

松发股份 (603268.SH)

以恒心，焕新生；运伟力，启新元

核心观点：

- **重大资产重组落地，破茧成蝶切入造船高景气赛道。**松发股份依托原STX（大连）优质船厂资产，通过重大资产重组成功置入恒力重工100%股权，主营业务全面切换至船舶及高端装备的研发、生产和销售。随着产能的快速修复与资本平台的顺利切换，公司主营结构已高度集中于船舶制造。重组落地后，公司收入与利润规模迅速放大，已步入交付放量与业绩持续释放的新阶段。
- **造船大周期步入中长期上行阶段，环保+更新凸显核心产能稀缺性。**全球造船业正由单纯的新增需求驱动，转向由老龄船替换与绿色环保降碳共振催化的中期上行通道。由于上一轮长周期的深度出清，全球具备替代燃料船建造能力和大型坞位资源的优质船厂大幅收缩，行业供给端呈现结构性偏紧态势。从需求结构来看，油轮与散货船的边际修复尤为强劲，高附加值船型正迎来量价齐升的红利期。
- **超大坞位+集团赋能+聚焦 VLCC 构筑极强护城河，盈利弹性有望加速兑现。**恒力重工作为世界级船厂，凭借三大核心优势占据本轮周期高地：一是先天禀赋优异，拥有稀缺的超大型船坞资产及大连长兴岛优良的深水岸线；二是产业链协同深厚，已打通船用发动机自主制造等关键配套环节；三是高价值船型领跑全球，公司精准卡位 VLCC 赛道，26年 VLCC 新签订单全球市占率达 66.7%，在手订单稳居第一梯队。
- **盈利预测与投资建议。**按照公司在手订单交付节奏，我们预计 26-28 年公司营收分别达 402/670/757 亿元，保持高速扩张态势；归母净利润预计分别为 68.76/124.10/158.44 亿元。参考可比公司估值，我们给予公司 2026 年 PE 估值 25x，对应合理价值 177.08 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示。**全球贸易需求不及预期，原材料价格上涨与汇率剧烈波动，产能爬坡及扩产项目推进不及预期。

盈利预测：

单位:人民币百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	275	21,639	40,185	66,980	75,716
增长率 (%)	33.3%	7,774.1%	85.7%	66.7%	13.0%
EBITDA	-16	4,270	13,559	21,680	26,623
归母净利润	-77	2,655	6,876	12,410	15,844
增长率 (%)	-	-	159.0%	80.5%	27.7%
EPS (元/股)	-0.62	2.73	7.08	12.78	16.32
市盈率 (P/E)	-	30.5	20.0	11.1	8.7
ROE (%)	-5,065.7%	28.1%	42.1%	43.2%	35.5%
EV/EBITDA	-	19.5	10.7	6.8	5.3

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

公司评级

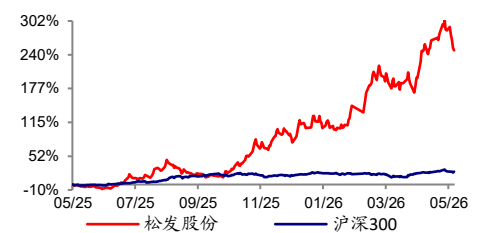
买入

当前价格	142.00 元
合理价值	177.08 元
报告日期	2026-05-25

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	970.78/233.25
总市值/流通市值 (百万元)	137851/33121
一年内最高/最低 (元)	165.08/37.38
30 日日均成交量/成交额 (百万)	8.5/1270
近 3 个月/6 个月涨跌幅 (%)	42.20/111.94

相对市场表现



分析师：

孙柏阳



SAC 执证号: S0260520080002



021-38003680



sunboyang@gf.com.cn

分析师：

汪家豪



SAC 执证号: S0260522120004



SFC CE No. BWR740



021-38003792



wangjiahao@gf.com.cn

分析师：

孟祥杰



SAC 执证号: S0260521040002



SFC CE No. BRF275



010-59136693



mengxiangjie@gf.com.cn

分析师：

黄晓萍



SAC 执证号: S0260525060003



huangxiaoping@gf.com.cn

请注意，孙柏阳、黄晓萍并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

请务必阅读末页的免责声明

目录索引

一、松发股份：借壳完成，恒力重工登陆 A 股平台	4
（一）重大资产重组落地，上市主体切换至船舶及高端装备平台	4
（二）利润爬坡，重组后业绩进入释放期.....	5
二、船舶行业：新一轮景气周期开启，供需格局持续优化.....	7
（一）造船大周期上行：更新替换进入加速阶段，需求结构分化、船价维持高位....	7
（二）供给端：船坞资源稀缺，行业扩产受限.....	9
（三）结构端：油轮与散货船修复，高附加值船型更具弹性.....	11
三、恒力船厂的稀缺性：三大核心优势构筑护城河.....	14
（一）先天禀赋：超大船坞资产+地理条件优越，造就竞争力和定价权.....	14
（二）后天实力：综合性集团赋能重工板块，造船主业牵引产业集群协同.....	16
（三）赛道领先：单一细分船型+发动机布局优势.....	18
四、盈利预测与投资建议.....	21
五、风险提示.....	23

图表索引

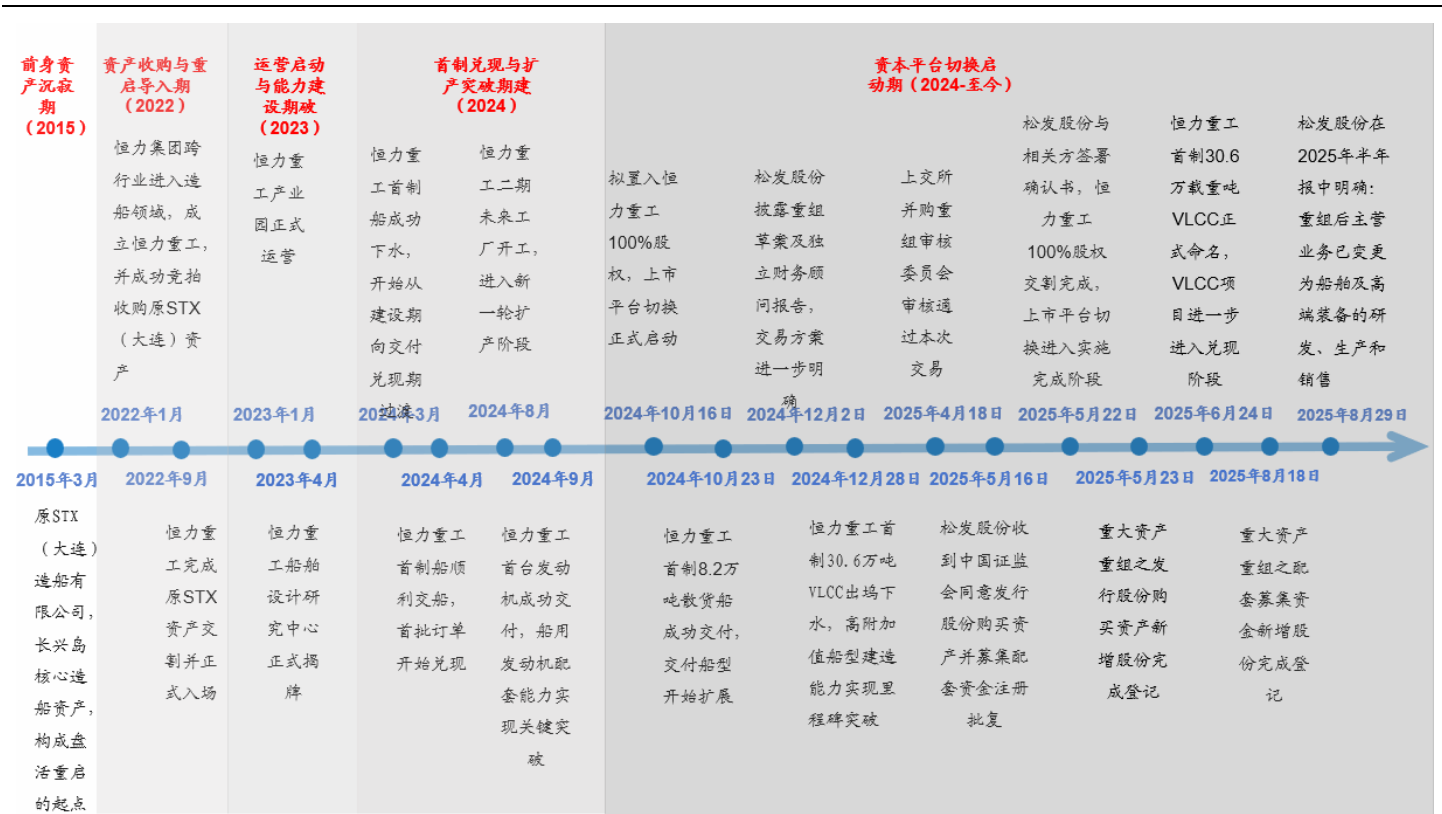
图 1: 松发发展历程	4
图 2: 松发股权结构图	5
图 3: 松发 25Q3-26Q1 营业收入情况 (亿元)	6
图 4: 松发 25Q3-26Q1 归母净利润情况 (亿元)	6
图 5: 松发 25Q3-26Q1 经营活动现金流量净额情况 (亿元)	6
图 6: 松发 25Q3-26Q1 总资产及总负债情况 (亿元)	6
图 7: 松发 2025 年主营构成情况 (按产品分类, 亿元)	7
图 8: 松发 2025 年主营业务毛利率情况	7
图 9: 全球造船大周期复盘	8
图 10: 25 年起新船订单需求对应的潜在老龄替换中枢增加超 50% (左轴: 当年交付量, 单位: 百万 dwt)	8
图 11: 造船行业集中度较高	10
图 12: 全球具备替代燃料船建造能力的活跃船厂占比仍然较低	10
图 13: 油轮总活跃船厂持续收缩, 绿色油轮建造能力仍集中于少数船厂	10
图 14: 2024 年至今 BDTI 走势	11
图 15: 2024 年至今 BDI 走势	11
图 16: CCFI-美东、CCFI-美西走势	11
图 17: 2021 年至今新船及二手船价格走势	12
图 18: 2021 年至今分船型新船价格走势	12
图 19: 2021 年至今分船型二手船价格走势	12
图 20: 散货船及邮轮新船订单结构	13
图 21: 今年以来新船价格指数走势	13
图 22: 恒力重工 1 号船坞	14
图 23: 恒力重工 3 号船坞	14
图 24: 长兴岛区位优势图	15
图 25: 恒力重工发展历程及投产速度	16
图 26: 恒力重工集团组织架构图	17
图 27: 恒力重工产业园	18
图 28: 恒力重工 2026 年以来新接订单结构(艘)	18
图 29: VLCC 新造船价格走势	18
图 30: 全球 VLCC 新签订单按船厂排名 (2026YTD)	19
图 31: 全球 VLCC 在手订单按船厂排名	19
图 32: 恒力重工在手订单交付节奏 (按交付年份及船型)	20
图 33: 扬子江当前在手订单结构 (艘)	20
图 34: 扬子江净利率快速提升	20
表 1: 我国造船行业供给侧关键指标汇总	9
表 2: 松发股份业务拆分与盈利预测表 (单位: 亿元)	21
表 3: 可比公司估值表	23

