

【天风军工 行业深度报告】船舶行业混改全透视：关注北船科研院所资产证券化与南船主机厂注入弹性

分析师 邹润芳
SAC 执业证书编号：S1110517010004
zourunfang@tfzq.com

联系人 范伊歌 fanyige@tfzq.com



天风证券

【跨界金融服务专家】

证券研究报告
2017.3.30

■ 有部分投资者认为，船舶行业有3个问题对于当前军工二级市场投资产生实质影响：

- 集团混改与资产证券化会何时确切的新落地？
- 南北船合并炒作概念过大，未有实质启动或启动计划时间表。
- 除炒作预期外，上市公司，尤其是民船民品偏多的公司受船舶行业下行与去产能影响到底有多大，是否会直接影响最终业绩？

针对以上问题，本篇报告尝试以两船混改为突破口，通过较为扎实的数据研究结合公开与访谈调研资料，为您带来两船混改全透视，得出目前与接下来一段时间可能的投资机会所在。

■ 我们认为：

1、抛开南北船合并带来的一定炒作概念：北船集团确有较为明确的资产上市与证券化版图（4个产业10大方向），体内外资产较为清晰，按图索骥，关注将继续打造船舶电子信息平台的中电广通（潜在北船12家电子信息类相关院所），久之洋（红外热像与激光测距具核心知识产权与优势产品渠道，军事需求巨大，有望继续受益北船混改）。

继续推荐**中国动力**：公司高性能动力配套成长性与附加值同具，业绩有可能超预期增长，同时仍具备明确的后续动力资产注入预期（公告承诺继续收购的资产、潜在至少5家北船动力业务相关科研院所）。目前公司完成股权激励登记，股价已跌破激励价格，短长期投资机会兼具，看好目标市值向上空间20%+。

南船虽未出详细混改规划，且集团以民品居多盈利性一般，但几个国内主要船厂资产较为优质（江南、沪东两大造船集团，以及中船桂江、中船西江两个有中小型舰船、军辅船业务的船厂），在主力型号驱逐舰、护卫舰与中小水面战舰、高端船舶制造上给竞争对手造成较大压力。

■ 我们认为：

目前南船3家上市公司基本形成各自战略定位，未来中船防务、中国船舶若注入上述主机船厂弹性依然较大，也可在一定程度上缓解未来2-3年预计仍将持续的船舶行业供给侧改革下行拖累。推荐以海洋防务为平台战略的**中船防务**，作为南北船几大主机厂标的之一，资产注入后公司已扭亏为盈，将在未来航母概念催化主题中核心受益。公司目前ps 1.03倍，远低于船舶其他平台级公司（中国重工2.09，中国船舶1.5），公司历史PS低点为2倍左右，目前处于底部买点位置。关注**中船科技**后续资产整合。

2、根据我们的草根调研，一艘船的国家招标会拆分成采购标、设计标、总装标等多个细分环节，南北船往往各占几个标，在产业链各端口相互协作。因此我们认为对于南北船合并，最大的受益并非减少两个集团的潜在竞争，集团内资产资源共享才是关键所在。假若合并完成，对于近年愈加重视非船领域、船配市场的北船集团而言，除科研院所证券化预期外，南船内超过10家的专业从事军民船柴油机、甲板舱室机械产品、航海导航的公司同样与之存在多个业务协同与合作机会。

推荐标的：中船防务、中国动力。关注中船科技、中电广通、久之洋。

风险提示：集团混改进程低于预期；船舶行业持续下行影响公司业绩

目录

CONTENTS

1. 南北船占据中国造船业40%左右份额，军民品侧重与设计总装实力各有千秋
2. 北船混改积极打头阵，展望4个板块10大产业布局，资产证券化率目标翻一倍；南船暂未有明确规划，提出优先选择在纯民品、竞争性强的领域进行积极混改
3. 南北船混改历程：科研院所或船厂优质资产注入+专业类业务平台单独上市+外延并购与内生整合相结合+尝试股权激励突破
4. 北船：中国动力打响院所资产证券化第一枪，多家专业平台纷纷上市
5. 南船：广船并黄埔文冲打造防务大产业，钢构工程剥离原颓势业务转型船舶高科技平台
6. 北船混改与证券化路径分析：依托优势军品采用多元资本运作手段，更多专业类业务平台独立上市、上市公司仍存体外业务相关院所资产注入预期
7. 南船混改与证券化路径分析：军民资产积极整合，多家优质船厂资产有望证券化，软性设计类业务助力产业链完善，不良资产有望剥离
8. 南北船部分体外资产汇总
9. 投资建议

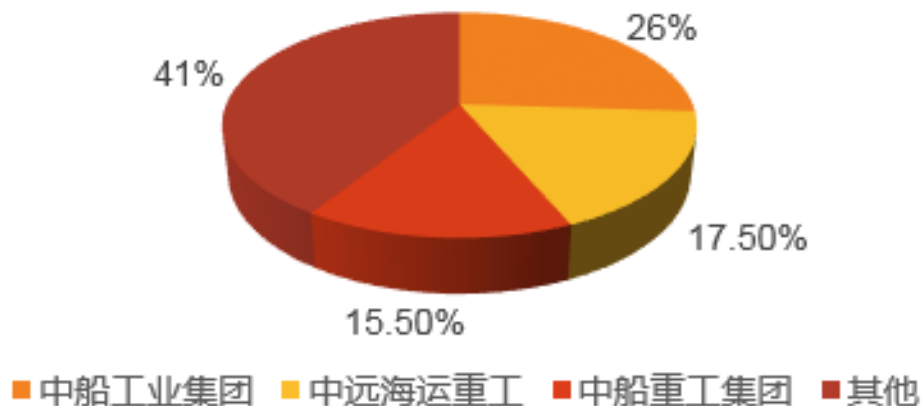
01

南北船占据中国造船业40%左右份额，军民品侧重与设计总装实力各有千秋。

1、南北船占据中国造船业40%左右份额，军民品侧重与设计总装实力各有千秋。

目前国有造船企业包括三大集团，第一是中船工业集团，占到全国份额的26%；第二是中远海运重工占比17%-18%，第三中船重工集团占15%-16%。总体上，北船（中船重工集团）以军工为核心，主要从事海军装备、民用船舶及配套、非船舶装备的研发生产；南船（中船工业集团）资产大多数为民品，形成贯穿船舶造修、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格局。

图 1：南北船历史与当前格局



资料来源：中国船舶在线 天风证券研究所

1、南北船占据中国造船业40%左右份额，军民品侧重与设计总装实力各有千秋。

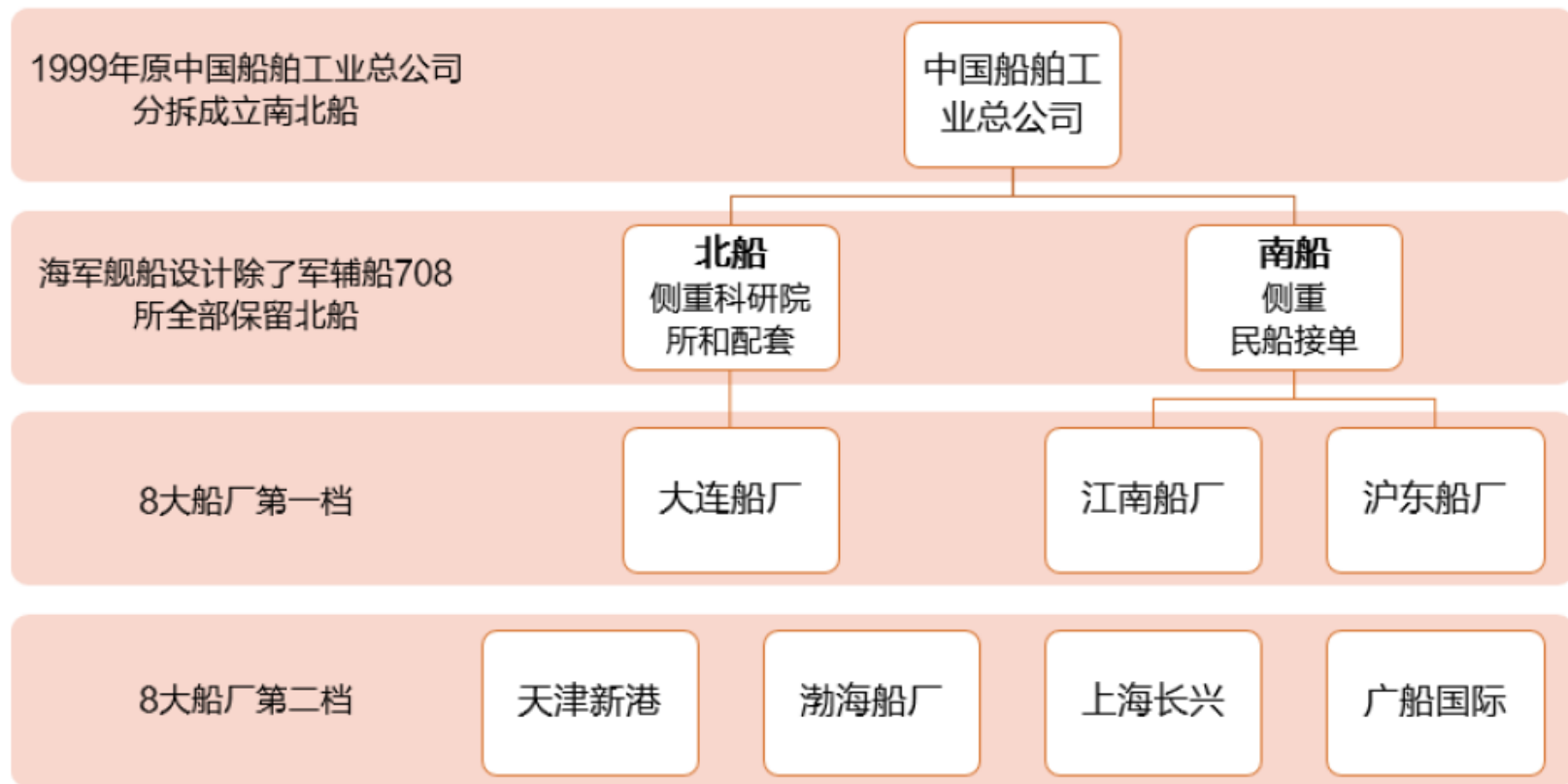
(1) 从**业务侧重**来看，由于集团体内资产分布差异，北船以军工科研院所和船舶配套为主，南船则以民船接单为主，民品占比80%以上。

