

国防军工行业点评报告

两船合并正式开启，船舶系资本运作有望加速

增持（维持）

2019年07月02日

证券分析师 陈显帆

执业证号：S0600515090001

021-60199769

chenxf@dwzq.com.cn

证券分析师 周佳莹

执业证号：S0600518090001

021-60199793

zhoujy@dwzq.com.cn

投资要点

■ 事件

两船集团下属上市公司纷纷发布公告，中国船舶工业集团正与中国船舶重工集团筹划战略性重组，有关方案尚未确定，方案亦需获得相关主管部门批准。

■ 两船合并正式开启

两船合并自2015年起就受到市场关注，2015年3月，南北船高层领导互换，两船合并预期升温。在全球造船业低迷形势下，国内造船企业应避免内部价格竞争，形成合力，两船合并是大势所趋。但2016-2018年，两船合并事项并无实质进展，2019年4-5月，中船防务和中国船舶披露资产重组方案，拟注入船舶类军品核心资产，市场预期再次升温，此次公告标志着两船合并正式开启。

■ 借鉴中航工业集团案例，合并后资本运作有望加速

2008年，中国航空工业第一集团公司和中国航空工业第二集团公司合并为中航工业集团，合并后的新集团实行母子公司（事业部）管理体制，设立了运输机、发动机、直升机等10大产业板块，并在其后的几年快速推进各板块资本运作。

展望两船合并的发展方向，我们认为，两船合并后也可能按不同专业划分产业板块，各产业板块下有特定上市平台。按照目前船舶系上市公司的业务情况，已可以大致梳理出船舶总体、动力业务、信息化等业务板块。目前动力板块的中国动力和中船防务，以及船舶总体板块的中国船舶和中国重工，业务存在部分重合，不排除进一步整合的可能，船舶系的资本运作有望加速。

■ 对资本市场影响：短期关注主题行情，长期盈利水平有望改善

对资本市场的影响，短期来看，市场对资产整合预期升温，我们认为船舶板块及其他具有体外资产的上市公司将迎来主题性行情，包括中国船舶、中船防务、中船科技、久之洋等。当前船舶系上市公司估值普遍较高，或者仍然亏损，我们认为长期来看估值水平依然会向基本面回归。其他标的建议关注中航机电、中航电子；长期来看，我们认为两船合并将有效提升我国军民船舶产业链运行效率，相关上市公司的管理效率和盈利水平有望得到改善。

■ 风险提示：两船合并进度不及预期；船舶系上市公司股价波动较大。

行业走势



相关研究

- 1、《军工行业2019中期策略 看好军工材料进口替代和资产注入主题机会》2019-07-02
- 2、《东吴军工双周报-2019-5-24》2019-05-26
- 3、《东吴军工双周报-2019-5-10》2019-05-12

事件

两船集团下属上市公司纷纷发布公告，中国船舶工业集团正与中国船舶重工集团筹划战略性重组，有关方案尚未确定，方案亦需获得相关主管部门批准。

1. 两船合并正式开启

两船合并自 2015 年起就受到市场关注，2015 年 3 月，南北船高层领导互换，两船合并预期升温。在全球造船业低迷形势下，国内造船企业应避免内部价格竞争，形成合力，两船合并是大势所趋。但 2016-2018 年，两船合并事项并无实质进展，2019 年 4-5 月，中船防务和中国船舶披露资产重组方案，拟注入船舶类军品核心资产，市场预期再次升温，此次公告标志着两船合并正式开启。

表1：两船合并相关事件

时间	事件
2015 年 3 月	南北船领导互换，董强任中国船舶工业集团公司董事长、党组书记，胡问鸣任中国船舶重工集团公司董事长、党组书记。
2018 年 3 月	原航天科技集团董事长雷凡培调任中船集团董事长。
2019 年 4-5 月	中船防务和中国船舶披露资产重组方案，拟注入船舶类军品核心资产。
2019 年 7 月	两船集团下属上市公司纷纷发布公告，中国船舶工业集团正与中国船舶重工集团筹划战略性重组，有关方案尚未确定，方案亦需获得相关主管部门批准。

数据来源：中国新闻网，澎湃新闻，公司公告，东吴证券研究所

2. 借鉴中航工业集团案例，合并后资本运作有望加速

目前两船合并的具体方案尚未确定，过去军工集团合二为一的经典案例是 2008 年一航二航合并为中航工业集团，我们认为可以参考中航工业集团案例，展望两船合并的发展方向。

