

中国船舶（600150.SH）深度报告： 军民一体总装龙头，订单充盈百尺竿头

评级：增持(首次覆盖)

祝玉波(证券分析师)

S0350523120005

zhouyb01@ghzq.com.cn

李跃森(证券分析师)

S0350521080010

liys05@ghzq.com.cn

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
中国船舶	19.7%	28.6%	44.4%
沪深300	8.3%	-1.6%	-15.1%

市场数据

2024/02/22

当前价格 (元)	33.55
52周价格区间 (元)	22.71-33.88
总市值 (百万)	150,049.98
流通市值 (百万)	150,049.98
总股本 (万股)	447,242.88
流通股本 (万股)	447,242.88
日均成交额 (百万)	1,711.60
近一月换手 (%)	1.25

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	59558	71199	80195	89413
增长率(%)	0	20	13	11
归母净利润（百万元）	172	2819	5426	9282
增长率(%)	-20	1540	92	71
摊薄每股收益（元）	0.04	0.63	1.21	2.08
ROE(%)	0	6	10	15
P/E	557.00	53.22	27.65	16.17
P/B	2.17	3.07	2.77	2.36
P/S	1.67	2.11	1.87	1.68
EV/EBITDA	-77.15	16.93	10.40	6.33

资料来源：Wind资讯、国海证券研究所

一、军民一体总装龙头，内生外延扩张提速

- 1.1 公司历程：国内造船旗舰公司，资产整合扩张提速
- 1.2 股权结构：旗下四大经营实体，中船工业集团为控股股东
- 1.3 资本运作：资产重组注入发展动力，公司资产规模扩张提速
- 1.4 业务布局：下设四大业务板块，船舶造修为创收中心
- 1.5 产品品类：公司军民产品结构丰富，持续发力高端船型市场
- 1.6 产品结构：四大造船厂协同发展，覆盖完整船舶产业链
- 1.7 财务表现①：受益于原材料价格走低，公司成本费用结构改善
财务表现②：业绩随船舶大周期波动，营收随并购跨越增长
财务表现③：船舶造修收入占比最高，江南造船营收贡献最多
- 1.8 后续资产重组：造船业务重组尚待完成

二、受贸易驱动的大周期行业，中国是当前全球造船中心

- 2.1 行业关系：航运市场和造船业息息相关
- 2.2 行业地位：服务于产业链中游，受下游航运贸易驱动
- 2.3 市场格局：造船业全球大市场，中国订单占比“一骑绝尘”
- 2.4 周期特点：历史上四轮大周期，每轮间隔20-30年
- 2.5 周期位置：船龄老化+绿色转型，第五轮大周期正在路上

三、民船：供给收缩，需求催化，新一轮大周期起点已经开启

- 3.1 民船市场划分
- 3.2 需求：集运催生造船订单高峰，总体需求端仍有较大潜力
需求：原油需求持续增长，油轮订单有望复刻集装箱船趋势
需求：散货市场供需双弱，未来存在较大潜能
- 3.3 环保减排进程加快，老旧船加速出清，新船缺口大
- 3.4 绿色新船+现船改造，两大路线助力航运绿色转型
- 3.5 供给：行业供给产能收缩，紧张程度短期难改
供给：僵尸船厂复活难度高，大规模增产可能性低
供给：行业份额高度集中，国内龙头企业强者恒强
- 3.6 新船造价指数上行推动产能扩张，绿色更新成为主要驱动因素
- 3.7 四大船厂各有优势，多种船型全面开花

四、军船：海军建设加快，中长期成长空间有支撑

- 4.1 国家战略：十四五建造需求推动下，军船龙头或将收益
- 4.2 国家国防预算提升，市场海军装备需求增加
- 4.3 公司实力：生产基地设备齐全，军船建造技术顶尖
- 4.4 军船近年动态

五、投资逻辑

- 5.1 业务拆分及基本假设
- 5.2 盈利预测及投资评级
- 5.3 风险提示
- 5.4 中国船舶盈利预测表

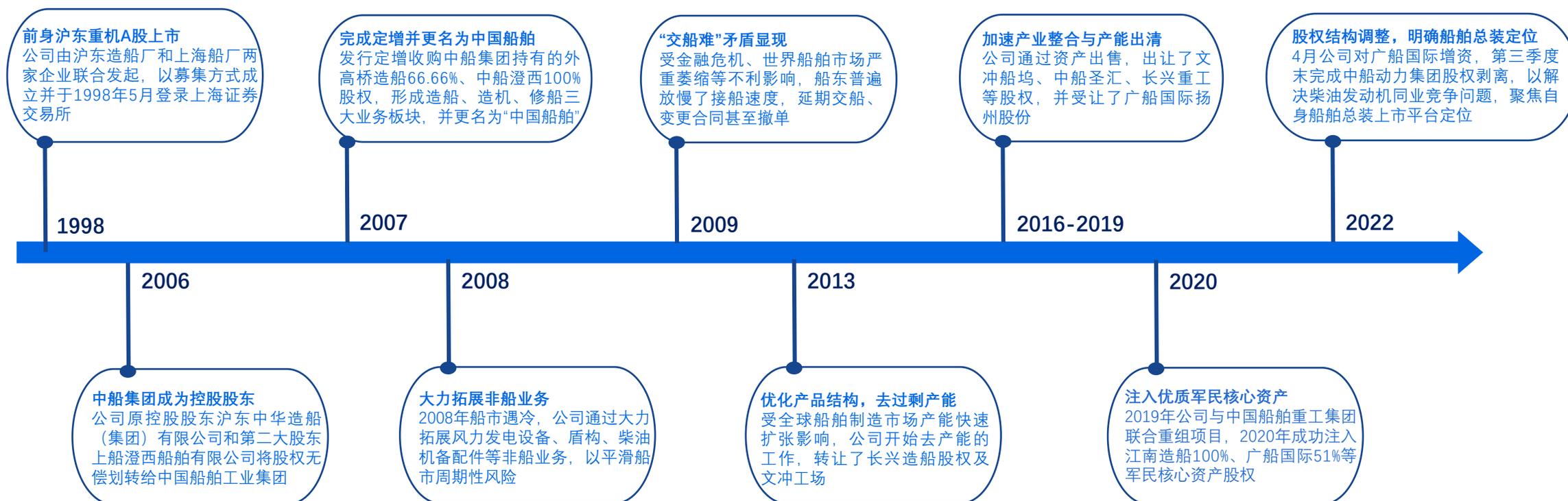
- ◆ **中国船舶作为军民一体总装龙头，扩张提速势头迅猛。**南北船战略性合并后，中国船舶作为“南船”核心上市平台之一，旗下资本运作步伐加快。2020年注入江南造船、广船国际两大造船厂后，公司旗下拥有四大造船厂，军民产品结构丰富、产能供给能力进一步加强。公司下设船舶造修、海洋工程、动力装备等多个业务板块，覆盖完整船舶行业产业链。公司业绩随船舶大周期波动，在船舶高景气度下表现较出色。
- ◆ **船舶工业是典型的周期性产业。纵观国际船舶市场发展历程，间隔30年左右出现一次大的周期波动，期间将出现中短期的波动，底部区间漫长而持久。判断船舶制造行业的周期位置很关键。当前新一轮大周期力量或在蓄势，船舶制造投资或迎来良好布局时点。在船队老化和绿色转型的双重背景推动下，船舶市场或将迎来历史上第五轮大周期。**
- ◆ **纵观民船市场现状，供给收缩，需求催化，新一轮大周期起点已经开启。**需求端：2021年集装箱船率先开启新一轮订单上升周期，后续油轮和干散货船市场并叠加船队绿色更新趋势或将接力。供给端：船厂大量新增订单导致行业产能紧张，尤其集中在头部企业，且紧张程度短期难改。当前造船产能的紧张以及绿色新船的大量需求催化新船价格上行，原材料价格下降，公司业绩有望在未来逐步释放。
- ◆ **随着我国海军建设加快，军品中长期成长空间有支撑。**人民海军的战略转变和升级换代下，中国船舶作为军船龙头抑或受益较大。
- ◆ **投资建议及盈利预测：**船舶行业配置的性价比已经凸显，中国船舶有饱满在手订单支持未来3-4年业绩上行，同时可展望绿色更新叠加油散船需求驱动下长达5-7年的高景气成长。我们预计中国船舶2023-2025年营业收入分别为711.99、801.95、894.13亿元，归母净利润分别为28.19、54.26、92.82亿元，对应PE分别为53.22、27.65、16.17倍。首次覆盖，给予“增持”评级。
- ◆ **风险提示：**钢材价格上涨超预期；航运行业景气不及预期；IMO环保约束不及预期；全球经济衰退和滞胀风险；地缘政治风险；资产重组的方案与时间具有不确定性；国内国际市场或不可简单对比；国际船舶市场发展历程仅供参考。

一、军民一体总装龙头，内生外延扩张提速

1.1、公司历程：国内造船旗舰公司，资产整合扩张提速

- ◆ 公司前身“沪东重机”成立于1998年，2007年通过非公开发行股票完成同一控制下的企业合并，转型为兼具造船、造机（核心配套）、修船三大业务板块的船舶制造行业上市公司，并更名为“中国船舶”。
- ◆ 2020年公司通过资产重组注入江南造船和广船国际，新增军用船舶造修相关业务。
- ◆ 2022年4月，中国船舶完成对广船国际增资，并剥离所持有的中船动力（集团）全部股权，但仍参股中船动力（集团）母公司中船柴油。
- ◆ 至此，公司成为专注于船舶造修、海洋工程及机电设备（配套）的中国船舶集团上市平台，是目前国内规模最大、技术最先进、产品结构最全的造船旗舰上市公司之一。

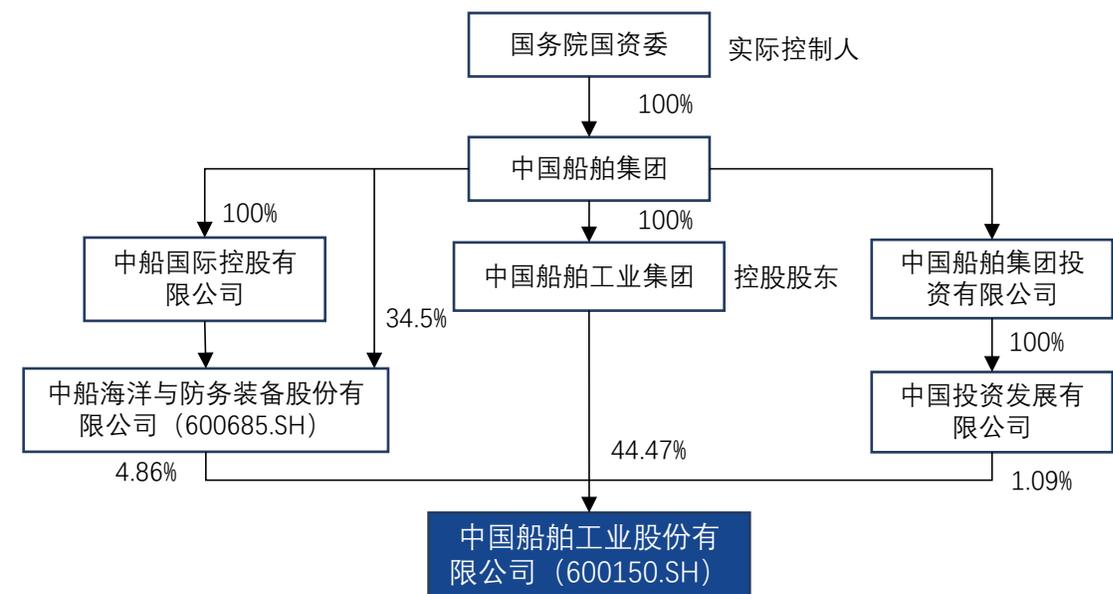
图表1：中国船舶发展历程



1.2、股权结构：旗下四大经营实体，中船工业集团为控股股东

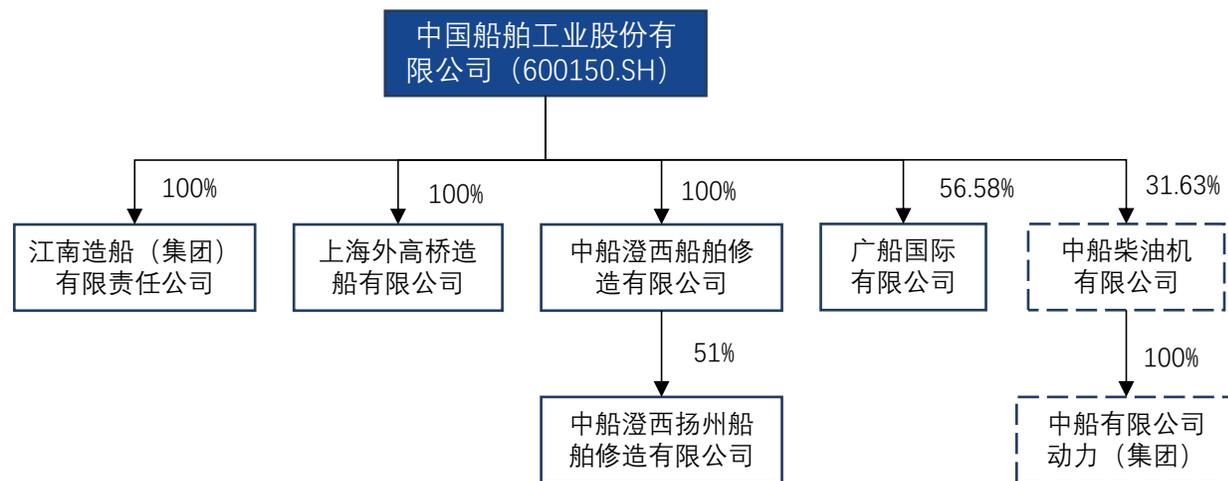
- ◆ 中船工业集团为控股股东，实控人系国务院国资委。根据公司公告，截至2024年1月，中国船舶工业集团（简称为“中船工业集团”）直接持有公司44.47%股权，为公司直接控股股东。公司的实际控制人为国务院国资委。
- ◆ 当前控股四大经营实体，全方位布局船舶行业产业链。公司共有4大控股子公司，分别为江南造船、外高桥造船、广船国际和中船澄西。此外公司还通过参股中船柴油，间接分享未来柴油动力业务的经营收益。

图表2：中国船舶股东结构



注：数据截至2024年1月

图表3：中国船舶旗下主要经营实体

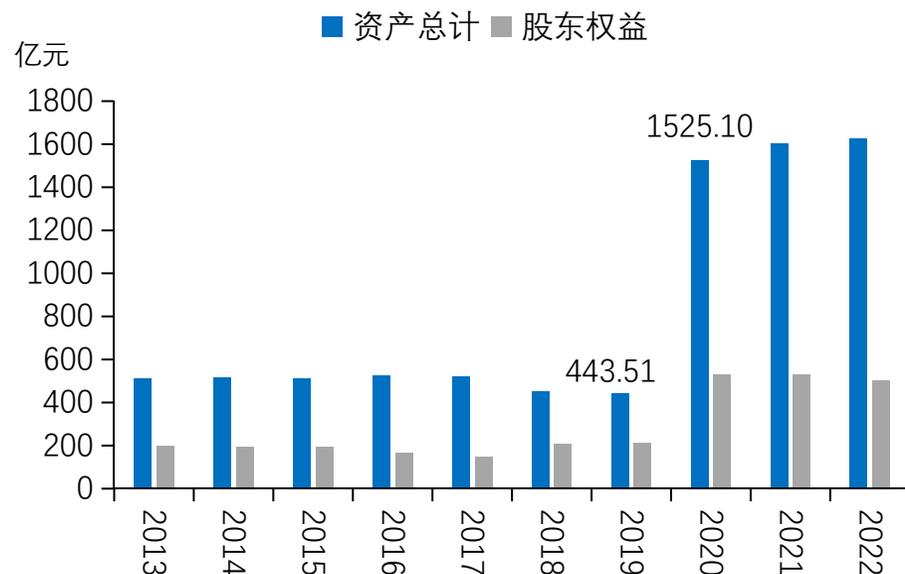


注：数据截至2024年1月

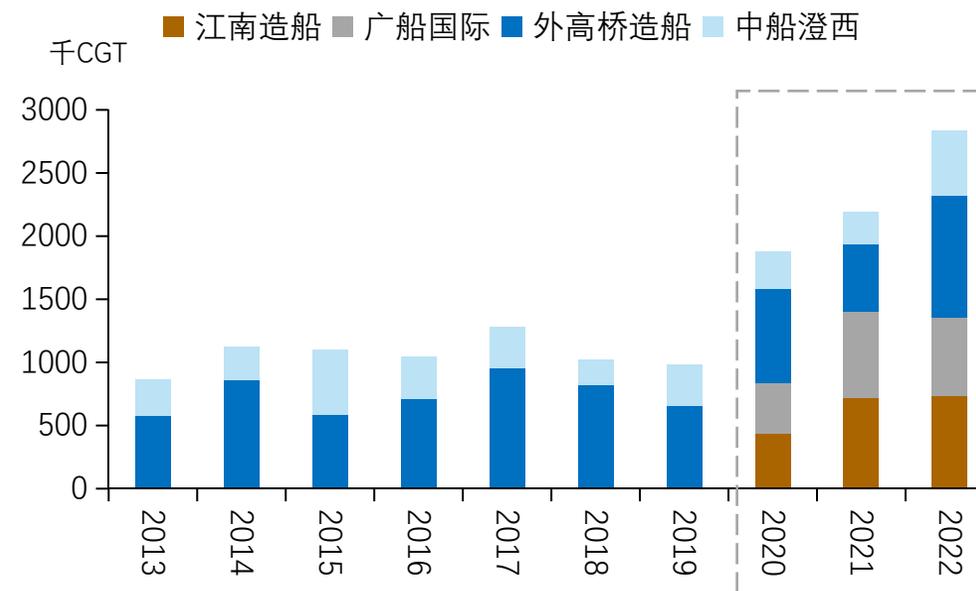
1.3、资本运作：资产重组注入发展动力，公司资产规模扩张提速

- ◆ **南北船合并**：2019年“中船集团”（亦称“南船”）与“中船重工”（亦称“北船”）官宣战略性重组以来，中国船舶作为“南船”核心上市平台之一，旗下资本运作步伐加快。
- ◆ **2020年注入江南造船、广船国际两大造船厂**，旗下并表船厂由两家增至四家，总资产由2019年底的443.51亿元增长至2020年底的1525.10亿元，同比增长243.87%。完成收购以后，公司资产规模快速增长、产能几近翻倍。