(2) 从**船舶产业链**来看，南船在民船总装上略占优势，在船舶设计（包括军船民船）上不如北船。在国家船舶招投标时，一艘船舶往往分成采购标、设计标、总装标等多个环节多次招标，因此南北船在竞争同时往往又相互合作搭配。

(3) 从**军工业务**来看，北船以水面舰艇制造与船配产品为主，水面舰艇型号达40余个。业务主要分布在28家科研院所以及大连造船厂（我国水面舰船研制生产实力最强、为海军建造舰船最多的船厂，瓦良格号航母改装与我国首艘国产航母“001”号的研制也在此进行）；南船舰船业务主要分布在2家造船厂：江南、沪东中华造船集团，以及目前已注入中船防务的黄埔文冲造船厂。此外中船桂江、中船西江有小部分中小型水面战舰与军辅船业务。南船生产舰船型号有054、054A型护卫舰、056轻型护卫舰、052型驱逐舰、部分常规潜艇、登陆舰、补给船与海警船等。

1、南北船占据中国造船业40%左右份额，军民品侧重与设计总装实力各有千秋。

图 2：南北船历史与当前格局



资料来源：中船重工集团公开演讲 天风证券研究所

1、南北船占据中国造船业40%左右份额，军民品侧重与设计总装实力各有千秋。

➤ 北船：顺时战略转型拓展高附加值非船领域，盈利反转回升。

2016年在全球船舶订单吨位下跌74.5%的情况下，集团通过优化存量和非船舶领域增量扩张实现营业收入增长23.7%达到3068亿元，利润翻一番达到198亿元，在世界500强企业中排名281名。

中船重工召开2017年度工作会议时明确提出，力争今年实现营业收入、利润总额双增20%。集团公司近年来加大研发投入，科研花费比例一直在5%以上，去年超过5.8%。

2016年集团申请专利4103项，同比增长23.9%。其中，船舶海工、信息电子、动力机电领域申请专利数量占比分别为19.3%、24.1%、33.6%，集团对于高附加值、高科技船舶配套领域及相关新兴产业的重视程度可见一斑。

图 3：中船重工集团财务及业务情况



中国船舶重工集团公司

CHINA SHIPBUILDING INDUSTRY CORPORATION

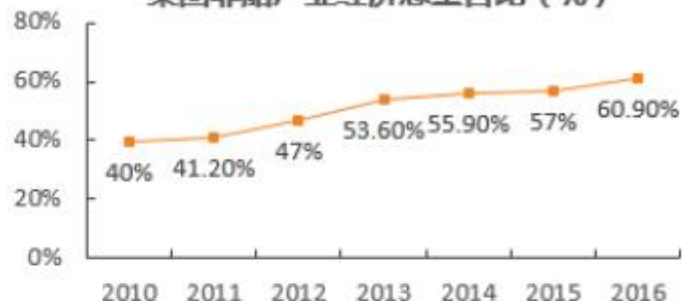
中船重工集团2012-2016Q2财务情况



集团2016年预测值：
 营业收入3068亿元
 净利润198亿元
 总资产5812亿元

集团目前总市值1663.73亿元

集团非船产业经济总量占比 (%)



集团2016半年报各业务占比



集团在世界500强排名稳步提升，2016年排名281位



资料来源：上海清算所、中国银行间交易商协会、中国经济网、天风证券研究所

1、南北船占据中国造船业40%左右份额，军民品侧重与设计总装实力各有千秋。

➤ 南船：我国海军装备建设的中坚和船舶工业的旗舰，15年首次进入世界500强。

2015年中船工业集团实现经济总量同比增长32.7%，营业收入同比增长37.5%达到1897.3亿元，利润总额同比增长54.4%。2016本年度实现营收980亿元，净利润15亿元，同比增长4%。

在建高端产品占比突破50%，新接船舶订单量、手持船舶订单量、船舶完工量三大指标稳居全国第一、世界第二，物流、贸易等现代服务业收入同比增长70.8%，首次进入世界500强，排名349位。

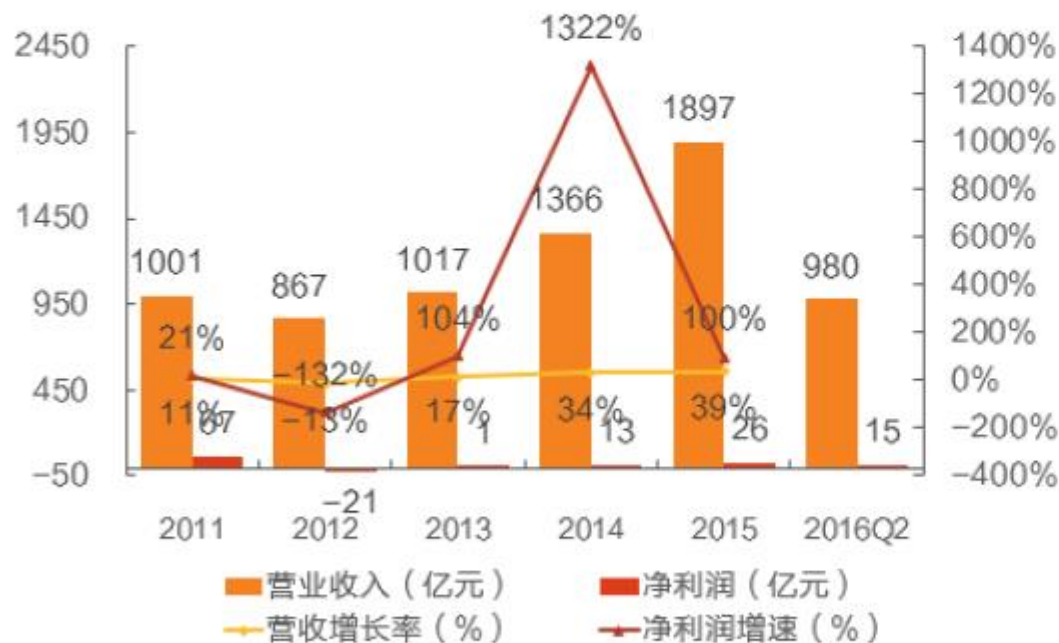
图 4：中船工业集团财务及业务情况



中国船舶工业集团公司

CHINA STATE SHIPBUILDING CORPORATION

中船工业集团2011-2016Q2财务情况



集团非船业务收入及占比



2015年公司业务结构



资料来源：中国银行间交易商协会、天风证券研究所

02

北船混改积极打头阵，展望4个板块10大产业布局，资产证券化率目标翻一倍；南船暂未有明确规划，提出优先选择在纯民品、竞争性强的领域进行积极混改。

2、北船混改积极打头阵，展望4个板块10大产业布局，资产证券化率目标翻一倍；南船暂未有明确规划，提出优先选择在纯民品、竞争性强的领域进行积极混改。

- 中船重工集团(北船)的证券化率已超过50%，目标十三五期间资产化率翻一倍提升至70%左右水平。中船重工董事长胡问鸣曾明确公开集团的资本运作规划：“集团除了大家熟知的海洋防务装备、海洋运输装备、海洋开发装备和海洋科考装备四大类海洋装备外，还有动力、电子信息、水中兵器、军贸物流、新材料、清洁能源、特种装备等四大领域十大产业板块。未来这些产业都将按照专业化板块划分，分板块推进资产证券化”。
- **此外，中船重工上市思路发生转变**，从过去按照整体上市的方式，逐渐成为按板块逐渐上市。对于上市公司，举公司之力一个板块一个板块上市，IPO、借壳等方式均有可能。另外研究所的边角料作为细分市场龙头单位极具吸引力。集团将放手研究所和其它工厂制，让它们自己独立上市，逐步成长，成长到成熟以后集团公司再进行分阶段考虑。

