

买入 首次

广船国际 (600685)

2014 年 11 月 04 日

## 优质资产注入，开创军改先河

2014 年 11 月 04 日收盘价：20.72 元  
目标价 23.51 元

机械行业首席分析师：龙 华  
SAC 执业证书编号：S0850511020001  
longh@htsec.com  
021-23219411

机械行业高级分析师：熊哲颖  
SAC 执业证书编号：S0850513010001  
xzy5559@htsec.com  
021-23219407

联系人：韩鹏程  
hpc9804@htsec.com  
021-23219963

广船国际 (600685.SH) 2014/11/01 发布公告：公司拟分别向中船集团和扬州科进购买资产，其中以发行股份及支付现金方式购买中船集团持有的黄埔文冲 100% 股权，以发行股份方式购买扬州科进持有的相关造船资产；同时拟采用询价方式向不超过 10 名特定投资者非公开发行股票募集配套资金，募集配套资金总额不超过本次交易总额的 25%。因本次重大资产重组，公司股票自 2014 年 4 月 8 日停牌，至 11 月 3 日复牌，共历时近 6 个月的时间。

我们对广船国际本次重大资产重组的观点：

**优质军工资产注入，公司业绩有望大幅提升。**公司控股股东中船集团将中船黄埔文冲船舶有限公司 100% 股权注入广船国际，同时公司拟向第三方收购相关造船资产。黄埔文冲是中船集团旗下大型造船企业，由原广州中船黄埔造船有限公司和广州文冲船厂有限责任公司组成，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。2013 年，黄埔文冲完工交船 45 艘，完成工业总产值 100.8 亿元，完成工业增加值 11.7 亿元，实现销售收入 99.96 亿元，实现利润总额 3.37 亿元，各项指标均创历史新高。2013 年广船国际营业收入 41.66 亿元，利润总额 0.28 亿元。黄埔文冲同期的营业收入和利润总额是广船国际同期的 2.42 倍和 12.85 倍。广船国际此次收购黄埔文冲是一次“蛇吞象”的成功运作，注入的优质军工资产有望大幅提升广船国际的营业业绩，预计 2014 年广船国际的营业收入及利润总额会有较大幅度的提高。

**开创军改先河，A+H 股平台成为集团整合首选。**广船国际本次的重大资产重组不仅涉及军工改革的重大议题，也涉及两地监管协调，公司股票自 2014 年 4 月 8 日起停牌，至本次重大资产重组完成已经过去了 6 个月的时间。考虑公司在 A/H 股两地上市的特殊地位，本次的优质军工资产注入可以说是开军工改革先河，此前的市场上一直没有含核心军工资产的公司有 H 股，此次黄埔文冲注入广船国际可以说是军工改革的一次成功试验。虽有 4 个上市平台（广船国际为 A、H 股两地上市），中国船舶工业集团下仍有接近一半资产并未证券化，考虑到广船国际目前较小的体量，未来整合注入集团资产的预期较高。

### 1. 优质军工资产注入，公司业绩有望大幅提升

黄埔文冲是公司控股股东中船集团旗下大型造船企业，由原广州中船黄埔造船有限公司和广州文冲船厂有限责任公司组成，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。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 1 黄埔文冲主要厂区**

厂区	占地面积(万平方米)	岸线(米)	造船能力	主要产品
长洲厂区	70	3000	3万吨级船舶	军用舰船、各类公务船、海洋救助船以及平台供应船
龙穴厂区	118	3500	10万吨级船舶、海洋工程	76000吨、65000吨、57000吨等各类散货船以及5万吨半潜船、3000米深水工程勘察船、3000米水下工程作业支持船、铺管船
文冲厂区	70	1500	5600TEU以下支线集装箱船、7万吨级以下船舶、	1700TEU浅吃水集装箱、2200TEU集装箱船、2500TEU集装箱船、多种型号的大中型挖泥船

资料来源: 公司网站, 海通证券研究所

广州中船黄埔造船有限公司始建于 1851 年, 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设与保障基地。公司分为长洲厂区和龙穴厂区。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。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。十一届三中全会以后, 上级指示军工企业也应挖掘潜力, 承接出口任务。1985 年至 1989 年, 黄埔船厂承建“206”型巡逻艇, “207”型边防检查艇, “216”型海上巡逻艇和 40 米海关艇。进入 21 世纪以后, 黄埔船厂主要为中国人民解放军海军研制生产最新型的护卫舰。

广州文冲船厂有限责任公司始建于 1955 年, 是中国船舶工业集团公司旗下的大型骨干企业之一。文冲船厂是我国支线集装箱船和大中型挖泥船主要建造基地, 公司的单位面积产出投入比在中船集团公司内为最高。2006 年-2009 年, 公司连续四年被中国船舶工业集团公司评为“经济效益十佳单位”和“业绩优秀单位”, “十一五”期间完成销售收入 171 亿元, 实现利润总额 21.6 亿元。由文冲船厂建造的以 1700TEU、2800TEU 为代表的系列船达到国际先进水平, 在国际市场的占有率超过 33%, 基本垄断欧洲支线集装箱船市场。公司还成功合作研制了被誉为“神州第一挖”的 13500m<sup>3</sup>自航耙吸式挖泥船, 打破了国外封锁, 填补了国内大型耙吸挖泥船研制的空白, 成为国家级重点新产品。后续又不断自主创新, 先后开发建造了 15000m<sup>3</sup>、16888m<sup>3</sup>自航耙吸式挖泥船, 再次创下国内疏浚工程船建造新纪录, 成为国内制造业一大亮点, 在国内 10000m<sup>3</sup>以上大型、超大型挖泥船的建造上基本处于垄断地位。

2013 年, 军工深化改革, 核心军工资产注入上市公司大门开启。包括航空动力、中国重工在内的企业纷纷展开关于收购集团军工资产的重大重组。通过此次的核心军工资产注入, 广船国际也成功加入到了军工集团深化改革的第一梯队。

**表 2 中国重工 vs 航空动力 vs 广船国际**

	中国重工	航空动力	广船国际
注入标的资产	大船集团、武船集团相关军工重大装备总装资产	黎明、南方、黎阳动力、晋航、吉发、贵动 100%股权和深圳三叶 80%股权, 西航集团注入其拥有的与航空发动机科研总装、试车业务相关的资产以及负债	中船黄埔文冲船舶有限公司 100%股权, 同时公司拟向第三方收购相关造船资产
停牌时间	2013 年 5 月 17 日	2013 年 1 月 23 日	2014 年 4 月 8 日
复牌时间	2013 年 9 月 11 日	2013 年 6 月 18 日	2014 年 11 月 3 日
获国资委批复时间	2013 年 10 月 10 日	2013 年 12 月 23 日	
收到证监会批复时间	2014 年 1 月 7 日	2014 年 5 月 15 日	

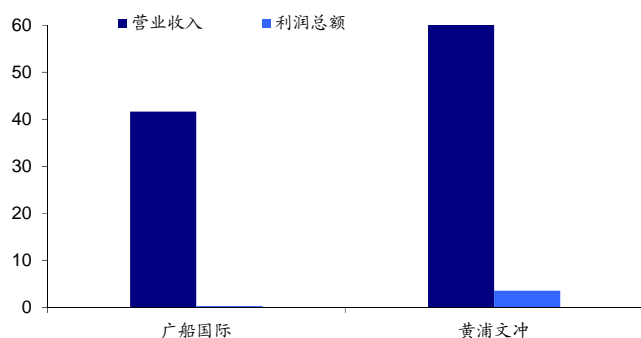
资料来源: Wind, 海通证券研究所, 《中国重工关于收到中国证券监督管理委员会核准非公开发行股票批文的公告》, 《航空动力关于重大资产重组事宜获得中国证监会核准的公告》, 《广船国际发行 A 股股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易预案》

2013 年, 黄埔文冲完工交船 45 艘, 完成工业总产值 100.8 亿元, 完成工业增加值 11.7 亿元, 实现销售收入 99.96 亿元, 实现利润总额 3.37 亿元, 各项指标均创历史新高。2013 年广船国际营业收入 41.66 亿元, 利润总额 0.28 亿元, 黄埔文冲的营业收入和利润总额是广船国际同期的 2.42 倍和 12.85 倍。广船国际此次收购黄埔文冲是一次“蛇吞象”的成功运作, 注入的优质军工资产有望大幅提升广船国际的营业业绩, 预计 2014 年广船国际的营业收入及利润总额会有较大幅度的提高。

根据 2014 年上市公司半年报统计, 中国重工 2014 年 1-6 月营业收入 254.28 亿元, 归母净利润 13.39 亿元, 销售毛利

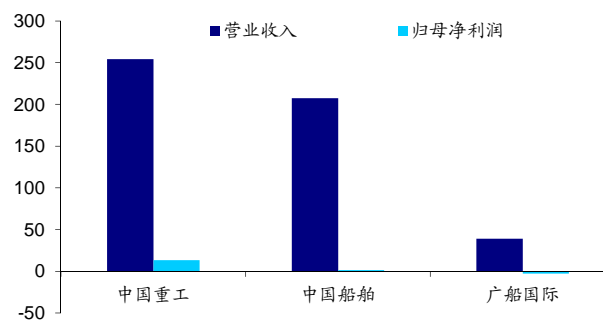
率 12.26%；中国船舶 2014 年上半年营业收入 207.39 亿元，归母净利润 1.39 亿元，销售毛利率 7.66%；广船国际 2014 年上半年营业收入 38.87 亿元，归母净利润-2.71 亿元，销售毛利率 1.93%。对比同集团下属的中国船舶，以及隶属“北船”并已经注入军工资产重组实质阶段的中国重工，广船国际此次注入黄埔文冲 100% 股权后，2014 年下半年的盈利水平预计会有明显的提升。

图 1 广船国际 vs 黄埔文冲(亿元, 截止 2013 年底)



资料来源: Wind 资讯, 海通证券研究所

图 2 船舶工业上市公司对比(亿元, 截止 2014H1)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

## 2. 开创军改先河, A+H 股平台成为集团整合首选

广船国际本次的重大资产重组不仅涉及军工改革的重大议题, 也涉及两地监管协调, 公司股票自 2014 年 4 月 8 日起停牌, 至本次重大资产重组完成已经过去了 6 个月的时间。考虑公司在 A/H 股两地上市的特殊地位, 本次的核心军工资产注入可以说是开军工改革先河, 此前的市场上一直没有含核心军工资产的公司有 H 股。此次黄埔文冲注入广船国际可以说是军工改革的一次成功试验。

14 年 7 月中旬, 兵器工业提出“无禁区”改革方案; 10 月 9 日, 国防科工局征求《全面深化改革总体方案》、《军民融合深度发展若干政策措施》意见, 国防科工局局长许达哲强调国防科技工业全行业坚定不移推动国防科技工业全面深化改革, 深入推进国防科技工业军民融合深度发展, 在强调“民参军”的同时, 更要注重“军转民”。预计后期中国船舶工业集团会借助广船国际的 A+H 股平台, 更加深入地推进军工国企改革, 更多的优质资产有望注入广船国际。

从 2012 年开始, 中国船舶工业集团对旗下的中国船舶、广船国际进行了一系列的资产整合和注入。2012 年以前, 中国船舶工业集团将主要业务分为大船、小船和船配, 分别以中国船舶、广船国际、\*ST 钢构(中船股份)为平台进行运作, 新一轮的资产整合和注入, 预计中国船舶主要整合集团在外高桥、江南长兴的资产, 广船国际主要整合集团在龙穴基地, 包括龙穴造船、黄埔文冲(黄埔造船厂和文冲造船厂)等有关资产。在广船国际收购龙穴造船的公告中曾经提及“对于目前国内船舶行业低迷的特殊时期, 本次交易完成后, 广船国际将与控股股东中船集团下属的中国船舶和沪东中华在 VLCC 和 VLOC 方面存在一定的同业竞争”, “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”。12 年之后一系列整合重组释放出的信号表明, 中国船舶工业集团或将区域性资产整合代替以往的业务型资产整合, 各上市公司目前平行运作, 整合各自所在区域的集团资产, 未来集团有望将各个上市公司整合为一家, 实现集团资产的整体上市。

虽有 4 个上市平台(广船国际为 A、H 股两地上市)中国船舶工业集团下仍有接近一半资产并未证券化, 考虑到广船国际目前较小的体量, 未来整合注入集团资产的预期较高。

**表 3 中国船舶、广船国际与集团资产对比 (亿元)**

	利润总额				净资产			
	中国船舶	广船国际	集团利润总计	集团剩余利润	中国船舶	广船国际	集团资产总计	集团剩余资产
2012/12/31	2.35	0.28	-16.02	-17.68	196.86	42.47	626.12	373
2013/12/31	0.84	0.28	5.81	6.48	198.07	39.16	644.00	395
2014/3/31	0.08	-1.26	3.02	4.46	197.92	53.75	651.80	388
2014/6/30	0.92	-2.76	8.98	10.82	198.47	52.08		

资料来源: wind, 公司中报年报, 各季度订单公告, 海通证券研究所

#### 4. 盈利预测与估值

**买入评级。** 黄埔文冲优质军工资产注入, 未来集团可能会借助公司的 A+H 股平台实现更多的集团资产证券化, 预计公司 14-16 年 EPS 为 0.07、0.12、0.18 元/股。此次重大资产重组完成后, 广船国际的业务包括军船、民船两大部分。按照市场对不同板块的预期, 我们对公司不同的业务进行独立估值。

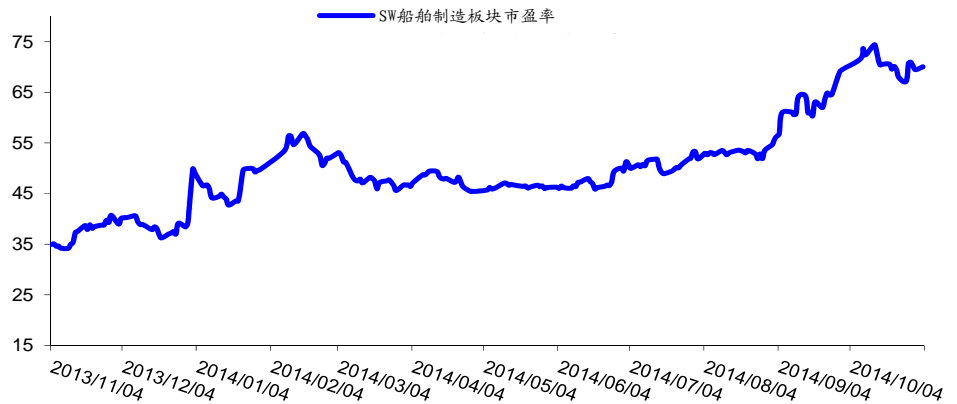
公司的军船业务主要为新注入的黄埔文冲军船制造, 因为军工资资产的特殊性, 军船业务的营业业绩没有在重组预案中详细披露, 但我们可以根据披露的数据大致估算黄埔文冲近几年的军船收入和利润。

