

# 舰船领域优质白马，股权激励绑定管理层利益——瑞特股份（300600）事件点评

2018 年 06 月 20 日

强烈推荐/首次

瑞特股份

事件点评

评

|    |                               |                       |
|----|-------------------------------|-----------------------|
| 姓名 | 分析师陆洲                         | 执业证书编号：S1480517080001 |
|    | Email:luzhou@dxzq.net.cn      | Tel:010-66554142      |
|    | 分析师王习                         | 执业证书编号：S1480518010001 |
|    | Email:wangxi@dxzq.net.cn      | Tel:010-66554034      |
| 姓名 | 研究助理张高艳                       |                       |
|    | Email:Zhanggy_yjs@dxzq.net.cn | Tel:021-25102859      |
|    | 研究助理张卓琦                       |                       |
|    | Email:Zhangzq_yjs@dxzq.net.cn | Tel:010-66554018      |

## 摘要：

公司发布限制性股票激励计划（草案），计划授予公司董事、高级管理人员和中层管理人员在内的 96 人限制性股票 616 万股，授予价格为 20.35 元/股。

## 观点：

### ➤ 1. 限制性股票绑定管理层利益，看好公司可持续增长潜力。

本次激励计划拟授予的限制性股票数量 616 万股，占公司总股本的 6.16%，授予价格为 20.35 元/股，激励计划授予涉及的激励对象共计 96 人，包括公司董事、高级管理人员、公司中层管理人员以及对公司经营业绩和未来发展有直接影响的其他员工。激励计划的限售安排为激励对象可以在授予日起的 12 个月后、24 个月后和 36 个月后，按照 40%、40%和 20%的比例分三期解除限售。限制性股票公司层面的考核要求为以 2017 年净利润为基准，2018-2020 年实现的扣除股份支付费用的净利润较 2017 年增长分别不低于 15%、25%、35%。实施限制性股票有利于绑定管理层利益，并且充分调动公司核心骨干的主动性和创造性，确保公司未来战略和经营目标的实现。激励计划授予的限制性股票对 2018 年-2021 年各期会计成本的影响为 3828.44 万元、6055.90 万元、2192.65 万元和 452.45 万元。公司 2017 年归母净利润增长在个位数，同时 2018 年一季报业绩下滑，我们推测可能与军改尚未结束影响公司收入确认有关。截止至今年 5 月底公司在手订单数亿元，展望未来三年，我们认为随着军改结束，补偿性订单和新增订单有望大幅增加，公司未来三年业绩增长有望保持在 20%以上，有望超额完成限制性股票考核要求。

### ➤ 2. 船舶电气设备与机舱自动化龙头，下游客户广泛。

公司作为船舶电气与自动化系统专业供应商，是专门从事船舶及海洋工程电气、自动化系统及其系统集成的研发、生产、销售及综合技术服务的高新技术企业。船舶电气设备以及机舱自动化价值总计约占单船价值量的 11%左右，在军船中价值量占比或更高。其中，船舶电气设备主要包括船舶电站、船舶电力网和电气负载等三个部分，机舱自动化系统则是由机舱动力系统和辅助系统自动控制、监测、报警等组成的监控系统。民用市场方面，船舶配套领域的竞争对手包括施耐德、西门子、ABB 等国外知名企业，以及赛尔尼柯等国内优质企业。公司下游客户广泛，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、广船国际有限公司、广州中船黄埔造船有限公司，中国船舶重工集团公司旗下的武昌船

船重工有限责任公司、大连船舶重工集团有限公司、七〇一研究所、七〇四研究所、七〇八研究所、七一一研究所等国内主流大型船厂和船舶设计院。

➤ **3. 军船单船价值量较高，未来将受益于海军装备放量。**

公司军品收入占比或超 70%，军用领域公司的竞争对手包括温州博弘电器、锦州北方航海仪器以及浙江永宏电器等企业。公司产品为多种军船配套，单船价值量或超千万元。基于我国目前面临的安全威胁，以及军事实力短板与军费投入的重点支持，我国的海军核心设备（包括航母、新型驱逐舰、新型护卫舰、先进潜水艇等）将获得高速增长。此前有报道称，052D 型驱逐舰将追加建造若干艘，最终数量或超 20 艘，我们认为公司未来将充分受益于海军装备放量以及大舰下水，公司未来军品方面的销售收入增长率仍将维持高位。

➤ **4. 国产设备装船率较低，十三五期间民船配套市场空间巨大。**

民船我国目前的国产设备装船率较低，截至十二五末，国产船舶电气系统装船率仅为 30%，国内品牌的民用市场容量约为 72.53 亿元，船舶自动化系统的装船率仅为 10%，国内品牌的民用市场容量约为 42.31 亿元。2016 年，工信部发布《船舶配套产业能力提升行动计划（2016~2020 年）》，鼓励企业提升船用设备配套能力和水平，提升我国本土化船用设备装船率。到 2020 年，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%。由于船舶配套产业的转移对于造船产业具有一定滞后性，中国目前船舶配套的市场份额远不及中国造船完工量的市场份额，我们判断，十三五期间，船舶配套行业装船率将有较大幅度增长，公司所在细分市场的市场容量增速也有望超过 15%。

➤ **5. 募投项目达产后产能有望大幅扩张，公司业绩弹性较大。**

此前公司通过 IPO 向社会募集 3.05 亿元，主要用于船用电器设备扩产项目、研发中心建设项目以及其他营运资金项目，项目建成后，公司将新增 1400 台套船舶配电设备以及 360 台套船舶自动化设备的生产能力，项目达产后每年实现净利润约为 4955 万元。我们预计募投项目 18 年下半年达产，募投项目主要取决于设备场地和人员，公司此前测算募投项目预计实现收入 6 个亿，加上原有产能，满产实现的收入为 10 个亿左右，业绩弹性较大。

➤ **6. 投资建议：**

公司是军民用船舶配电系统和船舶机舱自动化系统的龙头企业，未来将受益于我国的海军装备放量以及民品市场的拓展。我们认为公司是舰船领域中未来业绩有望保持稳健增长的优质白马股，目前业绩与估值较为匹配。我们预测公司 2018 年~2020 年 EPS 分别为 1.28 元、1.63 元、2.06 元，对应 6 月 19 日收盘价 PE 分别为 28X、22X、17X，首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

➤ **7. 风险提示：**

下游客户相对集中；军改对于军品订单的不利影响尚未消除；募投项目达产时间晚于预期。

公司盈利预测表

| 资产负债表     |        |        |        |        |        | 利润表        |        |        |        |        | 单位:百万元    |  |       |       |       |       |       |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|------------|--------|--------|--------|--------|-----------|--|-------|-------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元    |        |        |        |        |        | 单位:百万元     |        |        |        |        | 单位:百万元    |  |       |       |       |       |       |
|           | 2016A  | 2017A  | 2018E  | 2019E  | 2020E  |            | 2016A  | 2017A  | 2018E  | 2019E  | 2020E     |  | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
| 流动资产合计    | 444    | 736    | 2092   | 2738   | 2892   | 营业收入       | 368    | 415    | 541    | 709    | 936       |  |       |       |       |       |       |
| 货币资金      | 143    | 344    | 1625   | 2105   | 2068   | 营业成本       | 168    | 198    | 256    | 331    | 442       |  |       |       |       |       |       |
| 应收账款      | 92     | 166    | 176    | 257    | 321    | 营业税金及附加    | 4      | 5      | 6      | 8      | 11        |  |       |       |       |       |       |
| 其他应收款     | 4      | 5      | 6      | 8      | 11     | 营业费用       | 19     | 23     | 27     | 36     | 50        |  |       |       |       |       |       |
| 预付款项      | 5      | 10     | 12     | 15     | 20     | 管理费用       | 63     | 74     | 93     | 114    | 150       |  |       |       |       |       |       |
| 存货        | 157    | 168    | 211    | 272    | 363    | 财务费用       | -3     | -4     | -1     | 7      | 13        |  |       |       |       |       |       |
| 其他流动资产    | 1      | 2      | 4      | 6      | 10     | 资产减值损失     | 3.99   | 4.04   | 2.65   | 3.56   | 3.42      |  |       |       |       |       |       |
| 非流动资产合计   | 265    | 325    | 831    | 1181   | 1314   | 公允价值变动收益   | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00      |  |       |       |       |       |       |
| 长期股权投资    | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 投资净收益      | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00      |  |       |       |       |       |       |
| 固定资产      | 154.63 | 165.54 | 433.15 | 777.06 | 695.97 | 营业利润       | 112    | 127    | 157    | 211    | 268       |  |       |       |       |       |       |
| 无形资产      | 45     | 43     | 162    | 169    | 175    | 营业外收入      | 7.46   | 0.19   | 13.41  | 7.02   | 6.87      |  |       |       |       |       |       |
| 其他非流动资产   | 59     | 77     | 0      | 0      | 0      | 营业外支出      | 0.11   | 0.65   | 0.26   | 0.34   | 0.42      |  |       |       |       |       |       |
| 资产总计      | 709    | 1062   | 2923   | 3920   | 4207   | 利润总额       | 120    | 126    | 170    | 218    | 274       |  |       |       |       |       |       |
| 流动负债合计    | 189    | 173    | 255    | 323    | 447    | 所得税        | 18     | 19     | 43     | 54     | 69        |  |       |       |       |       |       |
| 短期借款      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 净利润        | 102    | 108    | 128    | 163    | 206       |  |       |       |       |       |       |
| 应付账款      | 91     | 83     | 121    | 147    | 202    | 少数股东损益     | 0      | 0      | 0      | 0      | 0         |  |       |       |       |       |       |
| 预收款项      | 32     | 22     | 43     | 72     | 109    | 归属母公司净利润   | 102    | 108    | 128    | 163    | 206       |  |       |       |       |       |       |
| 一年内到期的非流  | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | EBITDA     | 166    | 180    | 203    | 315    | 378       |  |       |       |       |       |       |
| 非流动负债合计   | 2      | 2      | 802    | 1602   | 1602   | EPS（元）     | 1.36   | 1.10   | 1.28   | 1.63   | 2.06      |  |       |       |       |       |       |
| 长期借款      | 0      | 0      | 800    | 1600   | 1600   | 主要财务比率     |        |        |        |        |           |  |       |       |       |       |       |
| 应付债券      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |            | 2016A  | 2017A  | 2018E  | 2019E  | 2020E     |  |       |       |       |       |       |
| 负债合计      | 192    | 175    | 1058   | 1925   | 2049   | 成长能力       |        |        |        |        |           |  |       |       |       |       |       |
| 少数股东权益    | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 营业收入增长     | 21.87% | 12.94% | 30.29% | 31.09% | 31.88%    |  |       |       |       |       |       |
| 实收资本(或股本) | 75     | 100    | 100    | 100    | 100    | 营业利润增长     | 19.92% | 13.10% | 23.68% | 34.50% | 26.82%    |  |       |       |       |       |       |
| 资本公积      | 99     | 381    | 1259   | 1259   | 1259   | 归属于母公司净利润  | -4.76% | 5.97%  | 18.35% | 28.03% | 25.89%    |  |       |       |       |       |       |
| 未分配利润     | 309    | 361    | 430    | 518    | 630    | 获利能力       |        |        |        |        |           |  |       |       |       |       |       |
| 归属母公司股东权  | 517    | 887    | 1866   | 1995   | 2158   | 毛利率(%)     | 54.29% | 52.45% | 52.66% | 53.41% | 52.81%    |  |       |       |       |       |       |
| 负债和所有者权   | 709    | 1062   | 2923   | 3920   | 4207   | 净利率(%)     | 27.65% | 25.95% | 23.57% | 23.02% | 21.97%    |  |       |       |       |       |       |
| 现金流量表     |        |        |        |        |        | 单位:百万元     |        |        |        |        | 总资产净利润(%) |  |       |       |       |       |       |
|           |        |        |        |        |        | ROE(%)     |        |        |        |        | 19.67%    |  |       |       |       |       |       |
| 2016A     |        |        |        |        |        | 2017A      |        |        |        |        | 2018E     |  |       |       |       |       |       |
| 2019E     |        |        |        |        |        | 2020E      |        |        |        |        | 8.19%     |  |       |       |       |       |       |
| 2020E     |        |        |        |        |        | 9.53%      |        |        |        |        |           |  |       |       |       |       |       |
| 经营活动现金流   | 76     | 5      | 184    | 195    | 276    | 偿债能力       |        |        |        |        |           |  |       |       |       |       |       |
| 净利润       | 102    | 108    | 128    | 163    | 206    | 资产负债率(%)   | 27%    | 16%    | 36%    | 49%    | 49%       |  |       |       |       |       |       |
| 折旧摊销      | 56.82  | 57.62  | 0.00   | 81.09  | 81.09  | 流动比率       | 2.34   | 4.26   | 8.19   | 8.49   | 6.47      |  |       |       |       |       |       |
| 财务费用      | -3     | -4     | -1     | 7      | 13     | 速动比率       | 1.51   | 3.29   | 7.37   | 7.65   | 5.66      |  |       |       |       |       |       |
| 应付帐款的变化   | 0      | 0      | -10    | -81    | -65    | 营运能力       |        |        |        |        |           |  |       |       |       |       |       |
| 预收帐款的变化   | 0      | 0      | 22     | 28     | 37     | 总资产周转率     | 0.57   | 0.47   | 0.27   | 0.21   | 0.23      |  |       |       |       |       |       |
| 投资活动现金流   | -116   | -74    | -556   | -475   | -257   | 应收账款周转率    | 5      | 3      | 3      | 3      | 3         |  |       |       |       |       |       |
| 公允价值变动收益  | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 应付账款周转率    | 4.19   | 4.78   | 5.30   | 5.30   | 5.36      |  |       |       |       |       |       |
| 长期股权投资减少  | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 每股指标(元)    |        |        |        |        |           |  |       |       |       |       |       |
| 投资收益      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 每股收益(最新摊薄) | 1.36   | 1.10   | 1.28   | 1.63   | 2.06      |  |       |       |       |       |       |
| 筹资活动现金流   | 0      | 275    | 1653   | 759    | -56    | 每股净现金流(最新  | -0.52  | 2.06   | 12.81  | 4.80   | -0.37     |  |       |       |       |       |       |
| 应付债券增加    | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 每股净资产(最新摊  | 6.89   | 8.87   | 18.66  | 19.95  | 21.58     |  |       |       |       |       |       |
| 长期借款增加    | 0      | 0      | 800    | 800    | 0      | 估值比率       |        |        |        |        |           |  |       |       |       |       |       |
| 普通股增加     | 0      | 25     | 0      | 0      | 0      | P/E        | 25.83  | 31.94  | 27.54  | 21.51  | 17.09     |  |       |       |       |       |       |
| 资本公积增加    | 0      | 282    | 878    | 0      | 0      | P/B        | 5.10   | 3.96   | 1.88   | 1.76   | 1.63      |  |       |       |       |       |       |
| 现金净增加额    | -39    | 206    | 1281   | 480    | -37    | EV/EBITDA  | 14.99  | 17.58  | 13.26  | 9.55   | 8.05      |  |       |       |       |       |       |

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 陆洲

北京大学硕士，军工行业首席分析师。曾任中国证券报记者，历任光大证券、平安证券、国金证券研究所军工行业首席分析师，华商基金研究部工业品研究组组长，2017 年加盟东兴证券研究所。

### 王习

中央财经大学学士，香港理工大学硕士，军工行业分析师。历任中航证券、长城证券军工组组长，2017 年加盟东兴证券研究所。

## 研究助理简介

### 张高艳

清华大学工学硕士，2 年制造型企业运营管理咨询经验，2016 年加盟东兴证券研究所，重点关注航空智能制造、军民融合等方向。

### 张卓琦

清华大学工业工程博士，3 年大型国有军工企业运营管理培训、咨询经验，2017 年加盟东兴证券研究所，关注新三板、军工领域。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。