2、北船混改积极打头阵，展望4个板块10大产业布局，资产证券化率目标翻一倍；南船暂未有明确规划，提出优先选择在纯民品、竞争性强的领域进行积极混改。

图 5：中船重工集团十大产业方向



资料来源：公司官网、天风证券研究所

图 6：中船重工集团四大业务板块

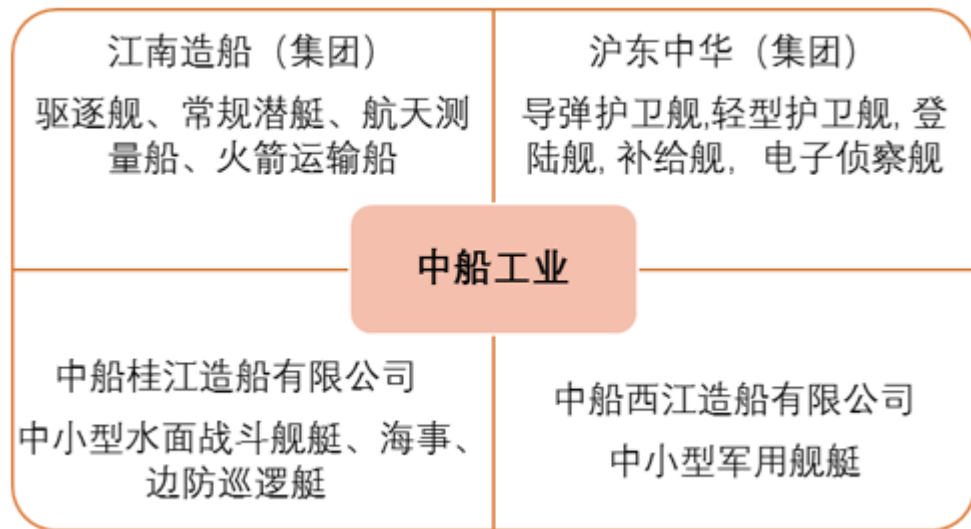


资料来源：公司官网、天风证券研究所

2、北船混改积极打头阵，展望4个板块10大产业布局，资产证券化率目标翻一倍；南船暂未有明确规划，提出优先选择在纯民品、竞争性强的领域进行积极混改。

- 中船工业集团(南船)目前证券化率在30%左右，集团曾提出优先选择在纯民品、竞争性强的领域进行积极混改，但规划方向目前处于保密阶段。
- 总体来看，南船虽然在集团体量、军品占比上较北船有着较大差距，但在民船船舶设计、以及军工业业务占比较大的几家稀缺性主机船厂上仍有很强的竞争力，未来资产证券化弹性较大。

图 7：中船工业集团主要体外船厂资产



资料来源：公司官网、天风证券研究所

03

南北船混改历程：科研院所或船厂优质资产注入+专业类业务平台单独上市+外延并购与内生整合相互结合+尝试股权激励突破。

3、南北船混改历程：科研院所或船厂优质资产注入+专业类业务平台单独上市+外延并购与内生整合相结合+尝试股权激励突破。

- **北船下属院所资产盈利可观，增厚效应明显，是资产证券化最大价值洼地。**中船重工集团下属28家科研院所在舰船装备研发领域市场占有率超过80%。2013年，集团科研院所资产总收入约350亿元，毛利率高达20%-30%，2014年净利润占集团比重达到40%水平。2016年，中船重工集团将7家科研院所下属动力资产装入中国动力（原风帆股份），开创科研院所资产证券化先河。
- **对于中船重工集团下属专业类业务，谋求作为细分领域龙头单独上市。**例如2009年，乐普医疗作为北船研究所下属冠状动脉介入医疗器械龙头上市；2016年，华舟应急、久之洋分别作为集团研究所下属专业应急交通工程业务、红外热像仪，激光测距仪业务平台在创业板上市，借助资本力量，面向市场化做大做强。

图 8：未来可能作为集团板块业务的上市平台

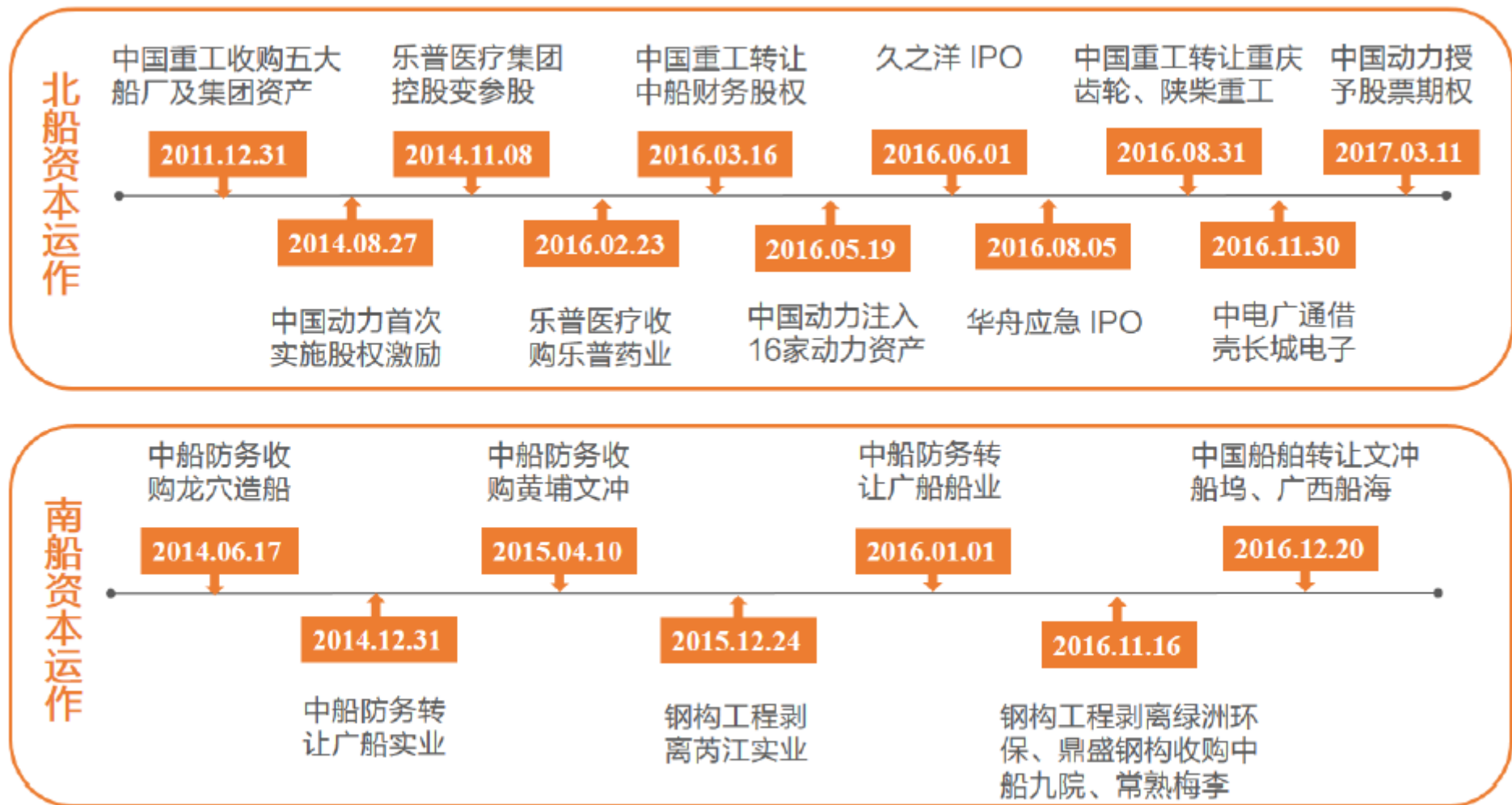
上市公司	公司代码	主营业务	可能板块业务平台
中国重工	601989	最完整，产品门类最齐全的船舶配套设备制造商	船舶与海工装备
中国动力	600482	军用动力系统生产单位	动力装备
乐普医疗	300003	冠脉支架、PTCA球囊导管、中心静脉导管及压力传感器的研发，生产和销售	研究所下属，细分市场上市公司
华舟应急	300527	应急交通工程装备的研发、生产和销售	特种装备
久之洋	300516	红外热像仪、激光测距仪的研发生产和销售	研究所下属，细分市场上市公司
中电广通	600764	船舶电子、水声工程和集成电路卡的模块封装、计算机系统集成和分销	电子信息

