

投资评级 优于大市 首次覆盖

股票数据

12 月 23 日收盘价(元)	21.50
52 周股价波动(元)	7.62-29.90
总股本/流通 A 股(百万股)	297/206
总市值/流通市值(百万元)	6387/4424

相关研究

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-7.9	28.9	30.1
相对涨幅(%)	-7.9	22.8	22.4

资料来源: 海通证券研究所

分析师:张恒昶

Email:zhx10170@htsec.com

证书:S0850517110002

分析师:张高艳

Tel:0755-82900489

Email:zgy13106@htsec.com

证书:S0850520060001

联系人:刘砚菲

Tel:021-2321-4129

Email:lyf13079@htsec.com

海军建设拉动配套需求, 国资入主推进资源整合

投资要点:

- **船舶电气与自动化系统龙头, 利润有望重回正向增长。**公司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高新技术企业, 两大系统约占船舶价值量的 11%。由于产品结构变化叠加成本上升, 2019 年利润下降。根据《股权转让协议》, 未来三年扣非净利润年均复合增长不低于 6%, 截止到 2020 年 3 月底, 公司在手订单约 5 亿元, 能够对承诺业绩的完成提供保障。
- **军品: 建设海洋强国成为国家战略, 军舰列装加速。**中国海军战略转型对装备从质量、数量等方面均提出了极高的要求, 预计未来 20-30 年, 中国海军装备需求将保持强劲增长。公司军品收入约占 70% (2016 年数据), 作为中国海军指定的供应商, 产品已应用到中国海军各类主流舰船上, 并实现了从单一产品供应向提供系统解决方案的转变。
- **民品: 舰船配套国产化率潜力较大, 公务及特种船舶需求强劲。**我国正由“低技术含量船舶制造国”向“高技术含量船舶制造和配套设备制造国”迈进, 但过去长期的“重造船, 轻配套”致 2009 年国产船舶电子电气设备安装船率仅为 13.31%, 国产船舶自动化系统装船率仅为 1.66%。工信部《船舶配套产业能力提升行动计划 (2016-2020 年)》明确到 2020 年船用设备关键零部件本土配套率达到 80%, 尚有较大提升空间。此外, 公务、特种船舶有较大的供需缺口及更新换代需求, 将拉动船用电气、自动化系统市场增长。公司是国内企业中少数具有自主创新能力, 并获得大型船舶制造企业、知名船舶设计院, 以及国家海洋局、中国渔政等政府部门及机构普遍认可的船舶电气与自动化系统专业供应商, 多项产品实现进口替代。
- **控股股东变更为浙江二轻, 推进行业资源整合。**公司控股股东、实际控制人龚瑞良及其控制的苏州瑞特拟分两次向浙江二轻共计转让 29.37% 的上市公司股份。2020 年 8 月 20 日第一次股份转让完成, 上市公司的控股股东变更为浙江二轻, 实际控制人变更为浙江省国资委。本次权益变动完成后, 公司将成为浙江二轻旗下唯一上市平台, 有利于公司巩固及拓展现有装备制造业务布局以及行业地位, 浙江二轻将通过改善上市公司治理结构, 充分发挥其产业优势和资源整合能力, 实现公司价值和股东利益的最大化。
- **盈利预测与投资建议。**(1) PE 估值法, 我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.24、0.41、0.49 元, 结合可比公司估值情况, 我们给予公司 2021 年 50-60 倍 PE 估值, 对应每股价值 20.50-24.60 元/股; (2) PB 估值法, 我们预计公司 2020-2022 年每股净资产分别为 4.08、4.56、5.14 元, 结合可比公司估值情况, 我们给予公司 2021 年 5.0-5.5 倍 PB 估值, 对应每股价值 22.80-25.08 元/股。综合上述估值方法, 我们给予公司 20.50-25.08 元/股的合理价值区间, “优于大市”评级。

- **风险提示。**(1) 下游市场需求波动的风险; (2) 技术风险。

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	489	486	553	660	790
(+/-)YoY(%)	17.7%	-0.5%	13.9%	19.3%	19.7%
净利润(百万元)	108	86	72	121	146
(+/-)YoY(%)	0.5%	-20.5%	-16.3%	68.1%	20.7%
全面摊薄 EPS(元)	0.36	0.29	0.24	0.41	0.49
毛利率(%)	49.2%	44.5%	40.8%	43.3%	42.6%
净资产收益率(%)	9.8%	7.7%	5.9%	8.9%	9.6%

资料来源: 公司年报 (2018-2019), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

目 录

1. 公司基本情况概述	6
1.1 船舶电气与自动化系统专业供应商	6
1.2 过去八年营收复合增速 17%，利润率维持在较高水平	7
2. 海军加速建设，舰船配套国产化率提升，船舶配电及自动化空间广阔	8
2.1 船舶电气与自动化系统是船舶配套的重要部分，占船舶整体价值量 11%	8
2.1.1 船舶电气与自动化系统有较高的价值量	8
2.1.2 市场前景分析框架	11
2.2 军品：建设海洋强国，军舰列装加速	11
2.2.1 军费向装备研发倾斜，建设海洋强国成为国家战略	11
2.2.2 军品用户粘性较高，品牌壁垒强	13
2.3 民品：舰船配套国产化率潜力较大，公务及特种船舶需求强劲	13
2.3.1 世界造船业向中国“第二阶段”转移，配套国产化率持续提升	13
2.3.2 国内公务船舶、特种船舶市场景气度处于较高水平	15
2.3.3 国际企业居优势地位，少数国内企业中高端市场占一席之地	17
3. 中高端客户+高质量产品，公司竞争优势显著	17
3.1 产品在军民市场竞争力较强，中高端客户关系稳固	17
3.2 专注研发，产品及技术纵深化，不断打造新的增长点	19
4. 国资入主助力发展，股权激励激发活力	21
4.1 控股股东变更为浙江二轻，推进行业资源整合	21
4.2 股权激励健全长效激励机制	23
5. 盈利预测与投资建议	23
6. 风险提示	24
财务报表分析和预测	25

图目录

图 1	公司股权结构（截至 2020 年三季报）	6
图 2	2019 年公司主营业务营收构成	6
图 3	2019 年公司主营业务毛利构成	6
图 4	公司 2011-2020Q1-3 营业收入	7
图 5	公司 2011-2020Q1-3 归母净利润	7
图 6	利润率维持在较高水平	7
图 7	我国船用配套设备制造固定资产投资完成额	8
图 8	我国船舶配套业发展经历了三个阶段	8
图 9	船舶电气及自动化系统	9
图 10	船舶配电系统产品	9
图 11	船舶自动化系统产品	10
图 12	船舶电气自动化行业产业链	10
图 13	市场前景分析框架	11
图 14	我国 2006-2019 年国防预算情况（亿元）	11
图 15	我国军费向装备研发倾斜	12
图 16	2008 年-2018 年全国海洋生产总值情况	12
图 17	造船三大指标——造船完工量（2010-2020H1）	13
图 18	造船三大指标——新接订单量（2010-2020H1）	14
图 19	造船三大指标——手持订单量（2010-2020H1）	14
图 20	2004-2011 年全球配套产值分布演变情况	14
图 21	我国海洋油气用船总吨位及总功率（2005-2013）	15
图 22	华西 5000 号起重船	16
图 23	全球 LNG 船三大指标	16
图 24	我国天然气进口数量及进口依赖度	17
图 25	瑞特股份船用断路器产品	18
图 26	2011-2019 年公司船舶配电系统业务收入及增速	18
图 27	2011-2019 年公司船舶自动化系统业务收入及增速	18
图 28	公司两大主营业务毛利率变化	19
图 29	2013-2019 年公司研发支出及占营收比重	20
图 30	公司 2019 年扣非净利润及未来三年扣非净利润承诺	22

图 31	浙江二轻产业分布及主要控股企业	22
------	-----------------------	----

表目录

表 1	船舶配电系统组成.....	9
表 2	船用电气自动化系统军用领域部分市场参与者	13
表 3	我国本土化船用设备装船率目标（2020 年）	15
表 4	船用电气自动化系统民用领域部分市场参与者	17
表 5	公司 2019 年部分技术突破	20
表 6	交易各阶段相关交易方的持股比例变化	21
表 7	交易各阶段相关方拥有及放弃表决权比例变化	21
表 8	股权激励详情	23
表 9	公司主营产品收入预测	23
表 10	可比上市公司估值表（2021 年预测 PE 和 PB，倍）	24

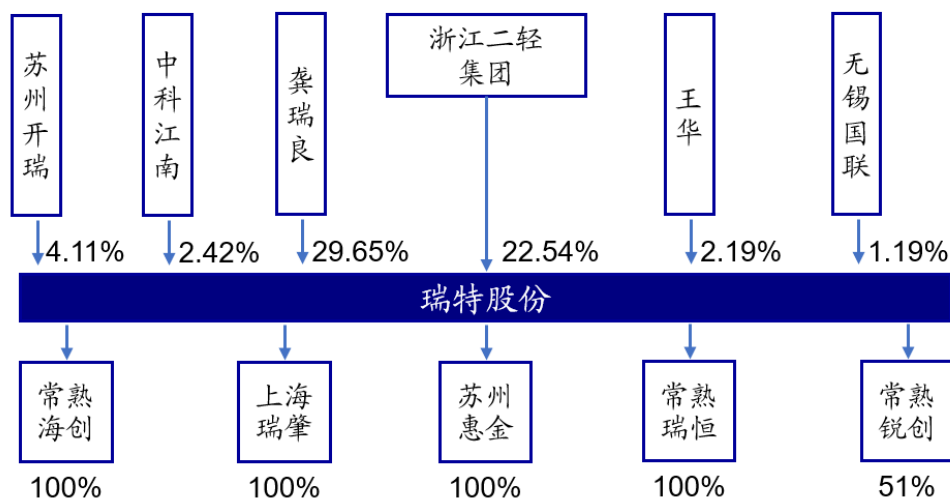
1. 公司基本情况概述

1.1 船舶电气与自动化系统专业供应商

国瑞科技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。

公司前身为成立于 1993 年的常熟市东海电子电器厂,2017 年在创业板上市。2020 年 8 月,公司控股股东由龚瑞良变更为浙江二轻,实际控制人由龚瑞良变更为浙江省国资委;同年 10 月证券简称由“瑞特股份”变更为“国瑞科技”。

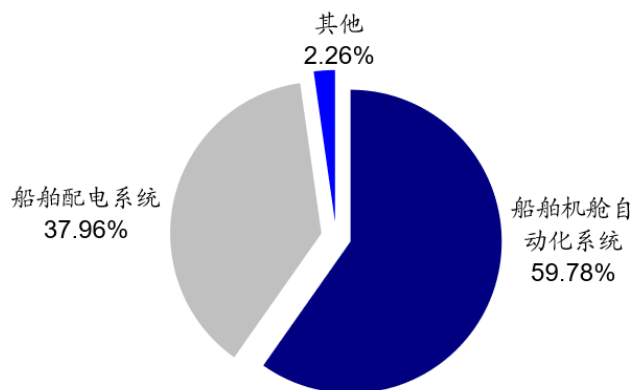
图1 公司股权结构 (截至 2020 年三季度)



