

中国船舶 (600150)

军船为基，民船受益新一轮周期有望贡献较大弹性

买入 (首次)

2022 年 09 月 06 日

证券分析师 苏立赞

执业证书: S0600521110001

sulz@dwzq.com.cn

证券分析师 钱佳兴

执业证书: S0600521120002

qianjx@dwzq.com.cn

研究助理 许牧

执业证书: S0600121120027

xumu@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	59,740	65,231	73,975	85,519
同比	8%	9%	13%	16%
归属母公司净利润 (百万元)	214	525	2,366	6,611
同比	-30%	145%	351%	179%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.05	0.12	0.53	1.48
P/E (现价&最新股本摊薄)	574.81	234.30	51.94	18.59

投资要点

- 造船是大周期，供需错配是造船周期产生的主要原因。复盘过去百年造船周期，大致可分为六个大的阶段，每个阶段持续 20 余年，从峰谷到峰顶，造船产量通常是数倍之变。供需错配是造船周期产生的主要原因。
- 民用造船业已进入新的周期上行阶段，呈现量价齐升状态。

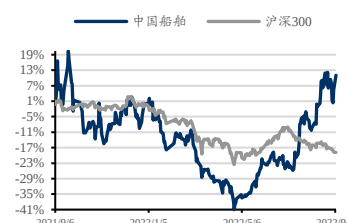
需求端：运价高位+环保政策约束+到龄船只更新，新造船需求进入上行周期。新船需求包括新增需求、替代需求和投机需求三大类。其中，新增需求主要取决于航运需求，替代需求由技术进步、环保政策和船舶到龄更新共同决定。当前，航运市场运价保持高位运行带动新增需求，环保政策约束叠加到龄船只更新拉动替代需求。

供给端：全球造船产能基本出清，当前呈现偏紧状态。金融危机以来，受订单大幅减少和船价持续走低等因素影响，全球造船企业破产清算与兼并重组案件达到数百起，产能出清过程基本结束。2021 年世界造船活跃产能利用率同比大幅攀升，达 93.9%；全球大部分的 2022 年新接订单都将在 2024 年之后交付，造船业已呈现产能偏紧状态。

造船量价齐升：1) 量：造船市场新订单已于 2020 年开始上升，2022 年新订单量远高于 2020 年。2) 价：造船价格持续提升，8 月初达 2009 年 3 月以来新高；2022 年 1-7 月新接订单单船价值量创新高。

- 公司是造船旗舰上市公司，民船受益周期向上有望贡献较大弹性。公司下属子公司造船完工量和新接订单量位居行业前列，当前订单饱满，排期已至 2026 年。船价上涨情况下，新接订单价值量上升，随着 2020 年之前承接的低价订单逐步消化，公司业绩有望迎来较大弹性；造船板等原材料价格下降有望进一步提升利润空间；国企改革也有望带来催化。
- 海军装备体系建设加速推进，军船具备长期向上成长空间。我国海军正加快推进由近海防御型向远海护卫型转变，需要强大的海军装备做支撑，公司下属江南造船和广船国际均是重要的军船建造企业，有望持续受益一流海军建设。
- 盈利预测与投资评级：基于军船业务持续成长性和民船业务弹性，我们预测公司 2022-2024 年归母净利润分别为 5.25/23.66/66.11 亿元，对应 PE 分别为 234/52/19 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：航运景气度下滑，新接订单量低于预期；原材料等成本波动风险；汇率波动风险；国企改革进度不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	27.48
一年最低/最高价	14.25/30.99
市净率(倍)	2.66
流通 A 股市值(百万元)	67,142.10
总市值(百万元)	122,902.34

基础数据

每股净资产(元,LF)	10.34
资产负债率(%LF)	68.75
总股本(百万股)	4,472.43
流通 A 股(百万股)	2,443.31

相关研究

内容目录

1. 民用造船业已进入新的周期上行阶段，呈现量价齐升状态	5
1.1. 复盘百年历史，供需错配是造船周期产生的主要原因	5
1.2. 需求端：运价高位+环保政策约束+到龄船只更新，新造船需求进入上行周期	6
1.2.1. 新增需求：航运市场运价保持高位带动	7
1.2.2. 替代需求：环保政策约束叠加到龄船只更新拉动	8
1.3. 供给端：全球造船产能基本出清，当前呈现偏紧状态	10
1.4. 量价齐升，造船业进入新的周期上行阶段	11
2. 海军装备体系建设加速推进，军船具备长期向上成长空间	12
3. 中国船舶：军船为基，民船受益周期向上贡献较大弹性	14
3.1. 中国船舶基本情况	14
3.1.1. 公司是国内造船旗舰上市公司，拥有军民造修船业务	14
3.1.2. 历史业绩受造船周期影响较大，已走出 2016-2017 造船周期最底部区域	16
3.2. 军船为基，有望持续受益一流海军建设	17
3.3. 弹性一：民船受益周期向上有望贡献较大弹性	18
3.4. 弹性二：原材料价格下降有望进一步提升利润空间	20
3.5. 弹性三：国企改革有望带来催化	21
4. 盈利预测与投资评级	21
4.1. 核心假设	22
4.2. 盈利预测	22
4.3. 估值与评级	23
5. 风险提示	23

图表目录

图 1:	复盘 1886 年以来的造船周期, 需求和供给的错配是造船周期产生的主要原因	1
图 2:	新船需求的来源包括新增需求、替代需求和投机需求三大类	1
图 3:	中国出口集装箱运价指数 (CCFI) 维持高位水平	1
图 4:	中国进口油轮运价指数 (CTFI) 正持续上升	1
图 5:	北方国际干散货运价指数 (TBI) 维持相对高位	1
图 6:	半数以上航运企业看涨下半年运价 (2022 年 7 月)	1
图 7:	集装箱船港口拥堵仍严重	1
图 8:	运价上涨将推动造船新增需求上升	1
图 9:	IMO 关于船舶减少碳排放战略的时间表	1
图 10:	现役仅 21.7% 的船舶符合 EEDI 和 EEXI 要求, 更新替代需求大	1
图 11:	拥有万吨以上船舶接单或交船业绩的单体船厂数量持续下降	1
图 12:	大部分 2022 年的造船订单将于 2024 年以后交付	1
图 13:	世界造船活跃产能利用率回升至高位 (GCT 测算)	1
图 14:	造船市场新订单已于 2020 年开始上升	1
图 15:	2022 年造船新签订单量 (周度累计) 远高于 2020 年	1
图 16:	克拉克森造船价格指数保持上升趋势	1
图 17:	2022 年 1-7 月, 全球新承接船舶单船价值量大幅提升 (万美元)	1
图 18:	全球新船订单修载比自 2020 年以来持续上升	1
图 19:	十三五以来, 我国海军装备密集“下饺子”	1
图 20:	航母战斗群由航母、驱逐舰、护卫舰等多舰组成	1
图 21:	中国船舶已发展为国内造船旗舰上市公司之一	1
图 22:	中国船舶股权结构 (截至 2022 年 9 月 2 日)	1
图 23:	2021 年, 公司营业收入平稳增长	1
图 24:	公司归母净利润已脱离 2016-2017 年造船周期最底部区域	1
图 25:	2018-2021 年, 公司营业收入保持增长趋势	1
图 26:	2018-2021 年, 公司归母净利润因非经常损益呈现波动状态	1
图 27:	公司营业收入主要由船舶造修及海洋工程贡献	1
图 28:	2018-2021 年, 公司整体毛利率维持 10.5% 以上	1
图 29:	2022 年 6 月 17 日, 我国 003 号航母在江南造船厂下水	1
图 30:	江南造船拥有多型驱逐舰产品	1
图 31:	广船国际建造的新型综合补给舰首舰	1
图 32:	广船国际拥有特种辅船等产品	1
图 33:	2021 年, 我国三大造船指标实现全面增长	1
图 34:	中国造船新接订单量占比保持领先 (%)	1
图 35:	中国造船手持订单量占比保持领先 (%)	1
图 36:	中国造船完工量占比保持领先 (%)	1
图 37:	公司下属子公司造船完工量和新接订单量位居行业前列	1
图 38:	船价上涨的同时, 造船板价格正持续下降	2
表 1:	全球船队中, 15 年和 20 年以上船龄船舶占比较高	1
表 2:	公司下属子公司主要业务情况	1

表 3: 公司业务拆分及预测 (单位: 百万元)	2
表 4: 可比公司估值情况 (截至 2022 年 9 月 5 日)	2

1. 民用造船业已进入新的周期上行阶段，呈现量价齐升状态

供需错配是造船周期产生的主要原因。当前阶段，从需求端新造船三大需求看，运价上涨带动新增需求，环保政策约束、技术进步叠加船龄原因的更换需求带动替代需求，且投机需求较少；从供给端看，全球造船业经过 2012-2016 年和 2016-2020 年两轮调整，产能已基本出清。我们判断，造船业已进入新的周期上行阶段。

1.1. 复盘百年历史，供需错配是造船周期产生的主要原因

复盘 1886-2020 年间的造船周期，需求和供给的错配是造船周期产生的主要原因。在此期间，造船周期大致可分为六个大的阶段，每个阶段持续 20 余年，其中又包含多个独立的小周期（峰顶到峰顶），从峰谷到峰顶，造船产量弹性极大，变化是通常数倍之多：

1) 1886-1919 年：造船周期跟随国际贸易周期，总体呈现上行，间有波动。其中，由于一战后欧洲扩大产能弥补战时的运力损失，1919 年造船产量达到该阶段的最高峰 700 万 GRT，是和平时期基本需求的三倍。

2) 1920-1940 年：造船产能过剩叠加 20 世纪 30 年代大萧条引发贸易量下降，造船市场持续低迷。该阶段持续 20 年之久，每年造船产量均未超过 1919 年水平，其中，1933 年的阶段性低点造船产量仅有约 49 万 GRT。

3) 1945-1973 年：二战结束之初造船产能严重紧缺叠加战后贸易量激增，造船市场迎来持续成长期。二战结束前的 1944 年全球造船产量为 2030 万 GRT（美国占比四分之三），由于美国在战后事实上退出了全球造船市场，以及德国和日本造船能力受损，全球造船产能紧缺，1947 年全球造船产量下降至 209 万 GRT，相比 1944 年下降 90%。20 世纪 60 年代后，国际贸易迅速增长，船舶行业订单呈稳步上升趋势，全球造船产量在 1975 年空前扩张至 3600 万 GRT，超过了一战和二战之间整个时期的总和。

