

## 国防军工行业

### 中国船舶集团成立，后续资产整合值得期待

#### 核心观点：

- 国务院批准中船集团与中船重工集团实施联合重组

10月25日，经国务院批准，中国船舶工业集团有限公司与中国船舶重工集团有限公司实施联合重组，新设中国船舶集团有限公司（以下简称“中国船舶集团”），由国务院国有资产监督管理委员会代表国务院履行出资人职责，中船集团和中船重工整体划入中国船舶集团。

- 两大船舶集团重组顺应国企改革方向，符合产业发展需求

自启动国企改革以来，中央企业重组已形成常态化，本次重组顺应国企改革方向。在国外竞争压力加大和国内造船产能依然过剩的大背景下，两船集团的战略性重组符合产业发展需求，可有效提升我国造船业的国际竞争力。

- 两大船舶集团旗下部分上市公司在新集团内部存在业务重叠，预计后续存在持续开展资产整合的预期

两大船舶集团部分上市公司正进行资产整合，完成后在中国船舶集团内部存在业务重叠，构成同业竞争关系，例如中国船舶与中国重工均拥有军民船舶制造、修理业务，中船防务与中国动力均拥有船舶动力业务。我们预计后续在上市公司间、上市公司与非上市公司间、非上市公司间将存在持续开展资产整合的预期。

- 军工集团的资产整合展现出新特点，预计船舶产业链资产整合的范围、方式将灵活多样

从各大军工集团旗下上市公司资产整合公告中，我们可以看到有公司间资产整合、事业单位资产证券化方式扩充、核心资产整体上市、不停牌、融资比例低、方式多样化等特点。两大船舶集团资产庞大、业务繁杂，我们预计船舶产业链资产整合的范围、方式将灵活多样，看好军工改革和资产证券化的投资机会。

- 投资建议

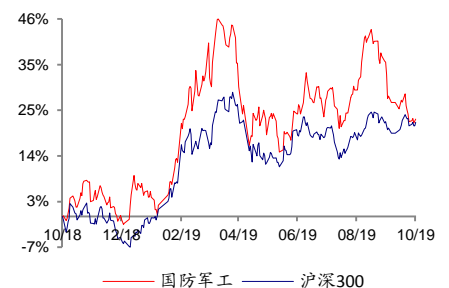
船舶类标的将受益于集团战略性重组，建议关注：中国船舶（船舶制造）、中船防务（A+H股平台）、中国动力（船舶动力）、中船科技（电子信息）、中国应急（应急装备）等。关注其他军工集团的资产整合情况，建议关注：中航机电、杰赛科技、四创电子、国睿科技等。

- 风险提示

战略性重组重组进度及具体安排未知；上市公司层面的资产整合方案具有不确定性；未上市资产注入进度与方案具有不确定性；军品订单的下达及收入确认存在波动性。

| 行业评级 | 买入         |
|------|------------|
| 前次评级 | 买入         |
| 报告日期 | 2019-10-26 |

#### 相对市场表现



#### 分析师：

赵炳楠



SAC 执证号：S0260516070004



SFC CE No. BOF532



010-59136613



zhaobingnan@gf.com.cn

#### 相关研究：

|  |            |
|--|------------|
| 国防军工行业：两大造船集团拟战略性重组，关注军工资产整合             | 2019-07-02 |
| 国防军工行业：看好2019-2020年军工改革和资产证券化加速带来的投资机会   | 2019-03-29 |
| 广发军工系列专题报告之九：军工行业国企改革有三大方向，2019年改革步伐有望加速 | 2019-03-18 |

#### 联系人：

袁晓宣 010-59136613

yuanxiaoxuan@gf.com.cn

#### 联系人：

李炼 021-60750604

gflilian@gf.com.cn

**重点公司估值和财务分析表**

| 股票简称 | 股票代码      | 货币  | 最新<br>收盘价 | 最近<br>报告日期 | 评级 | 合理价值<br>(元/股) | EPS(元) |       | PE(x) |       | EV/EBITDA(x) |       | ROE(%) |       |
|------|-----------|-----|-----------|------------|----|---------------|--------|-------|-------|-------|--------------|-------|--------|-------|
|      |           |     |           |            |    |               | 2019E  | 2020E | 2019E | 2020E | 2019E        | 2020E | 2019E  | 2020E |
| 中航沈飞 | 600760.SH | 人民币 | 29.82     | 2019/8/27  | 买入 | 40.32         | 0.64   | 0.77  | 46.59 | 38.73 | 20.69        | 17.03 | 10.2   | 10.9  |
| 中直股份 | 600038.SH | 人民币 | 44.77     | 2019/8/25  | 买入 | 57.77         | 1.09   | 1.38  | 41.07 | 32.44 | 20.17        | 16.04 | 7.7    | 8.9   |
| 内蒙一机 | 600967.SH | 人民币 | 10.56     | 2019/8/27  | 买入 | 13.53         | 0.38   | 0.45  | 27.79 | 23.47 | 8.56         | 6.69  | 7.1    | 7.8   |
| 中航光电 | 002179.SZ | 人民币 | 38.92     | 2019/4/25  | 买入 | 38.94         | 1.12   | 1.35  | 34.89 | 28.91 | 27.02        | 21.92 | 16.0   | 16.1  |
| 中国动力 | 600482.SH | 人民币 | 20.98     | 2019/4/18  | 买入 | 31.85         | 0.91   | 1.07  | 23.05 | 19.61 | 10.41        | 8.74  | 5.7    | 6.3   |
| 光威复材 | 300699.SZ | 人民币 | 40.00     | 2019/8/20  | 买入 | 48.50         | 0.97   | 1.23  | 41.18 | 32.56 | 31.85        | 25.32 | 15.8   | 17.9  |
| 火炬电子 | 603678.SH | 人民币 | 21.29     | 2019/4/26  | 买入 | 29.10         | 0.97   | 1.27  | 21.95 | 16.76 | 14.92        | 11.59 | 13.8   | 15.5  |

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

备注：表中估值指标按照最新收盘价计算，中航光电合理价值按除权后折算

## 目录索引

|                                  |    |
|----------------------------------|----|
| 两大船舶集团重组获批，后续资产整合值得期待 .....      | 5  |
| 两大船舶集团重组获批，顺应国企改革方向和产业发展需求 ..... | 5  |
| 部分上市公司存在业务重叠，后续资产整合值得期待 .....    | 5  |
| 中国船舶工业集团 .....                   | 7  |
| 集团介绍 .....                       | 7  |
| 集团下属重要资产 .....                   | 7  |
| 集团下属科研院所 .....                   | 11 |
| 中国船舶重工集团 .....                   | 12 |
| 集团介绍 .....                       | 12 |
| 集团下属重要资产 .....                   | 12 |
| 集团下属科研院所 .....                   | 14 |
| 投资建议 .....                       | 15 |
| 风险提示 .....                       | 15 |

## 图表索引

|                                |    |
|--------------------------------|----|
| 图 1: 中国船舶工业集团营收情况 .....        | 7  |
| 图 2: 中国船舶工业集团净利润情况 .....       | 7  |
| 图 3: 外高桥造船历年净利润 .....          | 10 |
| 图 4: 广船国际主要产品 .....            | 10 |
| 图 5: 黄埔文冲主要产品 .....            | 11 |
| 图 6: 中国船舶工业集团营收情况 .....        | 12 |
| 图 7: 中国船舶工业集团净利润情况 .....       | 12 |
| 图 8: 大船集团主要产品 .....            | 13 |
| 图 9: 武昌造船主要产品 .....            | 13 |
| <br>                           |    |
| 表 1: 部分央企合并重组情况梳理 .....        | 5  |
| 表 2: 中船集团、中船重工集团旗下上市公司比较 ..... | 6  |
| 表 3: 江南造船厂主要业务及代表产品 .....      | 8  |
| 表 4: 沪东中华主要业务及代表产品 .....       | 8  |
| 表 5: 中国船舶工业集团下属研究所 .....       | 11 |
| 表 6: 中国船舶重工集团下属研究所 .....       | 14 |

## 两大船舶集团重组获批，后续资产整合值得期待

### 两大船舶集团重组获批，顺应国企改革方向和产业发展需求

国务院批准中船集团与中船重工集团实施联合重组。10月25日，经国务院批准，中国船舶工业集团有限公司与中国船舶重工集团有限公司实施联合重组，新设中国船舶集团有限公司（以下简称“中国船舶集团”），由国务院国有资产监督管理委员会代表国务院履行出资人职责，中船集团和中船重工整体划入中国船舶集团。

央企战略重组常态化，两大船舶集团重组顺应国企改革方向。自启动国企改革以来，中央企业重组已形成常态化，中央企业先后完成了20组38家集团的重组，中央企业数量从116家调整至96家。央企重组涉及粮油、航运、能源、装备制造、通信等多个领域，本次两大船舶集团的战略重组顺应国企改革方向。

表 1：部分央企合并重组情况梳理

| 合并或公告合并时间   | 合并之前                        | 合并之后           |
|-------------|-----------------------------|----------------|
| 2014年12月30日 | 中国北车、中国南车                   | 新轨交装备集团        |
| 2015年5月29日  | 中国电力投资集团公司、国家核电技术有限公司       | 国家电力投资集团公司     |
| 2015年12月8日  | 中国冶金科工集团有限公司、中国五矿集团公司       | 中国五矿集团公司       |
| 2015年12月11日 | 中国远洋运输（集团）公司、中国海运（集团）总公司    | 中国远洋海运集团有限公司   |
| 2015年12月29日 | 中国外运长航集团、招商局集团              | 招商局集团          |
| 2016年1月25日  | 中国建筑材料集团公司、中国中材集团有限公司       | 中国建材集团有限公司     |
| 2016年6月26日  | 宝钢集团有限公司、武汉钢铁（集团）公司         | 宝武集团           |
| 2016年7月11日  | 中国港中旅集团公司、中国国旅集团有限公司        | 中国港中旅集团公司      |
| 2016年7月15日  | 中粮集团有限公司、中国中纺集团有限公司         | 中粮集团有限公司       |
| 2016年11月23日 | 中储粮总公司、中储棉总公司               | 中储粮总公司         |
| 2017年3月20日  | 中国保利集团公司、中国轻工业品进出口总公司       | 中国保利集团         |
| 2017年6月29日  | 中国机械工业集团公司、中国恒天集团有限公司       | 中国机械工业集团       |
| 2017年8月28日  | 国家电力投资集团公司、神华集团             | 国家能源投资集团有限责任公司 |
| 2018年1月24日  | 中国核工业集团公司、中国核工业建设集团公司       | 中国核工业集团公司      |
| 2018年7月20日  | 武汉邮电科学研究院有限公司、电信科学技术研究院有限公司 | 中国信息通信科技集团     |

