



中航证券金融研究所

分析师：蒋聪汝

证券执业证书号：S0640517050001

邮箱：jiangcr@avicsec.com

韩国船企资产整合的路径与影响

行业分类：军工

2019年6月19日

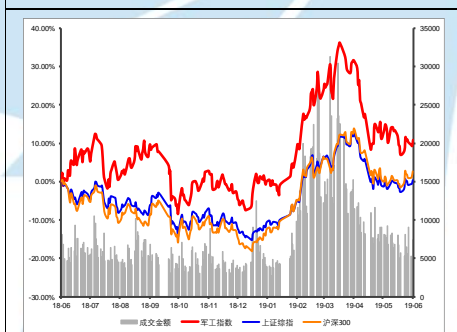
行业投资评级	中性
军工指数(2019.6.19)	995.39
军工指数半年涨跌幅	14.42%

基础数据 (2019.6.19)	
总市值 (亿元)	8493.59
流通 A 股市值 (亿元)	7045.3137
PE (TTM)	62.6
PB (LF)	2.43
上证指数	2917.80
深证成指	8925.73
沪深 300	3715.94
创业板指	1469.99

行业观点：

- 2019年3月，韩国现代重工宣布与大宇造船海洋最大股东韩国产业银行（KDB）签署正式协议。于2019年6月成立新公司韩国造船海洋公司（KSOE），根据双方协议，韩国产业银行将持有的大宇造船海洋全部55.7%的股份转让给新公司，并继续持有新公司7%的股份，市值约为1.25万亿韩元（约合11.2亿美元），而现代重工则持有KSOE公司28%的股份。
- 现代重工集团作为全球船舶建造量最多的，全球最大的造船厂，通过收购与兼并，合理资源配置，不断增强抵抗市场风险能力与优化具有发展潜力的新兴市场的投入，重点加大对豪华邮轮、大型LNG船、海洋工程装备等市场的投入。
- 现代重工与大宇造船海洋两家企业的结合，进一步汇集先进的建造能力，强化韩国造船业在全球范围内的竞争力。有效缓解全球船企之间过度竞争所带来的价格过低和订单量减少等问题，提高船企议价高能力；同时，重塑全球LNG船市场格局，给中、日船企带来较大压力。
- 我国LNG船企需在核心技术、蒸发率等技术层面持续推进，同时加大提升全球市场占有率。创新驱动，加大自主研发力度，提高配套产业能力，并树立品牌意识。
- 韩国现代重工集团收购大宇造船海洋案例，给予我国“两船”集团未来深度融合提供一定参考意义。平台资产有效整合，路径明确，将有效加快资产证券化水平以及我国船舶行业龙头结构优化。
- 风险提示：
整合效应不及预期。

近一年军工与沪深300指数走势对比图



资料来源：wind，中航证券金融研究所

股市有风险 入市须谨慎

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址：深圳市深南大道3024号航空大厦29楼

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：0755-83692635

传真：0755-83688539

目录

一、韩国现代重工集团（HHI）	4
1.1 韩国现代重工集团历史沿革	4
1.2 韩国现代重工集团产业情况	5
1.3 韩国现代重工集团战略规划情况	9
二、大宇造船海洋工程有限公司（DSME）	10
2.1 大宇造船海洋工程有限公司历史沿革	10
2.2 大宇造船海洋工程有限公司产业情况	11
2.3 大宇造船海洋工程有限公司战略规划情况	13
三、现代重工收购大宇造船海洋	13
3.1 并购事项及其影响	13
3.2 世界船舶市场格局重塑	15
3.3 对中国船企的影响	17
3.4 对中国船企的启示	17
四、投资建议	18



AVIC

图表目录

图表 1: 现代重工集团历史重大事项	4
图表 2: 韩国现代重工集团子公司列表	5
图表 3: HHI 境内所属 28 家分支机构业务类型与名称列表.....	6
图表 4: HHI 海外分支机构与跨国公司分布图.....	7
图表 5: 现代重工集团业务结构	8
图表 6: 现代重工集团 2013-2018 年营业状况 (百万美元)	8
图表 7: 现代重工集团产业布局	9
图表 8: DSME 历史重大事项	10
图表 9: DSME 集团子公司列表	11
图表 10: DSME 海外分支机构与子公司分布图.....	12
图表 11: DSME 公司 2013-2018 年营业状况 (百万美元)	12
图表 12: 现代重工收购大宇造船海洋方案.....	14
图表 13: 2018 年世界造船公司排名	14
图表 14: 2014-2018 年全球大型 LNG 船成交量 (单位: 艘)	15
图表 15: 2018 年全球大型 LNG 船订单成交情况.....	15



AVIC

一、韩国现代重工集团（HHI）

1.1 韩国现代重工集团历史沿革

韩国现代重工集团于 1972 年在朝鲜半岛东南端蔚山市成立，以创造和开拓精神在一个小渔船开始了造船事业，通过造船行业积累的技术，进军到海洋设备、工业成套设备、发动机、电子电气设备、工程机械及新能源领域，集团占地面积 720 万平方米，七个事业部，其中“造船事业部”与“发动机事业部”具有世界最大的生产规模。现代重工集团现已发展为全球船舶建造量最多的，全球最大的造船厂，是世界级的综合型重工业公司，是韩国活重工业的摇篮。

