

2019年07月02日

国防军工

## 南北船集团筹划战略性重组点评：短期有所刺激，未来还是要看主业发展情况

■事件：2019年7月1日晚，南北船集团旗下上市公司均公告：接到中船工业集团或者中船重工集团通知，南北船集团正在筹划战略性重组，有关方案尚未确定，方案亦需获得相关主管部门批准。

1、南北船集团战略性重组方案尚未确定，此次由南北船集团自下而上形成方案，之后报主管部门审批，与此前央企重组先由国务院审批通过、自上而下有所不同，南北船集团在战略性重组的方案形成中都有一定话语权。

2、预计南北船集团合并，目前阶段更多是职能部门合并和人事的调整，旗下各上市公司或仍维持现状，推进前期各自公告的相关方案。每个公司的具体定位或者资产整合需要等待集团领导人落地、各方面条件成熟后另行展开。

3、近期船舶板块股价表现可能在体现部分预期，战略性重组信息公布后，南北船集团旗下个股受此刺激短期或有所提振。将来的走势还是要看净资产和利润带来的公司价值情况。

4、短期可能对军工并购重组有所刺激。今年监管层鼓励并购重组，但军工领域的并购重组预计仍将遵循成熟一个、发展一个的原则。每次重组对上市公司的影响还要看是否带来估值水平的大幅下降。参考我们前次并购重组相关专题。

5、我们自去年底部独家推荐船舶板块，坚定看好今年船舶板块表现；看好19年一季度军工行情，尤其看船舶的表现；在6月份也提示关注短期船舶板块机会。独家观点正在得到逐步兑现。对其它军工子领域的观点仍坚持中期策略的内容。

■投资策略：建议重点关注中国船舶、中船防务、中国重工等船舶总装标的，其将充分受益于军民船双拐点以及民船战略性重组带来的供给侧改革。同时，建议关注有基本面支撑，并有资产注入预期的中国海防；以及中船科技、中国应急作为事件主题性机会下的弹性品种。

中国船舶：民船处在长周期底部，江南造船资产注入打造军工造船总装龙头。

中国海防：我国水下攻防体系建设主力军，内生外延发展空间广阔。

中船防务：变更为中船工业集团船舶动力资产上市平台。

中国重工：目前国内最大海洋防务装备上市公司。

中船科技、中国应急作为弹性品种，亦值得关注。

■风险提示：船舶领域战略性重组低于预期；海军装备订单不及预期；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  
首次评级

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	-5.67	-6.39	-16.69
绝对收益	2.76	-7.28	-1.20

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

## 内容目录

1. 改革面：南北船集团筹划战略性重组.....	3
2. 基本面：民船处在长周期底部景气向上.....	4
3. 重点标的.....	8
3.1. 中国船舶：民船处在长周期底部，江南造船资产注入打造军工造船总装龙头.....	8
3.2. 中国海防：我国水下攻防体系建设主力军，内生外延发展空间广阔.....	9
3.3. 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.....	10
3.4. 中船防务：变更为中船工业集团船舶动力资产上市平台.....	11
3.5. 中船科技：中船工业集团高科技资产上市平台.....	12
4. 风险提示.....	13
4.1. 船舶领域战略性重组低于预期.....	13
4.2. 海军装备建设放量不及预期.....	13
4.3. 民船市场需求波动风险.....	13

## 图表目录

图 1：全球规模以上活跃船厂数量变化.....	4
图 2：全球主要造船集团营收规模对比（亿元）.....	4
图 3：全球主要造船集团营业利润规模对比（亿元）.....	4
图 4：20 世纪以来造船市场周期历程.....	5
图 5：1970 年以来船舶海工市场周期性波动.....	5
图 6：全球新造船订单自 2016 年底以来有所反弹.....	5
图 7：中国新造船订单向优势船厂集中趋势明显.....	5
图 8：Clarksons 新造船价格指数与造船.....	6
图 9：Clarksons 新造船价格指数与造船板价格.....	6
图 10：全球新造船订单情况.....	6
图 11：全球海运量增量.....	7
图 12：全球船队船龄分布情况.....	7
表 1：中船防务资产重组后旗下子公司财务情况.....	11

## 1. 改革面：南北船集团筹划战略性重组

2019年7月1日晚，南北船集团旗下上市公司均公告：接到中船工业集团或者中船重工集团通知，南北船集团正在筹划战略性重组，有关方案尚未确定，方案亦需获得相关主管部门批准。

1、南北船集团战略性重组方案尚未确定，此次由南北船集团自下而上形成方案，之后报主管部门审批，与此前央企重组先由国务院审批通过、自上而下有所不同，南北船集团在战略性重组的方案形成中都有一定话语权。