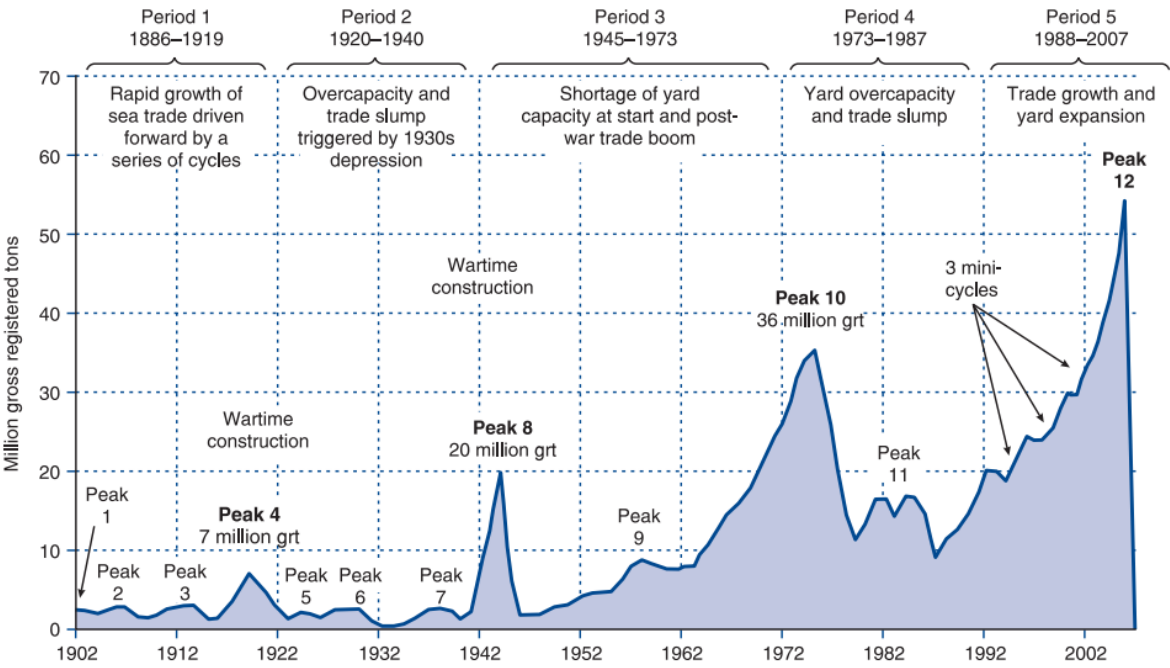
4) 1973-1987 年：造船产能过剩和全球贸易量回落，造船业进入深度衰退期。1973 年石油危机后全球贸易量回落，韩国新进入造船市场加剧了产能过剩，造船业进入衰退期，直到 20 世纪 70 年代末全球经济复苏带来贸易量新的增长，在造船产能已大幅下降的情况下，造船业经历短暂复苏，后又因造船价格和新订单的下行在 1987 年达到谷底，当年新造船产量共 980 万 GRT，为 1962 年以来的最低水平，比 1975 年峰值下降了 73%。

5) 1988-2007 年：全球贸易增长拉动和造船产能扩张，造船业进入扩张期。中国和亚洲经济增长带动全球贸易增长，以及 20 世纪 70 年代造船高峰期建造的船只产生到龄替代需求，拉动该阶段的造船需求；韩国在该时期确定了全球领先的造船地位，中国也在积极争取领先地位，中、韩、日形成了“三足鼎立”的竞争格局。2007 年全球造船产量达到 6200 万 GRT，是 1987 年低谷期的五倍。

6) 2008-2020 年：2008 年全球金融危机引起全球贸易量下滑，叠加此前造船业产

能大幅扩张，全球造船业进入调整期。据中国水运报报道，受金融危机影响，2009 年全球新船成交量下滑 70%至 5764 万载重吨，新船价格大幅下滑 30%，2016 年新造船市场成交量仅为 3000 万载重吨，2017-2018 年基本恢复至 9000 万载重吨的正常水平。

图1：复盘 1886 年以来的造船周期，需求和供给的错配是造船周期产生的主要原因

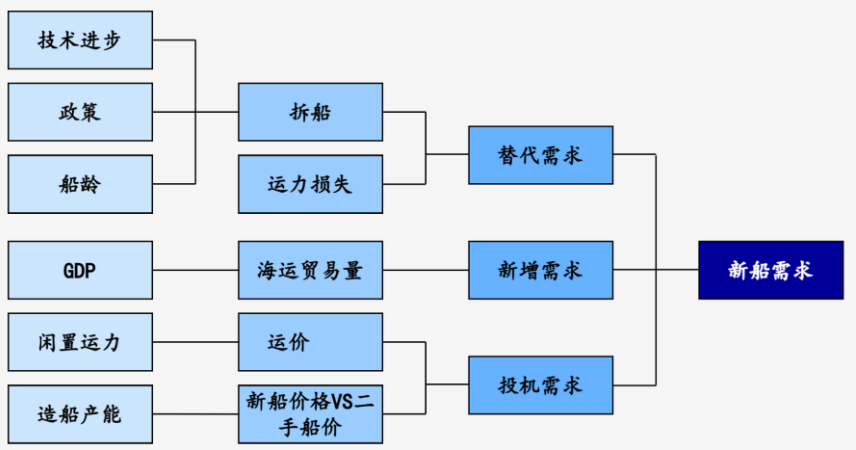


数据来源：Maritime Economics、东吴证券研究所

1.2. 需求端：运价高位+环保政策约束+到龄船只更新，新造船需求进入上行周期

造船需求既跟随航运贸易波动，也受船舶本身到龄更新替换等因素影响，相应地，新船需求包括新增需求、替代需求和投机需求三大类。其中，新增需求主要取决于航运需求，替代需求由技术进步、环保政策和船舶到龄更新共同决定，投机需求受运价、新船价格与二手船价对比的共同影响。

图2：新船需求的来源包括新增需求、替代需求和投机需求三大类



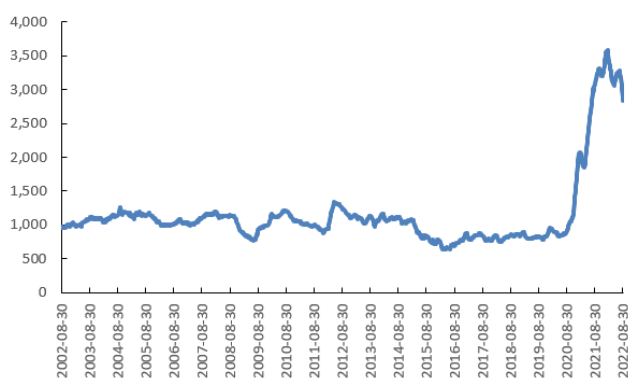
数据来源：《船舶贸易与经营》、东吴证券研究所

当期阶段，航运市场运价维持高位带动新增需求，环保政策约束、技术进步叠加船龄原因的更换需求带动替代需求，新造船需求进入上行周期；且二手船价并未普遍高过新船价格，我们判断投机需求较少，因此，当前新增的造船需求较为坚实。

1.2.1. 新增需求：航运市场运价保持高位带动

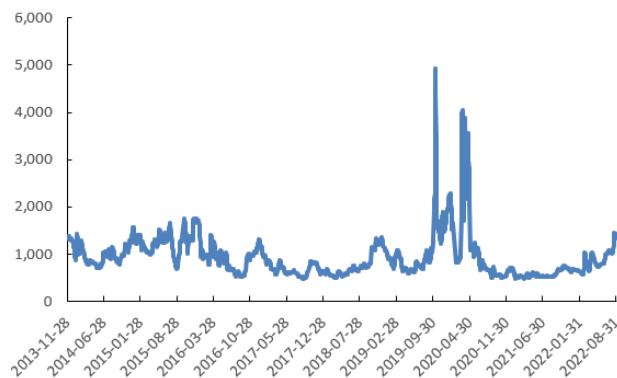
当前阶段，航运市场运价仍在高位，且有望进一步上涨。据 2022 年 9 月 2 日最新数据显示，中国出口集装箱运价指数（CCFI）为 2830.11 点，与去年同时期基本持平，约为 2020 年同时期的 3.1 倍；中国进口油轮运价指数（CTFI）为 1333.67 点，自 2022 年初以来有所上涨；北方国际干散货运价指数（TBI）为 1057.63 点，虽较今年初有所下降，但仍处于 2014 年 3 月以来的相对高位水平。据中国航务周刊 2020 年 7 月报道，上海国际航运研究中心中国航运景气指数编制室就航运企业对 2022 年下半年市场运价走势的调查显示，半数以上航运企业看涨下半年运价，其中，有 55% 的集装箱运输企业和 58.82% 的干散货运输企业认为下半年运价水平将持续上涨。