图表 1：现代重工集团历史重大事项

时间	重大事项
1970 - 1979	现代建设株式会社成立造船事业部 电子电气设备事业部成立 发动机事业部成立 全球最大船舶发动机工厂竣工 公司名称改名为[现代重工业株式会社]
1980 - 1989	设立了现代海洋研发中心 完成了世界最大滚装船 完成了世界上最大的矿石运输（365,000dwt）
1990 - 1999	世界最大排灌工厂竣工 完成了全球最大集装箱船（5551TEU 级） 完成了全球最大汽车搬运船 在韩国股票市场上市
2000 - 2009	完成了世界上最大的浮式生产储油船 完成了世界最大发动机（9.336 万马力，12K98MC） 完成了韩国第一个完全自主研发的中速柴油发动机（HIMSEN） 完成了全球最大环保柴油发动机（8.9 万马力，HYUNDAI SULZER RAT96C） 全球最大 LPG 船命名（CMM 社） 成功收购三湖重工 - 现代重工业集团成立 完成了全球第一艘，完全利用平地造船方式完工的船舶 完成了世界最大的螺旋桨推进器（直径 9.1m）- 世界最大 21.6 万立方米超大型 LNG 船建造 建成了世界上最大的液化气运输船 生产了世界上最大动力的船用发电机 建设了韩国的第一个宙斯盾级驱逐舰 世界首次海底 LNG 坦克建造 完成了韩国第一个石油开发项目（越南 rong doi） 世界首次远程控制阀研发成功收购现代集团（现代综合商社）股份

	世界首个 FPSO 专用 H 船坞竣工 世界首个 T 字形船坞竣工
2010 - 至今	完成世界最大 FPSO 订单并命名 成功研发环保型船舶发动机 现代重工正式进军电动汽车电池市场 现代重工医疗机器人研发全面开展 连续 5 年被评为世界 500 强企业 世界最大 FPSO 正式开工 世界最大规模沙特 MARAFIQ 发电所项目竣工 新能源事业部正式成立

资料来源：公司官网，中航证券金融研究所

1.2 韩国现代重工集团产业情况

韩国现代重工集团截至 2017 年 12 月 31 日，旗下共有 28 家境内分支机构，分别是 5 家上市公司，与 23 家非上市公司。拥有 26 家海外分支机构，其中欧洲 6 家、亚洲 6 家、美洲 5 家、中东与非洲 5 家。

图表 2：韩国现代重工集团子公司列表

名称	简介
现代尾浦造船 Hyundai Mipo Dockyard Co.Ltd.	成立于 1975 年，目前中型船舶市场的市场占有率位居全球第一。公司主要致力于石油化学物品搬运船和中型装载箱搬运船的建造和销售
现代综合商社 Hyundai Corporation	成立于 1976 年，目前是韩国最大的综合性贸易公司。公司除进出口贸易之外，也致力于金融投资、资源开发以及电子商务领域发展。
现代三湖重工业 Hyundai Samho Heavy Industries Co.,Ltd.	成立于 1999 年，目前造船能力位列世界第 4 位。公司拥有世界第一的路上造船技术，年陆上生产船舶 12 艘。同时，其产业设备方面的生产能力在世界范围内长期处于领先地位。
现代炼油 Hyundai Oilbank Co.,Ltd.	成立于 1964 年，是韩国最早私营炼油企业。1994 年，公司在业内首次推出自有炼油品牌——OILBANK，成功引领了炼油市场的全新模式。迄今为止，公司年制油能力达到 39 万桶，拥有 2500 多个加油站。
华宜资产运用有限公司	成立于 1989 年，原称第一投资信托公司。2008 年 9 月，

Hi Asset Management Co., Ltd.	被现代重工成功收购后正式更名为华宜资产运用有限公司。公司目前提供集体投资计划服务、非全权投资顾问服务和全权投资顾问服务。
HI 投资证券 Hi Investment & Securities Co., Ltd.	成立于 1989 年，公司保有业内最好的市场调查能力和资产管理运作技巧，是现代重工集团的代表金融公司。