**表 4 黄埔文冲军船营收、利润估算 (万元)**

营业收入	2011	2012	2013	2014H1
黄埔文冲	1,107,719.72	1,030,023.16	999,620.49	453,861.64
文冲船厂	404,938.71	351,882.74	275,180.40	132,667.99
黄船海工	82,208.88	66,763.37	58,513.49	23,356.27
南海舰船	466.13	713.54	1,062.83	96.83
龙穴置业	--	105	75	--
<b>估算黄埔文冲军船业务营收</b>	<b>620,106.00</b>	<b>610,558.51</b>	<b>664,788.77</b>	<b>297,740.55</b>
归属于母公司净利润	2011	2012	2013	2014H1
黄埔文冲	71,389.25	21,222.84	26,915.98	5,167.70
文冲船厂	36,512.87	-4,419.78	-12,370.80	-12,010.52
黄船海工	206.53	40.09	38.46	-121.43
南海舰船	2.04	3.37	20.94	-17.58
龙穴置业	-51.51	-10.61	-60.12	-8.87
<b>估算黄埔文冲军船业务净利润</b>	<b>34,719.32</b>	<b>25,609.77</b>	<b>39,287.50</b>	<b>17,326.10</b>

资料来源: 《广州广船国际股份有限公司发行 A 股股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易预案》, 海通证券研究所

隶属“北船”中国船舶重工集团的中国重工, 通过 2013 年大船集团、武船集团等相关军工重大装备总装资产的注入, 截止 2014Q3, 净资产已经达到 567.42 亿元, 集团资产证券化进程已有实质性进展。作为国内与“北船”中国船舶重工集团并肩的“南船”中国船舶工业集团, 其旗下虽有 4 个上市平台 (广船国际为 A、H 股两地上市、中国船舶、\*ST 钢构), 但集团内仍有接近一半资产并未证券化。截止 2014 年 Q1, 中国船舶净资产 197.92 亿元, 广船国际净资产 53.75 亿元, 中国船舶工业集团净资产 651.80 亿元, 中国船舶+广船国际的净资产总体量大约仅占集团公司净资产体量的 38.61% (\*ST 钢构业务非集团船舶制造主业, 不列入核心资产注入考虑范围之内)。考虑到广船国际目前较小的体量, 公司未来的集团优质资产注入预期更高, 结合最近一年申万船舶制造板块市盈率走势, 我们认为给予广船国际军船业务 50 倍 PE 相对合理, 根据 13 年黄埔文冲军船业务净利润 3.93 亿元估算, 公司军船业务的市值 14 年有望达到 196.44 亿元。

**图 3 申万船舶制造板块市盈率(倍)**


资料来源: wind、海通证券研究所

**表 5 船舶制造板块可比公司估值**

证券简称	股票代码	当前股价(元)	PE(x)	PB(MRQ)
2014/11/04				
中国船舶	600150.SH	63.49	322.91	3.01
中国重工	601989.SH	58.00	44.74	1.98
舜天船舶	002608.SZ	39.14	76.00	2.22

资料来源: wind、海通证券研究所

公司的民船业务主要包括公司原有的民船造修、黄埔文冲民船和扬州科进民船。最近两年,民船造修业务仍处于行业低点,盈利能力偏弱,很难用 PE 对其进行合理的估值。

**表 6 广船国际民船业务净资产估算(万元)**

净资产	2011	2012	2013	2014H1
文冲船厂	203,847.15	172,331.57	181,050.15	107,051.25
黄船海工	6,056.48	6,096.57	6,135.03	6,013.60
南海舰船	204.89	208.26	229.2	211.62
龙穴置业	98.4	87.79	27.67	18.79
扬州科进	--	--	--	129,330.77
广船国际原有资产	536,981.29	438,324.56	390,956.38	516,668.52
<b>估算民船资产总量:</b>				<b>759,294.55</b>

资料来源:《广州广船国际股份有限公司发行 A 股股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易预案》,海通证券研究所

从 14 年 8 月份开始,船舶制造板块的估值开始回升,至 14 年 11 月初,申万船舶制造板块的市净率(PB)上升到 2.41 倍。从历史估值的走势来看,我们给予广船国际民船业务 2 倍的 PB,根据 14 年上半年黄埔文冲民船资产总量 75.93 亿元估算,预计公司民船业务的市值未来可以达到 152 亿元。

图 4 申万船舶制造板块市净率(倍)



