

行业研究/深度研究

2019年03月18日

行业评级:

航天军工 增持(维持)
航天军工 II 增持(维持)

王宗超 执业证书编号: S0570516100002
研究员 010-63211166
wangzongchao@htsc.com

何亮 执业证书编号: S0570517110001
研究员 heliang@htsc.com

金榜 执业证书编号: S0570517070008
研究员 021-28972092
jinbang@htsc.com

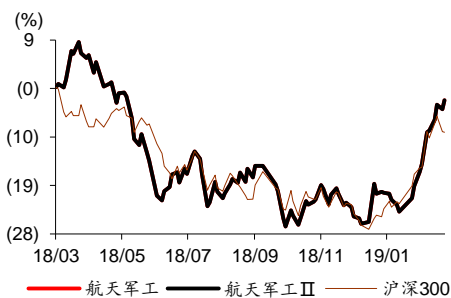
王维 01056793945
联系人 wangwei011620@htsc.com

尹会伟 +86 10 56793930
联系人 yinhuiwei@htsc.com

相关研究

- 1《中航电测(300114,买入): 业务转型可期, 军民融合空间大》2019.03
- 2《航天军工: 行业周报(第十一周)》2019.03
- 3《中航沈飞(600760,买入): 军用战机龙头, 主营稳步增长》2019.03

一年内行业走势图



资料来源: Wind

兴船振产立潮头, 奋楫扬帆谱新篇

船舶制造行业研究报告

海军装备需求旺盛, 带动军船建造产业持续繁荣

我国海军近年发展迅速, 舰艇服役数量及技术水平提升明显, 但还有多艘老旧舰艇在服役。目前海军现役装备与现代化海军强国相比仍有较大差距, 还无法满足未来我国海军战略要求。我们认为, 航母编队体系建设叠加老旧舰艇换装, 未来几年造舰需求依然旺盛, 将带动海军装备特别是航母及大型驱逐舰等高价值主战舰艇持续快速发展, 带动军船建造产业持续繁荣。此外, 随着全电力、燃气轮机、电磁弹射等诸多技术的日益成熟, 未来有望在新型号舰艇中逐步得到应用, 带动相关产业链发展。

航运市场底部企稳, 供需有望持续改善

航运业是典型的周期性行业, 历史上大部分时期航运周期都是 5 至 15 年, 自 2003 年开始的本轮航运周期, 在 2008 年达到周期波峰, 之后开始步入衰退, 并于 2016 年进入萧条期。2017 年以来全球海运需求增速开始高于运力供给增速, 航运供需格局开始改善。但受全球经济增速放缓、中美贸易摩擦、春节后传统航运淡季、巴西淡水河谷矿难等因素影响, 年初至今 BDI 指数大幅下跌, 区间最大跌幅达 53.6%, 目前 BDI 指数已企稳。据 Clarksons 预测, 2019 年全球海运贸易增速为 2.84%, 运力供给增速为 2.57%, 航运业供需状况未来有望逐步改善, 但消化过剩运力仍需要时间。

环保要求有望催生新造船需求, 头部船企竞争力加强

短期来看, 国际压载水公约生效、全球硫化物排放要求升级、氮氧化物排放控制区扩容, 以及温室气体排放控制, 日趋严格的环保要求将会导致船龄较大的船舶提前拆解, 有望催生新造船需求。连续多年的船市低迷, 导致竞争力较弱的船厂被迫退出市场, 据 Clarksons 统计, 2018 年全球活跃船厂数量相比巅峰期 2009 年已减少 63%。船市下行, 叠加供给侧改革, 我国活跃船厂及船舶配套企业数量也在快速下滑, 在行业低迷背景下, 龙头企业的研发与资金优势得以进一步凸显, 我国船舶行业产业集中度也在提高, 头部船企的竞争力正逐步加强。

韩国船企整合以提升竞争力, 我国也有望推进船舶行业战略性重组

2019 年 1 月, 韩国现代重工宣布拟收购大宇造船, 如果交易最终完成, 韩国造船业将从目前的三巨头模式转变为两巨头, 据克拉克森的数据, 截至 2019 年 3 月两家船厂合计手持订单量达 1646 万修正总吨, 占全球总手持订单量的 20.44%。两家船企合并将实现资源互补, 进一步提高竞争力, 将会给我国船企带来较大压力。据新华社报道, 2019 年 1 月 14 至 15 日, 中央企业、地方国资委负责人会议在京召开, 称国资委将积极稳妥推进装备制造、船舶、化工等领域企业战略性重组。建议关注船舶板块上市公司, 包括*ST 船舶、瑞特股份、中国重工、中船防务、中国海防、久之洋等。

风险提示: 军费增长及军用舰船采购低于预期, 民船行业复苏不及预期。

重点推荐

股票代码	股票名称	收盘价(元)	投资评级	EPS(元)				P/E(倍)			
				2017	2018E	2019E	2020E	2017	2018E	2019E	2020E
600150.SH	*ST 船舶	18.00	买入	-1.67	0.16	0.21	0.39	-10.78	112.50	85.71	46.15
300600.SZ	瑞特股份	25.07	买入	0.64	0.67	0.76	1.07	39.17	37.42	32.99	23.43

资料来源: 华泰证券研究所

正文目录

军船产业：海军装备需求旺盛，未来仍将持续高投入建设	5
我国海军近年发展迅速，但与海军战略目标要求仍有较大差距	5
航母编队建设叠加舰队换装，海军装备建设投资有望保持高位	6
民船产业：航运业底部企稳，造船业砥砺前行	9
航运业是典型的周期性行业	9
航运市场底部企稳，供需有望逐步改善	10
环保要求有望催生新造船需求	12
造船企业承压前行，头部船企竞争力加强	14
韩国船企整合以提升竞争力，我国也有望推进船舶行业战略性重组	17
南北船集团是军船主要制造商，也是民船制造领先企业	18
中国船舶工业集团	18
江南造船	18
沪东中华	19
外高桥造船	19
黄埔文冲	19
广船国际	20
中船澄西	20
中国船舶重工集团	21
大船重工	23
武船重工	24
渤船重工	25
北船重工	25
山船重工	25
船舶制造产业链主要上市公司	27
*ST 船舶（600150.SH）	27
中国重工（601989.SH）	28
中船防务（600685.SH）	29
中船科技（600072.SH）	30
中国动力（600482.SH）	31
中国海防（600764.SH）	32
中国应急（300527.SZ）	33
久之洋（300516.SZ）	34
瑞特股份（300600.SZ）	35
湘电股份（600416.SH）	36
海兰信（300065.SZ）	37
风险提示	37

图表目录

图表 1: 2007-2018 年中国海军舰艇服役数量 (艘)	5
图表 2: 2018 年中美两国重要海军武器装备数量对比	5
图表 3: 2009-2019 年美国海军历年预算及占国防部总预算比例	6
图表 4: 辽宁号航母编队部分舰艇执行任务	7
图表 5: 美国航母打击群	7
图表 6: 国外航母编队舰艇构成 (艘)	7
图表 7: MartinStopford 博士将 1741-2007 年全球海运发展划分为 21 个完整周期	9
图表 8: 航运周期长度分布规律	9
图表 9: 复苏、繁荣、衰退、萧条四个阶段的典型特征	10
图表 10: 2001 年以来 BDI 指数走势图	10
图表 11: 近年 BDI 指数走势对比图	10
图表 12: 全球海运贸易及船队运力供给增速	11
图表 13: 油运行业供需增速	11
图表 14: 集装箱运输行业供需增速	12
图表 15: 干散航运行业供需增速	12
图表 16: 1970 年至 2018 年新造船交付数量	12
图表 17: 船队三大船型平均船龄变化趋势	13
图表 18: 船队三大船型平均拆解船龄变化趋势	13
图表 19: 船队三大船型的船龄分布	13
图表 20: 全球活跃船厂数量大幅下降	14
图表 21: 全球新接订单前 50 家船厂累计占比	15
图表 22: 我国手持订单前 25 家船厂累计占比	15
图表 23: 中国造船产能利用监测指数	16
图表 24: 2016 年初以来国内 20mm 钢板价格	16
图表 25: 中船工业集团营收及净资产情况	18
图表 26: 中船工业集团利润总额及增速情况	18
图表 27: 中船工业集团船舶修造板块营收及增速情况	18
图表 28: 中船工业集团船舶修造板块毛利润及毛利率变化	18
图表 29: 江南船厂承建了 055 驱逐舰首舰	19
图表 30: 上海外高桥营业收入及其增速情况	19
图表 31: 上海外高桥净利润情况	19
图表 32: 中船黄埔文冲营业收入及其增速情况	20
图表 33: 中船黄埔文冲净利润及其增速情况	20
图表 34: 广船国际营业收入及其增速情况	20
图表 35: 广船国际净利润情况	20
图表 36: 中船澄西营业收入及其增速情况	21
图表 37: 中船澄西净利润情况	21
图表 38: 中船重工集团营收及净资产情况	21
图表 39: 中船重工集团利润总额及增速情况	21

图表 40: 中船重工集团船舶修造板块营收及增速情况	22
图表 41: 中船重工集团船舶修造板块毛利润、毛利率及毛利率增速	22
图表 42: 中船重工集团主要军船产品	22
图表 43: 中船重工集团主要民船产品	22
图表 44: 大船重工营业收入及其增速情况	23
图表 45: 大船重工主营业务利润及归母净利润	23
图表 46: 大船重工主要军船产品示例	23
图表 47: 大船重工主要民船产品示例	23
图表 48: 武船重工营业收入及其增速情况	24
图表 49: 武船重工主营业务利润及归母净利润情况	24
图表 50: 武船重工主要军船产品示例	24
图表 51: 武船重工主要民船产品	24
图表 52: 北船重工修造船业务产品	25
图表 53: 山船重工修造船业务	25
图表 54: 2011-2018Q1-Q3*ST 船舶营收及其增速	27
图表 55: 2011-2018Q1-Q3*ST 船舶归母净利润	27
图表 56: *ST 船舶 2008 年以来的股价和 PB 变化	27
图表 57: 2011-2018Q1-Q3 中国重工营业收入及增速	28
图表 58: 2011-2018Q1-Q3 中国重工归母净利润及增速	28
图表 59: 2011-2018Q1-Q3 中船防务营业收入及增速	29
图表 60: 2011-2018Q1-Q3 中船防务归母净利润及增速	29
图表 61: 2011-2018Q1-Q3 中船科技营业收入及增速	30
图表 62: 2011-2018Q1-Q3 中船科技归母净利润	30
图表 63: 2011-2018Q1-Q3 中国动力营业收入及增速	31
图表 64: 2011-2018Q1-Q3 中国动力归母净利润及增速	31
图表 65: 2011-2018Q1-Q3 中国海防营收及其增速	32
图表 66: 2011-2018Q1-Q3 中国海防归母净利润及其增速	32
图表 67: 2011-2018 中国应急营收及其增速	33
图表 68: 2011-2018 中国应急归母净利润及其增速	33
图表 69: 2011-2018 久之洋营收及增速	34
图表 70: 2011-2018 久之洋归母净利润及增速	34
图表 71: 2011-2018 瑞特股份营收及其增速	35
图表 72: 2011-2018 瑞特股份归母净利润及其增速	35
图表 73: 2011-2018Q1-Q3 湘电股份营业收入及增速	36
图表 74: 2011-2018Q1-Q3 湘电股份归母净利润及增速	36
图表 75: 2011-2018 年海兰信营业收入及增速	37
图表 76: 2011-2018 年海兰信归母净利润及增速	37

军船产业：海军装备需求旺盛，未来仍将持续高投入建设

我国海军近年发展迅速，但与海军战略目标要求仍有较大差距

近年我国海军装备发展迅速，舰艇服役数量及技术水平提升明显，但仍有多艘老旧舰艇在服役。2012年至2016年，我国海军经历了一轮“下饺子”式造舰高峰，据美国国防部发布的《中国军力报告》统计，从2012年至2016年，5年内共下水、服役水面主战舰艇70多艘。整体来看，这5年新建造的舰艇是为满足海军“刚需”，也就是替换大量性能落后、舰龄老迈的051、053等系列驱逐舰，属于“还旧账、补短板”式行为。经过5年的高速造舰，虽然我国驱逐舰已经发展到第四代（055型），但是海军却仍有多艘第一代驱逐舰在服役。

2015年中国发布《中国的军事战略》白皮书，提出海军按照近海防御、远海护卫的战略要求，逐步实现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。我们认为，目前我国海军现役装备与现代化海军强国相比仍有较大差距，仍无法满足未来我国海军建设要求。

图表1：2007-2018年中国海军舰艇服役数量（艘）

	航母	攻击核潜	战略核潜	常规潜艇	驱逐舰	护卫舰	轻护舰	两栖运输舰及坦克登陆舰	中型登陆舰	导弹艇	合计
2007		5		53	25	47		25	25	41	221
2008		5		54	29	45		26	28	45	232
2009		6		54	27	48		27	28	70	260
2010		6		54	25	49		27	28	85	274
2011		5		49	26	53		27	28	86	274
2012		5		48	26	53		28	23	86	269
2013	1	5		49	23	52		29	26	85	270
2014	1	5		51	24	49	8	29	28	85	280
2015	1	5		53	21	52	15	29	28	86	290
2016	1	5	4	57	23	52	23	30	22	86	303
2017	1	5	4	54	31	56	23	34	21	88	317
2018	1	5	4	47	28	51	28	33	23	86	306

资料来源：美国国防部2007至2018年度发布的《中国军力报告》，华泰证券研究所

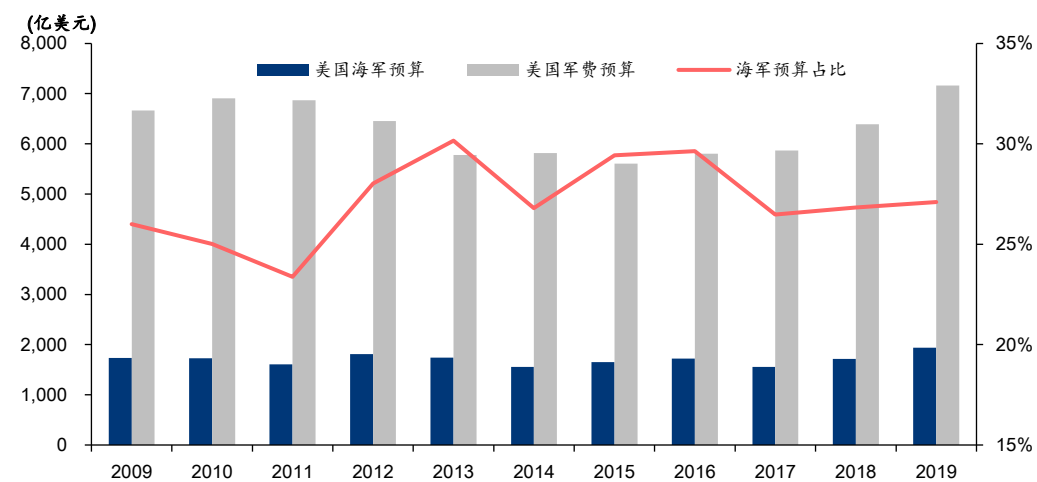
图表2：2018年中美两国重要海军武器装备数量对比

类型	中国	美国
航母	1	11
巡洋舰	-	22
驱逐舰	28	68
弹道导弹核潜艇	4	14
攻击核潜艇	5	51
巡航导弹核潜艇	-	4
常规潜艇	47	-
护卫舰	51	4
轻型护卫舰	28	-
濒海战斗舰	-	16
坦克登陆舰/两栖船坞运输舰	33	23
中型登陆舰	23	-
两栖攻击舰	-	10
导弹巡洋舰	86	-
总计	306	223

