



联合研究 | 公司深度 | 松发股份 (603268.SH)

松发股份：从民营造船新秀迈向全球单体船厂龙头

报告要点

松发股份于 2025 年重组成功，剥离陶瓷主业，引入恒力重工造船资产，成功转型为我国一流的船舶制造行业领先企业。作为民营造船新秀，公司充分发挥体制机制优势，产能爬坡、制造交付、资本开支效率高，伴随后续三期、四期产能陆续投产，有望充分受益船舶行业量价齐升。除造船业务外，公司船用发动机制造水平、产能规模行业领先，25 年公司新建发动机总装二期车间投用，可年产发动机 180 台，成为中国单体最大的船用发动机制造企业之一。此外，伴随船型结构优化，有望助力利润率进一步提升，看好公司高端船舶制造的竞争力和成长弹性。

分析师及联系人



赵智勇

SAC: S0490517110001

SFC: BRP550



韩轶超

SAC: S0490512020001

SFC: BQK468



王贺嘉

SAC: S0490520110004

SFC: BUX462



臧雄

SAC: S0490518070005

SFC: BVO790



王硕

松发股份 (603268.SH)

2026-05-07

松发股份：从民营造船新秀迈向全球单体船厂龙头

联合研究 | 公司深度

投资评级 买入 | 首次

松发股份：打造民营造船龙头，造船+发动机齐头并进

公司于 2025 年重组成功，剥离陶瓷主业，引入恒力重工造船资产，成功转型为我国一流的船舶制造行业领先企业。2025 年置入恒力重工资产后，当年度营收达 216.39 亿元，同比大幅增长 275%，2025 年度实现归母净利润 26.55 亿元，实现扭亏为盈；同时盈利能力显著提升，费用率大幅下降。目前，公司已形成发动机自主生产+船舶制造的全产业链一体化竞争优势，具备散货船、油轮、集装箱船及气体运输船等高端船舶的生产制造能力，未来将进一步拓展 VLCC、VLOC、LNG 气体运输船、FPSO 等高附加值船舶及海工装备产能。

船舶行业：长周期趋势向上，油轮、干散货有望接力订单增长

从航运业发展来看，航运与全球宏观经济相关，且受供需错配影响，造船量、价波动频繁。长周期看，造船行业周期趋势向上，有望受益旧船更新+绿色共识驱动。中短期看，2025 年受 301 调查等影响，船舶行业订单同比有所下滑，但从 25 年 10 月起中美暂时解除港口收费等，板块最大利空消除，新签订单大幅增长，行业景气迎来上行。2026 年以来，中国造船行业新签订单同比大幅提升，或主要受益下游油运需求景气，油轮批量下单，后续看好油轮、干散货船新签订单持续高增。同时，下游需求景气持续旺盛，叠加主要船厂 28 年船位已基本排满，船价有望迎来向上拐点，且上行空间可观。

恒力重工：高成长潜力激活，铸就全球单体船厂龙头

恒力重工充分发挥民营机制优势，主要体现在以下几方面：**1) 产能爬坡的高效率**：公司 2022 年收购盘活原 STX (大连) 破产资产，资产交割正式入场后，一期“海洋工厂”仅用时 150 天实现全面运营，随后二期“未来工厂”从开工到投产仅花费短短 5 个月。**2) 制造交付的高效率**：公司船舶制造产能全球领先，配备大吨位起重机等先进设备，具备分段少、高效率等优势，26 年初，公司分别创下 4 艘 VLCC、6 艘 8.2 万吨散货船同日出坞的行业新纪录。**3) 资本开支的高效率**：相较于国有船企，公司的决策链条更短，可高效率通过资本市场融资，实现产能改造与扩张，是行业内少数具备扩产能力的一流船厂。伴随公司后续三期、四期产能陆续投产，有望充分受益船舶行业量价齐升。

同时，公司在手订单饱满，船型结构持续优化，高价值的油轮、大型集装箱船订单占比有望进一步提升，有望带动公司盈利能力上行。此外，公司 23 年底切入发动机制造业务，当前制造水平、产能规模行业领先，且后续有望进一步扩产，一方面对内自主可控避免卡脖子，另一方面对外销售贡献业绩增长。

预计 2026-2027 年公司分别实现归母净利润 71.62 亿、130.10 亿元，对应 PE 分别为 20 倍、11 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

- 1、船舶行业需求波动风险；
- 2、新接订单价格弹性不及预期风险；
- 3、主要原材料价格波动风险；
- 4、盈利预测假设不成立或不及预期的风险。

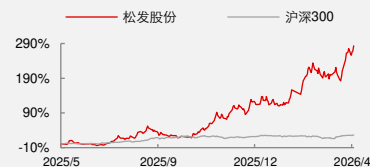
请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	149.50
总股本(万股)	97,078
流通A股/B股(万股)	23,325/0
每股净资产(元)	10.86
近12月最高/最低价(元)	153.80/37.10

注：股价为 2026 年 4 月 30 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind



更多研报请访问
长江研究小程序

目录

松发股份：打造民营造船龙头，造船+发动机齐头并进.....	6
资本赋能+产业整合，打造民营造船龙头	6
收入业绩大幅增长，高端船舶制造主业优势显著	7
股权结构清晰，核心管理层持股高度集中	9
船舶行业：长周期趋势向上，油轮、干散货有望接力订单增长	10
长周期：旧船更新+绿色共识驱动，更新高峰或延至 2030 年后	10
中短期：油轮、干散货订单需求接力，船价有望迎来上行拐点	12
恒力重工：高成长潜力激活，铸就全球单体船厂龙头.....	17
民营机制优势，效率高、扩产能力强，更加受益周期景气	17
在手订单饱满，船型结构优化助力盈利能力提升	20
具备核心发动机自主配套能力，造船+发动机一体化布局.....	22
投资建议.....	24
风险提示.....	25

图表目录

图 1：公司 25 年及 26Q1 营业收入同比快速增长	8
图 2：公司归母净利润情况	8
图 3：公司 25 年营业收入 96%来自船舶业务	8
图 4：公司 25 年船舶建造业务分船型收入结构	8
图 5：公司盈利能力情况	8
图 6：2025 年起公司费用率大幅下降	8
图 7：公司股权结构图（截至 2026 年 3 月 31 日）	9
图 8：二战后全球造船经历两轮大周期，时长约 30 年，中间伴随结构性行情	10
图 9：不同船型的船龄结构占比（百万 GT）	10
图 10：假设 20 年替换周期，仅考虑更新替换，预计 2022-2031 年 CAGR 达 8.1%	11
图 11：全球货运船舶燃料占比预测（2025）	12
图 12：25 年全球船舶新签订单大小幅下滑，仍高于 21-23 年水平	12
图 13：长周期新船价格走势变化	12
图 14：2025 年美国对我国造船业实施 301 调查，我国随后反制	14
图 15：截至 25 年 12 月中国在手订单份额达 68.71%	14
图 16：分船型新签订单（万 DWT）	14
图 17：分船型手持订单（百万 DWT）	14
图 18：分地区新签订单（万 DWT）	14
图 19：分地区手持订单（百万 DWT）	14
图 20：26 年 5 月初 VLCC 油轮平均租金达约 10.4 万美元/天	15
图 21：二手船价格走势已突破 24 年高点	15
图 22：2025 年下半年克拉克森油轮运价大幅上行（美元/天）	15

图 23: 全球油轮新签订单情况.....	16
图 24: 全球油轮船队船龄结构 (截至 26 年 4 月)	16
图 25: 全球散货船新签订单情况	16
图 26: 全球散货船队船龄结构 (截至 26 年 4 月)	16
图 27: 分船型手持订单运力比 (%)	16
图 28: 分船型新船价格指数	17
图 29: 恒力重工一期“海洋工厂”船坞	18
图 30: 恒力重工“未来工厂”、“海洋工厂”全景图	18
图 31: 26 年 1 月公司 4 艘 VLCC 由 1 号船坞同日出坞	19
图 32: 26 年 1 月公司 6 艘 8.2 万载重吨散货船由 3 号船坞同日出坞	19
图 33: 公司船舶业务毛利率位于行业上游水平	20
图 34: 公司人均创利水平行业领先	20
图 35: 公司分船型新签订单 (万 DWT)	21
图 36: 公司分船型在手订单结构	21
图 37: 2024 年公司分船型收入占比	22
图 38: 2025 年公司分船型收入占比	22
图 39: 24 年 9 月公司自主生产的第一台发动机成功交付	22
图 40: 25 年 10 月公司自主生产的第一台 LPG 双燃料发动机交付	22
图 41: 公司发动机总装二期车间	23
图 42: 船用发动机业务毛利率显著高于造船业务	23
表 1: 恒力重工发展历程	6
表 2: 公司主要产品矩阵	7
表 3: 公司 2025 年前五大客户销售情况	9
表 4: 全球船队船龄结构 (截至 26 年 4 月, 单位: 万 GT)	11
表 5: 分船型新签订单情况 (万载重吨)	13
表 6: 截至 25 年末, 公司固定资产中 90% 以上为船舶制造业务	18
表 7: 公司主要固定资产情况	19
表 8: 公司 2025 年发行股份募集配套资金用途 (单位: 万元)	20
表 9: 公司 2026 年定增募集资金使用计划 (单位: 万元)	20
表 10: 公司收入及利润敏感性分析 (百万元)	25

