大幅下降,汇率变动风险;钢板等原材料成本大幅上升等。

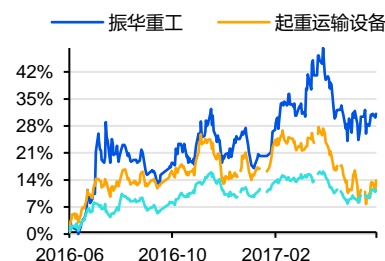
机械 | 起重运输设备 III

投资评级	买入-A(首次)
6个月目标价	6.63元
股价(2017-06-13)	5.37元

#### 交易数据

总市值(百万元)	23,575.88
流通市值(百万元)	14,865.94
总股本(百万股)	4,390.29
流通股本(百万股)	2,768.33
12个月价格区间	4.05/6.18元

#### 一年股价表现



资料来源:贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-1.34	1.65	13.8
绝对收益	0.94	-0.92	25.12

#### 分析师

张仲杰  
 SAC执业证书编号:S0910515050001  
 zhangzhongjie@huajinsec.cn  
 021-20655610

#### 报告联系人

王志杰  
 wangzhijie@huajinsec.cn

#### 相关报告

**财务数据与估值**

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	23,272.4	24,348.1	25,382.5	27,384.8	30,462.8
同比增长(%)	-7.2%	4.6%	4.2%	7.9%	11.2%
营业利润(百万元)	206.7	316.0	372.1	468.3	800.5
同比增长(%)	82.8%	52.9%	17.7%	25.9%	70.9%
净利润(百万元)	212.4	212.4	245.5	332.2	571.3
同比增长(%)	6.5%	0.0%	15.6%	35.3%	72.0%
每股收益(元)	0.05	0.05	0.06	0.08	0.13
PE	105.0	105.0	90.9	67.1	39.0
PB	1.5	1.5	1.5	1.4	1.4

数据来源：贝格数据 华金证券研究所

## 内容目录

<b>一、公司概况</b> .....	<b>5</b>
(一) 公司简介 .....	5
(二) 股本结构与股东 .....	5
(三) 公司主营业务概况 .....	6
<b>二、自由竞争形成的港机霸主，受益全球经济复苏和海上丝绸之路建设，市场地位稳固，竞争优势明显,创新引领行业前行</b> .....	<b>7</b>
(一) 全球港口机械市场整体发展平稳，集装箱起重机市场份额却在不断提升，市场地位稳固 .....	7
1、全球经济复苏迹象明显，美国进入加息周期，中国经济稳中有升 .....	8
2、全球贸易依然是世界主旋律，航运业处于缓慢复苏阶段,但结构性机会依然不少 .....	8
3、伴随着全球经济复苏、一带一路战略的推进，全球集装箱码头建设活跃,港机市场整体稳中有升 .....	10
4、公司业务全球化，增加抵抗区域性风险的能力 .....	11
5、竞争格局一家独大,市场地位稳固 .....	12
(二) 散货机件毛利不高但增长较快 .....	13
(三) 竞争优势明显,创新引领行业前行 .....	14
1、技术创新优势---创新引领市场发展，创造市场需求 .....	14
2、规模优势 .....	15
3、整机运输优势 .....	15
<b>三、海工装备已在底部,跌无空间</b> .....	<b>16</b>
(一) 油价底部回升，2017 年均价估计在 50-60 美元/桶 .....	16
(二) 全球油服业缓慢回升，海上业务尚待时日 .....	17
(三) 收入和订单均在底部，跌无空间 .....	17
1、海工装备订单上升虽有困难，下跌已无空间 .....	17
2、在手订单减值计提充分，风险已大幅降低 .....	17
<b>四、PPP 助力前行</b> .....	<b>18</b>
(一) PPP 方兴未艾 .....	18
(二) 借力大股东中国交建，取长补短，发力 PPP 业务 .....	19
<b>五、钢结构和船舶运输所占比重较少，业务尚需培育拓展</b> .....	<b>20</b>
<b>六、改革释放红利</b> .....	<b>20</b>
(一) 推进内部变革，寻找新的增长机会 .....	20
1、内部顶层设计变革，组织架构重设，探寻上下游产业链延伸机会 .....	20
2、海外分支机构建设 .....	21
(二) 外部改革带来的政策红利 .....	21
<b>七、盈利预测与估值</b> .....	<b>21</b>
<b>八、风险提示</b> .....	<b>23</b>

## 图表目录

图 1：上海长兴岛生产基地全景图 .....	5
图 2：A/B 股股权分布 .....	6
图 3：控股股东持股情况 .....	6
图 4：2012 年-2016 年分产品销售情况 .....	6
图 5：2016 年各项业务占比 .....	6
图 6：近几年新签订单情况 .....	7

图 7：自动化码头—岸边式集装箱起重机.....	7
图 8：自动化码头—集装箱门式起重机.....	7
图 9：IMF 预测: 全球 GDP 实际增长率.....	8
图 10：IMF 预测:发达经济体 GDP 实际增长率.....	8
图 11：IMF 预测:新兴市场和发展中经济体 GDP 实际增长率.....	8
图 12：航运周期长度分布.....	9
图 13：世界银行预测:全球贸易实际增长率.....	9
图 14：IMF 预测:全球货物和服务贸易实际增长率.....	9
图 15：WTO:商品贸易指数.....	10
图 16：IMF 预测: 新兴市场和发展中经济体货物和服务进口实际增长率.....	10
图 17：2012 年-2016 年分地区销售情况.....	12
图 18：2012 年-2016 年外销比例.....	12
图 19：2016 年主营业务分地区销售情况.....	12
图 20：集装箱起重机营业收入和增速.....	13
图 21：沿海交通固定资产投资.....	13
图 22：内河交通固定资产投资.....	13
图 23：散货机件收入和增速.....	14
图 24：散货机件-链斗式卸船机.....	14
图 25：散货机件-门座式起重机.....	14
图 26：公司专利数量.....	15
图 27：公司申请国内专利类型.....	15
图 28：整机运输船运送美国巴尔迪摩桥吊通过切萨皮克海湾大桥.....	16
图 29：半潜运输船在运送海工装备.....	16
图 30：美国西德克萨斯中级轻质原油(WTI)现货价.....	16
图 31：英国北海布伦特原油现货价格.....	16
图 32：2009 年-2016 年资产减值损失.....	17
图 33：自升式钻井平台.....	18
图 34：海上起重机(浮吊).....	18
图 35：起重铺管船.....	18
图 36：挖泥船.....	18
图 37：财政部 PPP 示范项目 2016 年初与年末投资额对比.....	19
图 38：财政部 PPP 示范项目 2016 年各月份落地率变化.....	19
图 39：南京宁高新通道项目.....	19
图 40：六大子集团.....	20
表 1：中国已建自动化码头情况.....	10
表 2：全球主要地区港口投资计划汇总表.....	11
表 3：主要 BT/PPP 合同项目.....	19
表 4：同类可比公司估值一览表.....	21
表 5：分项业务预测表（单位：万元）.....	22

## 一、公司概况

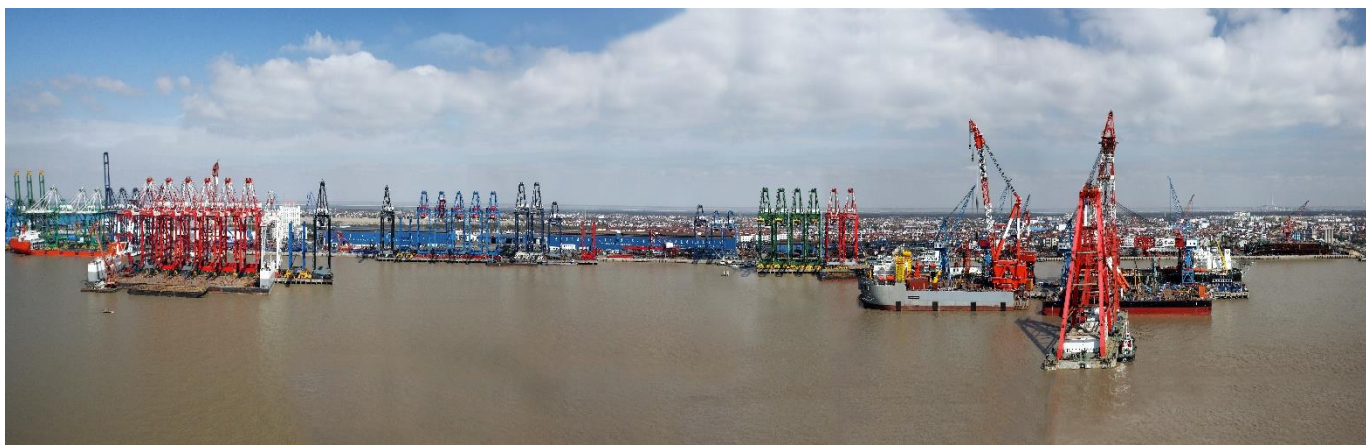
### （一）公司简介

1992年，在管彤贤先生59岁即将退休时毅然下海创立振华重工，1997年成功实现B股上市(股票代码:900947)，2000年在A股上市(股票代码:600320)。

在短短的二十几年间，公司成为全球最大的港机设备制造商，在全球港机市场占有绝对第一的市场份额，2016年全球岸桥市场占有率达到82%，连续18年成为全球集装箱起重机龙头。

公司总部设于上海，并在上海本地及南通、江阴、张家港等地设有8个生产基地，占地总面积1万亩，总岸线10公里，特别是长江口的长兴基地有深水岸线5公里，承重码头3.7公里，是全国也是世界上最大的重型装备制造企业。目前，产品销售至97个国家和地区的200余个港口，成功实现企业愿景“全球有集装箱作业的地方，就有ZPMC的产品”。