2、预计南北船集团合并，目前阶段更多是职能部门的合并和人事的调整，旗下各上市公司或仍维持现状，推进前期各自公告的相关方案。每个公司的具体定位或者资产整合需要等待集团领导人事落地、各方面条件成熟后另行展开。

3、近期船舶板块股价表现可能在体现部分预期，战略性重组信息公布后，南北船集团旗下个股股价或有短期冲高表现。将来的走势还是要看净资产和利润带来的公司价值情况。

4、短期可能对军工并购重组有所刺激。今年监管层鼓励并购重组，但军工领域的并购重组预计仍将遵循成熟一个、发展一个的原则。每次重组对上市公司的影响还要看是否带来估值水平的大幅下降。参考我们前次并购重组相关专题。

5、我们自去年底部独家推荐船舶板块，坚定看好今年船舶板块表现；看好19年一季度军工行情，尤其看船舶的表现；在6月份也提示关注短期船舶板块机会。独家观点正在得到逐步兑现。对其它军工子领域的观点仍坚持中期策略的内容。

◆2019/02/27 【船舶板块最新观点电话会议纪要】 <https://dwz.cn/OaqyByk0>

◆2019/02/26 【船舶行业深度报告：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】 <https://dwz.cn/7fXjnYE7>

◆2019/02/17 【中国重工深度：军民船行业迎双拐点，军工市值第一股价值凸显】 <https://dwz.cn/F4M4IxpU>

◆2019/01/20 【\*ST船舶：2018年预盈，摘星脱帽可期】 <https://dwz.cn/eWZALisy>

◆2019/01/08 【船舶行业深度：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】 <https://dwz.cn/8xTthDVO>

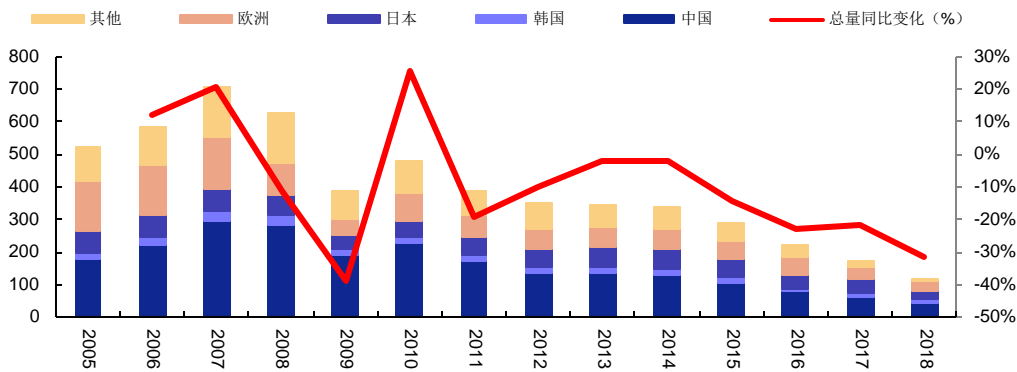
正如我们在2019/02/26【船舶行业深度报告：国资委要求2019年稳妥推进船舶领域战略性重组，军民船迎双拐点背景下船舶板块值得重点关注】<https://dwz.cn/7fXjnYE7>中所述：我国船舶板块战略性重组或将有所推进，南北船有可能进行合并。南北船合并重组逻辑得到兑现。

