

中船科技(600072)/船舶制造
有里有面有平台, 除去旧装换新颜
评级: 买入(首次)

市场价格: 17.36

目标价格: 20.00

分析师: 杨帆

执业证书编号: S0740517060002

电话: 01059013814

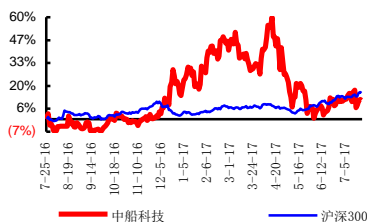
Email: wanghj@r.qlzq.com.cn

联系人: 王宝权

Email: wangbq@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	736
流通股本(百万股)	310
市价(元)	17.36
市值(百万元)	12,800
流通市值(百万元)	5,380

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	913.59	5304.15	6544.89	7736.34	8611.46
增长率 yoy%	-6.75%	480.58%	23.39%	18.20%	11.31%
净利润	22.46	-42.93	275.06	350.26	424.20
增长率 yoy%	117.41%	-291.16%	740.72%	27.34%	21.11%
每股收益(元)	0.05	-0.06	0.37	0.48	0.58
每股经营现金流量	0.17	-0.95	-0.56	-0.04	0.17
净资产收益率	1.95%	-1.00%	5.98%	7.25%	8.32%
P/E	218.39	-290	45	36	29
PEG	1.86	1.00	0.06	1.33	1.38
P/B	8.12	3.52	2.89	2.76	2.61

备注:

投资要点

- 并购与剥离并举, 完成转型南船高科技业务上市平台的第一步, 整体业绩有望迎来反转:** 公司陆续剥离旗下茵江实业、中船鼎盛、中船绿洲等资产, 同时完成对中船九院的并购以及子公司的调整, 完成转型南船高科技业务上市平台的第一步。公司积极向控股型公司进行转变, 侧重于资产经营与投资管理。中船九院注入上市公司后, 公司主营业务将从制造环节向高附加值的设计、勘察、工程总承包等环节延伸, 有助于上市公司产业链的完善, 增强公司的核心竞争力, 促进公司转型升级, 进而提升盈利能力和发展空间。中船九院 2016 年实现营收 45.66 亿, 净利润 1.24 亿。我们预计公司整体 17 年业绩有望大幅提升, 迎来反转, 完成有里有面有平台的转身。
- 产业布局不断优化, 军工和新兴业务值得期待:** 公司以设计咨询、工程总承包及城镇化建设三大业务为依托, 布局豪华邮轮, 舰船内装业务, 进军信息化与工业化融合智能制造, 拓展海绵城市和地下综合管廊设计、非标设备环保领域, 借助产研结合, 设计咨询规划带动工程总承包, 形成专业总承包+军工业务+新兴热门产业的优秀格局。公司 2016 年签订军工项目近 5000 万监理合同, 为后续发展军工业务奠定了良好的基础。我们认为, 随着近海防御与远海护卫以及海洋强国战略的实施, 公司作为船舶修造基地的领导者, 提前布局舰船内装, 借助自身强大的设计咨询总承包能力, 将充分受益海军建设带来的红利, 提前布局智能制造与智慧城市有望为公司发展注入新动能。
- 顺应 PPP 浪潮, 新型城镇化建设业务爆发, 借势一带一路战略, 海外业务多点开花:** 公司以国家城镇化战略为契机, 初步建立了城镇化建设合作模式, 参与“千企千镇工程”梅李镇新型城镇化建设。目前有多个项目如徐州棚户区改造、西昌棚户区改造、宜昌综合 PPP 项目、台州市政设施 PPP 项目等正在洽谈和实施。公司成立 PPP 项目承接的专业团队, 将进一步提升市场开拓能力, 随着 PPP 项目的加速落地和城镇化建设的持续推进, 公司 PPP 和城镇化业务前景可期。公司借力一带一路战略实施带来的机遇, 发挥自身在设计资源和工程总承包上的专业优势, 以及船舶工业规划设计领导者的品牌, 先后完成埃及军工船厂、澳大利亚温德姆港码头等项目, 并向非船业务如酒店、城镇建设、核电建设拓展, 目前已中标美国浮船坞吊车和巴基斯坦卡拉奇核电海工项目, 尚有厄瓜多尔基尔船厂设计、阿尔及利亚奥兰船厂联合厂房总承包等多个海外项目正在洽谈。我们分析随着一带一路的加速推进, 公司海外业务将稳步增长, 成长潜力巨大。
- 南船高科技业务上市平台, 国企改革、资产证券化以及军工科研院所改制全方位立体受益, 存在一定的资产预期:** 公司已更名为中船科技, 将逐步成为中船工业集团高科技业务上市平台。公司和中船九院分别作为集团资产证券化和科研院所改制的试点首家单位, 为集团资本运作树立了典范。我们认为公司将充分受益国企改革、军工集团资产证券化以及军工科研院所改制的多重红利, 树立深改革+真成长的典型公司。
- 盈利预测及投资建议:** 我们预测公司 2017-2019 年实现收入分别为 65/77/86 亿元, 同比增长 23%/18%/11%; 实现归母净利润 2.75/3.50/4.24 亿元, 同比增长 741%/27%/21%; 对应 17-19 年 EPS 分别为 0.37/0.48/0.58 元。我们估算公司 17 年市值为 148 亿元, 当前股本 7.36 亿股, 对应股价为 20 元, 相当于 54 倍估值, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- 风险提示:** 集团资产证券化不及预期; 科研院所改制不及预期; 公司军工业务发展不及预期;

内容目录

1. 并购与剥离并举，迈出转型高科技业务上市平台第一步	5 -
1.1 公司传统业务经营状况不佳，陆续剥离旗下资产	5 -
1.2 并购中船九院转型工程总承包公司，未来业绩弹性较大	8 -
1.3 工程总承包、勘察设计行业迎来新机遇.....	12 -
1.4 公司战略重新定位，转型管控平台型公司.....	13 -
2. 顺应 PPP 浪潮，新型城镇化建设业务爆发	14 -
2.1.我国 PPP 项目投资量和落地率持续增长.....	15 -
2.2 公司在 PPP 重点领域和城镇化建设领域优势明显	17 -
2.3 以设计规划带动总承包，提供一揽子完整服务.....	19 -
3. 借势一带一路，公司海外业务值得期待	20 -
3.1 一带一路进入加速建设期	21 -
3.2 公司打造国际专业总承包	21 -
4. 产业布局不断优化，军工与新兴业务为公司发展注入新动力	22 -
4.1 产研结合，拓展海绵城市和地下综合管廊等热门行业.....	22 -
4.2 抢占舰船内装和船舶基地修造先机，深化布局军工业务	24 -
4.3 布局豪华邮轮，发展空间广阔	29 -
5. 南船高科技业务上市平台，资本运作潜力广阔	31 -
5.1 更名中船科技，南船高科技业务上市平台地位确立	31 -
5.2 资产证券化、国企改革以及科研院所改制全方位立体收益	32 -
6. 盈利预测及估值	35 -
6.1 主营业务盈利预测（暂不考虑资产注入情景分析）	35 -
6.2 绝对估值	36 -
6.3 相对估值.....	37 -
风险提示	38 -

图表目录

图表 1: 公司发展主要历程回顾.....	- 5 -
图表 2: 并购重组前公司主要业务分布.....	- 5 -
图表 3: 并购重组前公司主要业务.....	- 5 -
图表 4: 近年 BDI 和船舶价格指数.....	- 6 -
图表 5: 船舶工业三大指标之造船完工量.....	- 6 -
图表 6: 船舶工业三大指标之新接订单量.....	- 6 -
图表 7: 船舶工业三大指标之手持订单量.....	- 6 -
图表 8: 中船科技近年营收及其增长率.....	- 7 -
图表 9: 中船科技近年归母净利润及其增长率.....	- 7 -
图表 10: 中船科技近年传统制造业综合毛利率.....	- 7 -
图表 11: 中船科技近年传统制造业三费率.....	- 7 -
图表 12: 中船科技近年扣非净利润.....	- 8 -
图表 13: 中船科技近年资产剥离与处置汇总.....	- 8 -
图表 14: 重组前中船九院和常熟梅李股权结构.....	- 9 -
图表 15: 中船九院历史沿革.....	- 9 -
图表 16: 中船九院部分资质.....	- 10 -
图表 17: 中船九院子公司.....	- 10 -
图表 18: 中船九院相关荣誉.....	- 10 -
图表 19: 中船九院主营业务.....	- 11 -
图表 20: 中船九院近年营收及其增长率.....	- 12 -
图表 21: 中船九院近年净利润及其增长率.....	- 12 -
图表 22: 中船九院近年分项业务营收.....	- 12 -
图表 23: 中船九院近年分项业务占比.....	- 12 -
图表 24: 中船九院近年各项业务毛利率状况.....	- 12 -
图表 25: 中船九院 2016 年特色业绩.....	- 13 -
图表 26: 2016 年资产重组后中船科技主营业务.....	- 14 -
图表 27: 2016 年资产重组后中船科技股权结构.....	- 14 -
图表 28: 2016 中国 PPP 项目各阶段项目数分布状况.....	- 15 -
图表 29: 2016 中国 PPP 项目各阶段项目投资额分布状况 (亿元).....	- 15 -
图表 30: 2016 年中国 PPP 项目落地率.....	- 16 -
图表 31: 2016 年 PPP 项目主要分布领域 (项目数量).....	- 16 -
图表 32: 2016 年 PPP 项目主要投资领域 (投资额度化).....	- 16 -
图表 33: 2016 年 PPP 项目新增情况 (项目数量).....	- 17 -
图表 34: 2016 年 PPP 项目新增情况 (投资额度化).....	- 17 -
图表 35: 公司工程总承包典型流程.....	- 18 -
图表 36: 公司土地整理业务典型流程.....	- 18 -
图表 37: 公司定增项目.....	- 19 -
图表 38: 公司设立的长兴建设基金.....	- 19 -
图表 39: 2016 年 PPP 项目新增情况 (项目数量).....	- 19 -
图表 40: 2016 年 PPP 项目新增情况 (投资额度化).....	- 19 -
图表 41: 中船九院近年典型项目汇总.....	- 20 -
图表 42: 2016 年一带一路签约项目数量.....	- 21 -
图表 43: 2016 年一带一路签约金额 (亿美元).....	- 21 -

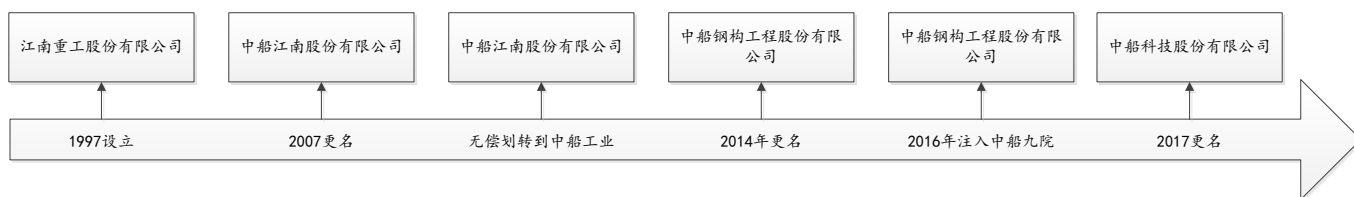
图表 44: 新加坡科技海事船厂工程	- 22 -
图表 45: 非洲最大-亚历山大船厂改造项目 (隶属埃及国防部)	- 22 -
图表 46: 利比亚的里波黎塔丘拉新镇规划方案	- 22 -
图表 47: 沙特阿拉伯吉达市城市示范社区规划方案	- 22 -
图表 48: 中船九院热门行业布局	- 23 -
图表 49: 公司智能建筑和 BIM 应用流程	- 23 -
图表 50: 中交集团南方总部基地大厦 BIM 应用	- 23 -
图表 51: 典型海绵城市流动图	- 24 -
图表 52: 典型地下综合管廊布局	- 24 -
图表 53: 大连船舶重工造船基地	- 24 -
图表 54: 江南长兴造船基地	- 24 -
图表 55: 中船九院规划建设中国主要军工船厂	- 25 -
图表 56: 中船九院三大研究中心	- 25 -
图表 57: 中船华海近年营收净利润状况	- 26 -
图表 58: 2016 年部分中国列装军舰统计	- 27 -
图表 59: 世界主要国家航母数量	- 28 -
图表 60: 世界主要国家驱逐舰数量	- 28 -
图表 61: 中美主力驱逐舰对比	- 28 -
图表 62: 国产航母下水	- 29 -
图表 63: 054A 型护卫舰的成本	- 29 -
图表 64: 中国近年邮轮旅客出入境人数	- 29 -
图表 65: 中国近年接待邮轮数	- 29 -
图表 66: 皇家加勒比海洋水手号大堂	- 30 -
图表 67: 皇家加勒比海洋水手号酒吧	- 30 -
图表 68: 中国设计建造豪华邮轮进程	- 31 -
图表 69: 中船集团组织架构	- 32 -
图表 70: 中船集团资产证券化率	- 33 -
图表 71: 系统工程研究院旗下科技公司	- 33 -
图表 72: 中船产业园分布	- 33 -
图表 73: 国企混改历程	- 34 -
图表 74: 中船集团旗下研究院所	- 34 -
图表 75: 分业务盈利预测	- 36 -
图表 76: 绝对估值假设条件	- 36 -
图表 77: FCFF 估值结果	- 37 -
图表 78: FCFF 敏感性分析	- 37 -
图表 79: 高端装备业务可比公司估值情况	- 38 -
图表 80: 财务预测与估值	- 39 -

1. 并购与剥离并举，迈出转型高科技业务上市平台第一步

1.1 公司传统业务经营状况不佳，陆续剥离旗下资产

- 公司历史沿革：**中船科技股份有限公司设立阶段公司名称为江南重工股份有限公司，是由江南造船（集团）有限责任公司于 1997 年，以募集方式独家发起设立，设立时公司形式为股份有限公司，同年于上交所上市，其中江南造船集团以资产及相关负债形式出资并持有 7,201 万股，占总股本的 54.55%。

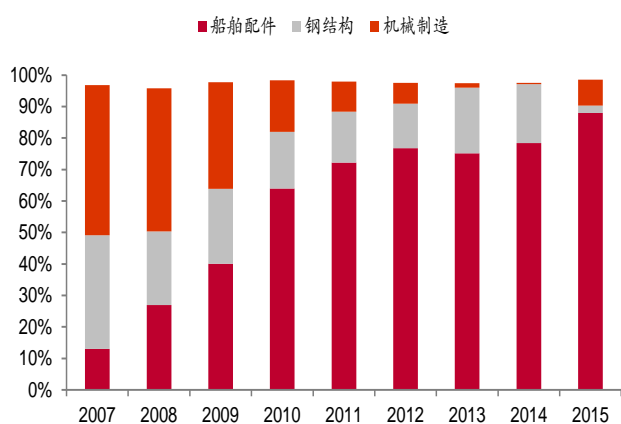
图表 1：公司发展主要历程回顾



来源：公司公告，中泰证券研究所

- 公司传统业务为制造业：**公司的主要传统产品为大型钢结构产品，包括桥梁、机场航站楼、体育场馆及会展中心等；成套工程机械产品，包括码头装卸机、40.5T 集装箱桥吊、1200T/H 卸船机、600T、800T 和 900T 龙门吊等；船舶配套产品，包括船用液化气液罐产品、舱口盖、轴舵系、上层建筑、机舱单元及其他船配产品等。2016 年前船舶配套产品占据公司传统业务绝大部分。

图表 2：并购重组前公司主要业务分布



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 3：并购重组前公司主要业务

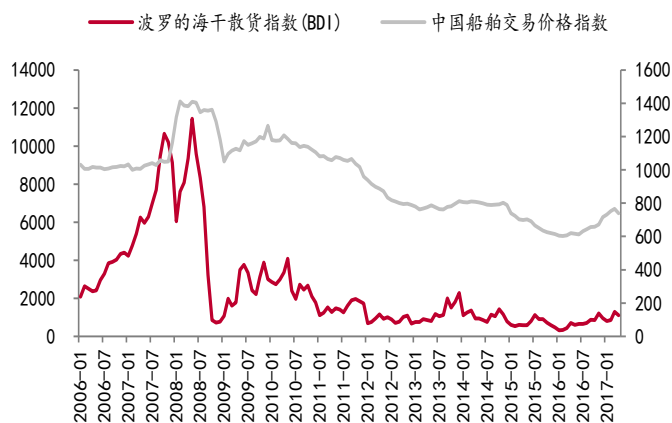


来源：公司官网，中泰证券研究所

- 船舶工业持续低迷，公司传统业务不佳：**受下游航运市场不景气以及全球经济贸易疲软影响，船舶工业产能过剩问题较为突出，公司传统船舶配套产品受到较大影响。目前船舶工业仍处于去产能状态，造船三大指标：造船完工量，手持订单量以及新接订单量均处于近年较低水平。2016 年，国际船舶市场继续深度调整，全球新船成交量同比大幅下降 67%，年末全球船企手持订单较 2015 年底下滑 25%。全国造船完工量为 3532

