

证券研究报告·上市公司深度

船舶制造

# 广船最安全

## —重大资产重组方案初定

### 上半年世界新船订单、船价表现符合我们预期

航运公司在经营亏损、运力过剩情况下拼命造船主要是改善无效的运力结构，而抄底与船价负相关，我们年初就预计今、明年世界新船订单同比下降但远高于 2012 年水平。今年上半年，世界新船订单超 6300 万载重吨、同比略降 8.72%，我们维持全年 1.2 亿载重吨的判断。虽然 6 月份新船价格指数结束了连续 12 个月的上涨而持平、7 月预计下跌 1 个点到 139 点，但由于造船业特殊的生产计划安排和船板成本压力、主要造船国本币升值、绝对船价较低等因素，我们预计下半年新船价格震荡上涨。

### 低价收购龙穴造船，广船进军大船

广船是世界知名的灵便型液货船制造商，主营 3-6 万吨级油船/化学品船；在目前灵便型液货船船队中，广船以 7.5% 的市场份额位列现代尾浦和 STX 造船之后排名第三。龙穴造船主营 VLCC、VLOC 等大船，是中船集团现代化的造船基地。早在 2011 年初，中国船舶定增收购龙穴造船时，龙穴资产评估值 29.53 亿元；去年 6 月 25 日广船收购时，资产评估只有 9.56 亿元。并到广船旗下，龙穴造船产能利用率将提升，未来业绩弹性较好。

### 拟收购黄埔文冲，广船布局军工、海工和特种船

2013 年 12 月 18 日，黄埔造船、文冲船厂合并成立中船黄埔文冲，包括长洲厂区、龙穴厂区和文冲厂区三大厂区，主营导弹护卫舰等军船、AHTS 和 PSV 及钻井平台等海工、海洋救助船等公务船、支线集装箱船和挖泥船等特种船。2013 年，中船黄埔文冲实现收入 100.9 亿元、利润总额 3.6 亿元，而广船去年收入 41.66 亿元、利润总额 0.28 亿元，黄埔文冲的收入和利润总额分别是广船国际的 2.42 倍和 12.86 倍，收购黄埔文冲将大幅增厚业绩。

### 广船有望成为中船集团整体上市的平台

自 2009 年 12 月份中国重工上市之后，中船重工集团就稳步推进整体上市工作，目前资产证券化率已经超 60%；而中船集团整体上市进度明显偏慢。从 2012 年下半年中船集团新领导上任以来，针对中船、广船和\*ST 钢构的一些列动作表明中船集团属地化整合正全面展开。从内在解决同业竞争的要求和外部与中国重工竞争的压力看，广船、中船最终整合为一家可能性大；而从 H 股平台和董秘人事更换看，广船作为集团整体上市平台可能性大。

### 广船最安全，维持 25 元目标价和买入评级

按照广州市“退二进三”规划，广船在 2015 年底前要迁出广州市区，其总部荔湾地区的 52 万平方米土地就面临巨大升值空间，同时考虑到其在中船整体上市中的平台地位，我们认为广船是中船集团旗下三个上市公司中最安全品种。目前，我们还难以对广船进行 PE、PB 估值，从整体上市后的市值目标进行简单测算，暂维持 25 元目标价和买入评级。

请参阅最后一页的重要声明

## 广船国际 (600685)

**维持**
**买入**
**高晓春**

gaoxiaochun@csc.com.cn

010-85130639

执业证书编号：S1440510120016

发布日期：2014 年 7 月 28 日

当前股价：17.13 元

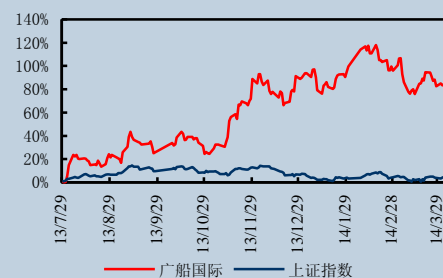
目标价格 6 个月：25 元

### 主要数据

#### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
股票价格绝对/相对市场表现 (%)	0.53/-1.98	-0.17/-2.95	60.21/64.13
12 月最高/最低价 (元)			19.57/8.72
总股本 (万股)			103053.47
流通 A 股 (万股)			43846.35
总市值 (亿元)			176.63
流通市值 (亿元)			75.15
近 3 月日均成交量 (万)			423.07
主要股东			
中国船舶 (香港) 航运租赁公司			33.57%

### 股价表现



### 相关研究报告

14.04.15	行业深度：收购军品 叠加弹性
14.03.18	年报点评：去年新船订单大增
14.03.03	行业深度：最坏航运已过，新船稳健复苏
14.01.27	公司点评：增发核准，搬迁土地升值预期强烈
13.12.19	行业深度：长线投资造船股机会来临
13.11.27	公司点评：收购龙穴造船只是开始

[HTTP://RESEARCH.CSC.COM.CN](http://research.csc.com.cn)



## 目录

世界造船业开启新一轮中周期 .....	1
航运缓慢复苏、运力过剩，航运公司亏损 .....	1
改善运力结构式下单是近两年需求主因 .....	2
世界造船业开启新一轮中周期 .....	3
船价稳步上涨，克拉克松指数见底回升 .....	5
收购龙穴造船，广船进军大船 .....	7
广船是世界知名灵便型液货船制造商 .....	7
龙穴造船是华南地区最大造船基地，主营 VLCC、VLOC 等大船 .....	8
低价入手，未来业绩弹性充足 .....	9
龙穴基地布局合理，有望继续收购 .....	13
拟收购黄埔文冲，布局军工、海工和特种船 .....	14
百年黄埔：军工+海工 .....	14
小船文冲：支线+挖泥 .....	19
收购大幅增厚业绩 .....	22
广船将成为中船集团整体上市的平台 .....	24
中船集团整体上市进度慢于中船重工 .....	24
中船集团属地化整合正全面展开 .....	25
广船将成为集团船舶整体上市的平台 .....	26
中船集团其他业务板块的可能安排 .....	27
广船是最安全品种 .....	29
搬迁土地升值提供安全垫 .....	29
中船集团整体上市的平台 .....	29
维持买入评级，目标价 25 元 .....	30
风险分析 .....	31
船市基本面弱于预期 .....	31
中船集团资产整合方式未定 .....	31
集团整合时间进度安排和股市系统性风险 .....	31



## 世界造船业开启新一轮中周期

### 航运缓慢复苏、运力过剩，航运公司亏损

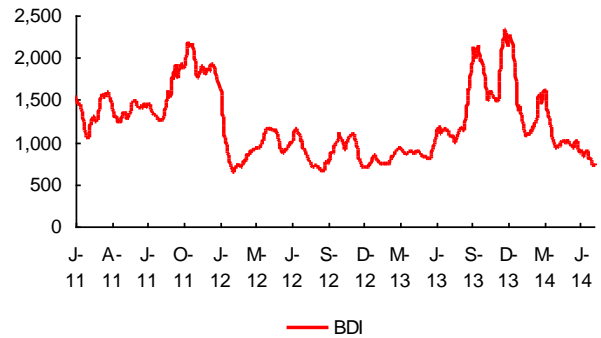
航运景气度缓慢复苏。我们认为，2012年2月BDI指数创下25年来的新低（647点）就是航运景气度的最低点，克拉克松海运价格指数也达到多年最低点7523美元/天；之后在需求缓慢上升、船东控制接受新船加大拆解改善供需关系等作用下，世界航运景气度缓慢复苏。2013年底、2014年初，克拉克松海运价格曾冲高至17141美元/天、BDI指数到2337点，截止7月25日分别为11486美元/天、739点，远高于2012年初水平。

图1：克拉克松海运价格指数（美元/天）



资料来源：克拉克松，中信建投证券研究发展部

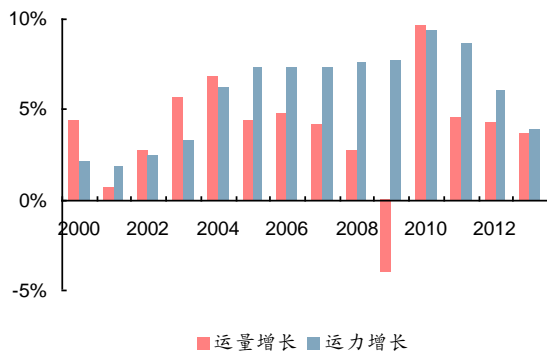
图2：波罗的海干散货运价指数（BDI）



资料来源：克拉克松，中信建投证券研究发展部

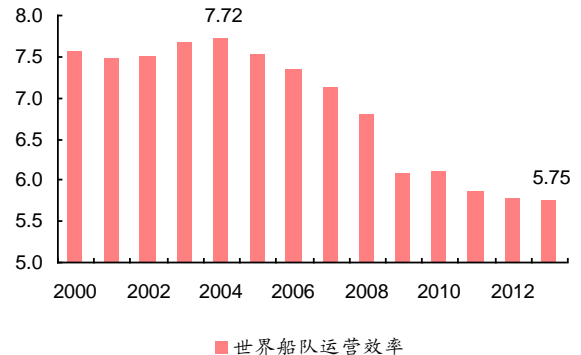
需求下降、交付增加，运力过剩不断累加。由于2006、2007年超量下单不断交付，加上2008年后世界经济增速下滑，交付增加叠加需求下降因素，运力过剩程度实际上不断加剧的。2000-2013年，世界商船队扩张速度为年均复合增长6.02%，而同期世界海运贸易量复合增速只有3.8%；反映在运营效率（可以间接反映船队产能利用率即运力过剩问题）上，2004年最高到7.72吨/载重吨，而2013年下降到5.75吨/载重吨。

图3：世界海运运量需求增速和运力供给增速对比



资料来源：克拉克松，中信建投证券研究发展部

图4：世界船队运营效率（吨/载重吨）

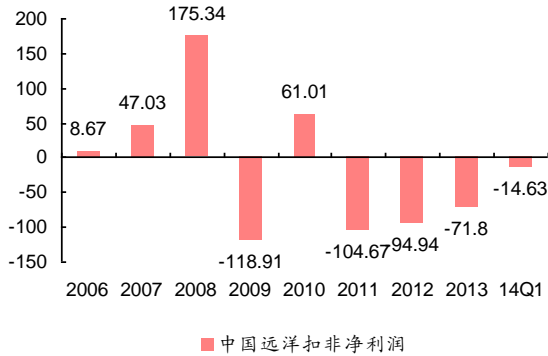


资料来源：克拉克松，中信建投证券研究发展部



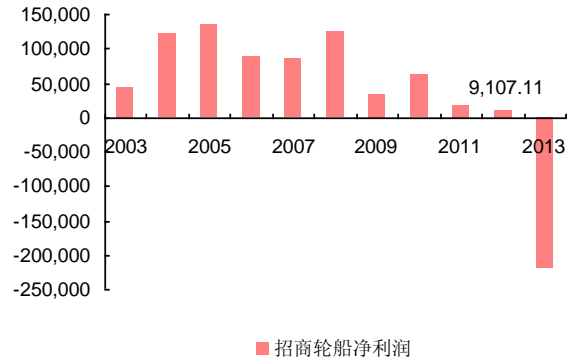
**航运公司持续亏损。**以典型的中国远洋为例，2009 年以来（除了 2010 年反弹）持续亏损，而且由于 2011、2012 年持续亏损被\*ST，即使 2013 年通过非经常性损益而免于亏损、4 月 3 日年报公布后成功去 ST，但实际上扣除非经常性损益后的公司净利润还是-71.8 亿元。今年一季度，中国远洋扣非后净利润为-14.63 亿元；我们预计今年中国远洋经营性净利润继续亏损、明年有望实现微利。

图 5：中国远洋净利润（扣除非经常性损益，亿元）



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图 6：招商轮船净利润（万元）

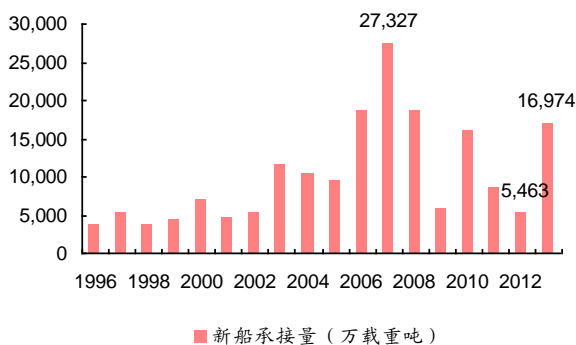


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

## 改善运力结构式下单是近两年需求主因

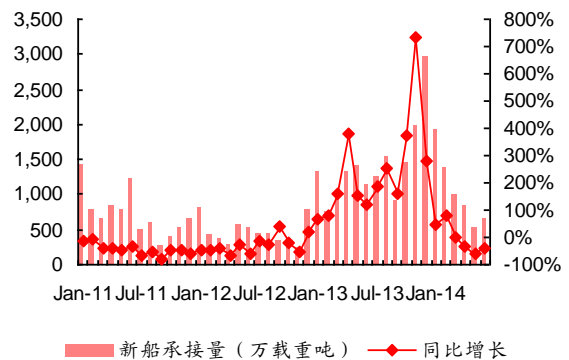
**亏损航运持续大量下单。**虽然航运景气度没有大幅好转、运力总体上过剩的、航运公司还在亏损，但从 2012 年 12 月份以来，世界船东下单热情很高，到今年二季度才有所降低。2013 年，世界新船成交 16974.19 万载重吨、同比增长 210.74%；今年上半年，世界新船累计成交 6305.46 万载重吨、同比略降 8.72%。

图 7：世界新船成交量（年度，万载重吨）



资料来源：克拉克松，中信建投证券研究发展部

图 8：世界新船成交量（月度，万载重吨）



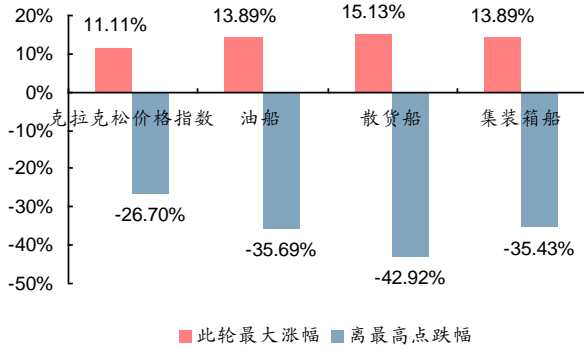
资料来源：克拉克松，中信建投证券研究发展部

**船价低、油耗低、首付低是刺激船东进行改善运力结构式下单的主因。**和 2006、2007 年大规模主动下单不同，前年底以来的船东大规模下单实际上是一个被动的过程。在船价低、油耗低的背景下，新订单交付后的新运力其盈亏平衡点就比老运力低 30% 左右，新船东就把握了 30% 的成本优势，老船东不跟进的话、在下一轮航运复苏过程中老船东的市场份额将会逐渐被侵蚀从而被淘汰出局，因此这实际上是新老船东博弈的结果。当然，此时点大规模下单风险很小，新老船东都预期新船完工交付后（2015 年以后）世界航运景气度会复苏，航运业



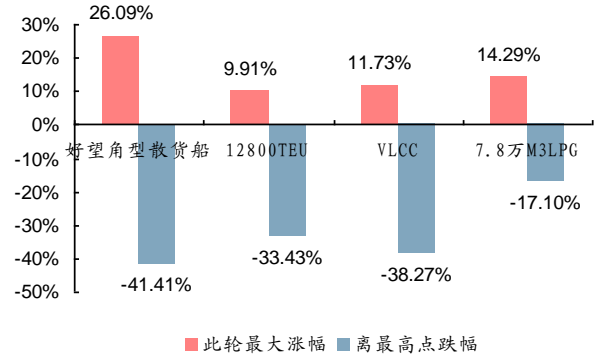
经过 6-7 年的亏损后进入稳定盈利阶段。

图 9：新船价格指数本轮涨幅和离最高点跌幅



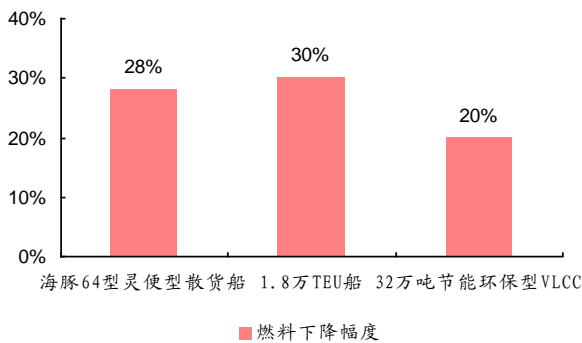
资料来源：克拉克松，中信建投证券研究发展部

图 10：具体船型船价本轮涨幅和离最高点跌幅



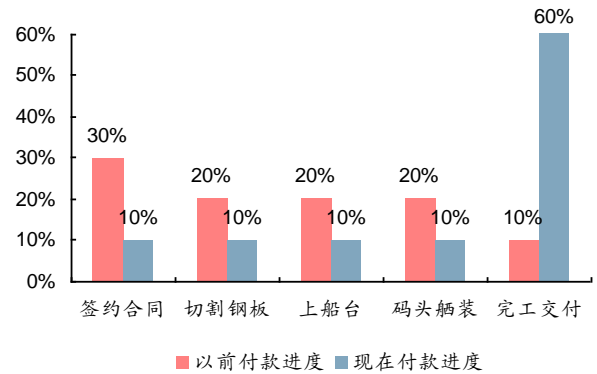
资料来源：克拉克松，中信建投证券研究发展部

图 11：典型新船型油耗下降幅度



资料来源：中信建投证券研究发展部

图 12：船东下单付款进度



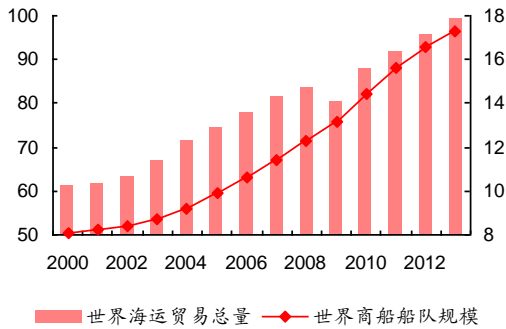
资料来源：中信建投证券研究发展部

## 世界造船业开启新一轮中周期

运量需求增速首超运力投放，航运业供需状况开始好转。世界主要机构和组织都预测今年全球经济增速将加快。我们按照主要货物（原油、干散货、集装箱）海运量历史增速数据和世界经济增速数据对比，估计今年各自运量增速；按三者加权平均增速类比全球运量增速。按照 2013 年底手持订单今年交付进度、并同时考虑到拖期因素（实际交付按计划 90% 估计）测算今年新增运力，按最近几年平均拆船量估计今年拆船量，新增运力扣除拆船量测算今年运力增长。按照我们的测算，预计今年全球运量增长 5.4%、达到 104.5 亿吨，年底全球运力 17.96 亿载重吨、同比增长 4.1%，运量需求增速首超运力投放速度，航运业供需状况开始好转。需求是航运公司控制不了的，但供给是可控的；航运公司延迟接受新船、同时加大老旧船舶的拆解力度，行业供需状况自然就逐渐好转；在需求上升的背景下，航运业有望摆脱多年亏损、逐渐进入一个有稳定毛利率的盈利状态。

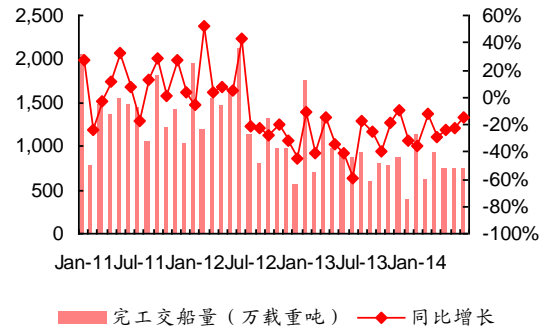


图 13: 世界海运贸易总量和商船船队 (亿吨、亿载重吨)



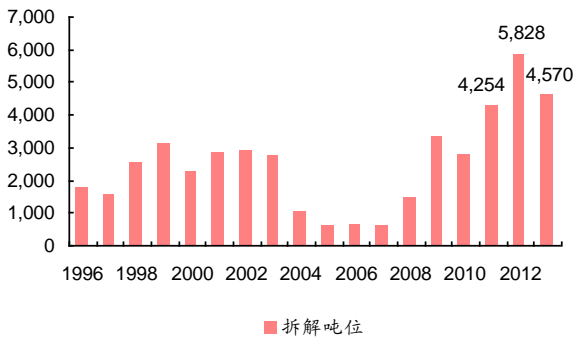
资料来源: 克拉克松, 中信建投证券研究发展部

图 14: 完工交船持续下降 (万载重吨)



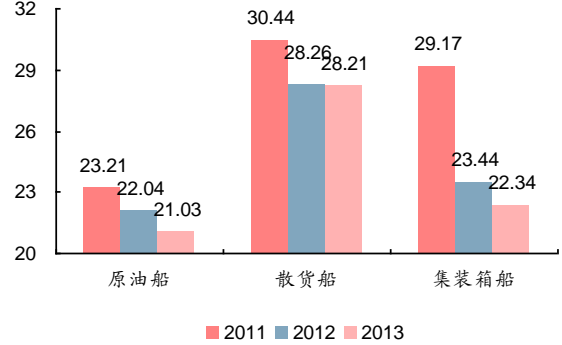
资料来源: 克拉克松, 中信建投证券研究发展部

图 15: 近几年世界拆船量大增 (万载重吨)



资料来源: 克拉克松, 中信建投证券研究发展部

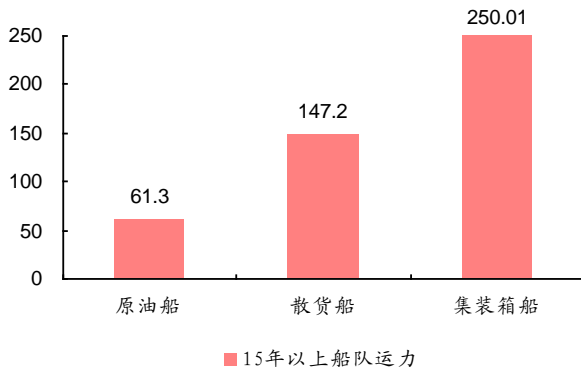
图 16: 近几年平均拆解船龄大幅下降 (年)



资料来源: 克拉克松, 中信建投证券研究发展部

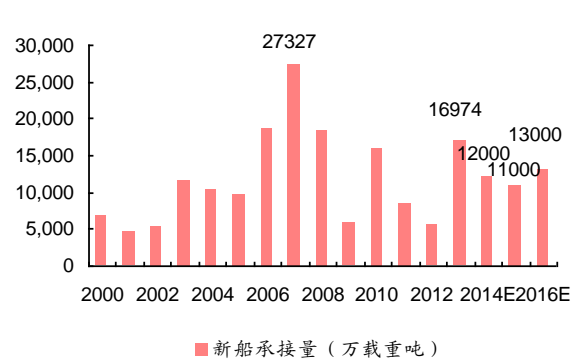
2013 年就是世界新船订单的反转之年。我们认为, 最近两年世界新船订单主要来自改善运力结构式下单; 随着需求回升、航运景气度复苏, 2016 年后航运企业有望进入一个稳定的盈利阶段、正常更新需求将保证新船订单维持在一个稳定水平; 假定到时运力 18 亿载重吨, 按 30 年船龄测算、每年更新订单也有 6000 万载重吨。未来几年新船成交量不会低于 2012 年 5450 万载重吨, 2013 年是新一轮周期的起点而不是上一轮周期的末端。

图 17: 三大主力船型运力结构 (百万载重吨, 万 TEU)



资料来源: 克拉克松, 中信建投证券研究发展部

图 18: 世界新船成交量预测 (万载重吨)



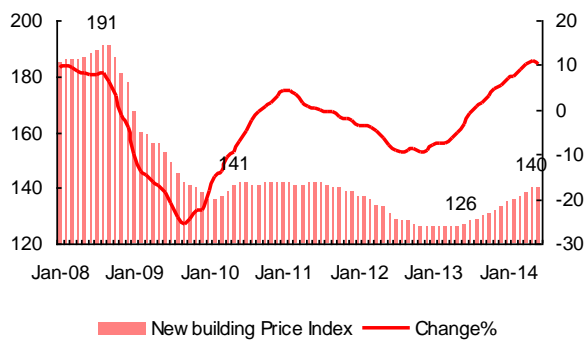
资料来源: 克拉克松, 中信建投证券研究发展部



## 船价稳步上涨，克拉克松指数见底回升

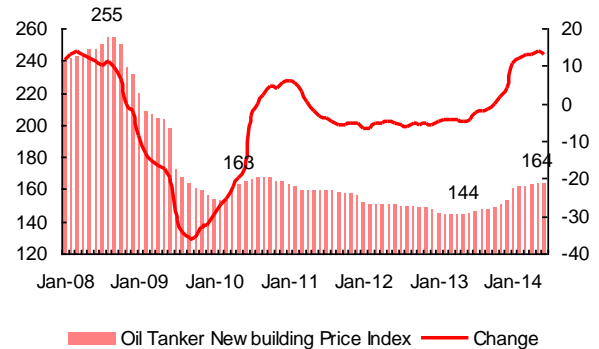
克拉克松新船价格指数连续 12 个月上涨。从去年 6 月份克拉克松新船价格指数达到 126 点的低点以来，价格指数已经连续 12 个月上涨、累计涨幅 14 个点，今年 5 月底到 140 点、同比增长 10.84%。其中油船新船价格指数从去年低点 144 点涨到目前 164 点、累计涨幅 20 点，5 月底同比增长 13.85%；散货船新船价格指数从 119 点到 137 点、累计涨幅 18 点，5 月底同比增长 13.64%；集装箱船新船价格指数从 72 点到 82 点、累计涨幅 10 个点，5 月底同比增长 11.34%。从指数看，油船和散货船涨幅接近，集装箱船涨幅较小。

图 19: 克拉克松新船价格指数 (Jan 1988 = 100)



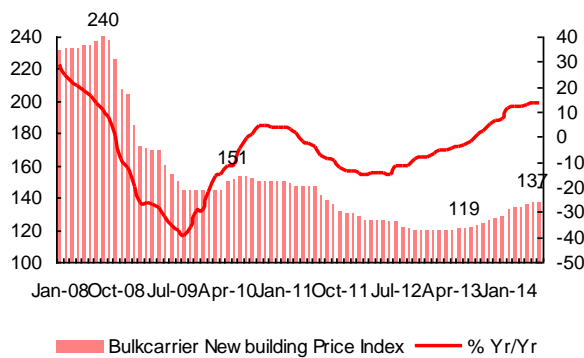
资料来源: 克拉克松, 中信建投证券研究发展部

图 20: 油船新船价格指数 (Jan 1988 = 100)



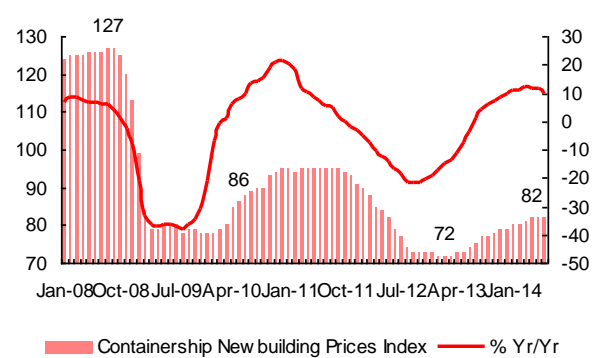
资料来源: 克拉克松, 中信建投证券研究发展部

图 21: 散货船新船价格指数 (Jan 1988 = 100)



资料来源: 克拉克松, 中信建投证券研究发展部

图 22: 集装箱船新船价格指数 (Jan 1988 = 100)

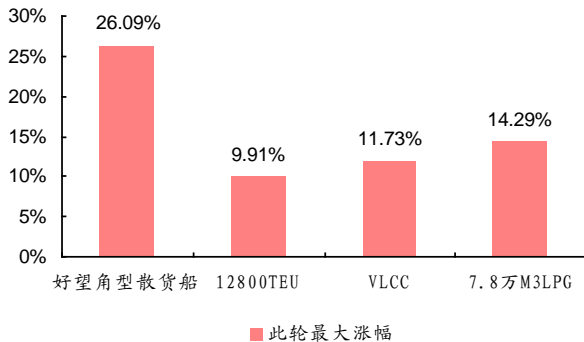


资料来源: 克拉克松, 中信建投证券研究发展部

好望角型散货船船价涨幅最大。从具体船型来看，我们选取几种主力船型进行比较。其中好望角型散货船价格从去年上半年的最低点 4600 万美元涨到 5 月底的 5800 万美元、涨幅最大达到 26.09%，去年涨幅 16.3%、今年以来又涨 7.48%；VLCC 船价从去年的 8950 万美元涨到 5 月底的 10100 万美元、累计涨幅 12.85%，去年涨幅 5.03%、今年以来涨幅 6.38%；1.28 万 TEU 船价格从去年的 1.06 亿美元到今年的 1.17 亿美元、累计涨幅 10.38%，去年涨幅 7.08%、今年再涨 2.64%；7.8 万立方米 LPG 船价格从 7000 万美元到 8000 万美元、累计涨幅 14.29%，分阶段涨幅分别为 6.43%、7.38%。

