

# 船舶电气与自动化装备龙头 受益于军民融合深度发展

## 核心观点:

- **船舶电气与自动化龙头，国内军民融合典型**  
公司是国内船舶电气与自动化系统行业龙头，主要客户为我国南北船两大军工集团。公司产品涉及军民两大领域，是国内军民融合企业的典型代表。近年来军品收入占比逐年提升。未来随着民船市场的逐步复苏，公司民品市场有望获得长足发展。
- **国产船用配套设备装船率偏低，市场空间依然较大**  
我国“十二五”末国产船舶电气设备装船率和国产船舶自动化系统装船率约分别为 30%和 10%，预计未来五年船舶配套高端领域国产化将加速，2020 年电气设备和自动化系统领域的国产化率有望分别达到 50%和 25%。再考虑到船舶制造业市场缓慢复苏，市场容量逐步扩大，我们预计 2020 年船舶电气与自动化市场容量将分别达到约 143.9 和 125.8 亿元，年复合增长率分别为 16.7%和 26.6%。
- **海军国防建设重要性提升，公司将受益于军民融合深度发展**  
我国海洋权益保护问题日益凸显，海军的信息化改造需求迫切，我们预计未来海军装备发展仍将维持较高增速。未来随着国家军民融合的深入推进以及公司系统集成能力的提升，公司产品的单船价值量将进一步提高，助力公司的可持续增长。
- **募投项目投产破除产能瓶颈，巩固公司行业领先地位**  
公司募投项目因早期预先投入已经达到使用状态，破除了束缚公司发展的产能瓶颈。随着项目逐步达产，公司将新增船舶配电设备产能 1400 台套，船舶自动化控制设备 360 台套，预计每年为公司贡献收入 2.02 亿元，净利润 4955 万元。
- **估值及投资建议**  
我们预计公司 2017 年至 2019 年归母公司净利分别为 1.26 亿元、1.56 亿元和 1.90 亿元，对应 EPS 分别为 1.26 元、1.56 元和 1.90 元，当前股价对应 PE 为 37x、29x 和 24x。参照可比公司估值的平均水平，公司估值优势较为明显。作为船舶电气与自动化行业龙头，随着军民融合发展的推进，公司将显著受益于海军装备发展和民船行业复苏，首次覆盖给予“推荐”评级。

## 主要财务指标

	2016A	2017E	2018E	2019E
营收(单位:百万元)	367.78	455.84	564.38	685.10
净利润(单位:百万元)	101.71	126.27	156.33	189.77
yoy	-4.76%	24.14%	23.81%	21.39%
EPS(单位:元)	1.02	1.26	1.56	1.90
P/E	54.22	37.06	29.93	24.66

资料来源:公司公告,中国银河证券研究部

## 瑞特股份 (300600.SZ)

**推荐** 首次评级

## 分析师

鞠厚林

☎: 010-66568946

✉: juhoulin@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511010007

傅楚雄

☎: 010-83574171

✉: fuchuxiong@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130515010001

李良

☎: 010-66568330

✉: liliang\_yj@chinastock.com.cn

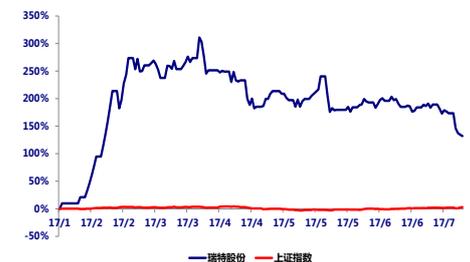
执业证书编号: S0130515090001

## 市场数据

2017/8/7

A 股收盘价(元)	46.79
A 股一年内最高价(元)	84.33
A 股一年内最低价(元)	17.99
上证指数	3279.46
市盈率(2017)	37.06
总股本(万股)	10000.00
实际流通 A 股(万股)	2500.00
流通 A 股市值(亿元)	11.70

## 相对指数表现图



资料来源:中国银河证券研究部

## 相关研究

## 投资概要:

### 驱动因素、关键假设及主要预测:

公司的主营业务是船舶电气与自动化业务，涉及军民品两大领域。

民品市场受益于经济形势回暖和船舶电气与自动化设备国产化装船率提升，市场发展潜力较大；军品市场受益于我国海军国防建设力度加大和海上战略转型，预计将持续较快增长。公司具有研发优势和丰富的产品线，将受益于市场空间的扩大和产业集中度的提高，随着产能瓶颈的突破，我们认为公司经营业绩将较快增长。

船舶电气业务：近几年，受宏观经济影响，公司船舶电气业务增速有所放缓，但考虑到船舶工业正处于底部回升阶段，且国产化率逐年提高，预计未来五年船舶电气市场年复合增速为 16% 以上，我们认为公司作为行业龙头，业务增速有望超过行业平均水平，达到 16% 至 18%。毛利率水平可能随着民品收入比例的提升而略有下降。

船舶机舱自动化业务：公司船舶自动化业务整体增速较快，2014 年和 2016 年同比增长均超过 50%。随着船舶工业回暖、海军国防建设力度加大和国产化装船率继续提高，船舶自动化业务有望维持高增长态势。预计行业未来五年复合增速为 26% 以上，公司作为该领域领导者，且收入基数不高，未来三年有望维持 30% 以上的复合增速。毛利率水平同样因民船市场复苏带来的民品收入比例的提升而略有下降。

### 我们与市场不同的观点:

2016 年公司净利润增长率出现负值，市场认为目前公司发展前景不佳。我们认为，由于公司利润下降的原因在于受非经常性损益的影响，而扣非后净利润增长 20% 左右，说明公司主业经营仍然保持较好态势。公司作为国内为数不多的具有自主创新能力和系统配套集成优势的企业，随着市场需求量的增长和国产设备装船率的提升，公司业绩有较大的提升空间。同时公司目前在手订单充足，募投项目的逐步达产有望进一步提升公司盈利水平，未来成长性看好。

### 估值与投资建议:

我们预计公司 2017 年至 2019 年归属母公司净利润分别为 1.26 亿元、1.56 亿元和 1.90 亿元，对应 EPS 分别为 1.26 元、1.56 元和 1.90 元，当前股价对应 PE 为 37x、29x 和 24x。参照可比公司估值的平均水平，公司估值优势较为明显。作为船舶电气与自动化行业龙头，随着军民融合发展的推进，公司将显著受益于海军装备发展和民船行业复苏，首次覆盖给予“推荐”评级。