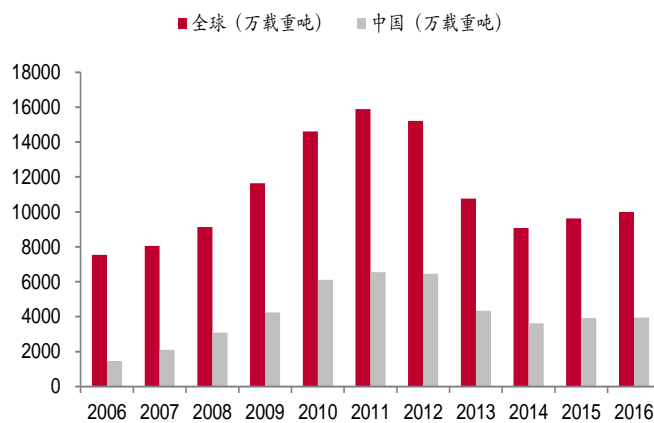
万载重吨，同比下降 15.6%；承接新船订单量为 2107 万载重吨，同比下降 32.6%；截至 2016 年 12 月底，手持船舶订单量为 9961 万载重吨，同比下降 19%。新船价格也在大幅下跌。2016 年以来，克拉克松新船价格指数呈现单边下行态势，其中油船、集装箱船新船价格较金融危机前高点下跌幅度约 40%，散货船新船价格跌幅更是超过 50%，已跌破多数船厂成本线，多数企业处于无利甚至亏损接单状态。目前船舶行业全球总产能达到两亿吨，但实际需求却只有 1 亿吨，中国目前仍存 30% 以上的过剩产能。

图表 4：近年 BDI 和船舶价格指数



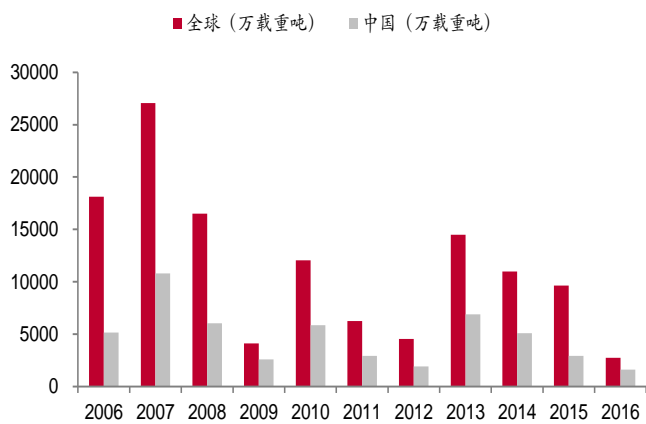
来源：wind, 中泰证券研究所

图表 5：船舶工业三大指标之造船完工量



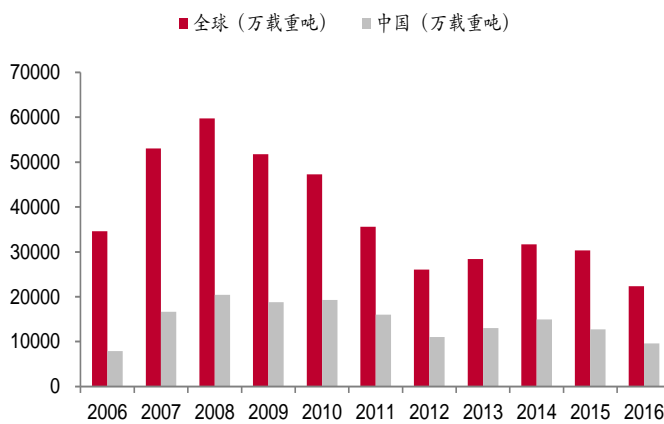
来源：中国船舶工业协会，中泰证券研究所

图表 6：船舶工业三大指标之新接订单量



来源：中国船舶工业协会，中泰证券研究所

图表 7：船舶工业三大指标之手持订单量

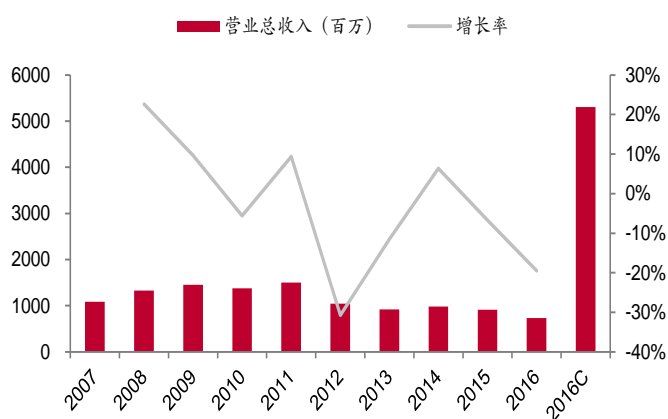


来源：中国船舶工业协会，中泰证券研究所

- 目前中船科技传统业务拖累于船舶工业的低迷，船舶上游产品竞争激烈，公司营收和毛利率以及利润呈下滑趋势，公司的三费率呈上升趋势。2016 年中船科技共承接合同金额为 82.13 亿元，全年实现营业收入 53.04 亿元，实现归属于上市公司股东的净利润-0.429 亿元，其中，承接工程设计咨询业务合同金额为 5.61 亿元，工程勘察业务合同金额为 2.42 亿元，工程总承包业务合同金额为 66.94 亿元，船舶配套业务合同金额为 6.63 亿元，钢结构业务合同金额为 0.61 亿元，成套设备合同金额为 0.45 亿元。2016 年归属于上市公司股东的净利润大幅下降主要原因系（1）2015 年公司出售子公司芮江实业 100% 股权确认投资收益 16,173.44 万

元, 2016 年投资收益较上年同期相比大幅减少。(2) 公司本年对原有的部分长兴岛资产进行了处置、公司业务结构发生变化, 导致公司员工安置辞退福利增加, 本年发生员工安置辞退福利 4,328.83 万元。(3) 报告期内, 受船舶市场等整体外部环境持续低迷的影响, 公司控股子公司江南德瑞斯(南通)船用设备制造有限公司订单严重不足, 出现较大亏损, 报告期内实现利润总额-5,200.80 万元, 上年同期为 307.58 万元

图表 8: 中船科技近年营收及其增长率



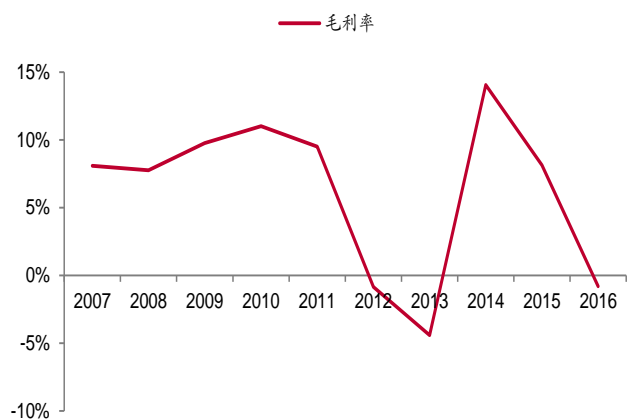
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 9: 中船科技近年归母净利润及其增长率



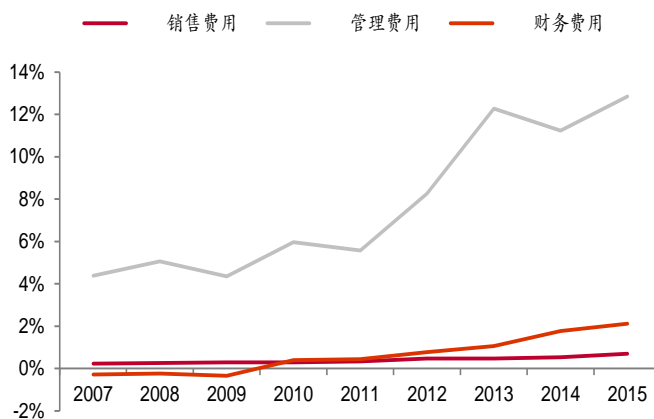
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 10: 中船科技近年传统制造业综合毛利率



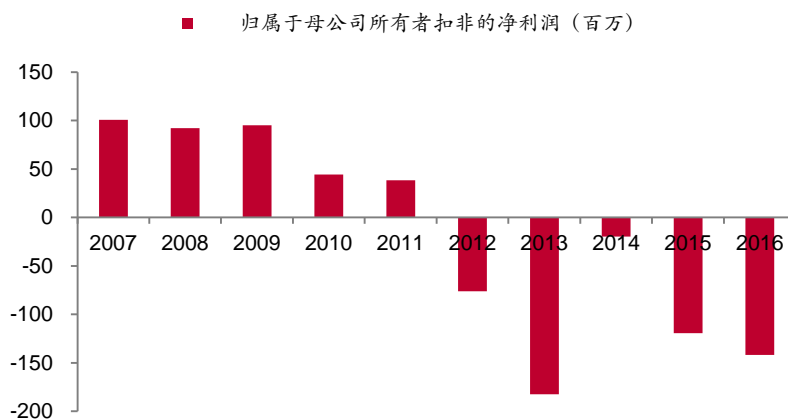
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 11: 中船科技近年传统制造业三费率



来源: wind, 中泰证券研究所

- **公司 2014 年、2015 年主要通过出售资产来维持公司的盈利:** 公司目前结合重大资产重组的成功实施及公司所属长兴岛部分资产的顺利处置, 积极向控股型公司进行转变, 侧重于资产经营与投资管理。公司 2014 年、2015 年主要通过出售资产来维持公司盈利。考虑扣非净利润, 拖累于公司传统业务与船舶工业的不景气, 公司已经连续 5 年亏损, 转型升级迫在眉睫。

图表 12：中船科技近年扣非净利润


来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 13：中船科技近年资产剥离与处置汇总

时间	出售资产	主营业务	收益或权益评估价值	受让方
2014	可供出售金融资产	无	受益：2870 万	公开挂牌销售
2015.1	上海芮江实业有限公司	实业投资，物业管理，工程咨询、设备租赁、商务咨询	受益：1.6 亿	公开挂牌销售
2016.11	出售中船鼎盛（上海）钢构工程有限公司	建筑、桥梁等大型钢结构、成套设备加工。船用轴舵制造安装，船舶内部装饰工程	评估值：4.74 亿	中船工业集团
2016.11	出售南京中船绿洲环保有限公司 33.33% 股权	其他专用设备制造业：船用、陆用环保设备设计、制造、销售；环保工程、建筑工程、咨询、施工等	评估值：2629 万	南京中船绿洲机器

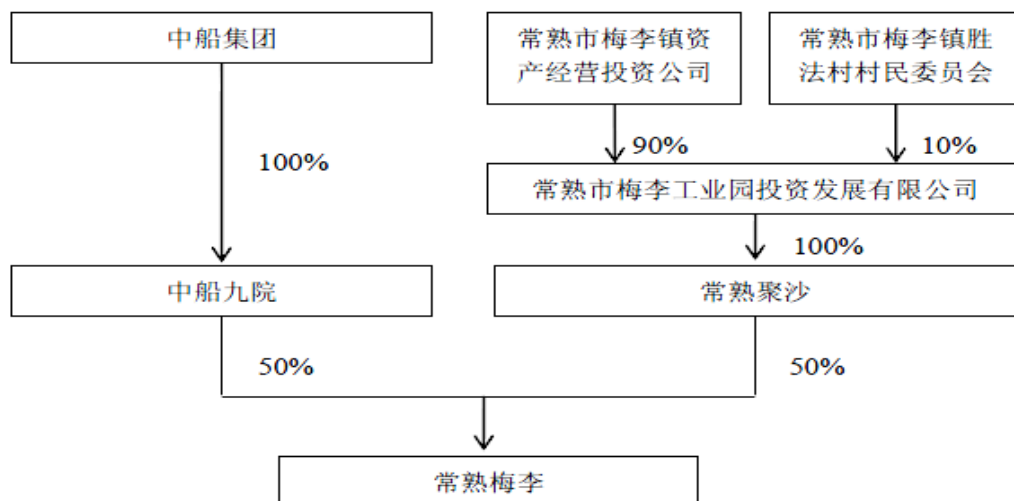
来源：公司公告，中泰证券研究所

1.2 并购中船九院转型工程总承包公司，未来业绩弹性较大

- 并购中船九院转型工程总承包公司，向高附加值两端延伸：**公司 2016 年 9 月发布公告，以 11.99 元/股发行股票购买中船九院 100% 股权，作价 16.2 亿元，同时购买常熟梅李 20% 股权，作价 1744 万元。募集配套资金不超过 164,174.36 万元，将用于设计研发中心建设项目、XXXX 舱室内装环境及关键技术研究项目、常熟梅李城乡一体化项目、宁波奉化安置房项目、补充中船九院流动资金等。中船九院的主要业务和竞争优势在于设计、勘察和工程总承包能力。通过本次交易，中船科技将实现产业链的完善，从制造环节向高技术、高附加值的设计、勘察及工程总承包两端延伸，有助于公司实施转型升级、增强公司的核心竞争力、提升盈利能力和发展空间。
- 常熟市梅李镇是我国区域经济发展的重点城镇，已被列为江苏省经济发达镇行政管理体制（强镇扩权）改革的试点镇，也是苏州市城乡发展一体化建设的先导镇。**中船九院与常熟梅李镇根据双方战略发展需要，在

加快新型城镇化建设等有关方面开展合作，并由中船九院和常熟聚沙合资成立常熟梅李，负责梅李镇新型城镇化开发建设的总体开发运作。梅李镇城乡一体化项目是中船九院与常熟梅李镇长期的战略合作项目。收购后中船科技将拥有常熟梅李的绝对控股权，并且可以充分发挥中船九院的业务优势，如中船九院对该项目整体规划设想的落地等，保障预期目标的实现等；另一方面，为充分发挥合作双方中船九院和常熟聚沙的优势以及此前双方关于该合作项目各自责任义务的延续，确保预期的经济效益。

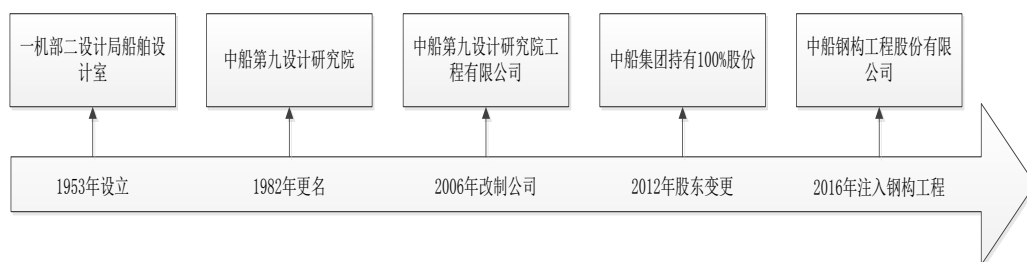
图表 14：重组前中船九院和常熟梅李股权结构



来源：公司公告，中泰证券研究所

- 资质齐全，中船九院打造专业工程承包全产业链：**中船第九设计研究院工程有限公司是由原中船第九设计研究院改制而成，隶属于中国船舶工业集团公司。公司是一家多专业、综合技术强的大型工程公司，是从事工程咨询、工程设计、工程项目总承包的骨干单位，能承担多类大型项目的工程总承包业务。在中国创建世界第一造船大国中，承担着践行环渤海湾地区、长三角地区、珠三角地区的船舶工业规划设计“领导者”的角色。公司已取得了国家有关部委批准的船舶、军工、机械、水运、建筑、市政、环保等领域的工程设计综合资质甲级，工程咨询、工程监理甲级以及房屋建筑工程施工总承包一级等资质，具备了对外工程总承包、境外设计顾问及施工图审查的资质。

图表 15：中船九院历史沿革



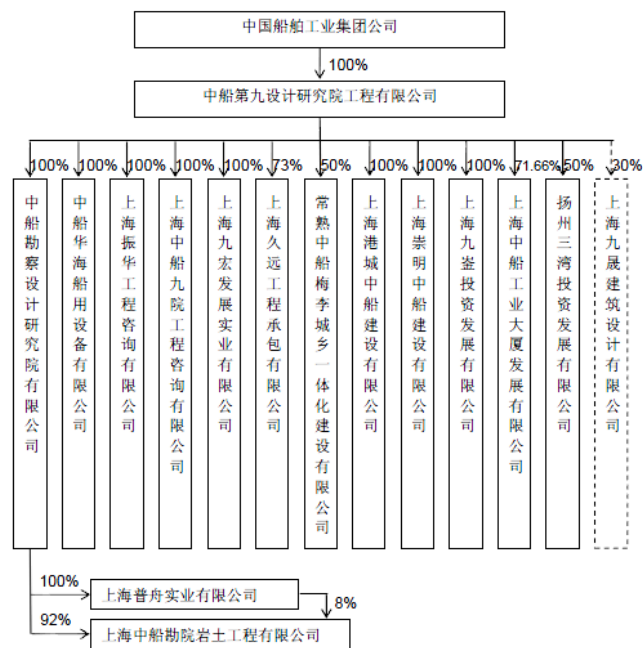
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 16: 中船九院部分资质