2008 年 5 月，中国航空工业第一集团公司和中国航空工业第二集团公司启动合并，2008 年 11 月，整合后的中航工业集团公司正式成立，新集团公司实行母子公司（事业部）管理体制，公司总部职能定位为：战略管理、资源配置、统筹协调、绩效监控，在业务上，集团公司设有防务、运输机、发动机、直升机、机载设备与系统、航空研究院、

通用飞机、航空研究、飞行试验、贸易物流和资产管理 10 大产业板块。

图 1：2008 年合并后的中航工业集团 10 大产业板块



数据来源：搜狐新闻，东吴证券研究所

时任中航工业集团公司党组成员、副总经理吴献东向记者表示，新集团公司旗下的 10 大产业板块原则上不再进行新的 IPO，集团公司计划“按现有的上市公司，对各个子公司加快专业整合和资本运作，同时寻求以后的整体上市。从目标时间上来讲，计划用 3 年左右时间，实现子公司的专业化整合和整体上市，计划用 5 年的时间，争取集团公司的整体上市。”自 2008 年起，中航工业集团开启了各业务板块的资产重组。

表 1：中航工业集团 2008 年以来重组情况

时间	公司	资产重组方案
2008 年 6 月 -2008 年 11 月	中航动力 (600893)	西航集团借壳 S 吉生化上市，重组方案包括 4 部分：（1）上市公司剥离全部原有资产及负债；（2）上市公司向西航集团收购其拥有的航空发动机批量制造、航空发动机零部件外贸转包生产及非航空产品的相关资产；（3）华润集团将其持有的上市公司 8698 万股股份（占总股本 37.03%）转让给西航集团；（4）上市公司向西航集团增发 2.07 亿股。交易完成后，上市公司主业变为航空发动机批量制造和零部件外贸转包生产。

2013年6月 -2014年7月		收购集团航空发动机制造资产，上市公司向中航工业、发动机控股、西航集团、贵航集团、黎阳集团、华融公司、东方公司、北京国管中心等8家资产注入方定向发行股份，购买7家标的公司的股权及西航集团拟注入资产。7家标的公司股权分别为黎明公司100%股权、南方公司100%股权、黎阳动力100%股权、晋航公司100%股权、吉发公司100%股权、贵动公司100%股权和深圳三叶80%股权，西航集团拟注入资产为其拥有的与航空发动机科研总装、试车业务相关的资产以及负债，标的资产评估价值为95.70亿元。同时公司通过询价方式向不超过10名投资者定向发行股份募集配套资金，募集资金总额不超过本次交易总金额的25%。
2008年12月 -2009年1月	中航动控 (000738)	集团注入航空发动机控制系统资产，重组方案包括两部分：（1）资产置换，中航工业以其持有的长航液控100%股权与上市公司全部资产负债进行等值置换，西控公司以其持有的航空发动机控制系统相关经营性资产和负债以及西安西普92%股权、西安凯迪77.88%股权与上市公司剩余拟置出资产进行等值置换；（2）发行股份购买资产，上市公司以发行股份的方式向贵州盖克购买其持有的贵州红林100%股权，向北京长空购买其航空发动机控制系统相关的经营性资产和负债以及其持有的力威尔航空66%的股权和透博梅卡长空50%的股权。
2009年12月 -2012年11月	中航飞机 (000768)	上市公司向陕飞集团公司、中航起、中航制动、西飞集团公司发行股份，购买其持有的航空业务相关资产（含负债），包括上述公司母公司的非股权类资产以及陕飞集团公司全资子公司锐方航空100%的股权、中航制动全资子公司贵州新安100%股权、中航制动控股子公司西安天元45%的股权，标的资产的评估价值为23.10亿元。
2009年3月 -2010年9月	*ST黑豹 (600760)	收购集团专用汽车及其零部件制造业务，向金城集团购买其持有的安徽开乐35%股权、柳州乘龙37.47%股权、上航特100%股权、零部件事业部相关的经营性资产和负债；向中航投资购买其持有的安徽开乐16%股权与柳州乘龙13.53%股权，标的资产评估价值3.09亿元。
2010年6月 -2011年6月	中航电子 (002013)	收购集团航电类资产，向中航工业、中航科工、系统公司、汉航集团发行股份，收购凯天电子86.74%股权、兰州飞控100%股权、宝成仪表100%股权、太航仪表100%股权、华燕仪表80%股权、千山航电100%的股权，交易价格25.58亿元。
2010年10月 -2012年12月	中航机电 (002013)	收购集团航空机电类资产，向中航工业、机电公司、盖克机电、中国华融定向发行股份，购买其拥有的庆安公司、陕航电气、郑飞公司、四川液压、贵航电机、泛华仪表、川西机器七家公司100%的股权，标的资产评估价值为37.17亿元。
2013年3月 -2013年11月	中直股份 (600038)	收购集团直升机相关资产，包括昌河航空、昌飞零部件、惠阳螺旋桨、天津公司以及哈飞集团拥有的与直升机零部件生产相关的资产，采取向中航科工、中航直升机、哈飞集团发行股份的方式收购，交易对价35.07亿元，同时募集配套资金10.69亿元用于补充流动资金。

