



亚星锚链 (601890.SH)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

全球锚链龙头，受益船舶景气周期上行+漂浮式未来增量

投资逻辑：

公司为全球锚链龙头，深度受益于船舶行业周期上行。新一轮造船周期开启，海运市场复苏推动船舶新接订单提升，2021 年全球新接订单金额 1282 亿美元，同比增长 130.3%，2022 年新接订单金额在 2021 年高基数情况下，同比仍增长 8.2%。预计船用链将深度受益于造船周期景气上行。我们预计公司船用链及附件业务 2023-2025 年收入约为 13.09/14.75/15.18 亿元，同比分别增长 28%/13%/3%。

全球油价上涨推动海洋油气开采复苏，系泊链业务有望持续扩张。自 2020 年下半年以来，全球油价呈上升趋势，截至 9 月，2023 年布伦特原油现货均价达 82 美元/桶，原油价格上涨推动油气开采行业景气度复苏。受益于海洋油气开采行业景气复苏，我们预计公司系泊链业务 2023-2025 年收入约为 5.52/8.50/13.54 亿元，同比分别增长 39%/54%/59%。

漂浮式海上风电方兴未艾，为公司开启盈利新增长点。据我们不完全统计，截至 2023 年 9 月，全球累计共有 252MW 漂浮式风电项目投运。目前多国已宣布漂浮式装机规划，远期累计规划目标达 44GW+。公司为系泊链龙头，同时具备先发技术优势与业绩优势。受益于漂浮式发展，我们预计 2025/2030 年全球风电锚链市场空间可达 25/119 亿元，2023-2025/2026-2030 年年复合增速为 124%/50%。漂浮式系泊链为公司开启盈利新增长点。

1H23 公司归母净利润实现同增 88%。1H23 公司实现营收 10.13 亿元，同增 52.90%；实现归母净利润 1.10 亿元，同增 88.06%；实现扣非归母净利润 0.84 亿元，同增 36.59%。

盈利预测、估值和评级

亚星锚链为全球锚链龙头，预计深度受益于船舶周期上行+漂浮式风电中长期发展。我们预测，2023-2025 年公司实现营业收入 20/25/31 亿元，同比+31%/+25%/+24%，归母净利润 2.0/2.5/3.3 亿元，同比+35%/+24%/+31%，对应 EPS 为 0.21/0.26/0.34 元。根据市盈率法，给予 2023 年整体 50 倍估值，目标价 10.50 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

市场风险；原材料价格波动风险；汇率波动风险

新能源与电力设备组

分析师：姚遥 (执业 S1130512080001)

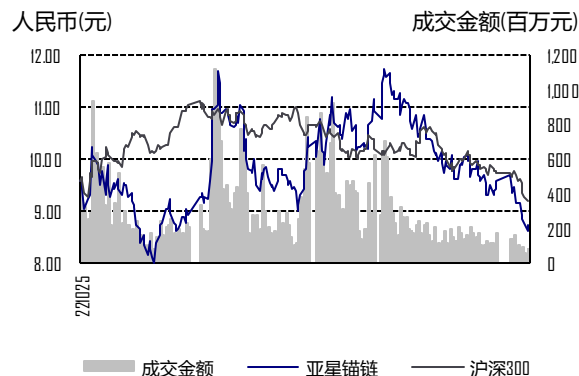
yaoy@gjzq.com.cn

分析师：胡竞楠 (执业 S1130523090004)

hujingnan@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：8.73 元

目标价 (人民币)：10.50 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,320	1,516	1,986	2,491	3,099
营业收入增长率	19.00%	14.93%	30.95%	25.44%	24.43%
归母净利润(百万元)	121	149	202	250	325
归母净利润增长率	39.02%	22.98%	35.38%	23.67%	30.19%
摊薄每股收益(元)	0.126	0.155	0.210	0.260	0.339
每股经营性现金流净额	0.07	0.19	-0.01	0.09	0.15
ROE(归属母公司)(摊薄)	3.85%	4.58%	5.94%	6.98%	8.55%
P/E	73.55	56.85	46.08	37.26	28.62
P/B	2.83	2.60	2.74	2.60	2.45

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

1、公司：全球锚链龙头，技术领先资质完备.....	4
1.1 专业化锚链生产企业，行业龙头地位稳定.....	4
1.2 两大主营业务齐头并进，公司业务国际化程度高.....	4
2、船舶：船用锚链受益于船舶周期景气上行.....	5
2.1 新一轮上升周期开始，船舶制造行业有望复苏.....	5
2.2 船用锚链行业龙头，盈利能力保持稳定.....	8
3、海工：全球油价创新高，海洋油气开采复苏推动系泊链需求快速增长.....	10
3.1 受益于油价上涨，海洋油气开采景气复苏.....	10
3.2 系泊链龙头地位稳固，多项技术填补行业空白.....	12
4、漂浮式海风蓄势待发，打开公司未来成长空间.....	13
4.1 海上风电向深远海发展是必然趋势，漂浮式海风远期规划目标超 44GW.....	13
4.2 漂浮式项目为公司系泊链产品带来长期增长空间.....	16
5、盈利预测与投资建议.....	18
6、风险提示.....	19

图表目录

图表 1： 1H23 两大主营业务板块营收占比达 97.85%.....	4
图表 2： 1H23 公司海外营收占比达 37.08%.....	5
图表 3： 船舶制造流程包括设计、采购、拼装，制造时间约 16-36 个月不等.....	5
图表 4： 上一轮船舶复苏周期可分为四个阶段.....	6
图表 5： 海运价格回升往往带动造船新接订单量，2020 年开始全球海运复苏下新增订单量开始回升.....	7
图表 6： 2021 年全球海运贸易量开始回升.....	7
图表 7： 2016-2022 年船队运力增速缓慢，在手订单运力占比下降.....	7
图表 8： 从新接订单情况来看，本轮船舶行业复苏起点源于 2021 年.....	8
图表 9： 锚链结构示意图.....	8
图表 10： 常用锚链连接形式.....	8
图表 11： 公司船用锚链产品涵盖有档锚链和无档锚链.....	9
图表 12： 1H23 公司船用锚链业务营收同增 45.57%.....	9
图表 13： 2022 年船用锚链毛利率同比增加 4.29PCT.....	9
图表 14： 船用锚链毛利率与钢材价格呈明显反向波动.....	9
图表 15： 2018-2022 年公司船用锚链产能基本保持在 16 万吨.....	10
图表 16： 2013 年我国海洋石油占剩余石油可采储量的 34%.....	10



图表 17: 2013 年我国海洋天然气占剩余天然气可采储量的 52%.....	10
图表 18: 2022 年预计我国海洋石油产量达 5862 万吨.....	11
图表 19: 2022 年预计我国海洋天然气产量达 216 亿立方米.....	11
图表 20: 海洋平台系泊定位系统.....	11
图表 21: 2020 年起布伦特原油价格呈上升趋势.....	12
图表 22: 2022 年全球海上钻井平台需求估计达 577 座.....	12
图表 23: 等级越高的系泊链抗拉强度越强 (Mpa)	12
图表 24: 1H23 公司系泊链业务营收同比增长 104.86%.....	13
图表 25: 公司系泊链毛利率稳定在 30%-40% 区间.....	13
图表 26: 2022 年公司系泊链产量同比增长 116.46%.....	13
图表 27: 全球超过 80% 的海上风能资源位于 40 米深以上的水域.....	14
图表 28: 全球已投运 202.55MW 漂浮式海上风电项目 (截至 2023 年 9 月)	14
图表 29: 预计 2023.10-2025 年全球将投运 481MW 漂浮式海上风电项目.....	15
图表 30: 多国已宣布漂浮式装机规划.....	15
图表 31: 我国沿海各省出台深远海域海上风电发展规划.....	16
图表 32: 2022-2025 年预计全球漂浮式新增装机规模韩国、意大利、中国位列前三 (MW)	16
图表 33: 不同的漂浮式基础在系泊线的选用上有一定区别.....	17
图表 34: 漂浮式风电系泊招标要求.....	17
图表 35: 公司为国内漂浮式风机项目的系泊链的主要供应商.....	17
图表 36: 全球锚链市场空间测算.....	18
图表 37: 公司业务分拆预测表.....	18
图表 38: 可比公司估值.....	19



1、公司：全球锚链龙头，技术领先资质完备

1.1 专业化锚链生产企业，行业龙头地位稳定

江苏亚星锚链股份有限公司是专业化从事船用锚链、海洋石油平台系泊链和矿用链的锚链龙头企业。1981 年公司成立，2000 年更改注册为江苏亚星锚链有限公司，2007 年收购正茂集团，成为全国锚链龙头，2010 年于 A 股上市，2013 年和 2015 年分别建设海工附件产业园和亚星工业园，进一步巩固行业龙头地位。2018 年公司成功研发 R6 级系泊链，并于 2020 年投产销售。目前公司已成为全球最大的链条生产企业，生产技术和研发能力达到世界领先水平，在船用锚链及海洋平台系泊链行业占据龙头地位。