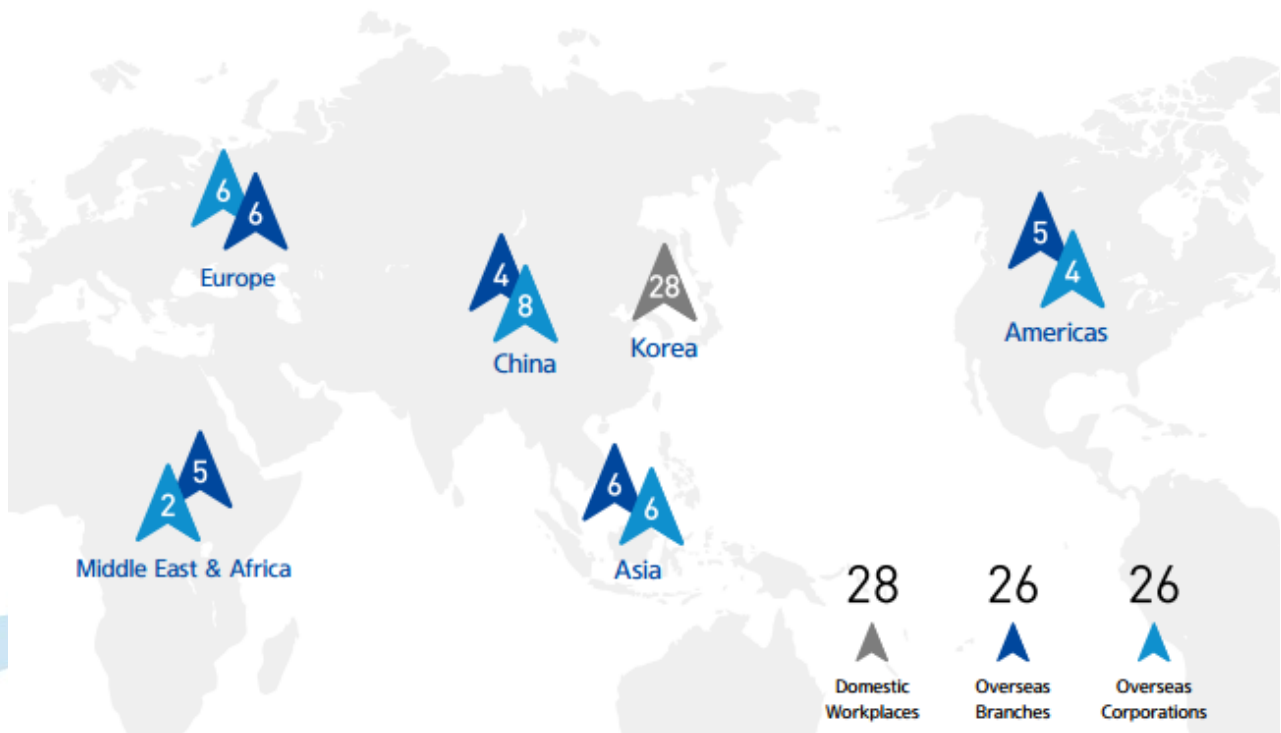
资料来源：公司官网，中航证券金融研究所

图表 3：HHI 境内所属 28 家分支机构业务类型与名称列表

	业务类型	公司
上市公司	船只建造等	HHI (现代重工)
	船只建造	HMD (现代尾浦造船厂)
	非金融控股业务	HHI Holdings (现代重工业集团)
	电机、发电机、开关设备制造	Hyundai Electric (现代工程)
	工程机械制造	HCE (现代建筑设备)
非上市公司	船只建造	HSHI (现代三湖重工业)
	工程服务	Hyundai E&T
	船舶零部件、设备制造	Hyundai HYMS
	远洋货物运输	KOMAS
	船用发动机制造、销售	Wartsila-Hyundai Engine
	电气设备制造	Hyundai Avancis
	原油炼制	Hyundai Oilbank (现代石油)
	化工原料及制品制造	Hyundai Cosmo
	仓储、物流运输服务	Hyundai Oil Terminal
	石油炼制产品制造	Hyundai-Shell Base Oil
	石油产品的精炼和加工	Hyundai Chemicals
	股票业务	Hi Investment & Securities
	金融资产信托业务	Hi Asset Management
	期货交易信托业务	Hyundai Futures
	能源业务	Taebaek Wind Power
	能源业务	Taebaek Guynemi Wind Power
	能源业务	Changjuk Wind Power
	体育俱乐部运营	HHI Sports
	基础无机化工制品制造	Hyundai OCI (现代 OCI)
	液压泵制造	HHI Turbomachinery
	设施维护管理服务	HHI MOS
	工程服务	Hyundai Global Service
	太阳能电池制造、销售	Hyundai Green Energy

资料来源：公司官网，中航证券金融研究所

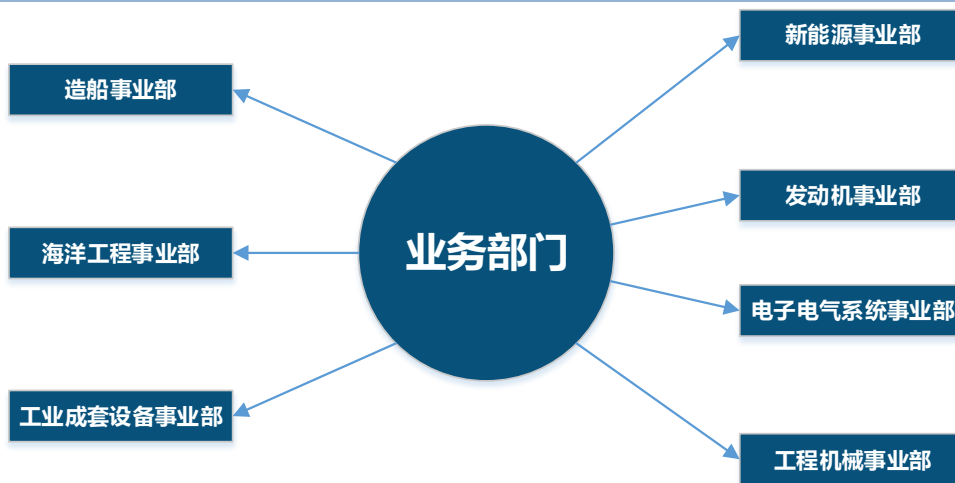
图表 4: HHI 海外分支机构与跨国公司分布图



资料来源：韩国现代重工集团 2018 年报，中航证券金融研究所

韩国现代重工集团通过加强专业领域技能和竞争力来逐步分散各业务风险，致力于量身定制各业务商业模式与特色。20 世纪 90 年代，HHI 集团通过并购不断增强各业务协同效应。1993 年，现代重型机械（建筑设备）与现代机器人工业公司（机器人制造）合并；1994 年，现代重型电机（电子电气工程）合并，致使每项业务分支都成长为世界范围内所属行业的佼佼者。而如今，各项业务独立成长的需求日渐显著，业务扩张与迅速适应行业环境成为必须。2017 年逐项完成了 HHI 集团非金融控股公司和工业机器人制造商、HHI 造船专业公司、现代电气电动机、发电机和变流器制造商、HCE 建筑和采矿设备制造商等各项业务的分拆。业务结构上，现代重工包括造船、海洋工程、发动机及机械、工业工程、电气电子、工程机械和新能源七大板块。