资质种类	下游行业
综合甲级资质	工程设计（船舶，军工，机械，水运，建筑，市政，环保等 21 个行业）、 工程勘察、规划、环评、工程咨询、工程监理
房屋施工总承包	房屋建筑工程
军工一级保密资质	军工行业

来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 17: 中船九院子公司



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 18: 中船九院相关荣誉

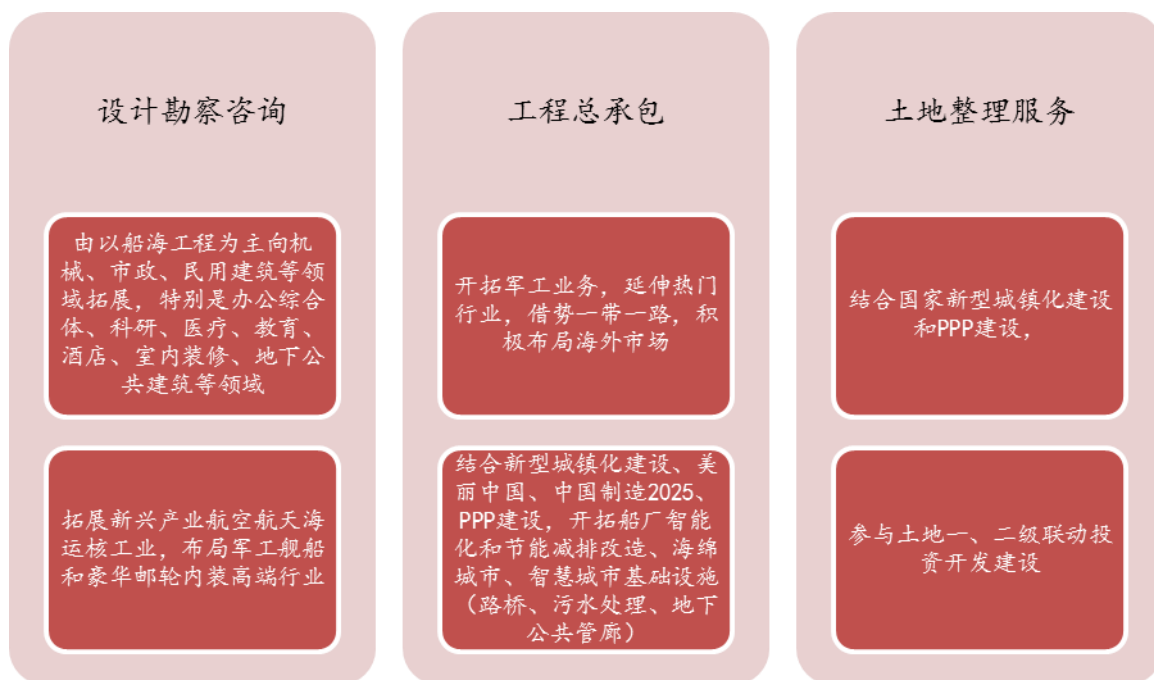


来源：公司官网，中泰证券研究所

- **中船九院聚焦三大业务，做精设计，做强承包：**在全球造船行业进入低谷期后，九院按照“做精设计、做大承包”的原则，拓展工程管理、工程总承包能力，发挥在船舶工业领域的设计和工程总承包的竞争优势和

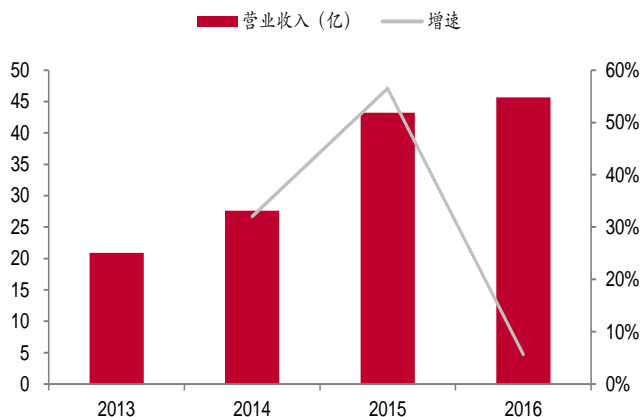
项目经验，向民用建筑、规划景观等非船工程总承包领域发展，实施“突破传统，向以设计为核心、承接总承包业务的国际工程公司转型”的全面战略转型。目前形成了工程设计勘察、工程总承包、城镇化建设（土地整理服务）三大块业务。在设计咨询业务方面，由以船海工程设计咨询为主向机械、市政、民用建筑等领域拓展，特别是医疗建筑、学校建筑、养老建筑、室内装修、地下公共建筑等相关专业领域；在总承包业务方面，由以船舶工程为主向市政、土建、水工、设备等总承包和海外工程总承包、专业总承包领域拓展；在参与城镇化建设方面，由以工程设计、施工总承包为主，向土地一、二级联动开发全过程拓展。我国设计咨询行业的市场正在不断规范，但收费标准与发达国家仍有差距。随着国家“一带一路”战略的逐步开展，国内及周边国家对工程设计咨询服务的需求日益增多，在不断与国际接轨的同时设计咨询行业的收费标准仍有上升空间。

图表 19：中船九院主营业务

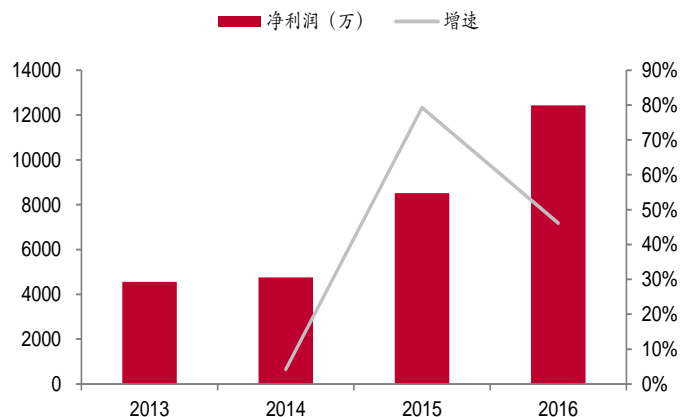


来源：中泰证券研究所

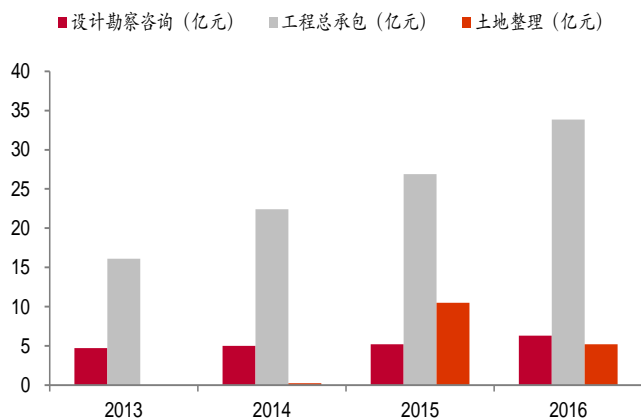
- **中船九院盈利水平呈现逐年增长趋势：**中船九院在全球造船行业进入低谷期后，积极转型，抓住中国城镇化建设、美丽中国、一带一路等机遇，紧跟智慧城市与信息化智能制造，提前布局，结合自身集设计咨询勘察工程总承包于一身的特色，营收规模不断增大，毛利率与净利率呈向上趋势，实现了盈利水平的稳步增长。

图表 20：中船九院近年营收及其增长率


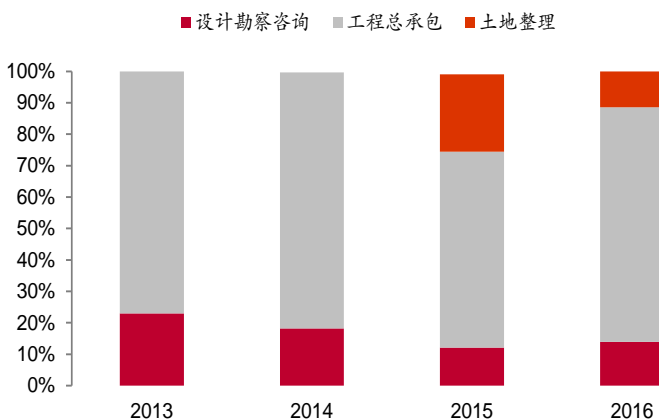
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 21：中船九院近年净利润及其增长率


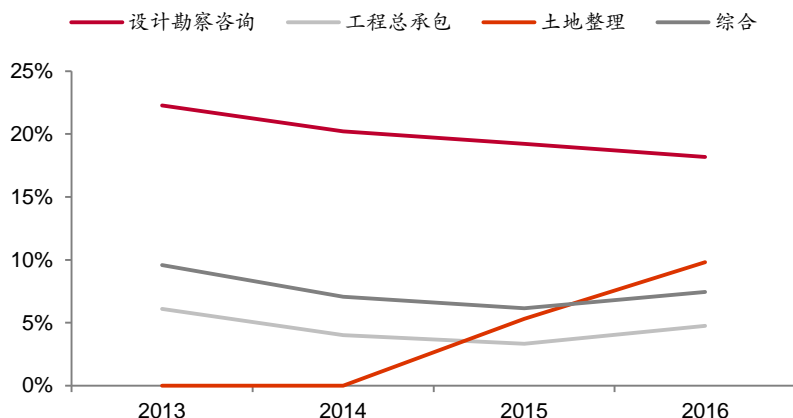
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 22：中船九院近年分项业务营收


来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 23：中船九院近年分项业务占比


来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 24：中船九院近年各项业务毛利率状况


来源：公司公告，中泰证券研究所

1.3 工程总承包、勘察设计行业迎来新机遇

- **2016 年工程勘察设计行业所处的市场环境复杂多变，国家经济呈现“L 型”发展态势，工程勘察设计行业面临的市场空间也发生变化，行业的传统市场空间逐渐萎缩。但同时“一带一路”、“区域性规划”、“城市建设”等政策层出不穷，“十三五”时期大力倡导创新、协调、绿色、开放、共享发展理念，又带来了发展路径与要素的改变，城市更新、产业投资等新兴市场正在逐渐崛起。2016 年关注的市场热点主要集中在城市改造升级维护、基础设施建设、绿色节能环保以及新型城镇化等。这些市场热点往往涉及的不仅是纯设计业务，可能包括从产业链前端的策划、投资到后期的运营、维护一揽子的服务需求，还可能涉及开发商、政府、居民等多方主体，如何突破原有发展模式找到适应一揽子市场需求的发展路径是工程勘察设计企业发展的当务之急。中船九院目前正在推行的由设计带动的工程总承包能有效满足以上需求，解决工程建设中出现的设计与施工脱节、业主管理成本高、项目责任主体多等问题。2016 年 5 月住建部发布《关于进一步推进工程总承包发展的若干意见》，对工程总承包项目的主要问题进行了明确说明，包括工程总承包模式、工程总承包企业条件、企业义务与责任、项目经理要求等。推广工程总承包制将使工程项目趋于整体化，通过对质量、安全、工期、造价全面负责的制度设计，全面落实建设工程质量的主体责任，促进行业营造权责清晰的工程建设环境。**

图表 25：中船九院 2016 年特色业绩

2016 年中船九院业务突破	业务亮点
1、设计咨询突破传统优势专业	在民用项目和船舶系统内工业项目大幅下滑的情况下，航空、航天、海运及核工业等系统外领域取得突破。
2、运用综合技术优势	护航多个专业总承包项目顺利落地,如大连中远两台 800T 门式起重机 EPC 项目、浙江省舟山市沈家门中心渔港扩建工程 EPC 总承包项目、宁德市第五中学新校区扩建工程 EPC 总承包项目。
3、海外经营效果逐步显现	2016 年海外设计咨询合同 4246 万元,较去年增长 132%,成功签订海外第一个核电项目——巴基斯坦最大的核电项目卡拉奇核电海工工程设计。
4、为军工项目的开拓打下基础	2016 年签订军工项目近 5000 万的监理合同,为后续设计咨询、总承包等军工项目提供了适当的契机。

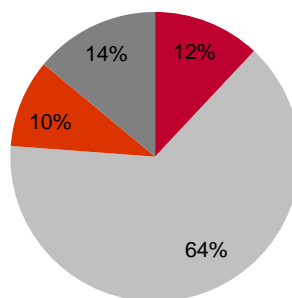
来源：公司公告，中泰证券研究所

1.4 公司战略重新定位，转型管控平台型公司

- **公司一方面继续按照原有经营模式，积极推动船配业务、大型钢结构业务和成套设备业务的经营工作；另一方面，公司也结合重大资产重组的成功实施及公司所属长兴岛部分资产的顺利处置，积极向控股型公司进行转变，侧重于资产经营与投资管理。中船九院独立开展生产经营，充分利用其设计能力，带动工程总承包业务、土地一级整理开发业务等业务。公司现已剥离传统制造业相关资产，未来将逐步退出传统船舶配件制造行业。**

图表 26: 2016 年资产重组后中船科技主营业务

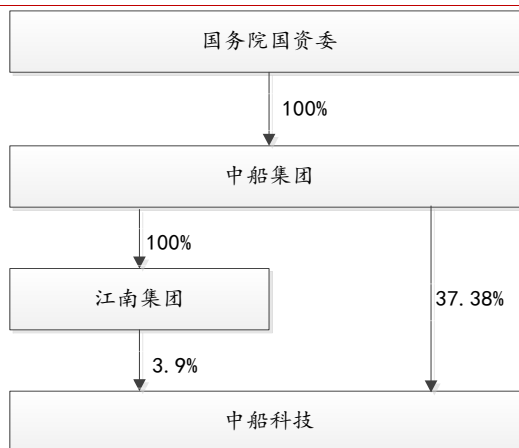
■ 工程设计勘察咨询监理 ■ 工程总承包 ■ 土地整理服务 ■ 船舶配件



来源：公司公告，中泰证券研究所

- 完成重大资产重组后，公司战略定位为“有望逐步成为中船集团下属高科技业务的上市平台”。公司将紧密围绕国家“海洋强国”、“一带一路”、“新型城镇化建设”、“美丽中国”的战略部署，以及中船集团“立足海洋装备，跳出海洋装备，反哺海洋装备”的发展战略，以创新驱动、资本驱动为新动力，以结构调整为主线，大力推进公司体制改革、技术创新、管理提升、文化建设和资本运作，实现经济增长方式的根本性转变，增强公司竞争力，保持公司持续、健康发展。截止到 2017 年第一季度，公司总股本 7.36 亿股，其中流通 A 股 4.78 亿股，占总股本比例为 65%，本次发行股份购买资产和募集配套资金完成后，中船集团直接持有本公司 37.38% 股权，并通过其全资子公司江南造船集团持有本公司 3.90% 股权，中船集团合计持有 41.28% 股权。

图表 27: 2016 年资产重组后中船科技股权结构



来源：公司公告，中泰证券研究所

2. 顺应 PPP 浪潮，新型城镇化建设业务爆发

- 2017 年政府工作报告中明确指出，扎实推进新型城镇化。支持中小城市和特色小城镇发展，推动一批具备条件的县和特小镇有序设市，发挥城市群辐射带动作用。推进建筑业改革发展，提高设计水平和工程质量。统筹城市地上地下建设，再开工建设城市地下综合管廊 2000 公里以上，

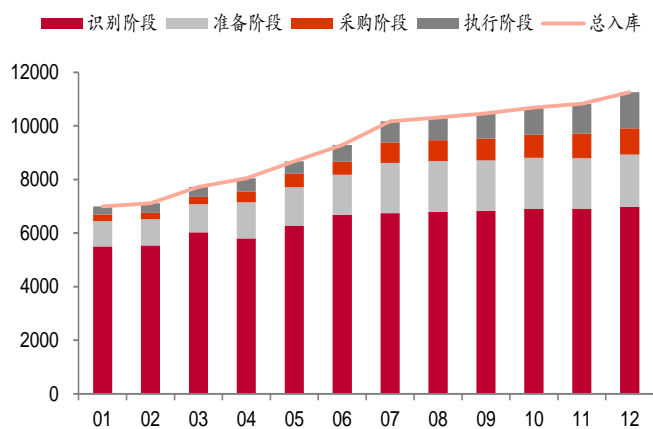
启动消除城区重点易涝区段三年行动，推进海绵城市建设。

- 财政部政府和社会资本(PPP)中心 2017 年 2 月 13 日公布的数据显示，截至 2016 年 12 月末，全国入库项目共计 11,260 个，投资额 13.5 万亿元。其中已签约落地 1,351 个，投资额 2.2 万亿元，落地率 31.6%。全国入库项目和落地项目均呈逐月持续稳步上升态势。行业方面，市政工程、交通运输、城镇综合开发 3 类入库项目数居前 3 名，合计占入库总数的 54%；项目回报机制方面，全年政府付费和可行性缺口补助两类项目比重逐步提高。
- 公司紧跟“新型城镇化建设”国家战略，并且借势 PPP 项目建设浪潮，发挥央企品牌优势，与地方政府和国企建立战略合作关系，发挥自身在规划、设计咨询和工程总承包方面的专业优势，特别是在城镇化建设领域，通过全产业链服务，不断取得新突破。目前有多个项目如宜昌综合 PPP 项目、台州市政设施 PPP 项目等正在洽谈，签署西昌钒钛产业园 PPP 项目框架协议，徐州棚户区改造合作协议，实施上海黄桥村村庄规划，江苏科大新校区、扬州三湾湿地公园三湾漫街，千企千镇工程梅李镇新型城镇化建设，上海市徐家汇肇嘉浜路绿地改造等项目。目前项目覆盖市政工程、城镇综合开发、保障性安居工程、政府基础设施、旅游等多个领域。我们分析，在新型城镇化和 PPP 建设步伐加快的大环境下，公司将充分受益，业务量将迎来稳步增长。