我们认为，南北船进行战略性重组的主要理由如下：

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。

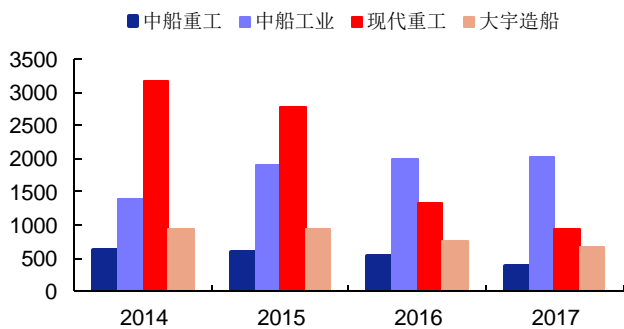
图 1：全球规模以上活跃船厂数量变化



资料来源：中国船舶工业经济研究中心，安信证券研究中心

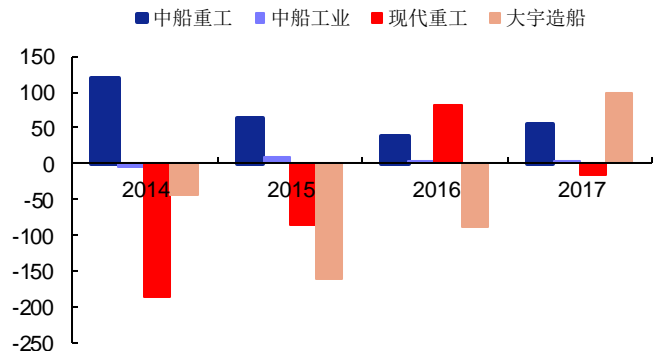
2) 韩国造船业重组刺激中国造船业进行大规模整合。2019 年 1 月 31 日，韩国产业银行与现代重工签署“设立造船综合法人基本协议书”，现代重工集团将收购产业银行持有的大宇造船海洋 55.7% 股份，并新设立造船综合法人。现代重工集团收购大宇造船海洋，技术和专利的共享势必能使其成为全球最大最强的造船集团。现代重工集团方面表示，收购大宇造船海洋并不仅仅是一家公司收购另一家公司的商业行为，而是韩国造船产业通过构建新的行业格局，帮助韩国造船产业竞争力提至新的高度。通过船舶板块战略性重组或合并，可以打造具有国际竞争力的大型船企以便和韩国造船企业抗衡。

图 2：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 3：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

我们认为，船舶板块战略性重组或合并，可以有效地去除造船产能，将对民船行业供给格局有很大的改善作用。南北船集团旗下船舶总装企业将受益于去产能背景下产业集中度提升的趋势。

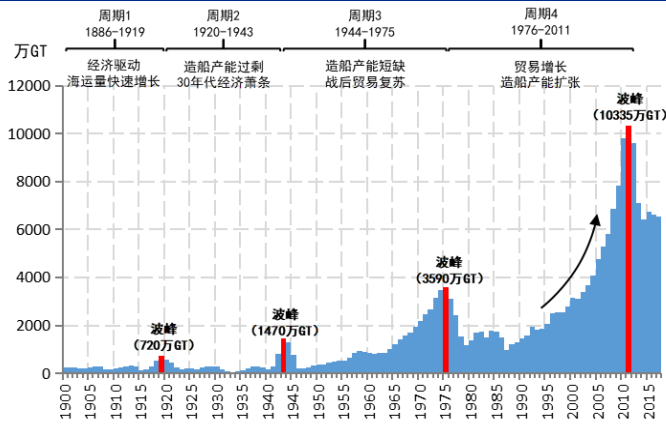
## 2. 基本面：民船处在长周期底部景气向上

军民船行业迎来双拐点：军船订单 19~20 年迎较高增长确定性大，民船处在长周期底部现逐步回暖。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>。

民船：2016 年是全球造船海工双重周期底部，现处在长周期底部逐步回暖阶段。造船行业因建造周期（2~3 年为主）、寿命周期（20~30 年）较长，导致航运、造船较难达到供需平衡，致使造船行业呈现强周期特征。20 世纪以来的近 120 年期间，世界造船市场明显经历 4 次长周期（30 年左右），12 次中周期（10 年左右）和几十余次小周期（3~5 年）。船舶市场运行波动过程是小周期、中周期和长周期相互镶嵌相互叠加的过程。观察最近一个造船周期，2008 年金融危机以来造船业逐步进入深度调整阶段，直到 2016 年，全球船舶海工市场进入

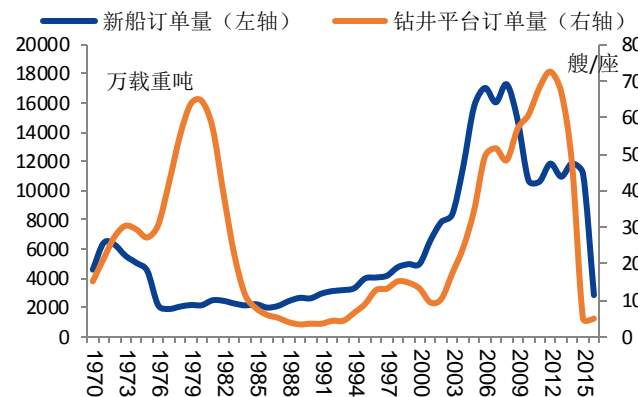
双重波谷叠加阶段，是全球造船海工业的最低点。上一轮造船订单高峰是 2007 年，以 10 年为一个中周期，当前正处在造船中周期复苏拐点上。

