

国防军工

中船防务平台定位重置，南北船整合提速可期

事件：中船防务调整重组方案，拟出售广船国际控制权。8月7日晚，中船防务发布调整重大资产重组方案的公告，与之前方案相比，调整的主要内容：1) 拟向中国船舶出售广船国际 27.4214% 股权，交易作价 28.91 亿元，中国船舶以非公开发行的方式支付交易对价，交易完成后中船防务将持有中国船舶 5.28% 股权。2) 保留黄埔文冲的股权，同时放弃置入船舶动力类资产（沪东重机、中船动力、动力研究院、三井造船柴油机）。

方案调整对中船防务的影响：盈利能力有望显著改善，平台或将重新定位。我们认为，本次交易完成后：1) 中船防务仍将持有黄埔文冲 69.0164% 股权，持有广船国际 49% 股权、不再纳入合并报表范围，预计不再作为中船集团的动力类资产平台。2) 从业务范围看，中船防务将以黄埔文冲的军用舰船和特种工程船生产制造为主营业务，不再从事广船国际的油船、客滚船等船型生产；2) 从盈利能力看，本次交易预计将增加中船防务当期投资收益约 32.99 亿元、资产负债率将从 67.08% 降至约 52.53%；广船国际近年来受民船景气度低迷报告期内均处亏损状态（2018 年营收 73.98 亿元、归母净利亏损 10.57 亿元），此次控股权剥离也将一定程度改善公司盈利能力。

顺应“两船合并”的顶层设计，南北船核心资产整合提速可期。1) 2019 年 3 月 29 日，中船防务和中国船舶双双停牌公告调整资产整合方案，分别确立了作为中船集团的船舶动力和船舶总装的上市平台定位；7 月 1 日，两船集团下属企业均公告中船集团正与中船重工集团筹划战略性重组。2) 我们认为，中船防务此次方案调整的主要原因，乃顺应“两船合并”的顶层产业规划，兼顾推进市场化债转股项目，并尽早解决同业竞争问题，率先开启平台定位重估。我们预计，未来南北船旗下资产或将推动内部整合，加快核心资产证券化进程。

军工资产整合预期全面升温，有望强力催化板块行情。我们认为，此次中船防务方案调整将提振市场对船舶板块加速内部整合的预期，2019 年军工国企改革和资产证券化重新加快步伐，军工板块迎来“成长+改革”逻辑共振。

选股思路与受益标的：军工资产证券化逻辑核心在于资产优质程度与弹性：1) 船舶系：中国船舶、中船科技、中船防务、中国重工、中国应急；2) 电科系：四创电子、杰赛科技、国睿科技。3) 其他：中航电子、航天电子。

风险提示：1) 军工改革进度不及预期；2) 交易方案存在不确定性。

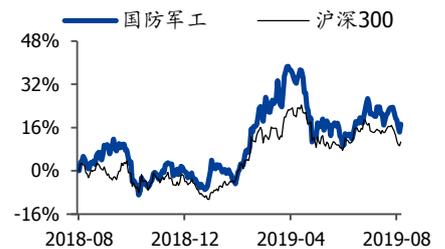
重点标的

股票代码	股票名称	EPS				PE			
		2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
600150	中国船舶	0.35	0.39	0.47	0.54	61.4	55.8	46.1	40.2
600072	中船科技	0.09	0.11	0.13	0.16	165.8	138.5	114.9	94.0
600685	中船防务	-1.32	0.17	0.25	0.09	-11.7	91.5	62.1	173.2
601989	中国重工	0.03	0.05	0.06	0.04	201.3	108.8	94.5	143.9
300527	中国应急	0.24	0.28	0.34	0.00	50.9	44.0	36.3	-
300516	久之洋	0.25	0.39	0.51	0.68	132.7	87.2	65.8	49.4
600990	四创电子	1.62	1.74	2.04	2.37	29.5	27.4	23.5	20.1
002544	杰赛科技	0.02	0.38	0.46	0.50	469.2	29.5	24.4	22.5

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所 注释：EPS 来自 Wind 一致预测，PE 根据 2019 年 08 月 08 日收盘价计算

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 张润毅

执业证书编号：S0680519050001

邮箱：zhangrunyi@gszq.com

分析师 张高艳

执业证书编号：S0680518100002

邮箱：zhanggaoyan@gszq.com

相关研究

- 《国防军工：中报预期向好+多重利好叠加，军工板块配置价值提升》2019-08-04
- 《国防军工：百年强军梦，解读《新时代的中国国防》白皮书》2019-07-25
- 《国防军工：19Q2 军工持仓下降，新材料及信息化热度提升》2019-07-24



