

2019年02月26日

国防军工

船舶板块：国资委要求2019年稳妥推进船舶领域战略性重组，军民船迎双拐点背景下船舶板块值得重点关注

■事件：据此前央视新闻信息，国资委主任肖亚庆表示，2019年要积极稳妥推进装备制造、船舶、化工等领域企业战略性重组；此外韩国现代重工收购大宇造船海洋欲打造全球最大最强造船集团。对此，我们作出以下点评：

我们认为，我国船舶板块战略性重组或将有所推进，南北船有可能进行合并。主要理由如下：

1、民船仍处在长周期底部位置，进行专业化整合是船舶产业进行供给侧改革，船舶企业发挥协同效应、共同走出困境的一种方式。船舶行业多采用寡头垄断的组织形式，靠规模产生经济效益；在当前民船周期底部，通过船舶板块战略性重组或合并，可以有效地去除造船产能，并弱化两船同业化、无序化的竞争窘境，有效控制当前我国造船企业无序化恶性竞争带来的内耗。

2、韩国造船业重组或将刺激中国造船业进行大规模整合。现代重工集团收购大宇造船海洋，技术和专利的共享势必能让其成为全球最大最强的造船集团。而我国势必通过船舶板块战略性重组或合并，以打造具有国际竞争力的大型船企最终和韩国造船企业抗衡。

3、南北船集团明确“十三五”期间资产证券化率的目标，目前仍有很大提升空间。中船重工集团规划十三五资产证券化率由当前40%提升至70%；中船工业集团规划十三五资产证券化率由当前30%提升至70%；目前均已很大提升空间，南北船合并配合资产注入可以有效完成资产证券化率目标。

■重申船舶行业基本面：军民船迎双拐点：军船订单19年迎较高增长，民船处长周期底部现逐步回暖。与其他军工行业相比，船舶装备产业链军民融合程度最深，业绩弹性较大，船舶装备行业值得关注。具体详见2019/01/08【船舶行业深度报告：军船订单19年较高增长确定性大，民船处在长周期底部现逐步回暖】<https://dwz.cn/gAYWFrOF>。

■ 重点关注：中国重工、中船科技、*ST船舶、中船防务、瑞特股份

■ 风险提示：船舶领域战略性重组低于预期；军费投入增速放缓且不及市场预期；海军装备建设放量不及预期；民船市场需求波动风险。

行业分析

证券研究报告

投资评级 领先大市-A
维持评级

首选股票 目标价 评级

行业表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-5.31	-10.74	2.36
绝对收益	10.40	6.56	-8.18

冯福章

分析师

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

余平

分析师

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

相关报告

军工：民参军是19年军工弹性所在
2019-01-09

船舶行业深度：军船订单19年较高增长
确定性大，民船处在长周期底部现逐步
回暖 2019-01-08

内容目录

1. 国资委要求 2019 年稳妥推进船舶领域战略性重组.....	3
2. 南北船集团资产证券化率水平仍有很大提升空间.....	4
2.1. 中船工业集团（南船）资产梳理.....	4
2.2. 中船重工集团（北船）资产梳理.....	5
3. 军民船迎双拐点：军船订单 19 年迎较高增长，民船处长周期底部现逐步回暖.....	7
4. 重点标的.....	8
4.1. 中国重工：国内最大海洋防务装备上市公司，军工市值第一股价值凸显.....	8
4.2. 中船科技：中船工业集团高科技资产上市平台.....	9
4.3. *ST 船舶：民船处在长周期底部，民船龙头业绩反转可期.....	10
4.4. 中船防务：华南最大军用舰船建造基地.....	11
4.5. 瑞特股份：海军装备核心成长标的，19 年或迎快速成长拐点.....	12
5. 风险提示.....	13
5.1. 船舶领域战略性重组低于预期.....	13
5.2. 军费投入增速放缓且不及市场预期.....	13
5.3. 海军装备建设放量不及预期.....	13
5.4. 民船市场需求波动风险.....	13

图表目录

图 1：全球民船业处在长周期底部位置.....	3
图 2：全球规模以上活跃船厂数量变化.....	3
图 3：全球主要造船集团营收规模对比（亿元）.....	3
图 4：全球主要造船集团营业利润规模对比（亿元）.....	3
图 5：军工集团资产证券化率（总资产口径）.....	4
图 6：军工集团资产证券化率（净资产口径）.....	4
图 7：中国船舶工业集团营收情况.....	4
图 8：中国船舶工业集团净利润情况.....	4
图 9：江南造船营收情况.....	5
图 10：江南造船净利润情况.....	5
图 11：沪东中华造船营收情况.....	5
图 12：沪东中华造船净利润情况.....	5
图 13：北船集团营收情况（亿元）.....	5
图 14：北船集团归母净利润情况（亿元）.....	5
图 15：全球新造船订单自 2016 年底部以来有所反弹.....	7
图 16：中国新造船订单向优势船厂集中趋势明显.....	7
图 17：瑞特股份技术发展路径.....	12
表 1：军工集团资产证券化率目标.....	4
表 2：中船重工集团旗下 28 家科研院所（单位：万元）.....	6
表 3：船舶总装上市公司对海工订单的处理情况.....	7