图 4：20 世纪以来造船市场周期历程



资料来源：中国船舶工业经济研究中心

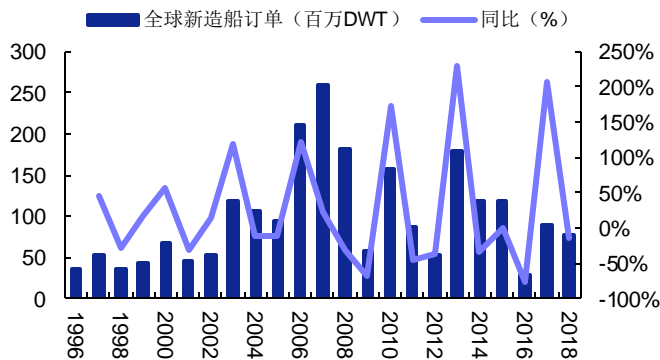
图 5：1970 年以来船舶海工市场周期性波动



资料来源：中国船舶工业经济研究中心

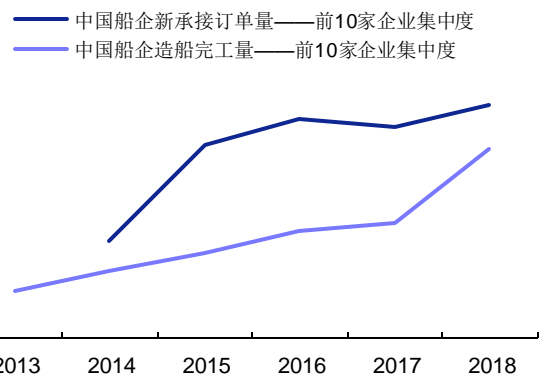
民船订单角度，一方面自 2016 年船舶海工双重周期底部以来，全球造船新接订单回暖的趋势十分明显。2017 年全球造船新承接订单量（8891 万 DWT，+205.85%），中国造船新承接订单量（4070 万 DWT，+205.30%），造船订单反弹效应明显；2018 年全球新造船订单量同比减少 13.89%，中国新造船订单量同比减少 26.94%，相比上年同期略有下降，但仍处在 2016 年以来新造船订单反弹的位置上。另一方面，民船供给侧改革持续推进，造船产能加速出清，且新造船订单进一步向优势船厂集中。2018 年全国前 10 家造船企业新接订单量占全国比为 76.8%，比 2017 年底提高 3.4 个百分点。

图 6：全球新造船订单自 2016 年底以来有所反弹



资料来源：Clarksons，安信证券研究中心

图 7：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

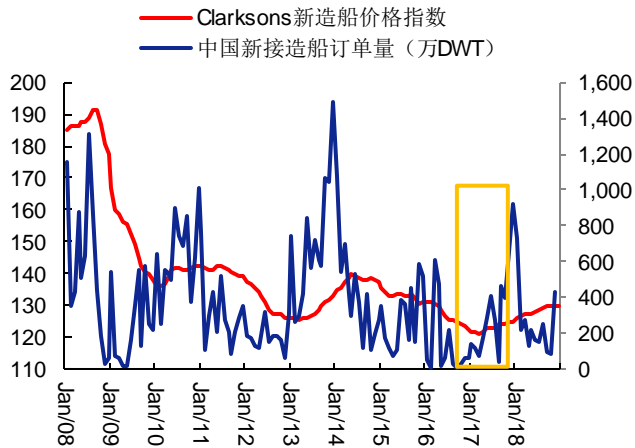
民船产品盈利角度，新造船价格逐步抬升，叠加船钢板价格高位下跌与人民币贬值，船厂盈利水平有望提升。总体上看，民船龙头企业盈利拐点或已到来。

1) 新造船价格方面：三大主流船型（取 180K DWT Capesize、9000TEU、VLCC）新造船价格自 2017 年底以来逐步抬升，但相对于 2008 年价格高位仍处在低位水平。以 18 万 DWT Capesize 为例，其在 2016.12、2017.12、2018.12 的船价分别为 4200 万、4400 万、5000 万美元，船价逐步抬升；但是相对于 2008.08 的 9900 万美元仍处在低位水平。此外，很重要的一点是：受船舶设计与订货周期影响，船厂从签订船舶合同到开工间隔期 0.5~1 年左右不等；再结合船舶 1-2 年的建造期以及按照完工百分比法确认收入，船企 2018 年营收多由 2016~2017 年订单贡献。随着 2017 年中国新造船订单量与价格同步上涨，我们预计船企的经营性业绩将得到逐季好转。