松发股份：打造民营造船龙头，造船+发动机齐头并进

资本赋能+产业整合，打造民营造船龙头

松发股份于2025年通过实施重大资产置换及发行股份购买资产，成功置入恒力重工100%股权，主营业务实现战略性转型，由传统陶瓷制造正式跨入船舶及高端装备的研发、生产和销售领域，并致力于成为世界一流的高端化、绿色化、智能化、数字化船舶制造企业。目前，公司业务贯通发动机自主生产及船舶制造等关键环节，主要产品涵盖散货船、油轮、集装箱船及气体运输船等主流船型。

恒力集团于2022年7月成立恒力重工集团，收购闲置多年的STX（大连）资产，打造世界一流的绿色船舶建造基地，重点布局船舶建造、海洋工程等领域。2023年初，恒力重工产业园正式运营，2024年实现首制船提前交付、首台发动机交付、30.6万吨VLCC交付等里程碑，成为民营企业盘活存量资产、扩大有效投资的典范。2025年1月，恒力重工二期“未来工厂”项目仅用5个月建成投产，聚焦超大型高附加值绿色船舶和高端海工装备，致力于打造现代化、智能化、绿色化产业基地。

表 1：恒力重工发展历程

时间	里程碑事件
2022年 7月	竞拍收购闲置十年之久的STX（大连）资产
2023年	1月 恒力重工产业园正式运营
	4月 恒力重工船舶设计研究中心正式揭牌
2024年	3月 恒力重工首制船成功下水
	4月 恒力重工首制船顺利交船
	8月 恒力重工二期“未来工厂”隆重举行开工动员大会
	9月 恒力重工首台发动机成功交付
	10月 恒力重工首制8.2万吨散货船成功交付
2025年	12月 恒力重工首制30.6万吨VLCC出坞下水
	1月 恒力重工“未来工厂”投产
	5月 恒力重工第一次同时为三艘船举行命名仪式
	6月 恒力重工首制30.6万载重吨超大型油轮正式命名
2026年	8月 恒力·绿色船舶动力发展大会隆重召开
	1月 恒力重工4艘VLCC同日出坞、6艘8.2万吨散货船同日出坞
	4月 恒力发动机生产的国内首台8G95液化天然气（LNG）双燃料发动机成功交付 截至2026年4月，恒力重工成功交付船舶20艘，手持订单已排至2030年，生产计划饱满

资料来源：恒力集团公众号，长江证券研究所

恒力重工致力于打造世界一流的高端化、智能化、绿色化船舶制造及高端装备企业，已形成发动机自主生产+船舶制造的全产业链一体化竞争优势，具备散货船、油轮、集装箱船及气体运输船等高端船舶的生产制造能力，未来将进一步拓展VLCC、VLOC、LNG气体运输船、FPSO等高附加值船舶及海工装备产能。公司主要产品为散货船、油轮、集装箱船及气体运输船等，应用于航运领域，已获得中国船级社CCS、挪威船级社DNV

等全球知名船级社认证，船舶性能效率指标处于行业领先水平；生产工艺覆盖从船舶设计、钢材预处理到总装、系泊试验及交船的完整流程，可实现定制化建造。

表 2：公司主要产品矩阵

类别	产品特点	市场应用价值
超大型原油船(VLCC)	船型采用新一代低阻力线型设计 优化满载、压载及不同液货比重工况下的航行性能 低碳燃料适配：配置 LPG 双燃料主机及轴带发电机，满足国际海事组织（IMO）碳排放要求、EEDI 第三阶段标准	全球最大舱容的液氨运输船型之一，为绿氨等低碳能源的长途运输设计，支持全球脱碳战略，未来绿色航运的关键船型
集装箱船	采用 LNG 双燃料动力，配备全球最大 C 型 LNG 燃料舱，可兼容氨燃料； 首部流线型挡风罩；水动力经多轮优化，采用垂直型船首配备隐形小球艏，尾部采用舵球和节能导管	契合全球航运业低碳转型趋势，满足国际严格能效与碳排放新规的核心运力； 适配长期低碳运营规划
超大型液氨运输船(VLAC)	新一代低阻力线型设计 优化满载、压载及不同液货比重工况下的航行性能； 配置 LPG 双燃料主机及轴带发电机，满足国际海事组织（IMO）碳排放要求，符合 EEDI 第三阶段标准	契合全球航运业低碳转型趋势，在低碳能源运输与绿色航运升级的市场需求下具备广阔应用前景
散货船	定制线型、节能装置及高效螺旋桨，油耗降低载重增加； 船型优化让结构重量减轻 700 吨且简化建造工艺； 搭载低风阻上建、轴带发电机等多重节能配置，满足 IMO EEDI3 要求、Tier3 排放标准适配 1C 冰区及低温环境营运需求	契合全球航运低碳转型的新一代绿色散货船，环保性能符合国际最新海事标准，且冰区营运设计拓宽适用场景

资料来源：公司官网，长江证券研究所（注：表中仅为部分产品列示）

恒力重工与集团内恒力石化形成深度协同布局，成为集团全产业链发展的重要支撑。集团在长兴岛累计投资 3600 亿元，已构建起绿色石化与高端船舶制造协同发展的产业格局，同时恒力石化为恒力重工船舶制造提供本土化高端材料配套，形成石化原料到船舶用新材料的产业链闭环，实现二者原料互供、产业互补。

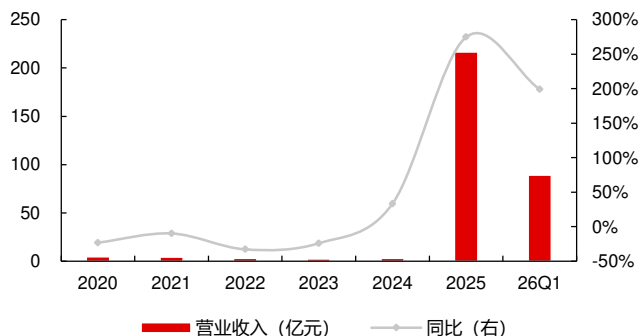
集团牵头组建的大连海运有限公司，打造全球航运船队与港口运营体系，既为恒力石化的石化产品运输提供稳定的物流保障，构建“以船保供”的物流闭环，也为恒力重工的船舶产品创造本土应用场景与订单需求，实现“造船-运货”的业务联动。同时，恒力重工船舶动力系统产业园填补区域船舶核心动力配套短板，与恒力石化的产业集聚布局大幅降低双方配套、物流成本，叠加集团在资本调度、工程运营、供应链管理上的成熟经验，为二者产能快速释放与运营效率提升提供强力支撑，实现石化与高端装备制造产业的双向赋能，筑牢集团长兴岛万亿级产业集群的发展根基。

收入业绩大幅增长，高端船舶制造主业优势显著

战略重组+产业升级双重驱动，业绩扭亏为盈并大幅增长。公司 2019-2023 年营收从 5.80 亿元降至 2.06 亿元，24 年微升至 2.75 亿元。2025 年置入恒力重工资产后，2025 年度营收达 216.39 亿元，同比大幅增长 275%，2025 年度实现归母净利润 26.55 亿元，实现扭亏为盈；26Q1 公司实现营收 88.88 亿元，同比大幅增长 199%，实现归母净利润 10.93 亿元，同比大幅增长 330%。

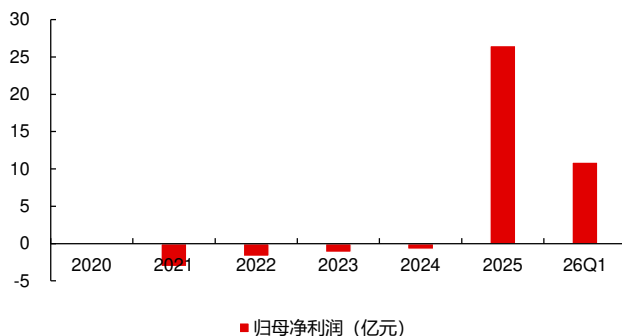
业绩扭亏为盈，主要系公司通过重大资产重组战略性退出陶瓷业务，全面置入恒力重工船舶及高端装备资产，完成向现代高端制造的转型。重组后恒力重工依托上市平台赋能，产能释放与订单获取呈爆发式增长，同时改善现代生产体系实现建造效率大幅提升、突破核心技术壁垒打通高附加值产品批量交付路径，生产效率与盈利空间显著提升。