数据来源：以上集团官网、国资委网站，广发证券发展研究中心

**两大船舶集团重组符合产业发展需求。**从造船业格局来看，现代重工收购大宇造船将给中国造船业带来较大竞争压力；国内造船业在手订单下滑、产能依然过剩。从两船集团的业务情况来看，两大集团均在原中国船舶工业总公司基础上组建而来，以军工为主线，打造船舶产业链，业务重合度较高。两船集团在国际市场上会面临与当年“南北车”相同的竞争格局——两船集团内部竞争；在船舶产品、造船产能上，也都存在重复建设的情况。在国外竞争压力加大和国内造船产能依然过剩的大背景下，两船集团的战略性重组符合产业发展需求，可有效提升我国造船业的国际竞争力。

### 部分上市公司存在业务重叠，后续资产整合值得期待

两大船舶集团旗下部分上市公司在新集团内部存在业务重叠，预计后续存在持续开

**展资产整合的预期。**两大船舶集团部分上市公司正进行资产整合，完成后在中国船舶集团内部存在业务重叠，构成同业竞争关系，例如中国船舶与中国重工均拥有军民船舶制造、修理业务，中船防务与中国动力均拥有船舶动力业务。我们预计后续在上市公司间、上市公司与非上市公司间、非上市公司间将存在持续开展资产整合的预期。

**表 2：中船集团、中船重工集团旗下上市公司比较**

| 所属集团 | 公司   | 主要业务或已公告的资产整合事项完成后的主要业务  | 2018 年营收<br>(亿元) | 2018 年归母净利润<br>(亿元) | 在原集团的平台定位 |
|------|------|--------------------------|------------------|---------------------|-----------|
| 中船集团 | 中国船舶 | 军民用船舶造船、修船业务             | 169.10           | 4.89                | 船舶总装平台    |
|      | 中船防务 | 船舶动力业务                   | 192.14           | -18.69              | 动力平台      |
|      | 中船科技 | 水声探测装备和各类电子设备的研制、生产和销售业务 | 32.64            | 0.65                | 科技产业平台    |
| 中船重工 | 中国重工 | 军民用船舶造船、修船业务             | 444.84           | 6.73                | 船舶总装平台    |
|      | 中国动力 | 船舶动力业务、汽车用蓄电池业务          | 296.62           | 13.48               | 动力平台      |
|      | 中国海防 | 水下信息系统各专业领域全覆盖           | 3.51             | 0.67                | 电子信息平台    |
|      | 中国应急 | 应急交通装备、核应急装备             | 26.53            | 2.24                | 应急产业平台    |
|      | 久之洋  | 红外热像仪、激光测距仪              | 4.67             | 0.46                | -         |

数据来源：根据以上上市公司重组公告、年报整理而成，广发证券发展研究中心

**军工集团的资产整合展现出新特点，预计船舶产业链资产整合的范围、方式或将灵活多样。**从各大军工集团旗下上市公司资产整合公告中，我们可以看到有公司间资产整合、事业单位资产证券化方式扩充、核心资产整体上市、不停牌、融资比例低、方式多样化等特点。两大船舶集团资产庞大、业务繁杂，我们预计船舶产业链资产整合的范围、方式将灵活多样，看好军工改革和资产证券化的投资机会。

- **公司间资产整合：**中国船舶的船舶动力资产置入中船防务，中船防务的船舶制造资产置入中国船舶，实现了同一集团下的不同上市公司间的战略性资产整合，调整并进一步明确了上市公司的平台定位。
- **事业单位资产的证券化方式的扩充：**国睿科技拟收购的国睿防务公司，是控股股东中电科14所于2018年9月通过资产划转等方式新成立的企业；我们认为本次方案将改变市场原有对事业单位资产无法资产证券化的预期，有望对控股股东为事业单位的上市公司资产证券化预期进行一次较大调整。
- **核心资产整体上市：**中航科工公告拟收购中航直升机100%股权，洪都航空公告拟通过资产置换将导弹资产注入上市公司，资产证券化率高的集团正不断推进核心资产整体上市。
- **不停牌：**国睿科技、洪都航空预案发布前后均处于正常交易状态，改变了以往启动资产证券化方案制定，尤其是重大资产重组方案制定需要三个月甚至半年以上停牌无法交易的情况，保证了标的的流动性，也减少了方案制定失败对股价的重大冲击。
- **配套融资比例降低：**国睿科技交易资产作价68.56亿元，配套融资规模6亿元，配套融资比例不到10%；配套融资基本用于补充上市公司流动资金，体现了在股价较低区间上市公司的资产证券化更多的表现为资产注入行为，而非融资行为。