2) 原材料价格方面：船钢板价格呈高位下跌趋势。以国内 20mm 船板（上海地区）为例，

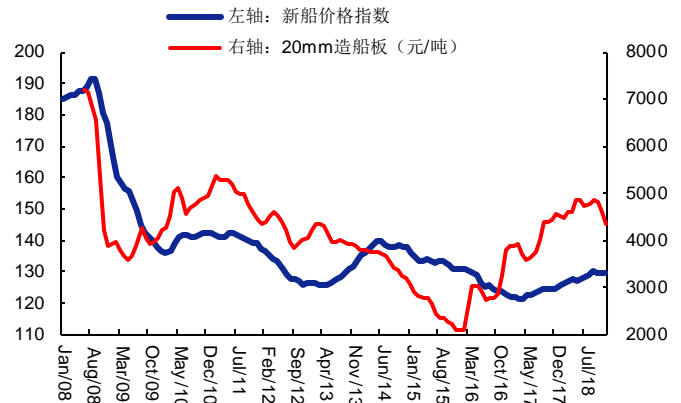
当前报价 4430 元/吨与 2018.06 高点相比下降 (450 元/吨, -9.22%)。以 18 万 DWT Capesize 为例, 其用钢量约 2.7 万吨, 该船型船用钢板成本占比将由 2018.06 的 42.23% 下降到 2019.06 的 31.48%。我们认为, 新造船价格抬升叠加船钢板价下跌, 造船企业盈利水平有望得到逐步提升。

图 8: Clarksons 新造船价格指数与造船



资料来源: Clarksons, 安信证券研究中心

图 9: Clarksons 新造船价格指数与造船板价格

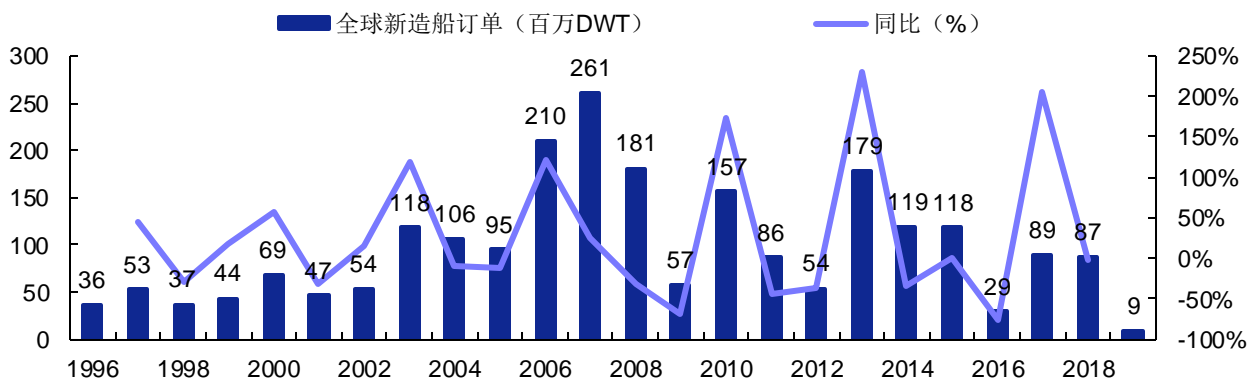


资料来源: Clarksons, 安信证券研究中心

但是, 我们从造船供需两端考虑, 目前民船行业状况仍不支持大复苏。

从供给层面, 全球仍处于造船产能过剩的阶段。造船产能如船台、船坞等刚性很强, 造船业去产能需要长期过程, 去产能周期不长如果有新造船订单很多僵尸船厂会立马复产吞噬新造船订单, 导致这一轮造船周期相对以往时间较长; 此外, 新产能如智能造船等新技术应用, 也会提升造船产能。当前全球超过 1 亿 DWT 的活跃产能 (按过去 5 年年均 1 亿 DWT 的完工量测算), 新造船需求 7000~8000 万 DWT, 产能依旧过剩; 船厂仍存在开工缺口压力。

图 10: 全球新造船订单情况

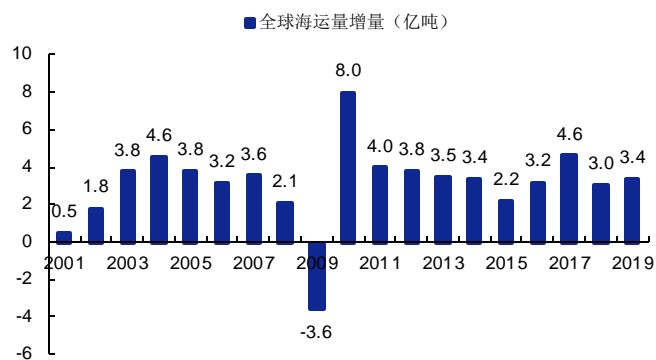


资料来源: clarksons, 安信证券研究中心

从需求层面, 新造船订单来自于海运量增长与老旧船舶更新:

