

信义山证 汇通天下

证券研究报告

船舶制造

中国船舶（600150.SH）

买入-A(首次)

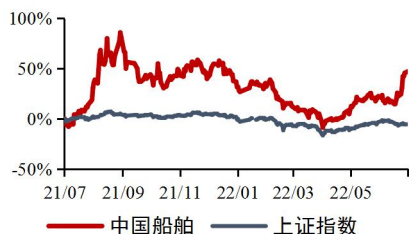
央企改革巡礼系列

戴维斯双击：整合加速+景气上行

2022年7月25日

公司研究/深度分析

公司近一年市场表现



市场数据：2022年7月25日

收盘价（元）：	23.58
总股本（亿股）：	44.72
流通股本（亿股）：	24.43
流通市值（亿元）：	576.13

基础数据：2022年3月31日

每股净资产（元）：	11.88
每股资本公积（元）：	7.55
每股未分配利润（元）：	1.46

分析师：

李孔逸

执业登记编码：S0760522030007

邮箱：likongyi@sxzq.com

投资要点：

➢ **构建军民一体总装龙头，新一轮整合有望加速。**公司通过2007和2019两次重大资产注入，完成了船舶制造军民一体总装平台的打造。2019年中国船舶南北两大集团合并，新成立的中国船舶集团成为全球造船行业龙头。随着内部关系逐渐理顺，集团今年开始对旗下上市公司进行整合，2022年1月，中船科技公告拟注入集团风电资产，随着未来整合的持续推进，作为军民一体总装平台的中国船舶估值上升空间打开。

➢ **造船景气周期来临，船厂盈利能力将持续上升。**过去50多年的三个相对完整周期均对应长达五六年的景气和近十年的调整期。在上一轮景气周期中形成的大量船舶订单及随后数年的交付高峰，叠加全球经济持续低迷带来的海运需求不景气，共同导致了随后十来年船舶订单和交付量的萎缩，新船价格持续下行。直到2020年开始，疫情下运力持续紧缺，海运市场受各国经济刺激影响快速复苏，海运价格尤其是集装箱船运价暴涨，集装箱船订单在2021年率先迎来爆发式增长，造船业重新迎来久违的新一轮景气周期，船舶制造公司盈利有望持续快速增长。

➢ **中国船舶有望迎来戴维斯双击。**中国船舶作为船舶总装的核心平台，将显著受益于国内央企改革的持续推进以及中国船舶集团资产整合的加速。我们预计2022-2024年中国船舶收入分别为653.1、860.72和1089.71亿元，同比增长9.3%、31.8%和26.6%；归母净利润分别为9.92、25.96和59.81亿元，同比增长364%、162%和130%，对应EPS为0.22、0.58和1.34元，PE为88、34、15倍，首次覆盖，给予“买入-A”评级。

风险提示：全球经济衰退及滞涨风险，成本端价格风险，疫情持续扩大风险。

财务数据与估值：

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	55,244	59,740	65,310	86,072	108,971
YoY(%)	138.8	8.1	9.3	31.8	26.6
净利润(百万元)	306	214	992	2,596	5,981
YoY(%)	-24.4	-30.1	363.8	161.8	130.4
毛利率(%)	10.7	10.6	10.7	12.0	14.8
EPS(摊薄/元)	0.07	0.05	0.22	0.58	1.34
ROE(%)	0.5	0.4	2.0	4.8	9.6
P/E(倍)	285.3	408.1	88.0	33.6	14.6
P/B(倍)	1.9	1.9	1.9	1.8	1.6
净利率(%)	0.6	0.4	1.5	3.0	5.5

数据来源：最闻，山西证券研究所

请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



目录

1. 整合加速，造船龙头扬帆起航.....	4
1.1 不断资产整合构筑军民一体总装龙头.....	4
1.2 集团率先重组为公司资产整合提供更有利条件.....	7
2. 新一轮造船行业景气来临.....	10
2.1 海运无疑是造船行业的最佳先行指标.....	12
2.2 供给端上升面临压力，造船厂议价能力有望持续提升.....	14
3. 中国船舶有望迎来估值业绩双提升.....	15
3.1 公司业绩进入持续高增期.....	16
3.2 投资建议.....	18
4. 风险提示.....	19

图表目录

图 1： 公司发展整合历程.....	4
图 2： 旗下控股子公司及对应业务架构.....	5
图 3： 中国船舶各业务板块人员结构（%）.....	6
图 4： 2015-2021 中国船舶营业收入及增速.....	6
图 5： 2021 年中国船舶主营收入构成（%）.....	7
图 6： 2015-2021 中国船舶盈利能力和质量.....	7
图 7： 2015-2021 中国船舶费用情况.....	7
图 8： 2015-2021 中国船舶经营情况.....	7
图 9： 1964-2023 年新船价格指数、船舶交付与订单量.....	12
图 10： 1990-2022 年海运价格.....	13



图 11: 1991~2023E 国际贸易和海运增速.....	13
图 12: 中国造船船台和船坞数.....	14
图 13: 2009-2021 中国造船产能利用监测指数 (CCI)	15
图 14: 2014-2021 季度监测 CCI.....	15
图 15: 2008-2022 年造船板价格.....	16
图 16: 1998-2022 年中国船舶 PB 和 TTM PE.....	19
表 1: 中国船舶主营业务现状.....	5
表 2: 船工业与中船重工集团合并前情况对比.....	10
表 3: 中国船舶业务营收拆分 (单位: 百万元)	17
表 4: 经营及估值预测表.....	17
表 5: 可比公司估值对比.....	18

1. 整合加速，造船龙头扬帆起航

1.1 不断资产整合构筑军民一体总装龙头

“聚焦主业+开发特新”，打造军民总装龙头。1998年，公司的前身沪东重机在上海注册成立，并于同年在上交所上市。上市以来，公司通过不断整合进行业务聚焦，在造船行业深耕打造全球龙头。

1) **第一次重大资产重组，构筑起民品基本业务框架。**2007年，中国船舶工业由沪东重机收购民船资产而成立，初步构建起民品业务“造船+修船+配套”的基础框架。此后2008-2012约5年的时间里，中船工业实现了大量的技术和业务突破，快速发展壮大。首先是在原有造船主业领域深入，包括外高桥造船建成了30万吨级FPSO船，突破600万载重吨的成为世界TOP3造船厂；其次是拓展专精领域打造竞争力，如中船澄西凭借修复FPSO船率先在海工领域取得突破，随后攻克高度自动化的大吨位自卸船改装技术，及在风塔项目领域创下历史记录，外高桥也承建并顺利交付了18000teu、21000teu超大型集装箱船和第一艘国产豪华邮轮等。

2) **第二次重大资产重组，迈向军民一体总装平台。**公司随后进行了一系列资产整合，随着中国船舶工业集团向公司注入江南造船和广船国际等军品资产，2019年公司完成了由纯粹民船业务扩展至军民一体船舶总装平台的转型，随后国资委批准了中国船舶工业集团与中国船舶重工集团的重组合并，公司暂停了进一步的资产运作，但公司作为新集团船舶总装平台的定位一直没有改变。