一、松发股份：借壳完成，恒力重工登陆 A 股平台

（一）重大资产重组落地，上市主体切换至船舶及高端装备平台

公司依托原STX（大连）优质船厂资产完成快速重启，并借助松发股份重大资产重组实现登陆A股，当前已进入交付放量与平台价值重估的新阶段。原 STX（大连）造船资产在经历长期闲置后，于 2022 年 7 月由恒力集团收购并设立恒力重工，正式切入船舶制造领域；2023 年1月恒力重工产业园正式运营，随后公司在 2024 年实现首制船下水、首制船交付、首台发动机交付及首制 VLCC 出坞下水等一系列关键突破。随后，松发股份于 2024 年10月披露重大资产重组预案，拟置入恒力重工 100% 股权；2025年5月公司取得证监会注册批复并完成标的资产交割及新增股份登记，主营业务正式变更为船舶及高端装备的研发、生产和销售，标志着恒力重工正式借助上市平台进入资本市场发展新阶段。

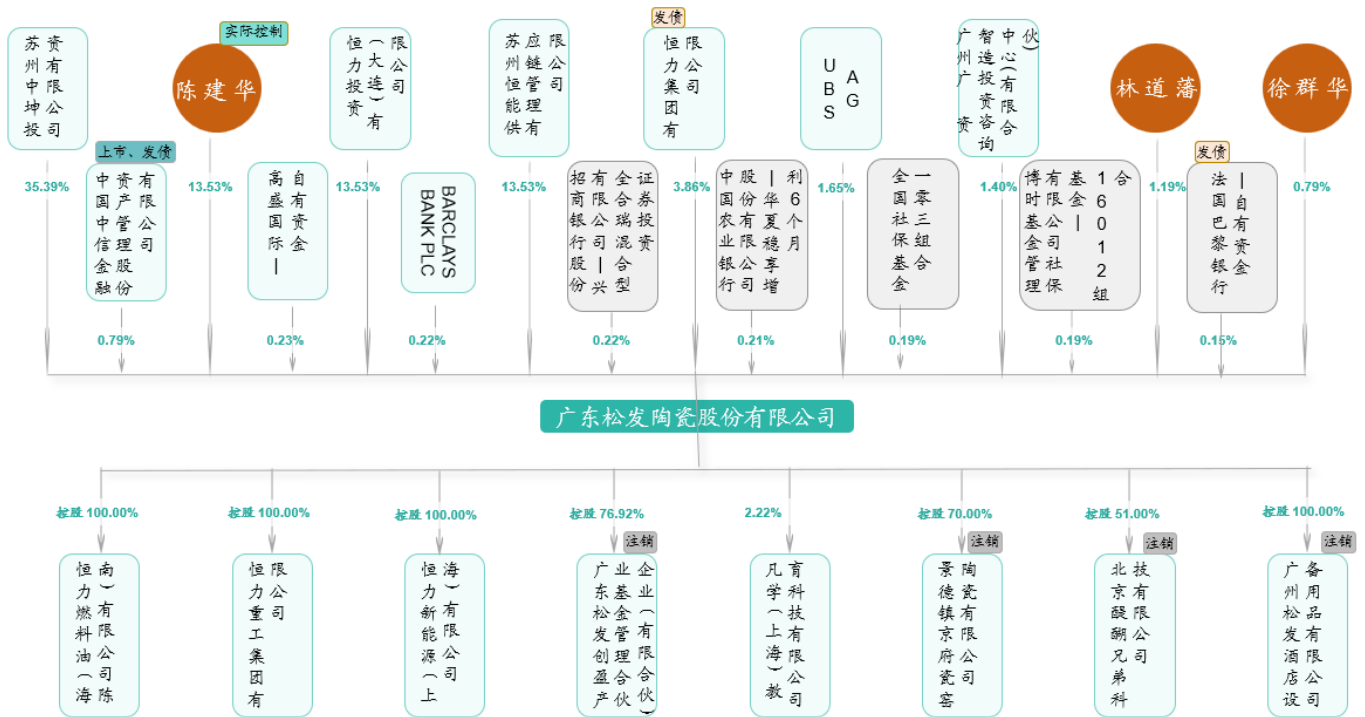
图 1：松发发展历程



数据来源：辽宁省人民政府，恒力重工官网，广发证券发展研究中心

公司股权结构高度集中，实际控制人为陈建华、范红卫夫妇，截至2026年4月5日通过直接和间接方式合计持有公司约79.66%的股份。其中，中坤投资作为控股股东持有公司35.39%的股份，恒能投资与苏州恒能分别持股13.53%，陈建华个人直接持股13.35%，恒力集团持股3.86%，且上述中坤投资、恒能投资、苏州恒能及恒力集团均由陈建华和范红卫夫妇100%全资控股。稳固的顶层治理架构，为公司在船舶周期上行阶段保持高效的战略决策与执行力奠定了坚实基础。

图 2: 松发股权结构图



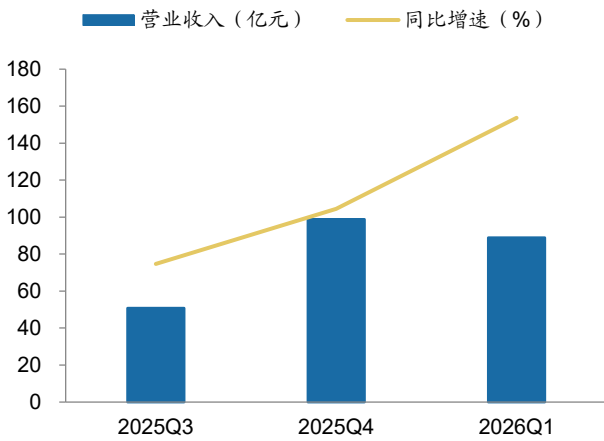
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

在业务与部门架构方面，公司以恒力重工为核心，通过下属多家全资子公司实现了从船舶总装到核心零部件的全产业链一体化布局，协同赋能优势显著。其中，恒力造船（大连）有限公司作为承载船舶建造业务的核心骨干，下设新加坡子公司（HENGLI SHIPBUILDING (SINGAPORE) PTE. LTD.）以协同国际化运营接单；在配套环节，公司全资控股恒力发动机、恒力船舶舾装、恒力船舶电气等核心零部件企业，特别是通过恒力发动机实现了船舶发动机的自主可控，保障了供应链稳定性并强化了成本护城河；此外，公司的业务触角还通过恒力海洋工程、恒力装备制造、恒力精密铸造、恒力绿色建材、恒力综合服务及苏州恒能智能科技等100%控股子公司，全面延伸至高端海工装备及智能制造领域，全方位助力市占率的持续提升。

（二）利润爬坡，重组后业绩进入释放期

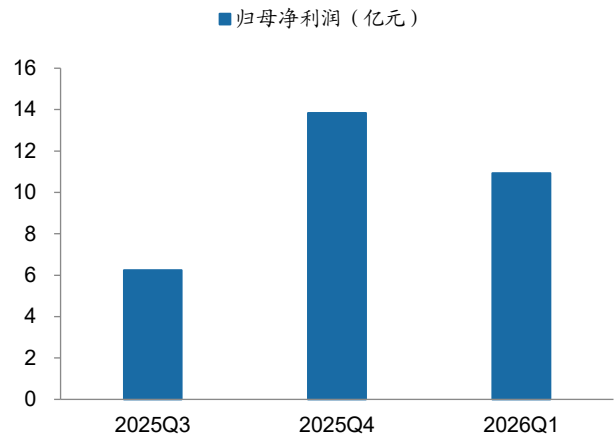
重组落地后，公司收入与利润进入快速释放阶段。2025年公司单季度收入与归母净利润呈现明显的前低后高特征，Q1仍处于重组交割前阶段，业绩基数较低；随着公司于2025年5月取得注册批复并于5月22日完成恒力重工100%股权交割，Q2起经营体量显著抬升，单季度收入与利润均快速放大，Q4进一步提升。公司2025H1实现营业收入66.80亿元、归母净利润6.47亿元，均较上年同期改善并实现扭亏；2025全年实现营业收入216.39亿元、归母净利润26.55亿元；2026Q1实现营业收入88.88亿元、归母净利润10.93亿元，表明重大资产重组完成后，造船业务并表叠加交付放量已成为业绩增长的核心驱动。

图 3: 松发25Q3-26Q1营业收入情况 (亿元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

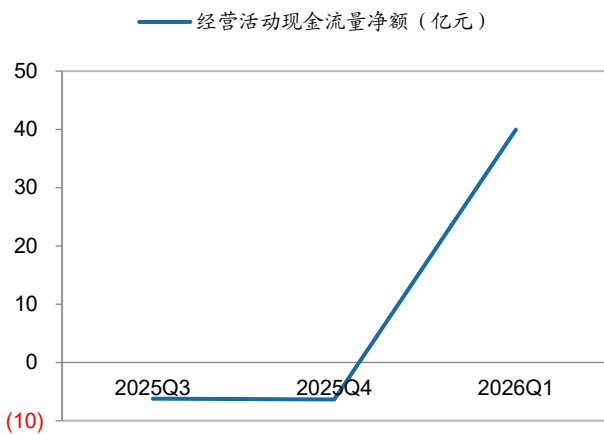
图 4: 松发25Q3-26Q1归母净利润情况 (亿元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

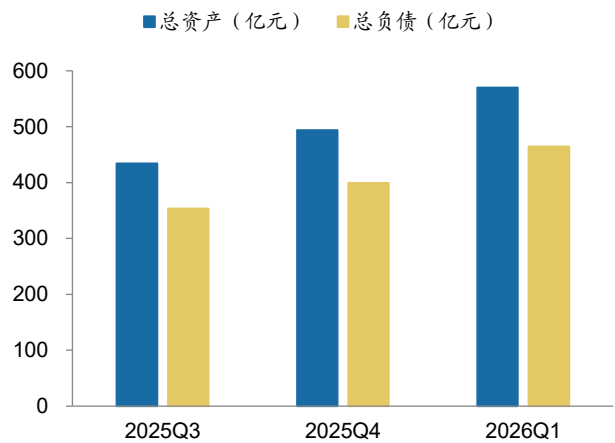
现金流短期承压, 但资产负债表快速扩张反映出平台切换与产能建设同步推进。公司2025年各季度经营活动现金流量净额仍有波动, 整体表现为前期承压、全年改善, 这与造船行业订单执行周期长、采购和建造投入靠前的经营特征较为一致。同时, 伴随重大资产重组完成、配套融资落地及募投项目推进, 公司总资产规模快速扩张, 2025年末总资产达到493.92亿元, 较上年末增长154.04%, 2026Q1总资产达到569.78亿元, 反映出上市平台已全面承接恒力重工资产并进入重资产扩张阶段。