- **方式多样化:** 资产证券化的形式丰富多样, 可通过发行股份、资产置换、IPO、债转股等多种形式完成。

## 中国船舶工业集团

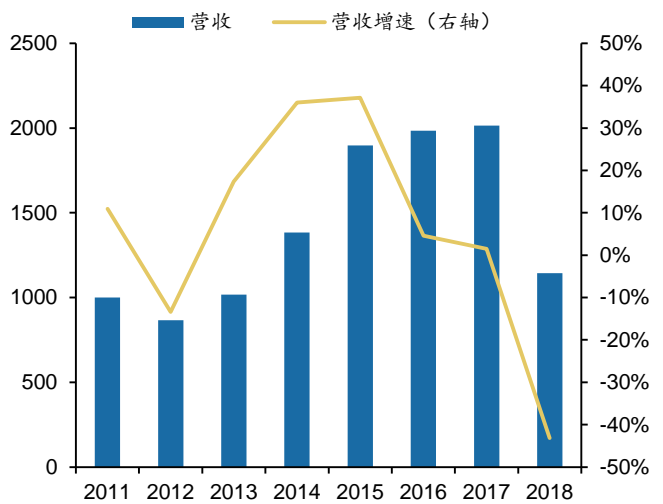
### 集团介绍

中国船舶工业集团是中国最大的造船与修船集团之一。集团于1999年在原中国船舶工业总公司的基础上组建, 紧紧围绕国家"发展海洋经济、建设海洋强国和强大国防"的战略部署, 推进全面转型发展, 在业务上形成了以军工为核心主线, 贯穿船舶造修、海洋工程、动力装备、机电设备、信息与控制、生产性现代服务业六大产业板块协调发展的产业格局。

中国船舶工业集团下属船舶修造、生产性现代服务业等六大业务板块。集团主营业务包括船舶修造、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, 其中传统船舶修造业务占到41%, 近年来生产性现代服务业的占比不断提升。

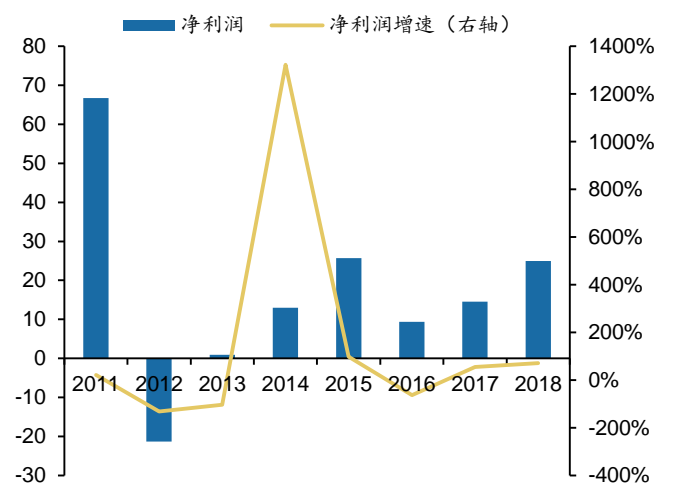
现代服务业带动公司业绩增长。民船行业进入低迷期, 集团不断拓展业务的多元化, 服务业、研究所和金融板块为集团带来较大利润。集团2018年实现收1144亿元 (-43%), 净利润26亿元 (+72%), 5年收入复合增速为-4.6%, 净利润复合增速为18%。

图 1: 中国船舶工业集团营收情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 2: 中国船舶工业集团净利润情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

### 集团下属重要资产

#### (1) 江南造船

江南造船是中国历史最悠久的军工造船企业。江南造船(集团)有限责任公司创建于1865年, 历经江南机器制造总局、江南船坞、海军江南造船所、江南造船厂, 1996年改制为“江南造船(集团)有限责任公司”, 2008年正式入驻中船江南长兴造船基地。

- **军船业务:** 大型水面战斗舰船, 部分常规潜艇等;
- **民船业务:** 主要包括成品油/化学品船、液化气船和散货船等。2015年全年交船19艘, 其中包括国内首艘3万立方米液化天然气(LNG)船、首次承建的8.3万立方米超大型气体运输船(VLGC)、国内首次采用巨型环型总段建造的9400TEU大型集装箱船等。

表 3: 江南造船厂主要业务及代表产品

| 种类       | 产品介绍   | 主要产品示例   |   |  |
|----------|--|--|---|--|
| 成品油/化学品船 | 单甲板、单桨、柴油机推进冰区加强、双底双壳, 有12只货舱与2只污油舱, 可装8种品位货油。设有12台深井货油泵、2台深井污油泵、惰性气体系统、洗舱系统等。             |   |   |   |
|          |  | 16400吨成品油/化学品船   | 50500吨成品油/化学品船  | 29000吨成品油/化学品船   |
| 液化气船     | 双桨、柴油机推进的全压式液化气船, 设有2只液货舱, 2台深井泵, 可装载丙烷、丙烯、丁烯、丁二烯、丁烷、丙丁烷混合气。                               |   |   |   |
|          |  | 半冷半压式液化气船  | 全压式液化气船   | 半冷半压式乙烯液化气船  |
| 散货船      | 单桨、柴油机推进, 设有7个货舱。货舱内设有两行水密门的自卸装置, 可装谷物、煤、铁矿石、盐等散装货物。设有2台纵向传送机, 2台横向传送机, 1台倾斜提升传送机, 水力振动器等。 |  |  |  |
|          |  | 散货船  | 大开口散货船  | 自卸式散货船   |

