

“启航”项目重组方案获有条件过会，期待2015年出海“扬帆”

投资要点：

1. 事件

1、广船国际（600685）2月2日晚上公告，公司重大资产重组事项获证监会并购重组审核委员会审核并有条件通过。广船国际需就本次重组涉及部分需拆迁资产将产生相关费用的承担方式作出明确、合理的安排并予以披露。2、1月26日公司发布业绩预告，公司预计2014年实现净利润1.5亿元，较上年同期增长约1000%。

2. 我们的分析与判断

（1）“启航”项目审批进度超市场预期，沪港军工第一股

我们在12月28日发布邮件和1月9日发布的深度报告提到关于公司的推荐逻辑和近期潜在催化剂，包括南船资本运作核心平台；受益一带一路；重组过会；更名；业绩将超预期等等，公司推荐的逻辑和催化剂在逐步兑现。黄埔文冲方案重组过会后，公司“启航”项目超预期顺利完成，广船国际实现将军工核心总装资产注入中外合资公司的重大突破，成为沪港军工第一股。

（2）2015年扬帆；未来不排除成为中船集团资产整合平台

近期中船集团领导多次在公开场合表示2015年将加速集团军工资产证券化，发展混合所有制上谋求突破。公司此次完成“启航”项目后，我们判断公司资本运作仅仅刚开始。公司拥有A+H平台，未来集团华东、华南地区船舶资产面临二次整合，公司不排除成为集团军民船整合平台。“广船国际”已不再适用于公司目前业务和架构，公司未来可能更改名称，体现军民船整合平台地位。

（3）2014年业绩大幅增长，未来业绩仍将超预期

2014年公司处置了子公司广船和广州金舟的股权，增加了相关投资收益和部分土地补贴，使得业绩大幅增长。预计2014年民船仍然亏损，2015年由于大船订单交付较多，公司业绩将逐步迎来拐点。2013-2014年新增订单和船价回升等因素驱动2015-2016年中国民船业小周期向上。公司民船、军船订单排至2017、2018年，业绩将超预期。

3. 投资建议：

预计2014-2015年EPS分别为0.15元、0.40元。预计公司军船业务2015年净利润约5亿元，按照军工行业2015年平均65倍PE计算，军船业务价值为325亿元。公司民船净资产约76.3亿元，按照行业均值2.6倍PB计算，民船业务价值约为200亿元。预计未来两年土地补偿金约50亿元，公司合理价值约为575亿元，按重组后股本14.7亿股计算，合理估值对应股价39.1元。考虑到公司未来不排除成为中船集团军民船整合平台，市值仍有较大提升空间，维持“推荐”评级。

广船国际（600685.SH）

推荐 维持评级

分析师

陈显帆 机械军工首席行业分析师

☎：(8621) 2025 7807

✉：chenxianfan@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130514020002

王华君 机械军工首席行业分析师

☎：(8610) 6656 8477

✉：wanghuajun@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130513050002

特此鸣谢

李辰

对本报告编写提供的信息帮助

市场数据 时间 2015.2.3

A股收盘价(元)	42.75
A股一年内最高价(元)	43.56
A股一年内最低价(元)	16.5
上证指数	3204
市净率	8.7
总股本(亿股)	11.15
实际流通A股(亿股)	4.38
总市值(亿元)	290

相关研究

公司深度——广船国际(600685)：2014年启航，2015年扬帆，将成沪港军工第一股、混合所有制典范 2015-01-09

《机械军工2015年度策略——转型与革新：传统和新型产业共舞》 2014-12-22

《行业深度——船舶行业：民船业绩小周期向上；军船订单放量、资本运作提速》 2014-10-8

驱动因素、关键假设及主要预测：

1、**民船小周期反弹，公司业绩弹性大。**公司造船业务（包括海洋工程）业务收入占营业收入比例长年以来保持 88%左右的高位，民船反弹将对公司业绩带来较大贡献。截至 2013 年底，不考虑龙穴造船，公司在手订单 508 万载重吨，为 2013 年全年完工量的近 10 倍，2015 年有望出现业绩回升。加上龙穴造船订单，预计约为 800-900 万载重吨。