图1：公司发展整合历程

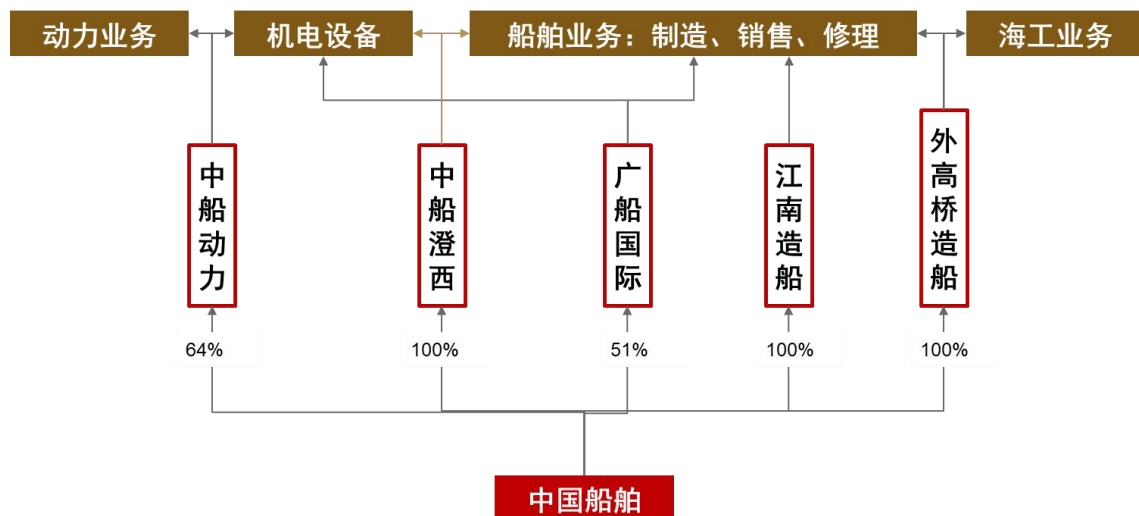


资料来源：公司公告，山西证券研究所

旗下控股子公司的业务体系互相交叉重叠，又各自有所侧重。目前，中国船舶旗下控股的子公司主要有5家，其中中船澄西、江南造船和外高桥造船属于公司100%控股，公司对广船国际和中船动力的股权持

有比例则分别为 51%和 64%，也达到了绝对控股。5 家主要子公司撑起了中国船舶的业务框架，即“船舶业务+海工业务+机电设备+动力业务”。各子公司的对应业务有所重叠，除江南造船主要聚焦在船舶建造和修理业务以外，其他几家均涉及多个业务板块——譬如中船澄西和广川国际在造修船以外，也生产相关机电设备；外高桥造船除了造船业务外也是公司海工业务的重要组成；中船动力则是公司动力业务的最重要抓手，兼营机电设备。在船舶业务领域，除中船动力未布局以外其余 4 家均有涉及，但各自有所侧重：1) 纯民船：外高桥和中船澄西是上文分析的第一阶段收购，仅涉猎民用范畴，位于上海的外高桥造船主要船型包括散装船、集装箱船和大型邮轮，而江阴的中船澄西主要为散装船和木屑船。2) 军民兼备：江南造船和广船国际则是于上文所提的第三阶段，即民用转型军民期间被资产注入到公司，兼具军民品的生产，如江南造船军品主要为导弹驱逐舰，广船国际的军品如今已经是以补给舰和医疗舰这类保障类型舰船为主；在民用领域，江南造船原本也是以散货船为主，技术调整升级到现在主打超大型集装箱船、科考船、液化气船等技术难度更高、专业性更强的船型，其 B 型舱技术实现了对“卡脖子”领域的突破，而广船国际的民用船型则主要是油船，在领域内深研领先，灵便型油船更处于世界顶尖水平。

图 2：旗下控股子公司及对应业务架构



资料来源：Wind，公司公告，山西证券研究所

表 1：中国船舶主营业务现状

名称	内容
主营产品类型	船舶(配件)及其维修、发动机设备、冶金机械、重型建筑工程机械
各类主营产品	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 各类船舶: 10.5 万吨阿芙拉型原油轮、15 万吨 FPSO 储油轮、17.5 万吨好望角型散货船、17 万吨 FPSO 储油轮、多用途重吊货船、高速集装箱船、化学品船、冷藏船； ✓ 机械设备: 沪东 R8M 四机四流连铸机、沪东步进式加热炉、沪东船用柴油机、沪东带斗门机、沪东堆取料机、沪东直流超高功率电弧炉、沪东装船机； ✓ 服务类: 修船业务

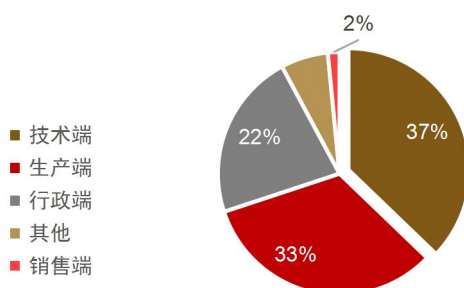
名称	内容
2021 年报披露业务情况	1) 造船业务 : 承接民品船舶订单 132 艘/1211.17 万载重吨, 完成年计划的 164.37%; 2) 修船业务 : 承接修船 320 艘, 订单金额 24.27 亿元; 3) 动力业务 : 承接柴油机 732 台/615 万马力, 完成年计划的 136.06%; 4) 机电设备 : 中船澄西承接各类风塔 472 套, 合同金额 18.46 亿元; 其他机电设备共 13.24 亿元, 其中: 江南造船承接 0.8 亿元、广船国际承接 9.96 亿元、中船动力集团承接 2.48 亿元; 5) 海洋工程 : 外高桥造船承接 1 艘 34 万吨 FPSO。
员工总数	19733 人

资料来源: Wind, 公司公告, 山西证券研究所

业绩端有望持续回暖, 产能充足但盈利效率未有明显改善, 或有望通过整合提升。根据公司 2015 年以来的营收及增速趋势可以看到, 继 2015 年-2018 年业绩触底后, 2019 年开始大幅反弹, 同比增速高达 36.82%, 此后增速虽有所放缓, 但 2020 年业绩几乎翻倍, 2021 年更是加速延续增长趋势——同比增长 8.14%, 实现总营收 597.4 亿元, 是 2018 年底部的 3 倍以上。结合公告披露的订单情况可以看出行业需求的回暖, 公司 2021 年末累计持有造船订单 220 艘共计 1993 万载重吨, 包括民船订单 132 艘共 1211 万载重吨, 修船订单为 95 艘近 14 亿元, 柴油机订单 772 台 674 万马力, 海工装备订单金额 39.84 亿元, 及应用产业订单金额 24.24 亿。

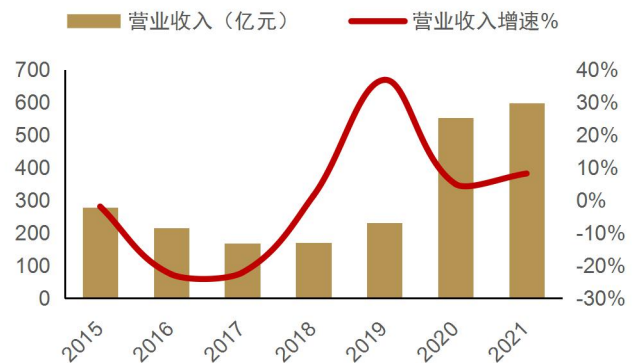
公司产能充足, 超额完成了民品船舶全年计划吨位的 64%和柴油机马力数的 36%, 但从盈利能力来看, 截至 2021 年底, 公司整体毛利率为 10.6%, 与去年基本持平。其中, 船舶造修业务占到主营业务收入的 78.35%, 贡献 500.9 亿元的收入和 45.02 亿元的毛利, 毛利率水平约为 8.99%, 略高于去年的 8.58%; 公司的动力装备业务毛利率最高, 为 15.7%/+3.35pct, 2021 年以 61.47 亿元的收入占据总营收的 9.62%; 机电设备业务则以 40.76 亿元贡献营收的 6.37%, 毛利率水平处于中间, 为 11.2%/+4.2pct, 总的来说, 主业的毛利水平较低, 而盈利水平更高的业务收入占比尚有提升空间, 公司相关资产的结构整合有望大幅提升整体盈利能力。

图 3: 中国船舶各业务板块人员结构 (%)