公司主要产品为船用锚链和附件、海洋平台系泊链以及高强度矿用链条。

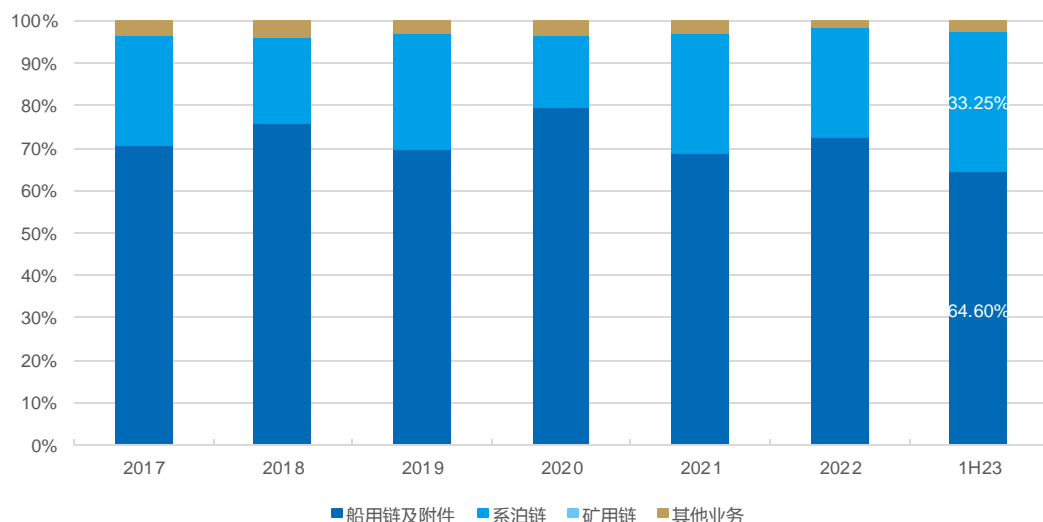
- 1) 船用锚链：是维系船舶安全的重要装置，公司船用锚链及海洋平台系泊链获得了美国船级社、德国劳氏船级社、法国船级社、挪威船级社等多家船级社认证，具备完善质量保证体系。公司与丹麦“马士基航运”、韩国“现代”、日本“三菱”、SBM、TRANSCOCEAN、PETROBRAS、FRANKLIN OFFSHORE 以及 INTERMOOR 等国际著名企业均保持长期合作关系。
- 2) 海洋平台系泊链：是维系海洋工程设施安全的重要装置，也是海上系泊定位系统的关键组成部分。2017 年公司主导世界首个海洋系泊链国际标准 ISO20438《船舶与海洋技术系泊链》，标志着公司在系泊链制造生产和技术研究上达到世界领先水平。公司凭借优质产品和良好信誉，成为英国石油公司、皇家荷兰壳牌公司、道达尔石油及天然气公司、埃克森美孚公司等多家全球知名企业的合格供应商。
- 3) 高强度矿用链条：主要应用于煤矿刮板式运输机及刮板式转载机等煤矿开采领域，公司高强度矿用链条获得了矿用链煤安认证，已成为国家能源、潞安集团、陕煤集团等国内煤企的供应商。

公司控股股东为陶安祥先生，持股比例 27.70%，现任公司董事长兼法人代表。公司实际控制人兼一致行动人为陶安祥、陶兴、施建华、陶媛四人，其中陶安祥与陶兴为父子关系，陶安祥与施建华为夫妻关系，陶安祥与陶媛为父女关系。上述一致行动人合计持有公司 36.47% 的股份，股权较为集中。

1.2 两大主营业务齐头并进，公司业务国际化程度高

公司两大主营业务为船用锚链业务和系泊链业务，1H23 两大业务板块营收占比达 97.85%。其中，船用链及附件营收 6.54 亿元，占比 64.60%，系泊链营收 3.37 亿元，占比 33.25%。

图表1：1H23 两大主营业务板块营收占比达 97.85%

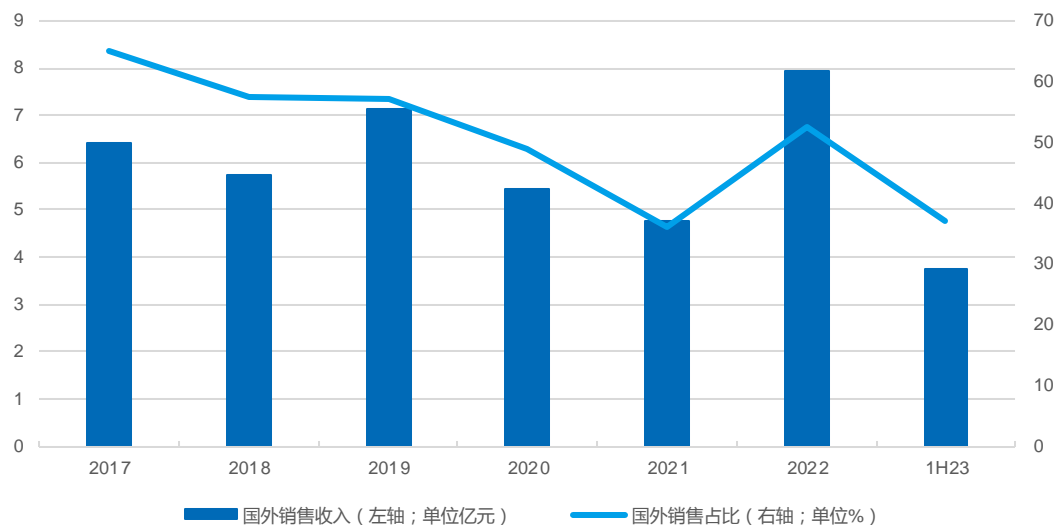


来源：公司公告、国金证券研究所

公司业务国际化程度高，产品出口至日本、韩国、欧洲、美国等多个国家和地区，1H23 公司海外收入占比达 37.08%。



图表2：1H23 公司海外营收占比达 37.08%



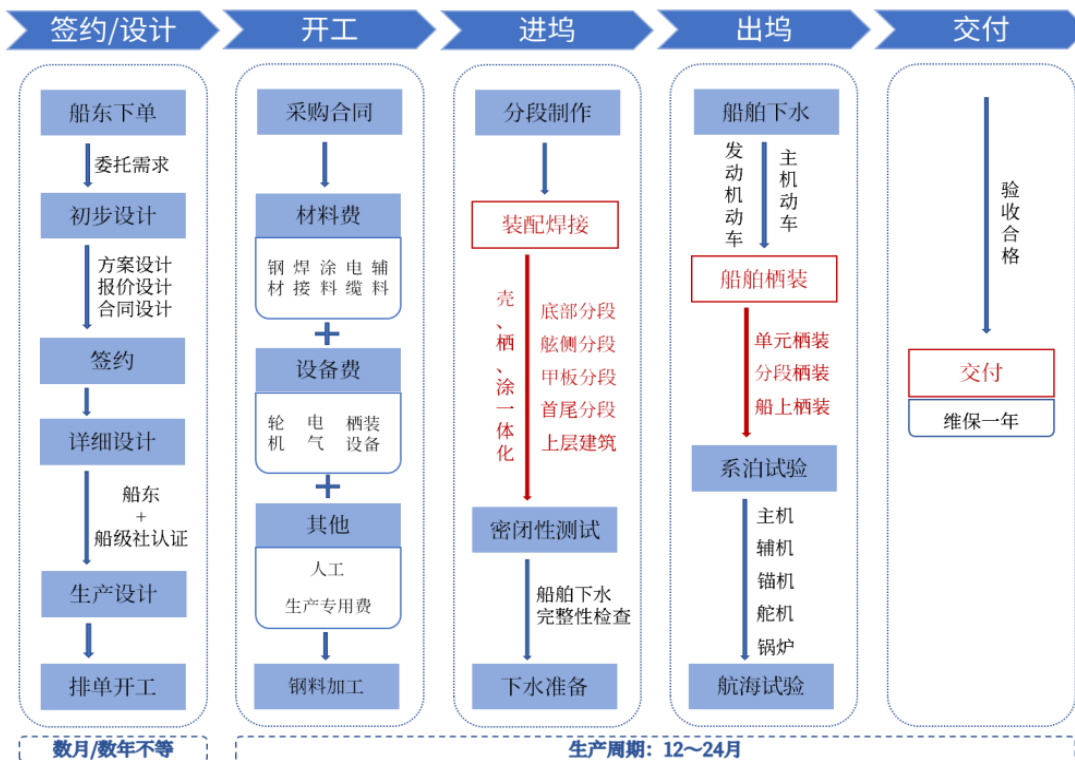
来源：公司公告、国金证券研究所

2、船舶：船用锚链受益于船舶周期景气上行

2.1 新一轮上升周期开始，船舶制造行业有望复苏

船舶行业制造时间较长。船舶制造从订单签约到最后交船，时间跨度在 16 个月-36 个月不等，根据中国船舶公司公告，散货船一般船型从开工到交船大约 10-12 个月，集装箱船一般船型从开工到交船大约 14-20 个月，原油轮一般船型从开工到交船大约 12-14 个月时间，大型 LNG 运输船建造周期约为 2 年。合同款交付方式则根据市场行情变化在合同上做约定。

图表3：船舶制造流程包括设计、采购、拼装，制造时间约 16-36 个月不等



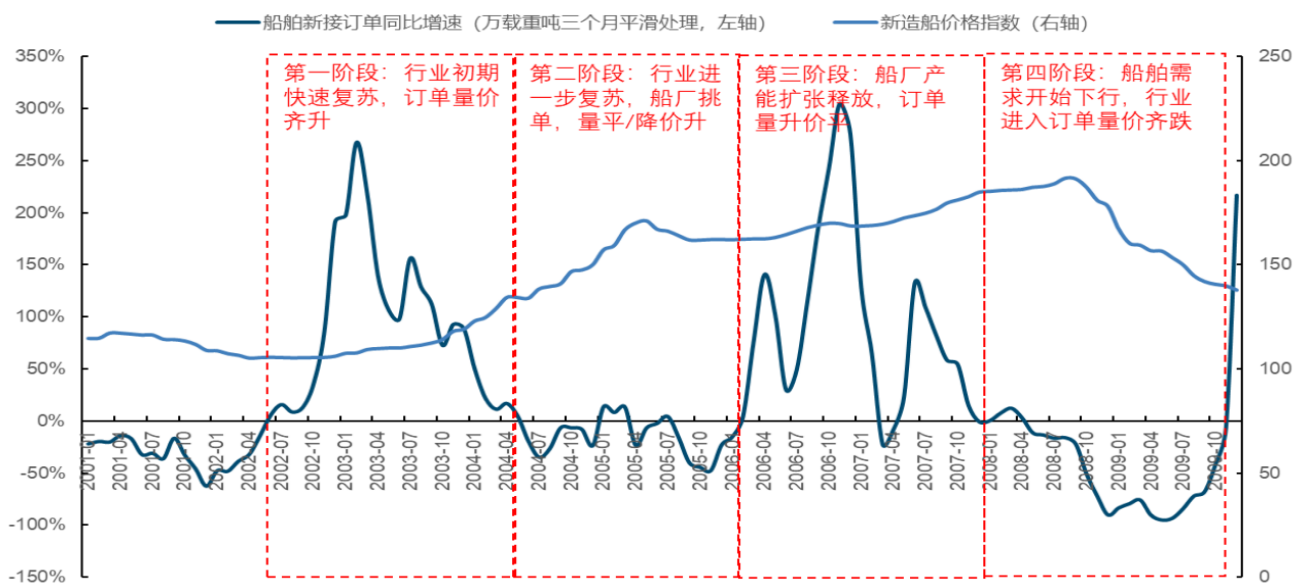
来源：Maritime Economics、国金证券研究所

造船行业会经历比较明显的 4 大阶段：量价齐升、量平价升、量升价平和量价齐降。



- 1) 阶段一（量价齐升）：2002 年是上轮船舶行业周期复苏起点，得益于大周期复苏初期，造船厂商自身排产具备弹性，造船厂商可根据自身产能情况提高新接订单量，船舶订单出现量价齐升。
- 2) 阶段二（量降价升）：随着订单产能排期较满后，船厂在手订单相对饱满，造船厂商在没有明确扩产计划下接单较为谨慎，开始进入挑单阶段，此时虽然订单量增速开始有所下滑，但造船价格仍然保持向上态势。
- 3) 阶段三（量升价平）：2006 年左右开始进入该阶段，第二阶段船厂扩张的产能开始进一步释放，伴随下游需求上行，行业整体进入供需较为平衡的量升价稳阶段。同时如果该阶段仍出现需求端增速大幅高于供给端增速的情况，则对应新接订单也会出现小幅涨价。
- 4) 阶段四（量价齐降）：下行周期船舶需求开始减弱，供给端产能仍在释放，行业开始进入新接订单量价齐跌阶段。