图 1：公司 25 年及 26Q1 营业收入同比快速增长



资料来源：Wind，长江证券研究所（同比增速按照追溯调整后的同口径计算）

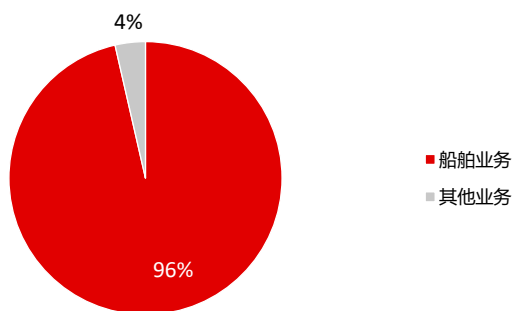
图 2：公司归母净利润情况



资料来源：Wind，长江证券研究所

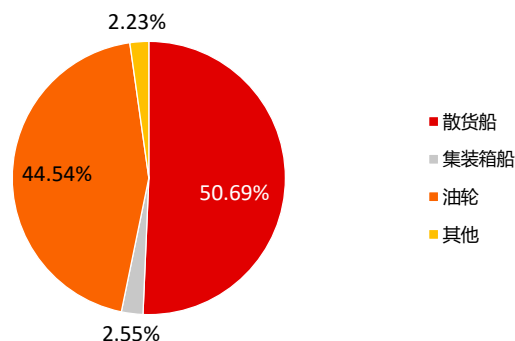
公司收入主要来源为船舶业务，油轮、散货船是当前主要船型。2025 年公司实现营业收入 216.39 亿元，其中船舶业务占比 96%。分船型来看，25 年船舶建造业务中散货船收入占比 50.69%、油轮收入占比 44.54%，为公司主要收入来源。

图 3：公司 25 年营业收入 96%来自船舶业务



资料来源：Wind，长江证券研究所

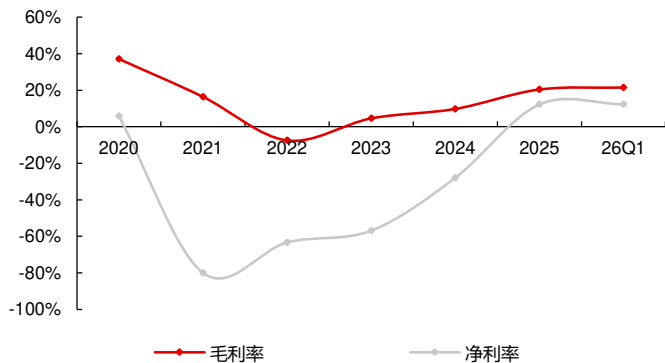
图 4：公司 25 年船舶建造业务分船型收入结构



资料来源：公司公告，长江证券研究所

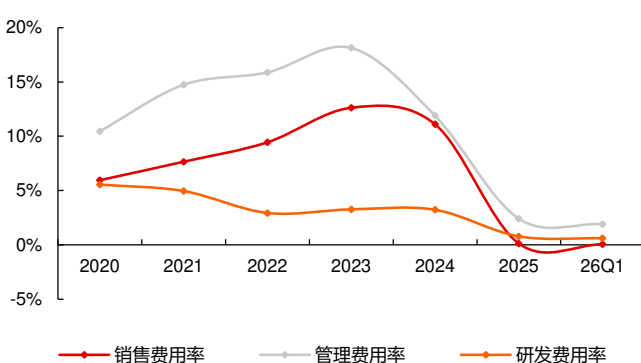
转型高端船舶制造主业后，盈利能力显著提升，费用率大幅下降。2025 年，公司毛利率、净利率分别为 20.4%、12.3%，同比均显著提升；销售、管理、研发费用率分别为 0.1%、2.4%、0.8%，相比此前均有较大幅度下降，主要系公司重组后主业转型为高端船舶制造，与此前的陶瓷业务商业模式有本质区别。展望后续，伴随公司高附加值产品的批量交付与产能效率提升，营收有望持续大幅增长，盈利能力有望进一步提升。

图 5：公司盈利能力情况



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 6：2025 年起公司费用率大幅下降



资料来源：Wind，长江证券研究所

公司凭借“集、散、油”全谱系接单能力与“最高标准、最好品质、最高效率”的品牌承诺，持续获得国际主流船东及国内大型航运企业的深度信赖。公司已交付的卡萨姆型散货船、好望角型散货船及 30.6 万载重吨 VLCC 等主建船型，凭借领先的设计与优异的环保性能，深受市场好评。

表 3：公司 2025 年前五大客户销售情况

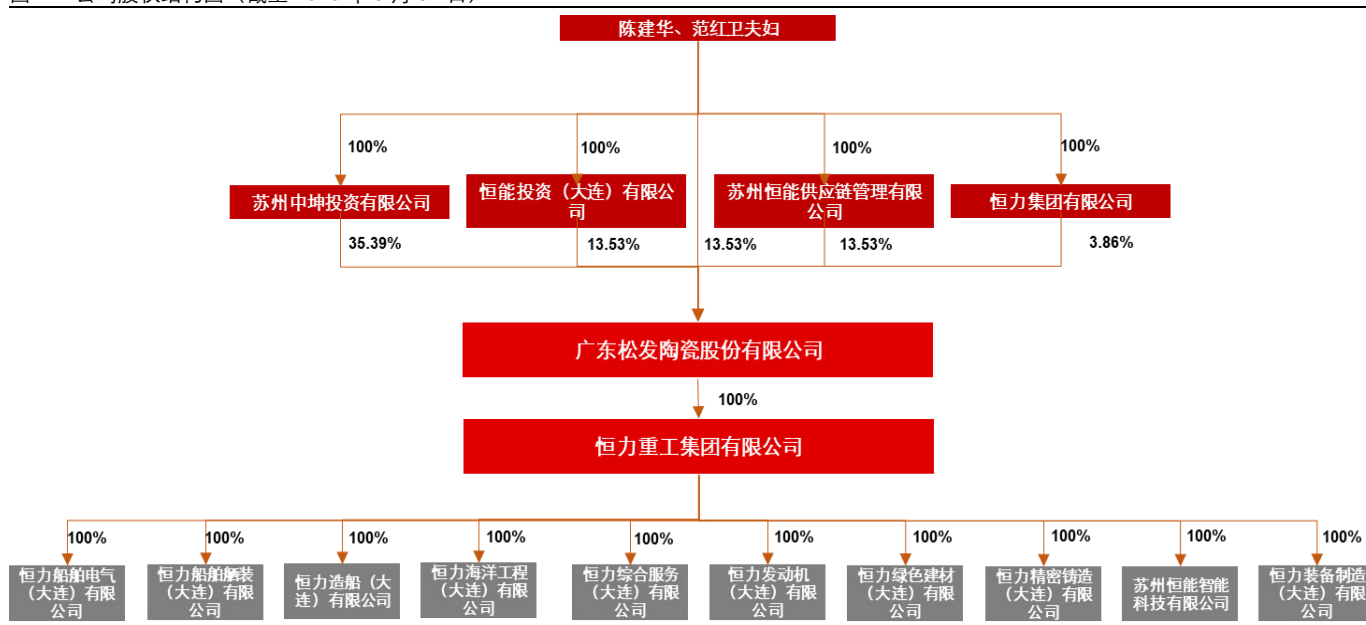
客户名称	销售额 (万元)	占年度销售总额比例 (%)
Dynacom Tankers Management Ltd. & Sea Traders S.A.	505379.66	23.35
Reederei H. Vogemann GmbH & Co. KG	355396.56	16.42
Seatankers Management Co. Ltd.	322947.71	14.92
Laskaridis Maritime S.A.	184852.96	8.54
Capital Ship Management Corp.	83949.30	3.88
合计	1452526.19	67.12

资料来源：公司公告，长江证券研究所

股权结构清晰，核心管理层持股高度集中

公司股权结构清晰，核心管理层持股高度集中，为公司长期战略持续落地提供坚实保障。截至 2026 年 3 月 31 日，公司实际控制人为陈建华、范红卫夫妇，通过直接和间接的方式持有公司 79.84% 的股份。公司一致行动人为苏州中坤投资有限公司、陈建华、恒能投资（大连）有限公司、苏州恒能供应链管理有限公司、恒力集团有限公司。

图 7：公司股权结构图（截至 2026 年 3 月 31 日）



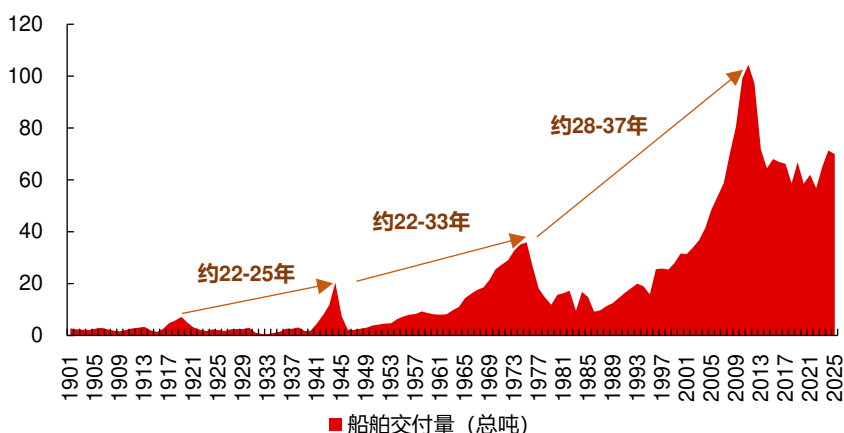
资料来源：公司公告，Wind，长江证券研究所

船舶行业：长周期趋势向上，油轮、干散货有望接力订单增长

长周期：旧船更新+绿色共识驱动，更新高峰或延至2030年后

从航运业发展来看，航运与全球宏观经济相关，且受供需错配影响，造船价格波动频繁。二战后全球造船经历两轮大周期，时长约30年，且波峰、波谷之间波动剧烈。由于供需两方不同因素，大周期又穿插着阶段性的结构景气小周期，船舶的量、价在不同阶段表现不一。