图1：上海长兴岛生产基地全景图

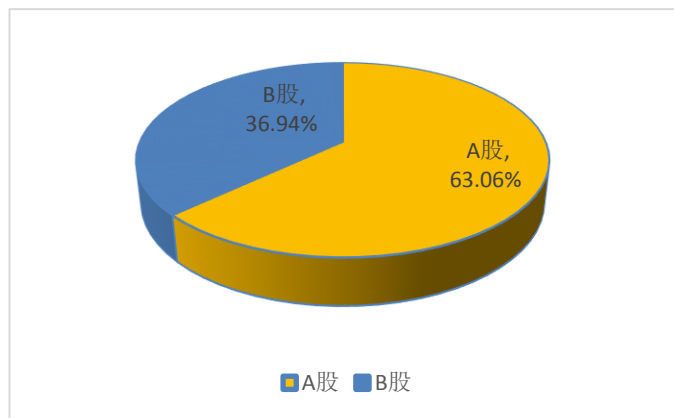


资料来源：公司宣传材料 华金证券研究所

### （二）股本结构与股东

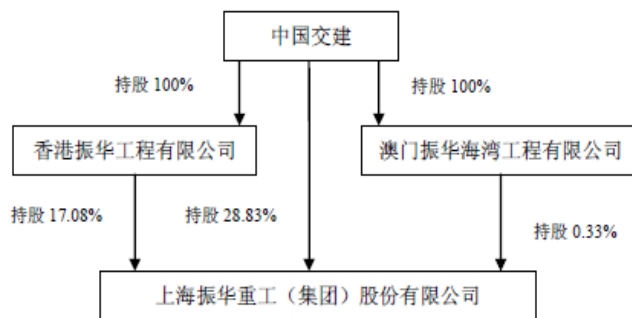
目前，公司总股本43.90亿股，其中A股27.68亿股，B股16.22亿股。公司控股股东中国交通建设股份有限公司直接持有28.83%的A股，通过子公司间接持有17.41%的B股，合计股份数量占比46.24%。

图 2：A/B 股股权分布



资料来源：公司年报 华金证券研究所

图 3：控股股东持股情况

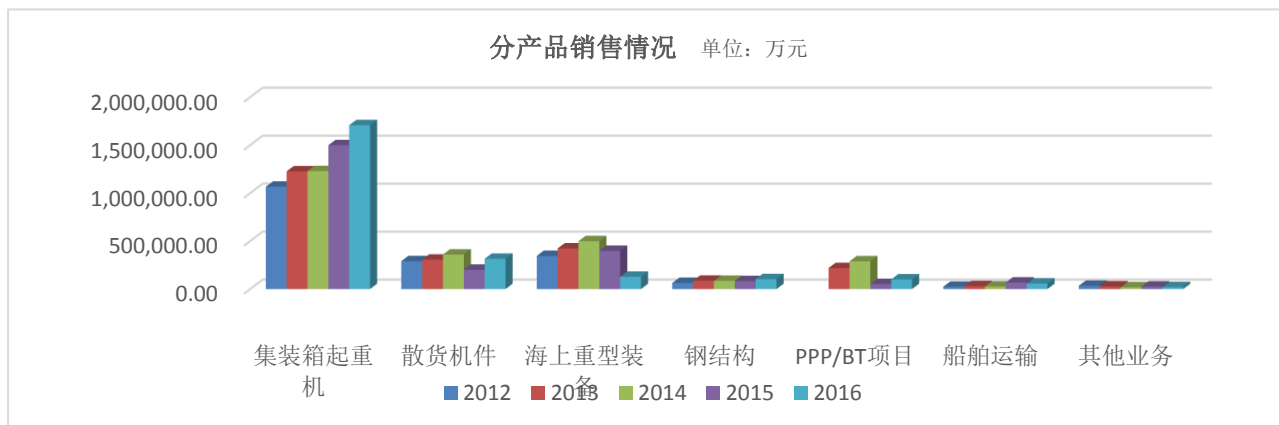


资料来源：公司年报 华金证券研究所

### （三）公司主营业务概况

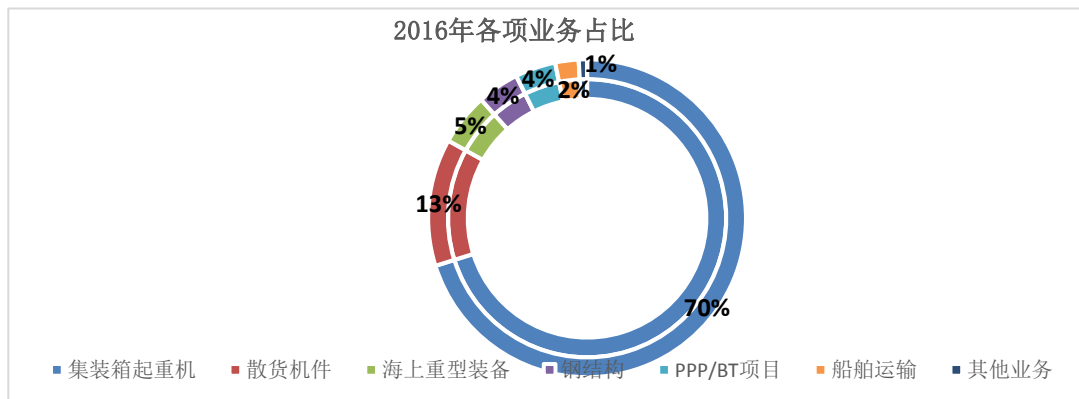
公司主营业务范围主要包括港口机械（含集装箱起重机和散货机件）、海上重型装备、钢结构、PPP 业务、船舶运输，产品面向全球，以外销为主。

图 4：2012 年-2016 年分产品销售情况



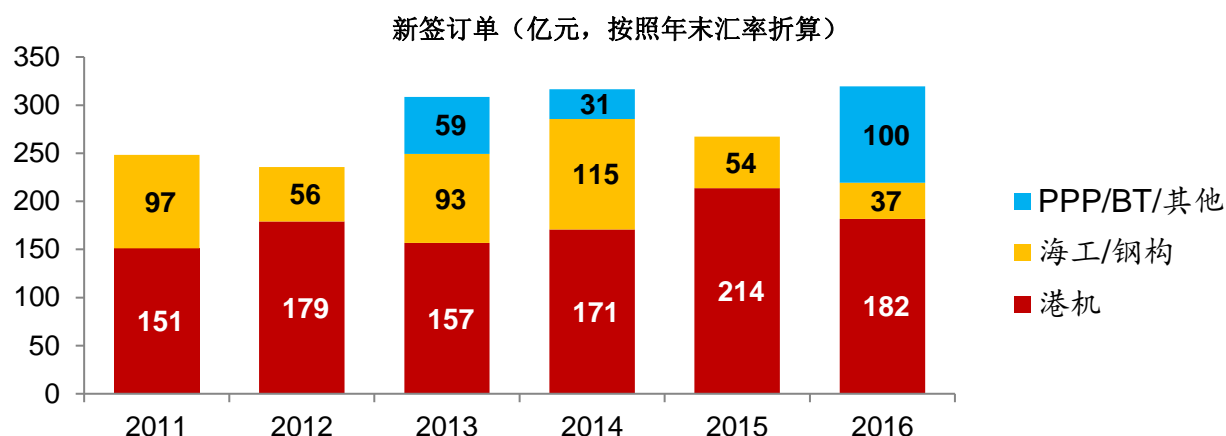
资料来源：公司年报 华金证券研究所

图 5：2016 年各项业务占比



资料来源：公司年报 华金证券研究所

图 6：近几年新签订单情况



资料来源：公司年报 华金证券研究所

## 二、自由竞争形成的港机霸主，受益全球经济复苏和海上丝绸之路建设，市场地位稳固，竞争优势明显,创新引领行业前行

振华重工作为集装箱起重机行业龙头，自 1998 年连续 18 年在全球岸桥和场桥市场中占据世界第一的市场份额，业务稳步增长,新订单保持在高位。伴随着自动化码头在中国的应用，公司将依托一系列竞争优势，通过自动化码头、远程操控等技术创新手段，继续引领行业前行。