资料来源：天风证券研究所

3、南北船混改历程：科研院所或船厂优质资产注入+专业类业务平台单独上市+外延并购与内生整合相结合+尝试股权激励突破。

- **外延并购与内生整合相结合。** 2014年中国重工收购大船集团、武船集团所属大型水面舰船、军用舰艇等军工重大装备总装的生产设计及总装业务及相关资产后，军工军贸收入占比提高到20%以上。2016 中电广通收购长城电子借壳上市，转型船舶电子信息平台，具体产品包括各类军民用水声信息传输装备、水下武器系统专项设备等，以及压载水电源等民品。
- **员工持股是集团进行混合所有制改革的重要推手。** 2016年5月23日，中国船舶重工集团公司经第一届董事会第二次会议审议决定，将中国动力列为2016年实施股权激励计划的试点单位。今年3月22日，中国动力发布公告完成股权激励权益的授予登记工作，授予公司6名高管以及认为应当激励的中层管理人员，核心技术、业务骨干848人股票期权共计1724.10万份。虽然计划获授的公司股票总数不超过公司股本总额的1%，但已然具备很强的里程碑意义。
- **南船证券化针对性较强，围绕三家上市公司定位，多元手段精准搭配。** 目前已有中船防务，中船科技（原钢构工程）2家上市公司尝试混改变革。中船防务（原广船国际）收购黄埔文冲，在公司现有领先的军辅船市场份额基础上，进一步扩展到多类护卫舰艇和辅助舰艇等。钢构工程收购中船九院，由大型钢结构为主的制造端顺时转型船舶高附加值的设计、勘察、工程总承包等环节，并以舰船通道系统的设计总承包领域为突破口，尝试工业技术军民融合。

图 9：南北船集团资本运作时间轴



资料来源：Wind、天风证券研究所

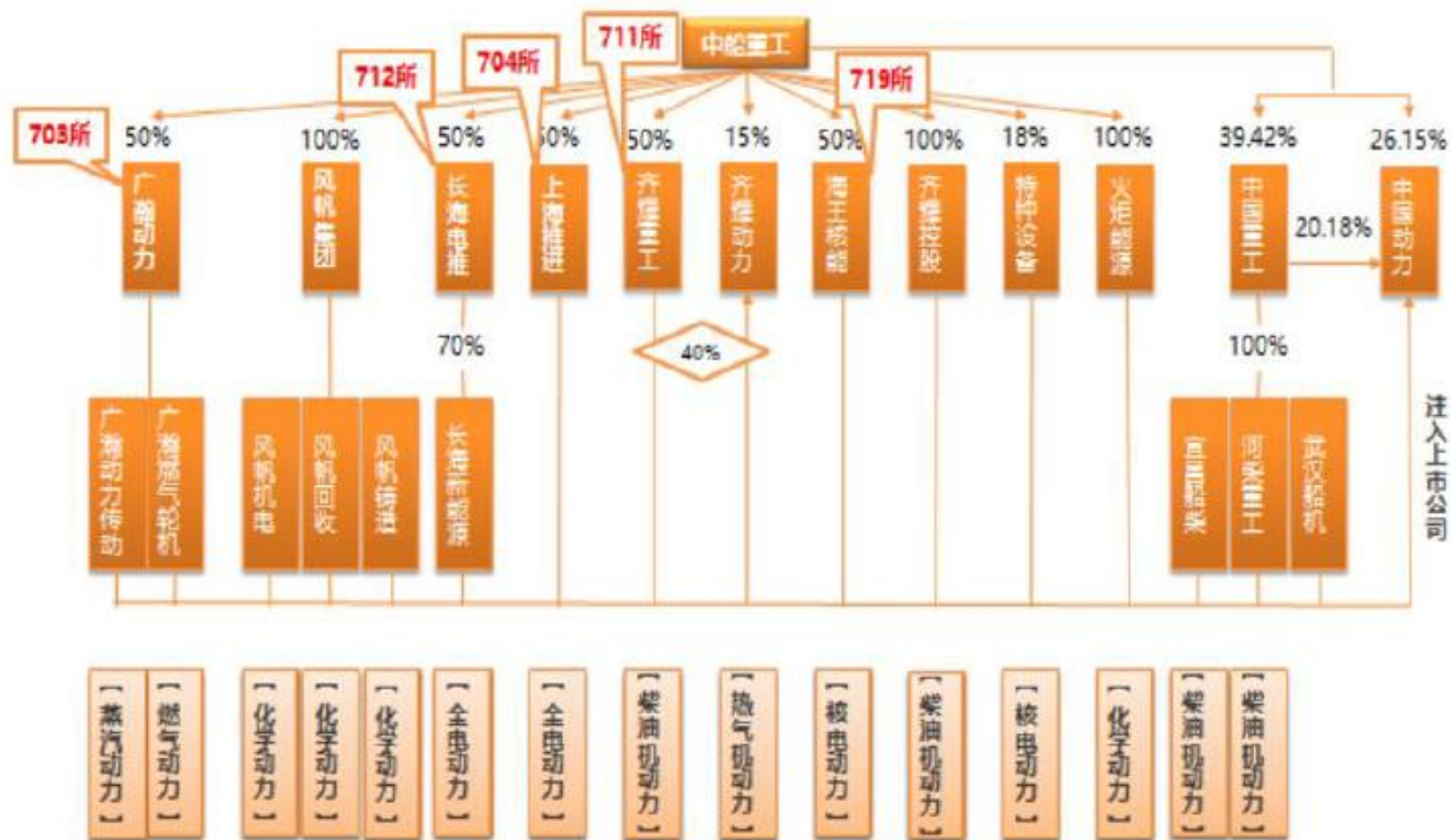
04

**北船：中国动力打响院所资产证券化第一枪，
多家专业平台纷纷上市**

4、北船：中国动力打响院所资产证券化第一枪，多家专业平台纷纷上市

- 按照“分板块上市”思路，集团目前已打造出海洋装备制造板块的上市平台中国重工、机动力板块的上市平台中国动力，以及久之洋、华舟应急、乐普医疗三家细分行业龙头公司。
- 其中中国动力注入北船7家科研院所下属动力资产，打响军工科研院所资产证券化第一枪，在原有铅酸蓄电池业务基础上全面转型动力集成大平台，正逐步从汽车、船舶动力向海洋核动力、潜艇等水中武器动力电池等高端配套领域转型。
- 公司在2016年顺利完成整合，今年各动力板块或超预期大幅增长，募投项目在18-19年集中爆发带动军品十三五价值量有望大幅翻番，在集团混改与南北船合并趋势下仍存体外优质动力资产注入预期。

