

掘金中东：油服设备出海机遇推荐&强推杰瑞股份纽威股份

首席证券分析师：周尔双
执业证书编号：S0600515110002
zhouersh@dwzq.com.cn

2025 年 6 月 11 日

请务必阅读正文之后的免责声明部分

- ◆ **“一带一路”合作深化，中东油服市场空间广阔。**中国对外主要投资&建设项目聚焦于在能源、交通基建、金属等板块，集中于“一带一路”国家。2020-2024年中国对外能源行业投资建设项目达1680亿美元，其中沙特阿拉伯、伊拉克、阿联酋、科威特、卡塔尔、安哥拉（非洲）6国能源行业投资&建设项目累计达502.8亿美元，其中主要的油气项目为291.5亿美元，且呈逐年上升趋势。根据Techsci Research，中东油服市场规模为千亿美元级，油服设备市场至少为百亿美元级。中国油服设备公司目前在中东尚处于起步阶段，市场份额占比较低，具备高度成长性受行业 β 影响较小。
- ◆ **杰瑞vs纽威不同点：产品模式&商业模式不同导致收入确认节奏&客户导入速度有所差异。**（1）**产品模式：**杰瑞股份的主要业务分为两类：①设备类：以成套高端装备为主，非标属性强，客户下订单到交付需要历经设计、零部件配套、组装等环节，从订单到交付平均需要1.5年；②EPC类：以科威特石油公司KOC项目为例，2021年11年签下订单，2023H2-2024H1开始确认收入，执行周期在2年以上。纽威股份主要以铸件锻件、机加工产品为主，设计生产周期较短，从下单到交付一般在3-6个月。（2）**商业模式：**杰瑞商业模式一般为项目制，每一个项目都需要非标定制，导致产品规模效应不大，较为依赖工程师红利。项目制导致杰瑞股份产品导入往往具备较长的验证周期，占用公司现金流。但在验证过程中能够与客户建立较为紧密的合作关系，验证通过后客户粘性较强。纽威股份商业模式为出售标准化阀门产品，盈利能力受益于规模效应的释放，较为依赖突出的管理效能+中国独特制造业优势+规模效应释放来突破全球市场。
- ◆ **杰瑞&纽威共同点：高管理效能+高技术壁垒，中东地区布局持续加速。**（1）**中东战略地位持续上升：**2024年来杰瑞股份、纽威股份中东地区订单快速增长，同时，杰瑞、纽威分别在阿联酋、沙特进行产能建设，以满足中东持续上升的需求。中东地区各国与美国贸易关系紧密，均为贸易顺差，关税风险小，杰瑞、纽威中东产能覆盖中东需求的同时，大幅提升其关税风险承受能力。（2）**油气龙头验证通过：**油服设备行业&客户双重认证，龙头公司行业地位稳固。杰瑞从成立起便着力进入中东市场，钻完井设备于科威特等国市占率已处较高水平。2023年杰瑞圆满完成KOC JPF-5项目竣工验收，成功打响中东地区品牌知名度，2024年获取巴国油、ADNOC、伊拉克曼苏里亚气田三大EPC项目。纽威股份以中东EPC承包商阀门招标切入，逐渐通过沙特阿美、ADNOC认证，2025年沙特阿美、ADNOC订单实现数倍增长。（3）**国内友商海外竞争力不足，龙头独享中国制造业优势。**（4）**职业经理人担当管理层，企业活力受充分激励。**
- ◆ **投资建议：**推荐中东订单爆发、高端装备出海稀缺标的【杰瑞股份】，中东需求能见度高+前瞻布局产能新品&看好业绩稳健增长的【纽威股份】。
- ◆ **风险提示：**油气产业周期波动风险，下游资本开支不及预期，原材料价格上涨风险，汇率变动风险



一、“一带一路”合作深化，中东油服市场空间广阔

二、中国对外投资&建设项目快速提升，主要集中于能源板块

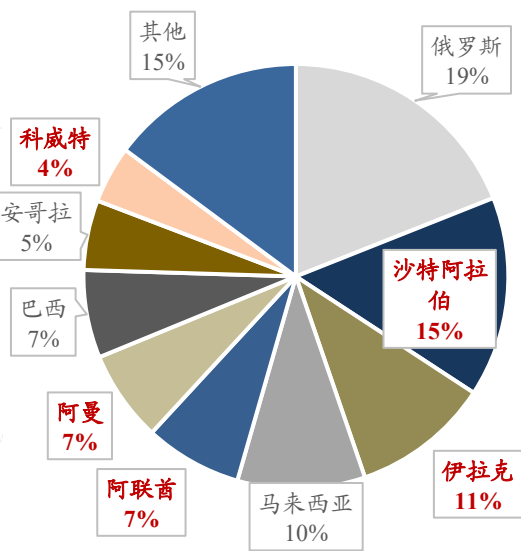
三、杰瑞vs纽威不同点：产品模式&商业模式不同导致收入确认节奏
&客户导入速度有所差异

四、杰瑞&纽威共同点：高管理效能+高技术壁垒，中东地区布局持续加速

五、盈利预测与风险提示

- ◆ 中东地区国家2023年向中国出口原油达602万桶/天，折合3亿吨/年，中国为中东地区原油的最大进口国。
- ◆ 2023年中国进口原油共计5.64亿吨，其中来自OPEC成员国原油共计2.59亿吨，占中国总进口比例46%。其中沙特阿拉伯、伊拉克、阿联酋、科威特分别占中国原油进口的15%、11%、7%、4%。