图 7：自动化码头—岸边式集装箱起重机



资料来源：公司宣传材料 华金证券研究所

图 8：自动化码头—集装箱门式起重机



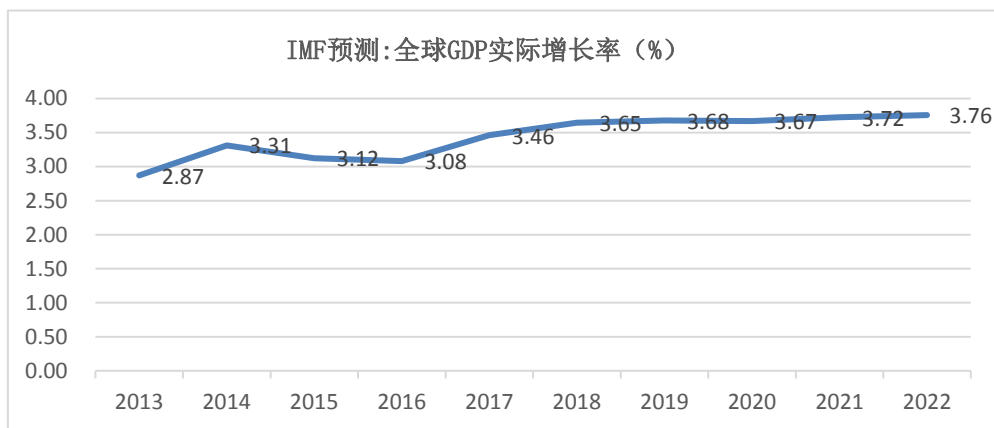
资料来源：公司宣传材料 华金证券研究所

（一）全球港口机械市场整体发展平稳，集装箱起重机市场份额却在不断提升，市场地位稳固

## 1、全球经济复苏迹象明显，美国进入加息周期，中国经济稳中有升

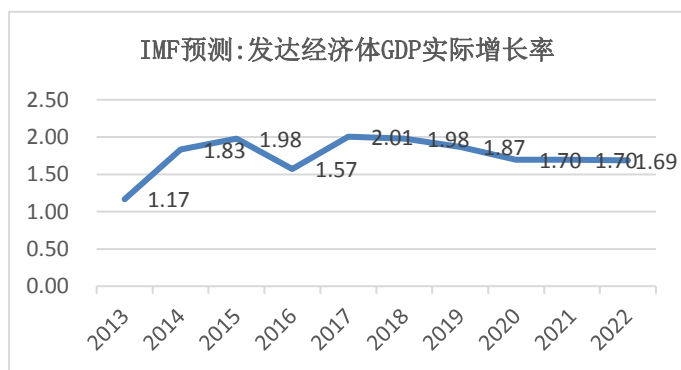
目前，全球经济复苏迹象明显，以美国、日本、欧盟为代表的发达经济体主要经济指标转好且趋势明显，尤其美国更是进入加息周期，以中国、印度为代表的发展中国家经济体也展现出较强的经济韧性。世界多家重要经济机构也一致看好经济发展趋势，IMF 预测 2017 年全球经济增长率为 3.46%，其中发达经济体为 2.01%，新兴市场和发展中经济体为 4.49%。

图 9：IMF 预测：全球 GDP 实际增长率



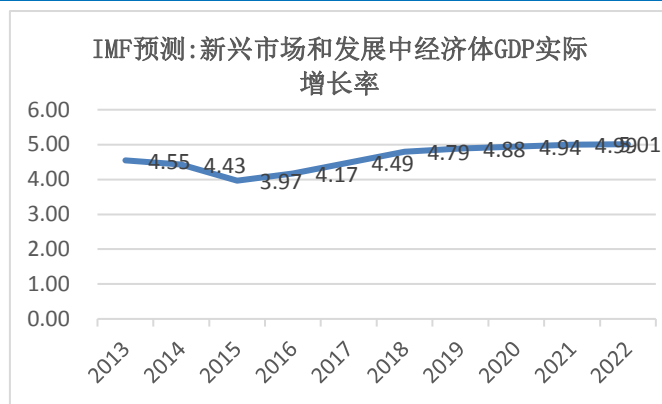
资料来源：Wind 华金证券研究所

图 10：IMF 预测：发达经济体 GDP 实际增长率



资料来源：Wind 华金证券研究所

图 11：IMF 预测：新兴市场和发展中经济体 GDP 实际增长率



资料来源：Wind 华金证券研究所

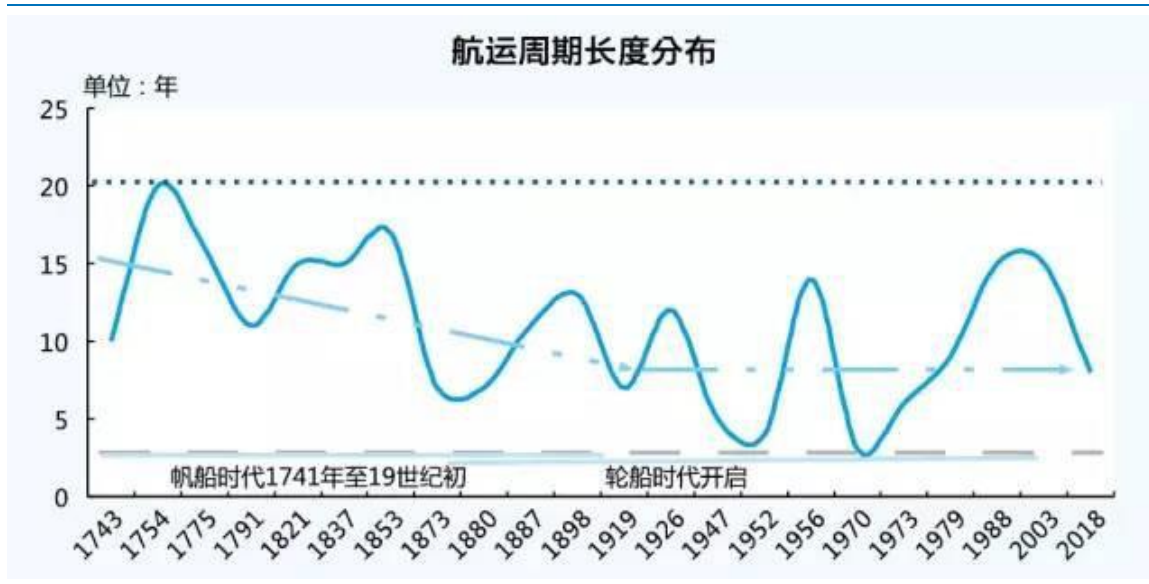
## 2、全球贸易依然是世界主旋律，航运业处于缓慢复苏阶段,但结构性机会依然不少

无论是世界银行还是 IMF 均对未来 3-5 年世界贸易发展保持乐观态度，尽管美国特朗普总统竞选时大肆宣扬贸易保护，但从其执政政策来看并不会过于激进，全球贸易依然是世界主旋律，航运业处于缓慢复苏阶段,但结构性机会依然不少，新兴市场和发展中经济体贸易增速依然可期。



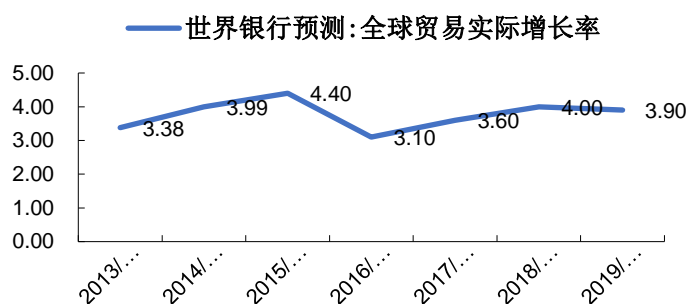
英国马丁博士出版的《海运经济学》一书详细回顾了全球干货海运市场近 300 年的历程（1741—2007 年），在剔除一些重大历史事件如战争等因素的影响，对这段时期每个航运周期进行整理、修正后得出：全球航运市场在 266 年的发展历史中，经历了 21 个完整周期；从周期的时间长度来看，大于 20 年的 0 次，16~20 年的 3 次，5~15 年的 16 次，3~4 年的 2 次。因此，总体上看，全球航运周期长度一般集中在 5~15 年。自 2003 年开始的此轮航运周期，在 2008 年达到波峰，之后步入衰退、萧条期，历时已经达 14 年，目前缓慢复苏迹象明显，若是朱格拉中周期，则有望在 2018 年前后开始新一轮扩张周期。

图 12：航运周期长度分布



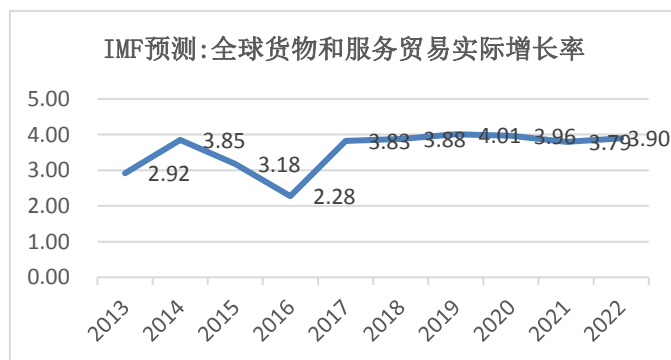
资料来源：《航运交易公报》《海运经济学》华金证券研究所

图 13：世界银行预测:全球贸易实际增长率



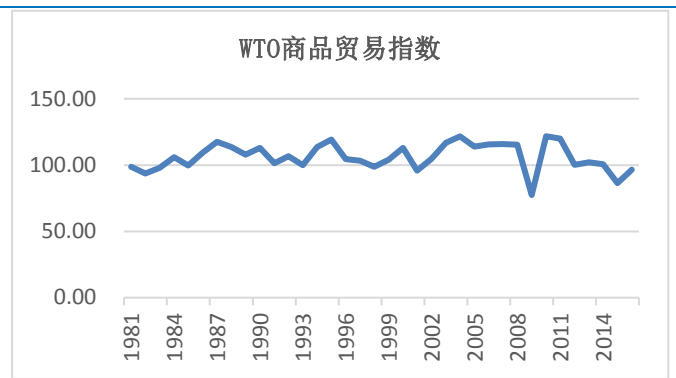
资料来源：WIND 华金证券研究所

图 14：IMF 预测:全球货物和服务贸易实际增长率



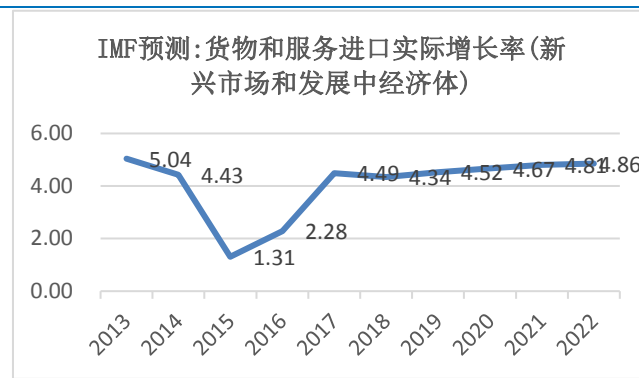
资料来源：WIND 华金证券研究所

图 15 : WTO:商品贸易指数



资料来源: WIND 华金证券研究所

图 16 : IMF 预测: 新兴市场和发展中经济体货物和服务进口实际增长率



资料来源: WIND 华金证券研究所

### 3、伴随着全球经济复苏、一带一路战略的推进，全球集装箱码头建设活跃,港机市场整体稳中有升

伴随着全球经济逐渐复苏，中国“一带一路”战略的不断推进、特朗普万亿基建计划以及巴拿马运河扩建完工，有效提振了“一带一路”沿线和运河两端港口对于集装箱码头建设的投资。同时，由船公司引领的船舶大型化也正积极促进各梯级枢纽港的扩建，全球集装箱码头建设依然活跃。根据全球各国基建规划粗略估算，未来 5 年年均港口建设投入预计 321 亿美元，同比增速为 5%-10%，其中港口设备按 20%投资比例计算，设备平均年需求预计超过 64 亿美元，其中集装箱起重机平均年需求有望超过 40 亿美元，增速有望达到 5%-10%。