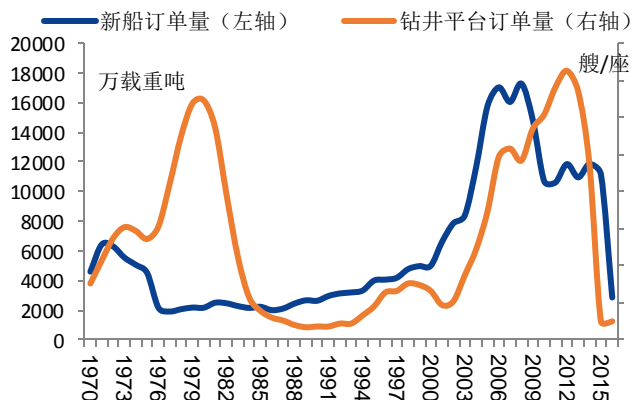
1. 国资委要求2019年稳妥推进船舶领域战略性重组

据央视新闻，国资委主任肖亚庆表示，2019年要积极稳妥推进装备制造、船舶、化工等领域企业战略性重组。持续推动电力、有色金属、钢铁、海工装备、环保、免税品等领域专业化整合。

我们认为，我国船舶板块战略性重组或将有所推进，南北船有可能进行合并。主要理由如下：

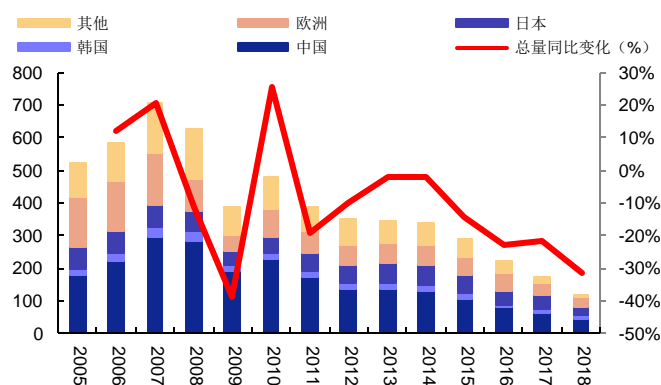
1、民船仍处在长周期底部位置，进行专业化整合是船舶产业进行供给侧改革，船舶企业发挥协同效应、共同走出困境的一种方式。船舶行业多采用寡头垄断的组织形式，靠规模产生经济效益；在当前民船周期底部，船舶产业落后造船产能加速出清，且新造船订单进一步向优势船厂集中的趋势十分明显。通过船舶板块战略性重组或合并，可以有效地去除造船产能，并弱化两船同业化、无序化的竞争窘境，有效控制当前我国造船企业无序化恶性竞争带来的内耗。

图 1：全球民船业处在长周期底部位置



资料来源：中国船舶工业经济研究中心

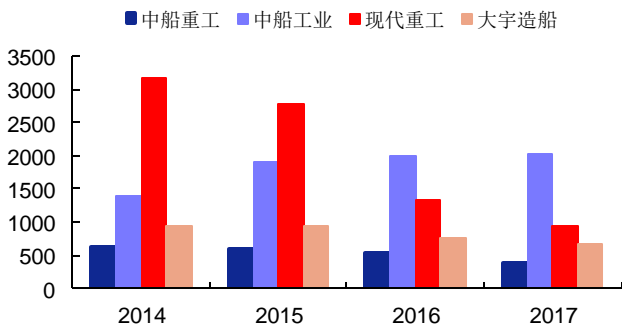
图 2：全球规模以上活跃船厂数量变化



资料来源：Clarksons，安信证券研究中心

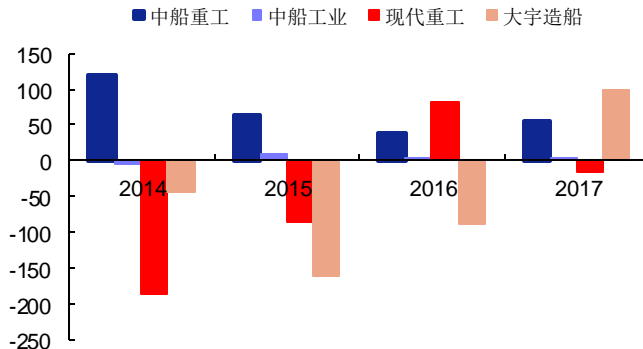
2、韩国造船业重组或将刺激中国造船业进行大规模整合。2019年1月31日，韩国产业银行与现代重工签署“设立造船综合法人基本协议书”，现代重工集团将收购产业银行持有的大宇造船海洋55.7%股份，并新设立造船综合法人。现代重工集团收购大宇造船海洋，技术和专利的共享势必能让其成为全球最大最强的造船集团。现代重工集团方面表示，收购大宇造船海洋并不仅仅是一家公司收购另一家公司的商业行为，而是韩国造船产业通过构建新的行业格局，帮助韩国造船产业竞争力提至新的高度。通过船舶板块战略性重组或合并，可以打造具有国际竞争力的大型船企以便和韩国造船企业抗衡。