### 股价表现的催化剂:

民品市场需求量增长；军民融合深度发展。

### 主要风险因素:

客户集中度较高的风险；募投项目投产不达预期的风险。

## 目 录

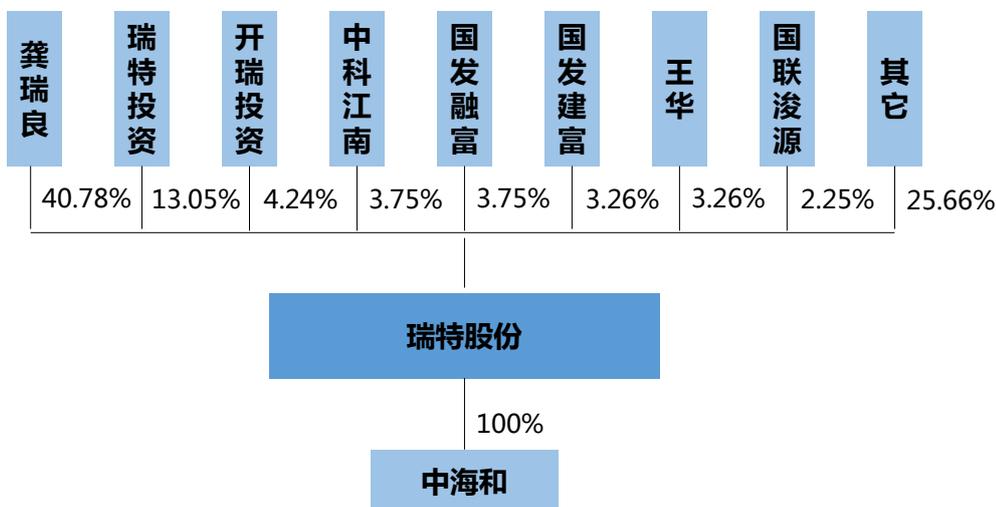
一、瑞特股份：船舶电气及自动化系统行业龙头 .....	4
（一）军民融合典型，军品收入占比达七成 .....	4
（二）公司盈利能力稳步提升 .....	5
二、行业发展趋势向好，公司业绩提升空间较大 .....	6
（一）国内船舶配套业务发展进入新阶段 .....	6
（二）船舶电气与自动化行业壁垒高，市场集中度提升是大势所趋 .....	7
（三）受益于国产替代，船舶电气与自动化市场空间广阔 .....	10
（四）技术和产品线优势明显，公司市场份额有望进一步扩大 .....	13
三、募投项目逐步达产，短期产能瓶颈已破除 .....	16
四、盈利预测及估值 .....	17
（一）关键假设及公司各项业务分类预测 .....	17
（二）估值及投资建议 .....	17
图目录 .....	19
表目录 .....	19

## 一、瑞特股份：船舶电气及自动化系统行业龙头

### （一）军民融合典型，军品收入占比达七成

公司由常熟市瑞特电器有限责任公司于2012年8月整体变更设立，专注于生产舰船电器、自动化设备，以及船舶电力系统、自动化系统集成业务。公司研发和生产技术领先，市场竞争优势明显，是该领域的龙头企业之一。董事长龚瑞良先生长期从事船舶配套电器的研制生产，主持研发的项目曾获得海军科技进步三等奖和综合登陆舰安全保障系统军队科技进步一等奖。截至一季度末，龚瑞良及其控制的瑞特投资合计持有公司 53.83%的股权。

图 1 公司股权结构



资料来源：Wind、中国银河证券研究部整理

公司产品主要包括船舶配电系统及船舶机舱自动化系统。作为船舶电气与自动化系统专业供应商，公司主要的直接客户为我国南北船两大军工集团，目前已成为国家海洋局、中国海事局、中国渔政、航道局及中国人民解放军海军部队等政府部门与机构的主要供应商之一。

图 2 公司部分产品示例

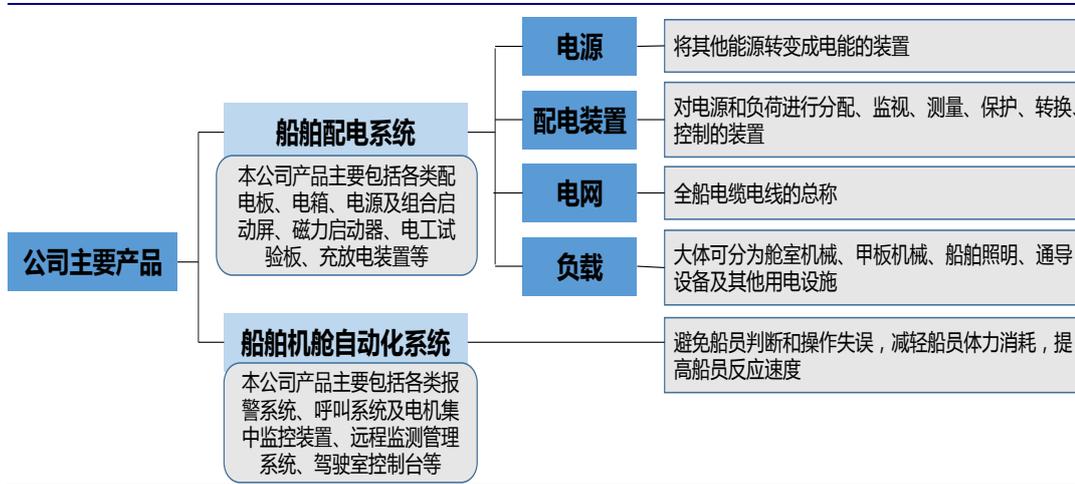


资料来源：公司网站

从单船价值量占比来看，公司产品价值约占船舶总价的 11%左右，其中船舶电气设备价值占比约为 4%，主要包括船舶电站、船舶电力网和电气负载三部分。船舶自动化系统价值

占比约为 7%，主要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。

图 3 公司产品分类及其用途



资料来源：公司招股书、中国银河证券研究部整理

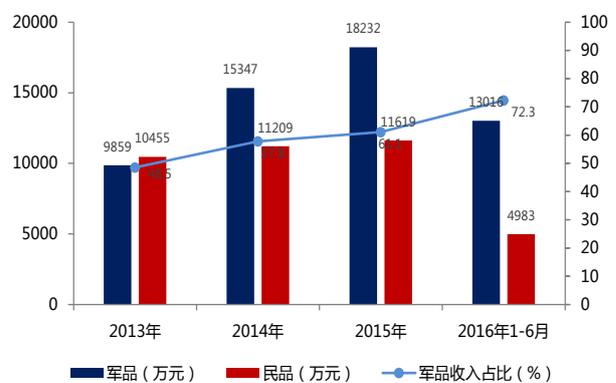
从产品结构来看，近年来，公司船舶自动化产品由于增速较快，收入占比逐年攀升，目前已达到 40.79%，船舶配电系统业务成熟度较高，依旧呈现稳步增长态势，但收入占比连年下滑。从应用领域来看，公司产品涉及军、民品两大领域，根据招股书，军品收入占比逐年提升，目前已达七成以上，民船市场需求不振，民品收入规模相对稳定，业务占比有所下滑。