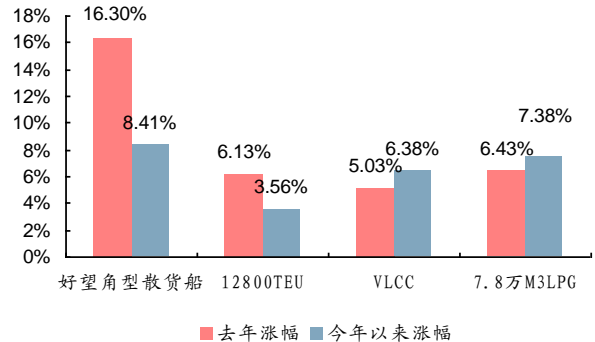


图 23: 主力船型去年以来价格累计涨幅



资料来源: 克拉克松, 中信建投证券研究发展部

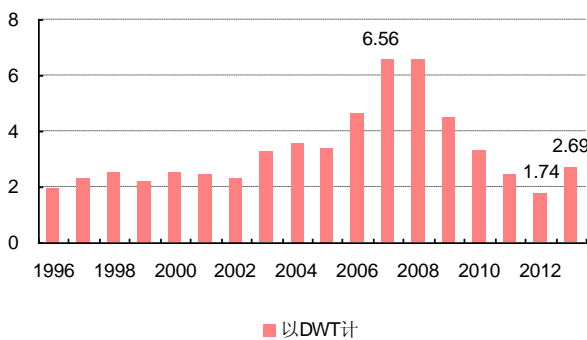
图 24: 主力船型去年和今年价格涨幅



资料来源: 克拉克松, 中信建投证券研究发展部

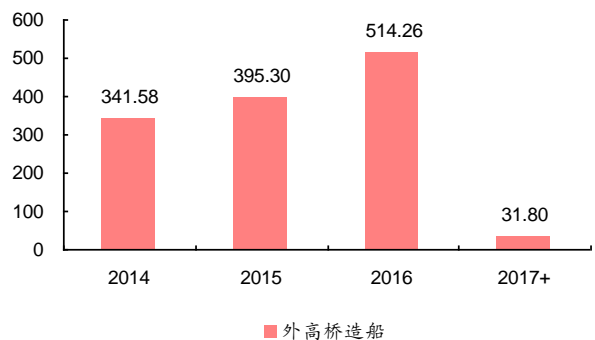
造船有望重回卖方市场, 船价继续上涨。2013 年底, 世界船厂手持订单按年测算可以交付 2.69 年, 比 2012 年提高 0.95 年, 这也是手持订单倍数在 2008 年见顶持续下滑 4 年后首次环比提升。目前主流船厂手持订单基本在 3 年以上, 甚至有部分船厂有意隐藏了些许产能、留待加插高价船, 造船市场有望重回卖方市场, 从而支持船价稳步上涨。

图 25: 手持订单未来交付年数 (以载重吨计)



资料来源: 克拉克松, 中信建投证券研究发展部

图 26: 外高桥造船手持订单未来交付计划 (万载重吨)



资料来源: 克拉克松, 中信建投证券研究发展部

上半年新船订单、船价走势符合我们预期。今年 2 月份以来, 世界新船订单同比增速逐月下降, 4 月增速变为负值, 累计订单数量也变成负增长; 我们认为, 这两三年都是改善运力结构式下单需求, 2015 年后航运景气度复苏、运量需求增长有望带来正常更新需求, 由于价格持续上涨导致抄底因素逐渐减弱, 预计今年、明年新船订单会有所下降, 但远高于 2012 年水平。从船价来看, 虽然 6 月份克拉克松新船价格指数结束 12 个月的连续上涨而首次持平、预计 7 月份部分船型小幅下跌, 但由于造船业特殊的生产计划安排和船板成本压力、主要造船国本币升值、绝对船价较低等因素, 新船价格难以随量较大下跌, 预计下半年继续震荡并小幅上涨。年后世界新船订单和船价走势符合我们年初的预期。

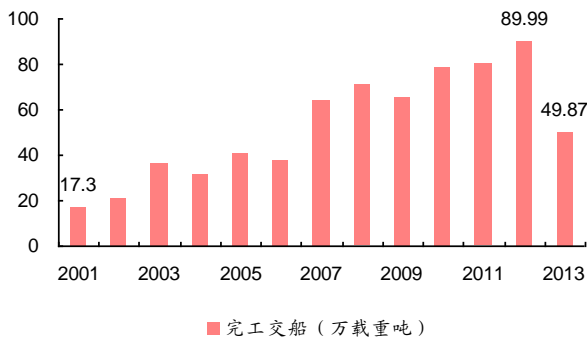


## 收购龙穴造船，广船进军大船

### 广船是世界知名灵便型液货船制造商

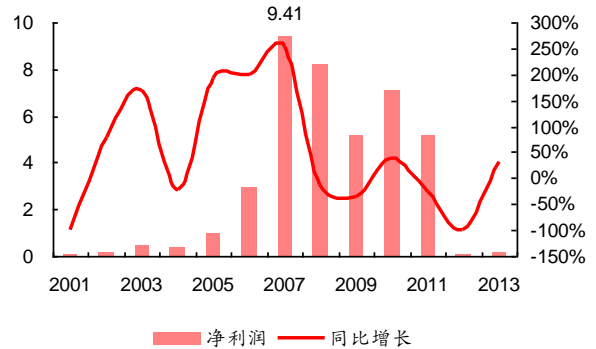
广船国际是国内最早上市船企。广船国际前身广州造船厂成立于 1954 年，改制设立后于 1993 年在香港（0317）和上海（600685）先后上市，是中国首家造船上市公司，中船集团公司属下华南地区重要的现代化造船核心企业，比中船集团成立还早（1999 年 7 月中船工业总公司南北分家成立中船集团和中船重工）。由于 IPO 条件的限制和造船盈利较差等因素，2011 年之前一直没有纯粹的造船公司在 A 股上市，外高桥造船也是借沪东重机（600150）上市，中国重工也是先以柴油机和甲板机械类资产先上市，然后注入大船、渤船、武船、山船等造船类资产。目前，广船国际拥有一座 4 万、二座 6 万吨级造船船台和一座 5 万吨船坞，造船码头岸线 1466 米，年造船能力超过 80 万载重吨。

图 27：广船国际完工交船（万载重吨）



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

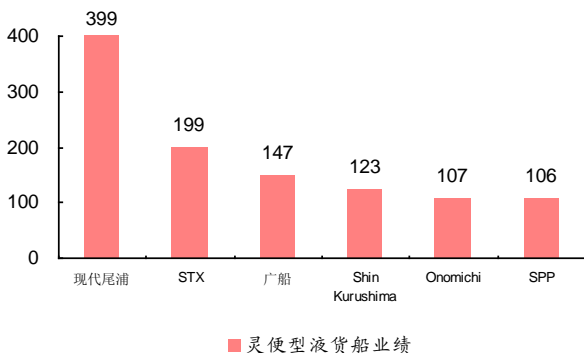
图 28：广船国际净利润（亿元）



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

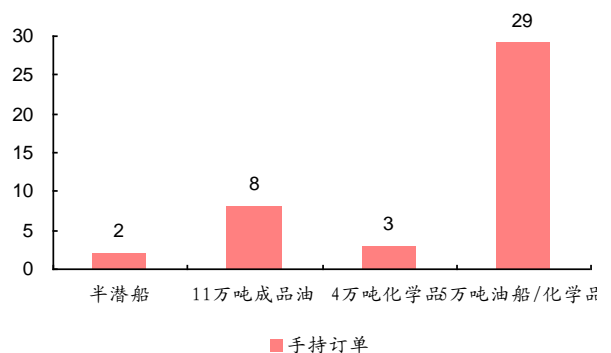
广船国际在灵便型液货船市场世界排名第三。广船国际主营 3-6 万吨级灵便型液货船（原油轮、成品油船、化学品船），并已成功进入滚装船、客滚船、半潜船等高技术、高附加值船舶市场。目前灵便型液货船船队中，广船国际以 147 艘位列全球第三、仅次于现代尾浦和 STX 造船，市场份额在 7.5% 左右。

图 29：全球 3-6 万吨灵便型液货船主要船厂业绩（艘）



资料来源：克拉克松，中信建投证券研究发展部

图 30：广船国际手持订单（2014 年 7 月底，艘）



资料来源：克拉克松，中信建投证券研究发展部



## 龙穴造船是华南地区最大造船基地，主营 VLCC、VLOC 等大船

龙穴造船基地是中船集团最现代化的造船基地。在中船集团的几大造船基地中，龙穴造船是建造最晚的造船基地，但也是在造船订单火爆的 2006-2007 年之前，反映出中船集团对船市的判断和决策。2003 年 8 月 28 日，中船集团公司与广州市政府签署合作协议；2004 年 9 月 25 日，围堤吹填开工仪式举行，龙穴基地正式开工建设；2006 年 8 月 28 日，龙穴基地修船项目开工；2006 年 10 月 28 日，中船龙穴造船基地造船坞开工建设；2008 年 3 月 28 日，我国自主研发设计的 30 万吨 VLCC 作为龙穴造船基地首制船开工建造，2010 年 1 月 22 日完工交付；2013 年 3 月 28 日，中船集团龙穴造船基地民船项目一期工程通过国家发改委总体竣工验收。

表 1：中船集团主要造船基地建设进度

	开工建设	一期完工	竣工验收	首制船开工
外高桥造船	10-18-99	May-02	10-18-03	Nov-01
崇明岛基地	07-20-01	06-15-04	06-28-06	—
江南长兴	12-28-03	06-03-08	12-29-09	09-26-06
中船龙穴	09-25-04	2009 年底	03-28-13	03-28-08

资料来源：中信建投证券研究发展部

造船设施先进、产能华南地区最大。广州中船龙穴造船有限公司是龙穴造船基地的核心企业，2006 年 5 月 25 日注册成立，占地面积 253 万平方米，腹地纵深 1.3 公里，建设有可建造 30 万吨级以上船舶的超大型船坞 2 座，600 吨龙门吊 4 台，并配备了国内外最先进的生产加工设备，一期建设生产纲领年造船 20 艘、212 万载重吨，扩能工程完工后年造船能力达 350 万载重吨。

表 2：中船集团主要造船基地设施和产能

	船坞（米）	吨级（万吨）	产能预测 （万 DWT）	建设用地 （万平方米）	岸线（米）	龙门起重机
外高桥造船	1#船坞 480*106	30	500	216	1500	800t*1, 600t*3
	2#船坞 360*76	30				
江南长兴造船 （一号线）	1#船坞 520*76*6.8	30	332	171.7	1322	600t*4, 400t*1, 300t*1
	2#船坞 510*106*6.8	30				
江南长兴重工 （二号线）	3#船坞 580*120*7.8	30	200	147	1868	800t*2
	4#船坞 365*82（租赁）	30				
中船龙穴	1#船坞 490*106*13	30	350	253	1650	600t*4
	2#船坞 480*92*13	30				

资料来源：中信建投证券研究发展部

龙穴造船产品结构以 VLCC、VLOC 等大船为主。2006 年 10 月 28 日，就在龙穴造船基地船坞开工建设的当天，中国船舶工业集团公司与中国海运（集团）总公司在北京人民大会堂举行了 4 艘 30.8 万吨超大型油轮建造合同签字仪式，这是龙穴造船基地接到的首批造船订单，总价约 4.6 亿美元，交船时间计划为 2009 年 10 月、2009 年 12 月、2010 年 3 月和 2010 年 6 月；2007 年 2 月 2 日，中国船舶工业贸易公司、广州中船龙穴造船有限公司与中海发展公司签订 4 艘 23 万吨大型矿砂船 VLOC 合同，这是龙穴造船获得的第二批订单，总价为 3.232



亿美元，交船时间计划为 2009 年 12 月，2010 年 4 月、2010 年 7 月和 2010 年 12 月；2008 年 6 月 12 日，与丹麦诺顿航运公司签订 2 艘 8.2 万吨散货船订单，这是龙穴造船首次承接出口船舶订单；2011 年 4 月 23 日，龙穴造船公司在上海与北海船务股份有限公司签订了 1 艘 11.5 万载重吨原油轮新船建造合同，这是公司继 30.8 万载重吨 VLCC、32 万载重吨 VLCC、7.6 万载重吨成品油/原油船后推向市场的又一型拥有自主知识产权的油船。

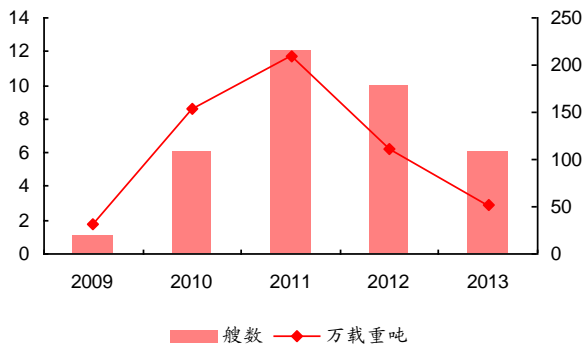
表 3：龙穴造船主要船型及订单、首制船情况

	合同日期	首制船开工	首制船交付	首制船名称
VLCC	2006 年 10 月 28 日	2008 年 3 月 28 日	2010 年 1 月 22 日	30.8 万吨 VLCC“新埔洋”号
23、25 万吨 VLOC	2007 年 2 月 2 日	2008 年 4 月 26 日	2010 年 2 月 5 日	23 万吨 VLOC“中海兴旺”号
8.2 万吨超巴拿马型散货船	2008 年 6 月 12 日	2009 年 8 月 21 日	2011 年 8 月 11 日	“诺顿·宝瓶座”号
11.5 万吨阿芙拉油轮	2011 年 4 月 23 日	2011 年 9 月 16 日	2013 年 7 月 5 日	“北海名望”号

资料来源：中信建投证券研究发展部

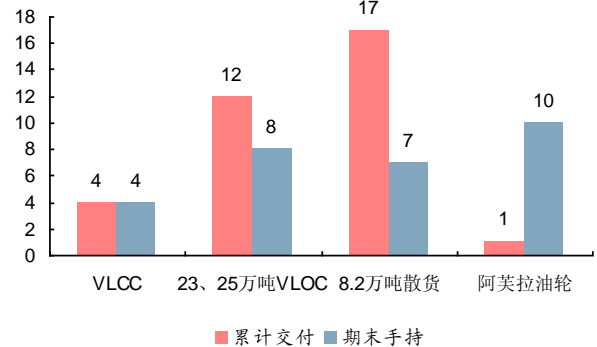
截止 2013 年底，龙穴造船累计交付 4 艘 VLCC、12 艘 VLOC、17 艘 8.2 万吨超巴拿马型散货船和 1 艘阿芙拉型油轮，累计交付新船 35 艘、558.23 万载重吨；年底还手持订单包括 4 艘 VLCC、8 艘 VLOC、7 艘 8.2 万吨超巴拿马型散货船和 10 艘 11.5 万吨阿芙拉型油轮，累计 29 艘、499.72 万载重吨。