图3：中国出口集装箱运价指数（CCFI）维持高位水平



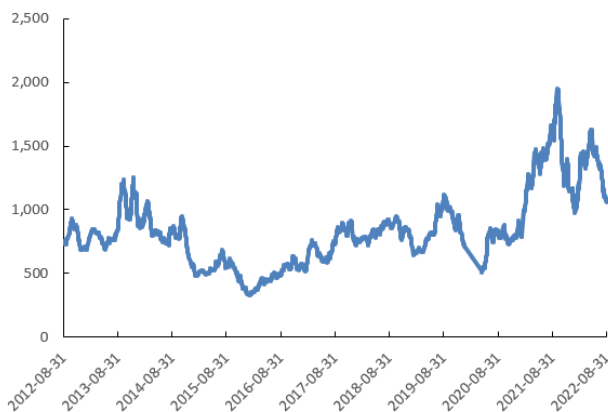
数据来源：Wind、东吴证券研究所

图4：中国进口油轮运价指数（CTFI）正持续上升



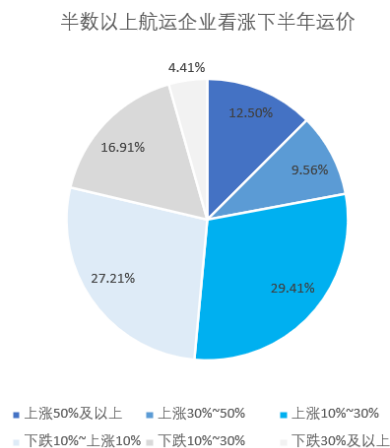
数据来源：Wind、东吴证券研究所

图5：北方国际干散货运价指数（TBI）维持相对高位



数据来源：Wind、东吴证券研究所

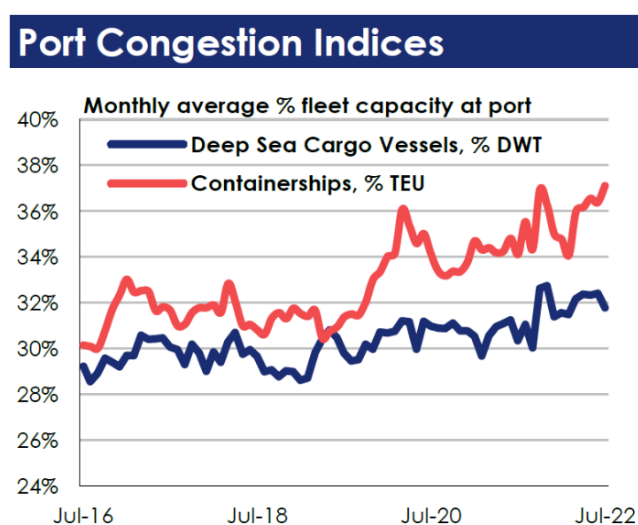
图6：半数以上航运企业看涨下半年运价(2022年7月)



数据来源：中国航务周刊、东吴证券研究所

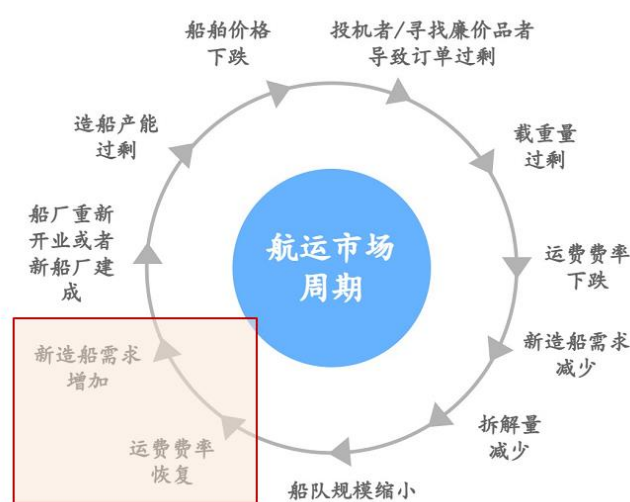
全球供应链体系失衡是航运市场运价维持高位的主要原因。由于疫情对全球供应链造成严重冲击、国外集装箱船舶周转效率降低、运力充分投放，港口拥堵严重，是疫情以来航运市场运价上涨的重要原因。目前，全球供应链体系仍在恢复过程中，叠加欧美部分港口工人罢工，港口拥堵情况仍然严重。据证券时报网 2022 年 8 月 5 日报道，纽约和新泽西港（美国东海岸最繁忙的港口）宣布将对进出口集装箱收取“失衡费”，2022 年 9 月 1 日开始实施，当全球供应链危机缓解，这一规定将被重新评估。据海事服务网 2022 年 7 月 27 日报道，克拉克森研究在最近一期市场简报中称，7 月集装箱船的港口拥堵达到了新高，7 月 20 日的数值表示，有 37.9% 的船舶运力被困在世界各大港口，该比例远高于 2016 年-2019 年期间 31.5% 的均值。

图7：集装箱船港口拥堵仍严重



数据来源：克拉克森、东吴证券研究所

图8：运价上涨将推动造船新增需求上升



数据来源：《航运金融》、东吴证券研究所

运价维持高位将推动造船新增需求上升。在一个典型的航运周期中，运价上升会刺激市场的下单意愿，是新造船需求上升的最直接原因。当前运价保持在高位水平，且有望进一步看涨的情况，有望推动造船新增需求持续上升。

1.2.2. 替代需求：环保政策约束叠加到龄船只更新拉动

到龄船只将在未来的数年内持续拉动船舶更新需求。船舶更新周期通常约在 20-25 年左右，当前全球船队中，20 年以上船龄的船舶以运力计占比 8.7%，15 年以上船龄的船舶运力占到 21.8%；以艘数计，20 年和 15 年以上的占比分别高达 39%和 49.9%。这意味着未来数年内到龄船只只会迎来高峰期，将持续拉动船舶更新需求。

表1：全球船队中，15 年和 20 年以上船龄船舶占比较高

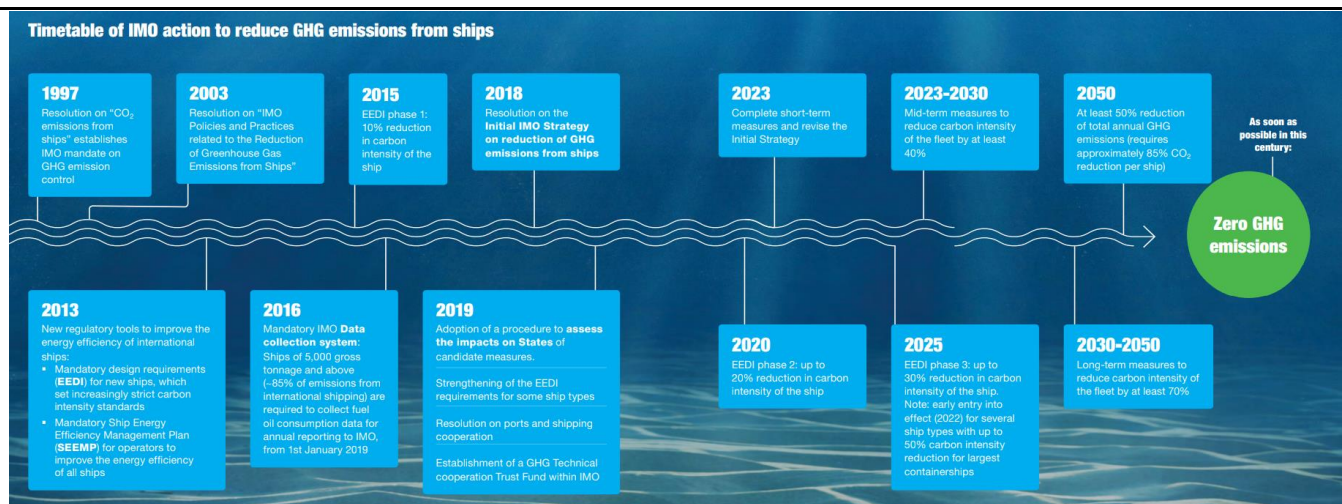
船型大类	15 年以上占比		20 年以上占比	
	运力计	艘数计	运力计	艘数计
箱船	22.7%	33.7%	6.8%	13.8%
散货船	16.7%	50.6%	7.2%	41.3%

油船	23.8%	44.5%	5.9%	30.5%
气体船	17.3%	25.6%	6.8%	14.9%
客船	41.9%	66.5%	27.8%	57.3%
其它	52.2%	51.3%	39.5%	41.4%
合计	21.8%	49.9%	8.7%	39.0%

数据来源：《新造船市场：“虎虎生威”即将来临？》、东吴证券研究所

在航运业减碳发展的大背景下，减速航行带来运力损失和老旧船舶的更新替代也是造船市场新的需求来源之一。航运业面临低碳发展的压力和挑战，国际海事组织（IMO）已提出了减少碳排放的要求。2016 年，MEPC 70 届会议通过了船舶温室气体减排战略路线图，初步确定了温室气体减排“三步走”战略实施时间表。2018 年，MEPC 72 届会议通过了船舶温室气体减排初步战略：到 2030 年，全球海运单位运输活动的二氧化碳排放平均排放量与 2008 年相比至少降低 40%，并努力争取到 2050 年降低 70%。国际海运温室气体排放量尽快达到峰值，到 2050 年，温室气体年度总排放量与 2008 年相比至少减少 50%，并努力通过愿景中提出的与《巴黎协定》温控目标一致的减排路径逐步消除海运温室气体排放。为保证减排效果，IMO 要求船舶的 EEDI（船舶能效设计指数）或 EEXI（现有船舶能效指数）值必须低于一定的标准数值，EEDI 已于 2013 年生效，EEXI 将于 2023 年 1 月 1 日生效，IMO 减碳新规的要求范围将扩大至几乎全球货运船队。

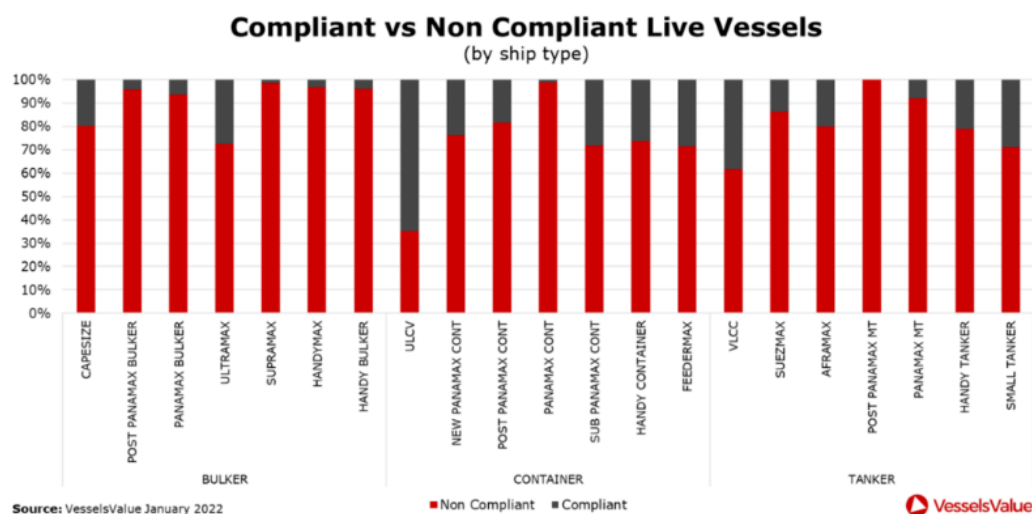
图9：IMO 关于船舶减少碳排放战略的时间表



数据来源：IMO、东吴证券研究所

截至 2022 年 1 月，据 VesselsValue 统计，在全球现役船队（散货船、油船和集装箱船）中，只有 21.7% 的船舶符合 EEDI 和 EEXI 的要求，其中，散货船队合规率最低，仅 10%，油轮合规率为 30.4%，集装箱船舶为 25.6%。目前，船舶可能的达标方式包括加装节能装置、减速航行，对不满足要求的船舶需要进行拆船。减速航行会减少市场运力，老旧船舶加装收回投资较困难，均会带来船舶更新替代需求。