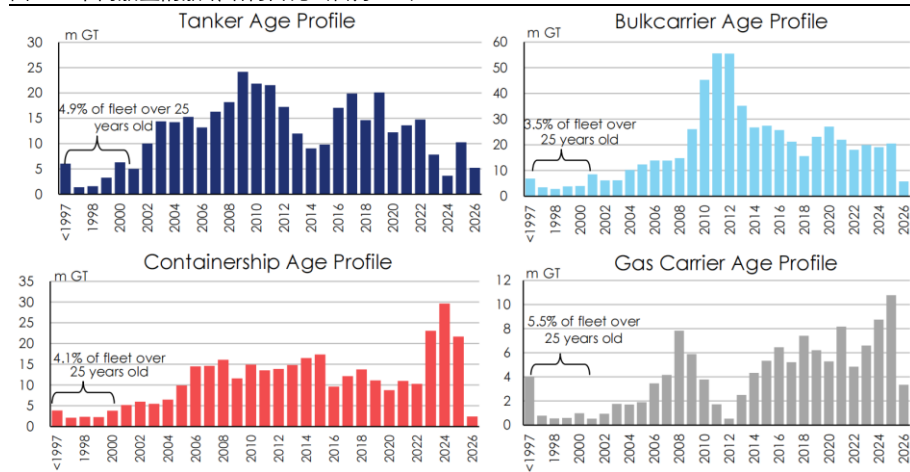
图 8：二战后全球造船经历两轮大周期，时长约 30 年，中间伴随结构性行情



资料来源：Clarksons, maritime economics, 长江证券研究所

老旧船舶当前占比较高，旧船更新向上周期仍在持续。截至 26 年 4 月，全球活跃船队总吨位达 17.55 亿 GT，整体呈现老旧船舶占比较高特点，其中 15、20、25 年以上老旧船舶占比分别为 38%、18%、8%；分船型来看，20 年以上老旧油船、散货船、集装箱船、气体船占比分别达 20.4%、10.8%、13.6%、10.9%，且未来几年还有更多油船、气体船需要进行替换。

图 9：不同船型的船龄结构占比（百万 GT）



资料来源：Clarksons, 长江证券研究所

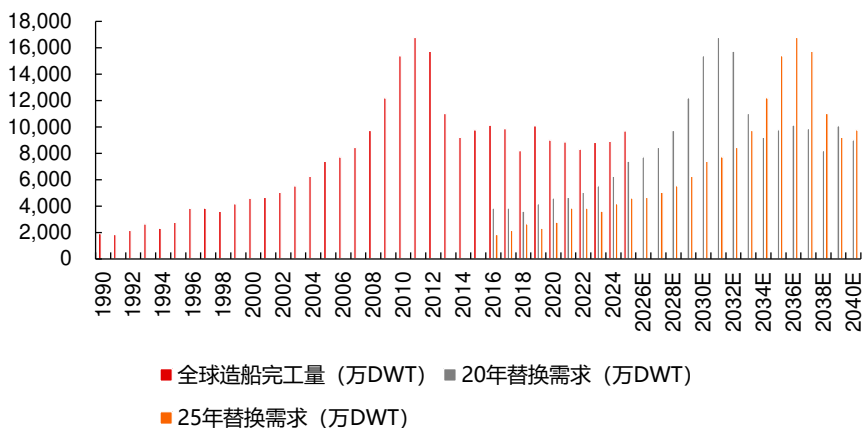
表 4: 全球船队船龄结构 (截至 26 年 4 月, 单位: 万 GT)

全球船队船龄	艘数	占比	万 GT	占比
0-5 年	15,285	13%	35,394	20%
5-10 年	12,878	11%	31,938	18%
10-15 年	19,739	17%	40,789	23%
15-20 年	20,025	17%	36,224	21%
20-25 年	10,213	9%	17,577	10%
25+年	37,979	33%	13,563	8%
合计	116,120	100%	175,490	100%

资料来源: Clarksons, 长江证券研究所

根据全球造船历史完工量测算, 假设 20 年替换周期, 仅考虑更新替换, 预计 2031 年达新一轮周期高点, 2022-2031 年 CAGR 达 8.1%; 假设 25 年替换周期, 仅考虑更新替换, 预计 2036 年达新一轮周期高点, 2022-2036 年 CAGR 达 5.1%。

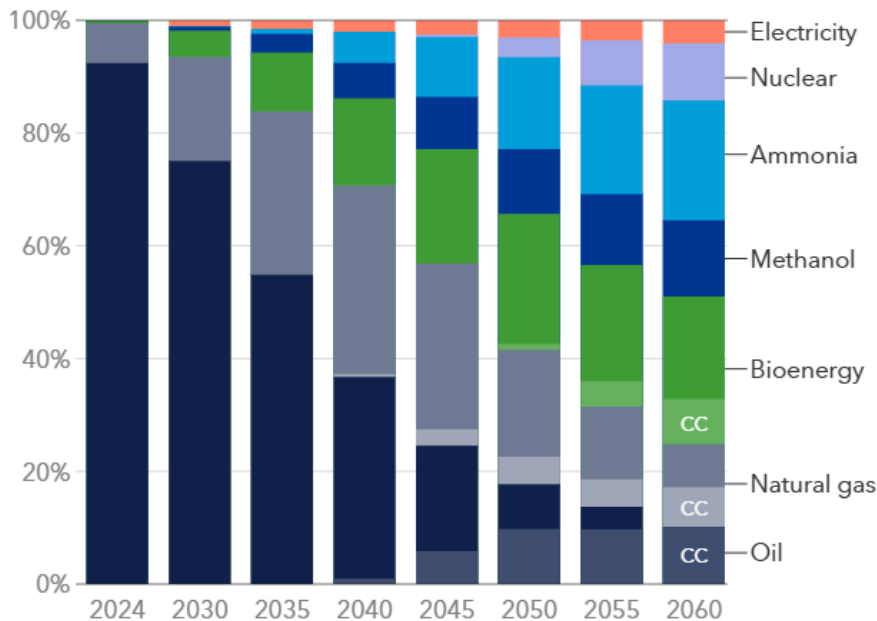
图 10: 假设 20 年替换周期, 仅考虑更新替换, 预计 2022-2031 年 CAGR 达 8.1%



资料来源: Clarksons, 长江证券研究所

航运业环保政策趋严, 绿色共识有望驱动清洁能源船型订单释放。根据国际能源署 11 月份发布的《世界能源展望 2025》报告, 当前航运业仍高度依赖石油。在 2050 净零排放情景下, 低排放氨、甲醇和氢气预计将迅速取代其他传统燃料, 到 2035 年, 它们将满足净零排放情景下航运业约 30% 的燃料需求。当前使用传统燃料的老旧船型在未来十年面临更新替换需求, 清洁能源船型订单释放的潜力大。

图 11: 全球货运船舶燃料占比预测 (2025)

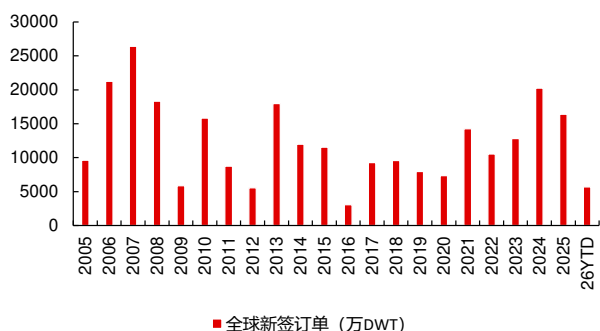


资料来源: DNV, 长江证券研究所

中短期：油轮、干散货订单需求接力，船价有望迎来上行拐点

2025 年以来, 受 301 调查等影响, 船舶行业景气两大核心指标均出现颓势, 整体来看:
 1) 25 年全球新签订单达 1.64 亿载重吨, 同比-18.98%, 但仍高于 21-23 年新签订单水平;
 2) 分船型来看, 集装箱船 25 年新签同比+11%, 油轮、散货船、LNG 船订单均出现不同幅度下滑;
 3) 25 年船价维持高位小幅下跌, 截至 12 月底, 新船价格为 185 点, 同比下降 2.4%。

图 12: 25 年全球船舶新签订单大幅下滑, 仍高于 21-23 年水平



资料来源: Clarksons, 长江证券研究所

图 13: 长周期新船价格走势变化



资料来源: Clarksons, 长江证券研究所

表 5: 分船型新签订单情况 (万载重吨)

万载重吨	集装箱船	散货船	油轮	LNG 船
2007	3943	16160	4224	225
2008	1388	10245	5402	43
2009	94	3767	1496	33
2010	746	10292	3732	25
2011	2208	4174	1195	445
2012	526	2439	1418	335
2013	2476	10417	3740	345
2014	1312	6299	2811	603
2015	2393	2966	5190	285
2016	389	1072	1230	77
2017	901	4332	3462	142
2018	1392	4391	2650	631
2019	837	3317	2610	477
2020	1148	2559	2529	484
2021	5132	5187	2194	671
2022	3252	3635	970	1644
2023	1836	5288	3730	618
2024	5218	6497	6022	849
2025	5768	4845	4524	392
26YTD	1044	830	3255	346

资料来源: Clarksons, 长江证券研究所 (注: 数据截至 26 年 4 月)