图 31：中船龙穴完工交船



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图 32：中船龙穴累计交付和期末手持订单（2013）



资料来源：克拉克松，中信建投证券研究发展部

## 低价入手，未来业绩弹性充足

广船国际今年初完成增发 H 股，收购龙穴造船。2014 年 2 月 11 日，广船国际完成向中国船舶（香港）航运租赁有限公司、宝钢资源（国际）有限公司、中国海运（香港）控股有限公司增发 H 股 38745.38 万股，增发价 7.29 港元、募集资金 22.4 亿元；其中 95596.49 万元用于收购中船集团、宝钢集团和中海集团各持有中船龙穴 60%、30%、10% 股权，剩下余款之不超过 20% 补充一般营运资金、其余部分用作偿还公司债务；收购完成后，中船龙穴造船成为广船国际的全资子公司，3 月 5 日已经完成股权变更登记。



表 4：龙穴造船股东出资额和收购额对比

	出资额 (亿元)	股权占比	收购资金 (万元)
中船集团	16.32	60%	57,357.89
宝钢集团	8.16	30%	28,678.95
中海集团	2.72	10%	9,559.65
合计	27.2	100%	95,596.49

资料来源：中信建投证券研究发展部

表 5：广船国际增发 H 股认购状况

	认购对象	认购数量 (万股)	占增发后总股本比例
1	中国船舶 (香港) 航运租赁有限公司	34,594.09	33.57%
2	宝钢资源 (国际) 有限公司	3,113.47	3.02%
3	中国海运 (香港) 控股有限公司	1,037.82	1.01%
	合计	38,745.38	37.6%

资料来源：中信建投证券研究发展部

龙穴造船最早是计划由中国船舶进行收购。早在 2011 年初，中国船舶发布定增预案，拟向包括中船集团、宝钢集团、中国海运等股东在内的不超过十名特定投资者增发不超过 6,000 万股、非公开发行的价格不低于 66.33 元/股、募集资金总额不超过 40 亿元，用于收购龙穴造船 100% 股权项目、海上风力发电塔制造基地项目、沪东重机提升产能技术改造项目、中船澄西修船流程优化技术改造项目和补充龙穴造船流动资金及偿还银行贷款等 5 个项目，其中用于收购龙穴造船 100% 股权项目拟用募集资金 29.5 亿元。最后由于船市变化、二级市场股价波动等因素，2012 年 5 月 10 日，董事会会议审议通过《关于非公开发行 A 股股票发行方案 (修订版)》自动失效。

表 6：中国船舶 (600150) 2011 年初非公开增发预案 (亿元)

	募集项目	项目总投资	使用募集资金
1	收购龙穴造船 100% 股权项目	29.5	29.5
2	中船澄西海上风力发电塔制造基地项目	5.1	3.5
3	沪东重机提升产能技术改造项目	5	2.5
4	中船澄西修船流程优化技术改造项目	2.2	1.5
5	补充龙穴造船流动资金及偿还银行贷款	2.8	2.8
	合计	44.6	39.8

资料来源：中信建投证券研究发展部

和 3 年前中国船舶收购时相比，广船收购龙穴造船价格仅为三分之一。按照 2011 年初中国船舶的定增收购预案，截至评估基准日 2010 年 12 月 31 日，采用资产基础法评估，龙穴造船净资产评估价值为 295,331.21 万元、增值额为 84,622.80 万元、增值率为 40.16% (收益法评估增值幅度小)。而 2013 年 6 月 25 日广船发布定增预案时，经资产基础法评估龙穴造船截至评估基准日 2013 年 3 月 31 日的股东全部权益价值为 95,596.49 万元、增值额为 65,924.77 万元、增值率为 222.18%。也就是说，过了 2 年多龙穴造船的评估值下降了 67.63%；广船收购龙穴造船成本只有当年中国船舶收购时的不到三分之一。



表 7：2011 年 3 月 3 日中国船舶（600150）定增收购龙穴造船时资产评估增值明细（万元）

	账面净值	评估值	增减额	增减率%
流动资产	603,954.47	606,445.36	2,490.89	0.41
长期股权投资	1,450.00	1,476.68	26.68	1.84
固定资产	517,312.68	569,828.79	52,516.11	10.15
在建工程	1,247.84	1,263.27	15.43	1.24
无形资产	100,877.45	130,261.14	29,383.69	29.13
递延税款	4,218.39	4,218.39	0.00	0.00
资产总计	1,229,060.83	1,313,493.63	84,432.80	6.87
流动负债	783,748.04	783,748.04	0.00	0.00
非流动负债	234,604.38	234,414.38	-190.00	-0.08
负债总计	1,018,352.42	1,018,162.42	-190.00	-0.02
净资产	210,708.41	<b>295,331.21</b>	84,622.80	40.16

资料来源：中信建投证券研究发展部

表 8：2013 年 6 月 25 日广船国际（600685）定增收购龙穴造船时资产评估增值明细（万元）

	账面净值	评估值	增减额	增减率%
流动资产	311,085.25	311,674.29	589.04	0.19
长期股权投资	3,523.41	2,358.28	-1,165.13	-33.07
固定资产	538,772.31	571,777.02	33,004.71	6.13
在建工程	3,546.83	3,648.53	101.7	2.87
无形资产	95,557.39	128,781.85	33,224.46	34.77
递延税款	28,897.09	28,897.09	0.00	0.00
资产总计	981,382.28	1,047,137.06	65,754.78	6.70
流动负债	456,939.94	456,939.94	0.00	0.00
非流动负债	494,770.61	494,600.61	-170.00	-0.03
负债总计	951,710.55	951,540.55	-170.00	-0.02
净资产	29,671.72	<b>95,596.49</b>	65,924.77	222.18

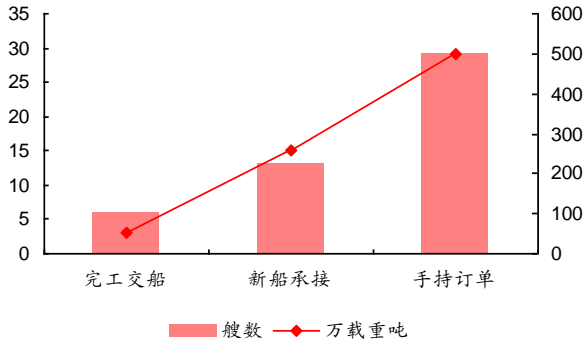
资料来源：中信建投证券研究发展部

未来业绩弹性较好。并到广船国际旗下，龙穴造船产能利用率将提升。龙穴造船作为一家成立较晚、资历不深的船厂，获得船东信任的程度稍低，获取新订单特别是出口订单的能力相对较弱，特别是在成立初期。虽然龙穴造船的设计产能达到 350 万吨，但历史上交付最多的一年是 2011 年，完工交船 12 艘、209.8 万载重吨、产能利用率也仅在 60% 左右；去年龙穴完工交船仅 52 万载重吨、产能利用率在 15%。通过国内订单的不断成功交付来积累经验，龙穴造船在全球船东中的知名度不断提升，2013 年全球订单爆发时龙穴造船就承接很多订单；另一方面，去年还有些订单以广船名义承接的、属于大船订单，也是为龙穴造船基地承接，如广船去年承接 8 艘 11.5 万吨阿芙拉油轮。广船作为历史悠久的上市公司，在全球灵便型液货船市场占据重要地位，船东对广船的信任程度明显较高，通过广船接单、增加了龙穴造船的订单来源，特别是今年 3 月广船全资收购龙穴造船后，



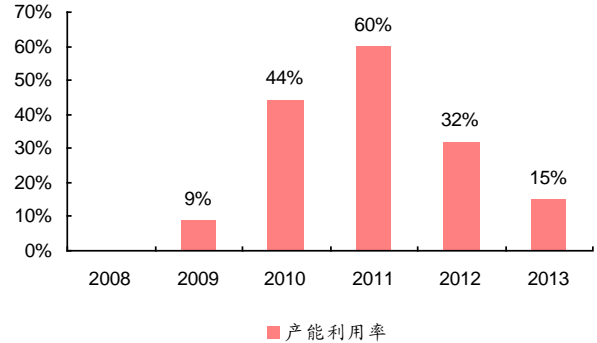
这种状况会得到根本改变。新订单的增加，预计会显著提升龙穴造船的产能利用率水平，从而带来较好的业绩弹性。

图 33：中船龙穴造船三指标（2013）



资料来源：克拉克松，中信建投证券研究发展部

图 34：中船龙穴产能利用率



资料来源：克拉克松，中信建投证券研究发展部

提前计提减值准备。由于船价下跌和完工交付延后，龙穴造船在 2012 年大额计提资产减值损失准备，导致 2012 年公司实现巨额亏损 17.52 亿元；2013 年预计亏损 4.4 亿元后，2014 年预计就会实现盈利。

表 9：龙穴造船资产减值准备明细（万元）

	2010	2011	2012	13H1
坏账损失	125.86	-57.64	326.66	125.85
存货跌价损失	11,954.55	16,651.30	56,566.78	2,978.92
未开工亏损建造合同			80,128.44	-4,103.55
合计	12,080.41	16,593.66	137,021.87	-998.78

资料来源：中信建投证券研究发展部

资产评估增值不增加以后年度的折旧摊销。由于是同一控制下的资产收购，被收购资产评估增值不会调整增加账面价值，因此固定资产折旧、无形资产摊销不会增加；评估增值部分最终以减少资本公积方式实现。今年一季报，广船国际合并资产负债表资本公积比年初增加 11.5 亿元，其中定增 3.87 亿 H 股增加 17.82 亿元、收购龙穴造船由于评估增值减少资本公积 6.05 亿元。

表 10：广船国际收购龙穴造船前后固定资产、无形资产变化（万元）

	广船原 2013 年报	收购龙穴后调整 2013 年报	两者差额	2013 年一季报龙穴账面值
固定资产	161,887.53	685,874.17	523,986.64	538,772.31
无形资产	36,724.65	130,297.42	93,572.77	95,557.39

资料来源：中信建投证券研究发展部

增发补充流动资金、偿还借款。公司本次增发 H 股募集资金 22.4 亿元，除了用于收购龙穴造船的 9.5 亿元，剩下资金 20% 用于补充营运资金、80% 用于偿还银行贷款，这将有效降低龙穴造船的银行贷款和财务费用；在信用中和会计师事务所所做的 2014 年龙穴造船财务预测中，财务费用 1.25 亿元、同比减少 1.4 亿元。



## 龙穴基地布局合理，有望继续收购

**龙穴基地整体布局合理。**龙穴（造修船）基地是我国规划建设的三大造船基地之一，占地总面积约 510 万平方米，可使用岸线总长度约为 7.6 公里，包括造船、修船、特种船、海工和船配五大区域；其中民品造船区主要是指中船龙穴造船，特种船舶建造区和海洋工程区隶属中船黄埔造船龙穴厂区，修船项目区由中船澄西远航船舶（广州）有限公司承担，船配区域由华南船机龙穴生产基地、广船国际机械加工中心组成。

**表 11：龙穴造修船基地布局**

	规划占地	隶属	主营、设施及产能
民品造船区	250	中船龙穴造船	2 座 50 万吨级大坞、年产能 350 万吨
特种船舶建造区	86	黄埔文冲龙穴厂区	军船、公务船等
海洋工程区	50	黄埔文冲龙穴厂区	自升式平台、海工辅助船、FPSO 改装等
修船项目区	51	澄西广州	30 万吨级和 20 万吨级修船坞各 1 座、年修理产能 300 余艘
配套基地		华南船机龙穴基地、广船国际机械加工中心	船配、机加

资料来源：中信建投证券研究发展部

**可能继续的收购安排。**今年 3 月广船完成龙穴造船的收购，正式进军大船；自 4 月 8 日停牌至今，广船重大资产重组方案初定，拟进行中船集团华南地区船舶类资产和第三方船舶资产收购，我们预计主要包括黄埔文冲、华南船舶机械、江浙地区的中小地方民营船厂等。预计收购完成后，龙穴造修船基地民品造船区、特种船、海工和配套基地都归上市公司广船国际名下，只剩下澄西广州的修船区（目前在上市公司中国船舶旗下），不排除未来合适时机收购中国船舶（直接、间接和兄弟公司持股）持有的澄西广州股权的可能性。



## 拟收购黄埔文冲，布局军工、海工和特种船

**转型融合，黄埔文冲合并。**2013年8月14日，中船集团公司宣布黄埔造船、文冲船厂“两个法人企业、一套领导班子”，进行融合发展。黄埔造船、文冲船厂的融合发展是中船集团公司贯彻落实国务院关于《船舶工业加快结构调整促进转型升级实施方案》的工作要求和十八届三中全会关于国有企业改革的战略部署，从华南地区船舶工业布局和黄埔、文冲公司长远发展的角度，慎重做出的重大战略决策，融合发展有利于黄埔文冲公司统筹资源配置、推进军民融合发展，有利于发挥黄埔文冲两个品牌优势、打造和发展具有国际竞争力的船舶企业，有利于造船修船非船业务多元互补做优做大。2013年12月18日，中船黄埔文冲船舶有限公司成立，在广州市工商行政管理局领取了新的企业法人营业执照；2014年1月1日，中船黄埔文冲船舶有限公司举行了更名揭牌仪式，标志着两家公司正式融合为一家企业，从此进入了新的历史阶段。

**三大厂区，主营军工、海工、特种船等。**融合后的中船黄埔文冲船舶有限公司就成为华南地区军用舰船、特种工程船和海洋工程的主要建造基地（原黄埔造船），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（原文冲船厂）。公司现有三个厂区：长洲厂区、龙穴厂区和文冲厂区，其中长洲厂区、龙穴厂区属于原黄埔造船，文冲厂区属于原文冲船厂。

表 12：黄埔文冲主要造船设施

	造船设施	占地面积（万平米）	码头岸线（米）	主营产品
长洲厂区	3万吨船台，1.2万吨浮船坞	61.5	3000	军用舰船、各类公务船、海洋救助船、平台供应船
龙穴厂区	10万吨船坞	118	3580	5.7、6.5、7.6万吨散货船，自升式平台、AHTS、PSV、半潜船、铺管船等海工船
文冲厂区	2.5万吨船台，2.5、7和15万吨船坞	69.9	1500	1700、2200、2500TEU，大中型挖泥船

资料来源：中信建投证券研究发展部

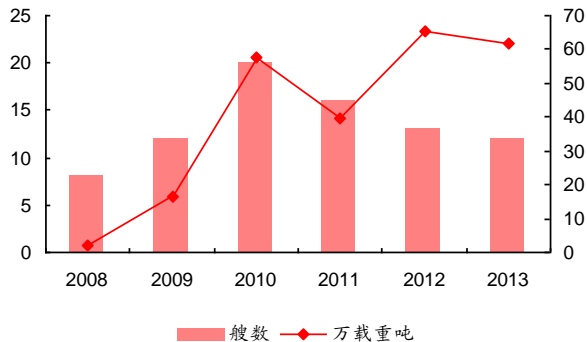
## 百年黄埔：军工+海工

**历史最悠久船厂。**广州黄埔造船厂始建于1851年，到目前有163年的历史，是第一家中国近代船舶企业；2005年4月26日，进行公司制改革，广州中船黄埔造船有限公司正式挂牌成立。黄埔造船是中船集团旗下大型骨干造船企业和国家核心军工生产企业之一，是华南地区军用舰船、大型公务船、特种工程船舶和海洋工程建造与保障基地，长洲厂区具备3万吨级船舶建造能力、龙穴厂区具备大型海洋工程和10万吨级船舶建造能力。黄埔造船坚持“军品为本，民品兴业”的发展战略，军船、公务船一直是公司发展主要方向；2000年初，黄埔造船把海工装备作为转型升级的重要方向、成为中船集团重点布局的三大海工基地之一，2007、2008年又利用民船大好形势进入灵便型散货船、巴拿马散货船建造领域。