图表4：2020年重组以来，公司资产规模快速扩张



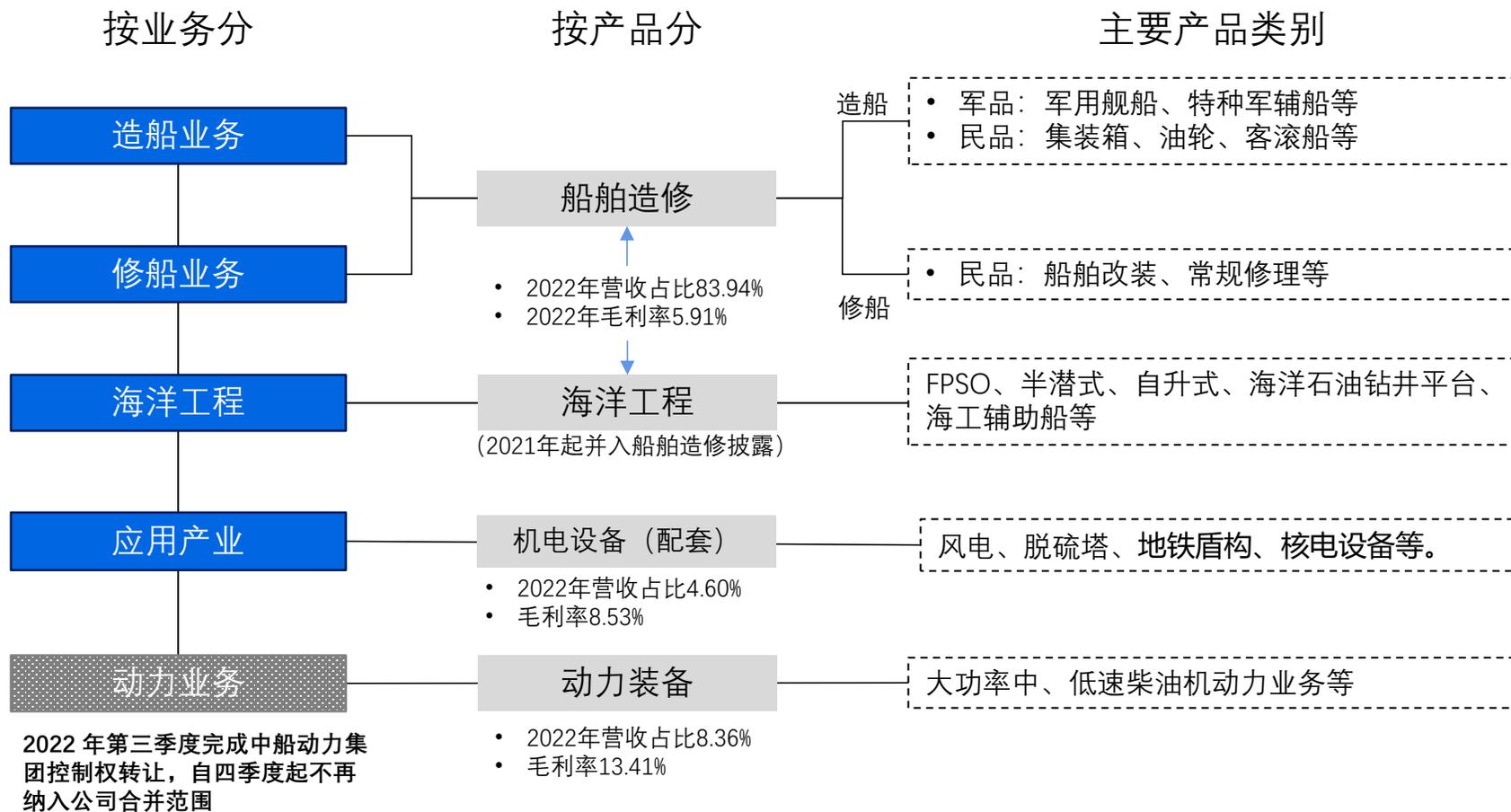
图表5：2020年重组以来，公司年产能持续增长



1.4、业务布局：下设四大业务板块，船舶造修为创收中心

◆ 目前公司下设四大业务板块：过去公司共有五大业务板块，分别为造船业务、修船业务、动力业务、海洋工程与机电设备，其中大部分收入由船舶造修业务贡献。2022Q3剥离中船动力（集团）股权后，柴油机动力业务将不再并表，未来收益将通过参股形式分得，有利于公司进一步明确主业。

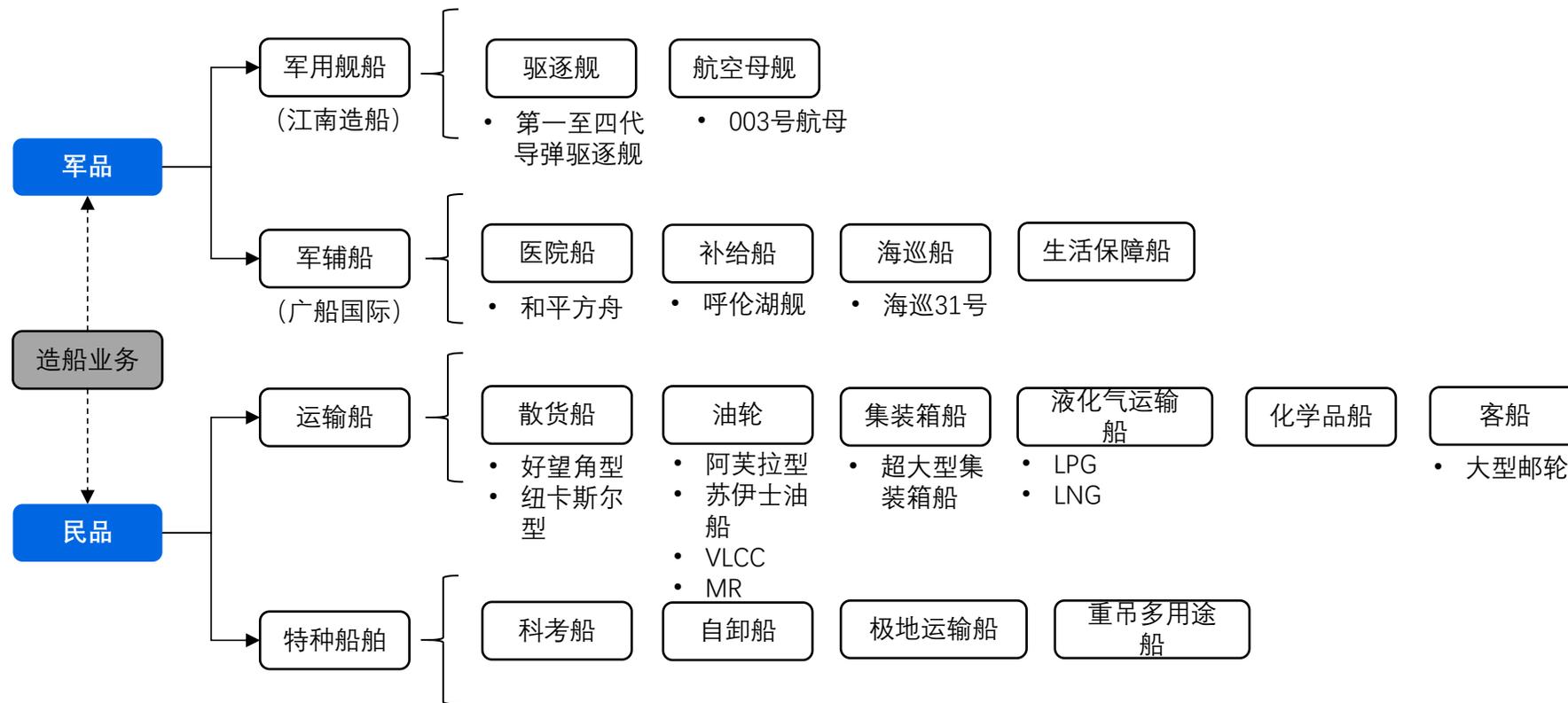
图表6：剥离中船动力（集团）股权后，目前公司下设四大业务板块



1.5、产品品类：公司军民产品结构丰富，持续发力高端船型市场

◆ **船舶制造方面：**公司旗下子公司造船生产线涵盖各式军用舰船、军辅船和散货船、油船、集装箱船、大型邮轮以及各类特种船等民船船型。而伴随下游船东对高端船型的需求增加，公司也持续加强对高技术、高附加值船型的研制，旗下子公司高端船型的订单承接量明显提升，未来有望逐步放量。

图表7：公司船舶制造产品可分为军品、民品两大类，几乎涵盖从中低端到高端船型全品类



1.6、产品结构：四大造船厂协同发展，覆盖完整船舶产业链

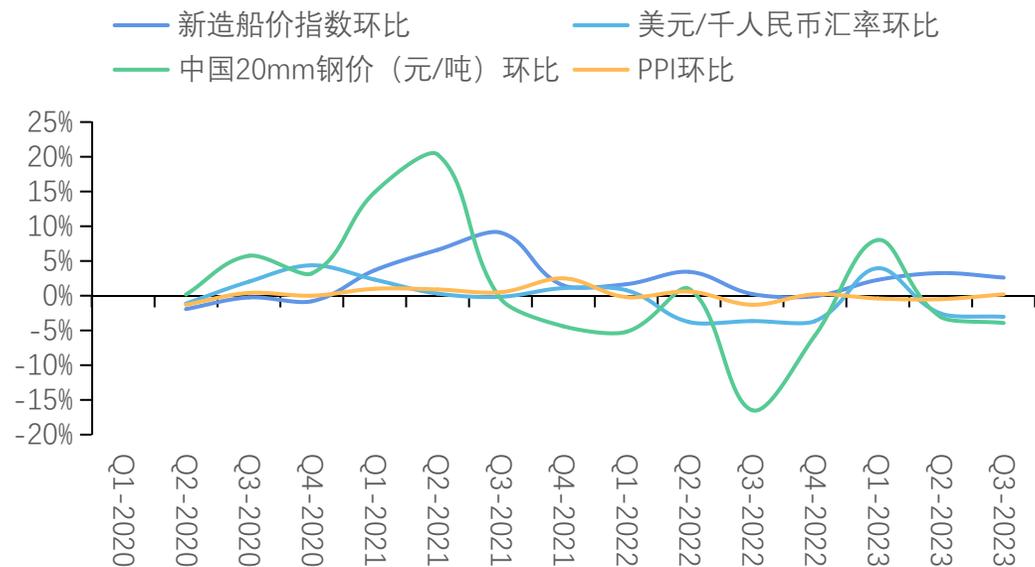
图表8：公司旗下各子公司覆盖完整船舶行业产业链

经营主体	业务板块	业务内容 (公司2022年报)	代表性产品
江南造船	造船业务	军用舰船；东方红3号、科考船、极地破冰船、汽车运输船等各类特种船舶；远望系列、大型海监船等公务船；大型/超大型集装箱船；液化气船（LPG船、乙烷/乙烯运输船、LNG船）	 <p>超大型 液化石油气船</p>
外高桥造船	造船业务	大型邮轮；好望角型散货船、纽卡斯尔型散货船、超大型矿砂船（VOLC）；7000TEU中型箱船、18000TEU及20000TEU超大型集装箱船；30万吨级VLCC、15.8万吨苏伊士型油轮和10.9万吨冰区加强型阿芙拉型油轮；双燃料汽车运输船	 <p>大型邮轮</p>
	海洋工程	FPSO、半潜式、自升式（JU2000E、CJ46、CJ50）钻井平台、海工辅助船等	
广船国际	造船业务	军辅船；公务执法船；成品油/化学品船（MR）、阿芙拉油船、超大型油船（VLCC）、超大型矿砂船（VLOC）；8.2万吨散货船、灵便型液货船、半潜船、LNG/燃油双燃料及各类客滚船；16000TEU超大型集装箱船；极地模块运输船、极地凝析油轮、汽车运输船等特种船	 <p>大型油轮</p>
	修船业务	集装箱船、液货船、起重船、滚装船、半潜船、豪华邮轮、特种舰船等各类船舶	
中船澄西	造船业务	3.5万吨-8.5万吨系列散货船、支线箱船、MR油船三大主流船型及自卸船、沥青船、化学品船、重吊多用途船、木屑船等特种船	
	修船业务	船舶改装（自卸船改装、海上浮式储油船（FPSO）修理、集装箱船加长改装、汽车滚装船改装、全损船复活改装、水泥船改装、大型矿砂船改装转运平台、牲畜船改装、橙汁船改装、滚装船/客滚船改装、船舶节能减排改装、大开口船加长改装、居住船改装以及气体船修理、绿色环保节能型船舶改装）；常规修理（船体钢质工程、船体机电维修和船体油漆工程）	 <p>散货船</p>

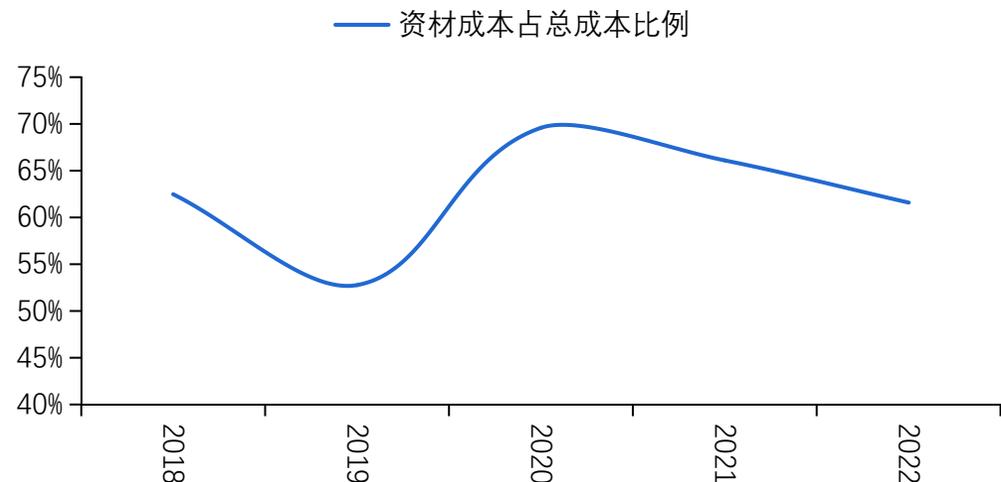
1.7、财务表现①：受益于原材料价格走低，公司成本费用结构改善

- ◆ 2022Q3以来，船舶制造成本持续处于低位。钢价、利率持续下降，造船成本降低；新造船价则因产能紧张而持续上涨，利好船厂营收与利润改善。
- ◆ 公司费用率长期处于较低水平。公司2022年和2023年上半年期间费用率分别为 4.38%和 1.99%，自2020H2以来保持下降。

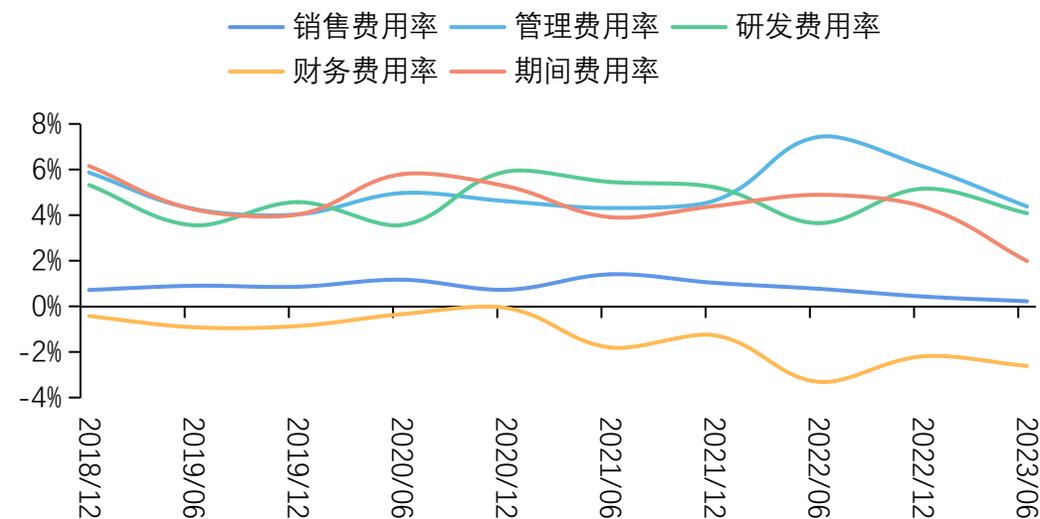
图表9：2022Q3以来，PPI较稳定，船价与钢价、利率趋势出现背离



图表10：2020年以来，资材成本占比随钢材价格下降而下降



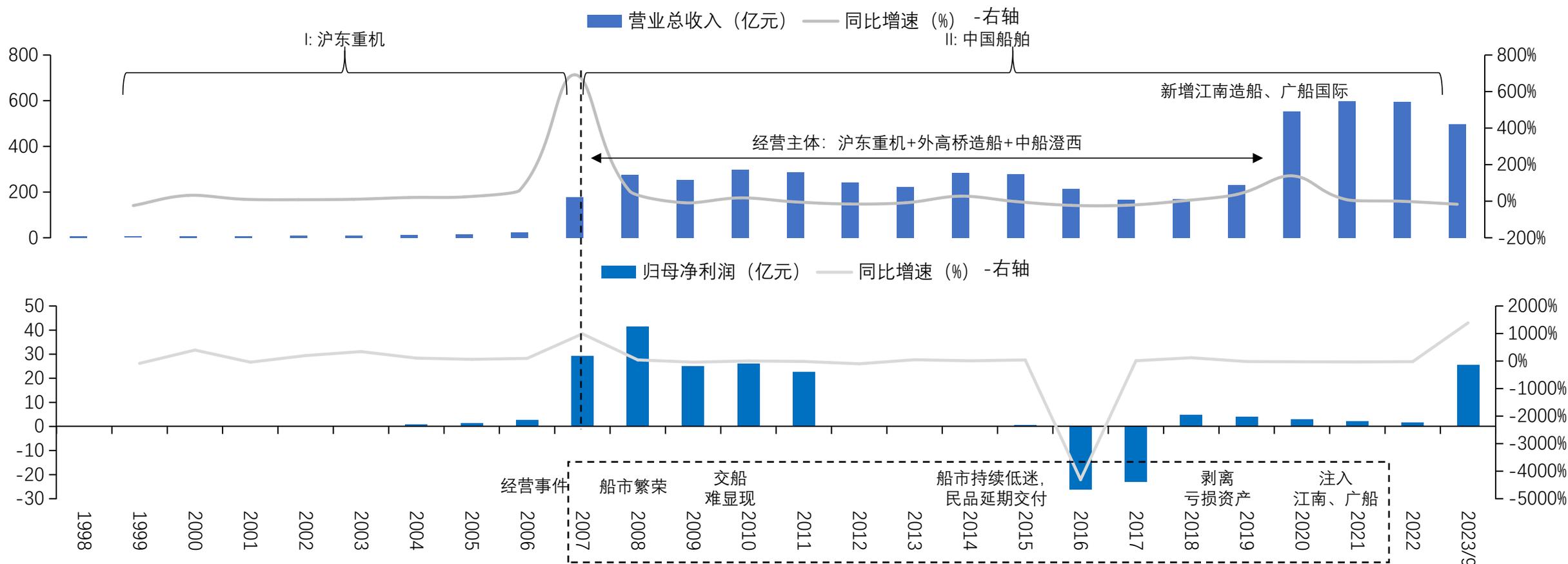
图表11：公司费用率较为稳定，2020-2023整体降低



1.7、财务表现②：业绩随船舶大周期波动，营收随并购跨越增长

- ◆ 复盘公司上市以来财务表现，按证券简称变更可分“沪东重机”、“中国船舶”两阶段来看：
- ◆ 沪东重机（1998-2006）：业务、收入规模体量较小。2006年，公司完成资产重组。
- ◆ 中国船舶（2007-至今）：收入随并购跨越增长，业绩随船市周期波动。2008年全球经济危机导致航运需求下降，公司业绩出现大幅下滑，且净利润持续低迷。2019年，公司收购江南造船和广船国际，并表后营收规模大幅提升。