图 4 公司主营业务收入构成



资料来源：公司年报、中国银河证券研究部整理

图 5 公司军民品收入及占比



资料来源：公司招股书、中国银河证券研究部整理

## （二）公司盈利能力稳步提升

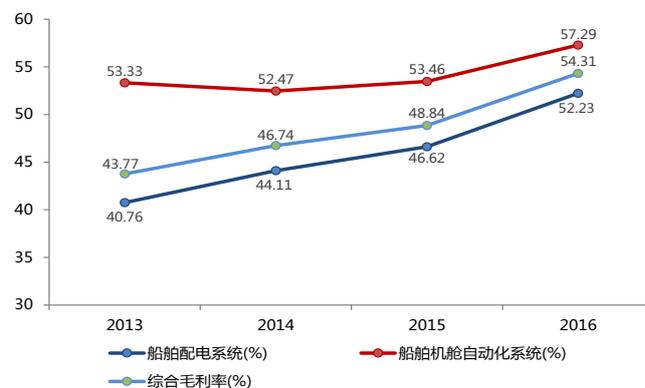
公司 2016 年营业收入 3.68 亿元，同比增长 21.87%，扣非净利润 0.95 亿元，同比增长 20.62%。归母净利润 1.02 亿元，同比负增长，原因在于上一年度非经常损益贡献较大。整体来看，公司主业收入稳步增长，主要得益于船舶配套业的稳步发展以及公司募投项目投产。由于公司产品主要应用于海军舰船、公务船、海工船等领域，对产品的技术水平和生产工艺等方面要求较高，加之公司产品具有一定的技术壁垒，产品毛利率保持在较高水平且逐年稳步提升，2016 年公司两大类产品毛利率均达 50% 以上。

图 6 历年来收入利润情况



资料来源：公司年报，中国银河证券研究部整理

图 7 历年毛利率变动情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

## 二、行业发展趋势向好，公司业绩提升空间较大

### （一）国内船舶配套业务发展进入新阶段

#### 1、船舶配套业将受益于下游的需求复苏和产品升级

下游行业的波动和升级对行业影响较大。首先，船舶制造业周期性波动较大，配套行业与其相关性较强，也呈现明显的周期性特征。其次，随着科技发展，船舶自动化、网络化、节能化的推进，企业需要通过不断加大技术研发投入、持续更新换代才能更好地满足客户需求。

近年来，受宏观经济不景气影响，造船业整体低迷，船舶配套业也未能幸免，但随着下游船运需求逐步复苏，以及船用配套设备技术进步带动的本土化装船率的稳步提升，船舶配套业的复苏进程值得看好。

上游行业供给和价格波动影响较小。首先，上游钢材、电子元器件等行业基本属于竞争性行业，本行业所需的大多数原材料及配件都可以得到充足供应。其次，上游产品价格波动会对本行业利润产生一定影响，但影响程度有限，由于本行业属于订单式生产，产品价格是在预测未来原材料价格的基础上加一定比例毛利形成，且产品在方案设计、生产工艺、技术水平等方面具有较高的技术含量，这些因素均降低了原材料价格波动带来的影响。

#### 2、政策支持力度渐大，船舶配套产业发展可期

船舶工业是军民融合的战略产业。随着 21 世纪海上丝绸之路战略的提出，维护国家海洋权益、加快海洋开发、保障战略运输安全迫在眉睫，从中央到地方各级政府均出台了一系列鼓励政策用于支持和鼓励我国船舶工业，船舶配套业是政策支持的重点内容之一。

**表 1 近年来船舶配套业相关政策**

颁布单位	政策名称	相关内容
工信部、发改委、国防科工局	《船舶工业深化结构调整加快转型升级行动计划（2016-2020年）》	到 2020 年，力争海洋工程装备与高技术船舶国际市场份额达 35%和 40%左右；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 70%以上；配套能力明显增强，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 80%、60%和 40%以上。
工信部	《船舶配套产业能力提升行动计划（2016-2020年）》	到 2020 年，基本建成较完善的船用设备研发、设计制造和服务体系，拥有竞争力较强的品牌产品；配套能力显著提升，三大主流船型、高技术船舶本土化船用设备平均装船率分别达到 80%和 60%以上，船用设备关键零部件本土配套率达到 80%，成为世界主要船用设备制造大国。
国务院	《船舶工业加快结构调整促进转型升级实施方案（2013-2015年）》	提高船用设备配套能力，扩大国内有效需求，推动船舶产品结构升级；明确“十二五”后三年，高技术船舶、海洋工程装备主要产品国际市场占有率分别达到 25%和 20%以上；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。
工信部	《船舶工业“十二五”发展规划》	船舶配套业销售收入达到 3,000 亿元，形成一批具有知识产权的国际知名品牌产品，品牌船用设备装船率达到 30%以上；在船舶自动化和系统集成等方面取得重要突破。
发改委、国防科工局	《船舶工业中长期发展规划（2006-2015）》	提高自主研发能力和船用设备配套能力，本土生产的船用设备的平均装船率达到 80%以上；向深水化、大型化和系统化方向发展。
工信部	《产业转移指导目录（2012 年本）》	东北地区：以大连、葫芦岛为重点，发展高新技术、高附加值船舶和海洋工程装备。 东部地区：以上海、南通、舟山为重点，打造世界级高技术船舶、海洋工程装备及配套产品产业集群；以天津、青岛、广州、深圳、珠海为中心，建设高技术船舶和海洋工程装备制造产业集聚区。 中部地区：增强沿江城市内河船舶、特种船舶、关键船舶配套产品的市场竞争力。
发改委	《产业结构调整指导目录（2011 年本）》	明确鼓励发展：高附加值、高技术含量的专业船舶、海工船等；通用和专用海洋工程配套设备；豪华游艇开发制造及配套产业和船舶通讯导航及自动化系统等关键船用配套设备。
发改委	《海洋工程装备产业创新发展战略》	到 2015 年，基本形成海洋工程装备产业的设计制造体系，初步掌握主力海洋工程装备的自主设计和总包建造技术、部分新型海洋工程装备的制造技术、以及关键配套设备和系统的核心技术，基本满足国家海洋资源开发的战略需要。
交通运输部	《内河运输船舶标准型指导体系》	在安全上，以现行船舶建造规范法规的要求为基础；在高效上，通过船舶主尺度系列标准，提高船舶与船闸、升船机等通航设施的适应性和通过能力，通过能源强度指标，提高船舶的能效性能；在绿色上，通过 CO2 排放强度指标，实现船舶减排的目标；在先进性上，通过鼓励新材料、新技术、新方法、新设备、新工艺和新能源等在船舶上的应用，鼓励技术进步。
江苏经信委	《江苏省船舶工业“十二五”规划》	船舶配套继续保持全国第一，市场份额占全国 50%以上，主要船用设备制造技术达到世界先进水平，主流船型本土化船用设备平均装船率达到 80%以上；销售收入超百亿企业超过 6 家。

资料来源：中国银河证券研究部整理

## （二）船舶电气与自动化行业壁垒高，市场集中度提升是大势所趋

### 1、船舶配套业的聚集效应提高行业壁垒

从产业地域分布看，主要船舶配套设备生产企业向大型造船基地聚集的趋势明显，形成了长江三角洲地区、重庆湖北地区、环渤海地区、珠江三角洲地区四大配套集群；从产品分类看，形成了不同主导产品分别以不同城市为中心的生产基地。