黄埔造船长洲厂区位于广州东南部的长洲岛，占地面积61.5万平方米，岸线长3000米，码头长900米，最大水深9米，拥有华南地区最大的室内船台（长度504米，宽度66米）和12000吨举力的移动式浮船坞，配置各种先进的造船设施设备，具备3万吨级船舶和大中型水面舰艇的批量建造能力。黄埔造船龙穴厂区位于广州南沙区龙穴岛，占地面积118.2万平方米，岸线长3580米，码头长1800米。拥有一座360米长，96米宽，14.3米深的大型干船坞，配置600吨龙门吊等一批先进的设施设备，具备10万吨级船舶和大型舰艇的批量建造保障能力。

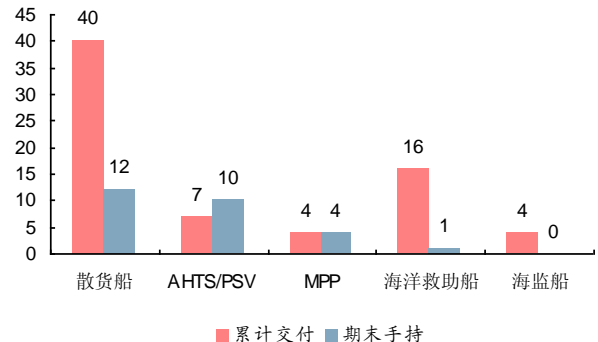


图 35: 黄埔造船近几年完工交船 (不包括军船)



资料来源: 克拉克松, 中信建投证券研究发展部

图 36: 黄埔造船历史业绩和期末手持订单 (2013, 艘)



资料来源: 克拉克松, 中信建投证券研究发展部

**做强军工: 导弹护卫舰建造专家。**黄埔造船是我国历史最悠久的海军舰船建造厂家之一, 几十年来为人民海军建造导弹护卫舰、导弹护卫艇、导弹快艇等各类战斗舰艇和辅助舰艇共 20 多型 200 多艘。1963 年 3 月 2 日, 黄埔造船开始建造海军第一艘、代号为 0111 型的护卫艇 (上海级)。1987 年, 黄埔造船在海军装备首次公开竞标中取胜, 批量建造了被誉为“中华第一艇”的新型导弹护卫艇 (037II 型/红箭级, 累计 6 艘)。1994 年, 黄埔造船又成功建造某型护卫舰, 实现了由建造护卫艇到护卫舰的跨越。从我们统计的数据来看, 054A 型 (江凯 II 级) 之前国内早期建造的导弹护卫舰黄埔约占 35% 的份额; 而 054A 型导弹护卫舰目前是沪东、黄埔各占一半, 056 轻型护卫舰 (江岛级) 南北船 64 分、黄埔占南边一半即 30% 份额。

表 13: 黄埔造船导弹护卫舰建造份额

早期护卫舰			056 护卫舰		
舰名	艘数	占比	舰名	艘数	占比
沪东	37	62%	沪东	6	30%
黄埔	21	35%	黄埔	6	30%
江南	1	2%	辽南船厂	4	20%
求新	1	2%	武船	4	20%
	60			20	

资料来源: 中信建投证券研究发展部

表 14: 我国江凯 II 级 (054A) 护卫舰建造、下水和服役情况

舰型	舷号	舰名	建造船厂	隶属	下水时间	服役时间
054A	529	舟山	沪东	东海	2006-12-21	2008-1-3
054A	530	徐州	黄埔	东海	2006-9-30	2008-1-27
054A	538	烟台	黄埔	北海	2010-8-24	2011-7-30
054A	546	盐城	沪东	北海	2011-4-27	2012-6-5
054A	547	临沂	黄埔	北海	2011-12-13	2012-11-21
054A	548	益阳	黄埔	东海	2009-11-16	2010-10-26
054A	549	常州	沪东	东海	2010-5-21	2011-5-30



054A	550	潍坊	沪东	北海	2012-7-9	2013-6-22
054A	568	衡阳	沪东	南海	2007-5-23	2008-6-30
054A	569	玉林	沪东	南海	2009-4-28	2010-2-1
054A	570	黄山	黄埔	南海	2007-3-18	2008-5-13
054A	571	运城	黄埔	南海	2009-2-8	2010-1-27
054A	572	衡水	黄埔	南海	2011-5-21	2012-7-9
054A	573	柳州	沪东	南海	2011-12-10	2012-12-26
054A	574	三亚	沪东	南海	2012-11-30	2013-12-13
054A	575	岳阳	黄埔	南海	2012-5-9	2013-5-3
054A		未知	沪东		2013-4-28	
054A		三门峡	沪东	北海	2013-9-28	
054A	576	黄石	黄埔		2013-10-8	

资料来源：中信建投证券研究发展部

表 15: 我国江岛级（056）轻型护卫舰建造、下水和服役情况

舰型	舷号	舰名	建造船厂	隶属	下水时间	服役时间
056	580	大同	辽南船厂	北海	2012-8-10	2013-5-18
056	581	营口	辽南船厂	北海	2012-11-18	2013-8-1
056	582	蚌埠	沪东	东海	2012-5-23	2013-2-25
056	583	上饶	沪东	南海	2012-8-19	2013-6-10
056	584	梅州	武船	南海	2012-7-31	2013-7-29
056	585	百色	武船	南海	2012-10-25	2013-10-12
056	586	吉安	沪东	东海	2013-2-25	2014-1-8
056	587	揭阳	黄埔	南海	2013-1-26	2014-1-26
056	588	泉州	沪东	东海	2013-6-25	
056	589	清远	黄埔	南海	2013-5-30	
056	590	威海	辽南船厂	北海	2013-8-1	2014-3-15
056	591		辽南船厂	北海	2013-8-1	
056	592	泸州	武船	南海	2013-7-16	2014-6-7
056	593	宿迁	沪东	东海	2013-11-20	
056	594		黄埔	南海	2013-11-30	
056	595		武船	南海	2013-11-14	
056	596	惠州	黄埔	驻港部队	2012-6-3	2013-7-1
056	597	钦州	黄埔	驻港部队	2012-8-30	2013-7-1
056			黄埔	南海		
056			沪东	东海		

资料来源：中信建投证券研究发展部



铸造精品，表现突出。在近几年的军品发展史上，黄埔造船建造的三型舰艇先后获得“国家科技进步奖一等奖”、“国防科技工业武器装备型号研制金奖”和“国防科技工业武器装备型号研制银奖”。公司建造的多型安全可靠、性能先进的战斗舰艇，在执行重大军事任务、维护国家权益、新中国海军成立 60 周年海上大阅兵、亚丁湾护航等行动中担当重任，为维护国家战略利益和人民海军装备现代化建设作出了积极的贡献。2009 年 4 月 23 日，在人民海军成立 60 周年海上阅兵典礼上，黄埔造船建造的 4 型 5 艘舰艇参加了新中国历史上第一次大规模多国海军参加的盛大阅兵活动。2009 年 4 月 2 日至 8 月 21 日，黄埔造船建造的“黄山”舰奉命赴亚丁湾执行第二批远洋护航任务，高效、圆满地完成了远洋护航保障任务；截止目前我国海军派出 17 批次亚丁湾护航编队，几乎每次都有黄埔造船建造的导弹护卫舰、综合补给舰参与。

表 16：我国海军派出的亚丁湾护航编队

	起航时间	主力舰艇 A	主力舰艇 B	综合补给舰	主力舰艇所属舰队
第一批	2008.12.26	武汉（江南）	海口（江南）	微山湖（黄埔）	南海舰队
第二批	2009.4.2	深圳（大船）	黄山（黄埔）	微山湖（黄埔）	南海舰队
第三批	2009.7.16	舟山（沪东）	徐州（黄埔）	千岛湖（沪东）	东海舰队
第四批	2009.10.30	马鞍山（沪东）	温州（黄埔）	千岛湖（沪东）	东海舰队
第五批	2010.3.4	广州（江南）	衡阳（沪东）	微山湖（黄埔）	南海舰队
第六批	2010.6.30	昆仑山（江南）	兰州（江南）	微山湖（黄埔）	南海舰队
第七批	2010.11.2	舟山（沪东）	徐州（黄埔）	千岛湖（沪东）	东海舰队
第八批	2011.2.21	马鞍山（沪东）	温州（黄埔）	千岛湖（沪东）	东海舰队
第九批	2011.7.2	武汉（江南）	玉林（沪东）	青海湖（大船）	南海舰队
第十批	2011.11.2	海口（江南）	运城（黄埔）	青海湖（大船）	南海舰队
第十一批	2012.2.27	青岛（江南）	烟台（黄埔）	微山湖（黄埔）	北海舰队
第十二批	2012.7.3	益阳（黄埔）	常州（沪东）	千岛湖（沪东）	东海舰队
第十三批	2012.11.9	衡阳（沪东）	黄山（黄埔）	青海湖（大船）	南海舰队
第十四批	2013.2.16	哈尔滨（江南）	绵阳（黄埔）	微山湖（黄埔）	北海舰队
第十五批	2013.8.8	井冈山（沪东）	衡水（黄埔）	太湖（黄埔）	南海舰队
第十六批	2013.11.30	盐城（沪东）	洛阳（沪东）	太湖（黄埔）	北海舰队
第十七批	2014.3.24	长春（江南）	常州（沪东）	巢湖（沪东）	东海舰队

资料来源：中信建投证券研究发展部

**做大海工：中船集团三大海工基地之一。**自 1981 年开始，黄埔造船就涉足海洋工程领域，建造了当时全国最大的自升式钻井平台“华海一号”，不过后来在海工市场上“消失”了很长一段时间；进入新世纪后，黄埔造船在海工领域重新发力，并将海工确定为战略转型的重要方向，取得了有目共睹的成绩，先后成功建造了小水线面船、400 吨起重铺管船、6500 马力三用工作船、8000 马力环保船、5 万吨半潜船、3000 米深水工程勘察船等海洋工程船舶。截至目前，黄埔造船已成功建造了超过 14 型 40 艘的海洋工程船舶，在海工领域成功树立了崭新的品牌，设计及建造水平不断提高，成为华南地区重要的海洋工程船舶建造基地和中船集团公司重点布局的三个海洋工程建造基地之一（外高桥造船、上海船厂）。海工装备是黄埔造船的未来，黄埔造船龙穴厂区今后的发展方向就是海洋工程。目前，黄埔造船正在“以国内市场为基础，逐步拓展国际市场；先从海洋工程辅助船入手，做好海工技术储备和项目管理经验的积累，逐步进入海洋平台建造领域；先以修造自升式平台入手，



逐步进入半潜式海洋平台等高端建造领域”的“三步曲”布局海工业务的宏伟蓝图。预计到 2015 年，龙穴海洋工程基地基本建成，形成年产 2 座半潜式钻井平台、6 艘海洋工程辅助船舶和 1 座大型海工组块的能力。

表 17：黄埔造船主要海工历史业绩和订单

主要交付业绩和手持订单	
自升式钻井平台	2+2 艘 R-550D 型 400 英尺
多用工作船 AHTS	“中油海 262”号、“中油海 281/2”号、“中油海 264”号、“海洋石油 286”号、“海洋石油 601/2/3/4/5”号
平台供应船 PSV	“海洋石油 623”号、2 艘 HAVYARD 832LSE 型、4 艘中海油服 6000 马力深水供应船、2+6 艘新加坡 Basic Offshore 公司、1 艘 86 米新加坡 Radiance Catio offshore Ptc.ctd 公司、1 艘中海油服 8000 马力
铺管船	“中油海 101”号 40 米、“汇众 301”号 350 米起重铺管船
半潜船	“祥云口”号、“祥瑞口”号、广州打捞局 5 万吨半潜船工程船、中远航运 5 万吨半潜船
深水工程勘察船	“海洋石油 701”号、“海洋石油 702”号、“海洋石油 708”号
下水驳船	“海洋石油 228”号、“中油海 801”号
环保工作船	“海洋石油 255”号、“海洋石油 256”号

资料来源：中信建投证券研究发展部

特别值得一提的是 5 万吨半潜船（“祥云口”号、“祥瑞口”号）与 3000 米深水工程勘察船（“海洋石油 708”号）的建造。5 万吨半潜船是目前亚洲最大、世界领先的高技术、高附加值特种运输船舶，由黄埔造船与广船国际合作建造，采用了世界先进的电力推进、数字化操作等技术，主要应用于运输海洋平台，有“海上叉车”的美誉。广船国际负责该船合同承接、详细技术设计、设备订货与交船工作（总包），黄埔造船主要承担船舶的施工技术设计、材料订货及建造任务（具体建造）。2011 年 1 月和 6 月，“祥云口”号、“祥瑞口”号 5 万吨半潜船先后交付中远航运。2013 年 9 月 11 日，凭借这两艘 5 万吨半潜船业绩，黄埔造船又获得全国打捞系统“十二五”期间装备建设的三大重点项目之一广州打捞局 5 万吨半潜船工程船建造合同。今年 7 月 18 日，黄埔文冲又与中远航运成功签订了 1 艘 5 万吨半潜船建造合同，完成后将为俄罗斯 Yamal LNG 项目服务。

3000 米深水工程勘察船是国家深水重大科技攻关项目的综合配套项目之一，该船作业水深为 3000 米，钻孔深度可达海底以下 600 米，电力推进、二级动力定位，具有工程物探调查、数字地震调查、3000 米水深工程地质钻探、水下机器人（ROV）作业、海底表层采样、原位静力触探（CPT）测试、海上工程支持服务、大型海洋工程起吊等功能，被誉为“世界第一勘察船”，是全球首艘集起重、勘探、钻井等功能为一体的综合性工程勘察船。该船于 2011 年 12 月 16 日顺利交付中海油服，标志着黄埔造船的造船技术水平得到了新的提升、也标志着我国成功进入海洋工程深海勘探装备建造这一顶尖领域；也填补了我国在海洋工程深海勘探装备领域的国内空白，在南海油气田的勘探开发上将起到重要作用。

自升式钻井平台获得突破。新世纪的头 10 年，是黄埔造船发展速度最快、发展成绩最为显著的 10 年，特别是在海工产品设计及建造方面取得了长足的进步，而通过批量承建多型号海工产品与积极开展海工装备技术专题研究和工艺试验，黄埔造船已基本掌握了自升式平台的关键建造技术。2013 年 5 月 7 日，黄埔造船与新加坡 Alliance Offshore Drilling PTE Ltd.在美国休斯敦签订了 2+2 艘 400 英尺工作水深自升式钻井平台建造合同，R-550D 型、使用 Zentech 设计以及 TSC 集成设备包。该合同的签订，对于黄埔造船进入海工装备建造核心领域和高端市场具有历史性的意义。