数据来源: 公司网站, 广发证券发展研究中心

## (2) 沪东中华

沪东中华主营军品、民品、大马力船用柴油机以及钢结构。沪东中华造船(集团)有限公司位于浦东, 生产实体分别是本部公司、上海船厂船舶有限公司、上海江南长兴造船有限责任公司。生产区域分布在上海的浦东、浦西、长兴岛和崇明岛。码头岸线7300米, 拥有系泊码头19座, 30万吨VLCC级干船坞5座, 8座600吨以上龙门式起重机。

- **军船业务:** 大型水面作战舰船、军辅船、电子侦察船等;
- **民船业务:** 主要包括成品油/化学品船、液化气船、集装箱船和散货船等。

表 4: 沪东中华主要业务及代表产品

| 种类          | 产品介绍  | 主要产品示例  |   |   |
|-------------|---|---|---|---|
| 液化天然气(LNG)船 | 在制: 14.7万立方米/蒸汽透平推进型、17.2万立方米/低速柴油机+再液化装置;<br>在研: 16万立方米/电力推进型、17.5万立方米/高效蒸汽透平推进型或电力推进型、22万立方米/电力推进型。 |  |  |  |
|             |   | 14.72万立方米LNG船   | 液化天然气船  | 液化天然气船  |



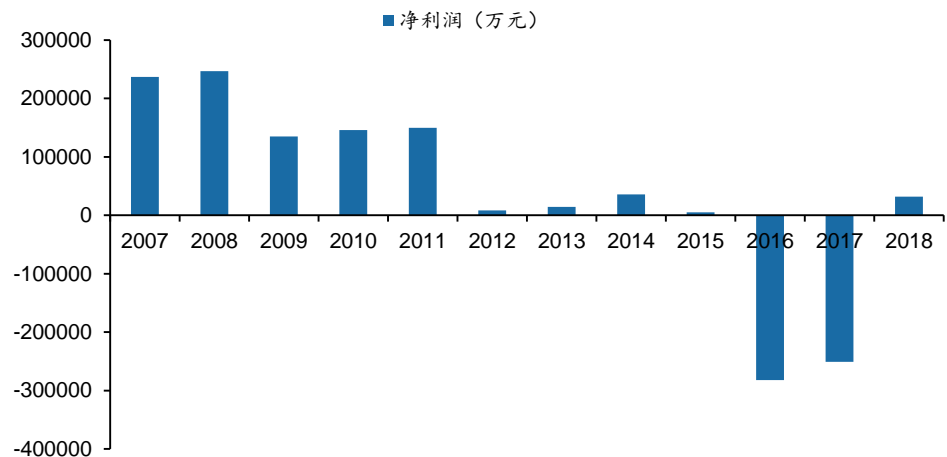
|                      |  |  |  |  |
|----------------------|--|--|--|--|
| <p>液化石油气 (LPG) 船</p> | <p>高技术船舶产品，分别建造了8,400立方米和10,000立方米液化石油气船。</p>  |  <p>4200立方米LPG船</p> |  <p>液化石油气船</p>    |  <p>液化石油气船</p>        |
| <p>集装箱船</p>          | <p>国内领军：上世纪80年代世界最先进的2700TEU冷藏集装箱船；<br/>批量：1714TEU、4250TEU、5688TEU等多型集装箱船进入国际国内市场；<br/>在研：4900/9000/13000TEU等。</p> |  <p>8530箱集装箱船</p>   |  <p>8200吨集装箱船</p> |  <p>4100箱集装箱船</p>     |
| <p>油船</p>            | <p>常规成熟产品，目前主要建造11万吨及以下各型原油/成品油船。</p>  |  <p>71000吨原油轮</p>   |  <p>6300吨油轮</p>   |  <p>油船</p>            |
| <p>散装货船</p>          | <p>“中国沪东型”74500吨巴拿马型散货船至今已获得46艘的订单，成为中国造船史上承接的最大批量的大型运输船型，开发的75000吨、87000吨、76000吨散货船又取得大量订单。</p>                   |  <p>70000吨散货船</p>  |  <p>散货船</p>      |  <p>74500吨散货船</p>    |
| <p>特种船舶</p>          | <p>重吊船、挖泥船、以POD电力推进的1A冰级化学品船、客货船、滚装船、豪华邮轮等。</p>  |  <p>特种船</p>       |  <p>特种船</p>     |  <p>特种船</p>         |
| <p>钢结构工程</p>         | <p>制造了北京京城大厦、全钢结构的大庆电视塔、上海证券大厦、上海香港新世界大厦等高层建筑和南浦、杨浦、徐浦等一批大桥的钢结构工程，陆用电站、地铁盾构、冶金设备和港口机械等产品</p>                       |  <p>证券大厦钢结构</p>   |  <p>杨浦大桥</p>    |  <p>东方明珠电视塔天线桅杆</p> |

数据来源：公司网站，广发证券发展研究中心

### (3) 外高桥造船

外高桥造船是中国最优秀的民船生产商，业绩存在巨大弹性。上海外高桥造船有限公司是中国船舶的全资子公司，是中船集团最重要的民船生产平台，好望角型绿色环保散货轮已成为国内建造最多、国际市场占有率最大的中国船舶出口“第一品牌”。外高桥造船业绩与国际航运市场景气程度紧密相关，在航运景气年度可为中国船舶贡献高额利润，2008年实现净利润高达24.66亿元。