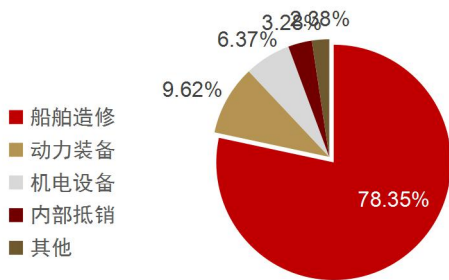
资料来源: Wind, 山西证券研究所

图 4: 2015-2021 中国船舶营业收入及增速



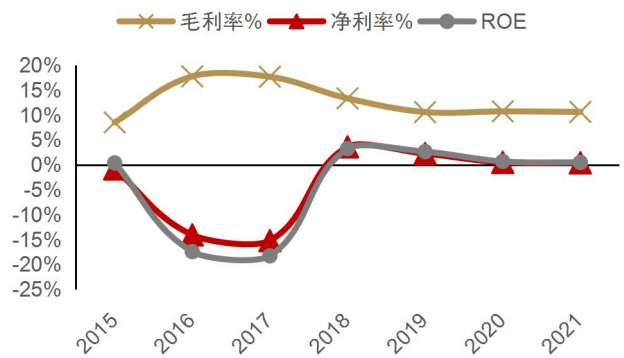
资料来源: Wind, 山西证券研究所

图 5：2021 年中国船舶主营收入构成（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

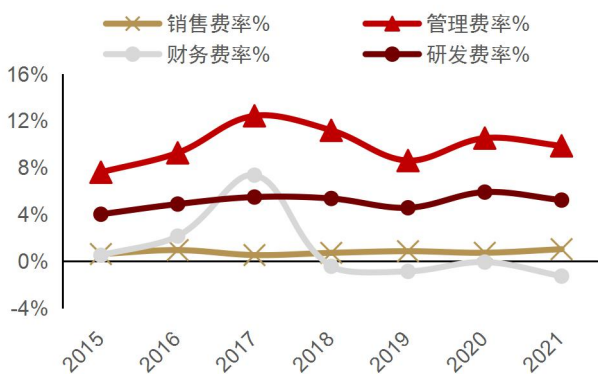
图 6：2015-2021 中国船舶盈利能力和质量



资料来源：Wind，山西证券研究所

从公司经营运转的角度，1) 费用端，可以看到公司 2021 年的管理/研发/销售/财务费率依次为 9.86%、5.22%、1.03%、-1.27%；除财务费用在 2018 年以后大幅降低以外，其他费用大体处于正常平稳的态势，其中，管理费率最高，在 7%~12% 之间，经历疫情后的短暂上升后已有所回落，研发费率过去几年一直稳定在 5% 上下，说明公司对研发有持续的重视和投入。2) 营运端，2019 年以来存货周转天数不断提升，及至 2021 年达到 216 天，应收账款周转天数则多年来基本围绕 24 天小幅波动，2021 年达到 27 天略高于以往年度；资产负债率自 2019 年来有所回升，2021 年约为 66.9%/+1.5pct；经营活动净现金流/营业收入 2021 年则在 3.4% 左右，大约是 2018-2019 年的 2 倍。

图 7：2015-2021 中国船舶费用情况



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 8：2015-2021 中国船舶经营情况



资料来源：Wind，山西证券研究所

1.2 集团率先重组为公司资产整合提供更有利条件

1.2.1 上市公司整合开始进入实质性阶段

前期股权不断变化为重组打下基础。2018年下半年，中船集团与中船重工的二把手完成了职位互换，原中船重工副总经理杨金成出任中船集团总经理，原中船集团副总经理、党组副书记吴永杰出任中船重工董事、总经理、党组副书记。2019年中国船舶置入江南造船等造船总装资产后（步骤一），原计划的步骤二中船集团拟和中国船舶共同设立中船动力集团，以及步骤三中船防务以持有的黄埔文冲54.5371%股权、广船国际46.3018%股权与中国船舶及中船集团持有的中船动力集团控股权进行资产置换，因为中国船舶南北两集团的合并而暂时中止。但通过此前一系列资产重组，意味着中国船舶作为中船集团船舶总装上市平台，中船防务作为中船集团船舶动力上市平台，中船科技作为中船集团高科技资产上市平台的大方向基本定型。中国船舶工业集团三家上市公司平台业务与中国船舶重工集团形成大致对应关系，中船工业与中船重工合并成立中国船舶集团为上市公司的资产整合提供了更大的想象空间。

集团合并后的资产划转和整合开始进入实质性阶段。2021年7月，中国船舶、中船科技、中船应急、中船防务、中国重工等9家上市公司发布控股股东股权无偿划转提示公告，中国船舶集团间接控制中船集团50.42%的股权，成为其间接控股股东。2021年12月，中船科技发布公告称，间接控股股东中国船舶集团正筹划与公司相关重大事项。与此同时，中国船舶集团旗下另一家上市公司中国动力也发布公告称，为进一步规范旗下柴油机业务同业竞争，其拟与中船集团、中国船舶共同组建合资公司。两家公司同时推进资本运作，这是继“中船工业与中船重工”船舶南北两大集团完成重组后，旗下上市资产的加速整合。2022年7月，据中国船舶董事会决议公告，张英岱将不再担任中国船舶董事长、董事职务，退休；季峻因工作调动原因不再担任公司董事职务；会议增补盛纪纲、施卫东为公司董事，施卫东先生被任命为中国船舶的总经理。盛纪纲先生目前担任中国船舶集团有限公司副总经理、党组成员，其长期在船舶工业领域工作，在江南造船、外高桥造船、黄埔文冲船舶等大型船舶企业担任高管，领导经验丰富。施卫东总经理则具有丰富的上市公司管理经验，自1997年至2016年先后任江南重工股份有限公司董事会办公室主任、董事会秘书、副总经理；中国船舶工业股份有限公司总经理助理兼董事会秘书。我们认为，随着人事调整的到位，中国船舶集团未来大概率会围绕着旗下上市公司加快船舶总装的整合，为解决同业竞争问题，有可能将集团的全部船舶总装资产打包装入某一个上市公司，该公司在获得业绩增厚的同时，将实现估值和业绩的双抬升。

1.2.2 船舶总装平台的整合或已不远

当前国内造船行业存在的主要问题在于：1）造船产能利用率检测指数CCI：多年偏低，产能过剩；2）新冠疫情以来全球形势变化较大，各种压力驱使提升头部集中和规模优势的需要，目前可以看到订单向头部集中的趋势越来越明显，且我国的产量增长速度快于其他传统优势国家。而从我国亟需获取竞争力的角度来看，难度最高的LNG领域也已经突破，是我国获取国际竞争力的重点方向，而我国LNG核心技术的

突破主要的沪东中华造船，为尚未上市的集团资产。

中国船舶集团船舶总装业务的整合正在加速。目前，中国造船行业主要由四家造船集团占据，分别为中国船舶集团、中远海运重工、新时代造船和扬子江船业，两家国企两家民企，它们基本占据了全国 90% 以上的市场份额，其中，中国船舶集团还是我国海军装备的主要生产商。船舶总装领域，目前中国船舶旗下上市公司包括中国船舶、中国重工与中船防务；船舶配套方面，主要有中船科技和中国海防等。

先民后军的战略导向，借助民用的盈利机遇支撑海军建设。目前，中国船舶已制定了 2045 年前“三步走”高质量发展战略，聚焦防务产业、船海产业、科技应用产业、船海服务业四大产业方向，提出建设世界一流船舶集团发展目标。到 2025 年，中国船舶集团目标与世界领先水平的差距显著缩小，有力支撑海军实现战略转型。到 2035 年，中国船舶集团将基本成为世界一流船舶集团，新一代海军武器装备供给保障能力将全面建成；到 2045 年，中国船舶集团将为建设世界一流海军提供一流装备，成为全球船舶行业领军者。而在目前中国船舶旗下军船领域，江南造船的技术实力系数领先，国产航母、战略核潜艇、两栖登陆舰、新型驱逐舰、奋斗者号载人潜器等一批国之重器顺利研制交付，或可能类似但当年柴油机业务一样，通过股权架构的规划，最大限度达到整合利用集团内资源的效果。

根据中国中车的经验，即中国南车吸收合并中国北车的方式进行相关资产的专业化重组，需要重点关注三个方面：首先一个问题是合并双方的选择，如果借鉴南北车模式，那么会将目前业务重合较多、在有限市场面前可，能存在不良竞争、合并能获取规模优势及资源重整的双方子资产作为合并对象，。其二是在吸收合并的主导方选择中，通常会以更具优势的一方为主导，譬如南车当时的市值、核心技术、营收利润等财务指标都高于北车，而北车在海外市场渠道的优势，正好可以弥补南车的不足；根据我们上文对于造船业务的整合判断，拥有 LNG、军用舰艇等核心技术的子公司有望成为主动吸收方。其三合并的落地方式上，结合国企改革目前的资产证券化导向，比较有可能以既有的 A 股上市公司作为合并资产的主体，进行换股合并，如果是未上市资产，则有可能通过打包组合再整体上市的方式完成新设重组。