船舶配套业的产业集聚有利于集中人才、拉进市场，并大幅降低原材料成本、人力资源成本和交易成本，形成专业化协作体系，从而发挥集中生产规模经营的优势，这些因素在一定程

度上强化了行业进入壁垒。

图 8 船舶配套产业布局

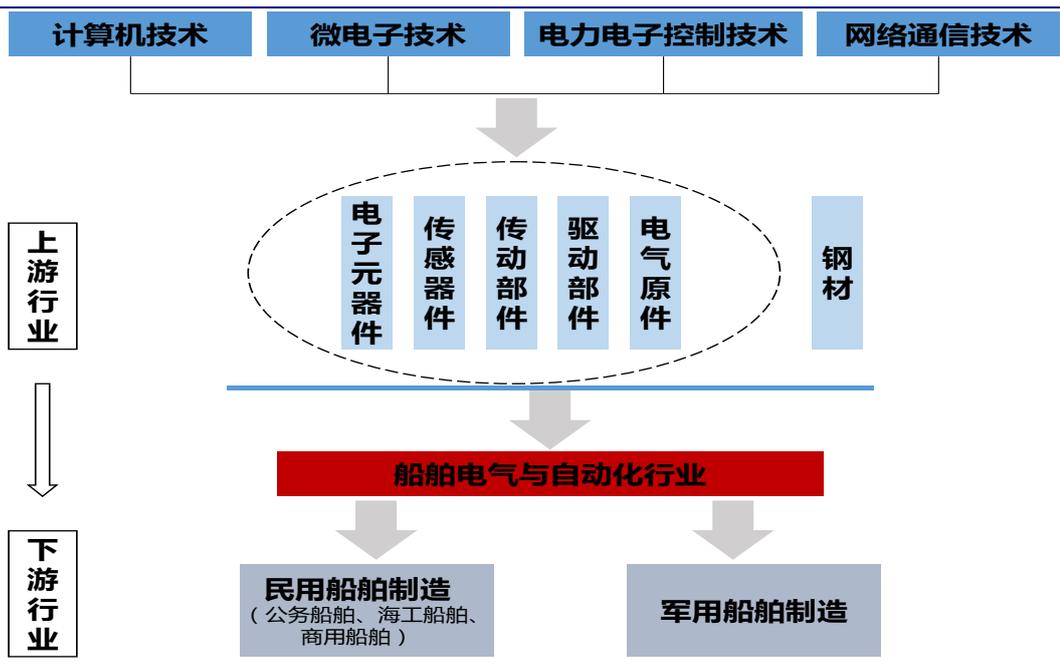


资料来源：公司招股书、中国银河证券研究部整理

## 2、船舶配套业技术壁垒逐步提高

船舶电气与自动化行业属于船舶配套业的细分领域。其上游行业包括电子元器件、电机、继电器、断路器及船用配电装置中的零部件和关键部件加工业；下游行业主要为船舶制造业，包括运输船、公务船、海洋工程船舶等民用船舶以及军用船舶等各种类型船舶的制造行业。

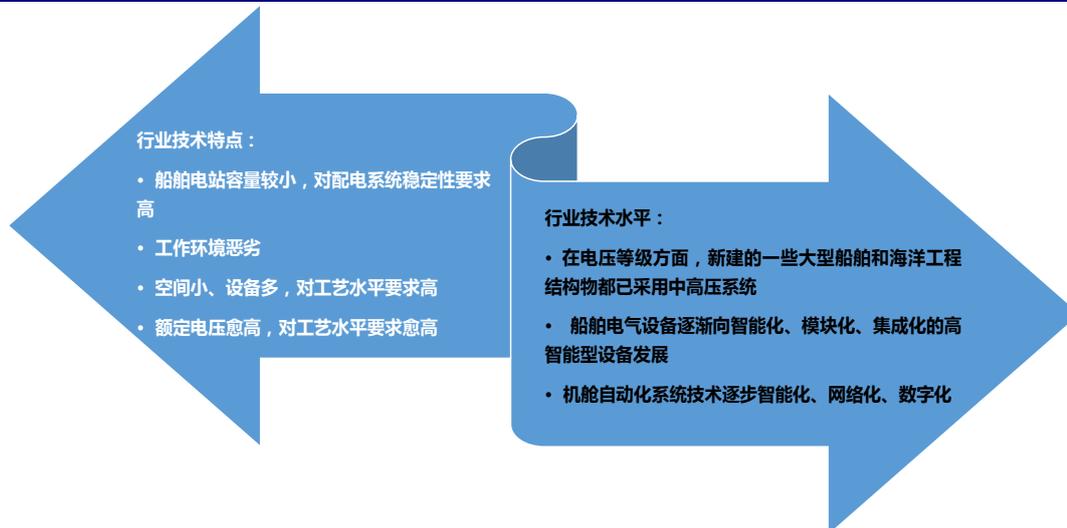
图 9 船舶电气与自动化行业产业链



资料来源：公司公告、中国银河证券研究部整理

基于上游电子产业的发展趋势和下游客户需求，船舶电气与自动化行业近年来正从传统的结构复杂、操作困难向智能化、数字化、信息化、网络化等技术方向发展。

图 10 船舶电气与自动化行业技术特点



资料来源：公司招股书、中国银河证券研究部整理

当前，行业产品种类多样，供应链呈功能网络状结构，客户粘度较高。此外，行业在官方授权认证和专业技术等方面均具有较高的进入壁垒。

### 3、民品市场集中度将提高，军品市场格局相对稳定

船舶电气自动化设备市场从终端客户的角度可分为军品和民品市场，民品市场对国外开放，参与企业较多，竞争较为激烈；而军品市场考虑到安全因素，国外企业进入壁垒较高，主要以国内企业为主，竞争格局较为稳定。

表 2 军民品市场竞争情况

所属市场	企业类型	企业举例	竞争地位
民品市场	国际领先企业	施耐德、西门子、ABB、现代、寺崎等	占据中国的出口船舶与较大部分海工船舶市场
	国内知名企业	瑞特股份、赛尔尼柯等	市场空间较大，竞争较小，产品利润率相对较高
	中小民营企业	企业数量较多	生产规模小，同质化严重，市场竞争激烈
军品市场	国际领先企业	施耐德、西门子、ABB 等	受很大限制，难以直接进入
	拥有国防军工资质的国内厂商	瑞特股份、温州博弘、浙江永宏、锦州北方航海仪器有限公司等	凭借先进可靠的技术、完善的服务赢得较大市场份额