图 3: 外高桥造船历年净利润



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

**外高桥造船产品覆盖面广, 研发能力强。**外高桥造船产品类型覆盖散货轮、油轮、超大型集装箱船、海工钻井平台、钻井船、浮式生产储油装置、海工辅助船等。先后承建并交付了15万吨级、17万吨级、30万吨级海上浮式生产储油装置(FPSO), 标志着我国在FPSO的设计与建造领域已位居世界先进行列。3000米深水半潜式钻井平台是最先进的第6代深水半潜式钻井平台, 作业水深3000米, 钻井深度达10000米, 被列入国家“863”计划项目, 研发能力强大。

#### (4) 广船国际

广船国际是华南地区最大最强的军辅船生产和保障基地, 可设计符合世界各主要船级社规范要求的40万载重吨以下的各类船舶。

- **军船业务:** 华南地区最大最强的军辅船生产和保障基地;
- **民船业务:** 可设计符合世界各主要船级社规范要求的40万载重吨以下的各类船舶, 年造船能力350万载重吨, 在MR、AFRA、VLCC、VLOC型船舶, 以及半潜船, 客滚船、极地运输船等高技术、高附加值船舶和军辅船、特种船等船型方面掌握核心技术。

图 4: 广船国际主要产品



数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

(5) 黄埔文冲

黄埔文冲是华南地区军用舰船、特种工程船和海洋工程的主要建造基地，也是目前中国疏浚工程船和支线集装箱船最大最强生产基地。

- **军船业务：**包括导弹护卫舰、导弹护卫艇、导弹快艇等战斗舰艇等。
- **民船业务：**包括公务船、灵便型散货船、疏浚工程船和支线型集装箱船等；此外，还拥有海洋工程辅助船、自升式钻井平台等海洋工程装备及船舶修理改装等产品和业务。

图 5: 黄埔文冲主要产品



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

集团下属科研院所

中国船舶工业集团下属10家科研院所，其中3家已改制成企业。集团下属科研院所涵盖材料、配套系统、船舶总装等领域，其中部分科研院所已经改制成企业（如第九设计研究院）。

表 5: 中国船舶工业集团下属研究所

| 研究所或简称 | 研究所全称                  | 主营业务（或研究方向）   |
|--------|------------------------|---|
| 611所   | 上海船舶工艺研究所              | 军用舰船、民用船舶和海洋工程建造工艺研究                                |
| 708所   | 中国船舶及海洋工程设计研究院         | 军工业业务（军船、战斗舰艇、辅助舰艇的设计），民品业务（各类船舶、海洋工程装备和船用装备的设计与开发） |
|        | 中船动力研究院有限公司（已改制）       | 船舶动力系统设计创新研发  |
| 6354所  | 九江精密测试技术研究所            | 从事精密测试、精密加工和精密测量                                    |
| 上船院    | 上海船舶研究设计院              | 民用船舶设计  |
| 系统院    | 中船系统工程研究院              | 舰船的作战指挥系统，编队指挥系统，联合作战指挥系统，航母飞机自动着舰系统                |
| 中船九院   | 中国船舶工业第九设计研究院（已改制）     | 工程设计综合、工程勘察综合、规划、环评、工程咨询、工程监理                       |
| 勘察院    | 中船勘察设计研究院（已改制，九院下属研究院） | 工程项目的勘察和监测  |
| 广船院    | 广州船舶及海洋工程设计研究院         | 船舶及海洋工程研究   |

数据来源：集团及以上科研院所官网，广发证券发展研究中心

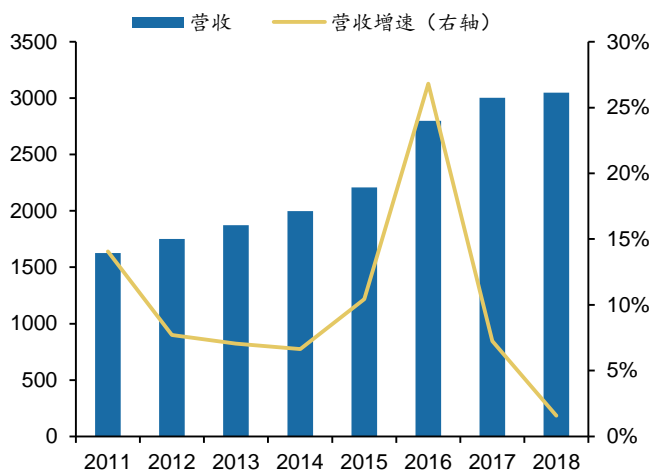
## 中国船舶重工集团

### 集团介绍

中国船舶重工集团是中国最大的造船与修船集团之一。集团承担军民用船舶、船舶动力系统产品的研制和生产，主营业务主要包括船舶制造、船舶修理、船舶装备、科研设计、技术服务等，近年来逐步向船舶相关行业拓展，其物流贸易、金融等业务得到较快的发展。

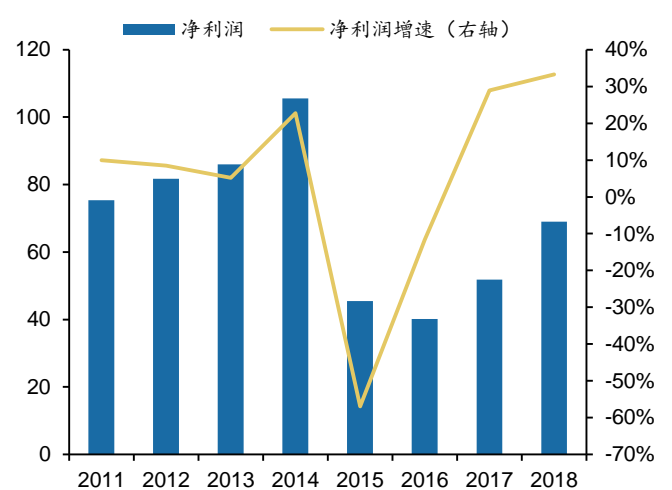
中国船舶重工集团营业收入稳步增长，净利润有所下滑。船舶行业进入低迷期，集团盈利水平有所下滑，集团2018年实现收入3050亿元(+2%)，净利润69亿元(+33%)，5年收入复合增速为11%，净利润复合增速为-10%。

图 6：中国船舶工业集团营收情况



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 7：中国船舶工业集团净利润情况



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

### 集团下属重要资产

#### (1) 大船集团

大船集团是中国为海军建造舰船最多的船厂。成功建造交付了我国第一艘航空母舰“辽宁舰”，目前承担着多型重大的军工项目建造任务，是目前中国海军最重要的合作方和舰船建造基地。

大船集团按照“一总部、三基地”的总体布局，以大连为总部，拥有大连、葫芦岛和山海关三个生产建造基地，并拥有海洋工程装备建造基地、装备制造基地、渔轮和工程船建造基地等专业化产业基地以及钢材加工、舱口盖制作、舾装件制作、船用吊机、甲板机械、爆炸加工等专业化配套基地。资产总额近1100亿元。

- **军船业务：**航空母舰、驱逐舰等大型水面战斗舰船。
- **民船业务：**船舶制造主要包括成品油/化学品船、液化气船、集装箱船、特种船和散货船等；海洋工程主要包括各类钻井平台；船舶改造、修理、拆解；港口



设备等。

图 8: 大船集团主要产品



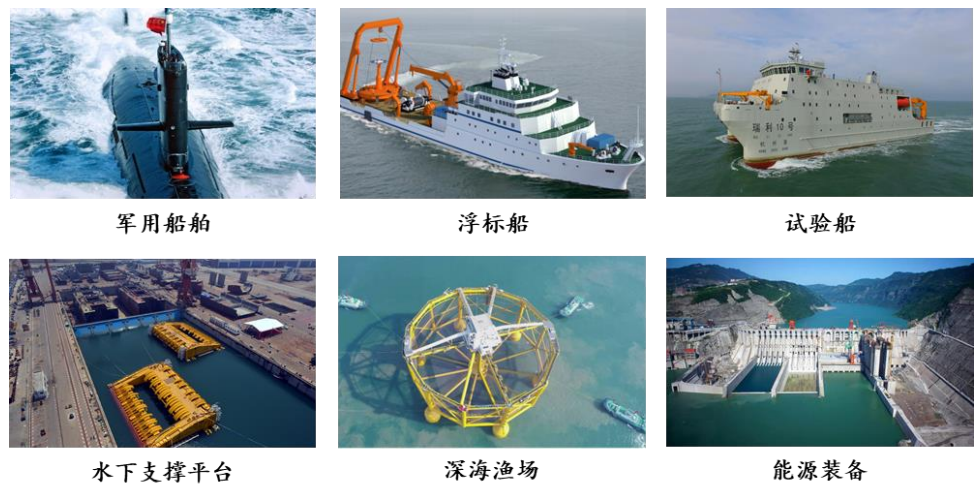
数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

### (2) 武昌造船

武昌造船是我国的水下、水面舰艇制造基地。武船形成了完整的军工建造规范和自主创新的工艺体系, 是我国最主要的公务船、工程船建造基地。

- **军船业务:** 水面战斗舰船, 常规动力潜艇。
- **民船业务:** 船舶制造主要包括公务船、浮标船等; 海洋工程主要包括水下支撑平台、深海渔场等; 船舶改造、修理; 成套设备等。

图 9: 武昌造船主要产品



数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

### (3) 渤海重工

渤海重工是中船重工集团旗下骨干造船企业。公司拥有中国最大的七跨式室内造船台, 30万吨级船坞, 15万吨级半坞式船台, 5万吨级可逆双台阶注水式干船坞, 浮船坞和国内外先进的造船设施和一流设备, 是我国集造船、修船、钢结构加工、冶金设备和大型水电设备制造为一体的大型现代化企业和国家级重大技术装备国产化



研制基地。

### 集团下属科研院所

中国船舶重工集团下属28家科研院所。集团下属科研院所涵盖材料、配套系统、船舶总装等领域。

表 6: 中国船舶重工集团下属研究所

| 研究所或简称 | 研究所全称         | 主营业务(或研究方向)                                  |
|--------|---------------|--|
| 7院     | 中国舰船研究院       | 潜艇以及舰载武器装备、配套设备研究设计                          |
| 12所    | 热加工工艺研究所      | 从事复合材料及相关技术等专业领域的应用技术研究和产品开发                 |
| 76所    | 船舶档案馆         | 收集、整理、保管、鉴定、统计、提供利用船舶工业各类档案资料                |
| 701所   | 中国舰船研究设计中心    | 船舶, 电子及机电一体化                                 |
| 702所   | 中国船舶科学研究中心    | 船舶科学研究                                       |
| 703所   | 哈尔滨船舶锅炉涡轮机研究所 | 海军舰艇的蒸汽动力、燃气动力、燃蒸联合动力、核动力二回路等多个动力专业领域研究      |
| 704所   | 上海船舶设备研究所     | 船舶特辅机电设备研究                                   |
| 705所   | 西安精密机械研究所     | 水下航行体及其发射装置研究设计的总体技术研究                       |
| 707所   | 天津航海仪器研究所     | 船舶导航与操控领域专业技术研究和系统设备供应                       |
| 709所   | 武汉数字工程研究所     | 融数学理论研究、信息技术、计算技术、自动控制于一体, 计算机技术的开发应用        |
| 710所   | 宜昌测试技术研究所     | 海洋工程、磁学专业领域                                  |
| 711所   | 上海船用柴油机研究所    | 柴油机研发及相关动力系统研究                               |
| 712所   | 武汉船用电力推进装置研究所 | 从事舰船电力推进系统及化学电源研制                            |
| 713所   | 郑州机电工程研究所     | 从事机电成套设备研制和工程应用的研究                           |
| 714所   | 中国船舶信息中心      | 船舶工业技术、军民两用技术、行业发展战略、船舶市场经济的研究咨询             |
| 715所   | 杭州应用声学研究所     | 从事声学、光学、磁学探测设备研制                             |
| 716所   | 江苏自动化研究所      | 从事电子信息系统等研制开发                                |
| 717所   | 华中光电技术研究所     | 从事光电探测信息处理、光电系统集成、红外激光技术应用的研究开发              |
| 718所   | 邯郸净化设备研究所     | 从事高能化学、制氢及氢能源的开发、特种气体、精细化工等方面的专业研究设计         |
| 719所   | 武汉第二船舶设计研究所   | 舰船总体研究、设计                                    |
| 722所   | 武汉船舶通信研究所     | 从事通信系统和通信设备研究、制造及通信电子工程开发和设计                 |
| 723所   | 扬州船用电子仪器研究所   | 从事电子工程系统与设备的研制                               |
| 724所   | 南京船舶雷达研究所     | 从事电子信息系统等大型装备研制和生产                           |
| 725所   | 洛阳船舶材料研究所     | 从事舰船材料研制和工程应用研究                              |
| 726所   | 上海船舶电子设备研究所   | 水声对抗系统和反对抗系统、水声导航和海洋开发应用仪器设备的研究与开发           |
| 750所   | 昆明船舶设备研究试验中心  | 海洋工程等研发、试验与建设                                |
| 760所   | 大连测控技术研究所     | 船舶噪声振动检验测试、海洋工程测试研究及海上试验技术服务、工业噪声治理研究、海洋环境研究 |
| 6313所  | 天津修船技术研究所     | 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, 船舶高新产品研制等业务    |

数据来源: 集团及以上科研院所官网, 广发证券发展研究中心

## 投资建议

船舶类标的将受益于集团战略性重组，建议关注：中国船舶（船舶制造）、中船防务（A+H股平台）、中国动力（船舶动力）、中船科技（电子信息）、中国应急（应急装备）等。关注其他军工集团的资产整合情况，建议关注：中航机电、杰赛科技、四创电子、国睿科技等。

## 风险提示

- 1、中船工业集团和中船重工集团战略性重组的具体方案尚未公布，且暂无重组进度安排及时间表。
- 2、上市公司层面的资产整合方案具有不确定性；
- 3、未上市资产注入进度与方案具有不确定性；
- 4、军品订单的下达及收入确认存在波动性。

## 广发军工行业研究小组

赵炳楠：资深分析师，哈尔滨工业大学工学学士和硕士，6年以上军工企业工作经历，4年以上证券从业经历，2015年进入广发证券发展研究中心。

袁晓宣：联系人，海军工程大学国防经济学士和硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。

李炼：联系人，同济大学管理学硕士、同济大学机械设计制造及其自动化学士，2018年进入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。  
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。  
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。  
增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。  
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。  
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

|      | 广州市                           | 深圳市                             | 北京市                     | 上海市                            | 香港                                    |
|------|-------------------------------|---------------------------------|-------------------------|--------------------------------|---------------------------------------|
| 地址   | 广州市天河区马场路<br>26号广发证券大厦35<br>楼 | 深圳市福田区益田路<br>6001号太平金融大厦<br>31层 | 北京市西城区月坛北<br>街2号月坛大厦18层 | 上海市浦东新区世纪<br>大道8号国金中心一<br>期16楼 | 香港中环干诺道中<br>111号永安中心14楼<br>1401-1410室 |
| 邮政编码 | 510627                        | 518026                          | 100045                  | 200120                         |                                       |
| 客服邮箱 | gfyf@gf.com.cn                |                                 |                         |                                |                                       |

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。  
广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。  
广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。  
本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。  
本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。  
研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。  
本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广

发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。