

2024年07月27日

中国船舶 (600150.SH)

买入 (首次覆盖)

—— 民船军舰总装龙头，周期初至乘风而起

投资要点:

证券分析师

孙延
S1350524050003
sunyan01@huayuanstock.com

王惠武
S1350524060001
wanghuiwu@huayuanstock.com

联系人

张付哲
zhangfuzhe@huayuanstock.com

市场表现:



相关研究

股价数据: 2024年07月26日

收盘价(元) 40.53
年内最高/最低(元) 24.80/43.66
总市值(亿元) 1812.68

- **军民舰船总装龙头，重组扩张势头强劲。**中国船舶前身为成立于1998年的沪东重机，后相继合并相关企业在上海证交所上市。在2019年南北船合并资产重组后，公司由民船制造企业转为军民融合的船舶制造企业，控股江南造船、外高桥造船、广船国际和中船澄西四大经营实体。目前公司已成为国内规模最大、技术最先进、产品结构最为齐全的造船旗舰上市公司之一。
- **绿色更新周期开启，造船龙头乘风而起。**纵观市场发展史，船舶制造业每隔20-30年就会出现一次大周期波动，是典型的周期性行业。需求端：2023年以来，现有船队老龄化加之IMO逐步收紧环保减排战略，船舶绿色更新需求激增，船价进入上行周期；供给端：经过十余年周期低谷时的产能出清后，疫情后的订单潮以及绿色更新订单让全球船厂产能持续紧张。订单覆盖率保持高位，新造船价持续增长。同时通过对比调整通胀后的历史最高船价，当前船价仍有充足的上升空间。目前船价上升，美元升值而钢价下降，利好中国船厂利润兑现。作为中国造船龙头的中国船舶未来可期。
- **投资建议：**中国船舶核心造船主业进入上行周期，公司远期利润持续向好。我们预计公司2024-2026年分别实现营业收入908.9、902.2、1082.4亿元，归母净利润51.1、92.9和133.1亿元，当前股价对应的PE分别为35.5、19.5、13.6倍，考虑到造船绿色更新周期仍在前期，新造船价及其对应的公司远期利润仍有较大向上空间，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**钢材价格上涨超预期；人民币美元汇率波动；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；资产重组风险

盈利预测与估值

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	74,838.50	90,887.67	90,218.41	108,240.56
增长率(%)	25.81	21.45	-0.74	19.98
归母净利润(百万元)	2,957.40	5,112.07	9,288.75	13,312.41
增长率(%)	1,614.73	72.86	81.70	43.32
摊薄每股收益(元)	0.66	1.14	2.08	2.98
ROE(%)	6.12	9.86	15.92	19.67
P/E	44.61	35.46	19.51	13.62
P/B	2.72	3.50	3.11	2.68
P/S	1.76	1.99	2.01	1.67

投资案件

投资评级与估值

中国船舶核心造船主业进入上行周期，公司远期利润持续向好。我们预计公司 2024-2026 年分别实现营业收入 908.9、902.2、1082.4 亿元，归母净利润 51.1、92.9 和 133.1 亿元，当前股价对应的 PE 分别为 35.5、19.5、13.6 倍，考虑到造船绿色更新周期仍在前期，新造船价及其对应的公司远期利润仍有较大向上空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设

- 1) 船舶修造：预计船舶修造业务收入随船价上升和高端船型占比提高而提升，预计 2024~2026 年船舶修造业务收入分别为 862.5/853.5/1031.3 亿元，同比 +22.5%/-1.0%/+20.83%，归母净利润分别为 48.1/89.2/128.8 亿元，同比 +80.4%/+85.4%/+44.3%。
- 2) 机电及其他业务：预计机电及其他业务将维持可观的增速，预计 2024~2026 年机电及其他业务收入分别为 32.9/34.5/36.3 亿元，同比+5.0%/+5.0%/+5.0%，归母净利润分别为 3.0/3.7/4.3 亿元，同比+3.4%/+22.7%/+18.3%。

投资逻辑要点

核心造船主业景气度和新造船价仍有较大上升空间，钢价与美元升值利好公司人民币利润，2023Q4 以来公司业绩加速兑现，看好船舶绿色更新周期下，新造船价持续上升对公司远期利润的持续增厚。我们预计公司 2024-2026 年分别实现归母净利 51.1、92.9 和 133.1 亿元，对应 PE 分别为 35.5、19.5、13.6 倍。

核心风险提示

钢材价格上涨超预期；人民币美元汇率波动；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；资产重组风险

目录

1. 军民舰船总装巨头，重组扩张势头强劲.....	5
2. 绿色更新周期开启，造船龙头乘风而起.....	7
3. 盈利预测与投资建议.....	11
4. 风险提示.....	12

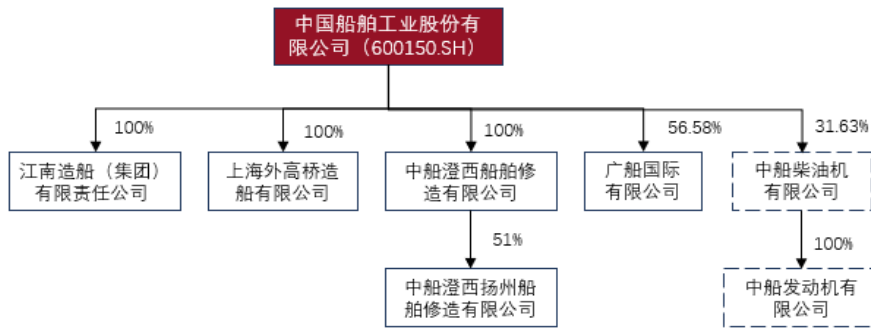
图表目录

图 1: 中国船舶已控股四大船厂实体 (截至 2024 年 6 月)	5
图 2: 公司发展历程	5
图 3: 船舶造修是公司核心业务	6
图 4: 江南造船对公司营收贡献最大	6
图 5: 造船业在二战后共经历了两轮超级周期, 时间间隔约为 30 年	7
图 6: 上轮周期高点集中交付的大量船舶现已老化严重	7
图 7: 全球船队 15 年以上船舶达三至五成	7
图 8: 2023 年 IMO 减排战略通过, 提前多个重要时间点	8
图 9: IMO 与 EU 系列减排措施将在之后接连实施	8
图 10: 预计约 6 成现有船舶在 2030 年面临合规性淘汰	8
图 11: 全球船厂产能在上轮超级周期后持续收缩, 预计至 2035 年难有显著增量	9
图 12: 产能紧张在 2022 年之后成船价核心驱动	10
图 13: 新造船价较上轮周期高点尚有 46.9% 空间	10
图 14: 订单集中于头部船厂, 中船集团订单最多	10
图 15: 中国船舶承接中船集团过半订单	10
图 16: 2022 年 Q3 以来船价与钢价、美元/人民币汇率出现背离, 利好中国船厂业绩改善	11
表 1: 公司资产重组历程	6
表 2: 中国船舶估值模型核心假设	11
表 3: 利润表	13
表 4: 现金流量表	13
表 5: 资产负债表	14

1. 军民舰船总装龙头，重组扩张势头强劲

中国船舶是经历多轮企业合并和资产整合形成的船舶制造头部企业。公司前身是成立于1998年的沪东重机股份有限公司，在2007年以非公开发行股票的方式收购外高桥造船、中船澄西、广州文冲，公司股票简称也由“沪东重机”变更为“中国船舶”。2019年“南北船合并”，“南船”中船集团和“北船”中船重工实行联合重组。作为“南船”核心上市平台之一的中国船舶进一步巩固和提升了产业链竞争优势，形成了产品多样化、建设数字化、产业绿色低碳化的高质量发展格局，公司已成为国内规模最大、技术最先进、产品结构最为齐全的造船旗舰上市公司之一。

图 1：中国船舶已控股四大船厂实体（截至 2024 年 6 月）



资料来源：ifind，华源证券研究

图 2：公司发展历程

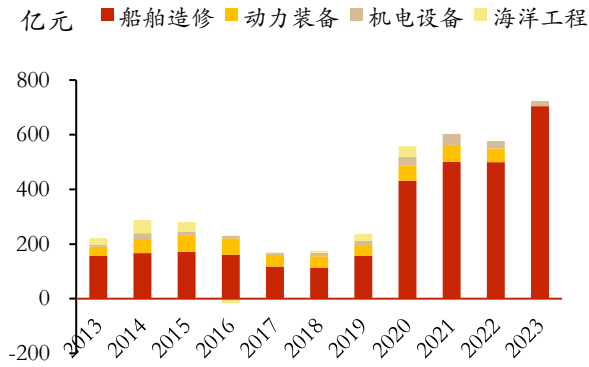


资料来源：ifind，公司公告，华源证券研究

中国船舶工业股份有限公司的主营业务包括造船业务（军、民）、修船业务、海洋工程及机电设备等。其中船舶造修及海洋工程为最主要业务（2023 年营收占比为 94.10%），其次为机电设备（2023 年营收占比为 2.58%），其他业务 2023 年营收占比仅为 3.33%。公司控

股的各项经营实体中以江南造船营收与利润贡献最大且最稳定。公司 2022 年剥离中船动力股权，仅以参股分取收益，进一步明确主业，专注于核心业务船舶造修。

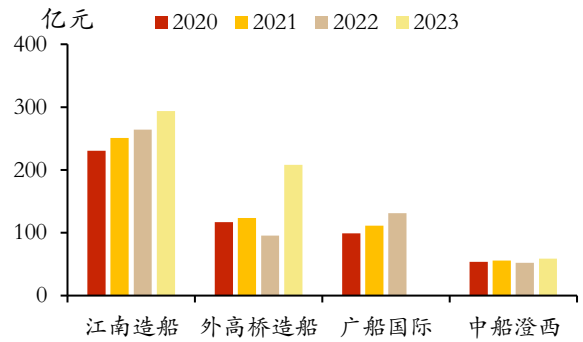
图 3：船舶造修是公司核心业务



注：2021 年起海洋工程并于船舶造修口径统计。

资料来源：ifind，华源证券研究

图 4：江南造船对公司营收贡献最大



资料来源：ifind，公司公告，华源证券研究

2019 年国务院批准“南北船”战略性重组后，新的中国船舶集团下属三家造船业务上市公司，中国船舶、中国重工、中船防务，同业竞争问题尚待解决。中国船舶在 2019 年注入江南造船、广船国际等优质资产后，还计划以资产置换方式收购中船防务股份，但因故终止。中国船舶集团有限公司于 2021 年 6 月 30 日承诺，将在 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，资产重组最后期限定为 2026 年 6 月 10 日。

表 1：公司资产重组历程

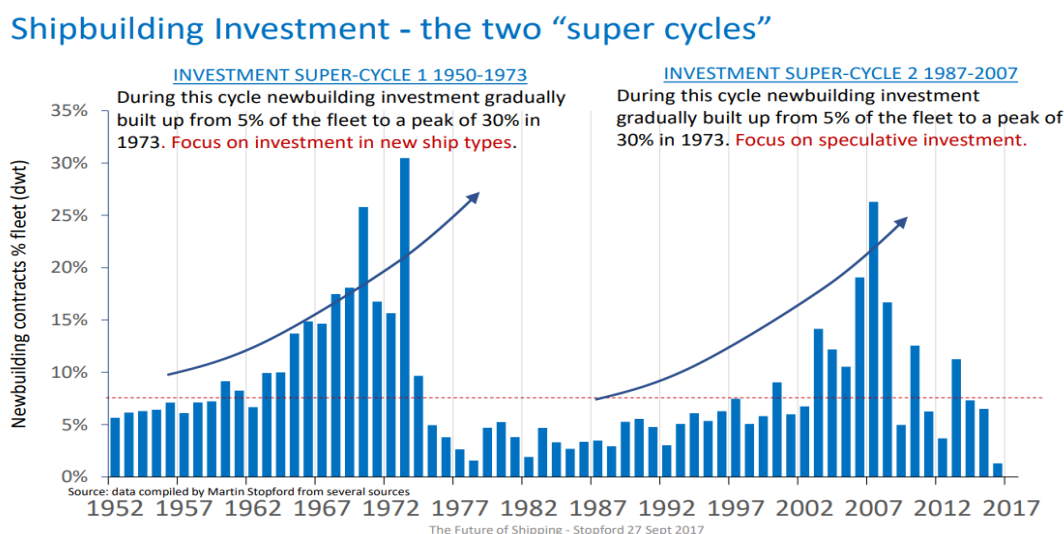
时间	相关业务	并入主体	重组方案
2019 方案步骤一 (已完成)	船舶修造	中国船舶	中国船舶发行股份购买江南造船 100%股权、外高桥造船 36.27%股权、中船澄西 21.46%股权、广船国际 51%的股权、黄埔文冲 30.98%股权
2019 方案步骤二 (已完成)	动力设备	中国船舶	中船集团以持有的中船动力 100%股权、中船动力研究院 51%股权、中船三井 15%股权出资，中国船舶以持有的沪东重机 100%股权出资，共同设立中船动力集团
2019 方案步骤三 (已终止)	船舶修造	中国船舶	中船防务以持有的全部黄埔文冲 54.5371%股权、广船国际 46.3018%股权与中国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

资料来源：公司公告，华源证券研究

2. 绿色更新周期开启，造船龙头乘风而起

纵观船舶市场发展，船舶制造业每隔 20-30 年就会出现一次超级周期波动，是典型的周期性行业。其周期特点是底部区间漫长，顶部区间大幅迅速调整。二战后，船舶工业共出现两次超级周期机会，分别为 1967-1973 年和 2000-2008 年，行情呈量价齐升态势，时间间隔约 30 年。

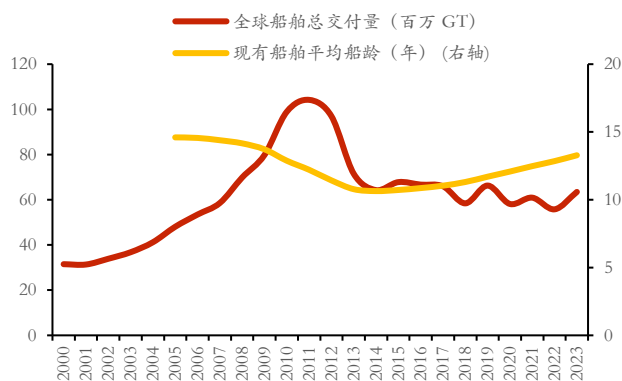
图 5：造船业在二战后共经历了两轮超级周期，时间间隔约为 30 年



资料来源：克拉克森，华源证券研究

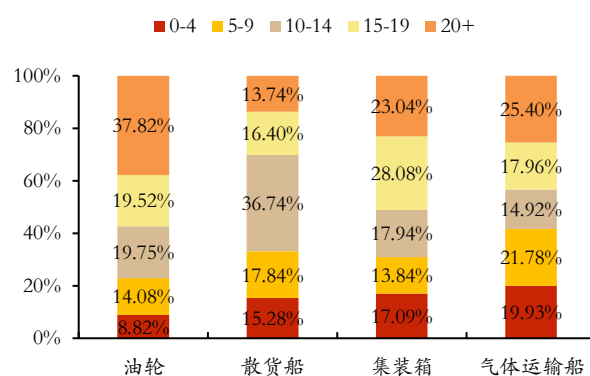
从需求端分析，当前全球船队老龄化严重，未来船舶市场更新需求规模可观。受制于钢铁结构的有限寿命，船舶有着大体相同、约为 25-30 年的报废周期。在 2001 年中国入世对海运贸易的强刺激下，全球造船业进入史上最大规模周期，造船量爆炸式增长，现有船队多为 2008 年上一轮周期高点集中交付，目前老龄化已相当严重，油散集气四大船型船龄超 15 年的船队占比分别为 57.3%/30.1%/51.1%/43.4%。

图 6：上轮周期高点集中交付的大量船舶现已老化严重



资料来源：克拉克森，华源证券研究

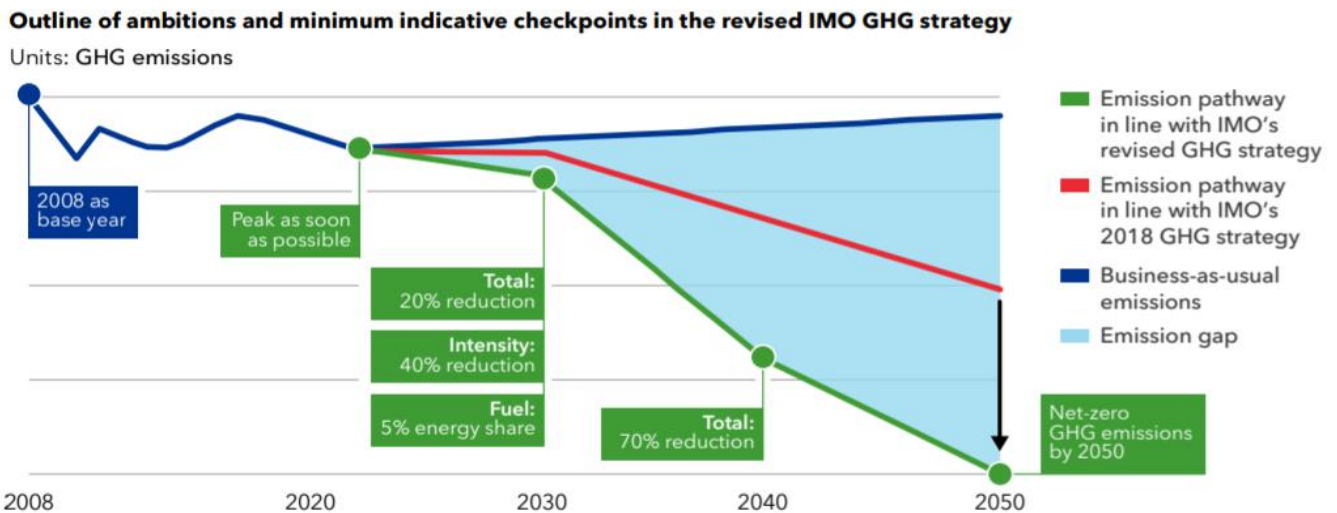
图 7：全球船队 15 年以上船舶达三至五成



资料来源：克拉克森，华源证券研究

同时伴随 IMO 和欧盟脱碳目标的指导和相关法规的逐渐完善，航运脱碳趋势已不可阻挡，我们预计未来大量老旧船舶将面临合规性淘汰。IMO 通过多项环保减排战略，中国也积极承担负责任大国担当，提出“双碳”目标，建立航运温室气体减排检测、报告和核算体系，完善船舶能耗数据收集机制，实施船舶大气排放清单和温室气体排放清单制度等一系列措施，积极参与航运业减排全球治理。IMO 碳减排政策不断收紧，而 69% 的现有船舶却交付于 2015 年 EEDI 生效之前，几乎没有节能减排的设计。在绿色政策逐步收紧的形势下，我们预计全球船队的大量船舶将面临合规性淘汰，绿色新造船需求将会大量增长。

图 8：2023 年 IMO 减排战略通过，提前多个重要时间点



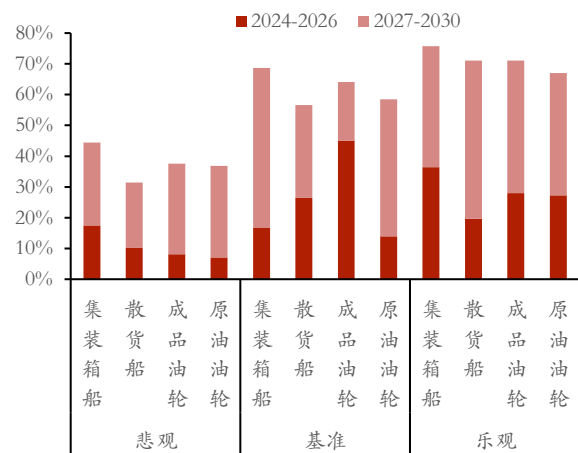
资料来源：DNV，华源证券研究

图 9：IMO 与 EU 系列减排措施将在之后接连实施



资料来源：IMO，中国船东互保协会资讯平台，华源证券研究

图 10：预计约 6 成现有船舶在 2030 年面临合规性淘汰

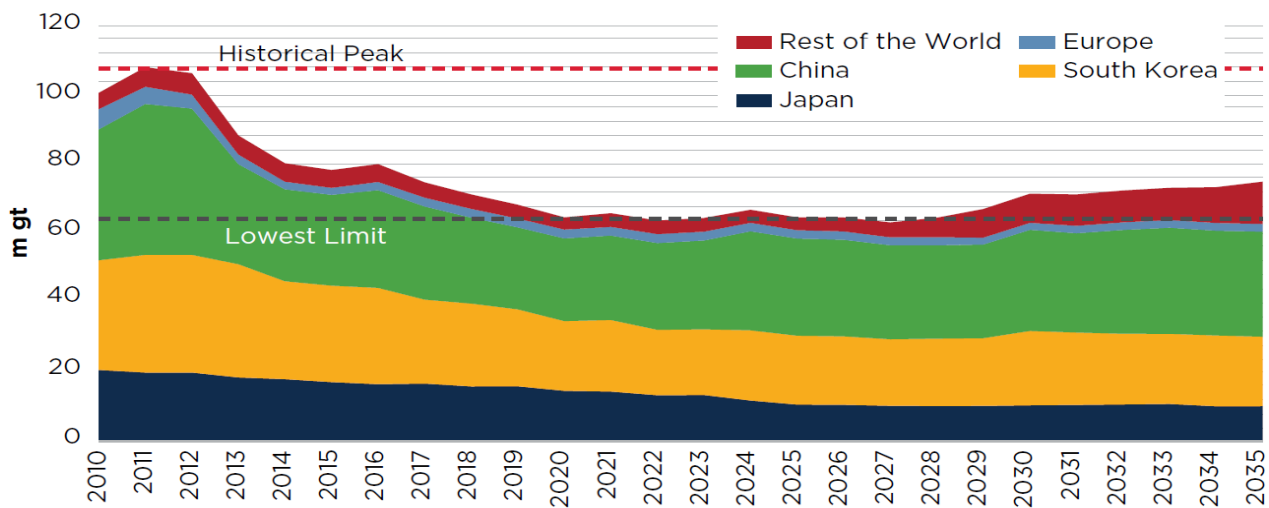


资料来源：克拉克森，华源证券研究

从供给端来看，2021 年疫情期间的订单潮极大透支了行业供给能力，船厂产能持续处于紧张状态。经过 2008 年后的造船行情长期下行，船舶制造产能不断萎缩。快速回暖的新订单遇到持续收缩的船厂产能形成错配，使全球各大船厂都处于产能紧张状态，部分订单甚至已排期至 2029 年。

现有产能已经严重饱和，想要新增产能却也同样困难。根据历史数据推断，一个中大型船厂从设立到投产至少需要花费 3 年时间，过去破产的船厂想要复产也比较困难，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。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。因此，我们预计至 2035 年，造船产能很难出现大幅增长。

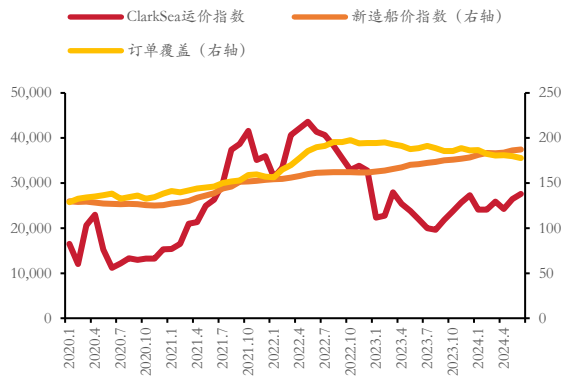
图 11: 全球船厂产能在上轮超级周期后持续收缩，预计至 2035 年难有显著增量



资料来源：《2024 Sustainability Outlook》ABS，华源证券研究

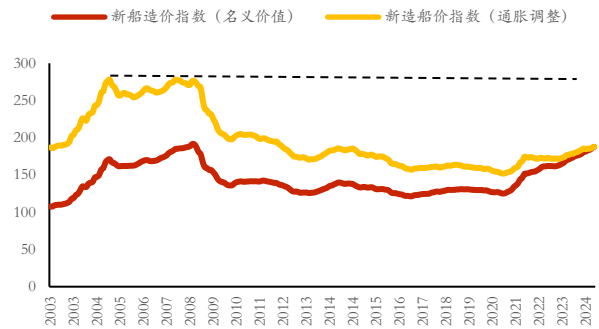
在这种供给持续紧张下，新造船价持续上涨。根据克拉克森，2023 年新造船价为 177.1 点，比 2021 年增加了 23.5 点，增长约 15%。绿色更新需求使得使用可替代燃料主机的新造订单需求持续释放，让新造船价在国际海运市场下行的情况下依然保持增长态势。这种增长态势大概率还将持续一段时间，从历史数据来看，当前新造船价较调整通胀的历史高位仍有 46.9% 的空间，未来上行空间依旧充足。

图 12: 产能紧张在 2022 年之后成船价核心驱动



资料来源：克拉克森，华源证券研究

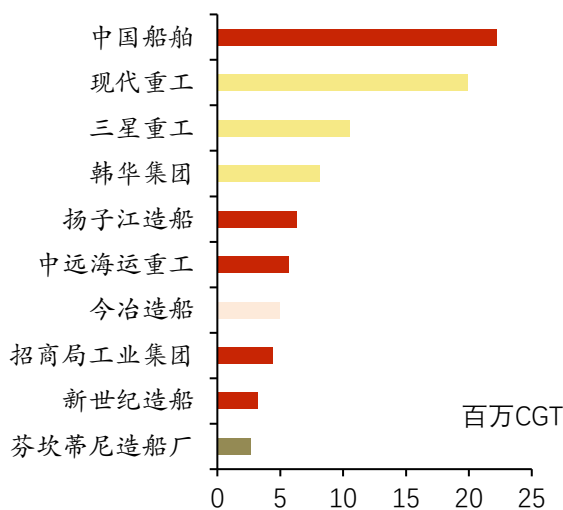
图 13: 新造船价较上轮周期高点尚有 46.9% 空间



资料来源：克拉克森，华源证券研究

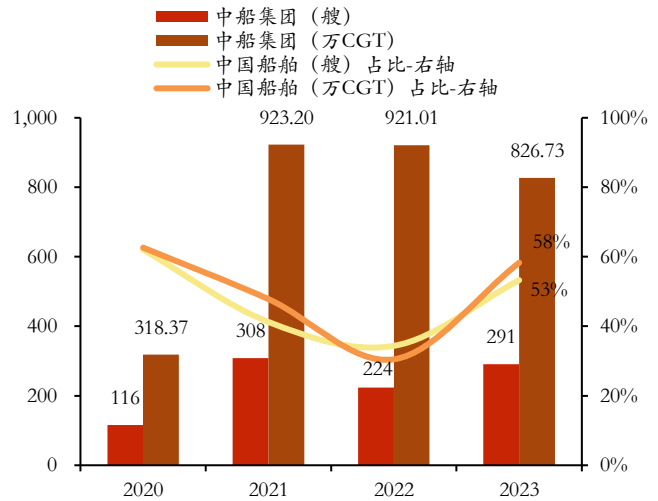
从全球造船市场角度分析，中国造船业已占据全球船舶制造市场最大份额，且在可预见的将来仍会持续。中国船舶则是中船集团在民船建造领域的佼佼者，承接集团 2023 年过半订单。

图 14: 订单集中于头部船厂，中船集团订单最多



资料来源：克拉克森，华源证券研究

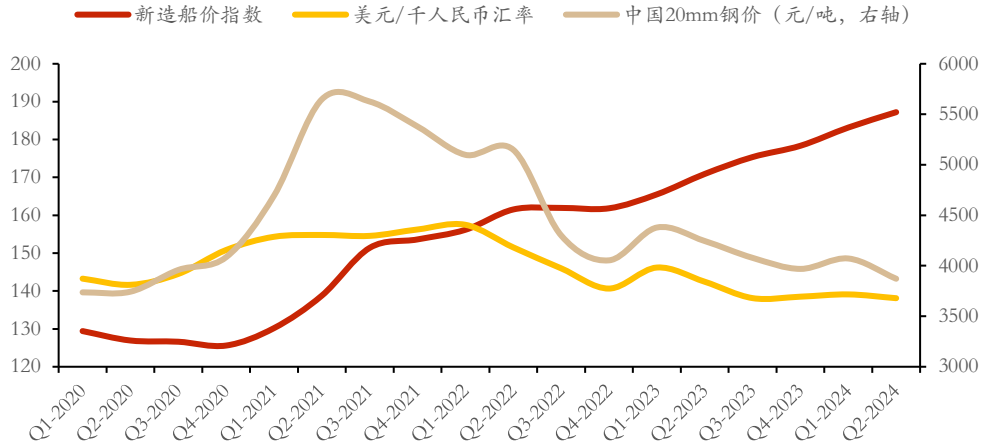
图 15: 中国船舶承接中船集团过半订单



资料来源：克拉克森，华源证券研究

船价的持续上涨与美元/人民币汇率、钢价的回落，有望利好中国造船企业的人民币利润。中国船舶的扣非归母净利润自 2023Q4 转正以来，在 2024 年 Q1 实现环比大涨 144.9%，2024Q2 实现环比大涨 131.4%-175.7%，周期利润进入兑现期。

图 16：2022 年 Q3 以来船价与钢价、美元/人民币汇率出现背离，利好中国船厂业绩改善



资料来源：克拉克森，华源证券研究

3. 盈利预测与投资建议

核心假设：

- 1.船舶修造：预计船舶修造业务收入随船价上升和高端船型占比提高而提升，预计 2024~2026 年船舶修造业务收入分别为 862.5/853.5/1031.3 亿元，同比+22.5%/-1.0%/+20.8%，归母净利润分别为 48.1/89.2/128.8 亿元，同比+80.4%/+85.4%/+44.3%。
- 2.机电及其他业务：预计机电及其他业务将维持可观的增速，预计 2024~2026 年机电及其他业务收入分别为 32.9/34.5/36.3 亿元，同比+5.0%/+5.0%/+5.0%，归母净利润分别为 3.0/3.7/4.3 亿元，同比+3.4%/22.7%/18.3%。

表 2：中国船舶估值模型核心假设

(亿元)	2024E	2025E	2026E
营业收入	908.9	902.2	1082.4
yoy	21.4%	-0.7%	20.0%
1-船舶修造	862.5	853.5	1031.1
yoy	22.5	-1.0%	20.8%
2-机电及其他业务	32.9	34.5	36.3
yoy	5.0%	5.0%	5.0%
归母净利润	51.1	92.9	133.1
yoy	72.9%	81.7%	43.3%
1-船舶修造	48.1	89.2	128.8
yoy	80.4%	85.4%	44.3%
2-机电及其他业务	3.0	3.7	4.3

yoy	3.4%	22.7%	18.3%
-----	------	-------	-------

资料来源：公司公告，华源证券研究

盈利预测与投资建议：中国船舶核心造船主业进入上行周期，公司远期利润持续向好。我们预计公司 2024-2026 年分别实现营业收入 908.9、902.2、1082.4 亿元，归母净利润 51.1、92.9 和 133.1 亿元，当前股价对应的 PE 分别为 35.5、19.5、13.6 倍，考虑到造船绿色更新周期仍在前期，新造船价及其对应的公司远期利润仍有较大向上空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