图表4：上一轮船舶复苏周期可分为四个阶段

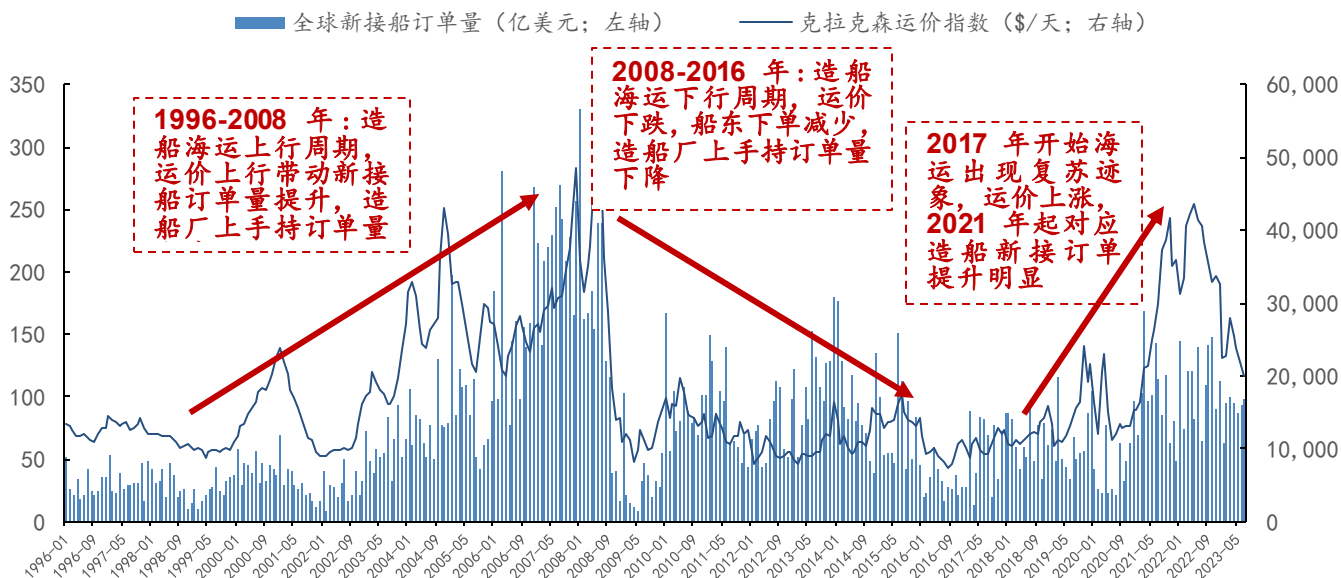


来源：Clarksons、国金证券研究所

从历史数据来看，海运市场往往领先于造船周期复苏，海运市场运价高位带动新造船扩张需求。一般来说，海运价格上行使得下游船东下单意愿增强，新增船需求提升，从而带动造船厂手持订单量提升。根据 Clarksons 数据显示，1996 年海运指数开始提升，造船厂手持订单量上涨，2008 年海运进入下行，运价与造船厂商手持订单量同步下行，在经历海运市场漫长的十年低谷期，2017 年海运开始进入复苏周期，运价持续性上涨，带动造船厂新接订单量提升，6M20 年全球船厂手持订单量降至 11187 亿美元后开始触底回升。



图表5：海运价格回升往往带动造船新接订单量，2020 年开始全球海运复苏下新增订单量开始回升

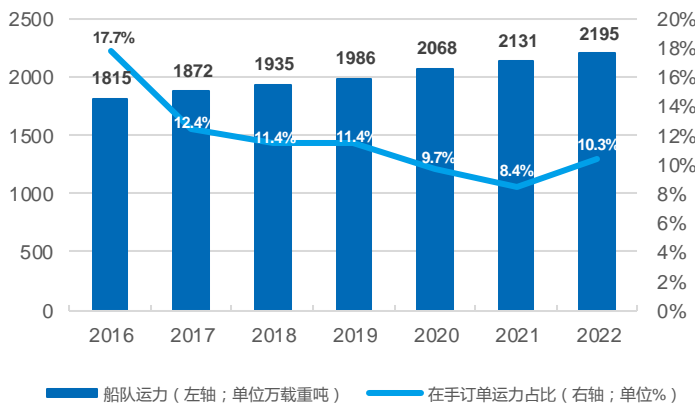
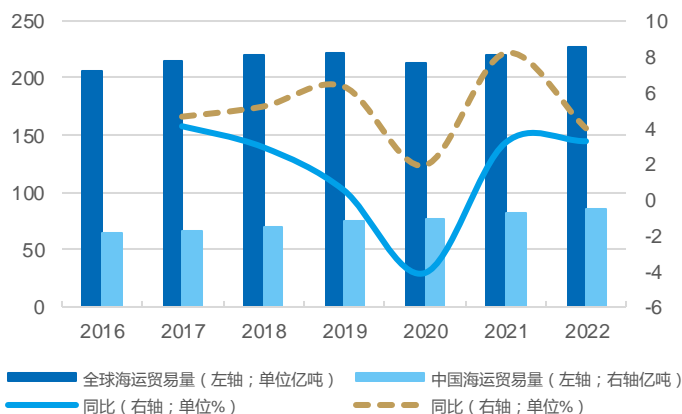


来源：Clarksons、国金证券研究所

2021 年全球海运贸易量回暖，船厂在手订单逐步消化，全球海运需求有望引来新一轮复苏。2020 年受疫情影响海运贸易量出现下滑，2021 年开始全球海运贸易量逐步恢复。在手订单运力占比一般受到新签订单量、交付量、船队规模三大因素影响，根据 Clarksons 数据显示，近年来海运船队运力增速趋缓，船厂在手订单占运力比重持续下降，2021 年已下降至最低 8.4%，2022 年在手订单占运力比例有所回升，达 10.3%，意味着船厂目前所累积的在手订单逐步消化，已基本见底。上一轮船厂产能扩张导致的船队运力基本出清，未来船队规模有望开始增长。

图表6：2021 年全球海运贸易量开始回升

图表7：2016-2022 年船队运力增速缓慢，在手订单运力占比下降



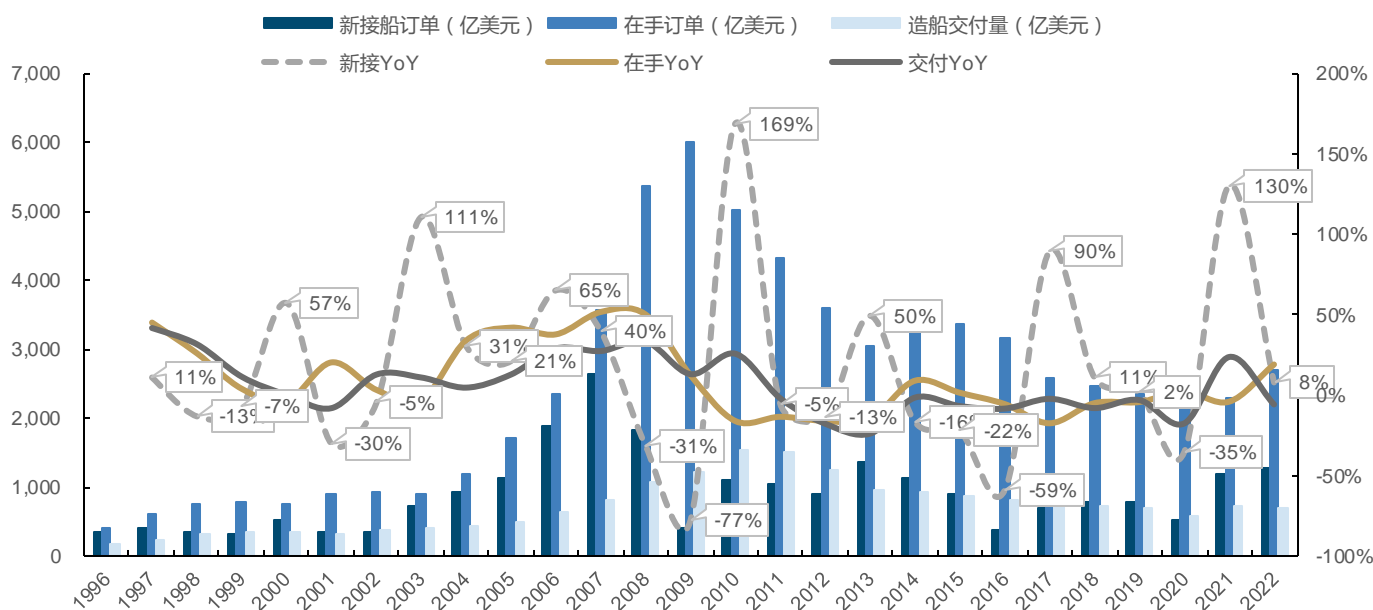
来源：Wind、华经产业研究院、国金证券研究所

来源：Clarksons、国金证券研究所

从全球造船新接订单和在手订单情况判断，本轮船舶行业周期复苏起点已于 2021 年开始。根据 Clarksons 数据，2021 年开始受益经济复苏，下游船东需求端回暖，全球造船新接订单开始呈现回升趋势。2021 年全球新接船订单量 13878 万载重吨，同比增长 97.2%，新接订单金额 1282 亿美元，同比增长 130.3%。2022 年新接船订单量 8810 万载重吨，同比下滑 36.5%，但新接订单金额在 2021 年高基数情况下，同比仍增长 8.2%，我们认为主要系当前上行周期已处于“量降价升”阶段，造船厂产能相对刚性，订单排期已到 2025 年，但新造船价格仍然持续上涨。在手订单方面，2022 年全球造船厂商在手订单实现底部回升，达 22634 万载重吨，订单金额达 2711 亿美元，同比增长 19%。全球新造船市场复苏迹象已现。



