

2014 年启航，2015 年扬帆——将成 沪港军工第一股、混合所有制典范

投资要点：

- 公司主营将包括军民两大类船舶、海洋工程装备和特种船

2014 年 11 月公司公告拟以 48 亿元收购中船集团黄浦文 100% 股权和扬州科进持有的相关造船资产。收购完成后，产品将涵盖军民两大类船舶。

- 公司业绩弹性大：龙穴造船业绩将释放，军船业绩有望超预期

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。

- 公司将受益于“一带一路”和自贸区建设

“一带一路”建设依赖海上交通工具和军事力量。整合黄浦文冲以后，公司将成为华南地区最大造船基地和军舰建造维修基地，对南海防务起着重要作用。龙穴造船和黄浦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。

- 2014 年启航；预计将成为沪港军工第一股、混合所有制典范

近两年中船集团重点以广船国际为平台推进资产证券化。2014 年广船国际完成“曙光项目”收购龙穴和启动“起航项目”收购黄浦文冲，市值得到大幅提升。“起航项目”如果顺利完成，广船国际将成为沪港军工第一股，实现将军工核心总装资产注入中外合资公司的重大突破。

- 2015 年扬帆；未来不排除成为中船工业集团资产整合平台

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。

- 投资建议：

目前公司仍处于亏损边缘，我们采用分布估值方法。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。此外，我们认为荔湾厂区地块仍将为公司带来补偿金约 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工业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。

广船国际（600685.SH）

推荐 维持评级

王华君 机械军工行业首席分析师

☎：(8610) 6656 8477

✉：wanghuajun@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130513050002

陈显帆 机械军工行业首席分析师

☎：(8621) 2025 7807

✉：chenxianfan@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130514020002

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 2015.1.9

A 股收盘价(元)	34.78
A 股一年内最高价(元)	39.4
A 股一年内最低价(元)	16.5
上证指数	3293
市净率	7.4
总股本(亿股)	11.15
流通 A 股市值(亿元)	153

相关研究

《机械军工 2015 年度策略——转型与革新：传统和新兴产业共舞》 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：

目前公司仍处于亏损边缘，较难以 PE 进行估值。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**。此外，我们认为荔湾厂区地块仍将为公司带来补偿金约 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工业集团军民船整合平台，市值仍有较大提升空间，给予“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。

目 录

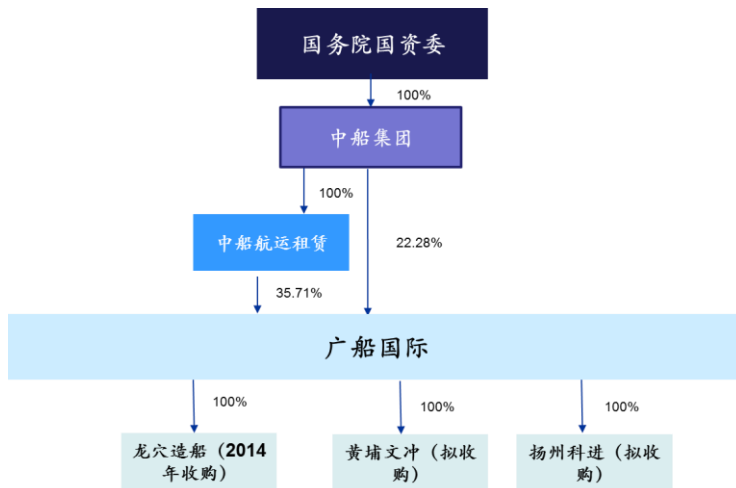
一、中船集团华南地区最大船企，或成军民船整合平台	1
（一）中船集团华南地区最大船企，收入拐点已现	1
（二）收购黄埔文冲，将带来业绩估值双提升	2
（三）中船集团资本运作提速，公司有望成为军民船整合平台	3
（四）将受益于“一带一路”和自贸区建设	3
二、民船行业：2015-2016 年业绩小周期确定性向上	5
（一）2013-2014 年新增订单和船价回升，保障未来两年业绩向上	5
（二）世界造船中心向中国转移，新船订单中国约占全球一半左右	6
（三）中国船舶行业集中度进一步提升，产能过剩有所缓解	7
（四）船舶产业政策提高准入门槛，鼓励兼并收购和产业升级	8
（五）2013 年以来中厚板价格持续下跌，有助于船舶行业成本控制	9
三、公司业务：民船减亏，军船持续增长，海工实力增强	11
（一）民船业务：2015-2016 年将减亏	11
（二）军船业务：中国海军走向远洋，公司军船业务将持续增长	11
（三）海工业务：短期承压中长期看好，公司实力将提升	16
四、中船集团：资本运作提速，广船国际或成整合平台	22
（一）中船集团：以军工为核心，拥有四大领域、六大产业板块	22
（二）中船集团资本运作：追赶中船重工，仍有提升空间	23
（三）广船国际有望成为中船集团军民船整合平台	26
五、盈利预测和估值：未来市值有较大提升空间	28
（一）公司合理估值约 575 亿元	28
（二）公司市值仍有提升空间，维持“推荐”评级	30
插图目录	31
表格目录	32

一、中船集团华南地区最大船企，或成军民船整合平台

（一）中船集团华南地区最大船企，收入拐点已现

广船国际是中船集团控股的 A+H 上市公司，1993 年在内地和香港上市，是中国第一家造船上市公司。公司是中国船舶工业集团公司属下华南地区最大的现代化造船核心企业。广船国际主营 3-6 万吨级中小型船舶的设计和建造，公司是中国第一、世界第三大的灵便型液货船生产商，中国最大的豪华客滚船生产商，中国最大的半潜船生产商，中国最大的军辅船生产商。2014 年，公司低价收购广州中船龙穴造船有限公司，进入进入大型散货船及油轮市场。龙穴造船主营 VLCC 和 VLOC 等大船。

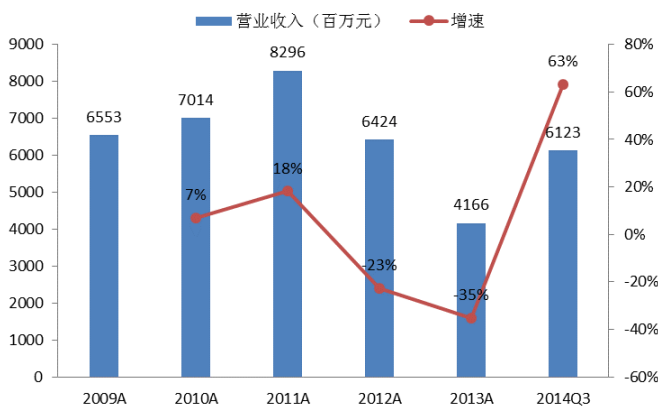
图 1：中船集团控股比例达到 58%



资料来源：黄埔文冲网站，中国银河证券研究部

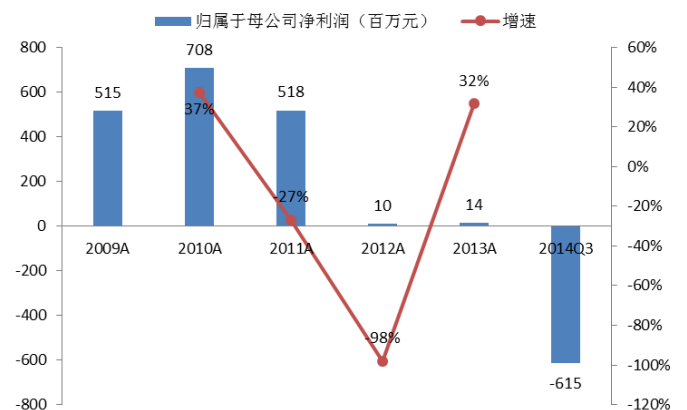
受船舶行业整体不景气的影响，公司收入和净利润近年来不断下滑。2014 年由于行业回暖，加上合并龙穴造船后，造船两厂区产生协同效应，产量大幅提高。

图 2：2014 年公司营业收入增速转正



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

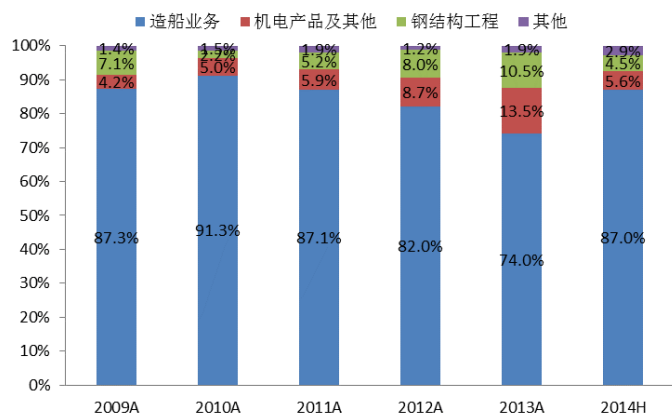
图 3：2014 年公司因与龙穴造船并表出现亏损



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

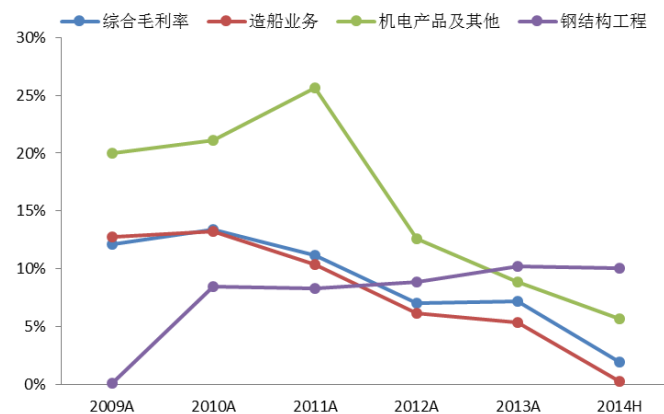
公司收入中民船占比较高，造船业务（包括海工业务）收入占比常年超过 80%。受船舶 2014 年前三季度，公司营业收入 61 亿元，同比增长 63%，增速达到近五年以来最高；但由于龙穴造船亏损程度较重，公司净亏损 6.15 亿元，去年同期亏损 7298 万元，亏损大幅增加。行业景气度影响，公司造船业务毛利率逐年下滑，2014 年上半年造船业务毛利率仅 0.23%，综合毛利率仅 2%。

图 4：公司造船业务收入占比常年超过 80%



资料来源：公司公告、中国银河证券研究部

图 5：2014 年公司毛利率下滑至近年来低水平



资料来源：公司公告、中国银河证券研究部

（二）收购黄埔文冲，将带来业绩估值双提升

公司在 2014 年完成收购龙穴造船后，已成为涵盖油船和散货船两大常规船型，滚装船、半潜船等特种船，以及军辅船等多种船型的大型造船企业。2014 年 11 月，公司公告拟以 14.17 元/股的价格发行 3.4 亿股，并以不低于 16.48 元/股的价格发行股份募集不超过 16.08 亿元配套资金，用于收购中船集团黄埔文冲 100% 股权和扬州科进持有的相关造船资产。**收购完成后，公司产品将涵盖军民两大类船舶，海洋工程装备和特种船的业务能力得到进一步加强。**民用船舶方面，业务范围涵盖油船、散货船、集装箱船三个常规船型，同时在公务船、半潜船、疏浚工程船、滚装船等特种船方面实现全面领先，在海洋工程装备方面进一步将产品范围拓展至海洋工程辅助船、自升式钻井平台等。在公司独具特色的细分领域，如公务船、MR 成品油船、阿芙拉成品油船、VLOC、客滚船、半潜船、疏浚工程船、支线型集装箱船等均目标做到全国乃至全球第一。