**公务船业绩突出。**我国海洋执法船的数量与广阔的海域面积积极不匹配。近年来，渔政、海监、海事、边防、



海关等多个部门都在加快相关船舶订造计划的推进速度，公务船市场的需求增幅达到 30% 左右。最近几年来，黄埔造船不断扩大在公务船领域的建造优势，为海关总署、国家海洋局、国家海事局、交通运输部救助打捞局、农业部渔政局等政府部门建造了多种型号的海关缉私艇、海巡船、海监船、渔政船等，成为国内最大的公务执法船建造单位、最大的海监船建造基地，奠定了在公务执法船建造领域的重要地位，其建造的各类公务执法船在维护国家海洋权益和主权斗争中发挥了重大作用。2012 年，黄埔造船的业绩中最为抢眼的要数公务船，其共承接公务船订单 6 型、19 艘，在国内公务船市场占据了不小的份额，而且交付了“东海救 101”号等 3 艘公务船。

表 18：黄埔文冲公务船建造情况

	客户	主要业绩
海洋救助船	交通运输部救助局	“北/东/南海救 111-117”号（8000KW）、“北/东/南海救 101”号（14000KW）
海监船	海洋与渔业监察总队、国家海洋局	“中国海监 3015”号、“中国海监 2168”号、“中国海监 66”号、“中国海监 23”号
海警船	国家海洋局	“中国海警 3306”号、“中国海警 3307”号、“中国海警 1401”号、“中国海警 2401”号、“中国海警 3401”号
渔政船	农业部北/东/南海区渔政局、省级渔政总队	

资料来源：中信建投证券研究发展部

我国最大的海洋救助船建造基地。黄埔造船批量建造的 1.4 万千瓦、8000 千瓦系列大功率海洋救助船遍布我国四大海域，并作为我国海上救助的主力船型，在承担国家重大海上值班、“神七”、“神九”发射保障和在急难险重的海上救助任务中发挥了重大作用。2013 年 1 月 28 日，我国目前最先进的远洋救助船、北部海区救助旗舰“北海救 101”号在山东烟台救助码头正式列编交通运输部北海救助局；“北海救 101”号交付，标志着黄埔造船 4 艘 14000kw 海洋救助船交付完毕。2014 年 6 月 24 日，“北海救 117”轮交船签字仪式在广州黄埔船厂举行，北海救助局李凯副局长代表北海救助局在仪式上签字，标志着“北海救 117”轮正式交付北海救助局；随着“北海救 117”号的签字交工，黄埔造船公司建造的 18 艘 8000 千瓦海洋救助船全部完工交付。2013 年 4 月，黄埔造船再次承接了两型 6 艘（4 艘 8000kw、2 艘 12000kw）海洋救助船订单。新世纪以来，黄埔造船已累计承接 28 艘海洋救助船订单，成为我国最大的海洋救助船建造基地。

## 小船文冲：支线+挖泥

**“文船”两大品牌：支线集装箱船和大中型挖泥船。**广州文冲船厂始建于 1955 年，2001 年由各银行债权人对原广州文冲船厂实施债转股改革而设立有限责任公司；文冲厂区占地面积约 69.9 万平方米，现有职工 1880 余人；造船设施主要包括 2.5 万吨级船台一座，2.5 万吨级、7 万吨级、15 万吨级造船干船坞各一座，码头岸线 460 米，以及完善的造船、重工和机械生产配套设施；文冲船厂具有年造 3500TEU 以下支线集装箱船、大中型挖泥船、7 万吨以下散货船 20 艘的能力，经过几十年的发展和沉淀，在支线集装箱船和大中型挖泥船建造领域打造了“文船”品牌，1700TEU 集装箱船和 13500 立方米耙吸式挖泥船成为文船具有国际先进水平、拥有自主知识产权、高技术和高附加值的产品。

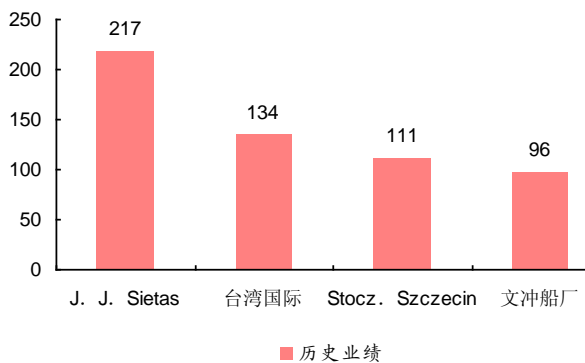
从修船到造船。2006 年，原来以修船为主业的文船公司将发展重心转到了造船领域。为扩大造船能力，公司 2007 年启动中小型船舶技术改造工程。2007 年 3 月 19 日，公司两个船坞技术改造工程开工，原 2.5 万吨级



造船坞被接长 35 米，改成长 237 米、宽 28 米、深 9.4 米的新船坞（于 2007 年 12 月份投入使用），原 1.5 万吨级修船坞被拓宽 12 米、接长 70 米，改成长 240 米、宽 36 米、深 9.4 米的 7 万吨级造船坞（于 2008 年投入使用）。去年 9 月，中国船舶（600150）公告，将中船澄西（广州）的“文冲工场”转让给文冲船厂，资产评估值 2.61 亿元；“文冲工场”位于文船公司内，占地 180774 平方米，拥有一座 15 万吨干坞，876 米码头，11207 平方米预制或舱盖堆放场地，码头前沿水深 6.5 米；由于修船行业产能严重过剩，文冲船厂收购“文冲工场”后将不再用于修船，而是改造成造船坞。

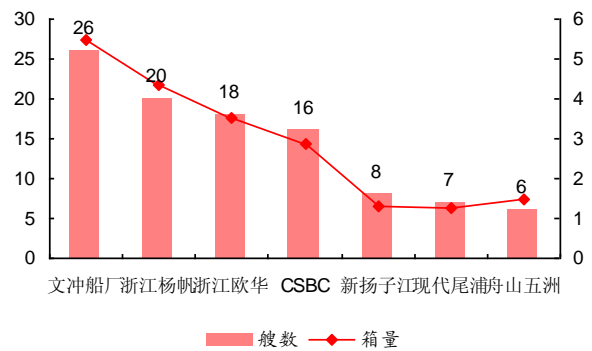
**支线集装箱船手持订单世界第一。**文冲船厂自 1966 年开始为德国船东建造集装箱船，在欧洲、特别是德国船东中传为佳话；以 1700TEU 为代表的各种规格集装箱船达到了世界先进水平，深受欧洲客户的青睐。文冲船厂在小型集装箱船（亚巴拿马型和灵便型，装箱量 1000-3000TEU）手持订单排名世界第一，建造业绩排名世界第四。2013 年 8 月 30 日，《船舶市场研究》刊登文章《小型集装箱船建造市场分析与预测》；文章指出，据统计当前全球 300 多家船厂拥有小型集装箱船建造业绩，其中 80 家船厂的建造业绩在 10 艘以上，20 家船厂拥有 50 艘以上的建造业绩，其中文冲船厂（96 艘）在全球小型集装箱船船厂建造业绩排名第四，仅次于德国的 J. J. Sietas（217 艘）、中国台湾的台湾国际造船（134 艘）、波兰的 Stocz. Szczecin（111 艘）；而从手持订单看，中国船厂成为小型集装箱船的建造主力，手持订单排名前 10 家船厂中，中国有 7 家，其中文冲船厂共持有 25 艘、5.3 万 TEU，占全部手持订单的 31%，居全球小型集装箱船船厂手持订单排名第一，其它排名靠前的中国船厂还有浙江欧华、浙江扬帆、台湾国际造船、江苏新扬子船厂和江南造船等。按照克拉克松的最新统计，今年中期末文冲船厂手持小型集装箱船订单 26 艘、5.5 万 TEU，位居世界第一，远多于其他竞争对手；而且排在前五名的全是中国船厂。

图 37：全球小型集装箱船业绩排名（截止 2013 年 8 月）



资料来源：《船舶市场研究》，中信建投证券研究发展部

图 38：全球小型集装箱船手持订单排名（今年中期末）



资料来源：克拉克松，中信建投证券研究发展部

1700TEU 集装箱船是文冲船厂支线集装箱船的最典型代表，拥有完全自主知识产权、在其优化升级过程中，文冲船厂获得授权专利 9 项（其中 2 项为发明专利）。按照克拉克松的统计，截止去年年底文冲船厂累计交付客户 1700TEU 集装箱船 71 艘。

**挖泥船世家。**文冲船厂自 1996 年开始从事挖泥船建造、目前已经超过 18 年，而且业绩斐然，先后建造了抓斗式、开体耙吸式、绞吸式和自航式等 9 种型号 40 多艘挖泥船，在船型上实现了由小到大、从内河到远洋的跨越，赢得了客户的好评，且承建了国内最大的挖泥船，确立了在国内挖泥船建造市场的领先地位，成为国内挖泥船建造的领头羊。公司所建造的 500 立方米、800 立方米、1000 立方米、3000 立方米、3800 立方米等不同类型的挖泥船曾多次获得国家、省、市科技进步奖和重点新产品奖。



1996年9月，文船公司通过某中介公司，与泰国港务厅签订了一艘800立方米耙吸式挖泥船建造合同，在此之前文船公司从未涉足挖泥船的建造领域。1997年底，长江航道局公开招标建造一艘500立方米耙吸式挖泥船，文船公司一举中标；随后的几年里，长江航道局又连续将4艘同型船交给文船公司建造，从此，文船公司建造挖泥船的名声大噪，引起了全国各地航道疏浚部门及企业的瞩目。2005年以来，围绕国家重点工程的实施，文船相继为上海航道局打造了“新海牛”号、“新海马”号、“新海豚”号等挖泥船。2007年，为中港疏浚公司建造的13500立方米耙吸式挖泥船“新海虎”号，填补了我国建造大型挖泥船的空白，被誉为“神州第一挖”，改写了我国船厂不能建造1万立方米以上挖泥船的历史；随后，上海航道局又与文船公司续订了16888立方米自航耙吸式挖泥船（“新海凤”号）建造合同，天津航道局等单位也在文船订造了多艘大型挖泥船（“通程”号、“通途”号等）。

表 19：文冲船厂最近几年大中型耙吸式挖泥船建造业绩

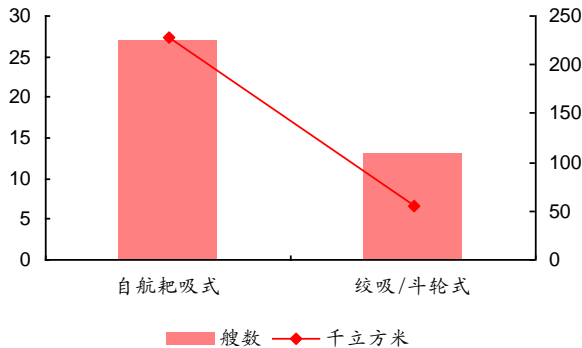
	客户	合同日期	交付日期	船长*型宽*型深	最大舱容(立方米)	最大挖深(米)
“云浚1”号	连云港港口集团	Jan-06	2007-5-10	109*18.8*8.1	5000	
“新海虎”号	上海航道局	2005-8-12	2007-5-26	150.7*27*11	13500	42
“通赢”号	唐山津航疏浚	Jan-06	2008-1-18		5000	
“通旭”号	天津航道局	2006-7-5	May-08		13000	
“新海凤”号	中港疏浚	2005-10-9	2008-11-28	160.9*27*11.8	16888	
“浚海1”号	广州航道局	Nov-07	Oct-09		9000	
“新海牛”号	上海航道局	Dec-07	Nov-09		10000	
“浚海2”号	广州航道局	Nov-07	Jan-10		9000	
“新海马”号	上海航道局	2007-12-9	Feb-10		10000	
“通程”号	天津航道局	2009-1-10	2010-7-12	162.3*28.5*15	18000	85
“浚海5”号	广州航道局	Jul-10	2012-5-18	131.3*25.4*9.8	9000	45
“新海虎4”号	上海航道局	Jun-10	2011-10-10	135*27*10.1	11888	35
“新海虎5”号	上海航道局	2010-3-29	Dec-11	135*27*10.1	11888	35
“新海虎9”号	上海航道局	Nov-10	Jul-12	130*25.6*9.2	10000	35
“通途”号	天津航道局	Jul-10	Dec-11	160.3*30*15	20000	90
“浚海6”号	广州航道局	2010-7-20	Jul-12		9000	

资料来源：中信建投证券研究发展部

不断创造国内最大挖泥船记录。文冲船厂通过自主研发和创新，保持国内大型挖泥船建造领域的领先地位，具有与国外一流公司竞争的實力。从“新海虎”号（13500立方米）、“新海凤”号（16888立方米）到“通程”号（18000立方米）和“通途”号（20000立方米），文冲船厂不断创造着国内耙吸式挖泥船最大舱容的记录；从“新海豚”号、“云浚2”号（3500立方米/小时）到2013年7月3日为中铁港航局建造的绞吸式挖泥船（5000立方米/小时），文冲也在不断提高绞吸式挖泥船的工作效率。截止目前，文冲船厂累计交付各型挖泥船40艘、舱容28.33万立方米，其中耙吸式挖泥船27艘、绞吸/斗轮式挖泥船13艘；当前手持订单1艘。

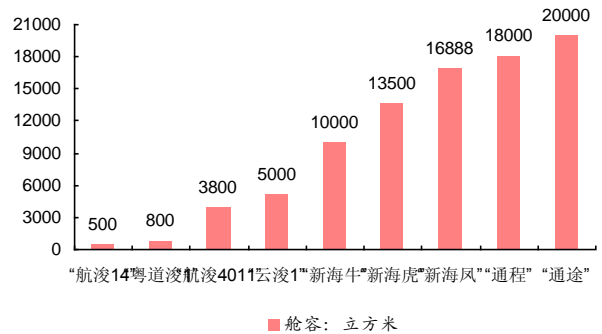


图 39: 文冲船厂挖泥船累计交付订单



资料来源: 克拉克松, 中信建投证券研究发展部

图 40: 文冲船厂耙吸式挖泥船订单舱容明细

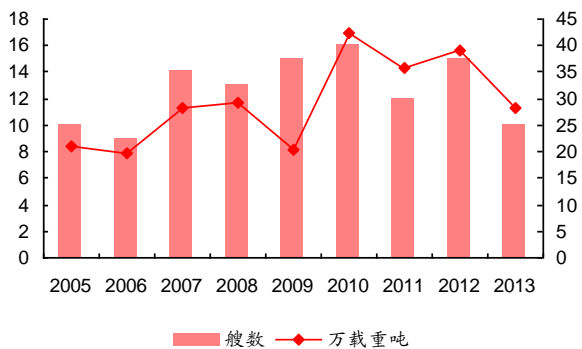


资料来源: 中信建投证券研究发展部

最近几年挖泥船订单下滑, 未来中小型挖泥船需求向好。过去 10 多年, 伴随着我国沿海港口基础设施、临港工业区和大型枢纽港深水航道建设, 特别是长江口深水航道治理、上海洋山深水港建设、曹妃甸港口建设等的推进, 一批大型疏浚工程相继展开, 从而给疏浚企业带来了良好的发展机遇, 疏浚业的快速发展必然极大地促进挖泥船需求的增加; 仅在 2003~2008 年这 5 年间, 国内累计建造的大、中、小型各类挖泥船总数超过 200 艘。近两年, 随着国内沿海大规模港口建设接近尾声, 洋山港建设等大型工程结束, 大中型挖泥船需求萎缩。但我们预计, 未来内河航道疏浚投资逐渐进入高峰期、水利疏浚和环保疏浚市场需求快速起来, 对中小型挖泥船的需求还将会持续。