图表8：从新接订单情况来看，本轮船舶行业复苏起点源于2021年

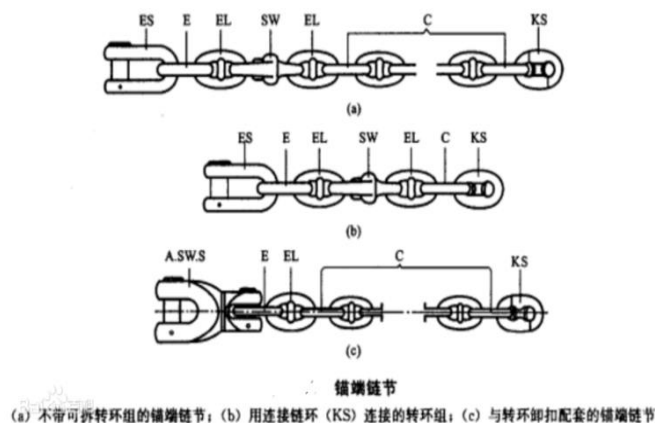


来源：Clarksons、国金证券研究所

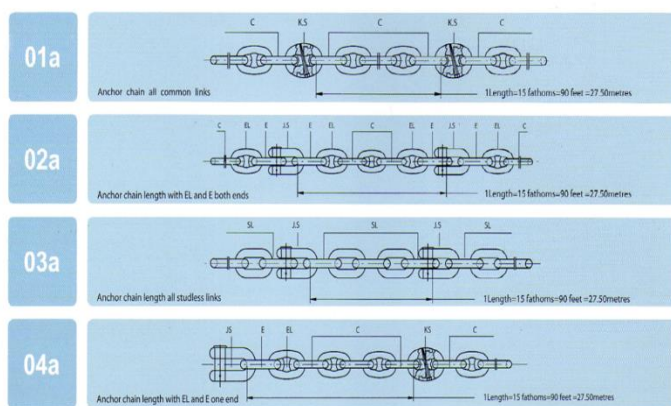
2.2 船用锚链行业龙头，盈利能力保持稳定

船用锚链是维系船舶安全的重要装备，用于链接锚与船体，由锚端链节、中间链节和末端链节组成。船用锚链按照抗拉强度分为3个等级，分别为M1、M2和M3。根据链环中间有无档撑，又可分为有档锚链和无档锚链，分别用A和B表示。有档锚链较无档锚链的应力分布更合理，能抵抗弯曲载荷，便于操作及预防缠绕，广泛应用于现代大中型船舶；无档锚链链环无横档，仅用于小型船舶。

图表9：锚链结构示意图



图表10：常用锚链连接形式



来源：公司公告、国金证券研究所



来源：公司公告、国金证券研究所

船用锚链是船舶航行不可缺少安全保障部件，其需求主要取决于两部分：一部分源于旧链更新需求，另一部分源于新建船舶需求，因此其市场供求状况受益于船舶景气周期上行。

公司专注于船用锚链制造，目前已成为世界最大的锚链供应商。公司船用锚链主要分为有档锚链和无档锚链，获得包括美国船级社、德国劳氏船级社、法国船级社、挪威船级社等多家船级社认证，具备完善质量保证体系，在锚链制造、热处理等方面具有多项核心工艺和技术，与丹麦“马士基航运”、韩国“现代”、日本“三菱”、SBM、TRANSCOCEAN、PETROBRAS、FRANKLIN OFFSHORE 以及 INTERMOOR 等多家国际著名企业均保持长期合作关系。



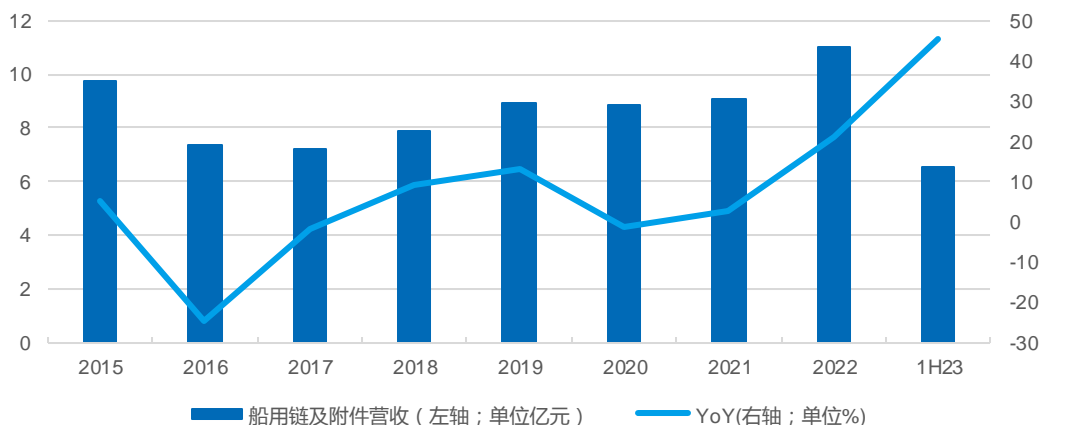
图表11：公司船用锚链产品涵盖有档锚链和无档锚链

分类	示例	级别	屈服强度 (N/mm ² , min)	抗拉强度 (N/mm ² , min)	延伸率 (%, min)	断面收缩率 (%, min)	V 型缺口冲击试验	
							试验温度 (°C)	平均能量 (J, min)
船用锚链无档链		M2	≥ 295	490-690	≥ 22	—	0	≥ 27
		M3	≥ 410	≥ 690	≥ 17	≥ 40	0	≥ 60 ≥ 50 (焊缝)
船用锚链有档链		M2	≥ 295	490-690	≥ 22	—	0	≥ 27
		M3	≥ 410	≥ 690	≥ 17	≥ 40	0	≥ 60 ≥ 50 (焊缝)

来源：公司官网、国金证券研究所

受益于船舶行业上行周期+船舶订单量提升带动船用锚链需求增加，2020-1H23 公司船用锚链业务营收稳定增长，分别实现收入 8.83/9.06/10.99/6.54 亿元，其中 1H23 营收增长迅速，同增 45.57%，在总营业收入中的占比达 64.60%。

图表12：1H23 公司船用锚链业务营收同增 45.57%

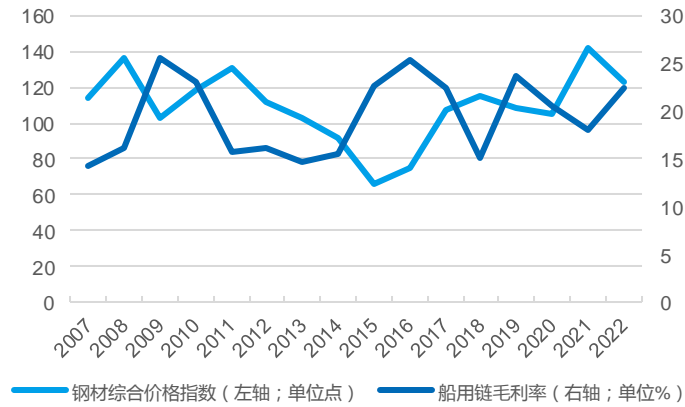
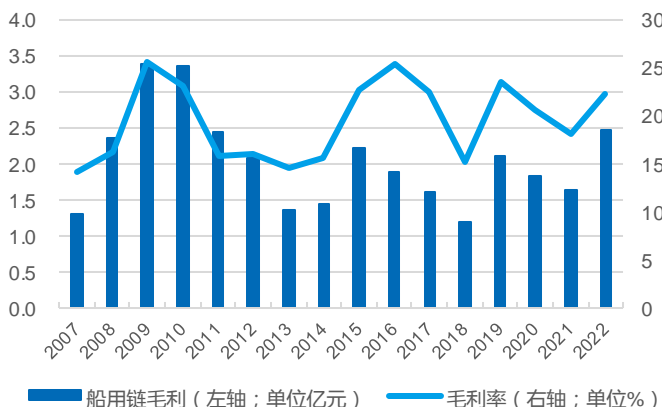


来源：公司公告、国金证券研究所

2007-2022 年公司船用锚链毛利率基本维持在 15%-25% 的区间，其中 2022 年毛利率为 22.33%，同比增加 4.29PCT。根据公司公告披露，原材料在船用锚链的成本占比中长期处于 70% 以上，毛利率主要受到船舶行业周期以及原材料成本波动影响，其中毛利率与钢材价格呈现明显反向变动关系。

图表13：2022 年船用锚链毛利率同比增加 4.29PCT

图表14：船用锚链毛利率与钢材价格呈明显反向波动



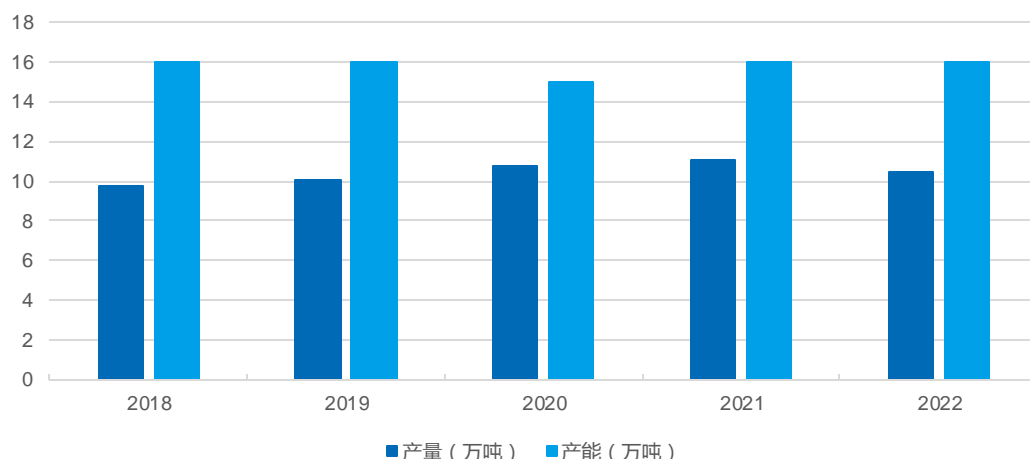
来源：公司公告、国金证券研究所

来源：WIND、公司公告、国金证券研究所

2018-2022 年公司船用锚链产能状况保持平稳，基本维持在 16 万吨。



图表15：2018-2022 年公司船用锚链产能基本保持在 16 万吨



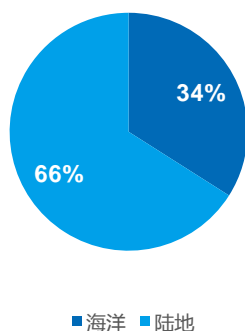
来源：公司公告、国金证券研究所

3、海工：全球油价创新高，海洋油气开采复苏推动系泊链需求快速增长

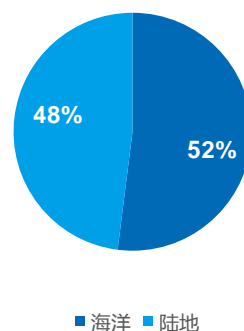
3.1 受益于油价上涨，海洋油气开采景气复苏

陆上油气资源探明储量自上世纪 60 年代达到高峰后逐渐减少，相比之下，海洋油气资源勘探开发起步晚，探明率较低，资源潜力巨大，储量和产量逐年增长。中国海洋油气资源总量丰富，是中国油气资源重要组成部分。根据 2013 年完成的全国第四次油气资源评价结果，海洋石油剩余技术可采储量占中国石油剩余技术可采储量的 34%；海洋天然气剩余技术可采储量占中国天然气剩余技术可采储量的 52%。

图表16：2013 年我国海洋石油占剩余石油可采储量的 34%



图表17：2013 年我国海洋天然气占剩余天然气可采储量的 52%



来源：全国第四次油气资源评价、国金证券研究所

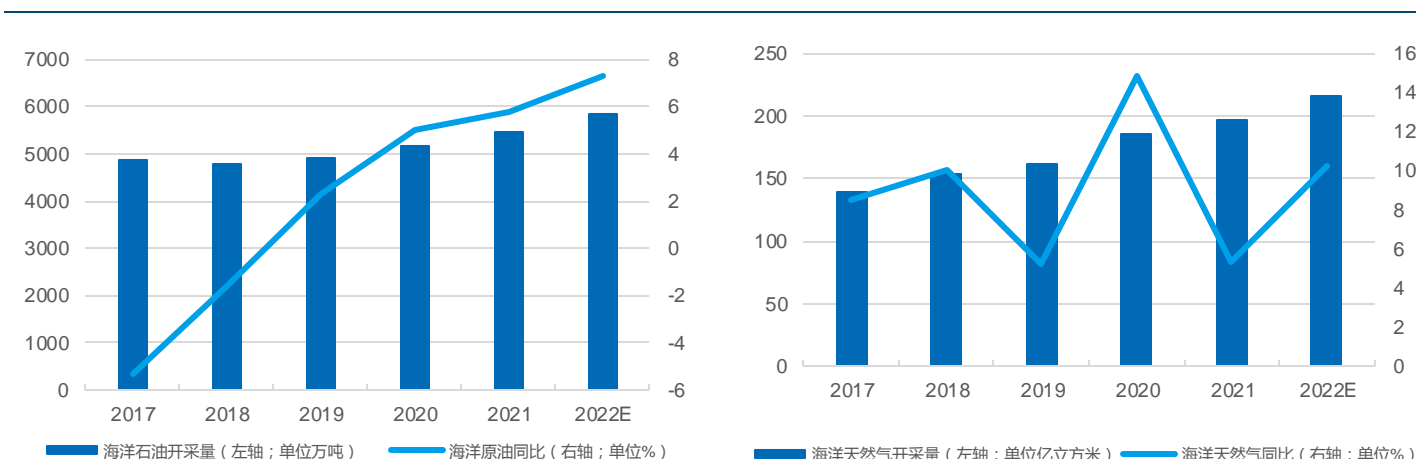
来源：全国第四次油气资源评价、国金证券研究所

2017-2022 年我国海洋油气产量增长显著，根据中国海油发布的《中国海洋能源发展报告 2022》，2022 年我国海洋石油产量预计达 5862 万吨，同比增长 6.9%，增产量占全国石油增产量的一半以上；海洋天然气产量预计达 216 亿立方米，同比增长 8.6%，增产量占全国天然气增产量的 13%。



图表18：2022 年预计我国海洋石油产量达 5862 万吨

图表19：2022 年预计我国海洋天然气产量达 216 亿立方米

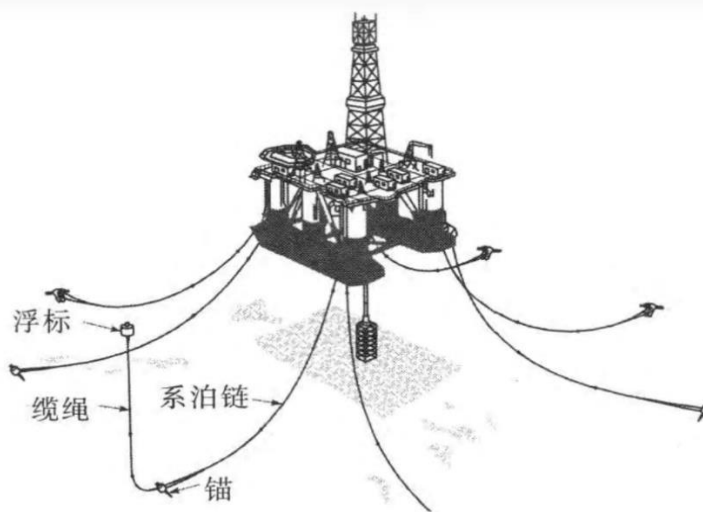


来源：中海油《中国海洋能源发展报告》、国金证券研究所

来源：中海油《中国海洋能源发展报告》、国金证券研究所

海洋油气资源开发装备分为勘探装备、钻井装备、生产装备三类，钻井装备又包括钻井船、自升式钻井平台、半潜式钻井平台。目前大型海洋钻井平台一般采用两种定位系统：系泊定位系统和动力定位系统，其中系泊定位系统凭借着投资少、使用维修方便等优势，广泛应用于各类深海平台。系泊链就是系泊定位系统的核心，在海面设施与海床之间起连接及固定作用的链条，保证浮式平台停留在所需的水位。

图表20：海洋平台系泊定位系统



来源：网易、国金证券研究所

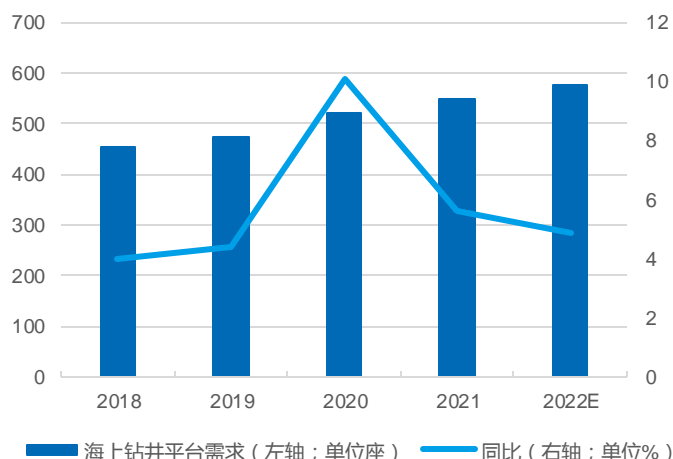
自 2020 年下半年以来，全球油价持续上涨。2022 年受俄乌冲突影响，布伦特原油现货价格最高达 120 美元/桶，随后受美元加息、欧盟对俄罗斯石油设置价格上限等因素影响，原油价格下跌趋势明显，但油价并不会持续降低。美国能源信息署(EIA)近期上调了对 2023 年和 2024 年布伦特原油价格的预测，分别为 84.46 美元/桶和 83.51 美元/桶。根据 EIA 的预测，2023 年下半年，由于全球原油库存增长，油价可能会面临走低压力，但这一压力将被原油供应中断和产量增长低于预期所抵消。未来原油价格仍将持续推动油气开采行业景气度复苏。根据 IHS Markit 统计数据，2022 年全球海上钻井平台需求估计从 2018 年的 453 座增长至 577 座，年复合增长率为 6.24%。海洋油气开采行业景气复苏将带动上游系泊链需求快速增长。



图表21：2020年起布伦特原油价格呈上升趋势



图表22：2022年全球海上钻井平台需求估计达577座



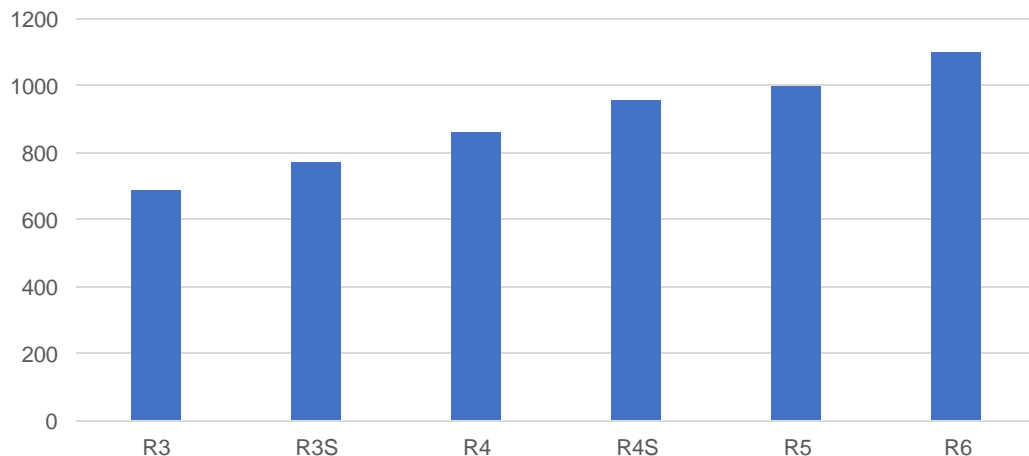
来源：Wind、国金证券研究所

来源：IHS Markit、国金证券研究所

3.2 系泊链龙头地位稳固，多项技术填补行业空白

公司专业化生产的海洋工程系泊链产品，是维系海洋工程设施安全的重要装置，也是海上系泊定位系统的关键组成部分。系泊链按抗拉强度可分为 R3、R3S、R4、R4S、R5、R6 等多个等级，系泊链等级越高，抗拉强度就越高，相同负荷条件下选用的链径也越小。对于系泊链厂商而言，抗拉强度等级越高、直径越大的系泊链生产工艺难度也越大，能生产的厂商也越少。