图10: 现役仅 21.7%的船舶符合 EEDI 和 EEXI 要求, 更新替代需求大

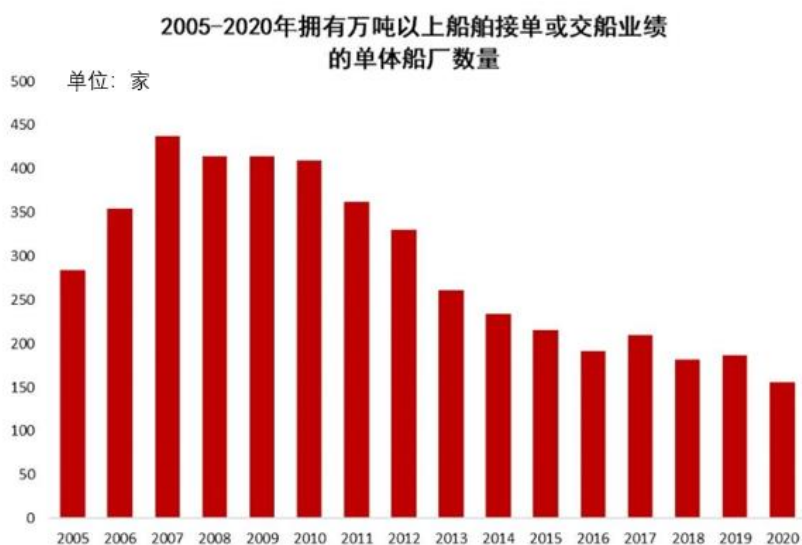


数据来源: 海事服务网、VesselsValue、东吴证券研究所

1.3. 供给端: 全球造船产能基本出清, 当前呈现偏紧状态

全球造船产能已基本出清。据中国水运报数据, 金融危机以来, 受订单大幅减少和船价持续走低等因素影响, 全球造船企业破产清算与兼并重组案件达到数百起。其中, 2012-2016 年, 船舶工业产能调整以停工、破产、清算为主, 并逐渐从中小企业向大型造船企业蔓延; 2016-2020 年, 船舶工业的调整转向大中型企业之间的兼并重组, 包括优势企业对优质船厂资产的收购和大型企业集团之间的合并重组。经过上述两轮产能调整, 在市场的的作用下, 全球拥有万吨以上船舶接单或交船记录的活跃单体船厂, 从 440 家减少至 2016 年的 180 家左右, 并保持基本稳定; 2020 年受疫情及市场回调影响, 接单或交船的船厂数量下滑至 150 家左右, 产能出清过程基本结束。

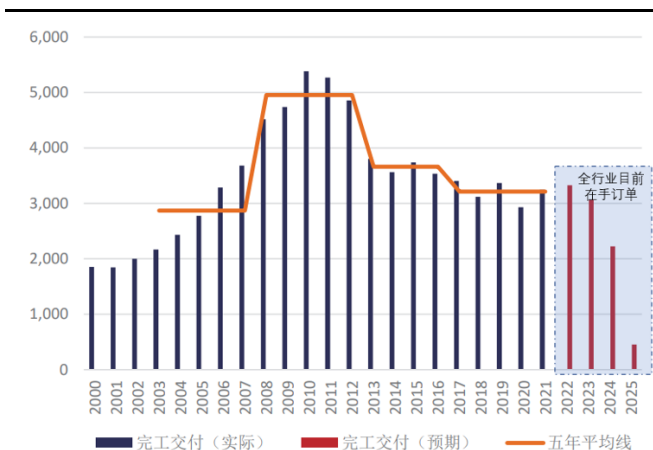
图11: 拥有万吨以上船舶接单或交船业绩的单体船厂数量持续下降



数据来源: 中国船舶工业行业协会、东吴证券研究所

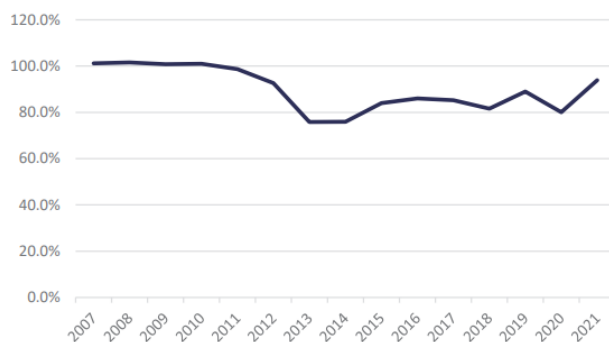
当前,全球造船产能呈现偏紧状态。当前全球新造船手持订单已突破 9000 万 CGT, 预计 2022 和 2023 年完工交付量大概率超过近 5 年 3200CGT 交付平均值, 这意味着在保持生产节奏不变的条件下, 大部分的 2022 年新接订单都将在 2024 年之后交付。2021 年世界造船活跃产能利用率同比大幅攀升, 达 93.9%, 已呈现产能偏紧状态。

图12: 大部分 2022 年的造船订单将于 2024 年以后交付



数据来源: 中国船舶工业行业协会、《新造船市场: “虎虎生威” 即将来临?》、东吴证券研究所

图13: 世界造船活跃产能利用率回升至高位 (GCT 测算)

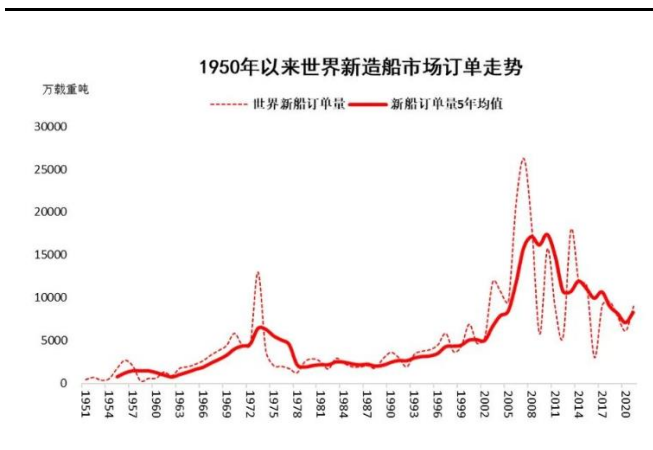


数据来源: 中国船舶工业行业协会、《新造船市场: “虎虎生威” 即将来临?》、东吴证券研究所

1.4. 量价齐升, 造船业进入新的周期上行阶段

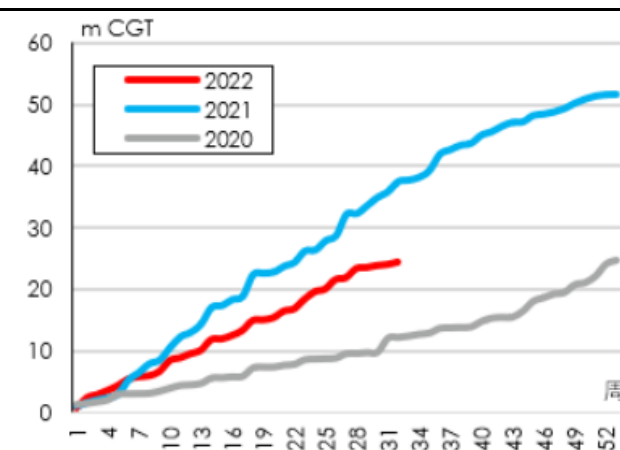
量的提升: 造船市场新订单已于 2020 年开始上升, 2022 年新订单量仍远高于 2020 年。2008 年金融危机之后, 因为订单惯性, 新造船订单仍在一定时间内维持高位, 后经历了较长时间的持续下滑, 至到 2020 年行业新造船订单开始快速上升。2022 年, 新造船市场订单量保持高位, 且造船新签订单量 (周度累计) 远高于 2020 年。

图14: 造船市场新订单已于 2020 年开始上升



数据来源: 中国船舶工业行业协会、东吴证券研究所

图15: 2022 年造船新签订单量 (周度累计) 远高于 2020 年

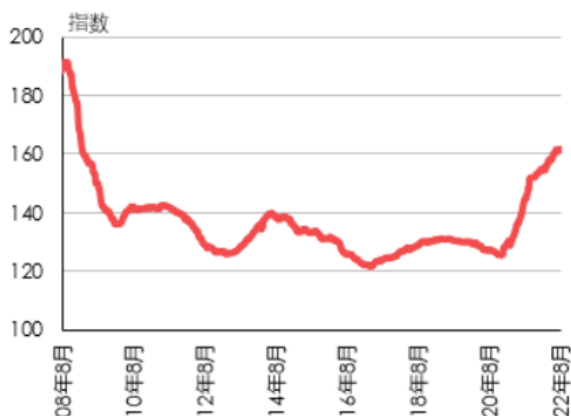


数据来源: 克拉克森、东吴证券研究所

价的提升: 新接订单高端化; 造船价格持续提升, 8 月初达 2009 年 3 月以来新高; 2022 年 1-7 月新接订单单船价值量创新高。据克拉克森 8 月 5 日公布的数据显示, 克拉克森