资料来源：公司公告、中国银河证券研究部整理

在国内民品市场，船舶电气、自动化系统生产企业由于研发投入不足，除部分业内领先企业外，总体技术水平不高。从船舶配套行业的竞争格局来看，参与竞争的企业主要可分为国际领先企业、国内知名企业、中小民营企业三大类，其中国际领先企业凭借先进的技术、发达的市场销售网络和全球化的售后服务网络，在市场中处于优势地位。国内知名企业凭借生产规模与生产技术优势获得国际领先企业的认可，在市场中与之保持合作与竞争，同时由于

该行业进入壁垒和客户粘度均较高，该类企业面临的市场竞争较小，产品利润率相对较高。中小民营企业生产规模小且产品同质化，面临激烈的市场竞争。当前民用市场产能整体过剩，我们认为未来随着行业供给侧改革的推进，盈利能力较弱的中小民营企业将退出市场，市场集中度有望逐步提升。

在军品市场，受国防安全和国外禁运等多重因素影响，国外企业和产品受到很大限制，难以直接进入，而拥有国防军工资质的国内厂商特别是具有一定自主创新能力的国内厂商能赢得较大市场份额。由于军品市场具有典型的非周期性特征，且近年来军船增长速度较快，所以在民品市场需求不振的情况下，涉军企业的经营优势更加突出。

船舶电气与自动化产品是典型的军民两用产品，随着中央军民融合发展委员会第一次全体会议的召开以及 2017 年军民融合专项行动计划的出台，军民融合委员会将正式开始运转，机制体制建设有望加快完成，军民融合发展真正进入深水区。未来得益于政策红利的陆续释放和较高的行业壁垒，有实力的民企将面临较大的发展空间。

**表 3 2016 年至 2017 年军民融合大事件**

文件/事件名称	时间	颁布机构	相关内容
《2017 年国防科工局军民融合专项行动计划》	2017.6.22	国防科工局	按照“同等能力同等对待”的原则，承担军品科研生产任务不分军工、民口和所有制；遴选第二批混改试点单位，推进企业股份制改造，加快军工资产证券化进程；支持高端制造装备、高档机床、自主软件 4 个重点领域自主化应用。
中央军民融合发展委员会第一次全体会议召开	2017.6.20	中央政治局	审议通过了《中央军民融合发展委员会工作规则》、《中央军民融合发展委员会办公室工作规则》、《中央军民融合发展委员会近期工作要点》和《省（区、市）军民融合发展领导机构和工作机构设置的意见》
军民融合委员会成立	2017.1.22	中央政治局	中央军民融合发展委员会是中央层面军民融合发展重大问题的决策和议事协调机构，统一领导军民融合深度发展，向中央政治局、中央政治局常务委员会负责。
首个军民融合产业发展基金成立	2016.09	14 家军工央企和金融机构	首期规模为 302 亿元，其投资方向是军工企事业单位改制、军工装备、军工资产证券化、军民融合技术，以及军工国企改革。
《关于经济建设和国防建设融合发展的意见》	2016.07	中共中央 国务院 中央军委	明确了新形势下军民融合发展的总体思路、重点任务、政策措施，要求加快形成全要素、多领域的深度军民整合；到 2020 年，经济建设和国防建设融合发展的体制机制更加成熟，重点领域整合取得重大进展。
《2016 年国防科工局军民融合专项行动计划》	2016.03	国防科工局	印发《国防科技工业军民融合深度发展“十三五”规划》和《推进国防科技工业军民融合深度发展的若干政策措施》等政策并组织实施，推进政策落实；优化军工结构，深化“民参军”；推动协同创新，加强资源统筹。

资料来源：中国银河证券研究部整理

### （三）受益于国产替代，船舶电气与自动化市场空间广阔

#### 1、我国船配设备国产化率偏低，国产替代空间大

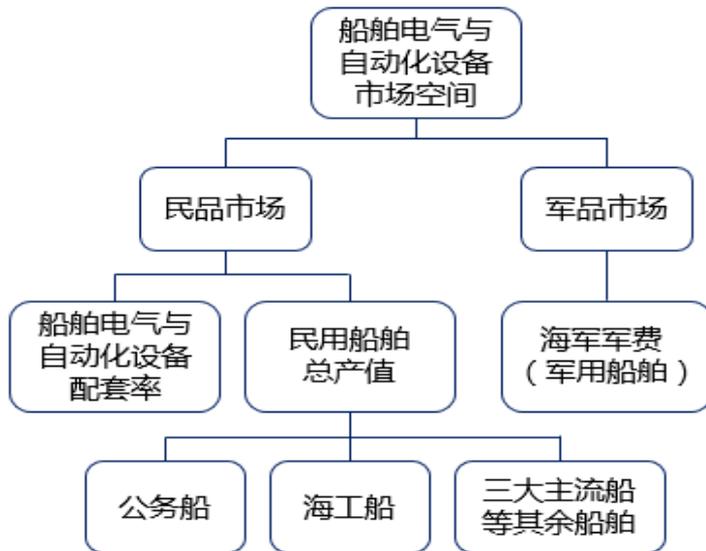
我国船舶工业整体规模较大，但船舶配套行业国产率低，有较大提升空间。

全球市场上，船舶配套产品的价值约占船舶总价值的三分之二。根据《2015 年船舶工业经济运行分析》，2015 年我国规模以上船舶工业企业实现主营业务收入 8365 亿元，其中船舶制造业 5532.5 亿元，占比 66.1%，而船舶配套业 1605.7 亿元，占比仅 19.2%，远低于国际水

平。这说明我国国产船舶配套设备的装船率较低。我们认为未来随着信息技术和相关制造业的提升，船舶配套设备的国产化率将大幅提高。

下面我们根据船舶市场产值收入以及电气与自动化配套率等指标,对船舶电气与自动化设备的市场空间进行分析和测算:

图 11 市场需求分析框架



资料来源：公司招股书，中国银河证券研究部整理

对船舶电气与自动化设备市场空间的测算,主要考虑船舶制造业总产值和船舶电气与自动化设备国产化配套率两个关键指标。

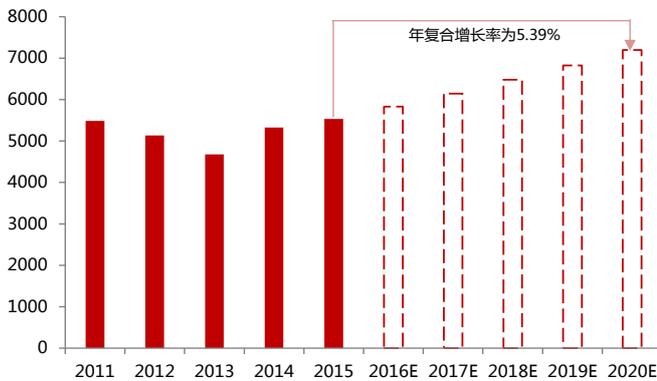
由于总产值数据目前已经不再公布,我们用“主营业务收入”近似来代替“总产值”这一指标,从历史数据来看差别不大。船舶制造业主营业务收入包括民品市场收入和军品市场收入,由于信息局限,无法严格划分开,所以市场空间的测算不再严格划分军民市场。此外,根据公司招股书,船舶电气价值约占船舶总价的 4%,船舶自动化系统价值约占船舶总价的 7%。