图表23：等级越高的系泊链抗拉强度越强 (Mpa)



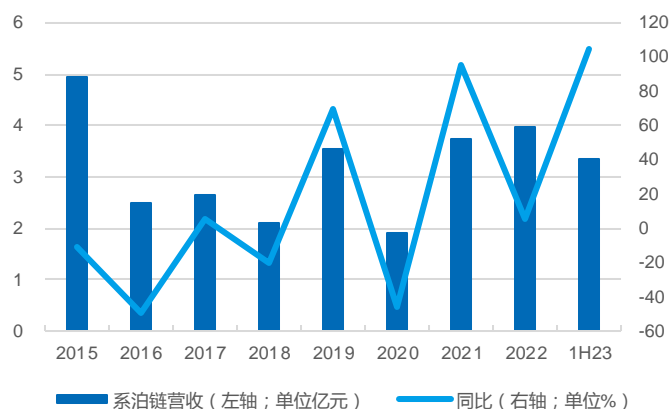
来源：公司公告、国金证券研究所

公司为国内系泊链龙头，技术实力雄厚。2008 年公司自主研发的 R5 系泊链打破了瑞典、西班牙及日本等国的技术封锁和行业垄断，后来陆续开发出更高强度的 R4、R5 级系泊链。2015 年公司参与的“超深水半潜式钻井平台研发与应用”项目获得 2014 年度国家科学技术进步奖特等奖。2017 年公司主导编制的国际标准 ISO20438《船舶与海洋技术系泊链》正式出版发布，标志着公司在系泊链制造生产和技术研发上达到世界领先水平。目前公司产品最高强度可达 R6，最大直径为 220mm，远超前同行。

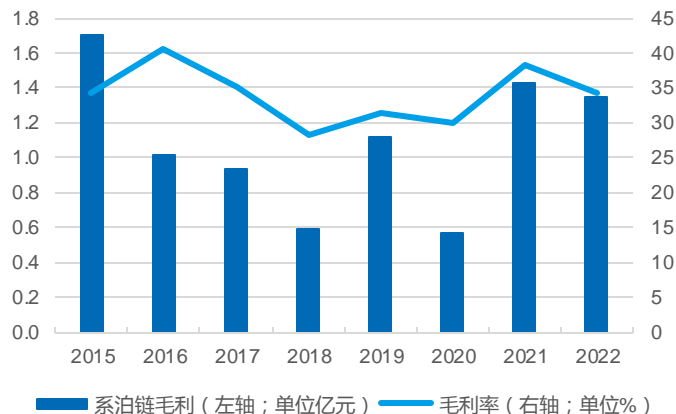
2020-1H23 公司系泊链业务营收稳定增长，分别实现营业收入 1.92/3.75/3.96/亿元。公司系泊链毛利率长期保持在 30%-40% 区间内，2020-2022 年毛利率分别为 29.95%/38.16%/34.13%，其中 2021 年毛利率的提高主要是受益于 R6 级系泊链投产销售。



图表24：1H23 公司系泊链业务营收同比增长 104.86%



图表25：公司系泊链毛利率稳定在 30%-40% 区间

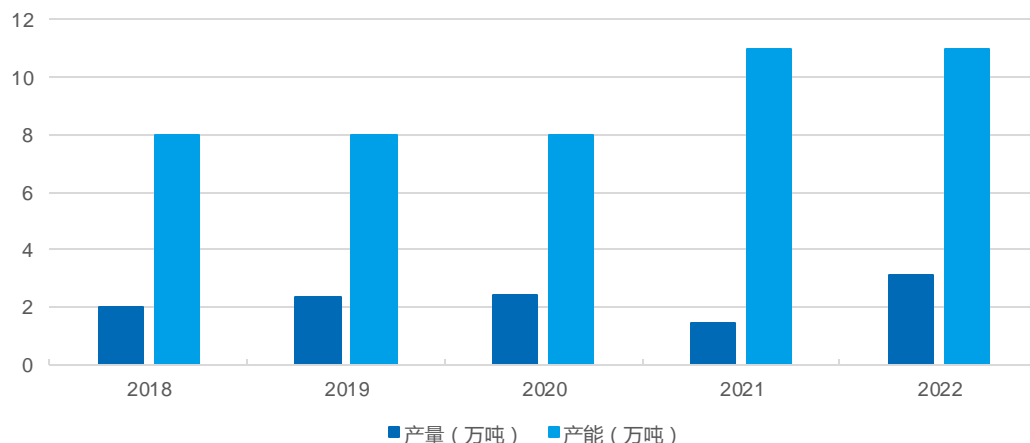


来源：公司公告、国金证券研究所

来源：公司公告、国金证券研究所

受新冠疫情影响，公司 2020 年完工待售系泊链产品推迟至 2021 年发货，导致 2021 年公司系泊链产量同比下降 40.33%。2022 年由于海洋工程市场回暖，订单增加，公司系泊链产量达 3.15 万吨，同比增长 116.46%。

图表26：2022 年公司系泊链产量同比增长 116.46%



来源：公司公告、国金证券研究所

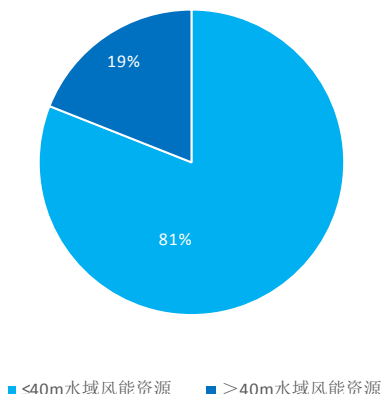
4、漂浮式海风蓄势待发，打开公司未来成长空间

4.1 海上风电向深远海发展是必然趋势，漂浮式海风远期规划目标超 44GW

由于海上风电通常更靠近能源消耗中心且风资源情况优于陆上风电，海上风电步入快速增长期。但由于近海开发资源有限、生态约束强、其他经济活动需求大、场址较为分散，海上风电向深远海发展是必然趋势。相较于近海风电，深远海域具有风资源条件更优、开发潜力巨大、限制性因素少等优势。根据 Principle Power 统计，全球超过 80% 的海上风能资源潜力都蕴藏在水深超过 40m 的海域。随着海上风电从浅近海走向深远海，基础形式从重力式、多脚架、高桩承台、单桩，逐渐演变为导管架基础、漂浮式基础。从经济性角度出发，当水深大于 60m 时，多采用漂浮式。



图表27：全球超过 80% 的海上风能资源位于 40 米深以上的水域



来源：Principle Power，国金证券研究所

自 2009 年由挪威 Equinor 公司开发的全球首台兆瓦级漂浮式海上风电样机安装以来，葡萄牙、日本、英国、法国、西班牙、韩国、挪威、中国等国先后投运了漂浮式海上风电项目。据我们不完全统计，截至 2023 年 9 月，全球累计共有 252.4MW 漂浮式风电项目投运，其中挪威/英国/葡萄牙分别累计投运 101/80/27MW，占比 40%/32%/11%。已投运的漂浮式风电项目中，浮式基础有单桩式、半潜式、驳船式三种，占比分别为 55%、42%、3%。

图表28：全球已投运 202.55MW 漂浮式海上风电项目（截至 2023 年 9 月）

投运年份	国家	项目名称	浮式基础类型	装机规模 (MW)	单机容量 (MW)
2009	挪威	Hywind I	单桩式	2.3	2.3
2011	葡萄牙	WindFloat Atlantic Phase 1（于 2016 年拆除）	半潜式	2	2
2013	日本	Kabashima（于 2015 年拆除）	单桩式	2	2
2013	日本	Fukushima Forwardphase 1（于 2021 年拆除）	半潜式	2	2
2015	日本	Fukushima Forwardphase 2（于 2020 年拆除）	半潜式	7	7
2016	日本	Fukushima Forwardphase 3（于 2021 年拆除）	单桩式	5	5
2016	日本	Sakiyama	单桩式	2	2
2017	英国	Hywind Pilot Park	单桩式	30	6
2018	法国	Floatgen	驳船式	2	2
2018	日本	IDEOL Kitakyushu Demo	驳船式	3	3
2018	英国	Kincardine Phase 1	半潜式	2	2
2019	西班牙	W2Power	半潜式	0.2	0.1
2019	葡萄牙	WindFloat Atlantic 2	半潜式	25	8.3
2020	韩国	Ulsan Demo（于 2021 年拆除）	半潜式	0.75	0.75
2021	挪威	Tetraspar Demonstration	单桩式	3.6	3.6
2021	英国	Kincardine Phase 2	半潜式	48	9.5
2021	中国	三峡引领号	半潜式	5.5	5.5
2022	挪威	Hywind Tampen	单桩式	60.2	8.6
2023	中国	扶摇号	半潜式	6.2	6.2
2023	中国	中海油深海浮式项目	半潜式	7.25	7.25
2023	西班牙	DemoSATH	驳船式	2	2
2023	挪威	Hywind Tampen	单桩式	34.4	8.6

来源：Carbon Trust，北极星风力发电网，国金证券研究所



根据已披露项目，2023.10-2025 年仍有 481MW 确定性漂浮式风电项目将投运，装机规模及单机容量相较历史均有较大幅度提升。我国首个商业化漂浮式海上风电项目——中电建万宁漂浮式海上风电试验项目一期工程已获批核准，进入实施阶段。