2.1.我国 PPP 项目投资量和落地率持续增长

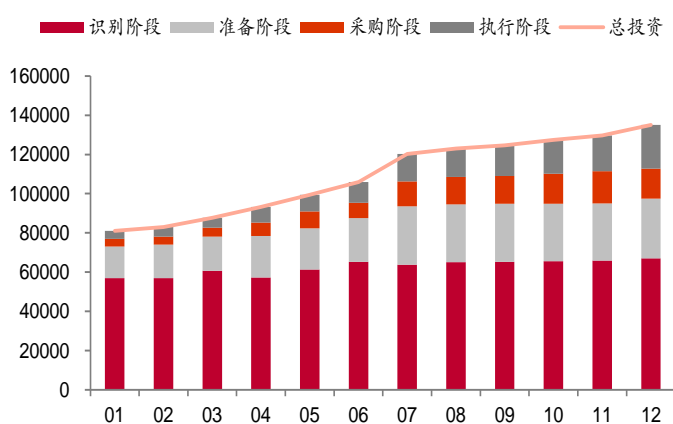
- 截至 2016 年 12 月末，全国入库项目 11,260 个、总投资 13.5 万亿元，其中识别阶段 6,987 个，总投资 6.7 万亿元；准备阶段 1,936 个，总投资 3 万亿元；采购阶段 986 个，总投资 1.5 万亿元；签约落地 1,351 个，总投资 2.2 万亿元；移交阶段尚无项目。12 月末，全国入库项目落地率为 31.6%，与 1 月末、3 月末、6 月末、9 月末落地率 19.6%、21.7%、23.8%、26.0%相比，项目落地数和落地率稳步上升。

图表 28:2016 中国 PPP 项目各阶段项目数分布状况



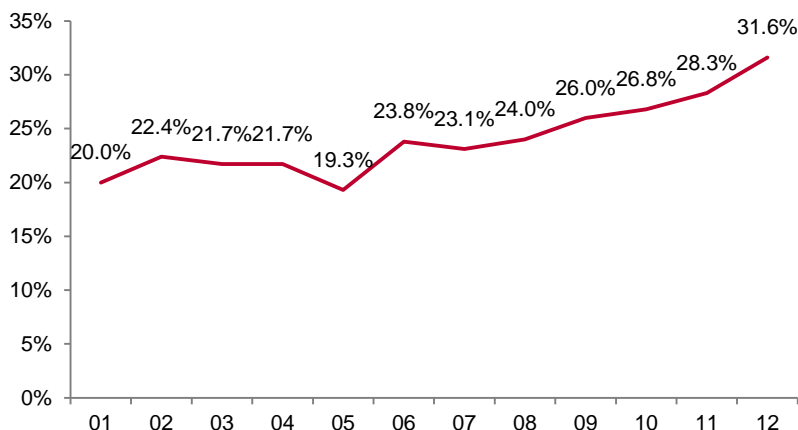
来源：财政部政府和社会资本合作中心，中泰证券研究所

图表 29: 2016 中国 PPP 项目各阶段项目投资额分布状况 (亿元)



来源：财政部政府和社会资本合作中心，中泰证券研究所

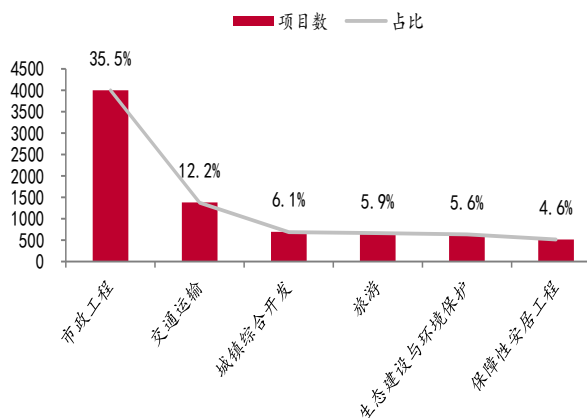
图表 30: 2016 年中国 PPP 项目落地率



来源: 财政部政府和社会资本合作中心, 中泰证券研究所

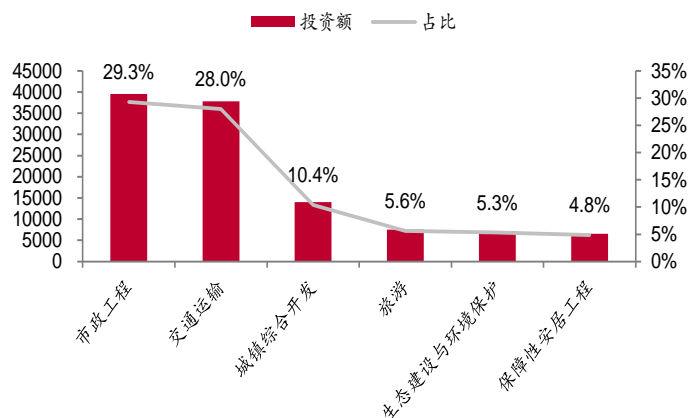
- 截至 12 月末, 各行业 PPP 项目数及投资额中: 市政工程、交通运输、城镇综合开发 3 个行业项目数和投资额均居前 3 名, 合计分别占入库项目总数、总投资的 54%、68%。

图表 31: 2016 年 PPP 项目主要分布领域 (项目数量)



来源: 财政部政府和社会资本合作中心, 中泰证券研究所

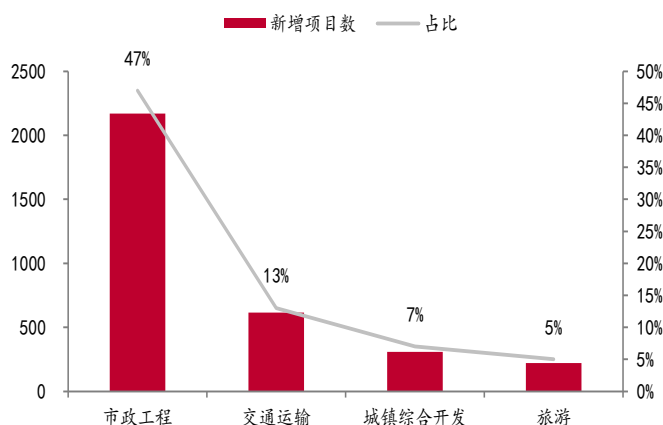
图表 32: 2016 年 PPP 项目主要投资领域 (投资额度)



来源: 财政部政府和社会资本合作中心, 中泰证券研究所

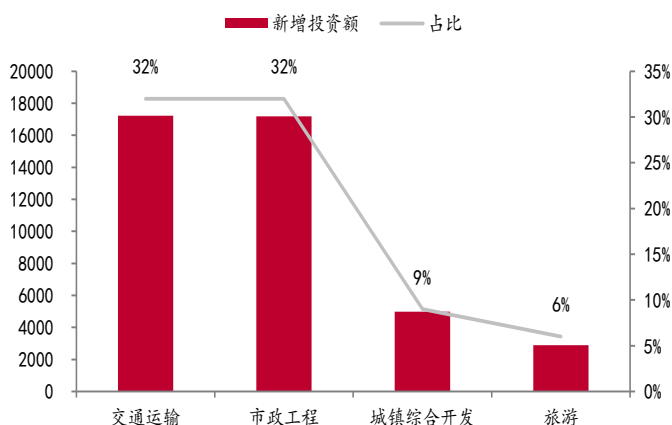
- 与 2016 年 1 月末相比, 新增入库项目数和投资额按行业分布中: 市政工程、交通运输、旅游和城镇综合开发 4 个行业的新增项目数较多, 分别为 2,170 个、614 个、307 个和 221 个; 交通运输、市政工程、城镇综合开发和旅游 4 个行业的新增投资额较大, 分别为 17,232 亿元、17,190 亿元、4,989 亿元和 2,882 亿元。

图表 33: 2016 年 PPP 项目新增情况 (项目数量)



来源: 财政部政府和社会资本合作中心, 中泰证券研究所

图表 34: 2016 年 PPP 项目新增情况 (投资额度化)



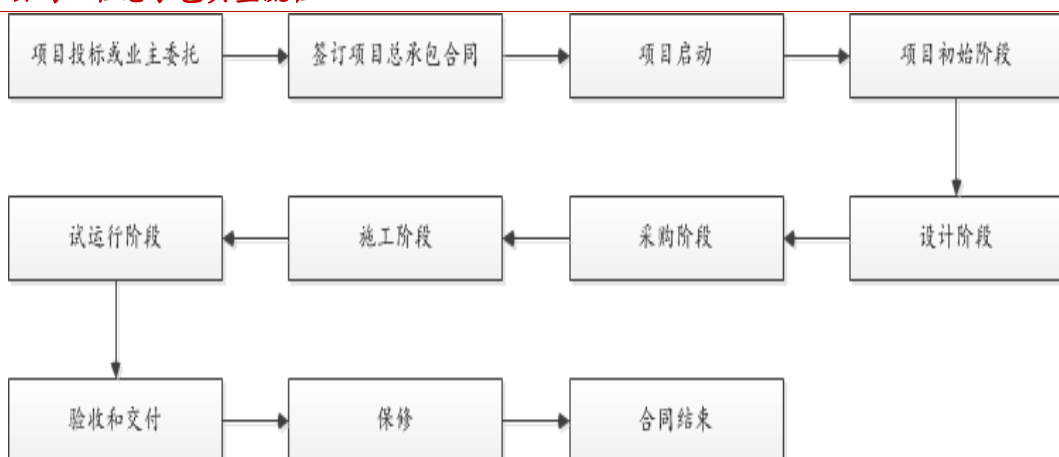
来源: 财政部政府和社会资本合作中心, 中泰证券研究所

2.2 公司在 PPP 重点领域和城镇化建设领域优势明显

目前 PPP 全国入库项目和落地项目均呈逐月持续稳步上升态势, 其中市政工程、城镇综合开发, 生态与旅游、保障性安居工程等领域处于入库项目和投资额度居前的领域, 而中船九院在这些领域也有独特的优势。

- 公司定位为专业总承包公司, 在前期规划和后期工程项目管理实施上优势明显:** 中船九院设计、勘察、咨询业务主要是向业主提供工程项目的前期咨询、方案设计、初步设计、施工图设计等工程设计、咨询和监理服务, 以及工程地质勘察、工程测量、检测、咨询等项目前期及过程服务, 采用的生产模式主要分为两种: 一是以专业院所独立承担的单一行业的设计、咨询项目, 各专业院所根据自身业务的承接能力, 独立完成项目的生产全过程; 二是跨专业的综合类设计、咨询项目, 此类以项目为核心, 各专业为基本生产组织单位, 实行项目经理负责制, 采取矩阵式的生产组织模式, 由项目经理统一调配生产资源, 协调项目进度、成本及质量。中船九院工程承包业务是按照合同约定对工程项目的勘察、设计、采购、施工、验收等实行全过程或若干阶段的承包。根据工程项目的不同类型, 分为工程总承包、施工总承包、专业承包及工程管理等模式。公司工程总承包(含施工总承包、专业承包及项目管理)采用项目经理负责制, 由中船九院统一调配各类资源并配备相关专业技术人才, 提供从工程项目的投资前期直至建成投产的全过程专业技术咨询和服务。

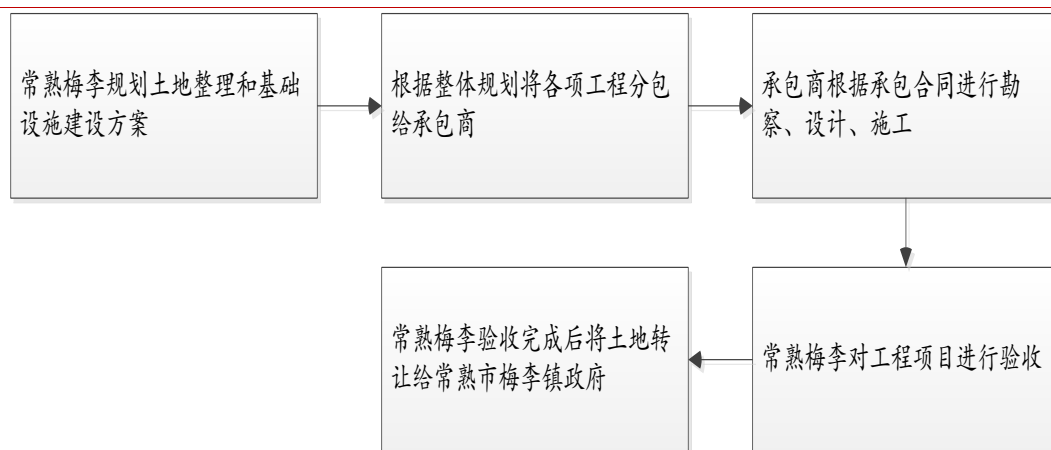
图表 35：公司工程总承包典型流程



来源：公司公告，中泰证券研究所

- 土地整理业务经验丰富：**公司目前参与城镇化建设业务由设计咨询、施工总承包为主向土地一、二级联动开发业务全过程参与拓展。常熟梅李作为常熟市梅李镇 4.6 平方公里新型城镇化开发建设的总体开发运作项目公司，受当地政府委托，负责梅李镇 4.6 平方公里新型城镇化开发建设的总体开发运作，主要负责区域内的一级土地整理以及相应基础设施建设，预计周期 7-8 年。完成收购以后，公司从事土地整理的子公司包括常熟梅李和扬州三湾。扬州三湾承担建设的项目，是由当地政府牵头并授权由扬州市城建国有资产控股（集团）有限责任公司自筹资金实施开发的“古运河三湾湿地保护与开发利用”项目，扬州市城建国有资产控股（集团）有限责任公司与扬州三湾签署委托协议，委托扬州三湾筹措资金、实施该项目。公司凭借常熟梅李一期项目的经验，在土地流转业务上积累了一定的经验，加之公司在设计咨询总承包上面的优势，未来将在土地整理业务上形成较大的竞争力。

图表 36：公司土地整理业务典型流程



来源：公司公告，中泰证券研究所

- 募集配套资金并组建产业基金，公司资金优势明显：**公司募集 6 亿资金，用于公司工程总承包包括 PPP 和城镇化相关项目的开发实施。同时，针对上海闵行区马桥镇旗忠基地和浦东川沙新镇六灶社区多个地块的动迁安置房项目的投资建设，中船九院与长城基金、长城国丰（芜湖）城镇化并购重组基金、中船投资发展有限公司、上海环城置业发展有限公司、

上海钟羽资产管理有限公司共同注册成立长兴(芜湖)建设投资基金(有限合伙),基金规模为40亿元,中船九院作为有限合伙人出资2亿元,全面提升并增强市场开拓和风险管控能力。我们认为基金公司的设立将进一步加强中船九院产融结合的业务承接能力,开辟新的经济增长渠道而采取的全新商业模式,将有助于提升公司市场竞争力,并为公司未来获得动迁安置房项目做好前期铺垫。考虑到城镇化建设、PPP业务、总承包业务(包括棚改、搬迁等)对资金的需求量较大,未来公司将充分借助上市平台,发挥在资本运作上的优势,此种模式将逐渐推广开来。

图表 37: 公司定增项目

序号	项目名称	计划总投资	募集资金
1	宁波奉化安置房项目	16 亿	3 亿
2	常熟梅李城乡一体化项目	18.7 亿	3 亿

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 38: 公司设立的长兴建设基金

合伙人	认购份额	认购资金
国丰基金	30%	12 亿
中船九院	5%	2 亿
中船投资	45%	18 亿
环城置业+钟羽资产	20%	8 亿
总计	100%	40 亿

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- **项目回款质量高, 城镇化建设经验丰富:** 公司的相关 PPP 和城镇化建设项目一般选择位于江浙沪的经济百强县, 项目规划一般纳入当地的财政预算之中, 工程回款质量有所保障。目前公司已经完成多项城镇化建设的规划与工程, 积累了丰富的经验。

图表 39: 2016 年 PPP 项目新增情况 (项目数量)



来源: 公司官网, 中泰证券研究所

图表 40: 2016 年 PPP 项目新增情况 (投资额度化)