综上,国内企业船舶电气与自动化系统的市场空间的测算公式为:国内企业市场空间 = 船舶制造业主营业务收入 × 4% × 船舶电气设备国产化率 + 船舶制造业主营业务收入 × 7% × 船舶机舱自动化设备国产化率。

**首先,看船舶制造业主营业务收入情况。**

2015 年船舶制造业主营业务收入为 5532.5 亿元,行业处于底部复苏阶段。2016 年以来行业持续复苏,波罗的海干散货运价指数 (BDI) 也由 2016 年 2 月的 290 点左右回升至 2017 年 5 月的 1014 点左右。我们认为,未来随着航运业需求复苏向上游传导,船舶制造业也将继续呈现回升态势。我们预计,未来五年我国船舶行业市场需求在复合增长率 5% 以上,按此测算,2020 年船舶制造业主营业务收入约为 7200 亿元。

图 12 2009-2020E 船舶制造业主营业务收入



资料来源：船舶工业年鉴、前瞻产业研究院、中国银河证券研究部整理

**其次，看关键变量国产设备装船率情况。**

《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》和《中国制造 2025》等多项政策均提出要加快掌握重点船配设备的核心技术，提升专业化配套能力；《船舶配套产业能力提升计划（2016-2020 年）》提出到 2020 年，我国船舶配套能力要显著提升，散货船、油船、集装箱船三大主流船型和高技术船舶本土化船用设备平均装船率分别达到 80%和 60%以上，船用设备关键零部件本土配套率达到 80%；争取到 2025 年本土化船用设备平均装船率达到 85%以上，关键零部件配套能力大幅提升，成为世界主要船用设备制造强国。我们认为，未来五到十年船舶电气和自动化设备国产化装船率将实现跨越式发展。

根据克拉克松统计数据，与发达国家 80%-90%甚至 100%的国产设备装船率相比，我国目前的国产设备装船率很低，2009 年我国船舶配套本土化率达到 54%，其中低端配套产品贡献绝大部分，而诸如高端配套产品船舶电气设备和自动化系统的国产装船率仅为 13.31%和 1.66%。根据相关资料，我们估算“十二五”末船舶电气系统与自动化系统国产化率分别为 30%和 10%左右，按此测算，2009 至 2015 年船舶电气系统与自动化系统国产化率年均增速分别为 2.78%和 1.39%。

由于我国低端配套市场较为成熟，而高端配套处于起步阶段，我们认为 2020 年 80%和 60%的装船率目标，增量部分将主要由高端配套产品来贡献，增速有望大幅提升。

基于以上分析，我们认为未来五年船舶电气和船舶自动化的年均增速有望达到 4%和 3%，则 2020 年国产化率将分别达到 50%和 25%。

表 4 2009-2020E 船舶电气与自动化系统国产化率情况

产品	2009	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
船舶电气系统	13.31%	30%	34%	38%	42%	46%	50%
船舶机舱自动化系统	1.66%	10%	13%	16%	19%	22%	25%

资料来源：公司招股书、中国银河证券研究部整理

**最后，测算船舶电气与自动化市场空间。**

根据前述公式，可分别预测未来五年我国船舶电气与自动化市场国产品牌的市场容量。2015 年两块市场容量分别为 66.4 和 38.7 亿元，预计 2020 年其市场容量将分别达到约 143.9

和 125.8 亿元，合计 269.7 亿元，年复合增长率分别为 16.73% 和 26.61%。

图 13 2015-2020E 船舶电气与自动化系统国产品牌市场容量预测



资料来源：中国银河证券研究部整理

## 2、军品市场呈现较快增长，

2016 年中央国防预算约 9,544 亿元，同比增长 7.6%；2017 年中央国防预算约 10,211 亿元，同比增长 7.0%。虽然目前我国国防费用总额已位居世界第二，但与其它主要国家相比，国防费/GDP 占比依然较低，未来可能仍有较大增长空间。

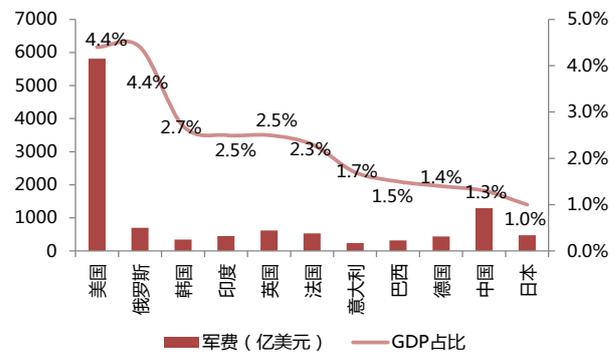
我国在国防预算中，装备费占比一般在 32%到 34%之间波动，低于其他主要国家。我们认为未来装备费占比有望逐步提高，军品装备增速可能快于国防费整体增速。

图 14 2007-2017 年我国中央国防预算



资料来源：中国银河证券研究部整理

图 15 部分国家国防费用占 GDP 比值



资料来源：中国银河证券研究部整理

近年来海上安全成为中国周边安全形势的重要因素之一，“走向深蓝”战略面临的海上压力将呈现常态化。我们认为，海军装备未来将继续成为发展重点之一，持续拉动相关装备制造行业较快增长。

## (四) 技术和产品线优势明显，公司市场份额有望进一步扩大

### 1、公司处于行业内领先地位，在军民市场都有明显优势

目前，国内从事船舶电气、自动化系统等相关设备生产及系统设计的公司有上百家，但

其中大多数公司的技术水平较低，规模较小，行业集中度低。公司目前的国内主要竞争对手有寺崎（中国）电气设备有限公司、镇江康士伯船舶电气有限公司、镇江赛尔尼柯电器有限公司、浙江永宏电器有限公司、温州市博弘电器有限公司等。