图 5: 松发25Q3-26Q1经营活动现金流量净额情况 (亿元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

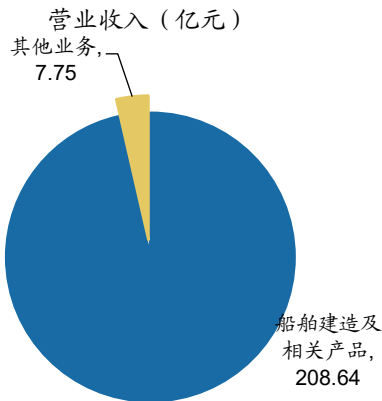
图 6: 松发25Q3-26Q1总资产及总负债情况 (亿元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

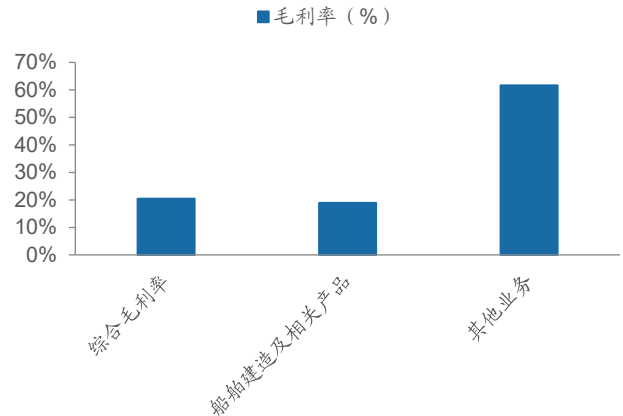
主营结构已完成向船舶制造集中, 盈利能力开始体现船厂经营属性。公司2025年收入和毛利主要由船舶建造及相关产品贡献, 主营结构已从原有陶瓷业务切换至船舶及高端装备制造。2025年公司主营业务收入主要来源于船舶建造行业, 实现收入208.64亿元, 毛利率为18.87%; 结合主营构成与毛利率分布可以看出, 尽管其他业务毛利率相对较高, 但体量较小, 对整体利润贡献有限, 当前公司盈利质量更多取决于核心船型交付节奏、订单结构优化以及产能利用率提升, 后续盈利弹性将更加直接地映射船舶制造主业景气度。

图 7: 松发2025年主营构成情况 (按产品分类, 亿元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 8: 松发2025年主营业务毛利率情况



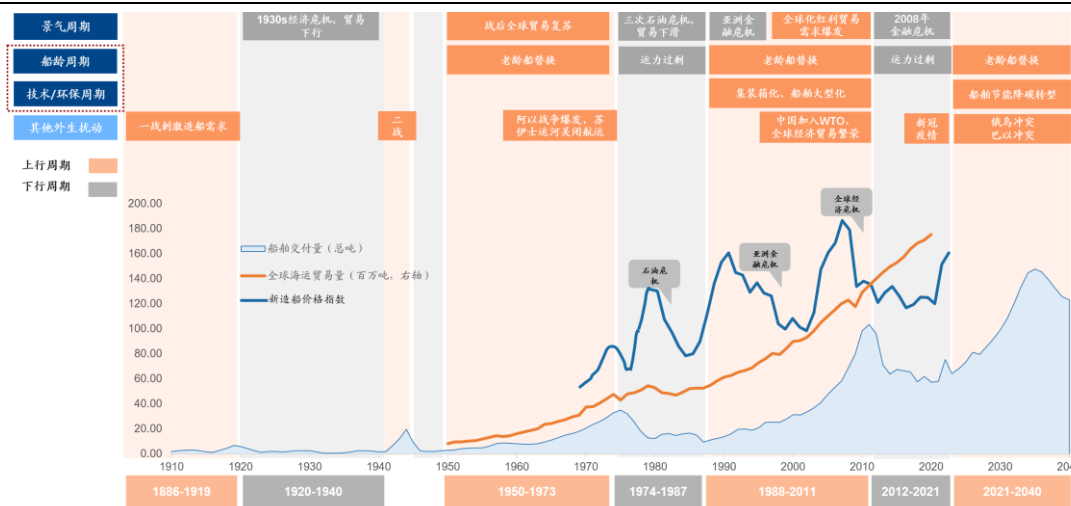
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

二、船舶行业：新一轮景气周期开启，供需格局持续优化

(一) 造船大周期上行：更新替换进入加速阶段，需求结构分化、船价维持高位

本轮造船景气上行，并非单纯由贸易扩张驱动的短周期修复，而是由景气周期、船龄周期与技术环保周期共同推动的新一轮中期上行。回顾全球造船业百余年演进，行业需求通常由贸易繁荣、运力扩张与老龄船替换交替驱动，而当前周期与以往最大的不同，在于新增需求之外，更新替换与绿色升级正在成为更稳定、更持续的底层支撑。因此，我们判断，本轮周期并非传统意义上的脉冲式复苏，而更接近一轮由船队更新重塑带动的中长期上行阶段。

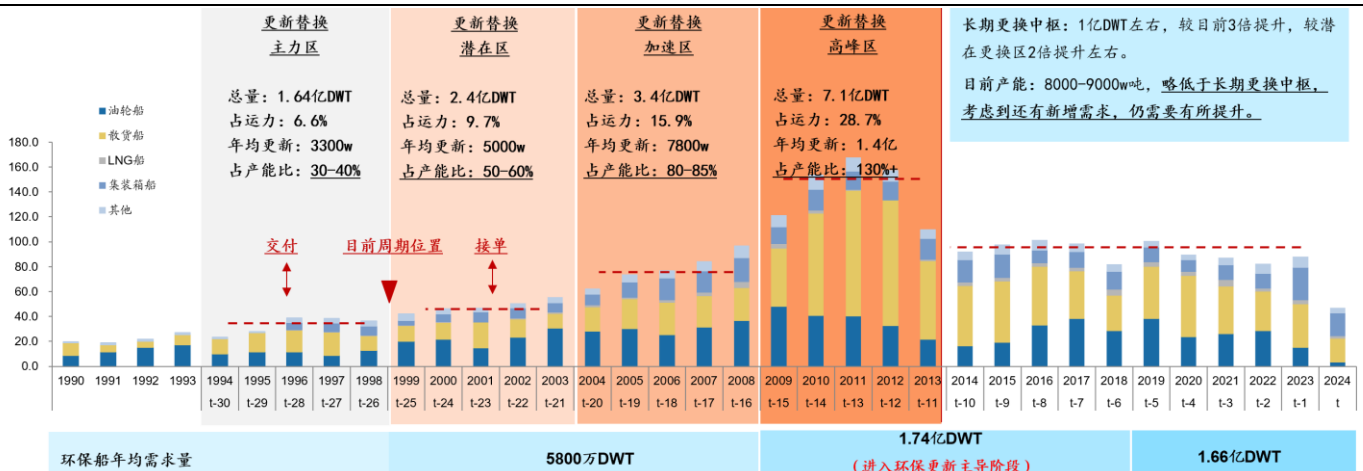
图 9：全球造船大周期复盘



数据来源：Maritime Economics，广发证券发展研究中心

从周期位置看，行业正逐步由新增需求驱动转向更新替换驱动。UNCTAD在《Review of Maritime Transport 2025》中指出，2024年全球船队按总吨加权平均船龄已升至12.6年，较2023年增加3.2%，较十年前老化超过3年；按船舶数量口径，全球船队平均船龄已达22.2年。与此同时，2025年初全球订单簿占在役船队比重约15%，虽较2024年初的12.3%有所回升，但仍显著低于2009年的52%以及2014—2015年的19%；分船型看，散货船和油轮订单簿占比仅分别为10%和7.5%。UNCTAD同时强调，在订单簿比例仍属中等水平、拆船率偏低的背景下，老龄船队的替换节奏依然偏慢，这意味着未来新船需求的核心支撑正更多来自存量船队更新，而非单纯依赖新增运力扩张。另一方面，IMO于2023年修订的温室气体减排战略已明确提出，到2030年国际航运单位运输工作CO2排放较2008年至少下降40%，零/近零排放燃料占国际航运能源使用比例至少达到5%、力争10%，并在2050年前后实现国际航运温室气体净零排放。环保约束正成为推动更新需求持续抬升的重要变量。

图 10：25年起新船订单需求对应的潜在老龄替换中枢增加超50%（左轴：当年交付量，单位：百万dwt）



数据来源：clarksons，广发证券发展研究中心

聚焦当前新造船市场，行业正加速步入量价齐升与盈利扩张的红利兑现期。价格端，

克拉克森新造船价格指数持续攀升并维持高位，且本轮高船价伴随着钢材等成本的相对平稳，为船企留足了更厚的利润空间；需求端，在老龄船替换周期与行业技术环保周期（EEXI/CII新规）的共振催化下，新船订单结构正加速向高附加值、绿色双燃料船型倾斜，潜在的老龄替换中枢进一步抬升，构筑了坚实的需求底座；供给端，历经上一轮漫长的产能出清，当前全球主流船企产能受限，头部船厂的船坞排期普遍已覆盖至2029甚至2030年。综合来看，当前新造船市场长周期向上的确定性极强，这种供给刚性与高价订单的溢出效应，不仅夯实了行业的盈利预期，也为松发股份这类具备优质资产盘活能力、正处于首制船集中兑现与扩产突破期的新晋重组平台，提供了适宜的产能切入点与具有弹性的业绩兑现窗口。

（二）供给端：船坞资源稀缺，行业扩产受限

本轮造船景气并非单纯由需求端驱动，更重要的是供给端弹性明显弱于历史同期。根据中国船舶工业行业协会，2022-2025年，我国造船完工量由3786万载重吨提升至5369万载重吨，新接订单量由4552万载重吨升至10782万载重吨，手持订单量则由10557万载重吨大幅增至27442万载重吨；与此同时，手持订单全球份额由49.0%持续提升至66.8%，反映出全球订单正在加速向中国船厂集中。2025年新接订单量同比小幅回落4.6%，主要系24年高基数影响，实际上订单量超出预期，绝对量仍处于历史高位，显著高于2022-2023年水平。更关键的是，订单流入持续快于交付释放。按上述数据测算，2022—2025年我国新接订单量/完工量分别为1.20倍、1.68倍、2.35倍和2.01倍，连续四年高于1；同期手持订单量/完工量则由2.79倍持续抬升至5.11倍。这意味着即便船厂交付能力在提升，新增订单与在手订单的累积速度仍明显快于产能释放速度，未来数年的优质坞位、总装能力和交付资源已被持续锁定，行业供给端更接近高负荷运行下的结构性偏紧，而非可以线性外推的宽松扩产。

表 1：我国造船行业供给侧关键指标汇总

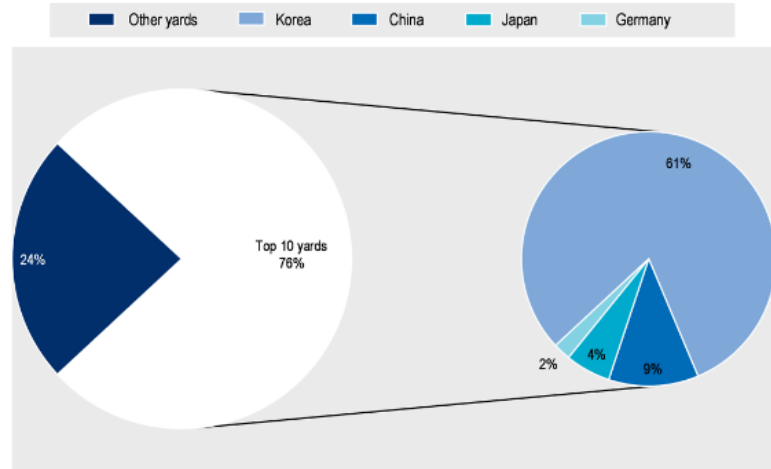
指标	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
造船完工量（万载重吨）	3786	4232	4818	5369
造船完工量同比	-4.6%	11.8%	13.8%	11.4%
新接订单量（万载重吨）	4552	7120	11305	10782
新接订单量同比	-32.1%	56.4%	58.8%	-4.6%
手持订单量（万载重吨）	10557	13939	20872	27442
手持订单量同比	10.2%	32.0%	49.7%	31.5%
造船完工量全球份额	47.3%	50.2%	55.7%	56.1%
新接订单量全球份额	55.2%	66.6%	74.1%	69.0%
手持订单量全球份额	49.0%	55.0%	63.1%	66.8%
新接订单/完工量（倍）	1.2	1.68	2.35	2.01
手持订单/完工量（倍）	2.79	3.29	4.33	5.11

数据来源：中国船舶工业行业协会，中华人民共和国工业和信息化部，广发证券发展研究中心

供给紧张并非短期现象，而是上一轮长下行周期充分出清后的结果。Clarksons数据显示，全球活跃船厂数量较2010年已下降约三分之二，行业集中度持续上升，且较少有大规模的新船厂开发。换言之，当前行业并非没有订单，而是能够承接大批量、

高附加值订单的有效产能较上一轮明显收缩。

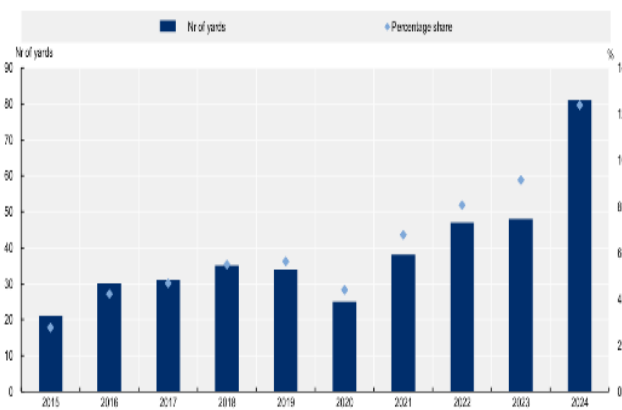
图 11: 造船行业集中度较高



数据来源: OECD, 广发证券发展研究中心

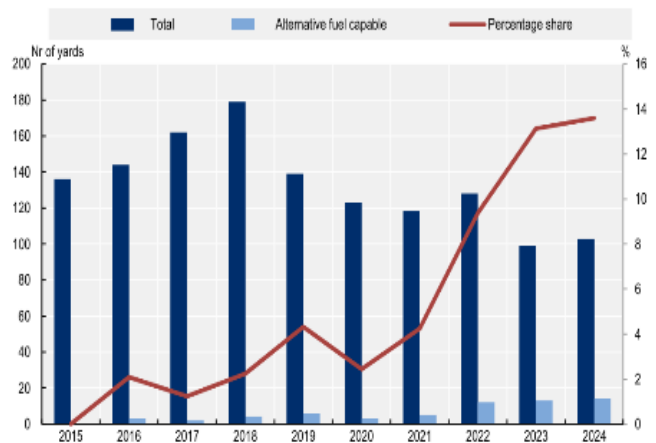
更重要的是，绿色化与高附加值化正在进一步压缩真正可用的有效产能。OECD 基于 Clarksons 数据测算显示，2024 年仅 13% 的活跃船厂具备替代燃料船建造记录；散货船领域仅 8/94 家活跃船厂具备相关能力，油轮活跃船厂数量则由 2018 年的 179 家降至 2024 年的 103 家，过去十年替代燃料船产量前十船厂占比更达到 76%。这表明，在环保规制、双燃料动力系统和复杂总装能力共同抬升门槛的背景下，市场真正稀缺的并不是能造船的船厂，而是能造高附加值绿色船的优质船坞与配套能力。

图 12: 全球具备替代燃料船建造能力的活跃船厂占比仍然较低



数据来源: OECD, 广发证券发展研究中心

图 13: 油轮总活跃船厂持续收缩，绿色油轮建造能力仍集中于少数船厂



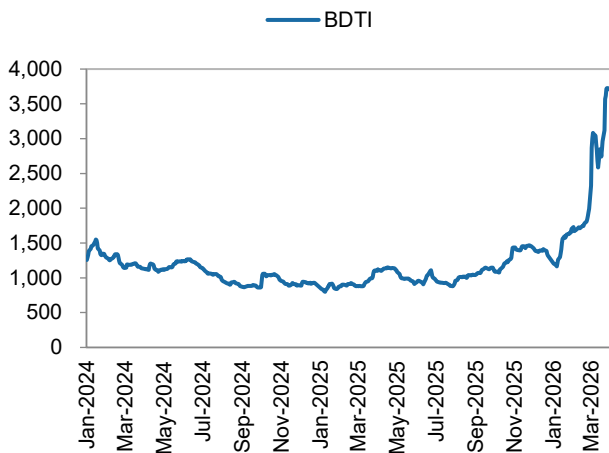
数据来源: OECD, 广发证券发展研究中心

在行业有效产能收缩、超大型船坞更为稀缺的背景下，具备大型坞位和高端船型承接能力的船厂将获得更强的接单权与定价权。松发（恒力重工）依托原 STX 优质船厂资产快速重启，并持续补齐超大型船坞与发动机等核心配套，其竞争优势本质上正是占据了本轮行业最稀缺的供给资源。

(三) 结构端：油轮与散货船修复，高附加值船型更具弹性

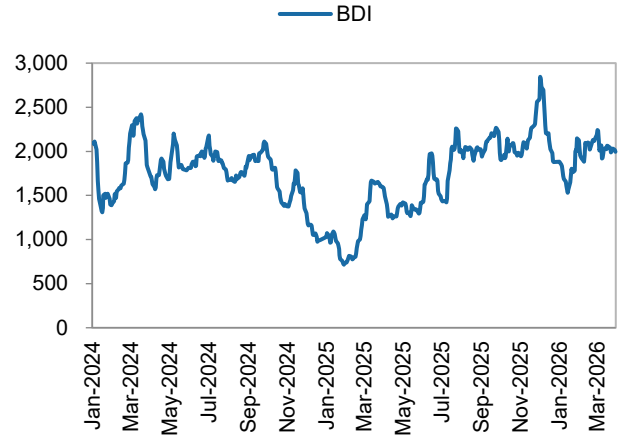
从高频运价指标看，当前航运景气修复已呈现出明显的结构分化特征：干散货与油轮运价率先走强，而集装箱运价表现相对平缓。BDI指数作为Baltic Exchange发布的干散货综合运价基准，由Capesize、Panamax和Supramax三类船型期租均值按40%/30%/30% 加权构成，能够较好反映散货市场盈利变化；BDTI则是Baltic Exchange 对国际原油航线运价的综合刻画，直接映射油轮市场盈利水平。2024 年以来 BDI、BDTI 的修复斜率明显强于 CCFI 美东、美西航线，说明当前航运景气的边际改善更多集中于散货和油轮，而非重新回到上一轮由箱船主导的扩张路径。

图 14: 2024年至今BDTI走势



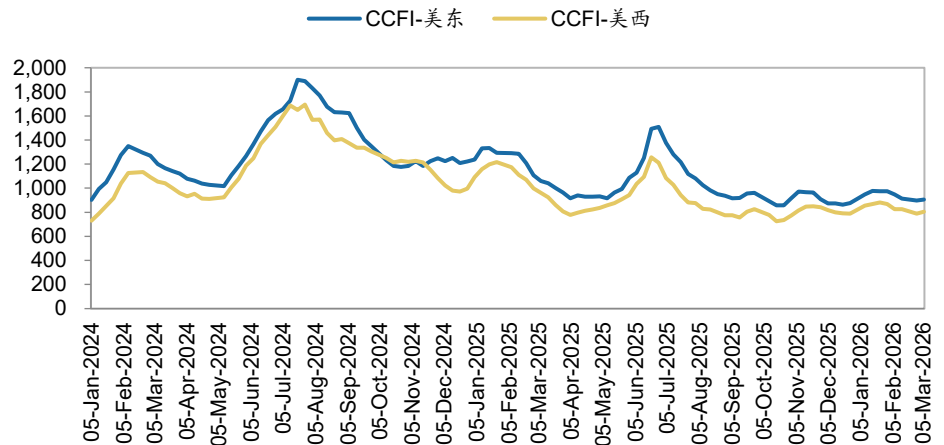
数据来源: clarksons, 广发证券发展研究中心

图 15: 2024年至今BDI走势



数据来源: clarksons, 广发证券发展研究中心

图 16: CCFI-美东、CCFI-美西走势

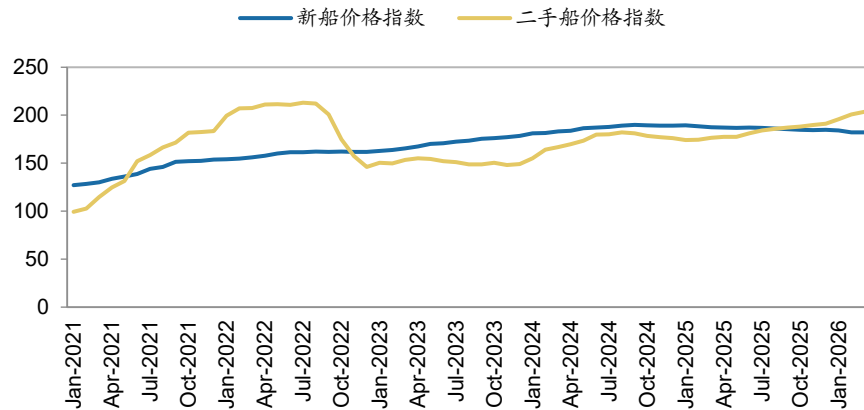


数据来源: clarksons, 广发证券发展研究中心

资产价格端的表现进一步验证了船东预期正在由运价修复传导至资本开支层面，其中二手船价格的强势尤为值得重视。根据Clarksons，整体新船价格指数自2025年1月的189.38回落至 2026年3月的182.07，累计下降约3.9%，总体仍维持高位震荡；与此同时，整体二手船价格指数却由174.15升至203.47，累计上涨约16.8%，明显强于新船价格。分船型看，散货船二手价格指数由179.23升至216.54，累计上涨约20.8%；油轮二手价格指数由198.37升至233.37，累计上涨约17.6%，而同期散货船、