表 2：船工业与中船重工集团合并前情况对比

	中船重工	中船工业
2020 年《财富》世界 500 强	258	397
主营业务	海洋装备制造（军用、运输、海工、科考，以中船重工为主）和配套（共 28 个科研院所，涉及设计、动力、配套、材料等重要领域）	造船（除海军及公务船外，更偏重民用，如散货船、油船、集装箱船甚至大型邮轮，以中国船舶为主），由于常年承接国际业务，船舶工业更加熟知国际上的船级社规范与通用技术标准。
造船中心	大连、武汉	上海长兴岛、广州龙穴岛
旗下上市公司	6 家：中国重工（船舶总装）、中国动力（动力系统）、中国海防（信息电子系统）、中国应急（应急装备）、中船汉光和久之洋（光电装备）	3 家：中国船舶（船舶总装）、中船防务（动力系统）、中船科技（科技平台）
年度营收规模	2000~2500 亿元	1000~1300 亿元

资料来源：Wind，山西证券研究所

如果借鉴宝武案例，宝武集团的重组较南北车不同之处在于重组前二者的处境差异更大，如果说南北车基本上算旗鼓相当瓜分市场，宝武的合并则是在武钢业绩下滑较为厉害的时候被排名、资产、产能都较多高于自身的宝钢所吸收。如果中船集团与中船重工采用类似重组方案，那么首先在合并方的选择和主导上，就会在短期内技术迭代和产业升级空间小的业务领域，去筛出业绩表现较差、增长乏力的资产，然后将其集中纳入同一业务领域下较强的资产内，达到去除冗余、提升效率的效果。其二对于合并落地的方式和时间，由于存在缺乏竞争力的部分，相较于南北车的整体合并上市，更有可能选择剥离出良好资产和业务部分，与吸收方一起成为新的上市公司，将被吸收方未上市部分作为控股子公司持有。最后在时间节点和投资收益的角度，宝武的案例中，从 2015 年供给侧改革提出钢铁去产能，便有合并传言，但并非只针对这两家钢铁央企，市场在猜测阶段难以确定合并的目标主体，即便在两家停牌公告发出前 10 天，当事主体高层仍公开否认相关事宜——我们推测对于此类改革，标的资产的匹配是一个主要的内部争议点，涉及到具体而微的子产业细节，在公告发出之前难以通过外部的线索得出判断；但是一旦公告发出，推进会较南北车案例更为迅速，可能在几个月内即完成重组的正式落地，对于市场投资来说节奏更快。

2. 新一轮造船行业景气来临

造船行业是一个相对长周期的行业，景气周期延续的时间同样很长。那么，造船市场什么样的表现才算是景气周期？我们认为，量价齐升才能算景气周期。

根据已有的数据，我们从新接订单量、交付量和新船价格来观察，大致可以把过去半个多世纪的船舶制造按时间划分成三个相对完整的周期，每一个周期中均有一段长达五六年的景气周期以及随后近十

年的调整周期。

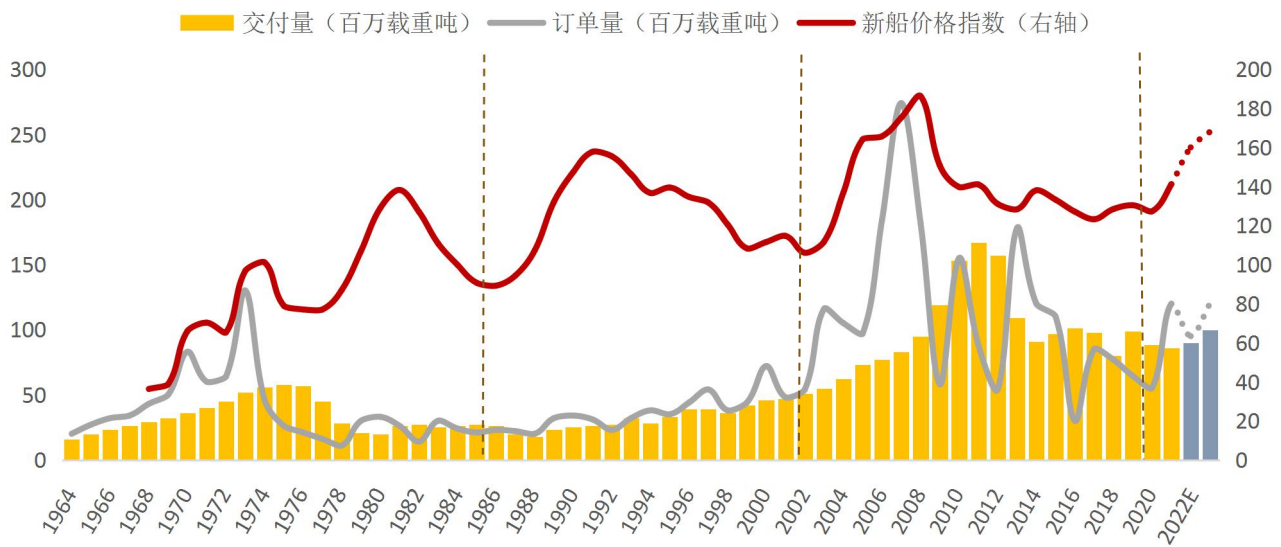
第一轮 (1968-1975-1985): 上世纪 60 年代后期开始, 随着战后全球经济的持续繁荣和贸易的快速增长, 航运和造船市场进入一轮超级景气周期, 1967 年的阿拉伯和以色列的战争导致的苏伊士运河的关闭, 以往绕道苏伊士运河的船舶都不得不远走好望角, 这一情形给全球航运业带来了巨大的机会, 随后油价的大幅攀升导致 1971、1972 年间航运市场的供给尤其是油轮的吨位又出现了迅速的膨胀, 1964 年船舶新接订单量仅 2000 万载重吨, 到 1968 年增长为 4300 万载重吨, 当 1973 年到达本轮造船周期的高峰时新接订单量更是高达 1.3 亿载重吨, 随后全球经济深陷滞涨, 造船市场同样步入长期的低迷阶段, 1974-1978 年新接订单持续低于交付量, 直到 1979-1981 年间才稍微有所恢复, 其中新船价格指数更是创出 1973 年高峰期后的新高。

第二轮 (1986-1991-2001): 上世纪 80 年代中期开始, 随着全球走出滞涨阴霾, 经济持续复苏带来了国际贸易的新一轮快速增长, 航运和造船市场进入新一轮景气周期, 在这一轮周期中, 全球造船新接订单量增幅有限, 但新船价格指数从 1986 年的 90 点升至 1991 年的 158 点, 涨幅达 75%, 随后新船价格再度陷入长期的低迷, 但 1990 年代的全球造船新接订单整体来看持续走高, 新一轮超级景气周期开始酝酿。

第三轮 (2002-2008-2019): 2001 年中国成功加入世贸组织, 全球化增加一名重要成员, 中国制造业开始融入世界, 中国经济与世界经济融合发展, 成为促进世界经济发展的重要引擎之一。全球化高速前行, 航运和造船市场进入新一轮超级景气周期, 2001 年新接订单量约 4800 万载重吨, 2007 年到达本轮造船周期的高点时新接订单量高达 2.74 亿载重吨, 增长了 4.7 倍, 同期新船价格指数从 106 点升至 186 点, 涨幅为 76%, 与上轮基本一致。2009-2019 年, 前期过剩的产能叠加金融危机泡沫破裂后全球需求骤减, 船舶行业经历了长达十年的低谷, 2009 年全球新接订单仅为 5800 万载重吨, 同比大幅下跌 67.8%, 此后几年逐步走低, 及至 2016 年新接订单量探底 3000 万载重吨。2016-2019 年, 虽然新接订单仍然低于交付量, 但新船的价格指数未再创新低, 新一轮景气周期再度开始酝酿。