资料来源: 公司 2020 年三季度报, Wind, 海通证券研究所

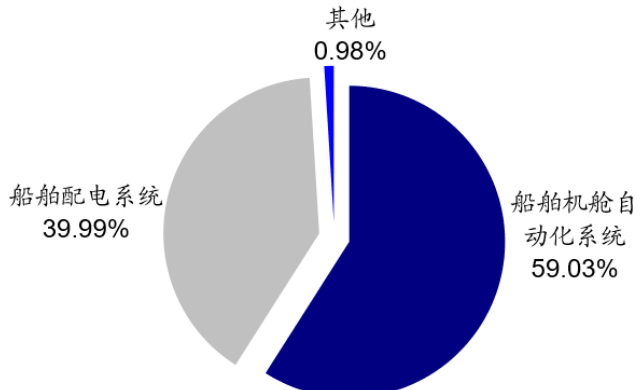
船舶配电系统及船舶机舱自动化系统为主要业绩来源。2019 年, 船舶配电系统及船舶机舱自动化系统累计贡献了 97.74% 的主营业务收入和 99.02% 的毛利, 居主导地位。

图2 2019 年公司主营业务营收构成



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图3 2019 年公司主营业务毛利构成



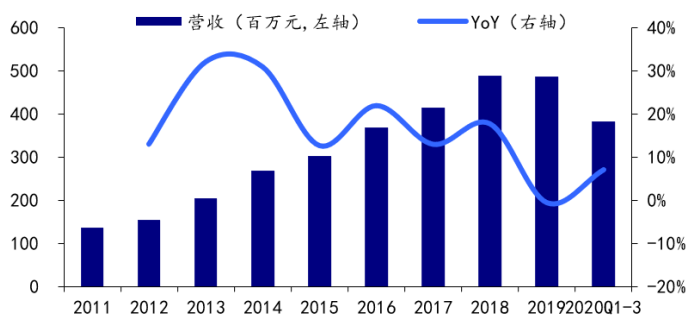
资料来源: Wind, 海通证券研究所

1.2 过去八年营收复合增速 17%，利润率维持在较高水平

过去几年公司整体业绩保持稳健增长，2011-2019 年营业收入 CAGR 为 17.12%，归母净利润 CAGR 为 13.62%。2020 年前三季度，公司营收 3.82 亿元(yoy7.07%)，归母净利润 0.46 亿元(yoy-37.38%)。

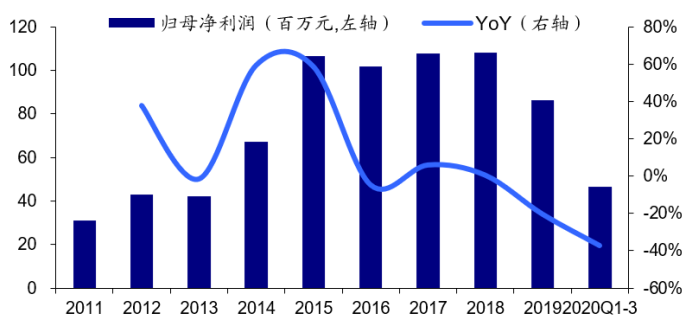
产品结构变化叠加成本上升，2019 年利润下降。2019 年，公司营收与 2018 年基本持平，扣非净利润 0.58 亿元，较 2018 年减少 29.98%。主要由于，2019 年，公司毛利率较高的船舶供配电装置产品的销售占比下降，毛利率稍低的船舶自动化系统产品销售比重上升；同时受市场供应的影响，材料及人工成本上涨，导致产品单位成本的上升幅度快于单位产品价格的上升幅度，致综合毛利率下降，主营业务毛利减少 0.23 亿元。

图4 公司 2011-2020Q1-3 营业收入



资料来源：Wind，海通证券研究所

图5 公司 2011-2020Q1-3 归母净利润

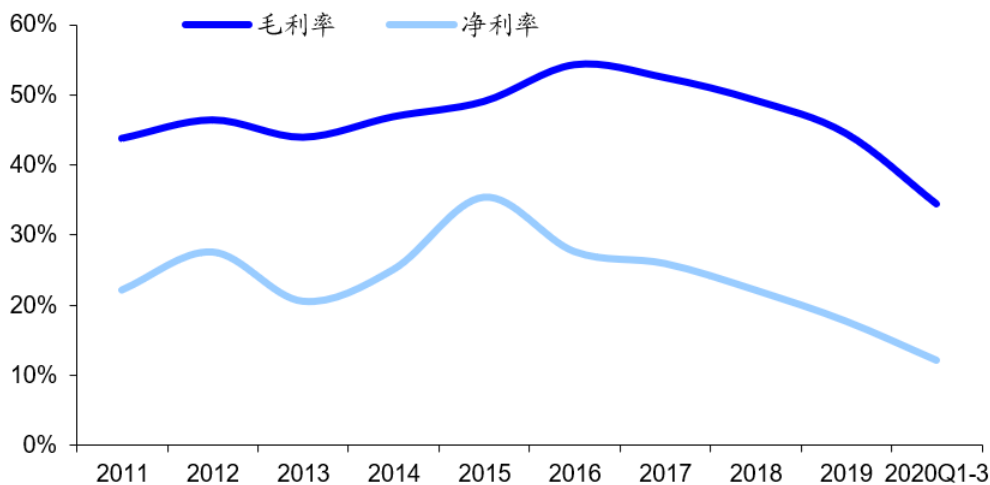


资料来源：Wind，海通证券研究所

扣非归母净利润有望重回正向增长。据公司《关于控股股东、实际控制人及关联方签署股份转让协议、表决权放弃承诺暨控制权拟发生变更的提示性公告》，相关业绩承诺为，公司 2020、2021、2022 年度的扣非净利润年均复合增长率不低于 6%。

公司产品为船用电气类产品，相比较一般陆用电气产品，对产品的稳定性、耐用性、防水性、防腐蚀性等各种特殊质量要求较高，因此技术门槛相对较高，也带来了较高的毛利率水平。

图6 利润率维持在较高水平



资料来源：Wind，海通证券研究所

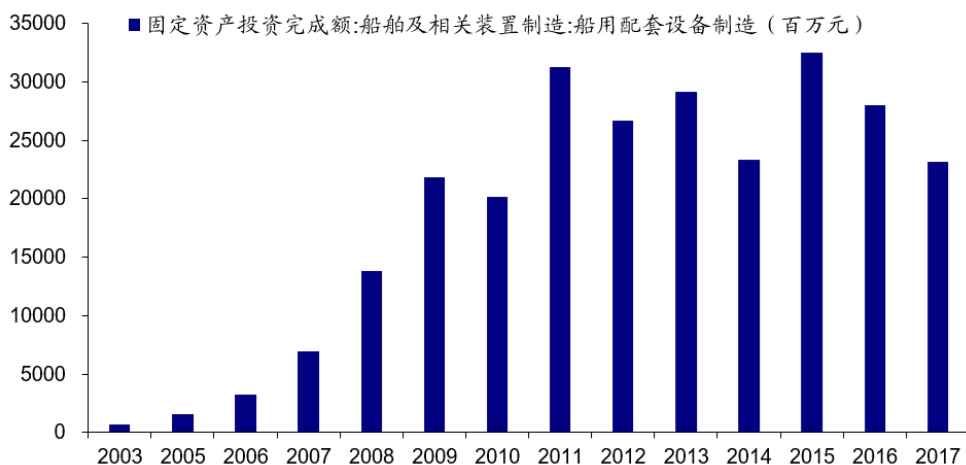
2. 海军加速建设，舰船配套国产化率提升，船舶配电及自动化空间广阔

2.1 船舶电气与自动化系统是船舶配套的重要部分，占船舶整体价值量11%

2.1.1 船舶电气与自动化系统有较高的价值量

船舶配套业是指生产和制造除船体以外的所有船用设备及装置的工业，主要包括动力设备、操纵设备、装卸设备和安全设备等，与船舶总装业、船舶修理业一同组成完整的船舶工业。船舶配套产品的价值约占船舶总价值的三分之二。

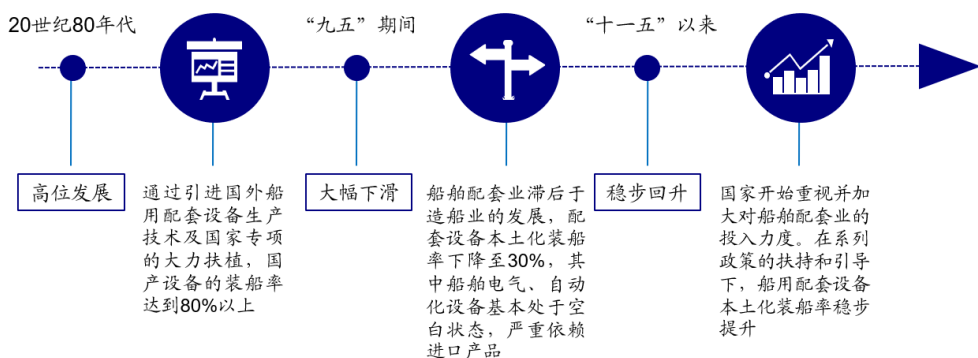
图7 我国船用配套设备制造固定资产投资完成额



资料来源：Wind，国家统计局，海通证券研究所

从装船率水平看，我国配套业发展经历了“高位发展”、“大幅下滑”、“稳步回升”三个阶段。

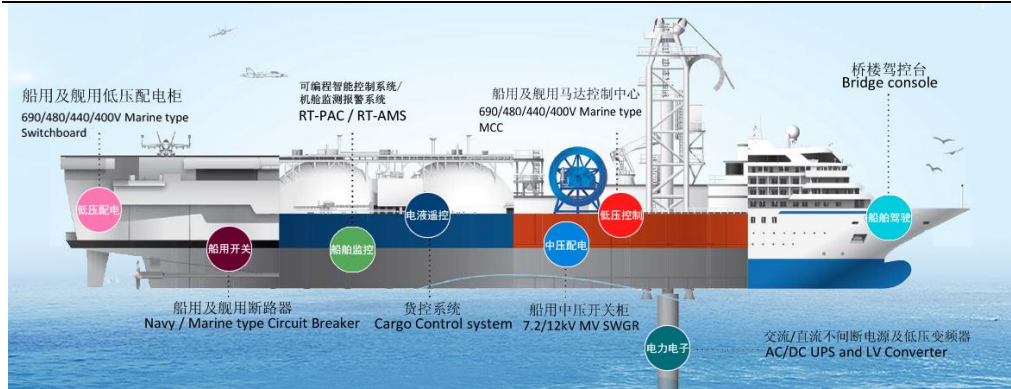
图8 我国船舶配套业发展经历了三个阶段



资料来源：瑞特股份招股说明书，海通证券研究所

船舶电气及自动化行业属于船舶配套行业的细分领域，对船舶配套企业的生产、管理、运营方式及发展模式都产生了巨大的影响，具体可以分为船用电气设备和船舶自动化系统两大板块。

图9 船舶电气及自动化系统



资料来源：瑞特股份官网，海通证券研究所

船舶电气设备价值约占船舶总价的 4%，主要包括船舶电站、船舶电力网和电气负载三部分。国内的船舶电气行业近年来发展迅速，每年均保持较大的增长，市场规模数以百亿计。该产业正从传统的结构复杂、体积庞大、操作困难的设备向智能化、模块化、集成化的高智能型设备发展。