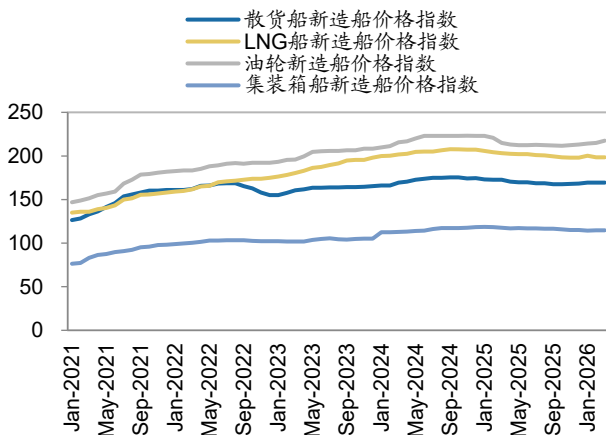
油轮新船价格指数仅分别下降约2.2%和2.4%，并且自2025年末以来均已重新企稳。也就是说，在新造船价格仍处高位、交期仍然偏长的背景下，市场对散货和油轮现船资产的定价已经率先转强，这意味着船东对未来盈利、运力紧平衡和更新替换节奏的判断正在改善。Clarksons 在 2025 年业绩材料中亦指出，2025 年二手船市场交易活跃、资产价格整体维持高位，其中散货船和油轮价格在下半年重新走强。

图 17: 2021 年至今新船及二手船价格走势



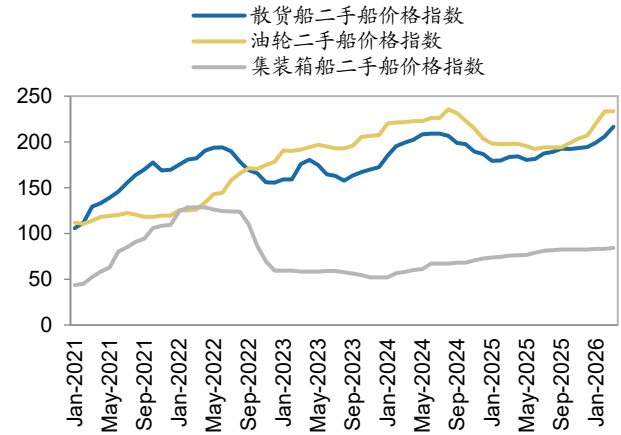
数据来源: clarksons, 广发证券发展研究中心

图 18: 2021 至今分船型新船价格走势



数据来源: clarksons, 广发证券发展研究中心

图 19: 2021 至今分船型二手船价格走势

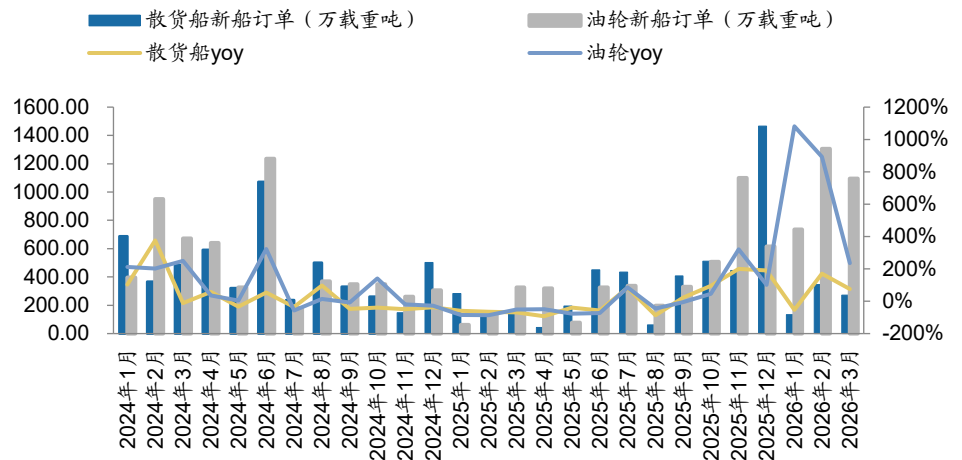


数据来源: clarksons, 广发证券发展研究中心

如果说运价和资产价格反映的是预期变化，那么订单结构的变化则直接说明修复正在向造船端传导，而当前最强的边际增量来自油轮。根据Clarksons，2026 年一季度散货船新船订单合计为 751.62 万载重吨，同比增加约 33%；同期油轮新船订单合计达到 3135.50 万载重吨，同比大幅增长约 503%，体量约为散货船的 4.2 倍。进一步拆分月度数据来看，2026 年 1—3 月油轮新船订单分别为 736.00、1304.70、1094.80 万载重吨，连续三个月明显高于散货船的 134.30、346.47、270.85 万载重吨。这说明当前订单边际修复的主线并不在箱船，而是在老龄化更深、更新刚性更强、且前期下单明显不足的油轮；散货船虽然也在修复，但节奏相对更温和。换言之，本轮行业结构端最值得把握的，不是总订单绝对值的小幅波动，而是订单重心正从上

一轮的箱船/LNG，逐步转向油轮，并带动散货船改善这一变化。

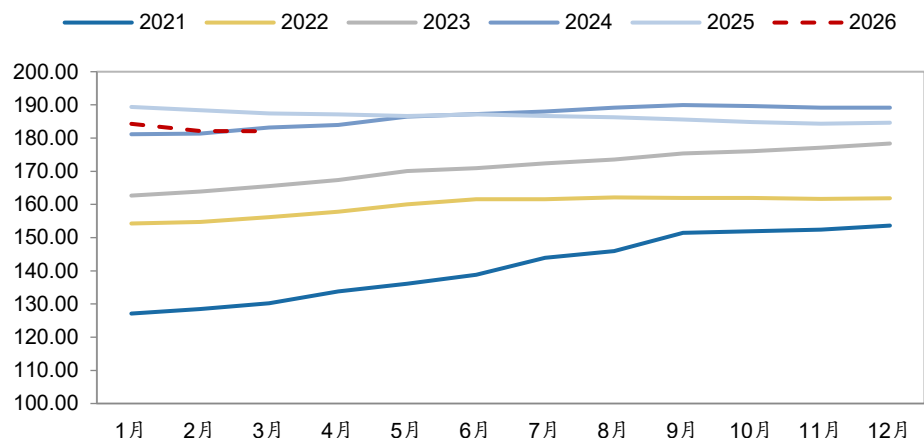
图20: 散货船及邮轮新船订单结构



数据来源: clarksons, 广发证券发展研究中心

在订单结构开始切换的同时，新船价格并未出现明显松动，说明供给约束下的船厂定价权仍然有效。根据Clarksons, 2026年1—3月新船价格指数分别为184.29、182.14、182.07，虽然较2025年高点略有回落，但整体仍显著高于2021—2023年中枢，且并未因为阶段性订单波动而快速下探。价格表现所反映的并不是短期情绪，而是当前优质船坞资源、主流船厂排期以及高附加值船型产能仍然紧张的现实。对于松发而言，这一点尤为重要：在油轮和散货船修复的过程中，行业需求正在向大型化、高附加值船型集中，而公司依托恒力重工所拥有大型船坞资产和VLCC等大船型承接能力，正好对应本轮修复中弹性最大的细分方向。也因此松发所处的受益方向正在变得更加清晰——油轮优先兑现，散货随后跟进，而船价高位则为盈利释放提供了更好的基础。

图21: 今年以来新船价格指数走势



数据来源: clarksons, 广发证券发展研究中心

三、恒力船厂的稀缺性：三大核心优势构筑护城河

（一）先天禀赋：超大船坞资产+地理条件优越，造就竞争力和定价权

恒力重工的先天禀赋优势，首先体现在其稀缺的大型船坞和深水岸线资源。根据东北新闻网、辽宁日报，公司当前已形成较强的大船建造基础：1号船坞长741米、宽135米，可同时建造4艘30万吨级VLCC/VLOC；3号船坞长860米、宽80米，配备2台2000吨龙门吊和1台600吨龙门吊，具备领先的大型化总组与总装能力。与此同时，公司仍在持续补强大型船舶配套能力，一方面4号船坞工程已进入官方公示报批阶段，另一方面8号舾装码头项目推进后将可满足10-40万吨级船舶舾装作业。我们认为，在当前超大坞位资源持续稀缺的背景下，上述船坞与码头资产已构成公司承接大型、高附加值船型订单的重要基础。

图 22：恒力重工1号船坞



数据来源：辽宁省人民政府，广发证券发展研究中心

图 23：恒力重工3号船坞



数据来源：辽宁省人民政府，广发证券发展研究中心

除船坞资产外，长兴岛本身的区位和港口条件同样构成公司难以复制的先天优势。长兴岛经开区官网显示，区域水深湾阔，环岛岸线总长190多公里，适宜发展临港工业岸线130多公里，离岸400米水深20米、离岸1000米水深30米，是渤海湾中最为优良的深水港口岸线。优质深水条件意味着大型船舶下水、靠泊、舾装及试航具备更强保障，有助于提升超大型船型建造与交付效率。与此同时，长兴岛海上西距天津港170海里、南距旅顺口59海里，陆上北距沈阳292公里、南距大连85公里，兼具临港制造与腹地联通优势，使恒力重工不仅有坞可造，更具备承接大型、高附加值船型订单所需的天然港口条件。

