

中国船舶租赁(03877)

报告日期: 2025 年 01 月 05 日

船厂系船舶租赁商龙头，股息率具备吸引力

——中国船舶租赁首次覆盖报告

投资要点

- ❑ **中国船舶租赁是全球领先的船舶租赁公司，也是国内首家及唯一上市的船厂系租赁公司。**受益股东专业背景、“固定+弹性”经营模式、优质均衡的船队资产及稳健的风险管控体系，公司较同业具备更高业绩增速和更高效的资产收益。此外在当前时点，无风险利率持续向下，公司股息收益率具备吸引力。
- ❑ **背靠中船集团雄厚产业背景，国内唯一船厂系租赁商**
依托全球最大船厂控股背景，公司具备懂船基因，凭借在航运业强大的专业知识和丰富的经验有助于捕捉业务机会、穿越周期。
- ❑ **逆周期投资、顺周期运营：“固定+弹性”经营模式平抑周期波动**
公司在船价低位大量下单造船，扩充运营体量，保证经营大盘稳健发展，在周期高位实现资产溢价。自 2019 年上市以来，2019-2022 年净利润实现年化 20% 以上的高速增长。24H1 营业总收入 22 亿港元，同比增加 27%，实现净利润 13.3 亿港元，同比增加 22%，年化 ROE、ROA 分别为 20.2% 和 6.0%，创上市以来新高。
- ❑ **优质均衡的船队资产：油散集气全覆盖，向绿色、优质、高附加值发展**
公司船队船龄小、造价低、流通性强、LNG 等高科技附加值船舶占比大，各船型比例均衡。截至 2024 年中报，公司拥有船舶 125 艘，平均船龄 3.73 岁，其中散货船 38 艘、油轮 24 艘、集装箱船 19 艘、气体船 15 艘、特种船 29 艘；在建订单 23 艘，其中集装箱船 4 艘、油轮 6 艘、气体船 9 艘、特种船 4 艘。
- ❑ **稳健的风险管控体系，有效的成本管控举措**
公司建立了完善而立体化的风险防控体系，同时通过成本工程和精益管理，压降成本费用，实现了较高的运营效益。
- ❑ **持续高比例派息，低利率环境下配置价值凸显**
公司自上市以来持续高比例分红派息，整体分红累计达 31.3 亿港元，已超过自 2019 年 6 月上市以来募集资金总额。
- ❑ **盈利预测与估值**
预计公司 2024-2026 年营业收入 40.4、41.6、43.2 亿港元，归母净利润分别为 21、23、25 亿港元，对应每股盈利预测分别为 0.34、0.37、0.41 港元，分别对应 5.2x、4.7x、4.3x PE，预计 2024 年股息率预计为 7.8%，公司是全球领先的船舶租赁公司、“固定+弹性”经营，业绩稳健、股息率具备吸引力，首次覆盖给予“买入”评级。
- ❑ **风险提示**
1) 船价大幅下跌风险；2) 订单违约风险；3) 全球经济衰退风险等。

投资评级：买入(首次)

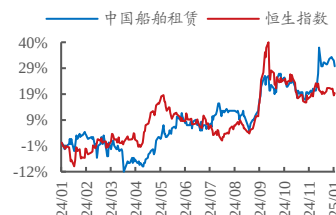
分析师：李丹
执业证书号：S1230520040003
lidan02@stocke.com.cn

分析师：卢晓尧
执业证书号：S1230524090002
luxiaoyao@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	HK\$1.76
总市值(百万港元)	10,854.24
总股本(百万股)	6,167.18

股票走势图



相关报告

财务摘要

(百万港元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3626	4039	4160	4321
(+/-) (%)	13.03%	11.38%	3.00%	3.87%
归母净利润	1902	2104	2297	2523
(+/-) (%)	12.86%	10.66%	9.17%	9.80%
每股收益(港元)	0.31	0.34	0.37	0.41
P/E	5.81	5.16	4.72	4.30

资料来源：浙商证券研究所

正文目录

1 国内唯一上市船厂系租赁公司	4
1.1 背靠中船集团	4
1.2 逆周期投资，顺周期经营	6
1.3 业绩增长稳健、盈利高效	8
2 利率下行叠加人民币贬值压力，港股高股息配置价值凸显	10
3 投资建议	11
4 风险提示	12

图表目录

图 1: 中国船舶租赁历史沿革.....	4
图 2: 中国船舶租赁股权结构 (截至 2024 年 12 月)	4
图 3: 中国船舶租赁船舶资产结构表 (截至 24H1)	5
图 4: 中国船舶租赁船队规模 (艘)	5
图 5: 船舶租赁分析框架.....	6
图 6: 中国船舶租赁收入结构 (百万港币)	6
图 7: 中国船舶租赁收入结构.....	6
图 8: 中国船舶租赁成本结构 (百万港币)	7
图 9: 中国船舶租赁成本结构.....	7
图 10: 中国船舶租赁客户主要为船舶营运商、船厂和贸易公司	7
图 11: 中国船舶租赁营业收入及增速	8
图 12: 中国船舶租赁净利润及增速	8
图 13: ROE、ROA 高	8
图 14: 人均创收高.....	8
图 15: 中国船舶租赁 ROE 领先.....	9
图 16: 中国船舶租赁高 ROA 支撑高 ROE.....	9
图 17: 中国船舶租赁资产负债率低.....	9
图 18: 随着美联储降息, 公司平均融资成本有望进一步降低	9
图 19: 历史上利率下行阶段港股高股息指数跑赢大盘	10
图 20: 历史上汇率贬值阶段港股高股息指数跑赢大盘	10
图 21: 中国船舶租赁分红情况.....	10
图 22: 中国船舶租赁分红情况.....	10
图 23: 中国船舶租赁盈利预测核心假设.....	11
图 24: 中国船舶租赁可比公司估值表 (截至 2025/1/3)	11
图 25: 中国船舶租赁历史 P/E.....	12
图 26: 中国船舶租赁历史 P/B.....	12
表附录: 三大报表预测值.....	13