图表29：预计 2023.10-2025 年全球将投运 481MW 漂浮式海上风电项目

预计投运年份	国家	项目名称	浮式基础类型	装机规模 (MW)	单机容量 (MW)
2023	中国	龙源电力漂浮式海上风电与养殖融合研究与示范项目	半潜式	4	4
2023	中国	明阳阳江青洲四海上风电项目	-	16.6	16.6
2023	西班牙	PivotBuoy	张力腿式	0.22	0.22
2023	法国	Provence Grand Large	张力腿式	25.2	8
2023	法国	Les Eoliennes Flottantes du Golfe du Lion	半潜式	30	10
2023	法国	EolMed(Gruissan)Pilot Farm	驳船式	30	10
2024	美国	Aqua Ventus	半潜式	11	11
2024	日本	Goto City	单桩式	16.8	2
2024	挪威	FLAGSHIP	半潜式	11	11
2024	法国	Les éoliennes flottantes de Groix&Belle-Île	半潜式	28.5	9.5
2024	法国	EOLINK	半潜式	5	5
2025	中国	中电建万宁漂浮式海上风电试验项目（一期）	-	200	16
2025	英国	Blyth-phase2	半潜式	58.4	8.5
2025	英国	Pentland FOW Demonstrator	半潜式	12	12
2025-2027	英国	TwinHub	-	32	8

来源：Carbon Trust, 4coffshore, CWEA, 北极星风力发电网, 国金证券研究所

目前多国已宣布漂浮式装机规划。据多国政府规划统计，截至 2030 年，欧洲累计漂浮式风电装机规模或超 20GW，韩国累计漂浮式风电装机规模或达 9GW。截至 2035 年，美国累计漂浮式风电装机规模或达 15GW。

图表30：多国已宣布漂浮式装机规划

国家	漂浮式规划
希腊	据 FOWT2022（漂浮式风电会议）披露，希腊目标到 2030 年漂浮式海上风电达 2GW
西班牙	据 FOWT2022（漂浮式风电会议）披露，西班牙目标到 2030 年漂浮式海上风电达 1-3GW
英国	2021 年苏格兰皇家地产启动海风用海权招标，总容量达 24.8GW，其中漂浮式海上风电项目规模达 14.5GW。此外，苏格兰皇家地产预计于 2023 年启动第二轮用海权招标，大部分项目将采用漂浮式。据 FOWT2022（漂浮式风电会议）中披露，英国目标到 2030 年漂浮式海上风电达 5GW
意大利	据 FOWT2022（漂浮式风电会议）披露，意大利目标到 2030 年漂浮式海上风电达 3.5GW
葡萄牙	葡萄牙政府已确定 6 个潜力高达 11GW 的漂浮式海上风电区域，预计 2023 年启动规模高达 10GW 的漂浮式海上风电项目的招标计划
法国	根据“法国 2030”计划，法国将投入 3 亿欧元专项资金用于发展漂浮式海上风电。预计到 2028 年，法国固定式和漂浮式海上风电装机规模合计达 12.4GW 左右
美国	美国政府宣布漂浮式风电项目计划，目标到 2035 年漂浮式海上风电累计装机达 15GW，并将漂浮式海上风电技术的成本降低 70%以上，达到 45 美元/兆瓦时
韩国	据韩国政府披露，其已与维斯塔斯签订 MoU，计划在 2030 年前共同开发完成 9GW 漂浮式海风项目
日本	日本政府通过立法允许各都道府县租赁海上用海权长达 30 年，为漂浮式海上风电项目的开发提供了便利。考虑到日本 90%的海域水深超过 50m，具有较大的漂浮式发展潜力

来源：WindEurope, IEA, CWEA, whitehouse.gov, Principle Power, 北极星风力发电网, 国金证券研究所

我国沿海各省也纷纷出台深远海域海上风电发展规划，积极推动深远海风电前期工作及开



工建设。

图表31：我国沿海各省出台深远海域海上风电发展规划

省份	政策	政策内容
上海	《上海市能源发展“十四五”规划》	十四五期间，着力近海、深远海、陆上分散式风电，力争新增规模 1.8GW
	《上海市可再生能源和新能源发展专项资金扶持办法》	2022-2026 年期间，对企业投资的深远海海上风电项目和场址中心离岸距离大于等于 50 公里的近海海上风电项目，根据项目建设规模给予投资奖励，奖励标准为 500 元/千瓦，分 5 年拨付，每年拨付 20%
天津	《天津市可再生能源发展“十四五”规划》	十四五期间，加快推进远海 900MW 海上风电项目前期工作
江苏	《盐城市加快建设绿色能源之城行动方案》	到 2025 年实现海上风电装机规模全球城市首位，力争年均新增近远海海上风电装机 3GW，年均投资规模 350 亿元以上。到 2025 年底，全省风电装机达到 28GW 以上
浙江	《浙江省可再生能源发展“十四五”规划》	到 2025 年，力争全省风电装机容量达到 6.3GW，其中海上风电 5GW，打造近海及深远海海上风电应用基地+海洋能+陆上产业基地发展新模式
福建	《福建省“十四五”能源发展专项规划》	十四五期间，稳妥推进深远海风电项目，增加并网装机 4.1GW，新增开发省管海域海上风电规模 10.3GW，力争推动深远海风电开工 4.8GW
海南	《海南省风电装备产业发展规划》	到 2025 年，争取基本形成风电装备产业集群，全产业链实现产值 550 亿元，力争“十五五”期间形成千亿元级产业集群。全球最大商业化漂浮式海上风电项目——海南万宁漂浮式海上风电项目于 2022 年 12 月 26 日正式开工，规划总装机容量 1GW

来源：GWEC，风芒能源，北极星风力发电网，国金证券研究所

根据 GWEC 预测，2022-2025 年期间全球漂浮式新增装机为 0.1GW、0.2GW、0.3GW、1.2GW，其中韩国、意大利、中国新增装机规模位列前三，分别为 700MW、256MW、234MW。预计 2030 年全球漂浮式新增装机将达 7.9GW，2022-2025 年、2025-2030 年全球新增漂浮式装机年复合增速为 175%、45%。

图表32：2022-2025 年预计全球漂浮式新增装机规模韩国、意大利、中国位列前三 (MW)

	2022	2023E	2024E	2025E	2030E
中国		34		200	1000
西班牙		2		95	300
挪威	60	34	11		500
法国		85	34		500
英国			9	102	1000
美国			11	100	1000
日本			17		500
韩国			200	500	1000
意大利			6	250	500
爱尔兰		17			600
葡萄牙					500
其他					500
合计	60	173	287	1247	7900

来源：GWEC，国金证券研究所

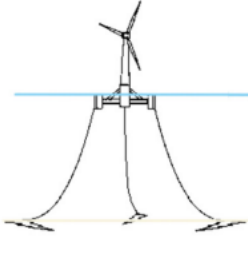
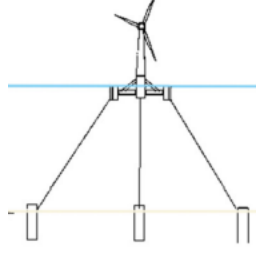
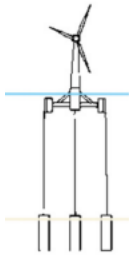



4.2 漂浮式项目为公司系泊链产品带来长期增长空间

漂浮式海上风电由风机塔筒系统、基础系统、系泊系统和电缆传输系统四个子系统组成。相比固定式海上风电，漂浮式海上风电新增系泊系统以保证风机在海浪、海风等影响下发生移动时，仍能正常工作。系泊系统通常包含系泊链、锚固装置、配重块和浮力套件等。



系泊系统中漂浮式基础下部连接系泊链,系泊链通过锚固装置与海床连接以起到固定的作用。系泊线有悬链线型、张紧型和张力腿式三种形式。考虑张紧型和张力腿式对系泊系统和锚固装置要求较高,悬链线型是目前最常见的系泊线。

图表33: 不同的漂浮式基础在系泊线的选用上有一定区别

类型	悬链线型	张紧型	张力腿式
系泊形式图示			
主要材料	锚链	钢缆	钢管
主要材料图示			
成本	中	低	高
固有频率	低	低	高
劳损风险	低	中	高
占地面积	大	中	小
适用漂浮式基础	单桩式&半潜式&驳船式	单桩式	张力腿式
系泊系统及锚固装置要求	低	高	高

来源:《海上漂浮式风机子系统设计特点浅析_肖然》,《海上漂浮式风机关键技术研究进展_陈嘉豪》,北极星风力发电网,国金证券研究所

综合中海油和中国海装的系泊招标文件可知,漂浮式风电系泊供应商或需:1) 船级社认证;2) 历史相关业绩。

图表34: 漂浮式风电系泊招标要求

项目	要求
海油观澜号	需提供至少 1 个招标人认可的船级社(中国船级社/美国船级社/法国必维船级社/挪威船级社/英国劳氏船级社)的工厂认可证书扫描件,工厂认可证书的认可产品须与本次采购的产品相关,且获得认可的 R3S 级别锚链的最大直径不低于 132mm
海装扶摇号	具有中国船级社 CCS 系泊链和附件产品认可书 至少承接过浮式风电锚链业绩或类似海洋工程项目业绩 1 项

来源:中国招标投标公告服务平台,国金证券研究所

目前获得中国船级社系泊链和附件产品认可书的锚链企业仅有亚星锚链、青岛锚链、正茂集团(亚星锚链持股 55%)、亚星镇江系泊链(亚星锚链全资子公司)四家。亚星锚链为国内系泊链龙头,具有世界领先的 R6 级锚链生产能力,技术实力雄厚。目前公司产品最高强度可达 R8,最大直径为 220mm,远超于同行。当前公司已中标多个国内外漂浮式海上风电系泊链订单,根据公开信息披露,公司中标扶摇号与观澜号系泊链产品,中标金额分别为 2298 万元和 2599 万元。

图表35: 公司为国内漂浮式风机项目的系泊链的主要供应商

项目	锚链开标/交付时间	水深(m)	风机容量(MW)	系泊链/索供应商	总金额(万元)	价格(亿元/GW)
----	-----------	-------	----------	----------	---------	-----------



三峡引领号	2021 年交付	28-32	5.5	亚星锚链&巨力索具	-	-
海装扶摇号	2021 年开标	65	6.2	亚星锚链&青岛锚链	2298 (亚锚中标金额)	37.06
海油观澜号	2022 年开标	120	7.25	亚星锚链	2599	35.85

来源：各公司官网，天眼查，中海油，国金证券研究所

我们参照 GWEC 对海外漂浮式装机预测、以及根据现有国内漂浮式项目对国内装机预测，假设 2023-2025 年期间全球海风新增装机为 17.4GW、21.1GW、33.4GW，其中漂浮式风电新增装机为 0.2GW、0.3GW、1.2GW，预计 2025 年全球风电锚链市场空间可达 25 亿元，2023-2025 年年复合增速为 124%。受益于漂浮式风电新增装机规模快速提升，2026-2030 年全球风电锚链市场空间年复合增速达 50%。