第四轮 (2020-2025? -2035?): 2020 年开始, 随着疫情的持续蔓延, 全球航运市场的正常运行受到较大影响, 出现运力紧缺, 集运价格持续飙升, 带来了集装箱船需求的大爆发, 集装箱船订单在 2021 年率先迎来爆发式增长, 新船价格已经连续 20 个月环比上涨, 推动整个船舶制造行业正式迈入新一轮景气周期。根据中国船舶工业协会预测, “展望 2022 年, 新冠肺炎疫情对世界经济影响的不确定性依然存在, 外部环境更趋复杂严峻, 但航运和造船行业信心已经得到明显提振, 加上国际海事环保新法规即将生效和去碳化需求带来的市场机会, 预计 2022 年全球新船订造需求不会大幅萎缩, 成交量将在 9000 万载重吨左右。2022 年, 预计我国造船完工量将超过 4000 万, 新接订单量将有一定幅度下降。”

图 9：1964-2023 年新船价格指数、船舶交付与订单量



资料来源：中国船舶工业协会，克拉克森，山西证券研究所

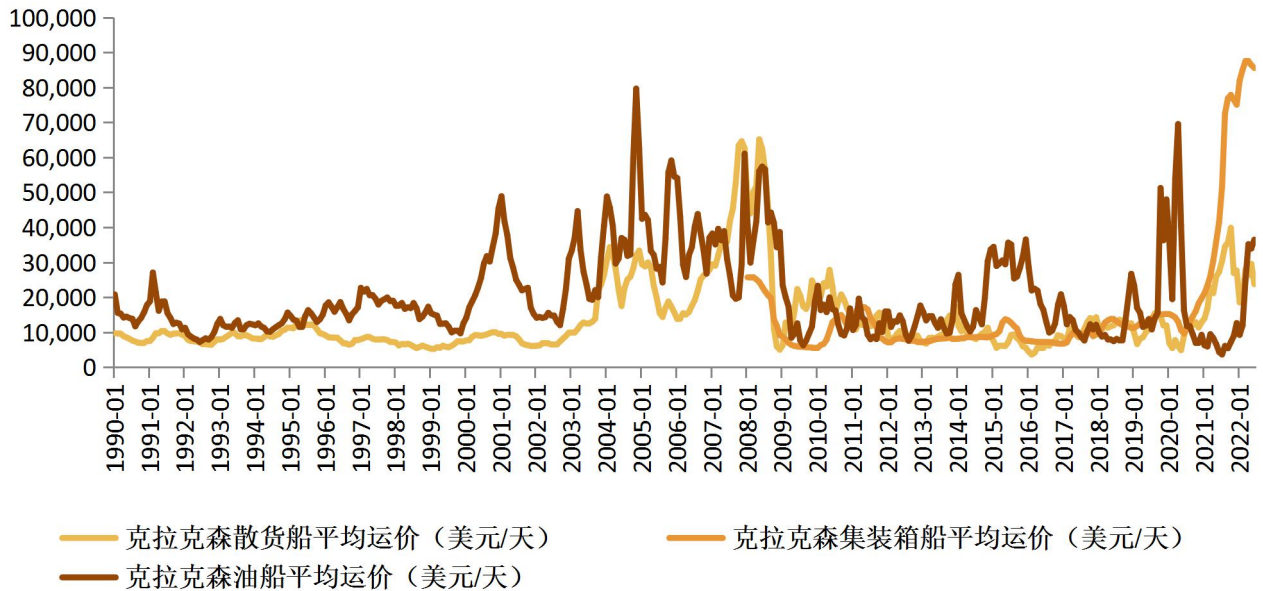
2.1 海运无疑是造船行业的最佳先行指标

从需求端看，船舶制造行业的景气度主要受经济周期、国际贸易量和全球海运市场繁荣度影响，同时也受船舶更新等的影响，呈现出较强周期性。而国际贸易和海运市场无疑是观察造船行业景气度的最佳先行指标。

1990~2002 年间，经过 80 年代以来的积累和发展，至 90 年代日本和亚洲四小龙经济已经达到繁荣的高点，新兴经济体的加入拉长了全球海运的距离，并推动了全球海上贸易的增长，经济的向好缓慢修复着海运行业进入上行周期，但整体来看由于需求端的规模有限，加上 1997 年爆发了亚洲金融危机再一次打断上升蓄力，海运整个攀升轨迹较为平缓。从 2002 年开始，随着中国融入全球化进程，全球海运市场才正式进入超级景气周期。2002-2007 年，以中国为首的金砖四国等新兴经济体的经济得到长足的发展，崛起的新经济体成为世界增长新的驱动引擎，对原油的供不应求推升油价稳步增长，尤其是 2008 年金融危机前夕增速到达高点——2007 年 1 月布伦特原油 54.3 美元/桶，到 2008 年 7 月油价达到 133.87 美元/桶，涨幅高达 146.54%。油运价格在 2005 年就率先创出历史新高，而干散货运价更是不断创出历史新高，此后两者的运价还维持在高位相当一段时间。

2020 年上半年开始，受疫情影响，集装箱运力受到各种限制，但需求因欧美经济刺激快速恢复，集装箱运价猛力拉升，半年内从 1 万美元/天左右升至 8.5 万美元/天，油船均价也涨了 2 倍，干散货船的运价也有较大的涨幅，海运船舶的需求端开始有回暖迹象。

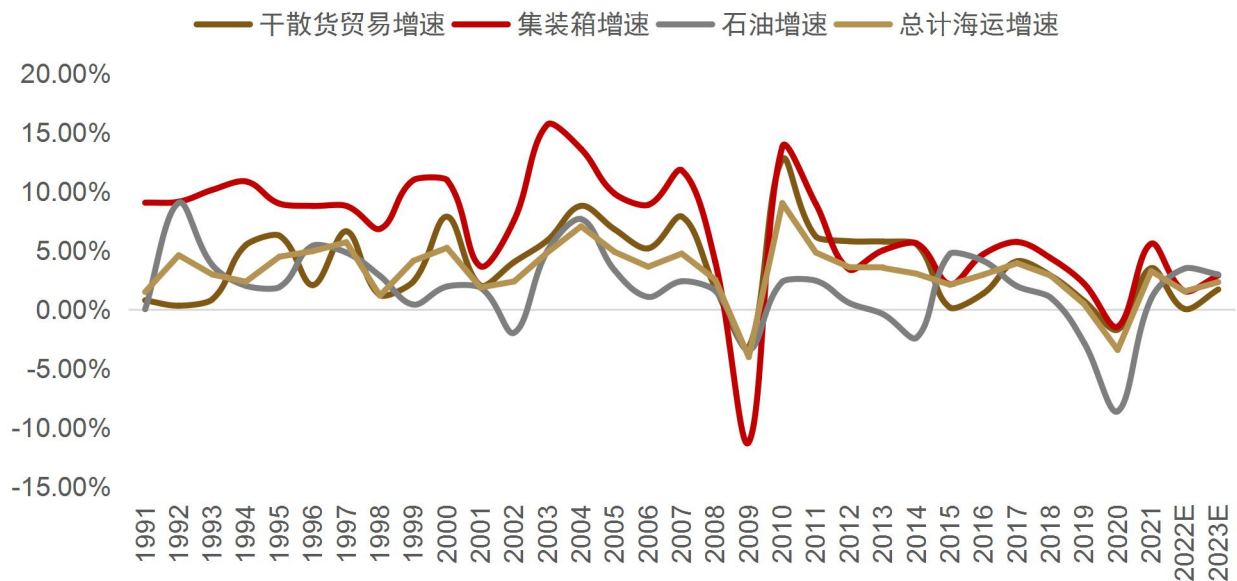
图 10：1990-2022 年海运价格



资料来源：国际船舶网，克拉克森，山西证券研究所

从海上贸易的增速来看，干散货、集装箱、石油及海运受疫情的冲击总体都在 2020 年出现一个大的低谷，但很快修复，并于 2021 年再次回归正增长，根据克拉克森预测，2022-2023 年的增速有望持续保持小幅增长。