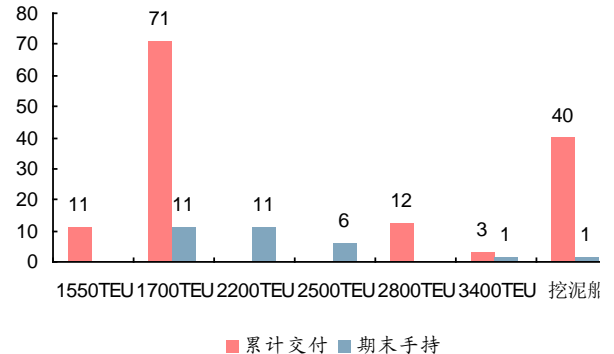
**稳健成长, 业绩不俗。**“十一五”期间, 文冲船厂虽然遭遇了重重困难, 通过精心策划和不懈努力, 仍取得了不俗的业绩: 累计交船 64 艘、140 万载重吨左右, 完成工业总产值 164.8 亿元、工业增加值 39.2 亿元, 完成销售收入 172.36 亿元、实现利润总额 23.7 亿元。2011 年, 文冲船厂交船 12 艘, 完成工业总产值 40.8 亿元, 实现销售收入 40.5 亿元、利润总额 3.6 亿元、净利润 2.7 亿元。

图 41: 文冲船厂近几年完工交船



资料来源: 克拉克松, 中信建投证券研究发展部

图 42: 文冲船厂历史业绩和期末手持订单 (2013, 艘)



资料来源: 克拉克松, 中信建投证券研究发展部

## 收购大幅增厚业绩

目前是收购军船最佳时机。一方面, 我国正进入海军建设的快速发展期。据统计, 去年我国海军服役、开

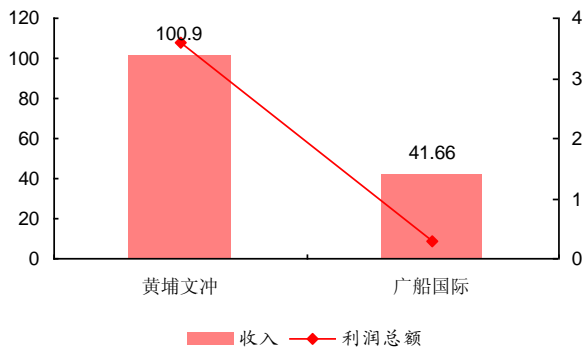


工和下水舰艇数量世界第一、并远超我国海军历史最高水平；随着我国航母建设逐渐进入批量化阶段，航母编队所需驱逐舰、护卫舰和核潜艇、补给舰等持续增加。另一方面，目前军船的盈利水平好于民船。军船有相对稳定的毛利率水平（比如 15% 的成本加成），而目前民船几乎不挣钱或者略微盈利；此时收购有 5-10% 左右的净利率军船资产，对整体的业绩水平肯定是大幅增厚的；相反，如果等到民船盈利的高峰时期，民船的业绩弹性和净利率水平都高于军品，那时收购军船就会是摊薄的效应。

**收购黄埔文冲将大幅增厚业绩。**2013 年 12 月 18 日，黄埔造船和文冲船厂转型融合，合并为中船黄埔文冲船舶有限公司。2013 年，中船黄埔文冲实现收入 100.9 亿元、利润总额 3.6 亿元；而去年广船国际实现收入 41.66 亿元、利润总额 0.28 亿元；黄埔文冲的收入和利润总额分别是广船国际的 2.42 倍和 12.86 倍；广船收购黄埔文冲将带来极大的业绩弹性。

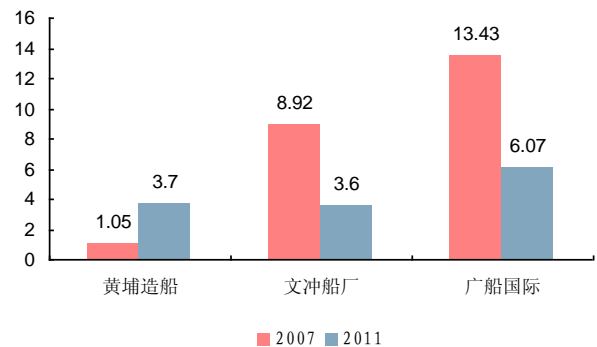
在民船盈利的最高峰 2007 年，广船国际的利润总额 13.43 亿元，以军船为主的黄埔造船只有 1.05 亿元利润、文冲船厂利润总额也达到历史最高峰 8.92 亿元，但两者合计也不到广船的利润水平；而到了盈利下滑的 2011 年，黄埔造船就实现利润总额 3.7 亿元、文冲船厂利润下降为 3.6 亿元，广船的利润总额为 6.07 亿元，黄埔和文冲的利润之和已经超过广船国际。等到了 2013 年，黄埔文冲的盈利水平就远远超过广船。

图 43：黄埔文冲与广船国际收入、利润对比（亿元）



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图 44：黄埔、文冲、广船利润总额对比（亿元）



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

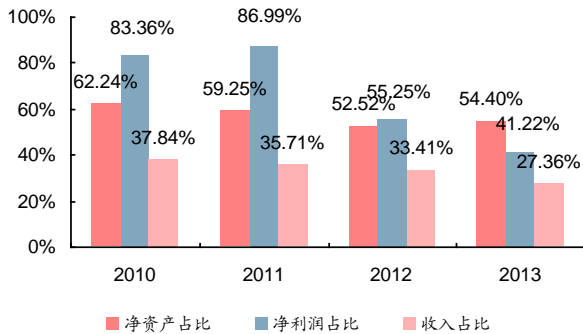


## 广船将成为中船集团整体上市的平台

### 中船集团整体上市进度慢于中船重工

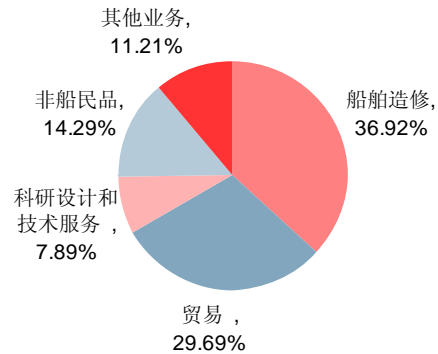
中船重工的资产证券化率已经超 60%。自 2009 年 12 月份中国重工上市，中船重工集团就稳步推进整体上市工作；中国重工在 IPO 后每一年几乎都有资本运作，累计已完成 4 步，逐步、稳健推进集团民船造修、核心军品及部分非船资产的注入。不考虑今年 1 月才注入的核心军品总装业务，我们以完成第三步（收购武船、河柴等）为节点，中船重工集团资产证券化率已经超过 50%；2013 年上市公司收入、净利润分别占集团的 27.36% 和 41.22%，期末上市公司净资产占集团净资产的 54.4%（收入占比明显小于净利润和净资产主要是由于集团还有很多盈利水平较低的贸易性收入）。考虑到年初核心军品总装资产的注入，预计集团资产证券化率超过 60%。

图 45：中国重工在集团中占比（不考虑军品总装）



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

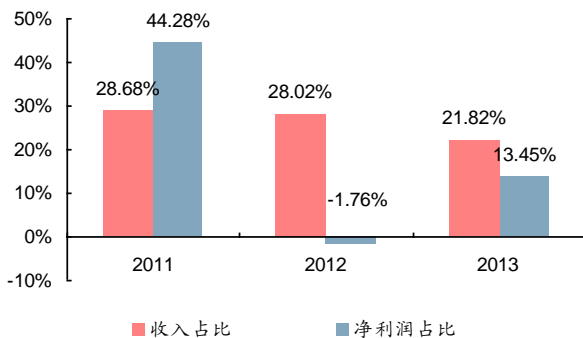
图 46：中船重工集团主营业务结构（2013）



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

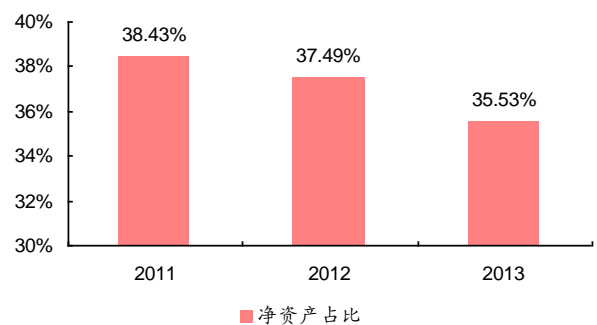
**中船集团整体上市：起大早、赶晚集。**1999 年 7 月，中国船舶工业总公司分为南、北船；分到南船的广船国际（1993 年上市）、江南重工（1995 年）和中国船舶（1998 年）早在中船集团成立前就上市了，但资产整合的进度很慢。2013 年，中国船舶收入、净利润占集团比重分别为 21.82%、13.45%，期末净资产占比 35.53%。加上广船国际和钢构工程，预计中船集团的资产证券化率在 30-40% 左右。

图 47：中国船舶收入、净利润占集团比重



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图 48：中国船舶净资产占集团比重（不考虑广船、江南）



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部



## 中船集团属地化整合正全面展开

从大船、小船到船配。从外高桥造船注入沪东重机、收购江南长兴、收购龙穴造船，到广船配股收购文冲船厂，反映出中船集团上一届领导对整体上市思路是：从大船、小船到船配顺序整合，大船以沪东重机（600150）为平台、小船以广船国际（600685）为平台、船配以\*ST 钢构（600072，原江南重工、中船股份）为平台。

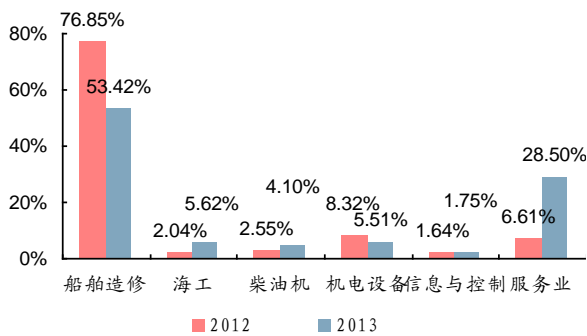
表 20：中船集团旗下中国船舶和广船国际 2012 年之前的资本运作

中国船舶	资本运作	停牌/公告	复牌/方案	动作完成
第一步	IPO			1998-5-20
第二步	股权划转			2006-11-8
第三步	向股东、市场定增收购外高桥造船等	2007-1-24	2007-1-29	2007-9-26
第四步	现金收购江南长兴造船 65% 股权	2008-1-8		2008-4-15
第五步	向股东、市场定增收购龙穴造船 100% 股权等	2011-2-18	2011-3-4	到期失效
广船国际	A+H 配股收购文冲船厂	2008-6-30		2009/3/26 终止

资料来源：中信建投证券研究发展部

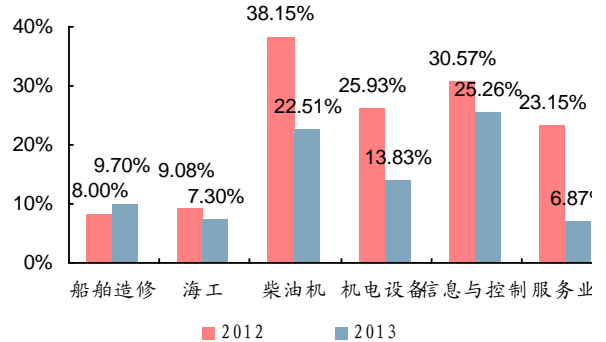
**属地化整合新思路。**2012 年下半年，中船集团进行领导换届，有兵器集团、中航工业集团背景的胡总升任集团董事长。新领导上任的第一件事把中船集团主营分为六大业务板块：船舶造修、海洋工程装备、动力装置、机电设备、信息与控制、生产性现代服务业。从 2012 年下半年以来，针对中国船舶、广船国际和\*ST 钢构的一些列动作表明，三个上市平台资本运作齐头并进、没有先后顺序之分，而且资产整合也不是按照大船、小船、船配的老思路，带有明显的属地化整合的特征。

图 49：中船集团主营业务结构



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图 50：中船集团主营毛利率水平



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

表 21：中船集团旗下三大上市平台 2012 年下半年以来的关键动作

2012-12-21	将江南造船集团持有中船股份（600072）34% 股权无偿划转中船集团；2013 年 2 月 27 日划转完成；
2013-1-21	中国船舶（600150）将长兴造船 51% 的股权转让给沪东中华集团、收购江南集团持有的长兴重工 36% 股权；
2013-6-24	广船国际（600685）拟定向增发 H 股收购龙穴造船 100% 股权；2014 年 2 月 11 日增发完成，3 月 5 日完成股权划转；



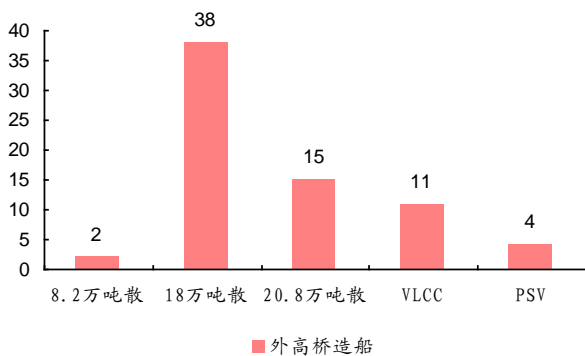
- 2013-8-14 黄埔造船托管文冲船厂，12月18日中船黄埔文冲船舶有限责任公司成立；
- 2013-8-31 中国船舶（600150）将澄西广州的“文冲工场”转让给文冲船厂
- 2014-1-8 中船股份（600072）拟将公司名称变更为“中船钢构工程股份有限公司”，2月18日完成更名，4月1日出完年报后被\*ST；
- 2014-4-5 广船国际（600685）停牌，拟收购中船集团华南地区船舶类资产和第三方造船资产