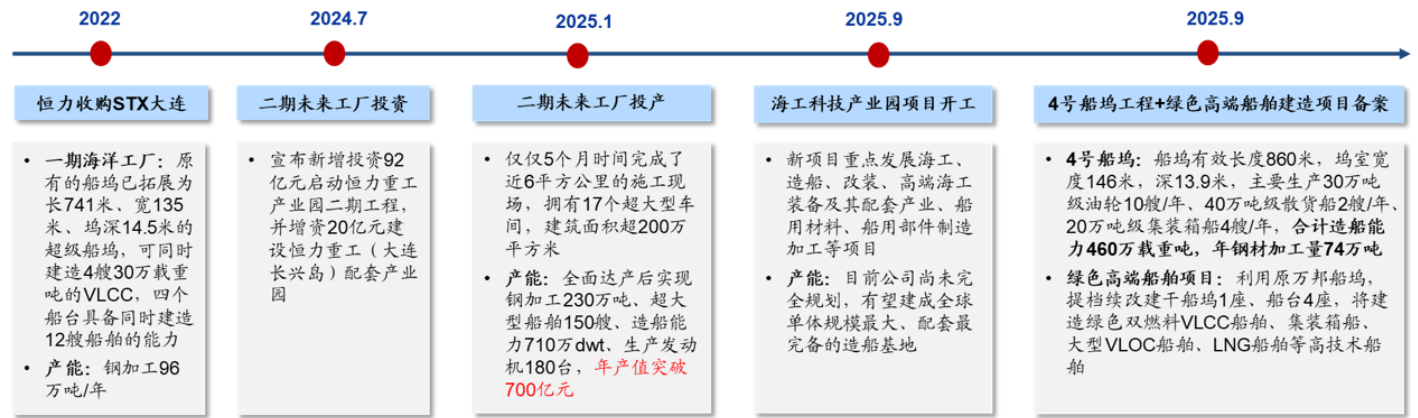
图24: 长兴岛区位优势图



数据来源: 大连市人民政府, 广发证券发展研究中心

扩产路径清晰，产能边界正由船坞修复走向平台化外延。恒力重工的产能扩张并非简单依赖单一坞位释放，而是沿着存量资产盘活、二期产能跃升、海工及配套延伸的路径持续推进。公司于2022年成立恒力重工集团，通过整体盘活大体量闲置资产切入船舶与海工装备制造业；2023年1月，一期海洋工厂已实现全面运营。此后，公司扩产节奏明显加快：2024年7月新增投资92亿元启动恒力重工产业园二期项目，重点聚焦超大型油船、超大型液化气运输船、超大型集装箱船及高端海工装备制造；到2025年1月，二期未来工厂即实现投产，建筑面积超200万平方米，且仅用时5个月建成，全面达产后预计年钢材加工量可达230万吨、年生产船用发动机180台。进一步看，2025年9月公司又开工合作创新暨海工科技产业园，继续向船用复合材料、曲轴、传动装置、导航系统以及海工平台、FPSO、FLNG等高附加值领域延伸；与此同时，4号船坞工程亦已进入官方公示阶段，规划船坞有效长度860米、坞室宽146米，设计造船能力460万载重吨/年、年钢材加工量74万吨，未来随着订单持续导入，产能利用率提升和产业链协同效应有望进一步释放。

图 25: 恒力重工发展历程及投产速度



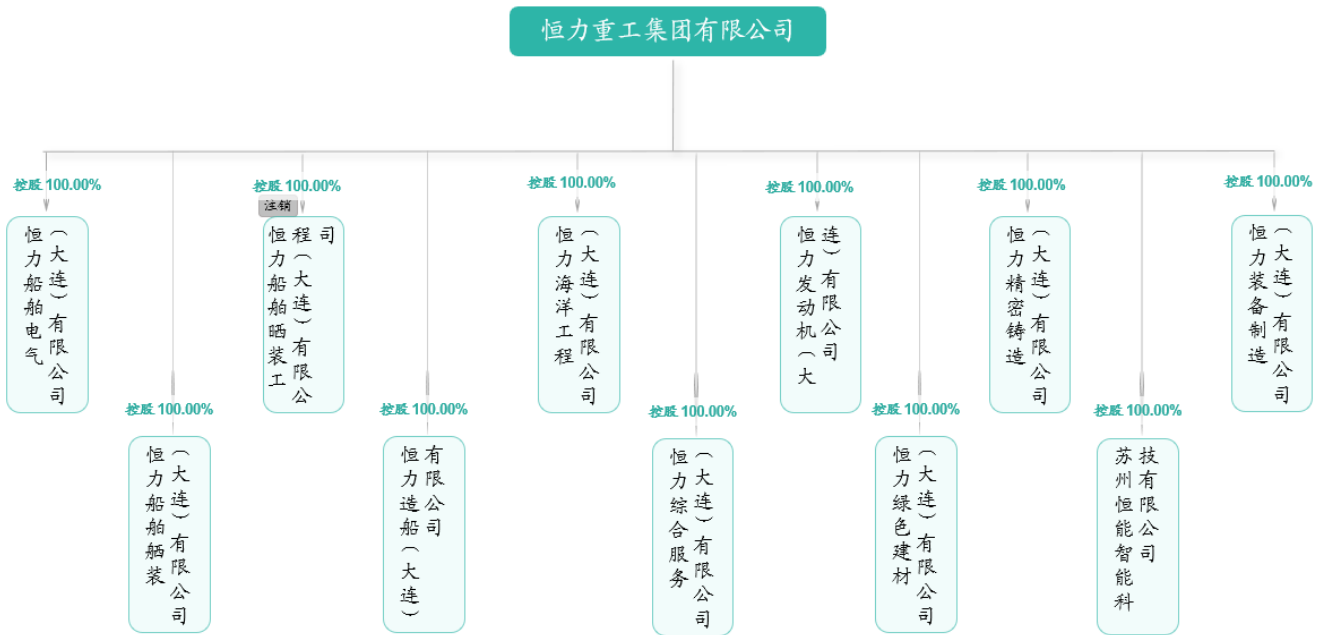
数据来源：央广网，辽宁省人民政府，恒力报，龙de船人，广发证券发展研究中心

（二）后天实力：综合性集团赋能重工板块，造船主业牵引产业集群协同

恒力重工的后天优势，并不只体现在单一船厂的产能扩张上，更在于其背后依托的是大型综合性制造集团的持续赋能。恒力集团官方资料显示，公司是一家聚焦炼化、石化、先进聚酯材料和纺织等领域的国际化企业；外部排名上，恒力集团2025年位列《财富》中国500强第22位、2025中国民营企业500强第3位，体现出较强的综合产业实力、资本实力和工程组织能力。辽宁省政府亦明确指出，恒力集团已从深耕石化领域进一步拓展至船舶与海工装备制造领域，累计在辽投资超3000亿元、创造就业岗位超6万个。对恒力重工而言，这种集团化背景的意义，不在于简单的跨行业叠加，而在于为重工板块提供了持续投入、快速建设和平台化运营的支撑基础。

在集团平台支撑下，恒力重工已围绕造船主业形成较为完整的内部协同体系。松发股份2025年年报显示，公司当前业务已贯通发动机自主生产及船舶制造等关键环节，主营收入来源也已覆盖船舶制造、船用发动机制造及高端装备制造；同时，公司明确提出依托全产业链协同优势，构建了涵盖船用发动机自主生产、船舶制造的一体化业务体系。从集团构成看，恒力重工体系内已覆盖恒力造船、恒力发动机、恒力船舶电气、恒力船舶舾装、恒力精密铸造、恒力装备制造、恒力海洋工程等核心主体，形成了以船舶总装为核心、以动力系统和关键配套为支撑、以高端装备和海工业务为延伸的协同布局。这种经营形态已明显不同于传统单体船厂，更接近于围绕主机厂持续补链、延链的重工产业平台。

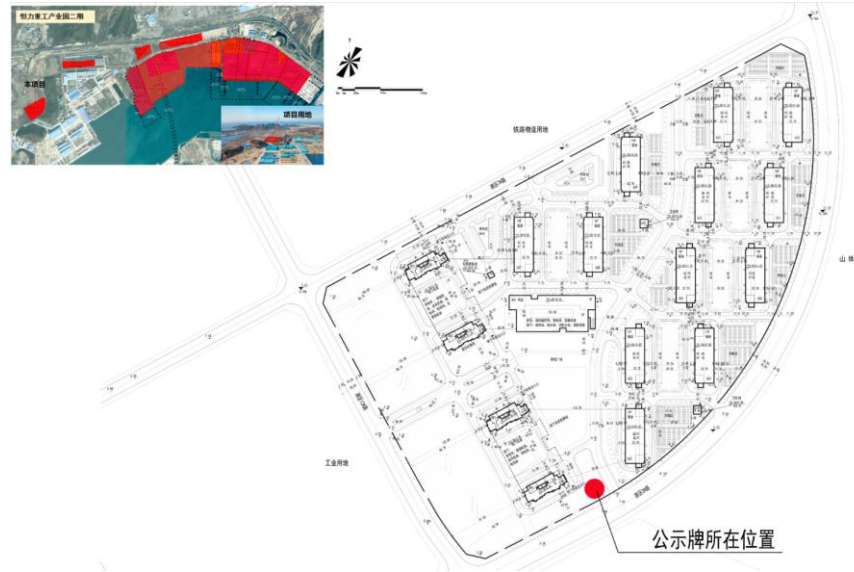
图 26: 恒力重工集团组织架构图



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

进一步看，恒力重工的协同边界正在由企业内部延伸至园区和区域产业生态。辽宁省政府披露，2025年9月恒力重工合作创新暨海工科技产业园在长兴岛开工，项目全部建成后将累计实现年产值1500亿元，并推动大连建设全球单体规模最大、配套最完备的造船基地。其中，合作创新产业园围绕船用复合材料、曲轴、传动装置、导航系统等研发制造，海工科技产业园则聚焦海工平台、FPSO、FLNG等高端产品。随着造船主业向上游关键配套和下游高端海工装备持续拓展，恒力重工正在由船厂资产重组逐步走向产业集群成型，集团赋能、板块协同与园区集聚的三重支撑，也为公司后续产能释放和平台价值提升提供了更扎实的产业基础。

图27: 恒力重工产业园

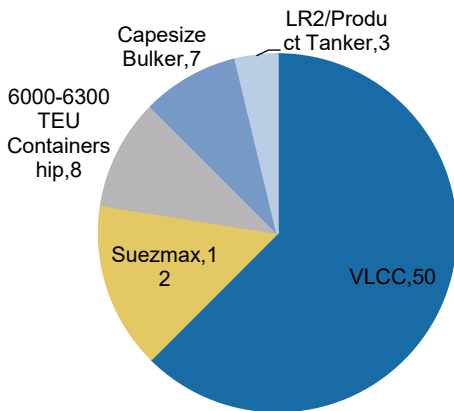


数据来源: 大连长兴岛经济技术开发区官网, 广发证券发展研究中心

(三) 赛道领先: 单一细分船型+发动机布局优势

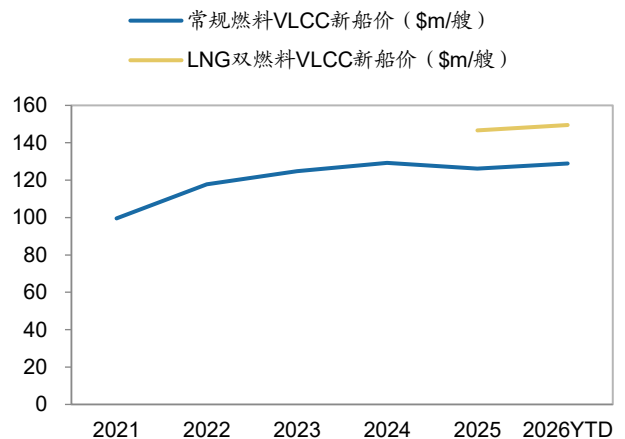
VLCC已成为公司当前最核心的订单锚点, 单一主流船型的集中度显著高于一般新晋船厂。根据Clarksons, 恒力重工2026年以来累计新接订单80艘, 其中VLCC 50艘, 占比达62.5%, 将Suezmax和LR2/Product Tanker一并纳入油轮口径, 油轮订单合计65艘, 占比进一步升至81.3%; 按载重吨口径看, VLCC对应1530万载重吨, 占全部新接订单的78.8%, 显示公司新增订单已明显向超大型油轮集中。与此同时, VLCC新造船价格仍处高位, 2026YTD常规燃料VLCC新船均价为1.29亿美元/艘, 较2021年均值0.995亿美元/艘高出近30%; LNG双燃料VLCC均价进一步达到1.495亿美元/艘, 较常规燃料船溢价约2050万美元/艘。在高船价与高价值量船型共振的背景下, 公司集中切入VLCC这一单船价值量高、标准化程度强的主流赛道, 有助于收入体量与盈利弹性同步放大。