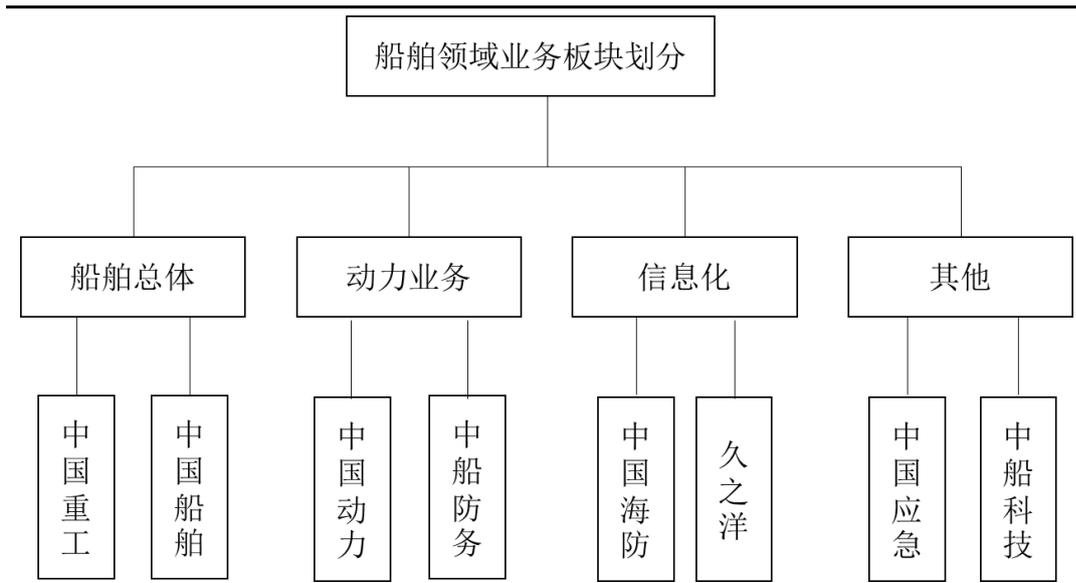
2013年6月 -2014年11月	中航电测 (300114)	公司向汉航集团、北京一零一、同心投资、同德投资、同力投资、同创投资和开琴琴发行股份购买其持有的汉中一零一 100%的股权，作价 3.96 亿元；同时，中航电测向佳恒投资、中航产业投资和中航科工非公开发行股份配套融资，配套融资总额不超过本次总交易金额的 25%，且不超过 1.30 亿元。
2014年5月 -2014年12月	成飞集成 (002190)	公司拟向中航工业、华融公司及洪都集团三家资产注入方定向发行股份，购买沈飞集团 100%股权、成飞集团 100%股权及洪都科技 100%股权，标的资产评估价值 155.41 亿元，同时拟向中航工业、华融公司、中航飞机、中航机电、中航资本、中航科工、中航电子、中航技、航晟投资及腾飞投资非公开发行股份募集现金，总金额不超过 51.80 亿元，全部用于与标的公司主业相关的建设项目投资。2014 年 12 月，公司终止重大资产重组。
2014年9月 -2015年12月	中航高科 (600862)	重组方案包括 4 部分：（1）股权划转，上市公司控股股东南通产控及其全资子公司南通工贸向中航高科无偿划转其持有的上市公司 1.52 亿股股份（占本公司总股本的 23.85%）；（2）原有子公司剥离，上市公司将全资子公司通能精机 100%股权出售给南通产控；（3）发行股份购买资产，上市公司通过向中航高科等本次拟注入资产交易对方发行股份，购买其持有的中航复材 100%股权、优材京航 100%股权和优材百慕 100%股权，标的资产评估价值 17.67 亿元；（4）募集配套资金，公司向中航高科、艾克天晟、启越新材非公开发行股份募集配套资金，募集资金总额不超过本次交易总额的 25%。
2016年9月	中航地产 (000043)	拟通过协议转让方式向保利地产出售房地产开发业务相关的资产与负债，保利地产将以人民币现金支付对价，标的资产预估值 23.23 亿元。
2016年12月 -2017年12月	中航沈飞 (600760)	出售上市公司全部资产和负债，同时向中航工业集团、华融公司发行股份购买其持有的沈飞集团 100%股权，并向中航工业集团、机电公司、中航机电发行股份募集配套资金，用于沈飞集团新机研制生产能力建设项目。