2、**龙穴造船进入业绩释放轨道。**2014 年上半年完成对龙穴造船的收购后产能显著提高，产品范围进一步扩大到超大型油轮和散货船，但目前由于仍处于整合阶段，产能利用率较低。随着与龙穴造船的逐步整合，未来龙穴造船贡献将迅速提升，公司业绩增长有望超预期。

3、**公司将受益于“一带一路”和自贸区建设。**“一带一路”建设依赖于海上交通工具和军事力量。整合黄埔文冲以后，公司将成为华南地区最大的造船基地和军舰建造维修基地，对南海防务起着重要的作用。此外，龙穴造船和黄埔文冲龙穴厂区均紧邻广东南沙自贸区的龙穴岛作业区，该区块将着重发展国际航运，公司未来将受益于南沙自贸区建设。

4、**公司是发展混合所有制的典范。**公司“启航项目”（收购黄埔文冲、民营扬州科进船厂）是以上市公司为平台、推进和发展混合所有制经济的典范之作，不仅推动了广州地区造船能力的布局调整，也收购了民营扬州科进船厂，以上市公司为平台，形成了国资、境外资本、民营资本、个人和机构等社会资本充分混合、协调发展的混合所有制企业。

我们与市场不同的观点：

1、**受益中船工业资本运作，华南地区军船业务整合带来估值和业绩双提升。**中船黄埔文冲主营导弹护卫舰等军船。2013 年，中船黄埔文冲收入 100 亿元、净利润 2.7 亿元，随着中船黄埔文冲整合进入广船国际，公司估值和业绩将双提升。

2、**我们认为广船国际不排除成为中船工业集团军民船整合平台。**广船国际拥有 A+H 平台，未来中船工业华东地区、华南地区船舶资产面临二次整合，广船国际不排除成为军民船整合平台。“广船国际”已不再适用于公司目前的业务和公司架构，我们认为公司未来可能更改名称，体现军民船整合平台地位。

3、**中船工业集团面临主要竞争对手中船重工集团竞争压力，未来资本运作进展可能超预期。**我们认为，中船重工集团目前市值已经接近 2000 亿元，未来随着科研院所改革的推进市值可能将获得进一步提升；中船工业集团面临较大竞争压力，未来资本运作将提速。

公司估值与投资建议：

预计 2014-2015 年 EPS 分别为 0.15 元、0.40 元。预计公司军船业务 2015 年净利润约 5 亿元，按照军工行业 2015 年平均 65 倍 PE 计算，军船业务价值为 325 亿元。公司民船净资产约 76.3 亿元，按照行业均值 2.6 倍 PB 计算，民船业务价值约为 200 亿元。预计未来两年土地补偿金约 50 亿元，公司合理价值约为 575 亿元，按重组后股本 14.7 亿股计算，合理估值对应股价 39.1 元。考虑到公司未来不排除成为中船集团军民船整合平台，市值仍有较大提升空间，维持“推荐”评级。

股票价格表现的催化剂：

大额订单、大船项目启动、业绩反转、中船工业集团资本运作获得重大突破。

主要风险因素：中船工业集团资本运作进度低于预期、民船复苏低于预期。

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

王华君、陈显帆，机械与军工行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，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接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

港股：中联重科（01157.HK）、广船国际（0317.HK）、中国南车（1766.HK）、中航科工（2357.HK）等。

A 股：北方创业（600967.SH）、海特高新（002023.SZ）、潍柴重机（000880.SZ）、天奇股份（002009.SZ）、威海广泰（002111.SZ）、鼎汉技术（300011.SZ）、中鼎股份（000887.SZ）、中航电子（600372.SH）、洪都航空（600316.SH）、隆华节能（300263.SH）、南风股份（300004.SZ）、航空动力（600893.SH）、三一重工（600031.SH）、中联重科（000157.SZ）、中国南车（601766.SH）、中国重工（601989.SH）、上海机电（600835.SH）、中国卫星（600118.SH）、机器人（300024.SZ）、恒泰艾普（300257.SZ）、新天科技（300259.SZ）、林州重机（002534.SZ）等。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

上海浦东新区富城路99号震旦大厦15楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦26层
北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座
北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座
北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn