

2019年01月08日

国防军工

船舶行业深度：军船订单19年较高增长确定性大，民船处在长周期底部现逐步回暖

■ 军民船行业迎来双拐点：军船订单19年较高增长确定性大，民船处在长周期底部现逐步回暖。与其他军工行业相比，船舶装备产业链军民融合程度最深，业绩弹性较大，船舶装备行业值得关注。

■ 军船：1) 短期看，海军军改调整于18年年底接近尾声，海军装备订单有望于19年迎来补偿性增长，军船产业链订单较高增长确定性大。2) 长期看，我国远洋海军建设任重道远，舰船装备补短板需求强劲，未来一段时间内仍将处建设高峰期。关于海军装备价格：预计受审计、军品价改等影响有所下降。因此对成本虚高的产品、转嫁价格压力能力弱的公司有较大压力，对贴近市场化定价、竞争充分的零部件产品影响反而较小。

■ 民船：3大趋势下民船景气度总体表现为底部向上，利于民船龙头业绩反转。1) 民船市场位于长周期底部位置现逐步回暖，当前处在造船中周期复苏拐点；2) 民船供给侧改革持续推进，造船产能加速出清，且新造船订单进一步向优势船厂集中；3) 新造船价格逐步抬升，叠加船钢板价格高位下跌与人民币贬值，船厂盈利水平有望提升。总体上看，民船龙头企业盈利拐点或已到来。

■ 海工：受制于全球船厂手持海工订单规模庞大，海工建造市场需求依然低迷；而且海工装备交付形势依然严峻，在手海工订单或成为造船企业重大包袱。因此，投资船舶行业标的时应重点考虑其是否存在海工产品资产减值损失的风险。

■ 船配：1) 军品：“大型化、隐身化、信息化”三大趋势将致使军船配套行业呈现结构性变化，对于舰船配套厂商而言重点关注其技术方向是否与舰船信息化（包括电气化、智能化）、隐身化发展趋势一致，以及是否有新产品的研发储备或列装。2) 民品：全球船配产业向中国转移趋势明显；国内船配产业存在国产化设备装船率低、产业集中度低的“两低问题”，当前处在民船周期底部致使规模较小、竞争力差的船配厂商面临淘汰，船配产业集中度提升是必然趋势，按此思路可选择拥有军品业绩保障、当前可大力拓展民品市场的标的。

■ 重点推荐：*ST船舶、瑞特股份；关注：中国重工、中船防务

■ 风险提示：军费投入增速放缓；海军装备建设放量不及预期；民船市场需求波动风险。

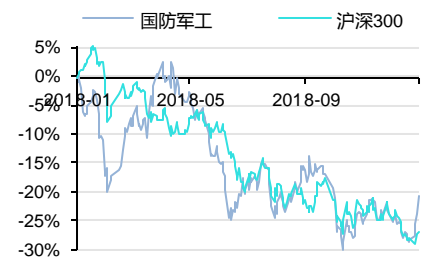
行业深度分析

证券研究报告

投资评级 领先大市-A
维持评级

首选股票	目标价	评级
600150 *ST船舶	15.00	买入-B
300600 瑞特股份	25.00	买入-A

行业表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-2.26	-11.90	2.32
绝对收益	-6.26	-19.09	-24.26

冯福章

分析师

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

余平

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518070002
yuping1@essence.com.cn

相关报告

国防军工行业深度分析 2019-01-03

《全军装备系统专项整肃治理实施方案》点评：完善机制、提高效率 2018-12-12

2018年三季度报综述：资产负债表端逐季好转，再次验证行业基本面改善 2018-11-05

2018Q3 公募基金持仓分析：持股比例略有回升，高度集中于航空产业链和主机厂 2018-10-29

【安信军工】2018年军工中报深度综述：订单数据稳步增长，航空装备拔得头筹 2018-09-02

内容目录

1. 军船订单 19 年较高增长确定性大，民船处长周期底部现逐步回暖	4
1.1. 军船：短期看 19 年订单迎较高增长，长期看仍处造舰高峰.....	4
1.1.1. 海军装备订单：17~18 年受军改影响明显减少，19 年迎较高增长确定性大.....	4
1.1.2. 海军装备价格：受审计等影响或有所下降，产业链反腐带来产业集中度提升....	7
1.2. 民船：处在长周期底部与中周期复苏拐点，新造船订单向优势船厂集中.....	9
1.3. 海工：海工产品交付形势依旧严峻，海工在手订单或成船厂业绩重大包袱.....	13
1.4. 船配：全球性船配产业向中国转移趋势明显，船配产业集中度有望提升.....	15
2. 船舶产业链：军民融合特征最为明显，业绩弹性在军工板块中最大	17
2.1. 船舶产业链：与其他军工装备行业相比，船舶装备产业链军民融合程度最深.....	17
2.2. 船舶总装厂：下游军民船景气度向上，但需考虑资产减值损失计提是否充分.....	18
2.3. 船舶配套厂：产业集中度提升带来较大机会，重点关注军品占比较高的厂商.....	18
3. 重点上市公司	19
3.1. *ST 船舶：民船处在长周期底部，民船龙头业绩反转可期.....	19
3.2. 中国重工：国内最大海洋防务装备上市公司，军工市值第一股配置价值凸显.....	20
3.3. 瑞特股份：军品占比超 70%的技术型民参军，19 年或迎快速成长拐点.....	21
3.4. 中船防务：华南最大军用舰船建造基地，重点关注海工品减值损失情况.....	22
4. 风险提示	23
4.1. 军费投入增速放缓.....	23
4.2. 海军装备建设放量不及预期.....	23
4.3. 民船市场需求波动风险.....	23

图表目录

图 1：瑞特股份历年营收情况.....	4
图 2：常康环保历年营收情况.....	4
图 3：军改对武器装备采购的影响.....	4
图 4：全军武器装备采购信息网上装备招投标次数（次/月）.....	4
图 5：2003-2018 年我国国防预算及增速.....	5
图 6：国防预算占 GDP 和全国公共财政支出的比例.....	5
图 7：美军设置多层岛链封锁我海上方向战略通道.....	5
图 8：美军采购项目中海军占据第一序列.....	5
图 9：中美海军舰船规模对比.....	5
图 10：我国海军舰船部队现有编制体系.....	6
图 11：20 世纪以来造船市场周期历程.....	9
图 12：1970 年以来船舶海工市场周期性波动.....	9
图 13：全球新造船订单情况.....	9
图 14：中国新造船订单情况.....	9
图 15：全球船舶工业产能逐步出清趋势显著：全球规模以上活跃船厂数量变化.....	10
图 16：中国造船产业集中度逐步提升：新造船订单承接与完工量前 10 家船企集中度变化....	10
图 17：三大主流船型新造船价格变化（百万美元）.....	11
图 18：Clarksons 新造船价格指数与造船.....	11
图 19：Clarksons 新造船价格指数与造船板价格.....	12
图 20：上海地区 20mm 船板价走势.....	12
图 21：造船节点与结款比例.....	12

图 22: 人民币汇率变化对中国船舶历年净利润的敏感性.....	12
图 23: 油价走势直接决定海工市场.....	13
图 24: 待开发海上油气田开发成本分布.....	13
图 25: 中国船舶近年来获得海工产品订单情况.....	13
图 26: 中国船舶近年来海工业务营收情况.....	13
图 27: 钻井平台新建价格走势.....	14
图 28: 钻井平台供需情况.....	14
图 29: 世界船舶工业重心向中国转移的趋势没变	15
图 30: 中日韩新接造船订单占全球份额变化	15
图 31: 全球船舶配套产值分布演变情况.....	15
图 32: 中国船用配套设备制造营收实现快速增长.....	15
图 33: 军工企业技术溢出的发生机制	17
图 34: 瑞特股份技术发展路径.....	21
表 1: 未来我国海军四类作战力量装备组成预测.....	6
表 2: 我国近几年大型水面舰船下水及交付情况	6
表 3: 海军装备系统近年腐败人员一览.....	7
表 4: 军品定价机制改革与五清专项的影响	8
表 5: 近年来全球部分破产的船企.....	10
表 6: 外高桥造船承接的高附加值船舶订单.....	10
表 7: 国家力推船舶海工产业发展的政策.....	11
表 8: 2017 年以来全球海工装备交付率.....	14
表 9: 船舶总装上市公司对海工订单的处理情况.....	14
表 10: 国家力推船配产业发展的政策.....	16
表 11: 军工个各细分板块军民融合发展程度.....	17
表 12: 我国舰船装备产业链.....	18

1. 军船订单 19 年较高增长确定性大，民船处长周期底部现逐步回暖

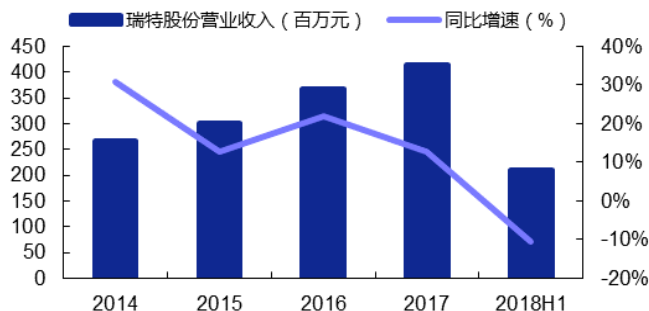
1.1. 军船：短期看 19 年订单迎较高增长，长期看仍处造舰高峰

军船行业核心结论：1) 短期看，2017~2018 年因海军军改调整影响军船订单明显减少，但是随着 2018 年年底海军军改调整接近尾声，我们认为 2019 年海军装备订单有望呈现补偿性增长，军船订单较高增长确定性大。2) 长期看，我国远洋海军建设任重道远，舰船装备补短板需求强劲，未来一段时间内将仍处建设高峰期。但是也要考虑到海军军费占比已经第一且舰船装备已处在建造高峰期，长期来看舰船装备将呈现数量增长有限、市场规模增速平稳的发展态势。具体来看，“大型化、隐身化、信息化”三大趋势将致使军船配套行业呈现结构性变化，对于舰船配套厂商而言重点关注其技术方向是否与舰船信息化、隐身化发展趋势一致，以及是否有新产品的研发储备或列装。

1.1.1. 海军装备订单：17~18 年受军改影响明显减少，19 年迎较高增长确定性大

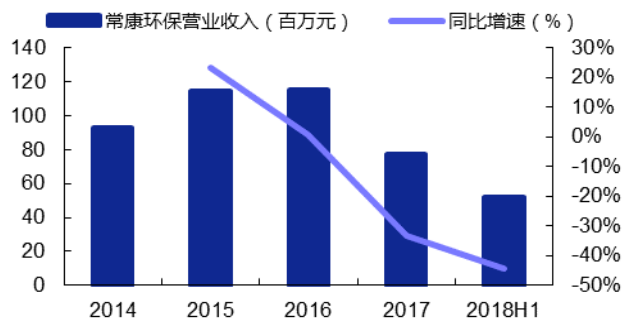
短期看，海军军改调整或于 18 年底接近尾声，海军装备订单有望于 19 年迎来补偿性增长，军船产业链较高增长确定性较大。我们选取军船业务占比较高的海军装备配套标的——瑞特股份、常康环保（全信股份子公司）进行分析，两者 2018H1 营收分别同比下滑-10.48%、-44.34%；我们认为主要原因是 2018 年海军仍处军改调整阶段，军船订单依旧受到压制。

图 1：瑞特股份历年营收情况



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 2：常康环保历年营收情况



资料来源：wind，安信证券研究中心

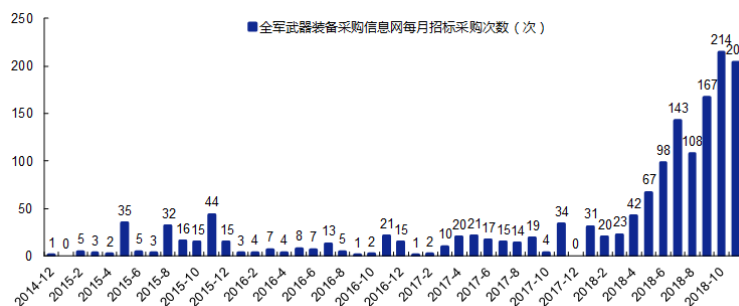
我们预计海军军改调整于 18 年年底接近尾声，对海军装备采购的影响将大幅削弱；再结合海军装备强烈的列装需求，2019 年海军装备订单有望呈现补偿性增长，较高增长确定性大。

图 3：军改对武器装备采购的影响



资料来源：新华网，国防部等，安信证券研究中心

图 4：全军武器装备采购信息网上装备招标投标次数（次/月）



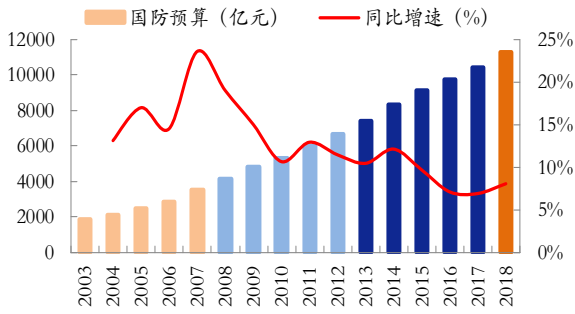
资料来源：全军武器装备采购信息网，安信证券研究中心

长期看，我国远洋海军建设任重道远，舰船装备补短板需求强劲，未来一段时间内将仍处建设高峰期。主要理由如下：

1) 国防投入继续增长，预计 2019 年国防预算增速为 7%~8%，是保障海军装备订单增长的重要前提。“十年陆军、五十年空军、百年海军”折射出建设一支强大的海军需要持续地投入。考虑到中美摩擦加剧、大国崛起必然引起周边局势扰动、我国武器装备进入跨代建设时期等均需要庞大的军费支撑，国防预算或将不断增长，但我国军费占 GDP 比重始终在 1.21%-1.32% 之间，比例相对稳定，也很难挤占其他财政支出份额，因此我们预计 2019 年

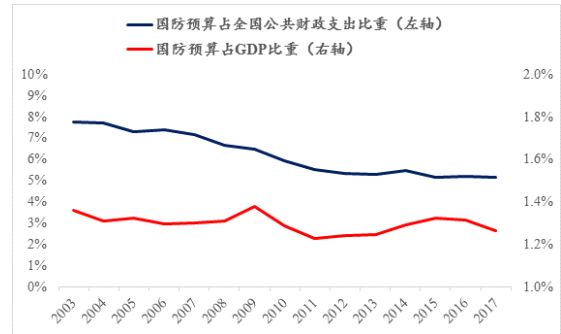
预计国防预算增速在 7%~8%。国防军费持续稳增长是保障军船维持高峰建设的重要前提。

图 5：2003-2018 年我国国防预算及增速



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 6：国防预算占 GDP 和全国公共财政支出的比例



资料来源：Wind，安信证券研究中心

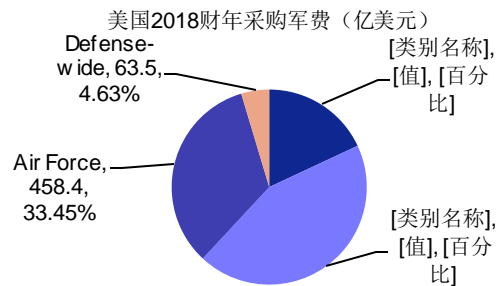
2) 加快建设海洋强国，定位发展远洋海军，我国海军力量位处国防建设第一序列。四大理由：①国家安全层面，我国国家安全威胁主要来自海洋，我国海军实力仍较薄弱是大国博弈的短板。②国家利益层面，国家利益拓展主要在海洋。例如南海有着丰富的石油、天然气、可燃冰等油气资源储存量，堪称第二个波斯湾。③国防战略层面，2015 年我国国防白皮书《中国的军事战略》提出我国海军战略近年由“近海防御”转型为“近海防御与远海护卫型结合”，未来将致力打造能在第一岛链外执行多样化、远航程、可持续作战任务的远洋海军。④美国先进经验指出，海军发展占据国防建设第一序列，美国 2018 财年的采购+科研经费中：海军预算费用占比最高，达到 601.2 亿美元，占 43.87%。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，叠加十九大报告明确提出的加快建设海洋强国的背景，我国海军力量位处国防建设第一序列，并仍在加速建设过程中。

图 7：美军设置多层岛链封锁我海上方向战略通道



资料来源：美国海军网

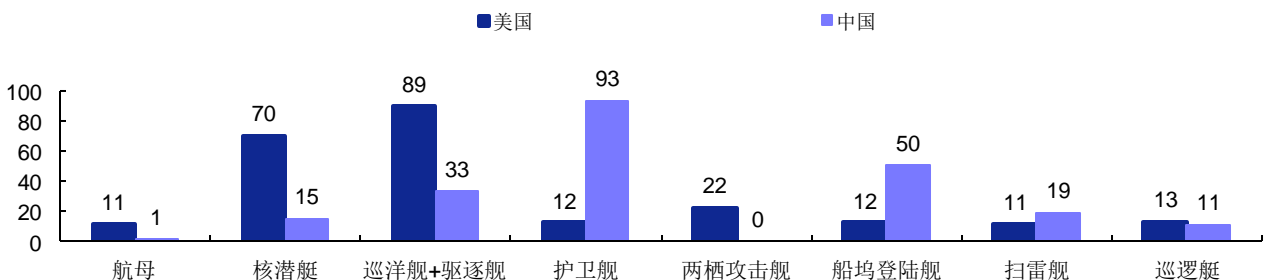
图 8：美军采购项目中海军占据第一序列



资料来源：美国国防部

3) 虽处第一序列，但我国海军装备力量仍较薄弱，急需补短板。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 艘航母作为训练舰使用，而美拥有 11 艘航母；核潜艇数量我国仅有 15 艘而美拥有 70 艘；我国有驱逐舰 33 艘而美拥有巡洋舰 23 艘、驱逐舰 66 艘等等。由此可以看出我国海军主战舰船规模仍有待扩张，海军舰船提速、提量建设，刻不容缓。

图 9：中美海军舰船规模对比



资料来源：Wikipedia，安信证券研究中心

4) 建设航母/两栖登陆编队体系仍是海军装备长期发展方向，海军装备现有编制体系仍有很大舰船列装空间。中长期我国海军或将组建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船搭配组建，各自承担不同的作战任务。

表 1：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
舰船组成	航空母舰 防空驱逐舰 通用护卫舰 攻击核潜艇	两栖攻击舰 两栖运输舰 防空驱逐舰 通用护卫舰	防空驱逐舰 通用护卫舰 常规潜艇 大型补给舰	防空驱逐舰 通用护卫舰 轻型护卫舰 常规潜艇
预测	大型补给舰 舰载战斗机 舰载教练机 舰载直升机	通用护卫舰 常规潜艇 大型补给舰 气垫登陆艇 舰载直升机	舰载直升机	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

然而我国海军装备现有编制体系主要围绕“近海防卫”国防政策进行建设，大多数装备尚不能满足远洋海军发展战略要求。因此，围绕“航母联合攻击群”、“两栖登陆攻击群”、“远洋机动舰队”等海军作战力量体系建设，我国海军装备仍有很大规模提升空间。

图 10：我国海军舰船部队现有编制体系

北部战区海军		东部战区海军		南部战区海军	
驱1支队	7驱4护	驱3支队	4驱4护	驱2支队	6驱6护
驱10支队	4驱6护	驱6支队	6驱6护	驱9支队	6驱4护
旅顺基地	护卫舰11支队（6护） 扫雷舰11大队（2舰2艇）	上海基地	护卫舰13支队（6护） 护卫舰14支队（4护） 扫雷舰4大队（2舰2艇） 扫雷舰9大队（4艇） 导弹快艇大队	广州基地	护卫舰17支队（6护） 护卫舰18支队（6护） 扫雷舰10大队（6舰1艇） 扫雷舰76大队（6艇） 导弹快艇大队
威海水警区	护卫舰12支队（3护）	福建基地	护卫舰第14支队（15护） 护卫舰第16支队（11护） 导弹快艇大队	榆林基地	护卫舰第19支队（11护） 南沙巡逻舰大队（7护） 勤务船大队
青岛水警区	猎潜艇71/82大队	潜艇支队	潜艇22、42支队	潜艇支队	潜艇32、52支队
潜艇支队	潜艇2、12支队	登陆舰5支队	22艘登陆舰	登陆舰6支队	23艘登陆舰
登陆舰1大队	2艘登陆舰	作战支援舰2支队	综合补给舰等	作战支援舰3支队	综合补给舰等
作战支援舰1支队	综合补给舰等	海航第2、5、7师			
海航第2、5、7师		舰载机第1联队	海航第4、6师	海航第8、9师	

资料来源：Wikipedia，安信证券研究中心

但是，也要考虑到我国海军舰船已处在建造高峰期，总体上将呈现数量增长有限、市场规模增速平稳的发展态势。我国航母编队体系建设加快海军舰船建造，海军正处第三次造舰高峰，以055、052D、054A为代表性的大型水面舰船处在交付高峰期。但是，也要考虑到我国海军装备费用占比仍是最高，通过挤占其他军兵种费用实现高增长的可能性较低。因此我们判断长期来看我国海军舰船市场规模的增速将呈现平稳发展的态势。

表 2：我国近几年大型水面舰船下水及交付情况

型号	2014年		2015年		2016年		2017年		2018年(1-11月)	
	下水	交付	下水	交付	下水	交付	下水	交付	下水	交付
国产航母	---	---	---	---	---	---	1	---	---	---
055 大型驱逐舰	---	---	---	---	---	---	1	---	3	---
052D 导弹驱逐舰	3	1	3	2	3	1	1	2	1	4
054A 导弹护卫舰	1	-	3	4	2	3	2	2	1	3

056 轻型护卫舰	5+4	10	8	5+3	6	7+1	---	8	---	3
072 型两栖登陆舰	2	---	3	2	---	4	---	---	---	---
071 型船坞登陆舰	---	---	1	---	---	1	1	---	1	---
903A 型补给舰	2	---	2	1	---	3	---	---	---	---
合计数量	17	11	20	17	11	20	6	12	6	10

资料来源: Wikipedia, 安信证券研究中心

在海军舰船市场规模长期看总体平稳增长的背景下,“大型化、隐身化、信息化”三大趋势引领海军舰船建设,将致使军船配套行业呈现结构性的变化。

大型化: 舰船战力提升的基础支撑。未来海军舰船将配备更多类型和数量的武器装备,以提升综合作战能力,舰船吨位必将大幅提升。当前 055 型驱逐舰等大吨位舰船正在陆续建造;