图 28: 恒力重工2026年以来新接订单结构(艘)



数据来源: clarksons, 广发证券发展研究中心

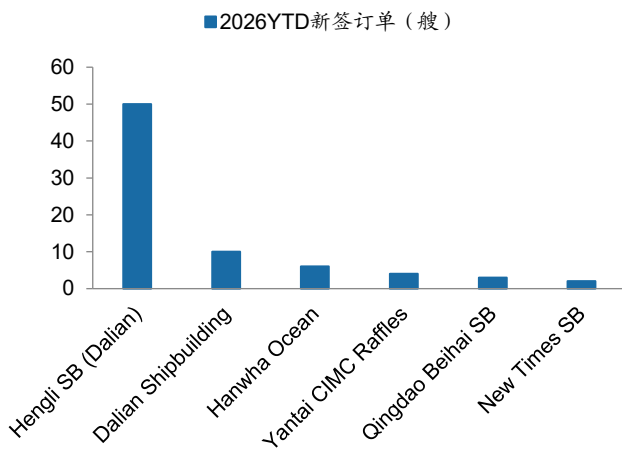
图 29: VLCC新造船价格走势



数据来源: clarksons, 广发证券发展研究中心

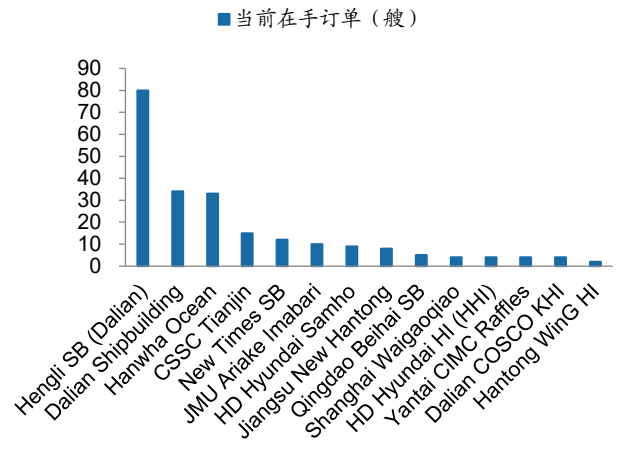
更重要的是，公司不仅在自身订单结构上高度聚焦VLCC，而且在全球VLCC市场中已进入第一梯队。根据Clarksons，从全球新签订单看，2026YTD全球VLCC新签订单合计75艘，其中恒力重工承接50艘，按艘数口径市占率约66.7%，显著高于第二名大船重工的10艘和第三名Hanwha Ocean的6艘，接单规模接近其后前五家船厂订单总和。从当前在手订单看，全球VLCC在手订单合计224艘，其中恒力重工持有80艘，占比约35.7%，较第二名大船重工的34艘和第三名Hanwha Ocean的33艘优势明显。换言之，公司在VLCC这一核心船型上，已形成了全球领先的接单规模和在手订单储备，这一优势既体现出下游船东对公司设计、建造与交付能力的认可，也为后续批量交付、客户粘性提升和细分赛道议价能力强化奠定了扎实基础。

图 30: 全球VLCC新签订单按船厂排名 (2026YTD)



数据来源: clarksons, 广发证券发展研究中心

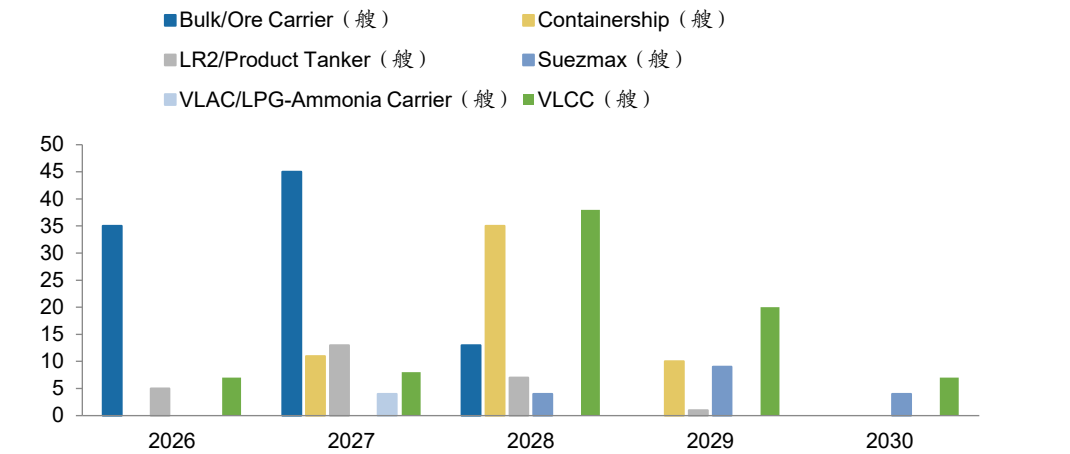
图 31: 全球VLCC在手订单按船厂排名



数据来源: clarksons, 广发证券发展研究中心

从交付节奏看，恒力在手订单已开始呈现清晰的批量化兑现特征，尤其是VLCC的交付高峰正在逐步成型。根据Clarksons，公司2026—2030年合计待交付订单276艘，其中2027年和2028年分别对应81艘和97艘，为未来几年主要交付高峰。分船型看，VLCC合计在手80艘，其中2028年和2029年分别交付38艘和20艘，合计占VLCC在手订单的72.5%，显示公司VLCC订单已由前期集中接单逐步转入中期集中交付阶段。与此同时，Bulk/Ore Carrier、Containership、LR2/Product Tanker等船型也形成了分阶段释放的节奏，有助于公司在维持主力船型规模优势的同时，平滑年度收入确认与产能利用率波动。

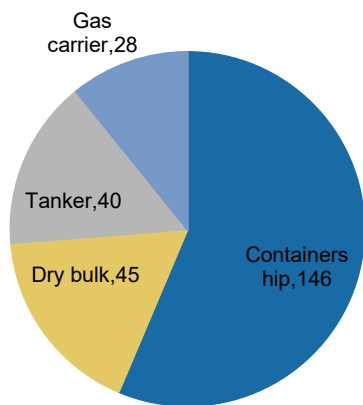
图 32: 恒力重工在手订单交付节奏 (按交付年份及船型)



数据来源: clarksons, 广发证券发展研究中心

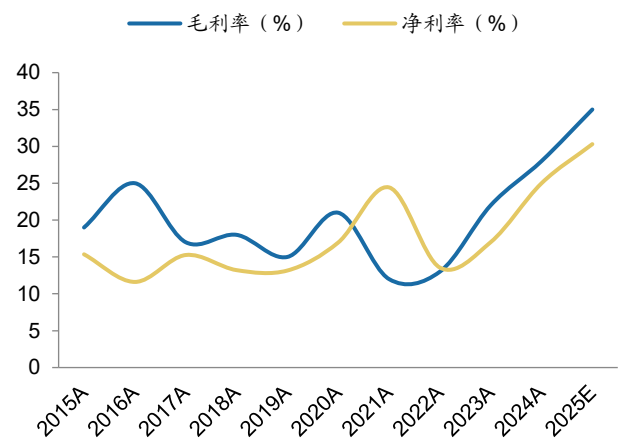
单一主流船型市占率高、核心船型批量化,往往意味着更强的系列化建造能力和更好的盈利释放路径。参考扬子江船业,其当前在手订单同样向少数主力高价值船型集中:集装箱船、干散货船、油轮和气体船分别为146艘、45艘、40艘和28艘,其中集装箱船占比达56.4%,构成订单主体。伴随订单结构持续向高价值主力船型集中,扬子江利润率中枢亦呈现明显抬升,2023A—2024A毛利率由22%升至28%,净利率由17.0%升至25.0%;若按Bloomberg一致预期,2025E毛利率和净利率有望进一步升至35%和30.3%。当船厂在单一主流船型或少数高价值船型上形成持续接单与批量交付能力后,设计复用、采购标准化、生产节拍优化和熟练工积累将共同推动盈利能力改善。

图 33: 扬子江当前在手订单结构 (艘)



数据来源: clarksons, 广发证券发展研究中心

图 34: 扬子江净利率快速提升



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

此外,公司在船用发动机等关键配套环节已具备较强的一体化布局,这使其主力船型批量化优势有望进一步向成本端和交付端传导。与传统单体船厂相比,恒力重工当前更接近围绕核心主机厂持续补链、延链的重工平台形态。随着VLCC等主力船型订单持续落地并进入集中交付阶段,核心配套自主化与船型批量化之间的协同效应,有望进一步强化公司在高端油轮市场的成本控制能力、交付确定性与盈利弹性。

四、盈利预测与投资建议

公司完成重大资产重组后，主营业务已全面切换至船舶及高端装备制造，当前盈利释放的核心来自船舶主业交付放量，船用发动机业务则是重要的第二增长曲线，其他业务更多承担产业链配套与平台延伸功能。结合公司当前订单结构、产能爬坡节奏及收入成本预测模型，我们将公司业务拆分为造船、发动机及其他三部分进行预测。