资料来源: wind、海通证券研究所

广船国际此次资产重组后,公司总市值有望达到 348.4 亿元(196.44 亿+152 亿),发行股本可达 14.82 亿股,目标价为 23.51 元,建议买入。

**风险提示:** 集团资产注入或不达预期;宏观经济下行风险。

表 7 主营业务收入预测及主要假设

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>分产品营业收入(万元)</b>						
造船业务	722549	526783	308402	662926	846219	973152
机电产品及其他	48703	55975	56369	90206	119935	139408
钢结构工程	42884	51631	43855	27491	30986	34085
<b>合计主营业务收入</b>	<b>814136</b>	<b>634389</b>	<b>408626</b>	<b>780623</b>	<b>997140</b>	<b>1146644</b>
<b>分产品销售增长率(%)</b>						
造船业务	12.85	-27.09	-41.46	114.96	27.65	15.00
机电产品及其他	38.30	14.93	0.70	60.03	32.96	16.24
钢结构工程	180.93	20.40	-15.06	-37.31	12.71	10.00
<b>主营业务收入同比增长率(%)</b>	<b>17.86</b>	<b>-22.08</b>	<b>-35.59</b>	<b>91.04</b>	<b>27.74</b>	<b>14.99</b>
<b>分产品毛利率(%)</b>						
造船业务	10.33	6.14	5.32	6.00	6.95	6.86
机电产品及其他	25.65	12.62	8.83	16.51	11.47	14.78
钢结构工程	8.33	8.83	10.19	13.29	7.75	15.00
<b>主营业务综合毛利率(%)</b>	<b>11.14</b>	<b>6.93</b>	<b>6.33</b>	<b>7.47</b>	<b>7.52</b>	<b>8.06</b>

资料来源: 公司半年报、年报, 海通证券研究所

**表 8 财务报表预测和主要财务指标**

利润表 (万元)	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	829643	642408	416607	795904	1005121	1154625
营业成本	736972	597086	386757	733873	930151	1062187
营业税金及附加	4844	2736	2001	2814	3050	2918
销售费用	2582	374	740	714	3213	3409
管理费用	40292	39100	48445	63547	76239	83200
财务费用	-23857	-10128	-11943	10439	12637	13794
资产减值损失	34141	41155	21849	1001	300	300
三、其他经营收益	0	0	0	0	0	0
四、营业利润	39377	-24187	-6336	1895	-2089	7196
加: 营业外收入	21476	27189	9282	10924	21159	21159
减: 营业外支出	193	248	138	4	4	4
五、利润总额	60659	2754	2808	12815	19067	28352
减: 所得税	8400	891	1254	1829	990	1880
六、净利润	52259	1862	1554	10976	18093	26534
减: 少数股东损益	426	829	194	118	181	265
归属于母公司所有者的净利润	51833	1033	1360	10857	17912	26268
(一) 基本每股收益(元)	0.81	0.02	0.02	0.07	0.12	0.18
(二) 完全摊薄每股收益*(元)	0.35	0.01	0.01	0.07	0.12	0.18
销售净利率 (%)	6.30	0.29	0.37	1.38	1.80	2.30
净利润增长率 (%)	-26.76	-98.01	31.68	698.36	64.97	46.65
收入增长率 (%)	18.28	-22.57	-35.15	91.04	26.29	14.87

注: \*完全摊薄每股收益按发行后总股本 148158 万股计算  
资料来源: 公司招股书, 海通证券研究所



## 信息披露

### 分析师声明

龙 华：机械行业首席分析师

熊哲颖：机械行业高级分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：中国南车、中国北车、时代新材、北方创业、晋西车轴、永贵电器、南方汇通、三一重工、中联重科、杰瑞股份、富瑞特装、惠博普、郑煤机、天地科技、机器人、博实股份、华测检测、天瑞仪器、汉威电子、聚光科技、汉钟精机、烟台冰轮、大冷股份、三花股份、中国重工、中集集团、天广消防

### 投资评级说明

类别	评级	说明
1. 投资评级的比较标准	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上;
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间;
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。