

2022年09月01日

行业大周期已至，业绩拐点可期

中船防务(600685)

►造船新周期已至的四大证据

(1) **订单爆发式增长**。2021年全球新船订单量从2020年的1058艘7500万载重吨急剧增加到1765艘1.32亿载重吨，创下过去10年来的次高纪录，2022年以来旺盛需求势头不减。

(2) **船价大涨**。价格是供需最好的风向标，进入今年八月份，克拉克森新造船价格指数突破160点，创下自2009年3月以来的最高水平，主要原因是船位紧张。(3) **船位排期普遍已经到2025-2026年**。克拉克森研究表示，当前中国船厂手持订单饱满，大部分主要船厂船位排期已到2025年初。中国船舶公司副总经理兼董秘表示，其公司手持订单排期已到2026年。

(4) **以LNG船为代表的高附加值船型订单大增**。俄乌冲突加剧了全球天然气市场的紧张和波动性，2021年LNG船新船订单量达到98艘，相比2020年的54艘增长81%。而这一数据2022年上半年就已达到了108艘。

►造船新周期已至的三大原因

(1) **2008年金融危机以来产能出清彻底，供给端大幅缩减**。目前全球活跃船厂（年内接获新订单和/或交付新船的船厂）数量为274家，比2020年增加了4家，但仅为2007年最高约700家的40%左右。(2) **上一轮周期制造的船大多面临拆解淘汰**。目前中国船东的船队整体相对年轻，但也大约有11%的运力在20年船龄以上（全球：13%），4%为25年以上。(3) **国际海事组织(IMO)环保方面的规定一方面加速了旧船拆解，另一方面造成有效运力减少，进而增加了对船队的需求**。IMO新规将于2023年1月1日实施，预计85%的集装箱船都需要降低航速以满足EEXI的要求，有效运力预计减少6%-10%。还有一部分无论如何都不能达标的船舶则需要提前被拆解，这也一定程度促进了新周期的加速到来。

►高价合同已锁定收入，毛利率有望大幅提升

2021年公司累计承接合同325.24亿元，同比增长248.3%。造船合同通常在订单签订后船舶价格不再变动。原材料钢材占造船成本比重在30%左右，其价格随行就市，通常是提前1个月采购下个月所需钢材。今年来看，造船厂普遍在生产前几年材料价格低位时的订单，而建造时钢价又急剧上升，盈利空间有限甚至亏损。而从明年开始，公司将开始高价合同船舶的制造交付，此外产能利用率提升带来规模效应。若钢价在建造期无大幅上涨的情况，公司迎来高毛利率的确定性就比较强。

评级及分析师信息

评级:	买入
上次评级:	首次覆盖
目标价格:	
最新收盘价:	20.31
股票代码:	600685
52周最高价/最低价:	25.2/12.9
总市值(亿)	287.08
自由流通市值(亿)	166.83
自由流通股数(百万)	821.44



分析师: 陆洲
邮箱: luzhou@hx168.com.cn
SAC NO: S1120520110001

► 军船数量提升空间较大，公司现迎多重利好

黄埔文冲产品包括护卫舰和登陆艇等多种舰船，中美舰艇数量当前仍有较大差距。根据《The Military Balance2022》数据显示，中国在航空母舰、巡洋舰、驱逐舰和护卫舰（FFG）等大型舰船以及两栖舰艇、登陆艇等小型舰艇方面与美国还有明显差距，未来存在较大提升空间。

公司层面的利好：**（1）财务费用大幅降低。**旺盛需求下买方市场已转为卖方市场，预收款大幅增加，财务费用显著降低。**（2）汇率利好。**今年以来人民币对美元持续贬值，贬值最大幅度达 8.8%，对于公司以美元结算的出口业务形成利好。**（3）材料成本下降。**今年以来钢板价格持续下降，目前已降至 21 年初价格，对 2023 年交付船舶的利润产生正向影响。**（4）产能利用率提升，收入增长的同时形成规模效应。**过去几年行业下行期间公司毛利率极低甚至为负，公司造的越多甚至亏得越多，因此产能利用率一直处于较低水平。当下量价齐升的上行期产能利用率将大幅提升。

投资建议

当前造船行业新船订单暴涨，船位紧缺，全球造船厂订单普遍已经排到了 2025-26 年，供不应求的局势下船价上涨至少 30%，行业景气周期明显已至。公司 2021 年交付的订单只是以前年份的低价船，并且 21 年钢价大幅上涨，在这样的背景下公司集装箱船和散货船毛利率均提高 20 个百分点左右。**收入端**，当前订单饱满产能利用率大幅提升，带动收入和规模效应的提升。**利润端**，近两年签订的高价船将在 2023 年开始集中交付，毛利率将进一步大幅提升，我们认为公司实现量利齐升较为明确。我们预计 2022-2024 年分别实现营业收入 126.49/146.71/170.98 亿元，归母净利润 1.24/6.13/13.83 亿元，同比增长 56.8%/392.8%/125.5%，EPS 为 0.09/0.43/0.98 元，对应 2022 年 8 月 31 日 20.31 元/股收盘价，PE 分别为 231/47/21 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

原材料价格上涨的风险；疫情影响生产进度的风险等。

盈利预测与估值

财务摘要	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	11,608	11,672	12,649	14,671	17,098
YoY (%)	-46.8%	0.5%	8.4%	16.0%	16.5%
归母净利润(百万元)	3,662	79	124	613	1,383
YoY (%)	567.9%	-97.8%	56.8%	392.8%	125.5%
毛利率 (%)	6.5%	10.2%	11.4%	15.5%	20.6%
每股收益 (元)	2.59	0.06	0.09	0.43	0.98
ROE	25.4%	0.5%	0.8%	3.8%	7.8%
市盈率	7.84	361.62	230.65	46.80	20.75

正文目录

1. 中船系核心军民船上市公司，业绩迎来拐点.....	5
1.1. 民船毛利率大幅改善，扣非归母净利首次转正.....	5
1.2. 股权结构清晰，目前仅控股黄埔文冲.....	7
2. 船市大周期已来，供不应求明显.....	8
2.1. 强周期+高集中度行业，中日韩三国鼎立.....	8
2.2. 新周期来临的四大证据.....	9
2.3. 新周期来临的三大原因.....	13
2.4. 中美海军装备差距较大，军船数量提升空间广阔.....	17
3. 资本运作稳步推进，造船板价与汇率阶段性利好.....	19
4. 投资建议.....	20
5. 风险提示.....	22

图表目录

图 1 公司发展历程图.....	5
图 2 公司近年营收情况.....	6
图 3 公司近年利润情况.....	6
图 4 公司产品结构.....	6
图 5 公司近年毛利率情况.....	6
图 6 公司三费率情况.....	7
图 7 公司研发费用情况.....	7
图 8 公司股权结构及子公司情况.....	7
图 9 黄埔文冲主要产品.....	8
图 10 广船国际主要产品.....	8
图 11 2021 年全球新造订单船型分布.....	9
图 12 全球 LNG 船主要建造国订单量情况.....	9
图 13 全球行业集中度.....	9
图 14 中韩日各国行业竞争格局.....	9
图 15 2002-2021 年中国造船三大指标.....	10
图 16 2021-2022 年中国新船月度交付量.....	11
图 17 上海市场 20mm 造船板价格走势.....	11
图 18 中国新造船价格指数.....	11
图 19 订单火爆行情从 2021 年已经开始.....	12
图 20 集装箱船和散货船订单增长显著.....	12
图 21 LNG-FSRU “运输者力量”号.....	13
图 22 最新一代“长恒系列”LNG 运输船.....	13
图 23 全球活跃船厂历年数量.....	14
图 24 全球船队历年拆解量.....	14
图 25 2012 年之后全球产能开始出清.....	15
图 26 2022 年 1-7 月产业集中度.....	15
图 27 2022 年 1-7 月产业集中度.....	15
图 28 中国船东船队船龄分布.....	16
图 29 2005 年至 2010 年间大约 11891 艘旧船有更新需求.....	16
图 30 IMO 减少船舶温室气体排放战略示意图.....	17
图 31 不同措施对碳减排影响程度.....	17
图 32 双燃料船占比情况.....	17
图 33 当前手持订单中绿色动力燃料类型（艘数计）.....	17

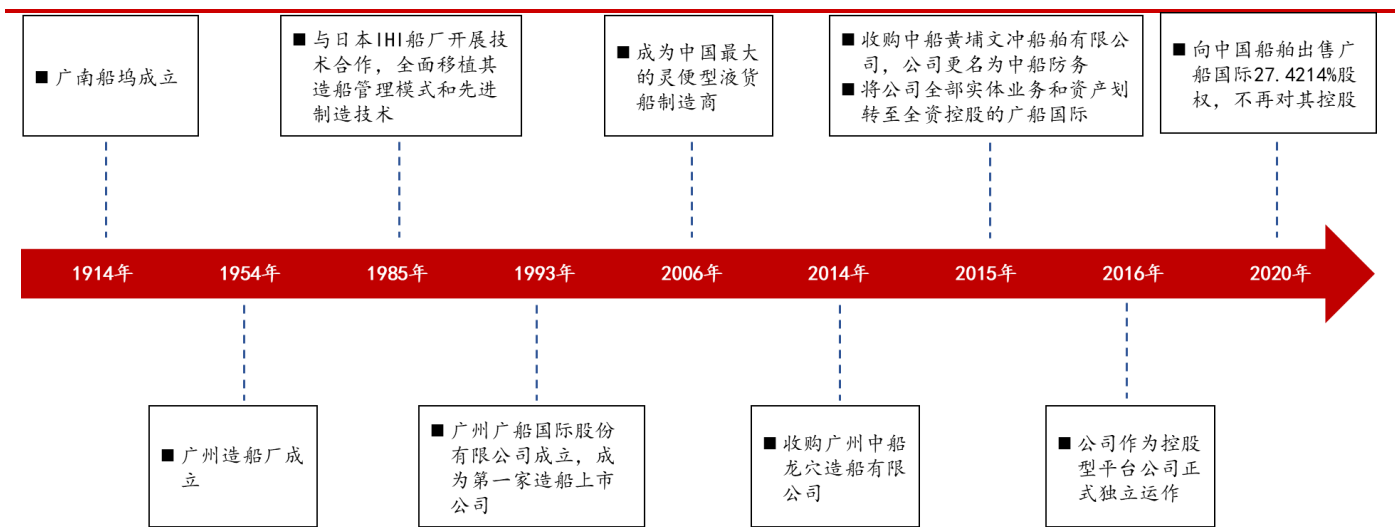
图 34 公司产品新型护卫舰.....	18
图 35 公司产品气垫登陆艇.....	18
图 36“福建舰”下水.....	19
图 37“辽宁舰”编队.....	19
图 38 中船防务资本运作情况.....	20
图 39 上海市场 20mm 造船板价格走势.....	20
图 40 美元兑人民币汇率.....	20
表 1 2021 年 1-12 月世界造船三大指标.....	8
表 2 全球各类船型历年新订单数（单位：百万载重吨）.....	10
表 3 新建船和二手船价格变化.....	12
表 4 特殊船型历年新订单数（单位：艘）.....	13
表 5 中美海上军事力量对比.....	18
表 6 业务拆分预测.....	21
表 7 可比公司估值.....	22

1. 中船系核心军民船上市公司，业绩迎来拐点

1.1. 民船毛利率大幅改善，扣非归母净利首次转正

公司具有百年历史，是中船集团唯一 A+H 股上市平台。中船防务前身是广州广船国际股份有限公司，具有百年历史。1954 年成立广州造船厂，1993 年在上海、中国香港两地上市，是中国第一家造船上市公司，也是集团公司旗下唯一 A+H 上市平台。2015 年 5 月，在相继完成收购原龙穴造船(2015 年更名为广船国际有限公司)和黄埔文冲的资本运作后，广州广船国际股份有限公司正式更名为中船海洋与防务装备股份有限公司，并在后续调整了公司运行架构，中船防务本部作为控股型上市公司运作，专注于资产经营、投资管理，而相关实体业务和资产全部划转至广船国际有限公司，实体企业独立开展生产经营。2020 年，中船防务完成与中国船舶联合运作，向其出售广船国际 27.4214% 股权，并不再对广船国际控股。

图 1 公司发展历程图

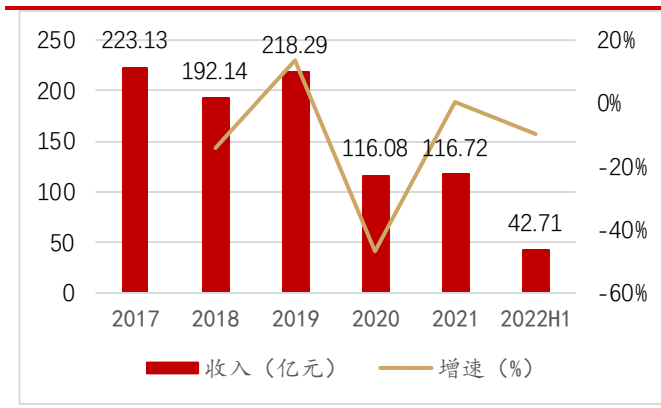


资料来源：公司官网，华西证券研究所

过去五年船市整体处于低迷期，公司 2022H1 扣非归母净利十年来首次转正。2019 年控股子公司广船国际与广州广船船业有限公司签署《广船国际荔湾厂区收储地块一补偿协议》，根据该协议广船国际扣除相关成本后的净收益为 12.79 亿元；控股子公司文冲船厂与广州中船文冲置业有限公司签署《文冲船厂一期搬迁协议》，根据该协议文冲船厂扣除搬迁成本后的净收益为 9.99 亿元。2020 年公司收入大幅下降，主要是 2020 年公司完成广船国际 27.4214% 股权处置工作，处置完成后仅持有广船国际 46.3018% 股权，自 2020 年 3 月 1 日起不再将其纳入合并范围。同年净利润大幅增长，主要是当年处置广船国际股权确认投资收益 33.90 亿元、处置澄西扬州 49% 股权确认投资收益 3.22 亿元所致。

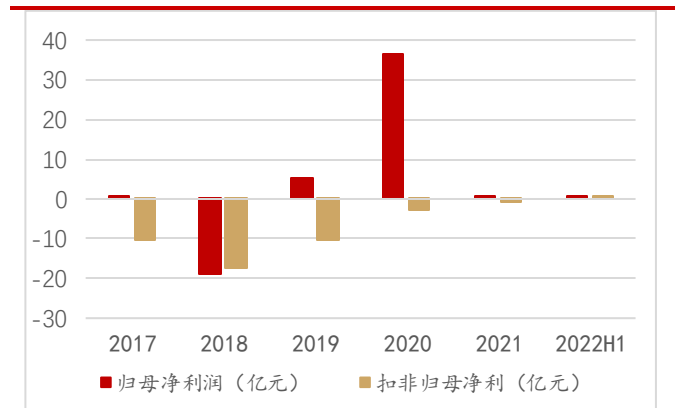
由于船市属于大周期行业，过去五年船市整体处于低迷期，因此扣非归母净利润均为负值，但 2018-2021 年亏损情况逐步改善。公司 2022 年中报显示，2022 年上半年实现归母净利润 0.19 亿元，扣非净利润 0.02 亿元，扣非净利润近十年来首次转正，盈利能力有较大提升。

图 2 公司近年营收情况



资料来源: wind, 华西证券研究所

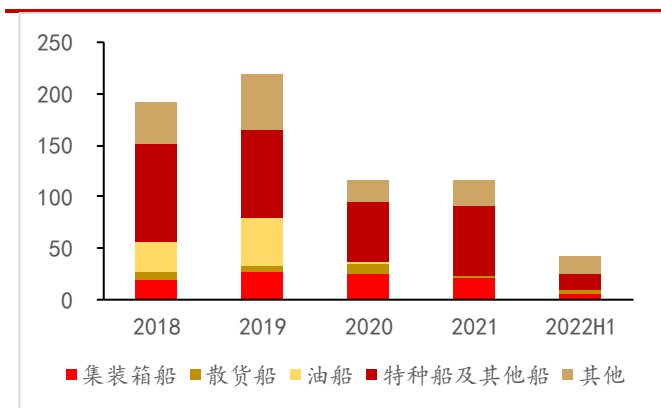
图 3 公司近年利润情况



资料来源: wind, 华西证券研究所

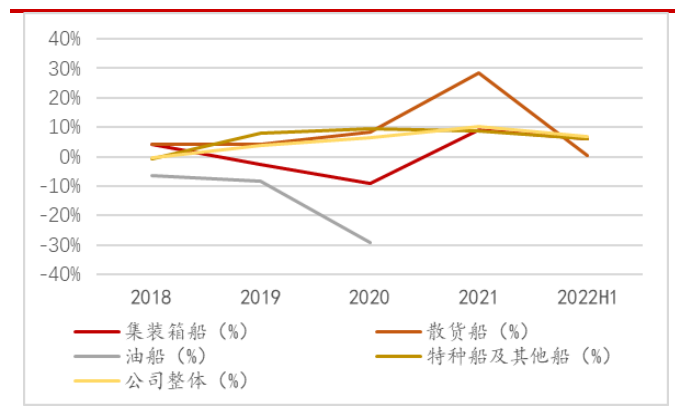
公司造船业务占比近 80%，2021 年民船毛利率拐点明显。公司船型主要包括集装箱船、散货船、油船、特种和其他类型船等，2021 年公司总营收 116.72 亿元，造船业务收入 91.92 亿元，占比 79%。此外公司业务还包括钢结构工程、海工、修船等，合计占比 20% 左右。毛利率来看，公司毛利率近年来呈上升趋势，从 2018 年的 -0.25% 增至 2021 年的 10.23%。尤其是民用船在 2021 年毛利率大幅改善，集装箱船和散货船相比 2020 年毛利率均大幅提升 20pct 左右。

图 4 公司产品结构



资料来源: wind, 华西证券研究所

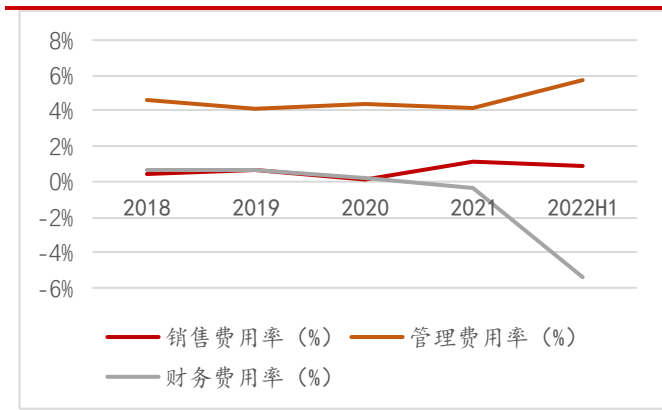
图 5 公司近年毛利率情况



资料来源: wind, 华西证券研究所

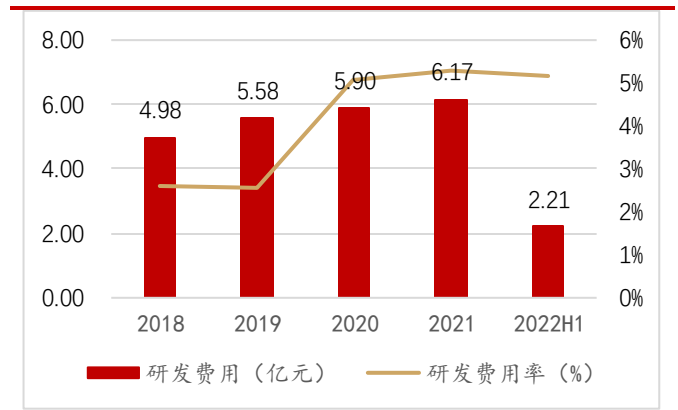
合同负债大幅凸显旺盛需求，公司财务费用显著降低。公司销售和管理费用率整体较为稳定，财务费用率明显下降，21 年和 22 年上半年均为负值，主要是由于行业需求旺盛，市场已从买方市场转为卖方市场，公司收到大量预收款进而降低了财务费用。2021 年合同负债达到 93.49 亿元，较 2020 年的 51.72 亿元大幅增长 81%。2022 年中报显示合同负债已进一步增至 133.31 亿元，大幅增长的合同负债表明了下游需求旺盛。研发方面，公司投入逐年增加，有望带动产品附加值进一步提高。

图 6 公司三费率情况



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 7 公司研发费用情况

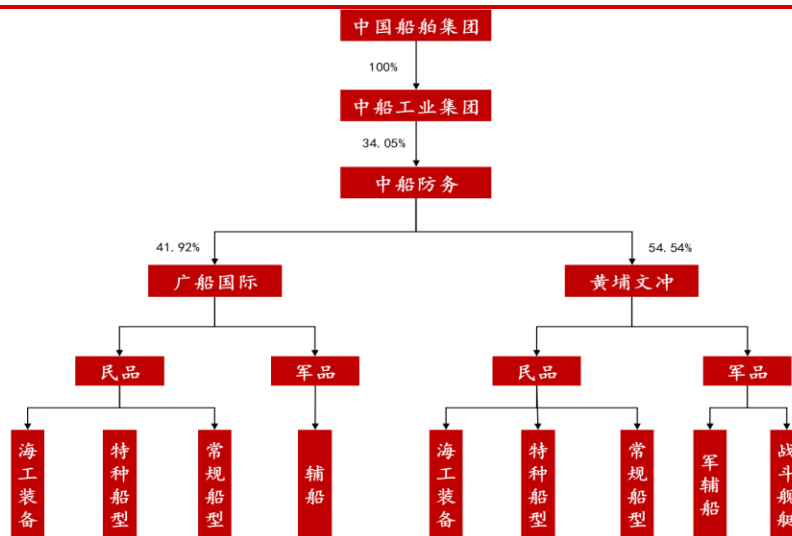


资料来源: wind, 华西证券研究所

1.2. 股权结构清晰，目前仅控股黄埔文冲

实控人是国资委，公司目前仅控股黄埔文冲一家子公司。2019 年经国务院批准，中国船舶工业集团有限公司和中国船舶重工集团有限公司实施联合重组，新设中国船舶集团有限公司，中船工业集团和中船重工集团整体划入中国船舶集团，由国资委全资控股，“南北船”实现重组。中船工业集团持有公司 34.05% 股权，是公司的控股股东。公司目前仅控股黄埔文冲一家子公司，参股广船国际 41.92% 股权。

图 8 公司股权结构及子公司情况



资料来源: wind, 公司官网, 华西证券研究所

黄埔文冲军民船并重，广船国际以民船为主。黄埔文冲是 2013 年 8 月由原中船黄地浦造船有限公司和广州文冲船厂有限公司融合组建，是中国支线集装箱船最大最强生产基地，在支线箱船市场占据国际领先品牌地位。其支线型集装箱船手持订单全球市场份额达 18%，市场占有率稳居全球第一。此外，其大中型公务船占我国同类型船约 60% 市场份额，亦稳居全国第一。军船方面，先后建造二十多型共计 200 余艘舰艇，最具代表性的舰艇主要有高速护卫艇、反潜护卫艇、常规动力潜艇、新型导弹快艇以及多种型号的导弹护卫舰。民船方面产品包括各类散货船和集装箱船等。参股公

广船国际是中国船舶集团有限公司属下华南地区最大、最现代化的综合舰船造修企业，拥有船型最多、系列最全、性价比一流的液货船产品谱系。

图 9 黄埔文冲主要产品



资料来源：黄埔文冲官网，华西证券研究所

图 10 广船国际主要产品



资料来源：广船国际官网，华西证券研究所

2. 船市大周期已来，供不应求明显

2.1. 强周期+高集中度行业，中日韩三国鼎立

行业格局来看，中韩日在全球造船业占据较大市场份额，其中中国是造船业龙头。根据中国船舶工业行业协会 2021 年数据显示，中国在造船完工量、新接订单量和手持订单量三大指标中均占到 40%以上份额，位列第一。

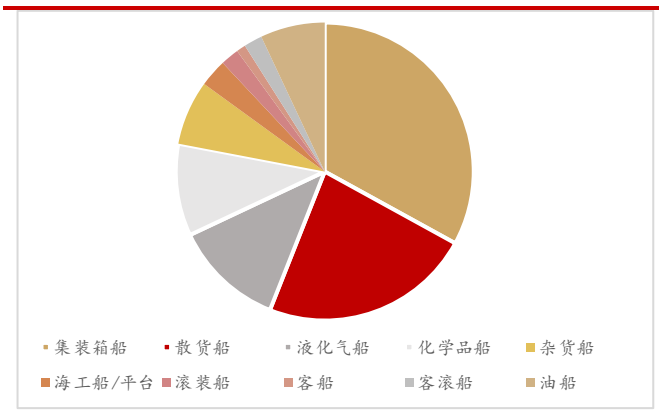
表 12021 年 1-12 月世界造船三大指标

指标/国家		世界	中国	韩国	日本
造船完工量	万修正总吨	3356	1378	1053	530
	占比%	100	41.1	31.4	15.8
新接订单量	万修正总吨	4696	2294	1744	416
	占比%	100	48.8	37.1	8.9
手持订单量	万修正总吨	7770	3730	2940	932
	占比%	100	48.0	37.8	12.0

资料来源：中国船舶工业行业协会，华西证券研究所

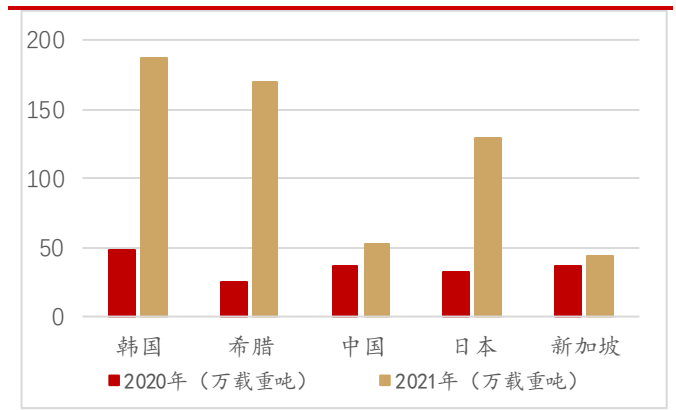
集装箱船、散货船和 LNG 船需求位列前三。从新造订单船型分布来看，集装箱船占新造订单的 33%，位列第一，新造订单船型分布还反映出受益于全球碳减排需求，市场对替代燃料和环保技术的兴趣正日益浓厚，LNG 液化气运输船占比 12%，位列第三。LNG 船的建造主要集中在韩国、希腊和日本，中国在 LNG 船方面订单相对较少。

图 11 2021 年全球新造订单船型分布



资料来源：华经产业研究院，华西证券研究所

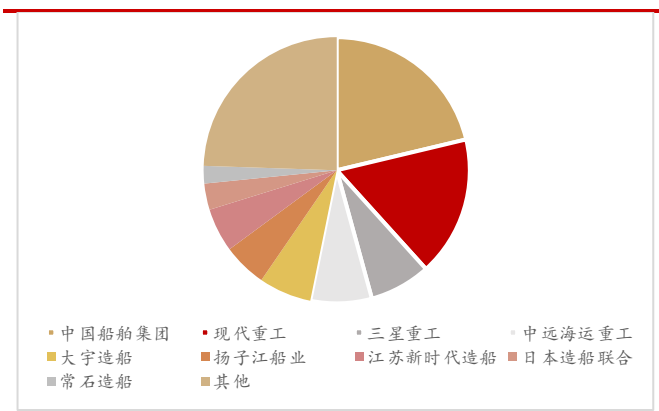
图 12 全球 LNG 船主要建造国订单量情况



资料来源：华经产业研究院，华西证券研究所

行业经过十余年产能出清，行业集中度显著提升。船舶行业是典型的周期型行业，周期大约 20 年左右，船厂的上一轮盈利周期为 2003-2008 年。在过去几年来造船业发生了重大整合，目前世界上 75% 的造船产能掌握在 9 家造船集团手中。在中国，中国船舶集团、中远海运重工集团和扬子江船业集团掌握了 66% 的造船产能，比例分别为 41%、14%、10%。韩国三大船企掌握了 92% 的韩国造船产能，包括现代重工集团 49%、三星重工 22%、大宇造船 21%。日本前三大造船集团也掌握了 71% 的造船产能，包括今治造船 39%、日本造船联合（JMU）18% 以及常石造船 14%。从全球范围看，行业集中度大幅上升，船厂整合加速。克萊克松的数据显示，2021 年造船行业 CR2 达到 25%、CR5 达到 50%，高于 4 年前 CR4 占 25%、CR12 占 50% 的水平。

图 13 全球行业集中度



资料来源：BRS2021 年报，华西证券研究所

图 14 中韩日各国行业竞争格局

世界 TOP 造船厂		订单量 (载重吨位) 占比%
中国	中国船舶工业集团	41%
	中远海运重工	14%
	扬子江船业	10%
	其他	34%
韩国	现代重工	49%
	三星重工	22%
	大宇造船	21%
	其他	8%
日本	今治造船	39%
	日本造船联合	18%
	常石造船	14%
	其他	29%

资料来源：BRS2021 年报，华西证券研究所

2.2. 新周期来临的四大证据

新周期来临的四大证据：

1) **新船订单暴涨**。2021 年全球新船订单量从 2020 年的 1058 艘 7500 万载重吨急剧增加到 1765 艘 1.32 亿载重吨，创下过去 10 年来的次高纪录，仅次于 2013 年的 1.41 亿载重吨。新船订单量激增 5700 万载重吨（76%）主要是得益于集装箱船订单大增，达到 5120 万载重吨，比 2020 年的 1230 万载重的提高了 3890 万载重吨，涨幅超过 300%。此外，散货船新船订单量也增加了 1300 万载重吨（涨幅 40%），从 3000

万载重吨增至 4300 万载重吨，是过去 10 年来的第三高纪录，远高于 2011-2021 年间 3870 万载重吨的年平均水平。

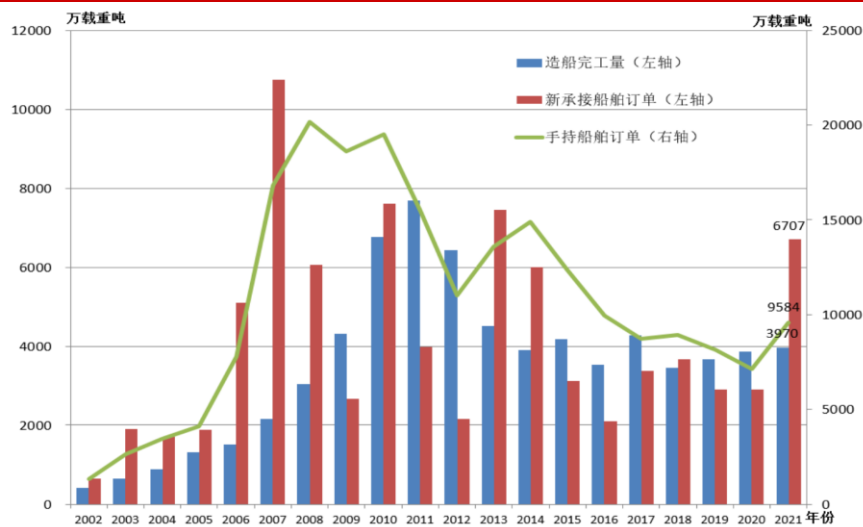
表 2 全球各类船型历年新订单数 (单位: 百万载重吨)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
散装货船	40.4	24.1	75.5	57.1	35.2	16.6	36.6	41.5	26.0	29.9	43.0
油轮	8.9	13.3	33.7	32.6	50.7	11.2	30	23.7	26.9	24.6	22.9
集装箱船	21.0	3.5	22.7	12.6	23.5	3.2	8.6	13.2	7.4	12.3	51.2
其他	6.8	6	9.1	12.5	6.9	1.6	3.8	8.8	8.8	8.2	15.2
总计	77.1	46.9	141.0	114.8	116.3	32.6	79.0	87.2	69.1	75.0	132.3

资料来源: BRS2021 年报, 华西证券研究所

国内市场来看, 需求端三大造船指标实现全面增长。2021 年全国造船完工 3970 万载重吨, 同比增长 3.0%。承接新船订单 6707 万载重吨, 同比增长 131.8%。12 月底, 手持船舶订单 9584 万载工吨, 同比增长 34.8%。2021 年, 我国三大造船指标保持全球领先, 新接订单量增幅高于全球 20 个百分点以上。造船完工量、新接订单量、手持订单量以载重吨计分别占世界总量的 47.2%、53.8%和 47.6%, 与 2020 年相比分别增长 4.1、5.0 和 2.9 个百分点。出口船舶分别占全国造船完工量、新接订单量、手持订单量的 90.5%、88.5%和 88.2%。

图 152002-2021 年中国造船三大指标

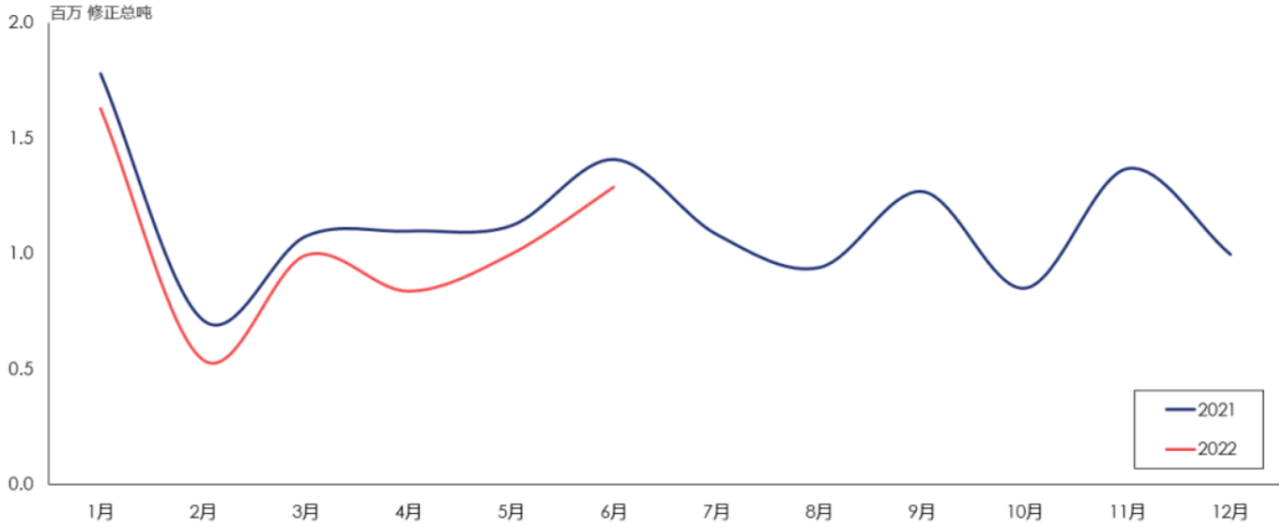


资料来源: 中国船舶工业行业协会, 华西证券研究所

2022 年 1-7 月, 全国造船完工 2085 万载重吨, 同比下降 13.8%; 承接新船订单 2572 万载重吨, 同比下降 43.1%; 7 月底手持船舶订单 10366 万载重吨, 同比增长 15.6%。交付量同比下降原因有二: 1) 由于 2020 年相对较低的签单量, 克拉克森数据显示 2022 年初中国船厂手持订单中计划在今年交付的新船仅 1250 万修正总吨; 2)

受疫情影响，上海三大造船厂于3月下旬停工停产，4月底开始逐步恢复生产活动。4月份中国船厂仅交付80万修正总吨新造船舶，同比下降24%。而6月以来，随着上海疫情影响逐步消退，船厂及供应链生产已经基本恢复。修正总吨指标来看，1-7月全国造船完工量668万修正总吨，同比增长1.8%。

图 16 2021-2022 年中国新船月度交付量



资料来源：克拉克森研究，华西证券研究所

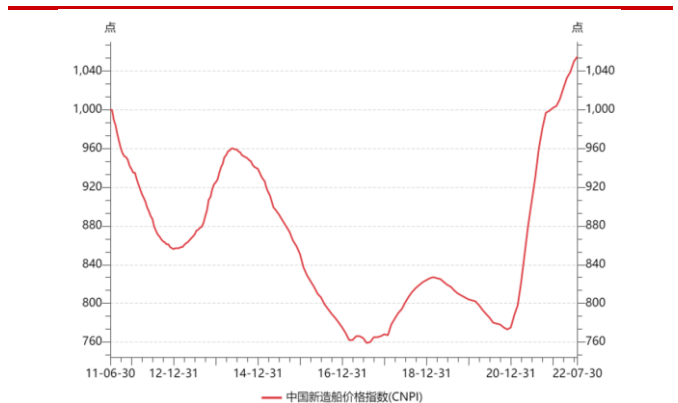
(2) 船价暴涨是反映供不应求最好的指标。进入八月份，克拉克森新造船价格指数突破160点，较21年初上涨27%，创下了自2009年3月以来的最高水平。根据wind显示，中国新造船价格指数自2021年年初以来持续上涨，从2020年底的775点增至今年7月份的1055点，涨幅36%。导致价格上涨的原因之一是2021年造船的原材料钢板价格大幅上涨，以上海市场20mm造船板为例，21年初价格为4850元/吨，最高涨至21年5月份的7100元/吨，涨幅高达46%。而今年以来钢板价格已经开始持续下降，目前已降至4600元左右，但新造船价格指数依旧持续上涨，其原因便是船位紧张所致。

图 17 上海市场 20mm 造船板价格走势



资料来源：wind，华西证券研究所

图 18 中国新造船价格指数



资料来源：wind，华西证券研究所

据法国 BRS2021 年报表示，2021 年新造船市场罕见地从买方市场转为卖方市场，全球各地的船厂基本上已经填满了 2022-2024 年的大部分交付船位。而二手船(尤其

是集装箱船和散装货船)的价格相比新造船价格上涨幅度更大,更加表明新周期的来临。

表 3 新建船和二手船价格变化

单位: 百万美元	年份	2020 年底	2021 年底	变化率
卡尔萨姆型散货船	15 年	9	18	+100%
	5 年	22	33.5	+50%
	新建	28	35	+25%
超大型油轮	15 年	33.5	32	-5%
	5 年	76	70	-8%
	新建	85	105	+24%
1700TEU 集装箱船	15 年	6.1	27	+340%
	5 年	13.5	43	+220%
	新建	23	29	+26%

资料来源: BRS2021 年报, 华西证券研究所

(3) 订单饱满, 船位排期普遍已到 2025-2026 年。订单火爆的行情从 2021 年便已经显现。据央视新闻 2021 年报道, 中国船舶集团江南造船副总经理林青山表示: 当前订单非常火爆, 应该从大多数中国骨干船厂, 包括韩国船厂都已经完成了全年的接单计划。克拉克森研究表示, 当前中国船厂手持订单饱满, 大部分主要船厂船位排期已到 2025 年初。据《每日经济新闻》报道, 中国船舶公司副总经理兼董秘陶健今年八月表示, 其公司手持订单船型结构、订单周期都比较饱满, 排期已到 2026 年。从船型分布来看, 集装箱船为公司主要的新船订单, 其次是油船和散货船, LNG 与 PCTC 为新增船型。

图 19 订单火爆行情从 2021 年已经开始



资料来源: 正点财经, 华西证券研究所

图 20 集装箱船和散货船订单增长显著



资料来源: 正点财经, 华西证券研究所

(4) 结构方面以 LNG 为主的高附加值船型订单大幅增长, 排期也已到 2025-26 年。LNG 船是指专门运输液化天然气船舶, 其特点是高技术、高难度、高附加值。2021 年 LNG 船新船订单量达到 98 艘, 这其中 12 艘为 LNG 加注船。到了 2022 年其热

度进一步上升，仅上半年全球新增订单已达到 108 艘。主要原因是今年以来俄乌冲突加剧了全球天然气市场的紧张和波动性，使 LNG 行业成为市场关注的焦点。随之而来的对欧洲能源安全的推动，为这一正在蓬勃发展的行业添加了进一步的增长动力。此外液化石油气（LPG）船订单量也达到了创纪录的 115 艘，不锈钢化学品船和汽车运输船订单量均高于前几年，而邮轮订单几乎消失。但值得注意的是即使产能扩张，克拉克森研究新造船数据显示目前全球船厂的 LNG 新船坞期也已排到 2025 年甚至 2026 年。

表 4 特殊船型历年新订单数（单位：艘）

	2019	2020	2021
LNG	58	54	98
LPG	51	46	115
客滚船	33	15	16
邮轮	24	5	3
不锈钢化学品船	23	33	43
汽车运输船	8	3	41
滚装船	11	4	10
总计	208	160	326

资料来源：BRS2021 年报，华西证券研究所

中国 LNG 船近年来发展迅速。2021 年，我国首艘 17.4 万立方米浮式液化天然气储存再汽化装置（LNG-FSRU）和全球最大 20000 方 LNG 运输加注船顺利交付。2022 年 1 月，沪东中华造船（集团）有限公司与法国 GTT 公司联合研发的全球最新一代“长恒系列”17.4 万 LNG 运输船获得日本商船三井株式会社的认可，签订了 6 艘建造合同。这是中国船企在 LNG 运输船建造领域一次性生效数量最多（6 艘）、合同金额最大（75 亿元）的订单。

图 21 LNG-FSRU “运输者力量”号



资料来源：中国船舶工业行业协会，华西证券研究所

图 22 最新一代“长恒系列”LNG 运输船



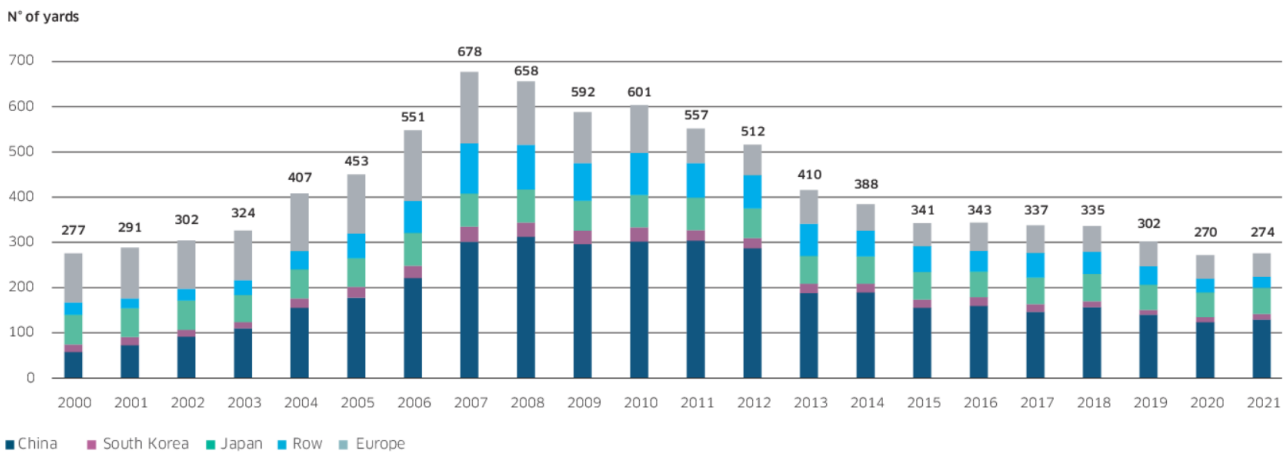
资料来源：wind，华西证券研究所

2.3. 新周期来临的三大原因

(1) 船厂数量大幅减少造成供给端低迷。目前全球活跃船厂（年内接获新订单和/或交付新船的船厂）数量为 274 家，比 2020 年增加了 4 家，但仅为 2007 年最高约 700 家的 40% 左右。截止 2021 年底，全球手持订单量从 2020 年底的 1.8 亿载重吨（2003 年以来最低数字）增至 2.23 亿载重吨。在活跃船厂数量建超的过程中全球造船产能收缩，目前全球每年能够建造和交付约 1200-1300 艘船，远低于 2005-2010 年间平均约 2000 艘的产能水平。

图 23 全球活跃船厂历年数量

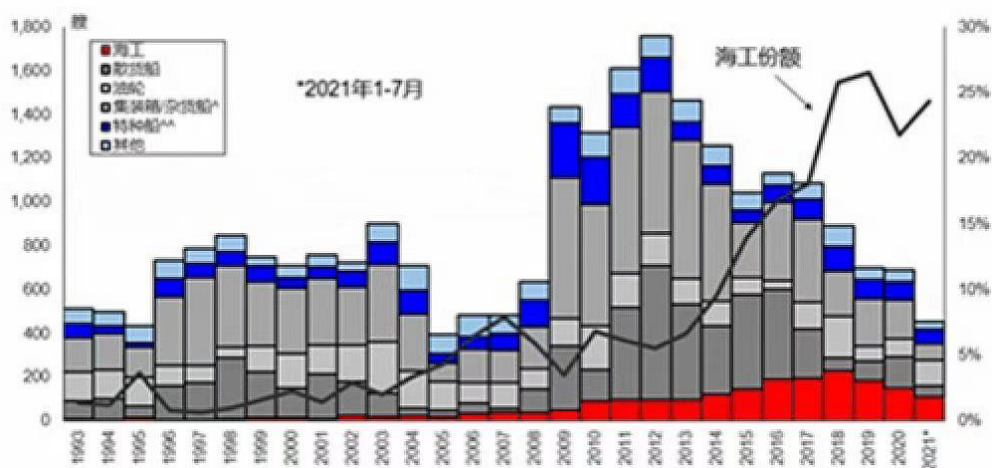
Number of active shipyards by year



资料来源：BRS2021 年报，华西证券研究所

2008 年金融危机后迎来商船拆解高峰期。金融危机后由于单壳油轮逐步淘汰、干散货运费从峰值暴跌、集装箱船及其他船型运力过剩等因素，商船拆船量显著增长。相比之下，2014 年石油价格暴跌后，海工船舶拆解量显著增长并在 2018 年达到 229 艘的峰值，2019-2020 年有所回落，平均 168 艘。以 2016 年为例，共有 933 艘总计 4440 万载重吨的船舶报废，相当于 2016 年最开始的世界船队的 2%。

图 24 全球船队历年拆解量



资料来源：克拉克森研究，华西证券研究所

以中国为例，据中船工业经研中心统计，2009 年至 2016 年中国约有 140 家造船厂关停倒闭，约有 90 多家船厂被兼并收购。自 2016 年开始，政策开始引导主动去产

能。政府发布了船舶工业加快转型升级(2016年至2020年)的相关计划,动态调整船舶行业的“白名单”,引导社会资源向优势骨干企业集聚,促进落后企业转产和破产重组。2016年至2020年,中国造船业减少了总量约为2000万载重吨产能,占比30%。截至2017年年底,山东和广东造船产能分别稳定在了600万、800万载重吨;至次年底,江苏和浙江分别化解330万、300万载重吨。其中,国有企业去产能进度加快。中船集团缩减了500万吨产能,较缩减前的1800万载重吨下降约28%;中船重工缩减了500万载重吨,较缩减前的1500万载重吨下降三分之一;中远海运集团由1205万载重吨下降至960万载重吨,下降约20%。

图 25 2012 年之后全球产能开始出清



资料来源: 克拉克森研究, 华西证券研究所

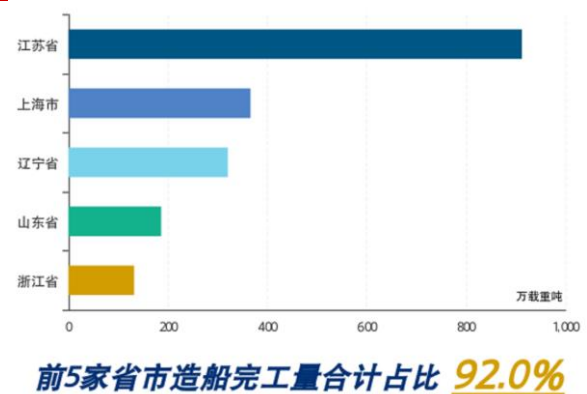
产能出清提高行业集中度,中国前十家集中度达70%。根据中国船舶工业行业协会数据,2021年我国造船企业国际竞争力进一步增强,各有6家企业分别进入全球造船完工量、新接订单量和手持订单量前10强。产业集中度保持在较高水平,造船完工量前10家企业占全国总量的69.3%;新接订单量前10家企业占69.3%;手持订单量前10家企业占69.5%。今年1-7月数据显示,前十家集中度仍保持70%左右水平,主要集中在江苏、上海和辽宁等地。

图 26 2022 年 1-7 月产业集中度



资料来源: 中国船舶工业行业协会, 华西证券研究所

图 27 2022 年 1-7 月产业集中度

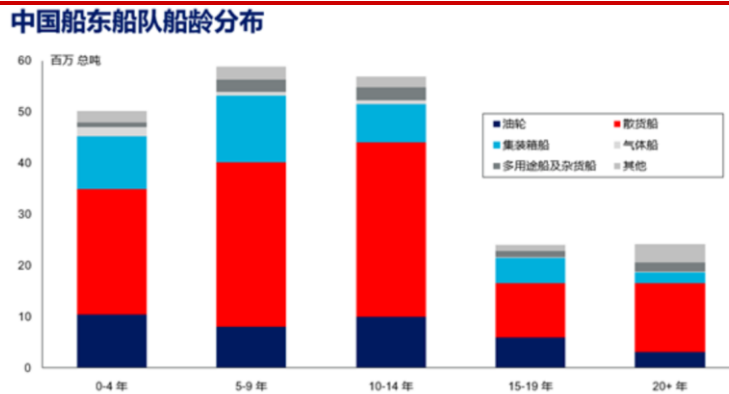


资料来源: 中国船舶工业行业协会, 华西证券研究所

(2) 全球船队20年以上船龄比例达13%,环保因素将进一步加速旧船拆解。以中国旧船更新为例,尽管中国船东船队整体相对年轻,但仍有相当比例老旧船只正面临愈发严苛的环保法规所带来的压力。目前,中国船东的船队中约有11%的运力在20年船龄以上(全球:13%),4%为25年以上。在环保法规不断推进的背景下,这部分

老旧运力将对运力淘汰和船队更新的进展起到关键作用。此外，另有 11% 的船舶的船龄为 15-19 年之间（全球：14%），这些运力的船东或需面临船舶拆解或改装的决策。

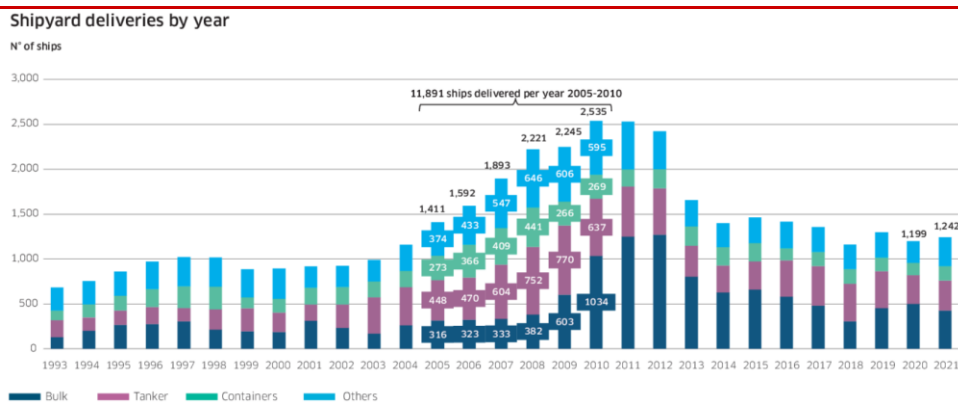
图 28 中国船东船队船龄分布



资料来源：克拉克森研究，华西证券研究所

根据 BRS2021 年报表示，全球航运业需要更新 2005 年至 2010 年间交付的大约 11891 艘旧船，而船厂产能供应相对有限，目前全球造船厂每年只能建造交付大约 1200-1300 艘船，仅满足旧船更新的需求就要近十年。

图 29 2005 年至 2010 年间大约 11891 艘旧船有更新需求



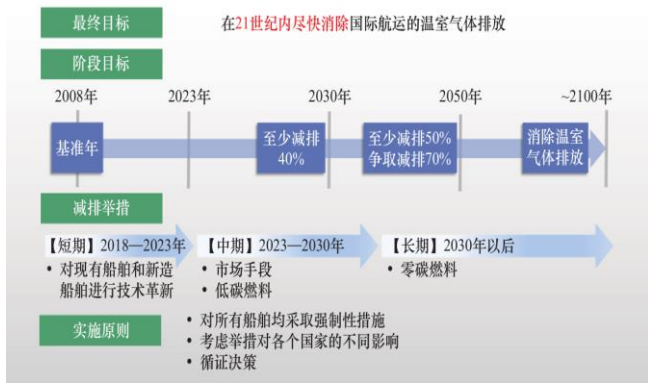
资料来源：BRS2021 年报，华西证券研究所

(3) IMO 新规一方面加速市场上运力的淘汰，另一方面限制航速带动了需求提高。国际海事组织(IMO)规定，在 2023 年至 2026 年期间，与作为基准年的 2019 年相比，碳强度需每年减少 2%，计划在 2030 年将国际航运业碳排放强度降低 40%（以 2008 年为参考）。随着现有船舶能效设计指数(EEXI)将于 2023 年正式实施，为了减少二氧化碳排放，全球大部分船舶将降速航行，有效运力将减少 3-5%。其温室气体减排短期措施的新规定将于 2023 年 1 月 1 日全面实施，届时预计 85% 的集装箱船都需要降低航速以满足 EEXI 的要求，从而造成有效运力减少 6-10%。航运数据平台 VesselsValue 平台数据显示，航运业中散货船队的满足上述 IMO 低碳法规合规率最低，为 10%，油轮最高，为 30.4%，集装箱船舶则居中为 25.6%。

降速是最可能的选项。VesselsValue 表示，就目前来看，船舶想达标第一是使用加装到船舶主体结构中的节能装置，第二是使用发动机功率限制（相当于降速航行），降速也最有可能的选项。还有一部分无论如何都不能达标的船舶则需要被拆解。

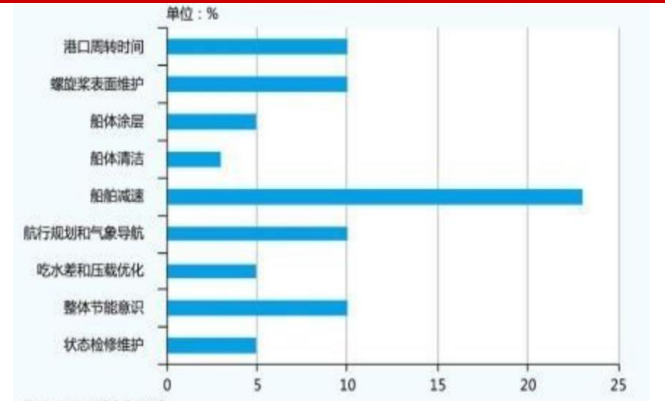
欧盟一项针对国际航运业温室气体减排方法的研究报告指出，如果未出台限制碳排放法规，到2030年全球活跃船舶数量相比2008年预计会增长133%。如果采取要求限制航速的政策（例如优化船舶运行效率标准或调整航速法规），就需要更多活跃船舶来满足运输需求。假如将全年效率比调低60%，2030年全球活跃船舶数量则需要上涨235%。

图 30 IMO 减少船舶温室气体排放战略示意图



资料来源：《绿色船舶低碳发展趋势与应对策略》，华西证券研究所

图 31 不同措施对碳减排影响程度



资料来源：国际船舶网，华西证券研究所

双燃料船可以减少大约 20%碳排放，环保方面的要求致使双燃料船订单大增。2021 年新造船市场的另一个趋势是双燃料船舶订单增加，不仅包括 LNG 燃料，还有 LPG、甲醇双燃料等，订单数量从 2020 年的 152 艘飙升至 388 艘，在总体新船订单中所占比例也从 14%增至 22%。2022 年以来，以艘数与运力计分别从 2021 年的 26%与 30%攀升至今年上半年的 45%和 56%，再创新高。燃料类型也不再是单一的“LNG”，甲醇、生物质能甚至是氢也出现在订单当中，未来也将有“氨”。据每日新闻报道，2021 年我国船企新接订单中绿色动力船舶占比达到 24.4%，而 2022 年一季度，这一比例上升到了 31.7%。业内专家介绍，这一方面得益于这两年国际航运市场的爆发式增长，另一方面，是因为全球航运温室气体减排战略在持续推进。

图 32 双燃料船占比情况



资料来源：中国船舶工业行业协会，华西证券研究所

图 33 当前手持订单中绿色动力燃料类型（艘数计）



资料来源：中国船舶工业行业协会，华西证券研究所

2.4. 中美海军装备差距较大，军船数量提升空间广阔

登陆舰是登陆作战的主要装备，护卫舰是在世界各国建造量最多。登陆舰艇是一款现代军事海上登陆战最实用的武器装备，也叫做两栖舰艇，是为输送登陆兵及其武器装备，补给品登陆而专门制造的舰艇，可以提供无人舰载机的起飞和降落。护卫舰是以导弹、舰炮、深水炸弹及反潜鱼雷为主要武器的轻型水面战斗舰艇。是当代世界各国建造数量最多、分布最广、参战机会最多的一种中型水面舰艇。

黄埔文冲产品包括护卫舰和登陆艇等多种舰船，中美舰艇数量当前仍有较大差距。黄埔文冲先后建造二十多型共计 200 余艘舰艇，最具代表性的舰艇主要有高速护卫艇、反潜护卫艇、常规动力潜艇、新型导弹快艇以及多种型号的导弹护卫舰。根据《TheMilitaryBalance2022》数据显示，中国在航空母舰、巡洋舰、驱逐舰和护卫舰（FFG）等大型舰船以及两栖舰艇、登陆艇等小型舰艇方面与美国还有明显差距，未来存在较大提升空间。

图 34 公司产品新型护卫舰



资料来源：黄埔文冲官方公众号，华西证券研究所

图 35 公司产品气垫登陆艇



资料来源：黄埔文冲官方公众号，华西证券研究所

表 5 中美海上军事力量对比

		中国	美国
潜水艇		59	67
航空母舰		3	11
巡洋舰		3	24
驱逐舰	DDGHM	34	40
	DDGM	2	28
护卫舰	FFGHM	40	4
	FFG	5	17
巡逻和沿海舰艇		196	86
反水雷舰艇		57	8

两栖舰艇	9	31
登陆舰	49	—
登陆艇	60	143

资料来源：《The Military Balance2022》，华西证券研究所注：中国航母数为今年最新数据

“福建舰”今年正式下水，有望带动海军装备发展。据新华社报道，2022年6月17日，中国第三艘航空母舰“福建舰”正式下水，每一艘航母一般都会配备多艘驱逐舰、护卫舰等舰艇从而形成航母战斗群。根据中国企业新闻观察网报道，以“辽宁舰”为例，在整个航母打击作战群之中，一共配备有8艘舰，分别是：航母1艘，即“辽宁”舰；052D型驱逐舰1艘；052C型驱逐舰2艘；054A型护卫舰2艘；“呼伦湖”级大型综合补给舰1艘；051C型驱逐舰1艘。“福建舰”下水一定程度上将带动海军装备的发展。

图 36 “福建舰”下水



资料来源：央视新闻，华西证券研究所

图 37 “辽宁舰”编队



资料来源：国防时报，华西证券研究所

3. 资本运作稳步推进，造船板价与汇率阶段性利好

中船集团资本运作稳步推进，优质资产有望进一步整合。2019年4月4日，公司召开董事会审议重大资产置换项目，将中船集团持有的动力资产与中船防务持有的两个控股子公司股权的等额部分进行置换；2019年8月14日，公司收到中船集团出具的承诺函，承诺通过“三步走”重组路径，消除中国船舶与中船防务的同业竞争。由于步骤三不利于维护上市公司及中小股东的利益，2021年已豁免履行。2019年10月25日，国务院国资委官方网站发布消息，经报国务院批准，中船工业集团与中船重工集团实施联合重组。同年11月26日，南北船合并重组后形成的中国船舶集团有限公司在北京召开成立大会，并举行揭牌仪式，宣告“南北船”合并重组落定，成为全球最大的造船集团。

按照中国船舶集团有限公司于2021年6月30日出具的《关于避免与中船海洋防务与装备股份有限公司同业竞争的承诺函》，中国船舶集团将于本承诺函出具之日起五年内，本着有利于上市公司发展和维护股东利益尤其是中小股东利益的原则，综合运用委托管理、资产重组、股权置换/转让、资产划转/出售、业务合并、业务调整或其他合法方式，稳妥推进符合注入上市公司的相关资产及业务整合以解决同业竞争问题。

图 38 中船防务资本运作情况



资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

公司大额合同订单明确, 已签订至2026年。公司2021年9月公告称, 控股子公司黄埔文冲与长荣集团签订了24艘集装箱船(2艘1800TEU集装箱船, 11艘2300TEU集装箱船, 11艘3000TEU集装箱船)建造合同, 合同交易总金额约为10亿美元, 执行期2021年9月30日至2026年8月30日, 结算方式以美元结算。

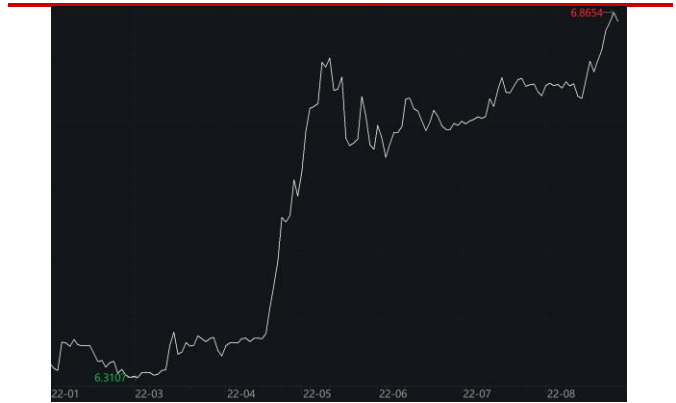
人民币贬值+造船板价走低, 公司迎阶段性利好。2022年以来人民币对美元持续贬值, 汇率从3月初的1:6.3107贬值到1:6.8654, 贬值幅度8.8%, 对于公司以美元结算的出口业务形成利好。成本端来看, 以上海市场20mm造船板为例, 21年初价格为4850元/吨, 最高涨至21年5月份的7100元/吨, 涨幅高达46%。而今年以来钢板价格已经开始持续下降, 目前已降至4600元左右。

图 39 上海市场 20mm 造船板价格走势



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 40 美元兑人民币汇率



资料来源: wind, 华西证券研究所

4. 投资建议

造船行业大周期已经到来, 订单饱满, 船价提升, 预计公司盈利将逐年大幅提升。下面对公司各项业务进行拆分预测:

收入方面: 造船业务公司订单饱满, 供不应求的形势下船价大幅上涨, 公司产能利用率也将大幅提升, 量价齐升同时带动收入增长。预计2022-2024年收入增速分别为10%、20%、20%; 其他板块收入占比较小, 预计未来几年也将保持较为稳定水平。

毛利率方面：预计 2022 年原材料成本的下降和规模效应的提升带动毛利率提升，2023 年部分高价订单迎来交付，2024 年全年将迎来高价订单交付，产品本身将具备高毛利率，叠加规模效应进一步增强。预计 2022-2024 年造船板块毛利率分别为 11%、16%、22%；其他板块毛利率保持较为稳定。

表 6 业务拆分预测

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
造船						
收入 (百万元)	16,480.67	9,459.43	9,192.16	10,111.38	12,133.65	14,560.38
增速	9.33%	-42.60%	-2.83%	10.00%	20.00%	20.00%
毛利率	1.59%	3.63%	9.22%	11.00%	16.00%	22.00%
钢结构工程						
收入 (百万元)	2,011.74	1,622.94	1,637.31	1,637.31	1,637.31	1,637.31
增速	177.54%	-19.33%	0.89%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率 (%)	10.94%	9.82%	10.68%	10.00%	10.00%	10.00%
海工						
收入 (百万元)	1,321.23	-292.33	355.97	400.00	400.00	400.00
增速	-7.72%	-122.13%	-221.77%	12.37%	0.00%	0.00%
毛利率 (%)	7.94%	0.34%	0.69%	0.50%	0.50%	0.50%
修船						
收入 (百万元)	1,042.29	449.24	123.76	150.00	150.00	150.00
增速	14.80%	-56.90%	-72.45%	21.20%	0.00%	0.00%
毛利率 (%)	17.52%	18.46%	7.87%	10.00%	10.00%	10.00%
其他业务						
收入 (百万元)	247.41	211.09	217.69	200.00	200.00	200.00
增速	17.28%	-14.68%	3.13%	-8.13%	0.00%	0.00%
毛利率 (%)	32.22%	53.90%	49.23%	50.00%	50.00%	50.00%
机电产品及其他						
收入 (百万元)	725.66	158.09	144.69	150.00	150.00	150.00
增速	-15.97%	-78.21%	-8.48%	3.67%	0.00%	0.00%
毛利率 (%)	2.71%	34.88%	36.52%	30.00%	30.00%	30.00%
营业收入 (百万元)	21,829.00	11,608.46	11,671.59	12,648.69	14,670.96	17,097.69

资料来源：Wind，华西证券研究所

我们预计 2022-2024 年分别实现营业收入 126.49/146.71/170.98 亿元，归母净利润 1.24/6.13/13.83 亿元，同比增长 56.8%/392.8%/125.5%，EPS 为 0.09/0.43/0.98 元，对应 2022 年 8 月 31 日 20.31 元/股收盘价，PE 分别为 231/47/21 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 7 可比公司估值

股票代码	股票简称	EPS (元)				PE			
		2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
600150.SH	中国船舶	0.05	0.2	0.62	1.58	518.54	127.99	40.63	15.82
600764.SH	中国海防	1.19	1.41	1.79	2.24	34.04	16.62	13.12	10.46
600072.SH	中船科技	0.11	0.22	0.32	0.38	134.75	60.31	42.15	35.18
平均值						229.11	58.80	29.69	18.33
600685.SH	中船防务	0.06	0.09	0.43	0.98	361.62	230.65	46.80	20.75

资料来源：Wind，华西证券研究所，对应 2022-8-31 股价

5. 风险提示

原材料价格上涨的风险；疫情影响生产进度的风险等。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	11,672	12,649	14,671	17,098	净利润	104	156	767	1,729
YoY (%)	0.5%	8.4%	16.0%	16.5%	折旧和摊销	365	30	30	30
营业成本	10,477	11,211	12,404	13,569	营运资金变动	3,780	1,519	656	504
营业税金及附加	18	25	29	34	经营活动现金流	4,365	1,931	1,632	2,433
销售费用	132	63	73	85	资本开支	-291	-76	292	112
管理费用	484	632	734	855	投资	-2,247	-1,000	-1,000	-1,000
财务费用	-41	63	26	-3	投资活动现金流	-3,382	-926	-549	-720
研发费用	617	632	734	855	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-99	-90	-90	-90	债务募资	3,643	-1,715	0	0
投资收益	40	51	59	68	筹资活动现金流	-1,266	-2,002	-248	-248
营业利润	104	171	843	1,900	现金净流量	-302	-996	835	1,465
营业外收支	11	0	0	0					
利润总额	115	171	843	1,900	主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
所得税	11	15	76	171	成长能力				
净利润	104	156	767	1,729	营业收入增长率	0.5%	8.4%	16.0%	16.5%
归属于母公司净利润	79	124	613	1,383	净利润增长率	-97.8%	56.8%	392.8%	125.5%
YoY (%)	-97.8%	56.8%	392.8%	125.5%	盈利能力				
每股收益	0.06	0.09	0.43	0.98	毛利率	10.2%	11.4%	15.5%	20.6%
					净利率	0.9%	1.2%	5.2%	10.1%
					总资产收益率 ROA	0.2%	0.3%	1.3%	2.8%
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	净资产收益率 ROE	0.5%	0.8%	3.8%	7.8%
货币资金	9,560	8,564	9,399	10,864	偿债能力				
预付款项	2,150	1,682	1,861	2,035	流动比率	1.15	1.16	1.19	1.25
存货	4,923	4,607	5,097	5,576	速动比率	0.69	0.72	0.75	0.80
其他流动资产	7,449	8,629	10,233	11,958	现金比率	0.45	0.42	0.42	0.45
流动资产合计	24,082	23,482	26,590	30,433	资产负债率	57.8%	56.9%	57.8%	57.5%
长期股权投资	4,953	4,953	4,953	4,953	经营效率				
固定资产	4,741	4,802	4,804	4,785	总资产周转率	0.26	0.29	0.32	0.34
无形资产	934	904	874	844	每股指标 (元)				
非流动资产合计	20,184	20,291	19,972	19,810	每股收益	0.06	0.09	0.43	0.98
资产合计	44,265	43,773	46,561	50,243	每股净资产	10.98	11.11	11.55	12.52
短期借款	1,915	200	200	200	每股经营现金流	3.09	1.37	1.15	1.72
应付账款及票据	8,377	8,600	9,515	10,409	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动负债	10,723	11,506	12,610	13,688	估值分析				
流动负债合计	21,015	20,306	22,325	24,297	PE	361.62	230.65	46.80	20.75
长期借款	3,189	3,189	3,189	3,189	PB	2.12	1.83	1.76	1.62
其他长期负债	1,390	1,390	1,390	1,390					
非流动负债合计	4,580	4,580	4,580	4,580					
负债合计	25,595	24,885	26,904	28,877					
股本	1,414	1,414	1,414	1,414					
少数股东权益	3,146	3,177	3,331	3,676					
股东权益合计	18,671	18,888	19,657	21,366					
负债和股东权益合计	44,265	43,773	46,561	50,243					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

陆洲：华西证券研究所军工行业首席分析师，北京大学硕士，11年军工行业研究经验。曾任光大证券、平安证券、国金证券研究所军工行业首席分析师，华商基金研究部工业品研究组组长，东兴证券研究所所长助理兼军工行业首席分析师。曾获2019年中国证券业分析师金牛奖军工行业第一名。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。