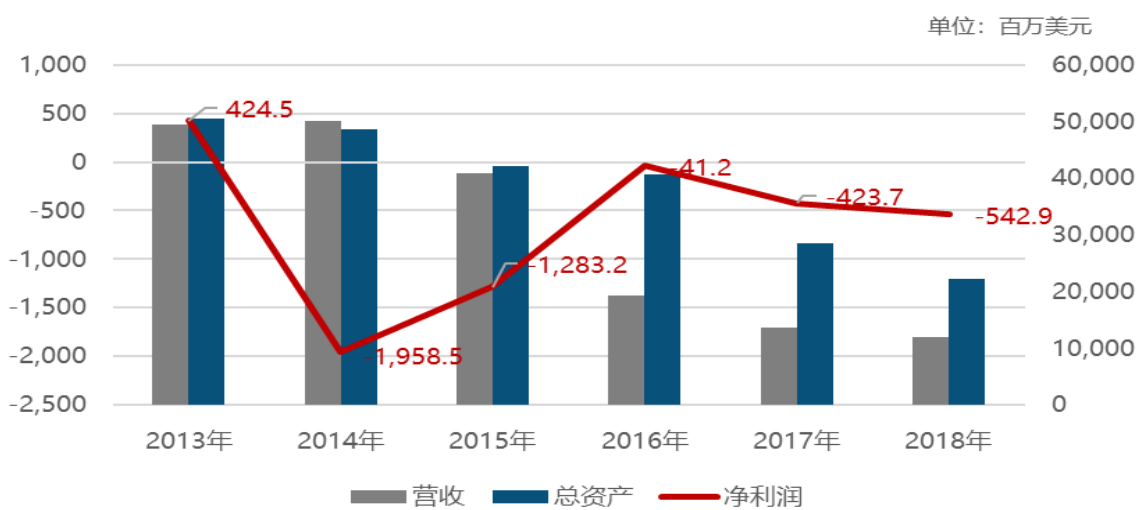
图表 5: 现代重工集团业务结构



资料来源: 公司官网, 中航证券金融研究所

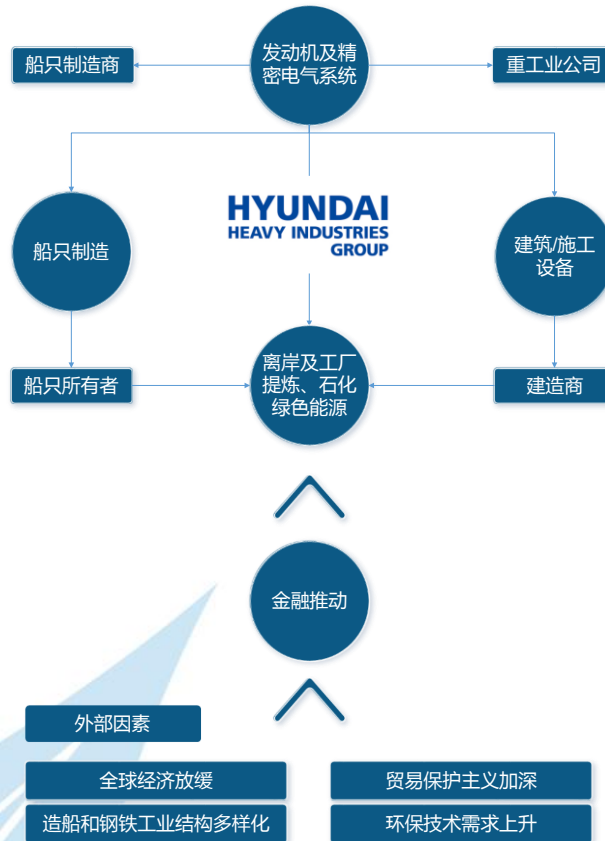
从集团业绩情况来看, 2018 年韩国现代重工集团, 实现营收 119.28 亿美元, 净利润-5.42 亿美元, 总资产 222.09 亿美元。2017 年现代重工集团世界 500 强排名 313 位。

图表 6: 现代重工集团 2013-2018 年营业状况 (百万美元)



资料来源: 彭博, 中航证券金融研究所

图表 7: 现代重工集团产业布局



资料来源: 韩国现代重工集团 2018 年报, 中航证券金融研究所

1.3 韩国现代重工集团战略规划情况

韩国现代重工集团 2019 年设定总价值 159 亿美元的新造船订单目标, 较上年增长 20.7%。其中现代重工 (Hyundai Heavy Industries) 造船部门、现代三湖重工 (Hyundai Samho Heavy) 和现代尾浦船厂 (Hyundai Mipo Dockyard) 分别设定了 80 亿美元、43 亿美元和 35 亿美元的新造船接单目标。2018 年, 现代重工集团超额完成 132 亿美元的订单目标, 接单总量达 133 亿美元。

现代重工集团一直以来积极践行多元化发展战略, 在加速提高造船能力的同时, 不断增强抵抗市场风险能力。通过收购与兼并, 合理资源配置, 不断优化对具有发展潜力的新兴市场的投入, 重点加大对豪华邮轮、大型 LNG 船、海洋工程装备等市场的投入。2019 年 4 月, 现代重工集团以 1.4 万亿韩元 (约合 12 亿美元) 的价格, 将旗下子公司现代能源贸易 (Hyundai Oilbank) 17% 的股权出售给沙特阿拉伯石油巨头沙特阿美公司 (Saudi Aramco)。根据协议, 现代重工将出售现有的 4166 万股股份, 沙特阿美还拥有进一步收购现代能源贸易 2.9% 股份的选择权。此次出售现代能源贸易部分股权, 被释义为收购大宇造船提供资金。