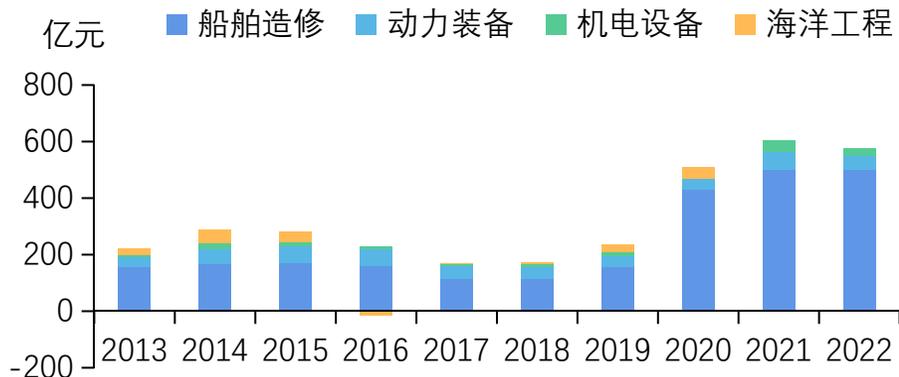
图表 12：公司财务表现可以分为两阶段，历年业绩随船舶行业大周期波动



1.7、财务表现③：船舶造修收入占比最高，江南造船营收贡献最多

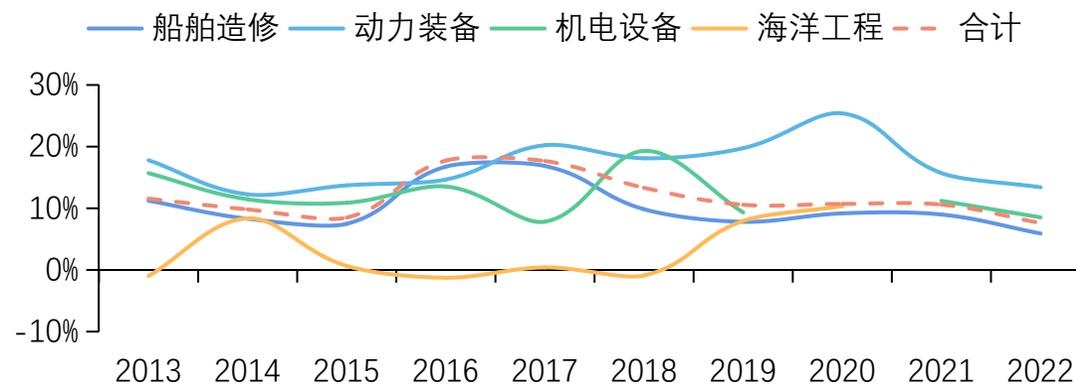
- ◆ **业务角度**：2019-2022年，船舶造修业务收入占比最高，动力装备业务毛利率最高。
- ◆ **经营主体角度**：作为中国船舶集团旗下最大的现代化造船企业，江南造船营收及利润贡献占比最大。

图表13：2013年以来，船舶造修是公司营收主要来源

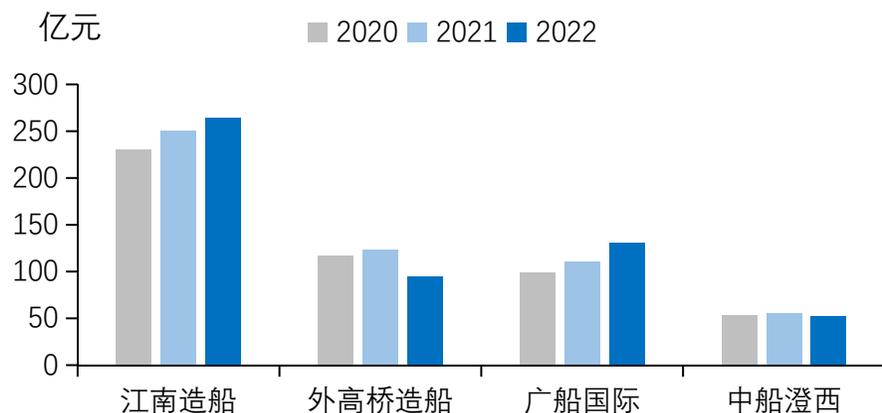


注：2016年海洋工程业务营业收入为负数的主要原因为公司2艘自升式钻井平台以及4艘PX121H型PSV的合同终止。

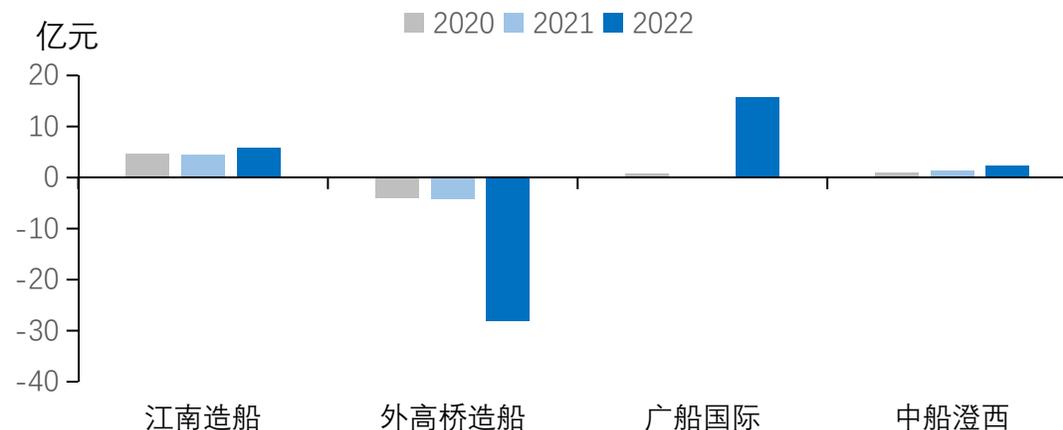
图表14：2019-2022年，动力装备是公司毛利率最高的业务



图表15：2020-2022年，江南造船对公司营收贡献最大



图表16：2020-2022年，江南造船利润贡献最稳定



注：外高桥造船利润负值主要是由于建造过程中的船舶建造合同预计出现亏损。

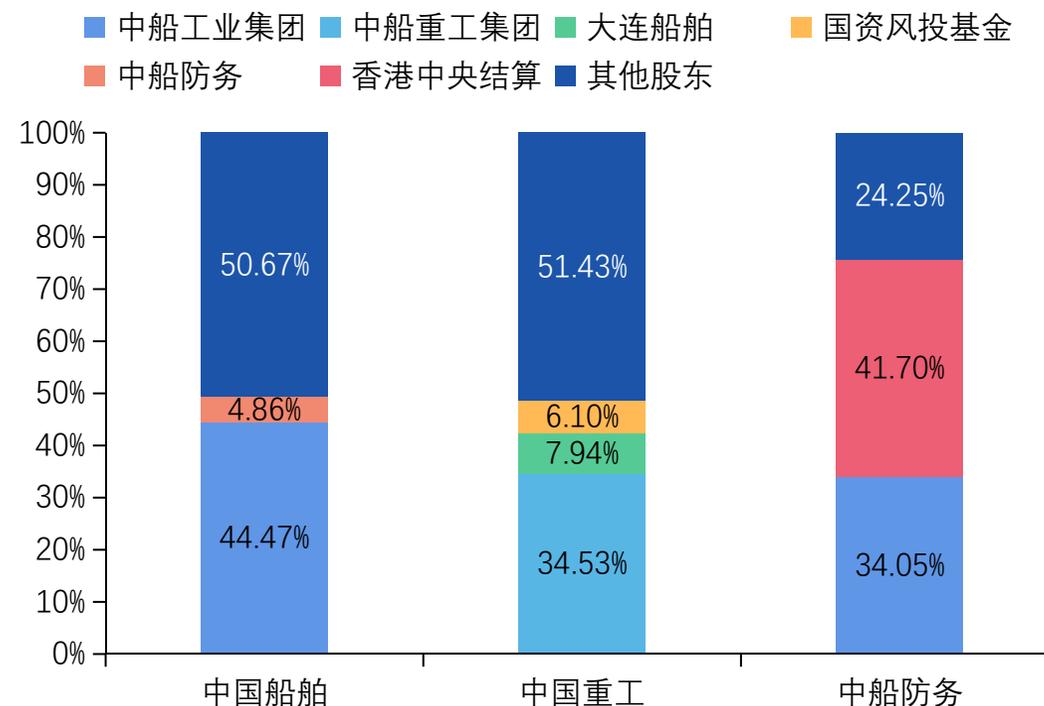
1.8、后续资产重组：造船业务重组尚待完成

- ◆ **中船集团造船业务重组尚未完成。**2019年南北船合并时，计划通过资产重组的方式解决同业竞争情况。同年，原计划中国船舶以资产置换方式收购中船防务股份，但因故终止。2022年，中国船舶和中国重工经过一系列资产操作，把柴油机动力业务并入中国动力。
- ◆ **资产重组最终期限为2026年6月30日。**中国船舶集团有限公司曾于2021年6月30日承诺，在5年内稳妥推进符合注入上市公司的相关资产及业务整合以解决同业竞争问题。

图表17：南北船合并以来的资产重组方案

时间	相关业务	并入主体	重组方案
2019方案 步骤一 (已完成)	船舶修造	中国船舶	中国船舶发行股份购买江南造船100%股权、外高桥造船36.27%股权、中船澄西21.46%股权、广船国际51%的股权、黄埔文冲30.98%股权
2019方案 步骤二 (已完成)	动力设备	中国船舶	中船集团以持有的中船动力100%股权、中船动力研究院51%股权、中船三井15%股权出资，中国船舶以持有的沪东重机100%股权出资，共同设立中船动力集团
2019方案 步骤三 (已终止)	船舶修造	中国船舶	中船防务以持有的全部黄埔文冲 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
2022方案 (已完成)	动力设备	中国动力	中船柴油机以自身股权作价，收购关联方中国船舶、中国重工、中国船舶工业，持有中国船柴100%股权、陕柴重工100%股权、河柴重工100%股权、中船动力集团100%股权

图表18：中船造船系上市公司主要股东及持股比例



注：其他股东指持股比例小于5%的股东，数据日期：2024.1.10

二、受贸易驱动的大周期行业，中国是当前全球造船中心



2.1、行业关系：航运市场和造船业息息相关



运费市场反映了当前航运市场的供需关系情况，决定船东的投资意愿

新船市场和拆船市场共同构成了航运市场当下和未来的总供给情况。

运费市场

主要参与者：货主、承运人

- 期租 (Time Charter)
- 程租 (Voyage Charter)
- 光租 (Bareboat Charter)
- 集装箱运费市场 (Spot Freight)
- COA包运合同
- 远期运费合约 (FFA)

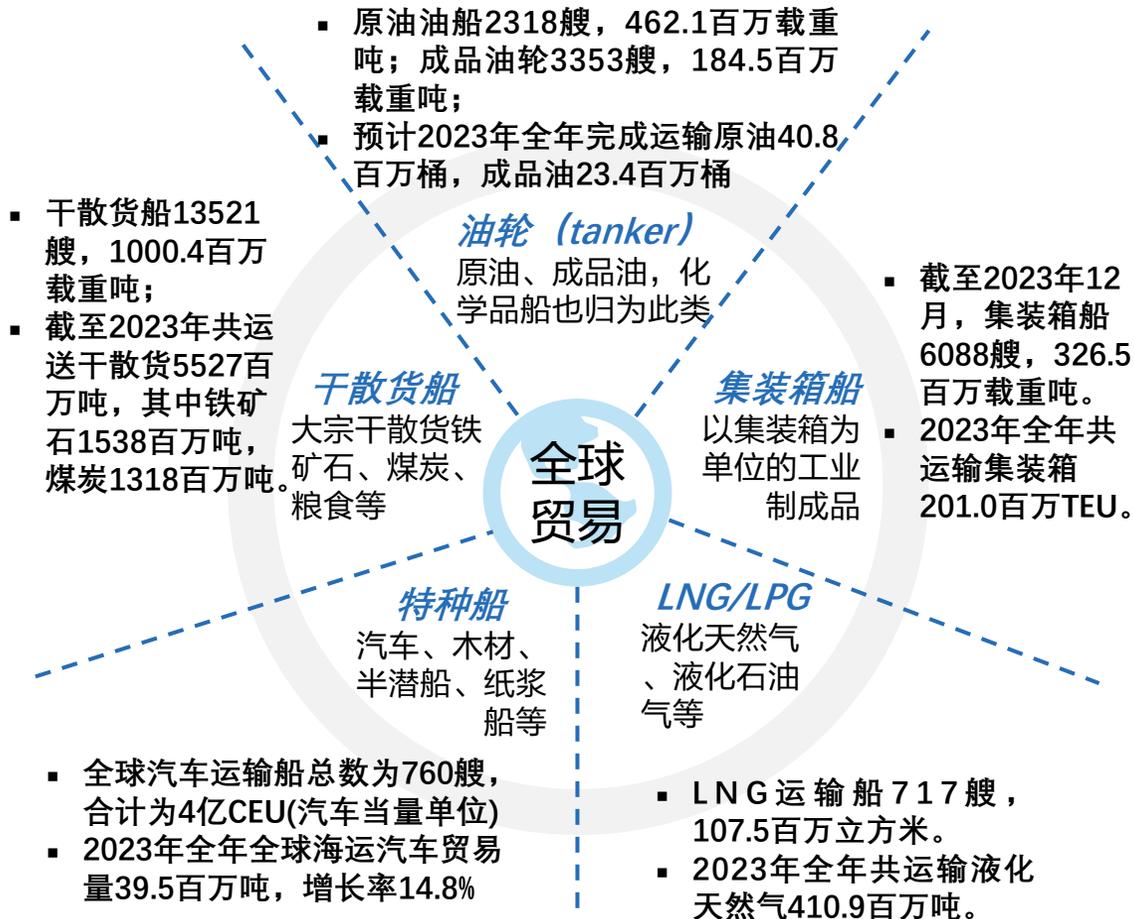


二手船市场

主要参与者：营运船东（承运人）、非营运船东（银行、融资租赁公司）

- 根据近期或远期运费市场的好坏，船东决定卖出或买入二手船；
- 二手船的买卖只影响相关公司的运力情况，不影响整个市场的供给；
- 二手船交易中参考的因素：大小，年龄，环保情况，主机动力标准等。

船型种类及对应的运输品类



新船市场

主要参与者：船厂及其他设备制造公司（船体制造、主机、辅机等）

- 基于市场、更新等目的，船东决定从船厂订造新船；
- 新船是远期交付的运力，会影响船东船队规模和整个市场的供给；
- 新船交易中参考的因素：船厂、大小、主机技术、特别设备要求等。



拆船市场

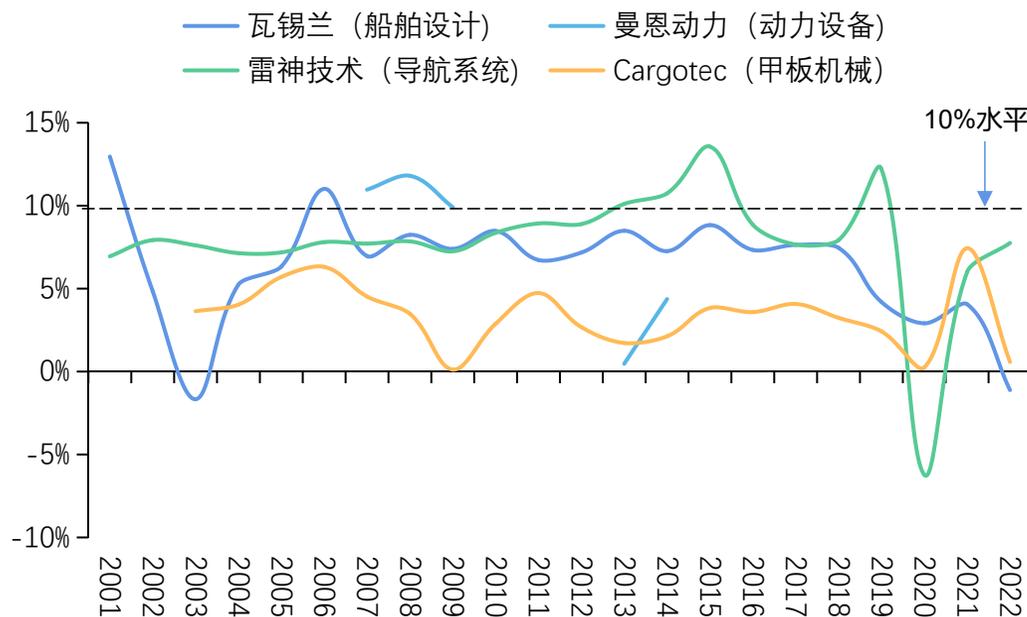
主要参与者：拆船厂

- 当一艘船的经济适用性较差，或者不符合环保要求后船东会首先考虑将其出售，如果无法出售则会将其送往拆船厂拆掉；
- 拆船可以回收船上的材料，尤其是钢材并制成新产品。这降低了对开采铁矿石的需求，并减少了炼钢过程中的能源使用。

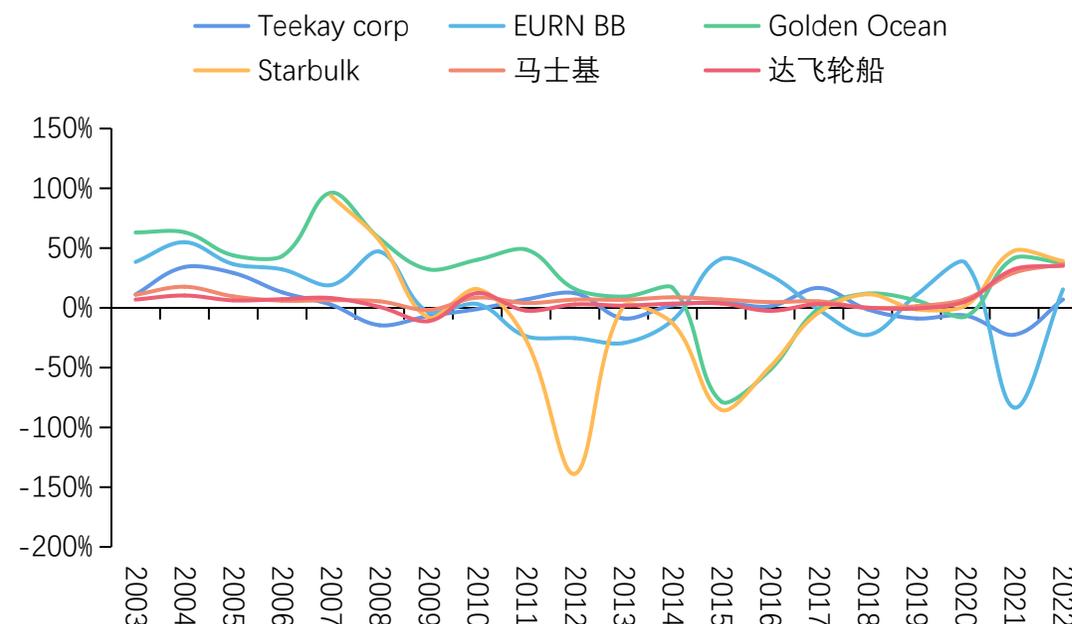
2.2、行业地位：服务于产业链中游，受下游航运贸易驱动

- ◆ 船舶行业上游是原材料和船舶设备供应商，下游是航运公司。属于典型的资金、技术、劳动力密集产业。船舶制造业生产条件要求高、固定资产投资和流动资金需求量大、技术工艺流程复杂，劳动力需求量大，因此存在较高的进入壁垒。
- ◆ 从上下游利润分布情况来看，船舶产业链上并无议价强点。上游设备商相较造船业而言具备一定的技术壁垒，但也较难在波动的市场中保持稳定或者较高的份额，下游的航运运营商利润水平的波动幅度较造船行业自身更大。

图表19：产业链上游(船舶设备)企业净利率整体偏低，波动幅度较平稳



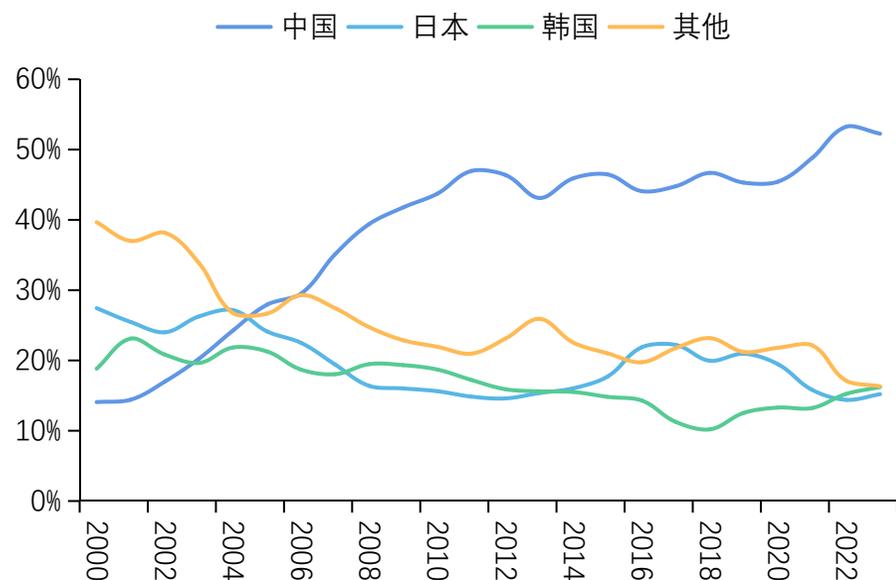
图表20：产业链下游（航运）企业净利率整体偏低且波幅较大



2.3、市场格局：造船业全球大市场，中国订单占比“一骑绝尘”

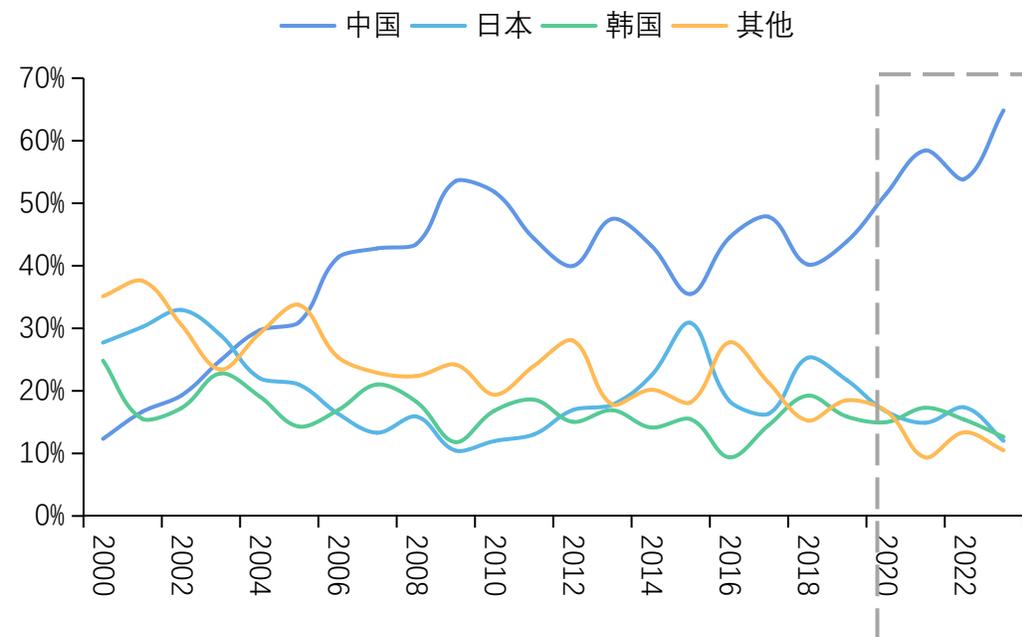
- ◆ **手持订单量：**自2006年以来，全球船舶总订单量持续增长。根据克拉克森，中国手持造船订单占比稳居世界第一，2006-2023年船舶手持订单占比由29%提升至52%。
- ◆ **新签订单量：**自2006年以来，中国新签造船订单占比也始终位列第一，由2006年的41%提升至2023年的65%。

图表21：订单总量增加的背景下，中国手持订单量市场份额持续位居世界第一



注：数据截至2024年1月，数据口径为艘

图表22：2020年以来中国新签订单数量占据超过半数市场份额



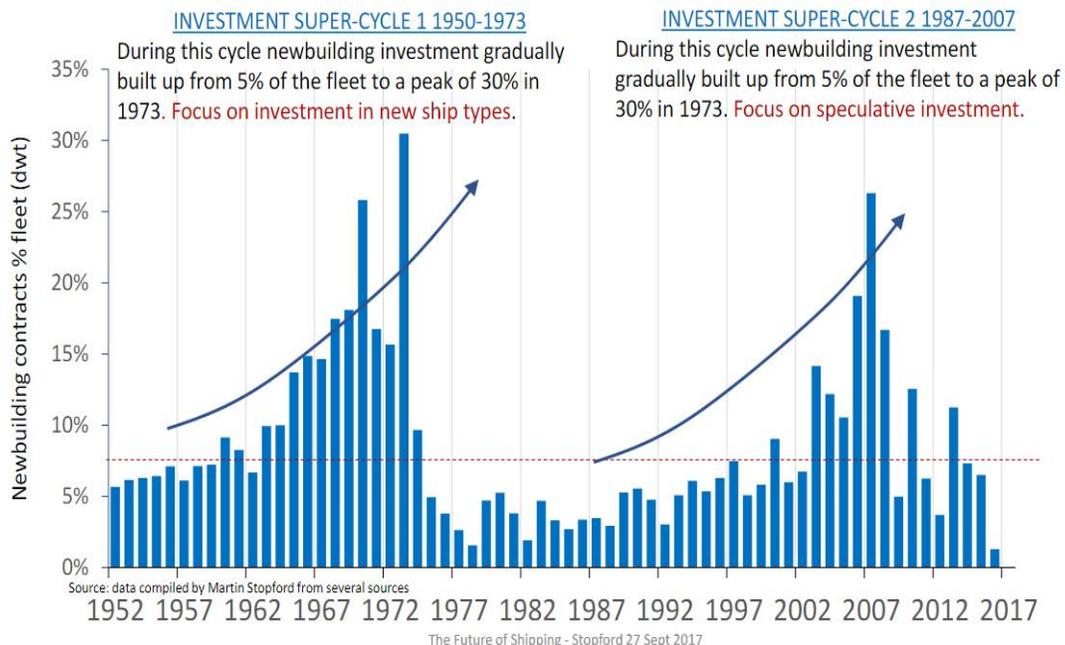
注：数据截至2024年1月，数据口径为艘

2.4、周期特点：历史上四轮大周期，每轮间隔20-30年

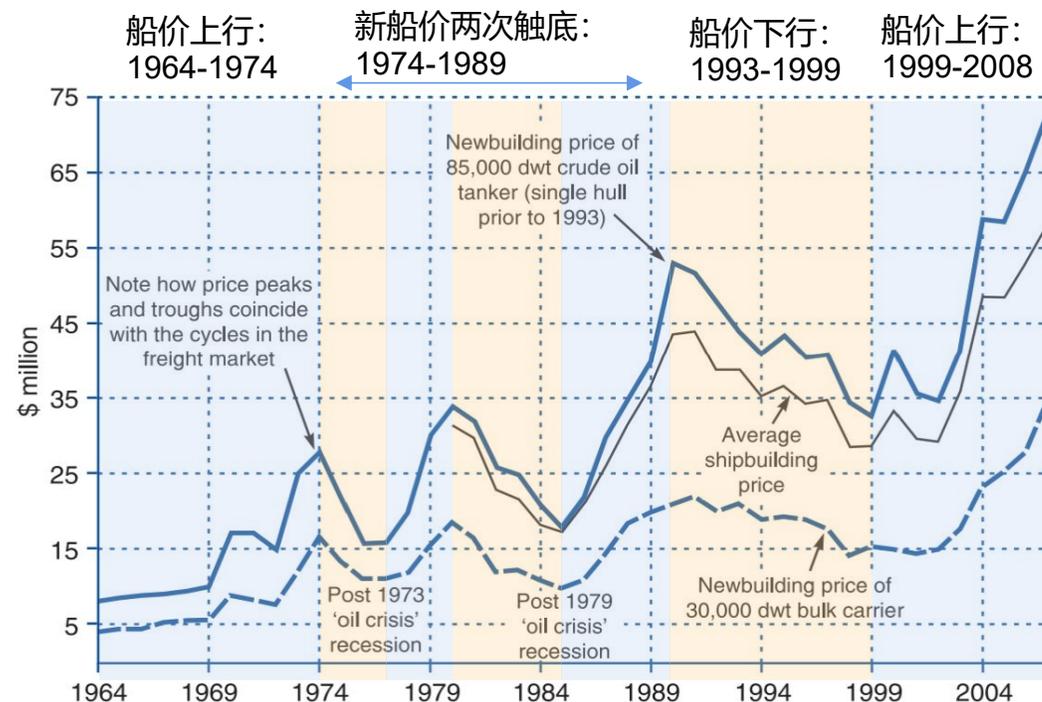
- ◆ 船舶工业是典型的周期性产业。纵观国际船舶市场发展历程，间隔30年左右出现一次大的周期波动，期间将出现中短期的波动。
- ◆ 复盘过去船舶大周期，发现船舶制造业周期特点是底部区间漫长而持久，顶部调整大幅而急促。投资船舶制造业要抓住大周期，因此判断船舶制造行业的周期位置很关键。

图表23：二战后全球船舶投资周期共有两轮，间隔时间约30年左右

Shipbuilding Investment - the two “super cycles”



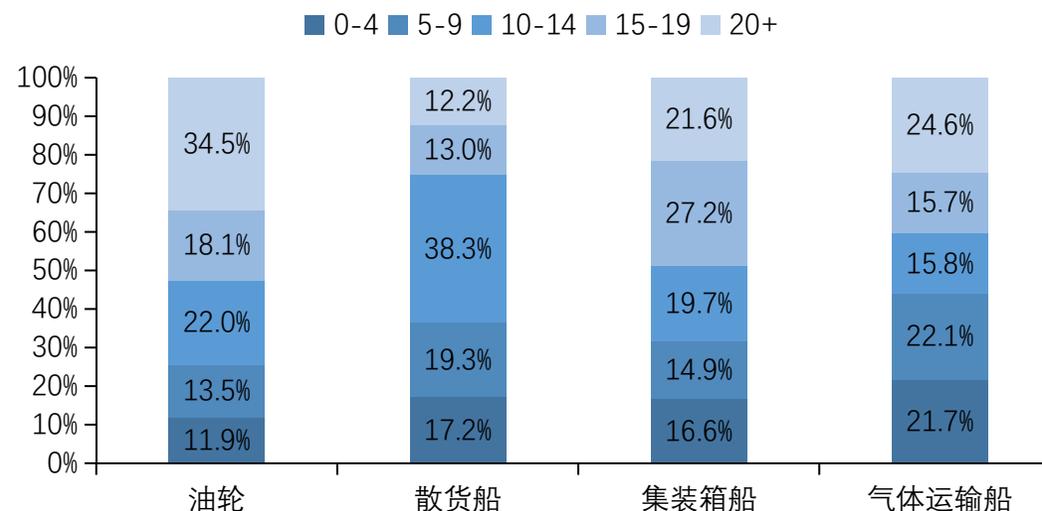
图表24：新船价格波动周期更为频繁，一般10年一次



2.5、周期位置：船龄老化+绿色转型，第五轮大周期正在路上

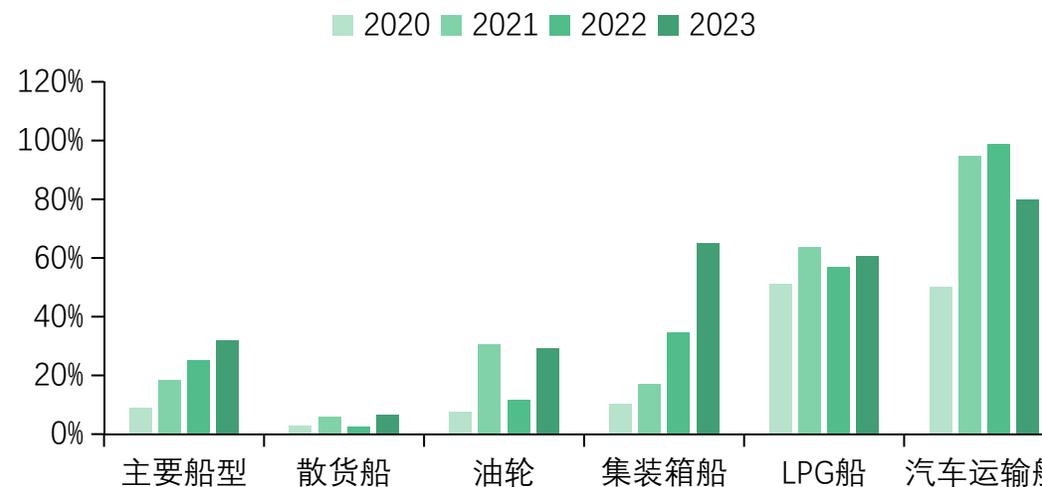
- ◆ **船龄老化，部分船型超龄服役，有望迎来换新高峰：**全球船队平均年龄持续攀升，老旧船替换周期临近；根据克拉克森，截至2024年1月，四大船型20岁以上的超老龄占比较高，尤其是油轮和集装箱船，占比分别达到34.5%、21.6%，船队老化趋势明显。随着全球海运贸易需求上升，新船性价比更为突出，加速推动老船替换需求，船舶新增订单将会进一步增长。
- ◆ **航运船队绿色转型迫在眉睫：**在IMO和欧盟环保法规的推动下，船东越来越多订造可替代燃料新造船去更新现有船队，如集装箱船，这将成为未来新造船活动的重要推动力。