中国“十三五”期间，沿海基础设施建设计划投资 5,000 亿元，投资总额保持稳定，增速放缓。目前，中国沿海港口进入资源深度整合期，但对码头自动化设备需求持续增加，厦门港、青岛港、上海港都在大力发展自动化码头，内河码头建设还在持续。

表 1 : 中国已建自动化码头情况

港口	自动化码头系统投资情况
厦门远海自动化码头	1 个泊位，3 台双小车岸桥、16 台轨道吊、18 台 AGV 以及自动化码头装卸系统。
青岛港自动化码头	3 个泊位，7 台远程操控双小车岸桥、20 台自动化轨道吊、38 台自动化引导车(L-AGV)、1 台固定吊以及码头的设备控制管理系统，总金额 1.6 亿美元。
洋山港自动化码头	先期 3 个泊位，10 台岸桥和 30 台自动化轨道吊以及码头的设备控制管理系统，总金额 1.74 亿美元。

资料来源: 公司公告 宣传材料 华金证券研究所

中国“一带一路”倡议的提出，加快了东盟内部和对外航运业发展。东南亚、南亚、西亚码头建设热潮持续，各国家纷纷将港口建设列入“优先议程”，东南亚主要国家未来 10-30 年间投资预计超过 300 亿美元，南亚、西亚地区未来 5-10 年间南亚和西亚主要港口投资有望 400 亿美元左右。

伴随着美国基建计划和巴拿马运河扩建，美国码头建设热情高涨，未来十年政府至少投资 650 亿美元用于港口、机场、水路建设，根据披露的美国前十大基建工程 3 个涉及港口建设，投资总额 137 亿美元。

加勒比海港口建设与美洲地区港口建设，未来 3-5 年总投资预计超过 380 亿美元。欧洲码头建设重在升级和结构调整，未来 3 年基建投资预计超过 10 亿美元，设备升级需求有望超过 3 亿美元。非洲码头建设稳步推进，主要码头投资额预计超过 50 亿美元。

表 2：全球主要地区港口投资计划汇总表

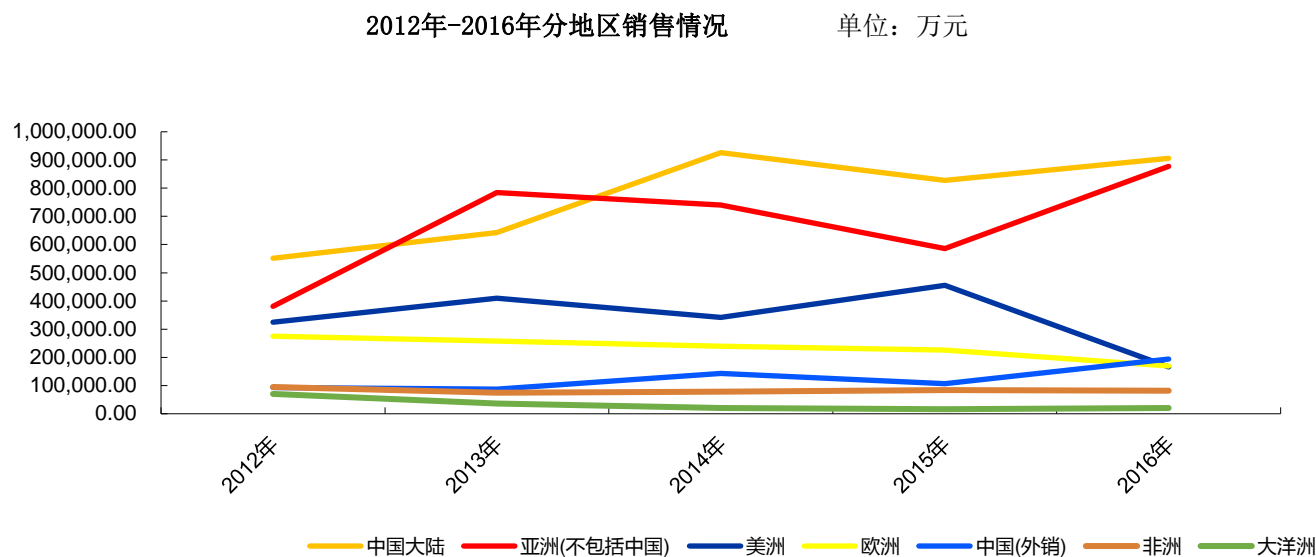
国家或地区	码头系统投资总额规划
中国	对码头自动化设备需求持续增加，“十三五”期间沿海基础设施建设计划投资 5,000 亿元。
东南亚	东南亚国家已经将港口建设列入“优先议程”，主要国家未来 10-30 年间投资预计超过 300 亿美元。
南亚和西亚	未来 5-10 年间南亚和西亚主要港口投资有望 400 亿美元左右。
美国	未来 10 年政府在港口、机场、水路投资 650 亿美元，仅前十大基建工程中，港口投资预计超过 140 亿美元。
加勒比海与南美洲	未来 3-5 年总投资预计超过 380 亿美元。
欧洲	未来 3 年基建主要港口投资预计超过 10 亿美元。
非洲	未来 3-5 年主要码头投资额预计超过 50 亿美元。

资料来源：《航运评论》 互联网 华金证券研究所

#### 4、公司业务全球化，增加抵抗区域性风险的能力

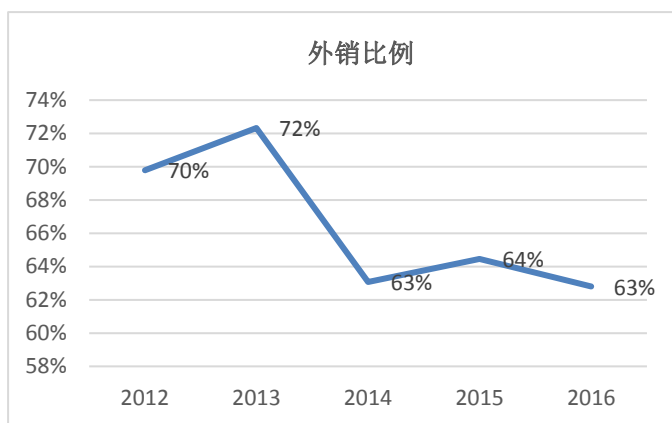
公司产品现已进入全球 97 个国家和地区，业务分散在各大洲，全球有集装箱码头作业的地方基本都有公司的产品，外销比例高峰期 70% 以上，最近几年也都保持在 60% 以上，抵抗单独区域性经济下滑的能力较强。