图：2023年中国前十大进口原油国

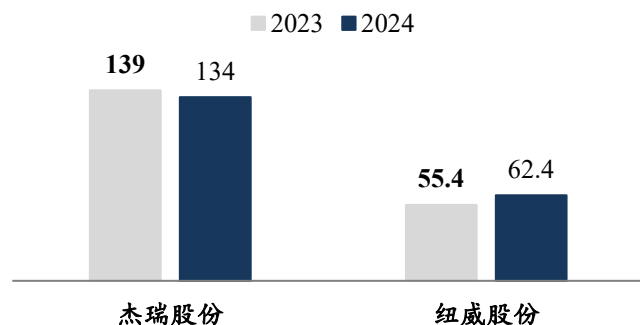


注：阿曼属于中东但不在OPEC内，安哥拉位于非洲曾属OPEC但2023年退出。

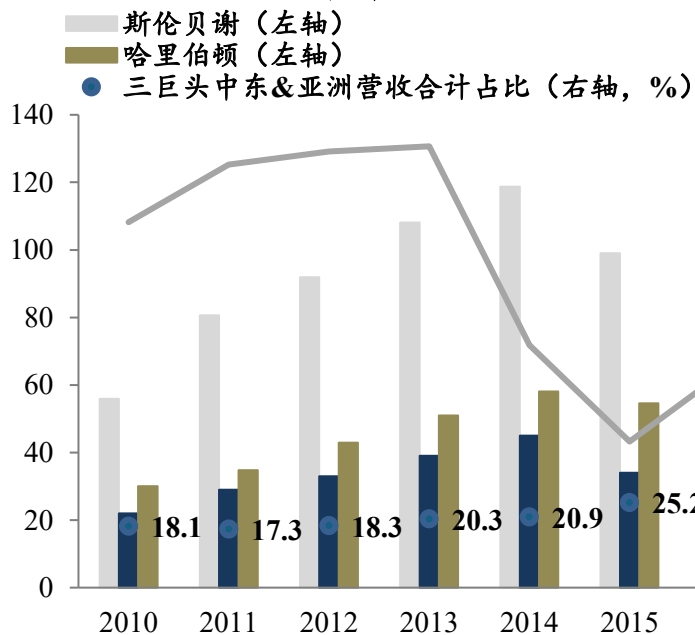
1.2 中东市场：市场空间广阔，中国油服设备份额尚在起步阶段

- ◆ 中东油服市场规模为千亿美元级，油服设备市场至少为百亿美元级。中国油服设备公司目前在中东尚处于起步阶段，市场份额占比较低，具备高度成长性受行业β影响较小。

图：公司2023-2024年营收规模（亿元）

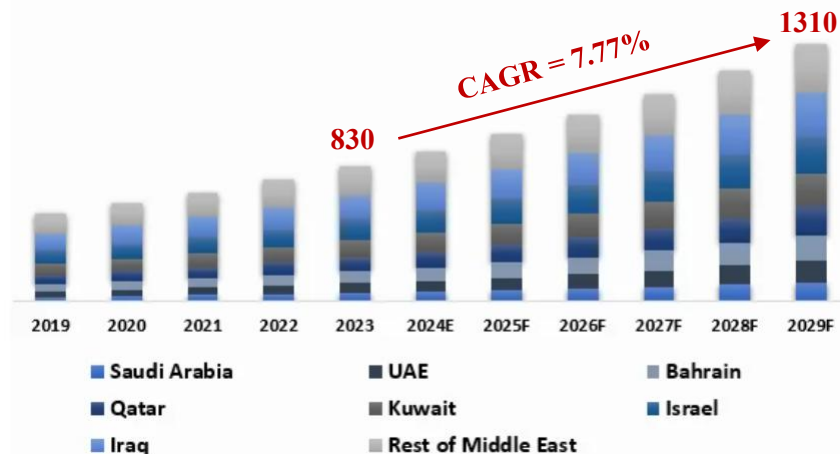


图：三大油服巨头在中东&亚洲地区营收情况（亿美元）

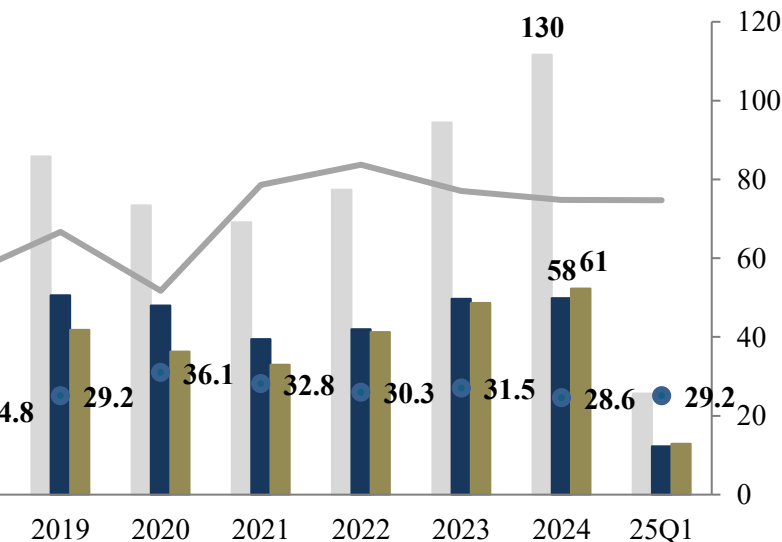


图：中东油服市场规模（亿美元）

Middle East Oilfield Services Market Size, By Country, By Value, 2019-2029F



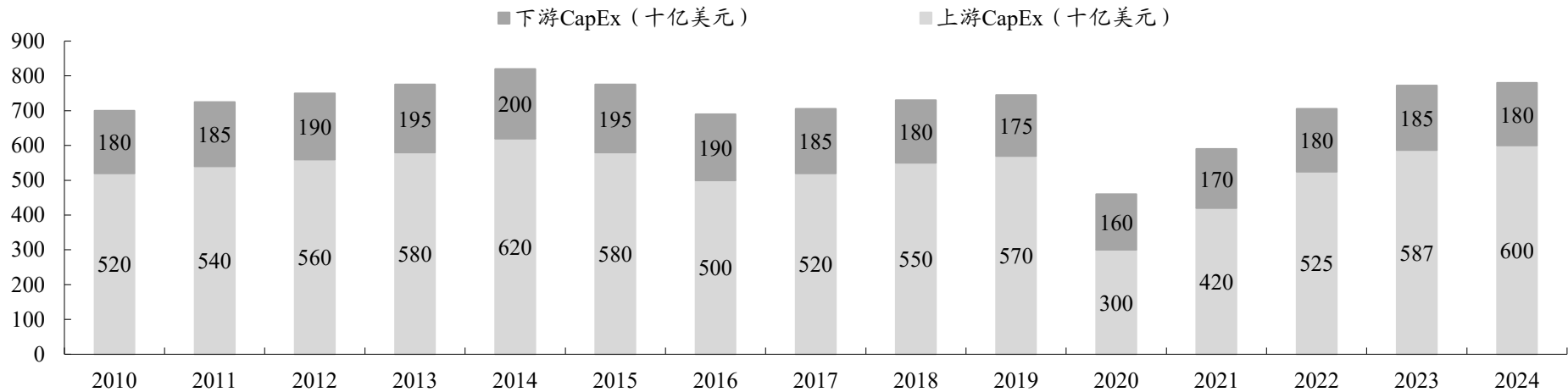
图：贝克休斯（左轴）
期货结算价（连续）：布伦特原油（右轴，美元/桶）



1.2 市场空间：油气龙头资本开支稳定，市场空间广阔+稳定增长

◆ 展望未来，油气龙头资本开支稳定，市场空间广阔+稳定增长。

图：国际能源署（IEA）统计的全球油气行业上游、下游资本开支（中游稳定于200~300亿美元）



表：国际主要油公司2020-2025年资本开支情况

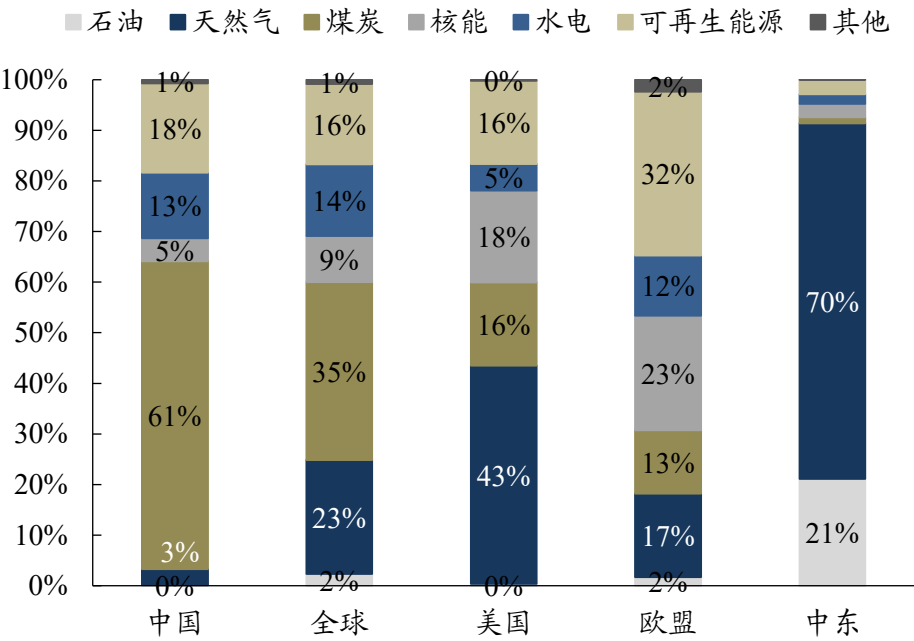
百万美元	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2025 YOY	股票代码	
埃克森美孚	17282	13411	19989	23352	25647	28000	9.2%	XOM.N	减少资本开支强化业绩表现
美国雪佛龙	8922	8056	11974	15829	16448	15000	-8.8%	CVX.N	
法国道达尔	13000	13300	16300	16800	17800	17250	-3.1%	TTE.N	
英国BP	14055	12848	16330	16253	16237	15000	-7.6%	BP.N	
荷兰壳牌	17564	19478	24546	24023	20940	21000	0.3%	SHEL.N	
沙特阿美arimco	26942	31905	37643	42215	50371	55000	9.2%	2222.TD	增加资本开支以满足能源需求
阿联酋国家石油天然气子公司adnoc gas			870	1267	1835	3250	77.1%	ADNOCGAS.AD	
合计	97765	98998	127652	139739	149278	154500	3%		
YOY		1%	29%	9%	7%	3%			

数据来源： 各公司官网，IEA，东吴证券研究所

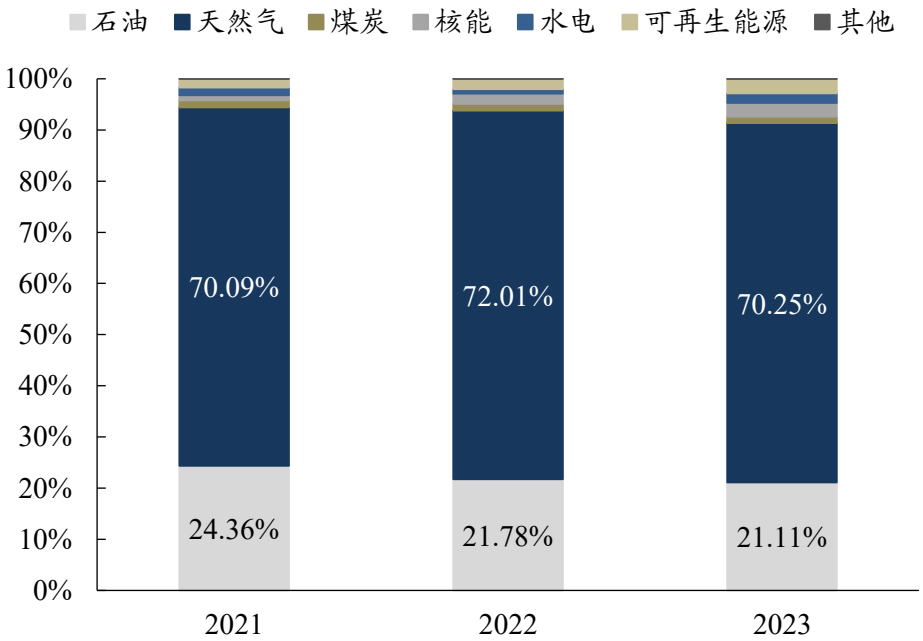
1.2 市场空间：中东自身亦有工业发电+能源转型需求

- ◆ 工业发电+能源转型需求是中东自身天然气的需求来源。
- ◆ 相比石油发电，天然气发电具备成本低、排放气体较为清洁、热效率高等特点，在热力发电领域具备较大优势。2023年中东天然气发电占比高达70.25%，2021-2023年连续三年保持在70%以上；石油发电占比21.11%，2021-2023年连续三年下滑。在相当长的一段时间内，我们认为天然气都会是中东发电的主要力量。

图：2023年全球各地区发电量结构



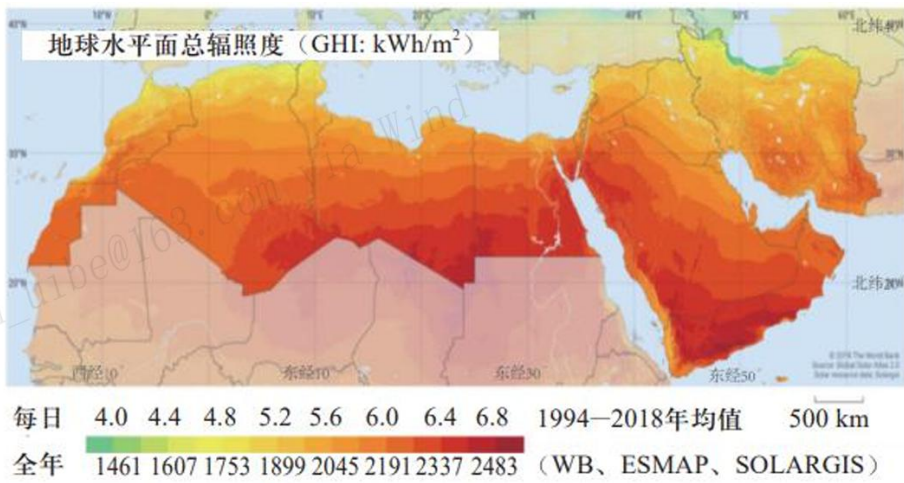
图：2021-2023年中东发电结构，非化石能源占比逐步提升



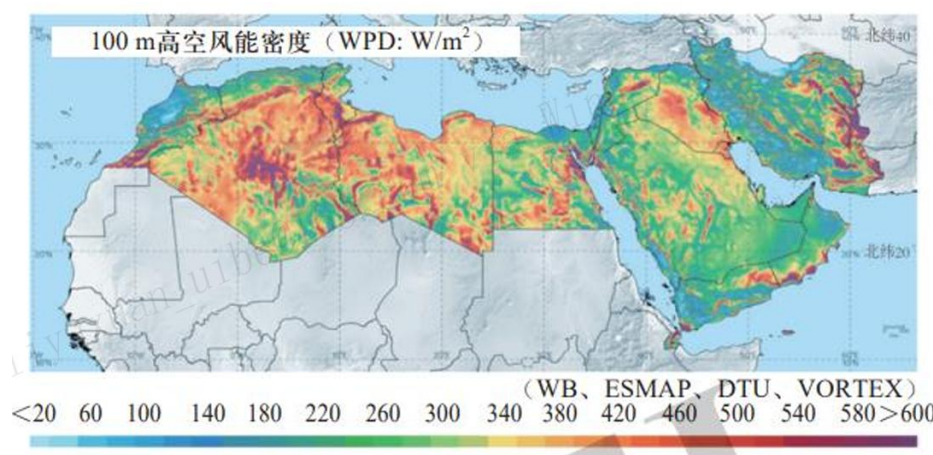
1.2 市场空间：中东自身亦有工业发电+能源转型需求

- ◆ 工业发电+能源转型需求也带动风光储需求持续上涨。
- ◆ 沙特2030愿景，阿联酋能源战略2050均对国家能源转型提出了较高要求。中东地区国家大多地处“太阳能带”，属于热带沙漠气候，年均日照时长超3000小时，太阳能资源丰富。同时，部分沿海沿岸地区风力资源丰富，风能密度高，开发前景广阔。2021-2023年，中东地区可再生能源发电占比分别为1.67%、1.98%、2.82%，实现了高速增长。展望未来，我们认为可再生能源有望成为中东能源转型的关键因素。

图：中东地区太阳能资源丰富



图：中东地区太阳能资源丰富风能资源丰富



表：中东国家可再生能源发电规划

国家	可再生能源政策目标	2023年可再生能源发电占比
沙特	2030年可再生能源发电量占比达30%	1.40%
阿联酋	2030年可再生能源发电量占比达32%	8.40%
科威特	2030年可再生能源发电量占比达15%	0.20%