25 年初 301 调查仅短暂影响 3 月份额, 凸显国内造船综合实力。年初受美国 301 政策落地影响, 3 月中国新造船订单短期承压, 但 4 月之后中国新签船舶订单继续维持全球领先地位, 截至 25 年 12 月中国在手订单份额达 68.71%。

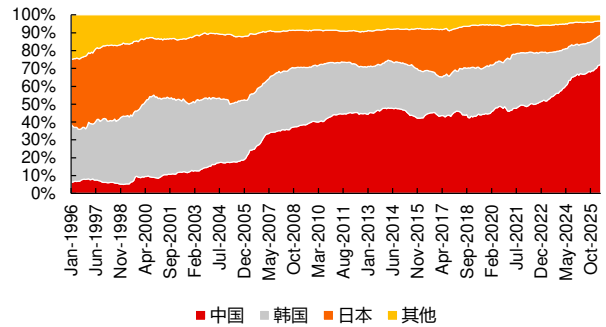
中美暂时解除港口收费等, 板块最大利空消除。在 25 年 10 月中国出台特殊港口费政策反制美国 301 后, 由于中国港口收费力度强于 301, 中国港务费增加中国建造船舶豁免条款, 船企接单改善; 随着中美针对海事、物流和造船的调查和反制暂停实施一年, 此前压制船价及新签订单的最大利空消除, 板块新签订单大幅增长, 行业景气迎来上行。

图 14: 2025 年美国对我国造船业实施 301 调查, 我国随后反击



资料来源: 中国交通运输部, 长江证券研究所

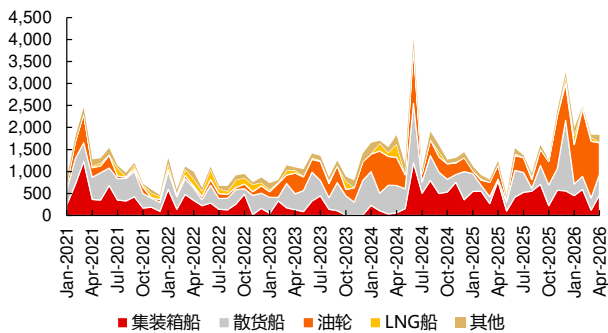
图 15: 截至 25 年 12 月中国在手订单份额达 68.71%



资料来源: Clarksons, 长江证券研究所

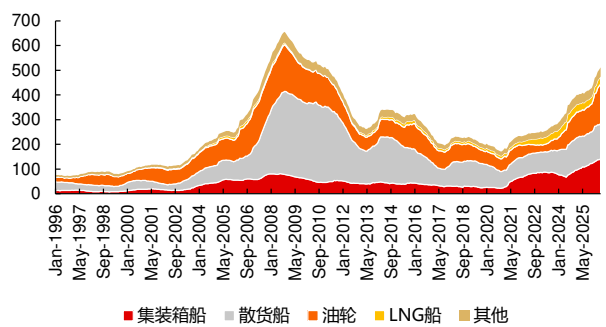
2026 年以来, 中国造船行业新签订单同比大幅提升, 主要是受下游油运需求景气, 油轮批量下单影响。在油运高景气助推下, 油轮新签订单接力集装箱订单出现释放, 2026 年 1-4 月全球新签订单 8140 万 DWT, 同比提升 98.8%; 油轮、散货船、LNG 船新签 4435、1309、366 万 DWT, 同比分别提升 430%、79%、597%; 集装箱船新签 1634 万 DWT, 同比下滑 24%; 分地区来看, 2026 年 1-4 月中国新签订单 6677 万 DWT, 同比高增 199%, 全球占比高达 82%; 韩国新签订单 1189 万 DWT, 全球占比约 14.6%; 2021 年以来中国新签订单全球占比呈现逐步提升态势, 手持订单同样持续提升。

图 16: 分船型新签订单 (万 DWT)



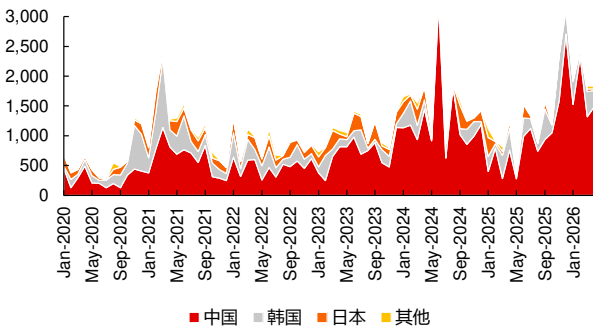
资料来源: Clarksons, 长江证券研究所

图 17: 分船型手持订单 (百万 DWT)



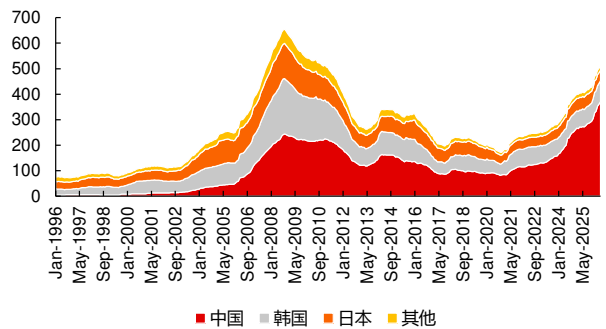
资料来源: Clarksons, 长江证券研究所

图 18: 分地区新签订单 (万 DWT)



资料来源: Clarksons, 长江证券研究所

图 19: 分地区手持订单 (百万 DWT)

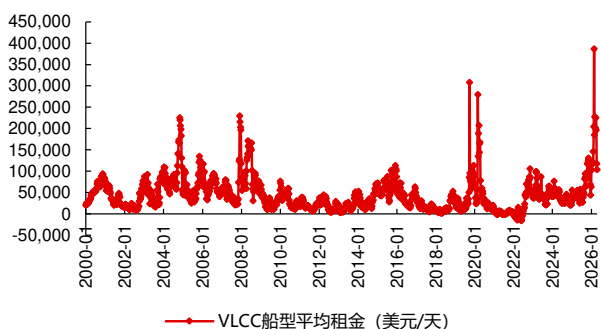


资料来源: Clarksons, 长江证券研究所

后续来看，油轮、干散货船订单需求有望接力增长。

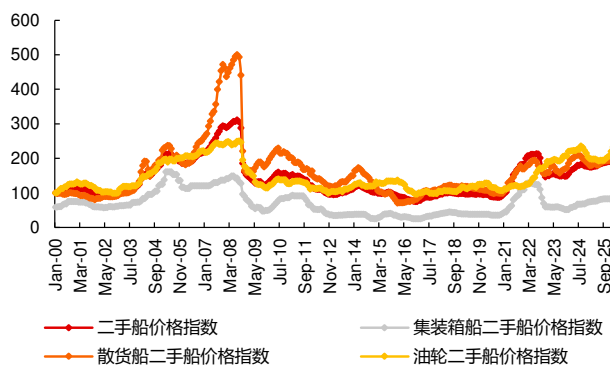
一方面，26年以来VLCC租金相比25年明显提升，截至5月初约10.4万美元/天，同比提升105.4%；油轮运价同样显著高于25年，或主要系油轮运力不足。近期行业黑天鹅事件影响下，霍尔木兹海峡停运，运力紧张的同时叠加下游航运景气，**后续油轮订单有望接力集装箱船订单持续释放**；同时，二手船价指数向上突破24年高点，目前5年期的二手VLCC价格（约1.4亿美元/艘）已高于新船报价（约1.3亿美元/艘）形成倒挂，反映出全球航运业对运力需求仍在增长。