图 17 : 2012 年-2016 年分地区销售情况



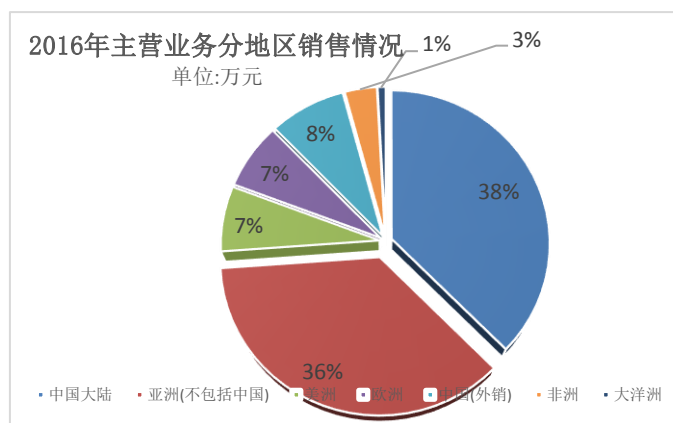
资料来源：公司年报 华金证券研究所

图 18 : 2012 年-2016 年外销比例



资料来源：公司年报 华金证券研究所

图 19 : 2016 年主营业务分地区销售情况

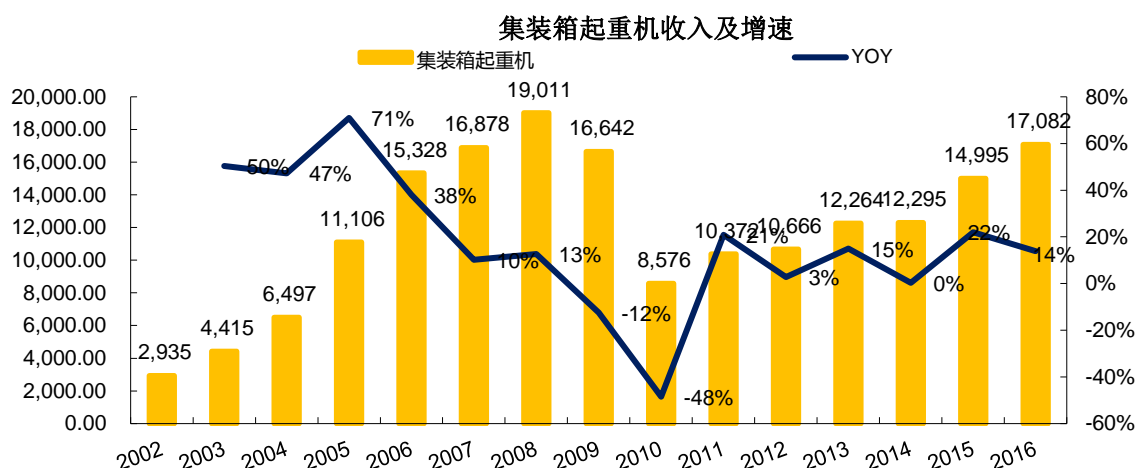


资料来源：公司年报 华金证券研究所

## 5、竞争格局一家独大,市场地位稳固

港口机械行业需求维持正常水平，但公司 2016 年港机市场业务刷新纪录，根据英国权威杂志《World Cargo News》统计，从 2015 年 6 月至 2016 年 6 月间，全球共有 271 台岸桥订单，其中 222 台订单来自振华重工，岸桥产品全球市场份额创成立以来最高峰值达到 82%，在欧美市场更是高达 90%以上，同时其他竞争对手的占有率依然都在个位数。2016 年公司全年集装箱起重机业务收入为 171 亿，同比增长 14%。全年新签合同 26.17 亿美元（含散货机件），虽有所下降，考虑到年初跟踪订单已有 28 亿美元，2017 年集装箱起重机领域有望保持高位运行，全球岸桥市场占有率继续保持在 75%-80%，场桥市场占有率在 40%-55%。未来 3 年公司每年岸桥订单区间在 165-286 台，均值预计 223 台，场桥订单区间在 176-393 台，均值预计 273 台。

图 20：集装箱起重机营业收入和增速

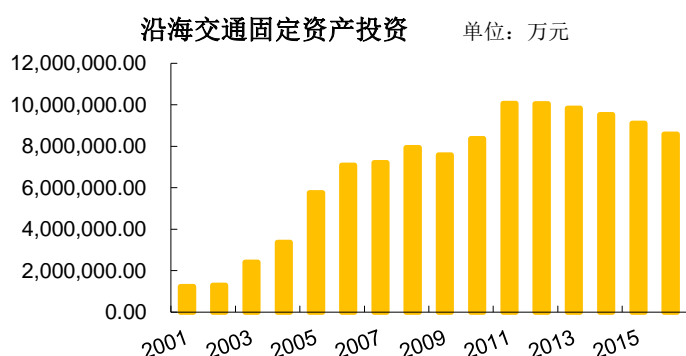


资料来源：公司年报 华金证券研究所

## （二）散货机件毛利不高但增长较快

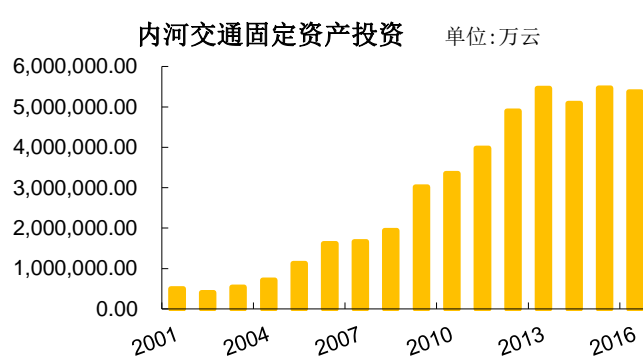
从交通部统计的数据来分析，全国沿海及内河交通建设投资从 2001 年的 174 亿元增加到 2016 年的 1,396 亿元，复合增长率 13.90%，内河码头从 2001 年 50 亿元增加到 2016 年 537 亿元，复合增长率 15.99%，内河码头设备支出以散货机件为主。目前，散货机件市场相对分散，竞争比较激烈。

图 21：沿海交通固定资产投资



资料来源：Wind 华金证券研究所

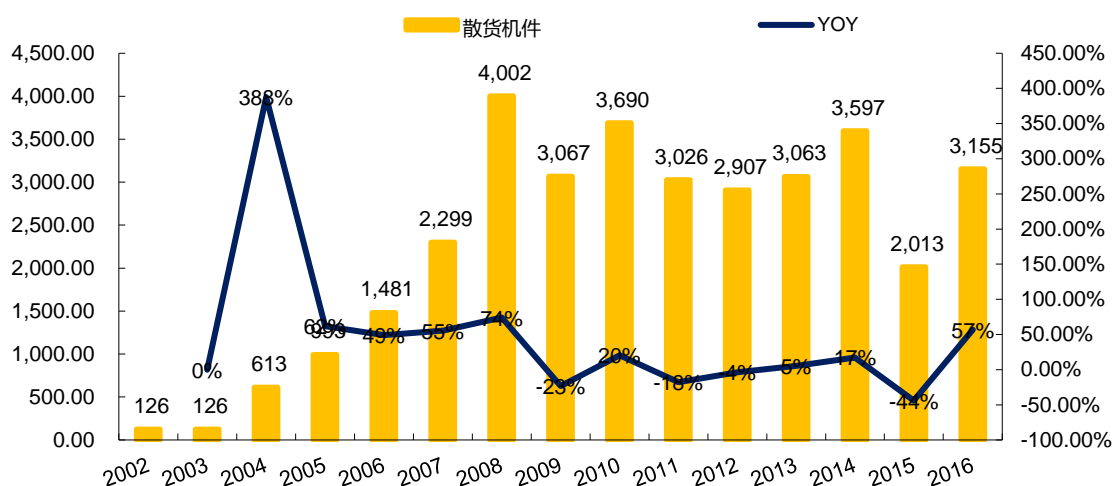
图 22：内河交通固定资产投资



资料来源：Wind 华金证券研究所

公司的散货装卸机械主要包括桥式抓斗卸船机、装船机、斗轮堆取料机、门座式起重机、翻车机等，公司在大型卸船机、装船机的生产上具有一定优势。总体而言，散货机件市场竞争非常激烈，导致整个散货机件市场毛利率普遍不高。2016 年公司散货机件实现收入 31.55 亿元，占营业收入 13%，同比增幅 57%，毛利率仅为 3%。

图 23：散货机件收入和增速



资料来源：公司年报 华金证券研究所

图 24：散货机件-链斗式卸船机



资料来源：公司宣传材料 华金证券研究所

图 25：散货机件-门座式起重机



资料来源：公司宣传材料 华金证券研究所

### （三）竞争优势明显,创新引领行业前行

#### 1、技术创新优势----创新引领市场发展，创造市场需求

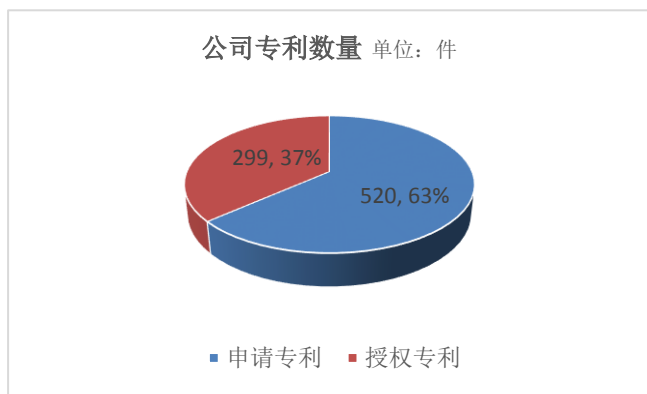
公司目前每年将收入的 3%投入科研,现有约 2,800 名从事机械、电气及液压设计的工程技术人员,其中高级工程师约 500 人,是本行业最强大的设计队伍。公司同时与国际技术机构、全国重点高校、科研院所等单位进行广泛密切的技术交流,多年来在设计和生产中坚持接受世界权威监理机构的监督。

公司曾荣获国家科技进步一等奖 1 项,二等奖 2 项;上海市科技进步一等奖 6 项,二等奖 3 项,三等奖 5 项;浦东新区科技奖项 4 项;中国交通建设集团科技奖 11 项目;国际工业博览会金奖 2 项目,银奖 1 项,有 31 项产品被评为国家重点新产品,19 项被评为上海市重点新产品。公司获得了全国首批创新型企业、全国技术创新示范企业、博士后科研工作站、国家认定企业技

术中心、中国世界名牌产品、国家海洋铺管核心装备工程技术研究中心、百家知识产权优势企业等各类荣誉资质。现已成为了全球港口机械行业新技术开发和应用的领先者，先后成功开发出 30 多种岸桥机型、10 余种场桥机型。