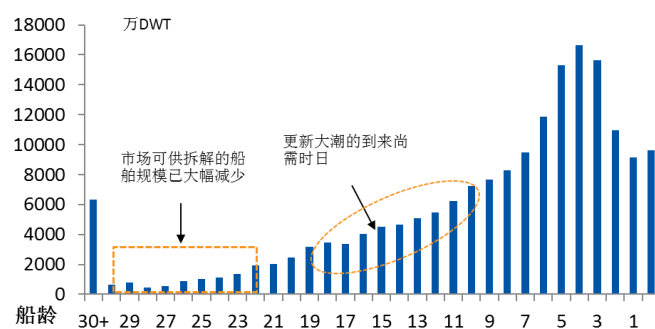
- 1) 海运量净增长带来的航运市场运力新需求, 是新造船市场订单主要来源。当前海运量净增量较为平稳, 船舶市场新增需求内在动能亦较为平稳。航运市场与世界经济之间存在高度正相关关系, 特别是海运量增长与经济增长之间呈同步变化, 并且两者之间存在强弹性关系。航运市场会对世界经济变动做出及时反应, 紧接着就会传导至造船市场, 直至船舶工业, 特别是对世界经济增长突然下降或萎缩时的反应最为强烈。
- 2) 老旧船舶更新: 大规模拆船时期仍未到来, 短期船舶市场更新需求有限。航运市场低迷, 拆解量虽然巨大, 但多数并未实际产生更新订单, 个别超低船龄拆解不具有普遍意义。上一轮新造船高峰期在 2006~2008 年, 按照 20 年以上船龄计算, 市场可供拆解的船舶规模仍不大。2009 年以来, 全球船舶拆解量持续高企, 总拆解量近 3 亿载重吨, 20 年以上可供拆解的船舶大幅减少, 短期船舶市场更新需求有限。

图 11: 全球海运量增量



资料来源: 中国船舶工业经济研究中心, 安信证券研究中心

图 12: 全球船队船龄分布情况



资料来源: 中国船舶工业经济研究中心, 安信证券研究中心

综上民船行业发展情况, 民船行业处在长周期底部, 现逐步回暖, 但行业大复苏仍然远期。最差之 2016 年已经过去, 2017~2018 年船企大幅亏损是由于 2016 年新接订单量少、价低造成的; 我们认为龙头船厂不缺订单, 并将受益于供给侧改革, 关键是船价上行与钢价下跌利好船企盈利改善。

**军船:** 1) 短期看, 海军军改调整于 19 年年初接近尾声, 海军装备订单有望于 19~20 年迎来补偿性增长, 军船产业链订单较高增长确定性较大。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。

### 3. 重点标的

#### 3.1. 中国船舶：民船处在长周期底部，江南造船资产注入打造军工造船总装龙头

2019年4月，中国船舶进行重大资产重组，已明确为中船工业集团船舶总装资产上市平台。公司提出置出沪东重机100%股权，置入外高桥造船36.27%股权、中船澄西21.46%股权、江南造船部分股权这一重大资本运作方案，意义在于：解决中国船舶和中船防务的市场化债转股增发问题；解决中船工业集团总装厂同业竞争问题；解决中船工业集团资产证券化率2020年提升到70%的问题。

**军船：**江南造船是我国最大军用舰船建造基地，广船国际和黄埔文冲是我国华南地区军用舰船主要基地。江南造船军船主打产品包括：055大型驱逐舰、052D驱逐舰、远望系列航天远洋测量船、常规动力潜艇、野马系列登陆艇、扫雷舰等，是我国大型水面舰艇的主要生产基地；广船国际和黄埔文冲军船主打产品包括：导弹护卫舰等战斗舰艇以及综合补给船等军辅船。军船产业链短期看，海军军改调整于19年年初基本到位，海军装备订单有望于19~20年迎来补偿性增长，军船产业链订单较高增长确定性大。通过此次资产整合，中国船舶已成为中船工业集团主要军船总装资产的上市平台（体外尚有沪东中华造船），未来短期将受益于军船订单的补偿性增长，长期受益于我国舰艇建造持续高峰期。

**民船：**总体处在长周期底部景气度有所向上，利于民船龙头实现业绩逐步好转。

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（8891万DWT，+205.85%），中国造船新承接订单量（4070万DWT，+205.30%），造船订单反弹效应明显；2018年全球新造船订单量同比减少13.89%，中国新造船订单量同比减少26.94%，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：**据中国船舶工业协会数据，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，2018年全国前10家造船企业新接单量占全国比为76.8%，比2017年底提高3.4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。

**改革：**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。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：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；韩国现代重工集团收购大宇造船海洋，其造船业重组或将刺激中国造船业进行大规模整合。中国船舶作为国内船舶总装龙头，将受益于船舶产业战略性重组带来的供给侧改革。