黄埔文冲（含子公司）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的主要生产基地，拥有长洲、文冲和龙穴三大厂区。由于军用舰船主要在黄埔文冲母公司建造，我们据此估算（具体估算方式详见第三章）**2013 年黄埔文冲军船收入约 66.5 亿元，净利润约 3.9 亿元，净利润率约 6%；2014 年上半年黄埔文冲军船收入约 24 亿元，净利润约 1.7 亿元，净利润率约 7%。**

图 6：黄埔文冲三大厂区示意图



资料来源：黄埔文冲网站，中国银河证券研究部

收购完成后，公司盈利和估值将得到提升。公司 2013 年净利润仅 1554 万元，净利润率仅 0.37%。黄埔文冲注入完成后，一方面将加强公司海工方面实力，另一方面公司业务中军船业务占比将大幅提升，由于军船业务盈利能力显著强于公司现有造船业务，有望带来公司业绩估值双提升。

（三）中船集团资本运作提速，公司有望成为军民船整合平台

2012 年胡问鸣董事长上任以来，中船集团改变了以业务分类进行资产整合的模式，更倾向于按照地区进行整合。2013 年公司与龙穴造船进行重组，2014 年公司与黄埔文冲进行重组，资产整合明显提速。截至 2014 年 6 月 30 日，中船集团上市公司（计入黄埔文冲）净资产占比为 44.4%，基本赶上中船重工的水平。

从业务角度而言，中船重工主要船厂和业务均已实现了资产证券化，中船集团尚有沪东中华和江南造船两大造船企业未实现资产证券化。本次重组完成后，公司将成为 A+H 军工第一股，具有独特优势，公司有望成为中船集团军民船整合平台。此外，考虑到“广船国际”已不再适用于公司目前的业务和架构，我们判断公司可能采用新的名字，以体现集团资本运作核心平台的地位。

（四）将受益于“一带一路”和自贸区建设

“一带一路”和自贸区建设正不断推进。习近平总书记在 2013 年 9 月和 10 月分别提出建设“新丝绸之路经济带”和“21 世纪海上丝绸之路”的战略构想，强调相关各国要打造互利共赢的“利益共同体”和共同发展繁荣的“命运共同体”，两大构想简称“一带一路”。2014 年 10 月，包括中国、印度、新加坡在内的 21 国在北京签署《筹建亚洲基础设施投资银行备忘录》，11 月，习近平宣布中国将出资 400 亿美元成立丝路基金，12 月，商务部表示将启动一批“一带一路”合作项目。同时，12 月 12 日，广东、天津和福建自贸区获批。

图 7: “一带一路”路线图: 公司将提供海上交通工具; 公司龙穴厂区面临南海, 对南海防务起着重要作用



资料来源: 互联网, 中国银河证券研究部

公司将充分受益于“一带一路”和自贸区建设。一方面,“一带一路”和自贸区建设将在一定程度上刺激航运需求,公司将提供海上交通工具;另一方面,“一带一路”离不开军事力量的保驾护航,此次整合黄埔文冲以后,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。

二、民船行业：2015-2016 年业绩小周期确定性向上

（一）2013-2014 年新增订单和船价回升，保障未来两年业绩向上

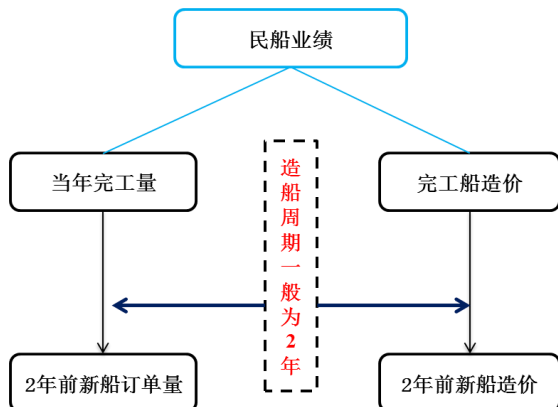
我们认为，新船订单量和新船造价是民船盈利情况的先行指标。不考虑毛利率的影响，民船业务的业绩受到当年完工量和完工船价的影响，即：

$$\text{民船业务业绩} = \text{当年完工量} \times \text{完工船价}$$

造船周期一般为 2 年，当年完工量近似等于 2 年前新订单量，船价也近似等于 2 年前新船造价。从而，可以认为：

$$\text{民船业务业绩} = 2 \text{ 年前的新订单量} \times 2 \text{ 年前的新船造价}$$

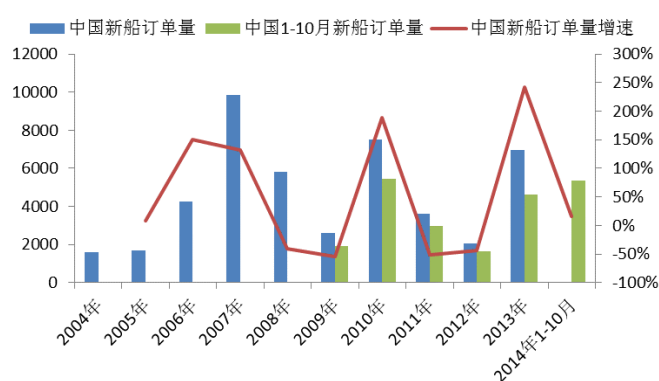
图 8：民船业绩近似由两年前新船订单量和造价决定



资料来源：中国银河证券研究部

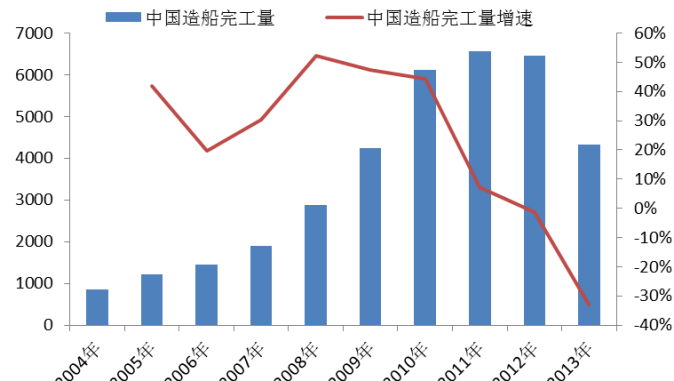
2013-2014 年，中国船舶行业新增订单和船舶价格的回升，保障了 2015-2016 年民船业绩的确定性增长。从近年中国新船订单情况来看，2013 年新船订单量回升至 6984 万载重吨，同比大增 242%，达到了 07 年之后的最高点。2014 年 1-10 月新船订单量在 2013 年同期的基础上继续上升，同比上涨 15.7%。

图 9：中国新船订单量 2013 年大幅回升



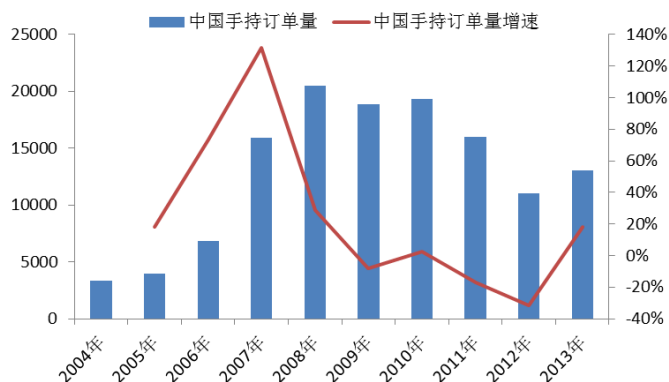
资料来源：中国船舶工业行业协会，中国银河证券研究部

图 10：中国造船完工量 2013 年出现明显下降



资料来源：中国船舶工业行业协会，中国银河证券研究部

图 11: 中国手持订单量 2013 年显著回升



资料来源: 中国船舶工业行业协会, 中国银河证券研究部

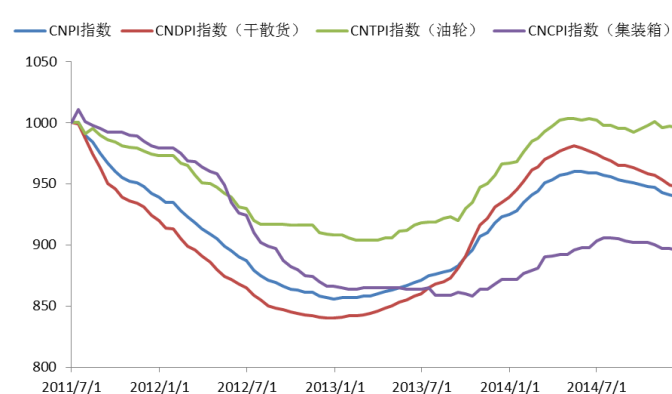
新船造价从 2013 年起逐渐回升。从 2012 年底开始, 世界新船造价指数在连续 7 个月保持稳定之后, 从 2013 年 6 月起逐步上升, 到 2014 年 11 月已恢复到 2011 年底的水平。中国新造船指数 (CNPI 系列) 也从 2013 年以来稳步上涨, 进入 2014 年后维持在近年来较好的水平上, 最大涨幅约 12%。

图 12: 2013 年 8 月后世界新船造价进入上升趋势



资料来源: Clarkson, 中国银河证券研究部

图 13: 2013 年以来中国新船造价进入上升趋势

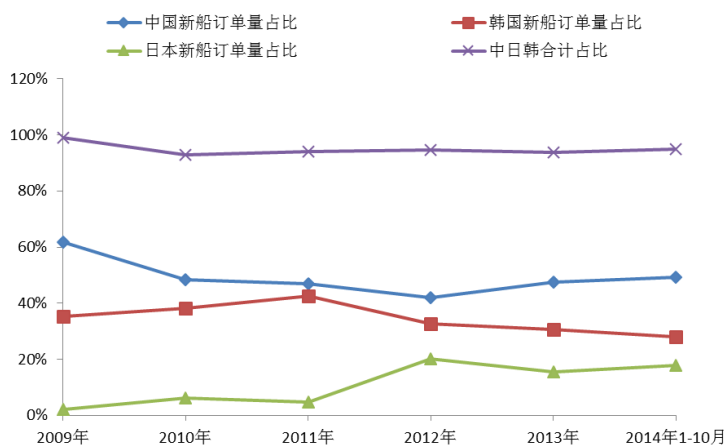


资料来源: 中国新造船价格指数, 中国银河证券研究部

（二）世界造船中心向中国转移，新船订单中国约占全球一半左右

中国船舶行业近年来稳居全球第一。船舶行业是全球性竞争的行业, 20 世纪 50 年代, 世界造船中心开始从西欧向东亚转移, 近年来中日韩三国新船订单量占全球比例一直稳定在 94% 的高位。东亚三国中, 首先是日本通过 10 年的发展, 成为了世界第一造船大国, 而后韩国于 20 世纪 90 年代开始追赶日本, 在 21 世纪初超过日本。进入 21 世纪后, 中国造船行业迅速发展, 近年来新船订单量 (以载重吨计) 一直稳居第一, 占全球比例 45% 以上。2014 年 1-10 月, 全球新船订单量 9483 万载重吨, 其中中国新船订单量 4656 万载重吨, 占比达到 49%。

图 14: 全球船舶行业的核心在东亚, 中国近年来稳居全球第一



资料来源: 中国船舶行业工业协会, 中国银河证券研究部

(三) 中国船舶行业集中度进一步提升, 产能过剩有所缓解

中国船舶行业集中度相对较低。截至 2014 年 10 月, 全国规模以上船舶工业企业 1306 家。2013 年, 中国前 20 家造船企业新承接订单总计 5586 万载重吨, 约占全国总量的 80%; 从造船完工量来看, 2013 年中国前 10 家企业的集中度为 46%。作为对比, 韩国和日本船舶工业目前的总体产业集中度分别为 94.3%和 64.9%, 其中, 韩国前 10 家船企的造船完工量占船完工总量的比例近年来一直在 90%以上, 日本也在 70%以上。