来源: 公司官网, 中泰证券研究所

2.3 以设计规划带动总承包, 提供一揽子完整服务

- **大力推进工程总承包, 工程建设各环节深度融合, 以设计规划带动总承包业务, 提供一揽子完整服务:** 工程勘察设计企业发展工程总承包模式是深化工程建设领域改革, 提升企业竞争力的有效方式。住建部《关于进一步推进工程总承包发展的若干意见》指出, 建设单位应当优先采用工程总承包模式, 同时要求政府投资项目和装配式建筑应当积极采用工程总承包模式。可以预见, 未来工程总承包业务将迎来发展高峰。公司目前能满足客户从产业链前端的策划、投资到后期的运营、维护一揽子的服务需求, 具有与开发商、政府、居民等多方主体联动经验, 有望在

工程勘察设计行业中抢占市场先机。

图表 41：中船九院近年典型项目汇总

时间	项目
2014 年 6 月	江苏科技大学新校区建设项目总包
2014 年 9 月	江苏大福冷链物流有限公司投资建设的中国东部沿海农副产品冷链物流园项目，中船第九设计研究院工程有限公司获得该项目最大标段——3 号、4 号、5 号冷库及四栋配送中心的施工总承包合同，中国东部沿海农副产品冷链物流园项目总占地面积 645 亩，总建筑面积 72 万平方米，项目总投资 15 亿元
2014 年 10 月	承包的该片区居民回迁房及市政道路等项目设计工作得以全面推进
2014 年 10 月	与扬州市城建国有资产控股(集团)有限责任公司举行三湾项目合作协议签约
2014 年 11 月	参与的山东省昌乐县九龙湖改造暨新型社区建设项目举行开工仪式
2014 年 11 月	中船第九设计研究院工程有限公司承建的连云港市徐圩新区资源集中采购中心 1、2、3 号楼工程正式完成主体结构的封顶
2014 年 12 月	“东滩长者社区 CCRC”项目。该项目位于上海崇明岛东滩地区，建筑总面积约为 8 万平方米，主要建设老年人生活用房、会所、餐饮、诊所、服务中心等养老建筑
2015 年 3 月	连续中标“E-4-1 地块中海海运大厦项目”与“苏州吴中绿景·NEO 大厦项目”基坑围护工程设计工作
2015 年 3 月	上海黄浦区 163 地块——新世界大九百货开始试营业，建成后成为南京路的新商业地标。
2015 年 4 月	华东理工大学游泳馆
2015 年 5 月	舟山震洋大厦项目
2015 年 6 月	“舟山港综合保税区衢山分区围堤及陆域形成工程(西三区)勘察、设计、采购及施工 (EPC) 总承包项目
2015 年 6 月	瑞苑二期办公楼项目，瑞苑二期办公楼项目位于上海市陆家嘴金融中心区域，场地周边高楼林立，拟建办公楼紧邻已建建筑和道路，施工场地狭小局促
2015 年 11 月	扬州三湾公园项目
2015 年 12 月	与四川省泸州市叙永县签订了叙永县产业园区基础设施建设项目合作协议
2016 年 6 月	该项目将通过 25 亿元的大手笔，与浙江羹门泰宝健康产业投资有限公司合作，在东城打造一个集康复中心、养生中心、健康管理于一体的复合型休闲健康养老文化产业园
2016 年上半年	宜昌综合 PPP 项目、台州市政设施 PPP 项目等正在洽谈
2016 年 9 月	象山县石浦港海岸带综合整治修复工程—石浦港清淤工程总承包 (EPC) 的承建权，进一步拓展了水工专业总承包业务类型
2016 年 10 月	与江苏省徐州市泉山区人民政府签订泉山区桃花源片区棚户区改造项目合作协议
2016 年 11 月	青浦区同三林带（东水港—淀浦河段）工程项目投标，投资逾 6000 万元
2016 年 11 月	华东政法大学松江校区新建学生公寓项目
2017 年 2 月	为“广东省电子信息产业集团南沙总部基地孵化器项目设计施工总承包项目”的中标单位，中标价格为人民币 57589 万元

来源：公司官网，中泰证券研究所

3. 借势一带一路，公司海外业务值得期待

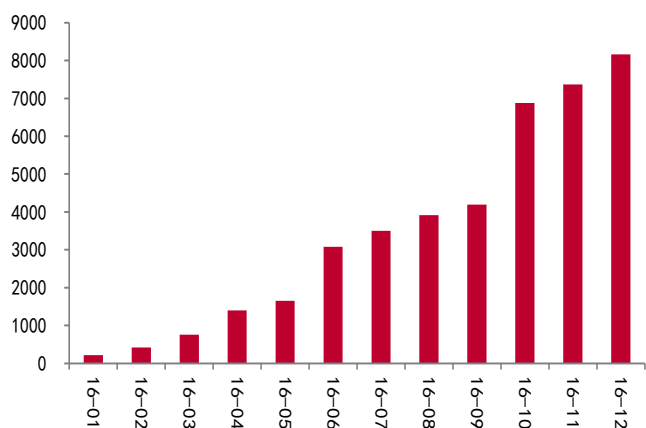
- **积极拓展海外业务市场，推动专业工程总承包走出国门，是公司规划转型发展战略的重点任务之一。**作为我国船舶工业工程设计和建设的开路者，中船九院在我国包括军船和民船在内的船舶工业规划设计领域具有领先的市场地位和重要的影响力。背靠中船集团，发挥借鉴原有的技术和经验优势，在国际上积累了一定的口碑和声誉，公司在“走出去”和“一带一路”的战略下，先后完成了澳大利亚西澳洲温德姆港 5 万吨集

装箱码头及后方堆场工程、非洲最大船厂——埃及亚历山大船厂改扩建工程、利比亚的里波黎塔丘拉新镇规划方案、新西兰超高层酒店项目和怒瓦克肖特 SNIM 五星级宾馆项目、沙特阿拉伯吉达市城市示范社区规划方案等海外项目。并以总承包方式承接的美国修船厂 2 台 50 吨浮船坞起重机相继完成整机吊装，并通过了美国船级社（ABS）的验收，该项目是中船九院进军美国市场的首个工程项目，其设计和制造需完全执行 ABS 相关规范，对后续市场开拓奠定了基础。海外项目涉及船舶码头业务、城镇化建设业务以及工民用建筑多元化业务。

3.1 一带一路进入加速建设期

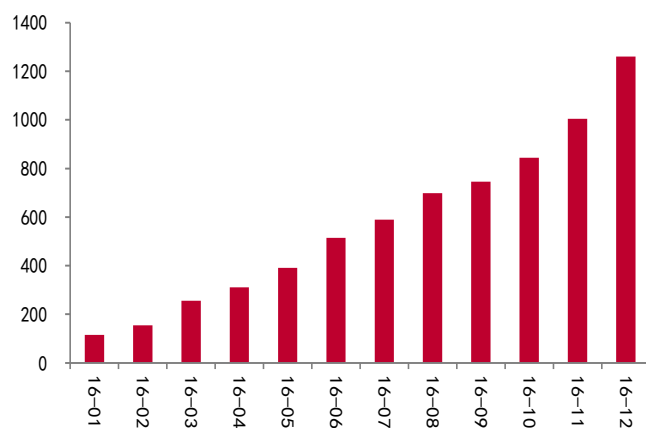
- 随着一带一路的加快推进，“一带一路”的朋友圈在不断扩大，目前已经有 100 多个国家和国际组织共同参与，有 40 多个国家和国际组织中国签署了合作协议。到目前为止，在沿线 20 个国家已经建设了 56 个经贸合作区，打造国际产能和装备制造的合作平台，引导中国企业“集群式”往外走，目前累计投资超过了 180 亿美元，为东道国创造了超过 10 亿美元的税收，还有超过 16 万个就业岗位。2016 年，中国与“一带一路”沿线国家的进出口总额为 6.3 万亿元人民币；对外承包工程方面，2016 年我国企业在“一带一路”沿线 61 个国家新签对外承包工程项目合同 8158 份，新签合同额 1260.3 亿美元，占同期我国对外承包工程新签合同额的 51.6%，同比增长 36%；完成营业额 759.7 亿美元，占同期总额的 47.7%，同比增长 9.7%。

图表 42：2016 年一带一路签约项目数量



来源：商务部，中泰证券研究所

图表 43：2016 年一带一路签约金额（亿美元）



来源：商务部，中泰证券研究所

- 2017 年政府工作报告中明确指出，要扎实推进“一带一路”建设。坚持共商共建共享，加快陆上经济走廊和海上合作支点建设，构建沿线大通关合作机制。深化国际产能合作，带动我国装备、技术、标准、服务走出去，实现优势互补。加强教育、文化、旅游等领域交流合作。一带一路项目对于资本要求比较高，看重规划设计和总承包能力，我们认为 2017 年一带一路将迎来高速建设和发展期，公司将借助中船集团良好的海外背景，发挥自身在设计咨询规划前端的优势，深耕工程总承包专业公司的定位，结合上市平台和资本运作，海外业务也将充分受益。

3.2 公司打造国际专业总承包

- 公司目前加快转型发展和建设具有竞争力的国际工程公司的步伐，海外经营效果显著。2016 年全年海外设计咨询合同较上年增长 132%，公司正在实施马来西亚海洋重工有限公司船坞工程并中标海外第一个核电项目——巴基斯坦最大的核电项目卡拉奇核电海工工程设计。目前尚有厄瓜多尔基尔船厂项设计、阿尔及利亚奥兰船厂联合厂房总承包等多个海外项目正在洽谈。根据规划，中船九院在“十三五”期间海外业务收入比重提高到 20%，将公司打造成国际化工程公司。随着一带一路加速实施，我们看好公司海外业务的增长和业务多元化的发展。

图表 44：新加坡科技海事船厂工程



来源：公司官网，中泰证券研究所

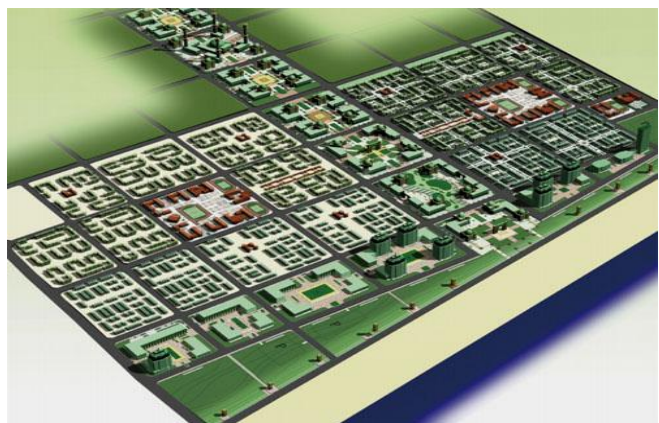
图表 45：非洲最大-亚历山大船厂改造项目（隶属埃及国防部）



来源：国际船舶网，中泰证券研究所

- 同时，中船九院积极发挥在国内城镇化建设和建筑业务上的积累的经验优势，积极开拓国外城镇化建设和工民用建筑业务。先后完成了利比亚的里波黎塔丘拉新镇规划方案、新西兰超高层酒店项目和怒瓦克肖特 SNIM 五星级宾馆项目、沙特阿拉伯吉达市城市示范社区规划方案等海外项目。我们分析一带一路沿线国家多为发展中国家，对于城市建设和城镇化建设业务的需求量较大，公司将充分发挥自身的高端规划设计咨询能力，提前介入规划咨询，带动工程总承包业务。

图表 46：利比亚的里波黎塔丘拉新镇规划方案



来源：公司官网，中泰证券研究所

图表 47：沙特阿拉伯吉达市城市示范社区规划方案



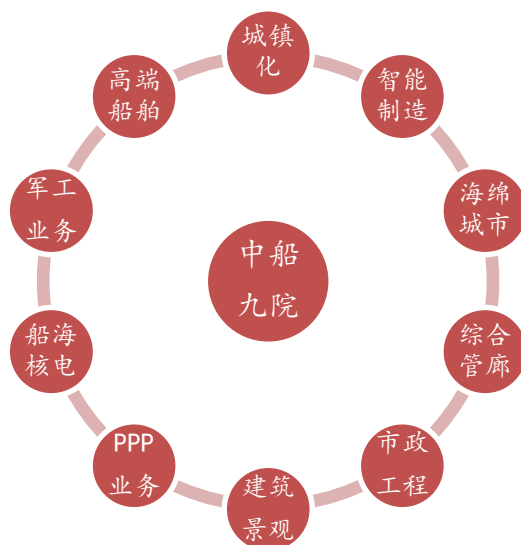
来源：公司官网，中泰证券研究所

4. 产业布局不断优化，军工与新兴业务为公司发展注入新动力

4.1 产研结合，拓展海绵城市和地下综合管廊等热门行业

- 公司目前拥有国家级技术中心平台,并计划投资 11.5 亿建设设计研发中心,用于加强技术创新,巩固和提升核心竞争力。公司通过商业创新并形成了建设移交 (BT)、设计-采购-施工一体化 (EPC)、代建、项目管理等多种总承包运营方式,满足了不同客户的不同需求,市场的适应能力有所提高。公司以设计咨询、工程总承包及城镇化建设三大业务为依托,布局豪华邮轮建设工程和科研项目,舰船内装业务,依托南海建设,大力开展南海旅游基地建设、进军信息化与工业化智能制造融合领域,拓展海绵城市和地下综合管廊设计、非标设备环保领域,形成专业总承包+军工业业务+新兴热门产业的优秀格局。

图表 48: 中船九院热门行业布局



来源: 中泰证券研究所

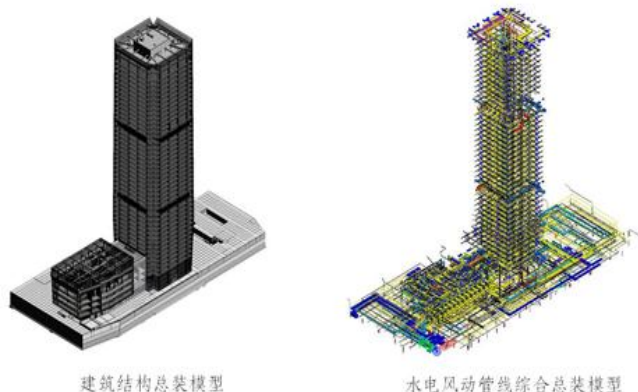
- 智能建筑前景广阔: 2017 年政府工作报告明确指出推进建筑业改革发展,提高设计水平和工程质量。公司目前积累了多项智能建筑的规划设计与施工,为后续业务的拓展打下了坚实的基础。

图表 49: 公司智能建筑和 BIM 应用流程



来源: 公司官网, 中泰证券研究所

图表 50: 中交集团南方总部基地大厦 BIM 应用

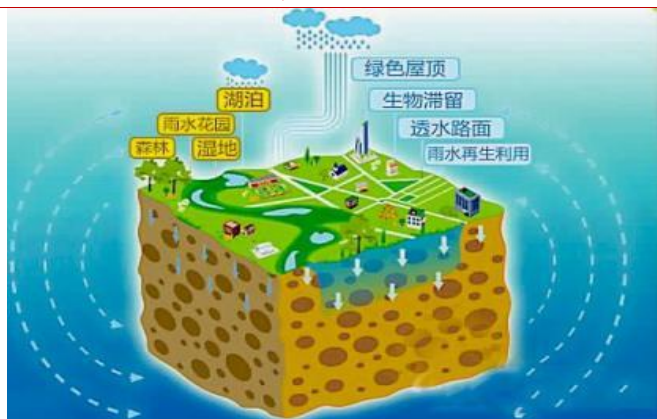


来源: 公司官网, 中泰证券研究所

- 海绵城市和地下综合管廊是智慧城市的发展方向: 2017 年政府工作报告明确指出启动消除城区重点易涝区段三年行动,推进海绵城市建设,使城市既有“面子”、更有“里子”。统筹城市地上地下建设,再开工建设城市地下综合管廊 2000 公里以上。海绵城市,是新一代城市雨洪管理

概念，是指城市在适应环境变化和应对雨水带来的自然灾害等方面具有良好的“弹性”，也可称之为“水弹性城市”。2016年9月中国城市报报道，住建部副部长陆克华于2015年曾表示，首批16座试点城市计划3年内投资865亿元，建设面积450多平方公里。按当前国家海绵城市的建设规划，至2020年，全国658个城市建成区的20%以上面积需要达到设计标准，全国每年投资总额预计将超过4000亿元。到2030年，城市建成区80%以上的面积达到目标要求，需要资金约16000亿元。地下综合管廊若按每公里1.2亿元测算，2017年投资规模将达2400亿。公司目前正积极推进海绵城市与地下综合管廊的研究，在上海等长三角城市建设中积累了丰富的经验，有望在智慧城市的建设过程中抢占先机。