资料来源：美国国防部2018年度发布的《中国军力报告》、美国海军官网，华泰证券研究所

总体来看，与美国相比，从海上武器装备总数量来看，目前我国海军占据优势，但从主战舰艇数量与技术水平来看与美国仍有较大差距。

1. **从主战舰艇数量来看:**据美国海军官网及美国国防部2018年发布的《中国军力报告》，美国拥有11艘核动力航母，而中国海军目前仅有一艘常动力航母，且为训练舰，作战能力有限；在驱逐舰方面，美国有66艘“阿利·伯克”级驱逐舰、2艘“朱姆沃尔特级”驱逐舰，均配备宙斯盾系统，而中国只有28艘吨位不同、性能参差不齐的驱逐舰；在核潜艇方面，美国拥有14艘弹道导弹核潜艇，而根据美国国防部的数据，中国只拥有4艘，美国拥有51艘攻击型核潜艇，而中国只有5艘；在常规动力潜艇方面，中国拥有47艘柴电潜艇，而美国已经完全淘汰了柴电潜艇。
2. **从主战舰艇装备性能来看:**我国海军装备性能也与美国海军存在较大差距。我们在《中国军工产业蓄势待发：军工行业国际比较深度报告》报告中详细对比了中美海军装备的差距，如美国每艘核动力航母都可以携带60架甚至更多的高性能战斗机。此外，所有的美国巡洋舰和驱逐舰都拥有先进的“宙斯盾”作战系统，而中国仅有052C和052驱逐舰拥有类似的系统。美国海军的驱逐舰全部在7000吨以上，而中国海军类似的驱逐舰只有13艘。
3. **从海军军费预算来看:**2009年以来，美国海军军费预算始终在1500亿美元以上，2019财年美国海军预算高达1941亿美元，约合人民币13375亿元。而据中国财政部《关于2017年中央和地方预算执行情况与2018年中央和地方预算草案的报告》，2018年中国国防支出将达到11069.51亿元人民币。通过对比可以看出，美国海军预算额已经超过了中国国防支出（涵盖海、陆、空、火箭军等多个军种），中美海军军费预算差距较大。

图表3：2009-2019年美国海军历年预算及占国防部总预算比例


资料来源：美国海军官网、美国国防部官网，华泰证券研究所

航母编队建设叠加舰队换装，海军装备建设投资有望保持高位

航母编队建设，叠加老旧舰艇换装，新舰艇需求旺盛。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，随着国产航母的下水，中国海军终于实现自主研发航母零的突破。我们认为，航母编队体系建设叠加老旧舰艇换装，未来几年造舰需求仍然旺盛，将带动海军装备特别是航母及大型驱逐舰等高价值主战舰艇持续快速发展。

2016年6月25日，美国国家利益双月刊网站发表题为“2030年全球5个最强大的海军”的报道称，到2030年，中国海军将拥有4艘航母、99艘潜艇、102艘驱逐舰与护卫舰，26艘小型护卫舰，73艘两栖舰和111艘导弹艇，总计数量舰艇达415艘。若按照到2030年我国海军拥有4艘航母来计算，则需要打造4个航母编队。

航母编队的构成并不是一成不变的，会根据不同的作战任务、作战对象、作战环境等诸多因素变化，但仍然有个典型的编队构成，在此基础上进行调整。以美国为例，冷战时期，为了满足与苏联对抗的需要，美国航母编队的舰艇数量较多，承担的最主要任务是制空/制海。冷战结束后，由于强大对手消失，美国做出军事战略调整，于2003年对航母编

队的构成进行了调整，航母编队名称也有“航母战斗群”调整为“航母打击群”。一方面将战略重点向“由海向陆”转变，航母编队的主要任务由大洋作战转向对陆打击；另一方面，美国海军削减了航母编队的舰艇数量，将部分原属于航母编队的舰艇编入远征打击群和水面反应群之中。与航母战斗群相比，航母打击群削减了1艘巡洋舰、1艘驱逐舰、1艘核潜艇和1艘护卫舰，编队的防空和反潜能力都遭到了削弱，这种调整反映了美国军方对来自大洋威胁烈度变化的整体判断，即潜在敌国对大洋上的美国航母编队所形成的空中与水下威胁减小。

图表4：辽宁号航母编队部分舰艇执行任务



资料来源：中国海军官网，华泰证券研究所

图表5：美国航母打击群



资料来源：美国国防部官网，华泰证券研究所

图表6：国外航母编队舰艇构成（艘）

航母编队	航母	巡洋舰	驱逐舰	攻击型核潜艇	护卫舰	战斗支援舰/综合补给舰	合计
美国航母战斗群	1	2	3	2	1	1	10
美国航母打击群	1	1	2	1	0	1	6
英国航母编队	1	0	4	1	2	1	9
法国航母编队	1	0	2-4	1	1-2	1	6-9

资料来源：海上舰艇编队系统，华泰证券研究所

与美国面对的对手不同，我国未来需要做好在海上遇到强大对手的准备，因此我们认为我国未来航母编队的构成可能更加倾向于航母战斗群的模式，而非航母打击群。结合国外航母编队的构成，同时考虑我国未来航母编队可能面临的作战环境，以及当前装备的发展现状，我们认为我国未来每个航母编队可能由8-10艘舰艇组成，包括1艘航母，2-3艘驱逐舰，2-3艘护卫舰，2艘攻击型核潜艇和1艘补给舰。按照美国国家利益双月刊网站发表的“2030年全球5个最强大的海军”文章假设，到2030年中国海军将拥有4艘航母来计算，我国还需要为航母编队新建新型驱逐舰8-12艘，新型护卫舰8-12艘，核潜艇8艘，补给舰4艘，航母2艘。

除了航母编队的新增舰艇需求，我国现役主力战舰仍有部分舰艇服役时间较长，面临换装需求，未来老旧舰艇换装也将增加新型舰艇建造需求。2012年至2016年，我国海军经历了一轮造舰高峰，但仍有多艘老旧舰艇在服役。据维基百科统计，从2012年至2016年，5年来共下水、服役水面主战舰艇70多艘。整体来说，这5年新建造的舰艇是为满足海军“刚需”，也就是替换大量性能落后、舰龄老迈的051、053等系列驱逐舰，属于“还旧账、补短板”式行为。经过5年的高速造舰，虽然我国驱逐舰已经发展到第四代（055型），但是海军却仍有多艘第一代舰艇在服役。我们认为，经历这5年的造舰高峰，现役舰艇仍难以满足未来我国海军建设要求。未来部分服役年龄在20年及以上的老旧舰艇都将被新型舰艇替换掉，换装又会带来新造舰艇的需求。

我们认为，未来几年我国海军装备建设投资有望保持高位，舰艇建造结构会发生较大变化，高价值量舰艇会越来越多。从舰艇建造数量来看，我们认为近两三年我国海军高速造舰时代或将告一段落。据维基百科数据，事实上2017年我国下水舰艇数量相比2012至2016年已经大幅下滑，我们认为主要原因是056轻型护卫舰建造数量下降幅度较大。但我国海军舰艇建造结构正逐步变化，从以前的低价值舰艇为主转向高价值舰艇为主，单舰价值量的提升能够弥补数量上的不足，总体来看我国海军装备建设投资仍将处于高位。此外，我们认为随着全电动力、燃气轮机、电磁弹射等诸多技术的日益成熟，未来有望在新型号舰艇中逐步得到应用。

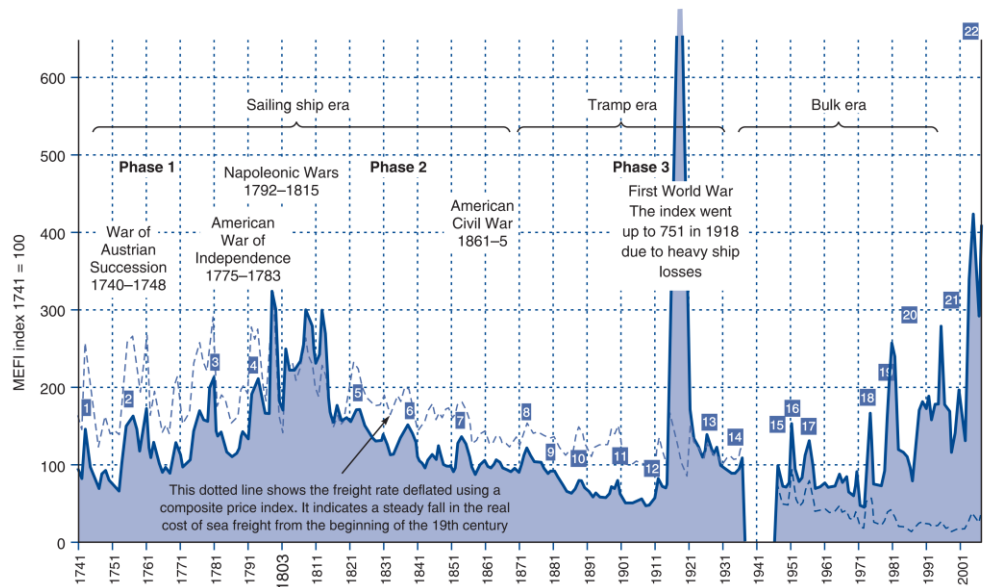
中国海军经过近十年的发展，装备实力大幅提升，但尽管如此，我国海军离现代化海军强国差距还很大。考虑到未来海军装备发展、航母编队建设，以及在役老旧舰艇替换的多重需求，我们认为，海军装备建设投资未来3-5年有望保持高位，将带动海军装备产业链上下游企业军船建造及配套业务的稳步成长。

民船产业：航运业底部企稳，造船业砥砺前行

航运业是典型的周期性行业

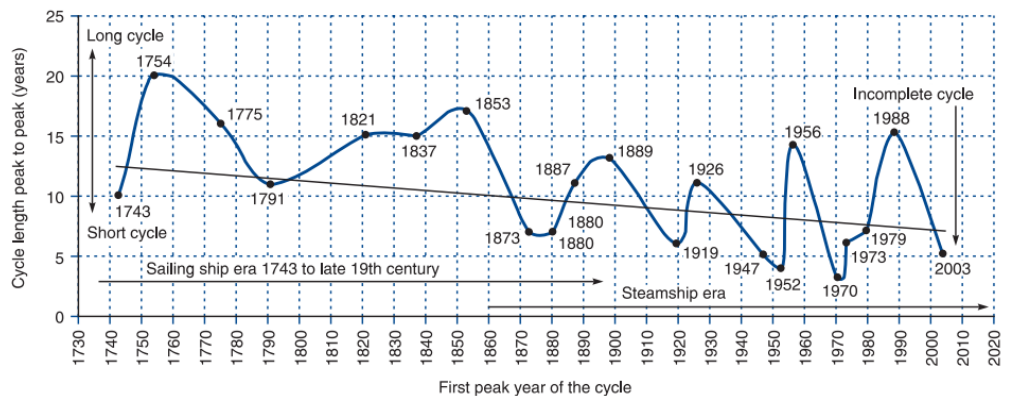
从历史来看，航运周期通常是5~15年。航运业发展初期并没有明显的周期性和波动性，18世纪开始，航运业随船舶数量增加、全球运力快速增长，船东话语权逐渐减弱，航运企业间竞争加剧，班轮公司形成不同的班轮公会，航运业逐渐形成明显的周期性。英国的Martin Stopford博士在《海洋经济学》一书中，回顾了全球干散货海运市场266年的历程（1741-2007年），并将全球海运发展划分为22个繁荣高峰期，在剔除了一些重大历史事件（如战争等）的影响，对这段时期每个航运周期的复苏、繁荣、衰退和萧条阶段进行整理和修正后得出：全球航运市场在260多年的发展历史中，经历了21个完整周期，22个繁荣高峰期，从完整周期的时间长度来看，大于20年的0次，16~20年的3次，5~15年的16次，3~4年的2次。因此，从总体上看，全球航运周期长度一般集中在5~15年。

图表7：Martin Stopford博士将1741-2007年全球海运发展划分为21个完整周期



资料来源：《Maritime Economics》，华泰证券研究所

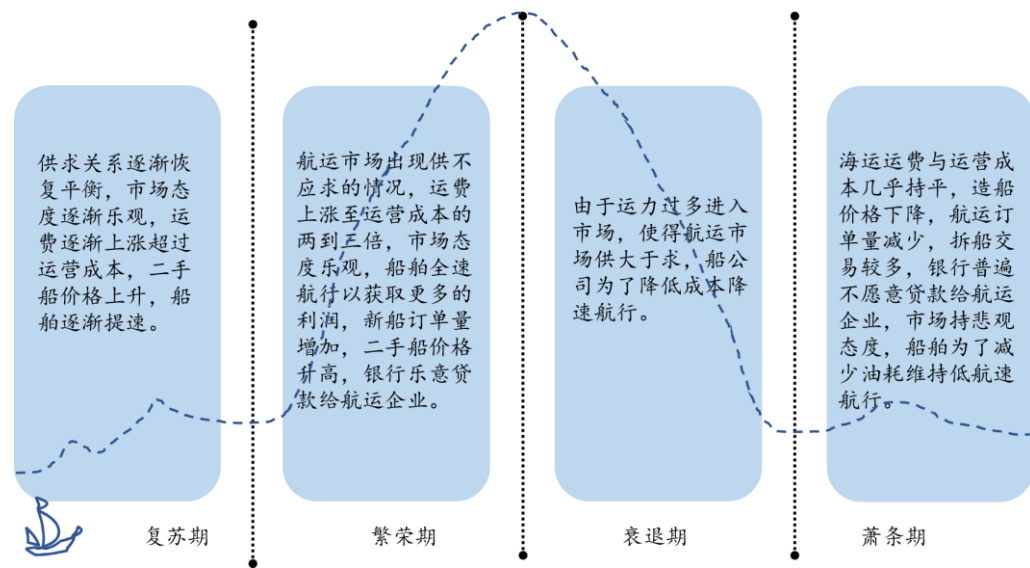
图表8：航运周期长度分布规律



资料来源：《Maritime Economics》，华泰证券研究所

每个航运周期都可以分为复苏、繁荣、衰退、萧条四个阶段。这四个时期串联起来即为一个完整的航运周期，在历史上除非受到战争等因素的影响，每个航运周期都会经历完整的四个时期，每个时期都有其各自的特点。

图表9：复苏、繁荣、衰退、萧条四个阶段的典型特征

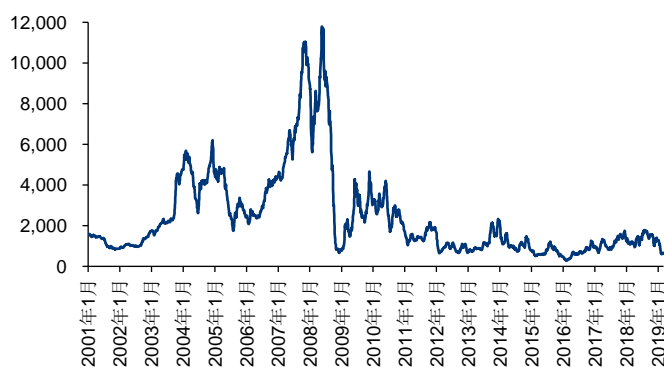


资料来源：航运周期规律与未来发展趋势，华泰证券研究所

航运市场底部企稳，供需有望逐步改善

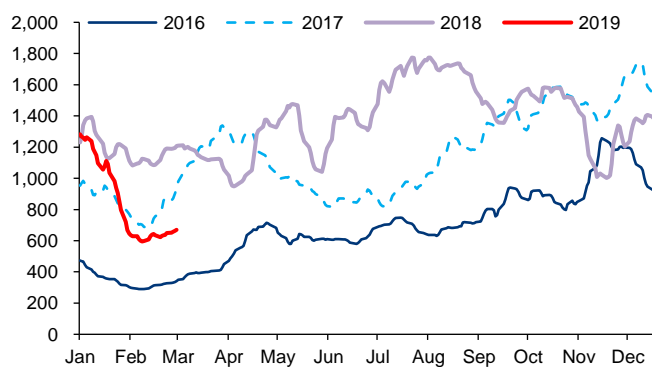
自2003年开始的本轮航运周期，在2008年达到周期波峰，之后开始步入衰退和萧条期。2008年5月，BDI指数达到本轮周期的最高点11793点，一方面受2008年金融危机影响航运需求大幅降低，另一方面航运高峰期累积了大量的运力，使得供给远远大于需求。这两方面的原因造成了航运市场的供求严重失衡，进入衰退阶段，BDI指数大幅下跌，到2016年2月触及本轮周期的最低点290点。此后，BDI指数开始逐步提升，但仍处于低位，航运业从2016年开始进入萧条阶段。受全球经济增长放缓、中美贸易摩擦、春节后传统航运淡季、巴西淡水河谷矿难等因素影响，2019年年初至今，BDI指数大幅下跌，区间最大跌幅达53.6%，目前BDI指数已经开始企稳。

图表10：2001年以来BDI指数走势图



资料来源：BalticSeaExchange，华泰证券研究所

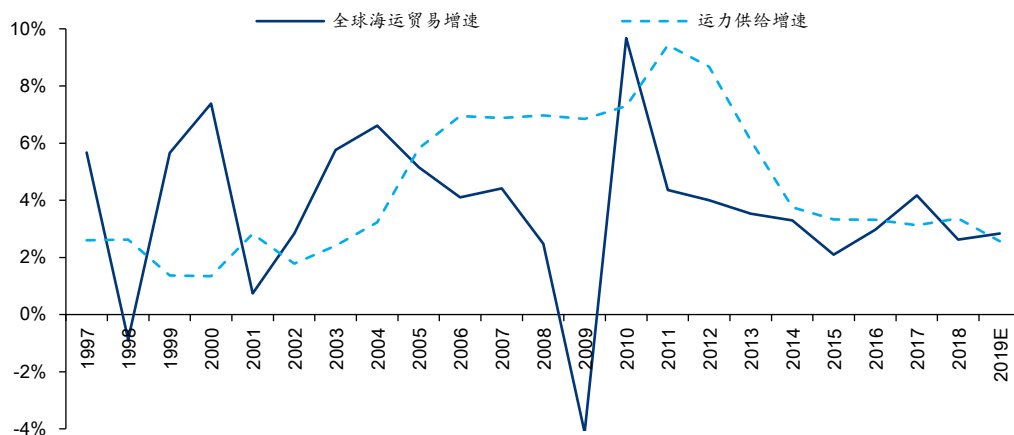
图表11：近年BDI指数走势对比图



资料来源：BalticSeaExchange，华泰证券研究所

据Clarksons数据，从2005年开始航运运力供给增速开始高于海运贸易需求增速，此后供需失衡现象逐渐加剧，2005年至2016年间，除了2010年之外其他年份的运力需求增长率曲线均处于运力供给增长率下方。2017年，全球海运需求延续了2016年的改善趋势，当年运力供给增速开始低于贸易需求增速。2018年，受全球经济增长放缓、中美贸易摩擦等因素影响，全球贸易增速有所下滑。据Clarksons预测，2019年全球海运贸易增速为2.84%，运力供给增速为2.57%，航运业供需状况未来有望逐步改善，但消化过剩运力仍需要时间。

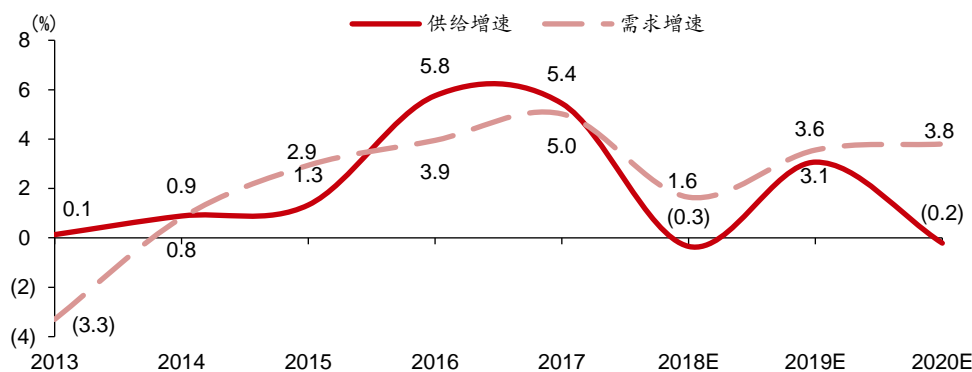
图表12: 全球海运贸易及船队运力供给增速



资料来源: Clarksons, 华泰证券研究所

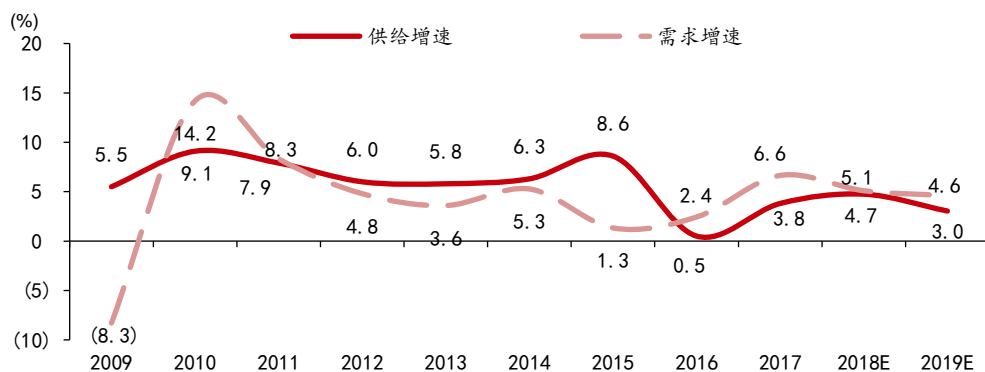
分船型来看,未来油船及集装箱船供需格局有望逐步改善,散货船供给增速依然高于需求增速。据华泰证券交通运输团队预计:2018年油运行业受益大量旧船拆解,行业供给增速将出现负增长至-0.3%,而2019年受新船交付影响,供给增速将出现明显上涨至3.1%,2020年大量老旧船舶将由于耗能高、经济性低,退出即期市场,市场有效运力将出现大幅下降,供给增速将出现负增长至-0.2%,2018-2020年需求增速分别为1.6%、3.6%、3.8%;集装箱运输行业在2018年度过了交船高峰期,自2019年起,运力供给增速将出现明显回落,预计2018-2019年供给增速分别为4.7%、3.0%,需求增速分别为5.1%、4.6%;干散运输市场运力增速放缓,预计2019年供给增速为2.79%,需求端受全球经济增速放缓影响,预计2019年干散运输市场需求增速为2.4%。

图表13: 油运行业供需增速



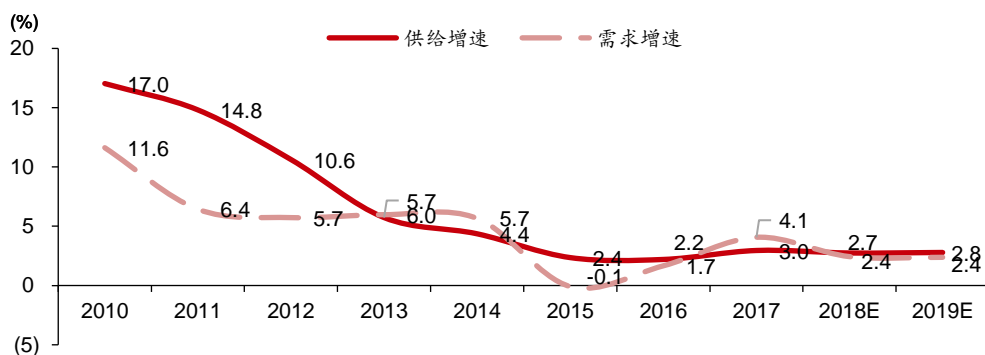
资料来源: Clarksons, 华泰证券研究所

图表14: 集装箱运输行业供需增速



资料来源: Alphaliner, 华泰证券研究所

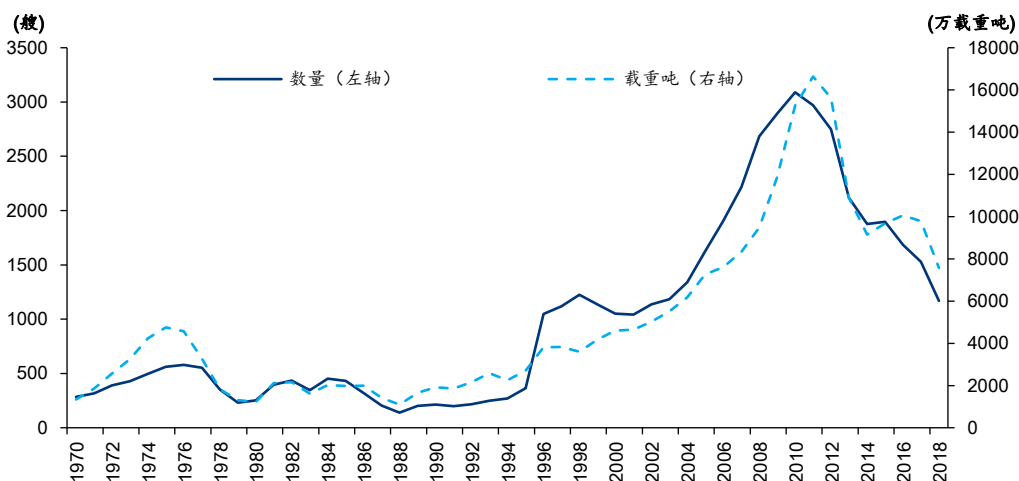
图表15: 干散航运行业供需增速



资料来源: Clarksons, 华泰证券研究所

环保要求有望催生新造船需求

图表16: 1970年至2018年新造船交付数量

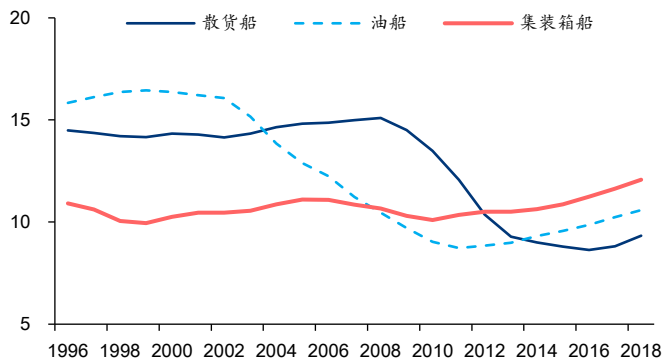


资料来源: Clarksons, 华泰证券研究所

船舶使用寿命较长, 导致新造船市场周期也较长。朱格拉周期是典型的8~10年的设备更替和资本投资驱动周期。造船市场的“朱格拉周期”可以定义为由于船龄老化带来的替代需求, 而使得船舶新造市场存在的周期性波动。由于船舶使用寿命普遍较长, 油散集等主力船型的使用寿命一般在22~30年之间, “船市朱格拉周期”也相对较长, 一般为25年左右。智能技术发展和能源革命有可能会缩短“船市朱格拉周期”。本轮周期新造船交付

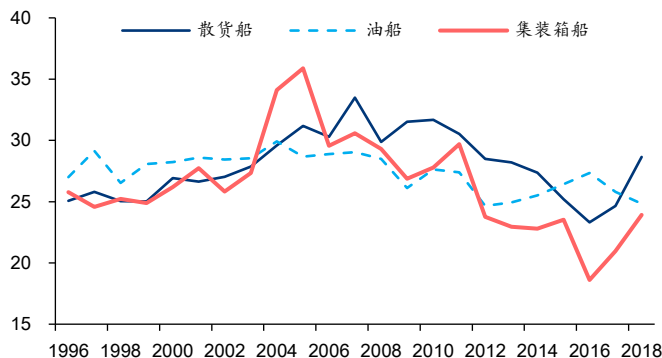
高峰是在 2010 年至 2012 年，目前三大主流船型平均船龄较低，未来随着这部分船队的老去，“船市朱格拉周期”下的繁荣阶段也注定会到来，但预计目前距离下一轮大规模造船高峰仍有较长时间。

图表17： 船队三大船型平均船龄变化趋势



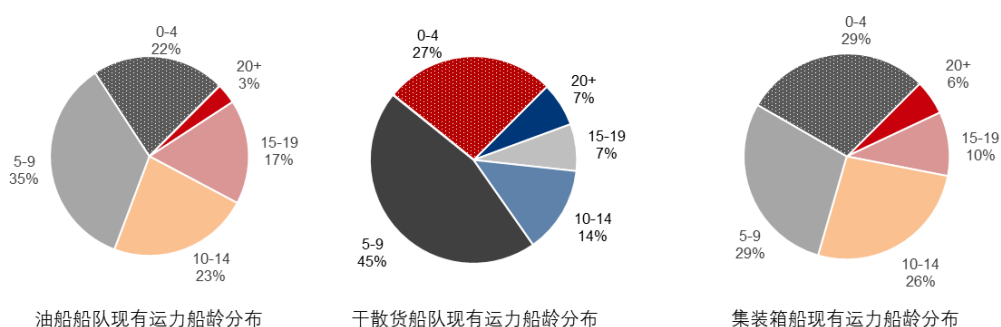
资料来源：Clarksons，华泰证券研究所

图表18： 船队三大船型平均拆解船龄变化趋势



资料来源：Clarksons，华泰证券研究所

图表19： 船队三大船型的船龄分布



资料来源：Clarksons，华泰证券研究所

国际压载水公约生效、全球硫化物排放要求升级、NO_x排放控制区扩容，以及温室气体排放也提上日程，日趋严格的环保要求将会导致船龄较大的船舶提前拆解，有望催生新造船需求。根据国际海事组织（IMO）海上环境保护委员会第 71 次会议的决定，2017 年 9 月 8 日及以后的新建船舶应自交船日期时符合 D-2 压载水处理排放标准，即在交船时应安装压载水管理系统（BWMS），而针对老旧船舶存在一定的缓冲期，2017 年 9 月 8 日以前建造的船舶需要在 2019 年 9 月 8 日及以后的首次国际防止燃油证书（IOPP）换证时符合 D-2 压载水处理排放标准。由于压载水管理系统价格昂贵，船东需要综合考虑船龄、航线、运费费率、造船价格和改装投入等因素，其中最重要的是船龄因素。

中短期来看，老旧船舶因环保带来的成本上升压力而拆解的概率变大，有望催生新造船需求。无论是压载水管理系统的安装、硫排放的限制、NO_x 排放控制区的扩容，还是温室气体排放控制，都将给船东带来成本的上升。一部分效率低、能耗高、船龄高的船舶大概率将被提前拆解，据 Clarksons 统计，目前全球船队总计有 19.45 亿 DWT，其中 15 年船龄以上的船舶总计 3.7 亿 DWT，预计这部分船队的存活概率将较环保规范未出台时有较大幅度的下降，从而带来部分替代更新需求。但考虑到目前各船型均存在不同程度的过剩状态，船舶替代需求将大概率低于船舶拆解量。同时，船舶的提前拆解也将带来 2024 年后拆解量的下降。

智能技术发展可能会缩短造船市场周期。麦肯锡于2017年发布咨询报告，设想未来50年集装箱船航运业务的前景，认为航运业受到数字技术、大数据、物联网的影响，自动化的5万TEU大船将主宰大海，完整的自动化运输链将贯穿物流运输的每个环节，由此带来的智能船舶需求、商业模式创新等可能会缩短船市的朱格拉周期。

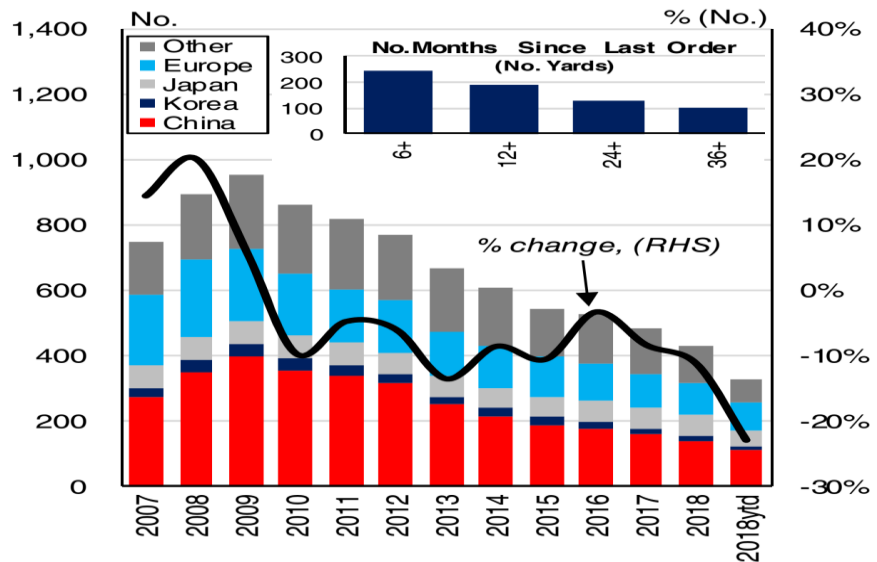
中美贸易摩擦会影响船东信心，导致船东在新造船方面持观望态度。我国是船舶出口大国，但出口至美国的比例非常低。此外，美国船东即便在我国订造新船，这些新船交付后大多也是在其他国家注册、挂方便旗，无需在美国缴纳关税（据克拉克森统计，目前美国运力仅占全球运力总量的3.6%，其中85%以上的船舶为外籍船）。因此，美国提升关税，预计对我国船舶制造行业的直接影响不大。但贸易摩擦对贸易商以及船东的信心方面可能会产生负面影响，使得船东在新造船方面持观望态度。