数据来源：《中东北非电网互联与可持续发展研究》，东吴证券研究所



一、“一带一路”合作深化，中东油服市场空间广阔

二、中国对外投资&建设项目快速提升，主要集中于能源板块

三、杰瑞vs纽威不同点：产品模式&商业模式不同导致收入确认节奏
&客户导入速度有所差异

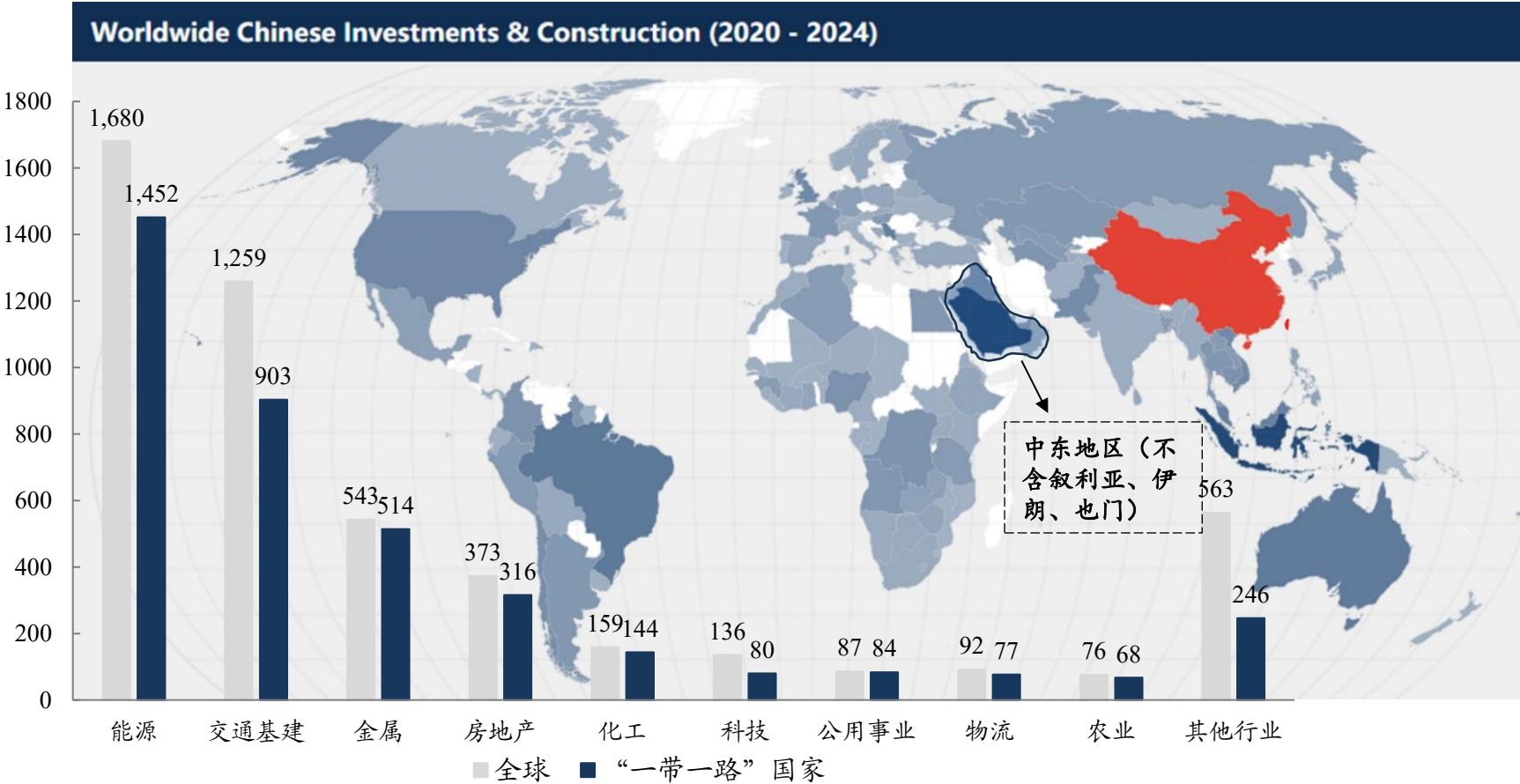
四、杰瑞&纽威共同点：高管理效能+高技术壁垒，中东地区布局持续加速

五、盈利预测与风险提示

2. 中国投资&建设项目聚焦于能源板块，集中于“一带一路”中东等地区

◆ 根据美国企业研究院的中国全球投资&建设追踪数据，中国对外主要投资&建设项目聚焦于在能源、交通基建、金属等板块，集中于“一带一路”国家。2020-2024年中国对外能源行业投资建设项目达1680亿美元，其中“一带一路”国家达1452亿美元。

图： 2020-2024年中国对外主要投资&建设项目热力图、行业分布（亿美元）



2. 2020年以来中国EPC总包商在中东成功取得众多能源合作项目

◆ 2020-2024年中国对沙特阿拉伯、伊拉克、阿联酋、科威特、卡塔尔、安哥拉（非洲）6国能源行业投资&建设项目累计达502.8亿美元，其中主要的油气项目为291.5亿美元，且呈逐年上升趋势。

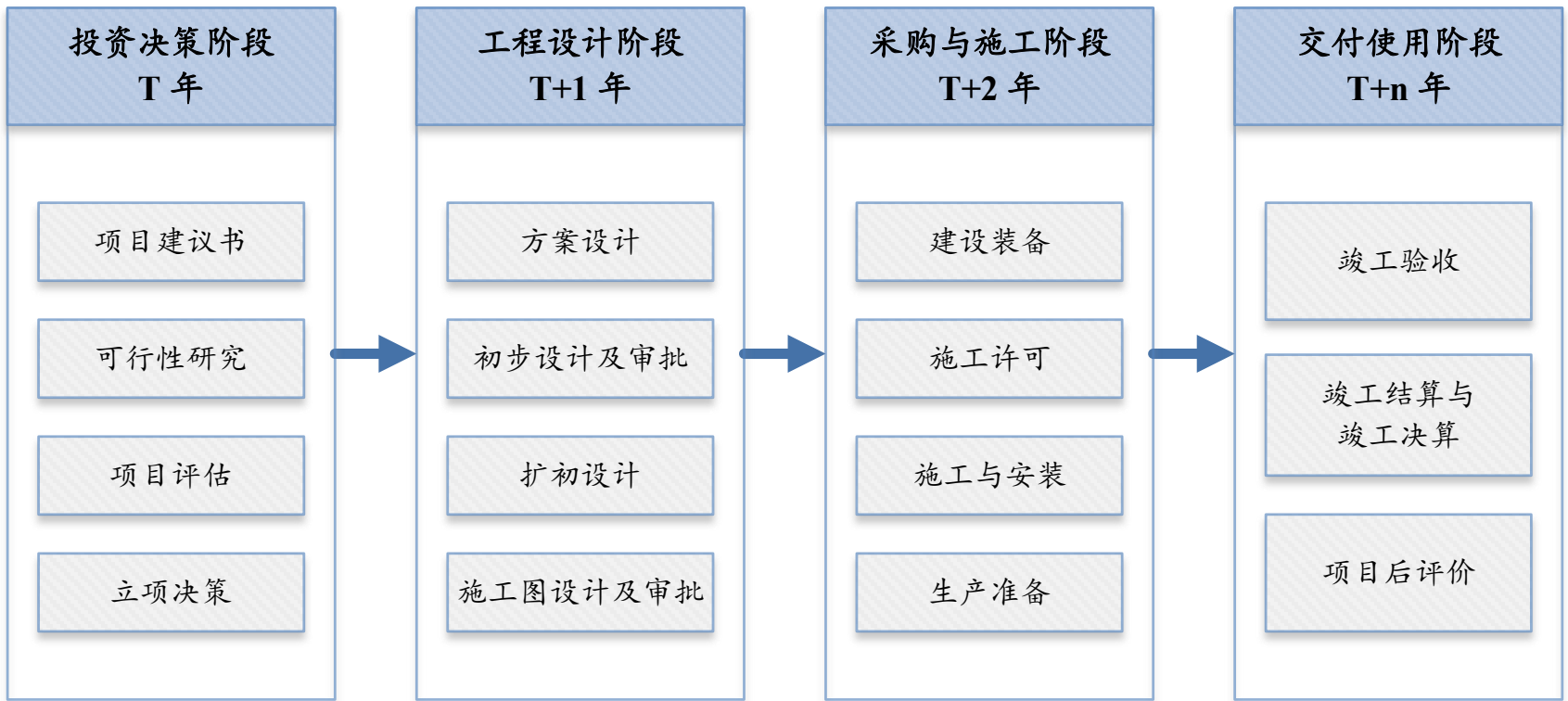
图：2020-2024年中国对中东地区油气项目主要投资&建设项目

签署时间	国家	投资者/建设者	金额 (亿美元)	项目 类型
2024年			154.7	
12月	阿联酋	中石化	1.4	建设
12月	阿联酋	中石油	4.8	建设
11月	阿联酋	杰瑞股份	9.2	建设
11月	阿联酋	中石油	4.9	建设
10月	沙特阿拉伯	中石化	8.9	建设
8月	伊拉克	中石化	1.4	建设
7月	卡塔尔	中海油	5.9	建设
7月	阿联酋	中石油	4.0	建设
6月	科威特	中石油	8.5	建设
6月	沙特阿拉伯	中石化	10.7	建设
6月	卡塔尔	中石油	1.0	建设
4月	沙特阿拉伯	中石油	14.1	建设
4月	沙特阿拉伯	中石化	1.6	建设
2月	卡塔尔	中海油	9.0	建设
2月	安哥拉	中国化学	57.7	建设
1月	沙特阿拉伯	中石化	11.6	建设
2023年			53.2	
11月	卡塔尔	中石化	1.9	投资
10月	阿联酋	中石油	3.0	建设
9月	阿联酋	中石油	3.3	建设
9月	卡塔尔	博迈科	2.2	建设
8月	伊拉克	中石油	1.0	建设
7月	伊拉克	中曼石油	1.9	建设
6月	沙特阿拉伯	中石化	7.2	建设
6月	卡塔尔	中石油	3.8	投资
5月	沙特阿拉伯	中海油	2.6	建设
5月	沙特阿拉伯	中石油	15.1	建设
4月	沙特阿拉伯	中国中化	1.4	建设
4月	伊拉克	华油惠博普	2.0	建设
4月	科威特	中石化	4.0	建设
4月	卡塔尔	中石化	3.8	投资
2022年			42.4	
11月	伊拉克	中石油	6.7	建设
11月	科威特	中石化	8.6	建设
11月	卡塔尔	中国化学	1.3	建设
10月	伊拉克	中石油	1.9	建设
10月	科威特	中石油	3.6	建设
9月	沙特阿拉伯	中石化	1.6	建设
4月	伊拉克	联合能源	4.2	投资
4月	伊拉克	中国化学	5.2	建设
2月	伊拉克	中石油	3.2	建设
1月	伊拉克	联合能源	6.1	投资
2021年			18.6	
11月	科威特	杰瑞集团	4.2	建设
7月	伊拉克	中石油	5	建设
5月	沙特阿拉伯	中石化	2	建设
5月	阿联酋	中石油	1.6	建设
4月	沙特阿拉伯	中海油	1	建设
3月	沙特阿拉伯	中曼石油	1.2	建设
2月	科威特	中石化	3.6	建设
2020年			22.6	
12月	伊拉克	联合能源	1.8	投资
11月	阿联酋	中石油	5.2	建设
9月	阿联酋	中石油	1.4	建设
8月	沙特阿拉伯	中石化	12.2	建设
3月	伊拉克	中石油	2	建设
总计			291.5	

数据来源：美国企业研究院，东吴证券研究所

2. EPC项目从立项签约到进行招标采购订单释放约2年时间

- ◆ **EPC项目:**设计(Engineering)、采购 (Procurement)、建设 (Construction)，EPC 承包商将处理整个项目，从最初的设计和工程计划到施工和完工，因此这种项目管理方法也称为“交钥匙”工程。
 - ◆ **投资决策阶段:** 项目从构想到立项，通过建议书、可行性研究等步骤确定项目是否具有可行性并做出决策。
 - ◆ **工程设计阶段:** 完成项目的详细设计，包括方案设计、初步设计、扩初设计和施工图设计，并经过审批以确保设计符合技术和法规要求。
 - ◆ **采购与施工阶段:** 在获得施工许可后，采购设备、材料，组织人员进行项目建设，并完成设备安装及调试。
 - ◆ **交付使用阶段:** 项目竣工验收后，完成生产准备，进行最终的竣工结算，正式交付使用并进行项目后评价。
- 图：EPC工程建设项目基本流程及时间节点





一、“一带一路”合作深化，中东油服市场空间广阔

二、中国对外投资&建设项目快速提升，主要集中于能源板块

三、杰瑞vs纽威不同点：产品模式&商业模式不同导致收入确认节奏
&客户导入速度有所差异

四、杰瑞&纽威共同点：高管理效能+高技术壁垒，中东地区布局持续加速

五、盈利预测与风险提示

3.1 杰瑞vs纽威不同点①：产品模式不同导致收入确认节奏有所差异

- ◆ 杰瑞股份的主要业务分为两类：①设备类：以成套高端装备为主，非标属性强，客户下订单到交付需要历经设计、零部件配套、组装等环节，从订单到交付平均需要1.5年；② EPC类：以科威特石油公司KOC项目为例，2021年11月签下订单，2023H2-2024H1开始确认收入，执行周期在2年以上。

图：杰瑞股份以成套高端装备&EPC业务为主



天然气增压装备



成套压裂装备



智控固井、连续油管设备



KOC项目生产设施

3.1 杰瑞股份：2021年科威特石油公司（KOC）27亿订单

- ◆ **2021年11月公司中标科威特石油公司（KOC）27亿元大订单。** KOC JPF-5项目地处侏罗纪气田，属于高含硫酸性油气田，技术上达标要求高，如硫磺纯度要求99.9%，硫化氢排放最大10ppm。设计团队攻坚克难，带领科威特当地设计分包商，主导完成了整个项目的工艺模拟、设计优化等核心设计。自主完成了油处理单元、气处理和硫磺回收单元、水处理单元、发电机、压缩机组的采购请购文件，以及技术澄清、技术评标等工作。