表 1: 2013 年中国造船完工量前 10 名企业

排名	企业名称	造船完工量 (万载重吨)	占全国比重	备注
1	上海外高桥	565.95	12.48%	隶属中船工业
2	大连船舶重工	353	7.79%	隶属中船重工
3	熔盛重工	230.4	5.08%	民企, 香港上市
4	江苏新扬子	166.6	3.67%	民企, 隶属扬子江船业
5	渤海船舶重工	145.2	3.20%	隶属中船重工
6	北海船舶重工	137.4	3.03%	隶属中船重工
7	大洋造船	133	2.93%	民企
8	常石舟山	128.4	2.83%	外商独资企业
9	江南长兴重工	115.5	2.55%	隶属中船工业
10	沪东中华	109.2	2.41%	隶属中船工业
合计		2084.65	45.98%	

资料来源: CSIRC, 公司公告, 中国银河证券研究部

国有企业仍是中国船舶行业的主导力量。由于船舶行业具有较高的资金门槛、技术门槛、劳动力门槛和区位优势, 而国有企业一方面在人才、技术和市场方面积累较为深厚, 另一方面依托大型集团公司, 具备良好的银行信用和融资渠道, 能够满足资金要求, 因此目前国内

市场份额较高的船舶企业仍以国企为主。

2008 年全球金融危机后至今，江浙地区不少民营船厂由于订单减少、银行信贷支持力度有限等多种原因而陷入困境，中国造船行业产能过剩问题有所缓解。

（四）船舶产业政策提高准入门槛、鼓励兼并收购和产业升级

未来中国船舶行业集中度将不断提高。从 2007 年起，国防科工委、国务院、工信部等机构不断推出多项政策法规，对造船企业的准入门槛提出要求，鼓励兼并收购，力图优化产业结构，化解过剩产能。《船舶工业“十二五”发展规划》中明确提出，到 2015 年，产业集中度明显提升，前 10 家造船企业造船完工量占全国总量的 70%以上，进入世界造船前十强企业达到 5 家以上。2013 年 11 月，工信部发布了《船舶行业规范条件》，对船舶生产制造的多个环节提出明确要求；2014 年 9 月，工信部对首批入围《船舶行业规范条件》的 51 家企业进行了公示，12 月 10 日，工信部又公示了第二批符合《船舶行业规范条件》的 9 家企业名单。在此背景下，未来我国船舶行业的集中度有望继续提高。

表 2：近年来中国船舶行业产业政策

时间	船舶行业产业政策	发布单位	相关内容
2007 年 3 月	《船舶生产企业生产条件基本要求及评价方法》	国防科工委	对我国的造船企业按照生产硬件、注册资本、技术和管理水平进行了资质划分，国防科工委将以此标准来规范行业管理、企业改造和新建船厂。
2008 年 10 月	《工业和信息化部关于当前形势下保持船舶工业平稳较快发展的意见》	工信部	要抓住市场调整的机遇，综合应用经济、法律和必要的行政手段，加快淘汰落后生产能力，优化船舶工业产业结构；支持企业之间强强联合，联合营销，鼓励中、小造船企业成为船舶中间产品配套加工中心和专业化加工中心，完善船舶工业产业链。
2011 年 3 月	《产业结构调整指导目录（2011 年本）》（船舶部分）	发改委	规定了鼓励类、限制类和淘汰类的项目及工艺
2009 年 6 月	《船舶工业调整和振兴规划》	国务院	支持大型船舶企业集团及其他骨干船舶企业实施兼并重组。推动大型船舶企业与上下游企业组成战略联盟，相互支持，共同发展。
2012 年 3 月	《船舶工业“十二五”发展规划》	工信部	进一步规范行业市场秩序，完善行业准入制度。严格执行行业准入标准，淘汰落后产能。到 2015 年，产业集中度明显提升，前 10 家造船企业造船完工量占全国总量的 70%以上，进入世界造船前十强企业达到 5 家以上。
2013 年 8 月	《船舶工业加快结构调整促进转型升级实施方案》	国务院	严把市场准入关口，严格控制新增造船、修船、海洋工程装备基础设施（船台、船坞、舾装码头），坚决遏制盲目投资加剧产能过剩矛盾；通过优化产业组织结构，推进企业兼并重组，集中资源、突出主业，整合一批大型造船、修船及海洋工程装备基础设施资源，发展具有国际竞争力的船舶企业集团。

2013 年 11 月	《船舶行业规范条件》	工信部	对生产设施、建造技术、质量保证体系、节能环保等多个环节提出要求
2014 年 9 月	公示首批入围《船舶行业规范条件》的 51 家企业	工信部	未来政府政策将向进入白名单的企业倾斜，未予列入
2014 年 12 月	公示第二批入围《船舶行业规范条件》的 9 家企业	工信部	的企业将难以受到支持

资料来源：政府网站，中国银河证券研究部整理

表 3：2012 年至今船舶行业部分重要收购案

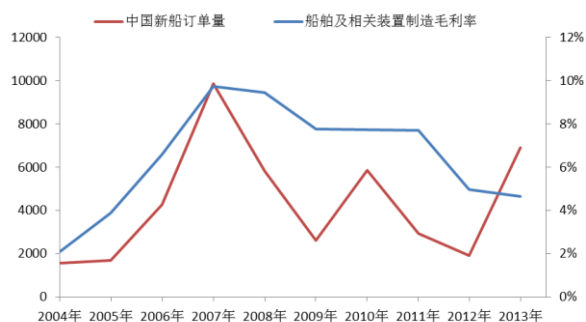
时间	并购方	案例详情
2012.07	太阳鸟游艇股份有限公司	收购珠海雄达游艇制造有限公司 100%合作权益
2012.12	招商局集团	招商局集团签署收购江苏海新船务重工有限公司船厂资产的协议，正式将海工修造业务拓展到南通地区
2013.01	上海外高桥造船有限公司	外高桥造船收购长兴重工 36%股权
2013.01	上海外高桥造船有限公司	收购张家港圣汇气体化工装备有限公司 26%的股权
2013.12	上海外高桥造船有限公司	上海外高桥造船有限公司拟将持有的上海江南长兴造船有限责任公司 51%的股权转让给沪东中华造船(集团)有限公司
2013.01	中航国际北京公司	中航国际北京公司通过新加坡上市公司——中航国际投资有限公司，收购芬兰 Deltamarin 船舶设计公司 79.57%的股份
2013.03	中远国际	中远国际与中远欧洲签署备忘录，将向中远欧洲以作价不高于 120 万欧元，收购汉远(德国船舶技术公司)全部已发行股本
2013.09	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
2014.01	中国重工	收购大连造船厂集团有限公司军工重大装备业务相关资产
2014.06	广船国际	广船国际完成对广州中船龙穴造船有限公司 100%股权的收购
2014.07	上海佳豪	拟受让长春市汇锋汽车齿轮股份有限公司所持有的天津智海 19%的股权
2014.09	大连船舶重工	计划收购大连大洋船舶工程有限公司
2014.11	广船国际	公告拟收购黄埔文冲 100%股权和扬州科进持有的相关造船资产

资料来源：公司公告，互联网，中国银河证券研究部

(五) 2013 年以来中厚板价格持续下跌，有助于船舶行业成本控制

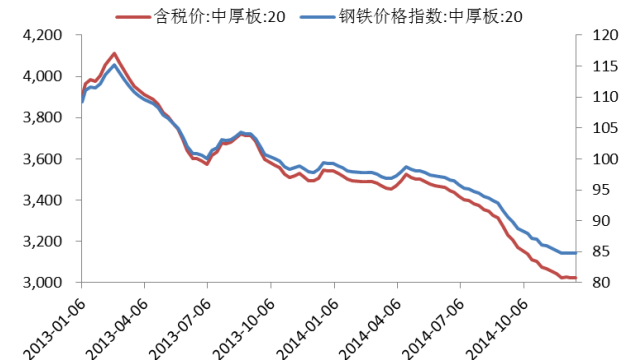
船舶及相关装置制造业毛利率变化趋势和船舶行业景气度基本一致。2013 年以来中厚板价格持续下跌，对民船行业毛利率带来正面影响。我们认为，向上的景气度加上毛利率回升的作用决定了未来两年间，民船行业迎来反弹具有较大确定性。但是，除非未来全球经济状况和贸易增速出现大幅改善，考虑到 2013 年的新订单将在 2015 年和 2016 年形成新的供给压力，我们认为，民船行业在反弹后将继续进行震荡盘整。

图 15: 船舶及相关装置制造毛利率与行业景气度基本一致



资料来源: 中国船舶工业协会, 国家统计局, 中国银河证券研究部

图 16: 2013 年以来中厚板价格持续下跌



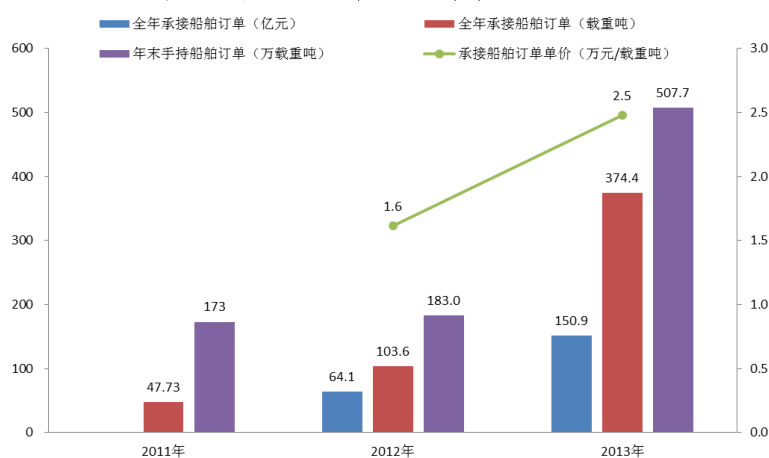
资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

三、公司业务：民船减亏，军船持续增长，海工实力增强

（一）民船业务：2015-2016 年将减亏

不考虑龙穴造船，2012 年-2013 年公司承接船舶订单数持续高速增长。2013 年全年承接造船合同总额达 150.9 亿元，同比增长 135%。从价格来看，虽然 2011 年新接订单单价不详，但根据新船价格指数，2012 年订单价格较 2011 年约下滑 10%。2013 年新接订单单价同比大幅增长 56%，上升至 2.5 万元/载重吨。

图 17： 2013 年公司新接民船订单数和订单单价均大幅增长



资料来源：公司公告、中国银河证券研究部

龙穴造船亏损幅度将大幅减小。龙穴造船 2013 年预计亏损超过 4 亿元。根据收购龙穴造船时的补偿条款，预测龙穴造船 2014 年实现净利润 2873.05 万元，如无法实现将由中船集团补偿差额的 60%，龙穴造船实际造成的亏损将大幅减小。随着龙穴造船的产能完成消化磨合、发挥出更大的协同效应，我们预计 2015-2016 年龙穴造船亏损程度将进一步下降。

2014 年前三季度公司民船业务亏损 6.15 亿元，去年同期亏损 7297.62 万元。根据我们的调研，2014 年公司新接订单量继续增长，目前在手订单约 800-900 万载重吨。考虑到 2013 年下半年新造船价格指数触底回升，2014 年稳定在较好水平，按照船舶制造周期约 2 年计，我们预计 2014 年公司民船业务亏损将扩大，约亏损 7-9 亿元，但 2015-2016 年亏损将显著收窄。

公司民船业务未来业绩弹性较大。收购龙穴造船前公司产能约 50-70 万载重吨/年，龙穴造船产能 350 万载重吨/年，公司民船业务产能和产品范围大幅增加。龙穴造船目前产能利用率较低，如果船舶行业需求出现显著好转，公司充足的产能将为业绩带来较大弹性。

（二）军船业务：中国海军走向远洋，公司军船业务将持续增长

1、2020 年前我国军船业务增长具有确定性

根据国务院新闻办公室 2013 年 4 月发布的《中国武装力量的多样化运用》，中国海军现有 23.5 万人，拥有各型舰艇 2000 余艘，其中包括近百艘潜艇、各类飞机近千架以及海军陆战

旅和海岸导弹团等，编有北海、东海和南海 3 个舰队，舰队下辖舰队航空兵、基地、支队、水警区、航空兵师和陆战旅等部队。

2000 年以后，中国海军就逐步明确了“远海防卫”的战略构想。2012 年 9 月 25 日，中国第一艘航空母舰“辽宁舰”交接入列，这是中国海军从近海向远海迈出的第一步。2013 年起，中国海军频频在各大海域进行军事演习，并逐步建立机制，保证远海训练的常态化。仅 2013 年当年就组织了 6 次远海训练，三大舰队轮流进入西太平洋海域进行训练。2014 年，094、096 核潜艇等先进舰船也相继入列服役。预计未来将有更多具有远海作战能力的舰艇入列，帮助中国海军完成战略转型。

图 18: 中国首艘航母“辽宁号”



资料来源：互联网，中国银河证券研究部

图 19: 094 型“晋”级核潜艇流传图



资料来源：互联网，中国银河证券研究部

中国海军规模属世界第一梯队。根据 IISS 的统计，2008 年后，中国军舰数量就已超过美国，跃居世界第一。而根据《简氏防务周刊》的报道，中国海军舰艇总吨位为 80 万吨，排在美国和俄罗斯之后位列世界第三。从规模上来讲，中国海军在世界上处于第一梯队之列。

表 4: 全球主要国家海军规模

国家	航母	护卫舰	驱逐舰	巡洋舰	潜艇	岸防船	鱼雷艇
中国	1	45	24	9	69	353	119
美国	10	15	62		72	13	13
俄罗斯	1	4	13	74	63	65	34
日本	1	0	45	0	16	6	29
韩国	0	10	12	21	14	84	10

资料来源：global fire power，中国银河证券研究部整理

中国海军装备水平与世界海上强国存在差距。中国海军规模虽然已居世界前列，但装备水平仍与美国、日本、俄罗斯等国存在一定差距。如航空母舰，美国 2013 年下水的“福特号”满载排水量达到 112,000 吨，且使用了电磁弹射器、A1B 压水堆等先进技术，而中国的“辽宁号”满载排水量仅为 67,500 吨，目前尚未安装弹射器，动力也为常规动力。又如驱逐舰，我国海军目前使用的主力驱逐舰 052C 型，在打击范围、目标搜索能力、反导弹制导能力等多个方面均离美国海军主力驱逐舰阿利·伯克级有一定差距，装备升级迫在眉睫。

2013 年起中国海军装备建设加速。2012 年以来，为了实现向“远海防御”战略的转变，中国海军加快了装备建设的速度。2013 年，中国海军先后列装了 18 艘新型水面舰艇，其中包括 2 艘 052C 型驱逐舰、3 艘 054A 型护卫舰、9 艘 056 型轻护卫舰、2 艘补给舰和 2 艘扫雷舰，

此外，还包括常规潜艇 4 艘，潜艇支援舰 2 艘，核潜艇 1 艘等，列装总数量达 28 艘，位居全球第一。同时，据外媒估计，2013 年中国海军各主要舰艇开工共 21 艘，总数也达到全球第一。2014 年至今，海军各主要舰艇又入列 12 艘，装备建设加速势头不减。

表 5：2013 年中国海军各主要舰艇开工及下水数

舰艇种类	开工	下水
导弹驱逐舰	3	2
导弹护卫舰	3	3
轻型导弹护卫舰	7	9
常规潜艇	3	4
核潜艇	3	1
扫猎雷舰	2	2
合计	21	21

资料来源：互联网，中国银河证券研究部整理

表 6：2013 年以来中国海军入列舰艇

入列时间	舰名	型号	入列时间	舰名	型号
2013 年 1 月 31 日	“长春”号	052C 型驱逐舰	2013 年 12 月 13 日	“三亚”号	054A 型护卫舰
2013 年 2 月 25 日	“蚌埠”号	056 型轻护卫舰	2013 年 12 月 26 日	“郑州”号	052C 型驱逐舰
2013 年 5 月 3 日	“岳阳”号	054A 型护卫舰	2013 年 12 月 31 日	“吉安”号	056 型轻护卫舰
2013 年 5 月 13 日	“常熟”号	081 型扫雷舰	2014 年 1 月 26 日	“揭阳”号	056 型轻护卫舰
2013 年 5 月 18 日	“大同”号	056 型轻护卫舰	2014 年 1 月 26 日	“青州”号	081 型扫雷舰
2013 年 6 月 10 日	“上饶”号	056 型轻护卫舰	2014 年 3 月 15 日	“威海”号	056 型轻护卫舰
2013 年 6 月 18 日	“太湖”号	903A 型综合补给舰	2014 年 3 月 21 日	“昆明”号	052D 型驱逐舰
2013 年 6 月 22 日	“潍坊”号	054A 型护卫舰	2014 年 6 月 7 日	“泸州”号	056 型轻护卫舰
2013 年 7 月 1 日	“惠州”号	056 型轻护卫舰	2014 年 7 月 14 日	“抚顺”号	056 型轻护卫舰
2013 年 7 月 1 日	“钦州”号	056 型轻护卫舰	2014 年 8 月 8 日	“泉州”号	056 型轻护卫舰
2013 年 7 月 29 日	“梅州”号	056 型轻护卫舰	2014 年 10 月 10 日	“禹城”号	081 型扫雷舰
2013 年 8 月 1 日	“营口”号	056 型轻护卫舰	2014 年 11 月 13 日	“三门峡”号	改进型 056 型护卫舰
2013 年 9 月 12 日	“巢湖”号	903A 型综合补给舰	2014 年 11 月 28 日	“潮州”号	056 型轻护卫舰
2013 年 10 月 10 日	“鹤山”号	081 型扫雷舰	2014 年 11 月 29 日	“株洲”号	改进型 056 型护卫舰
2013 年 10 月 12 日	“百色”号	056 型轻护卫舰	2014 年 12 月 22 日	“济南”号	052C 型驱逐舰

资料来源：互联网，中国银河证券研究部整理

未来中国海军装备水平将大幅提升。根据媒体报道，中国目前正在研发或制造的下一代海军装备将达到世界先进水平。如中国国产航母，设计排水量可能达到 8 万吨-11 万吨，并有望采用核动力和电磁弹射器，整体战力可与美国“福特号”航母相媲美；中国下一代驱逐舰 055 型，其外形、装备和探测装置都可与美国“宙斯盾”战舰相匹敌；中国 096 型第三代战略核潜艇，据报道最大排水量在 16,000 吨以上，最大航速可达 32 节左右，潜深可以达到 600 公尺，在水下所产生的噪音仅 95-100 分贝，性能达到甚至超过俄罗斯最先进战略核潜艇“北风之神”级、美国最先进战略核潜艇“俄亥俄”级。

未来 5 年间军船业务的成长具有确定性。仅考虑航母带来的拉动效应，假设中国航母战斗

群编制与美国航母战斗群一致，据此估算，一个航母战斗群的总造价约 130 亿美元。而据日本《读卖新闻》等外媒的估计，一个航母战斗群造价也在 100 亿美元-200 亿美元之间。另据美中经济与安全评估委员会等外国专家推测，到 2020 年中国将共建成 2-3 个航母战斗群。目前，“辽宁”号已形成规模为“2 驱 2 护”的航母战斗群。

表 7：航空母舰战斗群编制及造价估算

舰艇种类	数量	型号	单价	总价
航空母舰	1	国产航母	30 亿美元	30 亿美元
导弹护卫舰	2	054A 型	约 2 亿美元	约 4 亿美元
导弹驱逐舰	2-3	052D 型	30-35 亿人民币	60-105 亿人民币
攻击潜艇	4	096 型	约 20 亿美元	约 80 亿美元
补给舰	1	福池级	15 亿人民币	15 亿人民币
总计	10-11			约 130 亿美元

资料来源：互联网，中国银河证券研究部整理，其中美元兑人民币汇率设为 6.2

保守估计 2020 年中国建成共 2 个航母战斗群，考虑“辽宁”号航母战斗群完全成型所需后续投资，我们估算中国航母战斗群在 2020 年之前每年至少可为船舶行业贡献约 40 亿美元收入，约合人民币 250 亿元/年。如果能建成 3 个航母战斗群，则 2020 年之前每年可贡献约 60 亿美元收入，约合人民币 370 亿元/年。

2、公司军船业务占比将大幅提升，业绩将持续增长

公司军船以辅船为主，收入占比较低。黄埔文冲是华南地区军用舰船的主要建造基地，为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，其中黄山舰、徐州舰、温州舰等先后赴亚丁湾执行远洋护航任务，装备质量经受了从浅蓝到深蓝的重大考验。

图 20：黄埔文冲生产的新型导弹护卫舰



资料来源：黄埔文冲网站，中国银河证券研究部

图 21：黄埔文冲生产的导弹快艇

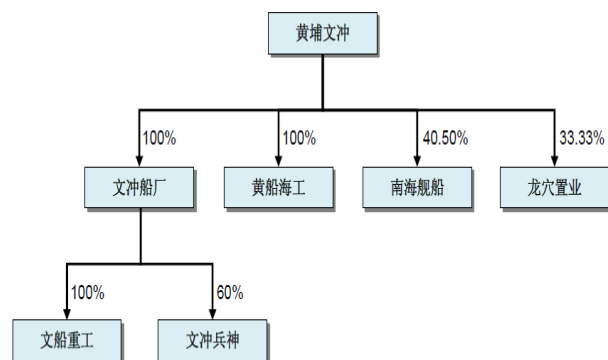


资料来源：黄埔文冲网站，中国银河证券研究部

收购黄埔文冲将大幅提升公司军船业务占比。根据公司公告，黄埔文冲子公司主营业务与军船建造无关，我们根据子公司股权结构情况及子公司收入和盈利情况可测算黄埔文冲军船业务收入与净利润情况。2013 年黄埔文冲军船业务收入约 66.5 亿元，净利润约 3.9 亿元；2014 年上半年，黄埔文冲军船业务收入约 24.4 亿元，为广船国际同期营业收入的 62.8%，净利润

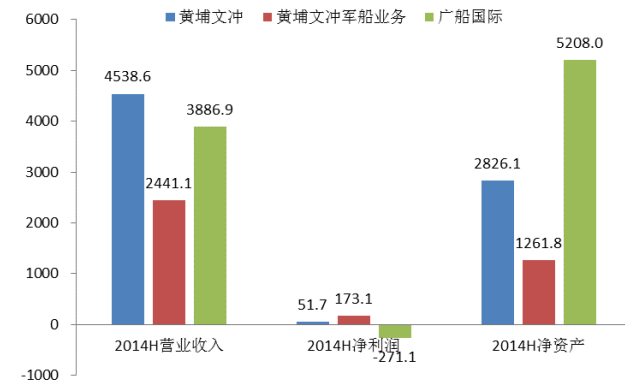
约 1.7 亿元，广船国际同期亏损 2.7 亿元。此外，黄埔文冲产能为 170 万载重吨/年，约为公司本部产能的 3 倍。预计收购完成后，公司军船业务占比将大幅提升。

图 22：黄埔文冲子公司股权结构情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

图 23：黄埔文冲军船业务净利润规模较大



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

表 8：黄埔文冲及各子公司主营业务

	主营业务
黄埔文冲	军用船舶产品包括导弹护卫舰、导弹护卫艇、导弹快艇等各类战斗舰艇和辅助舰艇等；民用船舶包括公务船、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。
文冲船厂	支线型集装箱船与疏浚工程船
黄船海工	常规船型、海工辅助船、海洋平台等
南海舰船	舰船修理和特别装备修理
龙穴置业	南沙造船工业园区生活设施配套工程建设，物业管理、物业租赁

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

表 9：黄埔文冲军船业务估算（单位：百万元）

	2013 年营业收入	2013 年净利润	2014H 营业收入	2014H 净利润
黄埔文冲	9996.21	269.15	4538.62	51.67
文冲船厂	2751.80	-123.70	1326.68	-120.11
黄船海工	585.13	0.38	233.56	-1.21
南海舰船	10.62	0.21	1326.68	-0.18
龙穴置业	0.75	-0.60		-0.09
军船业务	6654.73	392.58	2441.07	173.09

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

根据公司公告，黄埔文冲 2015 年度合并报表归属于母公司股东的净利润预测数为 2.86 亿元。假设军船业务净利润比例与 2013 年保持一致，则预计 2015 年黄埔文冲军船业务实现净利润约 4.18 亿元。

公司军船业务将持续增长。本次收购完成后，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。虽然我国 054A 型护卫舰已下水 20 艘，056 型轻型护卫舰已下水 23 艘，基本完成了现有护卫舰的更新换代，但考虑到 056 型轻型护卫舰并

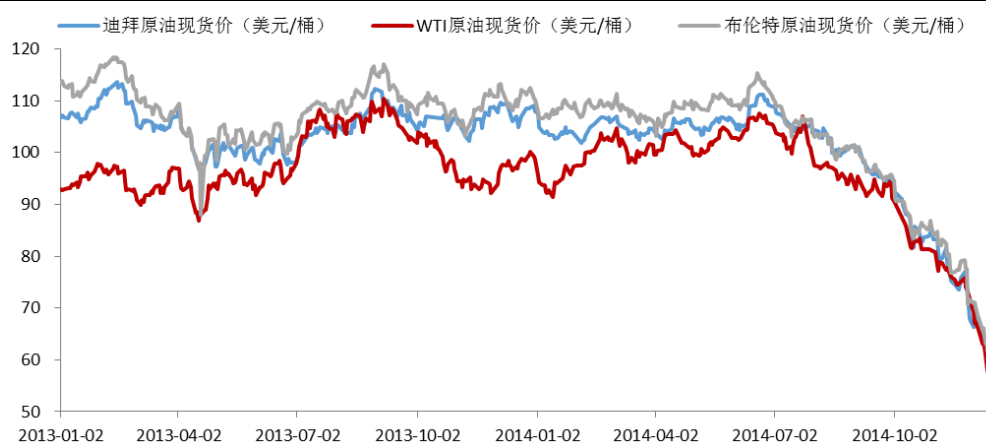
不适合远海作战，同时据外媒报道，下一代 054B 型导弹护卫舰也在建造当中，我们预计随着“远海防御”战略的全面实施，加上航母战斗群的拉动效应，黄埔文冲军船业务将持续增长。

（三）海工业务：短期承压中长期看好，公司实力将提升

1、海工行业短期承压，中长期前景依然看好

全球海工景气度有所下滑。近年来全球海工装备市场成交量一直保持较高水平，2013 年虽有所下滑，但绝对值仍保持在相对高位。2014 年下半年以来，全球油价一路下滑，已跌破 60 美元/桶，基本回到了 2009 年的价格水平。

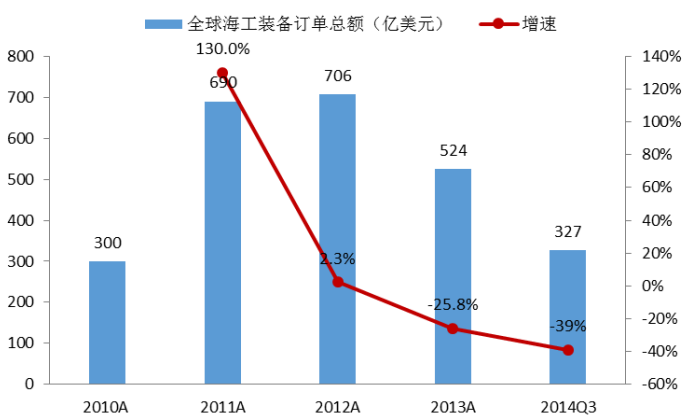
图 24：全球油价已下滑到低于 60 美元/桶的低位



资料来源：Wind，中国银河证券研究部

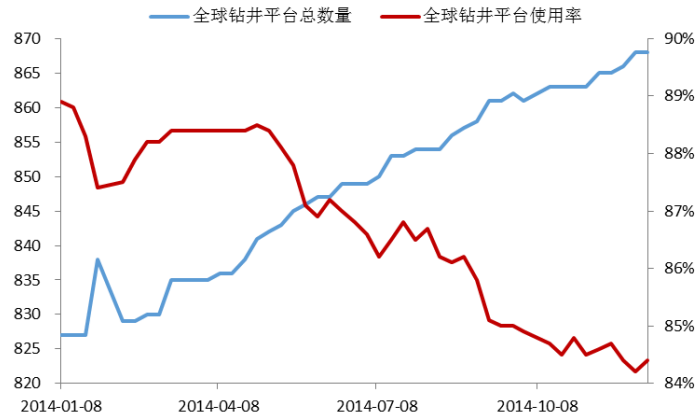
受油价下行影响，2014 年前三季度全球海工装备订单总额仅为 327 亿美元，同比下滑 39%。同时 2010-2011 年订造的钻井平台陆续进入市场，钻井平台数量不断上行，但整体使用率从 2014 年年初的 89% 下滑至 12 月的 84%。

图 25：2013 年以来全球海工装备订单总额下滑



资料来源：中船重工工研中心，中国银河证券研究部

图 26：2014 年以来全球钻井平台使用率下行



资料来源：Wind，中国银河证券研究部

油价下行对海工装备行业短期景气度造成下行压力。高盛、花旗、EIA 等多家机构均下调

了对 2015 年油价的预测，下调幅度约 17 美元/桶，预测价格范围从 68-85 美元/桶，平均价格为 73 美元/桶。受低油价的影响，国际各大石油公司都削减了勘探开发投入，据挪威 Rystad 能源公司估计，2015 年全球将有价值超过 1500 亿美元的油气勘探项目有可能被搁置。我们认为未来 1-2 年内石油公司的勘探开发投资将继续增长，但增速会处于 2%-4% 的较低水平。

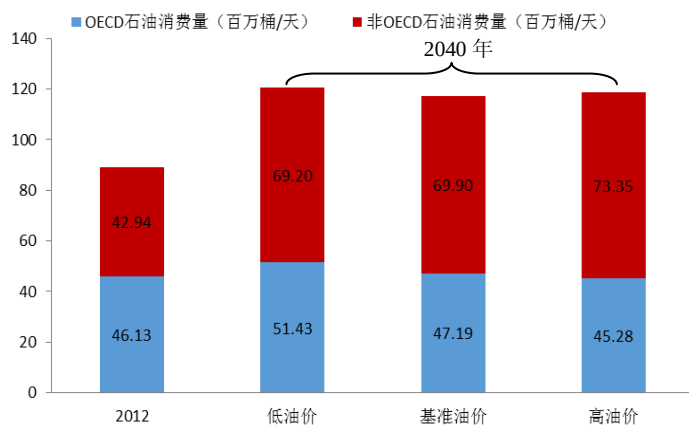
表 10: 2014 年 11 月-12 月，各大机构均下调对 2015 年油价的预测

机构名称	调整时间	Brent 油价 (美元/桶)	下调幅度 (美元/桶)	WTI 价格 (美元/桶)	下调幅度 (美元/桶)
高盛	2014 年 11 月	85	15		
花旗	2014 年 12 月	80	17.5		
德意志银行	2014 年 12 月	72.5	16.25	67.5	13
澳新银行	2014 年 12 月	68	21.5	71	22.5
EIA	2014 年 12 月	68.08	15.34	62.75	15
Jefferies	2014 年 12 月	72	18		
法兴银行	2014 年 12 月	70	20		
Barclays	2014 年 12 月	72	15		
Morgan Stanley	2014 年 12 月	69	16		
平均		73.0	17.2	67.1	16.8

资料来源：互联网，中国银河证券研究部

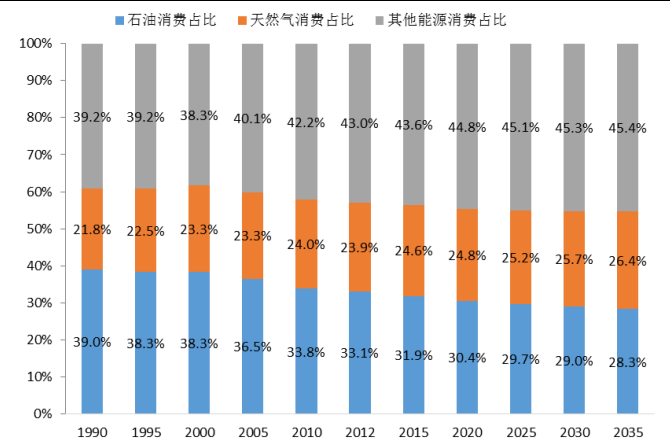
从中长期来看，由于新兴经济体能源需求的拉动，石油消费绝对量仍将保持增长，全球能源消费中油气仍将占有较高比例。2013 年全球石油产量中，海洋石油占比约 33%，根据《中国石油石化设备工业年鉴 2013》中的预测，到 2030 年这一占比将提高到 45%。我们预计海洋油气勘探开发仍将继续增长。

图 27: EIA 预测到 2040 年基准情况下石油消费量将增长 31.5%



资料来源：EIA，中国银河证券研究部

图 28: BP 预测到 2035 年油气消费占全球能源消费比例约 55%



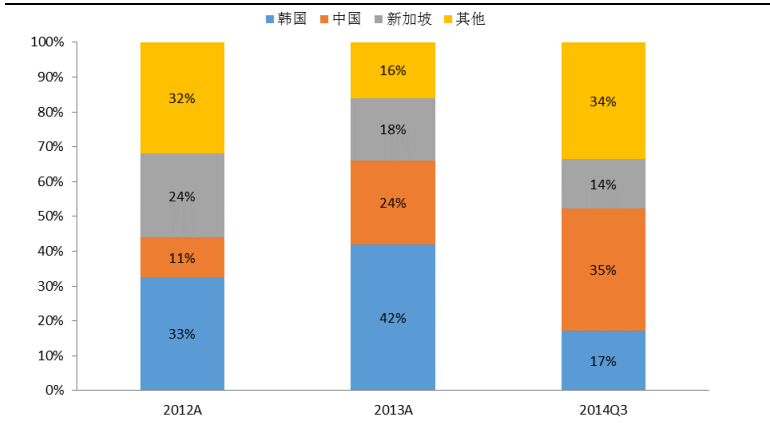
资料来源：BP，中国银河证券研究部

2、海工装备产业开始向中国转移

海工装备产业已开始向中国转移。海工装备传统强国包括新加坡和韩国，其中新加坡吉宝集团、新加坡裕廊集团、韩国三星集团等为实力较强的海工装备制造厂商。近年来中国海工装备

