本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

松发股份 (603268.SS)

因四期产能扩建而大幅上调盈利预测和目标价；买入 (摘要)

603268.SS	12个月目标价格: Rmb300.00	股价: Rmb213.66	上涨空间: 40.4%

我们将松发股份12个月目标价上调50%至每股人民币300元，隐含40%上行空间，以计入进一步的产能扩建和强劲的订单获取。松发股份（以恒力重工为主要资产）仍是我们覆盖造船业中的首选股。

进一步扩建产能将助力在当前的长期上行周期中获取更高市场份额：进入造船业仅四年的恒力重工已证明了强大的执行能力，在2026年6月三期干船坞开始运营后，公司的全球产能市场份额已提升至6%（图表 4）。除此之外，公司将推出三期船台和四期干船坞（详见图表 3），管理层指引显示它们将分别于2026年底和2027年初投入运营。我们估计这将再增加97%的产能至约760万修正总吨(CGT)，从而推动公司的全球市场份额在2027年底达到11%，基于强劲的过往记录，我们假设可在2027年年中实现满负荷运营。这意味着恒力重工的手持订单覆盖年数将缩短至2.0年，仍低于3.6年/3.9年的全球/中国均值，这也说明，在有望持续至2032年的长期上行周期中（我们认为主要由老旧船队置换更新所驱动，参见我们的2027年展望报告），恒力重工拥有更多的可用船位来进一步赢取新订单。

收入/利润率改善将提振盈利：我们预测收入将强劲增长，得益于产能扩张带来的交付量提升以及向高价值订单的倾斜。恒力重工的生产能力包括集装箱船、油轮和液化石油气船，并且正在探索液化天然气船的建造。我们还预计利润率将提高，得益于高价值船舶和船用发动机的贡献增加（到2027年产能将达到每年300台），以及效率提升和用于超大型船舶生产的基础设施优化。因此，我们将恒力重工2026-28年净利润预测上调9%-80%，至人民币103亿/226亿/306亿元，预计2028年净利润率将从2025年的12%提高至22%。

估值：我们的12个月目标价基于10倍2028年预期市盈率，与中国/韩国船厂的平均水平一致（此前为12倍）。当前股价对应7.1倍2028年预期市盈率，相比A股同业10.4倍的均值存在折让。推动因素：持续赢得新订单，盈利增长趋势。风险：船舶交付或新增产能释放推迟，钢材价格上涨，新订单或新造船价格不及预期，人民币兑美元升值。

买入

陆志成
+852-2978-0726 | herbert.lu@gs.com
高盛（亚洲）有限责任公司

张启业, CFA
+852-2978-6102 | simon.cheung@gs.com
高盛（亚洲）有限责任公司

黄颖
+852-2978-0415 | ying.huang@gs.com
高盛（亚洲）有限责任公司

主要数据

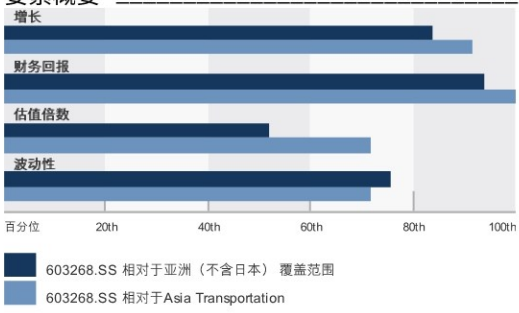
市值: Rmb217.7bn / $32.5bn
企业价值: Rmb235.1bn / $35.1bn
3个月日均成交量: Rmb1.4bn / $202.2mn
中国
Asia Transportation
并购概率: 3
租赁是否计入净负债和企业价值: Yes

预测

	12/25	12/26E	12/27E	12/28E
主营业务收入 (Rmb mn) 新	**21,539.6**	**61,700.8**	**112,584.4**	**137,707.9**
主营业务收入 (Rmb mn) 旧	21,539.6	54,791.2	72,576.6	75,490.8
EBITDA (Rmb mn)	4,104.8	14,625.6	29,506.3	38,381.2
每股盈利 (Rmb) 新	**2.73**	**10.47**	**22.19**	**30.03**
每股盈利 (Rmb) 旧	2.73	9.60	14.18	16.65
市盈率 (X)	17.8	20.4	9.6	7.1
市净率 (X)	5.0	8.1	4.5	2.8
股息收益率 (%)	0.0	0.5	1.0	1.4
CROCI (%)	28.5	36.1	44.2	48.0

	3/26	6/26	9/26E	12/26E
每股盈利 (Rmb)	1.13	2.59	3.12	3.84

要素概要



资料来源：公司数据、高盛研究预测

高盛与其研究报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。 有关分析师的申明和其他重要信息，见信息披露附录，或参阅www.gs.com/research/hedge.html。 由非美国附属公司聘用的分析师不是美国FINRA的注册/合格研究分析师。

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

买入

松发股份 (603268.SS)

评级自2026年4月2日

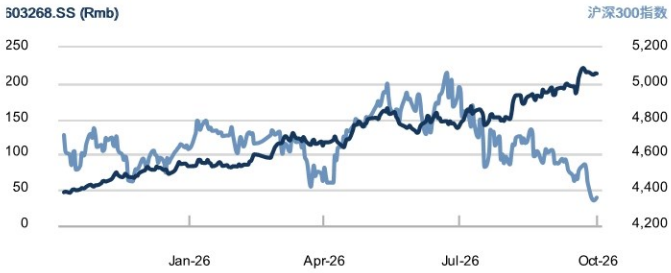
比率和估值

	12/25	12/26E	12/27E	12/28E
市盈率 (X)	17.8	20.4	9.6	7.1
市净率 (X)	5.0	8.1	4.5	2.8
自由现金流收益率 (%)	(24.0)	(7.5)	2.0	11.5
EV/EBITDAR (X)	13.6	15.7	7.9	5.4
EV/EBITDA (X) (剔除租赁)	13.3	15.6	7.8	5.4
CROCI (%)	28.5	36.1	44.2	48.0
净资产回报率 (%)	41.7	57.2	60.1	48.9
净负债/股东权益 (%)	90.8	64.9	29.2	(11.4)
净负债/权益 (%) (剔除租赁)	77.6	60.8	27.2	(12.5)
利息保障倍数 (X)	6.0	11.6	25.7	68.8
存货销售天数	59.5	53.1	53.5	58.9
应收账款周转天数	3.0	1.4	1.6	1.9
应付账款周转天数	254.1	173.4	162.8	173.3
杜邦净资产回报率 (%)	28.1	38.7	46.7	39.9
周转率 (X)	0.4	0.6	0.8	0.8
杠杆比率 (X)	5.2	3.6	2.9	2.2
总现金投资，名义（剔除现金）(Rmb)	21,316.7	47,514.0	65,803.2	71,268.0
平均已动用资本 (Rmb)	10,909.9	29,964.7	52,344.3	64,324.5
每股净资产 (Rmb)	9.74	26.33	47.50	75.31

增长率和利润率 (%)

	12/25	12/26E	12/27E	12/28E
主营业务收入增长率	277.6	186.5	82.5	22.3
EBITDA增长率	595.4	256.3	101.7	30.1
每股盈利增长	1,083.1	282.7	112.0	35.3
每股股息增速	NM	NM	118.0	35.3
EBIT利润率	16.7	21.9	24.8	26.5
EBITDA利润率	19.1	23.7	26.2	27.9
净利润率	12.3	16.8	20.1	22.2

股价走势图



	3个月	6个月	12个月
绝对	53.4%	90.4%	344.7%
相对于沪深300指数	75.3%	94.5%	373.5%

资料来源：公司数据、高盛研究预测、FactSet（股价为2026年9月30日收盘价）

损益表 (Rmb mn)

	12/25	12/26E	12/27E	12/28E
主营业务收入	21,539.6	61,700.8	112,584.4	137,707.9
主营业务成本	(17,223.7)	(46,790.1)	(82,366.4)	(98,443.1)
销售、一般及管理费用	(710.3)	(1,425.7)	(2,262.1)	(2,766.9)
研发费用	–	–	–	–
其它营业收入/(费用)	–	–	–	–
EBITDA	**4,104.8**	**14,625.6**	**29,506.3**	**38,381.2**
折旧和摊销	(499.3)	(1,140.6)	(1,550.4)	(1,883.2)
EBIT	**3,605.6**	**13,485.0**	**27,956.0**	**36,497.9**
净利息收入/（支出）	(556.9)	(1,104.0)	(1,045.4)	(511.0)
联营公司损益	–	–	–	–
税前利润	**3,181.3**	**12,426.7**	**26,910.5**	**35,986.9**
税项拨备	(526.7)	(2,057.2)	(4,305.7)	(5,398.0)
少数股东损益	–	–	–	–
优先股息	–	–	–	–
非经常性项目前净利润	**2,654.6**	**10,369.5**	**22,604.9**	**30,588.9**
税后非经常性损益	–	–	–	–
非经常性项目后净利润	**2,654.6**	**10,369.5**	**22,604.9**	**30,588.9**
EPS (基本,非经常性项目前) (Rmb)	**2.73**	**10.47**	**22.19**	**30.03**
EPS (摊薄,非经常性项目前) (Rmb)	**2.73**	**10.47**	**22.19**	**30.03**
EPS (基本,非经常性项目后) (Rmb)	**2.73**	**10.47**	**22.19**	**30.03**
EPS (摊薄,非经常性项目后) (Rmb)	**2.73**	**10.47**	**22.19**	**30.03**
每股股息 (Rmb)	–	1.02	2.22	3.00
股息支付率 (%)	0.0	9.7	10.0	10.0

资产负债表 (Rmb mn)

	12/25	12/26E	12/27E	12/28E
现金及等价物	7,215.2	5,387.0	2,547.7	11,322.9
应收账款	122.5	350.8	640.1	783.0
存货	5,175.2	12,777.1	20,235.3	24,185.0
其它流动资产	16,519.7	36,487.0	61,682.9	74,532.7
流动资产	**29,032.5**	**55,001.9**	**85,106.1**	**110,823.5**
固定资产净额	18,136.7	40,494.1	53,470.6	53,146.2
无形资产净额	2,076.4	2,115.0	2,158.1	2,206.5
投资总额	0.0	0.0	0.0	0.0
其它长期资产	146.5	146.5	146.5	146.5
资产合计	**49,392.0**	**97,757.4**	**140,881.2**	**166,322.6**
应付账款	15,216.6	29,230.7	44,257.2	49,214.1
短期债务	10,908.2	12,908.2	9,908.2	908.2
短期租赁负债	217.7	190.8	170.2	154.9
其它流动负债	5,497.1	15,479.3	28,126.6	34,371.1
流动负债	**31,839.6**	**57,808.9**	**82,462.2**	**84,648.2**
长期债务	3,643.6	8,797.9	5,797.9	797.9
长期租赁负债	1,032.2	904.5	807.0	734.1
其它长期负债	3,424.5	3,424.5	3,424.5	3,424.5
长期负债	**8,100.3**	**13,126.9**	**10,029.4**	**4,956.5**
负债合计	**39,939.9**	**70,935.8**	**92,491.7**	**89,604.7**
优先股	–	–	–	–
普通股权益	9,452.1	26,821.7	48,389.6	76,717.9
少数股东损益	**--**	**--**	**--**	**--**
负债及股东权益合计	**49,392.0**	**97,757.4**	**140,881.2**	**166,322.6**
调整后净负债	7,336.6	16,319.0	13,158.3	(9,616.9)

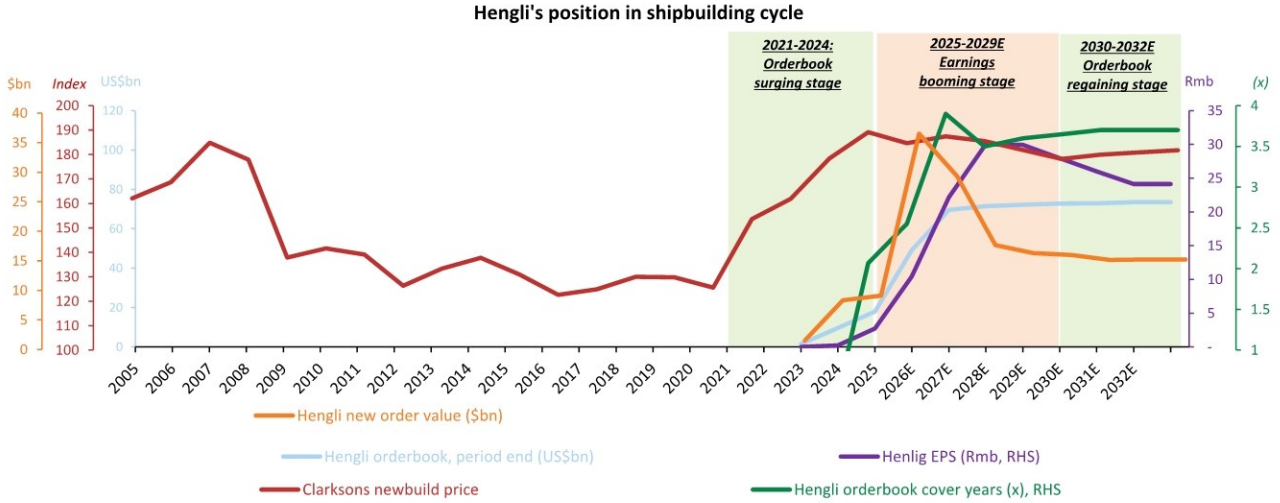
现金流量表 (Rmb mn)

	12/25	12/26E	12/27E	12/28E
净利润	2,654.6	10,369.5	22,604.9	30,588.9
折旧及摊销加回	499.3	1,140.6	1,550.4	1,883.2
少数股东权益加回	–	–	–	–
运营资本增减净额	(5,217.9)	(3,801.3)	(5,269.6)	(5,740.9)
其它经营性现金流	334.8	–	–	–
经营活动产生的现金流	**(1,729.3)**	**7,708.8**	**18,885.6**	**26,731.2**
资本开支	(9,630.5)	(23,536.5)	(14,570.0)	(1,607.2)
收购	–	–	–	–
剥离	21.5	–	–	–
其它	(34.2)	–	–	–
投资活动产生的现金流	**(9,643.3)**	**(23,536.5)**	**(14,570.0)**	**(1,607.2)**
偿还租赁负债	–	–	–	–
支付的股息（普通股和优先股）	–	–	(1,037.0)	(2,260.5)
借款增减	10,172.4	7,154.3	(6,000.0)	(14,000.0)
其它融资性现金流	6,043.6	6,845.3	(118.0)	(88.3)
筹资活动产生的现金流	**16,216.0**	**13,999.6**	**(7,155.0)**	**(16,348.8)**
总现金流	**4,843.5**	**(1,828.1)**	**(2,839.3)**	**8,775.2**
自由现金流	(11,359.8)	(15,827.8)	4,315.6	25,124.1

资料来源：公司数据、高盛研究预测

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

图表 1: 恒力重工在造船周期中的地位



资料来源：Clarksons, 公司数据, 高盛全球投资研究部

我们的2027/28年净利润预测比市场共识高出59%/69%，我们认为这主要得益于：1) 我们在预测中计入了三期船台和四期干船坞的新增产能，我们认为市场共识尚未将此纳入考量；2) 我们较高的利润率假设缘于我们预计高利润船舶（例如集装箱船、油轮和气体运输船）的生产早于预期；3) 船用发动机业务敞口扩大（产能从每年180台扩大到300台）。我们的2026年盈利预测也比市场共识高出28%，因为我们考虑了2026年三季度/四季度三期船台/四期干船坞的提前分段建造，这可能成为短期推动因素。

图表 2: 我们的2026-28年净利润预测比彭博市场预测高出28%-69%

	2026E			2027E			2028E		
Rmb mn, unless stated otherwise	GS	Consensus	Vs. consensus	GS	Consensus	Vs. consensus	GS	Consensus	Vs. consensus
Gross revenue	61,986	52,082	19%	113,105	81,087	39%	138,344	99,939	38%
Gross profit	14,911	11,821	26%	30,218	20,498	47%	39,265	27,218	44%
Gross margin	*24%*	*23%*	*1.4ppt*	*27%*	*25%*	*1.4ppt*	*28%*	*27%*	*1.1ppt*
EBIT	13,485	10,316	31%	27,956	18,564	51%	36,498	25,246	45%
EBIT margin	*22%*	*20%*	*1.9ppt*	*25%*	*23%*	*1.8ppt*	*26%*	*25%*	*1.1ppt*
Net income (reported)	10,370	8,108	28%	22,605	14,211	59%	30,589	18,117	69%
Net margin (reported)	*17%*	*16%*	*1.2ppt*	*20%*	*18%*	*2.5ppt*	*22%*	*18%*	*4.0ppt*

As of Oct 2, 2026

资料来源：高盛全球投资研究部, 彭博

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

Three key theses

Thesis I: Further capacity addition in a prolonged upcycle, retaining the largest potential to gain new orders

Hengli has proven its strong execution to support further market share gains in shipbuilding industry, by ramping up to 6% global capacity market share as a new entrant within 4 years, after its phase III drydock started operation since June-2026. Beyond this, the company will roll out two slipways of Phase III slipways and two dry docks of Phase IV (图表 3), which mgmt has guided will start operation at end-2026 and early 2027 respectively. We estimate this to nearly double (+97%) the existing capacity to 7.6mn CGTs which will drive its global capacity share to 11% by end-2027E (图表 4). We assume the company could ramp up this capacity to full utilization by mid-2027 based on its strong execution track record.

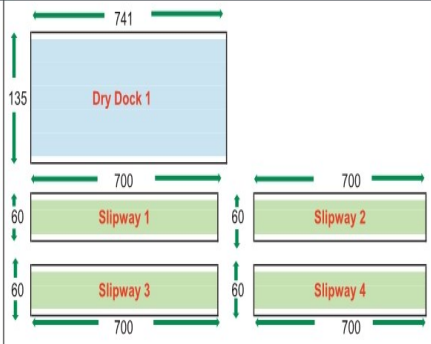
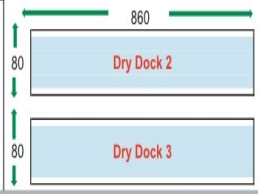
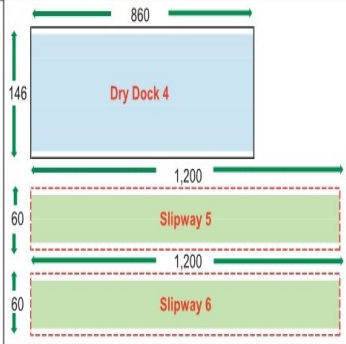
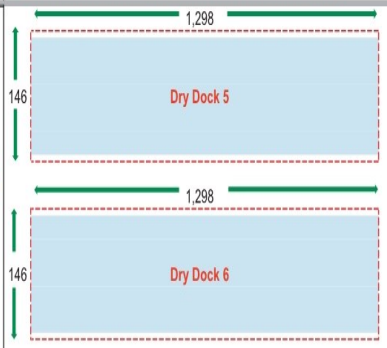
- Phase III two slipways to start formal operation around end-2026: Hengli plans to add two slipways docks, each measuring 1,200m × 60m. We expect steel cutting or hull-block construction to begin in 3Q26, which could contribute to the revenue, ahead of the formal operational start.
- Phase IV dry docks to commence initial production in early 2027: Phase IV will include two large dry docks measuring 1,298m × 146m, where 6 mega vessels (e.g. 24k-TEU containerships could be manufactured simultaneously). We expect steel cutting or hull-block construction to commence in 4Q26. Mgmt plans to ramp up utilization gradually in line with order demand, limiting potential pressure on newbuilding prices.

Our methodology to estimate the capacity of Hengli Heavy Industry is: 1) Firstly, we estimate the number of ships that its dry docks and slipways could build simultaneously by comparing the length and breadth of docks vs. different ships, and assume the company would build ships with a preferred order (container>tanker>dry bulker) considering the margin difference. 2) Secondly, we estimate the total number of ships that its dry docks and slipways could build per annum, by assuming a docking period of 3 months for tankers and dry bulkers while 4 months for large containerships. 3) Finally, we assess the total CGT capacity by aggregating the CGTs of all ships that the docks and slipways could build per annum.

Hengli Heavy’ s orderbook cover years reached 4.0x years as of Sept-2026, with 15.2mn CGTs orderbook on hands and 3.8mn CGTs capacity (GSe) from existing capacity, while we expect it to drop to 2.0x years (图表 5) after we factor in the new capacity addition, which remains the lowest among global major players (vs. China/global avg at 3.9x/ 3.6x). This suggests Hengli will continue its stronger order-wins with more slots available amid this prolonged upcycle.

On the other hand, to support its shipbuilding capacity expansion, the company also plans to increase its marine engine capacity from 180 units p.a. currently to 300 units by end-2027, which provides a more reliable supply chain when competing with peers on new orders, and a higher margin potential.

图表 3: Hengli Heavy Industry shipyard capacity

	Site map (Length/Breadth in meters)		No. of Docks	Total size (sqm)	Steel processing (mn ton)	GSe Capacity ('000 CGTs)	Shipyard: date of beginning operation	Engine Capacity (unit p.a.)	Engine: date of beginning operation	CAPEX (Rmb mn) Total	CAPEX (Rmb mn) Equity financing
Phase I (一期产能)		Dry Dock	1	100,035	1.20	794	Jan-23	100	Sep-24	5,000	500
		Slipway	4	168,000		1,248					
Phase II (二期产能)		Dry Dock	2	137,600	1.10	900	Aug-25	80	Aug-25	11,200	3,500
Phase III (三期产能)		Dry Dock	1	125,560	0.70	900	Jun-26	120	Mid-2027	15,000	7,000
		Slipway	2	144,000	n.a.	1,040	Nov-26				
Phase IV (四期产能)		Dry Dock	2	379,016	n.a.	2,700	Early-2027	n.a.	n.a.	20,000	n.a.
Total				1,054,211		7,582		300		51,200	11,000

Existing capacity | Capacity under construction

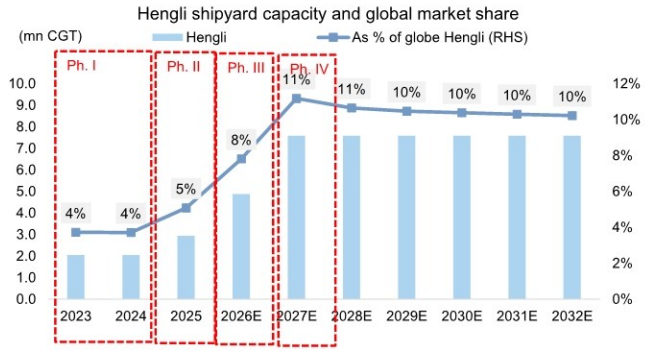
Dry Dock means 干船坞; Slipway means 船台.

资料来源：公司数据, Clarksons, 高盛全球投资研究部

人在草木间
更多资料请加V

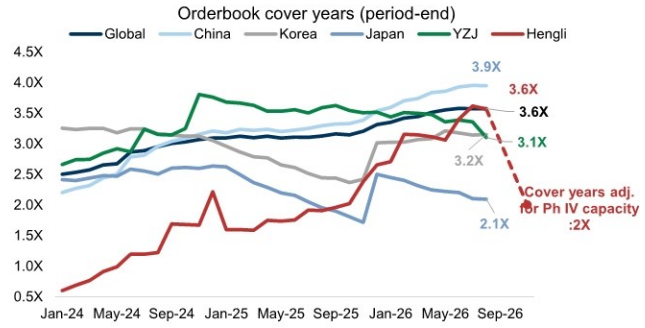
本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

图表 4: We expect Hengli capacity market share increase from 8% in 2026E to 11% in 2027E



资料来源：公司数据, Clarksons, 高盛全球投资研究部

图表 5: Hengli orderbook cover years comp



Hengli 3.6X cover years assumes capacity ramping to c.4.9mn CGT by 2026 year-end

资料来源：Clarksons, 公司数据, 高盛全球投资研究部

Thesis II: Beneficiary of the ongoing prolonged upcycle, with diverse products expanding from tanker and dry bulker to higher-value containerships and gas carriers

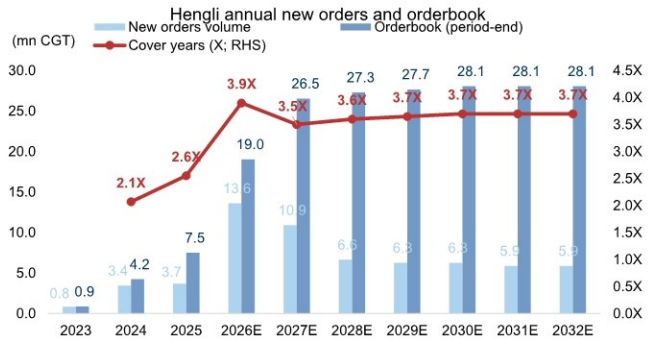
We expect Hengli Heavy’s orderbook to continue its rapid rise, from 15.2mn CGTs as of Sept-2026 based on Clarksons, to 26.5mn CGTs at end-2027, driven by booming tanker orders, better-than-expected mega containerships, and breakthrough into higher-margin gas carriers LPGC and LNGC.

- Low orderbook cover years among major shipyards suggests ample capacity to win large ship orders. Hengli Heavy has the capacity to provide slots for more large new ships to be delivered in 2029, with only 2.0X orderbook cover years, after completion of phase III slipways and phase IV dry docks, and therefore has significant potential to win more new ship orders.
- Hengli Group’s support - Hengli Group, placed 8 / 0.19 (no. of ships/ mn CGTs) new orders with Hengli Heavy in 2022-24, helping it ramp up the shipbuilding business at an early stage and build a quality track record (Exhibit 18), and has recently placed an order of two LNG carriers to help Hengli Heavy enter this new and high-value segment, where the market share is currently dominated by Korean shipyards.
- Replacement demand: As discussed in our 2027 outlook (link), we believe replacement for aging fleets will be the key driver of this upcycle which we see lasting until 2032E, and contributing 52% to the total new order of 559mn CGTs during 2026-2032E, followed by trade growth/ decarbonizaiton’s 33%/15%. The ships delivered in the last delivery peak of 2006-12 will exceed 20 years in age from 2026 and we expect will be replaced by new greener or higher-efficiency vessels. We believe the shipbuilding industry is still in the middle of the upcyle this time, given it’s still benefiting from tanker order boom, which will be followed by bulkers, based on previous upcyle pace. Additionally, the shippers may place more new orders than the real replacement demand, considering a lifted profitability (图表 12) and their ambition to defend or gain more market

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

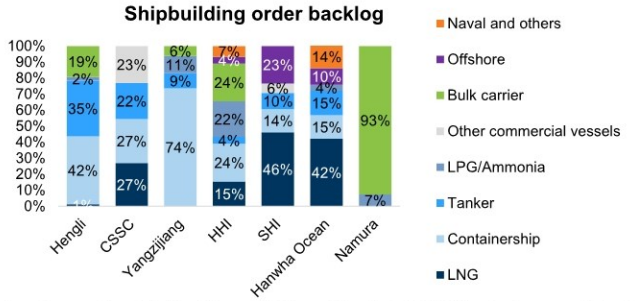
share with a stronger balance sheet (e.g. containerships).

图表 6: Hengli annual new order volume and orderbook backlog



资料来源：公司数据, Clarksons, 高盛全球投资研究部

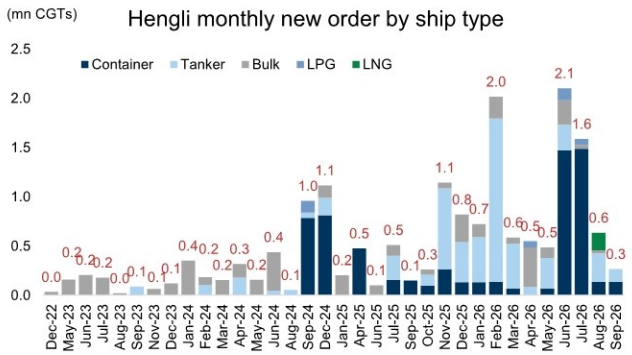
图表 7: Shipbuilder orderbook backlog comp



Note: Data as of Sep-26 for Hengli/Namura/CSSC; as of Aug-26 for SHI/HHI/Hanwha Ocean; as of Jun-26 for YZJ. CSSC Refers to commercial vessels only. Hengli, CSSC and Namura by CGT contract volume breakdown as per Clarksons, others breakdown by contract value per company data.

资料来源：公司数据, Clarksons

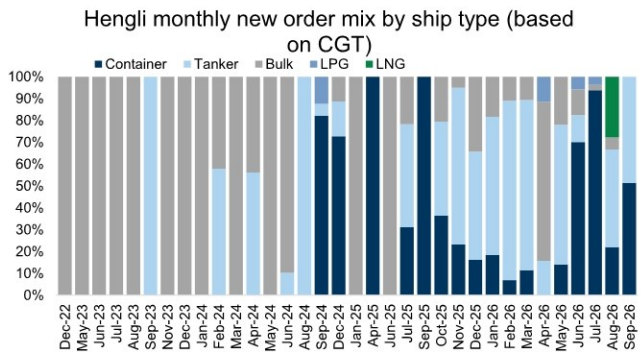
图表 8: Hengli monthly new orders by ship type



As of Sep-26 end

资料来源：Clarksons

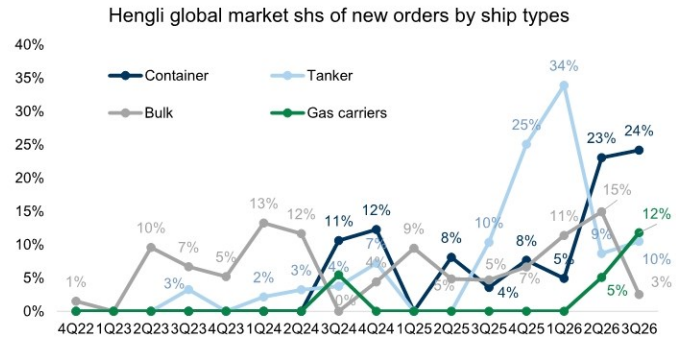
图表 9: Hengli monthly new orders CGT mix by ship type



As of Sep-26 end

资料来源：Clarksons

图表 10: Hengli quarterly global market shares by major ship types



As of Sep-26 end. Gas carriers include LNGC and LPG

资料来源：Clarksons

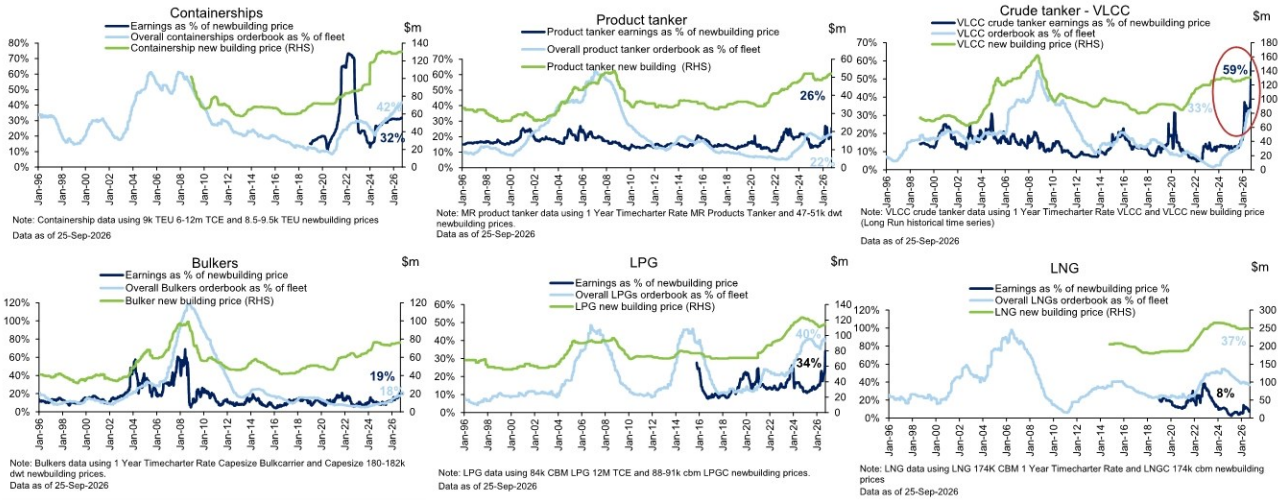
本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

图表 11: Global shipbuilding supply, demand, newbuild price and market share summary

Global Shipbuilding S-D	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
Contract value													
New contract orders value ($m)	**57,926**	**119,024**	**139,520**	**131,530**	**234,868**	**203,438**	**247,214**	**215,127**	**193,330**	**193,022**	**211,850**	**229,162**	**247,606**
YoY%	-27%	105%	17%	-6%	79%	-13%	22%	-13%	-10%	0%	10%	8%	8%
- Containerships	7,995	44,071	35,859	20,330	59,312	66,548	62,110	42,990	36,751	30,347	33,249	34,508	35,472
- Tankers	11,390	11,235	7,207	24,982	41,454	28,923	59,856	51,225	33,250	34,380	40,799	47,187	53,844
- Bulkers	8,816	20,796	18,747	25,501	33,871	26,162	28,266	34,718	47,027	53,914	60,662	67,927	76,136
- LPG	2,761	6,335	4,066	11,343	15,312	3,777	15,208	12,667	10,739	11,694	12,942	14,147	15,401
- LNG	11,338	14,736	38,921	16,028	22,450	10,965	22,915	24,968	17,976	16,052	17,096	18,055	19,179
- Others	15,626	21,850	34,720	33,346	62,469	67,063	58,859	48,558	47,587	46,636	47,102	47,337	47,574
Demand													
New contract order volume (mn CGT)	**30.0**	**58.9**	**55.2**	**52.2**	**81.4**	**68.0**	**84.7**	**75.4**	**69.8**	**71.6**	**78.7**	**85.5**	**92.8**
YoY%	*-11%*	*96%*	*-6%*	*-6%*	*56%*	*-16%*	*25%*	*-11%*	*-7%*	*3%*	*10%*	*9%*	*8%*
- Containerships	4.9	22.4	14.0	7.5	21.3	26.7	24.9	17.4	15.2	12.8	13.9	14.4	14.7
YoY%	*30%*	*359%*	*-37%*	*-47%*	*186%*	*25%*	*-7%*	*-30%*	*-13%*	*-16%*	*8%*	*3%*	*2%*
- Tankers	6.0	5.5	3.3	10.8	17.1	10.8	23.0	19.9	13.2	13.9	16.3	18.8	21.3
YoY%	*-6%*	*-8%*	*-40%*	*224%*	*59%*	*-37%*	*113%*	*-14%*	*-34%*	*6%*	*17%*	*15%*	*14%*
- Bulkers	6.8	12.8	9.5	13.0	16.3	12.2	12.9	16.0	22.1	25.9	28.8	32.1	35.8
YoY%	*-14%*	*87%*	*-26%*	*37%*	*25%*	*-25%*	*6%*	*24%*	*38%*	*17%*	*11%*	*11%*	*12%*
- LPG	1.0	2.5	1.2	2.9	3.7	1.0	3.8	3.2	2.8	3.1	3.4	3.7	4.0
YoY%	*-22%*	*146%*	*-51%*	*147%*	*24%*	*-74%*	*299%*	*-16%*	*-13%*	*11%*	*10%*	*9%*	*8%*
- LNG	4.5	6.5	15.6	5.6	7.7	3.6	8.0	8.9	6.5	5.9	6.3	6.6	6.9
YoY%	*-4%*	*46%*	*139%*	*-64%*	*36%*	*-53%*	*122%*	*10%*	*-27%*	*-9%*	*5%*	*5%*	*6%*
- Others	6.8	9.2	11.6	12.3	15.3	13.7	12.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
YoY%	*-29%*	*35%*	*26%*	*7%*	*24%*	*-10%*	*-13%*	*-17%*	*0%*	*0%*	*0%*	*0%*	*0%*
By region YoY%													
Total	-11%	96%	-6%	-6%	56%	-16%	25%	-11%	-7%	3%	10%	9%	8%
China	6%	121%	-5%	9%	86%	-23%	48%	-10%	-12%	-3%	4%	9%	8%
By region market share %													
China	44%	50%	50%	58%	69%	64%	76%	77%	73%	69%	65%	65%	65%
Korea	30%	31%	30%	19%	13%	18%	15%	15%	17%	19%	19%	19%	19%
Japan	12%	11%	10%	13%	8%	7%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%
Others	15%	8%	9%	10%	10%	12%	4%	3%	4%	6%	10%	10%	10%
New deliveries (mn CGT)	**30.4**	**34.8**	**32.8**	**35.9**	**41.2**	**44.2**	**51.0**	**63.9**	**69.0**	**71.6**	**71.7**	**75.0**	**78.0**
YoY%	*-12%*	*15%*	*-6%*	*9%*	*15%*	*7%*	*15%*	*25%*	*8%*	*4%*	*0%*	*5%*	*4%*
Orderbook (period end, mn CGT)	**83.5**	**104.4**	**122.2**	**134.5**	**170.3**	**191.7**	**223.1**	**232.1**	**230.5**	**228.1**	**232.7**	**240.8**	**253.2**
YoY%	**-4%**	**25%**	**17%**	**10%**	**27%**	**13%**	**16%**	**4%**	**-1%**	**-1%**	**2%**	**3%**	**5%**
Supply													
Active shipyard capacity (mn CGT)	**55.3**	**54.0**	**53.1**	**54.9**	**55.1**	**57.9**	**62.5**	**67.8**	**71.2**	**72.4**	**73.0**	**73.6**	**74.1**
YoY%	*-1%*	*-2%*	*-2%*	*3%*	*0%*	*5%*	*8%*	*9%*	*5%*	*2%*	*1%*	*1%*	*1%*
Shipyard forward cover years (x)													
Shipyard forward cover years (x) (divided by GSe active capacity)	**1.5x**	**1.9x**	**2.3x**	**2.5x**	**3.1x**	**3.3x**	**3.6x**	**3.4x**	**3.2x**	**3.2x**	**3.2x**	**3.3x**	**3.4x**
ASP													
Clarksons newbuild price index	**126**	**154**	**162**	**178**	**189**	**185**	**187**	**186**	**182**	**178**	**180**	**181**	**182**
YoY%	-3%	22%	5%	10%	6%	-2%	2%	-1%	-2%	-2%	1%	1%	1%
Guangdong Songfa Ceramics / Hengli Heavy Industry													
Songfa / Hengli Heavy Industry net margin (%)					4%	12%	17%	20%	22%	22%	21%	20%	19%
Songfa / Hengli Heavy Industry EPS (Rmb)					0.23	2.73	10.47	22.19	30.03	29.95	27.96	26.01	24.13

资料来源：Clarksons, 高盛全球投资研究部, 公司数据

图表 12: Dynamic ROI vs orderbook by ship type



资料来源：Clarksons, 高盛全球投资研究部, 彭博

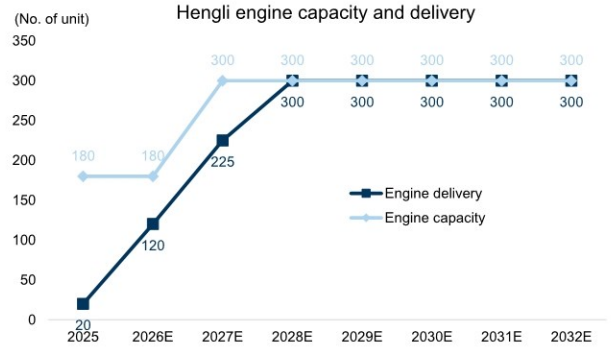
Thesis III: Marine engine, a new higher-margin segment

We expect Hengli Heavy’ s marine engine business to be a new revenue and margin driver, with a ramp-up in the delivery of engines. Following its entry into the market in March 2024 under license from MAN Energy Solutions/ Everllence, Hengli Heavy has an annual capacity of 180 units 2-stroke marine engine currently, which is 9% of the global 2-stroke marine engine manufacturing market in 2025 per our estimate

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

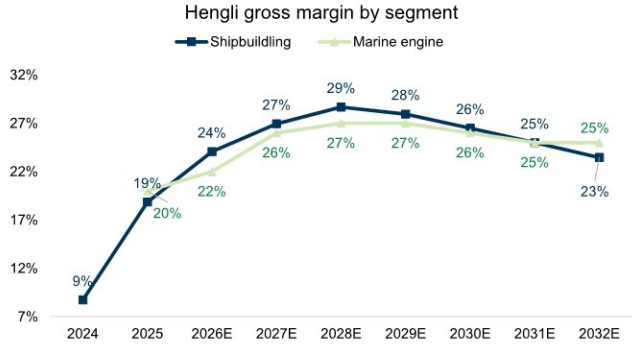
(图表 16), and the company is targeting to further enhance the capacity to 300 units per annum by 2027. We see the marine engine business as a new revenue and margin driver for Hengli Heavy, with a ramp-up in delivery of engines from 20 units in 2025 to full capacity of 300 units by 2028E (图表 13), by leveraging its new ship order market share and attractive price vs. overseas competitors. We expect engine gross margin to improve from 20% in 2025 to 27% by 2028E and stay relatively stable till 2032E (图表 14), mainly driven by +8% to +15% p.a. YoY increase in 2026-2028E ASP. We expect this to be supported by higher product mix from large vessels engines and dual-fuel engines. According to the management, marine engine typically represents 10-20% of a vessel’ s total value.

图表 13: Hengli engine delivery



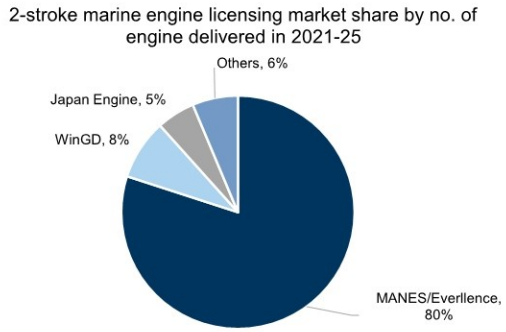
资料来源：公司数据, 高盛全球投资研究部

图表 14: Hengli gross margin by segment



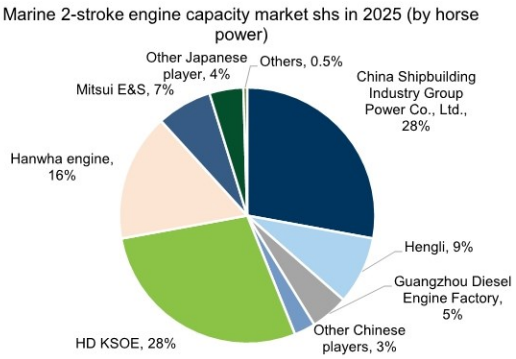
资料来源：公司数据, 高盛全球投资研究部

图表 15: 2-stroke marine engine licensing market shs breakdown



资料来源：Clarksons

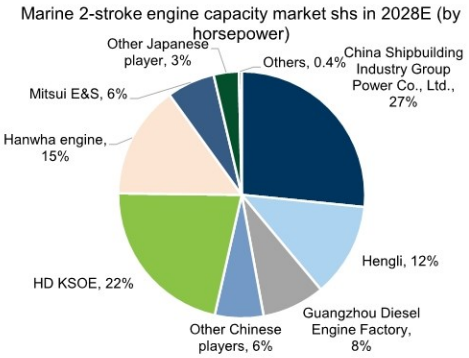
图表 16: We estimate Hengli engine capacity accounted for c.9% of the globe in 2025



资料来源：公司数据, 高盛全球投资研究部

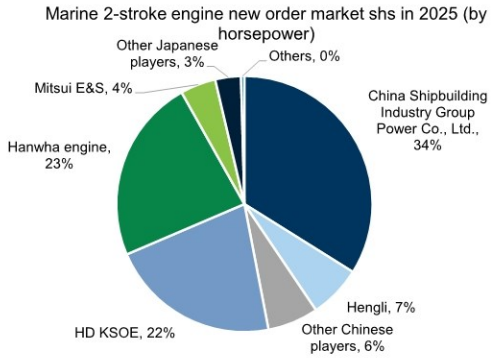
本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

图表 17: ... and further increase to 12% in 2028E



资料来源：公司数据, imarine, J-ENG, 高盛全球投资研究部

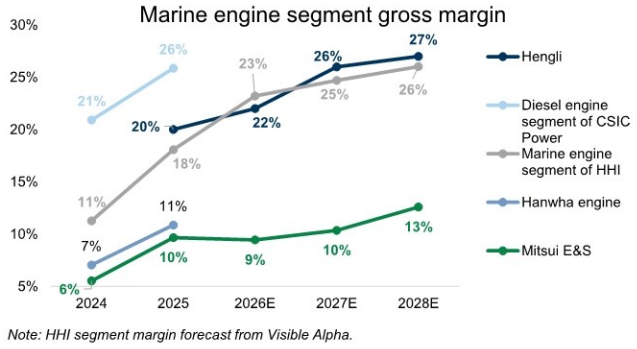
图表 18: We estimate that Hengli was at 7% of 2-stroke marine engine new order market share in 2025



Based on brake horsepower

资料来源：公司数据, 高盛全球投资研究部

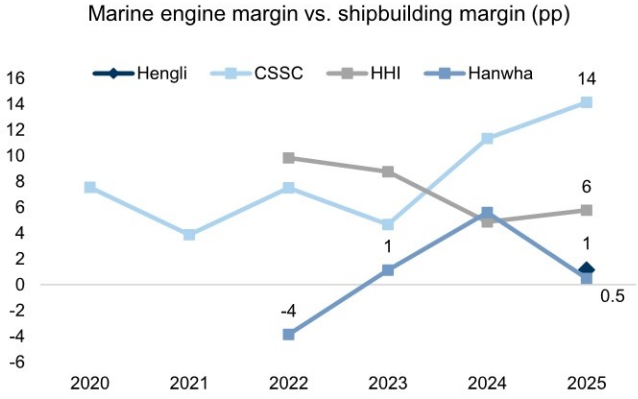
图表 19: Marine engine segment margin comparison



Note: HHI segment margin forecast from Visible Alpha.

资料来源：公司数据, 高盛全球投资研究部

图表 20: Marine engine margin vs. shipbuilding margin comp



资料来源：公司数据, 高盛全球投资研究部

Earnings changes

We raise our net income forecast by 9%/57%/ 80% for 2026-28E, by incorporating:

1) Capacity expansion from Phase III’ s two slipways and Phase IV’ s two dry docks, which will start operation at end-2026 and early 2027 respectively and double the existing capacity (97% increase). We assume the phase IV capacity would ramp up to full utilization at mid-2027, based on the company’ s strong execution track record and new hiring plan of 100k workers (see our note). While we also factor in a higher revenue and profit in 2H26, as we expect an earlier block construction in 3Q26/ 4Q26 ahead of the formal start of new capacity.

2) Engine delivery for 2026-2028E raised from 120/180/180 units to 120/225/300 units, considering the engine capacity increase from 180 p.a. now to 300 p.a. in 2027.

3) A largely unchanged margin assumption, considering the company’ s current orderbook can cover the revenue growth till the end of 2028.

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

4) A higher interest expense, by assuming more debt issuance to cover (we assume a debt issuance considering the lower cost of debt vs. cost of equity) to finance additional Rmb22bn Capex on phase III’ s slipways and phase IV’ s drydocks in 2026E.

Beyond 2028E, if there is no further capacity addition, we forecast a mild earnings decline at -5% CAGR considering a higher contribution from lower-margin dry bulkers, while we don’ t see a sharp decline, as we expect the newbuilding price could remain at a relatively elevated level, on the back of a resilient orderbook cover years (>3 years) until 2032E, as the enlarged capacity just matches the potential new ship order (see more details in our 2027 outlook report).

图表 21: Estimates changes

Hengli Heavy Industry	2026E			2027E			2028E			2029E			2030E			2031E			2032E		
	New	Old	Change (%)	New	Old	Change (%)	New	Old	Change (%)	New	Old	Change (%)	New	Old	Change (%)	New	Old	Change (%)	New	Old	Change (%)
Key operating metrics																					
Completion recognized (mn CGT)	3.46	3.04	14%	6.25	4.00	56%	7.40	4.00	85%	7.55	4.04	87%	7.55	4.00	89%	7.55	3.96	91%	7.55	3.92	93%
Average price per CGT recognized (US$)	2,517	2,533	-1%	2,604	2,587	1%	2,686	2,686	0%	2,659	2,659	0%	2,606	2,633	-1%	2,554	2,606	-2%	2,503	2,606	-4%
New order value (US$ mn) - GSe	36,532	22,069	66%	29,321	14,536	102%	17,654	15,514	14%	16,313	15,049	8%	15,987	15,199	5%	15,169	14,812	2%	15,245	15,108	1%
Key Financials (Rmb mn)																					
Total revenue	**61,986**	**55,044**	**13%**	**113,105**	**72,912**	**55%**	**138,344**	**75,840**	**82%**	**139,907**	**76,025**	**84%**	**137,488**	**74,794**	**84%**	**135,137**	**73,602**	**84%**	**132,852**	**73,134**	**82%**
Shipbuilding revenue	59,792	52,865	13%	109,025	69,325	57%	133,185	71,992	85%	134,490	71,985	87%	131,800	70,552	87%	129,164	69,148	87%	126,581	68,457	85%
Engine revenue (external)	1,380	1,366	1%	3,226	2,732	18%	4,263	2,951	44%	4,476	3,099	44%	4,699	3,253	44%	4,934	3,416	44%	5,181	3,587	44%
Others	813	813	0%	854	854	0%	897	897	0%	942	942	0%	989	989	0%	1,038	1,038	0%	1,090	1,090	0%
Total COGS	**(46,790)**	**(41,171)**	**14%**	**(82,366)**	**(53,517)**	**54%**	**(98,443)**	**(53,738)**	**83%**	**(100,516)**	**(54,537)**	**84%**	**(100,744)**	**(54,307)**	**86%**	**(100,986)**	**(54,088)**	**87%**	**(101,191)**	**(53,878)**	**88%**
EBIT	**13,485**	**12,244**	**10%**	**27,956**	**17,602**	**59%**	**36,498**	**20,236**	**80%**	**35,950**	**19,618**	**83%**	**33,362**	**18,647**	**79%**	**30,826**	**17,704**	**74%**	**28,393**	**17,456**	**63%**
EBIT margin (%)	*21.8%*	*22.2%*	*-0.5ppt*	*24.7%*	*24.1%*	*0.6ppt*	*26.4%*	*26.7%*	*-0.3ppt*	*25.7%*	*25.8%*	*-0.1ppt*	*24.3%*	*24.9%*	*-0.7ppt*	*22.8%*	*24.1%*	*-1.2ppt*	*21.4%*	*23.9%*	*-2.5ppt*
EBITDA	**14,626**	**13,307**	**10%**	**29,506**	**18,794**	**57%**	**38,381**	**21,492**	**79%**	**37,904**	**20,942**	**81%**	**35,390**	**20,042**	**77%**	**32,932**	**19,174**	**72%**	**30,582**	**19,006**	**61%**
EBITDA margin (%)	*23.6%*	*24.2%*	*-0.6ppt*	*26.1%*	*25.8%*	*0.3ppt*	*27.7%*	*28.3%*	*-0.6ppt*	*27.1%*	*27.5%*	*-0.5ppt*	*25.7%*	*26.8%*	*-1.1ppt*	*24.4%*	*26.1%*	*-1.7ppt*	*23.0%*	*26.0%*	*-3.0ppt*
Net interest expense	(1,104)	(894)	23%	(1,045)	(612)	71%	(511)	(280)	83%	(56)	1	-6622%	150	171	-12%	343	273	26%	521	369	41%
PBT	**12,427**	**11,396**	**9%**	**26,911**	**16,990**	**58%**	**35,987**	**19,956**	**80%**	**35,894**	**19,619**	**83%**	**33,512**	**18,818**	**78%**	**31,169**	**17,977**	**73%**	**28,914**	**17,825**	**62%**
PAT	**10,370**	**9,509**	**9%**	**22,605**	**14,441**	**57%**	**30,589**	**16,963**	**80%**	**30,510**	**16,676**	**83%**	**28,485**	**15,995**	**78%**	**26,494**	**15,280**	**73%**	**24,577**	**15,151**	**62%**
Net profit (reported)	**10,370**	**9,509**	**9%**	**22,605**	**14,441**	**57%**	**30,589**	**16,963**	**80%**	**30,510**	**16,676**	**83%**	**28,485**	**15,995**	**78%**	**26,494**	**15,280**	**73%**	**24,577**	**15,151**	**62%**
Net margin (reported) (%)	*16.7%*	*17.3%*	*-0.5ppt*	*20.0%*	*19.8%*	*0.2ppt*	*22.1%*	*22.4%*	*-0.3ppt*	*21.8%*	*21.9%*	*-0.1ppt*	*20.7%*	*21.4%*	*-0.7ppt*	*19.6%*	*20.8%*	*-1.2ppt*	*18.5%*	*20.7%*	*-2.2ppt*
Net profit (adjusted)	**10,335**	**9,475**	**9%**	**22,605**	**14,441**	**57%**	**30,589**	**16,963**	**80%**	**30,510**	**16,676**	**83%**	**28,485**	**15,995**	**78%**	**26,494**	**15,280**	**73%**	**24,577**	**15,151**	**62%**
Net margin (adjusted) (%)	*16.7%*	*17.2%*	*-0.5ppt*	*20.0%*	*19.8%*	*0.2ppt*	*22.1%*	*22.4%*	*-0.3ppt*	*21.8%*	*21.9%*	*-0.1ppt*	*20.7%*	*21.4%*	*-0.7ppt*	*19.6%*	*20.8%*	*-1.2ppt*	*18.5%*	*20.7%*	*-2.2ppt*
Reported EPS (Rmb)	**10.47**	**9.60**	**9%**	**22.19**	**14.18**	**57%**	**30.03**	**16.65**	**80%**	**29.95**	**16.37**	**83%**	**27.96**	**15.70**	**78%**	**26.01**	**15.00**	**73%**	**24.13**	**14.87**	**62%**
Adjusted EPS (Rmb)	**10.43**	**9.56**	**9%**	**22.19**	**14.18**	**57%**	**30.03**	**16.65**	**80%**	**29.95**	**16.37**	**83%**	**27.96**	**15.70**	**78%**	**26.01**	**15.00**	**73%**	**24.13**	**14.87**	**62%**
DPS (Rmb)	**1.02**	**0.93**	**9%**	**2.22**	**1.42**	**57%**	**3.00**	**1.67**	**80%**	**2.99**	**1.64**	**83%**	**2.80**	**1.57**	**78%**	**2.60**	**1.50**	**73%**	**2.41**	**1.49**	**62%**
Dividend payout ratio (%)	*10.0%*	*10.0%*	*0.0ppt*	*10.0%*	*10.0%*	*0.0ppt*	*10.0%*	*10.0%*	*0.0ppt*	*10.0%*	*10.0%*	*0.0ppt*	*10.0%*	*10.0%*	*0.0ppt*	*10.0%*	*10.0%*	*0.0ppt*	*10.0%*	*10.0%*	*0.0ppt*

Total revenue denotes gross revenue (before sale tax)

资料来源：高盛全球投资研究部

Valuation

As a result, our price target is raised by 50% to Rmb300 per share from previously Rmb200 per share, on a lower target P/E multiple of 10x on 2028E earnings (vs. 12x prior), which is still based on the average 2028E P/E of Chinese and Korean shipbuilders. The stock trades at 7x 2028E P/E, which is at a discount to peer average of 10x. We consider 2028E P/E appropriate as the company is ramping up ship deliveries, and we expect earnings to be normalized in 2028 when Hengli Heavy would be operating at full-capacity for the full-year.

We believe our 10.0x target 2028E P/E is justified, broadly in line with CSSC’ s 10.4x and the Korean shipyard average of 10.4x, considering Hengli has: 1) Higher orderbook potential and stronger order-wining, with its orderbook cover years shortening to c.2 years following the new capacity addition from Phase III slipways and Phase IV dry docks, vs. China peers’ 3.9x and Korean peers’ 3.2x. 2) Higher net profit growth, with 72% net-profit CAGR in 2026-28E, vs. 28% for CSSC, 9% for Yangzijiang and 17% for Korean peers avg (based on consensus). 3) A-share premium, vs. our target price implied P/E of 9.2x for Yangzijiang which is listed in Singapore. 4) Higher exposure to marine engine business which has more stable margin and can smooth any cyclical impact in the long term.

Share price drivers - Based on historical correlation, we observe that the share price

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

is not only driven by orderbook backlog, but also by earnings uptrend, as although the orderbook determines the future revenue stream, the final earnings also depend on costs (e.g., steel price) and operational efficiency. We believe the company’s share price will be driven by both its growing orderbook and EPS. Based on our estimate, we forecast the orderbook will rise by c50% to US$72bn at end-2028, and EPS will increase c.188% over 2026-2028E, continuing to drive the share price.

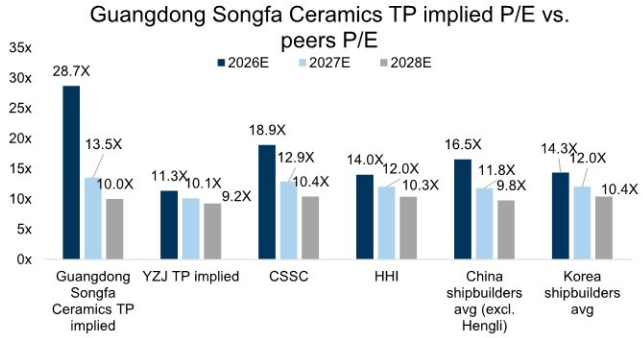
图表 22: Price target based on P/E methodology

P/E valuation	
EPS (Rmb) in 2028	30.03
Target P/E	10.0x
Price target (Rmb) at year-end of 2026	300.00
Current price	213.66
Implied upside/(downside)	*40%*

As of Oct 2, 2026

资料来源：Datastream, 高盛全球投资研究部

图表 23: Guangdong Songfa Ceramics TP implied P/E cross check with peers



China shipbuilder peers include YZJ, CSSC; Korea shipbuilder peers include HHI, SHI, Hanwha Ocean. CSSC consensus based on WIND. Other uncovered peers consensus based on Reuters. Pricing as of Oct 2, 2026