船舶配电系统主要由电源、配电装置、电网与负载四个部分组成。

表 1 船舶配电系统组成

大类	组成	功能
电源	柴油发电机组、蓄电池、稳压电源、中频电源、逆变器等	将机械能、化学能等能源转换成电能
配电装置	主配电板、应急配电板、分配电板（动力、照明）、充放电板	对电源和负荷进行分配、监视、测量、保护、转换、控制
电网	全船电缆电线的总称	传递电能
船舶负载	舱室机械、甲板机械、船舶照明、通导设备及其他用电设施	使用电能

资料来源：瑞特股份招股说明书，海通证券研究所

图10 船舶配电系统产品



资料来源：瑞特股份官网，海通证券研究所

船舶自动化系统价值约占船舶总价的 7%，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。船舶自动化技术是一个综合技术体，涉及计算机网络、数字化信息技术、现代控制技术、通讯、信息处理、光线、传感器、电力电子等许多学科，具有典型的高科技特征。我国船舶机舱自动化行业的发展起步于 20 世纪 70 年代，智能化、数字化、信息化、网络化、分散化等技术特点是目前我国船舶自动化行业发展的主要方向。

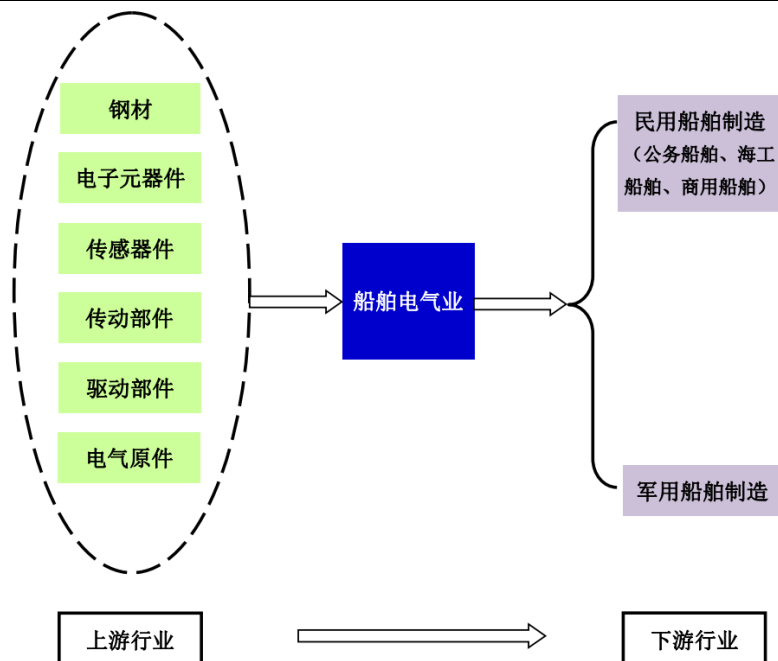
图11 船舶自动化系统产品



资料来源：瑞特股份官网，海通证券研究所

船舶电气及自动化的上游行业包括钢铁、电子元器件、传感器件、传动部件、驱动部件、电气原件等行业；下游行业主要为船舶制造业，包括运输船、公务船等民用船舶、军用船舶、海洋工程船舶等各种类型船舶的制造行业。

图12 船舶电气自动化行业产业链

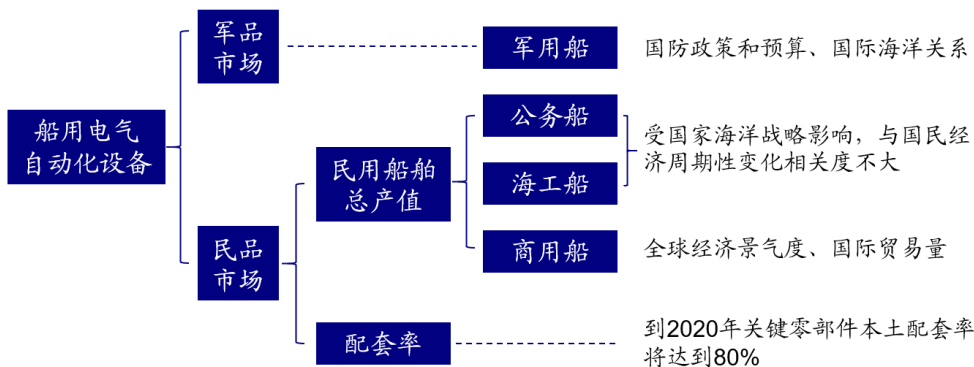


资料来源：瑞特股份招股说明书，海通证券研究所

2.1.2 市场前景分析框架

船舶电气自动化系统下游为船舶制造业，因此直接受该行业周期性变化影响。其中，民用船舶制造业中**商用运输船**直接受全球经济景气度以及国际贸易量的影响，下游配套行业亦随之呈现明显的周期性特征；民用船舶制造业中的**公务船**、**海工船**则主要受国家海洋战略影响，与国民经济周期性变化相关度不大；**军用舰船**则与国家国防政策和预算以及国际海洋关系紧密相关，与国民经济周期性变化的相关度较小。

图13 市场前景分析框架



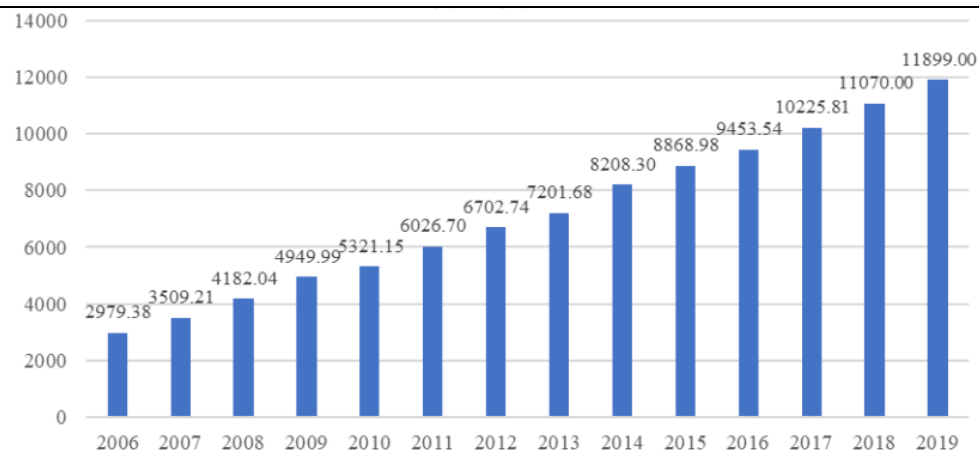
资料来源：瑞特股份招股说明书，2019 年年报，海通证券研究所

2.2 军品：建设海洋强国，军舰列装加速

2.2.1 军费向装备研发倾斜，建设海洋强国成为国家战略

我国军费处于稳定增长周期。据中国海防 2019 年年报，当前我国国防建设正处于持续建设发展阶段，“十三五”期间诸多军改措施已落实到位，军队的换装、训练工作在军改完成后得以全面展开。但目前我国国防建设规模与世界第二大经济体地位仍不匹配，进一步提升国防实力、建设攻防兼备、高度信息化的国防能力仍是当前乃至未来一段时期内的国防建设的重点。近十年（2010-2019 年）内我国军费一直处于稳定增长周期。

图14 我国 2006-2019 年国防预算军费支出情况（亿元）



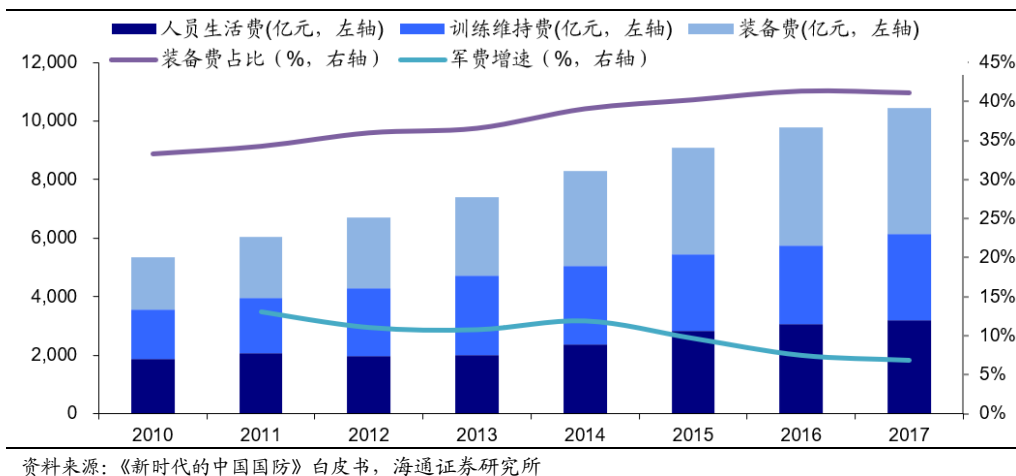
资料来源：中科海讯招股说明书，海通证券研究所

十三五收官之年，订单交付和军费拨付率均有望实现突破。据雷科防务 2019 年年报，在军品市场上，2020 年将是国防军工产业的小周期收官之年和大周期启动之年。十三五前期受军改增加组织机构和人事调整等影响，装备任务进度有所延缓，2020 作为十三五收官年，以及“国防建设基本实现机械化”的考核节点，在订单交付和军费拨付率

上均有望实现突破。

军费向装备研发倾斜。据《新时代的中国国防》白皮书，装备费用占军费的比例自2010年33.2%提升至2017年41.1%。

图15 我国军费向装备研发倾斜

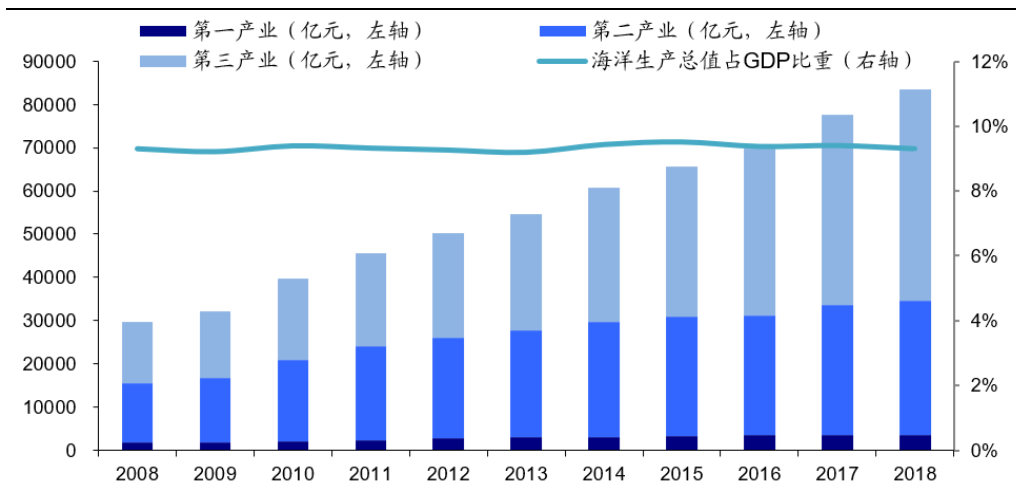


海军向“近海防御，远海护卫”转型加快，拉动船舶电气自动化系统等相关产品需求。据公司2017年年报，随着国家海洋强国战略的推出，军事战略向“近海防御，远海护卫”转型加快，大型舰艇服役数量增加，军辅船的需求也显著增加，同时上世纪90年代建造的一批舰艇也到了更新期。