图表 51: 典型海绵城市流动图



来源：公司官网, 中泰证券研究所

图表 52: 典型地下综合管廊布局



来源：公司官网, 中泰证券研究所

4.2 抢占舰船内装和船舶基地修造先机，深化布局军工业务

- **国家军工船厂船坞修建造的领导者：**作为我国船舶工业工程设计和建设的开路者，中船九院在我国包括军船和民船在内的船舶工业规划设计领域具有领先的市场地位和重要的影响力。在中国创建世界第一造船大国中，承担着践行环渤海湾地区、长三角地区、珠三角地区的船舶工业规划设计“领导者”的角色。我们分析，中船九院作为中国船舶工业规划设计的领导者，在国家实行海洋强国和近海防御、远海护卫的战略背景下，将充分受益国家海军建设带来的战略船舶工业快速发展的红利，迎来参与规划建设船舶基地的机遇。

图表 53: 大连船舶重工造船基地



来源：公司官网, 中泰证券研究所

图表 54: 江南长兴造船基地



来源：公司官网, 中泰证券研究所

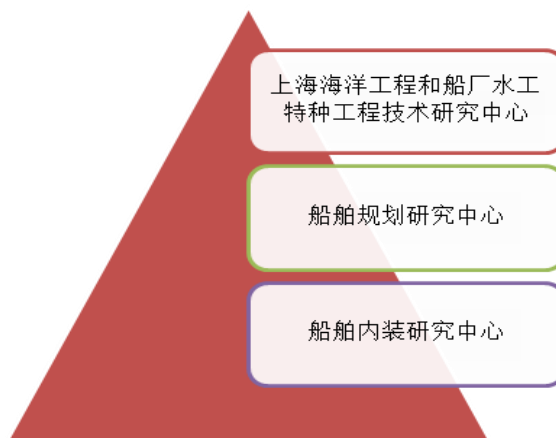
图表 55：中船九院规划建设的中国主要军工船厂

船厂名称	军品类型
江南造船厂	中国导弹驱逐舰的主力建造单位
沪东造船厂	中国导弹护卫舰、综合登陆舰的主力建造单位
黄埔造船厂	中国导弹护卫舰的主力建造单位
大连船舶重工	中国航母建造单位
渤海船舶重工	中国核潜艇建造单位
广船国际	中国综合补给舰建造单位

来源：简氏防务，各个公司官网，中泰证券研究所

- 成立三大研究中心，占据舰船内装先机：**中船九院在技术研发及创新能力提升方面，完成上海海洋工程和船厂水工特种工程技术研究中心筹建工作，成立了船舶规划研究中心。中船九院“海洋工程和船厂水工特种工程技术研究中心”于 2014 年年底获上海市科委批准立项，列入上海市工程中心组建项目计划。该工程中心经过为期两年的筹建，于 2016 年年底顺利通过上海市科委验收。中船九院“海洋工程和船厂水工特种工程技术研究中心”将建设成为国内领先、国际先进的大型水工建筑工程、海洋工程试验水池等工程技术研究和公共服务平台，成为我国在大型水工建筑工程和海洋工程试验水池工程领域的领军者和技术创新的源泉。公司同时成立船舶内装研究中心，布局舰船和高端船舶内装市场。

图表 56：中船九院三大研究中心

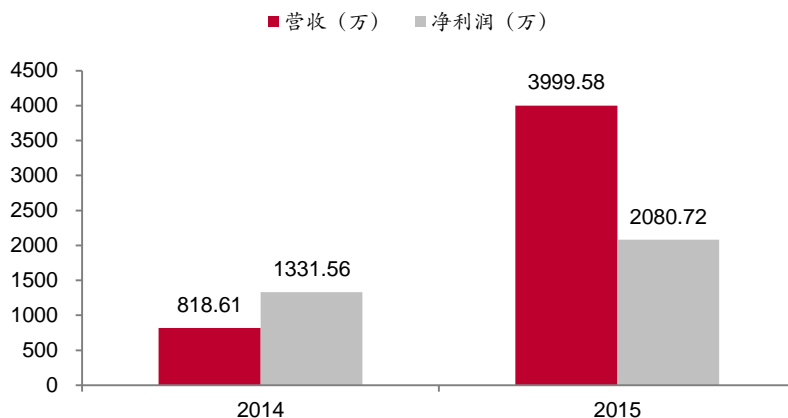


来源：公司公告，中泰证券研究所

- 公司军工业务发展迅速：**相比国内其他科研院所，中船九院凭借积累多年的船舶规划经验和工民用建筑设计经验，具有得天独厚的设计理念优势。中船九院所属久远承包公司曾中标中国海警局 1 艘“海南 1000 吨级公务船”以及中海油田服务股份有限公司 2 艘“大型深水勘察船”内装总承包施工项目。公司目前凭借在舰船内装科研方面的优势，积累了一定的项目经验，为后来舰船内装业务的拓展打下了坚实的基础。公司 2016 年签订军工项目近 5000 万的监理合同，为后续设计咨询、总承包等军工项目提供了适当的契机。中船九院旗下的中船华海是舰船通道系统的设计总承包单位，凭借多年积累的技术实力，在激烈的市场竞争中一直表现突出。目前中船华海全部股权已划转至中船科技，江南德瑞斯船用设备股权调整至中船华海，上海久远全部股权都已划转至中船九院，通过股权划转与资源统筹，我们认为，公司军工业务有望率先在中

船华海与中船九院取得突破。

图表 57：中船华海近年营收净利润状况



来源：公司公告，中泰证券研究所

- 募集 5000 万用于舰船内装环境及关键技术研究项目，未来前景广阔：**

中国海军网报道，2016 年中国海军新舰入列继续保持“下饺子”的猛烈态势，全年共入列导弹驱逐舰 1 艘、导弹护卫舰 9 艘、坦克登陆舰 5 艘、综合补给舰 3 艘，其中 2 万吨级舰艇达到 4 艘，入列舰艇总吨位近 15 万吨。根据公司公告，近年我国舰船建造发展势头迅猛，在不断建造和使用的经验积累下，相关各方对于舰船生活舱室的舒适度的重要性有了全新的认识。舰船作为一种特种装备，是船员们长期工作、学习和生活的场所。这与其他陆地和空中的特种设备有明显差异，可以说，舰船上居住生活质量的好坏，与舰船船员们的士气以及舰船的战斗力的直接联系。为此，世界各国都将舰船生活舱室环境建设提升到一个十分重要的位置，并对其进行了系统性综合研究，且制订了一系列涉及舰船舱室环境的规范和标准，用于规范指导舱室环境建设。随着国内《海军舰船生活保障设施补充规定》的颁发，随即也就拉开了全面开展舰船生活保障设施优化设计工作的序幕。但对于 XXXX 这一船型，国内还只是刚刚开始设计建造，其舱室内装环境的多样性和复杂性是之前所建造的舰船所不可比拟的。目前我国对于 XXXX 舱室内装设计和建造能力提升有着迫切的需求。公司利用中船九院在非标设备设计、舱室装潢等方面技术优势，通过对 XXXX 舱室内装环境及关键技术研究，分析构成舱室内装环境的各项组成要素。针对各项组成要素展开专业化、系统化的研究，使得各项组成要素在合理的设计配置协调后，达成最优化、人性化的舱室环境空间，提升船舶舱室环境水平。随着中国首艘国产航母的下水，我们认为中国海军装备建设将迎来定型、量产高峰期。中船九院作为具有综合技术实力的大型工程公司，凭借自身技术实力及业务特色，结合近年船舶内装业务所积累的经验，通过项目课题的研究，为舰船建造积累设计理论知识，综合考虑舱室环境影响因素，运用系统化、专业化方法展开研究，提供技术储备和人才集聚，将抢占中国舰船内装的先机。

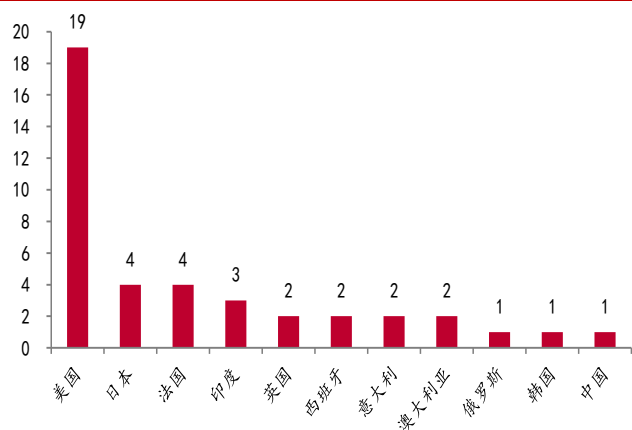
图表 58: 2016 年部分中国列装军舰统计

时间	舰名、舷号	军舰类别
1 月	荣成舰-811	082 扫雷舰
1 月	荆州舰-532	054A 导弹护卫舰
1 月	海冰-722	2723 型破冰船
1 月	天目山舰-916	072A 登陆舰
1 月	高邮湖舰-966	903A 综合补给舰
1 月	荆门舰-506	056A 轻型护卫舰
2 月	沂蒙山舰-988	071 两栖船坞登陆舰
2 月	邓稼先船-874	636A 型海洋综合调查船
2 月	铜仁舰-507	056A 轻型护卫舰
2 月	湘潭舰-531	054A 导弹护卫舰
3 月	武夷山舰-914	072A 登陆舰
3 月	徂徕山舰-915	072A 登陆舰
3 月	海冰船-723	272 型破冰船
6 月	曲靖舰-508	056A 轻型护卫舰
7 月	银川舰-175	052D 导弹驱逐舰
7 月	洪湖舰-963	903A 综合补给舰
7 月	钱伟长船-876	636A 型综合调查船
7 月	骆马湖舰-964	903A 综合补给舰
8 月	淮安舰-509	056 轻型护卫舰
12 月	保定舰-511	056 轻型护卫舰
12 月	菏泽舰-512	056 轻型护卫舰
12 月	东港舰-814	扫雷舰
12 月	宁德舰-510	056 轻型护卫舰
12 月	滨州舰-515	054A 导弹护卫舰

来源：国防部，简氏防务，中泰证券研究所

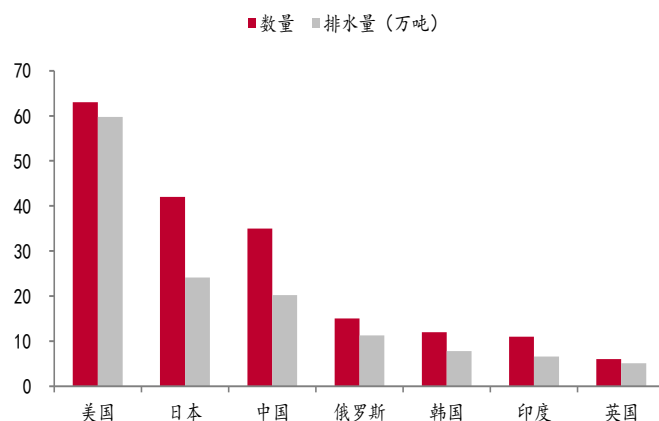
- 中国目前主战水面舰艇的数量、吨位、远洋能力与美国等海军强国仍有较大差距，海军建设将维持高速：**英国《简氏防务周刊》称中国在未来四年里，将拥有世界上最庞大的海军，海军舰艇总数高达 270-279 艘。美国国际海事安全中心认为，中国军舰数量将在 2020 年达到 265-273 艘，而同一时期美国海军的舰艇总数将下降至 260 艘左右。到 2020 年，预计中国海军将拥有 2 艘航母、6 至 7 艘攻击核潜艇、5-7 艘战略核潜艇，装备神盾系统的驱逐舰、巡洋舰有 18-20 艘，而同一时期的美国海军将拥有 11 艘航母、51 艘攻击核潜艇、14 艘战略核潜艇，装备神盾系统的战舰为 88-91 艘。

图表 59: 世界主要国家航母数量



来源: Global Fire Power, 中泰证券研究所

图表 60: 世界主要国家驱逐舰数量



来源: Global Fire Power, 中泰证券研究所

- 中国主力舰船更新换代空间广阔:** 中新网报道, 中国海军之前的近海作战任务主要由 053 系列护卫舰来承担, 同时还有大量的 037 系列快艇担负日常巡逻、警戒等任务, 这些舰艇舰龄较长, 战术技术指标较低, 武器及设备已经落后, 人员工作和居住环境较差, 难以适应新时期中国海军中长期远洋作战护卫任务。目前中国的航母, 驱逐舰, 核潜艇等主战舰的数量与质量均与美国有较大差距, 参考中国 16 年 15 万吨的下水舰艇吨位, 我们以 50 万每吨的成本计算, 每年投入约为 750 亿, 船体舾装占 15% 左右的比例, 投入约 113 亿。随着近海防御与远海护卫以及海洋强国战略的实施, 以航母和驱逐舰为代表的水面舰艇的建设高峰有望维持。中船九院依靠内装和水工特种工程两大技术研究中心, 提前布局策划, 将充分发挥在水工特种工程设计、非标设计、舰船内装等业务上的技术优势, 并积极进行预研, 开拓新业务, 有望参与重大装备、核心技术和产品的研制, 未来或将受益于海军造舰高峰以及装备更新换代。

图表 61: 中美主力驱逐舰对比

中国							
型号	型号	合计	退役	现役	排水量 (吨)	服役时间	备注
052D	旅洋 III 级	5	0	5	7000	NA	
052C	旅洋 II 级	6	0	6	6800	10	
052B	旅洋 I 级	2	0	2	5800	13	
051C	旅洲级	2	0	2	7000	10	退役或改造
956	现代级	4	0	4	7940	17	退役或改造
051B	旅海级	1	0	1	6600	18	退役或改造
052	旅沪级	2	0	2	4800	20	退役或改造
051	旅大级	17	11	6	3670	20	退役或改造
美国							
型号	数量	排水量 (吨)					
伯克级 I/A	21	8850					
伯克级 II	7	9030					
伯克级 IIA	34	9238					
朱姆沃尔特级	2	15464					

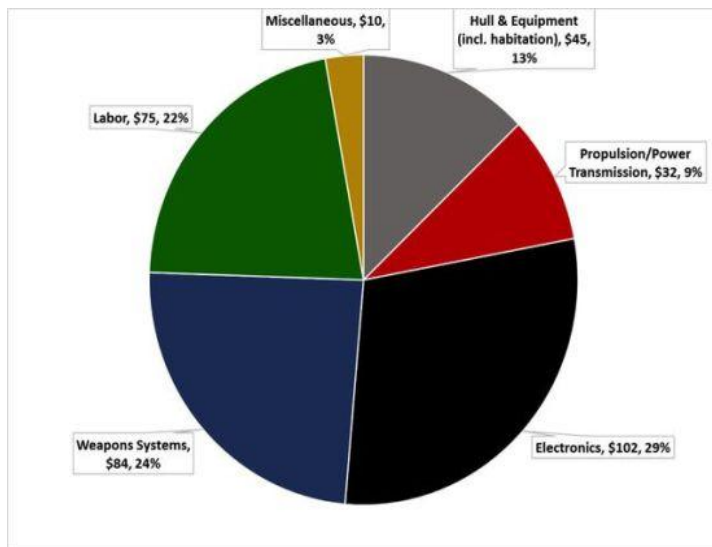
来源: Global Fire Power, 维基百科, 中泰证券研究所

图表 62: 国产航母下水



来源: 简氏防务, 中泰证券研究所

图表 63: 054A 型护卫舰的成本

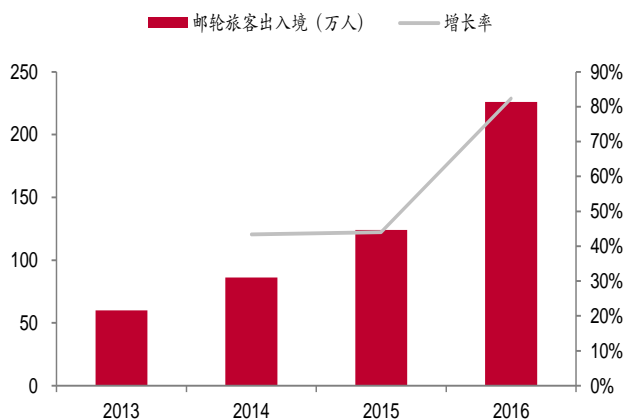


来源: 美国海军学院《全球海军武器指南》, 中泰证券研究所

4.3 布局豪华邮轮, 发展空间广阔

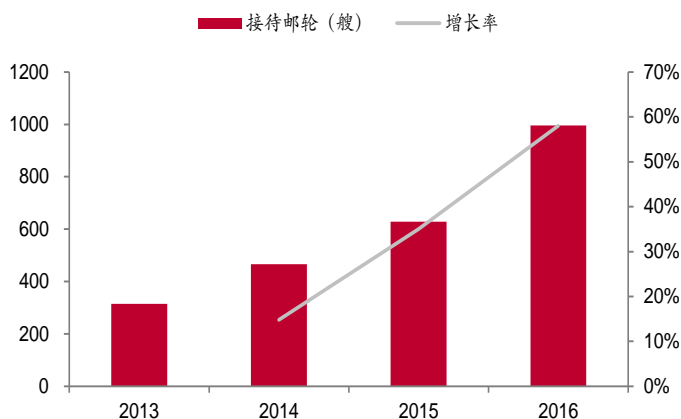
- 《2015 中国邮轮发展报告》显示,中国母港邮轮总量将达到 18 艘,其中多数隶属国际邮轮巨头。与国际邮轮市场 3.4%的游客增长量相比,近年来国内邮轮市场的增速超过 40%。目前,我国的邮轮渗透率仅为 0.05%,与发达国家还存在较大差距。美国为 3.5%、澳洲为 3.4%、德国为 2%、英国为 2.6%、新加坡为 3%。上海国际航运研究中心邮轮经济研究所称,未来 10 到 15 年间,中国邮轮旅客量可与美国持平,达到 1000 万人次,邮轮数量达到 200 艘,整体能拉动约 5000 亿元人民币的经济规模。上海国际邮轮经济研究中心发布的《中国邮轮产业发展报告(2015)》预测,到 2020 年国内邮轮旅客数量将达到 450 万人,成为亚太地区最具活力和最大的邮轮市场。