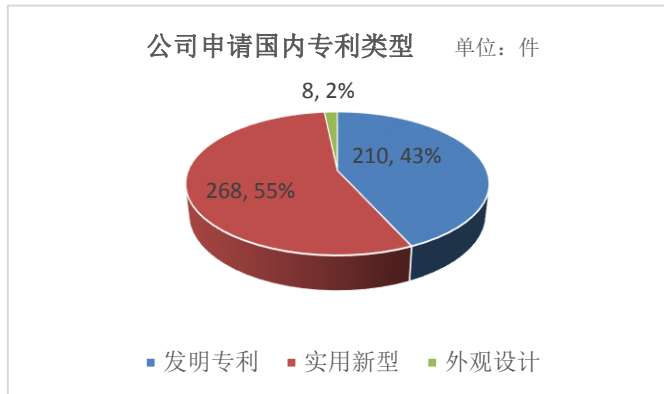
没有世界领先的技术，就敲不开世界市场的大门。公司从最初的“模仿创新”逐步发展到如今的“自主创新”，振华重工始终保持着坚定的方向、清晰的路径。目前，振华重工拥有超过 30 项世界领先的科技成果，截止 2014 年 2 月底，公司共申报专利 520 件，其中国际专利申请 33 件，国内专利申请 487 件；公司拥有授权有效专利 299 件，其中国际有效授权专利 17 件，国内有效授权专利 282 件。

图 26：公司专利数量



资料来源：公司宣传材料 华金证券研究所

图 27：公司申请国内专利类型



资料来源：公司宣传材料 华金证券研究所

在世界集装箱起重机领域，ZPMC 这个品牌已被全世界用户视为质量好、价格公道、最能准时交货，最有竞争力的优质品牌，集装箱起重机制造技术正朝适应船舶大型化和作业高效化、自动化的趋势发展，公司在适应新趋势上位居同业前列。公司先后攻克了 DGPS + 磁尺双定位关键技术、双小车岸桥、双 40 英尺集装箱起重机、使用市电的 RTG、一次可吊 3 个 40 英尺集装箱的起重机、一次性可翻 3 节火车车皮的翻车机、全封闭的 3800t/h 链斗式卸船机、鹅颈式岸桥、矿石码头总承包项目、远程操控岸桥、全自动化码头总包等领先技术，世界主流港口用的都是 ZPMC 起重机，除了因为其价格合理之外，更主要的原因在于其技术先进。

## 2、规模优势

集装箱起重机作为重型机械设备，其生产能力、效率与生产配套设施密切相关。公司拥有承重 2,000 吨重型码头 6 座 承重码头 3.7 公里 可供同时完成 70 台以上岸桥的整机安装和调试，大型浮吊 5 艘和深水岸线 5 公里。公司具有年产 300 台以上岸桥的生产能力，在产能、生产效率上均领先于同业。

## 3、整机运输优势

目前，大部分岸桥生产厂商采取将散件制造完毕后运输至对方港口组装的方式，但该方式需占用客户港口码头，影响其建设进度，还需在现场配备相当数量的工人，成本较高。公司采用整机总装后发运的交货方式，但岸桥体积巨大对运输要求相当高，公司是全球同业中唯一自备整机

远洋运输船队的企业，公司拥有 23 艘 6 万吨~10 万吨级运输船，可将大型产品跨海越洋运往全世界。凭借此优势，公司有效地保障了产品得以高质量、短周期地送往世界各港口用户。

图 28：整机运输船运送美国巴尔迪摩桥吊通过切萨皮克海湾大桥



资料来源：公司宣传材料 华金证券研究所

图 29：半潜运输船在运送海工装备



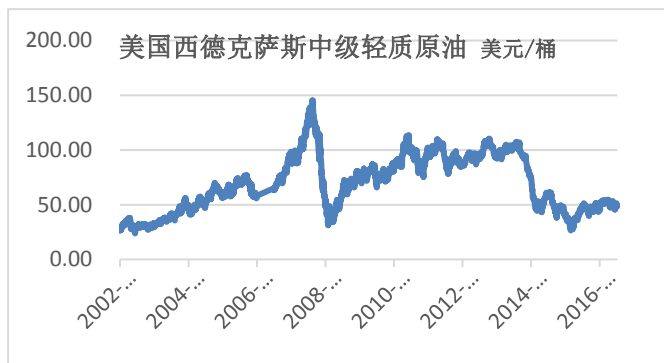
资料来源：公司宣传材料 华金证券研究所

### 三、海工装备已在底部,跌无空间

#### (一) 油价底部回升，2017 年均价估计在 50-60 美元/桶

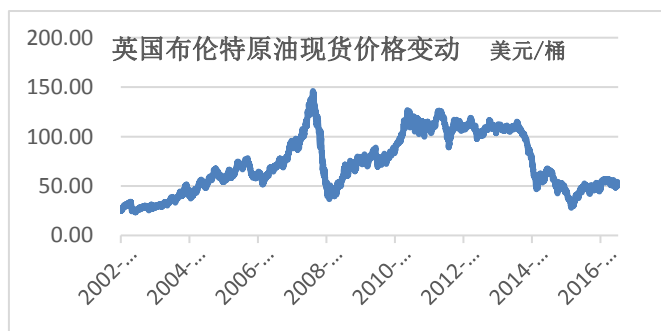
尽管美国页岩油产能有了较大的反弹，由于欧佩克整体减产协议基本得到执行，国际原油供需短期实现动态平衡，结合全球主要机构的预测情况，2016 年初一度触底 26.54 美元/桶，随后油价逐步回升并保持稳定，我们预计 2017 年 WTI 油价均值大致在 50-60 美元。

图 30：美国西德克萨斯中级轻质原油(WTI)现货价



资料来源：WIND 华金证券研究所

图 31：英国北海布伦特原油现货价格



资料来源：WIND 华金证券研究所



## （二）全球油服业缓慢回升，海上业务尚待时日

在经历了 2012-2014 年大规模的扩张以后，全球油服业 2015 年深度调整，2016 年跌至谷底，根据 DW 公司的预测，2017 年开始缓慢复苏，这种态势估计将持续到 2021 年。短期看海洋油气开采仍然承受一定的压力，复苏尚待时日。

## （三）收入和订单均在底部，跌无空间

### 1、海工装备订单上升虽有困难，下跌已无空间

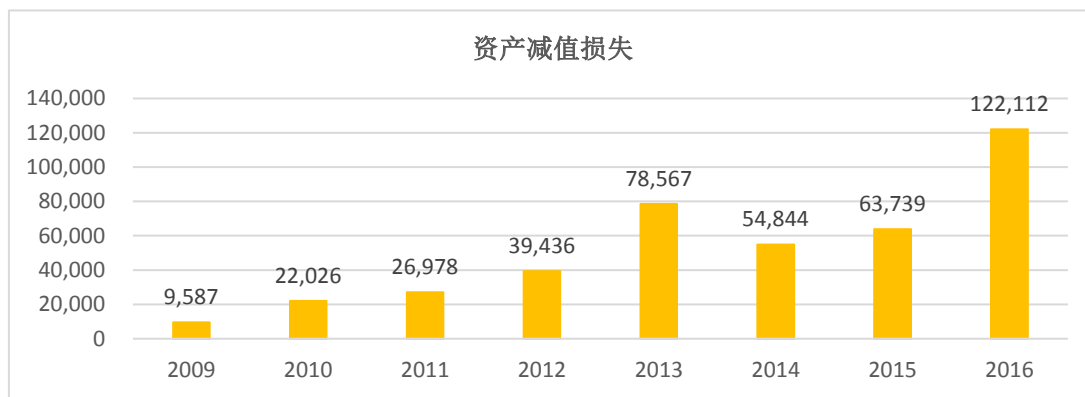
公司海工装备主要产品包括自升式钻井平台、自升式生活平台、海上起重船、铺管船、海工支持船（OSV）、挖泥船等，产品销往地区包括北海、东南亚和中国南海等。依托 F&G 在设计领域的优势，结合公司在生产、制造等方面的强大能力，自升式钻井平台逐渐有产品交付。

目前，全球海上油气开发市场持续低迷，钻井平台、OSV（海工支持船）、OCV（海工作业船）等装备市场极其低迷。2016 年公司海工装备收入仅为 12.8 亿，同比骤降 67.8%，仅占收入的 5%，毛利仅为 0.4%，海工业务短期之内难有回升，2016 年海工和钢结构新签合同额共计为 5.37 亿美元，同比下降 35%。

### 2、在手订单减值计提充分，风险已大幅降低

海工业务从新订单到收入均在谷底，2009 年至今仅资产减值损失已计提 42 亿元，在手订单风险暴露，油价波动不再对公司在手订单形成较大影响，未来再大幅计提减值成为小概率事件。

图 32：2009 年-2016 年资产减值损失



资料来源：公司年报 华金证券研究所

图 33 : 自升式钻井平台



资料来源：公司网站 华金证券研究所

图 34 : 海上起重机(浮吊)



资料来源：公司网站 华金证券研究所

图 35 : 起重铺管船



资料来源：公司网站 华金证券研究所

图 36 : 挖泥船



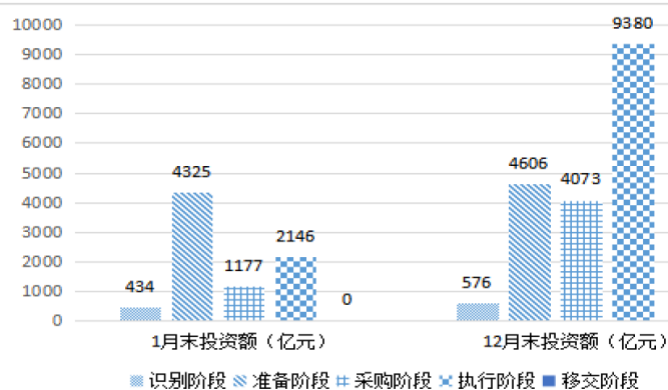
资料来源：公司网站 华金证券研究所

## 四、PPP 助力前行

### (一) PPP 方兴未艾

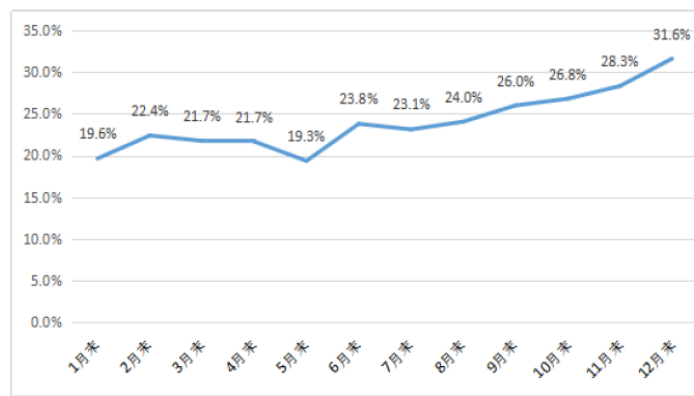
财政部 PPP 项目库截至 2016 年 12 月末,全国入库项目 11,260 个,投资额 13.5 万亿元。其中,已签约落地的 1,351 个,投资额 2.2 万亿元;国家示范项目 743 个,投资额 1.86 万亿元。2016 年全国入库项目和落地项目均呈逐月持续稳步上升态势,预计 2017 年 PPP 投资还将保持高速增长。