迅速发展。根据中船重工经研中心的数据，2013 年我国海工装备订单合同金额达到 126 亿美元，占全球市场份额达到 24%；2014 年前三季度，我国承接各类海洋工程装备订单 138 艘（座），合同金额 112.8 亿美元，占全球市场份额提高到 35%，居全球第一。

图 29：近年来中国海工装备占全球市场份额不断提升



资料来源：中船重工经研中心，中国银河证券研究部

国家政策鼓励海工产业发展。2012 年 7 月，国务院印发了《“十二五”国家战略性新兴产业发展规划》，其中提到“加快发展海洋工程装备”。2014 年 6 月 20 日，国务院总理李克强在访问希腊时发表《努力建设和平合作和谐之海》的演讲，开发海洋发展海洋工程装备已成为举国关注的国家战略。2014 年 4 月 24 日，国家发展改革委、财政部、工业和信息化部会同多个部门联合发布《海洋工程装备工程实施方案》；2014 年 5 月 22 日，国家发改委又发布了《2014 年海洋工程装备研发及产业化专项》的通知，以“市场为牵引、创新为驱动、总装为龙头、配套为骨干”支持重点海洋工程装备研发及产业化。

表 11：近年出台海工产业相关政策

时间	法规出台部门	法规名称	相关内容
2009 年 2 月	国家发改委与工信部	《十大产业振兴规划——船舶工业调整和振兴规划》	加快自主创新，发展海洋工程装备。加大技术改造力度，加强关键技术和新产品研究开发，提高船用配套设备水平，发展海洋工程装备，提高国际竞争力。
2010 年 10 月	国务院	《国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》	面向海洋资源开发，大力发展海洋工程装备。强化基础配套能力，积极发展以数字化、柔性化及系统集成技术为核心的智能制造装备。
2011 年 9 月	国家发改委、科技部、工信部、国家能源局	《海洋工程装备产业创新发展战略(2011~2020)》	重点发展主力海洋工程装备，新型海洋工程装备，前瞻性海洋工程装备，关键配套设备和系统，关键共性技术。
2012 年 7 月	国务院	《“十二五”国家战略性新兴产业发展规划》	明确将海洋工程装备产业列入七大战略性新兴产业之一。
2012 年 3 月	工信部、国家发改委、科技部、国资委、国家海洋局	《海洋工程装备制造业中长期发展规划》	经过十年的努力，使中国海洋工程装备制造业的产业规模、创新能力和综合竞争力大幅提升，形成较为完备的产业体系，产业集群形成规模，国际竞争

力显著提高。

重点研发新型、深水装备及关键配套设备和系统，突破设计制造核心技术，重点发展半潜式钻井平台、自升式钻井平台、半潜式生产平台、浮式生产储卸装置、钻井船、物探船、起重铺管船等装备，全面提升海洋平台电站、动力定位系统、钻井系统、水处理系统、油气处理系统及水下采油、施工、检测、维修系统等设备配套能力。

2013 年 1 月 国务院 《全国海洋经济发展“十二五”规划》

按照“市场为牵引，创新为驱动，总装为龙头，配套为骨干”的发展思路，面向国内国际两个市场，全面提升我国海洋工程装备自主研发设计、专业化制造及系统配套能力，实现海洋工程装备产业链协同发展。

2014 年 4 月 国家发改委、财政部、工信部 《海洋工程装备工程实施方案》

以“市场为牵引、创新为驱动、总装为龙头、配套为骨干”支持重点海洋工程装备研发及产业化。

2014 年 5 月 国家发改委 《国家发展改革委办公厅关于组织实施 2014 年海洋工程装备研发及产业化专项的通知》

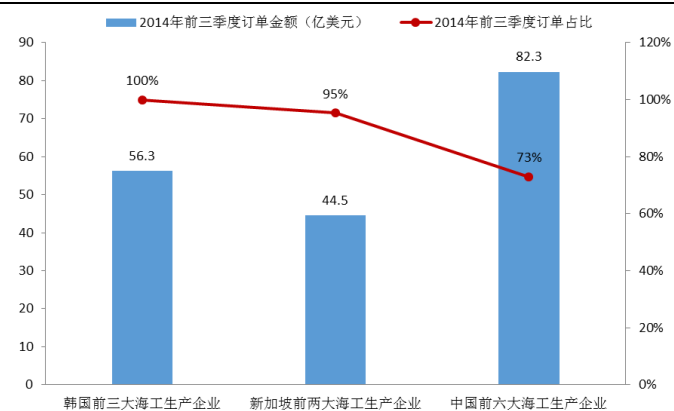
资料来源：互联网，中国银河证券研究部

预计未来中国海工装备占全球市场份额将继续增长。2014 年 11 月国务院办公厅引发的《能源发展战略行动计划（2014-2020 年）》中明确要求“加快海洋石油开发”，“**加强渤海、东海和南海等海域近海油气勘探开发，加强南海深水油气勘探开发形势跟踪分析**”，同时“尽快突破深海采油技术和装备自主制造能力，大力提升海洋油气产量”。我们预计未来国内油公司将更加积极地积极进军海洋油气领域，未来中国海工企业的产品和客户范围有望进一步扩大，市场份额将继续增长。

3、中国海工装备产业集中度将提升

据不完全统计，我国涉足海工装备制造的企业现有 20 余家，海洋工程船制造企业近 100 家，整体竞争较为激烈。2014 年前三季度，全国前六大海工装备建造企业（中船集团、中船重工、中远船务、中集来福士、招商局工业、振华重工）合计接单 55 艘（座）、金额为 82.3 亿美元，占国内接单总额的 73%，绝对值虽然较高，但与韩国、新加坡相比仍有提升空间。同时，我国海工装备制造大多采用欧美设计，而 2013 年新加坡 75%以上的自升式钻井平台采用自主设计，拥有完全的知识产权。

图 30: 中国海工装备产业集中度低于韩国、新加坡



资料来源: 中船重工经研中心, 中国银河证券研究部

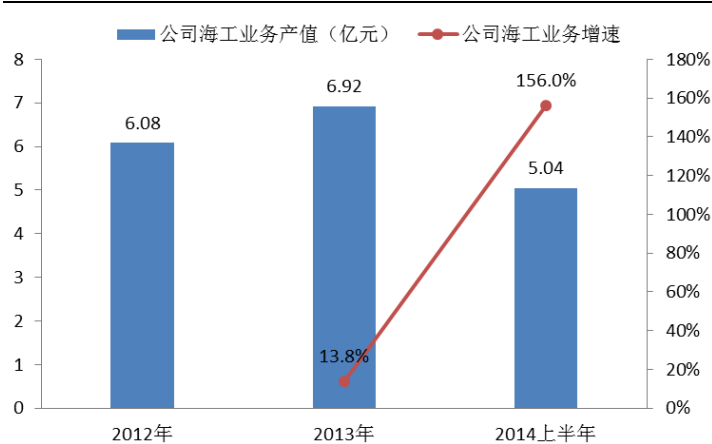
随着主流客户开始关注中国海工建造能力, 有良好交付业绩的海工企业将率先获得主流客户突破; 行业初入者面临首制平台的考验, 获得新的海工订单难度大。除此之外, 未来海工行业的产融结合将更加紧密, 中国的融资租赁公司大举进入海工行业, 而各产业集团也纷纷成立金融租赁公司, 这将促进在建项目的销售, 并催生一批新的订单。国家支持海工产业的整合和海工产业聚集区的投资建设, 骨干海工企业将获得更多机会。

2014 年 12 月, 工信部发布了《海洋工程装备(平台类)行业规范条件(征求意见稿)》, 对海工装备制造企业的技术创新能力、项目管理、生产设施与设备、安全生产、节能环保、职业健康和社会责任等方面提出了要求, 被认为是海工装备产业的“白名单”。我们认为, 未来中国海工装备产业整体集中度将进一步提升。

4、公司海工装备实力将得到提升, 将继续增长

2014 年上半年公司海工装备业务实现快速增长, 但整体占比较低。2014 年上半年, 公司增加了 2 艘 FPSO 改装船及零星模块制作, 实现产值 5.04 亿元, 同比增长 156%, 但仍然仅为公司船舶修造产值的约 1/6。

图 31: 2014 年上半年公司海工装备业务实现快速增长



资料来源: 中船重工经研中心, 中国银河证券研究部

黄埔文冲是华南地区海洋工程装备的主要建造基地,主要产品包括海工辅助船、海洋平台,以黄船海工为主。黄埔文冲率先开拓国内海洋工程市场,成功建造了 JU200MU 钻井平台、W10-3 单点系泊装置、W11-4 井口平台和中心平台生活模块,修理了“南海 2 号”半潜式钻井平台。2013 年,黄船海工实现营业收入 5.85 亿元,2014 年上半年,黄船海工实现营业收入 2.34 亿元。收购黄埔文冲完成后,公司海工装备实力将得到提升。

本次重组募集配套资金中 3.8 亿元拟用于投资建设黄埔文冲龙穴厂区补充完善海洋工程装备生产设施项目。项目建成后,将在现有生产能力基础上,新增年产自升式平台 2 台、海工辅助船 2 艘、FPSO 上部模块 20 个的生产能力,公司海工装备实力将得到进一步提升。虽然海工行业短期承压,但随着全球海工装备产业的转移和中国海工装备产业集中度的提升,公司海工业务有望稳定增长。

四、中船集团：资本运作提速，广船国际或成整合平台

（一）中船集团：以军工为核心，拥有四大领域、六大产业板块

中船集团是中国船舶工业的主要力量，经过多年的发展，集团在业务上形成了以**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，在海洋防务装备、海洋运输装备、海洋开发装备、海洋科考装备四大领域拥有雄厚实力。

截至 2013 年底，中国海军已累计派遣 16 批护航编队、42 艘次舰船赴亚丁湾、索马里海域执行护航任务，在舰艇编队中，**除 2 艘舰艇外，其余均由中船集团研制或建造。**

截至 2013 年底，中船集团共拥有近 50 家下属企事业单位、3 家上市公司（广船国际、中国船舶、*ST 钢构），占据中国 3 大造船基地中的 2 个。2013 年，集团实现营业收入 998.85 亿元，净利润 9151 万元。

图 32：中船集团企业分布



资料来源：中船集团网站，中国银河证券研究部

中船集团旗下拥有 9 家主要造船企业，目前已经合并成 6 家，其中外高桥造船、澄西造船为中国船舶子公司，广船国际已经和中船龙穴完成重组，黄埔造船已经和文冲船厂完成重组，即将与广船国际完成重组。重组完成后，中船集团**军船业务将主要集中于江南造船、沪东中华、广船国际。**

表 12：中船集团旗下主要造船企业

序号	主要造船企业	备注	主要基地
1	江南造船（集团）	潜艇、护卫舰、导弹驱逐舰等	长兴岛
2	沪东中华造船集团	导弹护卫舰、登陆舰、综合补给船、电子侦察船等；LNG 船舶	主厂区：黄浦江下游，长兴、崇明 两大分段制造基地
3	外高桥造船集团	中国船舶的全资子公司	上海浦东长江口
4	上海船厂		崇明岛
5	中船集团澄西造船	中国船舶的全资子公司	江苏省江阴市