图表36：全球锚链市场空间测算

	2023E	2024E	2025E	2030E
全球海风新增装机 (GW)	17.4	21.1	33.4	73.9
其中：漂浮式新增装机 (GW)	0.2	0.3	1.2	7.9
锚链系统单 GW 价值量 (亿元)	30	25	20	15
风电锚链市场空间 (亿元)	5	7	25	119
YoY		38%	248%	46%

来源：GWEC，国金证券研究所

5、盈利预测与投资建议

船用链及附件：1) 销量：我们认为从全球造船新接订单和在手订单情况判断，本轮船舶行业周期复苏起点已于 2021 年开始。当前船上行周期处于“量降价升”阶段，造船厂产能相对刚性，订单排期已到 2025 年，但新造船价格仍然持续上涨。受益于船舶行业上行周期，我们预计公司 2023-2025 年船用链销量随下游船舶订单的增长而增长。据公司年报披露，2020/2021/2022/1H23 年公司新接船链及附件订单分别为 9.71/12.73/11.84/6.92 万吨，新接订单呈上升趋势，考虑 1H23 公司销售船用链 6.4 万吨，预计全年销售 12.8 万吨；2) 毛利率：预计受益于船舶行业景气度提升以及原材料价格高位回落，2023-2025 年公司船用链业务毛利率将稳定在 21%。

系泊链：1) 销量：受益于海工市场回暖+漂浮式海风快速推进，我们预计公司系泊链板块业务销量稳步增长；2) 毛利率：考虑公司系泊链板块业务毛利率长期稳定在 30%-40% 区间内，我们预计 2023-2025 年毛利率稳定在 34%。

费用：我们预计公司 2023-2025 年销售费用率、管理费用率、研发费用率同比 2022 年持平，分别为 3.6%、6.7%、5.1%。

图表37：公司业务分拆预测表

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
船用链及附件					
营收 (百万)	906	1,025	1,309	1,475	1,518
YoY	3%	13%	28%	13%	3%
毛利 (百万)	163	219	275	310	319
毛利率 (%)	18%	21%	21%	21%	21%
系泊链					
收入 (百万)	375	396	552	850	1354
YoY	95%	6%	39%	54%	59%
毛利 (百万)	143	135	188	290	462
毛利率 (%)	38%	34%	34%	34%	34%

来源：公司公告，国金证券研究所

由于亚星锚链在国内缺乏可比上市公司，我们考虑选择船舶行业公司中国船舶、中国重工、海兰信、中船防务作为可比对象，我们预测，2023-2025 年公司实现营业收入 20/25/31 亿



元，同比+31%/+25%/+24%，归母净利润 2.0/2.5/3.3 亿元，同比+35%/+24%/+31%，对应 EPS 为 0.21/0.26/0.34 元。根据市盈率法，给予 2023 年整体目标估值 50X，目标价 10.50 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表38：可比公司估值

代码	名称	股价 (元)	EPS					PE				
			2021	2022	2023E	2024E	2025E	2021	2022	2023E	2024E	2025E
600150.SH	中国船舶	25.22	0.05	0.04	0.56	1.44	2.07	504	631	45	18	12
300065.SZ	海兰信	10.04	0.08	-1.09	0.16	0.31	0.47	126	-9	63	33	21
601989.SH	中国重工	3.91	0.01	-0.10	0.06	0.21	0.33	391	-39	68	19	12
600685.SH	中船防务	22.3	0.06	0.49	0.52	0.59	-	372	46	43	38	-
平均数								348	157	55	27	15
601890.SH	亚星锚链	8.73	0.13	0.16	0.23	0.26	0.34	60	55	38	34	26

来源：iFinD，国金证券研究所（股价选自 2023 年 10 月 24 日）

6、风险提示

市场风险。公司所处的船舶行业及海洋工程行业受航运市场形势和国际原油价格等周期性波动的影响较大，因此随着全球经济的周期性变化，船舶及海洋工程制造行业也呈现明显的周期性特征，对新船订单量和新船价格造成波动性影响，从而对公司的业绩产生影响。

原材料价格波动风险。公司原材料占比较高，主要原材料为钢材及其他钢材制品，价格存在一定程度的波动，受原材料价格波动影响较大。

汇率波动风险。公司业务国际化程度高，1H23 公司海外收入占比达 37.08%，汇率波动较大将对公司业绩有较大影响。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	1,109	1,320	1,516	1,986	2,491	3,099
增长率		19.0%	14.9%	31.0%	25.4%	24.4%
主营业务成本	-857	-998	-1,122	-1,465	-1,819	-2,225
%销售收入	77.3%	75.5%	74.0%	73.8%	73.0%	71.8%
毛利	252	321	394	521	672	874
%销售收入	22.7%	24.3%	26.0%	26.2%	27.0%	28.2%
营业税金及附加	-12	-13	-14	-18	-22	-28
%销售收入	1.0%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
销售费用	-34	-38	-54	-71	-90	-112
%销售收入	3.1%	2.9%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%
管理费用	-87	-99	-102	-133	-167	-208
%销售收入	7.9%	7.5%	6.7%	6.7%	6.7%	6.7%
研发费用	-52	-66	-78	-101	-127	-158
%销售收入	4.7%	5.0%	5.1%	5.1%	5.1%	5.1%
息税前利润 (EBIT)	66	105	147	197	266	369
%销售收入	6.0%	7.9%	9.7%	9.9%	10.7%	11.9%
财务费用	1	18	39	22	9	-7
%销售收入	-0.1%	-1.4%	-2.6%	-1.1%	-0.3%	0.2%
资产减值损失	-9	-10	-26	0	0	0
公允价值变动收益	4	-12	6	12	12	12
投资收益	33	36	4	4	4	4
%税前利润	30.9%	24.9%	2.0%	1.7%	1.4%	1.1%
营业利润	102	142	177	235	290	378
营业利润率	9.2%	10.7%	11.7%	11.8%	11.6%	12.2%
营业外收支	5	3	0	0	0	0
税前利润	108	144	176	235	290	378
利润率	9.7%	10.9%	11.6%	11.8%	11.6%	12.2%
所得税	-19	-23	-24	-33	-41	-53
所得税率	17.3%	15.9%	13.8%	14.0%	14.0%	14.0%
净利润	89	121	152	202	250	325
少数股东损益	2	0	3	0	0	0
归属于母公司的净利润	87	121	149	202	250	325
净利率	7.9%	9.2%	9.8%	10.2%	10.0%	10.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	89	121	152	202	250	325
少数股东损益	2	0	3	0	0	0
非现金支出	79	83	100	67	76	86
非经营收益	-12	-9	-33	-12	2	19
营运资金变动	0	-130	-39	-265	-245	-281
经营活动现金净流	157	66	180	-8	83	148
资本开支	-28	-26	-19	-73	-61	-76
投资	-127	-191	275	12	12	12
其他	200	265	-625	4	4	4
投资活动现金净流	44	48	-369	-57	-45	-60
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	0	0	125	-80	140	80
其他	-40	-40	-49	-66	-93	-132
筹资活动现金净流	-40	-40	76	-147	48	-53
现金净流量	147	71	-90	-211	86	35

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,369	1,502	1,439	1,228	1,314	1,349
应收款项	331	380	447	522	655	815
存货	686	752	866	1,044	1,296	1,585
其他流动资产	666	578	1,025	1,039	1,052	1,085
流动资产	3,052	3,212	3,777	3,833	4,317	4,833
%总资产	75.8%	77.6%	81.8%	81.9%	83.6%	85.3%
长期投资	11	26	1	1	1	1
固定资产	628	580	525	536	538	531
%总资产	15.6%	14.0%	11.4%	11.5%	10.4%	9.4%
无形资产	169	164	159	157	155	152
非流动资产	976	925	838	844	844	834
%总资产	24.2%	22.4%	18.2%	18.1%	16.4%	14.7%
资产总计	4,028	4,137	4,615	4,677	5,160	5,667
短期借款	300	0	425	343	484	564
应付款项	178	158	332	300	373	456
其他流动负债	293	338	408	441	537	654
流动负债	772	496	1,165	1,085	1,394	1,674
长期贷款	6	306	6	6	6	6
其他长期负债	102	95	90	90	90	90
负债	880	897	1,261	1,181	1,490	1,770
普通股股东权益	3,054	3,146	3,256	3,397	3,572	3,799
其中：股本	959	959	959	959	959	959
未分配利润	619	699	795	936	1,111	1,338
少数股东权益	94	95	98	98	98	98
负债股东权益合计	4,028	4,137	4,615	4,677	5,160	5,667

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.091	0.126	0.155	0.210	0.260	0.339
每股净资产	3.183	3.279	3.394	3.541	3.723	3.960
每股经营现金净流	0.163	0.069	0.187	-0.008	0.086	0.154
每股股利	0.030	0.040	0.050	0.063	0.078	0.102
回报率						
净资产收益率	2.85%	3.85%	4.58%	5.94%	6.98%	8.55%
总资产收益率	2.16%	2.93%	3.23%	4.31%	4.83%	5.73%
投入资本收益率	1.59%	2.48%	3.35%	4.41%	5.49%	7.10%
增长率						
主营业务收入增长率	-13.64%	19.00%	14.93%	30.95%	25.44%	24.43%
EBIT 增长率	-18.17%	57.49%	40.71%	33.72%	34.84%	38.95%
净利润增长率	-3.05%	39.02%	22.98%	35.38%	23.67%	30.19%
总资产增长率	3.37%	2.72%	11.55%	1.34%	10.34%	9.83%
资产管理能力						
应收账款周转天数	95.6	81.4	83.2	80.0	80.0	80.0
存货周转天数	280.5	262.8	263.2	260.0	260.0	260.0
应付账款周转天数	61.6	48.3	45.2	44.0	44.0	44.0
固定资产周转天数	201.7	154.4	121.4	94.7	75.8	60.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-50.88%	-49.84%	-55.29%	-49.35%	-45.51%	-41.71%
EBIT 利息保障倍数	-49.2	-5.7	-3.8	-9.1	-31.0	50.7
资产负债率	21.84%	21.67%	27.32%	25.26%	28.88%	31.23%

来源：公司年报、国金证券研究所



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国门内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究