二、大宇造船海洋工程有限公司（DSME）

2.1 大宇造船海洋工程有限公司历史沿革

大宇造船海洋株式会社（DSME）成立于 1973 年 10 月，总部设在首尔，造船厂位于韩国巨济岛玉浦，年销售总额达 105 亿美元，是规模达到世界第二的超大型造船公司。公司成功构跨东欧、中东、东亚、美洲全球网络，实现生产的国际化。公司主要产品是 LNGC、LPGC、集装箱船，FPSO、RIG、Drill-Ship、海洋钻井平台等。其中 LNG 船在技术品质上处于世界领先地位，年产销量占整个世界 1/3 以上，排名世界第一位。

图表 8：DSME 历史重大事项

时间	重大事项
1973 - 1978	成立大宇造船重型机械有限公司（DSHM）并收购了 Okpo 造船厂 建造了第一个化学品载体
1984 - 1989	成立了船舶和海洋技术研究所，并获得了多项国际认证 推出 MAST 商业创新运动，并完成了双壳体 30 万吨 VLCC 的建设
1991 - 1997	全球船舶订单数量排名第一 完成了韩国第一艘战术潜艇的建造 与大宇重工有限公司合并
1998 - 2005	完成第一艘战舰建造，出口第一批客运渡轮 世界 LNG 运输船订单排名第一 世界造船业第一个 PI 系统 大宇造船分拆 债转股开始
2006 - 2014	DSSC 开始全面运营获得价值超过 100 亿美元的订单 世界造船业中首次达到 100 亿美元的海上工厂订单 建造并交付 18,000TEU 级世界最大的集装箱船
2015 - 2018	交付世界上最大的集装箱船（19,224 标准箱） 交付世界上第一艘采用 DSME 技术的液化天然气集装箱船 建造世界上第一艘液化天然气运输船，配备液化天然气发动机（ME-GI）和机载再液化系统（PRS®） 世界上第一个破冰的液化天然气运输船完工 交付世界上最大的自升式钻井平台 DSME 首次在韩国出口名为“NAGAPASA”的潜艇 成功开发了“SOLIDUS”，一种 LNG 货物围护系统，具有最低的 LNG BOR 世界上最大的 LNG-FSRU 和世界上第一个 ARC-7 北极液化天然气公司 成功构建了世界上第一台用于高压发动机的 FRS（全再液化系统）LNGC 成功构建了世界上第一台用于低压发动机的 FRS（全再液化系统）LNGC

	推出全国第一艘中型潜艇“Dosan Ahn Changho”
--	--------------------------------

资料来源：DSME 官网，中航证券金融研究所

2.2 大宇造船海洋工程有限公司产业情况

大宇造船海洋株式会社旗下拥有 3 家子公司，7 家海外分支机构，遍布于伦敦、希腊、东京、休斯顿、新加坡、阿布扎比等地。

图表 9：DSME 集团子公司列表

名称	简介
DSME 山东有限公司 (DSSC)	大宇造船海洋 (山东) 有限公司 (DSSC) 成立于 2005 年，位于美丽的海滨城市烟台，由 DSME 独资创建，主要产品为海洋钻井平台以及船舶用船段。
Samwoo 重工业株式会社 (DSSW)	主营生产舱口盖、船舵、和陆上/海上产品。
新韩重工业株式会社 (DSHI)	该公司成立于 1990 年，通过丰富的船舶构建经验，成为世界上最大的海上设施生活区模块制造商与生产平台。 主营产品：发动机外壳、甲板室等。

资料来源：DSME 官网，中航证券金融研究所

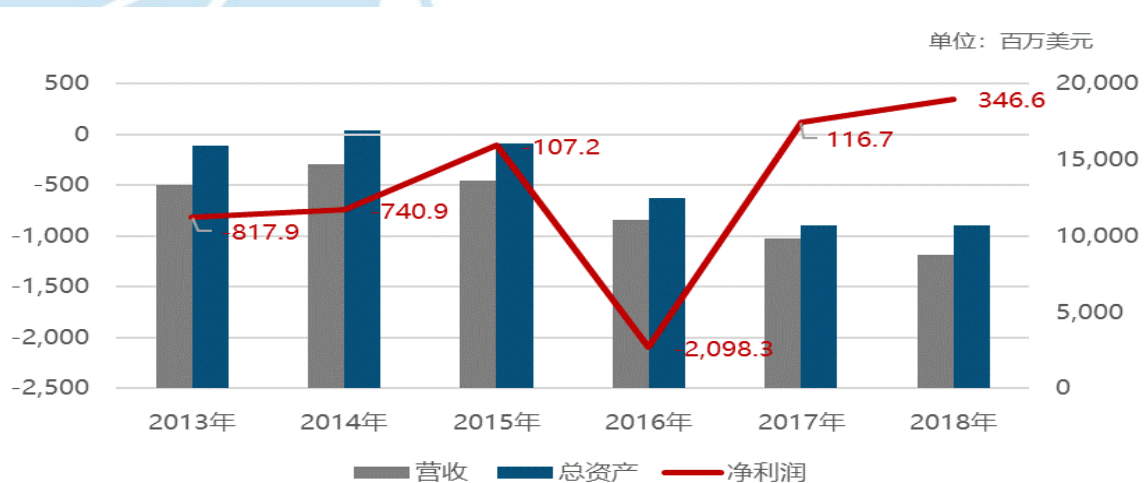
图表 10: DSME 海外分支机构与子公司分布图



资料来源: DSME 官网, 中航证券金融研究所

从公司整体业绩情况来看, 2018 年大宇造船海洋株式会社, 实现营收 87.68 亿美元, 净利润 3.46 亿美元, 总资产 107.03 亿美元。

图表 11: DSME 公司 2013-2018 年营业状况 (百万美元)