**投资建议：**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；军船层面，公司已打造为中船工业集团军船总装资产上市平台，将充分受益于海军装备建设。中国船舶作为南北船集团重组最为受益标的，值得关注。

**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) 汇率波动。



### 3.2. 中国海防：我国水下攻防体系建设主力军，内生外延发展空间广阔

我国面临“水下国门洞开”的现实威胁，水下安全形势极为严峻，水下攻防体系建设迫在眉睫。长期以来，美、日等在西太地区不断调整兵力部署，强化其联合反潜作战体系，编织构建日益严密的水下作战网络，持续增大对我水下侦察、监视力度，已严重影响我国水下环境安全。解决水下攻防短板弱项，已成为我国海上军事斗争准备的迫切需求。但是，我国面临水下防御能力薄弱、水下进攻能力不足、水下作战保障能力缺乏的现实困境。构筑水下长城的必要性、紧迫性十分突出。因此，我国急需围绕舰艇装备（水下潜艇、水面舰艇）、海底监听网等核心装备加速构建我国水下攻防体系。

**内生：中国海防作为我国水下攻防体系建设主力军，任重道远。**

**两次资产重组打造我国水下攻防体系建设核心单位。**第一次资产重组注入长城电子，长城电子主营水声信息传输装备和水下武器系统专用设备，是国内水下通信装备的唯一定点专业科研生产企业、海军军用通信声纳装备的唯一供应商、一体化声纳水声通信功能系统总体牵头单位。第二次资产重组注入海声科技、辽海装备等，主营水下信息获取、水下信息探测与对抗、水下指挥系统等装备，是我国水下探测与对抗领域的龙头单位。

**内生成长路径：**直接受益于我国水下攻防体系建设尤其是舰艇装备的列装、海底监听网的搭建；水下攻防是“矛”与“盾”的关系，敌我双方不断推进技术升级必然加速装备的更新换代。中国海防创造性地将水下进攻与水下防御装备同时纳入体内，随着体系建设完善以及技术迭代更新可以获得长足的发展。

**内生增长与业绩承诺提供安全垫。**中国海防2次资产重组下标的承诺2019年归母净利润为6.64亿元，且19~20年海军装备订单较高增长确定性大，为所注入资产完成业绩承诺指标奠定基础。按此业绩承诺，对应当前股价的估值为30X。中国海防旗下资产属于舰船、海防领域核心军工信息化资产，军品占比高且稀缺性十足，当前估值水平具备安全垫。

**外延：中船重工集团体外资产丰富，资产注入值得期待。三大理由表明中船重工集团将继续注入信息化资产：**集团规划分步骤地将集团电子信息类科研院所和企业资产全部注入到中国海防上市平台；上市公司高管人事安排与资产预先整合显现资产重组端倪；集团规划到“十三五”末集团资产证券化率要由当前的51%提升至70%。**中船重工集团体外信息化资产非常丰富：**集团相关资产一共包括9个研究所、5个工厂、1个研究院。具体可分为四大方向：探测与对抗板块、导航与通信系统板块、作战指挥控制系统板块、智慧海洋板块。我们预计该部分资产利润规模较大，资产注入值得期待。

**投资建议：**考虑到中国海防作为我国海军水下攻防体系建设的主力军，A股军工板块具备稀缺性，当前估值水平具备安全边际。此外，中船重工集团体外资产丰富，仍然存在资产注入预期。中国海防值得关注。

**风险提示：**资产注入低于预期；海军装备订单低于预期。

### 3.3. 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，19~20 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。海军军改在 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，2019~2020 年海军装备订单或将呈现补偿性增长，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逐步改善。**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。据中国船舶工业协会数据，2018 年全国前 10 家造船企业新接订单量占全国比为 76.8%，比 2017 年底提高 3.4 个百分点，我国造船产业集中度进一步提高。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 2019.06 的 31.48%。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 (=1.50) 估值均处于上市以来底部位置；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 2019~2020 年公司实现归母净利润分别为 13.5、17.0 亿元，对应当前股价的 PE 分别为 94X、75X。作为国内军工市值第一股，中国重工配置价值凸显，维持“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。

### 3.4. 中船防务：变更为中船工业集团船舶动力资产上市平台

**2019年4月，中船防务进行重大资产重组，已明确为中船工业集团船舶动力资产上市平台。**公司拟置出黄埔文冲、广船国际部分股权，置入沪东重机100%股权、中船动力100%股权、中船动力研究院51%股权、中船三井15%股权。通过此次交易，上市公司主营业务将由原来的船舶修造业务变更为高端船用动力装备研制，主要产品包括：船用低速机、船用大功率中速机、船用发电机、动力集成系统、电气集成系统等。