据瑞特股份招股说明书，中国海军战略转型对装备从质量、数量等方面均提出了极高的要求，预计未来20-30年，中国海军装备需求将保持强劲增长。同时，符合国防信息化发展方向、利于装备技术提升的军品业务，比如新一代的海军装备、陆航装备及相应电子、机电系统配套集成业务，市场前景将十分看好。

海洋经济到来，海洋工程装备有望迎来跨越式发展。全球已经进入大规模高科技开发海洋的新时期，包括我国在内的许多国家都把海洋综合利用列入国家发展战略。我国是一个拥有300万平方公里海域、6500多个岛屿和32000多公里海岸线及岛岸线的濒海大国；也是一个拥有15米等深线以内2.1亿亩浅海和滩涂、有油气开发前景的海域面积达100多万平方公里的海洋大国，海洋经济在我国国民经济中占有举足轻重的地位。

图16 2008年-2018年全国海洋生产总值情况



从海洋经济总体运行情况来看，2018 年全国海洋生产总值 8.34 万亿元，比上年增长 7.47%，海洋生产总值占国内生产总值的 9.3%。全国海洋生产总值 2008-2018 年 CAGR 为 10.87%，呈现稳健增长态势。

2.2.2 军品用户粘性较高，品牌壁垒强

在军用船舶领域，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和民品市场行业经验的国内厂商则可以在当前船用配套设备民品军用化趋势下，凭借先进的产品技术、完善的售后服务、民品军用化的经验赢得军品市场份额。

目前在船用电气、机舱自动化系统细分行业，军品市场的主要参与者包括常熟瑞特电气股份有限公司、浙江永宏电器有限公司、温州博弘电器有限公司、锦州北方航海仪器有限公司等企业。

表 2 船用电气自动化系统军用领域部分市场参与者

公司	优势领域
浙江永宏电器有限公司	在军用舰船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
温州市博弘电器有限公司	在军用舰船市场具有较强的市场拓展能力，但其成立时间较短，品牌知名度较低，在民品市场不具备竞争力，缺乏军民产业融合、互补的优势
锦州北方航海仪器有限公司	北方航海仪器主要为军品，在军用舰船市场具有一定的地域优势（辽宁周边的北方区域），但在民品市场竞争力较弱，缺乏军民产业融合、互补的优势

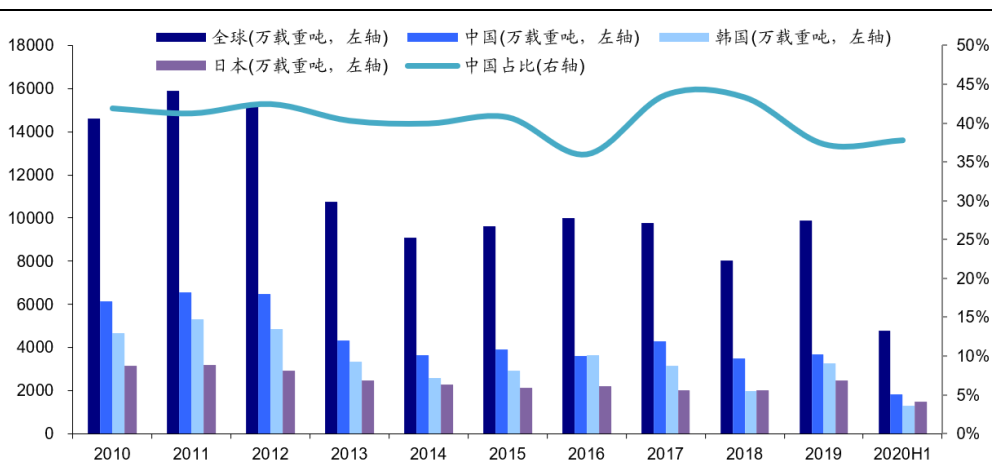
资料来源：瑞特股份招股说明书，海通证券研究所

2.3 民品：舰船配套国产化率潜力较大，公务及特种船舶需求强劲

2.3.1 世界造船业向中国“第二阶段”转移，配套国产化率持续提升

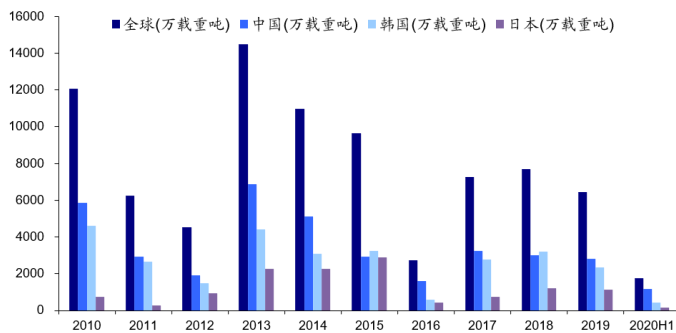
据公司 2019 年年报，2019 年，全国造船完工 3672 万载重吨，同比增长 6.2%。承接新船订单 2907 万载重吨，同比下降 20.7%。12 月底，手持船舶订单 8166 万载重吨，同比下降 8.6%。我国船舶工业呈现出三大造船指标保持领先、骨干船企竞争力不断提高、过剩产能有效压减、船舶修理业运行良好、新型海工装备快速发展、船配产品研发不断取得新突破的良好局面。

图17 造船三大指标——造船完工量（2010-2020H1）



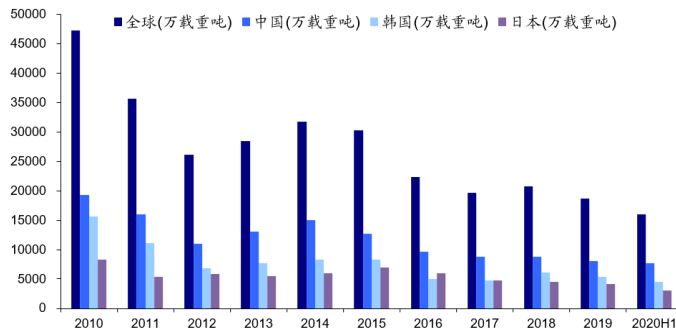
资料来源：Wind，Clarksons，海通证券研究所

图18 造船三大指标——新接订单量（2010-2020H1）



资料来源：Wind，Clarksons，海通证券研究所

图19 造船三大指标——手持订单量（2010-2020H1）

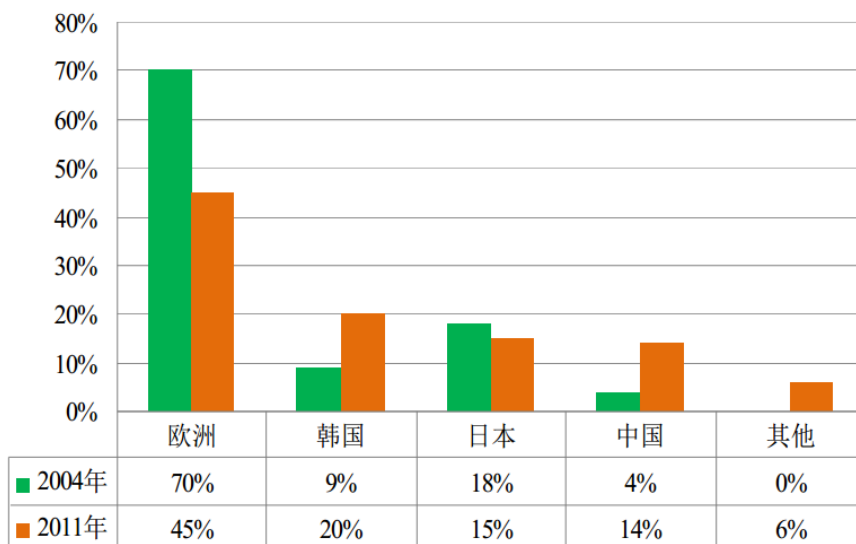


资料来源：Wind，Clarksons，海通证券研究所

我国由“低技术含量船舶制造国”向“高技术含量船舶制造和配套设备制造国”迈进。中国已经完成低技术含量船舶制造的承接，成为造船大国，造船业第二阶段的国际转移已经开始，也就是中国已经由“低技术含量船舶制造国”向“高技术含量船舶制造和配套设备制造国”迈进，并且已取得一定成就：目前我国已经建造或承接在建的船舶覆盖了化学品船、滚装/客滚船、液化石油气船、大型集装箱船、新能源船舶、海洋石油平台等，造船品种结构发生了明显变化；同时，世界船舶配套业向我国转移的趋势明显，转移方式多样化，包括传统产业垂直转移、部分梯度的水平转移、生产工序转移，研发与采购的转移等。

船舶配套业向中国转移的趋势明显。从船舶配套业的转移规律来看，船舶配套产业的转移相对于造船产业有一定的滞后性。韩国连续多年保持世界第一的造船大国地位，而后才在船舶配套方面呈现强劲的发展势头。与中国造船完工量占世界三分之一的市场情况相比，中国船舶配套业发展明显滞后。船舶配套业向我国转移的趋势已经显现。

图20 2004-2011 年全球配套产值分布演变情况



资料来源：瑞特股份招股说明书，海通证券研究所

“重造船，轻配套”致船舶电气自动化系统本土装船率较低。由于之前国内船舶行业普遍存在“重造船，轻配套”的状况，使得中国船舶配套产业发展速度明显落后于船舶制造业的发展，尤其是船舶电气、自动化系统严重依赖进口，产业发展缓慢，船舶电气、自动化系统的本土装船率仍然较低。

船用电气、自动化系统本土化装船率的增长潜力巨大。根据公司招股说明书援引克拉克研究公司的数据，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，虽然 2009 年我国船舶配套本土化率达到 54%，但其中的国产船舶电子电气设备装船率仅为 13.31%，国产船舶自动化系统装船率仅为 1.66%。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。

表 3 我国本土化船用设备装船率目标（2020 年）

内容	目标
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	80%
高技术船舶本土化船用设备平均装船率	60%
船用设备关键零部件本土配套率	80%

资料来源：瑞特股份 2019 年年报，海通证券研究所

自主技术水平的提升将促进船舶电气、自动化系统本土化装船率的提高。近几年来，船用配套设备的自主研发有所突破，船舶电气、自动化系统细分领域的研发体系正逐步建立。这表现为：一方面，我国每年都有一批自主研发的船用电气、自动化系统的关键设备研发成功，其中部分产品的性能和质量已达到国际先进水平，可替代进口产品；另一方面，船用电气、自动化系统的骨干生产企业陆续建立起国家级或省级技术中心，为原有产品技术升级和新产品开发储备了充足的研发力量。

