

军舰核心配套商，军民融合添新军

■**舰船电气及自动化系统龙头，军船核心配套商。**公司是专门从事舰船配电系统、机舱自动化系统研制的高新技术企业，目前已成为海军、海洋局、海事局、渔政、航道局等部门的主要供应商之一。近年来公司营收与净利快速增长，2017Q1 实现营收 1.08 亿元，同比增长 27.54%；归母净利 0.29 亿元，同比增长 30.52%。

■**海军装备发展受益标的，先发和区位优势有望扩大市场份额。**海军迎第三次造舰高峰，估测未来 5 年舰船电气及自动化系统年均 88 亿元的市场空间，公司占比约 2.8%，拓展空间广阔。公司军品占比超 70%，在所有舰船型号上都有应用，先发优势明显；且地处长三角，具备向长三角造船基地配套的区位优势，未来市场份额有望扩大。

■**系统配套集成优势明显，新产品研制不断。**丰富的电气产品可大力促进公司向系统集成方向发展，形成提供整体解决方案的优势；突出的前端客户需求分析能力加上技术、资金优势使公司不断研制出新产品。近期经营范围加入特种材料表明公司可能向舰船材料领域进军。公司有望在整个舰船产业链上外延拓展新产品，加大新市场开拓力度。

■**全球性船配产业向中国转移，产业集中度提升是行业发展趋势。**我国舰船业因全球性产业转移趋势、政策大力支持而发展机遇凸显。国内舰船电气及自动化系统有上百家企业，产业集中度低、产品竞争力差。作为细分领域龙头，公司将率先受益产业发展趋势。

■**投资建议：**受益海军装备发展，新产品不断拓展，市场份额有望扩大；船配产业集中度提升是趋势，长期来看公司将充分受益。我们预计，公司 2017-2019 年净利润分别为 1.40、1.88、2.58 亿元，EPS 为 1.40、1.88、2.58 元，对应当前股价的 PE 为 40X、30X、22X。首次覆盖，给予“买入-A”评级，6 个月目标价 75 元。

■**风险提示：**军费投入增速放缓；海军装备建设放量不及预期。

| (百万元) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 主营收入 | 301.8 | 367.8 | 462.0 | 597.7 | 797.0 |
| 净利润 | 106.8 | 101.7 | 140.3 | 187.7 | 257.9 |
| 每股收益(元) | 1.07 | 1.02 | 1.40 | 1.88 | 2.58 |
| 每股净资产(元) | 4.15 | 5.17 | 10.65 | 11.83 | 13.43 |

| 盈利和估值 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 市盈率(倍) | 52.6 | 55.3 | 40.1 | 29.9 | 21.8 |
| 市净率(倍) | 13.5 | 10.9 | 5.3 | 4.8 | 4.2 |
| 净利润率 | 35.4% | 27.7% | 30.4% | 31.4% | 32.4% |
| 净资产收益率 | 25.7% | 19.7% | 13.2% | 15.9% | 19.2% |
| 股息收益率 | 0.0% | 0.0% | 0.8% | 1.3% | 1.7% |
| ROIC | 40.6% | 39.6% | 42.1% | 48.9% | 66.4% |

数据来源：Wind，安信证券研究中心预测

投资评级 **买入-A**

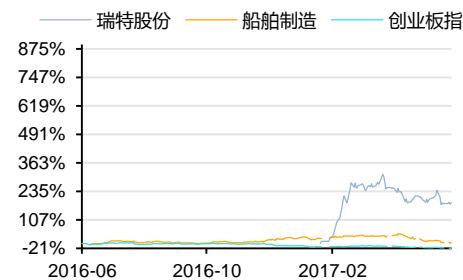
首次评级

6 个月目标价：**75 元**
 股价 (2017-06-02) **56.20 元**

交易数据

| | |
|-----------|--------|
| 总市值(百万元) | |
| 流通市值(百万元) | |
| 总股本(百万股) | 100.00 |
| 流通股本(百万股) | 25.00 |
| 12 个月价格区间 | |

股价表现



资料来源：Wind 资讯

| 升幅% | 1M | 3M | 12M |
|------|-------|--------|-------|
| 相对收益 | -3.01 | -9.33 | 20.82 |
| 绝对收益 | -8.02 | -18.79 | |

冯福章

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517040002
 fengfz@essence.com.cn

张超

报告联系人

zhangchao@essence.com.cn

杨光

报告联系人

yangguang1@essence.com.cn

010-83321033

余平

报告联系人

yuping1@essence.com.cn

相关报告

内容目录

| | |
|----------------------------------------------------|-----------|
| 一、瑞特股份：舰船电气及自动化系统领域龙头 | 5 |
| (一) 公司简介：海军舰艇核心配套商..... | 5 |
| (二) 经营状况：营收与净利快速增长，盈利能力突出..... | 6 |
| 二、行业前景：军船市场空间广阔，民船配套业向中国转移趋势明显 | 8 |
| (一) 船舶电气及自动化产业链..... | 8 |
| (二) 军用舰船：海军正迎第三次造舰高峰，万亿盛宴大幕开启..... | 8 |
| 1、航母编队体系建设加快海军舰艇建造..... | 8 |
| 2、远洋海军打造万亿军船市场..... | 9 |
| 2.1 多重因素促使我国海军装备提速增量建设..... | 9 |
| 2.2 “十年陆军、五十年空军、百年海军”，海军装备建设将持续投入..... | 10 |
| 2.3 短期更新换代+中长期编队建设，万亿盛宴大幕开启..... | 13 |
| (三) 民用船舶：中高端船型市场向好，全球性船配产业正向中国转移..... | 14 |
| 1、中高端船型：我国造船业结构优化调整重点方向，市场空间有望打开..... | 14 |
| 1.1 高端船型一（海警船）：海域监管呈常态化，执法舰艇装备建造速度明显加快..... | 15 |
| 1.2 高端船型二（LNG 船）：国内巨大 LNG 消费量+进口量，带动 LNG 船队建设..... | 16 |
| 1.3 高端船型三（LPG 船）：化工原料需求强劲，带动国内 LPG 船舶发展..... | 17 |
| 1.4 高端船型四（豪华邮轮）：中国船舶工业最后一块尚未开发的领地..... | 19 |
| 2、全球性船配产业向中国转移，产业集中度提升是大势所趋..... | 19 |
| 2.1 全球造船业进入转移第二阶段，我国船配产业正迎重大发展机遇期..... | 19 |
| 2.2 国家政策力推船配产业大发展，国产设备装船率增长潜力巨大..... | 19 |
| 三、公司发展：军民融合双向发展，成长空间巨大 | 21 |
| (一) 军品助力打造远洋海军，民品助力迈向造船强国..... | 21 |
| (二) 四大核心优势凸显，扩大市场份额指日可待..... | 22 |
| 1、先发及区位优势有利于公司巩固、扩大市场领先地位..... | 22 |
| 2、舰船电气及自动化领稀缺标的，资金优势使公司有能力外延拓展新产品..... | 23 |
| 3、系统集成商的战略转变将提高盈利能力、打开更广阔空间..... | 23 |
| 4、国内稀少的船用中压电力系统研制厂商..... | 23 |
| 四、盈利预测及投资建议 | 25 |
| 五、风险提示 | 26 |

图表目录

| | |
|-----------------------------|---|
| 图 1：瑞特股份主营产品..... | 5 |
| 图 2：瑞特股份营收构成情况（按产品分）..... | 5 |
| 图 3：瑞特股份营收构成情况（按军、民品分）..... | 5 |
| 图 4：瑞特股份民品主要应用情况..... | 6 |
| 图 5：瑞特股份股权架构..... | 6 |
| 图 6：瑞特股份营收情况..... | 6 |
| 图 7：瑞特股份扣非后归母净利情况..... | 6 |
| 图 8：船舶电气系统技术要求较高..... | 7 |
| 图 9：公司分产品毛利率及综合毛利率情况..... | 7 |
| 图 10：船舶电气及自动化产业链..... | 8 |

| | |
|-----------------------------------------------|----|
| 图 11: 052D 正在批量建造..... | 9 |
| 图 12: 054A 正在批量建造..... | 9 |
| 图 13: 亚太地区安全形势日趋严峻..... | 9 |
| 图 14: 中国海军战略演进..... | 10 |
| 图 15: 中国国防预算..... | 10 |
| 图 16: 美军采购项目 (按军种分类)..... | 11 |
| 图 17: 美军采购项目 (按项目分类)..... | 11 |
| 图 18: 我国南海岛礁争端问题突出..... | 11 |
| 图 19: 被日本实际控制的钓鱼岛..... | 11 |
| 图 20: 中美海军舰艇规模对比..... | 12 |
| 图 21: 高技术、高附加值、高可靠性等三高船型..... | 14 |
| 图 22: 2015 年 LNG 船新签订单量分布..... | 15 |
| 图 23: 2015 年 30 艘豪华邮轮手持订单量分布..... | 15 |
| 图 24: 海监、渔政、缉私与海警四支执法队伍重组中国海警局..... | 15 |
| 图 25: 我国海监船编队钓鱼岛巡航呈常态化..... | 16 |
| 图 26: 我国新型海警船批量建造..... | 16 |
| 图 27: 我国历年天然气进口情况..... | 16 |
| 图 28: 2015 年我国 LNG 进口来源情况..... | 16 |
| 图 29: 全球 LPG 贸易情况 (2015 年)..... | 17 |
| 图 30: 全球 LPG 船队规模 (现状及预测)..... | 18 |
| 图 31: 全球 LPG 船舶订单分布..... | 18 |
| 图 32: 世界各国 LPG 进口量对比 (2015 年)..... | 18 |
| 图 33: 我国 LPG 进口情况 (百万吨)..... | 18 |
| 图 34: 江南造船自主产品—83000 方 VLGC..... | 18 |
| 图 35: 中船工业集团签署 2+2 艘 13.35 万吨大型豪华邮轮建造意向书..... | 19 |
| 图 36: 全球船舶配套产值分布演变情况..... | 19 |
| 图 37: 中国船用配套设备制造营收实现快速增长..... | 19 |
| 图 38: 军船电气及自动化系统配套产业的竞争格局..... | 21 |
| 图 39: 浙江永宏电器营收及归母净利情况..... | 21 |
| 图 40: 浙江永宏电器产品毛利率情况..... | 21 |
| 图 41: 民船电气及自动化系统配套产业的竞争格局..... | 22 |
| 图 42: 瑞特股份分地区营收情况..... | 23 |
| 图 43: 江南、沪东两大军工造船企业占据军船主要市场份额..... | 23 |
| 图 44: 瑞特股份研发支出快速提升..... | 23 |
| | |
| 表 1: 我国近几年大型水面舰艇下水及交付情况..... | 8 |
| 表 2: 新形势下军事战略方针..... | 10 |
| 表 3: 南海海域在中国传统海疆内能源储量..... | 11 |
| 表 4: 中美主要海军舰艇技术实力对比..... | 12 |
| 表 5: 短期 (未来 5 年) 中国海军舰艇市场空间预测..... | 13 |
| 表 6: 未来我国海军四类作战力量装备组成预测..... | 13 |
| 表 7: 中长期 (未来 5~15 年) 中国海军舰艇市场空间预测..... | 13 |
| 表 8: 未来 15 年中国海军舰艇市场空间预测..... | 14 |
| 表 9: 我国船企建造的高端船型..... | 15 |

| | |
|-------------------------------|----|
| 表 10: 我国在建和规划 LNG 接收站项目 | 17 |
| 表 11: 国家力推船配产业发展的政策 | 20 |
| 表 12: 瑞特股份分产品业务营收预测 | 25 |

一、瑞特股份：舰船电气及自动化系统领域龙头

(一) 公司简介：海军舰艇核心配套商

瑞特股份于2017年1月上市，是专门从事舰船电气及自动化系统研制的高新技术企业，已成为海军、国家海洋局、海事局、渔政、航道局等部门的主要供应商之一。

公司的主要产品包括：船舶配电系统及船舶机舱自动化系统等。1) 配电系统产品有：中压配电板、主配电板、应急配电板、岸电箱等；2) 船舶机舱自动化系统产品有：机舱监测报警系统、电机集中监控装置、船舶远程状态监测管理系统、机舱组合报警系统、驾驶室控制台、智能照明控制系统等。

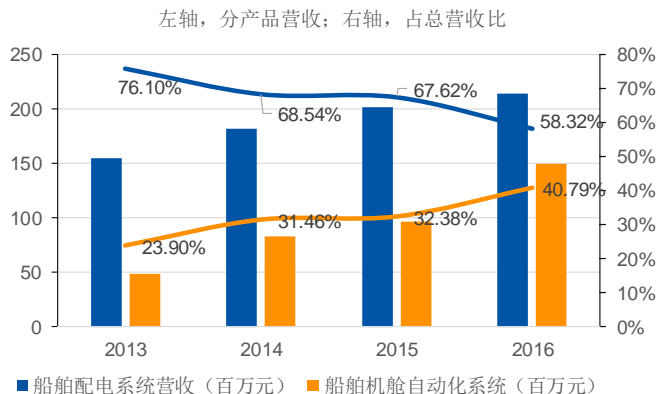
图 1：瑞特股份主营产品



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

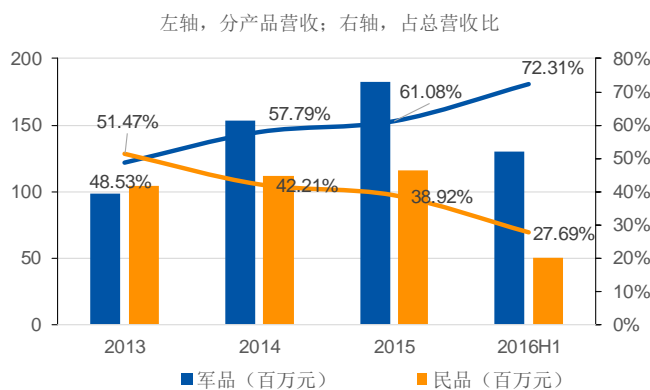
军品占比超七成，产品在包括“辽宁舰”在内的所有舰船型号上均得到应用。将公司产品拆分开来看：从产品类型角度，2016年公司船舶配电系统实现营收2.14亿元(占总营收比58.32%)，近年来实现稳定增长；机舱自动化系统实现营收1.50亿元(占总营收比40.79%)，同比增长55.2%，原因在于公司电气产品不断丰富，向系统集成方向发展。从军民品角度，以2016H1计，军品营收1.30亿元(占总营收比72.31%)，民品营收0.50亿元(占总营收比27.69%)。

图 2：瑞特股份营收构成情况（按产品分）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 3：瑞特股份营收构成情况（按军、民品分）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

民品业务营收稳定增长，不受民船寒冬拖累原因在于公司产品主要应用于中高端民用船舶。公司民品主要供向海警船、海工船舶等中高端民用船舶，受低附加值船型市场低迷的拖累较小。公司与中船工业集团旗下的江南造船、外高桥造船、中船防务、黄埔文冲，中船重工集团旗下的武船重工、大船重工、天津新港，以及南通中远船务、中国远洋运输（集团）等国内主流大型船厂，701所、708所、704所、711所等国内舰船总体设计单位、分系统设计单位等等，都建立了良好稳定的长期合作关系，以“中高端客户+高质量产品+专业化综合服务”的经营策略获得了国内中高端客户群体的高度认可。

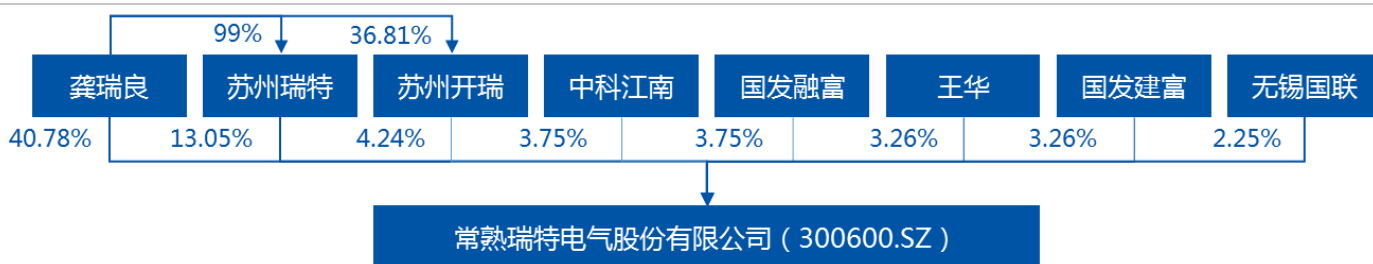
图 4：瑞特股份民品主要应用情况



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

公司大股东龚瑞良及其实际控制的苏州瑞特（龚瑞良占股 99%）分别持有瑞特股份 40.78% 和 13.05% 股权，以及苏州开瑞持有瑞特股份 4.24%，合计占公司股权 55.26%。大股东龚瑞良董事长作为舰船电气系统领域技术型专家，长期从事船舶配套电气的研制生产，主持研发的舰船配套装置曾获海军科技进步三等奖、综合登陆舰安全保障系统军队科技进步一等奖，并于 2012 年被评为江苏省科技型企业企业家。

图 5：瑞特股份股权架构

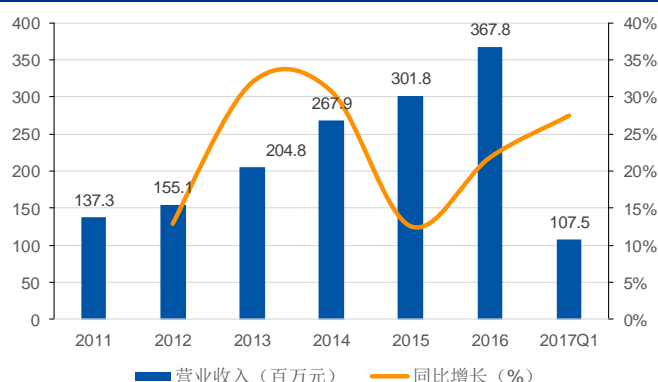


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

（二）经营状况：营收与净利快速增长，盈利能力突出

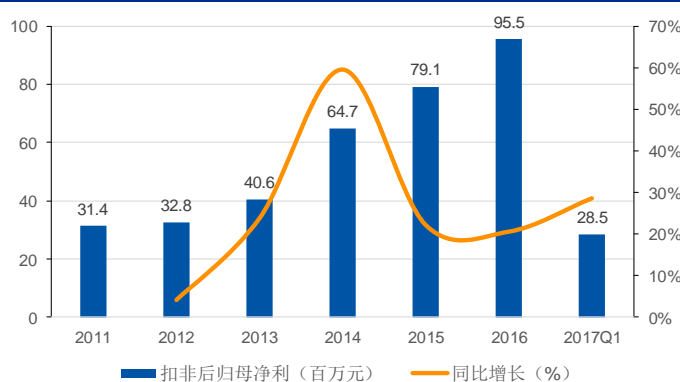
公司近年来营收和归母净利润实现快速增长。2016 年，公司实现营收 3.68 亿元，同比增长 21.87%；实现扣非后归母净利润 0.95 亿元，同比增长 20.62%。2017Q1，公司实现营收 1.08 亿元，同比增长 27.54%；归母净利润 0.29 亿元，同比增长 30.52%。

图 6：瑞特股份营收情况



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

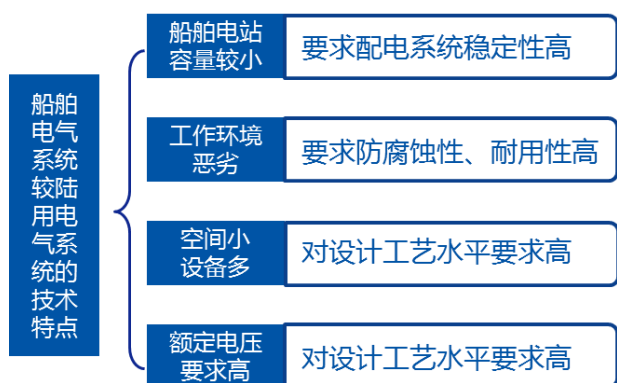
图 7：瑞特股份扣非后归母净利润情况



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

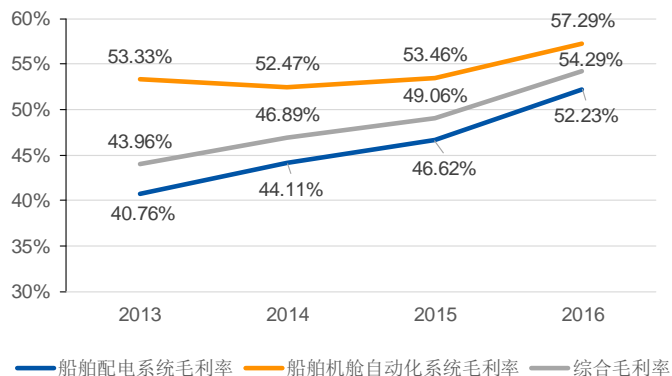
公司盈利能力突出，2016 年产品综合毛利率高达 54.3%。一来是因为船用产品相对陆用产品技术方案、生产工艺及技术水平等方面要求都比较高；二来是公司产品 70%以上用于军船，军品更加注重环境适用性、可靠性、抗冲击性、电磁兼容性（电磁辐射低）等，且需要根据客户个性化需求进行定制化开发、研制，所提供的的船用电气设备为非标设备，体现出产品设计开发实力以及可提供综合技术解决方案的能力，综合表现出突出的盈利能力。

图 8：船舶电气系统技术要求较高



资料来源：公司公告，安信证券研究中心整理

图 9：公司分产品毛利率及综合毛利率情况



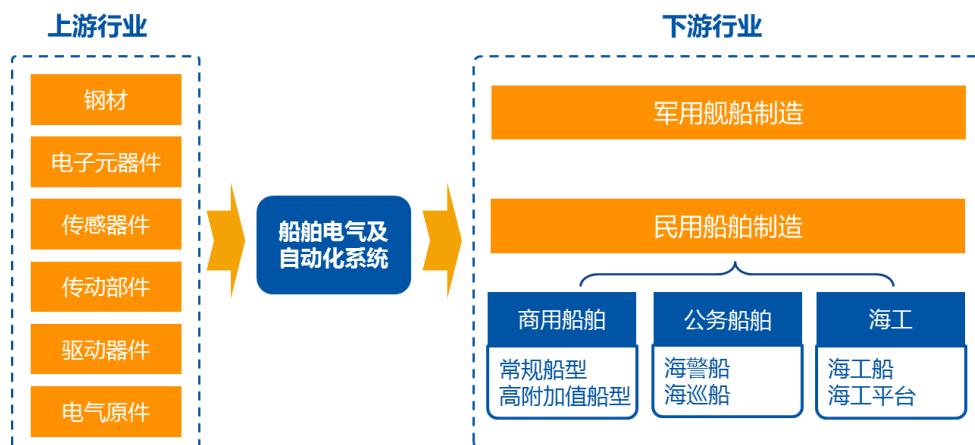
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

二、行业前景：军船市场空间广阔，民船配套业向中国转移趋势明显

（一）船舶电气及自动化产业链

船舶电气及自动化产业链：上游包括钢材、电子元器件、传感器件、传动部件、驱动部件、电气原件等，基本属于竞争性行业，其产能和供应变化对船舶电气及自动化产业发展的影响较小；下游包括军船，商用船舶、公务船、海工等民船。

图 10：船舶电气及自动化产业链



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

（二）军用舰船：海军正迎第三次造舰高峰，万亿盛宴大幕开启

1、航母编队体系建设加快海军舰艇建造

航母编队体系建设推动海军装备进入批量建造期。我们认为，中国海军从近海防御走向远海护卫，打造航母编队驶向远洋已成必然。航母编队体系建设加快海军舰艇建造，海军将迎来第三次造舰高峰。根据 Wikipedia 数据，近年来我国以导弹驱逐舰(052D)和导弹护卫舰(054A、056)为代表的大型水面舰艇正在进入批量建造期。

001A 型航母下水标志国产航母序列开启建造，后续航母订单可期。持续的订单是维持航母建造工业基础的必要条件。若航母订单中断的时间过长，航母建造的工业基础就会萎缩。例如，曾是航母建造大国的英国，由于二战后停止建造大型航母数十年，中间仅建造了 3 艘轻型航母，导致在建造新一代航母时，没有一家船厂能独立完成建造任务，而且还需要投入大量资金进行基础设施建设。因此，我们认为订单的维持是航母工业基础、人才储备的前提，一旦开启航母建造，可以想象，后续会有更多改进版的航母进行建造，我国海军的航母编队将呈现快速发展的态势。

表 1：我国近几年大型水面舰艇下水及交付情况

| 型号 | 2014 年 | | 2015 年 | | 2016 年 | |
|-------------|-----------|----------|----------|-----------|----------|-----------|
| | 下水数量 (艘) | 交付数量 (艘) | 下水数量 (艘) | 交付数量 (艘) | 下水数量 (艘) | 交付数量 (艘) |
| 052D 导弹驱逐舰 | 3 | 1 | 3 | 2 | 3 | 1 |
| 054A 导弹护卫舰 | 1 | - | 3 | 4 | 2 | 3 |
| 056 轻型护卫舰 | 5+4 (出口型) | 10 | 8 | 5+3 (出口型) | 6 | 7+1 (出口型) |
| 072 型两栖登陆舰 | 2 | --- | 3 | 2 | --- | 4 |
| 071 型船坞登陆舰 | --- | --- | 1 | --- | --- | 1 |
| 903A 型综合补给舰 | 2 | --- | 2 | 1 | --- | 3 |
| 合计数量 | 17 | 11 | 20 | 17 | 11 | 20 |

资料来源：Wikipedia，安信证券研究中心

图 11: 052D 正在批量建造



资料来源: 军事在线

图 12: 054A 正在批量建造



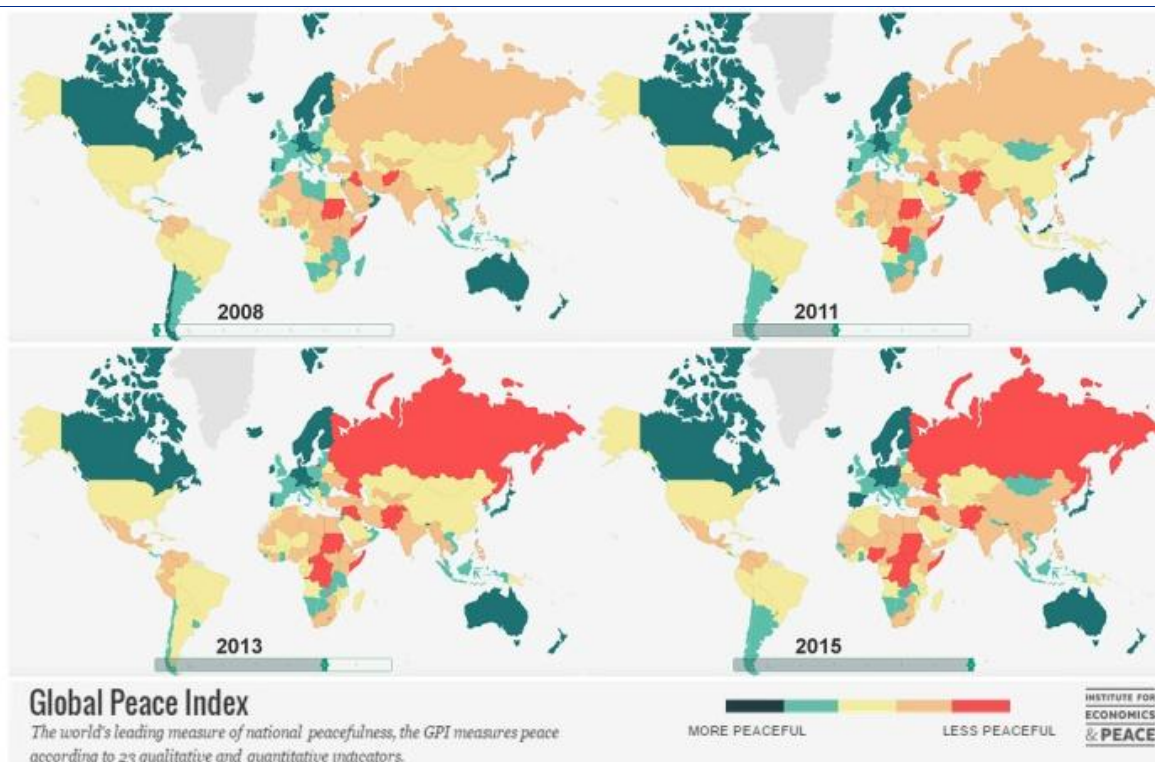
资料来源: 军事在线

2、远洋海军打造万亿军船市场

2.1 多重因素促使我国海军装备提速提量建设

地缘局势紧张成常态。近年来，中国周边地缘局势日趋严峻：钓鱼岛争端、南海争端愈演愈烈；美军在“重返亚太”和“亚太再平衡”战略指导下持续增加中国周边热点地区的兵力部署；菲律宾、越南则在南海动作频频；日本众议院强行表决通过安保法案，允许海外派兵；而台海局势亦或将随着未来的政权更迭再生波澜；朝鲜核试风波再起。面对云谲波诡的复杂形势，具备强大综合作战能力的海、空军是保障和平崛起和主权领土完整的关键威慑力量。

图 13: 亚太地区安全形势日趋严峻



资料来源: Institute for economics and peace

国防政策向海空军倾斜。从《2004 年的中国国防》白皮书开始，空军和海军的现代化建设及装备升级被列为我军重点发展方向，国防经费支出开始向空军和海军倾斜。2015 年国防白皮书《中国的军事战略》延续了这一思想，强调解放军海军将“构建合成、多能、高效的海上作战力量体系，提高战略威慑与反击、海上机动作战、海上联合作战、综合防御作战和综合保障能力。”

表 2：新形势下军事战略方针

| 军种 | 战略要求 | 体系转变 | 说明 |
|----|-----------|----------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------|
| 陆军 | 机动作战、立体攻防 | 区域防卫型向全域机动型转变 | 加快小型化、多能化、模块化发展步伐，适应不同地区不同任务需要，组织作战力量分类建设，构建适应联合作战要求的作战力量体系，提高精确作战、立体作战、全域作战、多能作战、持续作战能力。 |
| 海军 | 近海防御、远海护卫 | 近海防御型向近海防御与远海护卫型结合转变 | 构建合成、多能、高效的海上作战力量体系，提高战略威慑与反击、海上机动作战、海上联合作战、综合防御作战和综合保障能力。 |
| 空军 | 空天一体、攻防兼备 | 国土防空型向攻防兼备型转变 | 构建适应信息化作战需要的空天防御力量体系，提高战略预警、空中打击、防空反导、信息对抗、空降作战、战略投送和综合保障能力。 |
| 二炮 | 精干有效、核常兼备 | 加快推进信息化转型 | 依靠科技进步推动武器装备自主创新，增强导弹武器的安全性、可靠性、有效性，完善核常兼备的力量体系，提高战略威慑与核反击和中远程精确打击能力。 |

资料来源：2015 年《中国的军事战略》，安信证券研究中心

远洋海军定位，海军现代化进程加速。我国海军成立于 1949 年 4 月，至今发展 60 余年，期间海军战略随着国家总体战略的调整在不断发展。随着我国海军战略近年由“近海防御”转型为“近海防御与远海护卫型结合”，发展远洋海军、建设航母战斗群驶向远洋已成必然。目前，中国海军的建设焦点仍以近海为主，但已呈现向远洋逐步转变的态势，未来将致力打造能在第一岛链外执行多样化、远航程、可持续作战任务的远洋海军。

图 14：中国海军战略演进



资料来源：南京政治学院，安信证券研究中心搜集整理

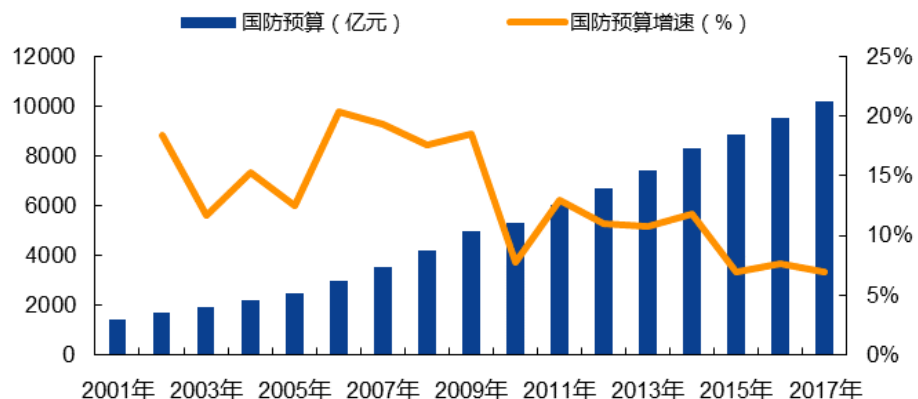
2.2 “十年陆军、五十年空军、百年海军”，海军装备建设将持续投入

“十年陆军、五十年空军、百年海军”，是军事界中一句老话，大意指出建设一支强大的陆军、空军和海军分别需要 10 年、50 年和 100 年。其根本寓意是在各军种中，尤其以海军建设最需要文化、创新、技术和战争经验的历史积淀，必须进行漫长艰苦的建设、训练、创造和实践。这句话也折射出建设一支强大的海军需要国家军费持续地投入。

1) 国家军费持续增长，2017 年突破万亿，强力支撑强大海军建设。

随着我国周边安全形势的变化以及国防战略的调整，我国军费支出近年来持续增长（2001-2017 年间 CAGR 为 13%）。2017 年我国国防支出增速为 7% 左右，将破万亿大关（10212 亿元左右）。高增长的军费是强大海军建设的强力支撑。

图 15：中国国防预算

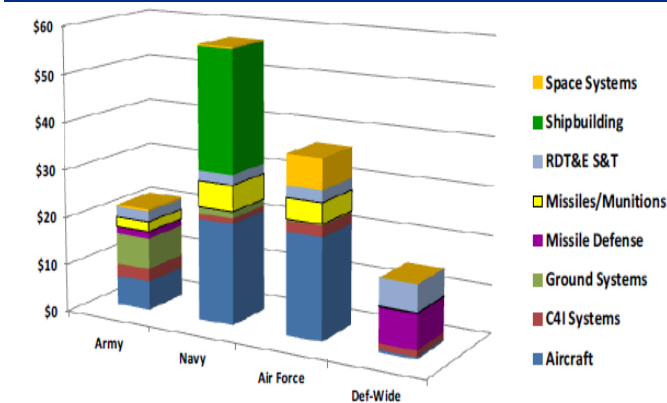


资料来源：中国统计年鉴，安信证券研究中心搜集整理

2) 海军力量位处国防建设第一序列。随着海军在国家总体战略地位的加重，海军装备建设将获得持续性大比重军费投入。

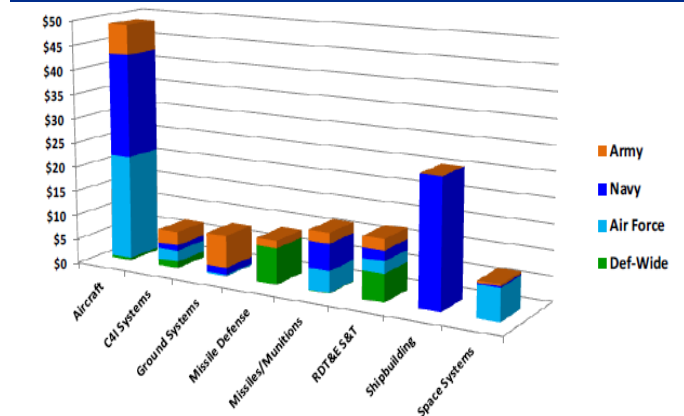
美国先进经验指出，海军发展占据国防建设第一序列。根据美国总统向国会提交的 2016 财政年度政府预算报告，2016 年美国武器系统基础预算为 1775 亿美元，包括 1077 亿美元的采购资金和 698 亿美元的研究发展实验评估基金(RTD&E)。对于 1077 亿的国防采购项目，若按军种分类则海军占比最大，达到 550 亿美元左右，占据半壁江山；若按系统分类，则飞机及相关系统采购额最高，达到 470 亿美元，其次是船舶制造板块接近 250 亿美元。

图 16: 美军采购项目 (按军种分类)



资料来源: 美国国防部

图 17: 美军采购项目 (按项目分类)



资料来源: 美国国防部

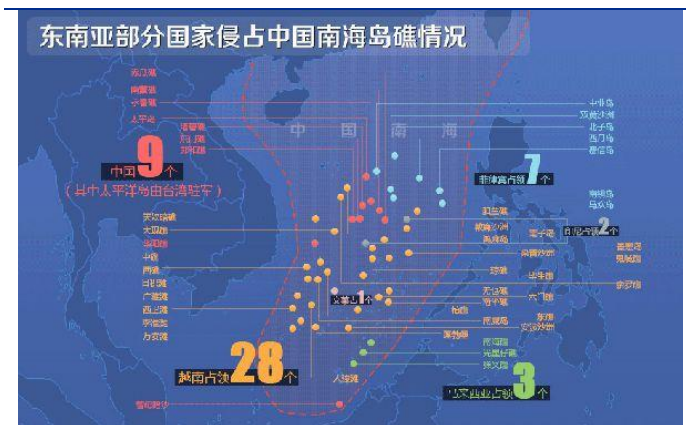
建设海洋强国需要强大海军护卫。对于我国而言，一方面，国家利益拓展主要在海洋，南海有着丰富的石油、天然气、可燃冰等油气资源储量，堪称第二个波斯湾；另一方面，国家安全威胁主要在海洋，中美在亚太地区出现一系列地区性不稳定因素和安全问题，美军在维护其太平洋霸主地位的同时势必会在海洋领域不断产生摩擦；与日本、菲律宾、越南等国在钓鱼岛、南海诸岛礁等地成为军事斗争目标的潜在可能性最大。因此，建设海洋强国，在中共十八大报告中已明确作为国家发展战略。海军在我国总体战略中的地位将得到加重。

表 3: 南海海域在中国传统海疆内能源储量

| 资源 | 石油 | 天然气 | 可燃冰 |
|------|--------|----------------------|--------------------|
| 储量 | 120 亿吨 | 329 千亿立方 / 349 亿吨油当量 | 194 亿立方 / 41 亿吨油当量 |
| 可开采量 | 14 亿吨 | 66 千亿立方 / 80 亿吨油当量 | —— |

资料来源: 国际石油网, 安信证券研究中心搜集整理

图 18: 我国南海岛礁争端问题突出



资料来源: 深港在线

图 19: 被日本实际控制的钓鱼岛



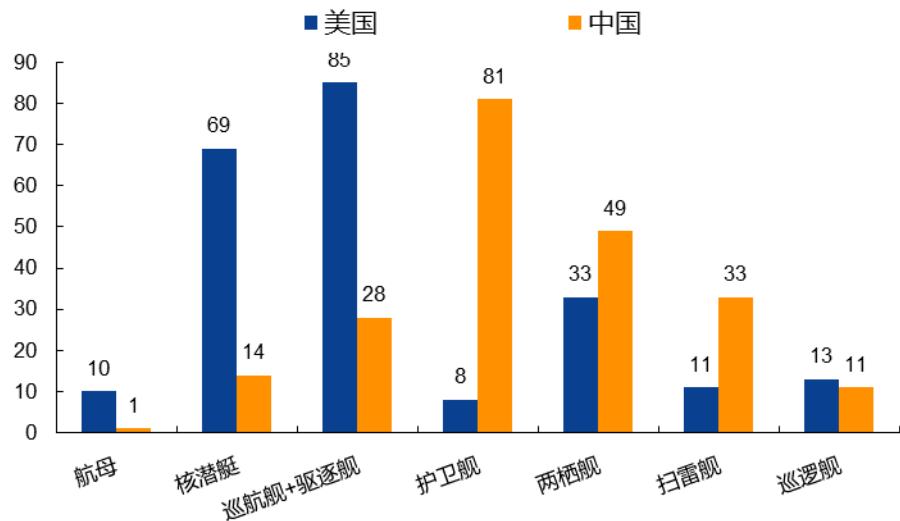
资料来源: 环球视线

综合考虑我国目前海军实力较为薄弱、海洋权益问题突出、海洋安全形势严峻等多方面因素，参照美海军建设经验，我国在国家军费投入方面可能将向海军建设倾斜。

3) 对标美国海军，我国海军装备规模仍需扩大。

对比中美海军舰艇规模和技术实力：根据 Wikipedia 数据，目前我国较美海军还存在较大差距，我国仅有 1 艘航母还是作为训练舰使用，而美拥有 10 艘航母；核潜艇数量我国仅有 14 艘而美拥有 69 艘；我国有驱逐舰 28 艘而美拥有巡洋舰 22 艘、驱逐舰 63 艘等等。由此可以看出我国舰艇规模有待扩张、技术实力有待提高。更何况特朗普宣称要将美国海军水面舰艇数量从当前的 276 艘增至 350 艘。因此，我国海军舰艇提速、提量建设，刻不容缓。

图 20：中美海军舰艇规模对比



资料来源：Wikipedia，更新至 2017 年 3 月数据，安信证券研究中心搜集整理

表 4：中美主要海军舰艇技术实力对比

| 舰种 | 型号 | 图例 | 满载排水量 (万吨) | 动力类型 | 最高航速 (节) | 续航力 (海里) | 主要舰载武器 | 服役/建造情况 |
|--------|---------------|-------------------------------------------------------------------------------------|----------------|----------------|----------|----------|-------------------------------------|-----------------------------|
| 航空母舰 | 美，福特级 |  | 10 | 核动力 | 30 | 无限 | 配置 75+舰载机，电磁弹射 | 2017 年服役首艘，另有两艘在建，计划建造 10 艘 |
| | 美，尼米兹级 |  | 10 | 核动力 | 30 | 无限 | 85-90 架舰载机 | 正在服役 10 艘 |
| | 中，辽宁舰 |  | 6.75 | 蒸汽轮机 | 30 | 8000 | 36 架舰载机 | 服役，仅作为训练舰 |
| 驱逐舰 | 美，朱姆沃尔特级驱逐舰 |  | 1.5 | 综合电力推进系统 (IEP) | 30 | --- | 80 大型垂发，双 155 舰炮 | 计划建造 3 艘，服役 1 艘，正在建造 1 艘 |
| | 美，阿利·伯克级驱逐舰 |  | 1.0-1.1 | 全燃联合 (COGAG) | 30 | 4400 | 90 垂发，相控阵雷达，双直升机，127 舰炮 | 计划建造 72 艘，服役 62 艘 |
| | 中，052D 型驱逐舰 |  | 0.75 | 柴燃交替 (CODAG) | 30 | 4500 | 64 垂发相控阵雷达，单直升机，130 舰炮 | 已服役 4 艘，计划至少 14 艘 |
| 战略型核潜艇 | 美，俄亥俄级战略导弹核潜艇 |  | 水下排水量 1.875 万吨 | 核动力 | 25 | 无限 | 24 个垂直导弹发射管，射程在 1.2 万千米的“三叉戟 II”型导弹 | 现役 18 艘 |
| | 中，094 晋级导弹核潜艇 |  | 水下排水量 1 万吨 | 核动力 | 28 | 无限 | 垂直发射管：12 具射程 8000-9000 千米巨浪—2 潜射导弹 | 现役 4 艘 |

资料来源：Wikipedia，安信证券研究中心搜集整理

2.3 短期更新换代+中长期编队建设，万亿盛宴大幕开启

我们从短期（未来 5 年）和中长期（未来 15 年）两个方面预测中国海军装备建设市场空间。

我们认为，短期（未来 5 年）内解放军海军将大量装备现代化舰艇，逐步淘汰落后舰艇。迅速建立现代化的海军作战力量，以有效缓解日益沉重的军事压力。

短期海军力量建设催生数千亿市场。基于近年来我国海军舰艇建造情况以及未来保持“下饺子”速度的预期，我们估测，预计未来 5 年内我国将建造近 100 艘新型舰艇，总市场规模约合 4000 亿人民币。依照目前中国海军的发展计划和造舰速度，未来 5 年将是中国海军更大规模造舰浪潮的开始。

表 5：短期（未来 5 年）中国海军舰艇市场空间预测

| 舰种 | 数量(艘) | 单价(亿元/艘) | 建造费用(亿元) | 升级维护费用(亿元) | 总费用(亿元) |
|--------|-------|----------|----------|------------|---------|
| 航母 | 2 | 240 | 480 | 240 | 720 |
| 驱逐舰 | 15 | 48 | 720 | 360 | 1080 |
| 护卫舰 | 20 | 18 | 360 | 180 | 540 |
| 轻型护卫舰 | 20 | 7 | 140 | 70 | 210 |
| 核潜艇 | 5 | 100 | 500 | 250 | 750 |
| 常规潜艇 | 10 | 18 | 180 | 90 | 270 |
| 两栖攻击舰 | 5 | 24 | 120 | 60 | 180 |
| 两栖登陆舰 | 5 | 18 | 90 | 45 | 135 |
| 补给舰 | 5 | 18 | 90 | 45 | 135 |
| 市场空间合计 | 87 | | | | 4020 |

资料来源：安信证券研究中心预测

我们认为，中长期（未来 15 年内）海军或将组建 4 类针对性的海上作战力量，分别是航母联合攻击群、两栖登陆攻击群、远洋机动舰队与近海防御舰队。每支舰队由不同类型舰艇搭配组建，各自承担不同的作战任务。

表 6：未来我国海军四类作战力量装备组成预测

| 类别 | 航母联合攻击群 | 两栖登陆攻击群 | 远洋机动舰队 | 近海防御舰队 |
|--------|---------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------|------------------------------------------|---------------------------------------------------|
| 任务 | 大洋舰队决战、远洋兵力投送、突破岛链封锁 | 近海夺岛、远洋兵力投送、突破岛链封锁 | 保护海上交通线、商船编队护航、突破岛链封锁 | 领海安全保卫、海上专属经济区巡航 |
| 舰艇组成预测 | 航空母舰 防空驱逐舰 通用护卫舰 攻击核潜艇 大型补给舰 舰载战斗机 舰载教练机 舰载直升机 | 两栖攻击舰 两栖运输舰 防空驱逐舰 通用护卫舰 常规潜艇 大型补给舰 气垫登陆艇 舰载直升机 | 防空驱逐舰 通用护卫舰 常规潜艇 大型补给舰 舰载直升机 | 防空驱逐舰 通用护卫舰 轻型护卫舰 常规潜艇 隐身导弹艇 舰载直升机 |

资料来源：《舰船知识》，安信证券研究中心搜集整理

中长期海军力量建设打造万亿盛宴。假设到 2030 年，我国拥有 4 支以上航母编队，按照航母编队的配置，我们预测未来第 5-15 年我国将再建造近 200 艘新型舰艇，总市场规模约合 1 万亿人民币。我们认为，到 2030 年，拥有 4 支或以上航母编队的中国海军将成为仅次于美国海军的全球第二大海上作战力量，为维护世界和平和国家权益提供坚强后盾。我们预测，综合考虑短期和中长期海军建设进度，未来 15 年我国海军新型舰艇建造计划将释放约 1.5 万亿人民币的市场空间。

表 7：中长期（未来 5~15 年）中国海军舰艇市场空间预测

| 舰种 | 数量(艘) | 单价(亿元/艘) | 建造费用(亿元) | 升级维护费用(亿元) | 总费用(亿元) |
|-----|-------|----------|----------|------------|---------|
| 航母 | 4 | 300 | 1200 | 600 | 1800 |
| 驱逐舰 | 30 | 60 | 1800 | 900 | 2700 |
| 护卫舰 | 40 | 24 | 960 | 480 | 1440 |

| | | | | | |
|--------|-----|-----|------|-----|-------|
| 轻型护卫舰 | 40 | 12 | 480 | 240 | 720 |
| 核潜艇 | 10 | 120 | 1200 | 600 | 1800 |
| 常规潜艇 | 20 | 24 | 480 | 240 | 720 |
| 两栖攻击舰 | 10 | 30 | 300 | 150 | 450 |
| 两栖登陆舰 | 10 | 24 | 240 | 120 | 360 |
| 补给舰 | 10 | 24 | 240 | 120 | 360 |
| 市场空间合计 | 174 | | | | 10350 |

资料来源：安信证券研究中心预测

表 8：未来 15 年中国海军舰艇市场空间预测

| 类型 | 短期 | 中长期 |
|--------|---------|----------|
| 市场空间小计 | 4020 亿元 | 10350 亿元 |
| 市场空间合计 | | 14370 亿元 |

资料来源：安信证券研究中心预测

根据各年度全国船舶工业经济运行分析报告的数据总结，舰船电气设备及自动化系统价值约占船舶总价的 11%。我们估测未来 5 年舰船电气及自动化设备市场空间在 440 亿元左右，年均 88 亿元。瑞特股份年军品营收 2.5 亿元左右（以 70% 占比计），仅占细分领域市场规模的 2.8%。因此对于公司而言，军船领域的电气及机舱自动化系统业务发展空间非常广阔，随着军民融合的深度发展，公司有望以技术+服务优势，扩大市场份额。

（三）民用船舶：中高端船型市场向好，全球性船配产业正向中国转移

1、中高端船型：我国造船业结构优化调整重点方向，市场空间有望打开

全球民船市场景气度不断下降：根据 Clarksons 数据，2016 年全球新签船舶订单量 2742 万 DWT，同比下降 71.58%；全球性造船产能过剩：2 亿吨的产能远大于 1 亿吨的实际需求；我国造船产能过剩更为严重，据工信部介绍，我国造船业还需削减 30% 以上的过剩产能。我国造船行业洗牌、格局重构、产能去除尚需时日，我们认为民船行业寒冬仍将持续。低附加值船型是我国过剩产能的主要表现形式，受民船行业影响尤为严重。瑞特股份产品主要面向中高端船型市场，我们对此作重点分析。

高附加值船型多指液化天然气船（LNG 船）、液化石油气船（LPG）、液化乙烯船（LEG 船）、汽车滚装船、超大型集装箱船、豪华邮轮等建造技术难度大、单船定价高的船型，因其具备高技术、高附加值、高可靠性三大特点又被称为“三高”产品。

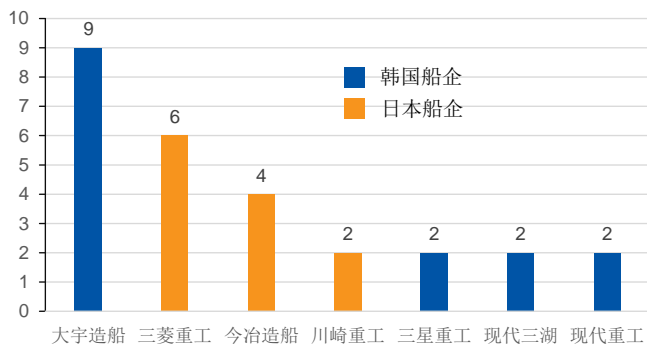
图 21：高技术、高附加值、高可靠性等三高船型



资料来源：中国船舶工业集团官网

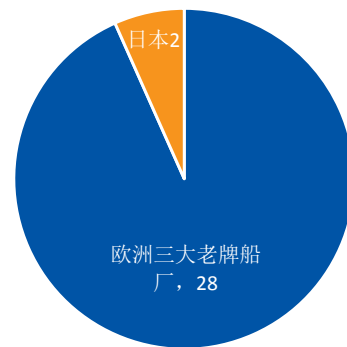
全球高端船舶市场份额主要集中在日、韩、欧洲等国家手中。以 LNG 船为例，日韩在 LNG 船市场占据着主导地位。2015 年全球 LNG 船新签订单量 35 艘，其中 27 艘为 17 万方大型 LNG 船，主要集中在日韩的 7 家船企。以豪华邮轮为例，邮轮设计、建造技术长期以来集中在少数几个欧洲老牌船厂手中。2015 年全球豪华邮轮手持订单量 30 艘，除日本三菱重工获得嘉年华集团 2 艘订单外，其余 28 艘全部由欧洲船厂获得，并集中在意大利芬坎蒂尼、德国迈尔和 STX 法国三个豪华邮轮建造集团。

图 22：2015 年 LNG 船新签订单量分布



资料来源：航运界，安信证券研究中心搜集整理

图 23：2015 年 30 艘豪华邮轮手持订单量分布



资料来源：航运界，安信证券研究中心搜集整理

我国已经具备部分高附加值船型的设计、建造能力，有望进一步开拓市场。就目前我国船企承建的高附加值船型来看，我国船企已具备了设计、建造 LNG 船、LPG 船、大型集装箱船、滚装船的技术实力，高端船型市场份额有望得到提升。

表 9：我国船企建造的高端船型

| 船企 | 所建造的高附加值船型 |
|----------|----------------------------------------|
| 外高桥造船 | 大型集装箱船、VLGC |
| 江南造船集团 | 气体船（LNG\LPG\LEG\VLGC）、9400TEU 集装箱船、科考船 |
| 沪东中华造船集团 | 大型 LNG 船、4.5 万吨集滚船、大型集装箱船等 |
| 中船防务 | 客滚船 |

资料来源：中国船舶工业集团，安信证券研究中心搜集整理

1.1 高端船型一（海警船）：海域监管呈常态化，执法舰艇装备建造速度明显加快

公务船主要指海洋管理与执法部门所用船艇。中国海上执法原有局面被称为“五龙治海”，即海洋局中国海监、农业部中国渔政、公安部边防海警、海关总署缉私警察、交通部海事局等 5 大部门共治海，各部门所配执法船分别为：海监船、渔政船、海警船、缉私艇、海巡船。

但是，“五龙治海”的局面导致我国海上执法力量分散，重复检查、重复建设的问题突出。2013 年，依据“大部制”改革方案以及《国务院机构改革和职能转变方案》，海监、渔政、缉私与海警四支执法队伍重组新的海上执法力量——中国海警局，由此打造一支海洋综合执法队伍，以顺应建设海洋强国、改革海洋管理制度的战略需求。

图 24：海监、渔政、缉私与海警四支执法队伍重组中国海警局



解决我国海上执法力量分散，重复检查、重复建设的问题；
打造一支海洋综合执法队伍，顺应建设海洋强国，改革海洋管理制度的战略需要。

资料来源：国家海洋局，安信证券研究中心

我国海洋局势日趋复杂，大力发展执法舰艇装备迫在眉睫。我国海域岛礁争端、海洋油气资源开采争端、海上贸易通道安全等问题十分突出，对我国海域进行常态化巡航监视的重要性凸显，因此亟需一支海洋综合执法队伍、一批执法舰艇装备来支撑、完善我国发展海洋强国的战略需求。重组中国海警局，对于海洋执法装备而言，无疑将迎来发展契机。

对比中、日等国海警船配置情况。据美国国会山日报显示，中国拥有 205 艘海警船，其中 95 艘的排水量超过 1000 吨，有些是从军舰翻新而来的。日本有 78 艘，其中排水量超过 1000 吨的有 53 艘。虽然我国海警船从整体数量上对比日本占据优势，但是从 3500 吨级以上的大型海警船情况来看，日本有 14 艘相对我国 5 艘而占据优势（2013 年数据）。此外，加上我国面临着日本、菲律宾、越南等多国的海上权益纠纷，大型执法船队建设迫在眉睫。

据《简氏防务周刊》报道，我国大型海警船进入批量建造期，自 2014 年以来 3500 吨级以上海警船开始陆续建造，亦有多艘曾服役于中国海军江卫 I 级护卫舰被改装为海警船使用。海警船市场空间被打开，据中船重工经济研究中心预测，未来几年（2015 年以后），我国海洋公务执法船需求将达 300-500 亿元。

图 25：我国海监船编队钓鱼岛巡航呈常态化



资料来源：新浪军事

图 26：我国新型海警船批量建造



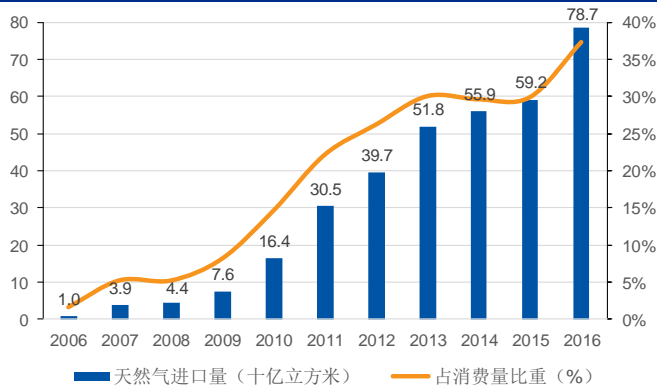
资料来源：新浪军事

1.2 高端船型二（LNG 船）：国内巨大 LNG 消费量+进口量，带动 LNG 船队建设

LNG（液化天然气）主要成分是甲烷，作为一种清洁能源，受到各国青睐。我国由于节能减排压力，煤改气政策推行，以及各类终端（燃气发电、城市燃气、船用燃气等）的需求增长，LNG 有很大的需求空间。我国天然气进口量逐年增长，2016 年共接收 787 亿立方米，2006~2016 复合增长率达到 54.7%。

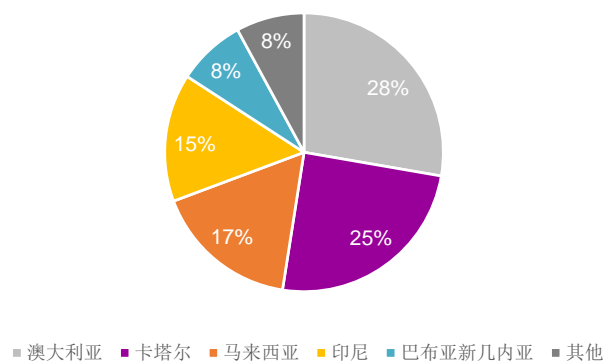
此外，随着我国海南、揭阳等地 LNG 接收站的建成投产，我国 LNG 接收能力将大幅提升，LNG 进口量有望进一步增长。我国 LNG 进口主要来自卡塔尔、澳大利亚、马来西亚、印度尼西亚的长期合同气，海运运输促使我国需要一支强大的 LNG 船队来保障能源运输畅通。

图 27：我国历年天然气进口情况



资料来源：wind，安信证券研究中心搜集整理

图 28：2015 年我国 LNG 进口来源情况



资料来源：wind，安信证券研究中心搜集整理

表 10: 我国在建和规划 LNG 接收站项目

| 项目名称 | 所在位置 | 所属公司 | 设计能力 (万吨/年) | | 状态 | 投产时间 |
|---------------|--------|------|-------------|------|----|------|
| | | | 现接转能力 | 计划增加 | | |
| 粤东 LNG 项目 | 广东揭阳 | 中海油 | 200 | 400 | 在建 | 2016 |
| 天津陆上 LNG 项目 | 天津港 | 中海油 | 600 | N/A | 在建 | 2017 |
| 深圳 LNG 项目 | 深圳龙岗区 | 中海油 | 400 | 400 | 在建 | 2016 |
| 广西铁山港 LNG 项目 | 广西铁山港 | 中石化 | 300 | 500 | 在建 | 2016 |
| 广汇能源启东 LNG 项目 | 江苏启东 | 广汇 | 60 | 115 | 在建 | 2016 |
| 天津 LNG 项目 | 天津滨海新区 | 中石化 | 300 | 500 | 在建 | 2016 |
| 广西防城港 LNG 项目 | 广西防城港 | 中海油 | 60 | N/A | 在建 | 2017 |
| 深燃 LNG 项目 | 广东深圳 | 深圳燃气 | 80 | N/A | 在建 | 2017 |
| 新奥舟山 LNG 项目 | 浙江舟山 | 新奥 | 300 | 600 | 在建 | 2018 |
| 广东潮州 LNG 项目 | 广东潮州 | 潮州华丰 | 100 | N/A | 在建 | 2019 |
| 江苏盐城 LNG 项目 | 盐城滨海 | 中海油 | 300 | 600 | 路条 | N/A |
| 温州 LNG 项目 | 浙江温州 | 中石化 | 300 | N/A | 路条 | N/A |
| 江苏连云港 LNG 项目 | 江苏连云港 | 中石化 | 300 | N/A | 路条 | N/A |
| 粤西 LNG 项目 | 广东茂名 | 中海油 | 300 | N/A | 可研 | N/A |
| 黄骅港 LNG 项目 | 河北黄骅港 | 金鹰集团 | 300 | N/A | 可研 | N/A |

资料来源: 安迅思, 安信证券研究中心搜集整理

我国目前进口 LNG 采用的运输船大部分属于国际船东, 受“国货国运”政策和运力需求刺激, 我国自建 LNG 运输船队有望快速成型。2014 年交通部发文《国务院关于促进海运业健康发展的若干意见》, 支持国内企业与航运公司达成战略联盟, 即形成“国货国运”的格局。此外, 在我国 LNG 进口量的快速增长的背景下, 我国在国际 LNG 贸易中的地位增强, 进一步推动我国自建 LNG 船队。

根据安迅思数据统计, 2016 年我国进口 LNG 量为 2615.4 万吨, 同比增长 32.97%, 我们考虑到我国 LNG 接收站投产即接受能力的扩增, 预计到 2020 年我国 LNG 进口量将达 6000 万吨。按照每艘 LNG 船每年 18 个航次、单船 6 万吨运力计算, 我国需要新增 50 艘 (目前国内基数 6 艘) 大型 LNG 船, 再考虑到承接国外船东订单情况, 我们预计未来 5 年我国 LNG 造船市场空间在 1000 亿元左右。

1.3 高端船型三 (LPG 船): 化工原料需求强劲, 带动国内 LPG 船舶发展

LPG (液化石油气) 主要组分是丙烷和丁烷, 有少量烯烃。目前全球化工、燃料等领域用 LPG 的需求强劲, 以亚洲需求最为明显; 再加上美国页岩气的发展带动 LPG 供给量持续增长, 此外巴拿马运河的扩建将进一步促进美国和亚洲之间的 LPG 贸易, 种种原因都将促进海上 LPG 船运市场的繁荣和发展, 最终给 LPG 造船市场带来发展机遇。

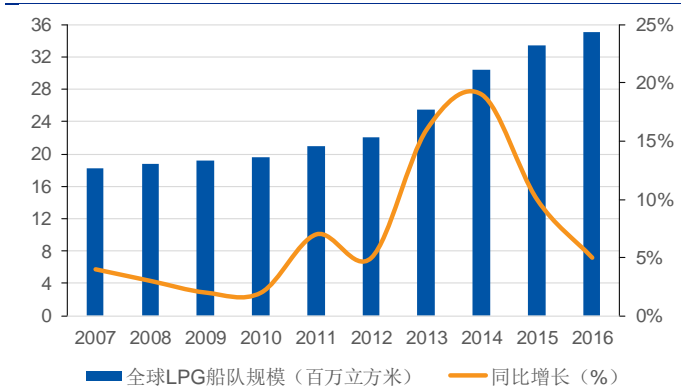
图 29: 全球 LPG 贸易情况 (2015 年)



资料来源: banchemo costa

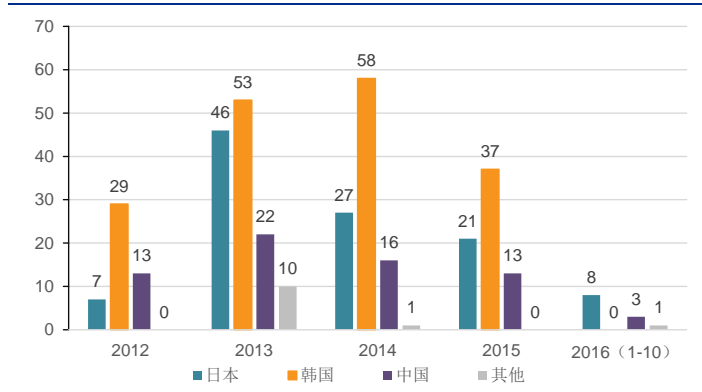
全球LPG船队规模呈快速增长趋势,我国承接LPG船舶数量较为稳定。根据banchemo costa预测,全球LPG船舶规模(以装船容量计)在未来几年将呈快速增长趋势。从全球LPG船订单分布来看,近年来我国承接LPG船订单数较为稳定,2015年我国承接LPG订单量13艘,占全球LPG船舶承接量的18.3%。

图 30: 全球LPG船队规模(现状及预测)



资料来源: banchemo costa, 安信证券研究中心搜集整理

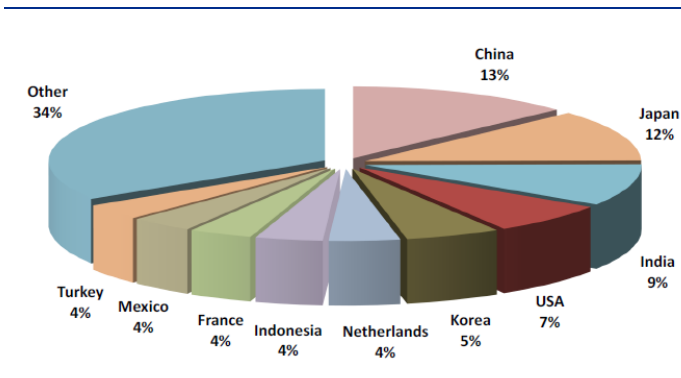
图 31: 全球LPG船舶订单分布



资料来源: banchemo costa, 安信证券研究中心搜集整理

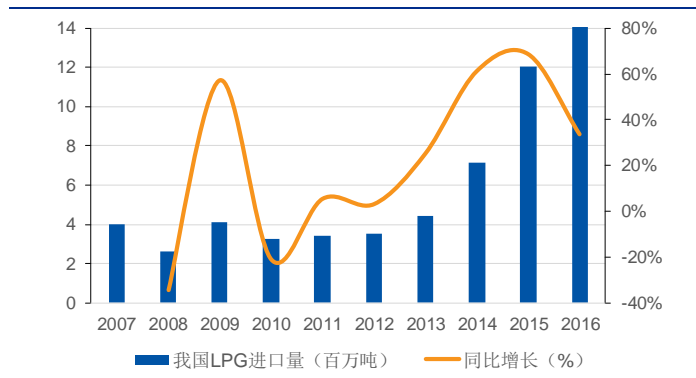
我国化工原料需求强劲,PDH项目密集投产将推动LPG需求大增。在我国丙烯短缺,传统的“副产”、“联产”工厂丙烯产量无法满足国内丙烯衍生物日益增长的需求的背景下,近年来我国PDH(丙烷脱氢)项目密集投产,使得我国LPG需求量大增。2015年我国已成为全球第一大LPG进口国,共进口1230万吨,同比增长66.2%。LPG进口量的快速增长有望进一步带动我国LPG船舶的发展。

图 32: 世界各国LPG进口量对比(2015年)



资料来源: banchemo costa

图 33: 我国LPG进口情况(百万吨)



资料来源: banchemo costa

受益于LPG需求增长以及“国货国运”政策推动,我国自建LPG船队有望快速成型。此前我国造船企业受制于LPG液罐设计和建造领域的技术瓶颈,在LPG领域鲜有收货,目前我国多个船企已突破相关技术门槛,且成功打开出口空间(江南造船自主研发LPG船击败韩国现代尾浦造船,与阿尔及利亚石油公司签订1+1艘13000方LPG船,成功拓展非洲市场),我们预计未来5年我国LPG船造船市场空间在500亿元左右。

图 34: 江南造船自主产品—83000方VLGC



资料来源: 中国船舶工业集团

1.4 高端船型四（豪华邮轮）：中国船舶工业最后一块尚未开发的领地

我国邮轮旅游市场近年呈快速增长之势，2005 年我国乘坐邮轮旅游的人数只有 5000 人，到了 2015 年激增到 111.21 万人。但相对欧美等国，我国邮轮市场渗透率极低，2014 年我国邮轮旅游渗透率仅为 0.02%，而北美高达 3.2%，欧洲也达到 1%。随着我国人均可支配收入提升，消费升级带动出境旅游人数连年增长，我国邮轮旅游产业将迎来快速增长。

邮轮旅游经济的快速兴起催生我国对豪华邮轮的建造需求。2016 年 9 月，南船集团签署 2+2 艘 13.35 万总吨豪华邮轮建造意向书，标志着我国正式开启豪华邮轮设计、建造之路。按照计划，首艘豪华邮轮将在 2023 年交付，考虑豪华邮轮建造周期长的原因，我们认为未来 5 年有 2 艘豪华邮轮会部署建造，预计未来 5 年我国豪华邮轮建造的市场空间在 180 亿元左右。

图 35：中船工业集团签署 2+2 艘 13.35 万总吨大型豪华邮轮建造意向书



资料来源：中国船舶工业集团

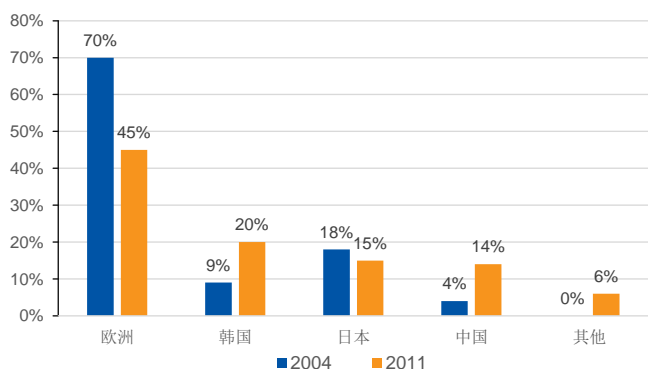
总的来说，我们认为，民船行业寒冬仍将持续，我国低端船型市场仍将面临产能过剩、竞争激烈的困境，高端船型市场有望打开空间。我们仅以上述的高附加值船型为例，预计未来 5 年海警船、LNG/LPG 船、豪华游轮等高附加值船型的市场空间在 2100 亿元左右，所带来的民用高附加值船舶电气及自动化系统每年市场空间在 46 亿元左右。

2、全球性船配产业向中国转移，产业集中度提升是大势所趋

2.1 全球造船业进入转移第二阶段，我国船配产业正迎重大发展机遇期

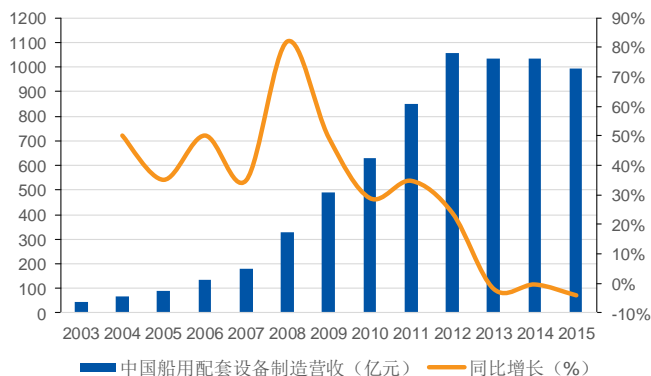
世界船配产业向我国转移的趋势明显，我国船配业的发展机遇凸显。我国已完成造船产业第一阶段的转移：低技术含量船舶的承接，成为造船大国。目前，造船产业的第二阶段，全球性船配产业向我国转移趋势十分明显：从全球船舶配套产品产值分布的演变情况来看，我国船配业产值占全球份额由 2004 年的 4% 上升至 2011 年的 14%；从我国船配企业发展情况来看，我国船配企业产值逐年快速增长，2005~2015 十年间复合增速达到 27.3%。

图 36：全球船舶配套产值分布演变情况



资料来源：wind，安信证券研究中心搜集整理

图 37：中国船用配套设备制造营收实现快速增长



资料来源：wind，安信证券研究中心搜集整理

2.2 国家政策力推船配产业大发展，国产设备装船率增长潜力巨大

高技术、高附加值的船舶配套产业是我国造船业的薄弱环节，也是造船业结构性改革的重点方向，受到国家政策高度重视。我国已推出系列政策推动船配产业的发展，总的来说，有 3

大发展方向：1) 完善船配研发、设计制造、服务体系；2) 提高本土化船用设备装船率；3) 形成一批世界先进级的船用设备核心企业，成为世界主要船用设备制造大国。

表 11：国家力推船配产业发展的政策

| 时间 | 颁布单位 | 政策 | 完善船配研发、设计制造、服务体系 | 提高本土化船用设备装船率 | 形成一批世界先进级的船用设备核心企业 |
|---------|-------------|------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------|
| 2012.03 | 工信部 | 船舶工业“十二五”发展规划 | 主要船用设备制造技术达到世界先进水平，在船舶自动化和系统集成等方面取得重要突破。 | 主要船用设备平均装船率达到 80% 以上，品牌船用设备装船率达到 30% 以上。海洋油气开发装备关键系统和设备的配套率达到 30% 以上。 | 船舶配套业销售收入 3000 亿元，船舶动力和甲板机械领域形成 5~10 家销售收入超 100 亿元的综合集成供应商。 |
| 2013.08 | 国务院 | 船舶工业转型升级实施方案 (2013-2015) | 推进关键船用配套设备、海洋工程装备专用系统和设备以及特种材料的制造，提高产业核心竞争力。 | 发展目标：船用设备装船率进一步提高。 | 支持大型船舶和配套企业开展全球产业布局，在海外建立营销网络和维修服务基地。 |
| 2016.03 | 工信部 | 船舶配套产业能力提升行动计划 (2016-2020) | 关键船用设备设计制造能力达到世界先进水平，全面掌握船舶动力、甲板机械、舱室设备、通导与智能系统及设备的核心技术，主要产品型谱完善，拥有具有较强国际竞争力的品牌产品。 | 散货船、油船、集装箱船三大主流船型本土化船用设备平均装船率达到 80% 以上，高技术船舶本土化船用设备平均装船率达到 60% 以上，船用设备关键零部件本土配套率达到 80%。 | 龙头企业规模化专业化发展，成为具有较强实力的船用设备系统集成供应商。我国要成为世界主要船用设备制造大国。 |
| 2017.01 | 工信部、发改委等六部委 | 船舶工业深化结构调整加快转型升级行动计划 (2016-2020 年) | 骨干船舶、海工装备和配套企业基本建立全球研发、营销和服务体系。 | 配套能力明显增强，散货船、油船、集装箱船三大主流船型、高技术船舶和海洋工程装备本土化设备平均装船率分别达到 80%、60% 和 40% 以上，成为世界主要船用设备制造大国。 | 在大型主流船舶、高技术船舶、海洋工程装备以及船用动力等核心配套领域扶植培育一批创新能力强、专业化制造及管理水平的世界级先进企业和系统集成总包商。 |

资料来源：新华网等，安信证券研究中心搜集整理

在工信部等六部委印发的《船舶工业深化结构调整加快转型升级行动计划(2016-2020 年)》中，明确指出十三五期间船舶配套能力明显增强，**散货船、油船、集装箱船三大主流船型、高技术船舶和海洋工程装备本土化设备平均装船率分别达到 80%、60% 和 40% 以上，成为世界主要船用设备制造大国。**然而，目前我国船配企业因全球性服务体系不完善、研制能力薄弱以及本土品牌竞争力差等远远，导致国产船配设备装船率极低。2009 年国产船舶电子电气设备装船率仅为 13.31%，自动化系统装船率仅为 1.66%，且近年来装船率并无大幅增长。我国船舶电气、自动化系统领域企业的生产规模和市场空间还具有很大的增长潜力。

此外，《计划》还指出产业集中度要大幅提升，前 10 家造船企业造船完工量占全国总量的 70% 以上，形成一批核心竞争力强的世界级先进船舶和海洋工程装备制造企业。对于舰船电气及机舱自动化系统领域，分布着上百家企业，这些从业公司技术水平普遍较低，规模普遍较小，行业集中度很低。要形成具有世界级先进的总装厂和船配企业，提升造船产业集中度是进行结构调整、打造品牌产品/公司的必要路径。

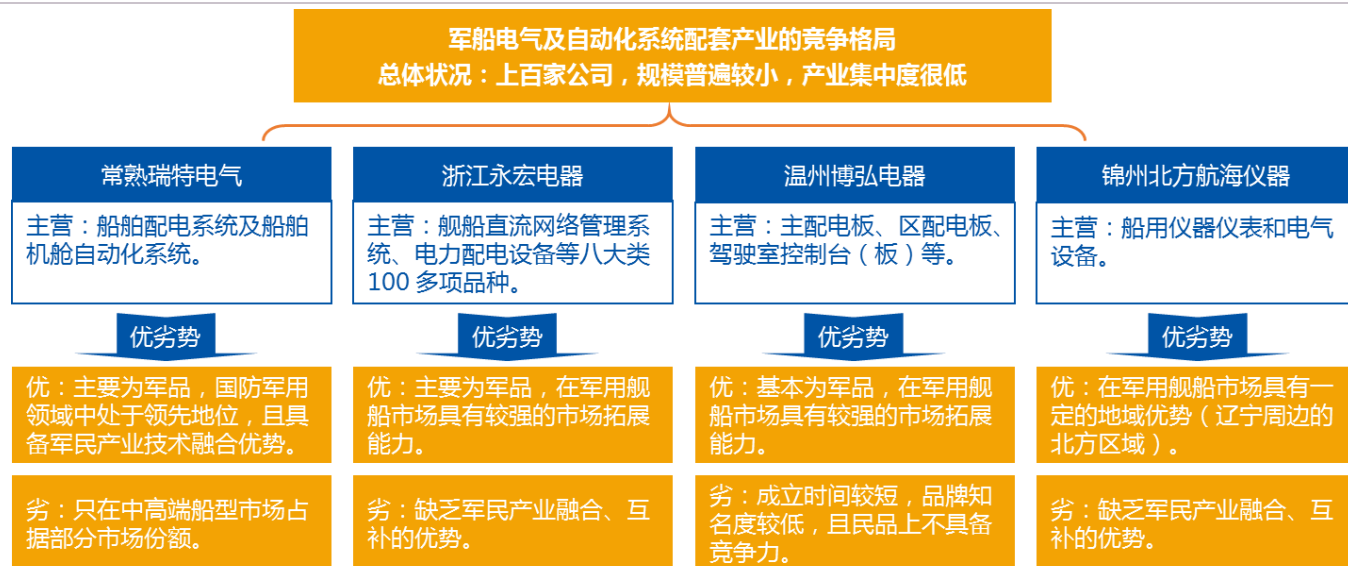
我们认为，船配细分领域的龙头企业将率先、并充分受益于船配产业大发展。一是由于龙头企业技术实力行业领先，铸就的高壁垒将保障、维持企业接单能力；二是由于龙头企业有资金支撑建立、完善售后服务体系，将进一步巩固、扩大市场份额。作为舰船电气及自动化系统领域的龙头企业，并且该细分领域的首家上市公司，瑞特股份具备成为世界级先进船配企业的潜力，将充分受益于全球性船配产业转移趋势以及国内船配产业集中度提升。

三、公司发展：军民融合双向发展，成长空间巨大

(一) 军品助力打造远洋海军，民品助力迈向造船强国

军品领域：瑞特股份处市场领先地位。目前军船电气设备、机舱自动化系统细分行业的市场主要参与者有：瑞特股份，温州博弘电器、锦州北方航海仪器、浙江永宏电器等企业。瑞特股份是行业内为数不多的拥有自主核心技术的国内船用电气设备供应商，尤其是在国防军用领域中处于领先地位，将率先受益于国内军船提速提量建设。

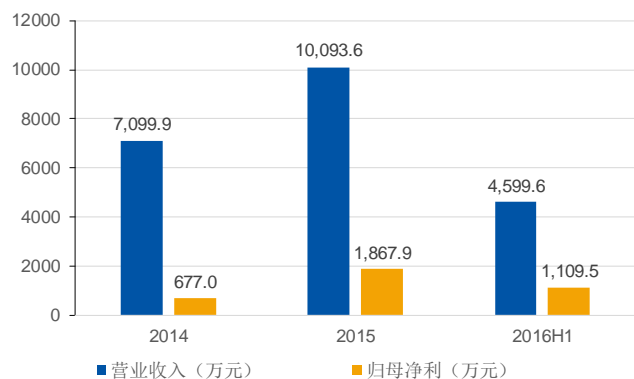
图 38：军船电气及自动化系统配套产业的竞争格局



资料来源：公司公告，安信证券研究中心搜集整理

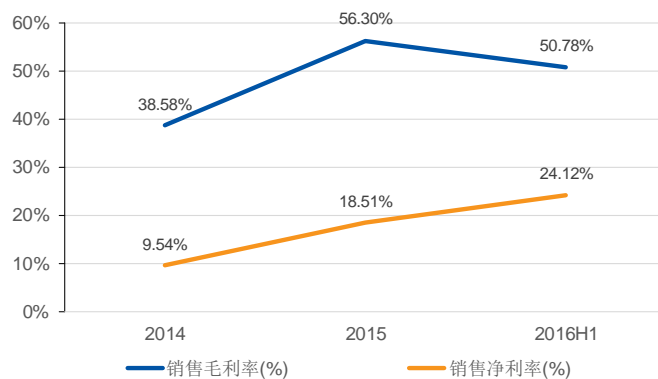
1) 浙江永宏电器：2017 年登陆新三板，主要产品包括中频集中电源系统、组件式逆变电源设备等船舶智能电网系统设备；电量数据采集模块、通讯及检测模块等船舶自动化控制设备。2015 年公司营收 1.0 亿元，归母净利润 1867.9 万元，产品毛利率 56.3%，与瑞特股份产品毛利率相差不大；2016H1 营收 4599.6 万元，归母净利润 1109.5 万元，产品毛利率 50.78%。从产品净利率水平来看，浙江永宏电器 2016H1 为 24.12%，而对应瑞特股份 2016 年为 27.65%，盈利能力方面瑞特股份占据优势。

图 39：浙江永宏电器营收及归母净利润情况



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 40：浙江永宏电器产品毛利率情况



资料来源：wind，安信证券研究中心搜集整理

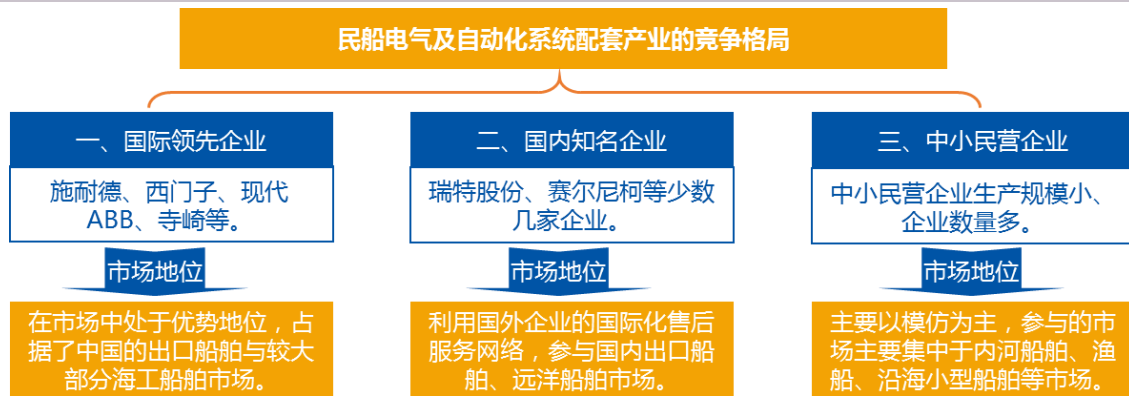
2) 温州博弘电器：主要产品有主配电板、区配电板、驾驶室控制台（板）、电动机起动机、绝缘监测仪、各类电力分电箱、照明分电箱、电源滤波器、硅整流设备、UPS 不间断电源、防水按钮盒及各类舰船机械设备的电控箱，产品应用于军用舰船领域，在军用舰船市场具有较强的市场拓展能力。温州博弘于 2002 年注册成立，注册资本为 5000 万元，并以注册资本 1 亿元成立上海博弘电器有限公司。

3) 锦州北方航海仪器：集研发、设计、生产制造、销售服务于一体的专业生产船用仪器仪表和电气设备的企业，除舰船用电气设备外，还有船舶导航设备、通讯设备等。主要为军品，在军用舰船市场具有一定的地域优势（辽宁周边的北方区域）。

民品领域：几乎为国外垄断，本土化设备装船率极低而增长潜力巨大。本土船配品牌度较低，加上无法提供世界范围内的维修等配套服务，导致本土多数企业主要为沿海小型船舶和内河船舶做相应的设备配套；而中、高端船配市场几乎被施耐德、西门子、ABB、现代、寺崎等外资企业，凭借技术、资本及全球服务网络等优势，占据着较大市场份额。**瑞特股份是国内少有的能在中、高端船配市场占据一席之地的公司。**

公司主要布局中高端船型市场，受全球船市寒冬影响有限，且将充分受益于中高端船型市场走强。一方面，全球性船市低迷主要体现在低端船型产能过剩，价格下滑严重。而公司在低端船型上的业务占比相对较小，该部分市场需求变化目前而言对公司影响较小。另一方面，我国中高端船型市场空间有望打开，海警船、LNG/LPG 等气体船、豪华邮轮等造船市场需求呈高增长趋势，将是未来公司业绩保持持续增长的组成部分。

图 41：民船电气及自动化系统配套产业的竞争格局



资料来源：公司公告，安信证券研究中心搜集整理

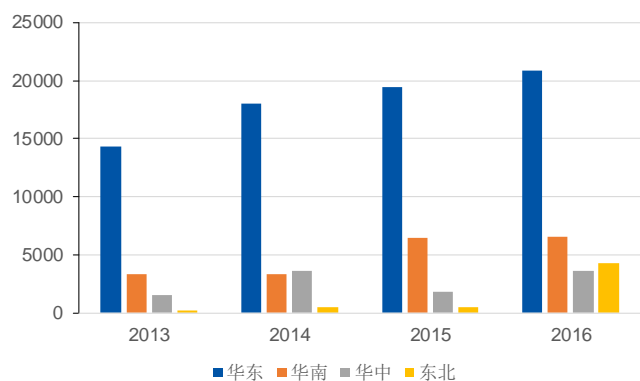
（二）四大核心优势凸显，扩大市场份额指日可待

1、先发及区位优势有利于公司巩固、扩大市场领先地位

船配行业具有行业进入壁垒高、客户黏性度高的特点，具有先发优势的船舶配套企业必然率先受益产业发展。军民品上船都需严格的质检使得船配行业具备高粘度特征，具有先发优势、技术优势、大客户优势的公司有利于稳定供货渠道，形成长期稳定客户。目前，公司已成为国家海洋局、中国海事局、中国渔政、航道局及海军部队等政府部门及机构的船舶电气与自动化系统的主要供应商之一，并与中船工业集团、中船重工集团、中国远洋运输（集团）、江苏太平洋造船集团等国内主流大型船厂及其旗下科研院所等都建立了良好、稳定的合作关系，为公司稳定快速地发展打下了根基。

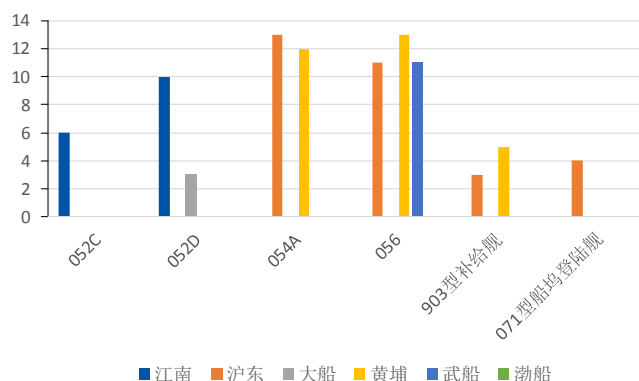
区位优势明显。公司在华东地区具有较强的区域优势，其次是华南和华中，2016 年公司三个地区营收占比分别是 56.8%、17.7%、9.9%，这与公司下游船舶制造业的区域分布密切相关。公司地处长三角腹地，是我国规模最大的造船基地，涵盖江南造船、沪东中华两大军工造船厂，以及外高桥造船、上海船厂等多家民用造船厂，是未来军用舰船、LNG/LPG 等气体船、豪华邮轮等高端船型主要建造基地。公司将依托自身区位优势，结合长期沉淀的大客户优势，未来巩固市场地位，扩大市场份额指日可待。

图 42: 瑞特股份分地区营收情况



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 43: 江南、沪东两大军工造船企业占据军船主要市场份额

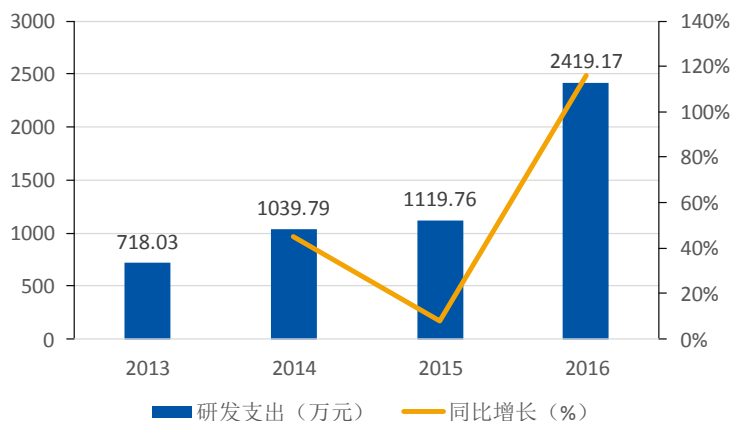


资料来源: Wikipedia, 安信证券研究中心搜集整理

2、舰船电气及自动化领稀缺标的, 资金优势使公司有能力外延拓展新产品

公司耕耘舰船电气及自动化领域多年, 一来是与海军、舰船设计单位、舰船建造单位等都建立了长期良好、稳定的合作关系, 二来在前端客户需求分析与提供整体解决方案方面具有明显的竞争优势, 外延拓展新产品将更具针对性。公司作为细分领域的首家上市公司, 有能力、有资金优势不断投入研发, 继续拓展新产品。公司近期经营范围加入特种材料的销售表明公司可能向舰船特种材料研制领域进军。在拥有广泛客户基础和充足市场储备的背景下, 公司将继续巩固和提升船配设备的市场规模, 加大新市场开拓力度。

图 44: 瑞特股份研发支出快速提升



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

3、系统集成商的战略转变将提高盈利能力、打开更广阔空间

船舶配套加工商向系统集成商转变是舰船电气及自动化系统领域的重要发展趋势。一方面国家政策鼓励和引导,《船舶配套产业能力提升行动计划(2016-2020年)》中明确提出:到2020年,龙头企业规模化专业化发展,成为具有较强实力的船用设备系统集成供应商。另一方面,强大的产品系统集成能力已成为市场竞争力的集中体现。

瑞特股份正积极谋求向系统集成商转变, 未来提高盈利能力、打开更广阔的市场空间值得期待。公司产品种类丰富, 加上在不断地研制新产品, 能极大地促进公司产品系统集成发展模式的形成。目前公司在系统配套集成方面已具备船舶配电系统集成、船舶机舱自动化系统集成等能力, 未来将通过产品链的延伸以及产品种类的丰富, 进一步增强公司产品系统集成能力, 确立与巩固系统集成商地位。

4、国内稀少的船用中压电力系统研制厂商

舰船大型化是大势所趋, 船用中压电力系统将成主流。军船提升吨位以配备更多武备, 民船

提升吨位以提高运载能力，都意味着大型化将成为舰船的重要发展趋势。此外，随着船舶电气化水平的不断提高，船舶综合电力推进系统的扩大应用，都使得船上用电设备日益增多，用电负荷快速上升。最终导致目前大多数船舶所采用的低压交流电力系统，已远远不能满足需求。而船舶低压电力系统还存在着线路电流大、设备体积大，并由此增加电缆粗线布线的难度等缺陷；船用中压电力系统又具有输送电能力强、电缆细、对地电容小、稳定性好等特点，因而具有提高船舶机动性、能源的有效利用率，以及降低船舶噪声等许多突出优点。因此，舰船采用中压电力系统将是未来主流趋势。

瑞特股份是国内稀少的船用中压电力系统研制厂商。目前船用中压电力系统基本为欧洲、美国、日本的船舶电力系统大型供应商如西门子、ABB、施耐德等所垄断。目前我国船舶中压电力系统的研究、设计、制造和试验还处于起步阶段，仅有少数厂家可生产制造。瑞特股份是国内率先研制船用中压配电板并拥有成功运行经验的船舶电气、机舱自动化生产企业之一，在技术、经验和研发能力等方面都拥有了成功的运营经验，为公司未来发展奠定了雄厚的技术基础，特别是在目前国内船用中压电气系统研制并成功运营生产企业稀少的情况下，更能体现出公司的优势。

四、盈利预测及投资建议

海军装备建设处在批量建造高峰期。随着 001A 型航母的下水，海军围绕航母编队建设进入第三次造舰高峰。而目前 052D、054A 数量还不足以支撑航母编队体系建设；另一方面，海军舰艇朝大型化方向发展，单船价格也在上升。因此我们认为未来 5 年海军舰艇仍会提速提量建造，预计有 4000 亿元左右的新增舰艇市场规模。远洋海军战略定位、航母编队体系加速建设、舰船朝大型化方向发展等等，均保证投向海军装备的军费仍会逐年提升。

对于公司舰船配电系统业务，2014~2016 年该部分业务营收增速分别是 17.75%、10.89%、6.27%，营收有趋向于稳定的趋势。基于前面对军费投入增速提升的认识，以及结合装备采购费用花费规律，我们给定未来 2017~2019 年公司舰船配电系统业务的营收增速分别为 7%、8.5%、10.0%。此外，该部分业务毛利率逐年提升，2014~2016 毛利率分别为 44.11%、46.62%、52.23%，是由于公司由设备供应商走向系统集成的发展模式，逐步推出“交钥匙”工程。我们给定未来 2017~2019 年公司舰船配电系统业务的毛利率均给定 55%。

对于公司舰船机舱自动化系统业务，2014~2016 年该部分业务营收增速分别是 72.06%、15.71%、55.17%，营收快速提升的原因在于一方面该部分业务原有体量较小，有增速空间；另一方面公司战略定位为系统集成发展模式，产品种类在不断丰富、产品链在不断完善，使得该部分业务增速很快。舰船机舱自动化系统细分种类非常多，公司目前只从事部分领域的部分产品，并且该领域正在朝自动化、智能化方向发展，外延拓展不断开发新产品的空间很大。公司目前完成 IPO 具备资金储备优势，且投向研发费用显著提升（2016 年增速 116%），新产品在不断拓展。基于前面的军费投入增速提升的认识、结合装备采购费用花费规律，我们给定未来 2017~2019 年公司舰船机舱自动化系统业务的营收增速为 55%、50%、50%。此外，该部分业务毛利率逐年提升，2014~2016 毛利率分别为 52.47%、53.46%、57.29%，是由于该部分业务不断有新产品补充，毛利率保持较高水平。我们给定未来 2017~2019 年公司舰船机舱自动化系统业务的毛利率均为 60%、62%、64%。

表 12：瑞特股份分产品业务营收预测

| 分产品 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|------------------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 舰船配电系统营收（百万元） | 182.0 | 201.8 | 214.5 | 229.5 | 249.0 | 273.9 |
| 同比增速 | 17.75% | 10.89% | 6.27% | 7.0% | 8.5% | 10.0% |
| 毛利率 | 44.11% | 46.62% | 52.23% | 55% | 55% | 55% |
| 舰船机舱自动化系统营收（百万元） | 83.5 | 96.7 | 150.0 | 232.5 | 348.8 | 523.1 |
| 同比增速 | 72.06% | 15.71% | 55.17% | 55% | 50% | 50% |
| 毛利率 | 52.47% | 53.46% | 57.29% | 60.0% | 62.0% | 64.0% |
| 合计营收（百万元） | 267.9 | 301.8 | 367.8 | 462.0 | 597.7 | 797.0 |
| 净利润（百万元） | 67.2 | 106.8 | 101.7 | 140.3 | 187.7 | 257.9 |

资料来源：公司公告，安信证券研究中心预测

受益于海军装备提速提量建设，我们认为军船电气及自动化系统细分领域市场空间广阔，公司具有先发和区位优势有望扩大市场份额；在与军船产业链各单位建立了良好、长期稳定关系的基础上，作为细分领域稀缺标的，公司具有资金优势不断外延研制新产品，加大新市场开拓力度。我们预计，公司 2017-2019 年公司实现净利润 1.40、1.88、2.58 亿元，EPS 分别为 1.40、1.88、2.58 元，对应当前股价（2017 年 6 月 2 日收盘价 56.20 元）的 PE 分别为 40X、30X、22X。首次覆盖，给予“买入-A”评级，6 个月目标价 75 元。

五、风险提示

（一）军费投入增速放缓。受国内宏观经济、国际安全形势以及国防战略的影响，我国军费投入增速有进一步放缓的风险。

（二）海军装备建设放量不及预期。海军装备已经进入批量建造期，未来存在舰艇建造节奏放缓的风险。

财务报表预测和估值数据汇总

| 利润表 | | | | | | 财务指标 | | | | | |
|-------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|----------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| (百万元) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | (百万元) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 营业收入 | 301.8 | 367.8 | 462.0 | 597.7 | 797.0 | 成长性 | | | | | |
| 减:营业成本 | 153.7 | 168.1 | 196.3 | 244.6 | 311.6 | 营业收入增长率 | 12.6% | 21.9% | 25.6% | 29.4% | 33.3% |
| 营业税费 | 3.2 | 4.2 | 5.3 | 6.9 | 9.2 | 营业利润增长率 | 23.1% | 19.9% | 40.0% | 35.5% | 39.3% |
| 销售费用 | 15.5 | 18.6 | 23.6 | 30.5 | 40.6 | 净利润增长率 | 58.9% | -4.8% | 38.0% | 33.7% | 37.4% |
| 管理费用 | 38.8 | 63.4 | 80.4 | 103.4 | 139.5 | EBITDA 增长率 | 24.7% | 23.6% | 39.9% | 33.8% | 37.3% |
| 财务费用 | -2.9 | -2.7 | -1.6 | -1.4 | -1.2 | EBIT 增长率 | 21.2% | 20.8% | 42.1% | 36.0% | 39.6% |
| 资产减值损失 | -0.1 | 4.0 | 1.0 | 1.0 | 1.0 | NOPLAT 增长率 | | 21.3% | 41.9% | 36.0% | 39.6% |
| 加:公允价值变动收益 | - | - | - | - | - | 投资资本增长率 | 24.6% | 33.4% | 17.0% | 2.8% | 10.9% |
| 投资和汇兑收益 | - | - | - | - | - | 净资产增长率 | 34.6% | 24.5% | 106.1% | 11.0% | 13.5% |
| 营业利润 | 93.5 | 112.2 | 157.1 | 212.8 | 296.4 | 利润率 | | | | | |
| 加:营业外净收支 | 32.5 | 7.4 | 8.0 | 8.0 | 7.0 | 毛利率 | 49.1% | 54.3% | 57.5% | 59.1% | 60.9% |
| 利润总额 | 126.1 | 119.5 | 165.1 | 220.8 | 303.4 | 营业利润率 | 31.0% | 30.5% | 34.0% | 35.6% | 37.2% |
| 减:所得税 | 19.3 | 17.8 | 24.8 | 33.1 | 45.5 | 净利润率 | 35.4% | 27.7% | 30.4% | 31.4% | 32.4% |
| 净利润 | 106.8 | 101.7 | 140.3 | 187.7 | 257.9 | EBITDA/营业收入 | 33.0% | 33.5% | 37.3% | 38.6% | 39.7% |
| | | | | | | EBIT/营业收入 | 30.0% | 29.8% | 33.7% | 35.4% | 37.0% |
| 资产负债表 | | | | | | 运营效率 | | | | | |
| | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | 固定资产周转天数 | 112 | 146 | 130 | 112 | 89 |
| 货币资金 | 178.7 | 142.6 | 617.9 | 735.0 | 853.8 | 流动营业资本周转天数 | 77 | 84 | 97 | 84 | 72 |
| 交易性金融资产 | - | - | - | - | - | 流动资产周转天数 | 435 | 413 | 544 | 640 | 574 |
| 应收账款 | 45.7 | 52.2 | 63.3 | 79.5 | 102.1 | 应收账款周转天数 | 68 | 48 | 45 | 43 | 41 |
| 应收票据 | 45.0 | 41.7 | 55.5 | 78.4 | 99.6 | 存货周转天数 | 131 | 132 | 124 | 115 | 106 |
| 预付账款 | 3.1 | 5.2 | 4.0 | 7.1 | 7.7 | 总资产周转天数 | 615 | 631 | 769 | 827 | 714 |
| 存货 | 111.9 | 157.0 | 162.4 | 218.0 | 249.3 | 投资资本周转天数 | 253 | 269 | 266 | 224 | 180 |
| 其他流动资产 | 16.1 | 45.0 | 50.0 | 53.0 | 56.0 | 投资回报率 | | | | | |
| 可供出售金融资产 | - | - | - | - | - | ROE | 25.7% | 19.7% | 13.2% | 15.9% | 19.2% |
| 持有至到期投资 | - | - | - | - | - | ROA | 18.4% | 14.3% | 11.1% | 12.7% | 15.3% |
| 长期股权投资 | - | - | - | - | - | ROIC | 40.6% | 39.6% | 42.1% | 48.9% | 66.4% |
| 投资性房地产 | - | - | - | - | - | 费用率 | | | | | |
| 固定资产 | 144.4 | 154.6 | 179.9 | 192.9 | 201.2 | 销售费用率 | 5.1% | 5.1% | 5.1% | 5.1% | 5.1% |
| 在建工程 | 3.2 | 5.2 | 9.9 | 5.0 | 2.5 | 管理费用率 | 12.9% | 17.2% | 17.4% | 17.3% | 17.5% |
| 无形资产 | 31.1 | 45.0 | 42.7 | 40.5 | 38.2 | 财务费用率 | -1.0% | -0.7% | -0.3% | -0.2% | -0.2% |
| 其他非流动资产 | - | - | - | - | - | 三费/营业收入 | 17.0% | 21.6% | 22.2% | 22.2% | 22.4% |
| 资产总额 | 580.4 | 708.8 | 1,265.8 | 1,479.3 | 1,680.3 | 偿债能力 | | | | | |
| 短期债务 | - | - | - | - | - | 资产负债率 | 28.5% | 27.1% | 15.8% | 20.1% | 20.1% |
| 应付账款 | 85.1 | 90.7 | 105.7 | 140.6 | 176.5 | 负债权益比 | 39.8% | 37.1% | 18.8% | 25.1% | 25.2% |
| 应付票据 | 38.9 | 50.5 | 45.9 | 79.0 | 80.2 | 流动比率 | 2.46 | 2.34 | 4.80 | 3.98 | 4.08 |
| 其他流动负债 | - | - | - | - | - | 速动比率 | 1.78 | 1.51 | 3.98 | 3.24 | 3.33 |
| 长期借款 | - | - | - | - | - | 利息保障倍数 | -31.00 | -40.06 | -97.17 | -150.98 | -245.98 |
| 其他非流动负债 | - | - | - | - | - | 分红指标 | | | | | |
| 负债总额 | 165.2 | 191.9 | 200.3 | 296.6 | 337.7 | DPS(元) | - | - | 0.45 | 0.70 | 0.98 |
| 少数股东权益 | - | - | - | - | - | 分红比率 | 0.0% | 0.0% | 32.1% | 37.5% | 38.0% |
| 股本 | 75.0 | 75.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 股息收益率 | 0.0% | 0.0% | 0.8% | 1.3% | 1.7% |
| 留存收益 | 340.2 | 441.9 | 965.4 | 1,082.7 | 1,242.6 | | | | | | |
| 股东权益 | 415.2 | 516.9 | 1,065.4 | 1,182.7 | 1,342.6 | | | | | | |
| | | | | | | 业绩和估值指标 | | | | | |
| 现金流量表 | | | | | | | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 净利润 | 106.8 | 101.7 | 140.3 | 187.7 | 257.9 | EPS(元) | 1.07 | 1.02 | 1.40 | 1.88 | 2.58 |
| 加:折旧和摊销 | 9.1 | 13.8 | 16.9 | 19.3 | 21.4 | BVPS(元) | 4.15 | 5.17 | 10.65 | 11.83 | 13.43 |
| 资产减值准备 | -0.1 | 4.0 | - | - | - | PE(X) | 52.6 | 55.3 | 40.1 | 29.9 | 21.8 |
| 公允价值变动损失 | - | - | - | - | - | PB(X) | 13.5 | 10.9 | 5.3 | 4.8 | 4.2 |
| 财务费用 | 0.0 | - | -1.6 | -1.4 | -1.2 | P/FCF | 111.6 | 243.0 | 64.7 | 31.7 | 25.9 |
| 投资损失 | - | - | - | - | - | P/S | 18.6 | 15.3 | 12.2 | 9.4 | 7.1 |
| 少数股东损益 | - | - | - | - | - | EV/EBITDA | - | - | 28.6 | 20.9 | 14.8 |
| 营运资金的变动 | -36.7 | -128.9 | -45.3 | 5.5 | -37.5 | CAGR(%) | 20.7% | 36.4% | 27.8% | 20.7% | 36.4% |
| 经营活动产生现金流量 | 85.1 | 76.2 | 110.3 | 211.0 | 240.6 | PEG | 2.5 | 1.5 | 1.4 | 1.4 | 0.6 |
| 投资活动产生现金流量 | -27.8 | -115.6 | -44.7 | -25.0 | -25.0 | ROIC/WACC | | | | | |
| 融资活动产生现金流量 | -10.0 | - | 409.7 | -69.0 | -96.8 | REP | | | | | |

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

冯福章声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

| | | | |
|-------|-----|---------------|---------------------------|
| 上海联系人 | 葛娇妤 | 021-35082701 | gejy@essence.com.cn |
| | 朱贤 | 021-35082852 | zhuxian@essence.com.cn |
| | 许敏 | 021-35082953 | xumin@essence.com.cn |
| | 孟硕丰 | 021-35082788 | mengsf@essence.com.cn |
| | 李栋 | 021-35082821 | lidong1@essence.com.cn |
| | 侯海霞 | 021-35082870 | houhx@essence.com.cn |
| 北京联系人 | 潘艳 | 021-35082957 | panyan@essence.com.cn |
| | 原晨 | 010-83321361 | yuanchen@essence.com.cn |
| | 温鹏 | 010-83321350 | wenpeng@essence.com.cn |
| | 田星汉 | 010-83321362 | tianxh@essence.com.cn |
| | 王秋实 | 010-83321351 | wangqs@essence.com.cn |
| | 张莹 | 010-83321366 | zhangying1@essence.com.cn |
| 深圳联系人 | 李倩 | 010-83321355 | liqian1@essence.com.cn |
| | 周蓉 | 010-83321367 | zhourong@essence.com.cn |
| | 胡珍 | 0755-82558073 | huzhen@essence.com.cn |
| | 范洪群 | 0755-82558044 | fanhq@essence.com.cn |
| | 孟昊琳 | 0755-82558045 | menghl@essence.com.cn |

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034