图表26：全球船队老龄化现象严重，船舶即将迎来换新周期

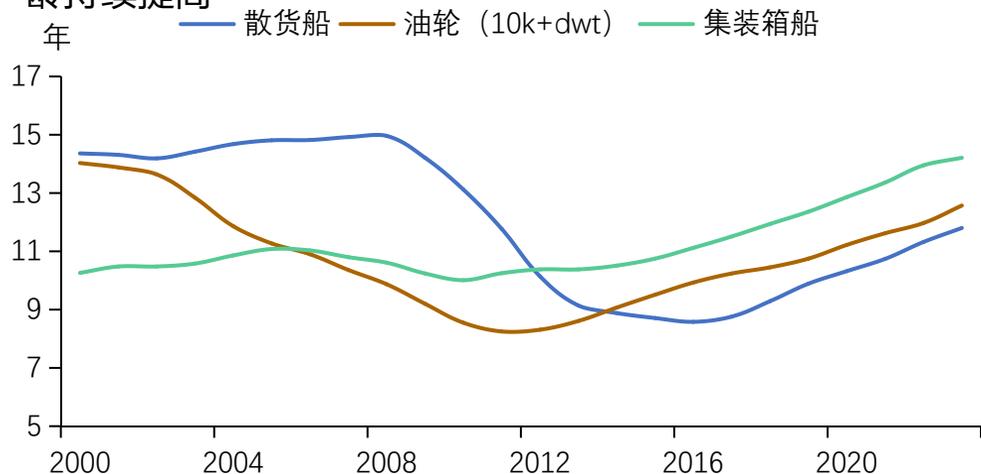


注：数据截至2023年12月

图表27：新造船订单中，可替代燃料船舶占比提高



图表25：2016年以来，散货船、油轮、集装箱船船队平均年龄持续提高

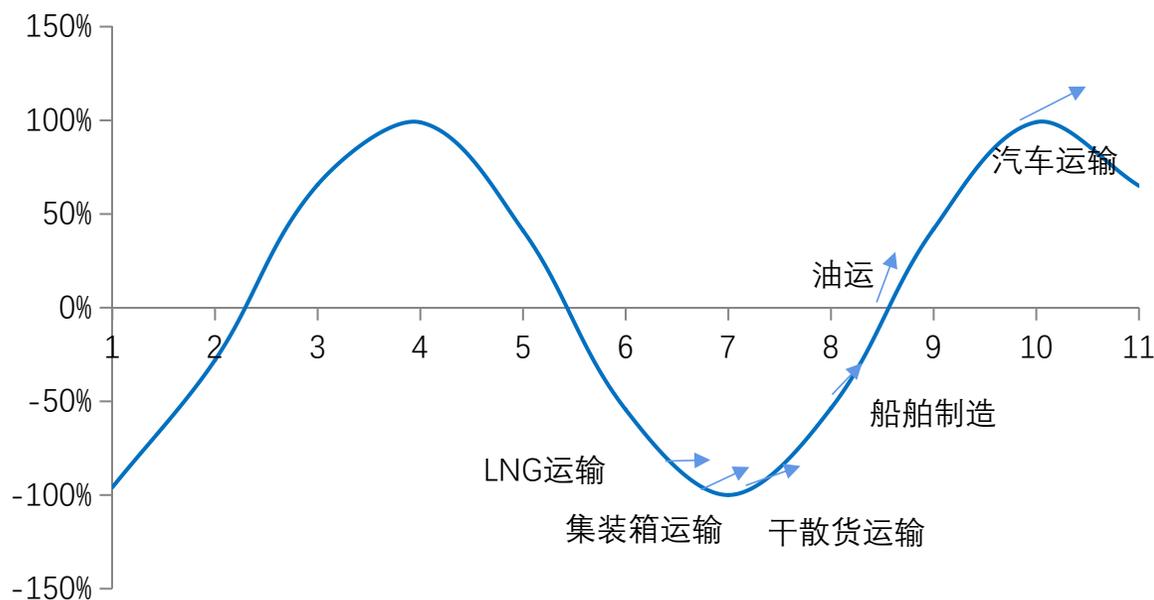


三、民品：供给收缩，需求催化，新一轮大周期起点已经开启

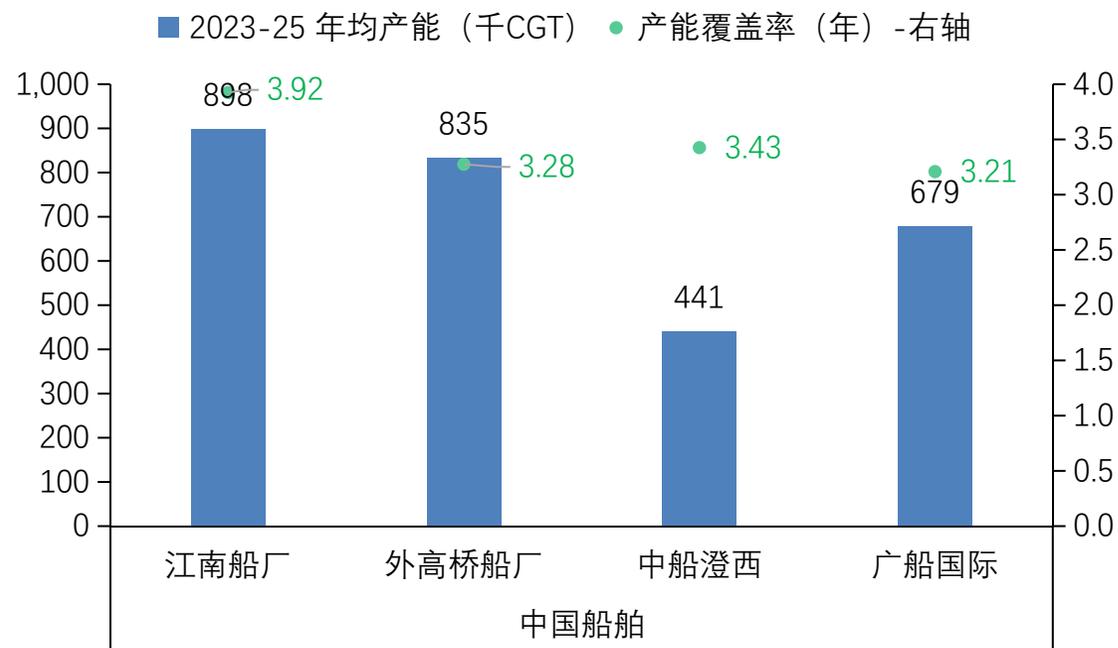
3.1、民船市场划分

- ◆ 按船型来看，民船市场可以划分为集装箱、干散货、油轮、海工、邮轮、风电六大市场。
- ◆ 船舶制造随下游需求结构变化而调整。就调整方向来看，需求结构出现明显变化，散货船等常规船型需求乏力，海洋工程装备及高技术船舶需求相对旺盛。
- ◆ 据中国船舶表示，当前公司下属船厂订单饱满，排期已到2027年，产能饱和程度较高。若全球强劲的航运需求能够持续，新一轮造船大周期有望启动。

图表28：航运产业链2023-2024年景气度变化演绎情况：油运、船舶制造向上



图表29：中国船舶下属各船厂产能情况与产能覆盖率

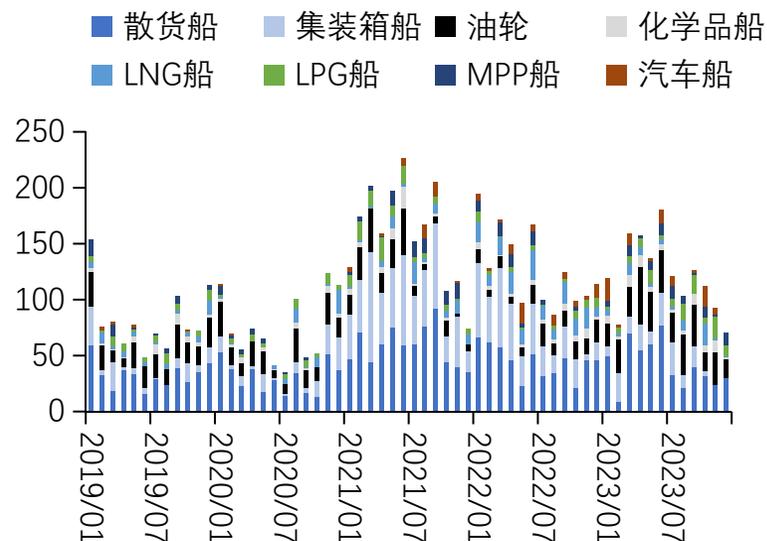


注：数据截至2024年1月

3.2、需求：集运催生造船订单高峰，总体需求端仍有较大潜力

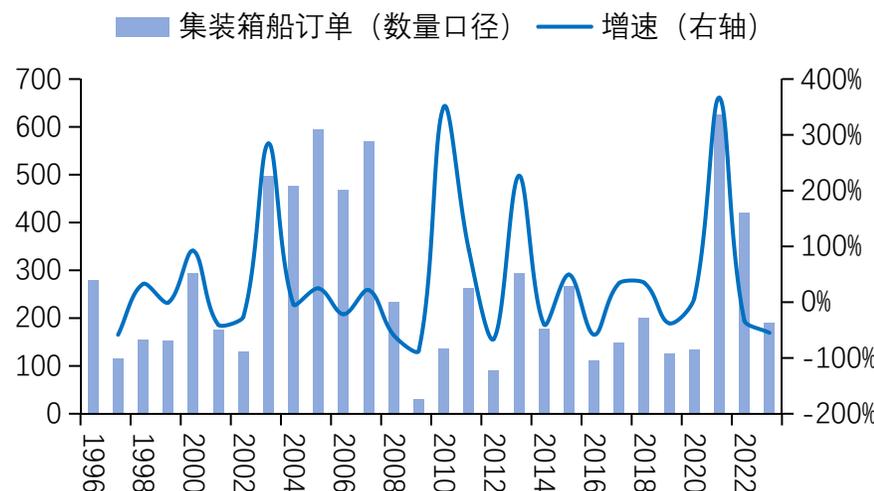
- ◆ 本轮航运大周期由集运率先启动：2021年集装箱船率先开启新一轮订单上升周期，在集装箱船超高景气带动下，全球造船业经历了一轮新订单高峰。当下，集装箱船带来的新订单高峰已过，造船业处于上行阶段的关键节点。
- ◆ 目前全球在手订单仍处于历史低位，且市场占比更大的油轮和散货船还未出现较大规模的下单，总体需求端未来仍存在较大潜能。

图表30：从造船新单量看，散货船、集装箱船和LNG船在第一波新订单高峰中显著增长

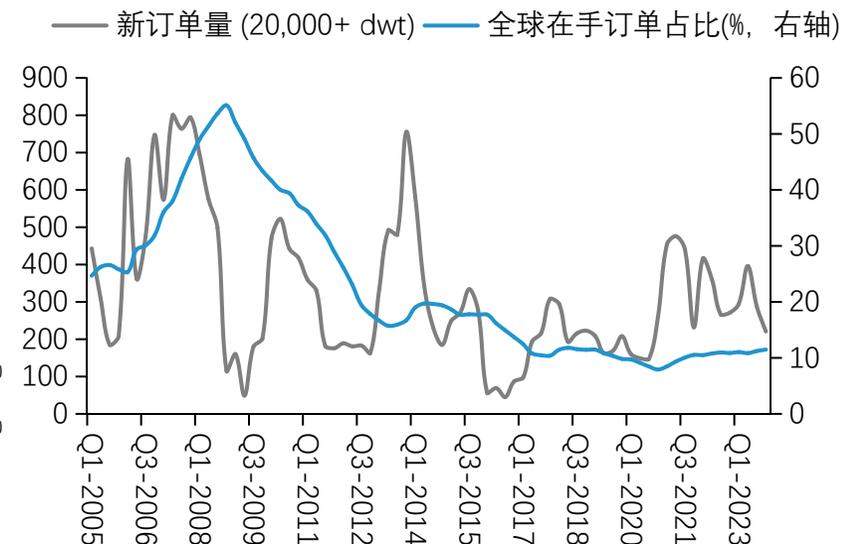


注：数据截至2024年1月，数据口径为艘

图表31：本轮集运周期的新订单增速创历史新高



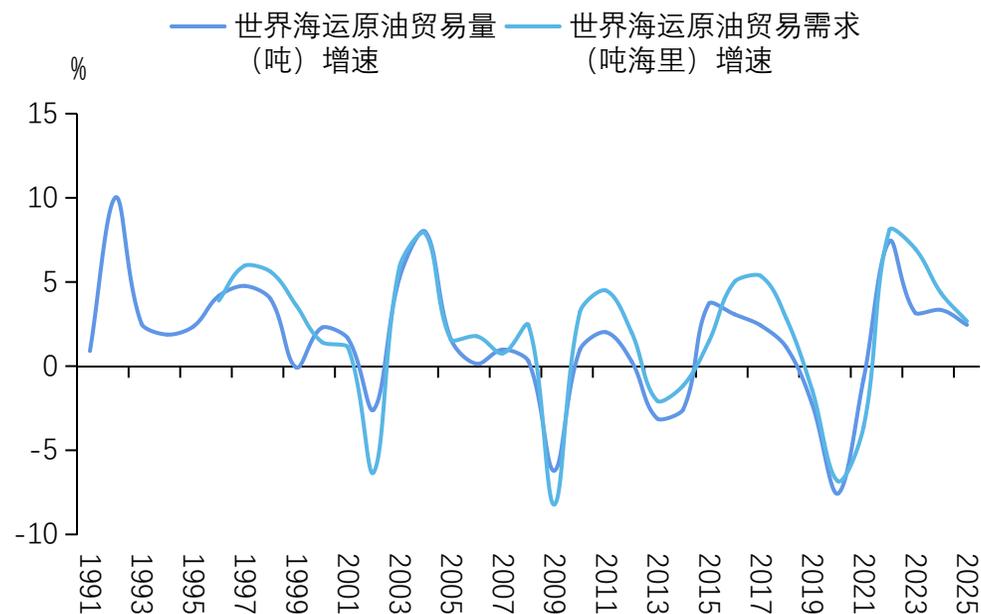
图表32：集装箱船新订单高峰已过，但目前全球船队在手订单仍处于历史低位



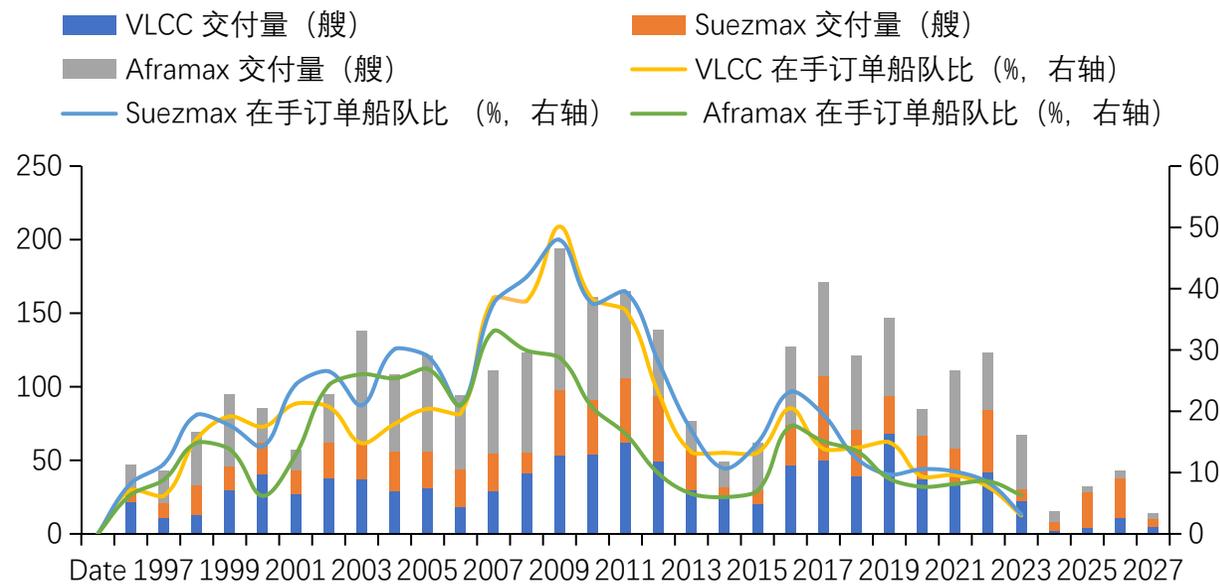
3.2、需求：原油需求持续增长，油轮订单有望复刻集装箱船趋势

- ◆ 全球原油需求持续增长，利好海运贸易。根据IEA预测，2023/2024年全球原油消费量将增长222.9/114.9万桶每日，至10208.0/10322.9万桶每日。根据克拉克森预测，2023/2024年全球油运需求将增加4.3/2.7%。2024年开始，油船需求有望接棒集装箱船。
- ◆ 油轮存量订单有限，船队更新需求尚待释放。2018-2020年油轮新接订单大幅下滑，2020年见底，2021年有所回升，但短期内仍处低位，供给有限，未来新接订单有望上行。
- ◆ 从油运自身生命周期来看，2023年或将开启大规模运力更迭，有效运力不足进而推升运价的情况或有可能发生。

图表33：全球原油运输需求量始终处于高位，且增速较稳定



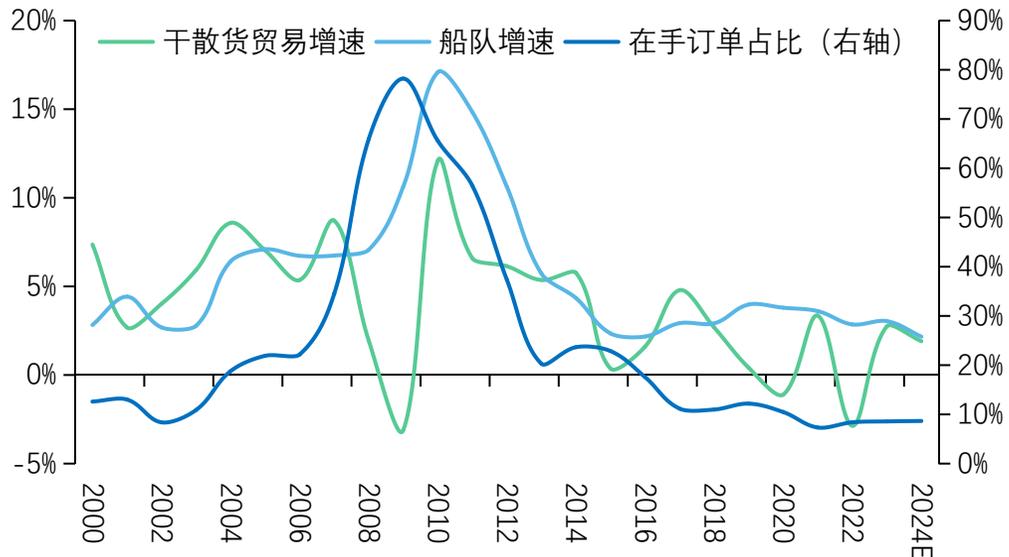
图表34：短期内油运新接订单仍处低位，未来新接订单有望上行



3.2、需求：散货市场供需双弱，未来存在较大潜能

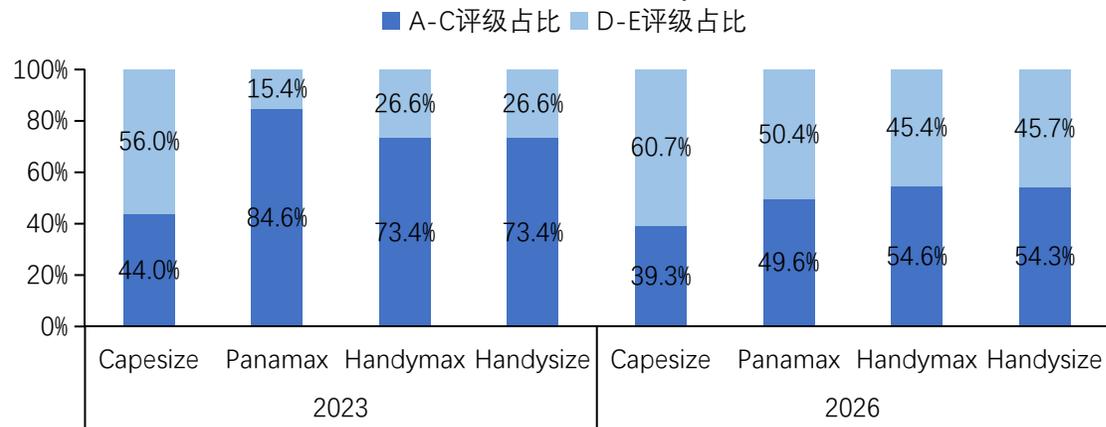
- ◆ **散货供需双弱：**从供给角度，2014-2024年散货船船队增速较慢，在手订单量相对较少，运力供给不足；从需求角度，干散货贸易市场不温不火，需求仍未得到有效改善。
- ◆ **未来市场可能改善：**一方面，2018-2022年散货船队老龄化明显，市场收益下滑，拆船量仍有限；另一方面，环保法规进程加快，船队合规压力下拆船量可能会有所回升。

图表35：2014-2024年散货船运力供给不足，需求较弱

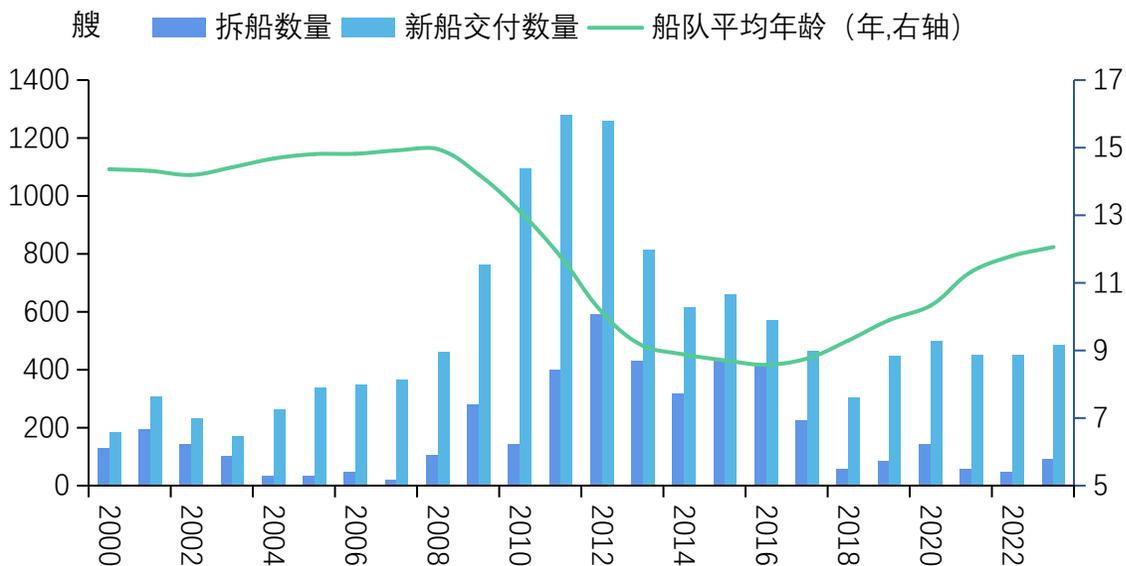


注：2023、2024年干散货贸易增速和船队增速均为克拉克森预测值

图表36：根据克拉克森测算，散货船东CII合规压力从2023-2026年逐渐增加，特别是Capesize



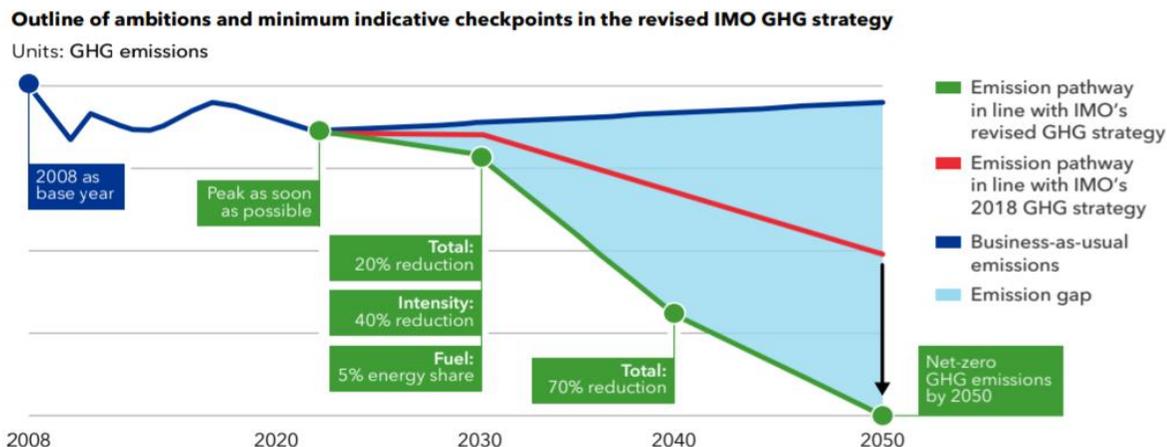
图表37：2018-2022年船队老龄化现象明显，拆船数量仍有限



3.3、环保减排进程加快，老旧船加速出清，新船缺口大

- ◆ 64%现有船舶交付于2015年（EEDI生效）之前，鲜有任何节能增效设计。为完成行业温室气体总排放减少20%以及排放强度减少40%的目标，减速航行将成为绝大部分船东中短期内最简单的应对策略。
- ◆ 结合当前船队船龄情况以及不同的环保法规要求，预计至2026年，当前船队的10%-30%船舶将面临合规性淘汰；至2030年，当前船队面临合规性淘汰的比例将进一步提升至35%-70%，将会造成较大运力缺口，支撑运价，推动船东更新船队。

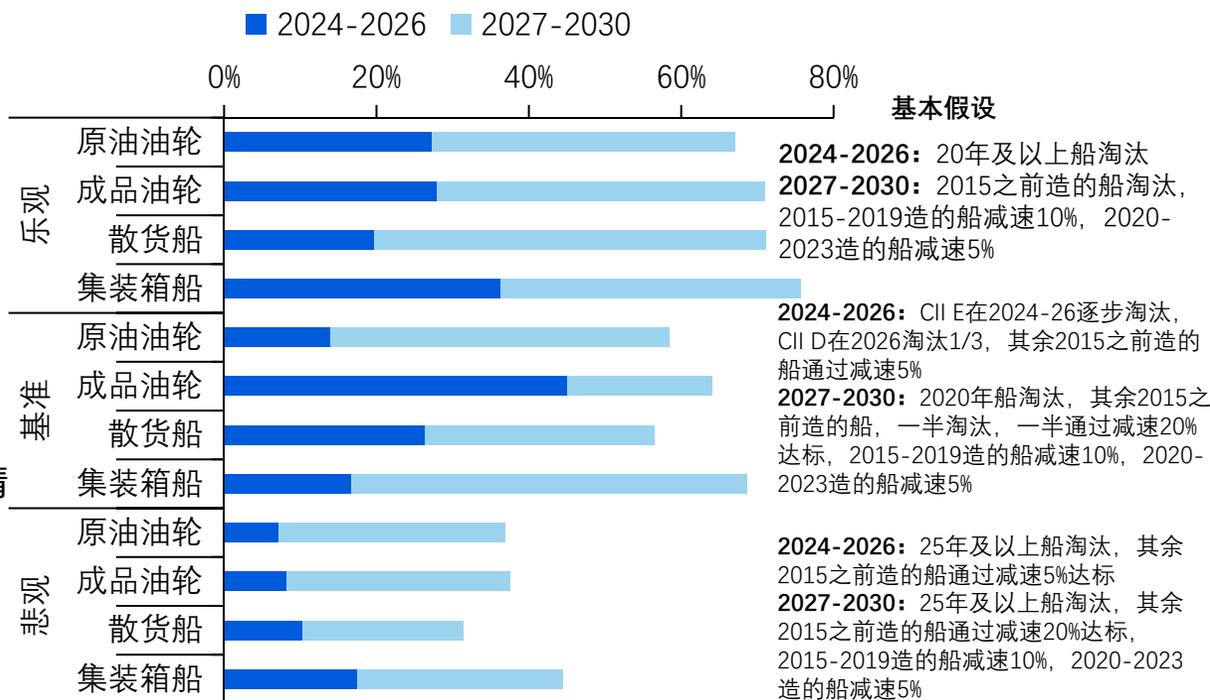
图表38：IMO2023年船舶温室气体（GHG）减排战略获通过，多个重要时间节点提前，2050年左右净零。



图表39：IMO与EU措施在2023年-2027年接连实施，持续加速老旧运力出清



图表40：在不同的预测假设下，至2030年，当前船队或将有35%-70%的船舶面临合规性淘汰。



注：退出合规市场包括因法规减速、转向非国际市场或拆船等情形。

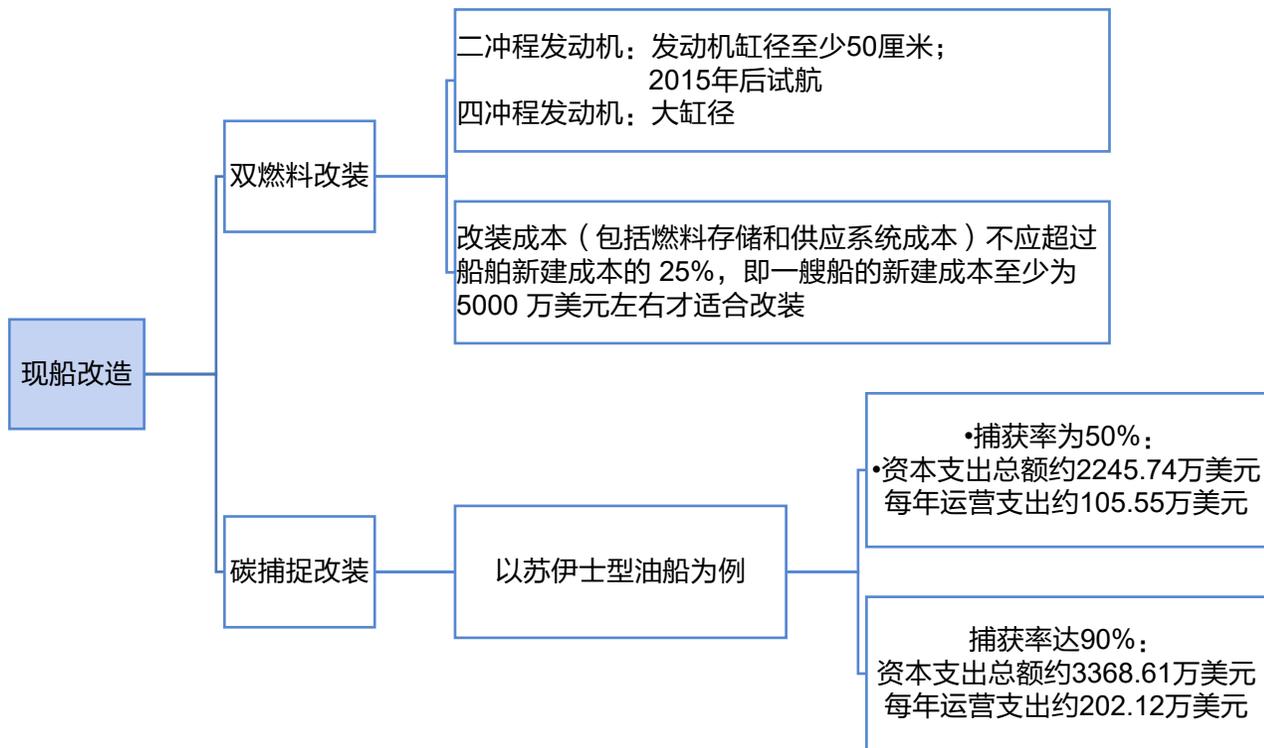
3.4、绿色新船+现船改造，两大路线助力航运绿色转型

- ◆ 紧迫的脱碳压力下，技术路径将呈现多样化趋势。LNG是配套设施成熟的可替代燃料，但减碳程度有限，适合短期内降碳。甲醇可满足远期全生命周期脱碳目标，但产量有限。绿氨作为真正的零碳燃料，在关键技术突破后发展前景开阔。
- ◆ 现船改造两大方向是双燃料改装与碳捕捉改装。但两者对船龄要求和Capex均较高。双燃料改装受限于主机和船型；碳捕捉改装成本较高。
- ◆ 考虑现实状况，大量绿色新船是最可行解：考虑到现有船队整体的老旧以及船舶零碳改造的技术限制，为满足脱碳的紧迫需要，大量新造船将成为船队绿色转型的主要选择。

图表41：各类燃料各有优势，航运业尚未达成共识

LNG	<p>优点：技术较成熟；配套设施完善；供给充足</p> <p>缺点：需低温存储；甲烷逃逸</p>
甲醇	<p>优点：可常温储存</p> <p>缺点：能量密度低；闪点低；有毒；供应有限</p>
生物燃料	<p>优点：可操作性强；与传统燃料相似，并可与其混合使用</p> <p>缺点：长期供应不稳定；储存要求高；与陆路、航空运输存在竞争</p>
氨	<p>优点：零碳燃料；交易广泛，设备完善</p> <p>缺点：有毒；腐蚀性；刺激性气味；能量密度低</p>
氢	<p>优势：零碳燃料</p> <p>缺点：高度易燃物；能量密度低；需低温/高压储存</p>

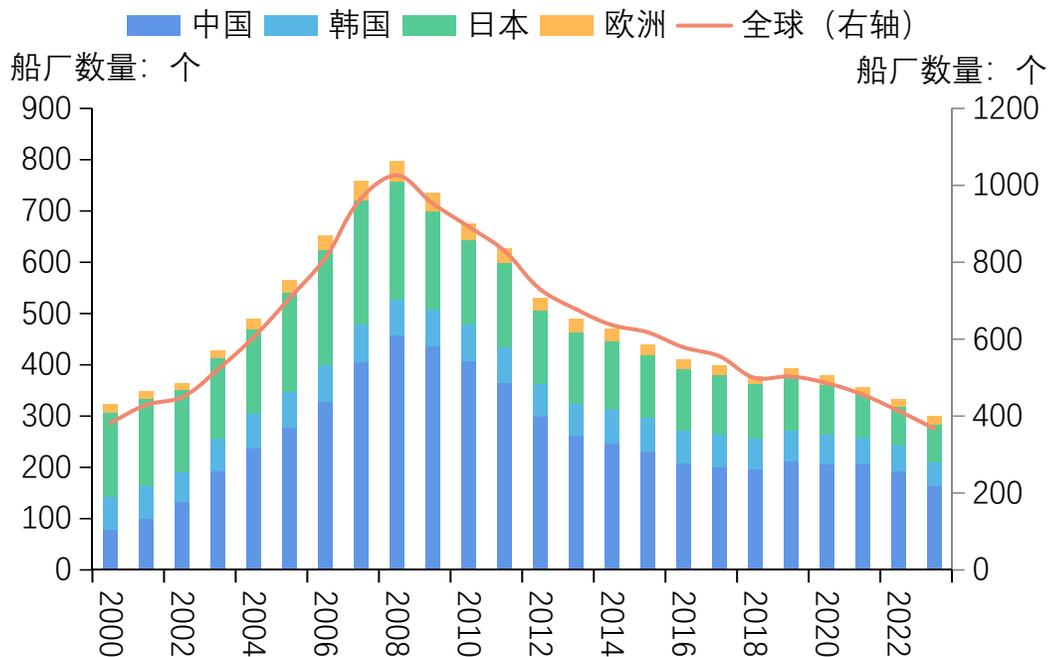
图表42：现船改造两大方向均有技术和经济性上的限制



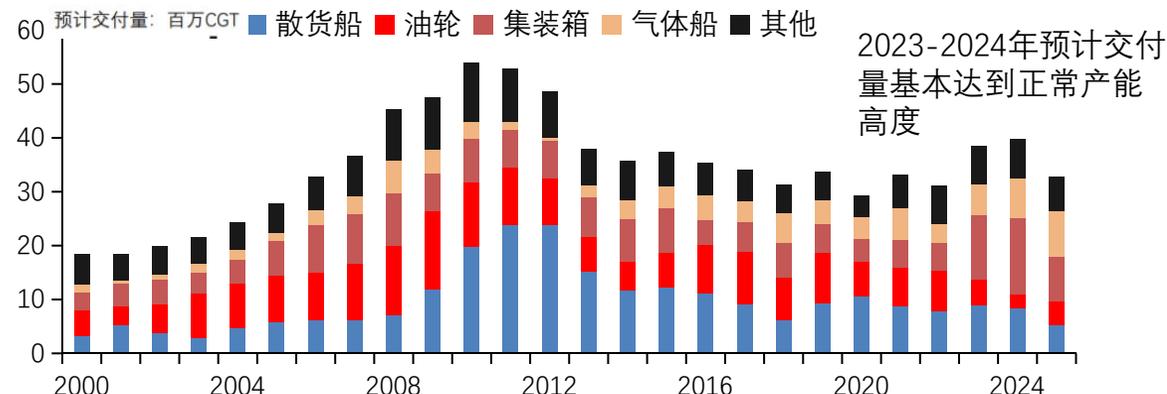
3.5、供给：行业供给产能收缩，紧张程度短期难改

- ◆ **全球船厂产能水平恢复仍需时间，行业供给能力遇到瓶颈：**2021年的订单潮已经导致行业供给能力出现瓶颈，根据当下船期交付表，2023、2024年的预计交付产能也已达产能上限，VLCC部分订单已排期至2027年。
- ◆ **短期内新增产能较为困难：**2008年造船大周期之后，全球活跃船厂数量持续下行。按照STX大连建厂的时间推断，中大型船厂需花费长达3年时间才能实现投产。