图 11：1991~2023E 国际贸易和海运增速



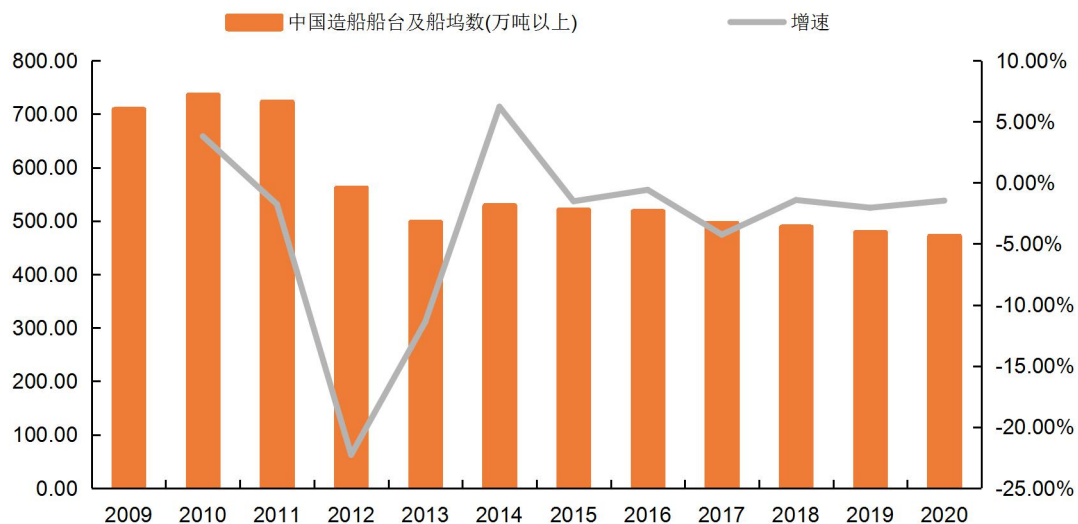
资料来源：国际船舶网，克拉克森，山西证券研究所

2.2 供给端上升面临压力，造船厂议价能力有望持续提升

从供给端看，环视全球，过去的三轮周期中，每一轮周期均伴随着造船业转移并伴随技术变革。二十世纪六十年代以来的第一轮周期，世界造船中心由欧美转移至日本，第二轮中则由欧日转移至日韩，第三轮再由日韩转向中韩。目前来看，欧洲仅在极少数高附加值船舶市场及关键配套系统仍然处于主导地位；日本总体市占率已经降至 10% 以内，更多依靠国内市场，海外市场基本被中韩瓜分；韩国造船长期获得政府的政策和资金的支持，目前在一些高端船型上具备较大的竞争优势，并以低价高效抢占市场份额；中国造船则受益经济发展红利，正在逐步从造船大国向造船强国转变。

而在已经进入的当前第四轮船舶周期中，中国仅头部造船厂具有产能扩张能力。2009-2020 年间的持续低迷导致大量产能已经被淘汰，国内万吨以上的造船船台和船坞数从 2010 年的 736 个降至 472 个，在当前土地、劳动力成本相比十年前大幅上升后，未来国内船厂大幅扩张可能性较弱，而到目前为止中韩均没有向外转移的迹象，东南亚国家产业链完整性与中国差距明显，碳中和背景下对船舶技术以及工艺的要求上了一个新的台阶，暂时还没有哪个国家有承接造船业转移的能力，这也意味着在这新一轮周期中，造船的供应端释放会非常缓慢，即使本轮周期需求端最终弱于上轮，头部造船厂的盈利能力及持续性大概率会超市场预期。

图 12：中国造船船台和船坞数



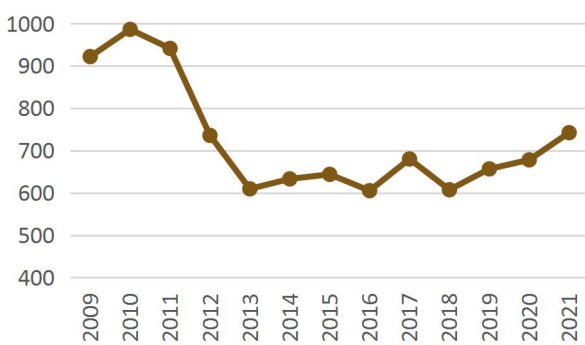
资料来源：wind，中国船舶工业统计年鉴，山西证券研究所

从产能利用率的角度看，中国在 2013-2020 年间的造船产能利用监测指数（CCI）持续低于 700 点，处于偏冷的区间，国内船舶企业也是经历了漫长的去产能过程。

直到 2021 年，随着全球造船市场的复苏，中国造船产能利用监测指数（CCI）升至 742 点，与 2020 年相比提高 64 点，同比增长 9.4%，自 2013 年以来首次回升至正常水平线以上。一季度，全球集装箱船运费大幅上涨，集装箱新船订单爆发式增长。受原材料价格过快上涨影响，重点监测造船企业主营业务收入和利润率等指标环比大幅下降。季末 CCI 小幅下探至 652 点，比 2020 年四季度下降 26 点。二季度，国际航运市场延续回暖态势，全球新造船市场持续活跃，新船价格稳步回升，重点监测造船企业手持船舶订单连续 6 个月回升。季末 CCI 逐步回升至 706 点，自 2012 年以来首次回升至正常水平线以上。三季度，国际海运综合运费指数环比增长 40.6%，集装箱船与散货船运费延续上涨态势，重点监测造船企业手持船舶订单回升至 9000 万载重吨以上。季末 CCI 快速上涨至 752 点，为近 9 年以来的最高点。四季度，国际航运市场高位震荡回落，新船价格指数惯性上涨，重点监测造船企业手持订单充足，生产任务饱满，但企业效益同比下降。年末 CCI 回落至 742 点，环比下降 10 点，保持在正常区间。

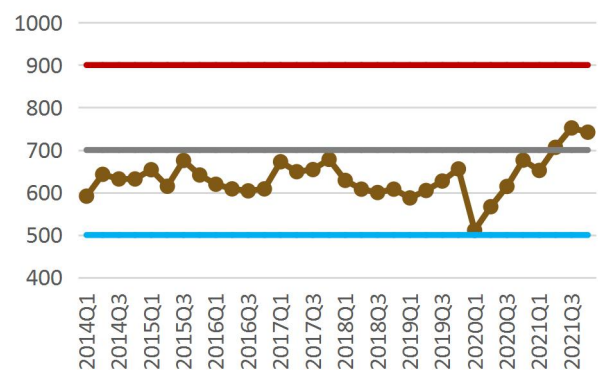
展望 2022/2023 年，新冠肺炎疫情对世界经济影响的不确定性依然存在，外部环境仍然复杂严峻，但航运和造船行业信心已经得到明显提振，加上国际海事环保新法规即将生效和去碳化需求带来的市场机会，全球新船订造需求不会大幅萎缩，仍将保持一定规模。综合分析，未来两年 CCI 有望逐步抬升，并保持在正常区间波动。

图 13：2009-2021 中国造船产能利用监测指数（CCI）



资料来源：中国船舶工业协会，山西证券研究所

图 14：2014-2021 季度监测 CCI



资料来源：中国船舶工业协会，山西证券研究所

3. 中国船舶有望迎来估值业绩双提升

2009~2016 年为 2008 金融危机前的经济繁荣带来的大量船舶订单及随后数年的交付高峰，叠加后期经济危机导致的全球经济低迷海运需求不景气，2016~2019 年间订单和交付虽有反复，但总体维持在低位，量缩价减。直到 2020 年下半年，随着海运市场的复苏，造船业迎来新一轮景气周期，公司盈利有望自 2022

年起迎来持续快速的的增长。同时，中国船舶工业集团和中国船舶重工集团在 2019 年成功重组为中国船舶集团后，2021 年开始，进入上市公司层面的资产整合期，中船科技率先发力，整合集团旗下的风电资产，预计船舶总装资产的整合也为期不远。中国船舶作为船舶总装的核心平台，有望迎来戴维斯双击。

3.1 公司业绩进入持续高增期

中国船舶的核心业务为船舶造修，包含了军船与民船部门，而公司海工业务 2021 年起也并入了船舶造修，2021 年在业务结构中占比高达 84%，此外还有动力装备、机电设备等业务，占比分别为 10.3%、6.8%。