资料来源: 彭博, 中航证券金融研究所

大宇造船海洋 2012-2016 年间因管理层经营不善与船舶海工市场持续低迷双重推动下, 出现业绩连续 5 年大幅亏损, 年均营业亏损额高达 64 亿元人民币, 一度濒临破产。自 2017 年一季度起逐步实现扭亏为盈。为了及时有效扭转业绩, 公司公开透明财务经营信息并及时分割亏损业绩进一步减少经营压力。同时, 大宇造船海洋加大机构精简力度, 强化责任管理。2016 年底在 2015 年已削减 30% 基础上再度削减 22% 的部

门，将核心由过去以生产、设计、财务等职能部门为中心转变为以造船、海洋和特种船等事业部门为中心的组织架构。

大宇造船海洋通过大量剥离出售非核心资产获取流动资金、提前计提海工巨额亏损、强化交船与接单管理力度、低价批量承接优势船型订单等措施灵活增加收入的方式，合理降低成本，为后续财务状况改善提供了有力支撑。

2.3 大宇造船海洋工程有限公司战略规划情况

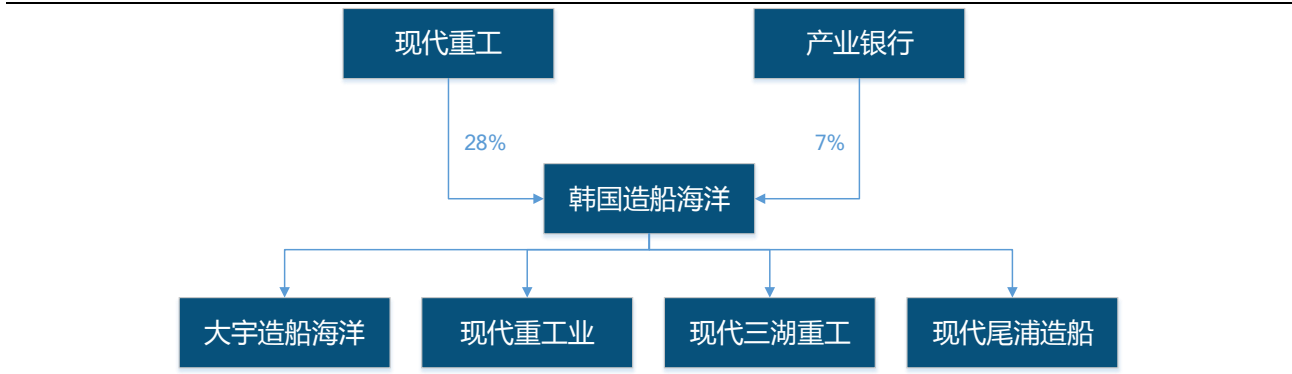
2019年，大宇造船目标获得80亿美元的新造船合同，比去年73亿美元的年度目标上涨10%。2018年，大宇造船共获得68.1亿美元的造船订单。目前，大宇造船海洋已正式推进“尖端船厂”和“智能船厂4.0”项目，计划通过投资可提升生产效率的尖端设备和基础设施、应用可占领未来市场的尖端技术、改造厂区物流和设施，到2025年打造成世界最尖端的船厂。未来大宇造船海洋将进一步关注研发部门，重视科研人才培养与储备，提振公司推出新产品、新技术与新理念技术力量，持续提升产品和企业竞争力。

三、现代重工收购大宇造船海洋

3.1 并购事项及其影响

2019年1月，韩国现代重工宣布与大宇造船海洋最大股东韩国产业银行（KDB）达成协议，收购韩国产业银行持有的大宇造船海洋的股权，韩国产业银行在通过董事会批准等系列程序后，3月初与现代重工签署正式协议。根据双方协议，现代重工将与韩国产业银行成立一家新公司，韩国产业银行已同意将其持有的大宇造船海洋全部55.7%的股份转让给新公司，并继续持有新公司7%的股份，市值约为1.25万亿韩元（约合11.2亿美元），而现代重工则持有合资公司28%的股份。这笔交易价值预计将超过2万亿韩元（约合17.8亿美元），有望成为韩国造船业有史以来金额最大的一次股权收购。2019年6月3日新公司韩国造船海洋公司（KSOE）成立，新成立的韩国造船海洋体量将是韩国另一造船“巨头”三星重工的2倍。

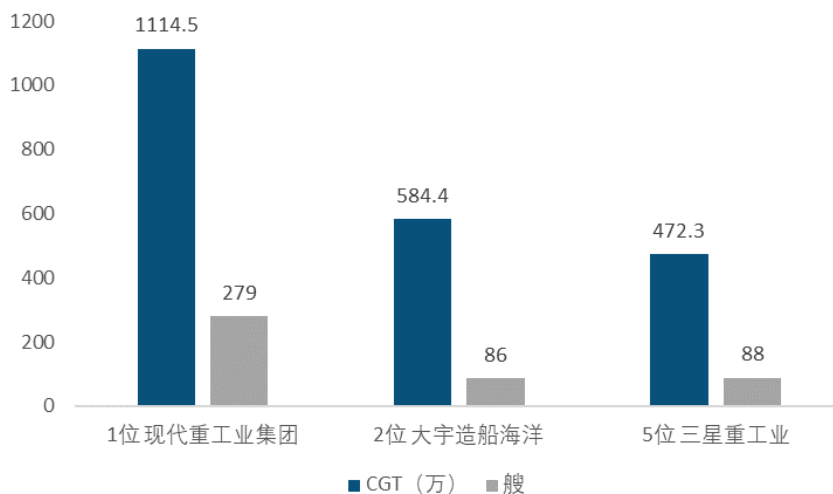
图表 12: 现代重工收购大宇造船海洋方案



资料来源: 韩民族日报, 中航证券金融研究所

据造船海运调查机构克拉克森发布的数据, 截至 2018 年年末, 现代重工业和大宇造船的订单余量为 1698.9 万修正总吨 (CGT), 占全球市场份额的 21.2%, 规模是排名第三的日本今治造船订单余量的 3 倍以上, 更是排名第 5 的三星重工业的 3.6 倍。