附录:

图表 1: 中船防务重组交易方案调整的具体内容

项目	交易方案调整前	交易方案调整后
交易方式	重大资产置换	重大资产出售
标的资产	置出资产: 广船国际部分股权、黄埔文冲部分股权 置入资产: 中船动力有限公司 100%股权、中船动力研究院有限公司 51%股权、上海中船三井造船柴油机有限公司 15%股权、沪东重机有限公司 100%股权	广船国际 27.4214%股权
交易对方	中船集团	中国船舶

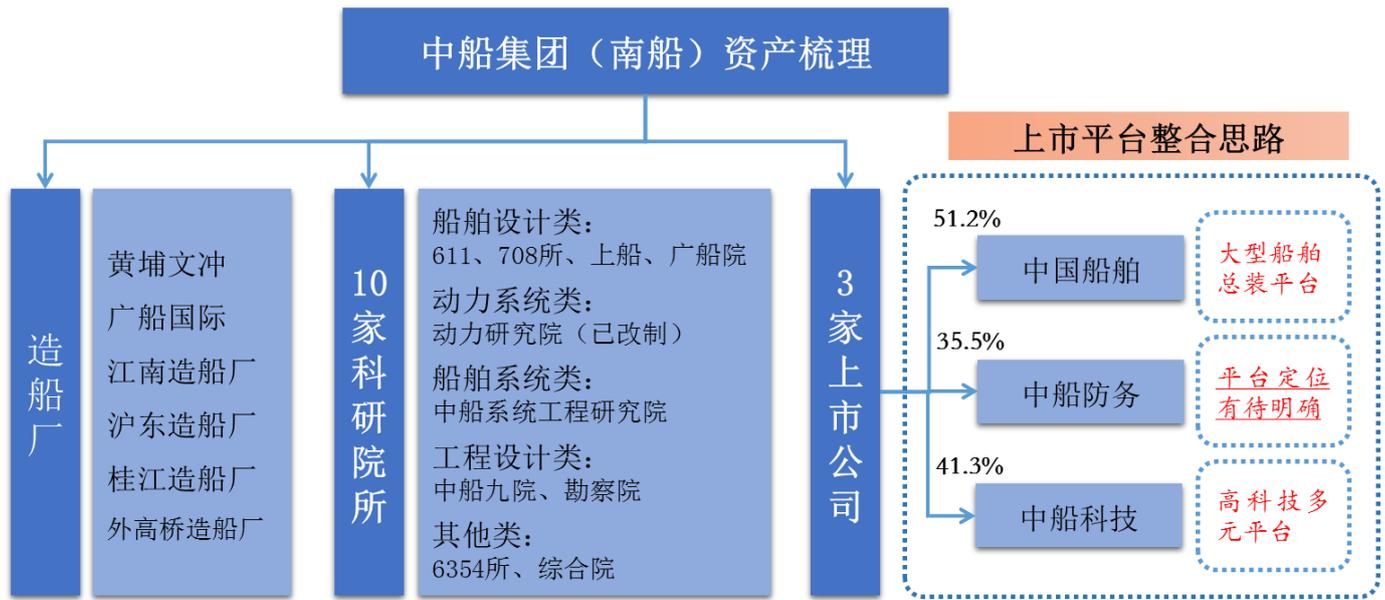
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 2: 南、北船集团旗下上市公司概况

集团简称	公司简称	城市	18 年营收 (亿元)	18 年营收增速	18 年归母净利润 (亿元)	18 年净利增速	市值 (亿元)	主要业务及领域
中船集团 (南船)	中船防务	广州市	192.14	-16.2%	-18.69	-3600.5%	161	造船为核心业务, 产品涉及大型钢结构、港口机械、电梯、机电产品等
	中国船舶	上海市	169.10	1.3%	4.89	121.3%	331	业务涵盖船舶建造、修船、海洋工程、动力业务、机电设备等
	中船科技	上海市	32.64	-23.4%	0.65	115.1%	97	是我国大型钢结构、成套机械工程制造基地, 收入主要来自于钢结构业务
中船重工 (北船)	中国应急	武汉市	26.53	5.8%	2.24	6.3%	98	从事应急交通工程装备生产研发, 是国内军用市场领先的专业制造商
	中国动力	保定市	296.62	7.8%	13.48	15.3%	410	业务涵盖燃气、蒸汽、化学、全电、柴油机、热气机等高端动力系统
	中国重工	北京市	444.84	14.7%	6.73	-19.7%	1284	业务贯穿整个船舶配套业, 包括铸钢件等配套材料、甲板机械等配套设备
	中国海防	北京市	3.51	-3.4%	0.67	-17.3%	111	产品包括电子元器件、仪器仪表和整机产品、电子专用设备、通信设备等
	久之洋	武汉市	4.67	50.1%	0.46	2.8%	45	主要从事红外热像仪、激光测距仪产品, 兼备两项产品自主研发能力
	乐普医疗	北京市	63.56	40.1%	12.19	35.5%	428	主要围绕医疗器械业务板块, 在心血管医疗器械行业具备优势地位