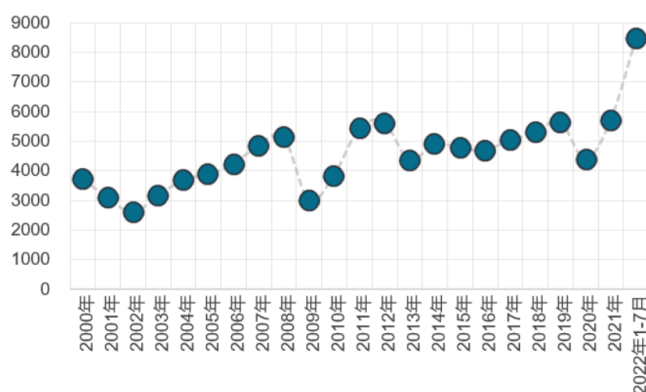
克森新造船价格指数进一步上升，当前的新造船价格指数较 2022 年初上涨 5%，较 2021 年初上涨 27%，为 2009 年 3 月以来的最高水平。在新船价格持续提升的推动下，单船成交均值显著提升，今年前 7 个月的单船价值达到 8473 万/艘，相比 2021 年高出 48.2%，创下历史新高。

图16：克拉克森造船价格指数保持上升趋势



数据来源：克拉克森、东吴证券研究所

图17：2022 年 1-7 月，全球新承接船舶单船价值量大幅提升（万美元）



数据来源：中国船舶工业行业协会、东吴证券研究所

修载比（CGT/DWT）是行业观察船型结构直观指标，已从 2020 年的 0.356 上升到 2022 年 5 月的 0.536，创历史新高。修载比指修正总吨和载重吨之比。修载比越高，说明承接的高端船舶越多。

图18：全球新船订单修载比自 2020 年以来持续上升



数据来源：中国船舶工业行业协会、东吴证券研究所

2. 海军装备体系建设加速推进，军船具备长期向上成长空间

国防建设持续推进，我国海军正加快推进由近海防御型向远海护卫型的转变，需要强大的海军装备做支撑，十三五时期以来，国产航母、两栖攻击舰、多艘大型护卫舰、综合补给舰等密集“下饺子”，助力海军走向深蓝。

战略类别
航空母舰 2012年9月25日入列

辽宁号

辽宁舰是隶属于中国人民解放军海军的一艘可以搭载固定翼飞机的航空母舰，能同时探测、监视、跟踪多批次水面、空中目标，自动评估目标威胁程度，反应速度快，性能优良。

战略类别
航空母舰 2019年12月17日入列

山东号

山东号是中国首艘自主建造的国产航母，相比于辽宁号，山东号的雷达、电子战系统、通信系统、动力系统 etc 性能都有所改进和提高，拥有3座海红旗-10近程防空导弹发射器（18联装），能够拦截10公里范围内的中高空目标。

战略类别
航空母舰 2022年6月17日下水

福建号

作为国内第三艘航母，福建号的排水量达到8万吨级，配备了目前全球最先进的电磁弹射器，大型运输机、预警机，小到无人机的各类机型都能以弹射方式从航母上起飞，使航母的作战模式更灵活。

福建号下水标志着中国的重大军事进步，中国航母建造能力迈入全新台阶。其配备的电磁弹射系统被视为是中国海军的一次“重大飞跃”。

战略类别
驱逐舰 2020年1月12日入列

O55型驱逐舰

O55型驱逐舰是中国完全自主研制的万吨级驱逐舰，承担舰队防空、反舰、反潜和进行陆攻作战任务，在防空、反舰、反潜、反潜、信息感知和对海打击能力等各个方面都较于我国以往的驱逐舰都有了质的飞跃。

战略类别
075型两栖攻击舰 2021年4月23日入列

海南舰

作为中国自主研制的首型两栖攻击舰，海南舰具备较强的两栖作战和执行多样化任务的能力，配备有导弹、反舰、电子战等武器系统，具备较强的自防能力。

战略类别
075型两栖攻击舰 2022年4月21日入列

广西舰

广西舰是我国最新一代两栖作战的武器装备，其入列使中国海军装备体系，特别是两栖作战能力更加完善，人民海军远海护卫及两栖登陆作战能力大幅提升。

“在不久的将来，我国第三艘075两栖攻击舰安徽舰即将入列。”

据人民网 2017 年报道，军事专家在接受央视采访时表示，未来我国至少需要 6 艘航母才能满足作战需求。航母战斗群除了航母之外，一般会配置驱逐舰、护卫舰、补给舰和核潜艇等其他舰船。展望未来，海军装备体系建设加速推进，军船制造业具备长期向上成长空间。

单航母战斗群的编成一般为1艘航空母舰, 2艘大型防空驱逐舰, 4艘多用途护卫舰, 2条攻击型核潜艇, 1艘大型远洋补给舰。



13 / 25

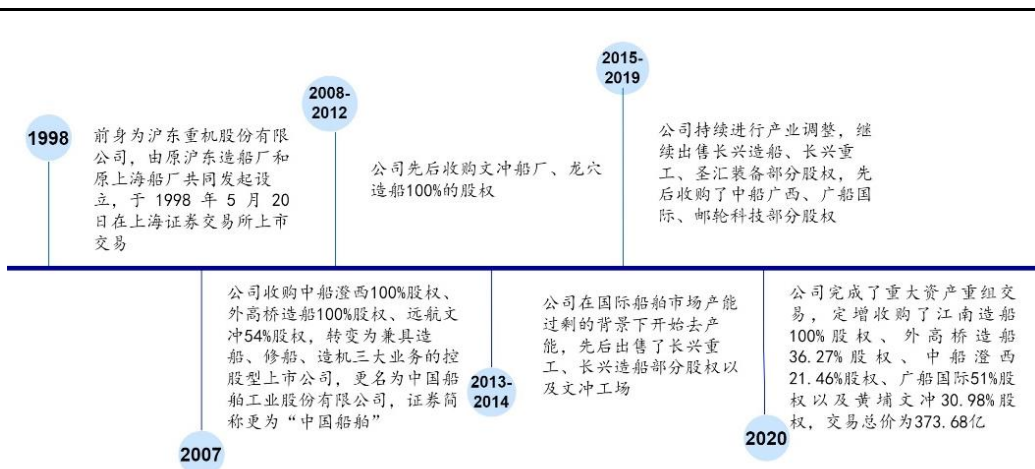
3. 中国船舶：军船为基，民船受益周期向上贡献较大弹性

3.1. 中国船舶基本情况

3.1.1. 公司是国内造船旗舰上市公司，拥有军民造修船业务

公司成立于 1999 年 6 月，前身为沪东重机股份有限公司，公司通过收购于 2007 年转变为兼具造船、修船和造机三大业务的控股型上市公司，2020 年通过重大资产重组收购了江南造船等船舶总装资产。目前，公司主营业务包括造船业务、修船业务、动力业务、海洋工程及机电设备等，是国内规模最大、技术最先进、产品结构最全的造船旗舰上市公司之一，在技术品牌、业务规模和协同、产品结构等方面有明显优势。

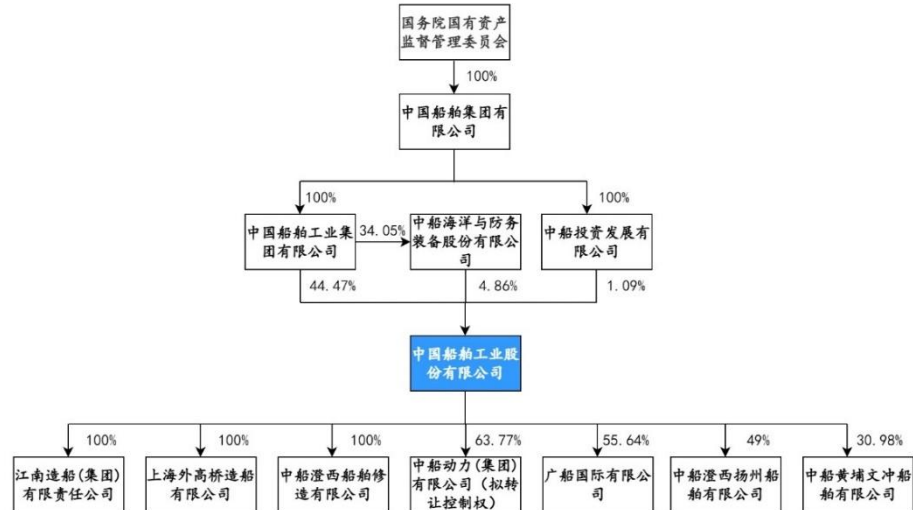
图21：中国船舶已发展为国内造船旗舰上市公司之一



数据来源：Wind、东吴证券研究所

公司控股股东为中国船舶集团有限公司；公司旗下拥有江南造船、外高桥造船、广船国际、中船澄西等子公司。其中，江南造船是我国历史最悠久、军品结构最齐全、造船效率最高的军工造船企业，也是我国技术最先进、规模最大的军船生产基地；外高桥造船是中国民船建造领军企业，技术实力雄厚；广船国际是中国华南地区最大、最强的军辅船生产保障基地，可研发、设计、建造符合世界各主要船级社规范要求的 40 万载重吨以下的各类舰船；中船澄西是国内修船行业第一家通过中国船级社质量管理体系认证的企业，并成为第一家取得中国船级社和英国劳氏船级社三标证书的修船企业；中船动力集团以船舶动力为主业，是国内一流的动力企业。