图：2021年11月公司中标科威特石油公司（KOC）27亿元大订单



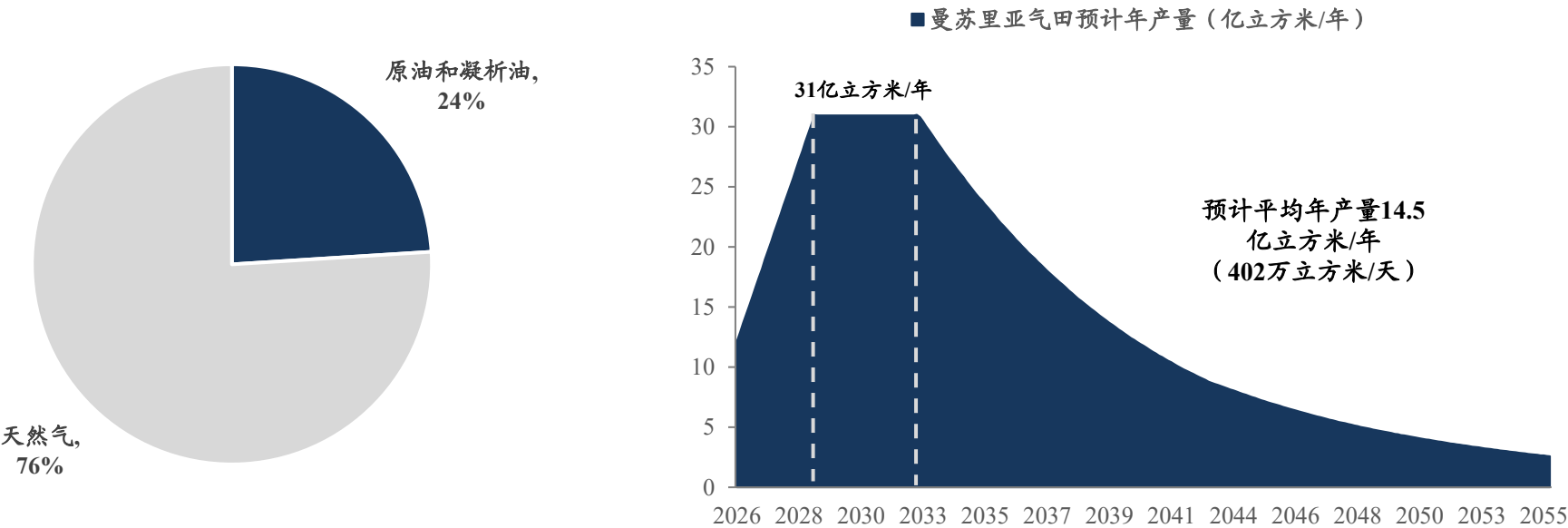
图：JPF-5项目中期现场情况



3.1 杰瑞股份：2024年5月伊拉克曼苏里亚气田项目签署初步合同

- ◆ 中东客户再落子，EPC业务取得新突破。2024年5月，杰瑞集团与伊拉克中部石油公司（Midland Oil Company of Iraq）关于伊拉克曼苏里亚气田初步签署开发生产合同，双方将在获得伊拉克及中国相关部门审批后签署正式协议，进行共同开发。其中 MdOC 持有51%的权益，承包商（杰瑞、伊拉克油田开发有限公司）共同持有 49%的权益，杰瑞代表各方承担本项目开发和运营的作业职责。
- ◆ 曼苏里亚气田为伊拉克石油部重点项目。曼苏里亚气田是伊拉克第二大气田，气田长20公里，宽3-4公里，预估储量高达 4.5 万亿立方英尺（1274亿立方米）。项目商业生产后，按合同约定，伊拉克石油部将回购所有天然气、液化石油气和凝析油产品，以保证杰瑞预期的成本回收和权益分配。杰瑞和伊拉克石油公司的目标是在协议敲定后的18个月内，在曼苏里亚气田实现283 万立方米/天（10 亿立方米/年）的初始产量。气田的峰值产量预计将在协议签订后的4至5年内达到850 万立方米/天（31 亿立方米/年）。对应整个生命周期平均年产量402万立方米/天（14.5亿立方米/年）。

图：2024年曼苏里亚气田储量中天然气占76%，预计在2028年达到峰值产量31亿立方米/年



数据来源：杰瑞股份官网，东吴证券研究所

3.1 杰瑞股份：2024年9月与巴林国家石油签署22亿天然气增压站总包项目

- ◆ 中巴建交以来首个大型油气EPCC项目，彰显杰瑞国际认可度。此次天然气工程为巴林国家石油（BAPCO）重点战略项目，杰瑞凭借近年在中东市场的优良业绩及客户的极佳评价，以技术和商务综合评分第一的优异成绩脱颖而出，合同金额达3.16亿美元（按2024年9月人民币兑美元汇率1美元=7.08人民币，合计22亿元）。
- ◆ 项目设备金额达11亿元（毛利率35%-40%）。此项目包含6个增压站和1个中心压缩站，核心设备27台压缩机单元将全部由杰瑞设计、制造和供货。项目总工期为34个月，建成后将作为巴林的能源基础设施，提供近900MMSCFD（“百万标准立方英尺每天” Million Standard Cubic Feet per Day）的天然气总处理量。

图：巴林为海湾地区能源市场的重要参与者



图：杰瑞离心式压缩机组



3.1 杰瑞股份：2024年11月与阿联酋ADNOC签署9.2亿美元井场数字化改造项目

- ◆ 2024年11月5日，在阿布扎比国际石油展（ADIPEC）上，杰瑞集团全资子公司杰瑞石油天然气工程有限公司（简称“杰瑞油气工程集团”）获得阿布扎比国家石油公司陆上公司（ADNOC ONSHORE，简称“ADNOC”）关于井场数字化改造EPC项目的正式授标，项目金额达9.2亿美元（按2024年11月人民币兑美元汇率1美元=7.17人民币，合计66亿元）。
- ◆ 中东高端油服市场的大型EPC项目持续中标，彰显国际高端石油公司对杰瑞设备制造和项目总承包能力的高度信任。随着装备出海&EPC服务出海的订单不断兑现，公司的整体毛利率和净利率会持续提高。

图： 2024年杰瑞迎来中东EPC项目收获期

时间	项目	国家	合同金额	合同内容
2024/11/5	ADNOC井场数字化改造	阿联酋	约66亿元	ADNOC迄今为止规模最大的一次油气井数字化升级改造项目。改造后将彻底解决传统管理模式下高昂的维护和人力成本问题，并打造为中东地区智慧油田的标杆项目。
2024/9/25	巴林国家石油公司天然气工程	巴林	约22亿元	工程总承包项目包括6个增压站和1个中心压缩站，其中27台压缩机单元将全部由杰瑞设计、制造和供货。
2024/5/22	伊拉克曼苏里亚天然气田工程	伊拉克	一期投资6亿美元 二期投资4亿美元	双方将共同开发曼苏里亚天然气田。合同约定：项目商业生产后伊拉克石油部将回购所有天然气、液化石油气和凝析油产品，以保证杰瑞预期的成本回收和权益分配。
2021/11/9 (2023年完工)	KOC JPF-5天然气处理场站	科威特	约27亿元	油、气、水综合处理及设计、制造、采购、施工、开车运行和维护一体化服务的整装大型油气设施项目。

3.1 杰瑞vs纽威不同点①：产品模式不同导致收入确认节奏有所差异

◆ 纽威股份主要以铸件锻件、机加工产品为主，设计生产周期较短，从下单到交付一般在3-6个月。

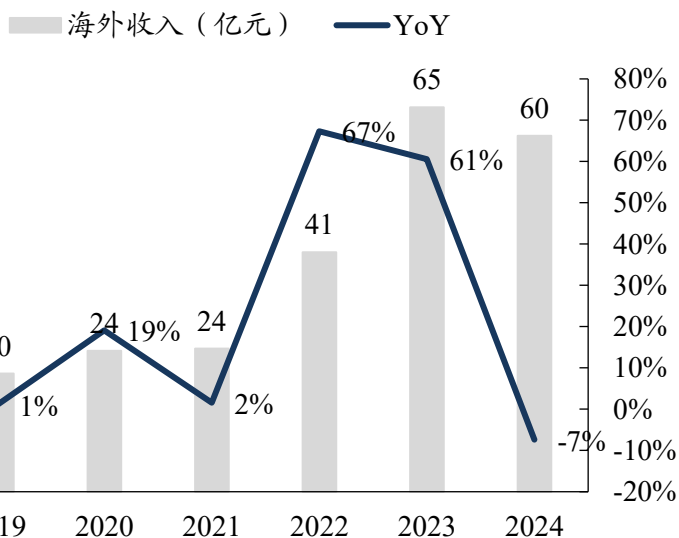
图：纽威股份产品矩阵均以铸件锻件、机加工产品为主

 闸阀	 截止阀	 旋启式止回阀	 侧装软密封固定球阀	 上装软密封固定球阀	 全焊接固定球阀
 斜瓣式止回阀	 不锈钢阀 (API 603 薄壁耐...)	 压力自密封阀门	 中线蝶阀	 双偏心蝶阀	 三偏心蝶阀
闸阀、截止阀、止回阀			球阀、蝶阀		
 核电闸阀	 核电截止阀	 核电止回阀	 双瓣止回阀	 静音止回阀	 消声止回阀
核电阀门			水处理阀门		

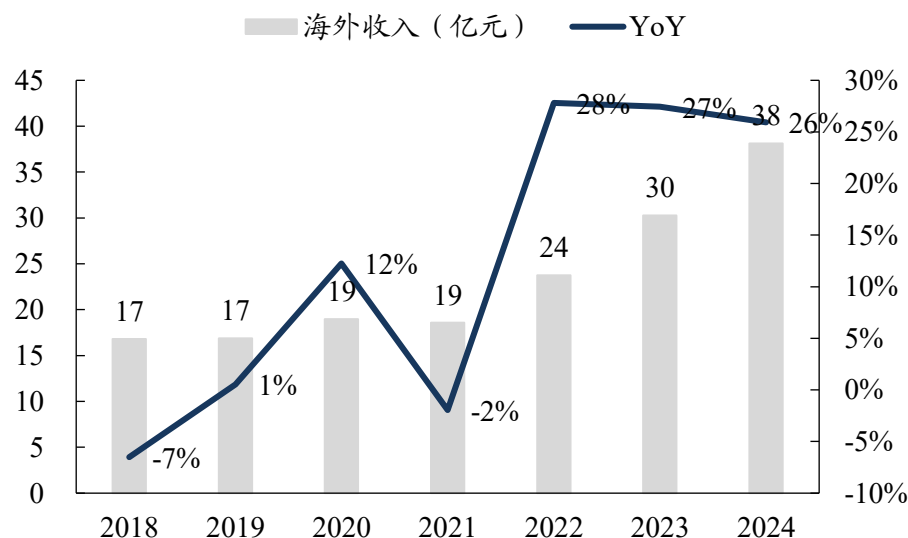
3.1 杰瑞vs纽威不同点①：产品模式不同导致收入确认节奏有所差异

- ◆ **2022年俄乌冲突以来，全球能源格局出现较大变化，各国对能源自主可控意识增强+产业格局升级，油气全产业链投资增加。杰瑞股份、纽威股份作为中国油服设备行业龙头，充分受益于此轮能源结构性机会，2021-2024年杰瑞股份/纽威股份海外收入CAGR分别达35%/27%。**
- ◆ **具体来看，公司产品模式不同导致收入确认节奏有所差异。（1）杰瑞股份：**出于稳健经营考虑，杰瑞股份在中标KOC订单后（大部分在23年确认收入），并未贸然接取更多EPC订单，因此虽然新签订单持续增长，但收入确认出现断层，2024年海外收入略有下滑。2023年圆满完成KOC JPF-5项目竣工验收后，杰瑞成功打响中东地区品牌知名度，2024年迎来大型EPC合同收获期。同时，受益于高油价+设备份额提升，近年来公司中东设备订单快速增长，我们预计2025-2026年将持续兑现。**（2）纽威股份：**由于产品交期较短，海外收入确认随海外订单提升同步提升，2022年起海外收入增速维持较高水平。公司积极开拓中东大客户，沙特阿美、ADNOC、ACW Power订单高增。我们认为纽威新品扩批，客户份额提升逻辑将持续兑现，带动业绩规模、盈利能力持续提升。

图：杰瑞股份海外收入及同比情况



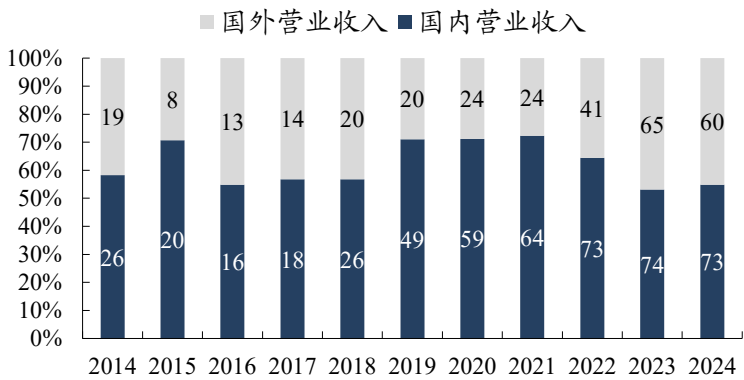
图：纽威股份海外收入及同比情况



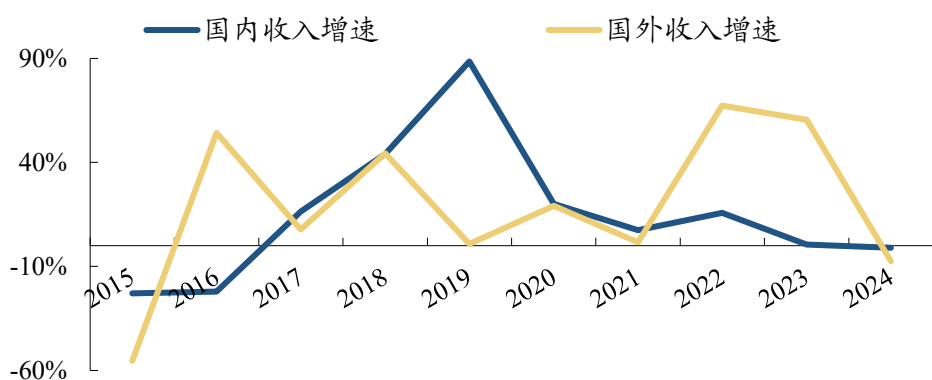
3.1 杰瑞股份：订单及业绩趋势回暖，海外业务步入收获期

- ◆ 海外业务毛利率增长亮眼。2024年公司海外收入60亿元，同比下降7.4%。2024年公司国内营业收入73.18亿元，同比下降1.02%；海外收入60.37亿元，同比下降7.39%，占总收入比例达到45%。
- ◆ 2024年公司海外/国内业务毛利率分别为38.6%/29.7%，海外利润率持续提升。

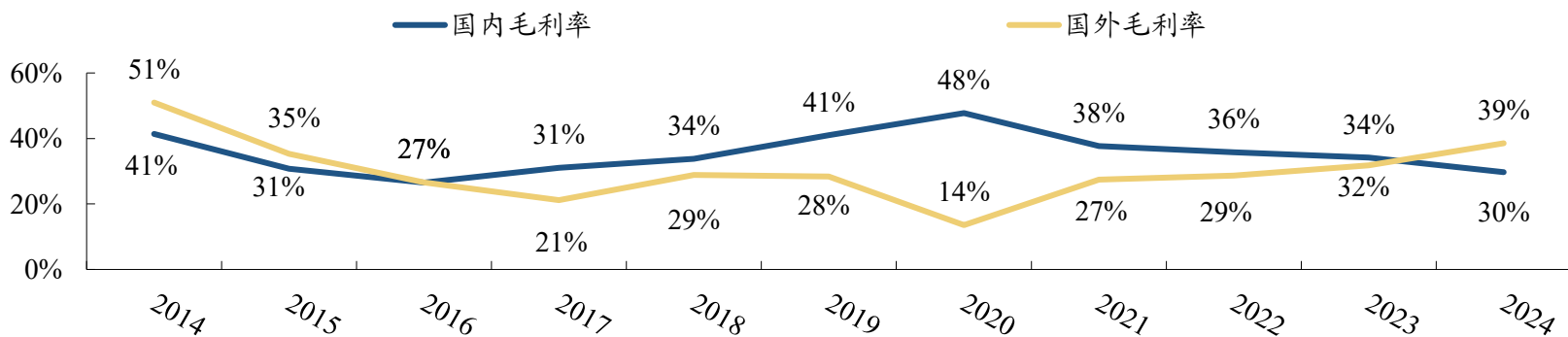
图：2024年公司海外收入占比45%，同比基本持平



图：2024年公司海外/国内收入略有承压，分别同比-7.4%/-1.0%



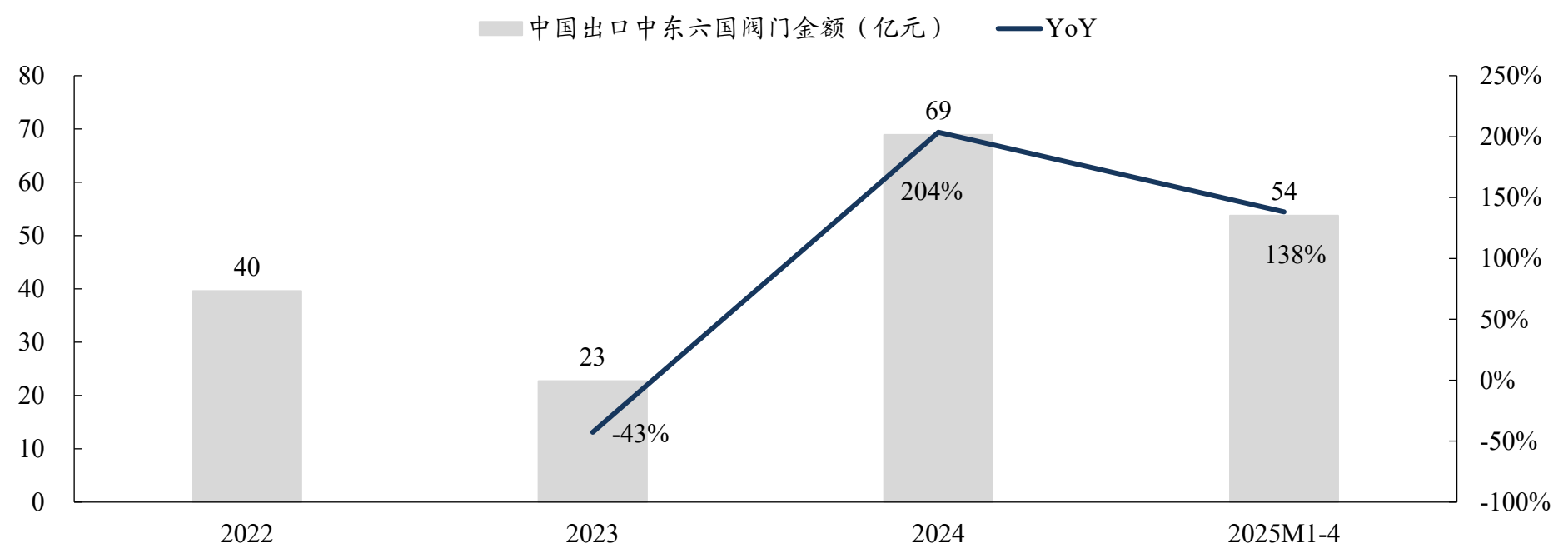
图：2024年公司海外/国内业务毛利率分别为38.6%/29.7%，海外利润率快速提升



3.1 纽威股份：阀门市场空间大，收入持续增长份额仍较小

◆ 我们以阿联酋、沙特阿拉伯、伊拉克、科威特、卡塔尔、阿曼中东六国为例，中国向该地区出口阀门金额近年来持续增长，2024年/2025年1-4月已出口69/54亿元，同比+204%/+138%。根据我们测算，2024年纽威股份收入62.4亿元，24H1中东&非洲收入占比约18%，中东地区收入约11亿元，占比约16%；25年1-4月阀门销售约18亿元，2024年中东&非洲阀门订单占比27%，中东地区收入约5亿元，占比约10%。整体来看，纽威股份在中东阀门市场份额仍较低，未来成长空间较大。

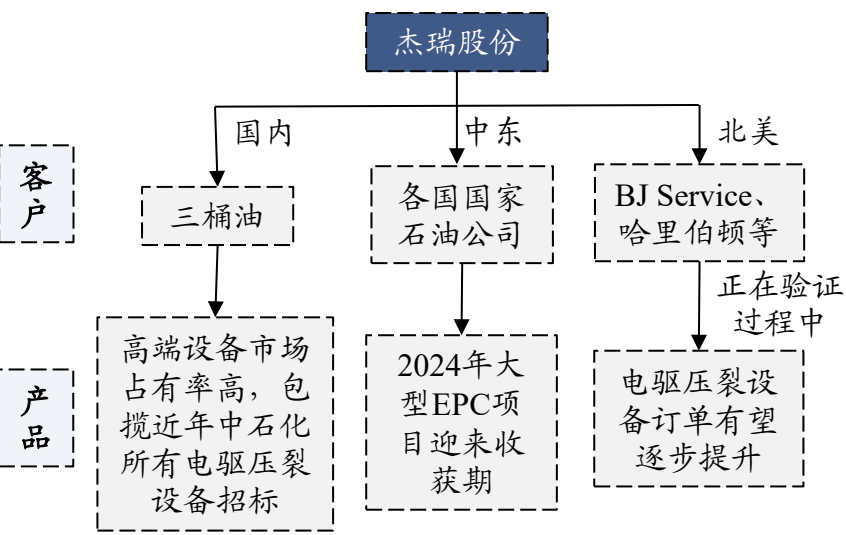
图：中国出口中东六国阀门金额（亿元）



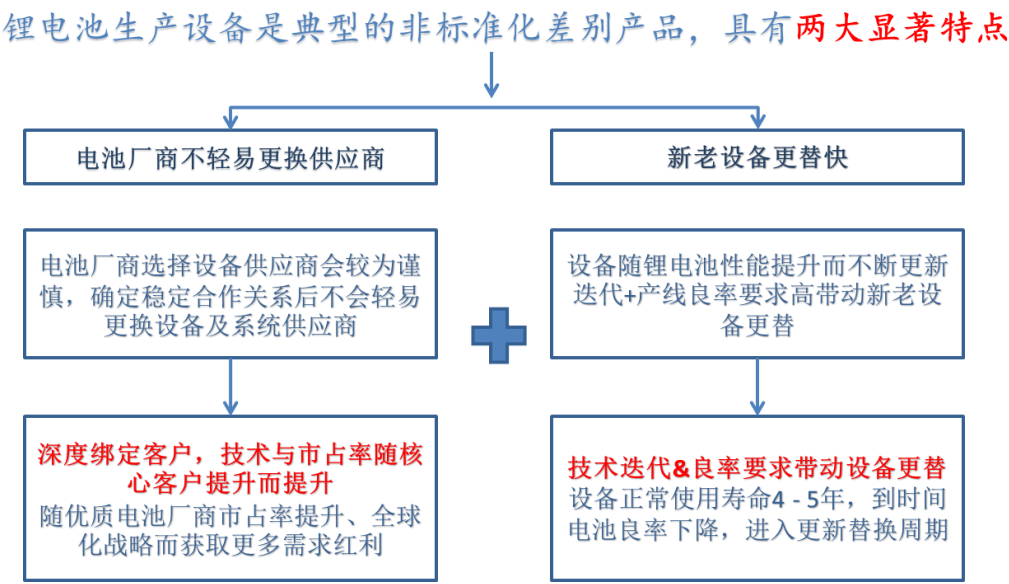
3.2 杰瑞vs纽威不同点②：商业模式不同导致客户导入速度有所差异

- ◆ 杰瑞商业模式一般为项目制，每一个项目都需要非标定制，导致产品规模效应不大，较为依赖工程师红利。项目制导致杰瑞股份产品导入往往具备较长的验证周期，占用公司现金流。但在验证过程中能够与客户建立较为紧密的合作关系，验证通过后客户粘性较强。
- ◆ 杰瑞股份在国内与三桶油合作紧密，在国内竞争对手以国资背景企业为主情况下，仍在高端钻完井设备、天然气设备市场具备较高占有率。海外方面，公司完成科威特KOC项目后，与ADNOC、巴林国家石油、伊拉克国家石油均签订EPC合同，彰显国际高端石油公司对杰瑞设备制造和项目总承包能力的高度信任。
- ◆ 与油服设备行业相类似的有锂电设备行业：更替周期短、客户深度绑定设备商等。锂电设备行业因高度非标定制化、设备迭代快（设备寿命通常为4-5年）及工艺复杂性，电池厂商倾向与设备商深度绑定，合作难替换。龙头企业通形成“技术领先→订单集中→份额提升”的正循环，强者恒强格局凸显。

图：杰瑞股份产品在验证通过后客户粘性高



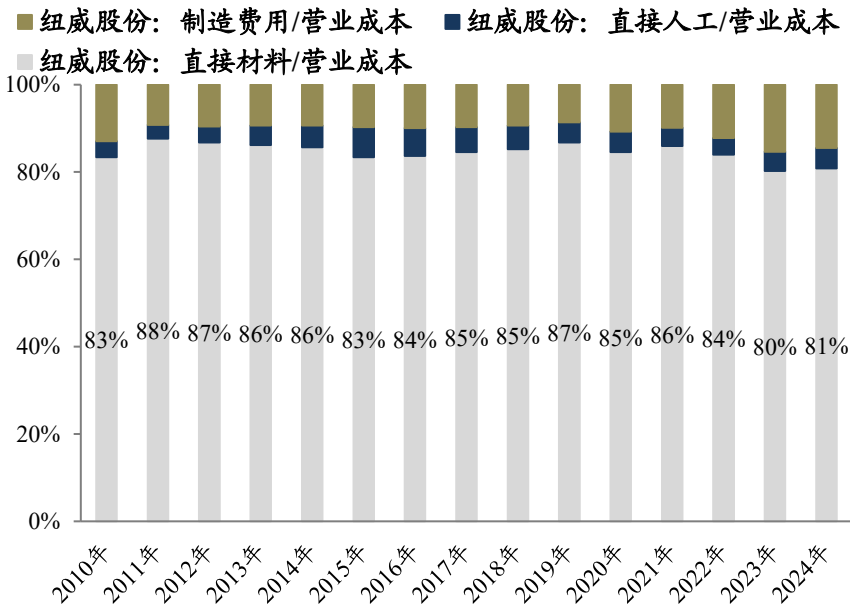
图：锂电设备具备更替周期短、设备商深度绑定客户等特点



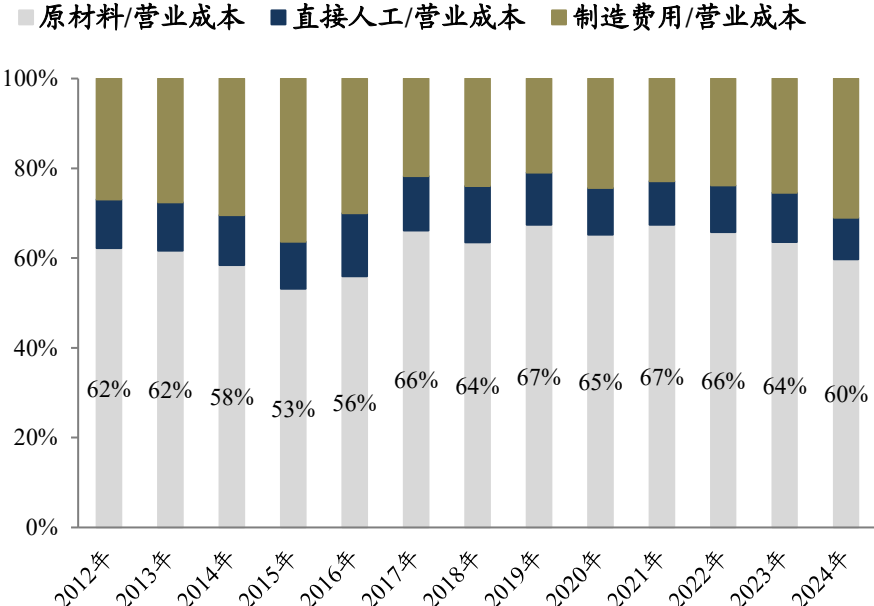
3.2 杰瑞vs纽威不同点②：商业模式不同导致客户导入速度有所差异

- ◆ 纽威股份商业模式为出售标准化阀门产品，盈利能力受益于规模效应的释放。
- ◆ 与纽威股份商业模式类似的是恒立液压，两者均为高端铸锻件生产商，材料成本占其营业成本比重较高。本质来看，纽威股份与恒立液压均借助**公司突出的管理效能+中国独特制造业优势+规模效应释放**来突破全球市场。
- ◆ 同时，由于铸锻件本身无法建立深厚的产品壁垒，因此需要不断地研发投入并推出更高附加值的产品来保证领先地位。因此，恒立液压在液压油缸领域实现突破且实现领先地位后，积极拓展液压泵阀、线性执行器等市场更大、具备更高附加值的产品市场；纽威股份也与之类似，从基础的阀门开始，不断拓展各类超低温、高压场景阀门，再到目前正在突破的仪表阀、控制阀，不断扩张自身产品型谱来获得新的市场空间以及加速规模效应释放。

图：纽威股份直接材料占营业成本比例达80%以上



图：恒立液压原材料占营业成本60%左右



数据来源：纽威股份官网，东吴证券研究所



一、“一带一路”合作深化，中东油服市场空间广阔

二、中国对外投资&建设项目快速提升，主要集中于能源板块

三、杰瑞vs纽威不同点：产品模式&商业模式不同导致收入确认节奏
&客户导入速度有所差异

四、杰瑞&纽威共同点：高管理效能+高技术壁垒，中东地区订单快速增长

五、盈利预测与风险提示

4.1 杰瑞&纽威共同点①：中东资本开支不断投入

◆ 杰瑞股份：2024年6月，杰瑞集团与中东杰贝阿里自由贸易区（迪拜）签署战略合作协议，杰瑞将正式入驻并建设集生产制造、采购、物流与服务于一体的高端油气装备制造基地。该基地能够覆盖杰瑞海外所有需求，本质为组装厂，一期产能投入约为2亿元。

表：杰瑞国内外设备产能布局情况

工厂		地点	持股比例	简介/产品概述
国内	杰瑞石油装备技术	烟台	100%	主要生产油田专用设备，包括钻完井设备、电力设备、氮气输送设备、海工装备及其零部件
	杰瑞石油天然气工程	烟台	100%	主要生产压缩机、天然气输送装置
	杰瑞动力科技	烟台	100%	主要生产油田机械等配件
	烟台派尼尔科技	烟台	100%	主要生产金属结构、金属制品、新能源原动设备
	德石股份（A股上市公司）	德州	44%	主要生产石油设备、钻采工具、配件及配套的机械产品 2024年实现营业收入6.7亿元，归母净利润9919万元
	杰瑞新能源科技	天水	100%	2022年3月开工，项目投资25亿元，规划年产10万吨锂电负极材料
海外	杰瑞环境科技	烟台	100%	主要生产环境保护专用设备，能够提供常规道路清洁、治污减霾、港口矿山淤泥清理、道路危废快速救援等高端环境装备解决方案
	杰瑞美国	美国休斯顿	100%	2008年设立，建有工厂运营十年以上，配备有扎实的本地化生产、服务团队，美国工厂当地员工超100人。美国工厂主要采用“全球采购+美国组装”以提升设备本土化率，减轻关税对于整机设备的影响。2025年Q2起，杰瑞美国工厂将进一步扩大零部件生产工作，提高本地化生产比例
	杰瑞能源服务中东公司	阿联酋迪拜杰贝阿里自由区	100%	2024年6月，杰瑞集团与中东杰贝阿里自由贸易区（迪拜）签署战略合作协议，杰瑞将正式入驻并建设集生产制造、采购、物流与服务于一体的高端油气装备制造基地。该基地能够覆盖杰瑞海外所有需求，本质为组装厂，一期产能投入约为2亿元

数据来源：杰瑞股份官网，纽威股份公告，Wind，东吴证券研究所

4.1 杰瑞&纽威共同点①：中东资本开支不断投入

- ◆ 纽威股份：23年12月，公司公告拟以自有资金约800万美元设立纽威石油设备（沙特）有限公司；25年3月，公司公告拟以自有资金1100万美元投资设立纽威工业有限公司（沙特），主要用于生产工业阀门。
- ◆ 杰瑞、纽威在中东资本开支的不断投入，意味着中东地区在其业务体系的比重持续扩大，战略地位持续提升，中东地区有望逐渐成为其业绩增长的重要支撑。

表：纽威股份产能布局情况，中东为其主要资本开支区域

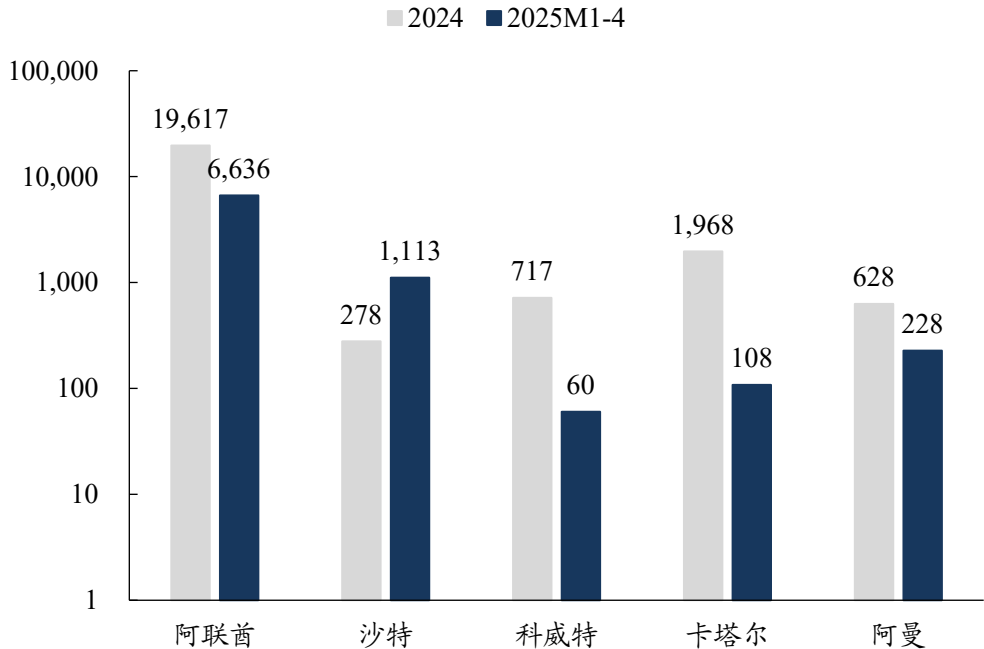
工厂			产能/产值	简介/产品概述
生产基地	国内	泰山厂	产值约50亿元	公司最主要的阀门生产基地
		纽威流体	产值10-15亿元	适用严苛工况、特殊应用的蝶阀、锻钢阀等
		纽威流体二期	2025年1月公告：拟投入5亿元扩产，预计2027年6月投产，产值8亿元	适用于严苛工况和特殊应用的蝶阀、锻钢阀等
		纽威石油设备	-	采油树、采气树、水下阀门、管汇、压裂等
		东吴机械	2023年营收约1.6亿元	安全阀、核级安全阀等
	海外	纽威沙特	-	2005年与ABAHSAIN合资成立，持股30%
		纽威石油设备（沙特）	2023年12月公告：拟以自有资金约800万美元，设立全资子公司、建设产能	石油设备和工业阀门
		纽威越南	-	2019年成立，主要应对北美关税风险
		纽威越南二期	2024年6月公告：拟以自有资金约2700万美元，设立全资子公司、建设产能	工业阀门及管线控制设备
		纽威工业有限公司(沙特)	2025年3月公告：拟以自有资金约1100万美元建设产能，2026年达产	工业阀门
铸锻造厂	大丰厂		2024年8月公告：拟投资2.2亿元，搬迁改造升级，精铸件产能+20%以上	精铸件等
	苏州厂		1.9万吨	砂铸件等
	溧阳锻造工厂		5.0 万吨	自由锻、环形锻等
	溧阳铸造工厂		1.8 万吨	砂铸件等

数据来源：杰瑞股份官网，纽威股份公告，Wind，东吴证券研究所

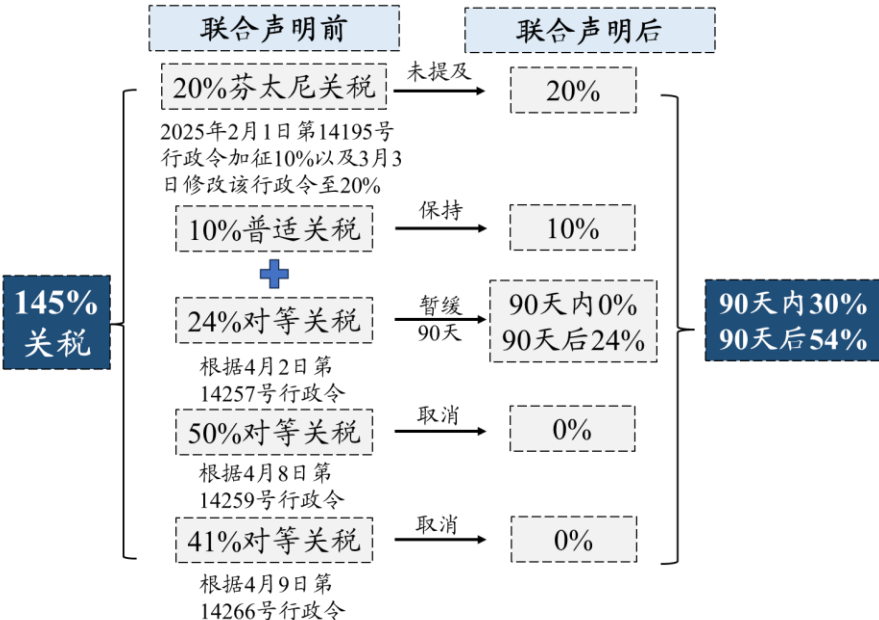
4.1 杰瑞&纽威共同点①：中东资本开支不断投入

- ◆ 中东产能不仅满足中东区域日益增长的需求，还提升杰瑞、纽威的关税风险承担能力。在日内瓦经贸会谈后，中美贸易关系趋于缓和，但仍有54%关税，对公司北美盈利能力产生不利影响。中东产能在覆盖中东地区需求之外，还可以向北美发货，较大程度提升公司关税风险承担能力。
- ◆ 2024年美国对阿联酋/沙特阿拉伯/科威特/卡塔尔/阿曼贸易顺差为19617/278/717/1968/628百万美元，大额顺差下关税风险小。同时，2025年5月特朗普出访中东三国，沙特、阿联酋、卡塔尔均与美国达成数千亿美元的投资协议。

图：美国对中东国家贸易顺差情况，均为顺差关税风险小
(单位：百万美元)



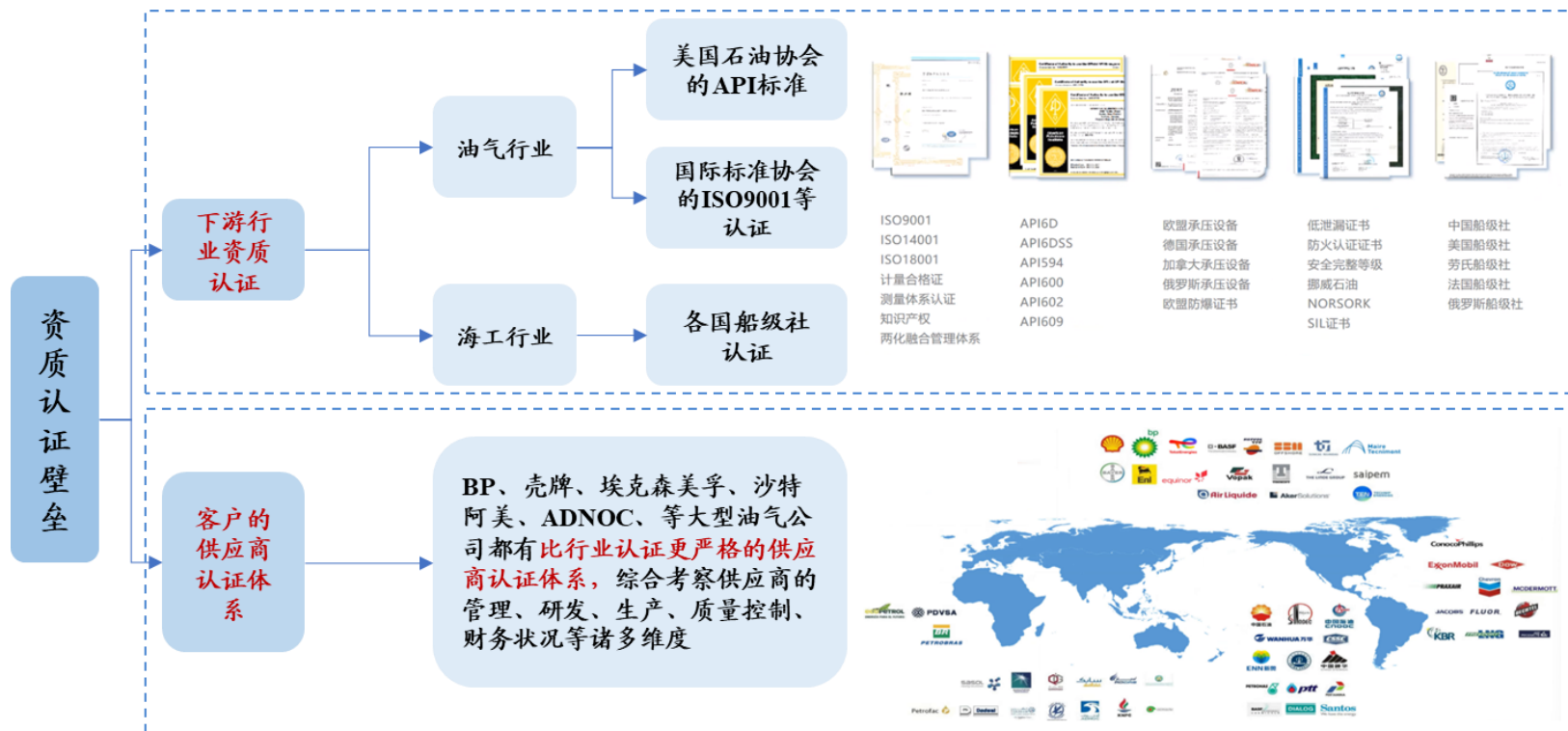
图：中美日内瓦经贸会谈前后关税情况



4.2 杰瑞&纽威共同点②：油服行业进入壁垒高，已通过中东油气龙头验证

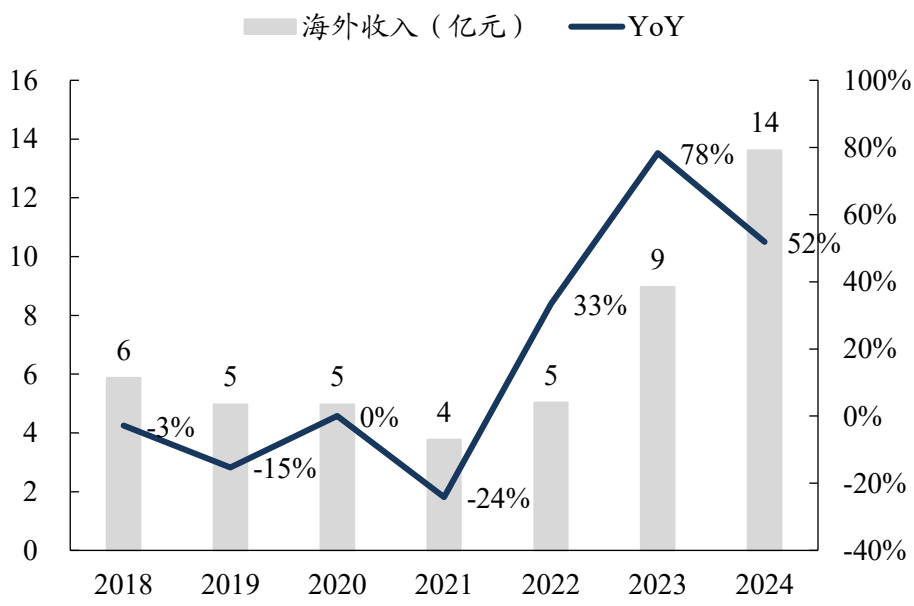
- ◆ 油服设备行业认证具备以下特点：①标准要求高：从原材料、企业规模、人员素质、产品能力、操控性制订了多项细节规范要求。②申请周期长：油服设备属于高风险低容错产品，新进入供应商需要经过漫长的申请评估流程（杰瑞自2013年开始在中东布局）。
- ◆ 油服设备行业&客户双重认证，龙头公司行业地位稳固。杰瑞从成立起便着力进入中东市场，钻完井设备于科威特等国市占率已处较高水平。2023年杰瑞圆满完成KOC JPF-5项目竣工验收，成功打响中东地区品牌知名度，2024年获取巴国油、ADNOC、伊拉克曼苏里亚气田三大EPC项目。纽威股份以中东EPC承包商阀门招标切入，逐渐通过沙特阿美、ADNOC认证，2025年沙特阿美、ADNOC订单实现数倍增长。

图：油服设备行业&客户双重资格认证要求

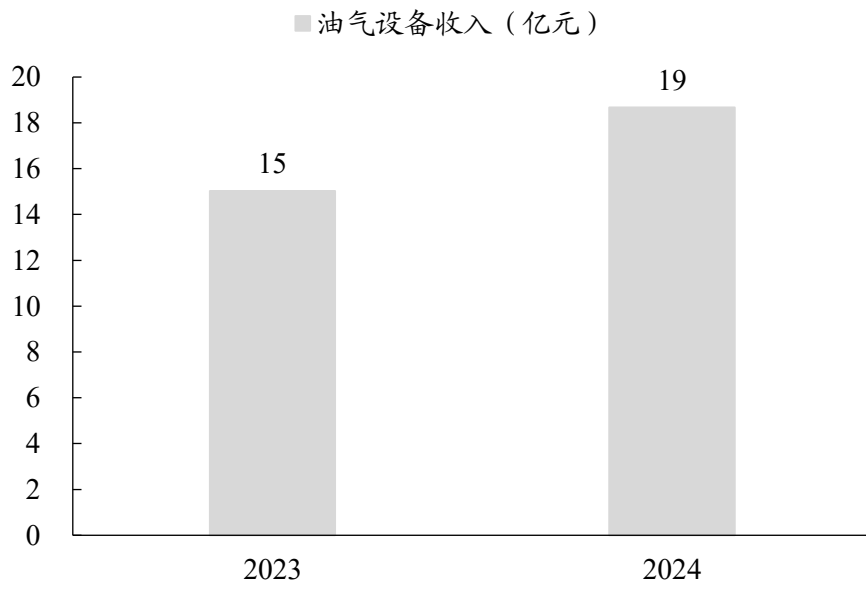


- ◆ 杰瑞股份的国内竞争对手主要为石化机械与三一国际。石化机械虽2021年以来海外收入实现快速增长，但整体体量较杰瑞仍较小，三一国际进入压裂设备领域后主要还是在国内进行竞争。
- ◆ 阀门行业下游小而散，纽威股份国内竞争对手多为非上市公司。阀门行业下游小而散，油气、化工、冶金、电力、水处理均为阀门下游且占据部分份额。纽威股份作为国内高端阀门龙头，出海进程领先，且主要面向高毛利率订单，不主动接取低价竞争订单，因此与国内友商形成差异化竞争。
- ◆ 中国制造业优势明显，中国制造产品于海外市场具备欧美龙头难以追赶的性价比优势。杰瑞股份、纽威股份国内友商竞争力不足，为其在中东市场开拓带来良好的市场环境，龙头独享中国制造业优势下，其市场份额有望持续提升。

图：石化机械海外收入及同比情况



图：三一国际油气设备业务收入及同比情况



◆ 杰瑞股份：职业经理人+奋斗者计划滚动激励绑定员工利益。

表：杰瑞股份高管薪酬及持股情况（截至2024年12月31日）

姓名	职务	年龄	23年薪酬 (万元)	24年薪酬 (万元)	持股数 (万股)
李慧涛	董事长	44	200.6	230.4	10.6
王继丽	副董事长	59	129.3	128.7	289.5
李志勇	总裁	48	196.8	226.9	64.4
路伟	副总裁	45	182.3	206.3	12.6
李伟斌	副总裁	47	124.8	100.8	0
王锋	副总裁	41	98	89.4	0

表：截止2024年末有效的员工持股计划情况

	员工人数	持有的股票总数 (股)	占上市公司股本总额的比例
“奋斗者6号”员工持股计划：监事以及在公司或其控股公司任职的中层管理人员及核心员工	15	25000	0.00%
“奋斗者7号”员工持股计划：监事以及在公司或其控股公司任职的中层管理人员及核心员工	616	500000	0.05%
奋斗者8号员工持股计划：监事以及在公司或其控股公司任职的中层管理人员及核心员工	682	5075700	0.50%
奋斗者9号员工持股计划：监事以及在公司或其控股公司任职的中层管理人员及核心员工	756	4590200	0.45%

4.4 杰瑞&纽威共同点④：职业经理人担当管理层，企业活力受充分激励

◆ 纽威股份：4位创始人已退居幕后，新的高管团队偏年轻化为公司注入新鲜活力。

姓名	职务	年龄	23年薪酬 (万元)	24年薪酬 (万元)	24年底持 股比例	简介
鲁良锋	董事长	43	381	727	0.16%	1982年7月出生，研究生学历。2006年至2009年担任本公司海外销售工程师;2009年至2011年担任纽威美国公司销售经理;2011年至2016年历任本公司阀门事业部海外营销部经理，总监;2017年至今历任本公司阀门事业部副总经理兼纽威新加坡公司总经理，副总经理兼工厂厂长，阀门事业部总经理。
黎娜	董事，副总经理	42	244	225	0.11%	1983年5月出生，工商管理专业，硕士学历。2005年任公司质量工程师，2007年任公司质量经理，2009年任公司总经理助理;2012年至2021年任公司副总经理，分管阀门事业部国内营销工作;2022年至今，任公司石油设备事业部总经理。
冯银龙	董事，总经理	38	260	561	0.13%	1987年1月出生，研究生学历。2010年进入本公司研发部，2011年进入海外营销部，于2013年至2017年期间担任海外营销部区域销售主管，大客户经理，海外营销部总监，2018年至2020年任纽威新加坡公司总经理，纽威阀门事业部营销副总经理和海外事业部运营副总经理。2020年10月至今，担任纽威海外事业部总经理，2021年08月至今任本公司副总经理。
程学来	副总经理	54	201	277	0.07%	1971年9月出生，毕业于中国农业大学汽车专业，大学本科学历，高级工程师。1996年至1999年任张家港友恒汽车有限公司技术员，2000年至2002年任苏州纽威阀门股份有限公司设计工程师，2003年至今历任本公司生产主管，华山厂厂长，总经理助理，副总经理。
凌蕾菁	财务总监， 董事会秘书	54	181	244	0.07%	1971年10月出生，毕业于苏州大学会计与审计专业，大学本科学历，中级会计师。1997年至2003年任纽威数控装备（苏州）有限公司财务经理，2002年至2004年任苏州正和投资有限公司监事，2015年任青岛泰兴管路系统有限公司董事，2017至2019年兼任公司董事会秘书，2003年至今历任本公司财务经理，财务总监，2022年10月至今兼任董事会秘书。2017年8月参加上海证券交易所第92期董事会秘书资格培训并取得董事会秘书培训合格证书。
陆建红	副总经理	43	246	402	0.08%	1982年1月出生，毕业于江苏大学，大学本科学历，工程师。2004年至2022年4月任苏州纽威阀门股份有限公司工艺工程师，生产调度，生产主管，铸钢阀制造部经理，球阀制造部经理，资源部经理，铸钢阀检验部经理，球阀厂厂长。2022年4月至今任苏州纽威阀门股份有限公司副总经理，兼任工业材料（苏州）有限公司总经理。
陈斌	副总经理	56	182	306	0.07%	1969年9月出生，毕业于郑州纺织工学院机械设计与制造专业，大学本科学历。2015年获西安交通大学高级工商管理硕士学位，1995年至1996年任昆山纺织机械厂技术员，1997年至2004年历任苏州纽威机械有限公司设计工程师，生产部主管，采购部经理，2005年至2006年任本公司资源部经理，2007年至2008年任纽威工业材料（大丰）有限公司厂长，2009年至2014年任苏州纽威铸造有限公司厂长，2009年至2022年任纽威工业材料（苏州）有限公司副总经理，总经理，2009年至2022年任本公司监事。现任公司副总经理。



一、“一带一路”合作深化，中东油服市场空间广阔

二、中国对外投资&建设项目快速提升，主要集中于能源板块

三、杰瑞vs纽威不同点：产品模式&商业模式不同导致收入确认节奏
&客户导入速度有所差异

四、杰瑞&纽威共同点：高管理效能+高技术壁垒，中东地区布局持续加速

五、盈利预测与风险提示

5.1 盈利预测（杰瑞股份）

（单位：亿元）	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
1、油气装备制造	44.13	35.94	47.61	51.17	65.66	72.23	80.11	89.66
YOY	35%	-19%	32%	7%	28%	10%	11%	12%
毛利率	43.84%	44.86%	41.55%	40.86%	41.79%	41.20%	41.14%	41.03%
收入占比	53%	41%	42%	37%	49%	46%	45%	44%
（1）钻完井设备	40.57	32.73	40.59	38.37	53.56	58.92	64.81	71.29
YOY	35.00%	-19%	24%	-5.3%	39.59%	10%	10%	10%
毛利率	44.88%	46.12%	41.0%	42.3%	43.2%	42.7%	42.7%	42.7%
（2）油气工程设备	3.56	3.20	7.02	12.80	12.10	13.31	15.31	18.37
YOY	5.00%	-10%	119%	82%	-5.47%	10%	15%	20%
毛利率	31.94%	32.0%	44.8%	36.4%	35.7%	34.7%	34.7%	34.7%
2、油气技术服务	17.91	24.38	33.85	55.45	37.79	49.75	61.24	69.89
YOY	21%	36%	39%	64%	-32%	32%	23%	14%
毛利率	20.20%	21.30%	20.17%	23.79%	22.57%	21.78%	21.28%	20.90%
收入占比	22%	28%	30%	40%	28%	32%	34%	35%
（1）油田工程服务（EPC）	9.00	10.01	15.47	33.27	14.93	20.90	27.17	32.61
YOY	5.00%	11%	55%	115%	-55.12%	40%	30%	20%
毛利率	21.89%	21.0%	22.4%	23.4%	25.8%	25.3%	24.8%	24.3%
（2）油田技术服务	6.59	11.48	15.51	18.44	19.38	25.19	30.23	33.26
YOY	5.00%	27%	35%	19%	5.10%	30%	20%	10%
毛利率	23.90%	13.9%	15.3%	20.2%	16.9%	16.4%	15.9%	15.4%
（3）油田开发服务	0.29	2.89	2.86	3.74	3.48	3.65	3.84	4.03
YOY	5.00%	1052%	-1%	31%	-6.95%	5%	5%	5%
毛利率	25.00%	51.7%	34.6%	44.7%	40.5%	39.0%	39.0%	39.0%
3、维修改造及配件销售	17.18	20.80	24	26.82	23.99	26	29	32
YOY	31%	17%	16%	11%	-11%	10%	10%	10%
毛利率	34.3%	31.9%	34.7%	34.7%	39.4%	38.4%	38.4%	38.4%
收入占比	21%	24%	21%	19%	18%	17%	16%	16%
4、环保服务及设备	4.55	6.35	8	5.03	4.10	5	6	7
YOY	17%	26%	30%	-39%	-18.49%	20%	20%	20%
毛利率	41.8%	39.3%	39.4%	43.6%	6.3%	10.0%	15.0%	15.0%
收入占比	5%	7%	7%	4%	3%	3%	3%	4%
5、其他业务（含负极材料）	0.19	0.30	0.34	0.60	1.96	2.35	2.82	3.39
YOY	3%	60%	13%	75%	227%	20%	20%	20%
毛利率	72.4%	50.0%	50.0%	15.0%	-35.0%	-20.0%	-10.0%	0.0%
收入占比	0%	0%	0%	0%	1%	2%	2%	2%
营业总收入	82.95	87.76	114.09	138.5	133.5	155.6	179.1	202.0
YOY	19.8%	5.8%	30%	21%	-4%	17%	15%	13%
归母净利润	16.9	15.9	22.4	24.5	26.3	30.3	34.9	39.9
YOY	24.2%	-6.2%	42%	9%	7%	15%	15%	14%
综合毛利率	37.90%	34.86%	33.23%	33.00%	33.71%	32.61%	32.24%	32.05%
期间费用率	13.47%	12.97%	8.63%	10.76%	10.65%	11.20%	10.90%	10.60%
归母净利润率	20.37%	18.07%	19.68%	17.72%	20.06%	18.41%	18.34%	18.45%

数据来源：Wind，东吴证券研究所（以上盈利预测均来自东吴证券研究所）

5.1 盈利预测（纽威股份）

单位：百万元	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
国内收入	1714	2074	1650	2446	2380	2261	2148	2148
YOY		21.0%	-20.4%	48.2%	-2.7%	-5%	-5%	0%
毛利率	39.1%	29.9%	36.3%	31.3%	32.8%	32.0%	31.0%	30.0%
海外收入	1896	1859	2376	3028	3813	5148	6692	8231
YOY		-2%	28%	27%	26%	35%	30%	23%
毛利率	31.3%	26.8%	26.1%	32.0%	41.7%	40.5%	39.2%	38.0%
海外营收占比	53%	47%	59%	55%	62%	69%	76%	79%
主营业务营收	3610	3933	4026	5474	6193	7409	8840	10379
YOY		9%	2%	36%	13%	20%	19%	17%
主营业务毛利率	35.0%	28.4%	30.3%	31.7%	38.3%	37.9%	37.2%	36.3%
阀门/阀门及零件	3426	3695	3770	5124	6072			
yoy	20%	8%	2%	36%	14%			
销量（万台）	54	66	71					
yoy	-5%	21%	8%					
单价（元）	6328	5620	5294					
yoy		-11%	-6%					
毛利率	35.61%	29.17%	30.81%	31.5%	39%			
收入占比	94%	93%	93%	92%	97%			
零件	124	128	176	217				
yoy	-32%	4%	38%	23%				
毛利率	36.83%	26.38%	39.74%	58%				
收入占比	3%	3%	4%	4%				
锻件/锻件及铸件	61	108	78	131	122			
yoy		77%	-27%	68%	-8%			
毛利率	-2.82%	5.03%	-15.83%	-4%	3%			
收入占比	2%	3%	2%	2%	2%			
铸件	0.15	1.49	1.27	1.52				
yoy	-85%	868%	-15%	20%				
毛利率	9%	27%	5%	58%				
收入占比	0%	0%	0%	0%				
其他业务	22	29	33	71	44	44	44	44
yoy	31%	34%	14%	112%	0%	0%	0%	0%
毛利率	-55%	-49%	57%	9%	9%	9%	9%	9%
收入占比	1%	1%	1%	1%	1%	1%	0%	0%
营业总收入	3632	3962	4059	5544	6238	7453	8884	10423
yoy	19%	9%	2%	37%	13%	19.5%	19.2%	17.3%
毛利率	34%	28%	31%	31%	38.1%	37.7%	37.1%	36.2%
期间费用率	16.8%	14.9%	15.2%	13.8%	13.1%	12.7%	11.7%	11.0%
归母净利润	528	377	466	722	1156	1450	1770	2064
yoy		-28.5%	23.5%	54.9%	60.1%	25%	22%	17%
归母净利润率	14.5%	9.5%	11.5%	13.0%	18.5%	19.5%	19.9%	19.8%
PE					22	18	15	13

（1）油气产业周期波动风险。原油价格与油气勘探和开采的利润直接挂钩，因此公司的主要下游——油气勘探与开采行业景气度受油价影响较大。原油作为大宗商品，价格受到宏观经济发展、地缘政治、气候等多重因素影响，周期性强。

（2）下游资本开支不及预期。能源结构转型可能会影响石油公司进一步扩张资本开支的意愿，打击油服市场需求。为应对气候变化，能源结构将持续转向低碳化，中长期化石能源占能源消费结构比重将持续下降。在“双碳”目标的约束下，石油公司可能加速转型，导致油气勘探和开采活动开支不及预期，油服行业发展承压。

（3）原材料价格上涨风险。阀门产品主要为金属制品，原材料包含钢材、镍等，原材料占公司产品成本结构较高。若钢材等原材料价格出现大幅上涨，将挤压公司利润率。

（4）汇率变动风险。油服设备公司海外营收占比较高，部分国际业务采用外币结算，汇率波动可能会带来汇兑损失，对公司的利润造成影响。

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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证50指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于基准5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对基准-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于基准5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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>

东吴证券 财富家园