注：目前中航动力、中航动控属于航发集团，简称已分别为变更为航发动力、航发控制

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

展望两船合并的发展方向，我们认为，两船合并后也可能按不同专业划分产业板块，各产业板块下有特定上市平台。按照目前船舶系上市公司的业务情况，已可以大致梳理出船舶总体、动力业务、信息化等业务板块。目前动力板块的中国动力和中船防务，以及船舶总体板块的中国船舶和中国重工，业务存在部分重合，不排除进一步整合的可能，船舶系的资本运作有望加速。

图 2：船舶系上市公司业务板块归纳



数据来源：东吴证券研究所

表 2：船舶系上市公司主营业务情况

公司代码	公司简称	公司介绍	所属集团
601989	中国重工	为全产业链的舰船研发设计制造上市公司，主要业务涵盖海洋防务及海洋开发装备、海洋运输装备、深海装备及舰船修理改装、舰船配套及机电装备、军民融合战略新兴产业及其他等五大业务板块。	中船重工集团
600764	中国海防	主营业务包括特装类电子类产品、压载水电源的研制生产以及为相关电子设备提供试验检测服务。	中船重工集团
300516	久之洋	主要从事红外热像仪、激光测距仪的研发、生产与销售，产品广泛应用于昼夜监视、目标探测、海洋监察、维权执法、森林防火监控等领域。	中船重工集团
600482	中国动力	业务涵盖燃气动力、蒸汽动力、化学动力、全电力、柴油机动力、海洋核动力、热气机动力等七大动力业务及相关传动业务。	中船重工集团
300527	中国应急	业务包括应急交通工程装备、应急救援处置装备、消防救生装备、公众应急装具四大板块。	中船重工集团
600685	中船防务	2019年5月公布重组预案，置出原有主要船舶造修及海工等业务，置入动力业务，重组后上市公司主业为动力装备。	中船工业集团
600072	中船科技	主业以全资子公司中船九院的工程设计、勘察、咨询及监理、工程总承包、土地整理服务等业务为主，同时，也包括公司全资子公司中船华海的船舶设备类型之艀门/跳板等业务。	中船工业集团
600150	中国船舶	原有主业为民用船舶造修，2019年4月发布重组预案，拟注入军工船舶总装资产，重组完成后公司主业为军民船舶造修。	中船工业集团

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3. 对资本市场影响：短期关注主题行情，长期盈利水平有望改善

对资本市场的影响，短期来看，市场对资产整合预期升温，我们认为船舶板块及其他具有体外的上市公司将迎来主题性行情，包括中国船舶、中船防务、中船科技、久之洋等。当前船舶系上市公司估值普遍较高，或者仍然亏损，我们认为长期来看估值水平依然会向基本面回归。其他标的建议关注中航机电、中航电子；长期来看，我们认为两船合并将有效提升我国军民用船舶产业链运行效率，相关上市公司的管理效率和盈利水平有望得到改善。

表 3：船舶系上市公司市值及 PE 情况

		市值（亿元）	PE TTM
601989.SH	中国重工	1,284	138
600482.SH	中国动力	410	31
600150.SH	中国船舶	331	79
600685.SH	中船防务	161	-10
600764.SH	中国海防	111	147
300527.SZ	中国应急	98	44
600072.SH	中船科技	97	69
300516.SZ	久之洋	45	92

注：数据日期为 2019 年 7 月 1 日

数据来源：wind，东吴证券研究所

4. 风险提示

两船合并进度不及预期。目前两船合并的具体方案尚未确定，方案亦需获得相关主管部门批准，未来整合的进度存在不确定性。

船舶系上市公司股价波动较大。当前船舶系上市公司估值普遍较高，今年以来股价涨跌与事件驱动相关性大，行情过后可能面临较大幅度回调。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