1 国内唯一上市船厂系租赁公司

1.1 背靠中船集团

中国船舶租赁于 2012 年在香港注册成立，为全球最大造船企业中船集团旗下唯一租赁公司，也是国内第一家船厂系租赁公司。公司于 2019 年 6 月在香港联交所上市，公司为深港通、沪港通企业，MSCI 中国小型股指数名单企业。

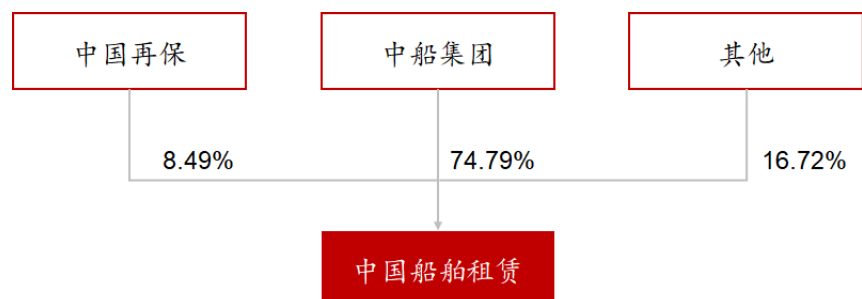
图1：中国船舶租赁历史沿革

时间	事件
2012	公司在香港注册成立，为中船集团旗下唯一一家租赁公司
2013	成立合营公司，投资8艘64,000吨散货船
2014	成立中船上海及中船天津，以提供租赁服务 在新加坡成立Kylin Offshore，以提供租赁及船舶经纪服务
2016	投资2艘85,000立方米清洁能源运输船
2017	成立合营公司，投资6艘液货船 投资4艘81,600吨散货船
2018	成立合营公司，投资8艘55,000吨化学品液货船
2019	正式于香港联交所上市
2021	纳入MSCI中国小型指数
2023	成立能源运输公司，完成44艘经营类船舶资产股权划转 连续五年获得惠誉A级，标普A-级的信用评级

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

公司第一大股东中国船舶集团有限公司（持股 75%）是全球最大的造船集团，第二大股东为公司基石投资者中国再保险集团（持股 8.5%），是中国唯一一家国有独资专业再保险公司，再保险保费规模亚洲最大。

图2：中国船舶租赁股权结构（截至 2024 年 12 月）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

优质均衡的船队资产：主流船型全覆盖，向绿色、优质、高附加值发展

公司船队船龄小、造价低、流通性强、LNG 等高科技附加值船舶占比大，各船型比例均衡。

截至 2024 年中报，公司拥有船舶 125 艘，平均船龄 3.73 岁，其中散货船 38 艘、油轮 24 艘、集装箱船 19 艘、气体船 15 艘、特种船 29 艘；在建订单 23 艘，其中集装箱船 4 艘、油轮 6 艘、气体船 9 艘、特种船 4 艘。

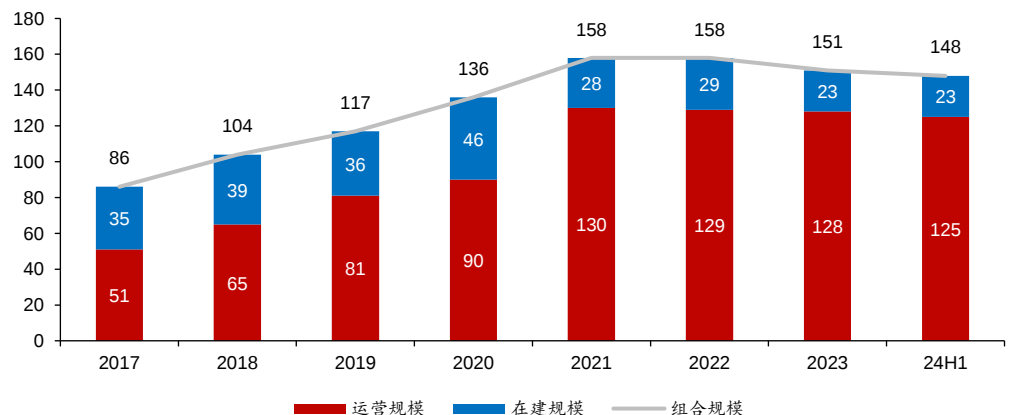
图3：中国船舶租赁船舶资产结构表（截至 24H1）

运营船舶资产结构表			
项目类型	船舶类型	船型	艘数
融资租赁	散货船		22
	集装箱船		11
	气体船		7
	液货船		6
	特种船		10
小计			56
经营租赁		Minicape	6
	散货船	Panamax	6
		Handysize	4
	集装箱船	18,000TEU	3
		1,100TEU/1,600TEU	5
	气体船	17.4万立方米超大型LNG运输船	4
		超大型液化石油气船	4
	液货船	MR	8
		LR1	6
		LR2	4
	特种船	重吊船	17
		智慧渔业养殖工船	1
应急救援船		1	
小计			69
总计			125