图 20：26年5月初VLCC油轮平均租金达约10.4万美元/天



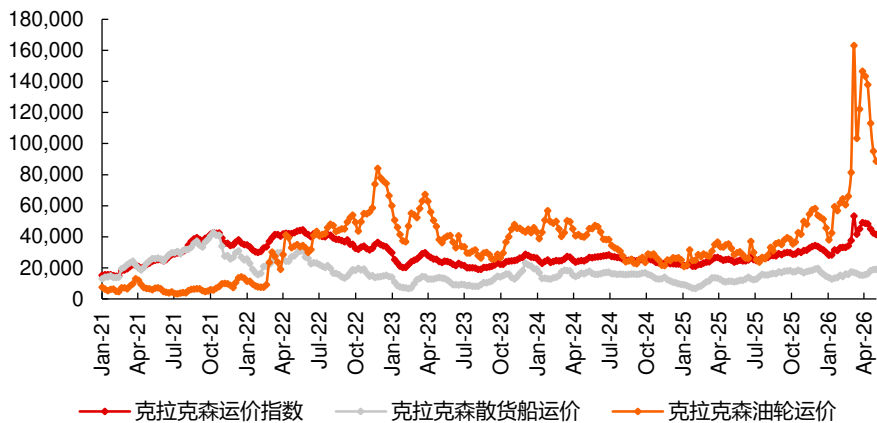
资料来源：Clarksons，长江证券研究所

图 21：二手船价格走势已突破24年高点



资料来源：Clarksons，长江证券研究所

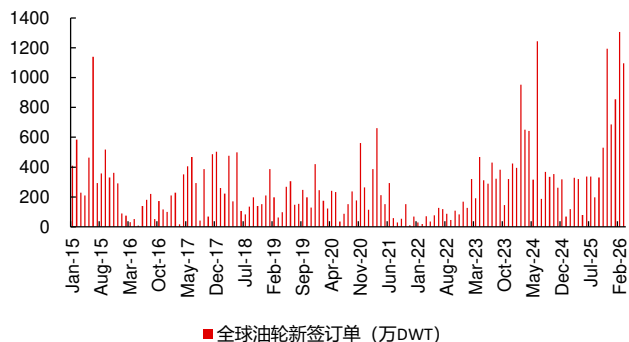
图 22：2025年下半年克拉克森油轮运价大幅上行（美元/天）



资料来源：Clarksons，长江证券研究所

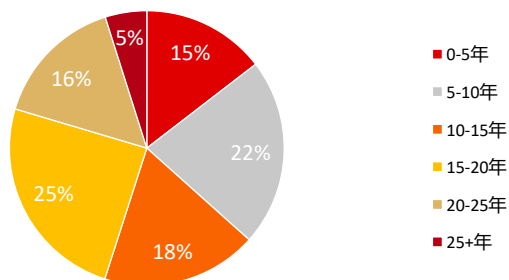
另一方面，从新签订单来看，全球油轮订单自25年11月起大幅增长，散货船在25年12月出现集中下单。从当前船队的船龄结构来看，油轮、散货船20年以上的船型占比分别约20%、11%，**后续更新替换周期有望驱动订单向上增长**。同时，从分船型手持订单运力比来看，截至26年4月，油轮、散货船分别仅21%、13%，距离历史周期高点仍有较大复苏空间。

图 23: 全球油轮新签订单情况



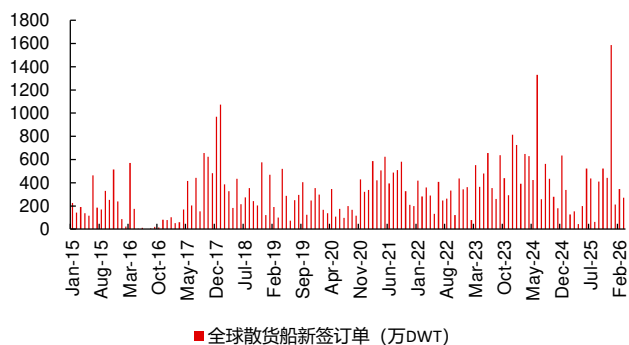
资料来源: Clarksons, 长江证券研究所

图 24: 全球油轮船队船龄结构 (截至 26 年 4 月)



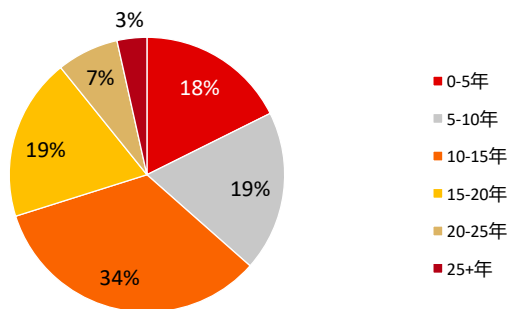
资料来源: Clarksons, 长江证券研究所

图 25: 全球散货船新签订单情况



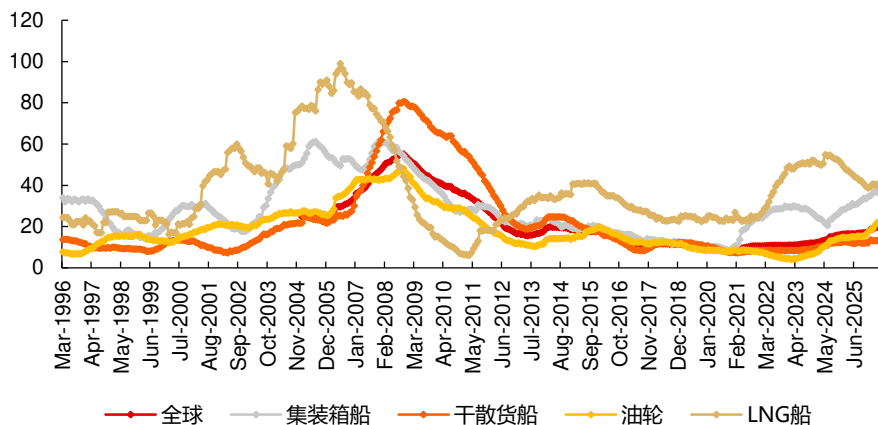
资料来源: Clarksons, 长江证券研究所

图 26: 全球散货船队船龄结构 (截至 26 年 4 月)



资料来源: Clarksons, 长江证券研究所

图 27: 分船型手持订单运力比 (%)

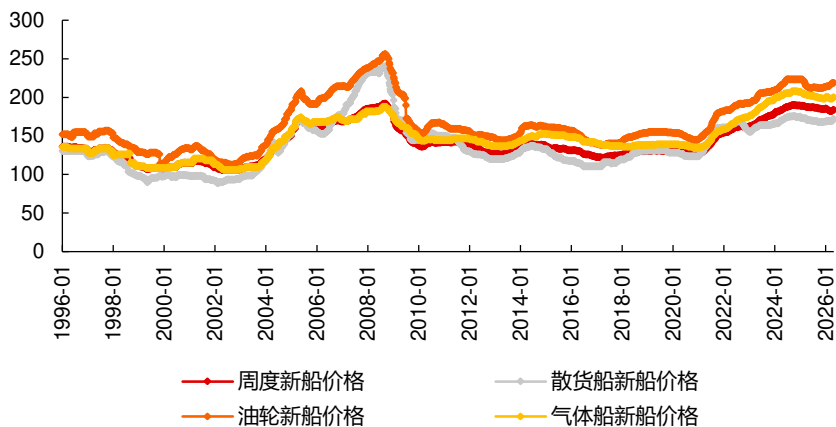


资料来源: Clarksons, 长江证券研究所

下游需求有望持续高景气, 船厂直至 28 年船位或已填满, 后续船价有望迎来向上拐点。从船价来看, 从 25 年起至 26 年 2 月, 船价整体呈现小幅下行趋势; 26 年 3 月以来受下游需求景气影响, 船价拐头向上, 分船型看, 主要系油轮价格环比持续向上带动。后

续油轮、干散货船订单需求有望上行，在船厂产能被其他船型占用的供给紧缺情况下，看好后续船价有望迎来向上拐点。

图 28：分船型新船价格指数



资料来源：Clarksons，长江证券研究所

恒力重工：高成长潜力激活，铸就全球单体船厂龙头

民营机制优势，效率高、扩产能力强，更加受益周期景气

优势一：产能爬坡的高效率。作为一家民营企业，公司 2022 年收购盘活原 STX (大连) 破产资产，用极短时间快速实现一期“海洋工厂”和二期“未来工厂”全面投产，充分展现民营企业的高效率优势。2022 年 7 月，公司通过拍卖取得原 STX (大连) 破产资产，9 月完成资产交割工作正式入场，一期“海洋工厂”仅用时 150 天实现全面运营。2024 年 8 月，恒力重工二期“未来工厂”全面开工，短短 5 个月实现投产，达产后具备年分段制作 18000 个、分段涂装 2800 万平能力，可实现年加工钢材量 230 万吨。二期项目与一期项目陆地相连、海域相接，产业链一脉相承、一体化发展，重点聚焦超大型油船、超大型液化气运输船、超大型集装箱船、海上浮式生产储油轮、海上浮式风电、钻井平台等高附加值绿色船舶和高端海工装备制造业务，打造现代化、智能化、绿色化的一流船舶与海工装备制造产业基地。

图 29: 恒力重工一期“海洋工厂”船坞



资料来源: 公司官方公众号, 长江证券研究所

图 30: 恒力重工“未来工厂”、“海洋工厂”全景图



资料来源: 公司官方公众号, 长江证券研究所

优势二: 制造交付的高效率。公司船舶制造产能全球领先, 配备大吨位起重机等先进设备, 具备分段少、高效率等优势。公司船舶制造业务承担主体包括恒力造船、恒力海洋工程, 该业务固定资产账面价值占公司固定资产账面价值的比例超过 90%, 主要配备各种规格型号的龙门起重机 (2000t、1500t、1200t、1000t、900t 等)、门座式起重机 (45t、35t 等)、自动焊接机、卷板机、分段流水线、钢板预处理流水线等生产设备。

表 6: 截至 25 年末, 公司固定资产中 90%以上为船舶制造业务

业务板块	固定资产项目明细 (亿元)	所属主体	固定资产分布区域	固定资产账面价值 (亿元)	占比	
船舶制造业务	房屋及建筑物	85.32	恒力造船 (大连) 有限公司、恒力海洋工程 (大连) 有限公司	辽宁大连长兴岛	136.87	90.86%
	专用设备	45.63				
	运输设备	1.58				
	通用设备	4.34				
船舶制造配套发动机相关业务	房屋及建筑物	3.21	恒力发动机 (大连) 有限公司、恒力精密铸造 (大连) 有限公司	辽宁大连长兴岛	9.10	6.04%
	专用设备	5.37				
	运输设备	-				
	通用设备	0.51				
船舶制造配套舾装、电气相关业务	房屋及建筑物	1.52	恒力船舶舾装 (大连) 有限公司、恒力船舶电气 (大连) 有限公司、恒力装备制造 (大连) 有限公司	辽宁大连长兴岛	2.16	1.43%
	专用设备	0.5				
	运输设备	0.01				
	通用设备	0.13				
综合管理、配套服务	房屋及建筑物	1.65	恒力重工集团有限公司、恒力综合服务 (大连) 有限公司、恒力绿色建材 (大连) 有限公司	辽宁大连长兴岛	2.52	1.67%
	专用设备	0.73				
	运输设备	-				
	通用设备	0.14				
合计	150.65	-	-	150.65	100.00%	