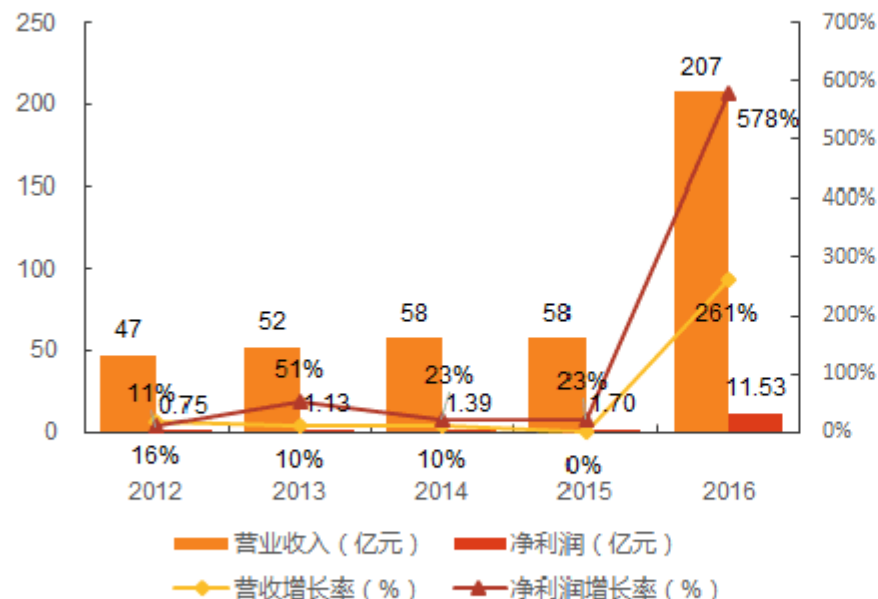
图 10：公司资本运作图



资料来源：公司公告、天风证券研究所

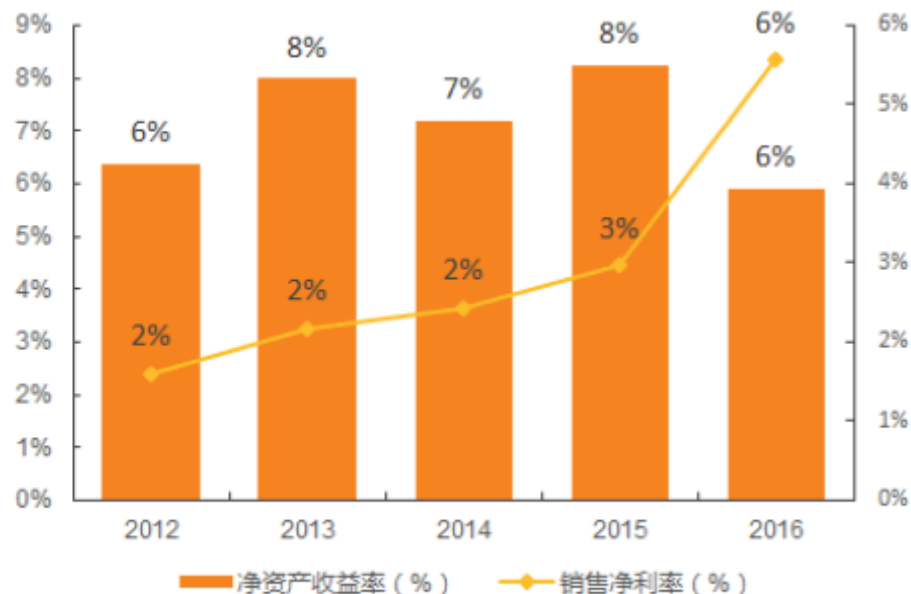
4、北船：中国动力打响院所资产证券化第一枪，多家专业平台纷纷上市

图 11：中国动力 2012-2016 营收与净利润趋势图（亿元）



数据来源：wind、天风证券研究所

图 12：中国动力 2012-2016ROE 与销售净利率趋势图



数据来源：wind、天风证券研究所

图 13：中船重工集团混改梳理

年份	改革主体	改革措施	具体内容	效果与评价
2014	中国动力	境外注册	在法国、德国、西班牙、英国、意大利五个国家成功注册	它使公司商标权益在上述五国得到了法律保护，并且为公司拓展海外业务奠定了良好基础。
2015		并购重组	资产注入广瀚动力、上海推进、齐耀重工、齐耀动力、长海电推、长海新能源、海王核能、特种设备、武汉船机、齐耀控股、宜昌船柴、河柴重工、风帆回收、风帆机电、风帆铸造	中国动力业绩显著改善，2016年度实现归母净利润1073249万元，比上年同期增长16.23%。
2016		股权激励	激励对象人数854人，授予的股票期权数量为1,724.10万份，分三期行权	
2011	中国重工	并购重组	大船重工 100%的股权、渤船重工 100%的股权、北船重工 94.85%的股权和山船重工 100%的股权	通过积极经营与股权投资收益，预计 2016 年年度经营业绩与上年同期相比，将实现扭亏为盈，实现归属于上市公司股东的净利润 50,000 万元到 70,000 万元之间。
2015		并购重组	以资产认购风帆股份股权持有的中船重工财务有限责任公司 18.44%股权转让给中国船舶重工集团公司	
2015		股权转让		
2017		布局海外	于2017年1月13日在香港设立全资子公司	

资料来源：wind、天风证券研究所

图 14：中船重工集团混改梳理

年份	改革主体	改革措施	具体内容	效果与评价
2015	中电广通	资产转让	拟转让所持有参股公司中国有线电视网络有限公司10.99%的全部股权	剥离不良资产，2016年营业收入较上年同期预计增长20%-23%，约46,360-47,520万元，本期利润也随之上升。
2016		资产转让	出售北京中电广通科技有限公司95%的股权	
2016		控股更替	控股股东由中国电子变为中国重工	
2016		出售资产	以现金形式出售中电智能卡58.14%股权与所持中电财务13.71%股权	
2016	大连船舶重工 天津新港船舶重工	合并重组	天津新港船舶重工将成为大连船舶重工子公司	重组后6家船厂的生产会按照吨位船型变得更加专业化，能在船厂数量减少规模不变的情况下，让船厂变得更加专业高效，做大做强。
2016	渤海船舶重工 山海关船舶重工	合并重组	山海关船舶重工将成为渤海船舶重工子公司	
2016	青岛北海船舶重工 青岛武船重工	合并重组	青岛北海船舶重工将成为青岛武船重工的子公司	

资料来源：wind、天风证券研究所

05

南船：广船并黄埔文冲打造防务大产业，钢构工程剥离原颓势业务转型船舶高科技平台

5、南船：广船并黄埔文冲打造防务大产业，钢构工程剥离原颓势业务转型船舶高科技平台

- 南船旗下三大上市公司：中船防务、中船科技、中国船舶。
- 中船防务收购龙穴和黄埔文冲后，转型成为中船集团旗下大型综合性海洋与防务装备企业集团，并大幅提升了经营接单和交船能力以及营收规模。
- 中船科技并入中船九院、常熟梅里等优质资产，同时剥离不良资产，成功转型以船舶设计、勘察、工程承包为主的高科技业务平台。
- 中国船舶主业以民船造修为主，在船舶行业持续供给侧改革态势下，尚未走出低谷。

图 15：中船工业集团上市公司备考总资产

代码	名称	备考总资产 (亿元)
600150.SH	中国船舶	517.00
600685.SH	中船防务	509.10
600072.SH	中船科技	79.20
	合计	1105.30

资料来源：wind、天风证券研究所

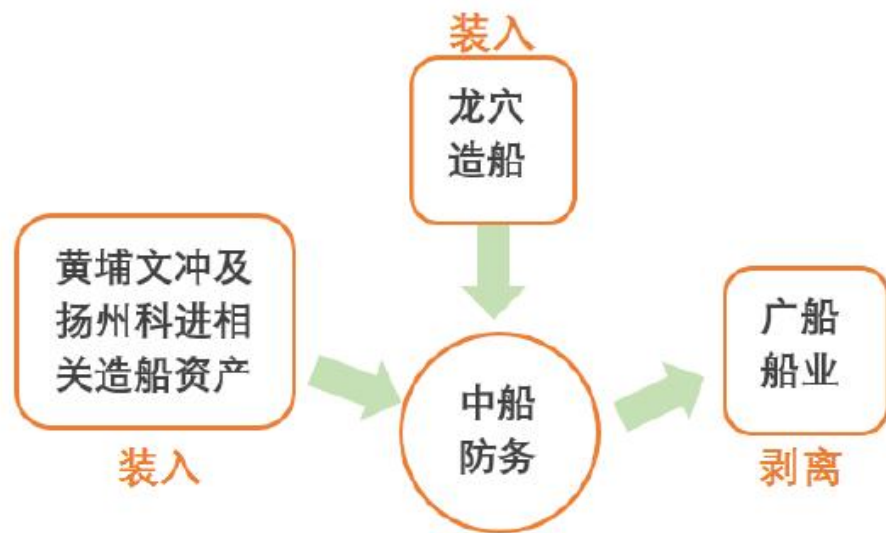
5、南船：广船并黄埔文冲打造防务大产业，钢构工程剥离原颓势业务转型船舶高科技平台

图 16：中船科技资产剥离装入图



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 17：中船防务资产剥离装入图



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 18：中船工业集团混改梳理

年份	改革主体	改革措施	具体内容	效果与评价
2012	中船防务	引入外资	与日本兵神公司共同出资设立从事船用泵和油水分离器产品的合资公司	公司成为了南船旗下主要的军船上市平台，2016年三季度报公司总资产为5091487.1万元，比上年度增长3.92%。
2014		并购重组	完成收购龙穴造船100%股权	
2015		并购重组	完成收购黄埔文冲100%股权，以及购买扬州科进持有的相关造船资产	
2016		资产转让	转让广船国际全资子公司广州广船船业有限公司100%股权	
2014	中船科技	对外投资	全资成立上海瑞宿企业发展有限公司	通过并购投资，实现产业链的完善，有助于上市公司实施转型升级、增强公司的核心竞争力、提升盈利能力和发展空间。
2015		出售资产	将持有的上海芮江实业有限公司100%股权在上海联合产权交易所公开挂牌出让	
2016		并购重组	购买中船集团持有的中船九院100%股权，购买常熟聚沙持有的常熟梅李20%股权	

资料来源：wind、天风证券研究所

06

北船混改与证券化路径分析：依托优势军品采用多元资本运作手段，更多专业类业务平台独立上市、上市公司仍存体外业务相关院所资产注入预期

6、北船混改与证券化路径分析：依托优势军品采用多元资本运作手段，更多专业类业务平台独立上市、上市公司仍存体外业务相关院所资产注入预期

- 未来仍需要4~5家上市平台，IPO与借壳皆有可能：按照中船重工集团旗下资产按四大领域十大板块逐渐上市，每个板块都有控股型上市公司的规划。
- 目前集团共6家上市公司，未来仍将有4-5家上市平台。
- 包括清洁能源（尤其是光热发电、氢能开发与制氢技术的大力开发应用）、水下攻防装备、特种气体、智慧城市等多个集团板块有望资本化上市。

6、北船混改与证券化路径分析：依托优势军品采用多元资本运作手段，更多专业类业务平台独立上市、上市公司仍存体外业务相关院所资产注入预期

图 19：中船重工集团板块介绍

板块名称	主要内容
水下攻防装备板块	建设中国海上长城。海洋利益的扩充要求增加海上防御，有些是看的见的，看不见的更重要。几十年来技术已经很成熟，水下攻防是海洋战略和信息化的结合体。
新能源	集团公司瞄准困难地区，目前正在自治区进行一些业务上的沟通，下一步计划在西藏建造光热电站。光热电站就是用燃气轮（能）机，现在在中国动力，可以销售给一家能源公司。运用燃气能机的技术做光热发电，解决西藏阶段性供电不足，也服务于边疆同时收入。把一些产品富裕的生产能力有效利用起来。
特种气体	来源于潜艇技术的转化，发挥它的专业优势，发展制氢及氢能源的开发，核电消氢、空气净化、医用制氧，特种气体的专业设计搭建特种气体上市平台。
智慧城市	集团有8家电子类公司，已有多家科研院所开展智慧城市不同类别解决方案，集团准备整合这些公司作为上市公司。不合适的话也可通过产业基金投资，合适的时候上市。