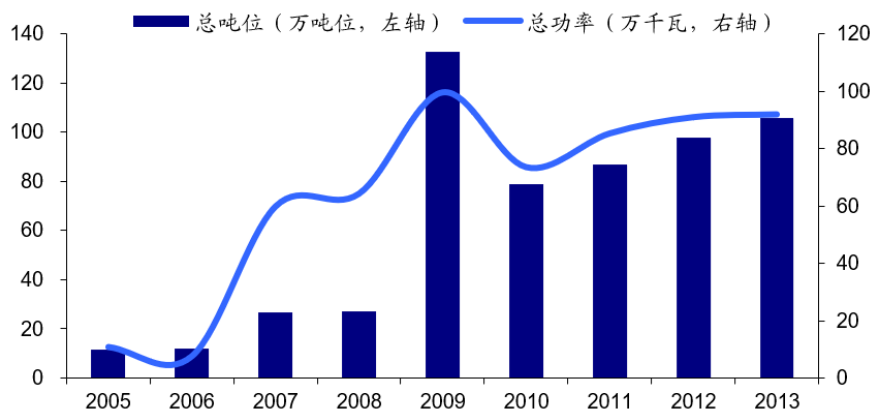
2.3.2 国内公务船舶、特种船舶市场景气度处于较高水平

公务船舶需求增长较快，拉动船用电气、自动化系统市场增长。近年来，渔政、海监、海事、边防、海关等多个部门都在不断加快相关船舶建造速度，但是仍无法满足数百万平方公里海域面积的执法需求。因此，以达到或接近发达海洋国家的公务舰船配置要求，中国在未来还将有数以千计的公务船舶的需求，尚需建造更多的现代化舰船。

根据瑞特股份招股说明书援引中船重工经济研究中心预期，未来几年我国海洋公务执法船需求将达 300-500 亿元，进而可拉动船舶电气、自动化系统等相关产品的需求达 33-55 亿元。

我国海洋油气探测潜力较大，海工船亟需更新换代。由于我国的海洋油气勘探整体处于早中期阶段，资源基础雄厚，市场潜力较大，海洋工程装备产业将是未来能源业发展的战略重点，发展前景十分广阔。此外，随着海洋油气开发不断向深水发展，许多无法适应深水环境的老旧等落后海工船舶将得以淘汰更新。

图21 我国海洋油气用船总吨位及总功率（2005-2013）



资料来源：Wind，国家海洋局，海通证券研究所

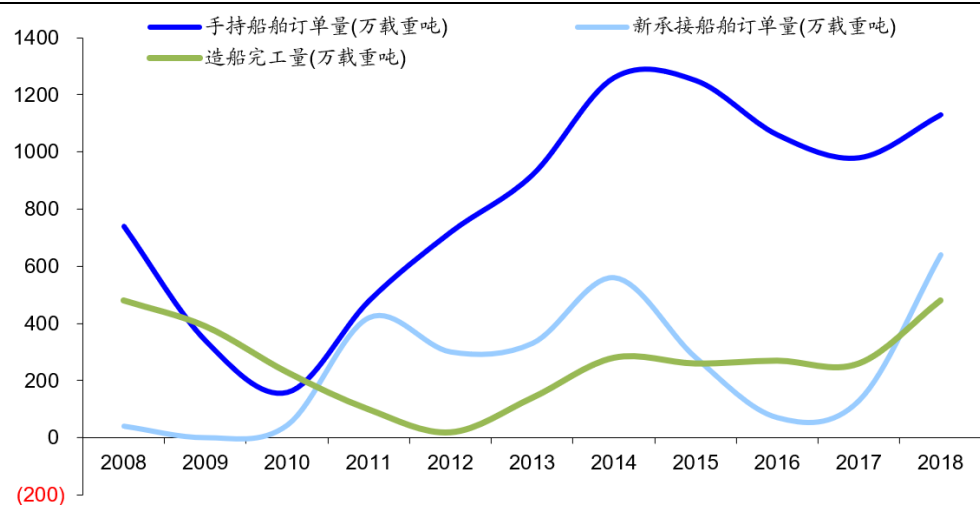
图22 华西 5000 号起重船



资料来源：瑞特股份官网，海通证券研究所

高附加值、技术含量高的船型前景可期。虽然目前世界船舶市场处于低迷状态，但长远来看，世界船舶需求在波动中上升的总趋势不会改变，特别是一些高附加值、技术含量高的船型前景更是可期。

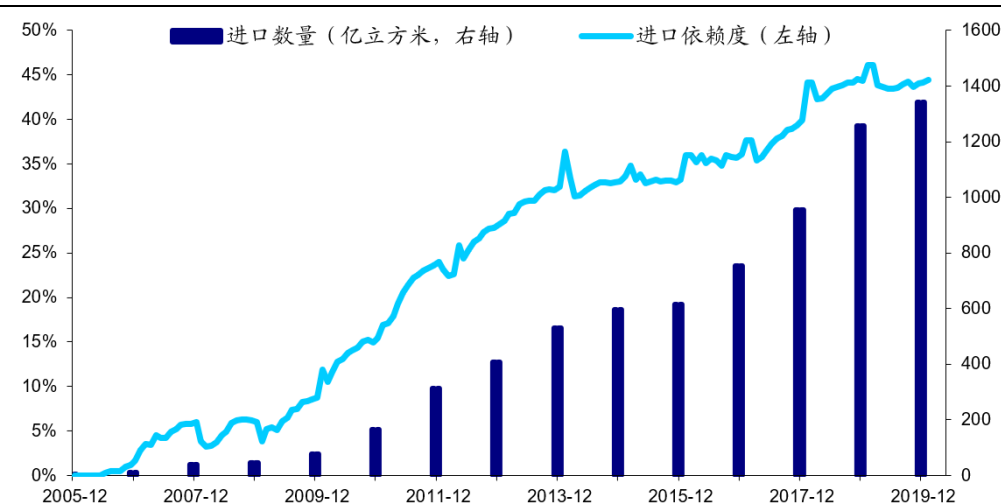
图23 全球 LNG 船三大指标



资料来源：Wind，中国船舶工业年鉴，海通证券研究所

民用领域的 LNG 船、LPG 船、汽车滚装船等高技术、高附加值船舶的市场供需缺口很大。随着全球油气和石化工业的发展，能源需求的增加，LNG 船的中长期市场前景看好，LPG 船的中短期前景也依然乐观；随着汽车工业的发展，整车进出口运输的需求日益提高，汽车滚装船的市场需求上升。这些高技术、高附加值船舶对船舶配套设备，尤其对船用电气设备的需求量巨大。

图24 我国天然气进口数量及进口依赖度



资料来源：Wind，海关总署，海通证券研究所

2.3.3 国际企业居优势地位，少数国内企业中高端市场占一席之地

在民用领域，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、中小民营企业等三大类。

国际领先企业，如施耐德、西门子、ABB、现代、寺崎等凭借先进的技术、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，占据了中国的出口船舶与较大部分海工船舶市场。

表 4 船用电气自动化系统民用领域部分市场参与者

公司	详情
寺崎（中国）电气设备有限公司	寺崎在国际市场具有较强的竞争优势。
镇江赛尔尼柯电器有限公司	赛尔尼柯全球化程度较高、民品规模较大。
镇江康士伯船舶电气有限公司	康士伯系国外品牌，民品价格较高，在国际市场知名度较高。
ABB 集团	总部在瑞士苏黎士，主要从事电力、自动化及船用增压器的设计和制造业务
施耐德电气公司	总部位于法国巴黎，世界 500 强企业，全球著名电气设备供应商。

资料来源：招股说明书，海通证券研究所

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，并在市场中与之保持合作与竞争，同时充分利用国外企业的国际化售后服务网络，参与国内出口船舶、远洋船舶市场。此外，国内知名企业，还可凭借与下游客户建立的稳定合作关系，为企业自有品牌产品、研发的新产品的销售奠定基础。目前该类知名企业较少，主要包括公司、赛尔尼柯等少数几家企业。该类企业面临的市场竞争较小，产品利润率相对较高。

3. 中高端客户+高质量产品，公司竞争优势显著

3.1 产品在军民市场竞争力较强，中高端客户关系稳固

优秀产品实现高水平进口替代，整体实力国内领先。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，但这些从业公司的技术水平普遍较低，规模普遍较小，行业集中度很低。公司是国内企业中少数具有自主创新能力，并获得大

型船舶制造企业、知名船舶设计院，以及国家海洋局、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及机构等下游客户普遍认可的船舶电气与自动化系统专业供应商。

公司研发的舰船用断路器产品，可实现对国外同类产品高水平替代。公司的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，军用及民用产品规模均较大，具有军民产业技术融合、优势互补的特点。

图25 瑞特股份船用断路器产品



DW931 船用框架断路器

DZ931 船用塑壳断路器

资料来源：瑞特股份官网，海通证券研究所

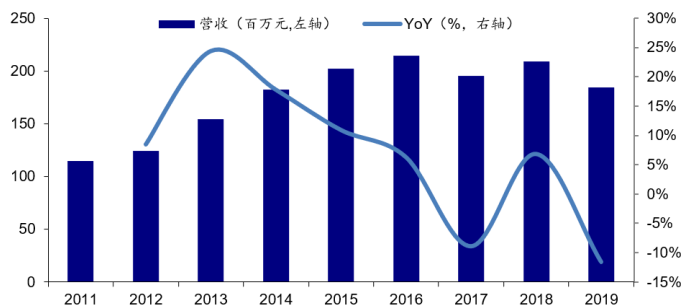
最早成功研制船舶中压配电板的企业之一。随着船舶电气化水平的不断提高，许多新建的大型船舶大多都采用中压配电系统，未来船舶向大型化发展，中压电气系统必将成为大型船舶电力系统的主流发展方向。

公司是国内率先研制船用中压配电板并拥有成功运行经验的船舶电气、机舱自动化生产企业之一，其中公司研发、生产出“船舶中压配电板”，成为国内最早研制成功该种产品的企业之一，在目前国内船用中压电气系统研制并成功运营生产企业稀少的情况下，更能体现出公司的优势。

2019年在船舶中压市场找到突破，打破国外垄断。民品方面，公司船舶中压市场找到突破，先后得到上海中远船坞浦江号，华西村海工船，中远海特5万吨半潜船中压配电项目，成为国内船舶配套企业第一家中标中压配电项目，打破了国外知名企业的行业垄断。

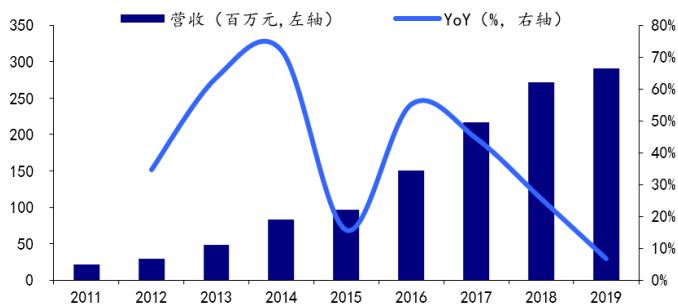
船舶自动化系统保持快速增长。近年来，公司船舶自动化系统业务保持快速增长，主要由于，一方面随着现代船舶向自动化和智能化方向发展，船舶市场本身对自动化类产品的需求越来越大；另一方面，公司近几年加大了对自动化产品的研发力度。公司船舶自动化系统销售增长很快，2011-2019年船舶自动化系统业务收入CAGR达38.04%。