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

表 7: 公司主要固定资产情况

固定资产类别	主要作用
船坞、船台	船舶总装与合拢的核心场地；船坞用于大型船舶建造，船台用于中小型船舶及下水
大型龙门吊	吊运和拼接船舶分段，是分段加工、转移以及船坞/船台作业的关键配套设备
钢材预处理线	对进厂钢板进行除锈、喷涂底漆等预处理，防止腐蚀并利于后续切割焊接
数控切割机	按设计图纸精确切割钢板、型材，形成船体零件
大型卷板机、油压机	将钢板压制成船体外板、肋骨等所需的复杂曲面形状
焊接设备	将切割好的钢板、分段永久连接成整体船体结构
涂装设备	对分段或整船进行喷砂除锈、喷漆，提供防海水腐蚀和防污损的保护层

资料来源：公司公告，长江证券研究所

26年初，公司创下两项船舶制造行业新纪录，标志着公司节拍化、规模化造船能力已达到世界领先水平，体现“恒力速度”。26年1月4日，由公司1号船坞建造的4艘VLCC同一天出坞下水，创造了全球造船行业新纪录；1号船坞长741米，宽135米，可同时建造4艘30万吨级VLCC/VLOC。随后1月6日，由公司3号船坞建造的6艘8.2万载重吨散货船同日出坞，该吨级散货船同坞建造、同日出坞，再创全球造船行业新纪录。3号船坞长860米，宽80米，可容纳2艘2.4万箱集装箱船同时建造，规模为全球最大；配备2台2000吨龙门吊和1台600吨龙门吊，起吊能力为全球最大，可使总组单元大型化，减少搭载钩数，大幅缩短坞内建造周期。

图 31: 26年1月公司4艘VLCC由1号船坞同日出坞



资料来源：公司官方公众号，长江证券研究所

图 32: 26年1月公司6艘8.2万载重吨散货船由3号船坞同日出坞



资料来源：公司官方公众号，长江证券研究所

优势三：资本开支的高效率。相较于国有船企，公司的决策链条更短，可高效率通过资本市场融资，实现产能改造与扩张，是行业内少数具备扩产能力的一流船厂，稀缺性较强。2025年，公司通过发行股份募集配套资金，用于绿色高端装备制造项目和国际化船舶研发设计中心项目（一期）；2026年拟通过定增募集资金70亿元，拟用于绿色智能高端船舶制造一体化项目、绿色船舶制造曲组配套升级项目、绿色高端船舶制造项目配套3-6码头项目。截至26年4月，公司已经拥有10个可同时生产20万DWT以下吨位船舶的船位和8个可同时生产20万DWT以上吨位船舶的船位，公司在建项目投产后可新增4个同时建造20万DWT以上吨位船舶的船位，该船位预计将于2026年下半年投入使用，届时公司将拥有同时建造10个20万DWT以下吨位船舶的船位和同时建造12个20万DWT以上吨位船舶的船位，共计22个船位，结合行业船位使用3-4

个月左右的时长估算，预计公司每年可生产约 66-88 艘船舶。伴随后续生产效率提升，新产能逐步建设，预计产能仍有提升空间，助力公司打造全球单体船厂龙头。

表 8：公司 2025 年发行股份募集配套资金用途（单位：万元）

序号	募集资金用途	总投资金额	拟投入募集配套资金
1	恒力造船（大连）有限公司绿色高端装备制造项目	800,787.90	350,000.00
2	恒力重工集团有限公司国际化船舶研发设计中心项目（一期）	73,557.84	50,000.00
合计		874,345.74	400,000.00

资料来源：公司公告，长江证券研究所

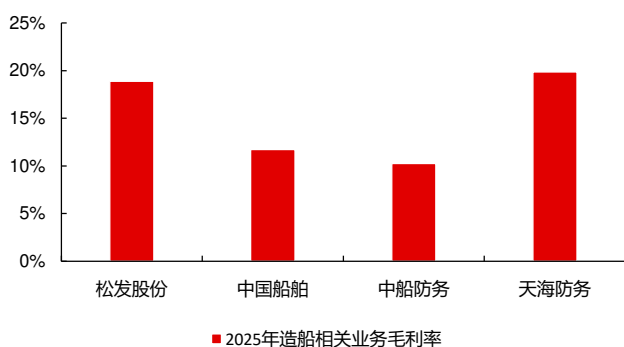
表 9：公司 2026 年定增募集资金使用计划（单位：万元）

序号	募集资金用途	拟投资金额	拟投入募集资金金额
1	绿色智能高端船舶制造一体化项目	1,006,497.68	500,000.00
1.1	恒力造船（大连）有限公司绿色智能装备制造项目	728,590.80	500,000.00
1.2	恒力造船（大连）有限公司绿色高端船舶建造项目配套设施	277,906.88	
2	恒力造船（大连）有限公司绿色船舶制造曲组配套升级项目	212,615.30	150,000.00
3	绿色高端船舶制造项目配套 3-6 码头项目	131,752.98	50,000.00
合计		1,350,865.96	700,000.00

资料来源：公司公告，长江证券研究所

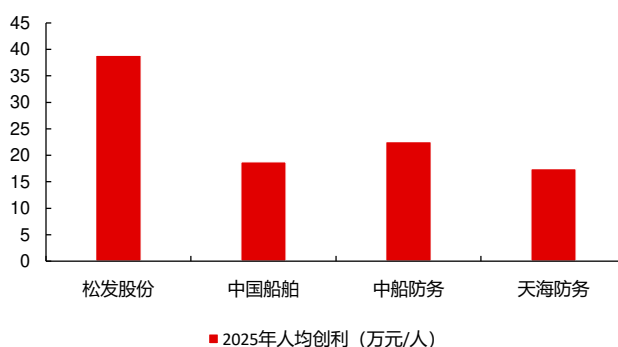
公司充分发挥民营企业机制优势，盈利能力、经营效率行业领先。25 年公司造船业务毛利率达 18.87%，位于行业上游水平，且后续有较大提升空间。从效率来看，25 年公司人均创利 38.9 万元/人，处于行业领先水平。

图 33：公司船舶业务毛利率位于行业上游水平



资料来源：Wind，长江证券研究所（注：松发股份为船舶业务毛利率，中国船舶为船舶造修业务毛利率，中船防务为造船业务毛利率，天海防务为船舶工程设计建造总承包业务毛利率）

图 34：公司人均创利水平行业领先



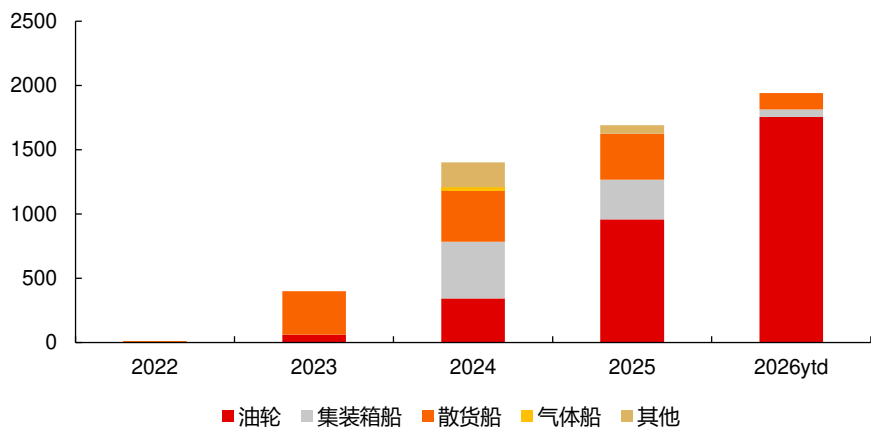
资料来源：Wind，长江证券研究所

在手订单饱满，船型结构优化助力盈利能力提升

当前公司订单饱满，有望助力后续业绩持续向上增长。根据克拉克森统计，截至目前 26 年 1-4 月公司新签订单达 1940.55 万 DWT，已超过 2025 年全年水平；在手订单达

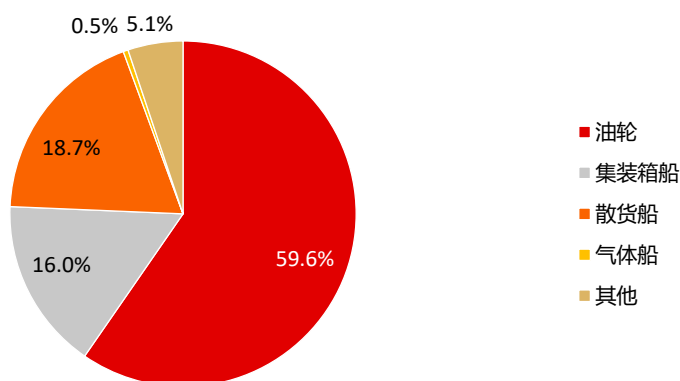
5052.62 万 DWT，其中油轮占比 59.6%、散货船占比 18.7%、集装箱船占比 16.0%、气体船及其他船型占比 5.6%。