图表 64: 中国近年邮轮旅客出入境人数



来源: 中国交通运输协会邮轮游艇分会, 中泰证券研究所

图表 65: 中国近年接待邮轮数



来源: 中国交通运输协会邮轮游艇分会, 中泰证券研究所

- 作为一种高附加值船型，目前世界邮轮设计建造及配套产业链主要集中在欧洲，意大利芬坎蒂尼集团、德国迈尔造船厂和法国大西洋造船厂是全球最大的三家邮轮建造企业，合计承接了全球约 90% 的订单；包括日本在内的亚洲船厂至今尚无独立设计建造邮轮的能力。目前一艘邮轮的建造成本中，内部装饰占比达 30%~50%，而且邮轮越大、越豪华，内部装饰的成本占比越大。2015 年 9 月 28 日，工信部、国家发改委、交通运输部、国家旅游局等六部门联合发布了《关于促进旅游装备制造业发展的实施意见》。《实施意见》提出，应以市场需求为导向，以重点装备为核心，加快推动我国旅游装备制造业发展。《实施意见》明确了五项重点任务，其中“加快实现邮轮自主设计和建造”为第一重点任务，是重中之重。2015 年 10 月，中国船舶工业集团公司联合中国投资有限公司与全球最大的邮轮运营商嘉年华集团签署了一项 26 亿英镑的合资协议，联合在中国开发建设豪华邮轮本土品牌，打造世界一流水平邮轮船队。承担这项任务的将是中船集团下属上海外高桥造船有限公司已定下目标，在 2020 年完成交付第一艘国产豪华邮轮。

图表 66：皇家加勒比海洋水手号大堂


来源：互联网，中泰证券研究所

图表 67：皇家加勒比海洋水手号酒吧


来源：互联网，中泰证券研究所

- 九院目前已经参研了“豪华邮轮经典舱室布置与装潢设计制造技术研究”课题，公司通过大量的实地考察和检测数据，对豪华邮轮的内装环境开展了大量研究工作。中船第九设计研究院工程有限公司成功承接由威海胶东国际集装箱海运有限公司投资建造的 880 客位客滚船舱室内装设计业务。中船九院子公司上海久远工程承包有限公司作为船东合作方，对该项目全船舱室进行方案设计并提供相应的技术咨询服务。该项目的签订，标志着中船九院在竞争激烈的客滚船内装市场取得突破性业绩，正式涉足于造船行业中内装要求突出、设计复杂多变、施工工艺难度高的客滚船市场。中船九院将以此作为开拓邮轮内装业务的契机和切入点，结合自身业务特点和正在进行的科研课题、专题，将豪华邮轮等船舶内装业务作为该公司发展的新业务，力争将其打造成为中船九院重要的经济增长点，为未来发展打下坚实的基础。

图表 68：中国设计建造豪华邮轮进程

时间	主要内容
2015年10月	在国家主席平和英国首相卡梅伦的见证下，中船集团、中国投资有限责任公司（中投公司）与世界最大邮轮公司嘉年华集团签署了价值 26 亿英镑（约合人民币 255 亿元）的合资合作协议。三方将在中国香港成立一家由中方控股的国际邮轮合资公司。该合资公司成立后将耗资人民币 250 亿元在中船集团订造 5 艘豪华邮轮，并负责这些邮轮的运营及管理。这将是首次建造真正意义上的豪华邮轮。据知情人士向财新记者透露，这些豪华邮轮的满载排水量为 13.35 万吨，船长超过 300 米，载客数约为 5000 人，吨位接近泰坦尼克号的 3 倍，每艘造价约在人民币 50 亿元左右。
2016年4月	中国船舶工业集团公司（中船集团）与意大利芬坎蒂尼公司在上海签署协议，双方将在中国香港合资设立豪华邮轮设计建造公司。中船集团旗下的中船邮轮科技发展有限公司占股 60%，意大利芬坎蒂尼公司占股 40%。上海外高桥造船有限公司将负责建造邮轮。
2017年3月	全球最大的休闲旅游公司嘉年华集团宣布，其在华的合资邮轮公司已签署全新协议备忘录，订购首批由中国建造的邮轮，专为中国市场提供服务。嘉年华集团在华合资邮轮公司同意订购两艘中国建造的新邮轮，同时还可选择增订四艘。新邮轮将由中船集团和意大利芬坎蒂尼集团共同成立的造船合资企业在中国承建。订购的这两艘新船将根据该邮轮品牌的定位和中国游客的喜好而量身设计。协议提到，嘉年华集团也将在邮轮建造期间提供现场监督和支持。首艘新船预计于 2023 年交付。

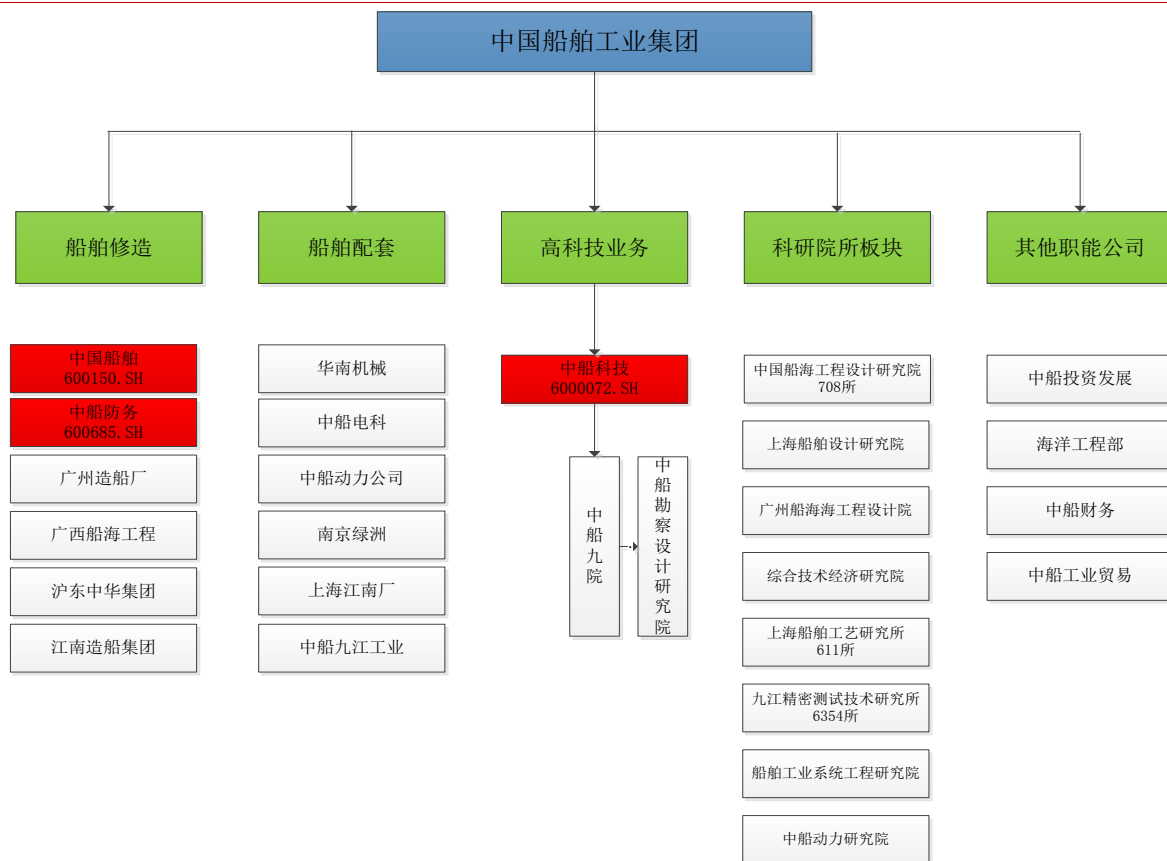
来源：中船工业网集团，中泰证券研究所

5. 南船高科技业务上市平台，资本运作潜力广阔

5.1 更名中船科技，南船高科技业务上市平台地位确立

- 公司 2017 年 1 月 24 日发布公告称：公司已完成发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易，公司将逐步成为中国船舶工业集团公司下属高科技业务的上市平台。同时，重组完成后，中船九院已成为公司的全资子公司。中船九院系成立于 1953 年的军工科研院所，目前其销售收入已占公司全年销售收入的绝大部分。公司原有的大部分钢结构资产已完成处置，钢结构业务的销售收入占比将大幅度下降。为使公司名称更符合重大资产重组后的实际情况，拟将公司中文名称“中船钢构工程股份有限公司”变更为“中船科技股份有限公司”。目前公司已经完成更名。
- 公司一方面继续按照原有经营模式，积极推动船配业务、大型钢结构业务和成套设备业务的经营工作；另一方面，公司也结合重大资产重组的成功实施及公司所属长兴岛部分资产的顺利处置，积极向控股型公司进行转变，侧重于资产经营与投资管理。中船九院独立开展生产经营，充分利用其设计能力，带动工程总承包业务、土地一级整理开发业务等业务。公司现已剥离传统制造业相关资产，未来将逐步退出传统船舶配件制造行业。

图表 69：中船集团组织架构



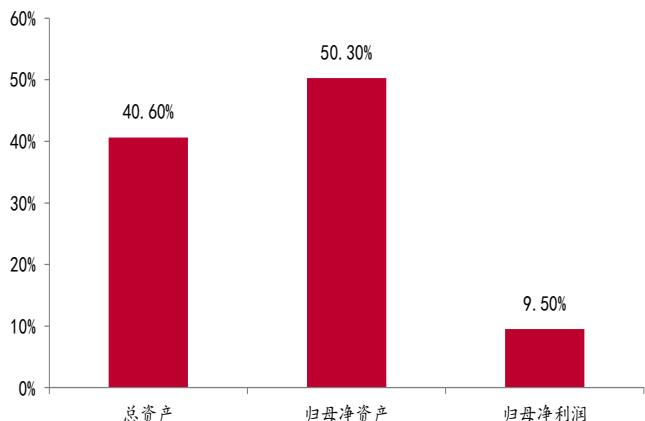
来源：中泰证券研究所

- **科技创新产业成为集团增长重要驱动，公司战略地位有望提升：**根据中船集团 2017 年的工作整体规划，将大力推进多元产业加快发展，持续强化创新驱动，发挥科技创新引领和推动作用。集团十三五规划集团营收 3600 亿，在传统造船工业处于低迷的大背景下，我们认为集团的增长主要依靠科技创新和新兴业务增长。中船科技作为集团高科技业务上市平台，在集团的战略地位有望提升，将迎来良好的发展机遇。

5.2 资产证券化、国企改革以及科研院所改制全方位立体收益

- **注入中船九院，作为集团资产证券化试点工程，存在一定的资产注入预期：**目前集团的资产证券化率为 40%（总资产口径），集团目标资产证券化率是 60%，仍然有较大的资产证券化空间。根据集团最近规划，“十三五”时期集团将大力推进军工资产证券化并上市，推动军民融合从技术、设施、管理向资本层面跃升，推动更高层次的军民融合深度发展；以资本为纽带，加强内部军民品资源整合重组，加快产业链上下游企业并购；创新商业模式，通过融资租赁等方式，牵引装备需求。除了已经收购的中船九院，中船工业旗下还有军民用总体和系统研究院所，中船工业科技园，物流产业园，海鹰集团等现代科技服务业，中船科技此次发行股份购买中船九院资产，在中船集团内部起到了试点工程作用，中船科技作为集团高科技业务上市平台，优质资产注入可期。

图表 70: 中船集团资产证券化率



来源: 中泰证券研究所

图表 71: 系统工程研究院旗下科技公司



来源: 公司官网, 中泰证券研究所

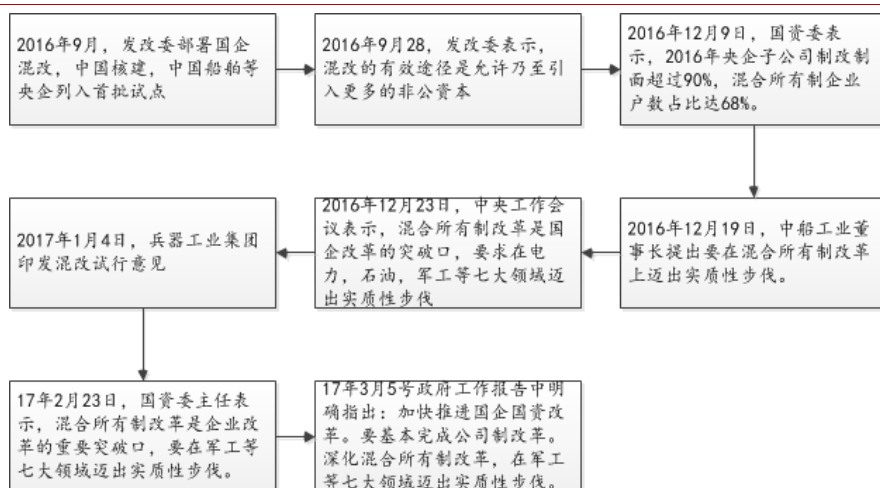
图表 72: 中船产业园分布

园区	无锡中国船舶海洋探测技术产业园	中船九江海洋装备配套产业园	中船南京海洋装备机电产业园
项目	努力打造国家级海洋探测技术产业园, 成为引领国内海洋探测装备产业的翘楚。该产业园将以涵盖“海洋防务、海洋运输、海洋开发、海洋科考”四大领域的水下装备为主体, 发展壮大现有产业, 着力培育新兴产业, 建设 8 大产业集群, 打造 16 条产品线。	总投资 20 亿元, 生产船舶压载水处理系统、远洋船和海洋工程消防灭火系统、新型灭火剂等舰船和海洋工程配套装备系列项目	总投资 56.3 亿元, 重点打造海洋安全装备、海洋科考装备、海洋运输装备及海洋开发装备等四大海洋装备的研发和制造, 同时将设立国家级机电研究院。

来源: 集团官网, 中泰证券研究所

- 国企改革加速实施, 争做改革先锋:** 2017 年 3 月 5 号政府工作报告中明确指出: 加快推进国企国资改革。2017 年要基本完成公司制改革。深化混合所有制改革, 在电力、石油、天然气、铁路、民航、电信、军工等领域迈出实质性步伐。抓好电力和石油天然气体制改革, 开放竞争性业务。持续推进国有企业瘦身健体、提质增效, 抓紧剥离办社会职能, 解决历史遗留问题。推进国有资本投资、运营公司改革试点。中共中央、国务院关于深化国有企业改革的指导意见明确指出: 探索实行混合所有制企业员工持股。坚持试点先行, 在取得经验基础上稳妥有序推进, 通过实行员工持股建立激励约束长效机制。优先支持人才资本和技术要素贡献占比较高的转制科研院所、高新技术企业、科技服务型企业开展员工持股试点, 支持对企业经营业绩和持续发展有直接或较大影响的科研人员、经营管理人员和业务骨干等持股。员工持股主要采取增资扩股、出资新设等方式。我们分析, 中船九院将加快推进并购收购工作, 用来弥补公司在业务拓展上的资质短板。同时, 作为中船集团第一家改制的科研院所, 公司将积极探索混合所有制, 有望提高业务骨干参与的积极性和创造力, 在集团内树立榜样作用。

图表 73： 国企混改历程



来源：发改委，国资委，中泰证券研究所

- 科研院所改制代表，有望受益集团军工集团院所改制：**军工科研院所体制内的核心资产代表了中国军工科研体系的最高水平，普遍具有资产质量好，盈利能力强、发展空间大等特点，改制后注入上市公司能更好的挖掘优质资产潜力院所，同时大力推动资产证券化。2017年7月7日下午国防科工局组织召开军工科研院所转制工作推进会，解读了《关于军工科研院所转制为企业的实施意见》，宣布启动首批41家军工科研院所转制工作。我们认为此次意见的印发预示科研院所改制将迎来深化落地期，相关细则有望陆续展开。中船九院作为集团第一家改制的研究院所，注入中船科技，为集团后续改制工作和资产运作树立了较好的典范。**我们认为中船科技定位为集团高科技业务上市平台，目前公司的业务距离高科技业务上市平台定位仍然有较大的差距。在科研院所改制的加快推进的大背景下，公司有望成为科研院所改制的受益者。**