隐身化: 舰船战力提升的基本要素。我国新一代导弹驱护舰船(如 052D、054A 等)已基本具备局部隐身功能,未来局部隐身向完全隐身转变是大势所趋;

信息化: 舰队互联互通互操作的前提条件。为加强防空、反导和精确打击能力,未来海军舰船将更加注重先进计算机、通讯系统的运用,着力提升全舰的信息化程度。

我们认为,三大趋势背景下单舰价值量将显著提升,并将导致舰船配套行业呈现结构性的变化。对于军船配套行业标的,重点关注其技术方向是否与舰船信息化、隐身化发展趋势一致,以及是否有新产品的研发储备或列装。关于军船配套细分行业,我们重点推荐瑞特股份。

1.1.2. 海军装备价格: 受审计等影响或有所下降, 产业链反腐带来产业集中度提升

海军是我军开展军品审计、军内外反腐的重点方向。海军装备相对于航空装备、陆军装备而言,单项武器装备系统更为复杂,价格更为昂贵,最终导致以航母等大型舰船为代表的重大工程是军品审计的重点方向。海军装备审计导致的结果是: 1) 体现在海军装备系统人员腐败问题上,中船重工集团总经理孙波、纪检组长刘长虹等高级别领导涉嫌受贿犯罪; 2) 体现在海军军改调整事项上,从 2015 年年底启动的海军军改直至 2018 年年底才临近尾声,相对于其他军兵种时间跨度最长,这也是导致 2018 年海军装备订单恢复明显滞后于其他军工装备的主要原因。我们认为,从海军装备掀起的军品审计之风或吹至其他军兵种的重要装备。

表 3: 海军装备系统近年腐败人员一览

人员	职务	事件	时间
汪玉	海军南海舰队装备部原部长, 少将	严重违纪, 涉嫌犯罪。	2016 年 1 月
孙波	中船重工集团原党组副书记、总经理	涉嫌受贿、国有公司人员滥用职权一案, 由国家监察委员会调查终结, 移送检察机关审查起诉。	2019 年 1 月
刘长虹	中船重工集团原党组成员、纪检组组长	严重违反廉洁纪律, 利用职务上的便利在企业经营、选人用人等方面为他人谋取利益, 收受他人财物, 并涉嫌受贿犯罪。	2017 年 9 月
金焱	中船重工集团 712 所原所长、704 所原副所长	涉嫌受贿罪、国有公司人员滥用职权等职务犯罪被移送检察机关依法审查、提起公诉。	2018 年 12 月
卜建杰	中船重工集团 718 所原所长	违规取得加拿大国籍, 利用职务上的便利非法占有公款, 涉嫌贪污犯罪; 利用职务上的便利为他人谋取利益并收受财物, 涉嫌受贿犯罪。	2018 年 12 月

资料来源: 中纪委官网等, 安信证券研究中心搜集整理

军品审计, 叠加军品定价机制改革、五清专项等政策, 将冲击现有价格体系, 海军装备价格预计会有所下降。军改定价机制改革是从源头上降低军品价格, 军委审计署审计是从过程中去除价格虚高或者不合理的内容, 最终或导致装备价格有所下降。官方数据显示截至 17 年底, 军方通过装采网累计发布需求信息 9300 余条, 涉及项目总金额约 600 余亿元, 较计划预算平均降幅超过 20%。我们预计军品定价改革后, 主机产品价格变化可能主要通过严格审价来实现, 对于军船总装厂而言, 南北船军工造船厂竞价也是主要因素; 零部件产品价格比较市场化, 其价格变化还是通过竞争来实现。我们认为, 海军装备价格下降对产业链各环节企业的影响如下: 对成本虚高的产品、转嫁价格压力能力弱的公司有较大压力, 对有动力降

低成本和费用的公司较为有利，对贴近市场化定价、竞争充分的零部件产品影响反而较小。

表 4：军品定价机制改革与五清专项的影响

时间	政策	影响
18-12-6	全军装备系统专项整肃治理任务部署会议召开，拟用 7 个月在全军装备系统开展“清计划、清合同、清资质、清经费、清价格”任务（五清专项），主要是“查找纠治装备系统矛盾问题，研究制定对策措施，健全完善制度机制”	此举将起到深化反腐、完善机制、提高科研生产效率的效果，预计部分已纳入采购计划、签订采购合同的装备或将受到清理，但整体上不会拖慢既定的阶段性强军目标。
可能于 2019 年上半年出台军品定价议价规则。		
19 年上半年	<p>定价原则：大力推行竞争议价，单一来源采购的军品实行成本激励约束制度。竞争议价主要适用于竞争性谈判、公开招标、邀请招标；征询议价主要适用于征询采购方式。</p> <p>价格组成：完全成本定价向目标价格管理转变。军品价格=定价成本+5%×目标成本+激励（约束）利润。</p>	军品价改不必然带来军品采购价格的提升，军品采购或最终表现为量升价降。此次价改由军方推动，旨在“花更少的钱，买到更多更好的装备”。

资料来源：《装备购置目标价格论证、过程成本监控和激励约束定价工作指南》等，安信证券研究中心

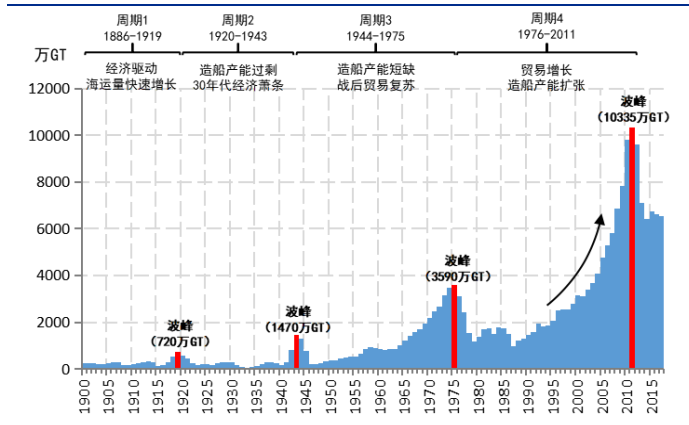
海军装备腐败现象，表明海军装备产业链存在利益输送问题，产业链反腐必将带来产业集中度的提升。军船由于吨位大、系统复杂，造成装备产业链较长且配套繁杂；且可靠性要求没有航空航天等装备高，造成渠道型企业较多，产业集中度较为分散。以瑞特股份所在的舰船配电与机舱自动化系统这一细分行业为例，供应商有上百家，且规模普遍较小、产业集中度较低。我们认为，随着军品审计、反腐工作的持续进行，牵涉利益输送问题的渠道型企业将面临订单减少甚至破产淘汰的境况，海军装备产业集中度有望随之提升。

1.2. 民船：处在长周期底部与中周期复苏拐点，新造船订单向优势船厂集中

民船总装行业核心结论：民船行业总体呈现 3 大趋势，行业景气度总体表现为底部向上。1) 民船市场位于长周期底部位置，当前处在造船中周期复苏拐点；2) 民船供给侧改革持续推进，造船产能加速出清，且新造船订单进一步向优势船厂集中；3) 新造船价格逐步抬升，叠加船钢板价格高位下跌与人民币贬值，船厂盈利水平有望提升。总体上看，民船龙头企业盈利拐点或已到来。

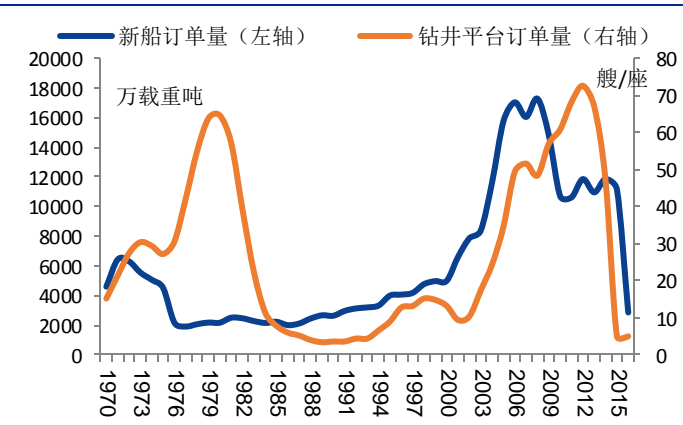
趋势一：民船处在长周期底部，目前正缓慢回暖；而且，2007 年是上一轮造船高峰，10 年一个中周期，当前处在造船中周期复苏拐点。造船行业因建造周期（2~3 年为主）、寿命周期（20~30 年）较长，导致航运、造船较难达到供需平衡，致使造船行业呈现强周期特征。20 世纪以来的近 120 年期间，世界造船市场明显经历 4 次长周期（30 年左右），12 次中周期（10 年左右）和几十余次小周期（3-5 年）。船舶市场运行波动过程是小周期、中周期和长周期相互镶嵌相互叠加的过程。观察最近一个造船周期，2008 年金融危机以来造船业逐步进入深度调整阶段，直到 2016 年，全球船舶海工市场进入双重波谷叠加阶段，是全球造船海工业的最低点。上一轮造船订单高峰是 2007 年，以 10 年为一个中周期，当前正处在造船中周期复苏拐点上。

图 11：20 世纪以来造船市场周期历程



资料来源：中国船舶工业经济研究中心

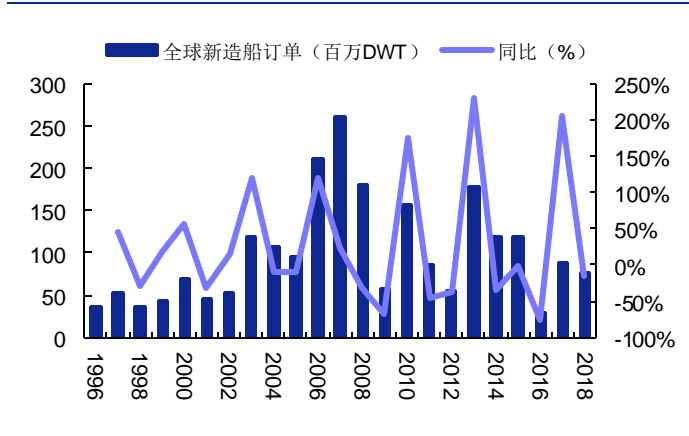
图 12：1970 年以来船舶海工市场周期性波动



资料来源：中国船舶工业经济研究中心

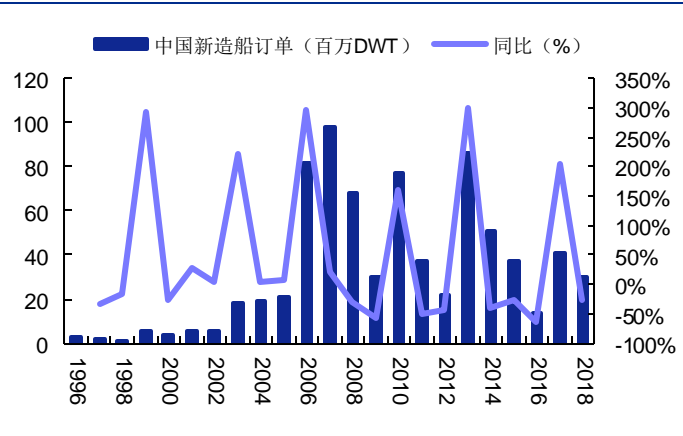
造船业总体呈现波动中有所上升的趋势，2016 年以来新造船订单复苏趋势较为明显。从过去 120 年的造船发展历程来看，造船订单量总体呈现波动中但是有所上升的趋势。自 2016 年底部以来，全球造船业逐步回暖的趋势十分明显。2017 年全球造船新承接订单量（88.91 百万 DWT，+205.9%），中国造船新承接订单量（40.70 百万 DWT，+205.3%），造船订单反弹效应明显；2018 年全球新造船订单量同比减少 13.89%，中国新造船订单量同比减少 26.94%，相比上年同期略有下降，但仍处在 2016 年以来新造船订单反弹的位置上。

图 13：全球新造船订单情况



资料来源：Clarksons，安信证券研究中心

图 14：中国新造船订单情况



资料来源：Clarksons，安信证券研究中心

趋势二：全球民船供给侧改革持续推进，造船订单进一步向优势船厂集中。就中国而言，国内民船供给侧改革围绕两方面展开：造船产能加速出清、高技术高附加值船舶比重提升。

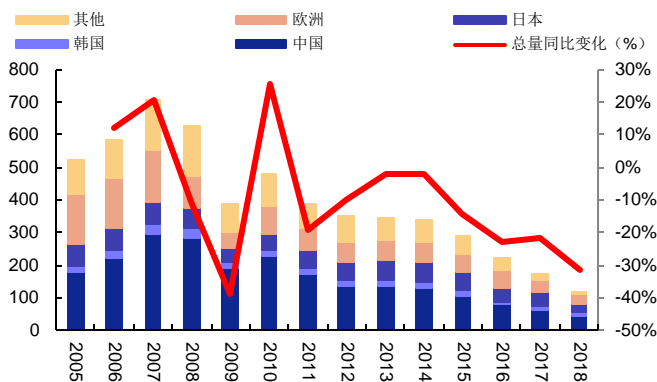
1) 造船产能方面：落后造船产能加速出清，且新造船订单进一步向优势船厂集中。当前阶段处于民船长周期底部位置，越来越多造船企业陷入无单可造、无单可接的困局，破产重组成为行业普遍现象，因此落后造船产能处于加速出清的过程中。据中国船舶工业经济研究中心数据，全球规模以上活跃船厂数量已由 2007 年的 709 家下滑至 2018 年 119 家，减少幅度达到 83%；中国规模以上活跃船厂数量由 2007 年 177 家下滑至 2018 年的 47 家，减少幅度达到 60%。受此影响，2018H1 年全国前 10 家造船企业新接订单量占全国比为 83.3%，比 2017 年底提高 9.9 个百分点，我国造船产业集中度进一步提高。大浪淘沙，优势船企将充分受益全球性民船供给侧改革。

表 5：近年来全球部分破产的船企

船企名称	国家	破产时间	状态
STX 造船海洋	韩国	2016.09	申请破产保护
ForceTEC	韩国	2016.07	申请破产
ShinaSB	韩国	2015.11	申请破产
Noryards BMW	挪威	2016.04	申请破产
Signal International	美国	2015.07	申请破产保护
STX 大连	中国	2015.03	破产清算
浙江造船	中国	2016.04	破产重组
舜天船舶	中国	2015.12	破产重组
熔盛重工	中国	2015.04	破产重组

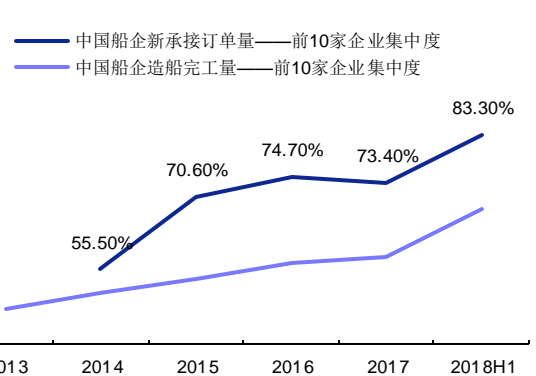
资料来源：国际船舶网，安信证券研究中心搜集整理

图 15：全球船舶工业产能逐步出清趋势显著：全球规模以上活跃船厂数量变化



资料来源：Clarksons，安信证券研究中心

图 16：中国造船产业集中度逐步提升：新造船订单承接与完工量前 10 家船企集中度变化



资料来源：中国船舶工业协会，安信证券研究中心

2) 高技术高附加值船舶方面：高技术高附加值船舶制造向中国转移的趋势正在形成，我国船企造船产品结构持续高端优化。加大“双高”船型研制力度，是我国力推船舶海工业发展的政策，以实现择优扶强，形成一批核心竞争力强的世界级先进船舶和海工装备制造企业。根据工信部等五部委出台的《船舶工业深化结构调整加快转型升级行动计划(2016-2020 年)》，明确提出要调整优化船舶产业结构，到 2020 年海洋工程装备与高技术船舶国际市场份额要达到 35%和 40%左右。目前，以中国船舶旗下外高桥造船为代表的国内船厂，已经具备高附加值船型的设计、建造能力，并且接连获得大型集装箱船、豪华邮轮、FPSO 等高附加值船舶订单，未来我国高端船型市场份额有望得到持续提升。

表 6：外高桥造船承接的高附加值船舶订单

高附加值船舶类型	船东	签订时间	订单说明
FPSO (海上浮式生产储卸装置)	荷兰 SBM Offshore	2018.11.21	1+1+1+1+1 艘建造合同中的第 2 艘
大型豪华邮轮	中船嘉年华及中船邮轮	2018.11.6	2+4 艘 13.55 万总吨 Vista 级大型邮轮
20000TEU 大型集装箱船	中国远洋运输 (集团)	2015.9.9	共承接 4 艘

资料来源：中国船舶工业集团官网，安信证券研究中心搜集整理

国内民船行业供给侧改革受到国家政策面大力支持。我国正在通过以下 3 个方向推动船舶海工产业发展：1) 化解过剩产能，提升产业集中度；2) 加大高附加船舶装备研制力度；3) 择优扶强，形成一批核心竞争力强的世界级先进船舶和海工装备制造企业。

表 7：国家力推船舶海工产业发展的政策

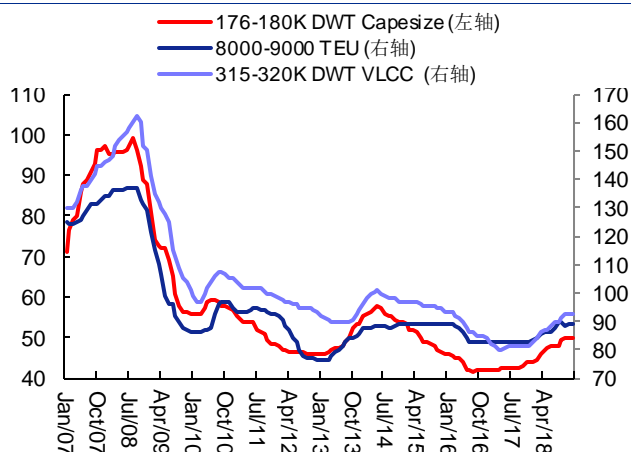
时间	颁布单位	政策	化解过剩产能，提升产业集中度	加大高附加船舶装备研制力度	形成一批核心竞争力强的世界级先进船舶和海工装备制造企业
2012.03	工信部	船舶工业“十二五”发展规划	产业集中度明显提升，前 10 家造船企业造船完工量占全国总量的 70% 以上；	加强船舶、海工装备、配套设备和系统等领域的共性技术研究。	培育国际一流大型企业集团，促进优势企业通过兼并重组等方式扩大高端产品制造能力。
2013.08	国务院	船舶工业转型升级实施方案 (2013-2015)	调整业务结构，鼓励中小企业转型转产， 淘汰落后产能 ；企业兼并重组稳步推进，产业集中度不断提高。	开展船舶和海洋工程装备关键技术攻关；	推进企业兼并重组，集中资源、突出主业，整合一批大型造船、修船及海洋工程装备基础设施资源， 发展具有国际竞争力的船舶企业集团 。
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)	促进落后企业 转产转业和破产重组 ； 产业集中度 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 。	海工装备与高技术船舶国际市场份额达到 35% 和 40% 左右；加大对智能船舶、深远海装备、极地技术及装备等领域攻关力度， 组织实施重大专项工程 。	动态调整船舶行业“白名单”，择优扶强，引导社会资源向优势骨干企业集聚； 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 。

资料来源：工信部等，安信证券研究中心搜集整理

趋势三：新造船价格逐步抬升，叠加船钢板价格高位下跌，船企盈利水平有望提升。

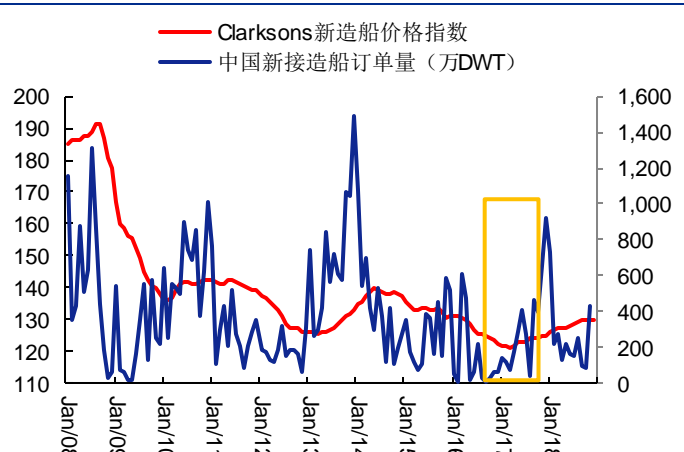
1) 新造船价格方面：三大主流船型（取 180K DWT Capesize、9000TEU、VLCC）新造船价格自 2017 年底以来逐步抬升，但相对于 2008 年价格高位仍处在低位水平。以 18 万 DWT Capesize 为例，其在 2016.12、2017.12、2018.12 的船价分别为 4200 万、4400 万、5000 万美元，船价逐步抬升；但是相对于 2008.08 的 9900 万美元仍处在低位水平。此外，很重要的一点是：受船舶设计与订货周期影响，船厂从签订船舶合同到开工间隔期 0.5~1 年左右不等；再结合船舶 1-2 年的建造期以及按照完工百分比法确认收入，船企 2018 年营收多由 2016~2017 年订单贡献。随着 2017 年中国新造船订单量与价格同步上涨，我们预计船企的经营性业绩将得到逐季好转。

图 17：三大主流船型新造船价格变化（百万美元）



资料来源：Clarksons，安信证券研究中心

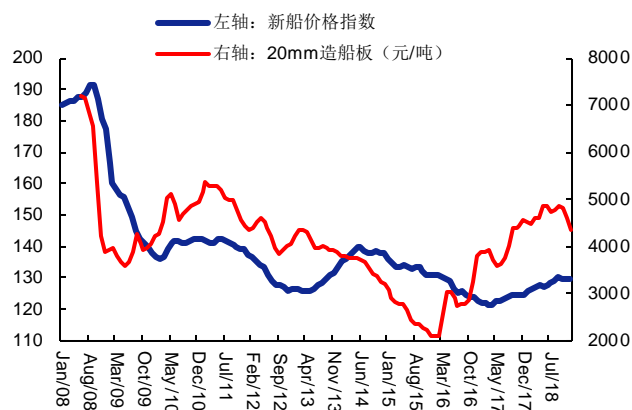
图 18：Clarksons 新造船价格指数与造船



资料来源：Clarksons，安信证券研究中心

2) 船厂成本与盈利能力影响因素之一：船钢板价格呈高位下跌趋势。以国内 20mm 船板（上海地区）为例，当前报价 4330 元/吨与 2018.06 高点相比下降（550 元/吨，-11.27%）。以 18 万 DWT Capesize 为例，其用钢量约 2.7 万吨，该船型船用钢板成本占比将由 2018.06 的 42.23% 下降到 2018.12 的 31.50%。我们认为，新造船价格抬升叠加船钢板价下跌，造船企业盈利水平有望得到逐步提升。

图 19: Clarksons 新造船价格指数与造船板价格



资料来源: Clarksons, 安信证券研究中心

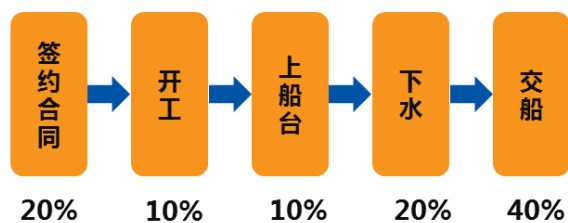
图 20: 上海地区 20mm 船板价走势



资料来源: Clarksons, 安信证券研究中心

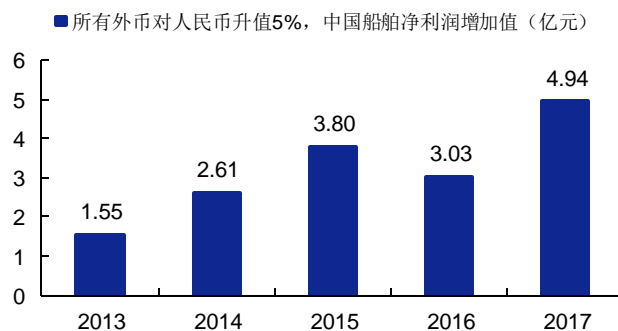
3) 船厂成本与盈利能力影响因素之人民币汇率: 船舶建造合同以美元计价, 人民币汇率下跌造船企业有望获得汇兑收益。由于公司船舶建造合同(出口船舶为主)主要以美元计价, 人民币汇率对公司的汇兑收益/损失形成较大影响。造船企业先签合同后开工建造, 造船周期长且分工程时点结款。整个造船节点与结款比例如下: 签约合同(预付合同款 20%)——开工(合同款 10%)——上船台(10%)——下水(20%)——交船(40%)。大型船舶建造周期约 1~2 年, 因此签订合同时的汇率可能在履行合同时已发生很大改变, 不同时点美元兑人民币汇率将直接影响船企汇兑损益。以中国船舶为例, 在所有境外经营净投资套期及现金流量套期均高度有效情况下, 所有外币对人民币升值 5% 的情况下, 2016/2017 年中国船舶将增长净利润 3.03、4.94 亿元, 对当期净利润影响较大。**2018 年人民币的贬值有利于中国船企产生大额汇兑收益, 实现盈利水平的增长。**

图 21: 造船节点与结款比例



资料来源: 安信证券研究中心, 付款比例随船市变化

图 22: 人民币汇率变化对中国船舶历年净利润的敏感性



资料来源: Clarksons, 安信证券研究中心

1.3. 海工：海工产品交付形势依旧严峻，海工在手订单或成船厂业绩重大包袱

海工装备行业核心结论：国际原油价格影响海洋油气项目的经济性，并直接决定海工装备制造市场景气度。虽然 2018 年 1-9 月国际原油价格有所攀升，但是受制于全球船厂手持海工订单规模庞大，海工建造市场需求依然低迷。而且海工装备交付形势依然严峻，在手海工订单或成为造船企业重大包袱。因此，船舶总装厂标的是否具备投资价值首先应关注其是否在手海工订单是否进行过充分的资产减值损失计提。

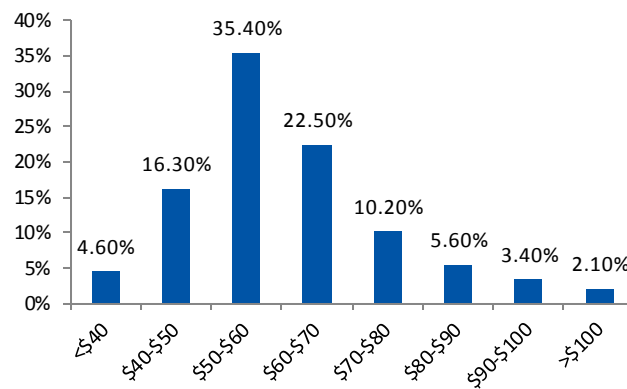
国际原油价格影响海洋油气项目的经济可行性，其走势直接决定海工市场。相对于传统的陆上油气资源来说，海上油气田开发成本较高，且投资回报周期较长，从全球海工装备成交额与布伦特原油现货价格走势对比分析来看，油价的走势直接决定海工市场的景气度。

图 23：油价走势直接决定海工市场



资料来源：中国船舶工业经济与市场研究中心

图 24：待开发海上油气田开发成本分布



资料来源：中国船舶工业经济与市场研究中心

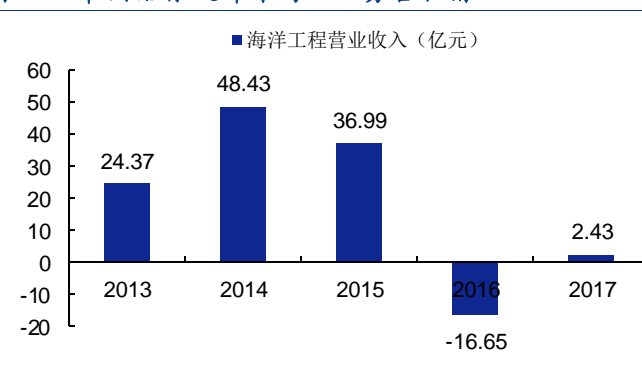
2009~2012 年高油价下，造船企业从低迷造船市场迅速进军海工市场，获得大额海工订单。造船企业在过去几年切入海工市场的背景：一方面，全球造船产能在经历 2006~2007 年造船牛市后迅速扩张，但 2008 年金融危机后船舶市场迅速萎靡，造船企业迫切谋求产业转型；另一方面，2009~2012 年国际原油价格高企导致海工市场持续火爆。因此，全球海工装备成交额在 2011~2013 年达到高峰。以中国船舶为例，其自 2011 年后陆续获得海工订单。

图 25：中国船舶近年来获得海工产品订单情况

时间(年)	海工订单承接情况
2011	承接 2 座 JU2000E 型自升式钻井平台 (26 亿元)。年底再中标中油海 JU2000E 型自升式钻井平台项目。
2012	承接 1 座 JU2000E 型自升式钻井平台。
2013	承接 6 座自升式钻井平台，4 座平台供应船 (PSV)；承接 2 艘 FPSO 改装项目。
2014	承接 4 座自升式钻井平台。
2015	由于油价深幅下跌，全年无海工订单承接。
2016	由于油价深幅下跌，全年仍无海工订单承接。
2017	新承接 1 艘 FPSO 订单。
2018	新承接 1 艘 FPSO 订单。

资料来源：wind，安信证券研究中心

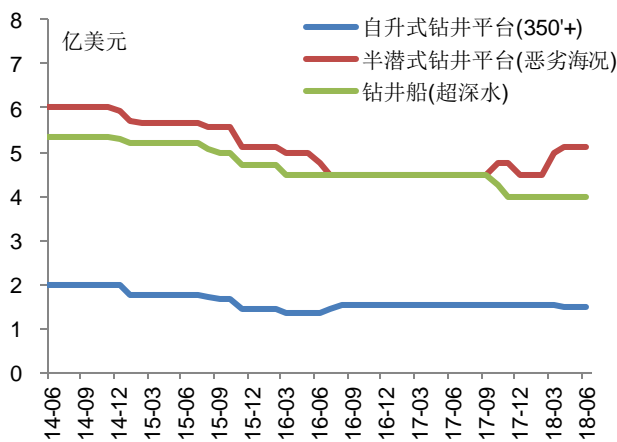
图 26：中国船舶近年来海工业务营收情况



资料来源：wind，安信证券研究中心

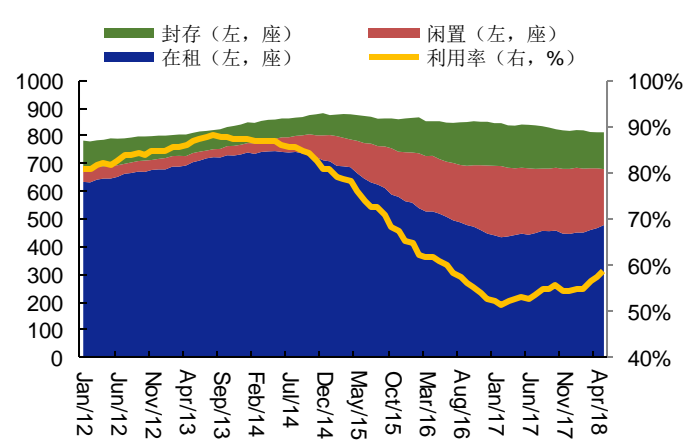
但是，2012~2017 年期间油价快速回落，导致海工装备市场需求迅速萎缩与供给产能严重过剩的矛盾十分突出。2014 年以来，全球海工装备成交额受油价回落影响急速萎缩，2016 年跌入谷底，仅成交 52 亿美元，2017 年回涨至 94 亿美元，2018 年上半年延续 2017 年以来的低位回涨态势。但是严重萎缩的市场需求难以满足全球海洋工程装备建造产能的巨大缺口，行业竞争持续白热化，海工装备新建价格 2016 年以来持续低位震荡。目前来看，仍有较多的钻井平台处于封存或闲置状态，总体利用率仍不足 60%，导致钻井平台新建市场仍未见好转。

图 27: 钻井平台新建价格走势



资料来源: 中国船舶工业经济与市场研究中心, 安信证券研究中心

图 28: 钻井平台供需情况



资料来源: 中国船舶工业经济与市场研究中心, 安信证券研究中心

海工装备交付形势依然严峻, 在手海工订单或成为造船企业重大包袱。虽然 2018 年 1-9 月受益于国际原油价格的持续攀升, 海洋工程装备运营市场温和复苏, 但受制于手持订单规模庞大, 海工建造市场仍未见明显好转。此外, 重要的是: 当前全球在建或已建成海工装备多为船东在油价骤跌之前投机订造, 目前船东也深陷经营困境, 资金断裂, 债务压身, 接船能力也大不如前, 推迟交付成为行业常态, 更有甚者以各种理由撤单。2018 年上半年全球海洋工程装备交付率仅为 26%, 特别是钻井平台, 交付率仅为 7%。

表 8: 2017 年以来全球海工装备交付率

装备类型	2017 年			2018 年 (1-6) 月		
	年初计划	实际交付	交付率	年初计划	实际交付	交付率
钻井平台	112	15	13%	57	4	7%
生产平台	22	22	100%	14	11	79%
海工船	601	173	29%	408	108	26%
总计	735	210	29%	479	123	26%