图26 2011-2019年公司船舶配电系统业务收入及增速



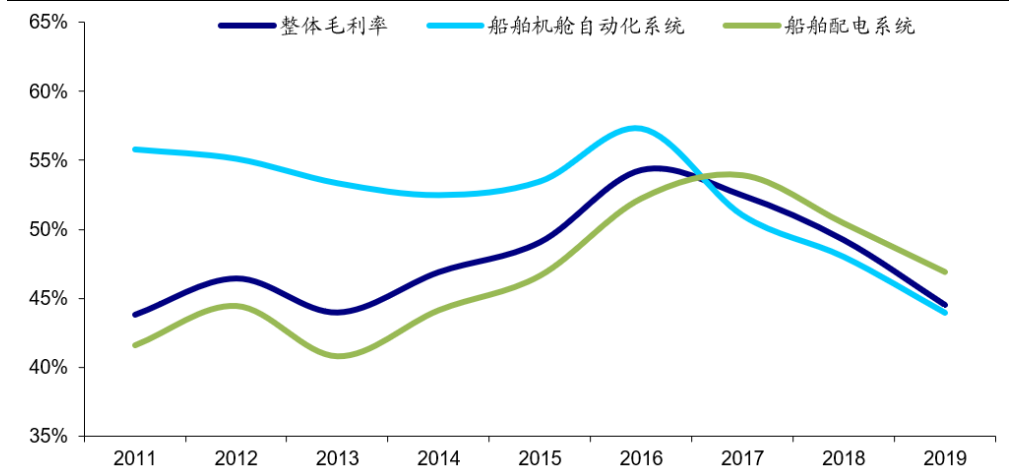
资料来源：Wind，海通证券研究所

图27 2011-2019年公司船舶自动化系统业务收入及增速



资料来源：Wind，海通证券研究所

图28 公司两大主营业务毛利率变化



资料来源：Wind，海通证券研究所

中高端客户关系稳固。公司已成为国家海洋局、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及机构的船舶电气与自动化系统的主要供应商之一。

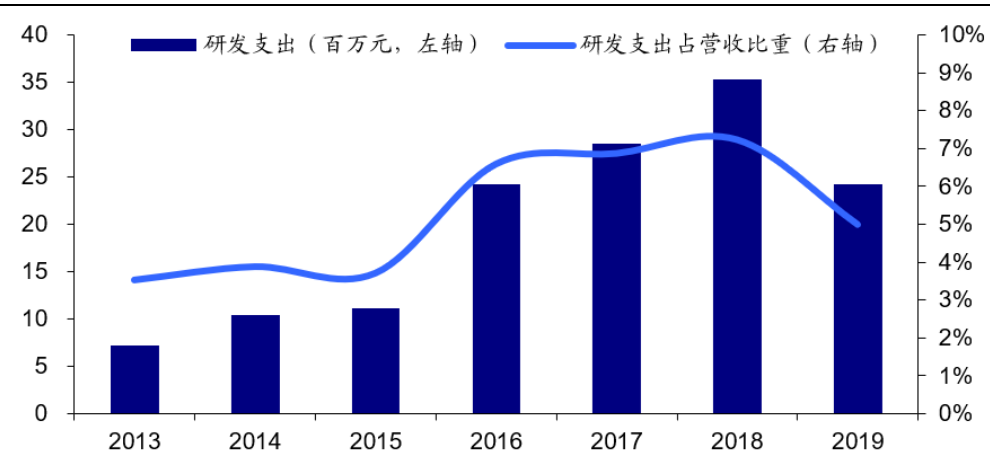
此外，公司还与中国船舶工业集团公司旗下的江南造船（集团）有限责任公司、上海外高桥造船有限公司、广船国际有限公司，中国船舶重工集团公司旗下的武昌船舶重工有限责任公司、七〇一研究所、七〇四研究所等，以及南通中远船务工程有限公司等国内主流大型船厂建立了良好稳定的长期合作关系，成为这些中高端客户群体认可的船用电气与自动化系统供应商。

3.2 专注研发，产品及技术纵深化，不断打造新的增长点

加强研发投入，确立优势地位。公司自成立以来一直专注于船舶及海洋工程电气、自动化设备及其系统集成等技术的研发，掌握了多项核心技术工艺，确立优势地位。截至2019年，公司累计拥有软件著作权48项；专利55项，包括13项发明专利、22项实用新型专利、9项外观设计专利和11项国防专利。

此外，公司所提供的船用电气设备为非标准设备，需要根据客户不同船型和各自不同的使用要求予以定制，因此产品设计开发能力和为客户提供技术解决方案的能力尤为重要。2018年公司投入研发经费占比7.22%，持续保持强大的技术创新活力和产品设计开发能力。

图29 2013-2019 公司研发支出及占营收比重



资料来源：Wind，海通证券研究所

公司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、电池管理技术、总线技术、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，广泛应用于国内公务、军用和民用船舶电气系统、自动化系统等产品之中，是行业内为数不多的拥有自主核心技术的国内船用电气设备供应商。

表 5 公司 2019 年部分技术突破

产品	详情
跨代特征的三代台项目	“统合共用、自主可控、智能交互、人机协调、安全可靠”跨代特征的三代台项目将在所有岸舰大力推广，该项目已于2019年12月配合客户单位完成所有试验，计划2020年1月中旬完成竞优
可编程逻辑控制器	相继取得多家船级社认证，为民品市场的开拓提供了前提条件
船舶监测报警控制系统	相继取得多家船级社认证，为民品市场的开拓提供了前提条件
智能机舱	“雪龙2”号正式交付一年后获得中国船级社颁发智能机舱标识，成为首艘获得智能机舱标识的破冰船
低压新型配电柜	设计开发低压新型配电柜，新柜型采用拼装结构，电参数性能指标高于市场上主流厂家，已通过CQC的工厂审查，取得了3C产品证书和型式试验报告，为今后做陆用产品奠定了基础
高压岸电系统	在4月份完成了整套系统的调试和交付船厂，这也是公司第一次整套系统打包供货和系统设计

资料来源：公司 2019 年年报，海通证券研究所

已具备系统配套集成能力。从行业发展趋势来看，我国船舶电气、自动化系统等细分行业中具有竞争力的大型企业正开始由船舶配套设备加工商向系统集成商转变，强大的产品系统集成能力已成为市场竞争力的集中体现。

公司专业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 and 专业化综合服务，并向电气系统业务模块发展。丰富的产品构成能够极大地促进公司产品系统集成发展模式的形成，目前公司在系统配套集成方面已具备船舶配电系统集成、船舶机舱自动化系统集成等能力。

产品纵深化，提高产品销售规模与市场占有率。公司产品主要包括船舶配电系统及船舶机舱自动化系统等。公司已着手开展船用开关、两舷电源快速转换装置、能量回馈系统等新产品的研发试制工作，而各类新型的船舶机舱自动化系统也将不断开发、生产并投放市场。公司新产品的研制生产，不仅能够延伸公司现有产品链、丰富现有产品种类，而且能够帮助公司提升产品的系统集成能力，提高产品销售规模与市场占有率。

2019 年，在军品方面，公司中标 602 所无人直升机系统配套项目，开拓航空工业集团市场，2019 年下半年与清华大学、同方工业等单位设计的冷却综控系统项目获得客户肯定，在开发新产品的同时，与 28 所、804 所单位建立了良好的合作关系；通过前期项目设计合作获得客户认可，开拓了中标 602 所、清华大学、同方工业等一批新客户。

参股进入无人船领域。据公司 2018 年 9 月 13 日《关于对外投资设立参股公司的公告》，公司出资人民币 800 万元参股 40%设立浙江北鲲智能科技有限公司，打造集研发、试验、生产于一体，满足军民两用需求的无人船产业化基地；打造对无人船进行权威测试的国家认可的试验和检测基地。我们认为此举契合公司的发展规划，提高公司竞争力，助益公司的长远发展。

4. 国资入主助力发展，股权激励激发活力

4.1 控股股东变更为浙江二轻，推进行业资源整合

公司控股股东、实际控制人龚瑞良及其控制的苏州瑞特与浙江二轻于 2020 年 4 月 14 日签署了《股份转让协议》，龚瑞良先生、苏州瑞特于无限售之条件具备前提下，分两次向浙江二轻共计转让上市公司股份 88968375 股（占上市公司股份总数的 29.3660%，为公告时间总股本比例）。

2020 年 8 月 20 日，龚瑞良、苏州瑞特投资有限公司与浙江二轻（66946500 股股份，占公司当前总股本 22.5369%）的股份过户登记手续完成。**控股股东由龚瑞良变更为浙江二轻，实际控制人由龚瑞良变更为浙江省国资委。**

表 6 交易各阶段相关交易方的持股比例变化

股东名称	交易前		第一次股权转让		第二次股权转让	
	持股数量（股）	占公司总股本比例	持股数量（股）	占公司总股本比例	持股数量（股）	占公司总股本比例
龚瑞良	117450000	38.77%	88087500	29.08%	66065625	21.81%
苏州瑞特	37584000	12.41%	0	0.00%	0	0.00%
苏州开瑞	12214800	4.03%	12214800	4.03%	12214800	4.03%
俞秋华	1879200	0.62%	1879200	0.62%	1879200	0.62%
浙江二轻	--	--	66946500	22.10%	88968375	29.37%
合计	169128000	55.82%	169128000	55.82%	169128000	55.82%

资料来源：瑞特股份《关于深圳证券交易所《关于对常熟瑞特电气股份有限公司的关注函》的回复》，海通证券研究所
注：表内股权转让比例及总股本数为公告发布时的总股本比重

表 7 交易各阶段相关方拥有及放弃表决权比例变化

项目	第一次转让股份后至二次股权转让过户			第二次转让股份后		
	持股数（股）	持股数占总股本比例	放弃表决权1后表决权比例	持股数（股）	持股数占总股本比例	放弃表决权2后表决权比例
龚瑞良及其关联方持股数量	102181500	33.73%	16.10%	80159625	26.46%	23.37%
浙江二轻	66946500	22.10%	22.10%	88968375	29.37%	29.37%
表决权差异			6.00%			6.00%