图 3：全球主要造船集团营收规模对比（亿元）



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 4：全球主要造船集团营业利润规模对比（亿元）

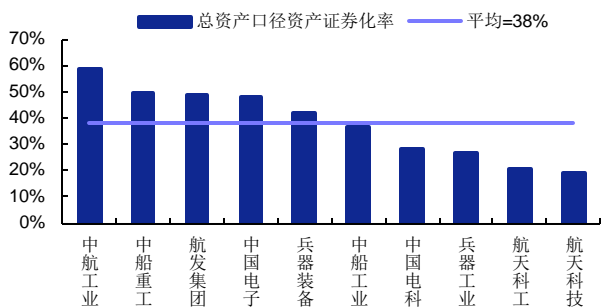


资料来源：wind，安信证券研究中心

2. 南北船集团资产证券化率水平仍有很大提升空间

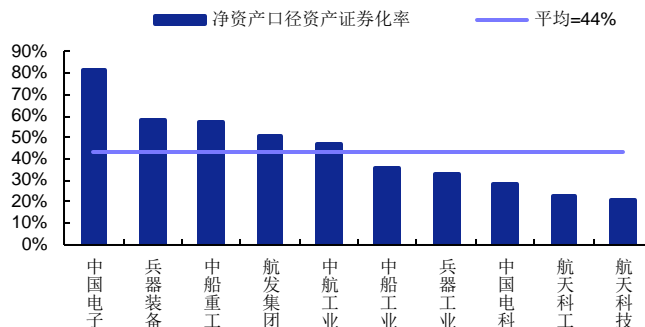
我国军工总体资产证券化率约 30%，相对欧美 70%~80%的水平还有很大提升空间。目前我国国有军工企业的总资产达到 8 万亿元左右，净资产大约在 3 万亿元左右。军品总资产约在 3 万亿元左右，净资产约在 1.5 万亿元左右；军工总体资产证券化率在 38%左右，大部分核心军工资产仍在体外。相对欧美军工企业 70%~80%的水平，我国军工资产证券化率空间很大。截止到 2017 年底，10 大军工集团资产证券化率（总资产口径）平均水平仅 38%，仍有很大提升空间。

图 5：军工集团资产证券化率（总资产口径）



资料来源：wind，安信证券研究中心，取 2017/12/31 数据

图 6：军工集团资产证券化率（净资产口径）



资料来源：wind，安信证券研究中心，取 2017/12/31 数据

南北船集团明确“十三五”期间资产证券化率的目标，目前仍有很大提升空间。中船重工集团规划十三五资产证券化率由 40% 提升至 70%；中船工业集团规划十三五资产证券化率由 30% 提升至 70%。

表 1：军工集团资产证券化率目标

集团名称	披露时间	披露内容
中国船舶重工集团	2017/3/27	<u>中国船舶重工集团公司董事长胡问鸣</u> ：中船重工的“十三五”时期资产证券化目标：资产证券化率由 40% 提升至 70%，同时打造 10 大产业板块上市公司平台。
中国船舶工业集团	2016/4/20	<u>《中国证券报》报</u> ：中国船舶工业集团将进一步推动资产证券化，下属三个上市平台将分别从不同方向承接公司优秀资产；集团资产证券化率在十三五期间（2016 年-2020 年）将从目前的 30% 左右，提升至 70% 左右。