资料来源：Datastream, WIND, 高盛全球投资研究部, 路透

图表 24: Asia shipbuilding comp table

	Ticker	GS Rating	Market cap (US$ bn)	3M Average Daily Trading Volume (US$m)	CCY	Local Price	P/B				P/E ex-exceptionals (X)				ROE(%)				Net debt to equity (%)				Dividend Yield (%)				Net Profit growth (%)				Share Price Performance			
							2025	2026	2027	2028	2025	2026	2027	2028	2025	2026	2027	2028	2025	2026	2027	2028	2025	2026	2027	2028	2025	2026	2027	2028	1M	3M	6M	YTD
China Shipbuilding																																		
Guangdong Songfa Ceramics	603268.SS	Buy	30.9	201.9	CNY	213.7	21.9x	8.1x	4.5x	2.8x	78.1x	20.4x	9.6x	7.1x	42%	57%	60%	49%	91%	65%	29%	-11%	0%	0%	1%	1%	1485%	302%	119%	35%	14	53	81	156
Yangzijiang Shipbuilding	YAZG.SI	Buy	15.6	60.1	SGD	5.1	3.5x	2.9x	2.5x	2.2x	12.9x	10.1x	8.9x	8.1x	30%	31%	30%	28%	-64%	-46%	-49%	-53%	4%	5%	6%	6%	32%	32%	13%	6%	3	43	33	46
China CSSC Holdings	600150.SS	NC	42.5	562.4	CNY	39.1	4.8x	3.8x	3.0x	n.a.	36.6x	18.9x	12.9x	10.4x	13%	20%	24%	17%	-124%	-85%	-87%	-89%	1%	2%	3%	4%	119%	93%	47%	22%	12	16	28	18
CSSC Offshore & Marine Engineering	600685.SS	NC	6.1	54.5	CNY	28.7	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	37.6x	n.a.	n.a.	n.a.	6%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	9	13	(1)	1
CSSC Offshore & Marine Engineering	0317.HK	NC	2.6	5.9	HKD	14.5	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	16.3x	n.a.	n.a.	n.a.	6%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1%	n.a.	n.a.	n.a.	175%	n.a.	n.a.	n.a.	9	14	13	11
Market cap weighted average							**10.5x**	**5.2x**	**3.4x**	**2.6x**	**46.9x**	**17.9x**	**11.0x**	**8.9x**	**26%**	**35%**	**38%**	**30%**	**-39%**	**-26%**	**-40%**	**-56%**	**1%**	**2%**	**3%**	**3%**	**578%**	**155%**	**66%**	**24%**	**11**	**34**	**47**	**71**
Korea Shipbuilding																																		
HD Korea Shipbuilding & Offshore Engineering	009540.KS	NC	17.2	45.6	KRW	326,000	1.8x	1.4x	1.2x	1.0x	9.9x	6.5x	5.8x	5.4x	20%	26%	26%	24%	-38%	-52%	-63%	-71%	3%	5%	7%	8%	139%	58%	19%	14%	(1)	(10)	(7)	(20)
HD Hyundai Heavy Industries	329180.KS	NC	33.3	87.9	KRW	426,000	5.3x	3.7x	3.0x	2.5x	25.8x	14.0x	12.0x	10.3x	22%	30%	28%	27%	-41%	-34%	-43%	-52%	1%	2%	2%	3%	243%	109%	17%	16%	1	(28)	(3)	(16)
HD Hyundai Mipo	010620.KS	NC	6.0	0.0	KRW	223,000	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	5	12	22	66
Samsung Heavy Industries	010140.KS	NC	12.7	48.1	KRW	19,960	3.8x	3.3x	2.6x	2.1x	26.2x	18.5x	12.1x	10.0x	16%	20%	24%	23%	40%	16%	-20%	-29%	0%	0%	1%	2%	142%	42%	53%	21%	0	(13)	(26)	(17)
Hanwha Ocean	042660.KS	NC	18.0	78.5	KRW	78,800	4.2x	2.9x	2.4x	1.9x	26.1x	12.1x	12.0x	10.8x	17%	27%	22%	20%	68%	45%	26%	15%	0%	0%	0%	0%	2766%	117%	1%	10%	(4)	(25)	(34)	(31)
Market cap weighted average							**4.7x**	**3.4x**	**2.8x**	**2.3x**	**26.0x**	**14.3x**	**12.0x**	**10.4x**	**19%**	**27%**	**25%**	**24%**	**6%**	**-1%**	**-19%**	**-28%**	**1%**	**1%**	**1%**	**2%**	**932%**	**98%**	**19%**	**16%**	**(0)**	**(21)**	**(13)**	**(13)**
Japan Shipbuilding																																		
Namura Shipbuilding Co Ltd	7014.T	Buy	2.1	42.2	JPY	4,680	1.9x	2.1x	1.9x	1.7x	8.9x	13.3x	12.0x	9.9x	20%	17%	17%	18%	-69%	-75%	-82%	-93%	2%	1%	2%	2%	-29%	7%	21%	34%	(3)	29	7	32
Market cap weighted average							**1.9x**	**2.1x**	**1.9x**	**1.7x**	**8.9x**	**13.3x**	**12.0x**	**9.9x**	**20%**	**17%**	**17%**	**18%**	**-69%**	**-75%**	**-82%**	**-93%**	**2%**	**1%**	**2%**	**2%**	**-29%**	**7%**	**21%**	**34%**	**(3)**	**29**	**7**	**32**
Global Shipbuilding																																		
Fincantieri SpA	FCT.MI	NC	4.6	39.7	EUR	12.7	4.4x	2.8x	2.4x	2.1x	30.4x	23.2x	15.9x	12.5x	13%	14%	16%	18%	198%	114%	105%	88%	0%	0%	1%	2%	286%	45%	47%	31%	4	16	(6)	(24)
Cochin Shipyard	COCH.NS	NC	3.5	18.1	INR	1,283.8	6.1x	5.7x	5.2x	4.6x	42.4x	54.7x	38.4x	30.7x	15%	11%	14%	16%	-101%	n.a.	n.a.	n.a.	1%	1%	1%	1%	14%	-23%	42%	25%	(14)	(16)	(2)	(21)
Seatrium Limited	SEAT.SI	NC	5.3	25.9	SGD	2.0	1.0x	0.9x	0.9x	0.4x	21.1x	14.5x	12.3x	12.2x	5%	7%	7%	7%	19%	20%	-9%	-2%	1%	2%	3%	3%	112%	51%	12%	0%	(8)	1	(17)	(8)
Market cap weighted average							**3.5x**	**2.8x**	**2.5x**	**2.1x**	**29.9x**	**28.1x**	**20.4x**	**17.2x**	**10%**	**11%**	**12%**	**13%**	**49%**	**64%**	**45%**	**40%**	**1%**	**1%**	**2%**	**2%**	**146%**	**30%**	**32%**	**17%**	**(6)**	**2**	**(9)**	**(17)**
Marine engine																																		
China Shipbuilding Industry Group Power Co., Ltd.	600482.SS	NC	11.3	106.2	CNY	34	1.9x	1.8x	1.7x	1.6x	33.7x	25.8x	17.8x	13.7x	6%	7%	10%	11%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0%	1%	1%	0%	86%	31%	45%	30%	5	2	6	62
Hanwha Engine	082740.KS	NC	3.0	25.3	KRW	48,600	7.8x	5.4x	3.9x	2.9x	41.1x	21.3x	13.7x	11.2x	22%	30%	34%	30%	-38%	-41%	-45%	-49%	0%	0%	0%	0%	69%	99%	55%	23%	9	(7)	12	13
Mitsui E&S Co	7003.T	Buy	2.6	66.7	JPY	4,126	2.6x	1.6x	1.5x	1.3x	8.6x	11.0x	11.0x	9.6x	20%	16%	14%	14%	19%	14%	11%	10%	1%	2%	2%	3%	-19%	4%	20%	21%	(4)	(6)	(30)	(26)
Market cap weighted average							**3.0x**	**2.4x**	**2.1x**	**1.8x**	**31.1x**	**22.7x**	**16.1x**	**12.6x**	**11%**	**12%**	**15%**	**15%**	**-12%**	**-15%**	**-19%**	**-22%**	**0%**	**1%**	**1%**	**1%**	**67%**	**39%**	**43%**	**27%**	**5**	**(1)**	**1**	**40**
Marine applications supplier																																		
Tokyo Keiki	7721.T	Buy	0.8	14.2	JPY	7,370	2.0x	2.4x	2.2x	2.0x	17.6x	23.6x	22.3x	18.9x	9%	11%	11%	11%	36%	44%	38%	45%	1%	1%	1%	1%	15%	30%	6%	18%	2	13	1	38
Market cap weighted average							**2.0x**	**2.4x**	**2.2x**	**2.0x**	**17.6x**	**23.6x**	**22.3x**	**18.9x**	**9%**	**11%**	**11%**	**11%**	**36%**	**44%**	**38%**	**45%**	**1%**	**1%**	**1%**	**1%**	**15%**	**30%**	**6%**	**18%**	**2**	**13**	**1**	**38**
Avg of China and Korea shipbuilding							**7.4x**	**4.1x**	**2.9x**	**1.7x**	**35.3x**	**15.4x**	**10.9x**	**9.1x**	**23%**	**31%**	**32%**	**27%**	**-22%**	**-19%**	**-34%**	**-47%**	**1%**	**2%**	**3%**	**3%**	**667%**	**124%**	**44%**	**20%**	**6**	**8**	**18**	**29**
Avg of China and Korea shipbuilding excl. Hengli							**4.2x**	**3.2x**	**2.6x**	**1.4x**	**25.8x**	**14.3x**	**11.2x**	**9.5x**	**19%**	**25%**	**25%**	**22%**	**-47%**	**-38%**	**-49%**	**-55%**	**1%**	**3%**	**3%**	**4%**	**485%**	**84%**	**27%**	**16%**	**4**	**(2)**	**5**	**1**

Note: (1) Pricing as of 05-Oct-2026.
(2) Estimates based on calendar year end. NC denotes Not Covered. CSSC consensus based on WIND ; the remaining Not Covered companies based on Reuters consensus

资料来源：Datastream, 路透, 高盛全球投资研究部

Revenue, margin and profit

We forecast Hengli Heavy’s revenue to grow at 186%/82%/22% YoY during 2026-28E, driven by a ramp-up in capacity and delivery, and higher-value orders with more contribution from containerships, tankers and gas carriers than dry bulkers.

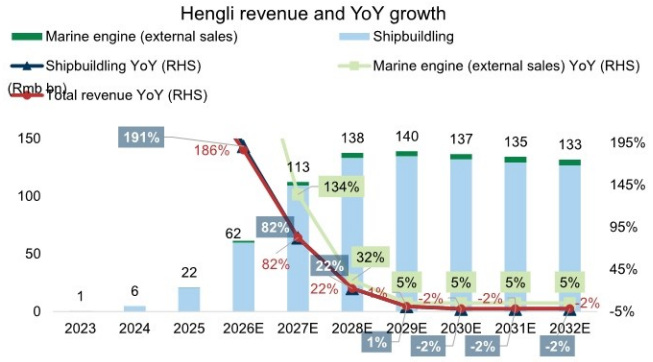
We also forecast Hengli Heavy’s gross margin to improve from 20% in 2025 to 25%/ 27%/ 29% in 2026-28E, driven by continuous improvement in product mix and efficiency; as well as the delivery of more marine engines. Comparing Hengli Heavy

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

and Yangzijiang, we believe the former’ s margin could be improved but unlikely to reach YZJ’ s level, considering YZJ’ s superior product mix (>70% contribution from containerships). We now expect the gross margin gap between Hengli and YZJ will narrow from c.14ppts in 2025 to 8ppts by 2028E.

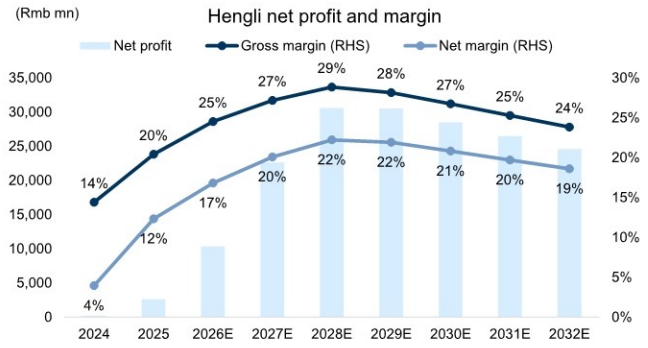
We expect consecutive years of cash inflow could help deleverage and save finance costs. As a result, we forecast an earnings CAGR of 128% over 2025-28E to reach Rmb30.6bn, with net margin also improving from 12% in 2025 to 22% by 2028E.

图表 25: Hengli revenue and YoY growth



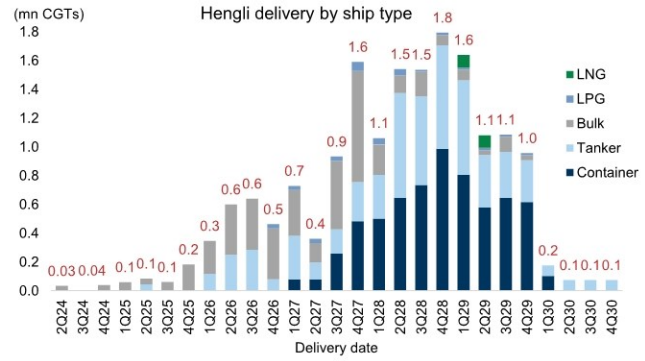
资料来源：公司数据, 高盛全球投资研究部

图表 26: Hengli net profit and margin



资料来源：公司数据, 高盛全球投资研究部

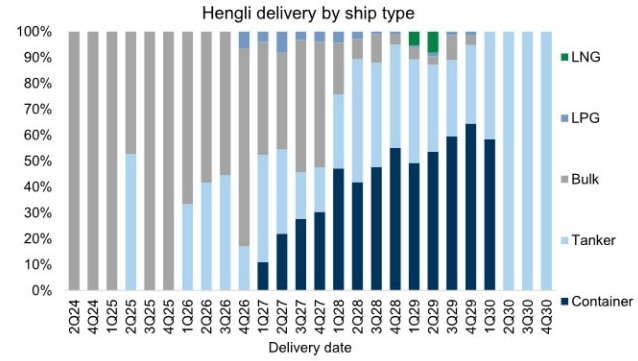
图表 27: Hengli quarterly delivery by ship type



Based on orderbook as of Sep-26 end

资料来源：Clarksons

图表 28: Hengli quarterly delivery mix by ship type based on CGT



Based on orderbook as of Sep-end end

资料来源：Clarksons

Cash flow analysis

Though we do not rule out the possibility of the company undertaking an equity financing to support its Capex on new capacity, our cash flow analysis shows that the aggregate of operating cash inflow at Rmb27bn (vs. Rmb33bn after-tax profit) in 2026-27E would cover this Capex need. In addition, we forecast the aggregate of operating cash inflow to be Rmb53bn in 2026-28E, which could cover all Capex of Rmb51bn for phase I to phase IV capacity.

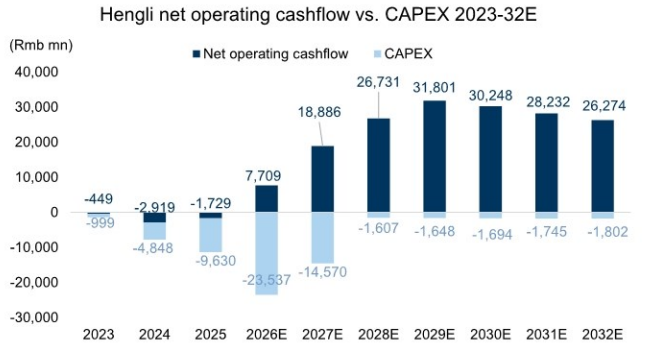
本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

图表 29: Hengli CAPEX for Phase I to Phase IV and relevant equity issuance to fund the CAPEX

	CAPEX	Relevant equity issuance	
	(Rmb mn)	Issued date	Funds raised (Rmb mn)
Phase I	5,000	Aug-25	4,000
Phase II	11,200		
Phase III	15,000	Jul-26	7,000
Phase IV	20,000		

资料来源：公司数据

图表 30: Hengli net operating cashflow vs. CAPEX



资料来源：公司数据, 高盛全球投资研究部

Investment Thesis - Guangdong Songfa Ceramics

We are Buy rated on Guangdong Songfa Ceramics, whose primary asset, Hengli Heavy Industry, appears well positioned to become the second-largest shipbuilder globally by 2027E (GSe). We expect Hengli to be a major capacity addition player with a 37% CAGR in 2025-28E, factoring in the completion of its phase III and phase IV, vs. a 7% CAGR for global peers. We expect this to drive its capacity market share to 11% by end-2027E and reduce its orderbook cover years to c.2x (vs. global / China avg 3.6x/3.9x), one of the lowest among global major shipyards. On the other hand, we believe replacement for aging fleets will be the key driver of this global shipbuilding upcycle which we see lasting until 2032E, and contribute 52% to the total new orders during 2026-2032E, followed by trade growth/ decarbonization’ s contribution of 33%/15%. Hengli’ s shorter cover years vs. peers is one of the key competitive advantages to capture this demand, in our view. Furthermore, we expect Hengli’ s margin will improve from 2026-28E, benefiting from product mix and efficiency improvement. Risks: Delays in ship delivery or new capacity release; Higher-than-expected steel prices; Less-than-expected new order wins; Lower-than-expected ASP; Stronger-than-expected RMB appreciation vs. USD; Faster-than-expected capacity expansion from other shipyards. Key catalysts: Earnings uptrend and new order wins.

Price Target Risks and Methodology - Guangdong Songfa Ceramics Co

Our 12-m target price of Rmb300/share is based on a 2028E P/E of 10x, based on the average of Chinese and Korean shipyards. Risks: Delays in ship delivery or new capacity release; Higher-than-expected steel prices; Less-than-expected new order wins; Lower-than-expected ASP; Stronger-than-expected RMB appreciation vs. USD; Faster-than-expected capacity expansion from other shipyards.

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

信息披露附录

申明

我们，陆志成、 黄颖，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了我们对上述公司或其证券的个人看法。此外，我们的薪金的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

本报告首页所列作者为高盛全球投资研究部分析师，除非另有说明。

贡献作者: 陆志成 Goldman Sachs (Asia) L.L.C.、 张启业, CFA Goldman Sachs (Asia) L.L.C.、 黄颖 Goldman Sachs (Asia) L.L.C.。

本报告披露的“贡献作者”为高盛全球投资研究部分析师，除非另有说明。

高盛要素概要

高盛要素概要部分通过将一只股票的主要指标与市场（即我们给予评级的股票范围）和可比同业相比较来评价该股的投资背景。四个主要指标是增长、财务回报、估值倍数（估值）和综合状况（增长、财务回报、估值倍数的综合情况）。增长、财务回报和估值倍数是运用每只股票具体指标的正常化排名计算。随后取这些指标正常化排名的均值并转化为相关指标的百分位。每项指标的具体计算方式可能随着财务年度、行业和所属地区的不同而有所变化，但标准方法如下：

增长指标是基于一只股票的预期销售增速、EBITDA增速和每股盈利增速（金融股仅采用每股盈利和销售增速），较高的百分位表示公司增长较快。财务回报是基于一只股票的预期净资产回报率、ROCE和CROCI（金融股仅采用净资产回报率），较高的百分位表示公司的财务回报较高。估值倍数基于一只股票的预期市盈率、市净率、股价/股息、EV/EBITDA、EV/FCF、EV/DACF（EV/经债务调整的现金流）（金融股仅采用市盈率、市净率和股价/股息），较高的百分位表示公司的估值倍数较高。综合状况百分位为增长百分位、财务回报百分位和（100% - 估值倍数百分位）的平均值。

财务回报和估值倍数使用高盛分析师在财政年度末对未来至少3个季度的预测。增长使用未来至少7个季度的财政年度预测与未来至少3个季度的财政年度预测的比较（所有指标均使用每股数据）。

如需了解高盛要素概要更具体的计算，请联络您的高盛代表。

并购评分

在我们的全球覆盖范围中，我们使用并购框架来分析股票，综合考虑定性和定量因素（各行业和地区可能会有所不同）以计入某些公司被收购的可能性。然后我们按照从1到3对公司进行并购评分，其中1分代表公司成为并购标的的概率较高(30%-50%)，2分代表概率为中等(15%-30%)，3分代表概率较低(0%-15%)。对于评分为1或2的公司，我们按照研究部统一标准将并购因素体现在我们的目标价格当中。并购评分为3被认为意义不大，因此不予体现在我们的目标价格当中，分析师在研究报告中可以予以讨论或不予讨论。

Quantum

Quantum是提供具体财务报表数据历史、预测和比率的高盛专有数据库，它可以用于对单一公司的深入分析，或在不同行业和市场的公司之间进行比较。

信息披露

Additional Disclosure

Clarkson Research Services Limited (CRSL)

Clarkson Research Services Limited (CRSL) have not reviewed the context of any of the statistics or information contained in the commentaries and all statistics and information were obtained by Goldman Sachs & Co. from standard CRSL published sources. Furthermore, CRSL have not carried out any form of due diligence exercise on the information, as would be the case with finance raising documentation such as Initial Public Offerings (IPOs) or Bond Placements. Therefore reliance on the statistics and information contained within the commentaries will be for the risk of the party relying on the information and CRSL does not accept any liability whatsoever for relying on the statistics or information. Insofar as the statistical and graphical market information comes from CRSL, CRSL points out that such information is drawn from the CRSL database and other sources. CRSL has advised that: (i) some information in CRSL’ s database is derived from estimates or subjective judgments; and (ii) the information in the database of other maritime data collection agencies may differ from the information in CRSL’ s database; and (iii) whilst CRSL has taken reasonable care in the compilation of that statistical and graphical information and believes it to be accurate and correct, data compilation is subject to limited audit and validation procedures and may accordingly contain errors; and (iv) CRSL, its agents, officers and employees do not accept liability for any loss suffered in consequence of reliance on such information or in any other manner; and (v) the provision of such information does not obviate any need to make appropriate further enquiries; and (vi) the provision of such information is not an endorsement of any commercial policies and/or any conclusions by CRSL; and (vii) shipping is a variable and cyclical business and any forecasting concerning it cannot be very accurate.

Guangdong Songfa Ceramics Co 的股票评级是相对于其所属研究范围内的其他公司的相对评级： Air China (A), Air China (H), COSCO SHIPPING Holdings (A), COSCO SHIPPING Holdings (H), COSCO Shipping Energy (A), COSCO Shipping Energy (H), COSCO Shipping Ports Ltd., China Eastern Airlines (A), China Eastern Airlines (H), China Merchants Port Holdings, China Southern Airlines (A), China Southern Airlines (H), Eastern Air Logistics, Guangdong Songfa Ceramics Co, Guangzhou Baiyun Intl Airport Co., Hainan Meilan Intl Airport, Hutchison Port Holdings, ST Engineering, Shanghai International Port, Shanghai Intl Airport, Spring Airlines Co., Yangzijiang Shipbuilding

与公司有关的法定披露

以下信息披露了高盛集团(及其关联公司，并称为“高盛”)与高盛全球投资研究部所研究的并在本研究报告中提及的公司之间的关系。

没有对下述公司的具体信息披露： Guangdong Songfa Ceramics Co (Rmb218.75)

评级分布/投资银行关系

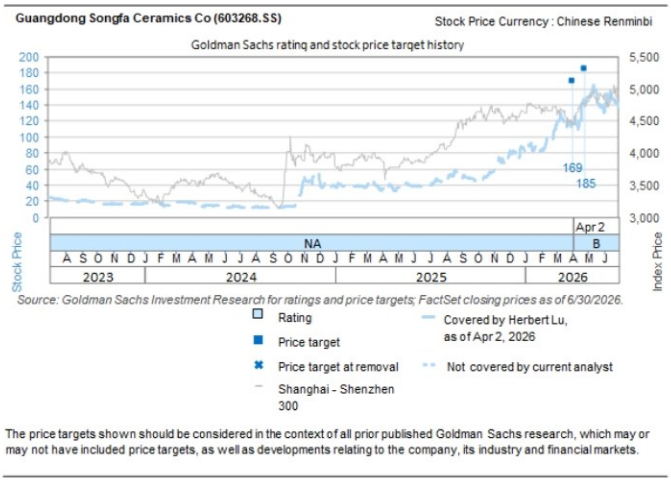
高盛投资研究部的全球研究覆盖范围

	评级分布			投资银行关系		
	买入	持有	卖出	买入	持有	卖出
全球	50%	34%	16%	65%	59%	43%

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

截至2026年7月1日，高盛全球投资研究部对3,104种股票评定了投资评级。高盛给予股票在各种地区投资名单中的买入和卖出评级；未给予这些评级的股票被视为中性评级，根据FINRA的披露要求，这些评级分别对应买入，持有及卖出。详情见以下“公司评级，研究范围和相关定义”部分。投资银行关系表反映了高盛在过去12个月已提供投资银行服务的公司在各评级类别中所占的比例。

目标价格和评级历史图



目标价格历史列表

Guangdong Songfa Ceramics Co (603268.SS)

Date of report	Target price (Rmb)	Closing price (Rmb)
07-Oct-26	300.00	213.66
07-Jul-26	200.00	160.37
27-Apr-26	185.00	138.92
02-Apr-26	169.00	116.99

法定披露

美国法定披露

任何本报告中研究企业所需的特定公司法定披露见上文：包括即将进行交易的承销商或副承销商，1%或其他股权，特定服务的补偿，客户关系种类，之前担任承销商或副承销商的公开发行，担任董事，担任注册做市商。高盛担任或可能担任本报告中所涉及发行方的债券（或相关衍生品）的交易对手。

以下为额外要求的披露：股权及重大利益冲突: 高盛的政策为禁止其分析师、分析师属下专业人员及其家庭成员持有分析师负责研究的任何公司的证券。分析师薪酬: 分析师薪酬部分取决于高盛的盈利，其中包括投资银行的收入。 分析师担任高级职员或董事: 高盛的政策通常禁止其分析师、分析师属下人员及其家庭成员担任分析师负责研究的任何公司的高级职员、董事或顾问。 非美国分析师: 非美国分析师可能与高盛无关联，因此可以不受FINRA 2241条FINRA 2242条对于与所研究公司的交流、公开露面及交易分析师所研究证券的限制。

美国以外司法管辖区规定的额外披露

以下为除了根据美国法律法规规定作出的上述信息披露之外其他司法管辖区法律所要求的披露。 澳大利亚: Goldman Sachs Australia Pty Ltd及其相关机构不是澳大利亚经授权的存款机构（1959年《银行法》所定义），因此不在澳大利亚境内提供银行服务，也不经营银行业务。本研究报告或本报告的其他形式内容只可分发予根据澳大利亚公司法定义的”批发客户”，在事先获得高盛许可的情况下可以有例外。在撰写研究报告期间，Goldman Sachs Australia全球投资研究部的职员可能参与本研究报告中所讨论证券的发行公司或其他实体组织的现场调研或会议。在某些情况下，如果视具体情形Goldman Sachs Australia认为恰当或合理，此类调研或会议的成本可能部分或全部由该证券发行人承担。如本报告内容包含任何金融产品建议，则该建议仅为一般建议，且高盛提出该建议时并未考虑客户的目标、财务状况或需求。客户在就此类建议采取行动之前，应结合其自身目标、财务状况和需求来考虑该建议的适当性。 高盛澳大利亚和新西兰的利益披露，以及高盛澳大利亚卖方研究独立性制度声明请参见 https://www.goldmansachs.com/disclosures/australia-new-zealand/index.html。 巴西: 与CVM Resolution n. 20相关的信息披露请参阅 https://www.gs.com/worldwide/brazil/area/gir/index.html。根据CVM Resolution n. 20第20条，在适用的情况下，对本研究报告内容负主要责任的巴西注册分析师为本报告开头部分标明的第一作者，除非报告末另有说明。 加拿大: 这些信息仅供您参考，在任何情况下都不应被理解为Goldman Sachs & Co. LLC对加拿大证券购买者进行有关任何加拿大证券交易的广告、要约或征求行为。Goldman Sachs & Co. LLC 未在适用的加拿大证券法规下注册为任何加拿大司法管辖区内的交易商，通常不被允许交易加拿大证券，并且可能被禁止在加拿大某些司法管辖区内销售某些证券和产品。若您想在加拿大交易任何加拿大证券或其他产品，请联系 Goldman Sachs Canada Inc. (高盛集团的关联机构) 或其他已注册的加拿大交易商。 香港: 可从高盛（亚洲）有限责任公司获取有关本报告中所研究公司的证券的额外资料。 印度: 可从高盛（印度）证券私人有限公司 （分析师 – 印度证券交易委员会(SEBI) 编号 INH000001493，地址10th Floor, Ascent-Worli, Sudam Kalu Ahire Marg, Worli, Mumbai-400 025, India, 公司编号 U74140MH2006FTC160634, 电话 +91 22 6616 9000, 传真 +91 22 6616 9001） 获取有关本报告中研究对象或所提及公司的额外资料。高盛可能持有本报告中研究对象或所提及公司的证券（1956年印度《证券合同(管理)法》条款2(h)之定义）的1%或更高比例。 在SEBI注册并获得NISM认证并非对该中间机构表现的担保，亦不能对投资者回报做出保障。高盛（印度）证券私人有限公司合规负责人和投资者支持部门联系方式、年度合规审计报告副本以及其他相关信息和披露请点击此链接 https://www.goldmansachs.com/worldwide/india/research-analyst。 日本: 见下文。 韩国: 除非高盛另行同意，本报告无论以何种方式取得，仅供《金融服务与资本市场法》定义的“专业投资者”使用。可从高盛（亚洲）有限责任公司首尔分公司获取有关本报告所研究公司的额外资料。 新西兰: Goldman Sachs New Zealand Limited及其关联机构并非1989年新西兰储备银行法定义的“注册银行”或“存款机构”。本研究报告以及本报告的其他形式内容只可分发给2008年财务顾问法案定义的 “批发客户”，在事先获得高盛许可的情况下可以有例外。 高盛澳大利亚和新西兰的利益披露请参见 https://www.goldmansachs.com/disclosures/australia-new-zealand/index.html。 俄罗斯: 在俄罗斯联邦分发的研究报告并非俄罗斯法律所定义的广告，而是不以产品推广为主要目的的信息和分析，也不属于俄罗斯法律所界定的评估行为。 研究报告不构成俄罗斯法律法规定义的个性化投资建议，并非针对某个具体客户，在报告准备阶段也未分析客户的财务状况、投资特征或风险特征。高盛不对某个客户或任何其他人基于本报告可能做出的任何投资决策承担责任。 新加坡: 高盛（新加坡）私人公司（公司编号：198602165W）（受新加坡金融管理局监管）为本研究报告承担法律责任，若有由本研究报告所引发或与本研究报告相关的任何事宜，请联系高盛（新加坡）私人公司。 台湾: 本信息仅供参考，未经允许不得翻印。投资者应当谨慎考虑他们自身的投资风险，投资结果由投资者自行负责。 英国: 在英国根据金融市场行为监管局的定义可被分类为私人客户的人士参阅本报告的同时应当参阅高盛以

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

往对本报告研究企业的研究报告，并应当参考高盛国际已经发给这些客户的风险警告资料。该风险警告资料复本，以及本报告中采用部分金融辞汇的解释可向高盛国际索取。

欧盟和英国: 与欧盟委员会实施条例 (EU) (2016/958)（欧盟议会和欧盟理事会条例(EU) No 596/2014的补充条款,规定了有关投资建议或其他投资策略的推荐或建议之信息的客观陈述,以及对特定利益或利益冲突进行披露的技术安排应达到的监管技术标准；英国脱离欧盟和欧洲经济区之后该实施条例被纳入英国国内法律法规）第6(2)条相关的披露信息可在https://www.gs.com/disclosures/europeanpolicy.html上获取，该网址介绍在处理和投资研究有关的利益冲突时应参照的欧洲政策。

日本: 高盛证券株式会社是在关东财务局注册（注册号：No. 69）的金融工具交易商，同时也是日本证券业协会日本金融期货业协会、第二类金融工具公司协会、日本投资信托协会以及日本投资顾问协会的成员。股票买卖需要缴纳与客户事先约定的佣金及消费税。关于日本证券交易所、日本证券交易商协会或日本证券金融公司所要求的适用的信息披露，请参见与公司有关的法定披露部分。

公司评级、研究范围和相关定义

买入、中性、卖出：分析师建议将评为买入或卖出的股票纳入地区投资名单。一只股票在投资名单中评为买入或卖出由其相对于所属研究范围的总体潜在回报决定。任何未获得买入或卖出评级且拥有活跃评级（即不属于暂停评级、暂无评级、处于初期阶段的生物科技公司、暂停研究或没有研究的股票）的股票均被视为中性评级。每个地区管理着地区强力买入名单，该名单选自各地区投资名单上评级为买入的股票，以总体潜在回报规模和/或实现回报的可能性为主要依据确立各自研究范围内的投资建议。将股票加入或移出此类强力买入名单，由各地区的投资评估委员会或其他指定委员会进行管理，并不意味着分析师对这些股票的投资评级发生了改变。

总体潜在回报：代表当前股价低于或高于一定时间范围内预测目标价格的幅度，包括所有已付或预期股息。分析师被要求对研究范围内的所有股票给出目标价格。总体潜在回报、目标价格及相关时间范围在每份加入投资名单或重申维持在投资名单的研究报告中都有注明。

研究范围：每个研究范围的所有股票名单可登陆https://www.gs.com/research/hedge.html通过主要分析师、股票和研究范围进行查询。

暂无评级(NR)：在高盛于涉及该公司的一项合并交易或战略性交易中担任咨询顾问时，或由于高盛参加一项交易而存在法律、监管或政策的限制时，并在某些其他情况下，投资评级、目标价格和盈利预测（如相关）根据高盛的政策被移除。处于初期阶段的生物科技公司：在该公司尚未拥有已通过II期临床试验的药品、治疗方案或医疗设备，或者尚未获得经销II期临床试验完成后药品、治疗方案或医疗设备的执照的情况下，根据高盛政策，不给予投资评级和目标价格。暂停评级(RS)：由于缺乏足够的基础去确定投资评级或价格目标，我们已经暂停对这种股票给予投资评级和目标价格。此前对这种股票作出的投资评级和目标价格(如有的话)将不再有效，因此投资者不应依赖该等资料。 暂停研究(CS)：我们已经暂停对该公司的研究。 没有研究(NC)：我们没有对该公司进行研究。

全球产品；分发机构

高盛全球投资研究部在全球范围内为高盛的客户制作并分发研究产品。高盛分布在其全球各办事处的分析师提供行业和公司的研究，以及宏观经济、货币、商品及投资组合策略的研究。本研究报告在澳大利亚由Goldman Sachs Australia Pty Ltd（ABN 21 006 797 897）分发；在巴西由Goldman Sachs do Brasil Corretora de Títulos e Valores Mobiliários S.A.分发；Public Communication Channel Goldman Sachs Brazil：0800 727 5764和/或 contatogoldmanbrasil@gs.com。工作日（假期除外）上午9点至下午6点。Canal de Comunicação com o Público Goldman Sachs Brasil: 0800 727 5764 e/ou contatogoldmanbrasil@gs.com. Horário de funcionamento: segunda-feira à sexta-feira (exceto feriados), das 9h às 18h；在加拿大由Goldman Sachs & Co. LLC 分发；在香港由高盛（亚洲）有限责任公司分发；在印度由高盛（印度）证券私人有限公司分发；在日本由高盛证券株式会社分发；在韩国由高盛（亚洲）有限责任公司首尔分公司分发；在新西兰由Goldman Sachs New Zealand Limited 分发；在俄罗斯由高盛OOO 分发；在新加坡由高盛（新加坡）私人公司（公司号：198602165W）分发；在美国由高盛集团分发。高盛国际已批准本研究报告在英国分发。

高盛国际（由审慎监管局授权并接受金融市场行为监管局和审慎监管局的监管）已批准本研究报告在英国分发。

欧洲经济区: Goldman Sachs Bank Europe SE是一家在德国注册成立的信贷机构，在单一监管机制下接受欧洲央行的直接审慎监督，在其他方面接受德国联邦金融监管局(Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, BaFin)和德国联邦银行的监督，由该机构向欧洲经济区内分发研究报告。

一般性披露

本研究报告仅供我们的客户使用。除了与高盛相关的披露，本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。报告中的信息、观点、估算和预测均截至报告的发表日，且可能在不事先通知的情况下进行调整。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。

高盛是一家集投资银行、投资管理和证券经纪业务于一身的全球性综合服务公司。全球投资研究部所研究的大部分公司与我们保持着投资银行业务和其它业务关系。美国证券经纪交易商高盛是SIPC(https://www.sipc.org)的成员。

我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的资产管理部门、自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

本报告中署名的分析师可能已经与包括高盛销售人员和交易员在内的我们的客户讨论，或在本报告中讨论交易策略，其中提及可能会对本报告讨论的证券市场价格产生短期影响的推动因素或事件，该影响在方向上可能与分析师发布的股票目标价格相反。任何此类交易策略都区别于且不影响分析师对于该股的基本评级，此类评级反映了某只股票相对于报告中描述的研究范围内股票的回报潜力。

我公司及其关联机构、高级职员、董事和雇员，除法规及高盛的制度所禁止的情况外，将不时地对本研究报告所涉及的任何证券、衍生工具、或其他金融工具（包括本研究报告提及公司所发行的任何金融工具）持有多头或空头头寸、担任交易对手、担任做市商或流动性提供方、以及进行买卖。

在高盛组织的会议上的第三方演讲嘉宾（包括高盛其它部门人员）的观点不一定反映全球投资研究部的观点，也并非高盛的正式观点。

在此提到的任何第三方，包括销售人员、交易员和其它专业人士或其家庭成员，可能持有本报告提及的且与本报告分析师所表达的观点不一致的产品头寸。

在任何要约出售股票或征求购买股票要约的行为为非法的司法管辖区内，本报告不构成该等出售要约或征求购买要约。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)寻求专家的意见，包括税务意见。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

某些交易，包括牵涉期货、期权和其它衍生工具的交易，有很大的风险，因此并不适合所有投资者。投资者可以向高盛销售代表取得或通过https://www.theocc.com/about/publications/character-risks.jsp和https://www.goldmansachs.com/disclosures/cftc_fcm_disclosures取得当前期权和期货的披露文件。对于包含多重期权买卖的期权策略结构产品，例如，期权差价结构产品，其交易成本可能较高。与交易相关的文件将根据要求提供。

全球投资研究部提供的不同服务层级：根据您对接收沟通信息的频率和方式的个人偏好、您的风险承受能力、投资重心和视角（例如整体市场、具体行业、长线、短线）、您与高盛的整体客户关系的规模和范围、以及法律法规限制等各种因素，高盛全球投资研究部向您提供的服务层级和类型可能与高盛提供给内部和其他外部客户的服务层级和类型有所不同。例如，某些客户可能要求在关于某个证券的研究报告发表之时收到通知，某些客户可能要求我们将内部客户网上提供的分析师基本面分析背后的某些具体数据通过数据流或其它途径以电子方式发送给他们。分析师基本面研究观点（如股票评级、目标

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

价格或盈利预测大幅调整）的改变，在被纳入研究报告、并通过电子形式发表在内部客户网上或通过其它必要方式向有权接收此类研究报告的所有客户大范围发布之前，不得向任何客户透露。

所有研究报告均以电子出版物的形式刊登在我们的内部客户网上并向所有客户同步提供。并非所有研究内容都转发给我们的客户或者向第三方整合者提供，高盛也并不对由第三方整合者转发的我们研究报告承担任何责任。如需了解可向您提供的有关一个或多个证券、市场或资产类别的研究报告、模型或其它数据（包括相关服务），请联络您的高盛销售代表或登陆https://research.gs.com。

披露信息可以查阅https://www.gs.com/research/hedge.html或向研究合规部索取，地址是200 West Street，New York，NY 10282。

高盛版权所有 © 2026年

对于通过这些服务获取的信息，您仅可出于自行使用的目的进行保存、展示、分析、修改、重新排版和打印。未经高盛明确书面同意，您不得将这些信息转售或进行逆向处理从而用于计算或开发任何用于披露和/或营销的指数、或生成任何其他衍生产品或商业产品、数据或其他产品或服务。未经高盛明确书面同意，您不得以任何形式将这些信息的整体或部分向任何第三方发布、传输或复制。上述限制性要求的适用范围包括但不限于：使用、提取、下载或获取这些信息的整体或部分从而用于对机器学习或人工智能系统的训练或微调、或将这些信息的整体或部分提供或复制给任何此类系统作为提示词或输入信息。