在建船舶资产结构表			
项目类型	船舶类型	船型	艘数
融资租赁	特种船	风电安装船	1
		内河游轮	1
	气体船	超大型液化石油气船	2
	集装箱船	16,000TEU	1
	成品油轮	LR2	2
小计			7
经营租赁	集装箱船	1,100TEU/1,600TEU	3
	气体船	17.4万立方米/ 17.5万立方米超大型LNG运输船	7
	液货船	MR	4
	特种船	智慧渔业养殖工船	2
	小计		
总计			23

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图4：中国船舶租赁船队规模（艘）



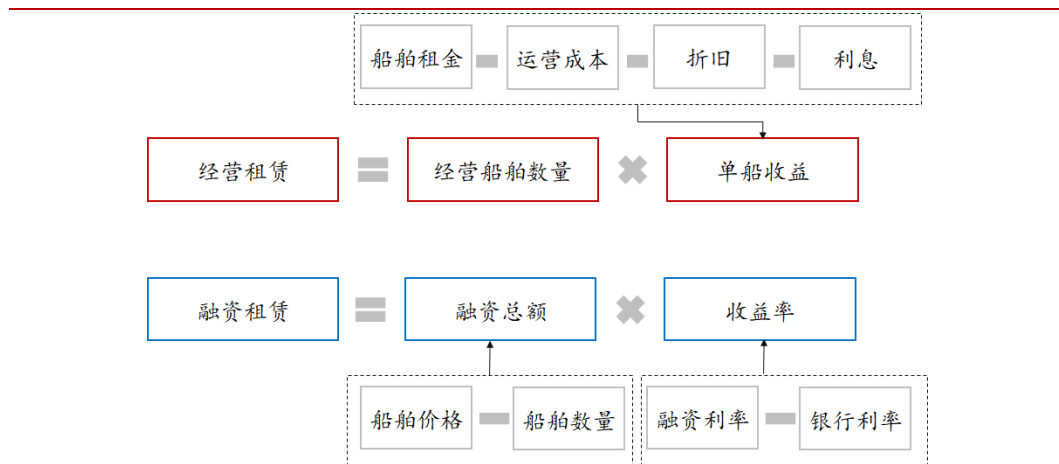
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

1.2 逆周期投资，顺周期经营

为应对周期性风险，公司制定“逆周期投资、顺周期运营”的跨周期战略，利用“固定+弹性”的经营模式平抑周期波动；均衡配置各种船型资产，分散整体资产组合风险。

- **固定收益：**不随航运市场波动而波动，主要包括，
 - 1) 融资租赁；
 - 2) 经营租赁中签订长期固定租金部分。
- **弹性收益：**逆周期投资船舶，投放即期市场或签订短租约。

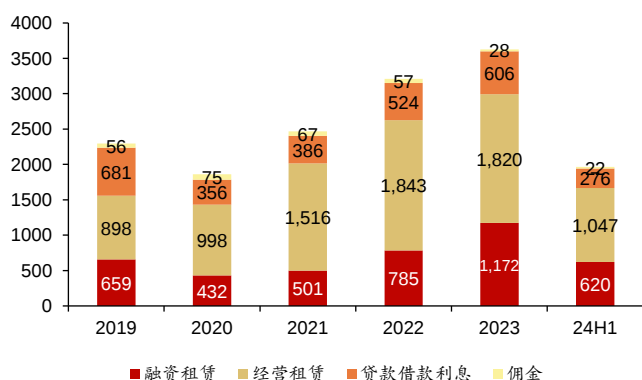
图5：船舶租赁分析框架



资料来源：浙商证券研究所

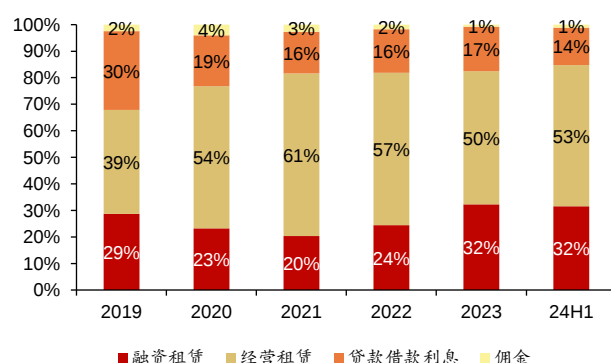
公司核心业务为提供租赁服务，包括融资租赁及经营租赁，此外还提供船舶经纪及贷款服务。在2020年-2022年以及2024年等市场高景气期间，公司提高经营租赁业务占比。

图6：中国船舶租赁收入结构（百万港币）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

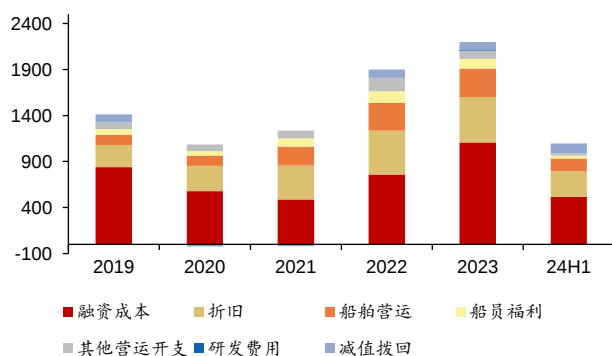
图7：中国船舶租赁收入结构



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

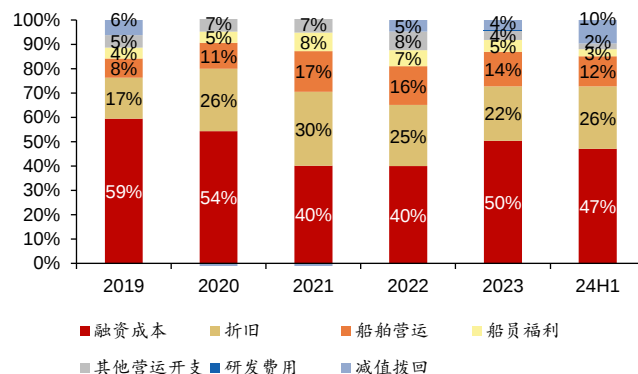
成本结构中（2019-24H1 期间），第一大成本为融资成本，占比接近 50%，第二大成本为船舶折旧费用，约为 25%，其次为船舶营运成本和船员福利等合计 15%左右，减值拨回、其他运营开支等费用约占成本的 10%。

图8：中国船舶租赁成本结构（百万港币）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图9：中国船舶租赁成本结构



资料来源：浙商证券研究所

图10：中国船舶租赁客户主要为船舶营运商、船厂和贸易公司

	截至十二月三十一日止年度					
	二零一六年		二零一七年		二零一八年	
	千港元	%	千港元	%	千港元	%
船舶營運商.....	844,630	81.9	1,228,540	92.4	1,899,671	90.3
造船廠.....	136,171	13.2	21,389	1.6	103,646	4.9
貿易公司.....	24,450	2.4	55,490	4.2	82,906	3.9
其他 ⁽¹⁾	26,390	2.5	24,530	1.8	18,588	0.9
總計.....	<u>1,031,641</u>	<u>100.0</u>	<u>1,329,949</u>	<u>100.0</u>	<u>2,104,811</u>	<u>100.0</u>

附註：

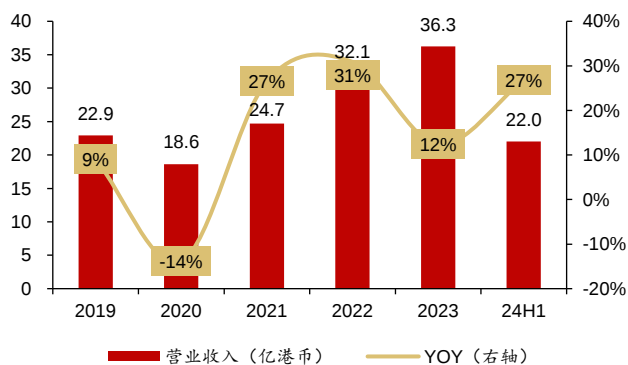
(1) 其他包括一家直升機營運商、一家物流公司及一家紡織品公司。

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

1.3 业绩增长稳健、盈利高效

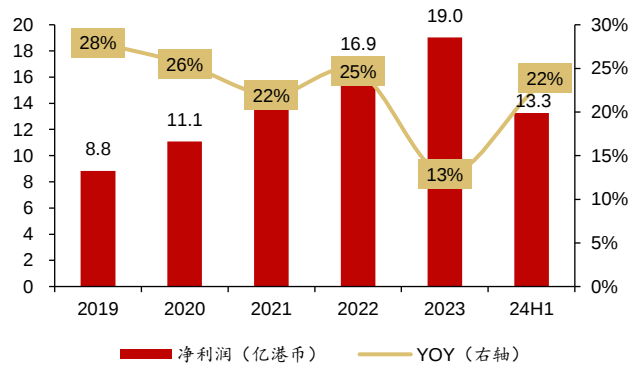
公司自 2019 年上市以来，2019-2022 年净利润实现年化 20%以上的高速增长。24H1 公司营业总收入 22 亿港币，同比增加 27%，实现净利润 13.3 亿港币，同比增加 22%，年化 ROE、ROA 分别为 20.2%和 6.0%，创上市以来新高。且公司人均产出极高，截至 24H1 公司仅有 84 名员工，人均创造净利润 1580 万港元。

图11：中国船舶租赁营业收入及增速



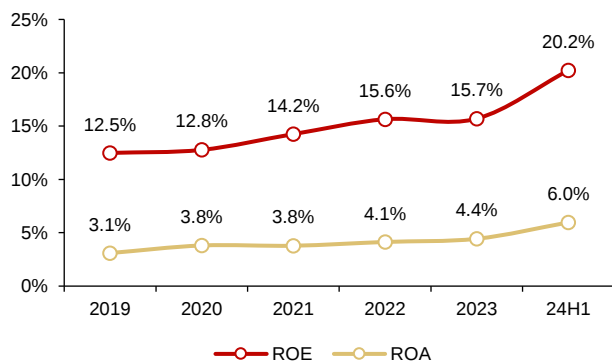
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图12：中国船舶租赁净利润及增速



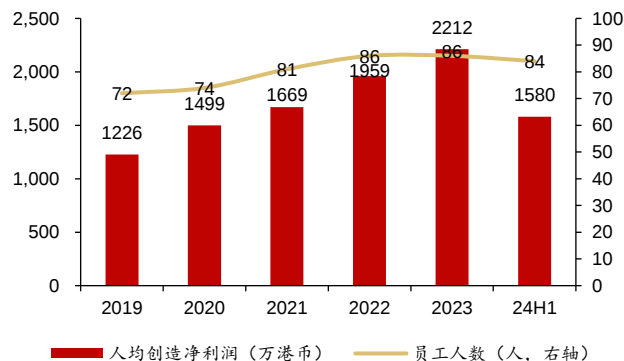
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图13：ROE、ROA 高



资料来源：Wind，浙商证券研究所
注：24H1 为年化数据

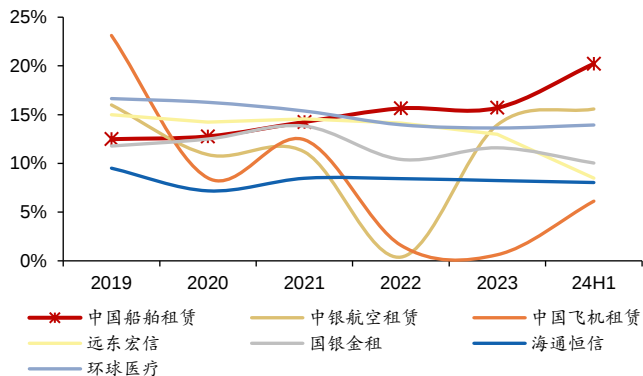
图14：人均创收高



资料来源：Wind，浙商证券研究所

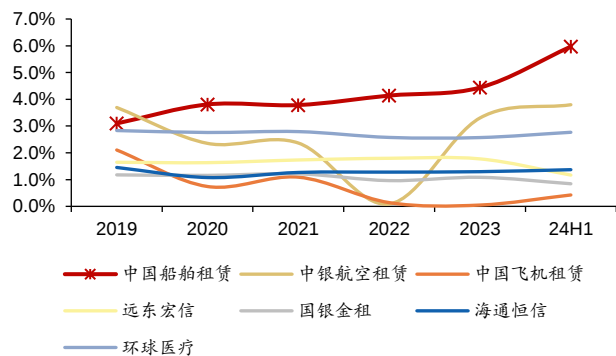
公司 ROE、ROA 水平领先港股租赁公司。截至 24H1，公司 ROE 为 20.2%（年化，下同），而位列第二的中银航空租赁为 15.6%。公司高 ROE 背后是由高 ROA 支撑（6%），相较于同业，公司杠杆率水平较低，截至 24H1 仅为 69%，中银航空租赁资产负债率为 75%。

图15：中国船舶租赁 ROE 领先



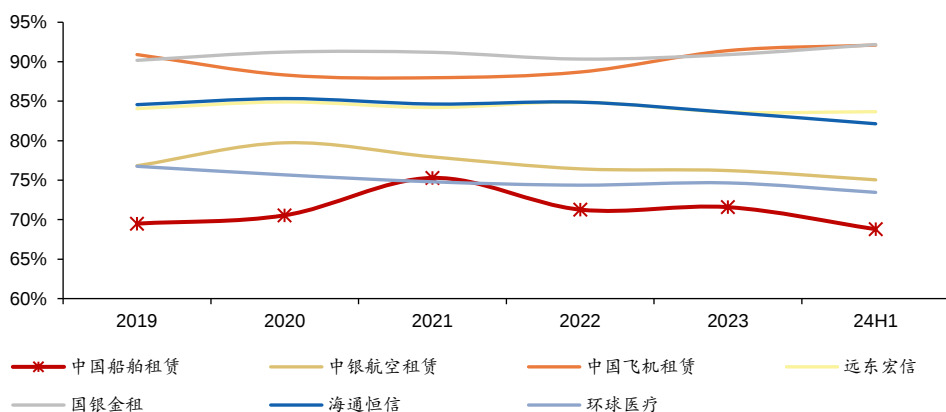
资料来源：Wind，浙商证券研究所
注：24H1 为年化数据

图16：中国船舶租赁高 ROA 支撑高 ROE



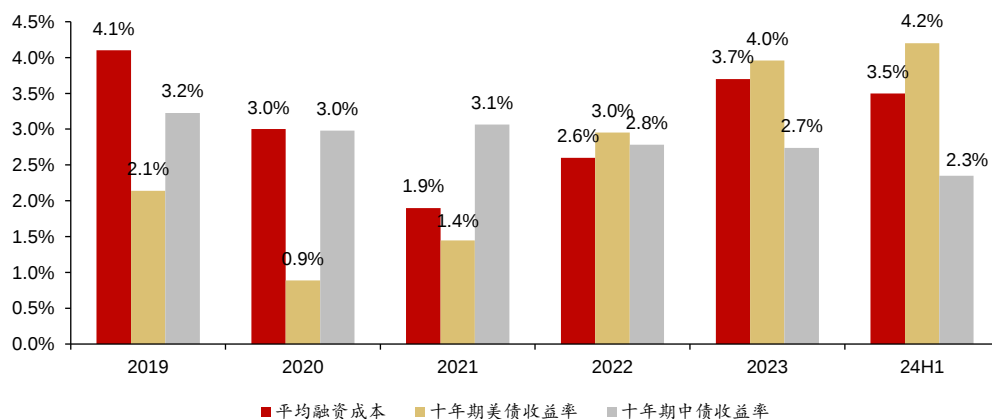
资料来源：Wind，浙商证券研究所
注：24H1 为年化数据

图17：中国船舶租赁资产负债率低



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图18：随着美联储降息，公司平均融资成本有望进一步降低



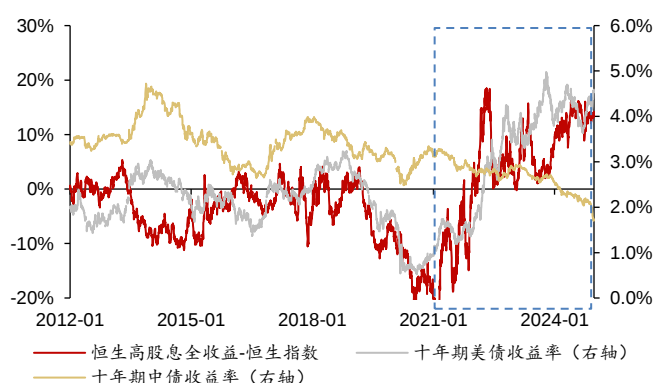
资料来源：公司公告、Wind，浙商证券研究所

2 利率下行叠加人民币贬值压力，港股高股息配置价值凸显

当前时点，表征无风险利率十年期国债收益率持续下行、人民币兑美元面临贬值压力，港股高股息公司具备稳定回报和对冲汇率贬值优势，配置价值凸显。

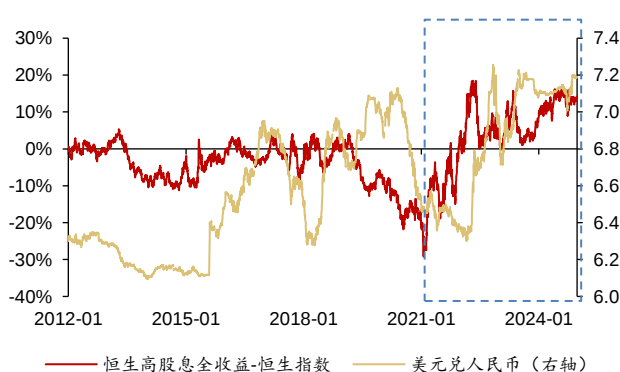
- **利率下行：**当投资者预期各类资产回报率下降、无风险利率下行，表征无风险利率的10年期国债利率收益率处在历史偏低水平，具备稳定高分红回报的高股息资产投资价值上升。
- **汇率贬值：**由于港币联系汇率制度特有的汇率对冲效果，导致历史上人民币汇率贬值通常会伴随着南向资金的大幅流入、驱动港股表现改善。

图19：历史上利率下行阶段港股高股息指数跑赢大盘



资料来源：Wind，浙商证券研究所

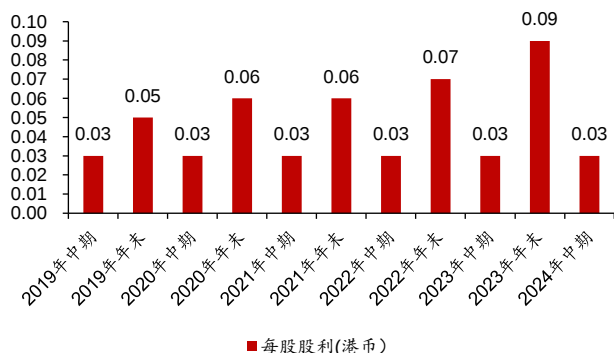
图20：历史上汇率贬值阶段港股高股息指数跑赢大盘



资料来源：Wind，浙商证券研究所

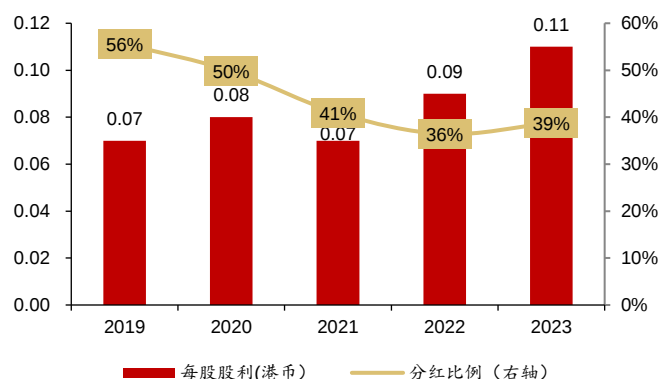
公司自上市以来持续高比例分红派息，整体分红累计达31.3亿港元，已超过自2019年6月上市以来募集资金总额。

图21：中国船舶租赁分红情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图22：中国船舶租赁分红情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

3 投资建议

公司盈利预测核心假设如下：

融资租赁：假设在手订单按照计划如期交付，2024-2026 年平均应收租赁款分别为 169、176、184 亿港元，随着美联储降息，平均收益率为 8.2%、8.1%、8.1%；

经营租赁：假设在手订单按照计划如期交付，2024-2026 年平均应收租赁款分别为 155、162、170 亿港元，平均收益率为 13.3%、13.2%、13.1%；

贷款利息：假设 2024-2026 年平均应收贷款借款规模分别为 66、68、69 亿港元，随着美联储降息，平均收益率为 8.5%、8.4%、8.4%；

佣金：假设 2024-2026 年每年增速 5%，对应收入分别为 0.3、0.31、0.33 亿港元。

图23：中国船舶租赁盈利预测核心假设

单位：百万港元	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,294	1,862	2,470	3,208	3,626	4,039	4,160	4,321
YOY	9%	-19%	33%	30%	13%	11%	3%	4%
融资租赁	659	432	501	785	1,172	1,390	1,428	1,484
YOY	-26.2%	-34.4%	16.0%	56.5%	49.4%	18.6%	2.7%	3.9%
平均应收租赁款	8,152	6,848	10,392	13,096	14,409	16,946	17,626	18,433
平均收益率	8.1%	6.3%	4.8%	6.0%	8.1%	8.2%	8.1%	8.1%
经营租赁	898	998	1,516	1,843	1,820	2,057	2,134	2,226
YOY	49.4%	11.1%	51.9%	21.6%	-1.2%	13.0%	3.7%	4.3%
平均应收租赁款	6,200	7,468	10,016	12,576	13,950	15,464	16,227	16,994
平均收益率	14.5%	13.4%	15.1%	14.7%	13.0%	13.3%	13.2%	13.1%
贷款利息	681	356	386	524	606	563	567	578
YOY	33.9%	-47.8%	8.5%	35.8%	15.7%	-7.2%	0.8%	1.9%
平均应收贷款借款	7,826	7,667	7,609	7,675	7,086	6,619	6,751	6,920
平均收益率	8.7%	4.6%	5.1%	6.8%	8.6%	8.5%	8.4%	8.4%
佣金	56	75	67	57	28	30	31	33
YOY	-45.0%	34.0%	-11.3%	-14.8%	-50.2%	5.0%	5.0%	5.0%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

预计公司 2024-2026 年营业收入 40.4、41.6、43.2 亿港元，归母净利润分别为 21、23、25 亿港元，对应每股盈利预测分别为 0.34、0.37、0.41 港元，分别对应 5.2x、4.7x、4.3x PE，预计 2024 年股息率预计为 7.8%，公司是全球领先的船舶租赁公司、“固定+弹性”经营，业绩稳健、股息率具备吸引力，首次覆盖给予“买入”评级。

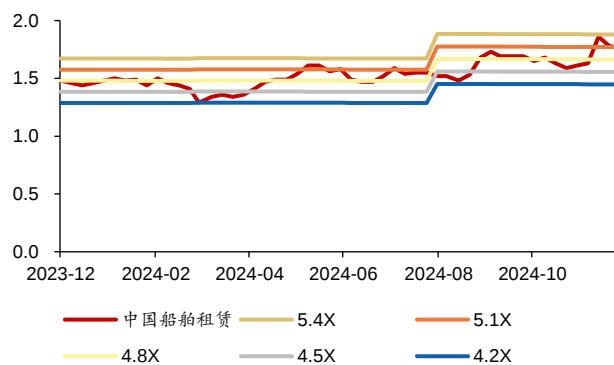
图24：中国船舶租赁可比公司估值表（截至 2025/1/3）

公司简称	股票代码	收盘价 (HKD)	财报货币	EPS				PE				分红比例		股息率
				2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	
中银航空租赁	2588.HK	59.50	USD	1.10	1.11	1.11	1.25	7.0	6.9	6.9	6.1	35%	35%	5.1%
中国飞机租赁	1848.HK	3.44	HKD	0.04	0.31	0.67	1.07	90.5	11.2	5.2	3.2	790%	55%	4.9%
远东宏信	3360.HK	5.53	CNY	1.47	1.19	1.29	1.48	3.5	4.3	4.0	3.5	32%	30%	7.0%
环球医疗	2666.HK	4.79	CNY	1.07	1.15	1.22	1.29	4.1	3.9	3.6	3.4	30%	30%	7.7%
平均								26.3	6.6	4.9	4.1	222%	37%	6.2%
中国船舶租赁	3877.HK	1.76	HKD	0.31	0.34	0.37	0.41	5.8	5.2	4.7	4.3	39%	40%	7.8%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

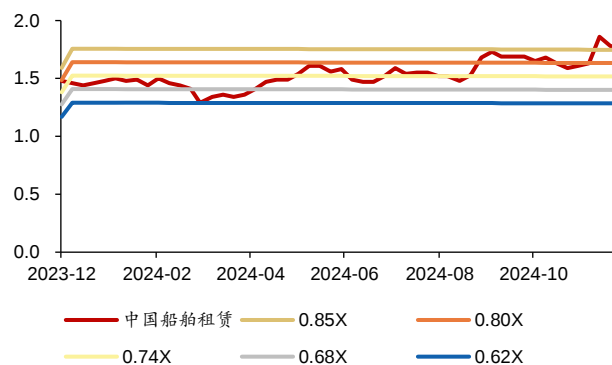
注：中国船舶租赁为我们预测，其他均为 Wind 一致预期

图25: 中国船舶租赁历史 P/E



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图26: 中国船舶租赁历史 P/B



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

4 风险提示

- 1) 船价大幅下跌风险, 将导致公司资产价值和收入对应下降;
- 2) 订单违约风险, 若下游船舶运营企业因市场表现不佳或经营问题导致无法兑付相应租金将对公司盈利带来影响;
- 3) 全球经济衰退风险, 将导致航运需求下降, 进而影响船舶需求, 导致公司业绩不佳等。

表附录：三大报表预测值

资产负债表(百万港元)	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表(百万港元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	26,587	27,872	29,885	32,743	营业总收入	3,680	4,095	4,219	4,383
现金	938	2,401	4,594	7,418	主营业务收入	3,626	4,039	4,160	4,321
应收账款及票据	1,189	1,010	832	864	其他营业收入	53	56	59	62
存货	0	0	0	0	营业总支出	1,000	1,227	1,275	1,344
其他	24,460	24,461	24,459	24,461	营业利润	2,679	2,868	2,944	3,039
非流动资产	18,556	18,324	18,060	17,805	非经常项目前利润	1,939	2,191	2,380	2,600
固定资产	16,227	15,954	15,690	15,436	非经常项目损益	4	0	0	0
无形资产	23	22	22	22	除税前溢利	1,944	2,191	2,380	2,600
其他	2,306	2,347	2,347	2,347	所得税	32	33	36	39
资产总计	45,144	46,196	47,945	50,549	净利润(含少数股东损益)	1,912	2,158	2,344	2,561
流动负债	32,313	31,946	31,352	31,394	少数股东损益	10	54	47	38
短期借款	31,333	30,778	30,151	30,151	净利润	1,902	2,104	2,297	2,523
应付账款及票据	0	0	0	0	EBIT	2,984	3,222	3,299	3,395
其他	979	1,169	1,201	1,243	EBITDA	3,477	3,796	3,863	3,950
非流动负债	1	0	0	0	EPS (港元)	0.31	0.34	0.37	0.41
长期债务	0	0	0	0					
其他	1	0	0	0					
负债合计	32,314	31,947	31,352	31,395					
普通股股本	6,616	6,616	6,616	6,616	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
储备	6,217	7,583	9,880	12,402	成长能力				
归属母公司股东权益	12,712	14,077	16,374	18,897	营业收入	13.03%	11.38%	3.00%	3.87%
少数股东权益	118	172	219	257	归属母公司净利润	12.86%	10.66%	9.17%	9.80%
股东权益合计	12,830	14,249	16,593	19,154	获利能力				
负债和股东权益	45,144	46,196	47,945	50,549	毛利率	72.42%	69.63%	69.35%	68.90%
					销售净利率	52.44%	52.10%	55.23%	58.38%
					ROE	14.96%	14.95%	14.03%	13.35%
					ROIC	6.65%	7.05%	6.95%	6.78%
现金流量表(百万港元)	2023A	2024E	2025E	2026E	偿债能力				
经营活动现金流	(452)	3,833	3,816	3,793	资产负债率	71.58%	69.15%	65.39%	62.11%
净利润	1,902	2,104	2,297	2,523	净负债比率	236.91%	199.14%	154.02%	118.69%
少数股东权益	10	54	47	38	流动比率	0.82	0.87	0.95	1.04
折旧摊销	493	574	564	555	速动比率	0.82	0.87	0.95	1.04
营运资金变动及其他	(2,857)	1,101	908	677	营运能力				
投资活动现金流	(2,533)	12	55	57	总资产周转率	0.08	0.09	0.09	0.09
资本支出	(2,626)	(300)	(300)	(300)	应收账款周转率	5.75	3.67	4.52	5.09
其他投资	93	312	355	357					
筹资活动现金流	2,727	(2,381)	(1,678)	(1,025)	每股指标 (港元)				
借款增加	3,366	(556)	(627)	0	每股收益	0.31	0.34	0.37	0.41
普通股增加	1	0	0	0	每股经营现金流	-0.07	0.62	0.62	0.61
已付股利	(635)	(1,825)	(1,051)	(1,025)	每股净资产	2.07	2.28	2.66	3.06
其他	(5)	0	0	0	估值比率				
现金净增加额	(243)	1,463	2,193	2,824	P/E	5.81	5.16	4.72	4.30
					P/B	0.87	0.77	0.66	0.57
					EV/EBITDA	11.92	10.34	9.43	8.50

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当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、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>