资料来源：中信建投证券研究发展部

## 广船将成为集团船舶整体上市的平台

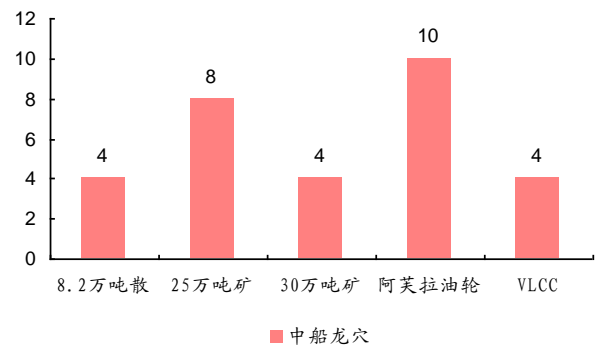
广船、中船两家合一家，实现中船集团船舶类资产整体上市。从内在要求来看，广船收购完中船龙穴后，龙穴造船的产品结构就和外高桥造船有相似之处，在8.2万吨散货船、VLCC上存在同业竞争。在广船收购龙穴造船的收购报告书中，中船集团出具了关于避免同业竞争的承诺，“在法律允许且条件成熟的前提下，本公司将在未来适合的时机以合法合规的方式积极推动解决上述同业竞争问题”。

图 51：外高桥造船手持订单（艘，截止 7 月底）



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图 52：中船龙穴手持订单（艘，截止 7 月底）



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

从外在压力来看，北船（中国重工）虽然上市较晚，但通过一系列的资本运作，基本实现民船造修、海工装备、核心军品总装（除葫芦岛的核潜艇总装）和非船业务的上市，只剩下科研院所和贸易类资产，市值也逐渐提升到千亿元左右；而南船旗下三家上市公司还各自为政，个体市值较小、累加市值也比中国重工小。

广船成为中船集团整体上市的平台可能性大。首先，H 股的平台优势地位。1993 年，为了响应朱镕基总理鼓励国内企业去香港上市，第一批共 6 家国有企业包括上海石化、北人印刷、马鞍山钢铁、青岛啤酒、昆明机床和广船国际在香港成功发行 H 股并上市，共集资 69.4 亿港元；在此带动下，1994 年更有 9 家企业（仪征化纤、天津渤海化工、东方电机、洛阳玻璃、庆铃汽车、上海海兴轮船、镇海炼化化工、成都电缆和哈尔滨动力）H 股上市，共集资 97.92 亿港元，占年度香港所有新上市公司集资额的 57%。

其次，可能的改名。2008 年 7 月，广船国际发布配股募集收购计划，拟以 10 股配 3 股的比例向全体股东（A+H）配售，共计可配股份数量 1.48 亿股，募集资金用于收购该公司控股股东中国船舶工业集团全资子公司广州文冲船厂 100% 股权，收购价格为 30.41 亿元；同时，还有一项董事会决议是公司更名为“广州中船国际股份有限公司”（“中船国际”）。考虑到证券市场和造船行业的变化，2009 年 3 月广船前宣布终止收购文冲船厂计



划，更名事项也终止。此次，广船停牌收购中船集团华南地区的船舶类资产预计包括黄埔文冲，更名的董事会决议有望旧事重提。

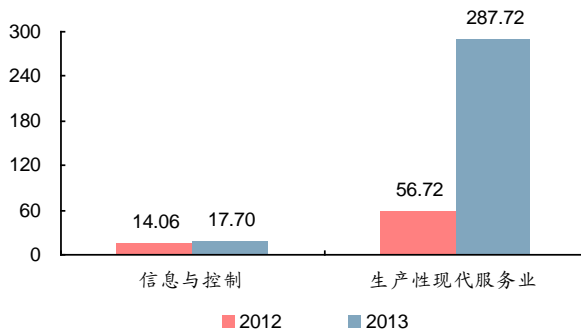
最后，董事会秘书更换。今年4月25日，公司公告董事会秘书更换，由原中国船舶董秘担任新董秘、原广船董秘继续担任执行董事并兼任总会计师职务。我们认为，广船董秘更换彰显了广船在以后中船集团整体上市中的平台地位。

## 中船集团其他业务板块的可能安排

广船、中船整体上市将基本实现前4个业务板块资产上市。广船、中船完成各自的属地化整合后合为一家，就基本实现船舶造修、海工装备、动力装备、机电设备4个业务板块资产的上市，动力板块还剩下中船动力（原镇江中船设备和安庆中船柴油机）等少数资产。

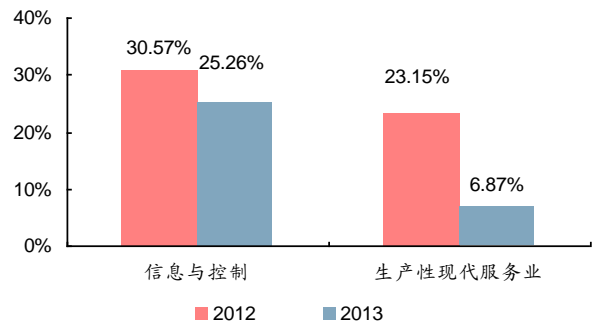
其他平台为剩下两个业务板块准备。我们预测，广船、中船两家合一家、多出的一家上市平台和钢构工程（600072）很可能作为剩下两大业务板块的融资上市凭借：信息与控制、生产性现代服务业。其中信息与控制业务主要以中船集团系统工程研究院、中船电子科技有限公司为主体，2013年实现营业收入17.70亿元、同比增长25.86%，毛利率25.26%。生产性现代服务业主要包括科研院所（708所、中船九院、604院等）、中船贸易、中船财务、中船成套、中船租赁等，2013年实现收入287.72亿元、同比增长4.07倍，毛利率6.87%。

图 53：中船集团信息与控制、生产性服务业收入（亿元）



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图 54：中船集团信息与控制、生产性服务业毛利率



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

表 22：中船集团生产性现代服务业板块

主营业务	成立时间	现有职工	地址
中国船舶及海洋工程设计研究院（708所）	1950	1000	上海市黄浦区西藏南路1688号
上海船舶研究设计院（604院）	1964	500	浦东祖冲之路2633号（近张东路）
上海船舶工艺研究所（第11所）	1964	313	上海市中山南二路851号



中国船舶工业综合技术经济研究院	船舶与海洋工程装备及相关产业研究、船舶行业标准化技术归口、质量工程技术研究与应用、舰船“六性”技术研究与应用、软件测评与技术研究、信息安全技术研发与服务等	1961/1963	400	北京市海淀区学院南路 70 号
广州船舶及海洋工程设计研究院	军用舰船、民用船舶及海洋工程科研和设计	1974	200	广州海珠区革新路 126 号
中船第九设计研究院工程有限公司	工程咨询、工程设计、工程项目总承包	1953	750	上海市普陀区武宁路 303 号
中船勘察设计院有限公司	工程地质勘察、工程测绘、岩土工程设计施工与监测等	1953	243	上海市中山北路 2150 号
中国船舶工业贸易公司	军品贸易、民用船舶国际营销、技术设备与材料进口、船用设备等机电产品出口等	1982		北京市海淀区首体南路 9 号 1 号楼 8-12 层
香港华联船舶有限公司	船舶及相关设备贸易代理、融资服务、物业管理和产业投资等	1982		香港德辅道中 19 号环球大厦 18 楼
中船工业成套物流有限公司	内部物资集中采购、外部延伸产业链	2012		上海市杨浦区周家嘴路 3255 号 12—16 楼
中船财务有限责任公司	非银行金融机构（存贷款、票据、融资租赁、买方信贷、保险代理、外汇等）	1997		上海市浦东新区浦东大道 1 号船舶大厦
中国船舶（香港）航运租赁有限公司	船舶租赁、海上运输、船舶买卖、船舶管理、投资、船舶及海洋工程装备技术引进、船员管理以及香港法律允许的其他与航运相关的业务	2012		上海市浦东新区浦东大道 1 号船舶大厦

资料来源：中信建投证券研究发展部

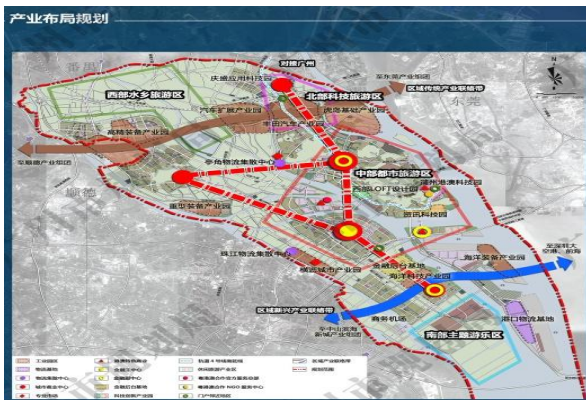
## 广船是最安全品种

### 搬迁土地升值提供安全垫

**搬出荔湾地区，土地面临升值。**根据 2009 年《广州市区产业“退二进三”企业工业用地处置办法》，广船国际属于广州市的“退二进三”规划（第二产业从市区退出，发展商业、服务业等第三产业）中的第三批搬迁企业，需要在 2015 年底前迁出广州市区。目前，广船国际总部位于广州市荔湾地区芳村大道，总占地面积约 58 万平方米，其中造船设施占地约 52 万平方米、且由于生产特性需求分布在珠江边缘，位置好、适合商业开发、未来升值空间大。根据 2011 年广州市《白鹅潭地区控制性详细规划》，广船国际总部所在位置及周边地区将被规划为商务区及居住区。我们按照 3 万元/平方米单价、64 分成比例简单测算，工业用地拆迁补偿收益在 100 亿元左右。

**龙穴基地有望毗邻粤港澳自贸区。**粤港澳自贸区包括广州南沙新区、深圳前海新区、珠海横琴新区、白云机场综合保税区。在今年 2 月 18 日召开的广州市“两会”上，市长陈建华在《政府工作报告》中表述，2014 年“广州将推动白云机场综合保税区、南沙保税港区、广州保税区等海关特殊监管区域建设，创造条件申报自由贸易园区。”广州列入申报自贸区的范围包括两块：南沙保税区（7.8 平方公里）和白云空港经济区（7.4 平方公里）。广州南沙保税港区是全国第五个、广东省第一个正式封关运作的保税港区，共由五个地块组成：位于龙穴岛南部的南沙港一期 4 个 5 万吨级码头及后方堆场、物流园区及江海联运码头一期、南沙港区二期 6 个 5 万吨级码头及其后方堆场，公共查验区四个地块以及广东南沙出口加工区地块。如果南沙保税区作为粤港澳自贸区的一部分被最后批准，龙穴造船基地将毗邻自贸区，也将获得潜在的升值空间。

图 55：广州南沙新区产业规划图



资料来源：中信建投证券研究发展部

图 56：龙穴基地鸟瞰图



资料来源：中信建投证券研究发展部

## 中船集团整体上市的平台

**收购龙穴造船只是开始。**我们在 2013 年 11 月 26 日的调研简评报告中就明确指出，广船收购龙穴造船反映出中船集团资产整合、整体上市思路的新变化，从大船、小船、船配到属地化整合，广船必将继续进行华南地区船舶类资产的收购和整合；今年 4 月 5 日，广船停牌进行重大资产重组印证了我们的观点。广船收购龙穴造船，只是中船集团资产整合、整体上市的开始。



广船最终将作为中船集团整体上市的平台。根据上面的详细分析，我们认为广船、中船完成各自的属地化整合以后必将合为一家，且以广船为平台。在有本部搬迁、荔湾地区土地升值的背景下，广船最终还要作为中船整体上市的平台，因此广船国际是中船集团旗下三大上市平台中最安全品种。

## 维持买入评级，目标价 25 元

**目前难以 PE、PB 估值。**从业绩角度看，未收购龙穴造船前数据是每股收益 0.01 元；考虑到 3 月完成收购和预计去年龙穴造船亏损，预计去年备考每股收益为负值。在中船、广船提前行业业绩见底的预测前提下，加上龙穴造船预计今年扭亏，广船今年业绩有望迎来较大的向上弹性、明年继续较快增长，但预计每股收益的绝对值应该还是较小（2014 年 0.1 元、2015 年 0.25 元），难以对其进行 PE 估值。从每股净资产角度来看，停牌前广船 PB 已经达到 3.3 倍；考虑到搬迁土地升值因素，扣除 100 亿元、PB 在 1.4 倍左右，处于相对合适水平。

**从整体上市后市值目标来进行估值。**我们认为，广船、中船完成各自的属地化整合后，合成一家就基本实现南船集团民船造修、海工、船配、核心军品总装等整体上市，民船造修产能超过北船集团，市值目标有望达到千亿元。目前，广船、中船合计市值在 470 亿元左右，考虑到继续收购的体外资产是目前已上市的一半左右，预计完成整体上市市值 700 亿元，离合理目标还有 50% 左右的空间。我们暂给予广船 25 元目标价、维持“买入”评级。



## 风险分析

### 船市基本面弱于预期

从订单来看，目前航运企业持续亏损、航运景气度复苏较慢，对价格弹性较大的改善运力结构式下单能否持续和力度能否足够存在不确定性。从价格来看，7 月份新船价格停涨，部分船型价格小幅下跌；新船价格未来有持续走低的可能。

### 中船集团资产整合方式未定

对中船集团属地化整合方式的判断和未来中船、广船最终整合都是基于现有公开资料的合理推测，未来集团重大资产重组方式、顺序安排等无法准确预测，存在变化可能并最终影响到广船、中船和\*ST 钢构投资价值差异的判断。

### 集团整合时间进度安排和股市系统性风险

即使我们对中船集团资产重大重组方式的预测部分准确，在停牌时间进度安排等方面也无法预测，而且二级市场表现趋势难判，存在重组复牌时市场系统性风险影响股价表现。



## 分析师介绍

**高晓春：**南开大学会计学硕士，机械行业首席分析师；擅长行业和公司基本面分析，对财务分析有独到见解；曾获“工业生产行业最佳分析师”、“十佳明星分析师”、水晶球卖方分析师“机械行业第一名”等奖项。

## 研究服务

### 社保基金销售经理

彭砚莘 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

### 北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

陈杨 010-85156401 chenyangbj@csc.com.cn

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

何嘉 010-85156427 hejia@csc.com.cn

刘亮 010-85130323 liuliang@csc.com.cn

### 上海地区销售经理

袁小可 021-68821600 yuanxiaoke@csc.com.cn

张东弢 021-68821609 zhangdongtao@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

简佳 021-68821631 jianjia@csc.com.cn

李孟江 021-68821619 limengjiang@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

李岚 021-68821618 lilan@csc.com.cn

### 深广地区销售经理

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

王方群 020-38381087 wangfangqun@csc.com.cn

程海艳 0755-82789812 chenghaiyan@csc.com.cn

莫智源 0755-23953843 mozhiyuan@csc.com.cn

胡倩 0755-23953859 huqian@csc.com.cn

### 券商私募销售经理

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn



## 评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

## 重要声明

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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

## 地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 8 楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室

电话：(8621) 6882-1612

传真：(8621) 6882-1622