资料来源: 中国船舶工业经济与市场研究中心, 安信证券研究中心

对于船企的海工产品, 一方面主要关注国际原油价格走势, 按照海工行业经验, 当原油价格保持高于 75 美元且保持 3 个月以上时, 船东认为海工产品经营状况可改善, 有利于海工产品交付。另一方面, 由于海工产品交付情形仍未见好转迹象, 保守起见要关注船企在手海工产品是否计提过资产减值损失。因此, 船舶总装厂标的投资首要考虑的风险是: 在手海工订单是否计提了充分的资产减值损失。目前 4 家船舶总装标的(中国动力武汉船机有海工业务), 中国船舶、中国重工已对在手海工订单进行充分的资产减值损失计提。

表 9: 船舶总装上市公司对海工订单的处理情况

上市公司	对海工订单的处理情况
中国船舶	2016 年, 公司计提海工产品减值损失 21.6 亿元, 2017 年, 公司将手持的 7 座自升式钻井平台及 4 艘平台供应船转让给天津中船建信海工投资管理有限公司, 合同金额总计 74.836 亿元; 当年并对手持 4 艘海工订单计提减值 14.4283 亿元。已实现充分计提。
中国重工	2018.12.20, 中国重工拟向中船重工集团出售中国重工下属涉及海工业务的子公司山造海工 53.01% 股权和青岛武船 67% 股权。此举将终止山造海工和青岛武船海工业务持续亏损对上市公司效益的影响, 有利于公司盈利能力的提高。
中船防务	海工业务主要以黄埔文冲船厂为主, 目前尚未计提资产减值损失。
中国动力	海工业务主要以武汉船机为主, 目前尚未计提资产减值损失。

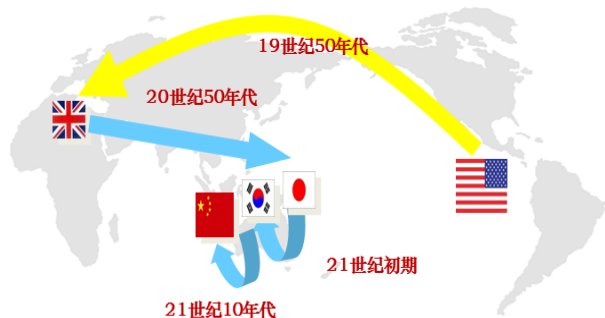
资料来源: wind, 安信证券研究中心

1.4. 船配：全球性船配产业向中国转移趋势明显，船配产业集中度有望提升

船配细分行业核心结论：全球船配产业向中国转移是造船业转移的第二阶段，当前转移趋势明显；国内船配产业存在国产化设备装船率低、产业集中度低的“两低问题”，当前处在民船周期底部致使规模较小、竞争力差的船配厂商面临淘汰，船配产业集中度提升是必然趋势，按此思路可选择拥有军品业绩保障、当前可大力拓展民品市场的标的。此外，船配行业呈现电气化、智能化的发展趋势，“船机电”向“电机船”转换已是必然，因此舰船电气化、智能化等产品需求层出不穷，按此思路，对于舰船配套厂商而言重点关注其技术方向是否与舰船信息化（包括电气化、智能化）、隐身化发展趋势一致，以及是否有新产品的研发储备或列装。

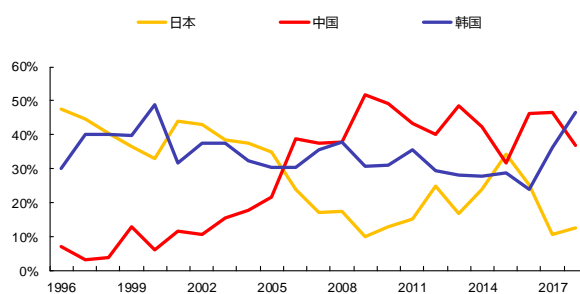
世界造船工业重心向中国转移的趋势没变，目前我国已完成全球低技术含量船舶的承接，成为造船大国。从造船业发展规律来看，技术和劳动力成本是决定世界造船业格局的两大基本因素，因此造船业的国际转移是从发达国家向发展中国家的转移。全球造船产业历经几次大的产业转移：从英国到美国；从美国到西欧；从西欧到日韩；如今造船产业重心正逐步转向中国。从造船业转移过程来看，分为两个阶段：第一阶段，低技术含量常规船的建造的转移；第二阶段，高技术含量船舶建造及船舶配套设备制造的转移。目前，我国已完成造船产业转移的第一阶段：低技术含量船舶的承接，成为造船大国。

图 29：世界船舶工业重心向中国转移的趋势没变



资料来源：中国船舶工业经济研究中心

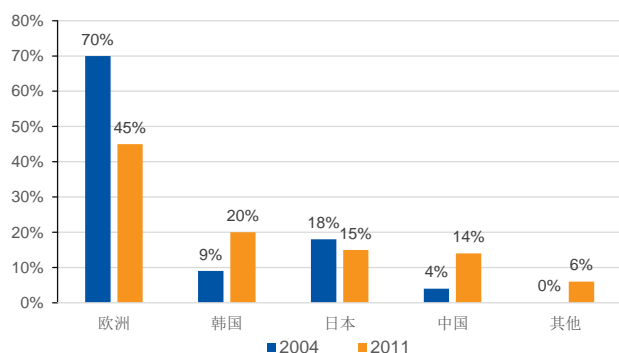
图 30：中日韩新接造船订单占全球份额变化



资料来源：Clarksons，安信证券研究中心

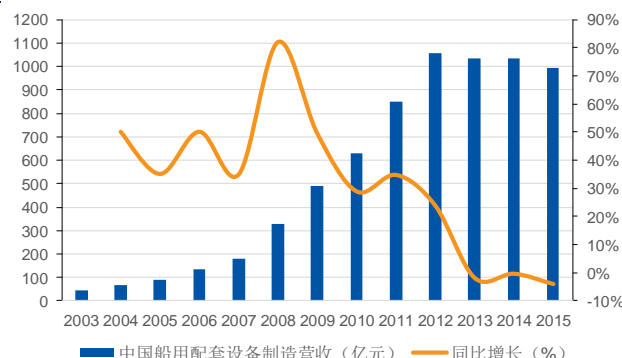
造船产业转移的第二阶段：世界船配产业向我国转移的趋势明显，我国船配业的发展机遇凸显。目前，造船产业的第二阶段，全球性船配产业向我国转移趋势十分明显：从全球船舶配套产品产值分布的演变情况来看，我国船配业产值占全球份额由 2004 年的 4% 上升至 2011 年的 14%；从我国船配企业发展情况来看，我国船配企业产值逐年快速增长，2005~2015 十年间复合增速达到 27.3%。

图 31：全球船舶配套产值分布演变情况



资料来源：公司公告，安信证券研究中心搜集整理

图 32：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

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 10：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高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

然而，国内船配产业存的国产化设备装船率低、产业集中度低的“两低问题”非常显著。

1) 国产船配设备装船率低：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。以舰船电气及自动化设备领域为例，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。正如船舶工业深化结构调整加快转型升级行动计划(2016-2020 年)提出的，十三五期间散货船、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。国产船配设备装船率低说明船配企业市场空间还具有很大的增长潜力。

2) 国内船配产业集中度低：以舰船电气及自动化设备领域为例，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。正如船舶工业深化结构调整加快转型升级行动计划(2016-2020 年)提出的，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。此外，长时间的民船产业低迷将致使规模较小、竞争力差的船配厂商面临淘汰，船配产业集中度提升是必然趋势。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。按此思路，我们可以选择拥有军品业绩保障（或者军品占比较高）、当前大力拓展民品市场的船配龙头标的。

船舶电气化、智能化、集成化的发展趋势下，“船机电”向“电机船”转换已是必然。因此舰船电气化、智能化等产品需求层出不穷。按此思路，对于舰船配套厂商而言重点关注其技术方向是否与舰船信息化（包括电气化、智能化）、隐身化发展趋势一致，以及是否有新产品的研发储备或列装。

综上，船配领域我们重点推荐瑞特股份：超 70%的军品占比，当前正大力拓展民船配套市场；立足船电底层技术，顺应舰船信息化（电气化、智能化）发展趋势，研发储备的多款新产品具备放量列装潜力；纵向拓展下游市场份额、横向拓展产品种类的发展思路将使其快速成长。

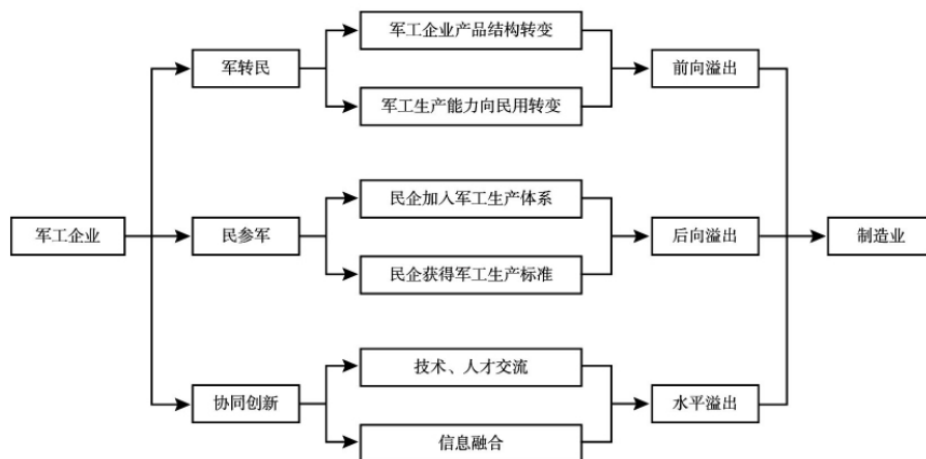
2. 船舶产业链：军民融合特征最为明显，业绩弹性在军工板块中最大

2.1. 船舶产业链：与其他军工装备行业相比，船舶装备产业链军民融合程度最深 我们认为，军工企业盈利来源于以下两个方面：

1) 军费稳步增长带来稳定的军品订单增长。虽然短期来看，我国海、空、信息化装备仍处在补短板阶段，致使该 3 个细分方向发展增速较快；但是长期来看，军工行业发展与下游客户需求紧密相关，下游客户为单一的、仅为 200 万人的军队，装备列装需求空间必然有限。此外，装备列装速度与国防军费支出直接相关，考虑到大国崛起必然引起周边局势扰动、我国武器装备进入跨代建设期等均需要庞大的军费支撑，国防预算或将不断增长，但我国的军费占 GDP 比重始终在 1.21%-1.32% 之间，比例相对稳定，也很难挤占其他财政支出份额，因此我们预计国防预算将保持稳步增长，2019 年预计国防预算增速在 7.0-8.0%。因此，军工行业具备稳健发展的基本特征。

2) 军工高端技术溢出效应，军民融合发展方式取得更大的成长空间，民品业务是军工企业业绩弹性所在。一方面，军工企业通过“军转民”调整产品结构，利用军工的特殊优势进行民品生产服务。如卫星导航、大型邮轮设计生产等。在保障国防需求的情况下，军工企业的生产技术装备、工艺、材料和人员等可由军事专用性向军民通用性转换，如核能发电、地质勘探等。在此过程中，军工企业可产生对下游产业的前向技术溢出。另一方面，“民参军”使民企加入到军工生产序列，获得军工的生产标准和技术帮扶，因此，军工企业会对参与军工生产的制造业企业产生后向技术溢出。最后，在军民融合的深度融合阶段，军工企业和科研院所同民企、高校形成协同创新体系，在军工优势领域，军工企业会对制造业产生水平方向上的知识性溢出。因此，军民融合深度发展有利于军工企业以及民参军企业获得更大的发展空间。

图 33：军工企业技术溢出的发生机制



资料来源：《军工企业发展对制造业技术溢出效应研究》，安信证券研究中心

目前军工各细分板块中，船舶装备军民融合程度最深，船舶产业链企业的业绩弹性也最大。

表 11：军工个各细分板块军民融合发展程度

产业	我国军民融合发展现状
船舶	军民融合程度最深，船舶产业是新中国第一个挣外汇的军工产业。江南造船、沪东中华等国内所有军工造船企业均从事军民船生产业务。我国民船产业已完成低技术含量船舶的承接，成为造船大国，目前正在向造船强国发展。
核电	军民融合程度较深，截至 2018 年 9 月底，我国投入商业运行的核电机组共 40 台（不含台湾地区），装机容量达到 39269.16 Mwe。
大飞机	战略新兴产业，C919 等国产大飞机尚未实现批量生产。当前除了附加值较低的机体结构制造由国内企业主导（多为军机制造商，如西飞、哈飞、沈飞等），国外企业在附加值较高的发动机、航机电系统等方面具有明显技术优势。
民用直升机	潜力巨大，但受低空管制限制且不会突然开放；且放开后也需考虑到中外直升机品牌性能、价格等方面的竞争，国产直升机或占据一部分市场份额，不宜预期过高。

资料来源：安信证券研究中心

舰船装备产业链可以简单划分为总装厂和船配，具体标的汇总如下：

表 12：我国舰船装备产业链

大类	企业性质	上市公司	主营业务	市值	2017 年营收	2017 年净利润
总装厂	隶属中船重工集团	中国重工	军民船总装	1,031.88	387.76	8.38
	隶属中船工业集团	*ST 船舶	民船总装	185.08	166.91	-23.00
	隶属中船工业集团	中船防务	军民船总装	111.88	223.13	0.88
	民企	天海防务	民船设计与总装	28.13	14.84	1.64
	民企	江龙船艇	公务执法船/旅游休闲船总装	24.40	4.23	0.35
动力系统	隶属中船重工集团	中国动力	舰船动力装置	377.58	231.47	12.02
	湖南地方国企	湘电股份	舰船电机	53.44	97.06	0.91
信息化装备	隶属中船重工集团	中国海防	舰船电子与信息化装备	97.12	3.63	0.82
	隶属中船重工集团	久之洋	舰船红外装备	34.63	3.11	0.45
	民企	瑞特股份	舰船电气设备与机舱自动化系统	28.62	4.15	1.08
	民企	海兰信	舰船电子设备	42.68	8.05	1.03
机械化装备	民企	全信股份	舰船海水淡化装置	32.93	5.67	1.23
原材料	民企	康达新材	舰船聚酰亚胺泡沫	24.60	5.50	0.44
	民企	台海核电	舰船核动力相关设备	87.92	24.70	10.14

资料来源：wind，安信证券研究中心，单位：亿元

2.2. 船舶总装厂：下游军民船景气度向上，但需考虑资产减值损失计提是否充分

下游军民船景气度均向上：1) 军船：军船订单 18 年受军改影响有所减少，19 年迎高速增长确定性大。海军军改调整有望 18 年年底结束，19 年军船订单将迎补偿性增长；军船需求空间大，未来一段时间内仍将处建设高峰期。2) 民船：民船行业总体呈现 3 大趋势，行业景气度总体表现为底部向上。①民船市场位于长周期底部位置，当前处在造船中周期复苏拐点；②民船供给侧改革持续推进，造船产能加速出清，且新造船订单进一步向优势船厂集中；③新造船价格逐步抬升，叠加船钢板价格高位下跌与人民币贬值，船厂盈利水平有望提升。总体上看，民船龙头企业盈利拐点或已到来。

但是，仍要考虑到海工装备交付形势依然严峻，在手海工订单或成为造船企业重大包袱。因此，船舶总装厂标的是否具备投资价值首先应关注其是否在手海工订单是否进行过充分的资产减值损失计提。**船舶总装相关标的我们重点推荐：*ST 船舶、中国重工，并关注中船防务。**

2.3. 船舶配套厂：产业集中度提升带来较大机会，重点关注军品占比较高的厂商

军船配套产业：“大型化、隐身化、信息化”三大趋势将致使军船配套行业呈现结构性变化，对于舰船配套厂商而言重点关注其技术方向是否与舰船信息化、隐身化发展趋势一致，以及是否有新产品的研发储备或列装。

民船配套产业：全球船配产业向中国转移是造船业转移的第二阶段，当前转移趋势明显；国内船配产业存在国产化设备装船率低、产业集中度低的“两低问题”，当前处在民船周期底部致使规模较小、竞争力差的船配厂商面临淘汰，船配产业集中度提升是必然趋势；拥有军品业绩保障的船配公司可大力拓展民品市场。此外，船配行业呈现电气化、智能化的发展趋势，“船机电”向“电机船”转换已是必然，因此船舶电气化、智能化等产品需求层出不穷。

按此思路，选择拥有军品占比高的标的；并重点关注其技术方向是否与舰船信息化、隐身化发展趋势一致，以及是否有新产品的研发储备或列装。**我们重点推荐：瑞特股份。**

3. 重点上市公司

3.1. *ST 船舶：民船处在长周期底部，民船龙头业绩反转可期

行业层面：民船总体呈现 3 大趋势，利于民船龙头实现业绩反转。

1) 民船处在长周期底部，目前正缓慢回暖；而且，2007 年是上一轮造船高峰，10 年一个中周期，当前处在造船中周期复苏拐点。从过去 120 年的造船发展历程来看，造船订单量总体呈现波动中但是有所上升的趋势。自 2016 年船舶海工双重周期底部以来，全球造船业逐步回暖的趋势十分明显。2017 年全球造船新承接订单量（8702 万 DWT，+199.8%），中国造船新承接订单量（4062 万 DWT，+204.0%），造船订单反弹效应明显；2018 年 1-11 月全球新造船订单量同比减少 4.4%，中国新造船订单量同比减少 12.0%，相比上年同期略有下降，但仍处在 2016 年以来新造船订单反弹的位置上。

2) 民船供给侧改革持续推进，造船产能加速出清，且新造船订单进一步向优势船厂集中。造船产能方面：据中国船舶工业经济研究中心数据，全球规模以上活跃船厂数量已由 2007 年的 709 家下滑至 2018 年 119 家，减少幅度达到 83%。受此影响，2018H1 年全国前 10 家造船企业新接订单量占全国比为 83.3%，比 2017 年底提高 9.9 个百分点，我国造船产业集中度进一步提高。大浪淘沙，优势船企将充分受益全球性民船供给侧改革。高附加值船舶方面：高技术高附加值船舶制造向中国转移的趋势正在形成，我国船企造船产品结构持续高端优化。

3) 2019 年船钢板价或呈下降趋势，且伴随新造船价格逐步抬升，造船企业盈利水平有望提升。新造船价格自 2017 年底以来逐步抬升，叠加船钢板价格呈高位下跌趋势，以国内 20mm 船板（上海地区）为例，当前报价 4330 元/吨与 2018.06 高点相比下降（550 元/吨，-11.27%）。以 18 万 DWT Capesize 为例，其用钢量约 2.7 万吨，该船型船用钢板成本占比将由 2018.06 的 42.23% 下降到 2018.11 的 32.48%。我们认为，新造船价格抬升叠加船钢板价下跌，造船企业盈利水平有望得到逐步提升。

公司层面：主业经营向好，资产减值损失计提充分并置出亏损企业，轻装上阵利于业绩改善。

1) 外高桥造船是国内第一民船龙头，2018 年至今新签订单 25 艘船，合同总价约 200 亿元。2018 年至今，外高桥造船于 2018 年新签订单 25 艘船（22 艘/408.4 万 DWT 散货船+2 艘/13.55 万总吨 Vista 级大型邮轮+1 艘 30 万 DWT FPSO），合同总价约 200 亿元，为外高桥造船未来几年持续生产经营与业绩增长提供了充足保障。外高桥造船 2018 年至今持续接单 25 艘验证了造船订单向优势船厂集中这一趋势的判断，且随着造船市场逐步回暖，外高桥造船经营接单情况未来将继续好转。

2) 资产减值损失已计提充分，承接订单再出现大额资产减值损失的风险较小；连续置出长兴重工和中船圣汇两大亏损资产，并转让中船邮轮科技股权，轻装上阵助力业绩改善。2018Q3 公司资产减值损失为 0.26 亿元，环比减少 90.58%。再加上公司已陆续置出江南长兴重工、中船圣汇等亏损企业，并转让邮轮科技亏损资产，轻装上阵有助力业绩改善。

重申观点：ST 仅代表过去，民船龙头或将扭亏为盈。我们认为，民船处在长周期底部，现呈逐步回暖趋势。公司作为我国民船龙头企业，将受益于民船逐步回暖及造船业供给侧改革。公司当前 PB=1.13，处于历史底部区间；新造船价格抬升与船钢板价格下跌有望提升公司盈利水平。我们预计 2018、2019 年公司将扭亏为盈，实现净利润 4.36、5.19 亿元，对应当前股价的 PE 为 43、36 倍，维持“买入-B”评级。

风险提示：1) 造船市场继续低迷；2) 船钢板等原材料价格高企；3) 中美贸易存在不确定性走势；4) 汇率波动。

3.2. 中国重工：国内最大海洋防务装备上市公司，军工市值第一股配置价值凸显

中国重工是国内最大海洋防务装备上市公司。公司分军民品两大业务线，军品：全产业链的舰船研发设计制造上市公司，具体产品包括：航空母舰、核动力潜艇（分包）、常规动力潜艇、大中型水面战斗舰船、大型两栖攻击舰、军辅船等。民品：国内民船建造三大集团之一，民品业务包括：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。

军品：海军装备订单 18 年受军改负面影响较为明显，19 年迎来较高增长确定性大。2018 年海军仍处军改调整阶段，军船订单依旧受到压制。我们预计海军军改将在 2019 年初调整到位，对海军装备采购的影响将大幅削弱；再结合海军装备强烈的列装需求，2019 年海军装备订单将呈现补偿性增长，较高增长确定性大。从长期看，我国远洋海军建设任重道远，舰船装备补短板需求强劲，未来一段时间内仍将处建设高峰期，对于中国重工而言长期军品订单充沛。中国重工是我国海军装备建设龙头单位，旗下三大军工造船厂：大连船舶重工集团以建造航母、055、052D 等大型水面舰船为主；武昌船舶重工集团军船产品涵盖常规动力潜艇、护卫舰、登陆舰等，种类多元化；渤海船舶重工集团以建造核潜艇为主，进入上市公司体内的是核潜艇分包业务。2019 年是中国海军成立 70 周年，也是海军军改调整结束后的第一年，海军装备订单将迎来补偿性地较高增长，公司作为国内舰船建造龙头单位将充分受益。

民品：民船总体呈现 3 大趋势，利于民船龙头实现业绩反转。1) 民船市场位于长周期底部位置，当前处在造船中周期复苏拐点；2) 民船供给侧改革持续推进，造船产能加速出清，且新造船订单进一步向优势船厂集中。2018H1，全国前 10 家造船企业新接订单量占全国比为 83.3%，比 2017 年底提高 9.9 个百分点，造船产业集中度提升趋势明显。3) 新造船价格逐步抬升，叠加船钢板价格高位下跌，船厂盈利水平有望提升。以 18 万 DWT Capesize 为例，其用钢量约 2.7 万吨，该船型船用钢板成本占比将由 2018.06 的 42.23% 下降到 2018.11 的 32.48%。总体上看，民船龙头企业盈利拐点或已到来，并将得到逐季改善。

海工：拟出售海工业务主体山造重工 53.01% 股权和青岛武船 67% 股权，避免海工低迷的负面影响并能有效提升盈利能力。海工装备交付形势依然严峻，在手海工订单已成为造船企业重大包袱。当前全球在建或已建成海工装备多为船东在油价骤跌之前投机订造，目前船东也深陷经营困境，资金断裂，债务压身，接船能力也大不如前，推迟交付成为行业常态，更有甚者以各种理由撤单，2018 年上半年全球海洋工程装备交付率仅为 26%，特别是钻井平台，交付率仅为 7%。2018 年年底，中国重工拟向中船重工集团出售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，以避免海工业务持续低迷对公司整体效益的负面影响，并能进一步提升公司的盈利能力与资金使用效率。

军工市值第一股，配置价值凸显。中国重工当前总市值 1032 亿元，是中证军工指数第一大权重股（权重为 10.48%），并且长期处于 A 股军工上市公司龙头地位，其股价波动可对军工板块造成较大影响。公司股价经历 3 年下跌且跌幅较大，当前 PB=1.22，市值与 PB 估值均处于历史底部位置。2019 年，公司将迎来海军装备订单较高增长，民船底部逐步回暖的双重利好拐点，配置价值凸显。

风险提示：全球船舶与海工市场继续低迷；海军装备建设放量不及预期；汇率波动；民船需求萎缩。

3.3. 瑞特股份：军品占比超 70%的技术型民参军，19 年或迎快速成长拐点

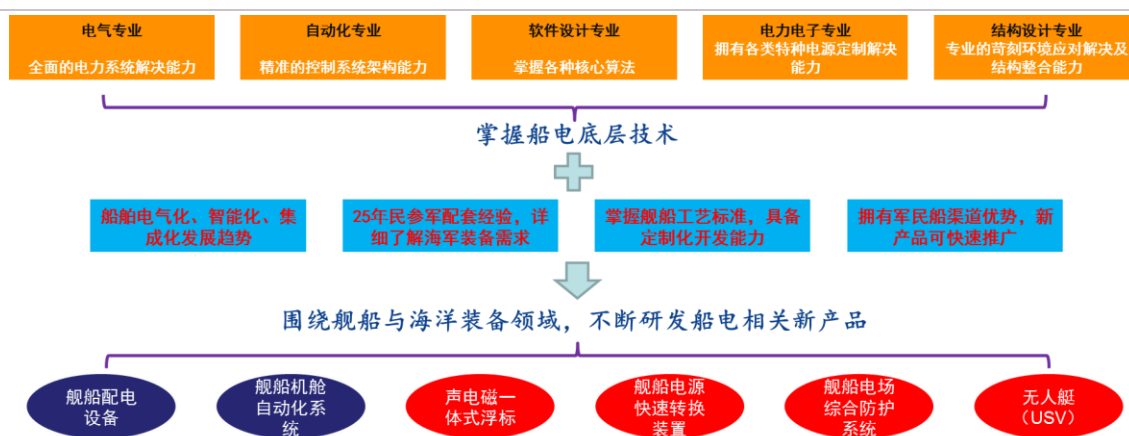
舰船配套与海洋科技装备领域的技术型民参军；超 70%军品占比的海军装备核心标的，产品应用于所有军船型号。公司是专门从事舰船电气及自动化系统研制的高新技术企业，主营产品包括舰船电气化设备与海洋科技智能装备。公司以军民融合模式发展 25 年，目前已成为海军、国家海洋局、海事局、渔政、航道局等部门的主要供应商之一。

1) 军品：海军装备订单 18 年受军改影响有所减少，19 年迎较高增长确定性大。海军军改调整有望 18 年年底结束，19 年军船订单将迎补偿性增长；军船需求空间大，未来一段时间内仍将处建设高峰期。此外，军改调整、军品定价机制改革均将导致渠道型企业面临订单缩减甚至淘汰的局面，作为技术型民参军的瑞特股份有望获得更多的军品订单。

2) 民品：船配产业集中度较低，民船周期底部致使规模较小、竞争力差的船配厂商面临淘汰，船配产业集中度有望得到提升。我国船舶配电与机舱自动化系统的供应商有上百家，规模普遍较小，产业集中度较低。公司拥有军品业绩保障，目前在民船周期底部可大力拓展民船配套市场份额。作为舰船配电与机舱自动化系统领域的唯一上市公司，公司有望发展成为民船配套龙头单位。

3) 新产品：立足船电底层技术，研发储备的多款新产品具备放量列装潜力。我们提炼出公司的技术发展路径：掌握船电底层技术，拥有舰船电气与自动化领域的人才队伍与核心技术；在船舶电气化、智能化、集成化的发展趋势下，“船机电”向“电机船”转换已是必然，因此舰船电气化、智能化等产品需求层出不穷；基于 25 年的参军配套经验，公司具备详细了解海军装备需求及需求分析的能力；掌握舰船工艺标准，具备定制化开发能力；通过军民船的现成渠道优势，推出的舰船配套与海洋科技智能装备新产品能够得到快速推广与落地。目前，公司围绕舰船与海洋科技装备领域，已研发出系列化船配新产品，诸如：声电磁一体式浮标、舰船电源快速转换装置、舰船电场综合防护系统、无人艇、舰船隐身材料等。多款新产品具备批量化列装的潜力。

图 34：瑞特股份技术发展路径



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

投资建议：技术型民参军军民融合式发展潜力巨大：军品受益于军船订单 19 年补偿式增长以及中长期持续建造；民品受益于民船配套产业集中度提升。立足船电技术陆续推出新产品保障中长期快速成长，2019 年将为公司快速成长拐点。我们预计 2018-2020 年净利润分别为 1.06、1.30、1.72 亿元，2019-2020 年的净利润增速分别为：22.6%、32.3%，对应当前股价的 PE 分别为 23X、17X，维持“买入-A”评级。

风险提示：军民品下游需求波动风险；市场竞争风险。

3.4. 中船防务：华南最大军用舰船建造基地，重点关注海工品减值损失情况

中船防务是集海洋防务、海洋运输、海洋开发和海洋科考装备等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。公司隶属于中船工业集团，旗下包括广船国际、黄埔文冲两大船厂。公司产品结构多元，在军船、民船、海工等业务上均具备领先优势。

军品：中国最大的军辅船生产商及国内重要的公务船建造基地，将充分受益于海军装备订单较高增长。2018 年海军仍处军改调整阶段，军船订单依旧受到压制。我们预计海军军改将在 2019 年初调整到位，对海军装备采购的影响将大幅削弱；再结合海军装备强烈的列装需求，2019 年海军装备订单将呈现补偿性增长，较高增长确定性大。从长期看，我国远洋海军建设任重道远，舰船装备补短板需求强劲，未来一段时间内仍将处建设高峰期，对于中船防务而言长期军品订单充沛，短期军品恢复性反弹可期。中船防务是海军华南地区最重要的军用舰船、特种辅船的生产保障基地，先后建造了二十多型共计 200 余艘舰船以及多型海警船。2019 年是中国海军成立 70 周年，也是海军军改调整结束后的第一年，海军装备订单将迎来补偿性地较高增长，公司作为国内舰船建造龙头单位将充分受益。

民品：民船总体呈现 3 大趋势，利于民船龙头实现业绩反转。1) 民船市场位于长周期底部位置，当前处在造船中周期复苏拐点；2) 民船供给侧改革持续推进，造船产能加速出清，且新造船订单进一步向优势船厂集中。3) 新造船价格逐步抬升，叠加船钢板价格高位下跌，船厂盈利水平有望提升。中船防务是国内疏浚工程船和支线集装箱船最大最强生产基地；油船全系列产品上处于国内领先、世界一流的水平；在客滚船、半潜船、极地模块运输船等船舶及高端建筑钢结构市场上享有盛誉。其中广船国际以生产灵便型液货船、半潜船等船舶著称；黄埔文冲在多功能深水勘察船、平台供应船、支线集装箱船及挖泥船领域处于领先地位。我们认为，随着民船底部逐步回暖叠加造船成本下降趋势，民船龙头企业盈利拐点或已到来，并将得到逐季改善。

海工：是公司当前主要的风险点。当前全球在建或已建成海工装备多为船东在油价骤跌之前投机订造，目前船东也深陷经营困境，资金断裂，债务压身，接船能力也大不如前，推迟交付成为行业常态，更有甚者以各种理由撤单，2018 年上半年全球海洋工程装备交付率仅为 26%，特别是钻井平台，交付率仅为 7%。海工装备交付形势依然严峻，在手海工订单已成为造船企业重大包袱。目前，中船防务旗下黄埔造船在手的海工订单将成为业绩累赘，因此我们需要密切跟踪中船防务 2018 年年报对海工产品减值损失的处理情况，若进行充分的资产减值损失计提，则可重点关注中船防务。

中船集团资本运作与中船防务市场化债转股值得关注。1) 解决同业竞争问题：中船工业集团曾承诺要解决集团旗下如中国船舶、中船防务、江南造船、沪东中华等造船子公司的同业竞争问题；2) 完成 2020 年资产证券化率目标：据《中国证券报》报道，中船工业集团将进一步推动资产证券化，下属三个上市平台将分别从不同方向承接公司优秀资产。集团资产证券化率在十三五期间将从目前的 30% 左右提升至 70%；3) 完成中船防务市场化债转股方案：2018 年，中船防务推出市场化债转股方案，引入 9 名投资者以债权或现金方式对标的公司（全资子公司广船国际、中船黄埔）增资，合计增资 48 亿元。并与 9 名交易方共同签署《发行股份购买资产的框架协议》，以 24.33 元/股的价格发行 1.97 亿股，购买上述交易对方持有的广船国际 23.58% 的股权、黄埔文冲 30.98% 的股权。目前股价严重倒挂，因此中船工业集团进行资本运作解决上述 3 类问题值得关注。

投资建议：2018 年三季报公司归母净利润亏损 5.77 亿元，我们预计公司在手海工订单仍将对业绩造船较大负面影响，预计 2018 年大幅亏损。如若公司进行充分的资产减值损失计提，在军民船迎来双重拐点的背景下，可重点关注中船防务。

4. 风险提示

4.1. 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。

4.2. 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，未来存在舰船建造节奏放缓的风险。

4.3. 民船市场需求波动风险

受国际及国内宏观经济形势的影响，全球远洋运输业的发展有所波动，进而为船舶制造业带来一定的波动周期，最终会对船舶总装厂、船舶配套企业的经营产生一定的不利影响。

■ 行业评级体系

收益评级:

领先大市—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

风险评级:

A —正常风险, 未来 6 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 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、余平声明, 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	朱贤	021-35082852	zhuxian@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
	林立	021-68766209	linli1@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
北京联系人	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
深圳联系人	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	杨晔	0755-82558046	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-82558183	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82558361	wanghy8@essence.com.cn
	黎欢	0755-82558045	lihuan@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