图表43：全球活跃船厂数量大幅收缩，产能供给持续收缩



图表44：现有产能下，船厂供给紧张，预计在2024年前将得到明显缓解



图表45：2021年的订单潮依旧形成了供给冲击，VLCC订单的预计交付时间已排到2027年

下单日期	船厂	船东集团	数量	预计交付时间	新燃料
2023/12/4	Qingdao Beihai SB	Euronav NV	2	2026.09-12	LNG氨甲醇
2023/9/14	Dalian Shipbuilding	CMES Shipping	1	2025.12	LNG甲醇
2023/9/1	Hengli SB (Dalian)	Hengli Group	2	2025.03-12	
2023/8/16	Qingdao Beihai SB	Euronav NV	1	2026.08	氨预备
2023/8/4	New Times SB	Magni Partners	2	2026.08-11	LNG
2023/7/14	New Times SB	Dynacom	4	2026.11-2027.05	LNG/甲醇预备
	CSSC (Tianjin)	Dynacom	2	2026.12-2027.03	
2023/2/1	Dalian COSCO KHI	Mitsui OSK Lines	2	2026.07-12	LNG

3.5、供给：僵尸船厂复活难度高，大规模增产可能性低

- ◆ 2008年以后，造船业陷入周期性低迷，大量中小船厂出现亏损，甚至破产。
- ◆ 作为劳动密集型制造业，船厂正常运营的三大成本：船坞、车间/设备和人力。虽然破产后船厂有复产的可能性，但需解决债务问题、船厂设备状态和人力募集等关键问题。
- ◆ 根据三个典型复活案例，僵尸船厂的复活需要三个要素：债务结构简单、船厂设施状态不错和有意愿的投资人。与上一轮大周期不同，投资人在本轮周期的行为更加理性，很难在没有自身需求或丰富行业资源的支持下投资。

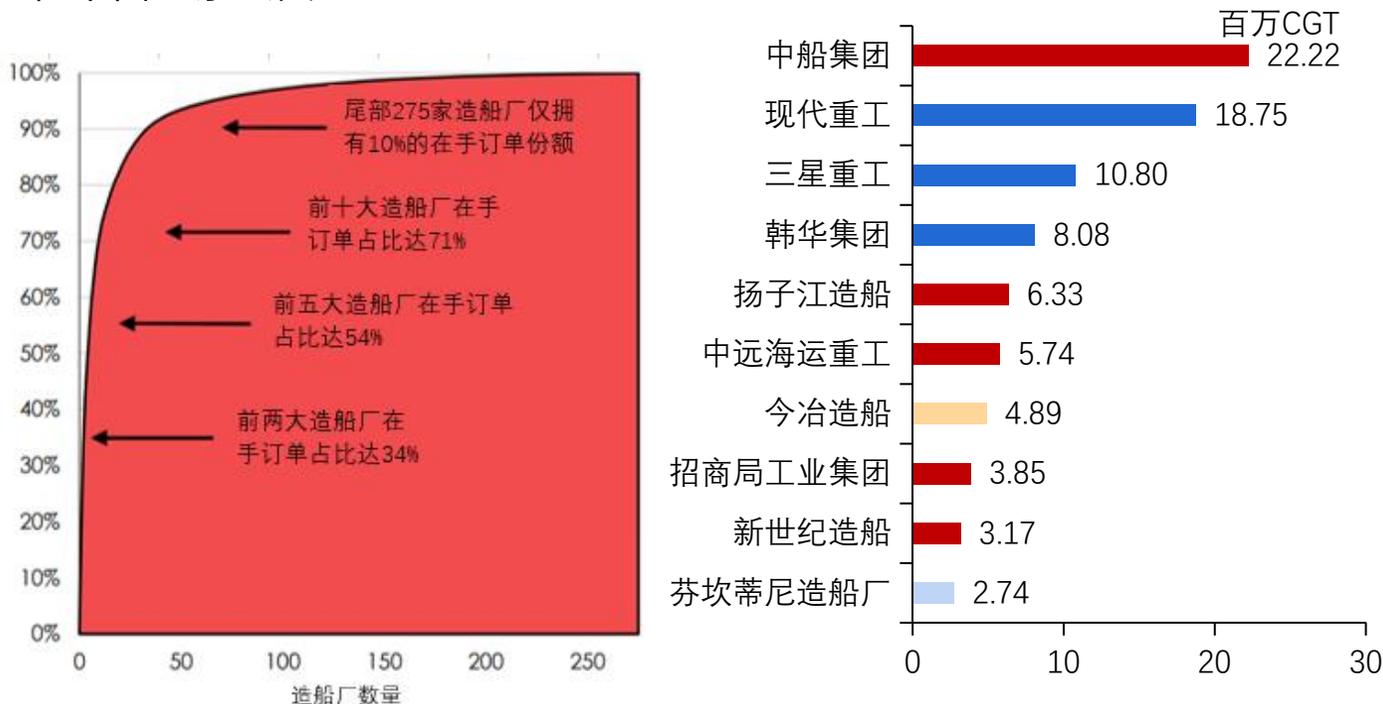
图表46：僵尸船厂复活典型案例



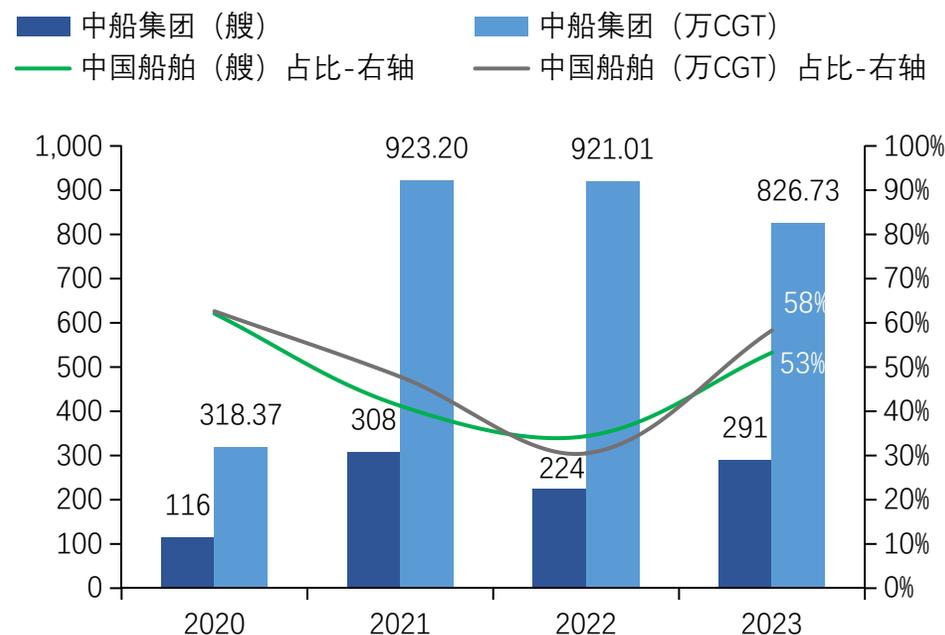
3.5、供给：行业份额高度集中，国内龙头企业强者恒强

- ◆ 订单头部集中，前五大集团占比过半。经历十余年行业出清后，头部集团形成了规模和技术上的优势。根据克拉克森，截至2023年12月，前十大集团承接了超7成订单。
- ◆ 中国造船市场份额提升，在全球市场占有绝对优势，或将引领全球。
- ◆ 国内头部造船企业强者恒强，竞争力显著提升。根据克拉克森，截至2023年12月31日，中国船舶新造船订单数量占比达53%，万CGT占比达58%，在中船集团中市场份额最高，竞争力不断提升。

图表47：截至2023年12月，世界造船业市场份额高度集中，中船集团在中国一家独大



图表48：中船集团新造船订单中，中国船舶占比居高

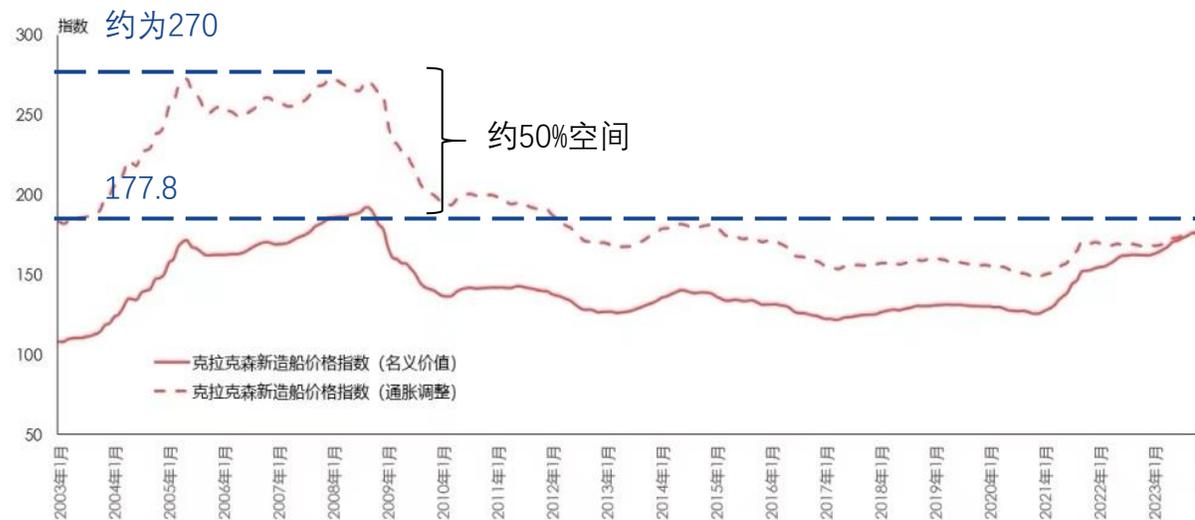


注：新造船订单更新至2023年12月31日

3.6、新船造价指数上行推动产能扩张，绿色更新成为主要驱动因素

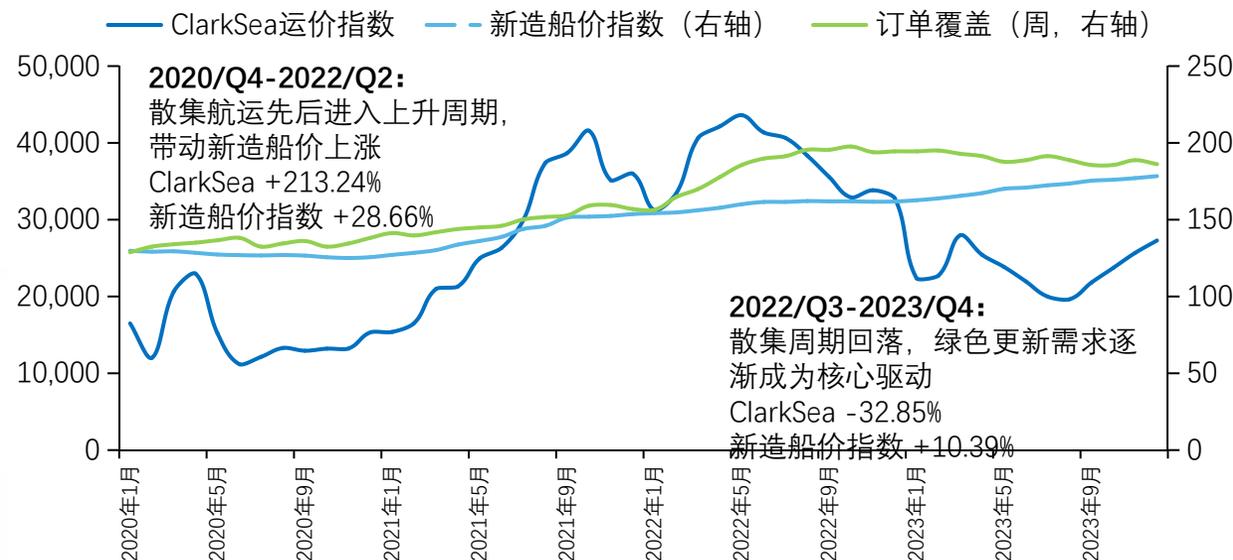
- ◆ 近期新造船价持续走高，目前船价距历史峰值仍有明显空间。根据克拉克森，2023年新船造价较2021年上行23.45点(+15%)，至177.08点，距通胀调整后的2008年历史峰值尚有约50%上升空间。
- ◆ 当前新船造价指数上涨推动产能扩张。根据克拉克森预计，到2025年底，全球新造船产能将在2021年基础上增加10%（约400万CGT），且全球船厂产能利用率会稳步回升。
- ◆ 船价核心驱动转变：从2020年四季度以来，新造船价增长驱动力从市场驱动逐渐转向绿色更新需求。得益于船厂产能紧张，绿色新单（使用可替代燃料主机的新造船订单）的持续释放让新造船价在海运市场大幅下滑的背景仍能维持持续增长。
- ◆ 展望后续新造船价，绿色法规决定下限，油散市场决定上限。2023-2027年，在IMO和欧盟一系列短中期环保法规推动下，将迫使船东淘汰老旧船舶，持续刺激船东订造绿色新单的需求。同时后续油散市场向好，将加速船东订造新船的步伐，显著推高船价。

图表49：当前新造船价较调整通胀的历史高位仍有约50%上行空间



注：数据截至2024年1月

图表50：产能紧张下，船价主要驱动力从市场驱动向绿色更新驱动转变



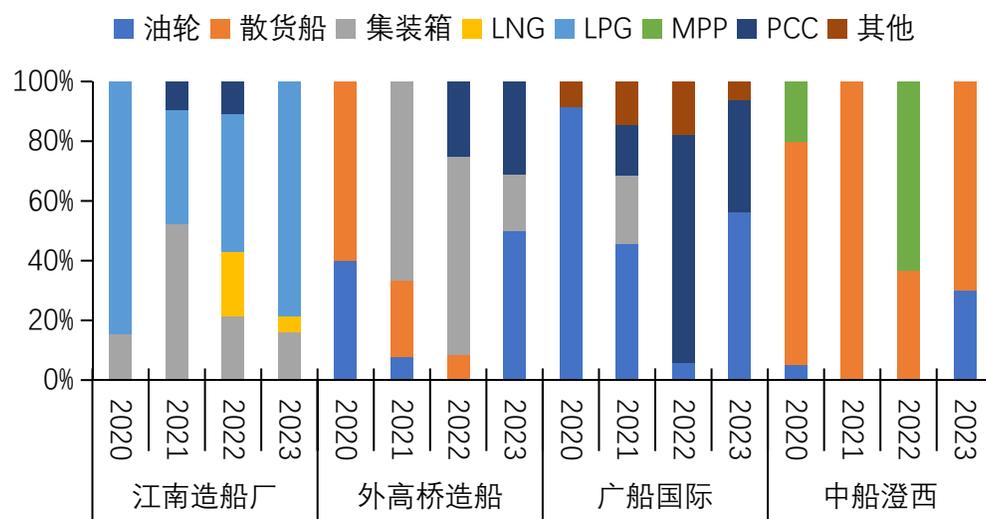
3.7、四大船厂各有优势，多种船型全面开花

- ◆ 从新增订单分船型占比来看：江南造船厂以集装箱船、LPG船为主；外高桥造船订单以散货船、集装箱船为主；广船国际以油轮、PCC为主；中船澄西则以散货船、MPP为主。
- ◆ 突破技术瓶颈，实现产能扩建：江南造船大型LNG船建造能力条件保障项目在建中，投产后将使其具备年产4艘17.5万立方米LNG运输船的能力。