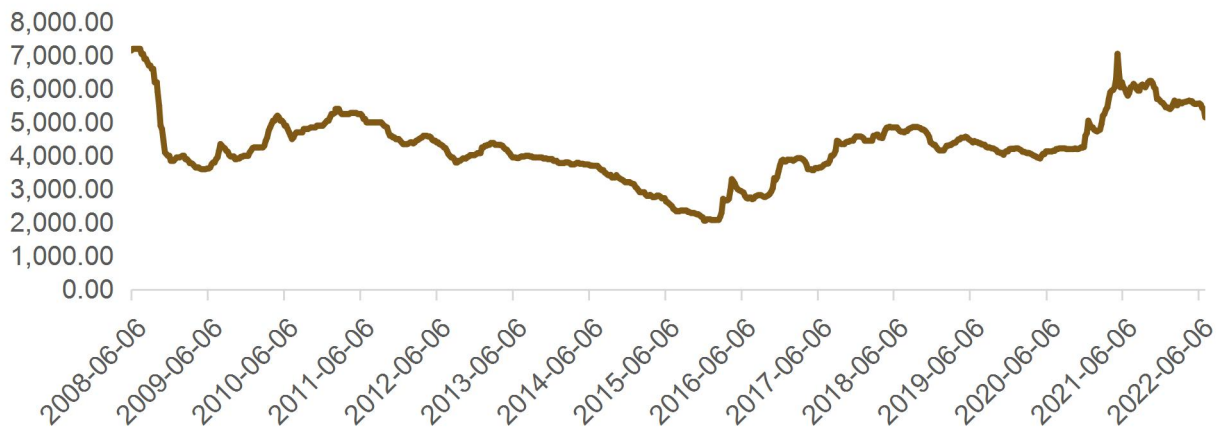
船舶造修业务：由于 2020 年以来海运价格尤其是集装箱运价大涨，造船行业景气度大幅提升，根据中国船舶工业行业协会数据，2021 年我国承接新船订单 6707 万载重吨，新增订单累计同比增长 131.8%。中国船舶全年共承接民品船舶订单 132 艘，共计 1211.17 万载重吨，实现同比增长 100%左右；2021 年公司累计手持订单为 220 艘，共计 1993.43 万载重吨。

根据船舶类型的不同，船舶的交付周期差异较大，通常在 16-36 个月之间，随着 2021 年新增订单量的大幅增长，我们认为，根据前期的订单情况和产能状况，公司当前订单的排产周期或已到 2026 年。因此，2023 年开始，2021 年的新增订单进入批量交付期，公司有望实现大幅增长并在随后保持较高增速。同时，新增造船订单价格自 2021 年以来环比持续提升，我们推测，排产到 2024 年交付的船舶的价格与利润空间或将比 2023 年更高。

收入方面，我们预计公司船舶造修业务预计从 2022 年底开始交付的新船订单将带来增长，而 2021 年与 2022 年上半年主要交付的还是 2018-2019 年承接的低价订单，2022 年四季度开始或有小批量高毛利订单交付，并在 2023 年实现大幅增长，因此我们预计公司 2022-2024 年造船业务分别同比增长 7.00%/32.00%/45.00%；毛利率方面，根据 wind 数据，2021 年造船板平均价格相较于 2020 年上涨了 38%，通常钢板占造船成本比重在 30%左右，造船板价格上涨 30%意味着总成本上涨 10%左右，考虑到船厂与上游钢厂之间长期合作，且采购量较大，我们预计中国船舶的造船成本实际受到的影响将小于测算的情况，2021 年公司船舶造修业务毛利率从 2020 年 9.27%下降至 8.99%的情况，幅度轻微，造修业务毛利率主要与新船价格相关，我们预计 2022 年造船业务毛利率会出现小幅回升，预计上升至 10%左右；2023 年开始所交付船舶主要为今年签单船舶，根据克拉克森，今年新船造价指数同比去年上升 22.4%，我们推测 2023 年公司毛利率将有较为明显的提升。因此我们假设公司 2022-2024 年公司船舶造修毛利率分别为 10.2%/ 11.5%/ 14.8%。

图 15：2008-2022 年造船板价格

价格:造船板:20mm:上海 元/吨



资料来源：wind，山西证券研究所

动力装备业务：2018-2020 年间，公司动力装备业务持续下滑，但随着 2021 年造船行业景气复苏，动力装备同比大增 69.6%，但毛利率大幅下滑，大概率与结算周期有关，我们预计 2022-2024 年动力装备业务增与船舶造修业务相近，毛利率分别为 15.2%/ 16.3%/ 16.5%。。

机电业务：过去几年机电设备整体保持较快增长，2021 年增长 27%，我们预计 2022-2024 年机电板块仍将保持较快增长，预计收入增速分别为 20.00%/25.00%/25.00%，毛利率参考历史情况，波动较大，谨慎起见，我们预计 2022-2024 年毛利率分别为 10%/ 11%/ 11.5%。

表 3：中国船舶业务营收拆分（单位：百万元）

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
船舶造修+海工业务	营业收入	47,121.61	50,089.47	53,596	70,746	88,433
	增长率	159.07%	6.30%	7.00%	32.00%	25.00%
	营业成本	42,751.98	45,587.62	48,129	62,611	75,345
	毛利率	9.27%	8.99%	10.20%	11.50%	14.80%
动力装备	营业收入	3,623.81	6,147	6,824	9,212	12,897
	增长率	-8.46%	69.64%	11.00%	35.00%	40.00%
	营业成本	2,703.64	5,181	5,786	7,710	10,769
	毛利率	25.39%	15.72%	15.20%	16.30%	16.50%
机电设备及其他	营业收入	3,209.63	4,076	4,891	6,113	7,642
	增长率	113.97%	26.98%	20.00%	25.00%	25.00%
	营业成本	2,861.15	3,875	4,402	5,441	6,763
	毛利率	10.86%	4.92%	10.00%	11.00%	11.50%

资料来源：山西证券研究所

表 4：经营及估值预测表

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	55,244	59,740	65,310	86,072	108,971

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
YoY(%)	138.8	8.1	9.3	31.8	26.6
净利润(百万元)	306	214	992	2,596	5,981
YoY(%)	-24.4	-30.1	363.8	161.8	130.4
毛利率(%)	10.7	10.6	10.7	12.0	14.8
EPS(摊薄/元)	0.07	0.05	0.22	0.58	1.34
ROE(%)	0.5	0.4	2.0	4.8	9.6
P/E(倍)	285.3	408.1	88.0	33.6	14.6
P/B(倍)	1.9	1.9	1.9	1.8	1.6
净利率(%)	0.6	0.4	1.5	3.0	5.5

资料来源：Wind，山西证券研究所

3.2 投资建议

随着造船行业景气度的回升，2021年新船订单上升趋势明显，虽然2022年上半年有所回落，但新船价格指数持续上扬，中国船舶（沪东中华未在上市公司）占全国的市场份额在20%左右，将持续受益于行业的复苏和景气上行。由于造船行业周期性较强，2021年新增订单呈现明显的底部上行趋势，行业历经多年低迷期开始走向复苏，但参考上两轮周期，订单上行并非线性的，在行业长期低迷之后，订单突然爆发会导致船东和船厂的预期产生巨大分歧，随后的订单一般会出现短时间的回落，但因为需求已经起来，新船价格往往能够继续上升。

2021年公司的造船新签订单和手持订单均大幅增长，表明中国船舶作为行业龙头在行业复苏时期的强大实力。同时，由于2021年的订单主要集中在集装箱船，根据目前船队的船龄情况以及环保要求的愈发严格，我们认为运油船和干散货船的订单在不久的将来也会逐渐释放，未来2-3年造船市场的景气度有望持续。

参考公司历史的PB和PE情况，中国船舶PE的波动非常大，看不出太过明显的趋势，PB则相对平滑，可以很明显看到景气阶段PB的快速提升。同时参考可比公司，我们选择主营业务为船舶造修，同样也具有造船业务上市公司有中国重工、中船防务、江龙船艇和亚星锚链等，可以发现，受行业周期影响，像中国重工和江龙船艇市场关注度非常低，WIND上近期基本没有研究员覆盖，也没有相应的盈利预测，从估值的角度看相对中国船舶明显更高。