图22：中国船舶股权结构（截至 2022 年 9 月 2 日）



数据来源: Wind、东吴证券研究所

表2: 公司下属子公司主要业务情况

产业	业务	主体	业务内容
主业	造船业务	江南造船	军用舰船; 东方红 3 号、科考船、极地破冰船等各类特种船舶; 远望系列、大型海监船等公务船; LNG 船; 22000/23000 箱系列超大型集装箱船; 超大液化气船 (VLGC); 液化石油气船 (LPG)
		外高桥造船	大型邮轮; 三大主力船型 (大型散货船、集装箱船和大型油轮) 主要产品线包括: 10 万吨以上散货船、17 万吨散货船、20 万吨级好望角型散货、40 万载重吨超大型矿砂船 (VLOC) 等; 7000 箱/14000 箱/18000 箱/21000 箱系列超大型集装箱船; 11.3 万吨阿芙拉型油轮、15.8 万吨苏伊士油轮, 以及 20 万吨以上超大型油轮 (VLCC); 设计研发了 8.5 万立方米超大液化气船 (VLGC)、38 米型宽油船、32 米型宽超大液化气船 (VLGC)、LNG 动力船舶、极地运输船舶等特种船舶
		广船国际	特种军辅船; 成品油轮 (MR)、阿芙拉油轮、超大型油轮 (VLCC)、超大型矿砂船 (VLOC); 8.2 万吨散货船、灵便型液货船、半潜船、成品油船、LNG/燃油双燃料及各类客滚船; 化学品船、极地模块运输船、极地凝析油轮等特种船舶。
		中船澄西	3.5 万吨~8.5 万吨系列散货船、910RFEU 支线冷藏集装箱船、1800TEU/2200TEU 集装箱船、5 万/5.56 万吨油轮、1.86 万/2.5 万吨化学品船、7500 吨/7800 吨/37000 吨沥青船、2.15 万吨/2.6 万吨/3.55 万吨/4 万吨/7.19 万吨自卸船等特种船舶
	修船业务	中船澄西	船舶改装 (自卸船改装、牲畜船改装、大型矿砂船改装转运平台、集装箱船加长改装、大开口船加长改装等) 常规修理 (船体钢质工程、船体机电维修和船体油漆工程)
		广船国际	三大主力船型: 大型散货船、集装箱船和大型油轮
	动力业务	中船动力 (集团)	大功率中、低速柴油机动力业务等。2022 年 8 月 24 日公告拟转让子公司中船动力 (集团) 的控制权
	海洋工程	外高桥造船	浮式液化天然气生产储卸装置 (FPSO)、半潜式、自升式 (JU2000E、CJ46、CJ50) 海洋石油钻井平台、海工辅助船等
	海洋科技	中船澄西	风电、脱硫塔等
		中船动力	地铁盾构、核电设备、挥发性有机物 (VOCs) 设备等

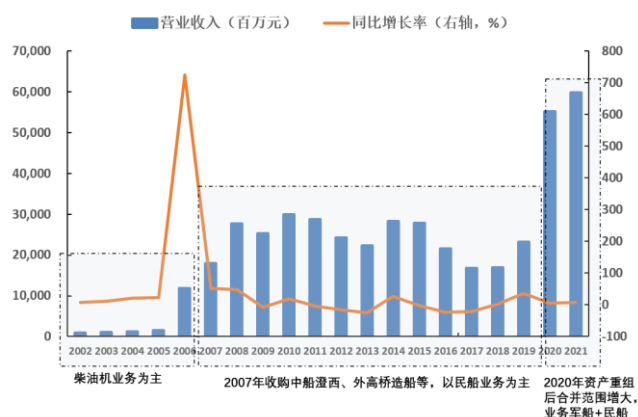
应用	(集团)
产业	广船国际 大型钢结构、港口机械、电梯、机电产品及软件开发等

数据来源: Wind、东吴证券研究所

3.1.2. 历史业绩受造船周期影响较大, 已走出 2016-2017 造船周期最底部区域

收入端, 2021 年, 公司实现营业收入 597.40 亿元, 同比增长 8.14%, 较为平稳; 归母净利润端, 2018-2021 年公司归母净利润持续为正, 已逐渐脱离 2016-2017 年造船周期最底部区域, 其中, 2021 年实现归母净利润 2.14 亿元。以经回溯调整的数据看, 2018-2021 年, 公司营业收入平稳增长; 归母净利润受非经常损益影响呈现波动状态; 扣非归母净利润受大额资产减值损失影响为负值, 以 2021 年为例, 由于公司 2021 年建造的船舶订单主要为 2021 年之前承接订单, 受年内全球疫情以及大宗商品涨价、综合成本上升过快等不利因素叠加影响, 基于审慎性原则, 2021 年度公司计提资产减值准备及亏损合同损失共计人民币 28.43 亿元。2022H1, 公司资产减值损失共计 0.38 亿元, 相比 2021H1 的 4.69 亿元同比下降约 92%。随着船价上涨、原材料价格下降等, 业绩有望逐步改善。

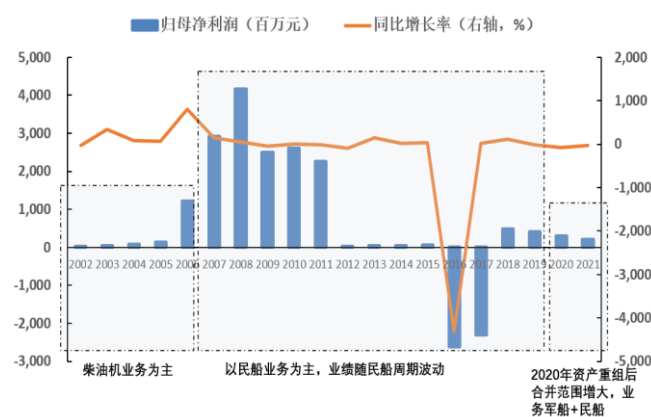
图23: 2021 年, 公司营业收入平稳增长



数据来源: Wind、东吴证券研究所 (注: 2006 年数据为 2007 年收购中船澄西等公司后回溯调整数据)

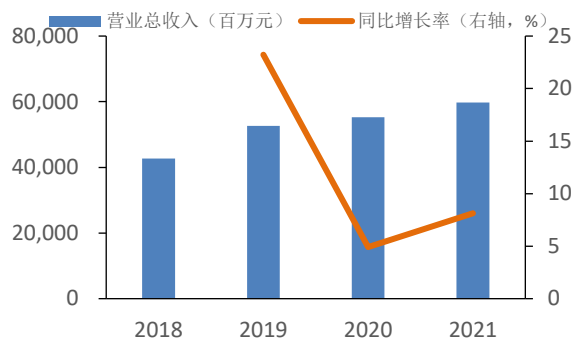
图25: 2018-2021 年, 公司营业收入保持增长趋势

图24: 公司归母净利润已脱离 2016-2017 年造船周期最底部区域

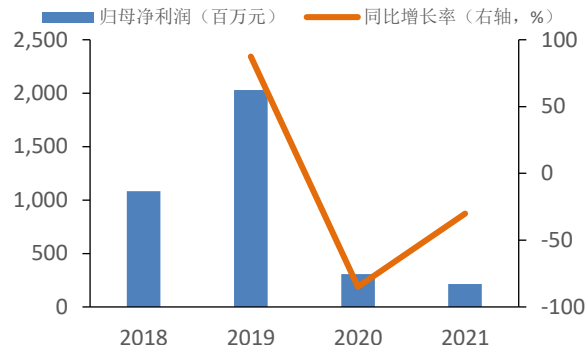


数据来源: Wind、东吴证券研究所 (注: 2006 年数据为 2007 年收购中船澄西等公司后回溯调整数据)

图26: 2018-2021 年, 公司归母净利润因非经常损益呈现波动状态



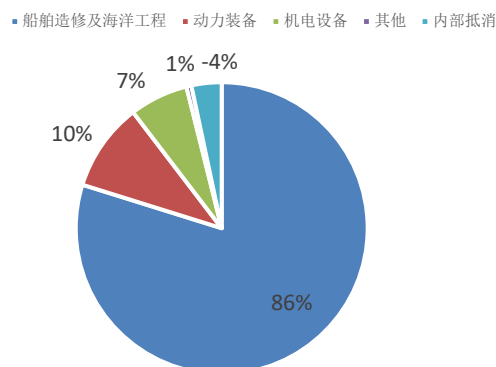
数据来源: Wind、东吴证券研究所



数据来源: Wind、东吴证券研究所

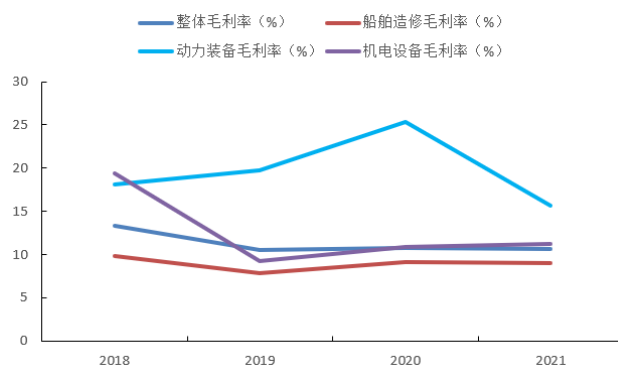
目前公司营业收入主要由船舶造修及海洋工程贡献，2021 年收入占比达 86%。
2018-2021 年，公司整体毛利率维持在 10.5%以上，其中，船舶造修业务毛利率相对较为平稳，2021 年约为 8.99%。

图27: 公司营业收入主要由船舶造修及海洋工程贡献



数据来源: Wind、东吴证券研究所

图28: 2018-2021 年, 公司整体毛利率维持 10.5%以上



数据来源: Wind、东吴证券研究所

3.2. 军船为基，有望持续受益一流海军建设

江南造船是我国历史最悠久、军品结构最齐全、造船效率最高的军工造船企业，也是我国技术最先进、规模最大的军船生产基地。江南造船占地面积 517 万平方米，岸线总长 3561 米，共分三个生产区域，能够满足海军各系列舰船的建造需要。出自江南造船的装备包括 003 号航母、第一至四代导弹驱逐舰，以及万吨级新型驱逐舰等。广船国际是我国华南地区最重要的辅助舰船建造和保障基地，提供舰船全寿命保障服务，系列化建造的综合补给舰、援潜救生船，以及生产保障船、医院船等，为人民海军装备现代化建设提供了有力支撑。建设强大的现代化海军是建设世界一流军队的重要标志，公司有望持续受益于海军装备体系建设加速推进。