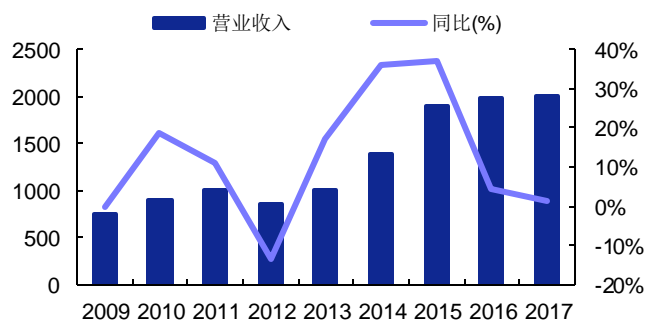
资料来源：各军工集团官网，安信证券研究中心

中船工业集团体外资产主要包括：江南造船、沪东中华造船、系统工程研究院、708 所等。中船重工集团体外资产主要包括：701、702 等院所类资产。具体如下：

2.1. 中船工业集团（南船）资产梳理

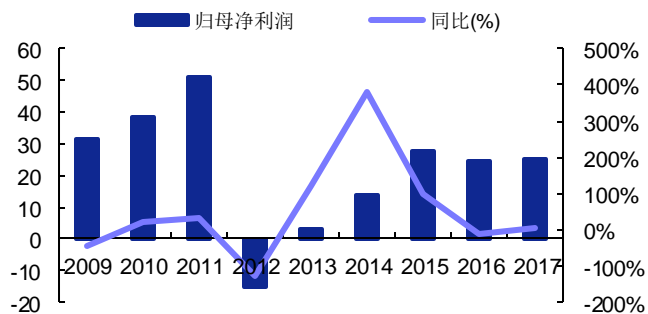
中国船舶工业集团（南船）是我国造修船的“国家队”，成立于 1999 年 7 月 1 日，旗下聚集了一批中国最具实力的骨干造修船企业、船舶研究设计院所、船舶配套企业及船舶外贸公司，现有上市公司 3 家、工业企业 31 家，科研院所 9 家等。南船集团现有六大业务板块，包括：造修船、海洋工程、动力装备、机电设备、信息与控制、生产性现代服务业。2017 年，南船集团实现营收（2013.86 亿元，+1.46%），归母净利润（25.06 亿元，+2.64%）。

图 7：中国船舶工业集团营收情况



资料来源：Wind，安信证券研究中心

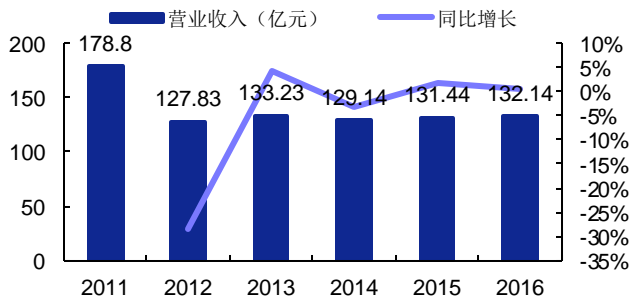
图 8：中国船舶工业集团净利润情况



资料来源：Wind，安信证券研究中心

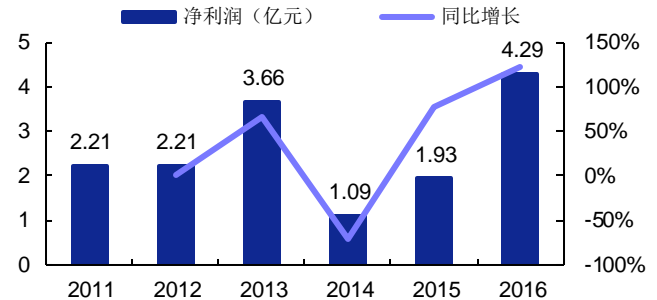
1、江南造船：前身为清朝创办的江南制造总局，现发展成为国内最大军用舰船建造基地。江南造船（集团）有限责任公司前身是1865年6月3日清朝创办的江南机器制造总局，是洋务运动中诞生的一个集军事工业、科技研究和造船为一体的大型民族企业。历史上，江南造船创造了国内船舶业无数个第一：中国第1炉钢、钢炮、铁甲兵轮、万吨水压机，更有第1艘潜艇、第1艘护卫舰，还有我国最现代化的导弹驱逐舰和为中国航天事业作出突出贡献的“远望”系列航天测控船。截至2016/12/31，江南造船资产合计345.71亿元，负债合计为298.33亿元；2016年实现营业收入132.14亿元，净利润4.29亿元。

图 9：江南造船营收情况



资料来源：Wind，安信证券研究中心

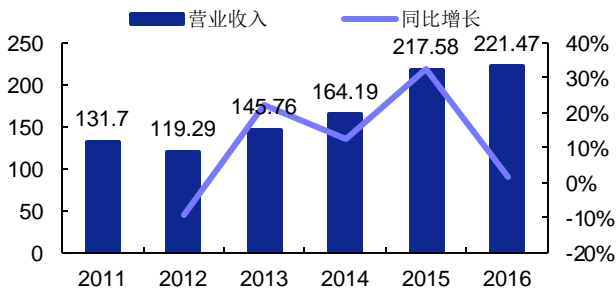
图 10：江南造船净利润情况



资料来源：Wind，安信证券研究中心

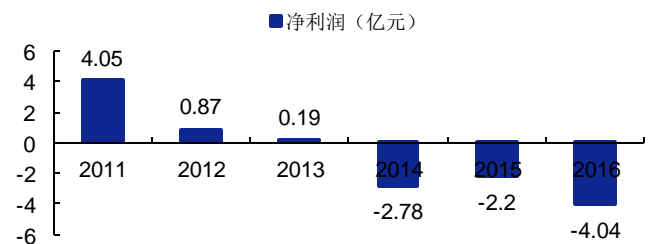
2、沪东中华造船：沪东中华造船（集团）有限公司是集造船（军、民品）、海洋工程、非船三大业务板块为一体的综合性产业集团，具有雄厚的船舶开发、设计、和建造实力，产品以军用舰船、大型 LNG 船、超大型集装箱船、海洋工程及特种船为主，70 多年历史共造船 3000 多艘。截至 2016/12/31，沪东中华造船资产合计 459.74 亿元，负债合计为 449.82 亿元；2016 年实现营业收入 221.47 亿元，净利润-4.04 亿元。