资料来源：中证网，天风证券研究所

6、北船混改与证券化路径分析：依托优势军品采用多元资本运作手段，更多专业类业务平台独立上市、上市公司仍存体外业务相关院所资产注入预期

基于上市公司战略定位的后续科研院所优质资产注入与整合。

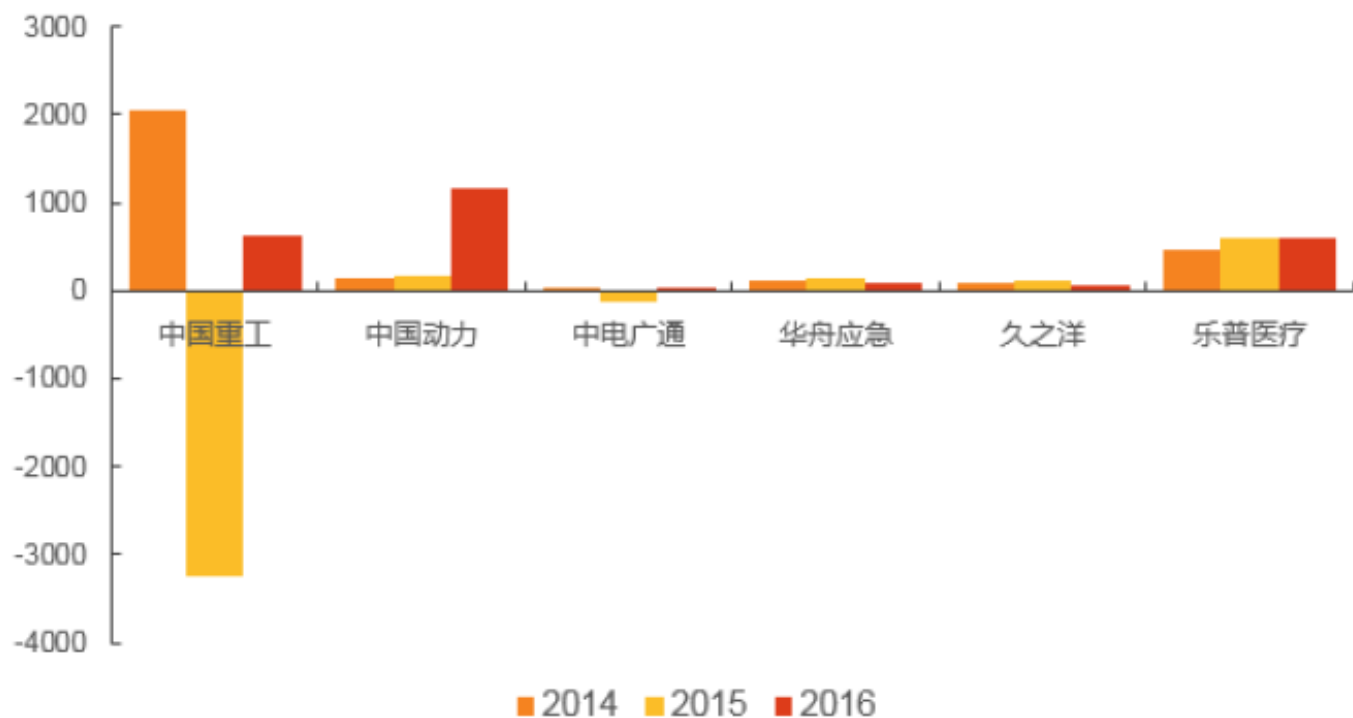
(1) 中国动力是重要的集团动力资产整合平台，未来还会按照专业化的方向进一步整合；
(动力装备、特种装备、海工装备类相关703、704、711、712、719等至少5家院所)

(2) 中电广通则是重点打造的海洋及舰船电子信息板块上市平台，随着信息化产研一体的装入，将会成为打造海上长城重要平台，拥有较大弹性。根据官网资料，北船体外依然存在5家以上船舶电子类研究院所，注入预期持续。(北船电子信息类相关707、709、710、715、716、717等至少13家院所)

(3) 久之洋(红外热像与激光测距具核心知识产权与优势产品渠道，军事需求巨大，有望继续受益北船混改)

军转民拓展。 1、风机制造，集团有军舰电机产品的技术优势，能够把风机做得更好；2、潜艇，航天飞船空气净化技术民用化等。

图 20：中船重工 A 股上市公司净利润（百万元）：2014-2016 年



	中国重工	中国动力	中电广通	华舟应急	久之洋	乐普医疗
2014	2049.92	138.84	18.19	105.35	93.1	452.24
2015	-3248.29	170.08	-121.46	135.89	119.81	595.99
2016	626.75	1153.36	29.52	82.25	52.13	591.31

备注：因数据缺失，除中国动力之外，其他2016年数据皆为前三季度数据。

资料来源：wind、天风证券研究所

07

南船混改与证券化路径分析：军民资产积极整合，多家优质船厂资产有望证券化，软性设计类业务助力产业链完善，不良资产有望剥离

7、南船混改与证券化路径分析：军民资产积极整合，多家优质船厂资产有望证券化，软性设计类业务助力产业链完善，不良资产有望剥离

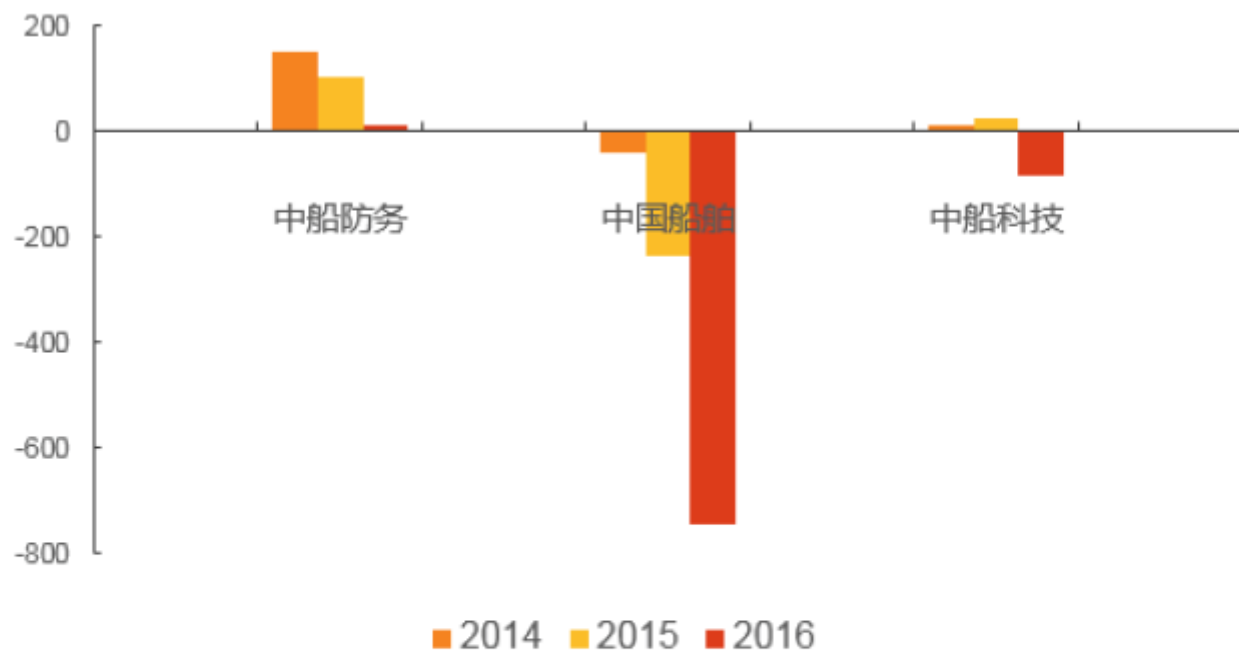
中船工业现有**中国船舶、中船防务、中船科技**三大资产整合平台，上市公司体外集团优质资产包括**江南造船厂、沪东中华造船厂**等及其他科研院所等优质资产。

(1) 中船防务收购黄埔文冲后扭亏为盈小幅改善，中国船舶民品居多尚未走出低谷，我们预计假若未来南船旗下江南、沪东2家优质造船资产注入这两家上市平台，将对公司业绩增厚起到直接的效果，通过向海洋防务装备转型、加码军工而获得更高溢价。（江南、沪东中华两大造船集团、中船桂江、中船西江两个涉及部分中小型水面战舰与军辅船的船厂）

(2) 中国船舶军品突破：中速机（用于军舰电厂电站，核电应急发电机组）：（中船动力研究所有限公司、中船动力有限公司、沪东重机有限公司等）

(3) 中船科技并入第一家改制的科研院所中船九院，成功转型船舶高科技业务平台，定位已比较清晰，预计未来软性船舶服务类业务仍有注入预期，帮助产业链进一步完善。（中国船舶及海洋工程设计研究院、上海船舶研究设计院（SDARI）、广州船舶及海洋工程设计研究院等）。