图 37：财政部 PPP 示范项目 2016 年初与年末投资额对比



资料来源：财政部 PPP 中心 华金证券研究所

图 38：财政部 PPP 示范项目 2016 年各月份落地率变化



资料来源：财政部 PPP 中心 华金证券研究所

## （二）借力大股东中国交建，取长补短，发力 PPP 业务

公司背靠大股东中国交建，发挥公司在资金、资源整合方面的优势，PPP 项目发展迅速，2016 年新接订单超过 100 亿元，2017 年有望在业绩端发力，成为新的业绩稳定器。2016 年底，公司组织架构重设，成立了全资子公司投资集团，专门负责 PPP 项目的投资、管理、运营。未来伴随着项目落地实施和国家基建投入增长，2017 年有望实现业绩和新接订单大幅增长。

表 3：主要 BT/PPP 合同项目

公告时间	合同金额/亿	项目内容
2013 年 5 月 30 日	58.19	南京至高淳新通道工程及宁高城际轨道交通二期（跨湖段）工程项目
2015 年 9 月 1 日	20	江苏启东吕四港区环抱式港池 PPP 项目
2016 年 7 月 2 日	28.55	淮安市淮阴港区城东作业区、交通基础设施等 PPP 项目
2016 年 7 月 2 日	70	镇江市高校园区生活配套及基础设施综合投资建设项目
2016 年 12 月 27 日	20	湘潭下摄司经易俗河至花石公路一期工程
2017 年 1 月 24 日	27	东明县核心区棚户区改造安置房及配套设施建设项目
合计	223.74	/

资料来源：公司公告 华金证券研究所

图 39：南京宁高新通道项目



资料来源：互联网 华金证券研究所

## 五、钢结构和船舶运输所占比重较少，业务尚需培育拓展

公司持有世界权威美国 AISC 机构颁发的钢结构生产许可证，钢结构技术具有世界一流水平，交付了美国旧金山新海湾大桥、港珠澳大桥钢圆筒等多个高难度钢构项目，但同时国内钢结构市场竞争也很激烈，市场毛利率普遍 15%左右，公司 2016 年钢结构销售收入 9.38 亿元，占营业收入比重为 4%，毛利率仅为 9%。

公司拥有 23 艘 6-10 万吨的远洋运输船，甲板船主要为对内运输产品设备，对外船舶运输收入以四艘半潜运输船为主，同时伴有浮吊、驳船、拖船服务。2016 年船舶运输收入 5.8 亿元，占营业收入比重仅为 2%，毛利率为 71%。2016 年专门设立全资子公司--海服集团，重点发展外部有偿运输服务，进一步发展需要时间，但值得期待。

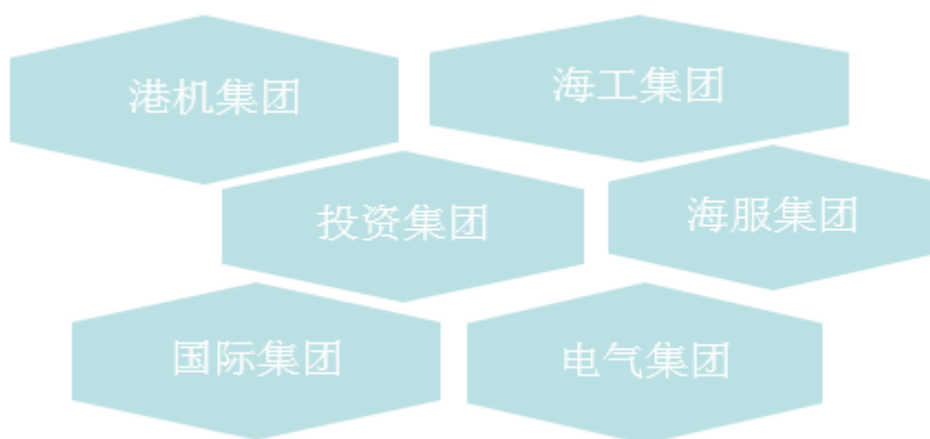
## 六、改革释放红利

### （一）推进内部变革，寻找新的增长机会

#### 1、内部顶层设计变革，组织架构重设，探寻上下游产业链延伸机会

借助内部一系列改革，通过六大子集团+N 模式、六大监督保障中心等专业化运营、管理等发展模式的转变，有利于增强企业活力和业绩弹性。投资集团通过 PPP 业务、上下游产业链、价值链的延伸，有望给公司带来新的增量；国际集团以售后服务为中心，发展有偿服务，增加以服务为主线的客户粘性；海服集团重点推进特种运输船舶的自营业务和海上能源的发展。

图 40：六大子集团



资料来源：公司宣传材料 华金证券研究所

## 2、海外分支机构建设

伴随着一带一路的建设，公司加快全球布局，稳步推进全球 8 大区域中心和 36 个海外分支机构的建设，提升全球资源配置能力，打造一体化的供应链。国际集团通过海外子公司网点布局，以售后服务为中心，重点布局维修保养服务能力不高的码头，发掘新业务。

### (二) 外部改革带来的政策红利

外部一带一路、国企改革等国家战略的政策支持和中交国有资本运营公司的改革红利，有望给公司未来发展添彩。

## 七、盈利预测与估值

我们预测公司 2017 年-2019 年公司营业收入分别为 254 亿元、274 亿元、305 亿元，净利润分别为 2.46 亿元、3.32 亿元、5.71 亿元，每股净资产 3.49 元、3.56 元、3.69 元，资产端经过大幅计提和消化，资产质量显著提高，安全边际提升，参考同类可比公司 PB 中值 1.98，建议给予 1.9 倍以上 PB 估值，买入-A 评级，目标价 6.63 元。

表 4：同类可比公司估值一览表

证券简称	每股收益 (元)			市盈率			每股净资产 2017BPS	市净率 2017	收盘价 (元)
	2015	2016	2017E	2015	2016	2017E			
润邦股份	-1.04	0.2	0.18	-6	33	36	3.62	1.80	6.51
天桥起重	0.15	0.13	0.15	36	41	36	1.81	2.98	5.39
法兰泰克	0.45	0.47	0.43	64	62	67	4.86	5.96	28.98
华东重机	0.04	0.04	0.04	249	249	249	1.9	5.25	9.97
中信重工	0.01	-0.37	0.01	554	-15	554			5.54
中国船舶	0.04	-1.89	0.04	581	-12	581	10.82	2.15	23.24
中国重工	-0.14	0.04	0.06	-45	158	105	3.18	1.98	6.3
中国中车	0.43	0.41	0.46	23	24	22	4.14	2.40	9.93
中集集团	0.66	0.18	0.7	22	82	21	9.51	1.55	14.74
中联重科	0.01	-0.12	0.1	425	-35	43	4.91	0.87	4.25
三一重工	0.02	0.03	0.33	331	221	20	3.37	1.96	6.62
徐工机械	0.01	0.03	0.09	344	115	38	3	1.15	3.44
中值	0.03	0.04	0.125	157	52	40	3.62	1.98	6.62
振华重工	0.05	0.05	0.06	102	102	85	3.49	1.46	5.08

资料来源：wind 华金证券研究所 收盘价 2017 年 5 月 10 日

表 5：分项业务预测表（单位：万元）

		2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
集装箱起重机	营业收入	1,229,504	1,499,452	1,708,239	1,605,745	1,653,917	1,736,613
	增长率		21.96%	13.92%	-6.00%	3.00%	5.00%
	营业成本	1,027,187	1,204,000	1,306,781	1,286,413	1,315,138	1,370,224
	毛利率	16.46%	19.70%	23.50%	19.89%	20.48%	21.10%
散货机件	营业收入	359,717	201,337	315,498	306,033	321,335	337,402
	增长率		-44.03%	56.70%	-3.00%	5.00%	5.00%
	营业成本	341,599	186,239	305,477	290,005	302,823	316,020
	毛利率	5.04%	7.50%	3.18%	5.24%	5.76%	6.34%
海上重型装备	营业收入	498,447	398,541	128,487	89,941	103,432	124,119
	增长率		-20.04%	-67.76%	-30.00%	15.00%	20.00%
	营业成本	438,773	395,015	127,978	92,639	103,432	122,878
	毛利率	11.97%	0.88%	0.40%	-3.00%	0.00%	1.00%
钢结构	营业收入	85,213	82,618	103,583	98,404	104,088	110,102
	增长率		-3.05%	25.38%	-5.00%	5.78%	5.78%
	营业成本	83,467	79,647	93,811	93,458	98,333	103,405
	毛利率	2.05%	3.60%	9.43%	5.03%	5.53%	6.08%
PPP/BT 项目	营业收入	288,549	51,406	100,509	351,781	457,315	621,948
	增长率		-82.18%	95.52%	250.00%	30.00%	36.00%
	营业成本	244,104	44,770	101,908	320,214	414,227	560,418
	毛利率	15.40%	12.91%	-1.39%	8.97%	9.42%	9.89%
船舶运输	营业收入	26,770	68,078	58,023	63,825	73,399	88,079
	增长率		154.31%	-14.77%	10.00%	15.00%	20.00%
	营业成本	18,579	37,653	16,628	32,630	33,937	35,989
	毛利率	30.60%	44.69%	71.34%	48.88%	53.76%	59.14%
其他业务	营业收入	18,742	25,808	20,469	22,516	24,993	28,017
	增长率		37.70%	-20.69%	10.00%	11.00%	12.10%
	营业成本	16,359	24,408	20,183	21,050	23,203	25,810
	毛利率	12.72%	5.42%	1.40%	6.51%	7.16%	7.88%