图 11：沪东中华造船营收情况



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 12：沪东中华造船净利润情况

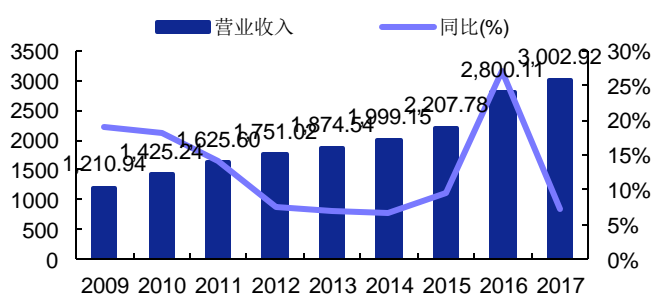


资料来源：Wind，安信证券研究中心

2.2. 中船重工集团（北船）资产梳理

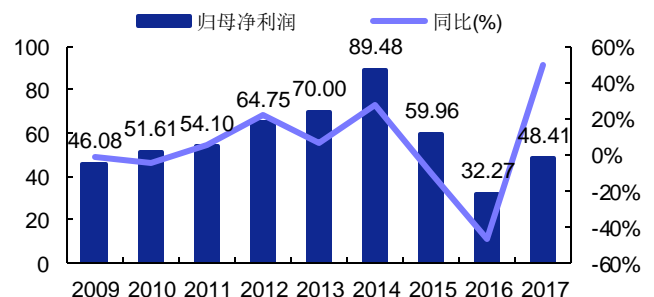
中国船舶重工集团（北船）是我国最大的造修船及船舶装备制造集团之一，是我国最大的海军装备制造商。北船集团拥有我国最全船舶产业链的业务布局，从军民品设计、配套、建造、到修理与改装，在舰船全寿命周期各环节中均有业务分布。旗下共有上市公司 6 家、工业企业 48 家，科研院所 28 家等。2017 年北船集团实现营收 3002.92 亿元 (YoY+7.25%)；实现归母净利润 48.41 亿元 (YoY+50.31%)。

图 13：北船集团营收情况（亿元）



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 14：北船集团归母净利润情况（亿元）



资料来源：wind，安信证券研究中心

北船集团拥有我国最具优势、最为丰富的海军装备研发体系，一共有 28 家科研院所，可以贡献集团 30%左右的利润。北船集团科研院所等资产注入等值得关注。

表 2：中船重工集团旗下 28 家科研院所（单位：万元）

序号	院所名称	实收资本	持股比例	主营业务
1	七院中国舰船研究院	45110	100%	舰船武器装备发展战略、系统顶层技术研究等。
2	701 中国舰船研究设计中心	105882	100%	舰船总体研究、设计、开发，被称为“中国战舰的摇篮”。
3	702 中国船舶科学研究中心	88021	100%	大中型军民船舶、海洋工程和水兵器的水动力学、结构力学、推进器和声隐身性能的研发，以及高性能船、潜器的总体研发。
4	703 哈尔滨船舶锅炉涡轮机研究所	180914	100%	舰船燃气动力、蒸汽动力、后传动装置以及各型动力装置监测控制系统的研制。
5	704 上海船舶设备研究所	105300	100%	特种装置、船舶综合供电系统、船舶特辅机电设备、特种测试及环境条件与可靠性实验研究五大船舶专业板块。
6	705 西安精密机械研究所	65821	100%	水下航行体及其发射装置研究设计的总体技术。
7	707 天津航海仪器研究所	87760	100%	航海仪器设备。
8	709 武汉数字工程研究所	72219	100%	以计算机技术为基础，开发应用为目标。
9	710 宜昌测试技术研究所	52878	100%	涉及机械、电子、水声、磁学、流体力学、探测制导、自动控制、精密仪器、计算机软硬件、系统仿真等专业学科。
10	711 上海船用柴油机研究所	51446	100%	国内最具规模和实力的船用柴油机及动力装置研究所。
11	712 武汉船用电力推进装置研究所	88575	100%	化学电源（铅酸蓄电池）、自动控制、计算机开发应用、大中小型直流电机、永磁电机及特种电机、开关电器等。
12	713 郑州机电工程研究所	42354	100%	机械、液压、电子、自动控制、热能动力、压力容器、化工、计算机软硬件、系统集成等领域的研究、开发、生产和经营。
13	714 船舶信息中心	3510	100%	从事舰船科技情报工作。
14	715 杭州应用声学研究所	56823	100%	声学探测设备等。
15	716 江苏自动化研究所	102349	100%	以海军作战指挥系统、控制系统、情报系统等。
16	717 华中光电技术研究所	49674	100%	从事我国海军光电装备研究的国防重点科研单位。
17	718 邯郸净化设备研究所	61170	100%	船舶以及陆地环境系统工程和化学及其它能量技术应用。
18	719 武汉第二船舶设计研究所	103620	100%	舰船总体研究、设计为主，兼顾民用开发。
19	722 武汉船舶通信研究所	66510	100%	通信系统和设备研究、制造及通信电子工程开发和设计。
20	723 扬州船用电子仪器研究所	63088	100%	主要从事电子工程系统与设备的研制
21	724 南京船舶雷达研究所	36542	100%	从事大型电子系统工程研制生产
22	725 洛阳船舶材料研究所	160774	100%	从事舰船材料研究
23	726 上海船舶电子设备研究所	40867	100%	从事水声电子、超声设备、海洋开发和船用电子设备的应用开发
24	750 昆明船舶设备研究试验中心	62008	100%	从事国家重点项目与海洋工程等研发、试验等。
25	760 大连测控技术研究所	105538	100%	船舶噪声振动检验测试、海洋工程测试研究、海洋应用物理研究、海洋环境研究及海上试验技术服务。
26	天津修船技术研究所	812	100%	主要从事激光新材料及激光加工与制造技术研究，船舶与海洋工程设计，船舶新产品研制，军民船舶修造新技术研究与推广。
27	12 所热加工工艺研究所	9433	100%	主要从事复合材料及成型技术、表面强化技术、特种成型及工艺优化技术等专业领域的应用技术研究和产品开发。
28	76 所	5,380	100%	船舶档案馆