图29: 2022年6月17日,我国003号航母在江南造船厂下水



数据来源: 新华社、东吴证券研究所

图30: 江南造船拥有多型驱逐舰产品



数据来源: 江南造船官网、东吴证券研究所

图31: 广船国际建造的新型综合补给舰首舰



数据来源: 中国船舶报、东吴证券研究所

图32: 广船国际拥有特种辅船等产品



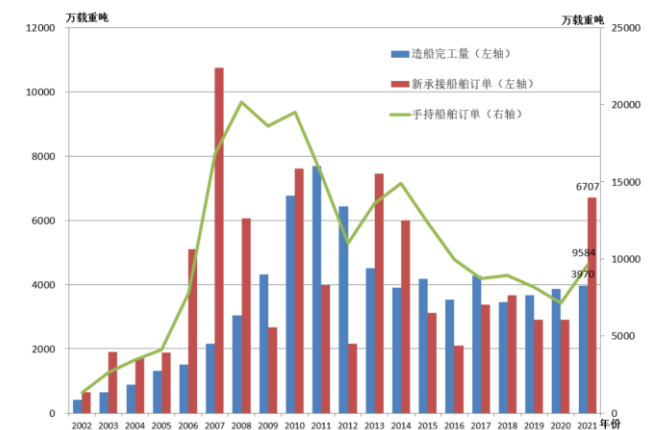
数据来源: 广船国际官网、东吴证券研究所

3.3. 弹性一: 民船受益周期向上有望贡献较大弹性

新一轮周期中, 中国有望引领世界造船市场。2021年, 我国三大造船指标实现全面增长, 国际市场份额保持领先, 新接订单量、手持订单量、造船完工量以载重吨计分别占世界总量的 53.8%、47.6%和 47.2%; 新接订单量增幅高于全球 20 个百分点以上, 全球 18 种主要船型分类中, 我国有 10 种船型新接订单量位居世界第一。2022 年 1-7 月, 我国新接订单量、手持订单量、造船完工量以载重吨计分别占世界市场份额的 51.1%、48.1%和 44.4%, 保持领先地位。且新接船舶订单高端化趋势明显, 2022 年上半年我国新接订单修载比达到 0.49, 处于历史最好水平, 2019 年同期该数值为 0.33。

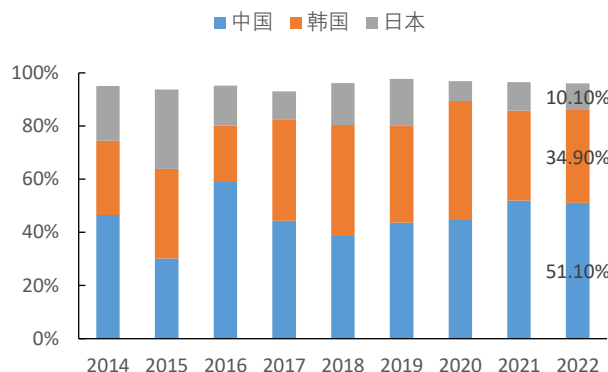
图33: 2021年, 我国三大造船指标实现全面增长

图34: 中国造船新接订单量占比保持领先 (%)



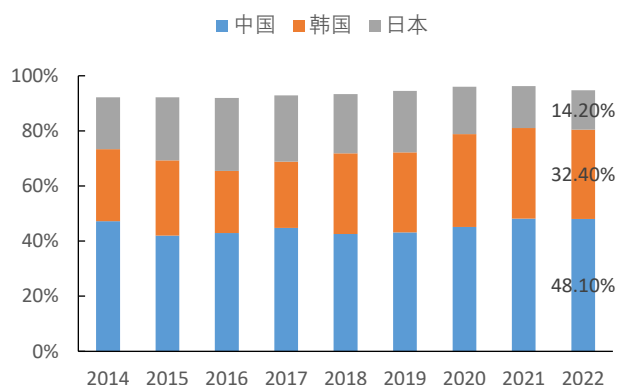
数据来源：中国船舶工业行业协会、东吴证券研究所

图35: 中国造船手持订单量占比保持领先 (%)

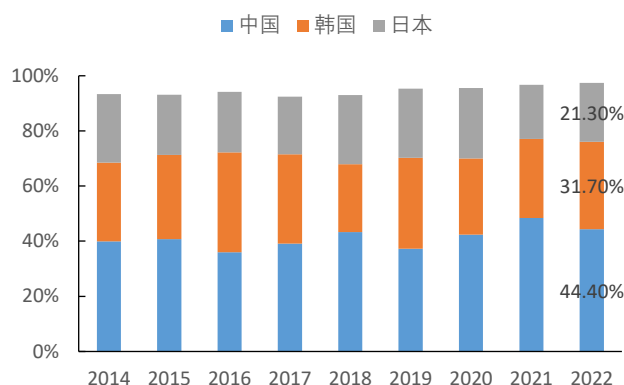


数据来源：中国船舶工业行业协会、东吴证券研究所
(注：2022年为2022年1-7月数据)

图36: 中国造船完工量占比保持领先 (%)



数据来源：中国船舶工业行业协会、东吴证券研究所
(注：2022年为2022年1-7月数据)



数据来源：中国船舶工业行业协会、东吴证券研究所
(注：2022年为2022年1-7月数据)

公司下属子公司造船完工量和新接订单量位居行业前列。当前，我国船舶行业集中度较高，我国造船完工前十家中，公司列两席（外高桥造船、江南造船），新接订单前十家中，公司列三席（江南造船、中船澄西、外高桥造船）。

图37: 公司下属子公司造船完工量和新接订单量位居行业前列

造船完工量前10家

1. 上海外高桥造船有限公司
2. 江苏扬子江船业集团公司
3. 江苏新时代造船有限公司
4. 青岛北海造船有限公司
5. 大连船舶重工集团有限公司
6. 大连中远海运川崎船舶工程有限公司
7. 扬州中远海运重工有限公司
8. 南通中远海运川崎船舶工程有限公司
9. 新大洋造船有限公司
10. 江南造船（集团）有限责任公司

前10家集中度 70.7%

新接订单量前10家

1. 大连船舶重工集团有限公司
2. 江苏新时代造船有限公司
3. 沪东中华造船（集团）有限公司
4. 江南造船（集团）有限公司
5. 南通象屿海洋装备有限责任公司
6. 大连中远海运重工有限公司
7. 江苏扬子江船业集团公司
8. 中船澄西船舶修造有限公司
9. 上海外高桥造船有限公司
10. 青岛北海造船有限公司

前10家集中度 66.8%

数据来源：Wind、东吴证券研究所

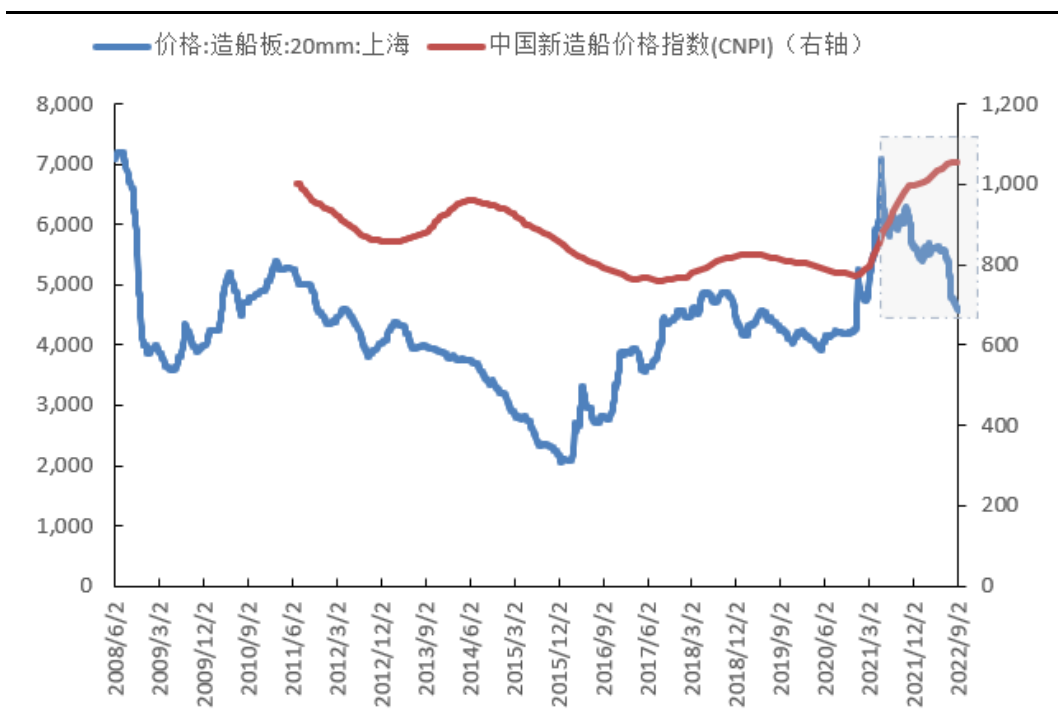
公司订单饱满，排期已至 2026 年；随着前期低价订单逐步消化，业绩有望迎来较大弹性。据潇湘晨报 2022 年 8 月 19 日报道，目前公司手持订单船型结构、订单周期都比较饱满，排期已到 2026 年。一方面，随着造船周期上行，公司订单数量持续增加，业务发展有望稳步向上，且在此基础上后续有望从容承接更优质订单；另一方面，从订单签约到最后交船，时间跨度一般在 1.5 年至 3 年，2020 年以来船价上涨情况下，新接订单价格高于此前订单，以子公司外高桥造船为例，其手持船舶订单修载比由 2019 年初的 0.19 大幅提升至 2021 年底的 0.33，高附加值产品订单比重持续提升，随着 2020 年以前的低价订单逐步消化，公司业绩有望迎来较大弹性。

3.4. 弹性二：原材料价格下降有望进一步提升利润空间

据中国水运报报道，钢材成本是造船行业占比最大的原材料成本，按照船型不同占比从 20%到 30%不等。其中，厚板是造船企业最主要的原材料之一，约占造船总成本的 15%~20%。船用钢板主要包括 20mm、10mm、6mm 等，一般 20mm 用量更多。

目前，新造船价格上涨的同时，造船板价格正持续下降，20mm 造船板价格自 2021 年 5 月中旬高点已下降约 35%，其中，自 2022 年初以来已下降约 16%，原材料价格下降有望进一步提升公司利润空间。据公司 2021 年报，资材在船舶造修及海洋工程业务成本中占比约 70%，我们假设造船板成本占比为 20%，若造船板价格下降 20%，船舶造修及海洋工程业务成本有望下降约 4%，在当前 9%的毛利率水平上，毛利率有望提升 3.6pcts。