造船企业承压前行，头部船企竞争力加强

航运、造船双过剩决定着市场博弈的主基调，低迷的运价和年轻的船龄结构制约着新船订造的节奏，石油价格低位和海工市场危机，使得全球船舶工业进入了实质性调整阶段。造船企业经历的寒冬仍未结束，低迷的船价、趋高的成本、过剩的运力依旧弥漫在造船厂的周围，部分竞争力较弱的船厂将面临被迫退出市场。

全球活跃船厂数量大幅下降，比巅峰期减少63%。据Clarksons统计，2007年全球活跃船厂（手持订单中至少有1艘1000+GT船舶）数量共计860家，到2009年活跃船厂数量达到顶峰的934家，截至2018年12月，全球活跃船厂数量仅330家，根据Clarksons数据计算，2018年底全球活跃船厂数量比巅峰期减少了63%，与2018年初的428家相比也下降了23%，年内活跃船厂数量变化率为本轮周期最低点。

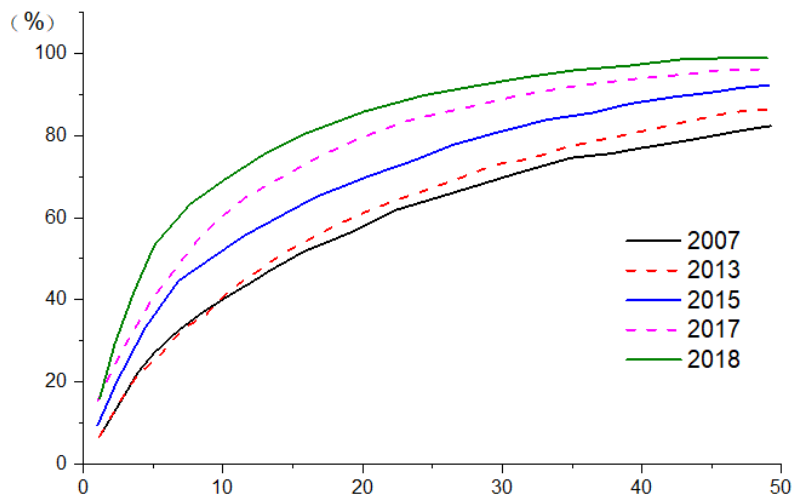
图表20：全球活跃船厂数量大幅下降



资料来源：Clarksons，华泰证券研究所

从新接订单数据看，造船产业集中度正在提升。据Clarksons统计，前50家造船厂的接单份额从2007年的82%上升到2018年上半年的99%，从前10家累计占比变化情况来看，造船集中度提升更加明显，从2007年的39%上升到2018年上半年的69%，整个产业的集中度正在上升。

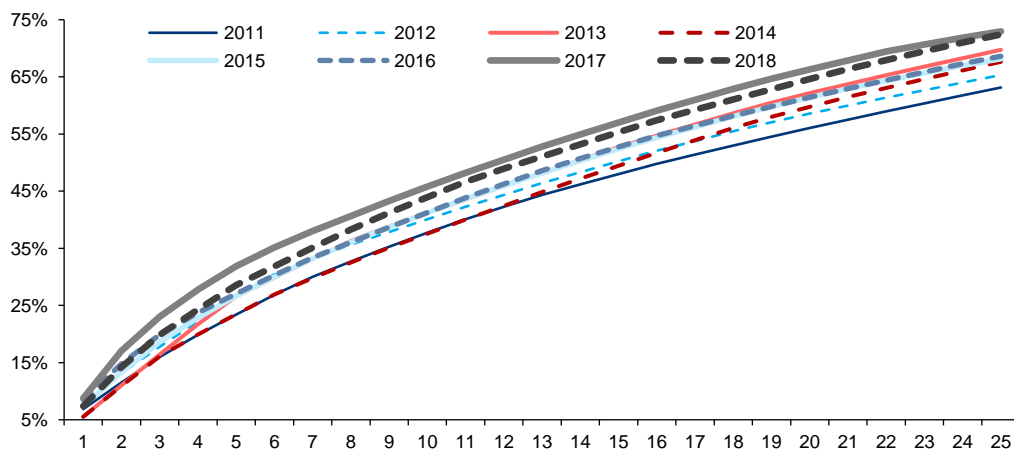
图表21: 全球新接订单前50家船厂累计占比



资料来源: Clarksons, 华泰证券研究所

船市下行, 叠加供给侧改革, 我国活跃船厂及船舶配套企业数量也在快速下滑, 集中度也在逐步提升。在国内造船业整体面临转型压力且行业低迷的背景下, 大型骨干船企在资金、技术及政策等各方面优势得以凸显, 船舶行业产业集中度进一步提高。据 Clarksons 统计, 我国活跃船厂数量也从 2009 年初的 391 家减少到 2018 年的 112 家, 同比下降 71%, 但我国减少的大部分是民营船厂, 国有控股的中船工业集团和中船重工集团以及其他国营活跃船厂数量从 2009 年的 52 个减少到 44 个, 活跃民营船厂的数量从 305 家大幅下降至 50 家; 国营船厂的订单份额从 2009 年的 31% 上升至 2017 年的 59%, 相比之下, 民营船厂的订单份额从 2009 年的 50% 下降到 2017 年的 31%。据中国船舶工业协会统计, 2013 年 1~11 月, 全国规模以上船舶工业企业共 1664 家; 到 2018 年上半年, 全国规模以上船舶工业企业 1210 家, 数量下滑 27%。通过比较前 10 大及前 20 大船厂的手持订单数据可以看出, 2011 年以来国内造船市场的集中度也在逐步提升, 据 Clarksons 统计, 2011 年我国前 10 及前 20 大船厂手持订单占比分别为 38% 和 56%, 2018 年我国前 10 及前 20 大船厂手持订单占比分别为 44% 和 65%。

图表22: 我国手持订单前25家船厂累计占比



资料来源: Clarksons, 华泰证券研究所

受交付船舶量下降的影响，造船产能利用情况仍处于较低水平。船舶制造市场需求不足和产能过剩的矛盾仍然存在，据中国船舶工业协会统计，2018年三季度中国造船产能利用监测指数（CCI）为601点，与2017年三季度654点相比，同比下降8.1%；与2018年二季度611点相比，环比下降1.6%，指数比年初有所回落，且仍处于偏冷区间。

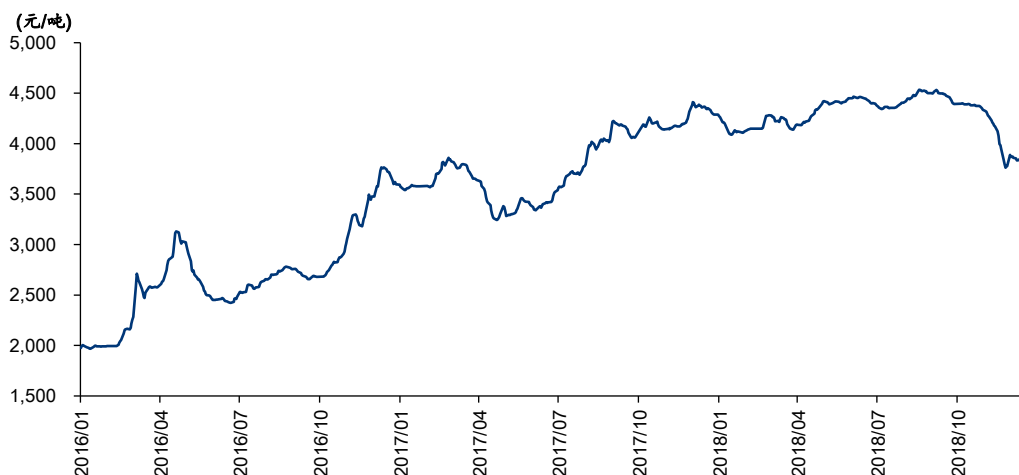
图表23：中国造船产能利用监测指数



资料来源：中国船舶工业协会，华泰证券研究所

2018年原材料成本的上升，加剧了行业盈利的下降，2019年受益于环保限产放松，船用钢材价格有望下降。据中国船舶工业协会统计，2018年6月20mm船板均价格达到4850元/吨，同比上涨超过30%，船用钢材的持续高涨给船舶企业生产经营造成压力。除此之外，劳动力、物流成本的刚性上涨给企业经营带来很大压力。据中国船舶工业协会统计，2018年上半年我国船舶制造企业利润总额同比下降67.8%，主营业务收入利润率仅为1.2%，同比下降3个百分点；1~11月，船舶行业80家重点监测企业实现主营业务收入2540亿元，同比下降6.6%，利润总额17.2亿元，同比下降25.2%。据华泰证券钢铁研究团队预测，2019年环保限产可能会相对放松，有望带动钢材价格中枢下移，进而降低船舶建造成本。

图表24：2016年初以来国内20mm钢板价格



资料来源：Wind，华泰证券研究所

韩国船企整合以提升竞争力，我国也有望推进船舶行业战略性重组

韩国现代重工拟收购大宇造船，未来收购完成后，手持订单将占全球总手持订单量的五分之一，将会给中、日船企带来较大压力。2019年1月30日，韩国现代重工宣布与大宇造船的最大股东韩国产业银行达成协议，现代重工通过有偿增资筹集约2.09万亿韩元（约合人民币126亿元），用于收购韩国产业银行持有的大宇造船55.7%的股份。2019年3月8日，现代重工与韩国产业银行签署了正式的收购协议，韩国产业银行将把其持有的大宇造船股份交给现代重工，并购买现代重工价值1.5万亿韩元（约合13.5亿美元）的股票，韩国产业银行还考虑向大宇造船提供1万亿韩元（约合8.99亿美元）的财政援助。如果交易最终得以完成，韩国造船业将从目前的三巨头模式转变为两巨头，即现代重工集团和三星重工，根据克拉克森的数据，截至2019年3月，现代重工在手订单量达266艘、1061万修正总吨（CGT），大宇造船在手订单量达87艘、585万CGT，合并以后按修正总吨计算，两家船厂合计手持订单量达1646万CGT，占全球总手持订单量的20.44%，合并后手持订单量远远高于手持订单量排名全球第二的今治造船（166艘、525万CGT）。此外，现代重工收购大宇造船大部分股权后，两家船企可以实现互补，整合技术资源，从而提高竞争实力，而且韩国船企在液化天然气船等高端船型市场的优势将更为突出，将会给中、日船企带来较大压力。

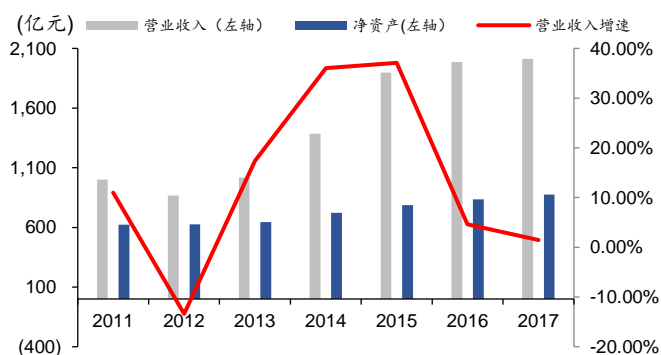
我国未来也有望推进船舶行业战略性重组。据新华社报道，2019年1月14至15日，中央企业、地方国资委负责人会议在京召开，称今年国企将多措并举落实“巩固、增强、提升、畅通”八字方针，推动改革迈向“新境界”，以推进资源整合、减少同质化竞争为例，国资委将积极稳妥推进装备制造、船舶、化工等领域企业战略性重组，并持续推动电力、有色金属、钢铁、海工装备、环保、免税品等领域专业化整合。

南北船集团是军船主要制造商，也是民船制造领先企业

中国船舶工业集团

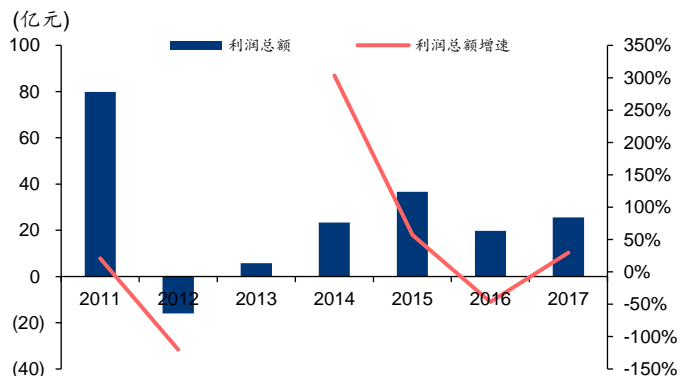
中国船舶工业集团（CSSC，俗称“南船集团”）系经国务院批准，由中国船舶工业总公司进行分立重组，于1999年7月1日设立。在军船建造方面，公司是主要的海军舰艇建造商之一。在民船建造领域，公司产品涵盖散货船、油船、集装箱船等主要船型和液化天然气船（LNG船）、海洋工程装备等高技术、高附加值产品。据Clarksons统计，截至2019年3月，CSSC手持民船订单达到581.6万CGT、1851.7万DWT，以CGT计占国内手持订单份额达23.63%。中国船舶工业集团下属主要造船厂包括江南造船（集团）有限责任公司、上海外高桥造船有限公司、沪东中华造船（集团）有限公司、中船黄埔文冲船舶有限公司、中船澄西船舶修造有限公司，其中江南造船厂以及沪东中华造船厂目前均在上市公司体外。

图表25：中船工业集团营收及净资产情况



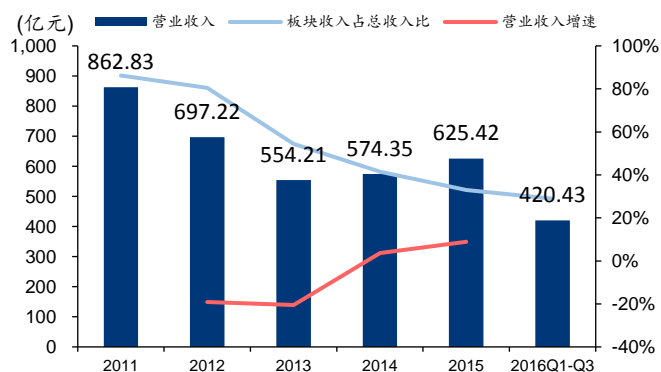
资料来源：中船工业集团公司，华泰证券研究所

图表26：中船工业集团利润总额及增速情况



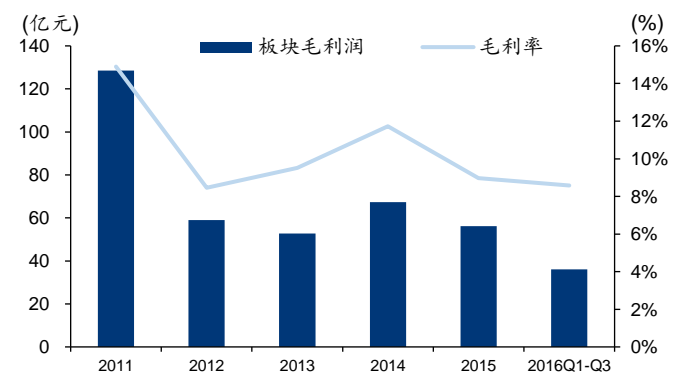
资料来源：中船工业集团公司，华泰证券研究所

图表27：中船工业集团船舶修造板块营收及增速情况



资料来源：中船工业集团公司，华泰证券研究所

图表28：中船工业集团船舶修造板块毛利润及毛利率变化



资料来源：中船工业集团公司，华泰证券研究所

江南造船

江南造船集团有限责任公司前身是1865年清朝创办的江南机器制造总局，是我国历史最悠久的军工造船企业。江南造船创造了中国的第一艘潜艇、第一艘护卫舰、第一艘自行研制的国产万吨轮、第一代航天测量船等，其建造的各类先进海军舰艇和航天测量船，为我国海军走向深蓝和航天测量事业蓬勃发展做出了杰出贡献。2017年6月28日，江南造船承建的我国新型万吨级驱逐舰顺利下水。

图表29：江南船厂承建了055驱逐舰首舰



资料来源：中国军网，华泰证券研究所

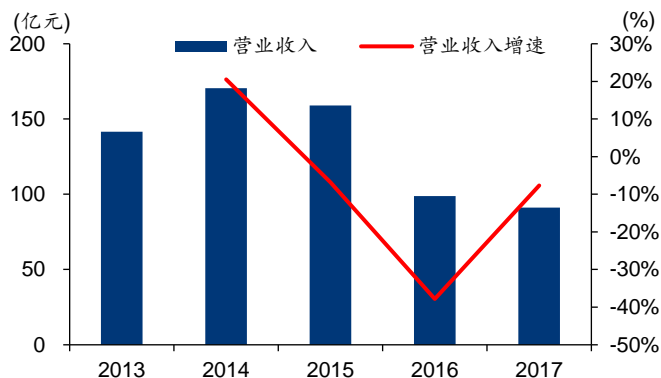
沪东中华

沪东中华造船（集团）有限公司是生产建造军用船舶、民用船舶、大型钢结构的综合型企业集团。据公司官网，该公司具有 70 多年的造船历史和丰富的造船经验，为国内外船东建造过各类大中型集装箱船、LNG 船、LPG 船、化学品船、滚装船、浮式储油轮、成品油轮、原油轮、散货轮、客船、特种工作船、军舰和军辅船等共计 3000 多艘。