表 5 市场竞争者优劣势比较

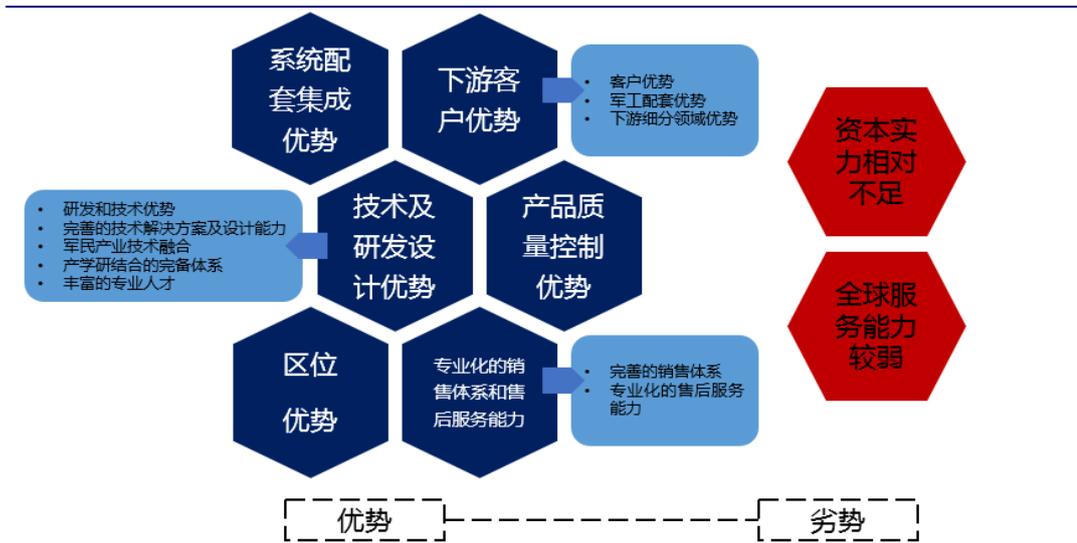
竞争参与者	竞争优势比较分析
寺崎（中国）	在国际市场具有较强的竞争优势，但在国内军品市场份额较低
康士伯	系国外品牌，民品价格较高，在国际市场知名度较高，但在国内军品市场份额较低
赛尔尼柯	全球化程度较高、民品规模较大，但在国内军品市场份额较低
永宏电器	在军品市场具有较强的市场拓展能力，但在民品市场竞争力较弱，缺乏军民产业融合、互补的优势
博弘电器	在军品市场具有较强的市场拓展能力，但在民品市场竞争力较弱，缺乏军民产业融合、互补的优势
瑞特股份	在军用舰船及公务船领域具有绝对优势，且军民融合发展相对成熟，民用市场竞争力也较强

资料来源：公司公告、中国银河证券研究部整理

公司是本土企业中少数具有较强自主创新能力，并获得众多下游客户普遍认可的船舶电气与自动化系统专业供应商。

公司拥有多项核心技术，整体实力在船舶电气、自动化系统等相关船舶配套设备生产领域中，尤其是在国防军用领域中处于领先地位。此外，公司产品在军民两类市场均具有较强竞争力，具有军民产业技术融合、优势互补的特点，在当前军民融合上升为国家战略的大背景下，我们认为公司未来将充分受益于军民融合深度发展，在军品领域不断提高市场份额。

图 16 公司竞争优劣势



资料来源：公司招股书、中国银河证券研究部整理

## 2、技术和产品线优势将持续提高公司市场份额

公司目前拥有众多业内领先的核心技术，包括宽频可控整流技术、DSP 数字控制技术、模块化框架技术、PMS 功率管理系统技术、船舶环境适应技术、硬件热备技术、直流网络多

路绝缘检测技术及电机智能控制技术、抗冲振技术、小体积高分断技术等，技术优势确立了公司在国内船用电气设备、自动化系统生产领域的行业地位。

持续的研发投入是公司技术优势的保障。近年来公司研发投入金额逐年增加，2016 年研发支出为 2,419.17 万元，比 2015 年增加 1,299.42 万元，增长率为 116.04%，占营业收入比为 6.58%。

此外，公司产品种类丰富，应用范围较广，主要包括低压配电系列、中压配电系列、船舶自动化设备及控制装置系列、船用电源系列、船舶自动化管理系统等产品，且公司产品在海工船舶、液货船、工程船、特种船、货船、客船、驳船、港区工作船、化学品船、科考船、油田守护船、航标船、渔船等众多船型均有应用，体现了公司在产品线方面的优势。

表 6 公司部分产品应用情况

船名/工程名	类别	图片	船东/船厂	产品名称	数量	价格	船舶吨位
16500LPG (1#3#)	液货船系列		大洋船厂/法国 波邦	UPS 电源等	3 船套	12 万*3	16500
N370 风车安装船	海工系列		南通中远船务	配电设备	1 船套	240.48 万	50000
深潜水工作 母船	工程船系列		青岛武船重工/ 上海打捞局	配电设备	1 船套	109.98 万	15864
3000 吨中国海 监船	特种船系列		江南船厂/国家 海洋局	配电设备	1 船套	44.92 万	3000
4250TEU 集装 箱船 (5#8#)	货船系列		太平洋集团/希 腊	自动化设备	8 船套	58.60 万*4	42000
34000 吨汽车 滚装船	客船系列		南通明德/挪威	配电设备	4 船套	169.75 万 *4	34000
11000KW 远 洋救助拖船	拖船系列		武昌船厂/上海 救助局	配电设备	1 船套	44.37 万	2000
水文测量船	港区工作船 系列		中港天津船舶/ 上海海事局	配电设备	1 船套	14.10 万	300
南通号浮船坞	驳船系列		南通中远船务	配电设备	1 船套	50 万	300000

资料来源：公司招股书、中国银河证券研究部整理

《船舶配套产业能力提升行动计划(2016-2020年)》指出,要提升我国船配产业集中度,重点提升质量品牌竞争力,扩大品牌产品市场占有率,增强系统集成和打包供货能力。我们认为公司在品牌、技术、产品线方面都具有明显优势,有能力在国内船舶配套市场上持续提高市场占有率。

### 3、公司在手订单充足,业绩增长可期

公司订单充足,2013年末、2014年末、2015年末和2016年6月末,公司在手订单合同金额分别为2.73亿元、3.03亿元、4.40亿元和4.67亿元。由于公司采取“以销定产”的生产模式,公司的年度营收与上年末在手订单匹配度较高。公司2016年6月末在手订单4.67亿,我们预计全年在手订单或超5亿。公司在手订单充裕,2017年营收有望持续较快增长。此外,根据2016年公司年报披露的数据,2016年公司军工订单同比增长37.67%,毛利率同比提高5.32%,增幅较大,我们认为公司2017年盈利仍将保持较快增长,中长期仍面临较大的成长空间。

图 17 2013-2016 年公司存货及订单情况



资料来源:公司招股书、中国银河证券研究部整理

## 三、募投项目逐步达产,短期产能瓶颈已破除

公司 IPO 向社会公众公开发行 2500 万股,募资净额 3.051 亿元,全部用于公司主营业务相关的项目及其他营运资金项目,主要包括船用电气设备扩展项目和研发中心建设项目。

表 7 募集资金使用计划

募投项目名称	资金使用计划(万元)	募投项目与主营业务的关系及作用
船用电气设备扩展项目	23,370	对公司现有产品的扩建和产品系列的完善,将巩固公司在船用电气系统生产行业的领先地位并提高公司产品的市场占有率,为公司实现整体发展战略奠定坚实基础
研发中心建设项目	4,140	通过对现有研发实力的强化,加大研发投入,提高公司已有产品技术升级与新产品开发能力,提升公司创新能力和市场竞争力,为公司实现跨越式发展提供技术支持
其他营运资金项目	3,000	为公司的快速发展提供资金保障

资料来源:公司公告、中国银河证券研究部整理

根据公告,公司在上市前已经利用自有资金将此次募投项目船用电气设备扩展项目建设完成,并且完成了1.83亿元预先投入的募集资金置换。项目于2015年6月2日达到使用状态,