图 21: 中船工业 A 股上市公司净利润 (百万元); 2014-2016 年



	中船防务	中国船舶	中船科技
2014	150.43	-40.37	11.79
2015	103.9	-233.74	23.99
2016	12.45	-746.62	-84.04

备注: 因数据缺失, 2016年数据皆为前三季度数据。

资料来源: wind、天风证券研究所



南北船部分体外资产汇总

8、北船部分体外船舶公司情况

图 22：中船重工集团体外派出机构汇总

	名称	行业	军品	经营状况	资质
派出机构	大连船舶工业公司 (集团)	船舶工程、海洋工程、桥梁钢结构等工程承包；船舶材料、船用锅炉工程产品制造；贸易、劳务、信贷、餐饮	导弹驱逐舰、导弹潜艇、军舰、油水补给船等	公司2016年营业收入完成年计划的117%，同比增长20%；利润总额完成年计划的111%，同比增长13.1%。2017年计划营业收入和利润总额增长20%。资产总额近1000亿元，年营业收入超过200亿元	GJB9001A军品质量管理体系认证证书；国防科工委武器装备科研生产许可证和总装备部颁发的装备承制单位资格证书
	西安船舶设备工业公司	大功率中高速柴油机、煤炭机械、发电机、电力电子设备、烟草输送设备、石油测井仪器	水中兵器、军船动力	2009年,公司实现工业总产值60亿元，利润3.3亿元	
	武汉船舶工业公司	生产、经营船舶及配套机电设备、舰艇修理和拆船业务；工程总承包	军工：新型潜艇；军贸：扫雷舰、护卫舰、巡逻艇、运输船	实收资本1219万元，2015年分红45万元	GJB/Z9002-96质量体系认证
	重庆船舶工业公司	集船、机、仪、电、基础件生产于一体的军民结合的船舶及船舶配套产品基地。	军用船舶及船舶配套产品	公司总资产近300亿元，经济总量200亿元，拥有主要生产设备2万余台（套），高精尖设备近2000台（套），2015年实现营业收入200余亿元。	GJB9001A-2001
	天津船舶工业公司	船舶制造与修理配套服务、船舶配件批发、贸易、技术咨询等业务	船舶制造与修理配套服务	实收资本1000万	

资料来源：公司官网、百度百科、集团公司票据募集说明书、天风证券研究所

8、北船体外科研究所汇总

图 23：中船重工集团“四大板块十大产业方向”体外资产汇总

		名称	行业	业务	经营状况	资质
海洋装备产业板块	船舶与海工装备	天津修船技术研究所 (6313)	技术与服务	激光技术研究, 船舶设计 研制修造	实收资本812.49万元, 分红33 万元	国家二级保密资格单位证书, ISO9001质量认证证书, 武器装备科研生产许可证书
		中国船舶研究设计中心 (701)	造修船与工程	高性能船舶、准军事船舶、 海洋工程	实收资本105882万元, 分红 168万元	
		中国船舶科学研究中心 (702)	技术与服务	特种船舶、援潜救生设备、 船舶抗爆研究等	实收资本5324万元, 分红 2150万元	
		武汉第二船舶设备研究所 (719)	船舶配套	高性能船舶军品设计、船 舶工程总承包及配套	实收资本103620万元, 分红 3440万元	
		大连测控技术研究所 (760)	技术与服务	船舶噪声振动检验检测、 海洋工程测试研究等	实收资本105538万元, 分红 126万元	

资料来源：公司官网、百度百科、集团公司票据募集说明书、天风证券研究所

8、北船体外科院所汇总

图 23：中船重工集团“四大板块十大产业方向”体外资产汇总

		名称	行业	业务	经营状况	资质
海洋装备产业板块	水中装备	中国舰船研究院（第七研究院）	造修船与工程	舰艇潜艇、水中兵器	实收资本45110万元，分红1637万元	装备承制单位资格证书、武器装备科研生产许可证、海军装备质量管理体系合格证书、武器装备质量管理体系认证证书、国家一级保密资格证书等资质证书
		中国船舶科学研究中心（702）	技术研究与服务	潜水器、援潜救生设备	实收资本5324万元，分红2150万元	
		西安精密机械研究所（705）	船舶配套	水中兵器及其发射装置研究设计	实收资本65821万元，分红2457万元	
		邯郸净化设备研究所（718）	船舶配套	高能化学、水中兵器燃料	实收资本61170万元，分红4911万元	
		昆明船舶设备研究试验中心（750）	船舶配套	水下特种装备、深水探测、检测打捞	实收资本62008万元，分红1457万元	

资料来源：公司官网、百度百科、集团公司票据募集说明书、天风证券研究所

8、北船体外科研究所汇总

图 23：中船重工集团“四大板块十大产业方向”体外资产汇总

		名称	行业	业务	经营状况	资质
海洋装备产业板块	动力装备	中国舰船研究院（第七研究院）	造修船与工程	舰船动力	实收资本45110万元，分红1637万元	装备承制单位资格证书、武器装备科研生产许可证、海军装备质量管理体系合格证书、武器装备质量管理体系认证证书、国家一级保密资格证书等资质证书
		哈尔滨船舶锅炉涡轮机研究院（703）	船舶配套	军船燃机轮机，蒸汽轮机	2014年营收212631万元，净利润16515万元	
		上海船用柴油机研究所（711）	船舶配套	柴油、热气机及动力集成、船舶机舱自动化等	实收资本51446万元	
		武汉船用电力推进装置研究所（712）	船舶配套	舰船电力推进、潜艇&鱼雷动力电池	实收资本88575万元，分红3419万元	

资料来源：公司官网、百度百科、集团公司票据募集说明书、天风证券研究所

8、北船体外科院所汇总

图 23：中船重工集团“四大板块十大产业方向”体外资产汇总

		名称	行业	业务	经营状况	资质
机电装备产业板块	特种装备	上海船舶设备研究所 (704)	船舶配套	舰船特种机电,辅机,甲板,防污染,消磁,测试设备	2014年营收226580万元, 净利润15246万元	武器装备承制单位注册证书、武器装备科研生产单位一级保密资格认证证书
		邯郸净化设备研究所 (718)	船舶配套	特种装备、电子特气材料、精细化工、空气净化、安防等		
		昆明船舶设备研究试验中心 (750)	船舶配套	水下特种装备、深水探测、检测打捞	实收资本62008万元, 分红1457万元	
	交通运输	哈尔滨船舶锅炉涡轮机研究院 (703)	船舶配套	军船燃机轮机, 蒸汽轮机、船舶、工业动力设备, 石油, 环保工程等	2014年营收212631万元, 净利润16515万元	
		上海船舶设备研究所 (704)	船舶配套	舰船机电,辅机,甲板,防污染,消磁,测试	2014年营收226580万元, 净利润15246万元	武器装备承制单位注册证书、武器装备科研生产单位一级保密资格认证证书
		郑州机电工程研究所 (713)	船舶配套	机电成套设备研制和工程应用	实收资本42354万元, 分红2922万元	

资料来源：公司官网、百度百科、集团公司票据募集说明书、天风证券研究所

8、北船体外科院所汇总

图 23：中船重工集团“四大板块十大产业方向”体外资产汇总

		名称	行业	业务	经营状况	资质
战略新兴产业板块	电子信息	中国舰船研究院（第七研究院）	造修船与工程	电子、宽带传输、超导磁体等	实收资本45110万元，分红1637万元	装备承制单位资格证书、武器装备科研生产许可证、海军装备质量管理体系合格证书、武器装备质量管理体系认证证书、国家一级保密资格证书等资质证书
		天津航海仪器研究所（707）	船舶配套	舰船导航及操纵控制系统研究生产	实收资本87760万元，分红5252万元	GJB9001A-2001质量体系认证和二方认定，国家一级保密资格单位
		武汉数字工程研究所（709）	技术研究与服务	舰船电子工程技术研究等、信息指挥系统、计算机网络软件工程技术等	实收资本72219万元，分红3233万元	
		宜昌测试技术研究所（710）	技术研究与服务	涉密信息系统、数字磁罗盘、巨磁电阻、磁技术、IT技术、	实收资本52878万元，分红2095万元	
		杭州应用声学研究所（715）	船舶配套	水声强军装备研制、光纤传感和监测	实收资本56823万元，分红3162万元	
		江苏自动化研究所（716）	船舶配套	综合电子信息系统、控制器件、智能交通管理系统、网络系统集成、通信导航及定位系统、嵌入式系统及软件等	实收资本102349万元，分红4521万元	

资料来源：公司官网、百度百科、集团公司票据募集说明书、天风证券研究所

8、北船体外科院所汇总

图 23：中船重工集团“四大板块十大产业方向”体外资产汇总

		名称	行业	业务	经营状况	资质
战略新兴产业板块	电子信息	华中光电技术研究所 (717)	船舶配套	天文导航、潜用光电装备、舰船光电	实收资本49674万元，分红4807万元	
		武汉船舶通信研究所 (722)	船舶配套	数据通信、通信对抗、舰船内部通信等、特殊天线、信息安全设备	实收资本66510万元，分红4126万元	
		扬州船用电子仪器研究所 (723)	船舶配套	先进水平大型电子系统工程产品装备、仿真测试、船用电器、计算机网络	实收资本63088万元，分红1802万元	通过GJB9001B-2009质量管理体系认证
		南京传播雷达研究所 (724)	船舶配套	国防装备电子信息系统大型装备研制	实收资本36542万元，分红2880万元	
		上海船舶电子设备研究所 (726)	船舶配套	水声电子、军用电连接器、LED半导体照明	实收资本40867万元，分红1497万元	
		大连测控技术研究所 (760)	技术服务	船舶噪声振动检验检测、海洋工程测试研究等	实收资本105538万元，分红126万元	

资料来源：公司官网、百度百科、集团公司票据募集说明书、天风证券研究所

图 23：中船重工集团“四大板块十大产业方向”体外资产汇总

		名称	行业	业务	经营状况	资质
战略新兴产业板块	新能源	西安精密机械研究所 (705)	船舶配套	新能源、节能、环保等高技术产业	实收资本65821万元，分红2457万元	
		上海船用柴油机研究所 (711)	船舶配套	节能环保设备、电站工程、能源服务	实收资本51446万元	
		江苏自动化研究所 (716)	船舶配套	电源、风电整机及变桨控制系统	实收资本102349万元，分红4521万元	
		邯郸净化设备研究所 (718)	船舶配套	高性能净化产品	实收资本61170万元，分红4911万元	
	新材料	天津修船技术研究所 (6313)	技术研究与服务	激光技术研究，船舶设计研制修造	实收资本812.49万元，分红33万元	国家二级保密资格单位证书，ISO9001质量认证证书，武器装备科研生产许可证书
		江苏自动化研究所 (716)	船舶配套	塑料异型材、板片材等	实收资本102349万元，分红4521万元	
		洛阳船舶材料研究所 (725)	技术研究与服务	船体结构特种材料研究，特种材料铸锻件	实收资本760774万元，分红18037万元	
		热加工工艺研究所 (12)	技术研究与服务	复合材料及成型技术、表面强化技术等专业领域的应用技术研究和产品开发、舰船系列零部件、特种热加工	实收资本9433万元，分红168万元	GJB9001A-2001

资料来源：公司官网、百度百科、集团公司票据募集说明书、天风证券研究所

8、北船体外科院所汇总

图 23：中船重工集团“四大板块十大产业方向”体外资产汇总

		名称	行业	业务	经营状况	资质
现代服务板块	军贸物流	中国船舶研究设计中心 (701)	技术研究与服务	军贸	实收资本105882万元，分红168万元	
		中国船舶重工国际贸易有限公司	技术研究与服务	业务范围涵盖船舶系统内、系统外和国际三个市场，不断做强做大钢材、有色、非金属、机电设备经营等主营业务	集团贸易业务2015年度营业收入13.62亿元，2016年1-9月3.19亿元	
		中船重工物资贸易集团有限公司				
	金融服务	中国船舶资本有限公司	技术研究与服务	利用海外融资平台，为有资金需求的成员单位提供融资租赁、投资咨询等金融服务	注册资本金31亿人民币	在香港特别行政区注册
	其他	技术档案馆 (76)	技术研究与服务	船舶工业各类档案资料鉴定归档整理统计	实收资本5380万元，分红1万元	
		船舶信息研究中心 (714)	技术研究与服务	综合性科技情报、舰船技术信息研究和服务	实收资本3510万元，分红434万元	

资料来源：公司官网、百度百科、集团公司票据募集说明书、天风证券研究所

8、南船部分体外造船厂资产汇总

图 24：中船工业集团体外主要船厂资产汇总

	名称	行业	军品	经营状况	资质
造修船厂	江南造船（集团）	军工产品，船舶设计开发修造、机电、钢结构	052型驱逐舰,宋级潜艇,远望号,向阳红10	截至2015.3.31总资产239.31亿元，2014年收入138.86亿元，2013年净利润1.6亿元	
	沪东中华（集团）	军民用船舶，船用柴油机和大型钢结构	导弹&轻型护卫,登陆,补给,电子侦察舰	截至2015年总资产达到421.49亿元，2016年销售收入230亿元	GJB9001A-2001军品质量认证
	中船桂江造船有限公司	船舶制造及修理；钢结构件制造、加工	中小型水面战斗舰艇、海事、边防巡逻艇		
	中船西江造船有限公司	船舶、钢结构、压力容器、港口机械、重型机械化桥，钢结构公路桥	中小型军用舰艇	2016年营收61亿元，净利润-1.6亿元。	

资料来源：公司官网、百度百科、集团公司票据募集说明书、天风证券研究所

8、南船体外科研院所资产汇总

图 25：中船工业集团体外主要科研院所资产汇总

	名称	行业	军品	经营状况	资质
动力装备	中船动力研究所有限公司	船用柴油机及零部件、陆用电站核电机机械设	大型军舰低、中速柴油机	实收资本39215万元	
电子信息	中国船舶工业系统工程研究院	电子信息系统、航空系统、船舶平台系统	雷达支持、直升机保障、电子装备测试	实收资本123609万元	
	九江精密测试技术研究所	惯导测试、仿真技术、精密加工、精密测量	精密元器件	实收资本18433万元	
研究设计	中国船舶及海洋工程设计研究院	民用船舶、海洋工程、船用装备设计研究	喷水推进、海迅机电、船用装载仪	实收资本23362万元	
	上海船舶研究设计院(SDARI)	民用船舶研究设计		实收资本3164万元	
	广州船舶及海洋工程设计研究院	军用舰船、民用船舶、海洋工程设计研究	高速巡逻艇设计	实收资本1511万元	
其他	中国船舶工业综合技术经济研究院	研究咨询、工程设计、知识产权管理	国防海洋装备战略决策	实收资本8624万元	

资料来源：公司官网、百度百科、集团公司票据募集说明书、天风证券研究所



推荐标的

9、推荐标的

中船防务：作为南北船几大主机厂标的之一，确定海洋防务平台战略，资产注入后公司显著改善业绩，未来将在未来航母概念催化主题中核心受益。公司目前ps 1.03倍，远低于船舶其他平台级公司（中国重工2.09，中国船舶1.5），公司历史PS低点为2倍左右，目前处于底部买点位置。

财务数据和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	9,530.74	25,519.24	30,043.80	34,240.92	41,119.92
增长率(%)	129.00	168.00	18.00	14.00	20.00
EBITDA(百万元)	(201.68)	1,245.12	567.19	1,433.99	1,838.78
净利润(百万元)	151.50	98.32	118.13	275.76	323.90
增长率(%)	1,014.00	(35.00)	20.00	133.00	17.00
EPS(元/股)	0.11	0.07	0.08	0.20	0.23
市盈率(P/E)	304.63	469.39	390.68	167.36	142.48
市净率(P/B)	8.20	4.47	4.40	4.20	4.08
市销率(P/S)	4.80	1.80	1.50	1.30	1.10
EV/EBITDA	(181.09)	42.16	83.81	32.96	24.22

资料来源：wind，天风证券研究所

关注**中船科技**后续资产整合。

9、推荐标的

中国动力：公司高性能动力配套成长性与附加值同具，业绩有可能超预期增长，同时仍具备明确的后续动力资产注入预期（公司公告承诺继续收购的资产、潜在至少5家北船动力业务相关科研院所）。目前公司完成股权激励登记工作，股价已跌破激励价格，短长期机会兼具，看好目标市值向上空间20%+。

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	5,750.65	20,741.19	22,866.95	25,575.36	29,926.65
增长率(%)	0.05	260.68	10.25	11.84	17.01
EBITDA(百万元)	386.58	1,789.41	1,947.63	1,886.51	2,079.53
净利润(百万元)	175.08	1,073.25	1,432.76	1,542.92	1,797.22
增长率(%)	21.29	513.01	33.50	7.69	16.48
EPS(元/股)	0.10	0.62	0.82	0.89	1.03
市盈率(P/E)	315.79	51.52	38.59	35.83	30.76
市净率(P/B)	25.19	2.17	2.09	2.00	1.91
市销率(P/S)	9.61	2.67	2.42	2.16	1.85
EV/EBITDA	66.57	22.31	8.26	19.09	8.93

资料来源：wind，天风证券研究所

关注将继续打造船舶电子信息平台的**中电广通**（潜在北船12家电子信息类相关院所），**久之洋**（红外热像与激光测距具核心知识产权与优势产品渠道，军事需求巨大，有望继续受益北船混改）。

风险提示：军工集团混改进程低于预期；船舶行业持续下行严重拖累造船公司业绩

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	卖出	预期股价相对收益 -10%以下
		强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号	上海市浦东新区兰花路 333 号	深圳市福田区益田路 4068 号
邮编：100031	保利广场 A 座 3 楼	号 333 世纪大厦 10 楼	卓越时代广场 36 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-50165671	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com