图表 13: 2018 年世界造船公司排名



资料来源: 韩民族日报, 中航证券金融研究所

现代重工与大宇造船海洋的合并, 在规模性优化船舶市场供需关系提供有力帮助。韩国国内造船三大公司在订货量与船舶类型方面大致相当, 在液化天然气船 (LNG)、超大型油轮 (VLCC 等)、集装箱船等特定船舶类型上无明显技术差异。因此, 现代重工与大宇造船海洋的合并, 将有效优化资源配置, 产生统合研发 (R&D)、避免重复投资、通过实现规模经济节约材料费等效应, 通过共享技术等提高生产效率, 最终降低成本, 提高订单竞争力。同时, 有效缓解全球船企之间过度竞争所带来的价格过低和订单量减少等问题, 提升船舶订单价格, 从而增加收益性。

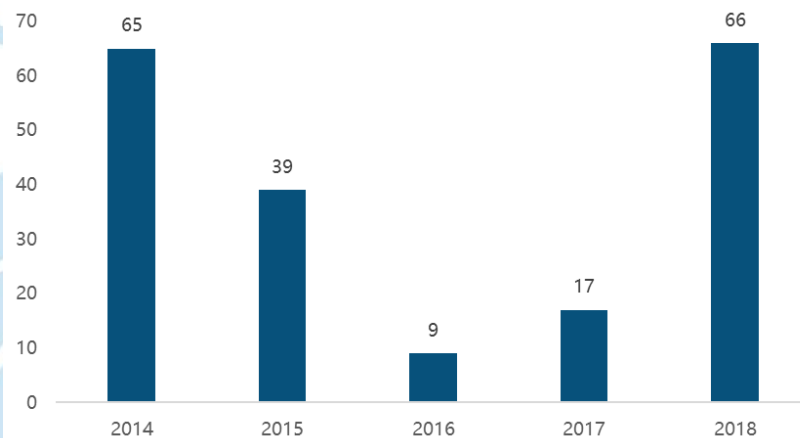
全球船舶订单市场在过去三四年间为“订货者优势”市场 (买方市场), 致使有量无价, 覆盖所有船舶

类型的新船价跌至“历史最低点”。但是从 2018 年开始全球造船业行情复苏，造船公司即卖方的议价能力有增强趋势，两家船企合并后，通过利用垄断支配力，将在订单价格谈判上占据优势地位。

3.2 世界船舶市场格局重塑

韩国船企在液化天然气 (LNG) 船等高附加值船型市场的优势地位突出，现代重工与大宇造船海洋均在该领域具有全球领先优势，两家船企的合并将致使全球 LNG 船市场集中度进一步提升，新公司将取得垄断地位。根据中国船舶报数据显示，2018 年，韩国三大船企现代重工、大宇造船海洋和三星重工包揽全球成交的 66 艘大型 LNG 船订单，现代重工、大宇造船海洋分别获得 29 艘和 18 艘大型 LNG 船订单，合计 47 艘，市场占有率达 71.2%。2019 年上半年，大宇造船海洋又获得了 5 艘大型 LNG 船订单，股权整合后，新公司的大型 LNG 船手持订单量将增加至 70 余艘，约是目前手持订单量排名全球第二的三星重工的 3 倍。

图表 14: 2014-2018 年全球大型 LNG 船成交量 (单位: 艘)



资料来源: 中国船检, 中航证券金融研究所

图表 15: 2018 年全球大型 LNG 船订单成交情况

2018 年全球大型 LNG 船订单成交情况					
船厂	艘	船东/运营商	国别	交付期	单价/备注
现代重工	4+3+3	Capital Gas	希腊	2020-2021	1.85 亿美元
	7	Cardiff Gas		2020-2021	
	2	Thenamaris		2020-2021	
	4	Flex LNG	挪威	2020-2021	1.85 亿美元
	1	Knutsen		2020	
	5	NYK	日本	2020-2021	用于 LNG Canada 项目
	3	Sovcomflot	俄罗斯	2020	
	1	BOTAS	土耳其	2020	2.25 亿美元

	2	Latsco (London)	英国	2021	
小计	29				
三星重工	3	Cardiff Gas	希腊	2020	1.82 亿美元， 租给 Chenier 公 司
	2	Gaslog		2020	
	1	Gaslog		2020	租给 Centrica 公司
	4	Gaslog		2020-2021	
	1	Minerva Marine		2021	1.85 亿美元
	3	NYK	日本	2021	1.8 亿美元，租 给 Total 公司
	2+2	Celsius	丹麦	2020	1.87 亿美元
	2	不详		2021	1.886 亿美元
	1	不详		2021	1.855 亿美元
小计	19				
大宇造船海洋	3	Alpha Gas	希腊	2020	1.85 亿美元
	2	Maran Gas		2020	1.83 亿美元
	1	Maran Gas		2020	1.83 亿美元
	2	Minerva Marine		2021	1.83 亿美元
	3	Flex LNG	挪威	2020	1.83 亿美元
	4+2	BW Gas	新加坡	2021	1.85 亿美元
	3	不详		2021	
小计	18				