**沪东重机：**主营船用低速机与大功率中速机制造，其民用低速柴油机业务目前已具备550万马力的年产能（含控股子公司中船三井产能），市场占有率居世界第二。2018年，沪东重机一共销售34万马力中速机（毛利率21.71%）、333万马力低速机（毛利率16.46%）；形成营收（43.40亿元，-5.2%），归母净利润（1.93亿元，+19.6%）。

**中船动力：**主营船用中速柴油机、中速双燃料发动机、中速气体发动机、低速柴油机、中速柴油发电机组、船用发电机、排放后处理设备，形成以船用柴油机和船舶动力装置为主业，动力集成系统、电气集成系统，机械成套与海工设备三大板块及全球技术服务的业务格局。2018年，中船动力一共销售61万马力中速机（毛利率6.03%）、12万马力低速机（毛利率5.34%）；形成营收（13.57亿元，-7.8%），归母净利润（1422.14万元，同比扭亏）。

**中船动力研究院：**主要为船舶动力相关公司提供技术支持和设计改造服务，同时还承担了部分国家科研和自主产品研发任务。2018年，中船动力研究院形成营收（2.16亿元，+113.05%），毛利率达到36.17%，归母净利润为-947.50万元。

**中船三井：**主要业务为船用大功率低速柴油机生产。中船三井拥有大型数控装备和现代化重型测试设备，并引进MAN和WinGD专利技术，主要生产气缸直径600mm以上的船用大功率低速柴油机。2018年，中船三井一共销售220.33万马力低速机（毛利率16.88%），形成营收（20.92亿元，-1.8%），归母净利润（9539.86万元，+70.6%）。

表 1：中船防务资产重组后旗下子公司财务情况

子公司	持股比例	主营业务及产品	2018 年归母所有者权益 (百万元)	2018 年归母所有 营收 (百万元)			归母净利润 (百万元)		
				2017	2018	同比	2017	2018	同比
沪东重机	100%	船用低速机、大功率中速机	4991.37	4577.65	4339.82	-5.20%	161.63	193.32	19.61%
中船动力	100%	动力集成系统、电气集成系统，机械成套与海工设备	1836.93	1472.70	1357.44	-7.83%	-3.76	14.22	-478.13%
上海中船三井	15%	船用大功率低速柴油机	1207.23	2129.42	2091.57	-1.78%	55.92	95.40	70.61%
中船动力研究院	51%	为船舶动力相关公司提供技术支持和设计改造服务	1118.32	101.36	215.98	113.09%	-32.01	-9.48	-70.40%
合计			7579.73	8281.13	8004.81	-3.34%	181.78	293.46	61.44%

资料来源：wind，安信证券研究中心

**投资建议：**通过此次资产重组，中船防务已变更为中船工业集团核心动力业务资本上市平台，集中资源进行专业化管理，有助于增强动力业务发展的协同效应，进而推动动力装备的跨越式发展。我们认为在船舶板块战略性重组预期尚未兑现背景下，中船防务值得关注。

**风险提示：**中船工业集团对公司资本定位发生变化。

### 3.5. 中船科技：中船工业集团高科技资产上市平台

2019年3月，中船科技进行重大资产重组，拟向中船工业集团及中船电科发股购买海鹰集团100%股权。海鹰集团是国内第一家水声探测装备研制生产单位，是国家认定的重点军品研发和生产双保骨干单位，主要产品和业务处于国内领先水平。军品业务主要包括水声探测装备等；民品业务包括海洋电子、医疗电子及机电设备板块。此次是中船科技作为中船工业集团高科技资产上市平台后进行的第一次资本运作，也充分验证了集团对非船业务进行整合、提高资产证券化率的意愿。

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，做减法让公司瘦体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。

**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。

**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。

**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。

作为目前中船工业集团高科技资产上市平台，除此次注入的海鹰集团资产外，体外还有如上船院、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，公司仍然存在中船集团其他高科技产业资产整合入市预期。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：**资本运作不及预期。

## 4. 风险提示

### 4.1. 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。

### 4.2. 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。

### 4.3. 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
	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
	苏梦		sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	秦紫涵		
	王银银		
北京联系人	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
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	曹琰	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	袁进	010-83321345	yuanjin@essence.com.cn
	深圳联系人	胡珍	0755-82528441
范洪群		0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
聂欣			niexin1@essence.com.cn
杨萍			
巢莫雯		0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
黄秋琪		0755-23987069	huangqq@essence.com.cn
王红彦		0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
黎欢		0755-23984253	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