公司产能瓶颈得到解决。项目顺利实施后有望新增船舶配电设备产能 1400 台套，船舶自动化控制设备 360 台套，预计每年为公司贡献收入 2.02 亿元，实现净利润 4,955 万元，保障公司盈利水平持续提升。

## 四、盈利预测及估值

### （一）关键假设及公司各项业务分类预测

#### 船舶电气及自动化系统业务

**船舶电气业务：**近几年，受宏观经济萎靡影响，公司船舶电气业务增速有所放缓，但考虑到船舶工业正处于底部回升阶段，且国产化率逐年提高，预计未来五年船舶电气市场年复合增速为 16% 以上，我们认为公司作为行业龙头，业务增速有望超过行业平均水平，达到 16% 至 18%。毛利率水平因民船市场复苏带来的民品收入比例的提升而略有下降。

**船舶机舱自动化业务：**公司船舶自动化业务整体增速较快，2014 年和 2016 年同比增长均超过 50%。随着船舶工业回暖、海军国防建设力度加大和国产化装船率继续提高，船舶自动化业务有望维持高增长态势。考虑到行业未来五年复合增速为 26% 以上，公司作为该领域领导者，且收入基数不高，预计未来三年仍将维持 30% 以上的复合增速。毛利率水平同样因民船市场复苏带来的民品收入比例的提升而略有下降。

表 8 分业务预测表（单位：百万元）

		2016A	2017E	2018E	2019E
船舶电气系统	收入	214.49	248.81	291.11	343.50
	YOY	6.26%	16.00%	17.00%	18.00%
	毛利率	52.23%	52.00%	50.00%	48.00%
船舶机舱自动化系统	收入	150.02	207.03	273.28	341.60
	YOY	55.19%	38.00%	32.00%	25.00%
	毛利率	57.29%	57.00%	55.00%	53.00%
合计	总收入	364.51	455.84	564.38	685.10
	YOY	22.11%	25.05%	23.81%	21.39%
	毛利率	54.31%	54.27%	52.42%	50.49%

资料来源：公司公告、中国银河证券研究部

### （二）估值及投资建议

基于以上假设，我们预计公司 2017 年至 2019 年归属母公司净利润分别为 1.26 亿元、1.56 亿元和 1.90 亿元，对应 EPS 分别为 1.26 元、1.56 元和 1.90 元，当前股价对应 PE 为 37x、29x 和 24x。参照可比公司估值的平均水平，公司估值优势较为明显。作为船舶电气与自动化行业龙头，随着军民融合发展的推进，公司将显著受益于海军装备发展和民船行业复苏，首次覆盖给予“推荐”评级。

表 9 主要财务指标预测

	2016A	2017E	2018E	2019E
营收(单位:百万元)	367.78	455.84	564.38	685.10
yoy	21.87%	23.94%	23.81%	21.39%
净利润(单位:百万元)	101.71	126.27	156.33	189.77
yoy	-4.76%	24.14%	23.81%	21.39%
EPS(单位:元)	1.02	1.26	1.56	1.90
P/E	54.22	37.06	29.93	24.66

资料来源:公司公告、中国银河证券研究部

表 10 可比上市公司估值

代码	简称	股价	EPS				PE			
			2016A	2017E	2018E	2019E	2016A	2017E	2018E	2019E
002519.sz	银河电子	7.33	0.52	0.37	0.45	0.57	14.10	19.81	16.29	12.86
300123.sz	太阳鸟	13.83	0.06	0.21	0.26	0.4	230.50	65.86	53.19	34.58
600416.sh	湘电股份	12.63	0.17	0.28	0.43	0.57	74.29	45.11	29.37	22.16
600482.sh	中国动力	24.74	0.71	0.72	0.86	1.03	34.85	34.36	28.77	24.02
300065.sz	海兰信	20.45	0.34	0.43	0.65	0.81	60.15	47.56	31.46	25.25
300008.sz	天海防务	7.90	0.43	0.2	0.22	0.26	18.54	39.50	35.91	30.38
300600.sz	瑞特股份	46.79	1.36	1.26	1.56	1.90	34.40	37.06	29.93	24.66
平均值(剔除公司)							72.07	42.03	32.50	24.87

资料来源:wind、中国银河证券研究部

## 图目录

图 1 公司股权结构.....	4
图 2 公司部分产品示例.....	4
图 3 公司产品分类及其用途.....	5
图 4 公司主营业务收入构成.....	5
图 5 公司军民品收入及占比.....	5
图 6 历年来收入利润情况.....	6
图 7 历年毛利率变动情况.....	6
图 8 船舶配套产业布局.....	8
图 9 船舶电气与自动化行业产业链.....	8
图 10 船舶电气与自动化行业技术特点.....	9
图 11 市场需求分析框架.....	11
图 12 2009-2020E 船舶制造业主营业务收入.....	12
图 13 2015-2020E 船舶电气与自动化系统国产品牌市场容量预测.....	13
图 14 2007-2017 年我国中央国防预算.....	13
图 15 部分国家国防费用占 GDP 比值.....	13
图 16 公司竞争优势劣势.....	14
图 17 2013-2016 年公司存货及订单情况.....	16

## 表目录

表 1 近年来船舶配套业相关政策.....	7
表 2 军民品市场竞争情况.....	9
表 3 2016 年至 2017 年军民融合大事件.....	10
表 4 2009-2020E 船舶电气与自动化系统国产化率情况.....	12
表 5 市场竞争者优劣势比较.....	14
表 6 公司部分产品应用情况.....	15
表 7 募集资金使用计划.....	16
表 8 分业务预测表（单位：百万元）.....	17
表 9 主要财务指标预测.....	18
表 10 可比上市公司估值.....	18

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

**鞠厚林、傅楚雄、李良，军工行业证券分析师。**本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 覆盖股票范围：

A 股：航发动力（600893.SH）、中国卫星（600118.SH）、中航电子（600372.SH）、中航重机（600765.SH）、中航飞机（000768.SZ）、中航精机（002013.SZ）、航天电子（600879.SH）、航天科技（000901.SZ）、中航光电（002179.SZ）、光电股份（600184.SH）、国睿科技（600562.SH）、航天通信（600677.SH）、中国重工（601989.SH）、中国动力（600482.SH）、成飞集成（002190.SZ）等。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究部

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)

深广地区：詹璐 0755-83453719 [zhanlu@chinastock.com.cn](mailto:zhanlu@chinastock.com.cn)

海外机构：李笑裕 010-83571359 [lixiaoyu@chinastock.com.cn](mailto:lixiaoyu@chinastock.com.cn)

北京地区：王婷 010-66568908 [wangting@chinastock.com.cn](mailto:wangting@chinastock.com.cn)

海外机构：刘思瑶 010-83571359 [liusiyao@chinastock.com.cn](mailto:liusiyao@chinastock.com.cn)