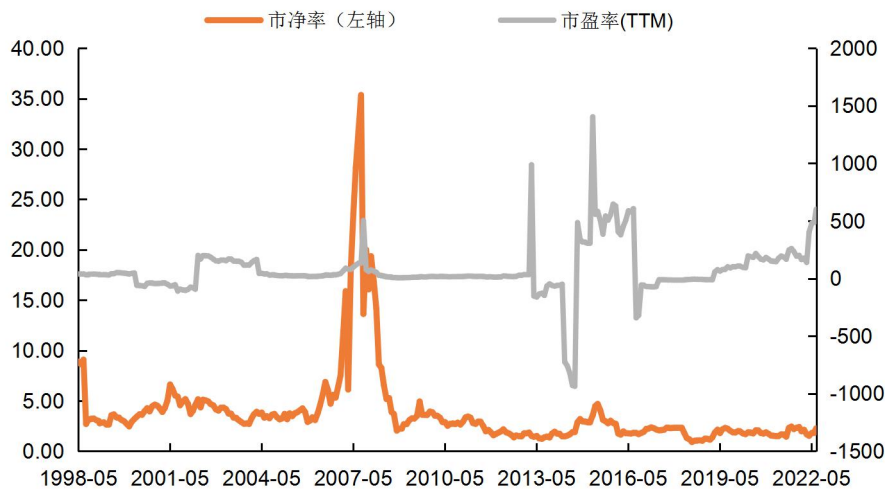
表 5：可比公司估值对比

指标	中国船舶	中国重工	中船防务	江龙船艇	亚星锚链
PE_22	88.0	\	293.38	\	57.89
PE_23	33.6	\	208.24	\	40.88

资料来源：Wind，山西证券研究所

注：中国船舶估值源于模型数据，其他可比公司估值来源于Wind一致预期。

图 16：1998-2022 年中国船舶 PB 和 TTM PE



资料来源：Wind，山西证券研究所

综合来看，船舶制造行业已经走出低迷阶段，正大踏步走向景气阶段，对船舶制造企业来说，不景气期间与景气期间公司盈利能力差异巨大，2021 年订单将主要在 2023 年开始交付，站在当前时点，公司盈利即将迎来释放期，我们预计 2022-2024 年中国船舶收入分别为 653.1、860.7 和 1089.7 亿元，同比增长 9.32%、31.79%和 26.61%；归母净利润分别为 9.92、25.96 和 59.81 亿元，同比增长 364%、162%和 130%，对应 EPS 为 0.22、0.58 和 1.34 元，PE 为 88、34、15 倍，首次覆盖给予“买入-A”评级。

4. 风险提示

全球经济衰退和滞涨风险：在今年以来国际地缘冲突、疫情反复侵扰的背景下，全球市场信心不足，国际脱钩风险加剧，经济流动性和下行风险持续，全球面临政治局势和产业链结构的重整，欧美地区滞涨风险高升，警惕经济衰退和滞涨的连锁反应。

成本端面临价格风险：1) 大宗原材料价格风险：去年以来国际大宗商品价格持续高涨，而船舶修建、海工项目都需要钢材等金属大宗原材料；2) 公司存在较多海外项目和外币结算订单，不稳定的国际环境提高汇率超预期波动的概率，或对业绩和盈利带来负面影响。

疫情持续扩大风险：今年国内疫情多次反复，接连侵扰广东、上海、北京等地，造成大量制造业停滞，物流不畅，关键交通枢纽停运全国范围内出行骤减，虽然当下国内已经逐步恢复正轨，但 BA5 在海外卷土重来，仍需警惕疫情反扑导致正常的经营活动、及整合的推进受阻。

财务报表预测和估值数据汇总
资产负债表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	109953	118481	121192	155865	188093
现金	51261	52864	48199	55859	77731
应收票据及应收账款	6192	5017	7237	8913	11534
预付账款	14044	14614	16716	24573	27701
存货	31366	32687	37253	53608	57778
其他流动资产	7090	13298	11787	12911	13349
非流动资产	42556	41921	44388	52533	61241
长期投资	4159	3749	4913	5220	5955
固定资产	22627	23506	24704	31509	38290
无形资产	4320	4224	4587	5021	5662
其他非流动资产	11450	10442	10184	10783	11335
资产总计	152510	160402	165579	208398	249334
流动负债	90142	93117	98656	139503	175323
短期借款	7300	6268	6784	8141	9769
应付票据及应付账款	26437	29711	31598	48051	49590
其他流动负债	56405	57138	60274	83311	115964
非流动负债	9542	14181	12883	12334	11592
长期借款	4080	7932	6634	6085	5343
其他非流动负债	5462	6249	6249	6249	6249
负债合计	99684	107298	111539	151837	186915
少数股东权益	7049	7063	7142	7258	7257
股本	4472	4472	4472	4472	4472
资本公积	33613	33779	33779	33779	33779
留存收益	7217	7273	7958	9654	12831
归属母公司股东权益	45777	46041	46898	49302	55162
负债和股东权益	152510	160402	165579	208398	249334

现金流量表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	974	2024	2554	16455	31740
净利润	256	232	1070	2713	5979
折旧摊销	2184	2112	2168	2685	3482
财务费用	-39	-759	-399	-569	-621
投资损失	-735	-23	-278	-225	-309
营运资金变动	-2749	-812	303	12199	23537
其他经营现金流	2057	1275	-310	-348	-329
投资活动现金流	-2557	-4558	-4046	-10258	-11553
筹资活动现金流	2591	676	-3173	1462	1685
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.07	0.05	0.22	0.58	1.34
每股经营现金流(最新摊薄)	0.22	0.45	0.57	3.68	7.10
每股净资产(最新摊薄)	10.24	10.29	10.49	11.02	12.33

利润表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	55244	59740	65310	86072	108971
营业成本	49325	53409	58317	75762	92877
营业税金及附加	173	195	208	278	350
营业费用	402	616	544	742	941
管理费用	2548	2769	3020	3873	4686
研发费用	3263	3121	3432	4304	5013
财务费用	-39	-759	-399	-569	-621
资产减值损失	-1689	-1485	-275	172	109
公允价值变动收益	229	381	305	343	324
投资净收益	735	23	278	225	309
营业利润	176	250	1216	3234	7383
营业外收入	147	95	86	93	105
营业外支出	12	17	45	43	29
利润总额	311	328	1258	3285	7459
所得税	55	96	188	572	1480
税后利润	256	232	1070	2713	5979
少数股东损益	-50	18	78	117	-2
归属母公司净利润	306	214	992	2596	5981
EBITDA	1589	1629	2486	5007	9621

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	138.8	8.1	9.3	31.8	26.6
营业利润(%)	-71.2	41.5	387.4	166.0	128.3
归属于母公司净利润(%)	-24.4	-30.1	363.8	161.8	130.4
获利能力					
毛利率(%)	10.7	10.6	10.7	12.0	14.8
净利率(%)	0.6	0.4	1.5	3.0	5.5
ROE(%)	0.5	0.4	2.0	4.8	9.6
ROIC(%)	-0.7	-0.5	0.4	2.8	6.5
偿债能力					
资产负债率(%)	65.4	66.9	67.4	72.9	75.0
流动比率	1.2	1.3	1.2	1.1	1.1
速动比率	0.7	0.7	0.6	0.5	0.5
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.4	0.4	0.5	0.5
应收账款周转率	13.1	10.7	10.7	10.7	10.7
应付账款周转率	3.0	1.9	1.9	1.9	1.9
估值比率					
P/E	285.3	408.1	88.0	33.6	14.6
P/B	1.9	1.9	1.9	1.8	1.6
EV/EBITDA	39.7	36.8	24.6	10.9	3.5

数据来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所:

上海

上海市浦东新区杨高南路 799 号陆家嘴世纪金融广场 3 号楼 802 室

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话: 0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话: 010-83496336