4. 风险提示

- 1) **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。
- 2) **人民币美元汇率波动：**中国船舶作为中国船厂主要赚取人民币利润，人民币美元汇率波动会影响船厂利润及产品竞争力。
- 3) **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。
- 4) **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。
- 5) **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。
- 6) **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。
- 7) **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。

表 3: 利润表

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	74838.50	90887.67	90218.41	108240.56
营业成本	66928.89	78768.01	71366.43	84268.48
营业税金及附加	230.56	254.49	230.06	246.79
销售费用	671.74	454.44	410.49	438.37
管理费用	3095.87	3362.84	3067.43	3301.34
财务费用	-1310.93	-341.27	-429.83	-531.59
其他费用/(-收入)	3139.14	3453.73	3157.64	3409.58
营业利润	2994.50	7538.64	14697.91	19631.50
营业外净收支	27.75	0.00	-1000.00	0.00
利润总额	3022.24	7538.64	13697.91	19631.50
所得税费用	67.58	1884.66	3424.48	4907.88
净利润	2954.66	5653.98	10273.43	14723.63
少数股东损益	-2.73	541.92	984.68	1411.22
归属于母公司净利润	2957.40	5112.07	9288.75	13312.41

资料来源: Wind, 华源证券研究

表 4: 现金流量表

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	18212.88	15868.03	14636.13	25681.72
净利润	2957.40	5112.07	9288.75	13312.41
少数股东损益	-2.73	541.92	984.68	1411.22
折旧摊销	2521.91	2604.65	2755.29	2827.70
公允价值变动	5.56	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	13940.15	8541.82	1331.03	9076.72
投资活动现金流	-11243.72	-5192.01	-6409.55	-4366.23
资本支出	-2411.85	-2789.60	-3765.52	-1883.06
长期投资	-4569.14	-4000.00	-4000.00	-4000.00
其他	-4262.73	1597.59	1355.96	1516.83
筹资活动现金流	-1951.38	-6393.85	-4942.54	-6097.14
债务融资	-814.26	-3981.10	-1500.00	-1500.00
权益融资	0.00	0.00	0.00	0.00
其它	-1137.12	-2412.75	-3442.54	-4597.14
现金净增加额	4747.58	4418.17	3284.04	15218.35

资料来源: Wind, 华源证券研究

表 5: 资产负债表

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	67966.75	72384.91	75668.95	90887.31
应收款项	3416.96	5942.16	5338.85	6141.35
存货净额	36290.92	39384.01	35683.22	43304.63
其他流动资产	25728.61	34087.74	31713.02	35114.52
流动资产合计	133403.24	151798.82	148404.03	175447.80
固定资产	20328.59	20492.95	20528.88	19537.23
在建工程	1525.67	1639.38	1747.42	1850.04
无形资产及其他	7386.02	7316.74	7206.57	7183.85
长期股权投资	15188.66	19188.66	23188.66	27188.66
资产总计	177832.17	200436.54	201075.55	231207.59
短期借款	5583.32	2793.84	2293.84	1793.84
应付款项	29843.18	39233.06	34161.47	39961.64
合同负债	62538.78	75011.35	74966.48	89908.70
其他流动负债	8800.52	6347.17	6115.83	6275.57
流动负债合计	106765.80	123385.41	117537.62	137939.75
长期借款及应付债券	13366.74	15307.95	14307.95	13307.95
其他长期负债	5227.10	5226.27	5226.27	5226.27
长期负债合计	18593.84	20534.23	19534.23	18534.23
负债合计	125359.64	143919.64	137071.84	156473.98
股本	4472.43	4472.43	4472.43	4472.43
股东权益	52472.53	56516.90	64003.71	74733.61
负债和股东权益总计	177832.17	200436.54	201075.55	231207.59

资料来源: Wind, 华源证券研究

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

本报告是机密文件，仅供华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的签约客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司均不承担任何法律责任。

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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。

销售人员信息

华东区销售代表 李瑞雪 lirui xue@huayuanstock.com
 华北区销售代表 王梓乔 wangzhiqiao@huayuanstock.com
 华南区销售代表 杨洋 yangyang@huayuanstock.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	: 相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	: 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	: 相对市场表现在 -5% ~ +5% 之间波动；
减持 (Underperform)	: 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	: 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	: 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	: 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数 : 沪深 300 指数