图38: 船价上涨的同时, 造船板价格正持续下降



数据来源: Wind、东吴证券研究所

3.5. 弹性三: 国企改革有望带来催化

南北船合并后, 整合动作不断。2019年11月26日, 中国船舶集团有限公司正式挂牌, 标志着南北船合并重组尘埃落定, 新集团成为全球最大的造船集团。2020年, 中国船舶集团启动实施了深化改革三年行动, 并在健全现代企业制度、完善法人治理结构、推动混合制改革及中长期激励机制落地实施方面取得进展。中国船舶集团扎实推进重点领域改革, 在2020年顺利完成中国船舶、中国动力、中国海防资产重组, 中船汉光登陆创业板等一系列改革动作。2021年, 中国船舶集团加快推进全面深化改革, 制订上市公司重组整合总体方案, 首批启动舰船动力业务专业化整合和风电业务上市。2022年8月24日, 中国船舶和中国动力公告柴油机业务整合方案, 通过此处交易, 中国船舶集团下属柴油机动力业务将统一整合并入中国动力, 有利于明确中国船舶、中国动力两家上市公司主业定位。

中船工业集团和中船重工集团联合重组前, 中国船舶和中国动力下属柴油机动力业务均独立发展, 不存在同业竞争情况。中船工业集团和中船重工集团联合重组后, 中国船舶与中国动力均成为中国船舶集团控制的下属上市公司, 在柴油机动力业务领域形成了同业竞争, 柴油机业务整合有利于规范中国船舶集团下属企业的同业竞争。公司作为船舶总装上市平台, 未来或有望受益于国企改革的持续推进; 且中国船舶集团正开展对标世界一流管理提升行动、提质增效专项行动, 公司有望不断提升发展质量效益。

4. 盈利预测与投资评级

4.1. 核心假设

民用造船业已进入新的周期上行阶段，呈现量价齐升状态。公司是国内规模最大、技术最先进、产品结构最全的造船旗舰上市公司之一，在技术品牌、业务规模和协同、产品结构等方面有明显优势。公司订单饱满，排期已至 2026 年，业务稳步发展有保障，后续也有望从容承接更优质订单；公司下属子公司造船完工量和新接订单量位居行业前列，高附加值产品订单比重持续提升，随着前期低价订单逐步消化，业绩有望迎来较大弹性；造船板等原材料价格下降有望进一步提升利润空间。

海军装备体系建设加速推进，军船具备长期向上成长空间。江南造船是我国历史最悠久、军品结构最齐全、造船效率最高的军工造船企业，也是我国技术最先进、规模最大的军船生产基地；广船国际是我国华南地区最重要的辅助舰船建造和保障基地。公司有望持续受益于海军装备体系建设加速推进。

南北船合并为中国船舶集团有限公司后，整合动作不断。公司作为船舶总装上市平台，未来或有望受益于国企改革的持续推进。

4.2. 盈利预测

基于军船业务的持续成长性和民船业务的弹性，我们预测公司 2022-2024 年营业收入分别为 652/740/855 亿元，归母净利润分别为 5.25/23.66/66.11 亿元。

表3: 公司业务拆分及预测 (单位: 百万元)

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
船舶造修及海洋工程	47125	50089	54598	61695	70949
yoy		6.3%	9.00%	13.00%	15.00%
毛利率	9.1%	9.0%	9.5%	12.5%	20.0%
动力装备	5614	6147	6762	7776	9332
yoy		9.5%	10%	15%	20%
毛利率	18.5%	15.7%	16.0%	16.0%	16.0%
机电设备	3075	4076	4687	5390	6198
yoy		32.5%	15%	15%	15%
毛利率	9.7%	11.2%	11.0%	11.0%	11.0%
其他主营	161	349	383	422	464
yoy		117.0%	10%	10%	10%
毛利率	31.7%	26.6%	26.0%	26.0%	26.0%
内部抵消	-2019	-2094	-2199	-2309	-2424
yoy			5%	5%	5%
毛利率		0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
其他业务	1288	1174	1000	1000	1000
毛利率	-4.5%	27.7%	10.0%	10.0%	10.0%
营收合计	55244	59740	65231	73975	85519

yoy	4.9%	8.1%	9.2%	13.4%	15.6%
毛利率	10.7%	10.6%	10.7%	13.2%	19.4%

数据来源：Wind、东吴证券研究所整理

4.3. 估值与评级

公司是船舶总装企业，我们选取航空装备总装企业如中航沈飞、航发动力、中航西飞，拥有军民船业务的中船防务，陆装企业内蒙一机等作为可比公司进行相对估值测算。公司 2022-2024 年归母净利润分别为 5.25/23.66/66.11 亿元，对应 PE 分别为 234/52/19 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

表4：可比公司估值情况（截至 2022 年 9 月 5 日）

证券代码	可比公司	市值 (亿元)	归母净利润（亿元）				PE			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
600760.SH	中航沈飞	1139	16.96	23.18	31.27	40.94	67	49	36	28
600893.SH	航发动力	1220	11.88	15.36	20.74	25.84	103	79	59	47
000768.SZ	中航西飞	761	6.53	11.60	14.71	17.30	116	66	52	44
600685.SH	中船防务	227	0.79	1.11	3.75	8.22	286	205	60	28
600967.SH	内蒙一机	145	7.47	8.32	9.79	11.38	19	17	15	13
PE 均值（2021-2022 年剔除中船防务数值）							76	53	44	32
600150.SH	中国船舶	1229	2.14	5.25	23.66	66.11	575	234	52	19

数据来源：Wind、东吴证券研究所整理（注：中航沈飞、航发动力、中航西飞数据为东吴证券研究所测算，中船防务和内蒙一机数据来自 Wind 一致预期）

5. 风险提示

1、航运景气度下滑，新接订单量低于预期。BDI 指数（波罗的海干散货运价指数）被誉为世界经济的“晴雨表”，该指数自 2022 年 5 月以来呈现下行，反映疫情后全球经济放缓趋势，或对全球航运需求和新船订单投放造成消极影响。

2、原材料等成本波动风险。2022 年上半年船用钢板价格有所下降，但船用设备价格普遍上涨，船用低速机受进口曲轴、芯片等零部件影响，价格比去年底上涨 20% 左右，采购周期由原来的 10 个月延长至 20 个月以上；船用油漆价格涨幅达 20%-30%，工业用电价格同比上涨约 10%，船企综合成本上涨压力大。

3、汇率波动风险。公司从事大型船舶造修、海工装备建造等业务，出口船舶及海工装备建造合同签约币种为美元或欧元，手持美元存款和已签署但尚未收取的船舶建造美元或欧元款项面临汇率波动风险。

4、国企改革进度不及预期。国企改革进度受多方面因素影响，客观上存在进度不及预期的风险。

中国船舶三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	118,481	145,772	149,702	171,490	营业总收入	59,740	65,231	73,975	85,519
货币资金及交易性金融资产	55,729	93,373	78,472	108,573	营业成本(含金融类)	53,409	58,259	64,228	68,947
经营性应收款项	19,631	23,129	24,746	28,219	税金及附加	195	203	230	266
存货	32,687	20,513	38,095	24,867	销售费用	616	652	740	770
合同资产	4,571	1,910	2,166	2,504	管理费用	2,769	3,040	3,374	3,815
其他流动资产	5,862	6,848	6,224	7,326	研发费用	3,121	3,397	3,779	4,283
非流动资产	41,921	42,458	42,424	42,518	财务费用	-759	-428	-962	-813
长期股权投资	3,749	3,749	3,749	3,749	加:其他收益	897	652	666	770
固定资产及使用权资产	23,702	24,474	24,703	24,876	投资净收益	23	25	29	33
在建工程	2,834	2,189	1,737	1,421	公允价值变动	381	0	0	0
无形资产	4,183	4,209	4,234	4,239	减值损失	-1,446	-88	-69	-48
商誉	144	144	144	144	资产处置收益	4	5	5	6
长期待摊费用	132	132	132	132	营业利润	250	701	3,217	9,013
其他非流动资产	7,176	7,561	7,725	7,957	营业外净收支	79	15	15	15
资产总计	160,402	188,230	192,127	214,008	利润总额	328	716	3,232	9,028
流动负债	93,117	120,511	121,841	136,553	减:所得税	96	148	666	1,859
短期借款及一年内到期的非流动负债	10,583	9,583	8,583	7,583	净利润	232	569	2,566	7,169
经营性应付款项	29,815	41,494	37,007	47,261	减:少数股东损益	18	44	200	558
合同负债	48,297	49,520	54,594	58,605	归属母公司净利润	214	525	2,366	6,611
其他流动负债	4,422	19,913	21,656	23,104					
非流动负债	14,181	14,181	14,181	14,181	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.05	0.12	0.53	1.48
长期借款	7,932	7,932	7,932	7,932					
应付债券	0	0	0	0	EBIT	-918	342	2,300	8,219
租赁负债	129	129	129	129	EBITDA	1,247	2,758	5,127	11,462
其他非流动负债	6,120	6,120	6,120	6,120					
负债合计	107,298	134,692	136,021	150,734	毛利率(%)	10.60	10.69	13.18	19.38
归属母公司股东权益	46,041	46,431	48,798	55,408	归母净利率(%)	0.36	0.80	3.20	7.73
少数股东权益	7,063	7,108	7,308	7,866					
所有者权益合计	53,104	53,539	56,105	63,274	收入增长率(%)	8.14	9.19	13.40	15.61
负债和股东权益	160,402	188,230	192,127	214,008	归母净利润增长率(%)	-30.08	145.33	351.13	179.36

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	2,024	41,954	-10,933	34,562	每股净资产(元)	10.29	10.38	10.91	12.39
投资活动现金流	-4,558	-2,916	-2,754	-3,291	最新发行在外股份(百万股)	4,472	4,472	4,472	4,472
筹资活动现金流	676	-1,394	-1,215	-1,170	ROIC(%)	-0.91	0.38	2.54	8.61
现金净增加额	-1,708	37,643	-14,901	30,102	ROE-摊薄(%)	0.46	1.13	4.85	11.93
折旧和摊销	2,166	2,417	2,827	3,243	资产负债率(%)	66.89	71.56	70.80	70.43
资本开支	-1,154	-2,370	-2,370	-2,849	P/E(现价&最新股本摊薄)	574.81	234.30	51.94	18.59
营运资本变动	-812	38,665	-16,561	23,987	P/B(现价)	2.67	2.65	2.52	2.22

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>