注 1：经龚瑞良确认，龚瑞良及其关联方指龚瑞良、苏州瑞特、苏州开瑞及俞秋华。

资料来源：瑞特股份《关于深圳证券交易所《关于对常熟瑞特电气股份有限公司的关注函》的回复》，海通证券研究所

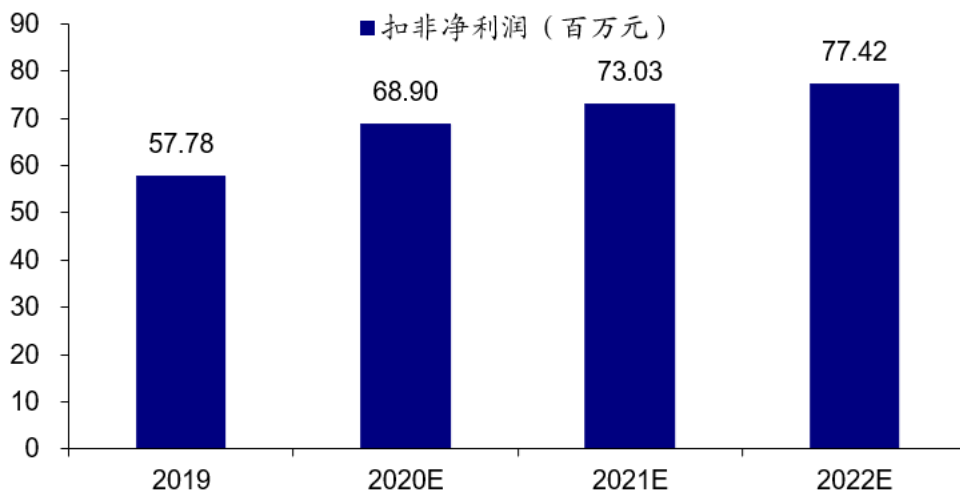
注 2：表内股权转让比例及总股本数为公告发布时的总股本比重

业绩承诺：未来三年扣非净利润年均复合增长率不低于 6%。龚瑞良承诺，以公司 2019 年度扣非净利润（具体以标的公司《2019 年年度报告》公告的数据及 6500 万元的孰高者为准）为基数，公司 2020 年度、2021 年度、2022 年度的扣非净利润年均复合增长率不低于 6%。承诺期满后，未达到累计承诺利润的，由龚瑞良以现金向公司补

偿差额，若超额完成业绩，则以现金形式对上市公司龚瑞良为首的经营团队给予奖励，奖励金额不低于超额业绩的 20% 且不高于 30%

为保证公司业绩增长，公司采取了加强内部管理以节约成本，在维护原有市场的同时积极拓展新业务等措施。截止到 2020 年 3 月底，公司在手订单约 5 亿元，能够对承诺业绩的完成提供保障。

图30 公司 2019 年扣非净利润及未来三年扣非净利润承诺

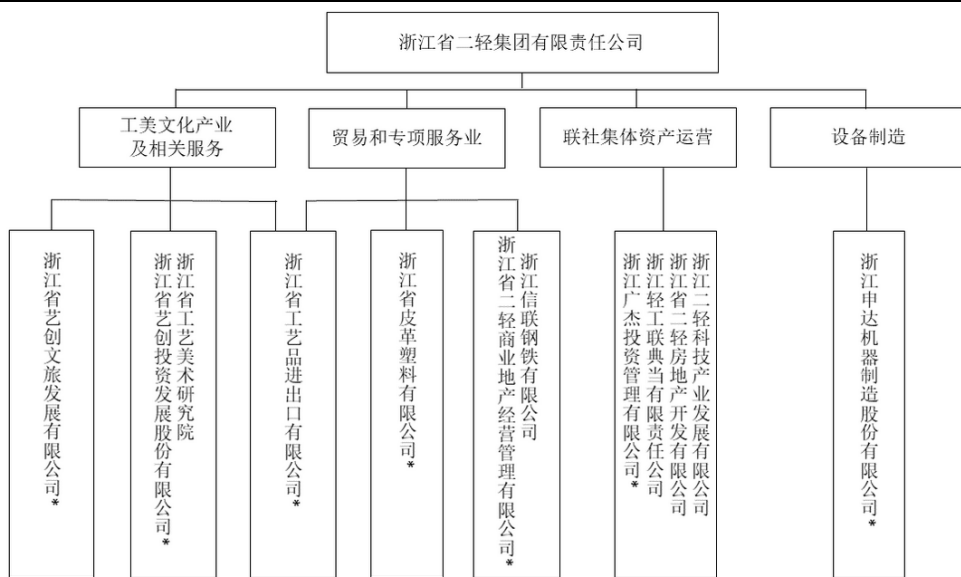


资料来源：Wind，《关于控股股东、实际控制人及关联方签署股份转让协议，表决权放弃承诺暨控制权拟发生变更的提示性公告》，海通证券研究所

公司将成为浙江二轻旗下唯一上市平台。浙江省二轻集团有限责任公司，历经浙江省第二轻工业局、第二轻工业厅、二轻工业总公司、二轻集团公司等多次演变，经省政府批准，于 2019 年 8 月由浙江省手工业合作社联合社出资成立，真正成为产权清晰、管理规范的市场经营主体。

集团下属浙江省工艺品进出口有限公司、浙江申达机器制造股份有限公司、浙江广杰投资管理有限公司等企业，国瑞科技将成为其旗下唯一上市平台。

图31 浙江二轻产业分布及主要控股企业



说明：带*的为该业务板块的管理平台。

资料来源：浙江二轻官网，海通证券研究所

助力瑞特股份主营业务进一步做大做强。浙江二轻主要基于对公司的价值认同及发展前景的看好，旨在充分发挥浙江打造装备制造强省、数字经济示范省、海洋经济强省的政策优势、浙江二轻省属企业背景、公司深耕设备制造产业多年所积累的产业资源优势，进一步推进上市公司所在行业的资源整合，打造产业集聚新高地。

据公司《关于深圳证券交易所《关于对常熟瑞特电气股份有限公司的关注函》的回复》，本次权益变动完成后，有利于公司巩固及拓展现有装备制造业务布局以及行业地位，浙江二轻将按照有利于上市公司可持续发展、有利于全体股东权益的原则，通过改善上市公司治理结构，充分发挥其产业优势和资源整合能力，实现公司价值和股东利益的最大化。

4.2 股权激励健全长效激励机制

股权激励建立公司长效激励机制，助力公司长远发展。公司 2018 年 6 月 19 日晚发布 2018 年限制性股票激励计划（草案），计划授予含董事、中高管、直接影响公司发展员工等限制性股票，计划授予价格 20.35 元/股。2018 年 9 月 9 日公司限制性股票激励计划首次激励对象股票授予完成，经调整后授予对象共计 85 名，合计授予数量为 866 万股。

表 8 股权激励详情

	解除限售时间	解除限售比例	业绩考核目标
第一个解除限售期	自授予日起12个月后的首个交易日起至授予日起24个月内的最后一个交易日当日止	40%	以2017年净利润为基数，2018年扣除股份支付费用的净利润增长率不低于15%
第二个解除限售期	自授予日起24个月后的首个交易日起至授予日起36个月内的最后一个交易日当日止	20%	以2017年净利润为基数，2019年扣除股份支付费用的净利润增长率不低于25%
第三个解除限售期	自授予日起36个月后的首个交易日起至授予日起48个月内的最后一个交易日当日止	20%	以2017年净利润为基数，2020年扣除股份支付费用的净利润增长率不低于35%

资料来源：关于向激励对象授予限制性股票的公告，海通证券研究所

我们认为本次限制性股票激励计划的实施将进一步建立、健全公司长效激励机制，吸引留住人才，实现员工个人利益与公司利益绑定，促进公司长远发展。

5. 盈利预测与投资建议

船舶机舱自动化系统方面，2015-2019 年公司该项业务营业收入 CAGR 为 31.68%。我们认为随着现代船舶向自动化和智能化方向发展，船舶市场本身对自动化类产品的需求越来越大；公司近几年亦加大研发力度，该项业务有望继续保持快速增长趋势，预计 2020-2022 年公司船舶机舱自动化系统业务收入增速分别为 20%、25%、25%。

船舶配电系统业务方面，2017-2019 年公司该项业务营业收入增幅分别为 -8.91%/6.81%/-11.58%，主要由于世界经济贸易增长放缓，新船需求大幅下降，国际原油价格始终维持在低位，海工装备制造企业积极推动海工装备“去库存”，行业竞争激烈等原因，造成公司 2019 年业绩略有下降。我们认为，随着国家“海洋强国”战略的推进，军用船舶及受经济周期影响较小的公务船舶需求将持续增加，同时随着配电系统配套国产化率的提升，公司该项业务有望重回正向增长。我们预计 2020-2022 年公司船舶配电系统业务增速分别为 5%、10%、10%。

表 9 公司主营产品收入预测

	2019	2020E	2021E	2022E
--	------	-------	-------	-------

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

营业收入（百万元）	486.13	553.48	660.05	790.35
船舶机舱自动化系统	290.63	348.76	435.95	544.93
船舶配电系统	184.53	193.76	213.13	234.45
其他业务	10.97	10.97	10.97	10.97
收入同比增长	-0.55%	13.85%	19.25%	19.74%
船舶机舱自动化系统	6.77%	20%	25%	25%
船舶配电系统	-11.58%	5%	10%	10%
其他业务	-12.46%	0%	0%	0%
毛利率	44.51%	40.79%	43.26%	42.58%
船舶机舱自动化系统	43.95%	43.00%	43.00%	42.00%
船舶配电系统	46.89%	38.00%	45.00%	45.00%
其他业务	19.42%	20.00%	20.00%	20.00%
营业成本（百万元）	269.74	327.70	374.49	453.78
船舶机舱自动化系统	162.90	198.79	248.49	316.06
船舶配电系统	98.01	120.13	117.22	128.94
其他业务	8.84	8.78	8.78	8.78

资料来源：Wind，海通证券研究所

（1）PE 估值法，我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.24、0.41、0.49 元，结合可比公司估值情况，我们给予公司 2021 年 50-60 倍 PE 估值，对应合理价值区间为 20.50-24.60 元/股；

（2）PB 估值法，我们预计公司 2020-2022 年每股净资产分别为 4.08、4.56、5.14 元，结合可比公司估值情况，我们给予公司 2021 年 5.0-5.5 倍 PB 估值，对应合理价值区间为 22.80-25.08 元/股。

综合上述估值方法，我们给予公司 20.50-25.08 元/股的合理价值区间，“优于大市”评级。

表 10 可比上市公司估值表（2021 年预测 PE 和 PB，倍）

上市公司	证券代码	收盘价（元）	PE（倍，2021E）	PB（倍，2021E）
久之洋	300516.SZ	32.61	61.96	4.72
景嘉微	300474.SZ	63.00	51.75	6.78
中航高科	600862.SH	26.69	58.03	7.54
雷科防务	002413.SZ	6.86	32.10	1.88
平均			50.96	5.23

资料来源：Wind，海通证券研究所

备注：按 2020 年 12 月 22 日收盘价计算（以上均来自 Wind 一致预测）

6. 风险提示

（1）下游市场需求波动的风险：公司主要业务为船舶及海洋工程电气、自动化系统等产品的研发、生产及销售，下游直接客户主要集中在船舶制造业。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，最终会对公司的经营产生一定的不利影响；