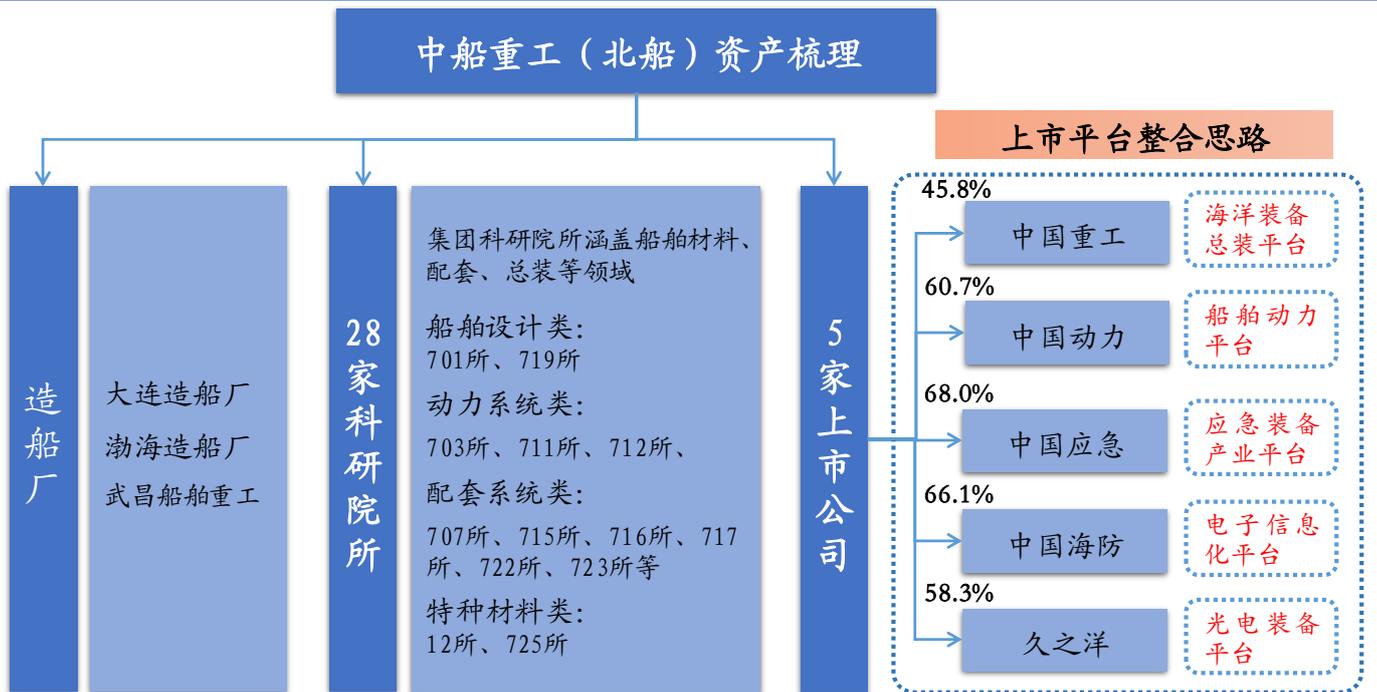
资料来源: wind, 国盛证券研究所 注: 数据截至 2019-07-01 收盘

图表3: 中船工业集团(南船)资产及业务概况



资料来源: wind, 集团官网, 国盛证券研究所 注: 上市公司持股比例为公司公告前十大股东中集团及其下属单位持股之和

图表4: 中船重工集团(北船)资产及业务概况



资料来源: wind, 集团官网, 国盛证券研究所 注: 1) 上市公司持股比例为公司公告前十大股东中集团及其下属单位持股之和; 2) 上市公司中未考虑无船舶业务的乐普医疗

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监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。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6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。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区锦什坊街35号南楼
 邮编：100033
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 10层
 邮编：200120
 电话：021-38934111
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区益田路5033号平安金融中心101层
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com