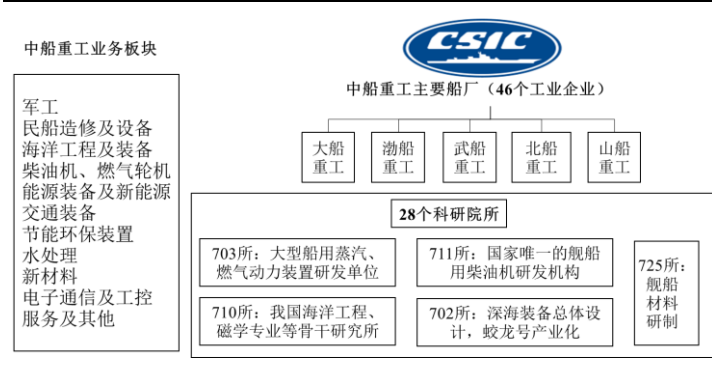
序号	主要造船企业	备注	主要基地
6	广州广船国际股份	军辅船, 3-6 万吨级中小船舶	广州市荔湾区
7	广州中船龙穴造船	华南地区最大的大型船舶	龙穴造船基地
8	中船集团黄埔造船	导弹护卫舰、护卫艇、快艇等	长洲厂区、龙穴厂区
9	广州文冲船厂	国内最大的挖泥船建造基地	广州市黄埔区

资料来源: 中船集团网站, 中国银河证券研究部

(二) 中船集团资本运作: 追赶中船重工, 仍有提升空间

中国船舶重工集团公司成立于 1999 年, 由中央直接管理。中船重工集团是中国海军装备最强最大的供应商, 是中国最大的造修船集团之一, 拥有 46 个工业企业、28 个科研院所, 3 家上市公司 (中国重工、风帆股份、乐普医疗), 员工超过 16 万人, 总资产 3710.3 亿元。由于主要船厂集中于北方, 因此又称为“北船集团”, 相应的, 中船集团又称为“南船集团”。

图 33: 中船重工集团基本情况



资料来源: 中船重工网站, 中国银河证券研究部

中船重工资本运作进度较快。2011 年, 中船重工将剥离核心军品总装业务后的大船重工、渤海重工以及北船重工、山船重工注入上市公司; 2013 年 9 月, 中国重工向集团定向增发收购大连造船厂集团有限公司、武昌造船厂集团有限公司为核心的军品总装业务; 2014 年 9 月, 中船重工出台《关于全面深化改革的若干意见》, 明确提出推进科研院所分类改革, 10 月, 中国重工公告将采取“新设”方式组建 4 家控股公司, 对旗下 16 家科技产业公司进行重组整合, 拉开了军工科研院所改制大幕。

根据《中船重工 2013 社会责任报告》中披露的数据, 截至 2013 年 12 月 31 日, 中船重工

控股的 3 家上市公司总市值为 1041.66 亿元，集团资产证券化比例达到 48.68%，上市公司净资产占比为 46.3%。从收入和净利润口径来看，2014 年上半年，3 家上市公司收入和净利润占比分别为 31.4%和 27.6%。

表 13: 中船重工集团资本运作进度较快

	净资产（亿元，2013）	营业收入（亿元）	净利润（亿元）
中船重工	1192.3	926.5	54.9
中国重工	504.0	254.3	12.2
风帆股份	19.6	28.3	0.7
乐普医疗	28.9	7.9	2.2
上市公司总和	552.5	290.5	15.1
上市公司占比	46.3%	31.4%	27.6%

资料来源：中船集团网站，中国银河证券研究部

中船集团资产整合模式已发生重大变化。2012 年以前，中船集团以大船、小船和船配的业务分类进行资产整合和运作，2012 年胡问鸣董事长上任以来，中船集团改变了以业务分类进行资产整合的模式，近年来重大资产运作均围绕广船国际展开，且资产整合明显提速。

表 14: 中船集团主要资产整合事件

时间	事项	交易进度
2007/9/25	中国船舶定向增发购买外高桥造船、中船澄西等资产	完成
2008/4/15	中国船舶现金收购江南长兴 65%股权	完成
2008/7/25	广船国际配股收购广州文冲船厂有限责任公司	终止
2011/3/4	非公开发行股票收购龙穴造船 100%股权	到期失效
2013/1/22	外高桥造船将持有的长兴造船 51%的股权转让给沪东中华。外高桥造船收购江南造船所持有的长兴重工 36%的股权	完成
2013/5/29	江南集团将持有的中船股份 34%的股权无偿划转给中船集团	完成
2013/10/1	广船国际发行 H 股收购龙穴造船 100%股权	完成
2013/12/18	黄埔造船、文冲船厂合并成立黄埔文冲	完成
2014/2/18	中船钢构工程股份有限公司变更证券简称	完成
2014/11/1	广船国际 55.0406 亿收购黄埔文冲 100%股权及相关资产	证监会通过

资料来源：公司公告，互联网，中国银河证券研究部

中船集团资本运作进度正追赶中船重工。从资产证券化率的角度来看，截至 2014 年 6 月 30 日，中船集团上市公司（计入黄埔文冲）净资产占比为 44.4%，营业收入占比 36.7%，基本已赶上中船重工的水平，但从业务角度而言，中船重工主要船厂和业务均已实现了资产证券化，中船集团尚有沪东中华和江南造船两大造船企业未实现资产证券化。

据中证报 2014 年 12 月 31 日报道，国防科工局改革办已经下发关于军工科研院所改革的文件，确定了军工科研院所改革分类的原则和标准，要求各军工集团按此标准尽快将下属各

科研院所划分到位，科研院所改制进一步提速。中船集团下属 7 个科研院所，我们预计集团将加快旗下科研院所改制进度，未来有望注入上市公司。

表 15：中船集团下属 7 个科研院所

序号	科研院所	简介
1	中国船舶工业综合技术经济研究院	中国船舶工业综合技术经济研究院（简称“中船综合院”）是公益性国防基础科研事业单位，是船舶行业唯一的综合性国防军工技术基础研究单位。隶属中国船舶工业集团公司，于 1988 年由中国船舶工业总公司所属的综合技术研究所（始建于 1961 年）和标准化研究所（始建于 1963 年）合并组建而成。
2	中国船舶及海洋工程设计研究院	中国船舶及海洋工程设计研究院，创建于 1950 年 11 月，是中国船舶行业成立早、规模大、成果多的研究开发机构，是船舶设计技术国家工程研究中心的依托单位，是国际拖曳水池会议（ITTC）、国际船舶结构会议（ISSC）的成员单位，是流体力学和船舶与海洋结构物设计与制造的硕士、博士研究生培养单位。建所 60 年来，主要业务领域不断拓展，自主开发出多型具有世界先进水平的各类船舶、海洋工程装备和船用装备，为我国船舶工业、海洋事业的发展和国民经济建设做出了重大贡献。
3	上海船舶研究设计院	上海船舶研究设计院（SDARI）成立于 1964 年，是中国船舶工业集团公司旗下具有国际影响力的民用船舶设计单位。SDARI 的设计产品主要包括散货船、集装箱船、油船、化学品船、多用途船、滚装船等运输船舶和救助船、打桩船、浮船坞、三用工作船、综合检测船、导管架下水驳、大型起重铺管船等工程船舶，累计约 800 型，产品覆盖范围和市场占有率均居国内之首。
4	广州船舶及海洋工程设计研究院	广州船舶及海洋工程设计研究院，创建于 1974 年，是中国船舶工业集团公司(CSSC)属下的舰船总体科研设计事业单位。现有职工 200 人，其中高级工程师 33 人。主要专业包括舰船总体、舾装、结构、机械、动力装置、辅助系统、电气、通讯、导航、武备、工程管理和信息技术等等。属下有从事穿浪型高速双体船设计的中外合资公司和从事工程监理业务的子公司。主要业务范围涉及军用舰船、民用船舶及海洋工程科研和设计领域。拥有成熟的常规船舶科研设计经验和高性能船舶设计研发能力，拥有多项船舶及海洋工程专有技术和专利技术，在海洋工程单点系泊、多点系泊及输油终端技术的研究方面处于国内领先地位。建院以来，设计的各类舰船产品 300 余艘，承接的海洋工程科研设计项目 40 余项，获多项省部级科技进步奖。
5	中国船舶工业系统工程研究院	中国船舶工业系统工程研究院，是中国船舶行业内以系统集成为主要业务领域的骨干科研单位，先后完成了多型船舶系统设备的研制和交付任务。
6	中国船舶工业集团公司第十一研究所	上海船舶工艺研究所是船舶行业唯一一个以造船工艺现代化为目标的军用舰船、民用船舶和海洋工程建造工艺研究的综合性应用研究所。主要研究船舶、海上石油平台、海洋构筑物以及各种钢结构的建造工艺、技术装备与检测技术。上海船舶工艺研究所目前资产总额近 3 亿 3 千万元，现有职工 313 人，其中中级职称 60 人，高级职称 69 人。主要业务范围包括：船舶及海工总体建造工艺研究；钢结构焊接工艺及装备；大型数控切割和自动化装备；涂装材料及装备；非金属材料及工艺；各类软件系统开发；金属材料无损检测、非金属材料技术检测和钢结构工程监理等。
7	九江精密测试技术研究所	九江精密测试技术研究所是从事精密测试、精密加工和精密测量的综合科研机构，目前有 37000 平方米的科研区，总建筑面积 19000 平方米，全所的资产总值达亿元，置有 1600 余台计量、测试、加工、计算机等设备（其中进口设备 100 余台），具备了扩大再生产的实力。所四十多年以来形成了机、光、电、计算机为主的多种专业的科技队伍，现有在职职工 450 人，其中享受国家政府特殊津贴的专家 11 人。主要经营惯性导航测试技术研究及设备制造、运动仿真设备研制、振动与平衡技术研究及设备制造、精密加工工艺研究、精密测量和测试技术研究、精密元器件设计制造和环保设备技术

序号	科研院所	简介
		开发研究等业务，其产品广泛用于我国各行业的科研院所、高等院校和工矿企业。

资料来源：公司网站，中国银河证券研究部整理

（三）广船国际有望成为中船集团军民船整合平台

收购黄埔文冲后，公司将成为 A+H 军工第一股，公司 A+H 双平台的独特优势在军工行业具有稀缺性。同时，本次重组完成后，公司将在 VLCC、VLOC 和灵便型散货船产品方面与中船集团下属中国船舶和沪东中华存在一定的同业竞争。中船集团承诺“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。”我们认为，公司有望成为中船集团军民船整合的平台，后续资本运作中不排除将江南造船和沪东中华两大核心军船业务注入公司。

江南造船为我国驱逐舰和常规动力潜艇的主要生产企业之一，同时，据加拿大《汉和防务评论》报道，第二艘国产航母正在江南造船进行设计，可能于 2015 年开工，公司目标为 2015 年成为中国第一军工造船企业；沪东中华被誉为中国海军护卫舰的摇篮和登陆舰的摇篮，也是目前中国唯一有能力并成功建造大型液化天然气船的企业，同时还是中国建造大型集装箱船的行业领军企业。

图 34：江南造船生产的 052C 型导弹驱逐舰“济南舰”