- 1. 造船业务:** 造船业务是公司未来几年的绝对核心收入来源，也是决定业绩弹性的关键板块。当前公司主营结构已高度集中于船舶制造，2025年公司主营业务收入主要来源于船舶建造，后续盈利释放也将更多取决于核心船型交付节奏、订单结构优化以及产能利用率提升。根据clarksons，当前公司在手订单约5069万dwt/1026万cgt，考虑到公司依托超大坞位资源、长兴岛区位优势及VLCC等高价值船型布局，在本轮造船景气上行周期中具备较强的接单和兑现能力，随着公司的产能爬升+交付结构改善+接单价格提升，未来收入和利润率爬升的节奏清晰，根据克拉克森披露的公司在手订单数据，以及每条订单签订的船型、时间对应的船价和预计交付时间，结合汇率，我们估算出2026-2028年造船业务收入分别为368/611/686亿元，同比增速分别为77%/66%/12%；盈利能力方面，随着高价订单逐步进入收入确认阶段、主力船型批量化带来规模效应，同时成本端受益于钢价下降、效率提升与内部配套完善，我们预计2026-2028年造船业务毛利率分别为25%/27%/29%。
- 2. 发动机业务:** 发动机业务目前体量尚小，但中期看有望成为公司最具成长性的配套板块之一。公司已围绕恒力发动机构建船舶动力系统自主配套能力，发动机业务不仅能够增强船厂内部供应链稳定性和成本控制能力，也有望逐步向外部市场释放收入贡献。根据中华航运网，恒力重工年生产船用发动机可达180台，订单已排至2029年，说明该板块已迈向规模化放量的阶段。基于此，我们预计2026-2028年发动机业务收入分别为25/49.5/60.5亿元，27-28年同比增速分别为98.0%/22.2%；随着产量提升、产品结构向更高附加值机型升级，以及内部协同带来的制造效率改善，我们预计2026-2028年发动机业务毛利率分别为25%/30%/35%。
- 3. 其他业务:** 其他业务主要包括船舶电气、船舶舾装、海洋工程、装备制造、精密铸造及综合服务配套与延伸板块，整体定位更多是围绕造船主业进行补链、延链和平台孵化，短期内对利润的直接贡献相对有限，但对强化产业协同和提升长期竞争力具有重要意义。考虑到该部分业务未来仍将伴随主业扩张而稳步增长，但仍处于投入和培育阶段，我们预计2026-2028年其他业务收入分别为8.51/9.37/10.30亿元，同比增速分别为10.0%/10.0%/10.0%，毛利率按60%/60%/60%测算。

表 2: 松发股份业务拆分与盈利预测表 (单位: 亿元)

	2025	2026E	2027E	2028E
1.造船				
收入	209	368	611	686

增长率		77%	66%	12%
成本	169	276	449	489
毛利	39	93	162	197
毛利率 (%)	19%	25%	27%	29%
2.发动机制造				
收入		25	49.5	60.5
增长率			98%	22%
成本		18.8	34.7	39.3
毛利		6.3	14.9	21.2
毛利率 (%)		25%	30%	35%
3.其他				
收入	7.7	8.5	9.4	10.3
增长率		10%	10%	10%
成本	3.0	3.4	3.7	4.1
毛利	4.8	5.1	5.6	6.2
毛利率 (%)	62%	60%	60%	60%
收入合计				
收入	216	402	670	757
增长率	294%	86%	67%	13%
成本	172	298	487	533
毛利	44	104	183	224
毛利率 (%)	20%	26%	27%	30%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

我们选取了中国船舶、中船防务、中国动力作为可比上市公司,其中中国船舶、中船防务的主营业务均为造船,而中国动力的主营业务为船用发动机,与公司的业务具有较高可比性。其中,中国船舶估值相对较低主要系盈利规模较大,主要反映其作为行业龙头的规模优势、盈利稳定性和相对成熟的业务模式;中船防务PE高于中国船舶则体现了其军工概念溢价、更高的盈利增速预期以及业务多元化带来的成长想象空间。中国动力估值相对较高,主要系业务涉及燃气轮机主机制造,而燃气轮机作为供需缺口持续扩大、景气周期长的行业板块,市场通常给予远期估值,导致当前PE较高。

我们预计公司2026-2028年营业收入分别为402/670/757亿元,同比增长86%/67%/13%;归母净利润分别为68.76/124.10/158.44亿元。考虑到公司已完成业务切换,当前正处于造船交付放量、发动机业务加速爬坡、产业链协同逐步兑现的阶段,同时叠加行业供给端稀缺性与高价值船型景气度上行,我们认为公司未来几年业绩释放确定性较强。参考可比公司估值,并结合公司作为新晋重工平台的成长属性与稀缺产能价值,我们认为公司作为成长性强、利润率更高的民营船企,值得更高的估值溢价,给予公司2026年25倍PE估值,对应合理价值177.08元/股,首次覆盖,给予“买入”评级。

表 3: 可比公司估值表

公司名称	公司代码	业务类型	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
				2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E
中国船舶	600150.SH	造船	2889.84	78.48	184.17	249.56	36.82	15.69	11.58
中船防务	600685.SH	造船	324.55	10.08	16.80	21.51	32.19	19.32	15.09
中国动力	600482.SH	船用发动机	812.71	13.01	30.18	43.35	62.47	26.93	18.75
平均							43.83	20.65	15.14

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

备注: 可比公司 2026-2027 业绩来自 Wind 一致预测, 数据截至 2025/05/22

五、风险提示

(一) 全球贸易需求不及预期

造船行业与全球宏观经济及航运贸易周期高度相关。若全球经济复苏乏力或地缘政治贸易摩擦加剧, 导致全球海运贸易量大幅下滑, 将直接打击船东的盈利预期与资本开支意愿, 进而导致行业新船订单需求不及预期。

(二) 原材料价格上涨与汇率剧烈波动

船舶建造成本中钢材等大宗商品占比较大, 本轮高船价的盈利空间部分得益于当前钢材等成本的相对平稳。若未来钢材等原材料价格出现单边大幅上涨, 将对公司毛利率造成显著挤压; 同时, 造船订单多以美元计价为主, 若人民币兑美元汇率出现大幅升值, 不仅会产生汇兑损失, 也会对公司实际结汇的利润表现造成负面影响。

(三) 产能爬坡及扩产项目推进不及预期

公司当前正处于重资产扩张与产能快速释放的关键期, 二期未来工厂已投产, 且4号船坞等重点工程正处于推进与报批阶段。若未来公司在建工程项目审批延期、建设进度滞后, 或投产后由于供应链配套、熟练劳动力短缺等因素导致产能利用率爬坡不及预期, 将直接影响公司大单交付节奏与业绩释放。

资产负债表

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产总额	316	29,032	42,473	67,663	90,853
货币资金	11	7,215	8,096	8,532	18,055
应收及预付	131	13,914	23,374	41,785	53,792
存货	163	5,175	8,275	14,617	16,278
其他	12	2,728	2,728	2,728	2,728
非流动资产总额	255	20,360	26,408	29,049	27,920
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	179	15,065	19,107	19,786	16,537
在建工程	1	1,519	2,551	3,544	4,693
使用权资产	9	1,553	1,553	1,553	1,553
无形资产	36	1,840	2,810	3,780	4,750
其他	31	383	386	386	386
资产总额	572	49,392	68,880	96,712	118,773
流动负债总额	542	31,840	38,260	50,482	53,500
短期借款	149	5,887	5,500	5,000	4,500
应付及预收	57	12,796	19,622	32,344	35,861
其他	336	13,156	13,138	13,138	13,138
非流动负债总额	28	8,100	14,293	17,493	20,693
长期借款	9	3,644	9,644	12,644	15,644
应付债券	0	0	0	0	0
其他	19	4,457	4,649	4,849	5,049
负债总额	570	39,940	52,553	67,975	74,193
股本	124	971	971	971	971
其他	-123	8,481	15,356	27,766	43,610
归母权益合计	2	9,452	16,327	28,737	44,580
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	572	49,392	68,880	96,712	118,773

利润表

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	275	21,639	40,185	66,980	75,716
营业成本	248	17,224	29,789	48,723	53,275
营业税金及附加	5	100	201	335	379
销售费用	30	27	40	54	45
管理费用	33	518	1,005	1,675	1,893
研发费用	9	166	683	1,005	757
财务费用	22	585	415	545	628
资产信用减值损失	-6	-6	-15	-21	-28
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	15	0	0	0
营业利润	-75	3,176	8,186	14,773	18,862
营业外收支	-1	5	0	0	0
利润总额	-76	3,181	8,186	14,773	18,862
所得税费用	1	527	1,310	2,364	3,018
合并净利润	-77	2,655	6,876	12,410	15,844
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	-77	2,655	6,876	12,410	15,844
EPS (元/股)	-0.62	2.73	7.08	12.78	16.32

现金流量表

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流净额	-48	-1,458	6,491	7,281	13,451
合并净利润	-77	2,655	6,876	12,410	15,844
折旧摊销	30	499	4,943	6,341	7,106
营运资金变动	-31	-5,218	-5,755	-12,035	-10,154
其他	0	0	0	0	0
投资活动现金流净额	-6	-9,600	-9,742	-9,000	-6,000
资本性开支	-6	-9,615	-11,000	-9,000	-6,000
投资	0	21	0	0	0
其他	0	-7	1,258	0	0
融资活动现金流净额	45	16,406	5,389	2,155	2,072
股本融资	0	3,935	0	0	0
债权融资	-30	10,172	5,813	2,700	2,700
股利分配与偿付利息	-7	-315	-415	-545	-628
其他	81	2,613	-9	0	0
现金净增加额	-8	5,308	2,138	436	9,523
期初现金余额	18	649	5,957	8,096	8,532
期末现金余额	10	5,957	8,096	8,532	18,055

主要财务比率

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入增长率	33.3%	7,774.1%	85.7%	66.7%	13.0%
营业利润增长率	-36.8%	-	157.7%	80.5%	27.7%
归母净利增长率	-34.5%	-	159.0%	80.5%	27.7%
获利能力					
毛利率	9.8%	20.4%	25.9%	27.3%	29.6%
净利率	-27.9%	12.3%	17.1%	18.5%	20.9%
ROE	-	28.1%	42.1%	43.2%	35.5%
偿债能力					
资产负债率	99.7%	80.9%	76.3%	70.3%	62.5%
有息负债率	27.7%	19.3%	22.0%	18.2%	17.0%
流动比率	0.6	0.9	1.1	1.3	1.7
利息保障倍数	-2.0	6.4	20.7	28.1	31.1
营运能力					
应收账款周转率	2.6	181.3	180.0	180.0	180.0
存货周转率	1.5	3.3	3.6	3.3	3.3
应付账款周转率	4.7	4.0	4.5	4.5	4.5
每股指标					
每股收益	-0.62	2.73	7.08	12.78	16.32
每股净资产	0.01	9.74	16.82	29.60	45.92
每股经营现金流	-0.39	-1.50	6.69	7.50	13.86
估值比率					
PE	-	30.5	20.0	11.1	8.7
PB	3254.9	8.6	8.4	4.8	3.1
EV/EBITDA	-	19.5	10.7	6.8	5.3

广发机械行业研究小组

- 孙柏阳：首席分析师，南京大学金融工程硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 汪家豪：联席首席分析师，美国约翰霍普金斯大学金融学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 范方舟：资深分析师，中国人民大学国际商务硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 王宁：资深分析师，北京大学金融硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 蒲明琪：资深分析师，纽约大学计量金融硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 黄晓萍：高级分析师，复旦大学金融硕士，2023年加入广发证券发展研究中心。
- 张智林：高级研究员，同济大学建筑学硕士，2024年加入广发证券发展研究中心。
- 许贝尔：研究员，伦敦政治经济学院金融学硕士，2026年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 47楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港湾仔骆克道81 号广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。