资料来源：各公司官网，安信证券研究中心搜集整理

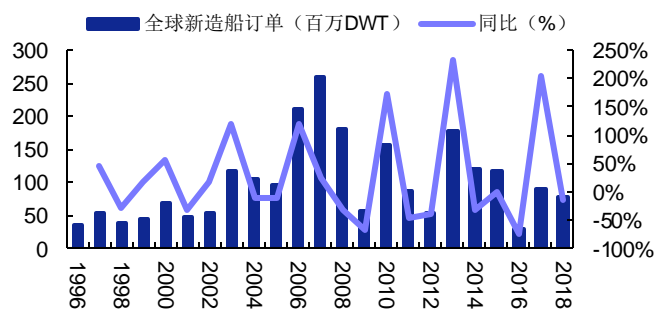
3. 军民船迎双拐点：军船订单 19 年迎较高增长，民船处长周期底部现逐步回暖

军民船行业迎来双拐点：军船订单 19 年较高增长确定性大，民船处在长周期底部现逐步回暖。与其他军工行业相比，船舶装备产业链军民融合程度最深，业绩弹性较大，船舶装备行业值得关注。具体详见【船舶行业深度报告：军船订单 19 年较高增长确定性大，民船处在长周期底部现逐步回暖】<https://dwz.cn/gAYWFrOF>。

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

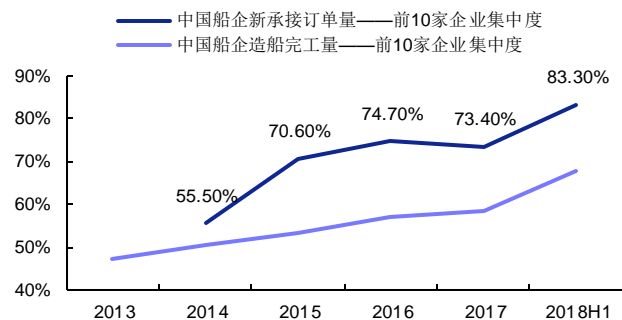
民船：3 大趋势下民船景气度总体表现为底部向上，利于民船龙头业绩反转。1) 民船市场位于长周期底部位置现逐步回暖，当前处在造船中周期复苏拐点；2) 民船供给侧改革持续推进，造船产能加速出清，且新造船订单进一步向优势船厂集中；3) 新造船价格逐步抬升，叠加船钢板价格高位下跌与人民币贬值，船厂盈利水平有望提升。总体上看，民船龙头企业盈利拐点或已到来。

图 15：全球新造船订单自 2016 年底部以来有所反弹



资料来源：Clarksons，安信证券研究中心

图 16：中国新造船订单向优势船厂集中趋势明显



资料来源：中国船舶工业协会，安信证券研究中心

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

表 3：船舶总装上市公司对海工订单的处理情况

上市公司	对海工订单的处理情况
中国船舶	2016 年，公司计提海工产品减值损失 21.6 亿元，2017 年，公司将手持的 7 座自升式钻井平台及 4 艘平台供应船转让给天津中船建信海工投资管理有限公司，合同金额总计 74.836 亿元；当年并对手持 4 艘海工订单计提减值 14.4283 亿元。已实现充分计提。
中国重工	2018.12.20，中国重工拟向中船重工集团出售中国重工下属涉及海工业务的子公司山造海工 53.01% 股权和青岛武船 67% 股权。此举将终止山造海工和青岛武船海工业务持续亏损对上市公司效益的影响，有利于公司盈利能力的提高。
中船防务	海工业务主要以黄埔文冲船厂为主，预计 2018 年进行资产减值损失计提。
中国动力	海工业务主要以武汉船机为主，预计 2018 年进行资产减值损失计提。

资料来源：wind，安信证券研究中心

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

4. 重点标的

4.1. 中国重工：国内最大海洋防务装备上市公司，军工市值第一股价值凸显

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

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

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

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

军工市值第一股，配置价值凸显。当前公司股价、PB (=1.24) 估值均处于上市以来底部位置，且与两次定增价格(2016/2017 年两次增发价分别为 5.43、5.78 元)相比倒挂明显；2018 年 8 月以来，控股股东发布 3 个增持计划(已增持 11.32 亿元)，彰显集团对公司发展前景的看好。我们认为，公司将于 2019 年迎来海军装备订单较高增长与民船底部逐步回暖的双重利好拐点，预计 2018~2020 年公司实现归母净利润分别为 10.6、13.5、17.0 亿元，对应当前股价的 PE 分别为 111X、87X、69X。作为国内军工市值第一股，中国重工配置价值凸显，我们给以“买入-A”评级。

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

4.2. 中船科技：中船工业集团高科技资产上市平台

中船科技传统主营业务包括：大型钢结构、成套机械和船舶配件，是一家衍生自造船企业，具备很强的钢结构制造、机械加工等综合能力的大型制造厂商。公司通过陆续的做减法剥离亏损资产以及做加法注入科研院所资产，实现业务转型升级：1) **做减法剥离亏损资产，将改善公司经营状况提升公司盈利能力。**公司陆续剥离了瑞江实业、中船绿洲、中船鼎盛等亏损资产，做减法让公司瘦身健身将改善经营状况。2) **做加法注入优质科研院所资产，积极实现业务转型升级。**公司于 2015 年进行重大资产重组，购买中船九院 100% 股权以及常熟梅李 20% 股权。由此，公司由产业链的制造端延伸至高附加值领域，打通“研发-制造-服务”链条，实现转型升级。中船九院在军船、国际工程项目总承包、智能船厂改造建设等业务领域凝聚了核心竞争力，未来业绩成长可期。

1、军船业务：具有军方一级保密资质，具备“设计、制造、服务”一体化能力的中船九院有望在舰船模块化建造模式中获得巨大市场。下属公司中船华海船用设备有限公司在舰船通道系统总包领域（涵盖设计、采购、安装、调试等全套服务）具有领先的市场地位。未来随军船市场的发展，以及舰船模块化建造的扩大应用，中船九院有望获得更多的军品订单。

2、国际工程总包业务：在“走出去”和“一带一路”的战略实施下，国际工程总包业务有望快速增长。公司是从船舶工业走出去的多工程领域总承包商，拥有国内为数不多的综合甲级资质，包括工程设计综合、工程勘察综合、规划、环评、工程咨询、工程监理等甲级资质。公司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、沙特阿拉伯吉达市城市示范社区规划方案等海外项目。未来随着我国一带一路战略的实施，以及低端造船业向东南亚的转移，具备造船工业规划设计和大型工程总包经验的中船九院有望获得更大的市场空间。

3、智能船厂改造业务：智能制造是船舶工业十三五的重要方向，中船九院依靠数字化造船方面的研究积累，正在攻关智能船厂改造等项目，有望在智能船厂建设浪潮中受益。《船舶工业深化结构调整加快转型升级行动计划（2016-2020 年）》中明确指出船舶工业在十三五期间要大力推进智能制造，将智能制造作为船舶工业强化管理、降本增效的主攻方向，大力推进数字化、网络化和智能化技术在船舶以及配套设备设计制造过程中的应用。中船九院目前亦致力于数字化技术在造船工艺设计中的应用研究，促进信息技术与工艺设计的深度融合，为建设数字化工厂提供解决方案。

作为目前中船集团下属的唯一非船业务上市公司，由“钢构工程”更名“中船科技”，打造高科技产业上市平台意图凸显。中船集团旗下科研院所资产丰富，还有如上船院、611 所等优质的科研院所资产，在科研院所改制以及中船集团资产证券化率要在十三五期间由当前的 40% 左右的水平提升到 70% 的大背景下，公司存在中船集团其他高科技产业资产整合入市预期。

中船集团将公司打造成高科技产业上市平台的定位清晰；此外，公司通过系列的剥离亏损资产、注入优质资产的资本运作，将大大改善经营状况，而且未来有望在军船、国际工程总承包、智能船厂改造等领域打造新的业绩增长点。**我们认为，中船科技将显著受益于中船工业集团推进资产证券化进程。**

风险提示：中船工业集团对公司的定位发生改变。

4.3. *ST 船舶：民船处在长周期底部，民船龙头业绩反转可期

行业层面：民船总体呈现 3 大趋势，利于民船龙头实现业绩反转。

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

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

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

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

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

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

重申观点：ST 仅代表过去，民船龙头或将扭亏为盈。我们认为，民船处在长周期底部，现呈逐步回暖趋势。公司作为我国民船龙头企业，将受益于民船逐步回暖及造船业供给侧改革。公司当前 PB=1.13，处于历史底部区间；新造船价格抬升与船钢板价格下跌有望提升公司盈利水平。我们预计 2018、2019 年公司将扭亏为盈，实现净利润 4.36、5.19 亿元，对应当前股价的 PE 为 45、38 倍，维持“买入-B”评级。