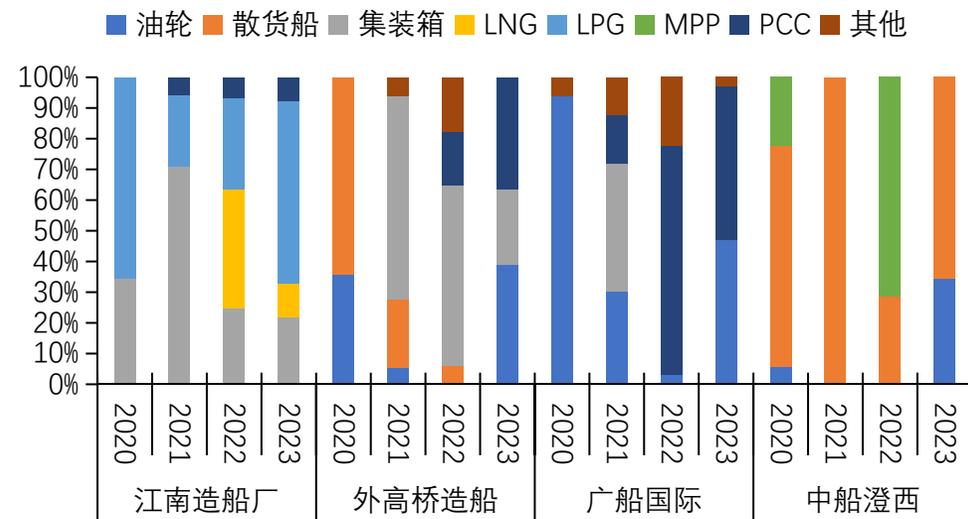
图表51：公司旗下各船厂造船能力较强，产能充足

船厂	地址	参数对比						2022年产能			克拉克森预计交付量 ('000GT)			
		干船坞	船台	最大的干船坞参数		年最大产能		数量(个)	dwt('000)	cgt('000)	2023	2024	2025	2026+
		数量(个)	数量(个)	长(米)	宽(米)	dwt('000)	cgt('000)							
江南造船厂	上海市	2	7	580	120	1792	770	19	1472	730	737	1014	943	1567
外高桥造船	上海市	2	4	740	106	5633	972	15	2628	479	746	979	778	976
广船国际	广州市	2	1	490	106	1702	731	19	1345	513	692	741	605	834
中船澄西	无锡市	4	7	330	54	1772	516	17	1253	358	388	387	548	575

图表52：各船厂分船型新订单数量占比（截至2023年12月31日）



图表53：各船厂分船型新订单修正总吨占比（截至2023年12月31日）



四、军品：海军建设加快，中长期成长空间有支撑

4.1、国家战略：十四五建造需求推动下，军船龙头或将收益

- ◆ 海军在国家国防布局占有重要地位。国际形势复杂多样，加强海军建设对增强海军力量、维护国家安全的意义更为突出。
- ◆ “十四五”期间，我国将加快推进海军战略由“近海防御型”向“远海防卫型”转变，努力建设一支强大的现代化海军，装备升级换代需求扩大。

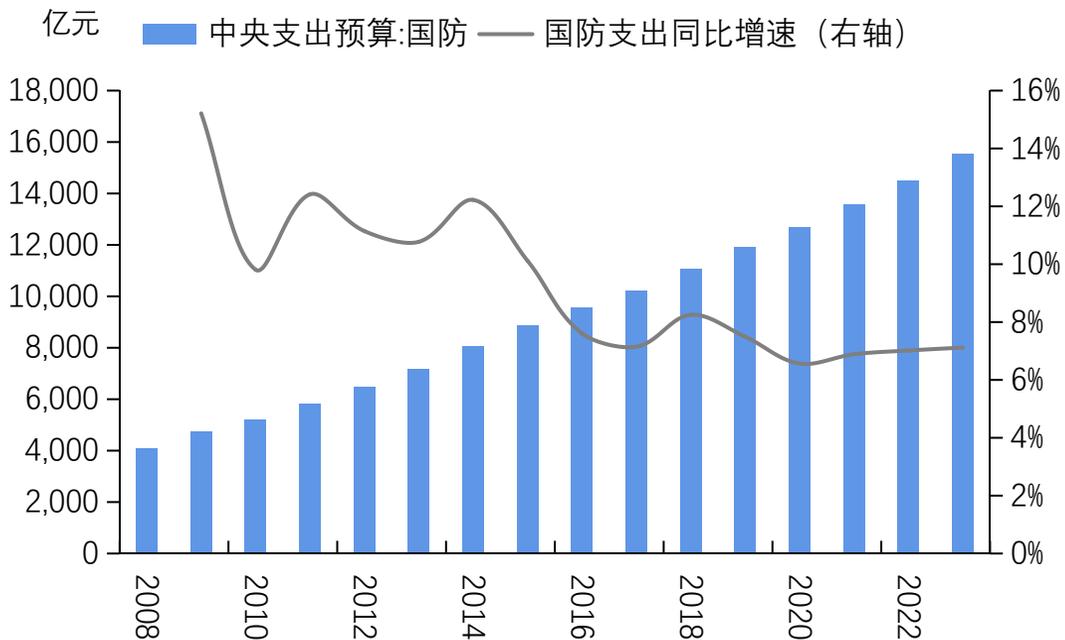
图表54：中国海军作战单位

单位	特征	重要性
舰艇部队	在水面遂行作战任务的海军兵种，亦称水面部队或水面兵力	现已发展成为包括驱逐舰、护卫舰、导弹艇、鱼雷快艇、猎潜艇、布雷舰、扫雷舰、登陆舰等战斗舰艇部队和各种勤务舰船部队在内的多种海上力量，是海军的主要作战力量
潜艇部队	在水下遂行作战任务的海军兵种，具有良好的隐蔽性，较强的突击力，能长期在水下作战	现已发展成为包括常规动力潜艇部队和核动力潜艇部队在内的强大水下力量，是海军的重要作战力量
航空兵部队	在海洋上空执行作战任务的兵种，海军的主要突击兵力之一	具有远程作战、高速机动和猛烈突击的能力，是海洋战区夺取和保持制空权的重要力量，能对海战的进程和结局产生重大影响
岸防部队	在沿海重要地段，以火力参加沿岸防御作战的兵种	由海岸炮兵部队和海岸导弹部队组成，主要任务是保卫基地、港口和沿海重要地段，消灭敌方舰船，封锁海峡、航道，掩护近岸海区的交通线和舰船，支援海岸、岛屿守备部队作战
海军陆战队	由诸兵种合成的能实施快速登陆和担负海岸、海岛防御或支援任务的两栖作战部队	是应付局部战争和军事冲突的拳头，又是联合进攻行动的“尖刀”，在现代战争中举足轻重

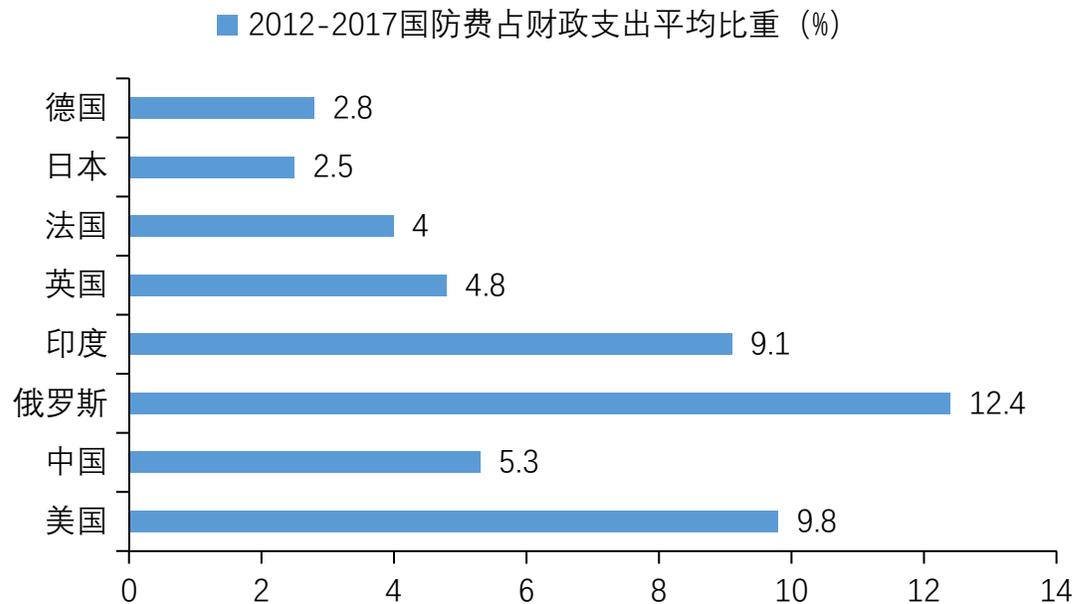
4.2、国家国防预算提升，市场海军装备需求增加

- ◆ 近年来我国国防支出水平持续提升，2023年中央国防支出预算1.55万亿，同比增长7.1%。受益于现代化海军建设和国防支出增加，未来海军装备采购需求有望增长。我国海军装备仍有较大增长空间，航母、核潜艇、驱逐舰等建造需求迫切。
- ◆ 如今世界安全局势较为复杂，俄乌冲突仍在持续，军贸市场呈竞争激烈态势，或将再度扩容。

图表55：国防支出持续增加，海军装备采购需求有望增长



图表56：2012-2017中国国防费用占同期财政支出平均比重为5.3%，相比其他大国仍处于较低水平



4.3、公司实力：生产基地设备齐全，军船建造技术顶尖

- ◆ 江南造船厂是我国历史最悠久、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。据江南造船官网，目前占地面积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船舰的建造需要，承担了003号航母、第一代至第四代导弹驱逐舰、万吨新型驱逐舰等建设任务，实力雄厚。

图表57：江南造船厂防务装备：
航母福建舰、万吨级新型驱逐舰二号舰“拉萨”号



- ◆ 广船国际是我国华南地区关键的军辅船生产和保障基地，能够研发、建造护卫舰、补给舰等，占地302万平方米，深水码头岸线5200米，年造船能力达360万载重吨，年承修能力达200余艘，可提供造修一体化、一站式服务，承担了55甲型高速炮艇、65型护卫舰、生活保障船等建设任务，为我国海军舰艇建设奠定了坚实基础。

图表58：广州国际防务装备：
特种辅船、和平方舟医院船



4.4、军船近年动态

- ◆ 2017年，广船国际为海军建造的新型综合补给舰首舰“呼伦湖”舰正式入列。该船是我国自主研制具有世界先进水平的新型综合补给舰，可为我国海军航母编队、远海机动编队提供海上伴随补给，为海军舰艇走向深蓝奠定了更加坚实的基础。
- ◆ 2022年6月17日，根据新华社报道，我国第三艘航空母舰在江南造船厂下水，命名为“中国人民解放军海军福建舰”，舷号为“18”，是我国完全自主设计建造的首艘弹射型航空母舰。
- ◆ 2023年12月5日，中国国际海事技术学术会和展览会上，江南造船发布了全球最大“核动力船”方案，这是世界上第一款也是目前最大的24000TEU级核动力集装箱船设计方案，体现了其在舰船制造上的技术优势。

图表59：新型综合补给舰“呼伦湖”号入列



图表60：江南造船厂发布大型核动力商船方案



五、投资逻辑

5.1、业务拆分及基本假设

◆ 中国船舶收入与毛利拆分：

- ◆ 船舶修造及海洋工程业务情况根据船舶市场与船厂订单承接情况进行预测。
- ◆ 机电设备与其他业务根据历史业绩与毛利率推算。
- ◆ 动力业务于2022年剥离，后续相关收益计入投资收益。

图表61：中国船舶收入与毛利拆分

收入拆分		单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
	营业总收入		59558	71199	80195	89413
	YoY		-0.31%	19.55%	12.64%	11.49%
船舶修造	营业收入		49991	64984	73417	82019
	YoY		-0.20%	29.99%	12.98%	11.72%
动力业务	营业收入		3866			
	YoY		-5.26%			
机电业务	营业收入		4587	5046	5550	6106
	YoY		4.33%	10.00%	10.00%	10.00%
其他业务	营业收入		1113	1169	1227	1289
	YoY		-5.13%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利拆分						
	毛利率		7.60%	10.08%	16.71%	22.50%
船舶造修	毛利率		6.23%	9.67%	16.93%	23.24%
动力装备	毛利率		15.99%			
机电设备	毛利率		11.36%	12.00%	12.00%	12.00%
其他业务	毛利率		24.68%	22.00%	20.00%	20.00%
归母净利润						
	归母净利润		172	2819	5426	9282
	YoY		-19.6%	1539.1%	92.5%	71.1%

注：毛利率提升主要因为公司船舶修造业务的营业收入增速高于营业成本增速导致。

- ◆ 当前新一轮大周期力量或在蓄势，船舶制造投资或迎来良好布局时点。船舶行业配置的性价比已经凸显，下有饱满在手订单支持未来3-4年业绩，上可展望绿色更新叠加油散船需求驱动下长达5-7年的高景气成长。当下中国造船业份额正在迅速提升，上行期业绩弹性有望跑赢日、韩。在船舶行业的高景气度下，中国船舶作为中国造船业龙头，有望充分享受本次周期上行带来的红利，建议重点关注。
- ◆ 我们预计中国船舶2023-2025年营业收入分别为711.99、801.95、894.13亿元，归母净利润分别为28.19、54.26、92.82亿元，对应PE分别为53.22、27.65、16.17倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

钢材价格上涨超预期：船舶制造成本中钢材占据重要地位。新造船价格为签单时根据相关材料价格确定，后期建造过程中钢材价格上涨将显著影响造船企业成本。

航运行业景气不及预期：航运作为船舶的下游产业，受到外界多重因素影响。若航运景气度不及预期可能导致新接造船订单不足。

IMO环保约束不及预期：短期内法规弱约束，不利于推升老旧运力出清和新造船订单下单，航运市场供给过剩。

全球经济衰退和滞胀风险：在国际地缘冲突、疫情反复的背景下，全球面临供应链中断和滞胀风险，经济增速放缓，或影响公司业绩和盈利。

地缘政治风险：国际地缘政治局势紧张，影响世界不同国家背景船东在船厂选择上的偏好。

资产重组风险：资产重组的方案与时间具有不确定性，可能会影响公司业绩与资产负债表。

国内国际市场或不可简单对比。

国际船舶市场发展历程仅供参考。

5.4、中国船舶盈利预测表

证券代码: 600150 股价: 33.55 投资评级: 增持(首次覆盖) 日期: 20240222

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	57595	66545	75154	88385	营业收入	59558	71199	80195	89413	每股指标				
应收款项	3965	5414	6057	6502	营业成本	55032	64024	66794	69299	EPS	0.04	0.63	1.21	2.08
存货净额	32168	32012	33397	35612	营业税金及附加	191	199	209	224	BVPS	10.28	10.92	12.13	14.20
其他流动资产	24834	24863	28112	30781	销售费用	257	356	361	376	估值				
流动资产合计	118562	128834	142720	161279	管理费用	3658	3631	3849	4202	P/E	557.0	53.2	27.7	16.2
固定资产	19046	19742	19835	19800	财务费用	-1308	-101	-66	-51	P/B	2.2	3.1	2.8	2.4
在建工程	1994	2494	2694	2894	其他费用/(-收入)	3072	3560	4010	4471	P/S	1.7	2.1	1.9	1.7
无形资产及其他	12221	10575	11653	12954	营业利润	412	2279	8270	14611	财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
长期股权投资	10615	14615	16615	16615	营业外净收支	1761	2000	0	-1000	盈利能力				
资产总计	162438	176260	193517	213542	利润总额	2173	4279	8270	13611	ROE	0%	6%	10%	15%
短期借款	9385	8385	8885	9385	所得税费用	1301	1070	2068	3403	毛利率	8%	10%	17%	22%
应付款项	27015	32017	34450	34805	净利润	872	3209	6203	10208	期间费率	4%	5%	5%	5%
预收帐款	104	366	230	291	少数股东损益	701	390	777	927	销售净利率	0%	4%	7%	10%
其他流动负债	57640	60978	66237	72137	归属于母公司净利润	172	2819	5426	9282	成长能力				
流动负债合计	94143	101747	109802	116618	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	收入增长率	0%	20%	13%	11%
长期借款及应付债券	10943	15943	18943	21943	经营活动现金流	-41	7857	10039	13655	利润增长率	-20%	1,540%	92%	71%
其他长期负债	6871	4841	4841	4841	净利润	172	2819	5426	9282	营运能力				
长期负债合计	17815	20784	23784	26784	少数股东损益	701	390	777	927	总资产周转率	0.37	0.42	0.43	0.44
负债合计	111958	122531	133586	143403	折旧摊销	2364	2720	2616	2770	应收账款周转率	15.78	17.64	17.12	16.93
股本	4472	4472	4472	4472	公允价值变动	14	0	0	0	存货周转率	1.70	2.00	2.04	2.01
股东权益	50479	53729	59931	70140	营运资金变动	-2670	5162	2277	989	偿债能力				
负债和股东权益总计	162438	176260	193517	213542	投资活动现金流	-8341	-3650	-4816	-3477	资产负债率	69%	70%	69%	67%
					资本支出	-1204	-2868	-3107	-4182	流动比	1.26	1.27	1.30	1.38
					长期投资	1168	-5582	-3665	-1636	速动比	0.66	0.72	0.75	0.82
					其他	-8304	4800	1956	2340					
					筹资活动现金流	7385	3801	2586	2454					
					债务融资	7985	6120	3500	3500					
					权益融资	0	0	0	0					
					其它	-600	-2319	-914	-1046					
					现金净增加额	-693	7951	7809	12631					

交运小组介绍

祝玉波：交通运输行业首席分析师，资深物流行业专家，4年物流行业从业经验，以产业赋能金融，紧跟行业变化趋势，主攻快递、快运、跨境电商物流，以及化工物流、汽车物流等细分产业链板块。

李跃森：交通运输行业资深分析师，香港中文大学硕士，5年交运行业研究经验，坚持以实业思维做研究，寻找优质公司，挖掘行业本质，主攻机场、航空等出行板块。

分析师承诺

祝玉波, 李跃森, 本报告中的分析师均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，以勤勉的职业态度，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300 指数涨幅20%以上；
增持：相对沪深300 指数涨幅介于10%~20%之间；
中性：相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

免责声明

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

风险提示

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

郑重声明

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

国海证券 · 研究所 · 交运研究团队

心怀家国，洞悉四海



国海研究上海

上海市黄浦区绿地外滩中心C1栋
国海证券大厦

邮编：200023

电话：021-61981300

国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银
行大厦28F

邮编：518041

电话：0755-83706353

国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168
号腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597