（2）技术风险：随着国内外装备制造业技术水平的日趋提高，未来公司还需要持续加大技术研发力度，如果新技术出现，或者更低成本的产品不断涌现，公司将面临一定的技术替代或者产品替代的风险，公司的生产经营将受到影响。尽管公司一贯重视并不断完善技术人员的激励约束机制，但由于优秀的技术人才是市场激烈争夺的对象，公司面临一定的技术人员流失风险。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标（元）					营业总收入	486	553	660	790
每股收益	0.29	0.24	0.41	0.49	营业成本	270	328	374	454
每股净资产	3.79	4.08	4.56	5.14	毛利率%	44.5%	40.8%	43.3%	42.6%
每股经营现金流	-0.51	0.82	0.32	-0.09	营业税金及附加	5	6	7	9
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
价值评估（倍）					营业费用	22	26	31	37
P/E	79.32	94.80	56.40	46.75	营业费用率%	4.5%	4.7%	4.6%	4.6%
P/B	6.07	5.64	5.04	4.47	管理费用	75	85	101	121
P/S	14.37	12.35	10.36	8.65	管理费用率%	15.4%	15.4%	15.4%	15.4%
EV/EBITDA	24.66	66.79	49.33	45.79	EBIT	90	77	110	126
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	5	15	-4	0
盈利能力指标（%）					财务费用率%	1.1%	2.6%	-0.6%	0.0%
毛利率	44.5%	40.8%	43.3%	42.6%	资产减值损失	0	0	0	0
净利率	17.7%	13.0%	18.4%	18.5%	投资收益	5	4	5	6
净资产收益率	7.7%	5.9%	8.9%	9.6%	营业利润	104	85	143	172
资产回报率	4.2%	3.9%	5.5%	5.6%	营业外收支	0	0	0	0
投资回报率	5.8%	5.4%	6.9%	6.5%	利润总额	103	85	143	172
盈利增长（%）					EBITDA	119	99	135	149
营业收入增长率	-0.5%	13.9%	19.3%	19.7%	所得税	17	13	21	26
EBIT 增长率	-8.9%	-14.7%	43.1%	14.1%	有效所得税率%	16.7%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润增长率	-20.5%	-16.3%	68.1%	20.7%	少数股东损益	0	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	86	72	121	146
资产负债率	44.9%	34.3%	38.5%	41.1%					
流动比率	1.74	2.01	1.75	1.63	资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
速动比率	1.34	1.47	1.26	1.15	货币资金	281	215	162	105
现金比率	0.31	0.34	0.19	0.10	应收账款及应收票据	718	581	721	879
经营效率指标					存货	209	246	286	344
应收帐款周转天数	313.75	250.00	250.00	250.00	其它流动资产	386	232	314	404
存货周转天数	282.22	274.34	278.28	276.31	流动资产合计	1593	1274	1482	1732
总资产周转率	0.24	0.30	0.30	0.30	长期股权投资	3	3	3	3
固定资产周转率	1.38	1.20	1.10	1.07	固定资产	353	462	602	737
					在建工程	14	34	49	59
					无形资产	51	50	48	46
					非流动资产合计	448	572	723	864
现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E	资产总计	2041	1846	2205	2596
净利润	86	72	121	146	短期借款	180	0	0	104
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	389	341	465	517
非现金支出	42	22	25	23	预收账款	33	27	37	42
非经营收益	2	0	-6	-4	其它流动负债	312	264	346	402
营运资金变动	-281	150	-46	-193	流动负债合计	914	632	848	1066
经营活动现金流	-151	245	95	-27	长期借款	0	0	0	0
资产	-33	-131	-153	-138	其它长期负债	2	2	2	2
投资	-1	0	0	0	非流动负债合计	2	2	2	2
其他	-44	4	5	6	负债总计	916	634	849	1067
投资活动现金流	-78	-127	-148	-132	实收资本	304	297	297	297
债权募资	223	-180	0	104	归属于母公司所有者权益	1125	1213	1356	1528
股权募资	0	-7	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
其他	-81	2	0	-2	负债和所有者权益合计	2041	1846	2205	2596
融资活动现金流	141	-185	0	102					
现金净流量	-88	-67	-53	-57					

备注：（1）表中计算估值指标的收盘价日期为 12 月 23 日；（2）以上各表均为简表
 资料来源：公司年报（2019），海通证券研究所

信息披露

分析师声明

张恒昶 军工行业
张高艳 军工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 科思科技,内蒙一机,宏大爆破,中航光电,中航科工,新光光电,中航电子,中航电测,航天发展,中航西飞,航天电器,钢研高纳,火炬电子,中航机电,中直股份,爱乐达,康达新材,振华科技,中国海防,西部超导,中航高科,北摩高科,苏试试验,星网宇达

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以海通综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类 别	评 级	说 明
	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上；
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下；
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路 颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜 超 副所长
(021)23212042 jc9001@htsec.com

邓 勇 副所长
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

涂力磊 所长助理
(021)23219747 tll5535@htsec.com

余文心 所长助理
(0755)82780398 ywx9461@htsec.com

宏观经济研究团队

姜 超(021)23212042 jc9001@htsec.com
宋 潇(021)23154483 sx11788@htsec.com
陈 兴(021)23154504 cx12025@htsec.com
梁中华(021)23219820 lzh13508@htsec.com
联系人
应稼娟(021)23219394 yjx12725@htsec.com
侯 欢(021)23154658 hh13288@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
罗 蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
姚 石(021)23219443 ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
颜 伟(021)23219914 yw10384@htsec.com
联系人
孙丁茜(021)23212067 sdq13207@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
皮 灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
谈 鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
联系人
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com
吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com
黄雨薇(021)23219645 hyw13116@htsec.com
张 弛(021)23219773 zc13338@htsec.com
邵 飞(021)23219819 sf13370@htsec.com

固定收益研究团队

姜 超(021)23212042 jc9001@htsec.com
周 霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
姜珮珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
杜 佳(021)23154149 dj11195@htsec.com
联系人
王巧喆(021)23154142 wqz12709@htsec.com
张紫睿(021)23154484 zzi13186@htsec.com
孙丽萍(021)23154124 slp13219@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
高 上(021)23154132 gs10373@htsec.com
李 影(021)23154117 ly11082@htsec.com
张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com
李姝醒 lsx11330@htsec.com
曾 知(021)23219810 zz9612@htsec.com
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com
刘 溢(021)23219748 ly12337@htsec.com
周旭辉 zxh12382@htsec.com
联系人
唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com
吴信坤 021-23154147 wxk12750@htsec.com

中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
相 美(021)23219945 xj11211@htsec.com
联系人
王园沁 02123154123 wyq12745@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱 蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
王 旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

邓 勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
胡 歆(021)23154505 hx11853@htsec.com
张 璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑 琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
范国钦 02123154384 fgq12116@htsec.com
联系人
梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com
孟 陆 86 10 56760096 ml13172@htsec.com
周 航(021)23219671 zh13348@htsec.com
朱赵明 zzm12569@htsec.com

汽车行业

王 猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
杜 威(0755)82900463 dw11213@htsec.com
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com
联系人
房乔华 021-23219807 fqh12888@htsec.com
郑 蕾 23963569 zl12742@htsec.com

公用事业

吴 杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
傅逸帆(021)23154398 fyf11758@htsec.com
张 磊(021)23212001 zl10996@htsec.com

批发和零售贸易行业

李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com
高 瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com
汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
联系人
马浩然(021)23154138 mhr13160@htsec.com

互联网及传媒

郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com

有色金属行业

施 毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com
联系人
郑景毅 zjy12711@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢 盐(021)23219436 xiey@htsec.com
金 晶(021)23154128 jj10777@htsec.com
杨 凡(010)58067828 yf11127@htsec.com

电子行业

尹 苓(021)23154119 yl11569@htsec.com
蒋 俊(021)23154170 jj11200@htsec.com
周旭辉 zxb12382@htsec.com
联系人
肖隽翀 021-23154139 xjc12802@htsec.com

煤炭行业

李 淼(010)58067998 lm10779@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
吴 杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
王 涛(021)23219760 wt12363@htsec.com

电力设备及新能源行业

张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com
房 青(021)23219692 fangq@htsec.com
曾 彪(021)23154148 zb10242@htsec.com
徐柏乔(021)23219171 xqb6583@htsec.com

基础化工行业

刘 威(0755)82764281 lw10053@htsec.com
刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com
张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com
孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com
李 智(021)23219392 lz11785@htsec.com

计算机行业

郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com
杨 林(021)23154174 yl11036@htsec.com
于成龙 ycl12224@htsec.com
黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com
洪 琳(021)23154137 hl11570@htsec.com
联系人
杨 蒙(0755)23617756 ym13254@htsec.com

通信行业

朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com
余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com
张峰青(021)23219383 zzq11650@htsec.com
联系人
杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com

非银行金融行业

孙 婷(010)50949926 st9998@htsec.com
何 婷(021)23219634 ht10515@htsec.com
李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com
联系人
任广博(010)56760090 rgb12695@htsec.com

交通运输行业

虞 楠(021)23219382 yun@htsec.com
罗月江 (010) 56760091 lyj12399@htsec.com
李 轩(021)23154652 lx12671@htsec.com
陈 宇(021)23219442 cy13115@htsec.com

纺织服装行业

梁 希(021)23219407 lx11040@htsec.com
盛 开(021)23154510 sk11787@htsec.com

建筑建材行业

冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
申 浩(021)23154114 sh12219@htsec.com
杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com
颜慧菁 yhj12866@htsec.com

机械行业

余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com
周 丹 zd12213@htsec.com
吉 晟(021)23154653 js12801@htsec.com
赵玥炜(021)23219814 zyw13208@htsec.com

钢铁行业

刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com
周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com

建筑工程行业

张欣劼 zxb12156@htsec.com
李富华(021)23154134 lfz12225@htsec.com
杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com

农林牧渔行业

丁 频(021)23219405 dingpin@htsec.com
陈 阳(021)23212041 cy10867@htsec.com
联系人
孟亚琦(021)23154396 myq12354@htsec.com

食品饮料行业

闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com
颜慧菁 yhj12866@htsec.com
张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com
程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com

军工行业

张恒昶 zhx10170@htsec.com
张高艳 0755-82900489 zgy13106@htsec.com
联系人
刘砚菲 021-2321-4129 lyf13079@htsec.com

银行行业

孙 婷(010)50949926 st9998@htsec.com
解巍巍 xww12276@htsec.com
林加力(021)23154395 lj12245@htsec.com
联系人
董栋梁(021) 23219356 ddl13026@htsec.com

社会服务行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
许樱之(755)82900465 xyz11630@htsec.com
联系人
毛弘毅(021)23219583 mhy13205@htsec.com

家电行业

陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com
李 阳(021)23154382 ly11194@htsec.com
朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com
刘 璐(021)23214390 ll11838@htsec.com

造纸轻工行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
赵 洋(021)23154126 zy10340@htsec.com
联系人
柳文韬(021)23219389 lwt13065@htsec.com

研究所销售团队

深广地区销售团队

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com
伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com
辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com
刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com
饶 伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com
欧阳梦楚(0755)23617160 oymc11039@htsec.com
巩柏含 gbh11537@htsec.com
滕雪竹 txz13189@htsec.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com
朱 健(021)23219592 zhuj@htsec.com
李唯佳(021)23219384 jiwj@htsec.com
黄 毓(021)23219410 huangyu@htsec.com
漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com
胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com
黄 诚(021)23219397 hc10482@htsec.com
毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com
马晓男 mxn11376@htsec.com
杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com
张思宇 zsy11797@htsec.com
王朝领 wcl11854@htsec.com
邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com
李 寅 021-23219691 ly12488@htsec.com
董晓梅 dxm10457@htsec.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com
郭 楠 010-5806 7936 gn12384@htsec.com
张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com
杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com
郭金珏(010)58067851 gjy12727@htsec.com
张钧博 zjb13446@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话：（021）23219000
传真：（021）23219392
网址：www.htsec.com