图表 74： 中船集团旗下研究院所

研究所	主营业务
中国船舶及海洋工程设计研究院	自主开发出多型具有世界先进水平的各类船舶、海洋工程装备和船用装备，为我国船舶工业、海洋事业的发展 and 国民经济建设做出了重大贡献。建院六十年来，我院在船舶及海洋工程领域研究、开发、设计出1200余型号产品，其中许多型号开创了我国船舶工业的第一。
船舶系统工程院	以系统集成为主要业务领域，覆盖“体系研究和顶层规划、系统综合集成、系统核心设备研制”三个层次，涵盖综合电子信息系统、航空系统、船舶平台系统等五大领域，旗下众多科技公司。
上海船舶研究设计院	SDARI的设计产品主要包括散货船、集装箱船、油船、化学品船、多用途船、滚装船等运输船舶和救助船、打桩船、浮船坞、三用工作船、综合检测船、导管架下水驳、大型起重铺管船等工程船舶，累计约800型，产品覆盖范围和市场占有率均居国内之首
船舶工艺研究所	上海船舶工艺研究所是船舶行业唯一一个以造船工艺现代化为目标的军用舰船、民用船舶和海洋工程建造工艺研究的综合性应用研究所。主要研究船舶、海上石油平台、海洋构筑物以及各种钢结构的建造工艺、技术装备与检测技术。
广州船舶及海洋工程设计研究院	主要业务范围涉及军用舰船、民用船舶及海洋工程科研和设计领域。拥有成熟的常规船舶科研设计经验和高性能船舶设计研发能力，拥有多项船舶及海洋工程专有技术和专利技术，在海洋工程单点系泊、多点系泊及输油终端技术的研究方面处于国内领先地位。建院以来，设计的各类舰船产品300余艘，承接的海洋工程科研设计项目40余项，获多项省部级科技进步奖。

九江精密测试技术研究 所	主要经营惯性导航测试技术研究及设备制造、运动仿真设备研制、振动与平衡技术研究及设备制造、精密加工工艺研究、精密测量和测试技术研究、精密元器件设计制造和环保设备技术开发研究等业务，其产品广泛用于我国各行业的科研院所、高等院校和工矿企业。
动力研究院	主要承担国家科研和自主产品研发任务，作为舰船动力技术创新与转型升级的核心企业。公司开展研究设计与试验验证，构建集基础技术研发平台、产品研发设计平台、先进制造研发平台以及应用评估平台于一体的研发体系，正形成基础技术研发、产品研发设计及先进制造技术研发的核心能力。
综合技术经济研究院	作为战略规划、决策支持和综合性基础研究的智库型科研院所，中船综合院构建了以“基础研究为核心，决策支持、咨询服务、教育培训互为支撑、互相促进，文化传媒提升传播力和影响力”的五大业务形态共生结构，为国家防务力量建设和海洋装备制造业发展，提供顶层战略和决策支持；为国家、行业、企业提供从市场调研到商业咨询的体系化服务和解决方案；基于综合性研究，实现从“交付报告”到“交付能力”转变，提供全方位服务和一揽子解决方案。
中国船舶工业第九设计 研究院	中船九院（子公司勘察设计研究院）已完成改制，注入中船科技

来源：集团官网，公司官网，中泰证券研究所

6. 盈利预测及估值

6.1 主营业务盈利预测（暂不考虑资产注入情景分析）

■ 根据对公司基本面分析，我们对公司 2017-2019 年主营业务的预测如下：

1) 工程总承包业务：公司工程总承包业务受累于宏观经济和行业的景气度下行，15 年，16 年毛利水平处于较低水平。我们预计 17 年随着经济的复苏，以及公司外海业务和军工业务的深化拓展，公司工程总承包业务将继续保持 CAGR3 约 30% 的增长率，同时毛利率将提升到行业水平至 8%，18-19 年营收和毛利继续保持小幅增长。

2) 设计咨询勘察业务：公司设计咨询业务较为稳定，我们预计 17 年随着公司海外业务以及军工业务的拓展公司设计咨询业务将有较大的增长 30% 左右，毛利率也将小幅增长 1% 左右，18-19 年将继续保持小幅增长。

3) 土地整理业务：公司 16 年土地整理服务营业收入同比下降，主要原因为子公司中船九院旗下的扬州三湾、常熟梅里项目公司本期营业收入的减少。我们预期随着城镇化建设以及美丽中国的推进，以及公司在 PPP 方向上的布局，土地整理业务有望恢复 15 年水平，同时经过前期的布局和技术投入，土地整理业务毛利率将有所上升

4) 传统制造业：根据公司规划，公司将继续缩减或剥离原有制造业，我们预计公司制造业将进一步萎缩，经过不良资产的整合和处置，公司毛利率有望实现正值。

5) 投资收益：参考往年经验，公司目前正积极通过资产处置，来缩减原有制造业规模，每年实现长期投资收益约 1 亿，包括长期股权投资与资产处置。公司 16 年底的长期股权投资收益 7000 万左右（权益法核算），分配利润约 7000 万规模，我们综合测算 9000 万规模，同时公司投资性房地产溢价以及接近 2000 万的金融资产溢价，公司业绩弹性较大。

6) 公司三费率：参考 16 年以及 17 年第一季度数据，公司定增募集资金，财务费用将明显减少。规模扩张，销售费用和管理费用稳中上涨。

图表 75: 分业务盈利预测

百万元	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
合计						
营业收入	979.74	913.59	5,304.15	6,544.89	7,736.34	8,611.46
yoy	6.36%	-6.75%	480.58%	23.39%	18.20%	11.31%
营业成本	842.06	839.34	4,965.18	5,940.50	6,964.92	7,698.37
毛利率	14.05%	8.13%	6.39%	9.23%	9.97%	10.60%
工程总承包						
收入	2241.68	2707.65	3382.94	4397.82	5277.39	5805.13
yoy	39.97%	20.79%	24.94%	30.00%	20.00%	10.00%
成本	673.19	823.38	678.51	4,046.00	4,828.81	5,282.66
毛利率	16.14%	3.32%	4.75%	8.00%	8.50%	9.00%
设计勘察咨询监理						
收入	501.52	520.03	631.34	820.74	984.89	1,132.62
yoy	6.17%	3.69%	21.40%	30.00%	20.00%	15.00%
成本	170.71	208.79	208.66	664.80	792.84	906.10
毛利率	17.52%	19.21%	18.19%	19.00%	19.50%	20.00%
土地整理服务						
收入	0	922.37	519.2	700.92	911.20	1,139.00
yoy			-43.71%	35.00%	30.00%	25.00%
成本			1579	616.81	797.30	990.93
毛利率	46.99%	5.31%	9.82%	12.00%	12.50%	13.00%
制造业						
收入	955.58	900.67	735.77	625.40	562.86	534.72
yoy	6.48%	-5.75%	-18.31%	-15.0%	-10.0%	-5.0%
成本		10.9198	0.02	612.90	545.98	518.68
毛利率	12.96%	7.14%	-0.81%	2.00%	3.00%	3.00%

来源: 中泰证券研究所

6.2 绝对估值

■ 绝对估值关键假设如下:

- 1) 永续增长率为 4%;
- 2) 无风险利率参考长期国债收益率、以及 SHIBOR 数据;
- 3) β 值采用申万船舶制造行业调整后去杠杆 β : 0.48 (最近 2 年, 标的指数沪深 300) 作为公司无杠杆 β 的近似值;
- 4) 资本结构采用自身公司带息债务和权益市值的资本结构;
- 5) 公司无长期负债, 债务成本选用央行最新短期贷款基准利率 4.35%
- 6) 有效税率: 15% (高新技术企业享受 15% 的优惠税率)

图表 76: 绝对估值假设条件

条件	假设
预测期年数	3
过渡期年数	5
过渡期增长率	15.00%
永续期增长率	4.00%
无风险利率 Rf	2.87%
市场组合报酬率 Rm	9.17%
无杠杆 β	0.48
有杠杆 β	0.59
债务资本比重 Wd	27.77%
债务资本成本 Kd	4.35%

有效税率 Tx	15.00%
股权资本成本 Ke	6.61%
无杠杆成本 Ku	5.89%
WACC	5.80%

来源：中泰证券研究所

图表 77: FCFF 估值结果

FCFF 估值	现金折现 (百万)
EBIT	278.50
所得税税率	15%
EBIT*(1-所得税税率)	236.72
折旧与摊销	58.51
营运资金的净变动	-617.17
资本性投资	-50
FCFF	-371.94
PV(FCFF)	-351.55
核心企业价值	12423.55
净债务价值	2859.86
股票价值	9563.69
每股价值	12.99

来源：中泰证券研究所

图表 78: FCFF 敏感性分析

	4.30%	4.80%	5.30%	5.80%	6.30%	6.80%	7.30%
2.5%	14.78	10.38	7.56	5.60	4.16	3.06	2.19
3.0%	21.69	14.16	9.91	7.18	5.29	3.89	2.83
3.5%	37.25	20.84	13.56	9.45	6.82	4.99	3.64
4.0%	104.73	35.89	20.03	12.99	9.02	6.47	4.70
4.5%	(164.56)	101.15	34.58	19.25	12.44	8.60	6.13
5.0%	(49.36)	(159.27)	97.71	33.32	18.49	11.91	8.19
5.5%	(30.13)	(47.87)	(154.18)	94.39	32.11	17.76	11.39

来源：中泰证券研究所

绝对估值的结果可得，公司每股内在价值约为 12.99 元。但由于绝对估值对各加权平均资本和永续增长率的敏感性太大，估值结果易受主观影响，但一定程度上反映了公司股价的安全边际成本较高。为了提高估值结果的客观性，我们采取相对估值法的估值结果。

6.3 相对估值

- 根据上述假定，我们预计公司 17-19 年 EPS 分别为 0.37、0.48、0.58 元。2017 年 7 月 21 日收盘价对应动态 PE 为 45 倍、36 倍、29 倍。我们对公司业务进行估值（参考公司的 EPS 和 PE 均来自 WIND 一致预测）。中船科技业务：在上市公司中我们选取了与中船科技经营业务相同或类似资产证券化白马地位的 5 家上市公司作为可比公司。公司目

前主营业务虽然集中在工程总承包上，但公司定位为南船高科技业务上市平台，具有资产证券化标的、军民融合效应，给予平均值 54 倍 PE。对应 EPS0.37 元，测算股价为 20 元。

图表 79：高端装备业务可比公司估值情况

公司	股票代码	最新价	EPS			PE		
			2015A	2016A	2017E	2015A	2016A	2017E
航发动力	600893.SH	29.40	0.53	0.46	0.53	89	78	58
航天发展	000547.SZ	9.97	0.23	0.17	0.26	66	89	45
江龙船艇	300589.SZ	24.48	0.50	0.57	0.40	NA	NA	59
太阳鸟	300123.SZ	14.53	0.05	0.06	0.26	1697	233	52
杰赛科技	002544.SZ	19.22	0.21	0.21	0.35	205	135	56
平均值								54
中位数								56

来源：wind, 中泰证券研究所

- 通过业务测算，我们估算公司 17 年对应市值为 148 亿元，当前股本 7.36 亿股，对应股价为 20 元，相当于约 54 倍估值，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

- **集团资产证券化不及预期：**集团虽然已确定资产证券化率目标并在加快推进速度，但集团内部各企业处置与竞争，改制仍需一定时间，存在不及预期的风险；**科研院所改制不及预期：**首批 41 家军工科研院所改制虽已经启动，但科研院所改制涉及人力，体系，资源较多，进度难以把控，存在进度不及预期的风险；**公司军工业务发展不及预期：**公司军工业务虽积淀深厚，并已募集资金加大研究，但军品订单周期较长，仍然存在一定的波动性风险。

图表 80: 财务预测与估值

利润表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	5304.15	6544.89	7736.34	8611.46	净利润	-40.14	257.21	327.53	396.68
营业成本	4965.18	5940.50	6964.92	7698.37	折旧与摊销	71.31	58.51	58.51	58.51
营业税金及附加	50.86	52.47	65.28	73.11	财务费用	89.68	3.27	3.87	4.31
销售费用	28.46	49.09	58.02	64.59	资产减值损失	54.00	54.00	54.00	54.00
管理费用	293.33	340.33	402.29	447.80	经营营运资本变动	-727.52	-617.17	-309.21	-226.65
财务费用	89.68	3.27	3.87	4.31	其他	-149.44	-169.66	-162.67	-163.72
资产减值损失	54.00	54.00	54.00	54.00	经营活动现金流净额	-702.11	-413.84	-27.97	123.12
投资收益	133.54	90.00	90.00	90.00	资本支出	-518.95	-50.00	-50.00	-50.00
公允价值变动损益	0.00	20.00	20.00	20.00	其他	40.03	-94.13	-90.00	-90.00
其他经营损益	0.00	60.00	60.00	60.00	投资活动现金流净额	-478.93	-144.13	-140.00	-140.00
营业利润	-43.81	275.23	357.95	439.30	短期借款	1231.00	1054.43	821.20	559.40
其他非经营损益	27.38	27.38	27.38	27.38	长期借款	2340.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	-16.43	302.60	385.33	466.68	股权融资	2291.00	0.00	0.00	0.00
所得税	23.71	45.39	57.80	70.00	支付股利	-9.32	17.81	-114.11	-145.31
净利润	-40.14	257.21	327.53	396.68	其他	-3850.90	-7.60	-2.97	-3.41
少数股东损益	2.79	-17.85	-22.72	-27.52	筹资活动现金流净额	2001.78	1064.64	704.13	410.69
归属母公司股东净利润	-42.93	275.06	350.26	424.20	现金流量净额	819.90	506.67	536.15	393.81
资产负债表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	2438.53	2945.20	3481.35	3875.16	成长能力				
应收和预付款项	2372.18	2900.51	3420.39	3799.53	销售收入增长率	480.58%	23.39%	18.20%	11.31%
存货	1241.04	1495.07	1754.60	1941.09	营业利润增长率	-200.34%	728.24%	30.06%	22.73%
其他流动资产	674.84	697.44	715.17	728.20	净利润增长率	-267.30%	740.72%	27.34%	21.11%
长期股权投资	234.46	234.46	234.46	234.46	EBITDA 增长率	8.50%	187.60%	24.73%	19.46%
投资性房地产	7.89	7.89	7.89	7.89	获利能力				
固定资产和在建工程	1239.48	1253.91	1268.35	1282.78	毛利率	6.39%	9.23%	9.97%	10.60%
无形资产和开发支出	174.47	151.56	128.65	105.74	三费率	7.76%	6.00%	6.00%	6.00%
其他非流动资产	2794.79	2994.75	3194.72	3394.68	净利率	-0.76%	3.93%	4.23%	4.61%
资产总计	11177.66	12680.78	14205.57	15369.54	ROE	-1.00%	5.98%	7.25%	8.32%
短期借款	1581.00	2635.43	3456.64	4016.04	ROA	-0.36%	2.03%	2.31%	2.58%
应付和预收款项	1967.36	2010.55	2358.24	2609.16	ROIC	3.56%	4.42%	4.84%	5.32%
长期借款	2440.00	2440.00	2440.00	2440.00	EBITDA/销售收入	2.21%	5.15%	5.43%	5.83%
其他负债	1156.05	1291.75	1434.24	1536.51	营运能力				
负债合计	7144.41	8377.74	9689.11	10601.71	总资产周转率	0.79	0.55	0.58	0.58
股本	736.25	736.25	736.25	736.25	固定资产周转率	9.25	15.76	20.37	25.01
资本公积	2438.76	2438.76	2438.76	2438.76	应收账款周转率	5.57	3.83	3.76	3.66
留存收益	444.26	737.12	973.27	1252.16	存货周转率	5.77	4.28	4.24	4.12
归属母公司股东权益	3624.50	3912.13	4148.28	4427.17	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	78.92%	—	—	—
少数股东权益	408.75	390.90	368.18	340.66	资本结构				
股东权益合计	4033.25	4303.04	4516.46	4767.83	资产负债率	63.92%	66.07%	68.21%	68.98%
负债和股东权益合计	11177.66	12680.78	14205.57	15369.54	带息债务/总负债	56.28%	60.58%	60.86%	60.90%
					流动比率	1.45	1.37	1.31	1.28
					速动比率	1.18	1.12	1.06	1.04
					股利支付率	-21.70%	-6.47%	32.58%	34.25%
					每股指标				
					每股收益	-0.06	0.37	0.48	0.58
					每股净资产	5.48	5.84	6.13	6.48
					每股经营现金	-0.95	-0.56	-0.04	0.17
					每股股利	0.01	-0.02	0.15	0.20
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	117.18	337.01	420.33	502.12					
PE	-290.01	45.26	35.55	29.35					
PB	3.09	2.89	2.76	2.61					
PS	2.35	1.90	1.61	1.45					
EV/EBITDA	99.12	35.50	28.66	23.92					
股息率	0.07%	—	0.92%	1.17%					

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。