资料来源：中国船舶报、中航证券金融研究所

韩国船企在全球 LNG 船市场的主导优势地位，给中、日船企带来较大压力。目前全球具备建造大型 LNG 船能力的企业还有三星重工（过去 3 年的市场份额约为 25%）、日本三菱重工、川崎重工、今治造船、联合造船以及中国船舶工业集团有限公司所属沪东中华造船（集团）有限公司。由于 LNG 船建造门槛高，短期内难以提升 LNG 船建造能力与产能，未来合并后新公司有望继续保持订单持有量处于领先地位，以及具备较强议价能力。目前，LNG 船市场需求有明显释放迹象，船价较 2018 年也有提升趋势，由于日本船企在过去几年内基本未承接订单，未来 LNG 船型市场主导仍将是韩国“两大船企”，我国船企的国际竞争力待进一步提升。

3.3 对中国船企的影响

LNG 船作为高附加值船型，与豪华邮轮一起被誉为“造船工业皇冠上的明珠”，具有高技术、高难度、高附加值的特点。在建造过程中，对于建造工艺与技术要求偏高。我国船企对 LNG 船型的研发与建造主要集中在船舶工业集团有限公司所属沪东中华造船（集团）有限公司。

目前，沪东中华造船厂已建成 20 余艘 LNG 船，其中单船最大运载量达到 17.4 万立方米。2019 年 4 月，沪东中华造船（集团）有限公司与挪威 DNV GL 船级社签订合同，将合作共同研发 27 万立方米世界最大型 LNG 运输船。

随着全球清洁能源市场需求的持续释放，未来 LNG 船订单量将迎来进一步增长。我国船企在 LNG 船领域技术与全球市场份额方面都有待推进。技术层面，由于韩国船企具备大量 LNG 船核心技术，造船成本低，致使韩国船企 LNG 船报价普遍低于我国船企 2000-3000 美元；加之现代重工与大宇造船海洋合并后，在定价方面更具话语权，将对我国 LNG 船建造工艺与压缩成本方面形成压力。蒸发率作为 LNG 船东重点考虑因素，韩国 LNG 船业具有绝对优势，韩国 LNG 船蒸发率保持在 0.07%，而我国 LNG 船蒸发率为 0.1%，蒸发率方面差距驱使 LNG 船订单大量涌向韩国船企，对于我国 LNG 船技术更新，蒸发率提高提出进一步要求。市场份额方面，2018 年，全球 76 艘 LNG 船订单中，中国 5 艘，占全球市场份额的 1.3%；相比韩国船企 71.2% 市场份额，仍存在较大差距。新公司韩国造船海洋的成立，在全球 LNG 船市场中品牌化效应将更加显现，对于中国船企打造品牌 LNG 船，赢取更多市场份额方面带来诸多压力。

3.4 对中国船企的启示

现代重工与大宇造船海洋两家企业的结合，进一步汇集先进的建造能力，强化韩国造船业在全球范围内的竞争力。强者更强，二者无论在专利研发、品牌价值、产品结构、产品质量等方面都为我国船舶行业深度整合创新发展提供了参考路径。

（1）创新驱动，加大科技研发力度

我国船企应当加大研发力度，加强关键核心技术研发，注重研发的前瞻性与有效性，有效提升研发与未来市场的融合度。针对目前基本依靠引进技术或技术水平低、创新能力弱的领域，着重细分深入研究，通过产学研用协同创新，开展重点产品典型样机研制，攻克一批对产品技术水平具有重大影响的关键共性技术，不断优化产品结构，打造拳头产品，从而提升高附加值船型的市场有效占有率和在船型结构中的占比。

（2）加强自主配套水平

船舶配套产业是船舶工业的重要组成部分，其发展水平直接影响船舶工业综合竞争力。由于我国国产船舶配套设备发展相对滞后，在技术、质量等方面落后于国外产品，因而船东主要选择美国、韩国、日本和欧洲一些国家生产的船配产品。韩国、日本的船用设备本土化装船率分别高达 85%和 90%以上，而我国在这方面仍有较大差距。因此，提高本土化船用设备装船率，建成较为完善的船用设备研发、设计、制造和服务体系，有效降低配套采购成本，提高船舶附加值，才能真正跻身造船强国。

（3） 注重品牌与品质提升

由于我国船企在 LNG 船、超大型集装箱船、VLCC 等船型市场的综合竞争力不强，导致在同等船价竞争下，韩国大型船企更受欢迎。因此，全球范围内船海产品品牌效应的重要性进一步凸显。我国船企应加强注重品牌与产品质量的提升，专业化打造明星产品，塑造市场品牌效应。进一步提升船东对我国船海产品喜好度、忠诚度和黏性，不断提高品牌专注力与影响力，改善我国弱竞争力市场格局。

四、投资建议

韩国现代重工集团收购大宇造船海洋案例，给予我国“两船”集团未来深度融合提供一定参考意义。目前中国船舶工业集团已开始资产整合路径，对标中国船舶重工集团资产整合方式，打造总装平台中国船舶对标中国重工，动力系统平台中船防务对标中国动力，信息化平台中船科技对标中国海防等。资产整合思路清晰，路径明确，将有效加快资产证券化水平以及我国船舶行业龙头结构优化。

建议关注动力业务专业化整合初见成效，军民船用业务稳步提升的国内海军舰船动力及传动装备的主要研制和生产商中国动力；以及着力打造民船、海工、邮轮“三翼齐飞”新局面，挖掘并切入高端产品细分市场的中国船舶等。

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。
持有：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。
卖出：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
中性：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
减持：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

分析师简介

蒋聪汝，SAC 执业证书号：S0640517050001，从事军工行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

中航证券金融研究所自 2018 年底，作为中航资本军民融合研究中心，专注军工产业及军民融合研究，重点研究国内外主要军工集团、上市公司发展及资本运作，致力于提供专业军工投研服务。

免责声明：

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使其独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。