图 35：公司分船型新签订单（万 DWT）



资料来源：Clarksons，长江证券研究所（注：2026 年数据截至 2026 年 4 月）

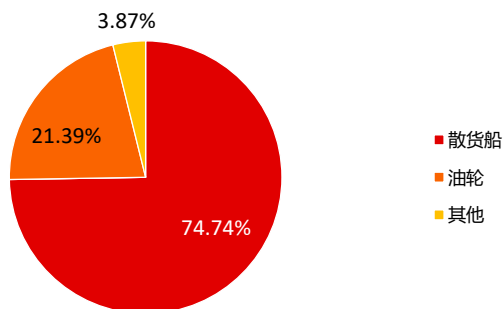
图 36：公司分船型在手订单结构



资料来源：Clarksons，长江证券研究所（注：2026 年数据截至 2026 年 4 月）

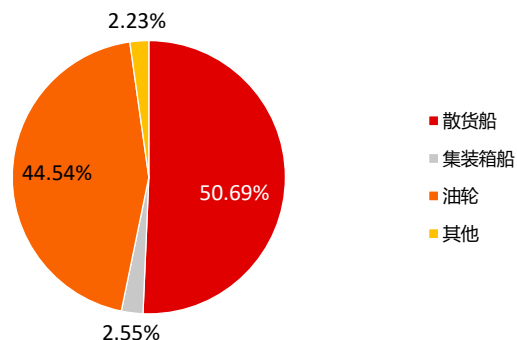
船型结构优化，高价值订单占比提升，有望带动公司盈利能力提升。通常情况下，集装箱船和油轮的毛利率相对散货船更高。从公司分船型收入结构来看，2025 年油轮收入占比由 2024 年的 21.39%提升至 44.54%；集装箱船业务实现突破，2025 年收入占比达到 2.55%，因此公司 25 年盈利能力显著提升。展望后续，船舶行业需求有望持续景气，公司新签订单中，高毛利的油轮、集装箱订单占比有望提升，比如 26 年截至 4 月，公司新签订单中油轮占比达 90%以上（按载重吨计），后续盈利能力有望进一步上行。

图 37：2024 年公司分船型收入占比



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 38：2025 年公司分船型收入占比



资料来源：公司公告，长江证券研究所

具备核心发动机自主配套能力，造船+发动机一体化布局

公司切入发动机制造业务，一方面对内自主可控避免卡脖子，另一方面对外销售贡献业绩增长。发动机配套是船舶制造的核心环节之一，23 年 7 月恒力发动机与德国 MAN 签订专利许可授权协议，正式启动发动机造机业务；23 年底，恒力发动机获得中国船级社质量管理体系认证证书，正式进入船用发动机建造市场。24 年 3 月，公司首台发动机开工建造，期间，自主生产的曲轴以卓越的品质与严格的精度控制成为 MAN 的免检产品；24 年 9 月，公司自主生产的第一台发动机成功交付，标志着公司已完全具备船用发动机制造能力，实现了在船舶动力领域自主生产的重大突破。25 年 10 月，公司自主生产的第一台液化石油气（LPG）双燃料发动机成功交付，标志着公司已完全具备绿色燃料发动机制造能力，实现了在绿色船舶动力领域自主生产的重大突破。

图 39：24 年 9 月公司自主生产的第一台发动机成功交付



资料来源：公司官方公众号，长江证券研究所

图 40：25 年 10 月公司自主生产的第一台 LPG 双燃料发动机交付



资料来源：公司官方公众号，长江证券研究所

公司发动机产能规模行业领先，且后续有望进一步扩产。25 年公司新建发动机总装二期车间投用，可年产发动机 180 台，成为中国单体最大的船用发动机制造企业之一，可覆盖 G95 及以下机型，并实现 LNG、LPG、甲醇、氨四种低碳零碳双燃料发动机全覆盖。恒力发动机短时间得到市场充分认可，截至 25 年 10 月，发动机订单已排至 2029 年。后续公司三期车间有望建成并投产，发动机产能有望再上新台阶，看好发动机业务带来的增量空间。

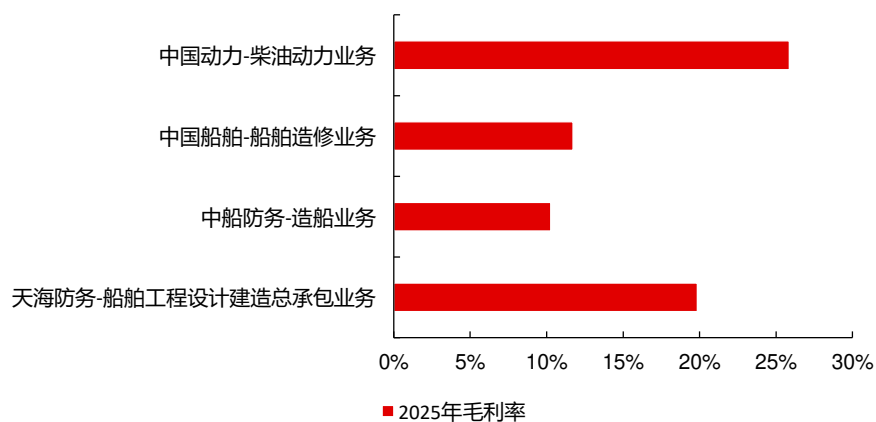
图 41：公司发动机总装二期车间



资料来源：公司官方公众号，长江证券研究所

伴随公司船用发动机产能扩张及销售增长，有望带动整体毛利率上行。从毛利率来看，船用发动机毛利率显著高于造船业务，如中国动力的柴油动力业务 2025 年毛利率达 25.86%，显著高于行业内主要公司的造船业务毛利率。当前船用发动机行业供不应求，伴随公司发动机产能扩张及销售增长，有望带动整体毛利率上行。

图 42：船用发动机业务毛利率显著高于造船业务



资料来源：Wind，长江证券研究所

投资建议

松发股份于 2025 年重组成功，剥离陶瓷主业，引入恒力重工造船资产，成功转型为我国一流的船舶制造行业领先企业。作为民营造船新秀，公司充分发挥体制机制优势，产能爬坡、制造交付、资本开支效率高，伴随后续三期、四期产能陆续投产，有望充分受益船舶行业量价齐升。除造船业务外，公司船用发动机制造水平、产能规模行业领先，25 年公司新建发动机总装二期车间投用，可年产发动机 180 台，成为中国单体最大的船用发动机制造企业之一。此外，伴随船型结构优化，有望助力利润率进一步提升，看好公司高端船舶制造的竞争力和成长弹性。预计 2026-2027 年公司分别实现归母净利润 71.62 亿、130.10 亿元，对应 PE 分别为 20 倍、11 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

- 1、船舶行业需求波动风险。伴随着全球宏观经济波动，公司造船业务与全球航运业密切相关。若后续公司新船订单量不及预期，将对公司业绩产生不利影响。
- 2、新接订单价格弹性不及预期风险。供需缺口叠加高附加值船型订单占比提升背景下，预计公司新接订单价格有望持续上行，从而带动业绩持续增长；而如果新接订单价格弹性不及预期，可能对公司未来利润增长造成不利影响。
- 3、主要原材料价格波动风险。原材料在公司产品成本中占据较高比重，若未来原材料价格上行，将对公司生产成本产生影响，进而可能对公司的业绩造成不利影响。
- 4、盈利预测假设不成立或不及预期的风险。

在对公司进行盈利预测及投资价值分析时，我们基于行业情况及公司公开信息做了一系列假设，短期看，我们预计油轮、干散货船订单有望接力上行，叠加公司产能扩张，预计公司收入利润高速增长。中长期看，更新替换周期有望驱动造船行业周期向上，公司作为有望充分受益。基于上述假设，我们预测 2026-2027 年公司营收分别为 453.98 亿元、690.12 亿元，增速分别为 110%、52%；预计 2026-2027 年归母净利润分别为 71.62 亿元、130.10 亿元，同比增速分别为 170%、82%。

若上述假设不成立或者不及预期则我们的盈利预测及估值结果可能出现偏差，具体影响包括但不限于公司业绩不及我们的预期、估值结果偏高等，悲观假设下，若船舶行业订单景气不及预期、公司产能扩张进度不及预期等，则公司未来收入/业绩增速或受影响，假设悲观情况下，2026、2027 年公司营业收入同比增速分别降低至 85%、45%，毛利率分别降至 21.6%、23.9%，则对应测算归母净利润同比增速将分别降低至 130%、74%。

表 10：公司收入及利润敏感性分析（百万元）

	基准情形			悲观情形		
	2025	2026E	2027E	2025	2026E	2027E
营业收入	21,639	45,398	69,012	21,639	40,032	58,047
YOY	275.0%	109.8%	52.0%	275.0%	85.0%	45.0%
毛利率	20.4%	22.1%	24.4%	20.4%	21.6%	23.9%
归母净利润	2,655	7,162	13,010	2,655	6,115	10,653
YOY	1083.1%	169.8%	81.7%	1083.1%	130.4%	74.2%

资料来源：Wind，长江证券研究所

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明： 沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、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。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。