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

4.4. 中船防务：华南最大军用舰船建造基地

中船防务是集海洋防务、海洋运输、海洋开发和海洋科考装备等四大海洋装备于一体的大型综合性海洋与防务装备企业集团。公司隶属于中船工业集团，旗下包括广船国际、黄埔文冲两大船厂。公司产品结构多元，在军船、民船、海工等业务上均具备领先优势。

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

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

海工：是船舶总装厂类标的主要的风险点。当前全球在建或已建成海工装备多为船东在油价骤跌之前投机订造，目前船东也深陷经营困境，资金断裂，债务压身，接船能力也大不如前，推迟交付成为行业常态，更有甚者以各种理由撤单，2018年上半年全球海洋工程装备交付率仅为26%，特别是钻井平台，交付率仅为7%。海工装备交付形势依然严峻，在手海工订单已成为造船企业重大包袱。目前，中船防务旗下黄埔造船在手的海工订单将成为业绩累赘，2018年公司发布预亏公告，大幅亏损-16.5~-19.7亿元，且对部分产品进行了减值准备，我们认为公司海工产品的风险已得到释放。

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

投资建议：根据公司2018年业绩预告，预计2018年大幅亏损-16.5~-19.7亿元；如同我们在行业深度报告提示的，在公司进行充分的资产减值损失计提以及军民船迎来双重拐点的背景下，中船防务值得重点关注。

4.5. 瑞特股份：海军装备核心成长标的，19 年或迎快速成长拐点

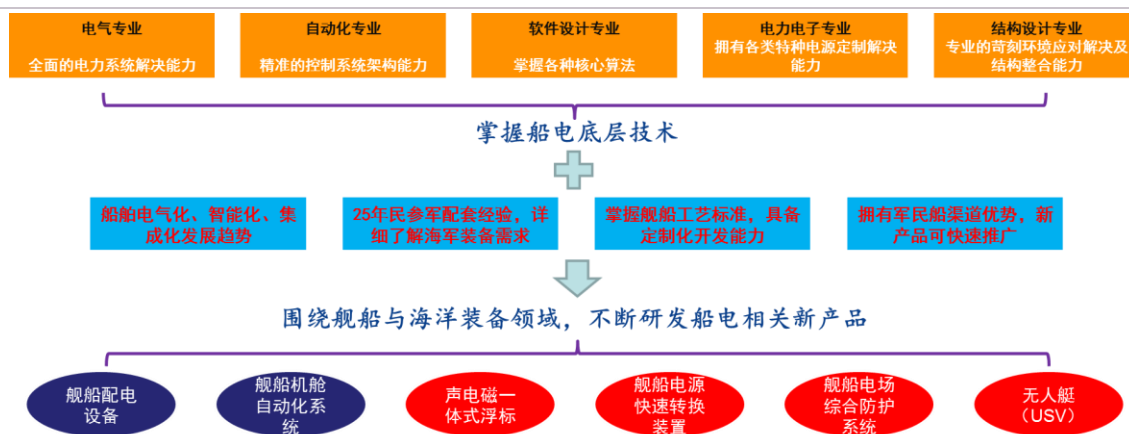
舰船配套与海洋科技装备领域的技术型民参军；超 70%军品占比的海军装备核心标的，产品应用于所有军船型号。公司是专门从事舰船电气及自动化系统研制的高新技术企业，主营产品包括舰船电气化设备与海洋科技智能装备。公司以军民融合模式发展 25 年，目前已成为海军、国家海洋局、海事局、渔政、航道局等部门的主要供应商之一。

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

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

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

图 17：瑞特股份技术发展路径



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

投资建议：技术型民参军军民融合式发展潜力巨大：军品受益于军船订单 19 年补偿式增长以及中长期持续建造；民品受益于民船配套产业集中度提升。立足船电技术陆续推出新产品保障中长期快速成长，2019 年将为公司快速成长拐点。我们预计 2019-2020 年净利润分别为 1.48、2.40 亿元，2019-2020 年的净利润增速分别为：35.8%、62.2%，对应当前股价的 PE 分别为 27X、17X，维持“买入-A”评级。

风险提示：军民品下游需求波动风险；市场竞争风险。

5. 风险提示

5.1. 船舶领域战略性重组低于预期

国资委要求船舶领域稳妥推进船舶领域战略性重组，但是牵涉面较广，具体实施进程或低于预期。

5.2. 军费投入增速放缓且不及市场预期

受国内宏观经济、国际安全形势以及国防战略的影响，我国军费投入增速有进一步放缓且不及市场预期的风险。

5.3. 海军装备建设放量不及预期

海军装备已经进入批量建造期，未来存在舰船建造节奏放缓的风险。

5.4. 民船市场需求波动风险

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

■ 行业评级体系

收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

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

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

风险评级:

A— 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B— 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

冯福章、余平声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
北京联系人	苏梦		sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
深圳联系人	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	杨晔	0755-82558046	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-82558183	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82558361	wanghy8@essence.com.cn
	黎欢	0755-82558045	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034