资料来源：互联网，中国银河证券研究部

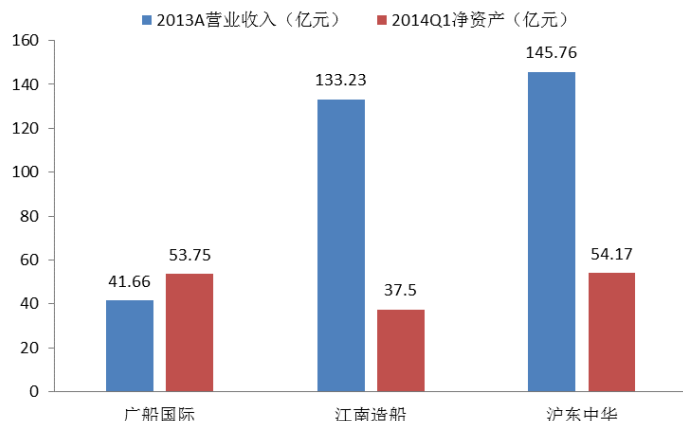
图 35：沪东中华生产的 054A 型导弹护卫舰三亚舰



资料来源：互联网，中国银河证券研究部

根据《中国船舶工业集团公司 2014 年度第一期超短期融资券募集说明书》，2013 年，江南造船实现营业收入 133.23 亿元，利润 3.66 亿元，沪东中华实现营业收入 145.76 亿元，净利润 0.19 亿元；截至 2014 年 3 月 31 日，江南造船净资产 37.5 亿元，沪东中华净资产 54.17 亿元。

图 36：广船国际、江南造船和沪东中华收入及净利润对比



资料来源: Wind, 《中国船舶工业集团公司 2014 年度第一期超短期融资券募集说明书》, 中国银河证券研究部, 2013 年广船国际营业收入未包括龙穴造船

保守估计江南造船和沪东中华价值约 240 亿元。即使全部按照民船净资产进行估值, 按照 2.5 倍 PB 的船舶行业民船业务估值水平(估值水平测算详见第五章), 则两家船厂价值可达 135 亿元。假设净资产和净利润的 30% 为军船业务, 即使军船业务净利润不增长, 按照目前军工行业 2015 年 67 倍 PE 的估值水平, 两大船厂军船业务价值约 77 亿元, 加上民船业务价值 166.8 亿元, 两家船厂价值为 243.8 亿元。

公司可能更名以凸显平台地位。经过本次资产重组, 由于收购资产黄埔文冲和龙穴造船体量都大于公司本身, “广船国际”已不再适用于公司目前的业务和公司架构。考虑到 2008 年公司在筹划收购文冲船厂时便提出过更名为“中船国际”, 我们预计公司未来将考虑采用新的名字, 以凸显集团军民船整合平台地位。

五、盈利预测和估值：未来市值有较大提升空间

（一）公司合理估值约 575 亿元

由于公司民船亏损较为严重，预计 2014-2015 年扣非净利润仍为负值或为较小正值，因此 PE 估值方式对公司并不适用。

从另一个角度出发，我们对公司各项业务价值进行测算，公司整体价值约 575 亿元。

1、公司造船业务整体价值约为 525 亿元

预计军船业务 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。

表 16: 军工行业 2015 年平均 PE 为 65 倍

上市公司	代码	股价(元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2013	2014E	2015E	2016E	2013	2014E	2015E	2016E
中航动控	000738.SZ	16.53	0.18	0.21	0.24		93	79	69	
哈飞股份	600038.SH	37.62	0.42	0.56	0.73	0.94	90	67	52	40
洪都航空	600316.SH	27.97	0.13	0.16	0.30	0.44	221	171	93	63
中航飞机	000768.SZ	18.94	0.13	0.17	0.24	0.31	143	114	81	61
中航电子	600372.SH	27.69	0.36	0.37	0.47	0.55	78	74	59	50
航空动力	600893.SH	28.96	0.17	0.50	0.62	0.77	171	58	47	37
中国卫星	600118.SH	28.48	0.26	0.29	0.35	0.39	110	99	81	74
航天电子	600879.SH	15.60	0.22	0.32	0.38	0.46	70	49	42	34
四创电子	600990.SH	57.98	0.37	0.67	0.89	1.20	155	87	65	48
国睿科技	600562.SH	49.86	0.37	0.57	0.78	1.02	136	88	64	49
行业平均估值							127	89	65	51

资料来源：Wind、中国银河证券研究部，预测 EPS 为 Wind 一致预期，股价截至 2014 年 12 月 31 日

船舶行业民船业务平均 PB 为 2.6 倍。由于中国重工 PB 中已包含军品估值，计算民品 PB 需剔除军品影响。2014 年上半年中国重工军品收入占比 18.6%，根据中国重工订单情况，预计 2015 年军品收入占比将进一步提升，假设 2015 年军品净利润占比为 25%，按照 Wind 一致预期计算，2015 年军品利润约 11 亿元。

2014 年 6 月 30 日，中国重工净资产 589 亿元，假设军品净资产占比与当期军品收入占比相同，可计算出中国重工民品净资产约 480 亿元。据此，可以算出中国重工民品 PB 约 2 倍。

表 17: 中国重工民船业务 PB 测算

项目	数据
中国重工总市值（亿元）	1,691.11
2015 年中国重工预测 EPS （元，Wind 一致预期）	0.24
中国重工总股本（亿股）	184

项目	数据
2015 年中国重工预测净利润（亿元）	44.16
2015 年中国重工军品净利润占比	25%
2015 年中国重工军品净利润（亿元）	11.04
中国重工民船业务市值（亿元）	973.51
中国重工净资产（亿元）	589.12
中国重工军船业务净资产占比	18.6%
中国重工民船业务净资产（亿元）	479.54
中国重工民船业务 PB	2

资料来源：Wind，中国银河证券研究部，净资产为 2014 年 6 月 30 日数据

表 18：船舶行业民船业务平均 PB 为 2.6 倍

上市公司	PB
中国重工	2.0
中国船舶	2.9
上海佳豪	3.6
舜天船舶	1.8
平均	2.6

资料来源：Wind，中国银河证券研究部

公司民船净资产约 76.3 亿元，按照 2.6 倍 PB 计算，民船业务价值约为 200 亿元。公司造船业务整体价值为 525 亿元。

表 19：广船国际民船业务净资产测算

	2014H 净资产（百万元）	持股比例
广船国际	5207.96	100%
文冲船厂	1810.50	100%
黄船海工	61.35	100%
南海舰船	2.29	41%
龙穴置业	0.28	33%
扬州科进	1293.31	
民船业务	7632.84	

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

2、荔湾厂区将带来搬迁补偿金约 50 亿元

根据广州市“退二进三”规划，公司荔湾厂区地块需搬迁。公司目前已开始着手准备相关事宜。2014 年 12 月，公司完成了广船实业和同舟船舶的 100%股权转让，共获得股权转让收益及补偿金 10 亿元。

荔湾厂区地块约 50 万平米，扣除广船实业所有的 11 万平米，尚未转让土地共约 40 万平米。据报道，2014 年 9 月广钢新城共 20.4 万平米的地块（容积率约 4）成交总价 122 亿元，按此标准，假设荔湾厂区地块规划容积率仅为 2，则地块价值约 120 亿元，按 60%的最低分成比例计算，预计可获得搬迁补偿金约 72 亿元。

以另一方式计算，2013 年 11 月广州市人民政府征收珠江啤酒土地 17.38 万平方米，并给予总补偿金额 22.98 亿元。照此计算，荔湾地块可为公司带来补偿金 53 亿元，考虑到土地增值，且荔湾厂区濒临珠江，假设溢价 20%，则补偿金约 63 亿元。

综合以上两种计算方式，我们保守估计荔湾厂区地块仍将为公司带来补偿金约 50 亿元，加上已实现的 10 亿元，合计约 60 亿元。

（二）公司市值仍有提升空间，维持“推荐”评级

根据以上测算，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 39.1 元。由于公司具有军工行业 A+H 的稀缺性，我们判断公司有可能成为中船集团的军民船整合平台，考虑到公司未来仍有江南和沪东等核心军船业务注入预期，公司市值仍有提升空间。

与中国重工对比，中国重工目前市值已达到 1600 亿元，但中船集团 3 家上市公司市值总和仅约 900 亿元，即使考虑有注入预期的江南造船和沪东中华，整体价值仍不到 1250 亿元，公司市值具有较大提升空间，维持“推荐”评级。

插图目录

图 1: 中船集团控股比例达到 58%.....	1
图 2: 2014 年公司营业收入增速转正	1
图 3: 2014 年公司因与龙穴造船并表出现亏损	1
图 4: 公司造船业务收入占比常年超过 80%.....	2
图 5: 2014 年公司毛利率下滑至近年来低水平	2
图 6: 黄埔文冲三大厂区示意图	3
图 7: “一带一路”路线图: 公司将提供海上交通工具; 公司龙穴厂区面临南海, 对南海防务起着重要作用	4
图 8: 民船业绩近似由两年前新船订单量和造价决定	5
图 9: 中国新船订单量 2013 年大幅回升	5
图 10: 中国造船完工量 2013 年出现明显下降	5
图 11: 中国手持订单量 2013 年显著回升	6
图 12: 2013 年 8 月后世界新船造价进入上升趋势	6
图 13: 2013 年以来中国新船造价进入上升趋势	6
图 14: 全球船舶行业的核心在东亚, 中国近年来稳居全球第一	7
图 15: 船舶及相关装置制造毛利率与行业景气度基本一致	10
图 16: 2013 年以来中厚板价格持续下跌	10
图 17: 2013 年公司新接民船订单数和订单单价均大幅增长	11
图 18: 中国首艘航母“辽宁号”	12
图 19: 094 型“晋”级核潜艇流传图	12
图 20: 黄埔文冲生产的新型导弹护卫舰	14
图 21: 黄埔文冲生产的导弹快艇	14
图 22: 黄埔文冲子公司股权结构情况	15
图 23: 黄埔文冲军船业务净利润规模较大	15
图 24: 全球油价已下滑到低于 60 美元/桶的低位	16
图 25: 2013 年以来全球海工装备订单总额下滑	16
图 26: 2014 年以来全球钻井平台使用率下行	16
图 27: EIA 预测到 2040 年基准情况下石油消费量将增长 31.5%.....	17
图 28: BP 预测到 2035 年油气消费占全球能源消费比例约 55%	17
图 29: 近年来中国海工装备占全球市场份额不断提升	18
图 30: 中国海工装备产业集中度低于韩国、新加坡	20
图 31: 2014 年上半年公司海工装备业务实现快速增长	20
图 32: 中船集团企业分布	22
图 33: 中船重工集团基本情况	23
图 34: 江南造船生产的 052C 型导弹驱逐舰“济南舰”	26
图 35: 沪东中华生产的 054A 型导弹护卫舰三亚舰	26
图 36: 广船国际、江南造船和沪东中华收入及净利润对比	26

表格目录

表 1: 2013 年中国造船完工量前 10 名企业	7
表 2: 近年来中国船舶行业产业政策	8
表 3: 2012 年至今船舶行业部分重要收购案	9
表 4: 全球主要国家海军规模	12
表 5: 2013 年中国海军各主要舰艇开工及下水数	13
表 6: 2013 年以来中国海军入列舰艇	13
表 7: 航空母舰战斗群编制及造价估算	14
表 8: 黄埔文冲及各子公司主营业务	15
表 9: 黄埔文冲军船业务估算 (单位: 百万元)	15
表 10: 2014 年 11 月-12 月, 各大机构均下调对 2015 年油价的预测	17
表 11: 近年出台海工产业相关政策	18
表 12: 中船集团旗下主要造船企业	22
表 13: 中船重工集团资本运作进度较快	24
表 14: 中船集团主要资产整合事件	24
表 15: 中船集团下属 7 个科研院所	25
表 16: 军工行业 2015 年平均 PE 为 67 倍	28
表 17: 中国重工民船业务 PB 测算	28
表 18: 船舶行业民船业务平均 PB 为 2.6 倍	29
表 19: 广船国际民船业务净资产测算	29

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）、威海广泰（002111.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）、潍柴重机（000880.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