外高桥造船

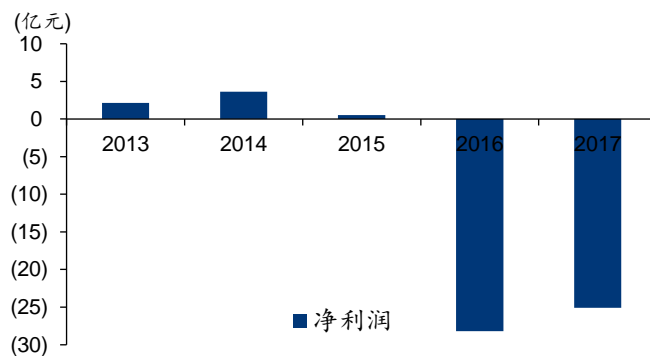
上海外高桥造船有限公司成立于 1999 年，是国内民船制造领先企业，造船总量连续多年位居国内造船企业首位，产品线丰富，涵盖了散货船、油船、集装箱船三大主力船型，技术力量雄厚，造船产品技术含量高。

图表30：上海外高桥营业收入及其增速情况



资料来源：中船工业集团，华泰证券研究所

图表31：上海外高桥净利润情况



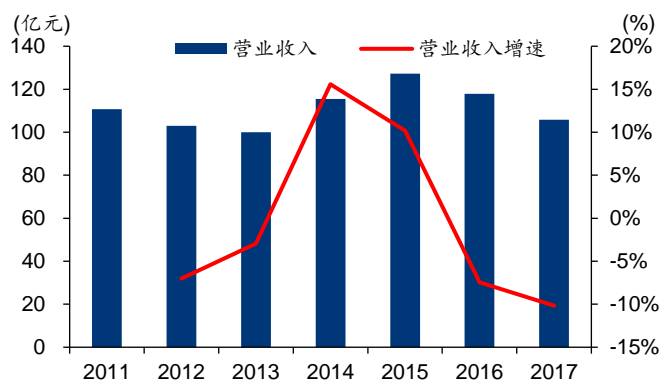
资料来源：中船工业集团，华泰证券研究所

黄埔文冲

中船黄埔文冲船舶有限公司是中国船舶工业集团公司属下大型造船企业，由原广州中船黄埔造船有限公司和广州文冲船厂有限责任公司组成，是华南地区军用舰船、特种工程船和海洋工程的主要建造基地，也是目前中国疏浚工程船和支线集装箱船最大最强生产基地。在军船领域，公司为海军生产了多艘高速护卫艇、反潜护卫艇、常规动力潜艇、新型导弹快艇以及多种型号的导弹护卫舰；在公务船领域，公司为海关总署、国家海洋局、海事局、交通运输部救助打捞局、国家海警局、公安边防、渔政等政府部门建造了多种型号的海洋缉私船、海巡船、海监船、救助船、巡逻船、渔政船等产品；在民船领域，公司建造了 5900

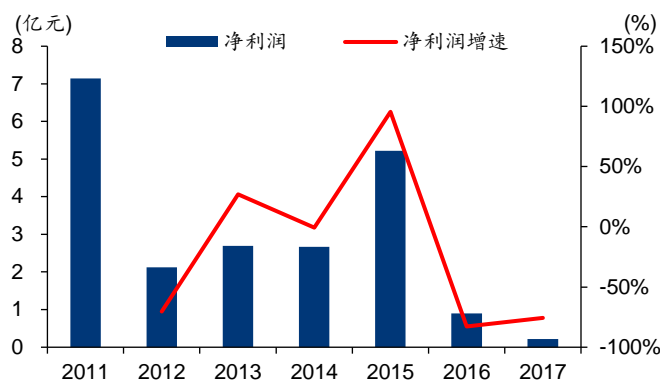
吨沥青船、32000吨运木船、33000吨散货船、27000吨多用途船、47700吨散货船、57000吨散货船、65000吨散货船、76000吨散货船等大型商货船以及1700TEU、2200TEU、2500TEU、2800TEU、3400TEU等多种规格的集装箱船。

图表32: 中船黄埔文冲营业收入及其增速情况



资料来源: 中船工业集团, 华泰证券研究所

图表33: 中船黄埔文冲净利润及其增速情况

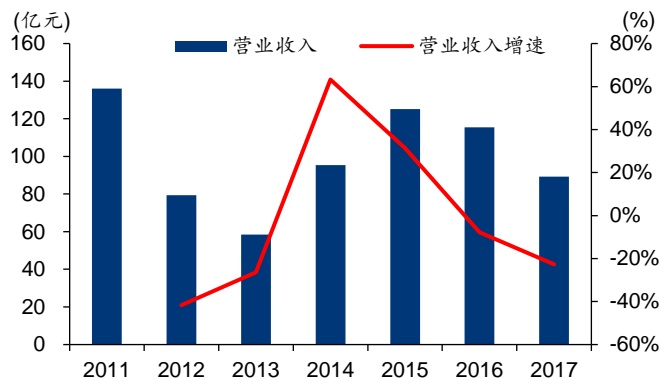


资料来源: 中船工业集团, 华泰证券研究所

广船国际

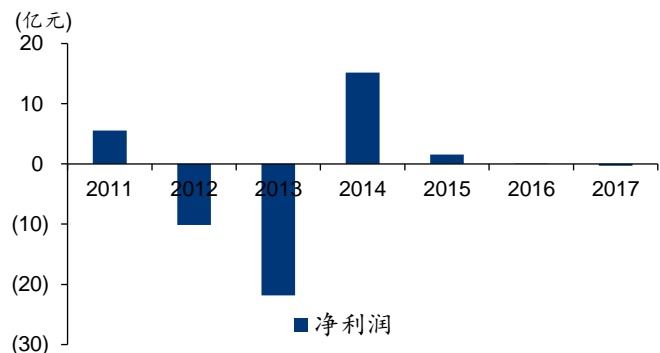
广州广船国际股份有限公司成立于1993年, 同年在香港和上海上市, 是中国第一家造船上市公司。2014年收购广州中船龙穴造船有限公司。2015年5月, 公司更名为广船国际有限公司。广船国际是华南地区最大最强的军辅船生产和保障基地, 可设计符合世界各主要船级社规范要求的40万载重吨以下的各类船舶, 在MR、AFRA、VLCC、VLOC型船舶, 以及半潜船, 客滚船、极地运输船等高技术、高附加值船舶和军辅船、特种船等船型方面掌握核心技术。

图表34: 广船国际营业收入及其增速情况



资料来源: 中船工业集团, 华泰证券研究所

图表35: 广船国际净利润情况

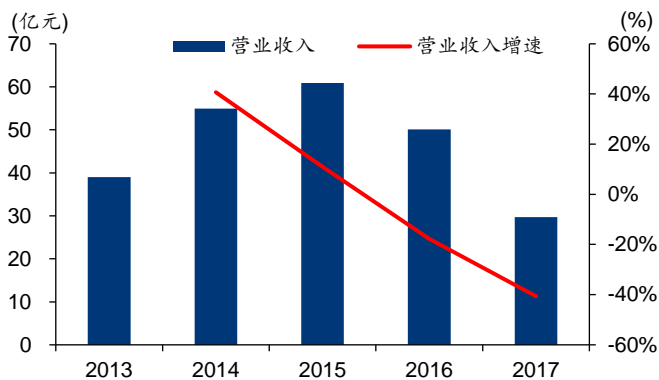


资料来源: 中船工业集团, 华泰证券研究所

中船澄西

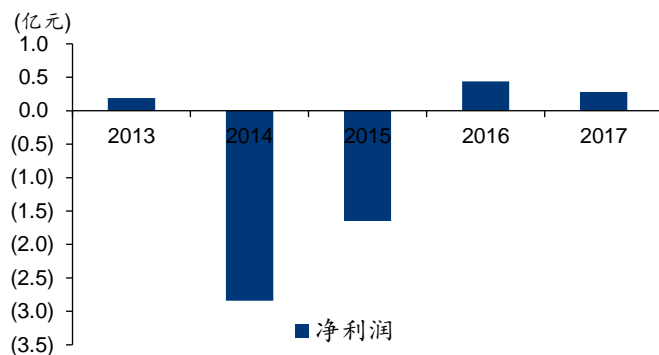
中船澄西船舶修造有限公司始建于1973年, 主要从事船舶及海洋工程修理、建造及大型钢结构件制造, 具备年修理、改装30万吨级及以下各类船舶250艘, 建造巴拿马型以下各类船舶30艘, 生产钢结构件12万吨, 制造风力发电塔1000套的能力。

图表36: 中船澄西营业收入及其增速情况



资料来源: 中船工业集团, 华泰证券研究所

图表37: 中船澄西净利润情况

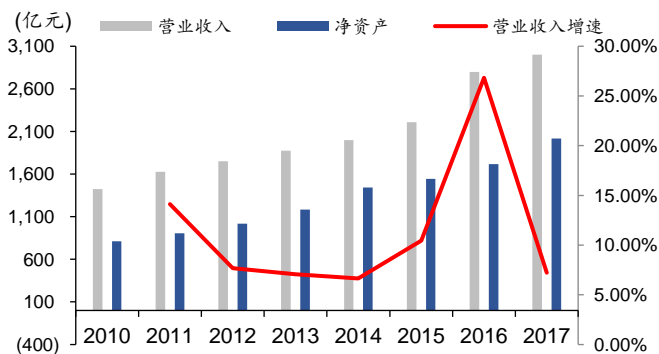


资料来源: 中船工业集团, 华泰证券研究所

中国船舶重工集团

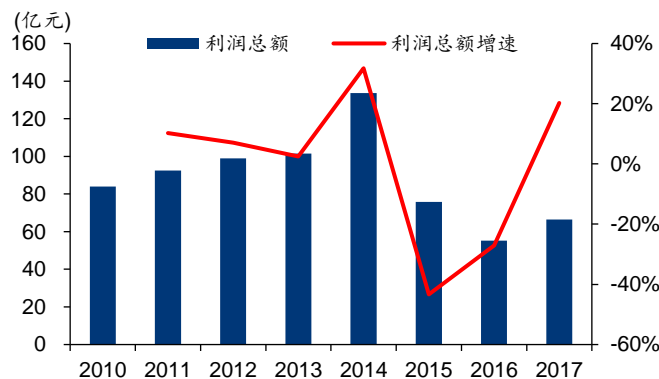
中国船舶重工集团 (CSIC, 俗称“北船集团”) 成立于 1999 年 7 月 1 日, 是在原中国船舶工业总公司所属部分企事业单位基础上组建的特大型国有企业, 中船重工集团是我国海军装备科研生产的主体力量, 承担着航母、核潜艇、常规潜艇、水面舰艇、水中兵器等海军武器装备科研、设计、生产、试验、保障任务。在民船领域也是位处行业前列的民船制造领先企业, 能够按照世界知名船级社的规范和各种国际公约, 设计、建造和坞修各种油船、化学品船、散货船、集装箱船、滚装船、LPG 船、LNG 船、工程船舶及海洋工程装备等。据 Clarksons 统计, 截至 2019 年 3 月, CSIC 手持民船订单达到 301.2 万 CGT、1500.4 万 DWT, 以 CGT 计占国内手持订单份额达 10.2%。中国船舶重工下属主要造船厂包括大船重工、渤船重工、武船重工、北船重工、山船重工。

图表38: 中船重工集团营收及净资产情况



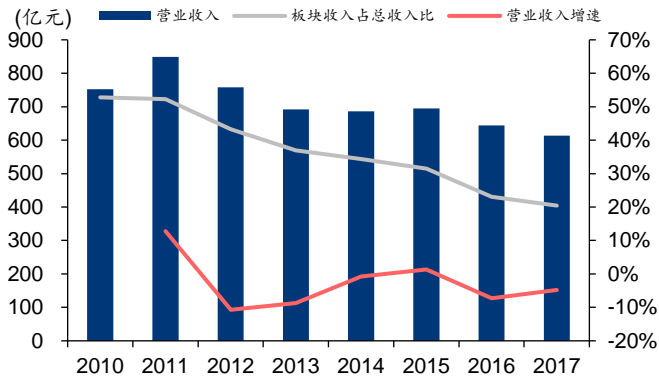
资料来源: 中船重工集团, 华泰证券研究所

图表39: 中船重工集团利润总额及增速情况



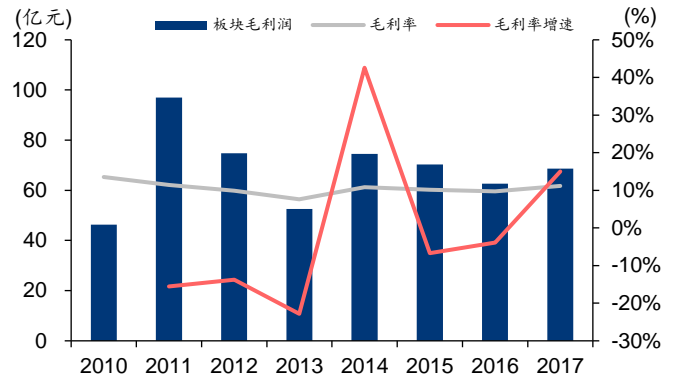
资料来源: 中船重工集团, 华泰证券研究所

图表40: 中船重工集团船舶修造板块营收及增速情况



资料来源: 中船重工集团, 华泰证券研究所

图表41: 中船重工集团船舶修造板块毛利润、毛利率及毛利率增速



资料来源: 中船重工集团, 华泰证券研究所

图表42: 中船重工集团主要军船产品



资料来源: 中船重工集团, 华泰证券研究所

图表43: 中船重工集团主要民船产品

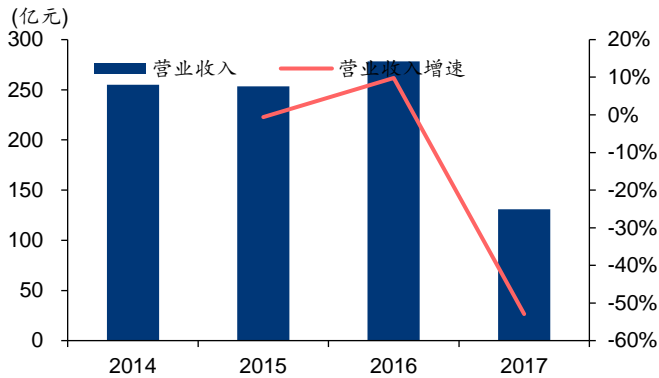


资料来源: 中船重工集团, 华泰证券研究所

大船重工

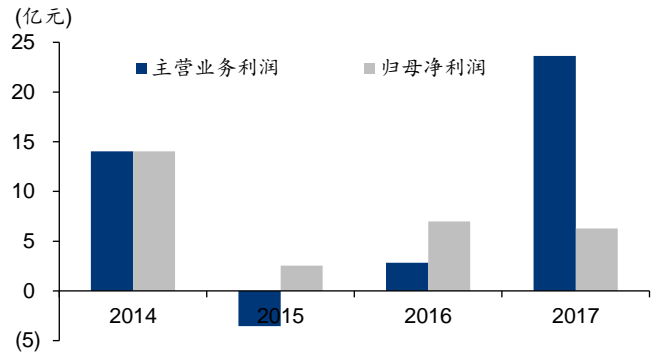
大连船舶重工集团有限公司是中国为海军建造舰船最多的船厂，成功建造交付了我国第一艘航空母舰“辽宁舰”，据公司官网，公司目前承担着多型重大的军工项目建造任务，是目前中国海军最重要的合作方和舰船建造基地。在民船领域，大船集团民用船舶建造实力雄厚，可以承担超大型散货船、三十万吨级超大型油轮、万箱级以上集装箱船、大型LNG船、高科技远洋渔船等各吨级、各种类船舶的设计建造任务。

图表44：大船重工营业收入及其增速情况



资料来源：中船重工集团，华泰证券研究所

图表45：大船重工主营业务利润及归母净利润



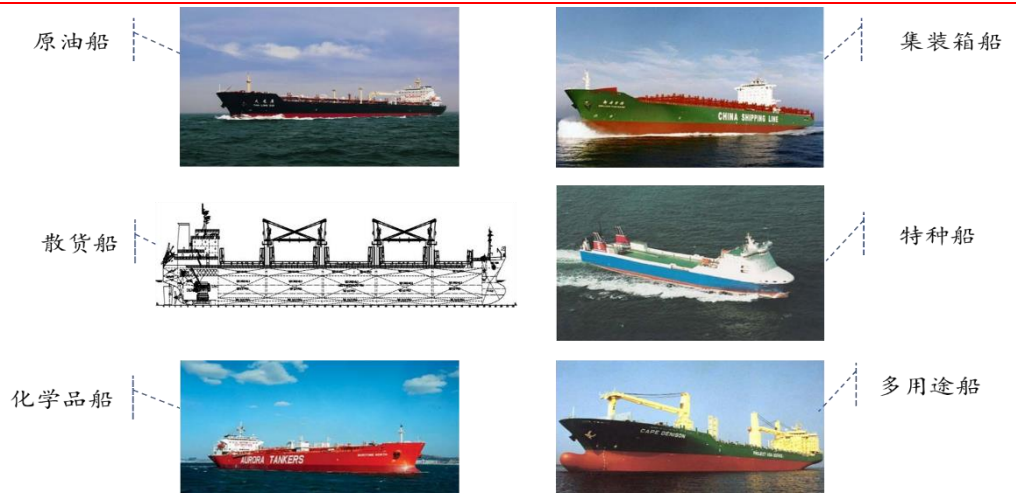
资料来源：中船重工集团，华泰证券研究所

图表46：大船重工主要军船产品示例



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

图表47：大船重工主要民船产品示例

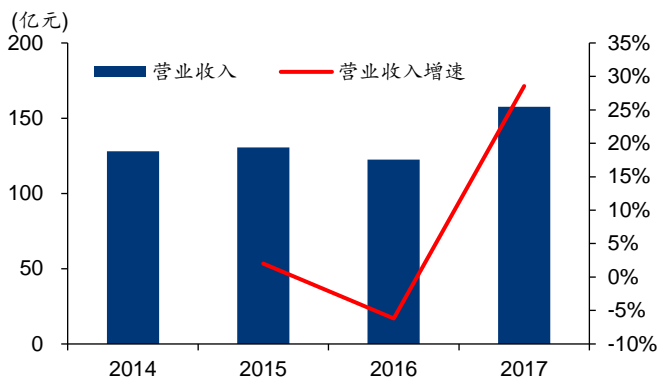


资料来源：公司官网，华泰证券研究所

武船重工

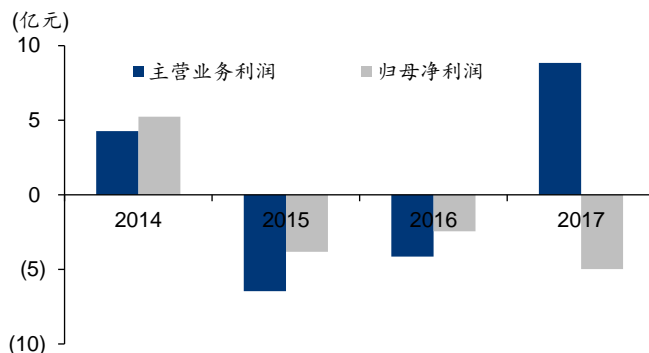
武昌船舶重工集团有限公司始建于1934年,经过多年发展形成了武汉武昌、青岛海西湾、武汉双柳三大生产基地和军工、军贸、海工和大型船舶、中小型船舶、桥梁装备、建筑钢结构、能源装备、特种成套设备、物资贸易和物流服务九大产品板块协调发展的格局。在军船领域,武船重工是我国现代化的水下、水面舰艇制造基地。在民船领域,公司是我国最主要的公务船、工程船建造基地,具备30万吨级船舶设计建造能力,相继建造了各类公务船、工程船、运输船、海工船、散货船、客滚船和运输船。

图表48: 武船重工营业收入及其增速情况



资料来源: 中船重工集团, 华泰证券研究所

图表49: 武船重工主营业务利润及归母净利润情况



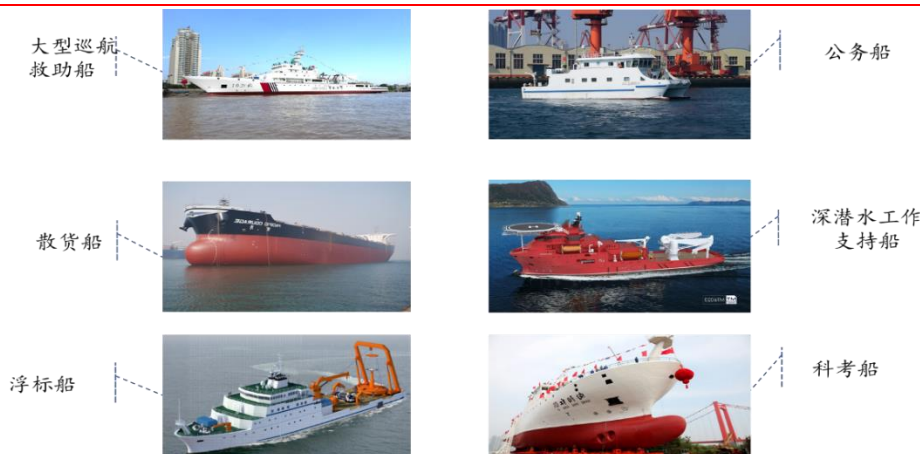
资料来源: 中船重工集团, 华泰证券研究所

图表50: 武船重工主要军船产品示例



资料来源: 公司官网, 华泰证券研究所

图表51: 武船重工主要民船产品



资料来源: 公司官网, 华泰证券研究所

渤海重工

渤海船舶重工有限责任公司前身为辽宁渤海造船厂，是我国集造船、修船、钢结构加工、冶金设备和大型水电设备制造为一体的大型现代化企业，经过多年的发展目前已成为能建造 VLCC、LPG 等大型化、高技术含量船舶的国内造船骨干企业。

北船重工

青岛北海船舶重工有限责任公司，主要经营船舶建造、船舶修理与改装、海洋工程修造、大型钢结构件及各种非船产品、玻璃钢艇、铝合金艇及艇机艇架设计与制造、游艇建造。公司从建造 5 千吨以下的船舶，到批量建造 18 万吨船舶；从坞修 3 万吨以下船舶，到坞修、改装 30 万吨级船舶；“10 万吨级海上浮式生产储卸油轮”、“亚洲最大的 3 万吨导管架下水驳”、国内最大的座底式钻井平台、代表当今国际先进水平的 58 英尺铝合金豪华游艇从这里建造出厂；作为世界三大救生艇企业之一，玻璃钢救生艇和艇机艇架生产研发在国内遥遥领先。

图表52：北船重工修造船业务产品



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

山船重工

图表53：山船重工修造船业务



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

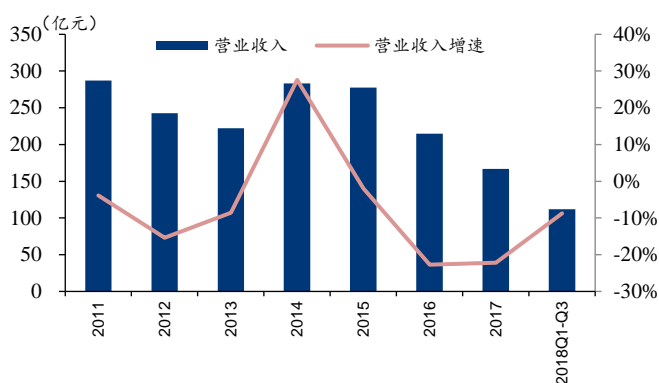
山海关船舶重工有限责任公司前身为山海关船厂，1972年开始兴建，1986年正式投产，2007年转股改制。公司主要经营船舶修理、制造、改装、拆解，海洋工程建造、维修，港口机械及钢结构制造，船舶备件供应，热浸镀锌，工程项目建筑施工，码头装卸及仓储等。公司能对VLCC等油轮、钻（修）井平台、散装船、杂货船、滚装船、集装箱船、冷藏船、矿砂船、起重船、救捞船、供给船、港作船、化学品船、特种运输船等各类船舶和海洋工程产品进行改装和专业修理。

船舶制造产业链主要上市公司

*ST 船舶 (600150.SH)

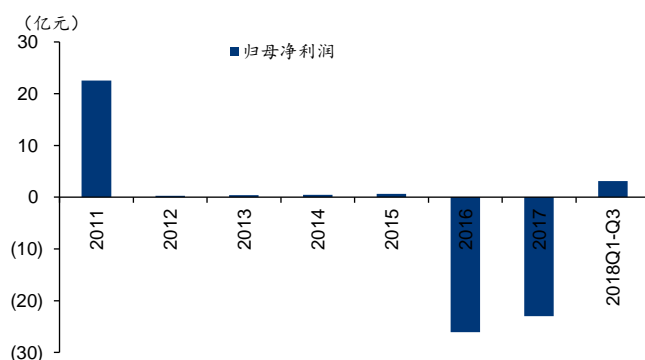
民船制造行业龙头，2018年归母净利润扭亏为盈。*ST 船舶是中国船舶工业集团旗下上市公司，产业链齐全，竞争优势明显，是民船制造行业龙头。受海工业务影响，公司2016-2017年连续两年大幅亏损。公司目前已经剥离了海工业务，转让了亏损的长兴重工股权，剩下的造修船及动力等业务能对业绩形成正向贡献，此外公司还实施了债转股来降低资产负债率。2019年1月，公司发布2018年年度业绩预盈公告，预计公司2018年实现归属于上市公司股东的净利润4.35亿元到5.25亿元，预计归属于上市公司股东扣除非经常性损益后的净利润-4.01亿元到-3.11亿元。我们认为，*ST 船舶作为行业龙头，能够借助自身技术及资本等优势度过行业低谷期，未来一旦行业复苏，有望率先受益。

图表54: 2011-2018Q1-Q3*ST 船舶营收及其增速



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

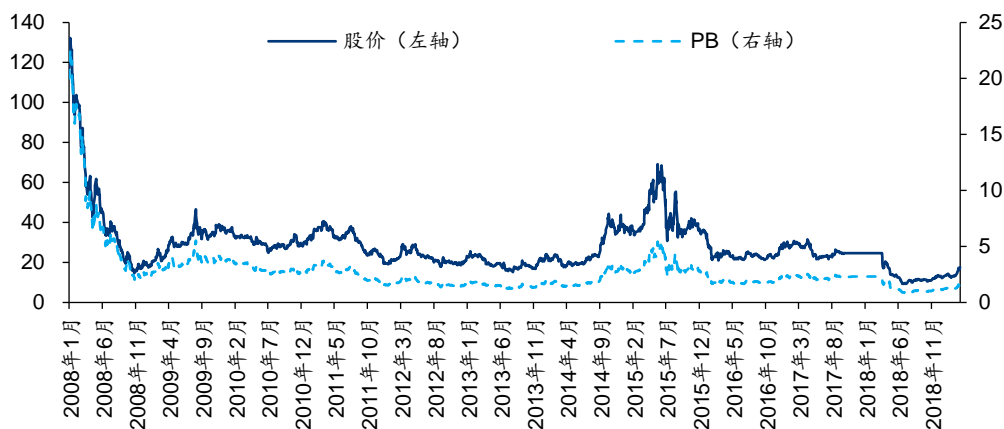
图表55: 2011-2018Q1-Q3*ST 船舶归母净利润



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

目前公司 PB (MRQ) 估值 1.66, 处于近十年历史估值底部。从历史 PB 水平来看, 2008年以来中国船舶最高 PB 值 22.59 (2008年1月7日), 最低 PB 值 0.87 (2018年7月5日), 历史平均 PB 值 2.78, 截至 2019年3月15日, 中国船舶 PB (MRQ) 估值 1.66, 公司当前 PB 估值处于近十年历史底部区域。

图表56: *ST 船舶 2008年以来的股价和 PB 变化

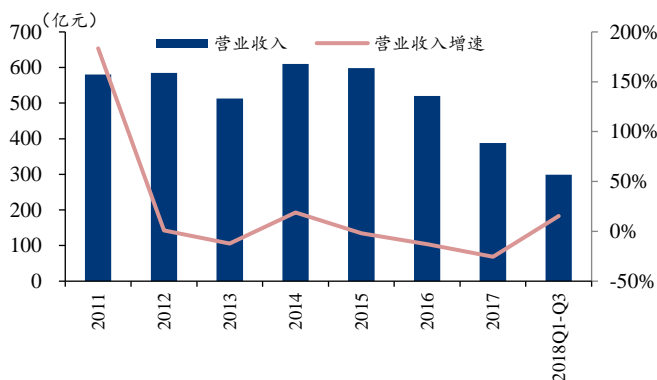


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

中国重工 (601989.SH)

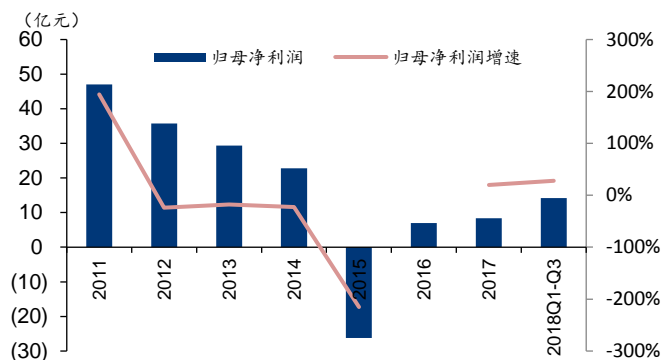
中国重工是全产业链的舰船研发设计制造上市公司，主要业务涵盖军工军贸、船舶制造及修理改装、舰船装备、海洋经济、能源交通装备及科技产业等五大业务板块。作为海军装备的主要供应商，公司军品业务领域主要包括：航空母舰、核动力潜艇（分包）、常规动力潜艇、大中型水面战斗舰艇、大型两栖攻击舰、军辅船等。公司民品业务领域主要包括：散货船、集装箱船、油船、气船、海工船、海洋工程装备、科考船及其他装备等。

图表57： 2011-2018Q1-Q3 中国重工营业收入及增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表58： 2011-2018Q1-Q3 中国重工归母净利润及增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

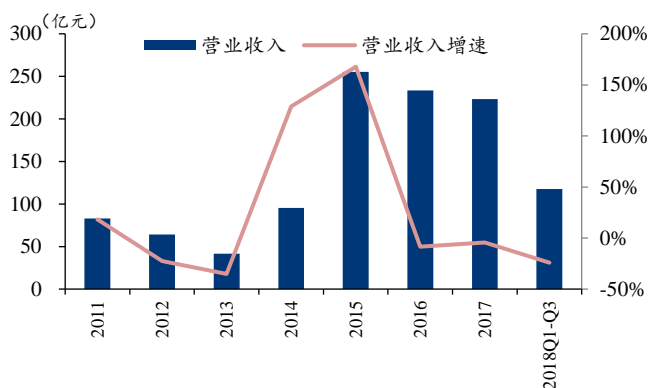
债转股降低资产负债率，减轻财务负担。为了解决负债率较高的问题，2018年中国重工完成了市场化债转股，通过“收购债权转为股权”和“现金增资偿还债务”相结合的方式向子公司大船重工和武船重工增资近220亿元，增资实施前，大船重工和武船重工的资产负债率分别达79.04%、82.16%，增资完成后两家子公司资产负债率均降低了约10个百分点，大幅降低了公司有息负债规模。据公司2018年三季报，2018年前三季度，公司财务费用为-4.08亿元，与2017年同期相比，财务净收益增加3.72亿元。

剥离海工资产，进一步减少亏损源。为避免海工业务持续低迷对公司整体效益的负面影响，2018年12月，中国重工发布公告称，拟向控股股东中船重工集团以零对价转让中国重工下属涉及海工业务的子公司山造重工53.01%股权和青岛武船67%股权。2016年、2017年、2018年1-10月，山造重工和青岛武船合计净利润分别为-8.78亿元、-9.20亿元、-8.19亿元。此次交易后，山造重工和青岛武船将不再纳入全资子公司大船重工和武船重工的合并报表，有利于改善大船重工及武船重工的资金状况，减少其财务负担，进一步为上市公司减轻负担。

中船防务 (600685.SH)

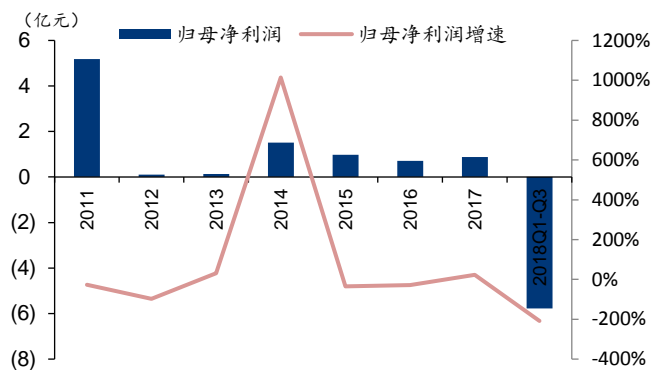
中船海洋与防务装备股份有限公司前身是广州广船国际股份有限公司，于1993年在上海和香港上市，是中国第一家A+H股上市造船企业。公司分别于2014年、2015年收购了中船龙穴造船有限公司、中船黄埔文冲船舶有限公司，完成了对中船集团在华南地区优质造船资产的整合，成为集海洋防务装备、海洋运输装备、海洋开发装备和海洋科考装备四大海洋装备于一体的大型综合性海洋与防务装备企业集团。公司拥有广船国际、黄埔文冲两家主要子公司，业务涵盖防务装备、船舶修造、海洋工程、非船业务四大板块，主要产品包括军用舰船、特种辅船、公务船、油船、支线集装箱船、客滚船、半潜船、极地模块运输船、海洋平台等船舶海工产品以及钢结构、成套机电设备等非船产品。

图表59：2011-2018Q1-Q3 中船防务营业收入及增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表60：2011-2018Q1-Q3 中船防务归母净利润及增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

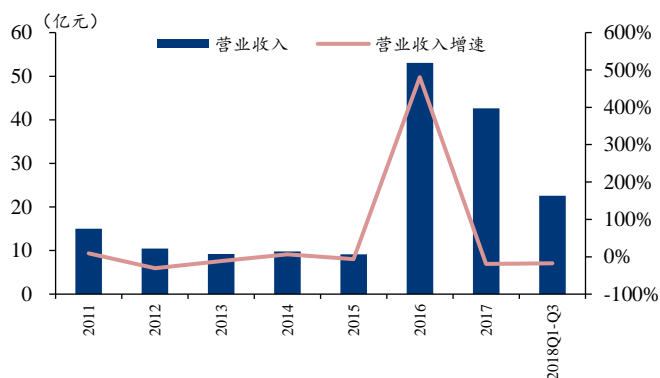
受厂区搬迁、订单承接推迟、成本上涨、计提减值等因素影响，公司2018年出现较大亏损。据公司公告，2018年公司部分船舶订单承接较预期推迟，且控股子公司广船国际有限公司厂区搬迁对造船生产产生较大不利影响，生产不均衡及进度拖期，导致2018年实现收入减少，船舶产品成本上涨，综合毛利大幅下降；同时，根据收入与成本预估，公司对部分产品计提了减值准备，资产减值损失同比大幅增加。公司发布的业绩预告预计2018年度实现归属于上市公司股东的净利润-16.5亿元到-19.7亿元；归属于上市公司股东扣除非经常性损益后的净利润-15.8亿元到-19亿元。

实施债转股，降低了公司资产负债率，减少了财务负担。2018年，公司通过实施市场化债转股和现金增资，为子公司广船国际和黄埔文冲合计增资48亿元。据公司公告，增资前上市公司资产负债率为73.77%，增资后资产负债率为62.99%，降低10.78个百分点，预计每年可以减少1.59亿元财务费用。

中船科技 (60072.SH)

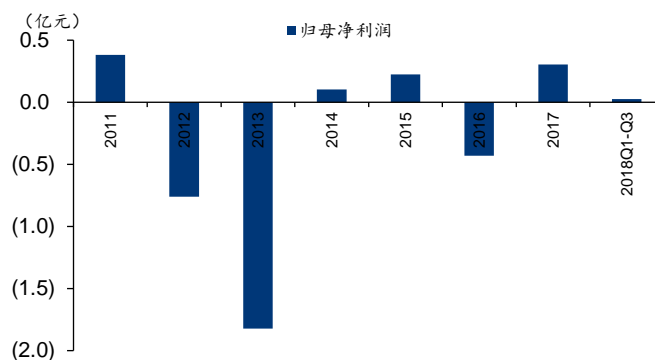
中船科技是中国船舶工业集团公司旗下三大上市公司平台之一。2016年，公司向中船集团发行股份购买中船集团持有的中船九院100%股权，向常熟聚沙发行股份购买常熟聚沙持有的常熟梅李20%股权。2017年公司名称由“中船钢构工程股份有限公司”变更为“中船科技股份有限公司”。

图表61: 2011-2018Q1-Q3 中船科技营业收入及增速



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表62: 2011-2018Q1-Q3 中船科技归母净利润



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

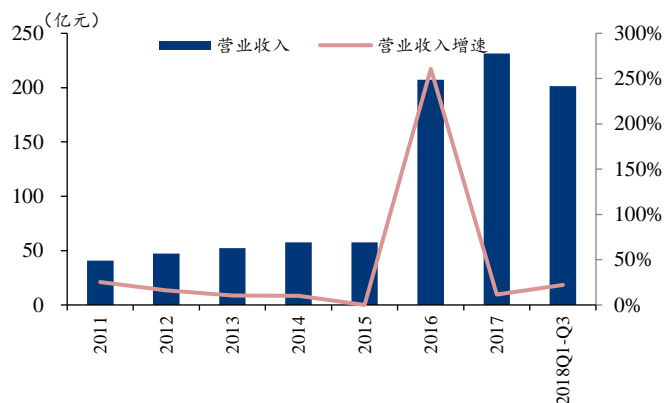
中船工业集团高科技及新产业上市平台，中船工业集团旗下仍有大量科技及新产业相关资产在上市公司体外。2018年4月，公司发布公告称，公司将着力布局舰船海洋工程装备、军用高科技装备产业，目标是到2025年，全面建设成为中船工业集团高科技、新产业的多元化平台型管理公司，形成具有多个一定规模产业的管控平台。

中船工业集团计划将旗下两家公司注入上市公司，目前各项工作正在推进中。2019年3月6日，公司发布公告称，控股股东中国船舶工业集团目前正在筹划与公司相关的重大事项，该事项涉及发行股份及支付现金购买海鹰集团100%股权、中诚装备80%股权并募集配套资金。海鹰集团始建于1958年，为中国第一家水声设备制造企业，目前已形成了以水声设备、海洋电子、医疗电子、机电装备等业务为主体的科研生产体系；中诚装备主营业务包括接起重设备安装及维修工程、园林工程、钢结构工程、建筑设备租赁、建筑设备安装及维修、大型地下掘进设备租赁、大型地下掘进设备安装及维修等。

中国动力 (600482.SH)

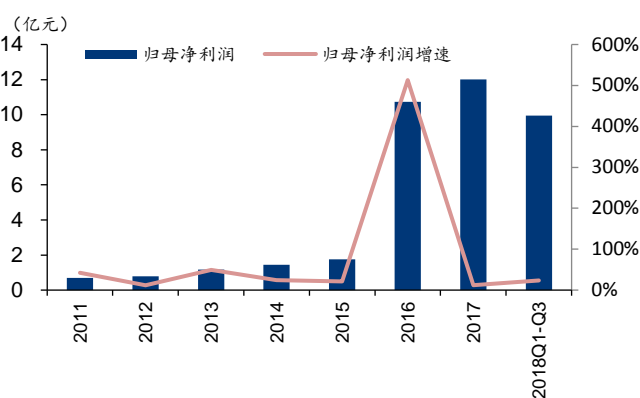
中国动力前身为风帆股份有限公司，成立于2000年6月，主营业务为军民用蓄电池，是国内铅酸蓄电池行业龙头，2004年7月13日在上海证券交易所主板上市。2016年中船重工集团将旗下多家动力相关研究所及制造资产注入上市公司，将中国动力打造为中船重工集团旗下动力板块上市平台，资产重组后业务涵盖化学动力、燃气动力、蒸汽动力、全电动力、民用核动力、柴油机动力、热气机动力等七大动力。

图表63： 2011-2018Q1-Q3 中国动力营业收入及增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表64： 2011-2018Q1-Q3 中国动力归母净利润及增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

电池业务转型升级，启动起停双擎驱动。在传统汽车启动电池领域公司始终处于行业前列，新增燃油车配套和现有燃油车替换将会持续带动市场需求的提升，受益于汽车起停系统的快速普及，公司于2011年开始布局的汽车起停用AGM电池近年增长较快，已经形成公司新的业绩支撑点。据公司公告，当前公司正在前瞻布局轻混汽车动力市场，已经成功研发出48V锂电池。

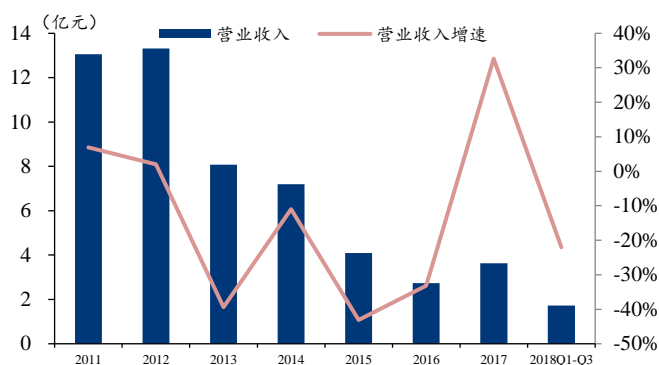
海军装备高速建设，军用动力稳步发展。公司是海军舰艇燃气动力、蒸汽动力、全电动力、热气机动力、柴油机动力、化学动力等多种动力的核心供应商，行业壁垒深公司竞争优势明显，市占率较高，部分动力系统甚至还是独家供应。

军技民用市场广阔。公司的七大动力业务都是军民两用技术，在民用市场也有广阔的市场空间。目前公司正在积极推动多项军用动力技术的民用化，包括燃气轮机用于油气运输、全电动力用于民船及公务船、核动力用于海上核动力平台、热气机动力用于分布式供能及太阳能热发电系统等。

中国海防 (600764.SH)

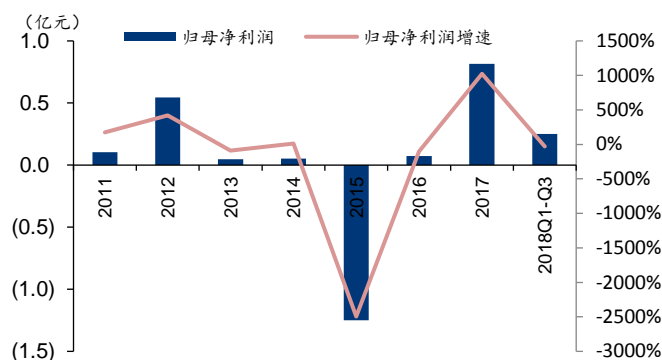
中船重工集团旗下海洋防务与电子信息业务板块上市平台，中船重工集团旗下仍有大量电子信息相关业务资产在上市公司体外。中船重工集团是我国海军装备业务覆盖面最广泛的大型综合性企业集团，是中国海军主战装备总体研发设计单位和总装建造、系统集成的骨干力量，拥有完备的海军装备研制开发、设备配套和售后保障能力。2016年10月，中船重工集团完成了协议收购中国电子信息产业集团有限公司所持公司53.47%的股份，成为控股股东；2017年中船重工集团将旗下从事鱼水雷武器系统和水下信息传输系统及装备的长城电子注入中国海防；2018年1月公司名称变更为“中国船舶重工集团海洋防务与信息对抗股份有限公司”，中船重工集团公司将中国海防定位为“中船重工海洋防务与电子信息业务板块的资本运作平台”。

图表65: 2011-2018Q1-Q3 中国海防营收及其增速



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表66: 2011-2018Q1-Q3 中国海防归母净利润及其增速



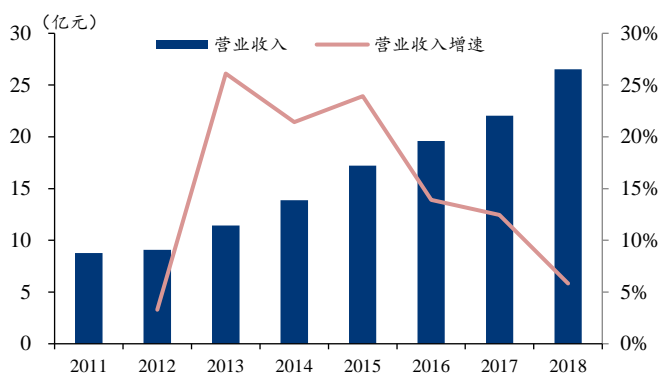
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

目前公司正在进一步实施资产重组，注入中船重工集团、中船重工715所、716所、726所、杰瑞集团等旗下优质资产。据公司公告，公司拟分别向中船重工集团、七一五研究所、七一六研究所、七二六研究所、杰瑞集团、中船投资、国风投、泰兴永志发行股份及支付现金购买资产，本次交易完成后上市公司将持有海声科技、辽海装备、青岛杰瑞100%股权，标的公司2019-2021年业绩承诺合计分别达5.5亿元、6.6亿元、7.5亿元。2019年1月9日，公司发布公告称，公司已收到国务院国资委《关于中国船舶重工集团海洋防务与信息对抗股份有限公司资产重组和配套融资有关问题的批复》，国资委原则同意公司本次发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金的总体方案。

中国应急 (300527.SZ)

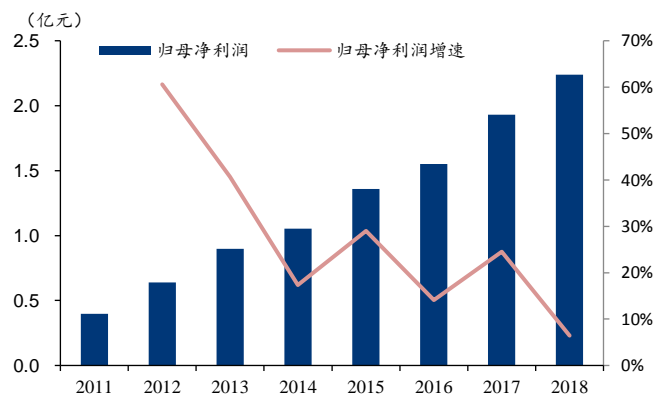
公司前身华舟重工成立于2007年12月27日，2016年8月5日上市，公司发展至今已成为国内军用应急交通工程装备领域中规模领先、产品线齐全和研发实力突出的专业制造商之一，也是**军方应急交通工程装备的重要供应商和总装单位**。公司的民用应急交通工程装备主要用户为政府、大型工程建设企业和大型机械制造企业。公司产品按板块分为应急交通工程装备、应急救援处置装备、消防救生装备和公众应急装具。公司的主要产品为应急交通工程装备，能提供用于公路、水路、铁路和航空的四类应急交通工程装备产品，其中公路和水路应急交通工程装备为公司主要产品，包括应急浮桥、应急机动码头、应急机械化桥、应急大跨度快速桥、应急快速路面、应急停机坪、各类应急救援处置装备、消防救生装备、公众应急装具等。此外公司还生产各类专用车辆及提梁机、架桥机等专用设备。

图表67：2011-2018 中国应急营收及其增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表68：2011-2018 中国应急归母净利润及其增速



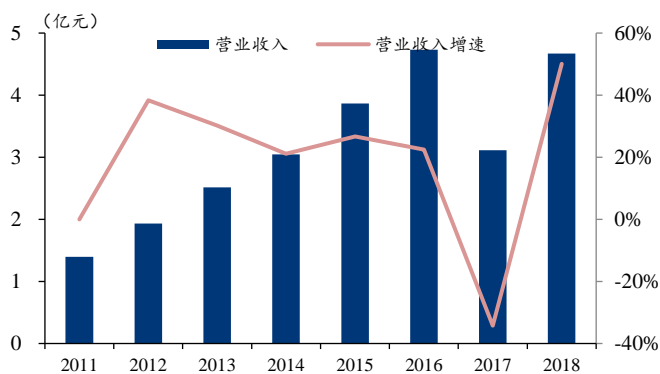
资料来源：Wind，华泰证券研究所

由华舟应急改名为中国应急，公司成为中船重工集团应急装备板块上市平台。2018年3月，公司发布公告称，以自有资金2.16亿元受让陕西柴油机重工有限公司持有的西安陕柴重工核应急装备有限公司51%的股权。2018年6月12日，公司名称由“湖北华舟重工应急装备股份有限公司”变更为“中国船舶重工集团应急预警与救援装备股份有限公司”。据公司公告，为了更好地做强、做优、做大应急业务，中船重工集团决定把中国应急作为中船重工集团应急装备板块产业的上市平台，**并准备将集团内与应急有关的资源、业务逐步装进上市平台公司**，以集中资产业务优势，利用资本市场融资便利，做强做大应急产业，着力打造“以军为本、军民融合、技术领先”的中国应急装备制造“国家队”领头企业。

久之洋 (300516.SZ)

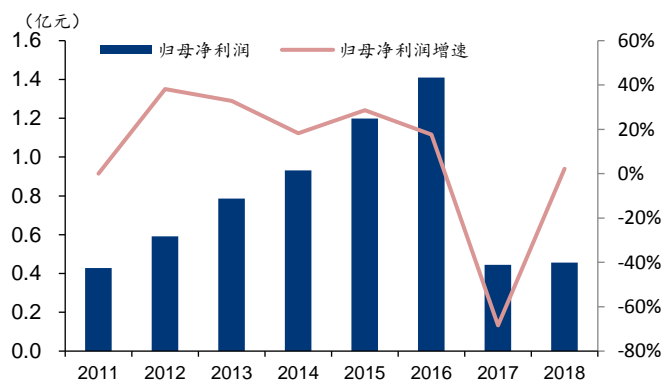
公司背靠中船重工 717 所，是 717 所旗下唯一上市平台，717 所目前仍有大量资产在上市公司体外。中船重工 717 所目前是国内唯一的舰船光电技术专业研究所、国内唯一的潜用光电系统研发单位、国内唯一的军用天文导航技术科研机构，技术领域覆盖舰船光学系统中的侦察、火控、警戒、对抗、导航、通信等六大领域。据公司公告，截至 2017 年 12 月 31 日，717 所总资产 31.79 亿元，净资产 21.91 亿元，2017 年实现营收 15.43 亿元，净利润 3.2 亿元。717 所旗下除了久之洋公司之外还有 5 家全资子公司，包括武汉华之洋科技有限公司、武汉华中天经通视科技有限公司、武汉华中天纬测控有限公司、武汉华中天工制造有限公司、武汉华中天元投资管理有限公司。2018 年 12 月，公司发布公告以 2.25 亿元价格收购武汉华中天经通视科技有限公司拥有的光学星体跟踪器业务所涉及的资产组合。受产品交付与产品价格下跌影响，公司 2017 年及 2018 年利润下滑较大。2011 年至 2016 年，公司的营收及利润逐年稳步增长，到 2016 年营业收入达 4.73 亿元，净利润达 1.41 亿元。2017 年和 2018 年，公司净利润下滑较为明显，据公司业绩快报，2018 年营收同比增长 50.08%，归母净利润同比增长 2.27%。

图表 69：2011-2018 久之洋营收及增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表 70：2011-2018 久之洋归母净利润及增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

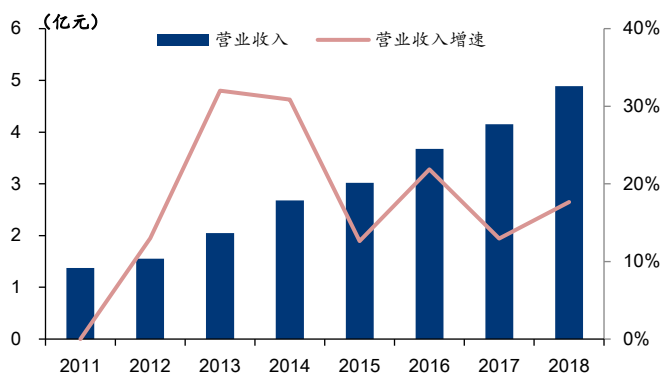
中船重工集团对久之洋的定位是海陆空天光电领域龙头股。2018 年中国船舶重工集团有限公司工作报告中明确提出：积极推动久之洋开展资本运作，努力成为海陆空天光电领域龙头股。华中光电技术研究所规划在未来分三步走，把华中光电技术研究所建设成军民一体、产融一体、产研一体“三位一体”的，一个融研究、创新、生产、军民多元化一体的新型产业集团的宏伟目标。据公司公告，久之洋作为华中光电技术研究所旗下唯一上市平台，将在实现三步走战略目标过程中提供重要的资本运作平台。

公司主营红外与激光业务，产品应用领域广泛，是典型的军民两用产品。公司所研制的产品主要可分为三类：第一类为红外热像仪系列产品，包括多种类的非制冷红外热像仪、制冷红外热像仪等；第二类是激光测距仪系列产品，包括通用型激光测距组建、手持激光测距仪等；第三类是融合以上两类技术，结合用户需求所定制的红外/激光组合系列产品。公司其他产品如光学系统、红外成像组建以及激光器等产品均为上述系列产品的配套组建或重要构件。公司的产品应用领域广泛，是典型的军民两用产品。在军用方面，主要应用于昼夜监视、情报获取、目标探测、观瞄、测距等；在民用领域，主要应用于海洋监察、维权执法、安防监控、森林防火监控、水上交通安全监管和救助搜索救援、电力巡线、工业检测、检验检疫以及辅助驾驶等领域。

瑞特股份 (300600.SZ)

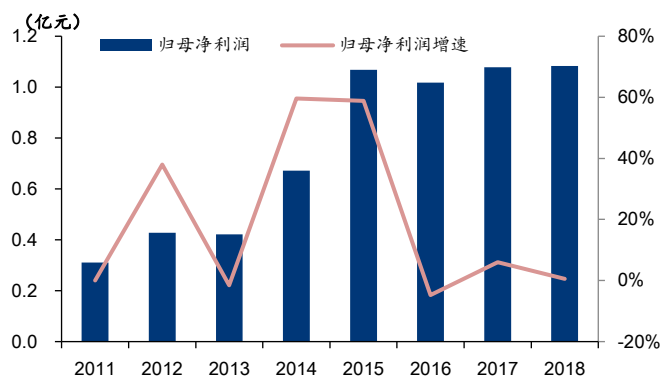
舰船电气与自动化系统核心配套商，有望受益于行业成长及政策落地。瑞特股份拥有技术领先与军民融合优势，产品在军民领域都取得了较广泛地应用。从国防安全、战略需求和海军装备发展的角度看，我们认为未来我国海军还将持续保持高投入建设，伴随着军民融合政策落地，公司军品业绩有望持续上行。在民船领域，公司与国内企业相比也具有较强竞争力，未来有望受益于民船配套自主化政策的持续推进。根据公司最新发布的2018年度业绩快报，公司2018年实现营业收入4.89亿元，同比增长17.68%，实现归母净利润1.08亿元，同比增加0.51%。

图表71：2011-2018 瑞特股份营收及其增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表72：2011-2018 瑞特股份归母净利润及其增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

海军装备持续发展，带动军舰配套业务持续上行。考虑到未来海军装备发展、航母编队建设，以及在役老旧舰艇替换的多重需求，我们认为，海军高速高质量发展的势头还会持续三至五年，海军装备建设投资也有望保持高位。军船电气与自动化系统配套行业壁垒高，公司是海军舰艇电气与自动化系统核心供应商，在行业内拥有技术领先及军民融合的双重优势，未来有望受益于海军装备持续高投入建设。此外，作为优质民参军企业，未来也将受益于军民融合政策的持续推进。

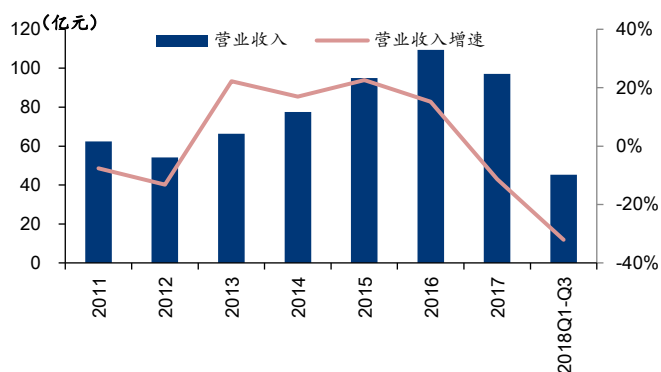
民船配套市场大，民品业务有望受益于国产化政策推进。我们测算2017年民用船舶电气与自动化系统配套市场需求分别在110亿元和195亿元以上，但当前外资企业占据了我国船舶电气、自动化市场的大部分份额。瑞特股份属于国内知名企业，相比其他众多中小民营企业，在业内具有较高品牌知名度、较强技术研发及自主创新能力，产品应用范围较广，未来随着舰船配套国产化政策的推进，公司的民品业务有望受益。

注重研发与产学研合作，布局业绩增长新动能。公司注重通过研发投入与产学研合作保持核心竞争力，2013年以来研发投入不断上升，已经从2013年的781万元上升至2017年的2851万元，研发投入占营收比也从3.53%攀升至6.86%，公司目前已经与多家高校和研究所开展了合作，研发出船用高效率功率变换技术、声电磁一体式海洋探测浮标、USV-舰船综合电力系统等多项新技术，未来这些技术一旦能够产业化并取得应用，有望成为公司新的业绩增长点。

湘电股份 (600416.SH)

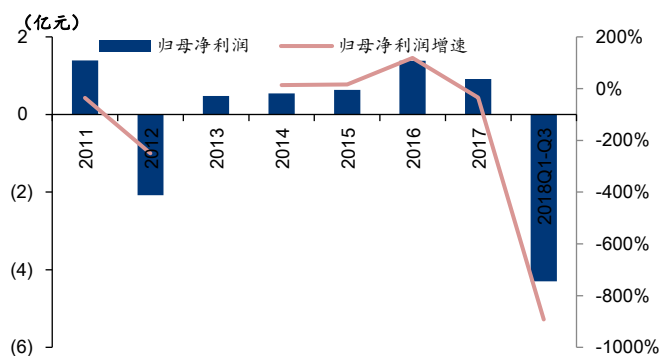
背靠老牌军工国企，军用电机行业龙头。湘电股份隶属于具有八十余年历史的老牌军工企业湘电集团。湘电集团是我国军工电力驱动设备研发和生产的重要基地，也是我国舰船电力推进成套设备生产厂家，还承担了我国大功率舰用推进系统及发电模块的研制及生产任务。1999年底，湘电集团集中主业部分的优良资产，联合北京地铁总公司等六家企业共同发起设立了“湘潭电机股份有限公司”，并于2002年7月在上交所成功上市。湘电股份主要从事大船舶动力、电机电控、风力发电、大型水泵等高端成套装备研制生产和销售。

图表73：2011-2018Q1-Q3 湘电股份营业收入及增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表74：2011-2018Q1-Q3 湘电股份归母净利润及增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

由于主要产品量价齐跌、外购部件质量问题导致费用增加、计提坏账准备增加、财务费用增加，公司2018年预计大幅亏损。据公司公告，近年来公司业务主要亏损来自于风电业务，风电行业竞争加剧引发整机降价潮，公司业务量也急剧下滑，导致风电业务利润减少6.3亿元；公司风电机组外购部件质量问题产生5.38亿元三包费用，计提坏账准备0.56亿元；水泵及配套产品板块2018年销售收入同比下降51.62%，导致利润减少约0.51亿元。据公司2018年业绩快报，公司预计2018年归母净利润-19.8亿元左右，归属于上市公司股东扣除非经常性损益后的净利润为-19.7亿元左右。

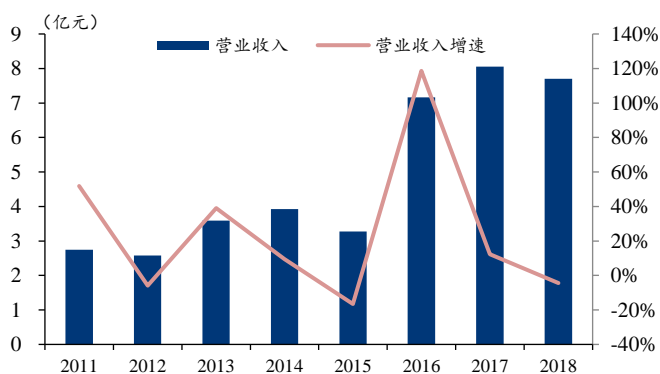
公司顺应海军高速发展大潮，布局综合电力推进系统业务。公司作为军用电机配套商多年，技术实力较强，与海军工程大学马伟明院士合作布局综合电力推进业务，马伟明院士是海军工程大学教授，是国内综合电力系统专家，据科技部官网介绍，马院士带领的团队首创舰船中压直流综合电力系统，实现了我国舰船动力从落后到领先国外的跨越，并引领了国际综合电力技术的发展。综合电力系统是舰艇动力发展方向，未来随着大功率武器装备上舰，综电系统需求较大。随着我国海军的持续快速建设，未来综合电力系统有望逐渐在主战舰艇上取得应用。同时作为典型的军民两用技术，综合电力系统在民用领域已经开展应用，未来市场前景广阔。

成立湘电动力，打造军品研发产业化基地。2017年6月，公司开始采取分步实施方式组建军工板块，成立了湖南湘电动力有限公司。湘电动力的成立，将湘电集团、湘电股份历经多年打造的军品生产线、专项工程项目充分整合，军品研制生产所需的相关资源在管理、使用上将高度统一，不仅有利于传统军品市场的保障与维护，而且为新研的军品提供了良好的工业基础和高新设备研制保障。

海兰信 (300065.SZ)

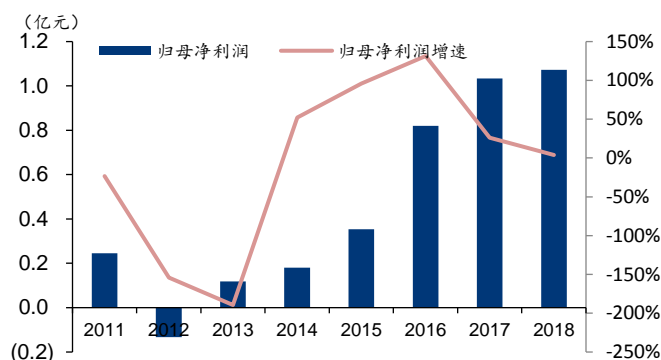
北京海兰信数据科技股份有限公司成立于2001年，于2010年3月26日在深圳证券交易所上市。公司自成立以来一直专注于海洋业务，**目前是国内唯一具备海洋立体监测能力的公司**。业务范围已覆盖航海领域的商船、海工特种船、公务船、渔船、舰船等多种船型，以及海洋信息化领域的物理海洋、海洋测绘、水下工程，海底观测、海上无人系统、海域管理等。公司拥有近百项专利和软件著作权，已形成航海智能化和海洋信息化两大产品系列，并广泛应用于民用和军用领域。公司主要产品军民两用性较强，在军船、民船领域都有广泛应用。据公司2018年业绩快报，公司2018年实现营业收入7.7亿元，同比减少4.33%，实现归母净利润1.07亿元，同比增加3.76%。

图表75：2011-2018年海兰信营业收入及增速



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表76：2011-2018年海兰信归母净利润及增速



资料来源：Wind、华泰证券研究所

智慧海洋业务：三大业务打造专业海洋产品线。公司自成立以来一直专注于海洋业务，近两年通过收购广东蓝图以及劳雷产业，公司形成“海洋观/监测+海洋调查+海洋信息系统”专业的海洋产品线，公司智能雷达监测系统可以广泛应用在环境、海上执法等近海场景。

智能航海业务：紧跟国家战略，奠定行业地位。航运市场的激烈竞争推动航运企业加强管理降低成本、提高运行效率，智能船舶是船东未来必然选择和船舶发展的必然趋势，海兰信不仅是国家智能船舶1.0的主要承担单位之一，公司的综合导航系统及海兰云在技术及应用及产品差异上都具备很强的竞争优势，在智能航海领域处于领先的行业地位。

风险提示

军费增长及军用舰船采购低于预期。我国武器装备采购经费主要来自于军费，根据2010~2018年军费增长情况，我们预计军费将保持稳定增长的状态。但如果未来军费增长及军品订单采购低于预期，将会对军用舰船建造及配套企业的业绩产生影响。

民船行业复苏不及预期。当前民船行业仍处于底部，供需关系逐渐好转但仍未得到大幅改善，我们预计2019年民船市场有望逐步企稳回升。但如果民船行业复苏不及预期，将会影响上下游企业民船相关业务的业绩。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com