资料来源：Wind 华金证券研究所

## 八、风险提示

集装箱起重机业务主要受全球贸易和集装箱航运市场预期影响较大,如果全球经济复苏缓慢,全球贸易量大幅下滑,集装箱运输业大幅不及预期,将对集装箱起重机行业造成不利影响。

以石油为代表的能源价格大幅下降,将对海工装备业务发展带来不利影响。

公司 60%-70%的产品均为出口产品,用外汇结算,若汇率剧烈变动可能会带来一定风险。

如果出现较为严重的通货膨胀,公司使用较多的钢材等原材料价格将会出现较大幅度的上涨,也将一定程度影响公司的业绩等。

**财务报表预测和估值数据汇总**

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	23,272.4	24,348.1	25,382.5	27,384.8	30,462.8	<b>年增长率</b>					
减:营业成本	19,717.3	19,727.7	21,364.1	22,910.9	25,347.4	营业收入增长率	-7.2%	4.6%	4.2%	7.9%	11.2%
营业税费	24.6	152.2	158.6	171.2	190.4	营业利润增长率	82.8%	52.9%	17.7%	25.9%	70.9%
销售费用	79.4	100.4	104.7	106.4	123.2	净利润增长率	6.5%	0.0%	15.6%	35.3%	72.0%
管理费用	1,551.2	1,759.0	1,888.8	2,098.9	2,404.9	EBITDA 增长率	17.3%	-8.5%	8.3%	6.7%	13.2%
财务费用	1,532.9	1,219.0	1,249.2	1,321.0	1,375.5	EBIT 增长率	23.0%	-11.8%	5.6%	10.4%	21.6%
资产减值损失	637.4	1,221.1	402.0	442.2	375.9	NOPLAT 增长率	-3.5%	2.9%	3.9%	6.3%	25.4%
加:公允价值变动收益	-21.2	28.9	26.7	-9.3	-2.7	投资资本增长率	-7.9%	-1.1%	2.4%	-5.7%	-4.9%
投资和汇兑收益	498.2	118.5	130.4	143.4	157.7	净资产增长率	5.5%	4.4%	1.4%	2.2%	4.1%
<b>营业利润</b>	206.7	316.0	372.1	468.3	800.5	<b>盈利能力</b>					
加:营业外净收支	65.0	52.8	55.8	57.9	55.5	毛利率	15.3%	19.0%	15.8%	16.3%	16.8%
<b>利润总额</b>	271.7	368.9	427.8	526.2	856.0	营业利润率	0.9%	1.3%	1.5%	1.7%	2.6%
减:所得税	77.5	61.5	77.2	110.9	159.2	净利润率	0.9%	0.9%	1.0%	1.2%	1.9%
<b>净利润</b>	212.4	212.4	245.5	332.2	571.3	EBITDA/营业收入	13.2%	11.6%	12.0%	11.9%	12.1%
						EBIT/营业收入	7.5%	6.3%	6.4%	6.5%	7.1%
<b>资产负债表</b>						<b>偿债能力</b>					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	73.3%	72.9%	74.5%	76.3%	76.1%
货币资金	2,458.3	3,597.0	10,047.9	14,548.7	19,182.4	负债权益比	273.9%	268.9%	291.9%	322.7%	318.0%
交易性金融资产	0.7	-	8.8	3.2	4.0	流动比率	0.72	0.78	0.84	0.91	0.97
应收帐款	4,562.4	4,967.3	4,607.2	5,899.6	5,800.9	速动比率	0.57	0.60	0.73	0.74	0.83
应收票据	243.2	296.9	294.9	329.3	364.1	利息保障倍数	1.13	1.26	1.30	1.35	1.58
预付帐款	1,226.3	900.4	1,594.8	1,080.2	1,804.0	<b>营运能力</b>					
存货	5,785.7	6,776.1	4,781.2	8,116.6	6,590.7	固定资产周转天数	237	227	215	195	165
其他流动资产	14,395.9	13,048.2	13,788.6	13,744.2	13,527.0	流动营业资本周转天数	167	130	136	133	120
可供出售金融资产	1,212.2	1,313.6	1,510.6	1,471.2	1,479.1	流动资产周转天数	433	431	459	518	538
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	69	70	68	69	69
长期股权投资	1,597.1	2,201.4	2,201.4	2,201.4	2,201.4	存货周转天数	78	93	82	85	87
投资性房地产	361.2	473.4	473.4	473.4	473.4	总资产周转天数	891	886	896	905	866
固定资产	15,655.5	15,022.8	15,299.4	14,411.6	13,575.6	投资资本周转天数	516	470	454	413	352
在建工程	3,577.4	4,025.4	2,415.3	1,932.2	1,352.6	<b>费用率</b>					
无形资产	3,819.4	3,744.4	3,645.2	3,545.9	3,446.6	销售费用率	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
其他非流动资产	4,125.4	4,456.8	4,826.8	4,468.1	4,579.5	管理费用率	6.7%	7.2%	7.4%	7.7%	7.9%
<b>资产总额</b>	59,020.8	60,823.8	65,495.4	72,225.6	74,381.3	财务费用率	6.6%	5.0%	4.9%	4.8%	4.5%
短期债务	18,216.9	21,485.9	24,708.8	27,179.7	29,897.7	三费/营业收入	13.6%	12.6%	12.8%	12.9%	12.8%
应付帐款	7,075.7	6,328.2	5,852.6	8,383.9	7,424.3	<b>投资回报率</b>					
应付票据	1,785.2	1,905.1	1,804.9	2,390.5	2,204.4	ROE	1.4%	1.4%	1.6%	2.1%	3.5%
其他流动负债	12,978.9	8,169.4	9,330.1	10,197.9	9,328.4	ROA	0.3%	0.5%	0.5%	0.6%	0.9%
长期借款	1,761.9	3,925.3	4,317.9	4,749.7	5,224.6	ROIC	3.6%	4.0%	4.2%	4.4%	5.8%
其他非流动负债	1,415.5	2,522.7	2,768.5	2,235.6	2,508.9	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	43,234.1	44,336.7	48,782.9	55,137.2	56,588.3	DPS(元)	-	0.10	-	-	-
少数股东权益	917.1	1,290.4	1,395.6	1,478.7	1,604.1	分红比率	0.0%	206.7%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	4,390.3	4,390.3	4,390.3	4,390.3	4,390.3	股息收益率	0.0%	2.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	10,271.6	10,484.0	10,926.6	11,219.4	11,798.6	<b>业绩和估值指标</b>					
<b>股东权益</b>	15,786.6	16,487.1	16,712.5	17,088.3	17,793.0		2015	2016	2017E	2018E	2019E
						EPS(元)	0.05	0.05	0.06	0.08	0.13
<b>现金流量表</b>						BVPS(元)	3.39	3.46	3.49	3.56	3.69
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	PE(X)	105.0	105.0	90.9	67.1	39.0
净利润	194.2	307.3	245.5	332.2	571.3	PB(X)	1.5	1.5	1.5	1.4	1.4
加:折旧和摊销	1,342.3	1,285.0	1,432.8	1,470.1	1,514.9	P/FCF	105.2	-487.7	3.2	5.0	5.1
资产减值准备	637.4	1,221.1	-	-	-	P/S	1.0	0.9	0.9	0.8	0.7
公允价值变动损失	21.2	-28.9	26.7	-9.3	-2.7	EV/EBITDA	12.8	13.7	12.9	11.4	9.5
财务费用	1,752.7	1,256.2	1,249.2	1,321.0	1,375.5	CAGR(%)	28.8%	31.4%	33.3%	28.8%	31.4%
投资损失	-498.2	-118.5	-130.4	-143.4	-157.7	PEG	3.6	3.3	2.7	2.3	1.2
少数股东损益	-18.2	94.9	105.2	83.1	125.4	ROIC/WACC	0.5	0.6	0.6	0.7	0.9
营运资金的变动	4,452.9	495.7	-2,553.9	724.3	-135.9						
<b>经营活动产生现金流量</b>	-1,832.0	1,658.4	375.1	3,778.1	3,290.9						
<b>投资活动产生现金流量</b>	2,565.6	-726.2	-36.4	-251.4	429.2						
<b>融资活动产生现金流量</b>	-318.8	152.3	6,112.1	974.1	913.6						

资料来源: 贝格数据 华金证券研究所



## 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；

## 分析师声明

张仲杰声明，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

华金证券股份有限公司（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：

本报告仅供华金证券股份有限公司（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、篡改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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金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。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn