

南船平台 看齐重工

民船见底反转

我们判断，由于船价低、油耗低和首付低，有金融资本背景的“伪船东”或“二船东”进场抄底、带动老船东跟风，2013年世界新船订单的反转之年。我们从供需关系、绝对船价水平、成本上升和人民币长期升值趋势、主流船厂手持订单结构安排等考虑，船价未来震荡上升；新船价格自2013年6月开始反转。按照造船生产周期和完工百分比法的收入确认方法，2015年交付的2013年最低船价订单已经在2014年开始确认收入和利润，因此我们乐观判断2014年是行业业绩的低点、2015年后开始反转向上。

海军走向深蓝

中国海军的发展战略已经从近岸防御到近海防御转变，未来必然走向深蓝。2013年英国《简氏防务周刊》将中国陆军、空军和海军分别排在第一、第三和第六位，海军欠账最多。从经济安全到国家安全，中国必须建立起一支强大海军，这是实现中国梦的前提。过去25年，中国国防预算一直保持稳定增长；而且现在对海军的投入已经居于三军首位、占比逐年提升，2009年前后中国海军装备建设进入第三个高峰期、“下饺子”成新常态。

中船海军主力

南、北船是我国海军装备建造的主力；我们从产业链军船设计、舰艇总装和舰船电子测算，南、北船集团的军品收入规模在46分左右。南船集团旗下军船业务主要集中在四大造船企业，广船国际建造补给舰、医院船等辅助舰艇，黄埔造船主要建造护卫舰、导弹艇和护卫艇，沪东中华是中国海军护卫舰和登陆舰的摇篮，江南造船几乎囊括目前最先进导弹驱逐舰（052C/052D）建造、明年有可能开建第二艘国产航母、目标直指第一军工造船企业。

南船总装平台

从中船集团新领导2012年下半年以来针对三大上市平台的一系列动作来看，六大业务板块划分是未来资本运作的重要参考指标。我们判断，广船国际有可能成为中船集团船舶造修（包括民船、军船总装）业务板块的平台，中国船舶很可能重回动力装备板块，*ST钢构是生产性服务业的平台。广船收购黄埔文冲，中船集团军船资产证券化才刚刚开始；我们判断，未来广船还会继续收购上海地区军（民）船资产、最终成为军民总装的大平台。

看齐中国重工

对比收购核心军品总装前后，中国重工净利润占集团比重不增反降；重工集团未来军工资资产证券化还有大空间，明年中国重工市值有望超2000亿元。南船集团在军船、科研院所和非船业务逊色于北船，但弹性最好的民船份额较高。广船有望成为南船集团船舶造修（民船、军船总装）的大平台，市值向重工看齐；我们从目前被收购资产体量测算，广船市值将达1000亿元、未来还有较大提升空间。提高广船目标价到50元、维持买入评级。

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12月30日

当前股价：33.84元

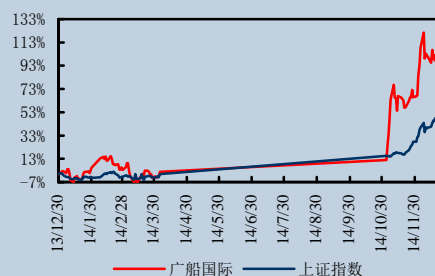
目标价格6个月：50元

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
12月最高/最低价(元)	13.78/-0.75	85.58/54.71	89.11/42.89
总股本(万股)			103053.47
流通A股(万股)			43846.35
总市值(亿元)			327.61
流通市值(亿元)			139.39
近3月日均成交量(万)			1388.29
主要股东			
HKSCC NOMINEES LIMITED			57.02%

股价表现



相关研究报告

- 14.11.07 公司点评：成就 A+H 军工第一股
- 14.11.02 公司点评：复牌将有翻番以上表现
- 14.09.09 行业深度：中国梦 强海军
- 14.08.31 公司点评：龙穴造船继续亏损
- 14.07.28 公司深度：广船最安全
- 14.04.15 行业深度：收购军品，叠加弹性



目录

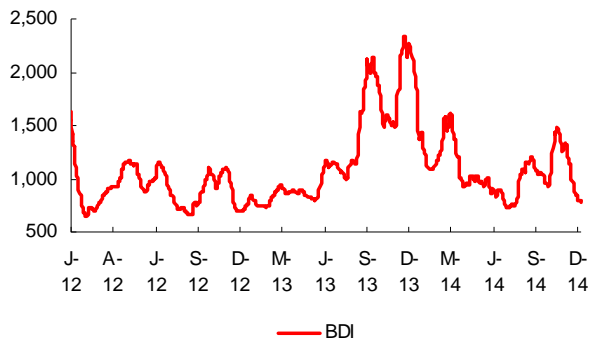
民船见底反转	1
新船订单 2013 年反转	1
船价 2013 年 6 月反转	2
行业业绩 2015 年反转	2
海军走向深蓝	3
中国海军欠账最多	3
实现中国梦需要强大海军	4
亚丁湾护航是中国海军走向深蓝的绝佳练兵.....	5
中国海军装备建设进入第三个高峰期	6
中船海军主力	8
南北船是我国海军装备建造的主力	8
南船集团军船资产分布	8
南船集团军船资产证券化刚刚开始	17
南船总装平台	19
新领导，新思路	19
从六大业务板块看上市公司定位	20
广船是船舶造修的大平台	21
看齐中国重工	22
重工集团军工证券化有弹性	22
南北船集团军、民总装对比	22
看齐中国重工，广船还有大空间	23
风险分析	24
行业表现低于预期	24
军工系统性风险	24
中船重组进度和方案变化	24

民船见底反转

新船订单 2013 年反转

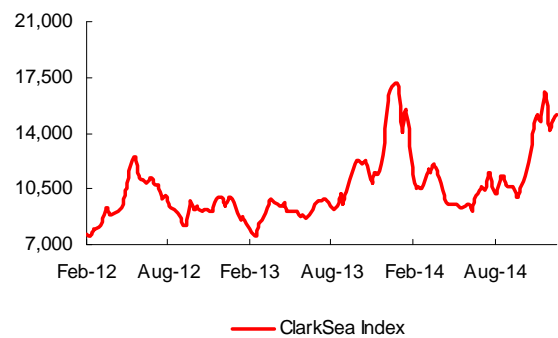
航运景气度见底一般早于新船订单见底一年左右时间。这是一个历史经验得到的结论。此轮航运景气度变化中，BDI 指数 2012 年 2 月 3 日创下了历史低点 647 点；BDI 指数带有远期运费协议因素影响、不能准确反映即期航运景气度变化，我们以综合指数克拉克松海运价格指数为参照，2012 年 2 月 10 日创下最低点 7523 美元/天。而世界新船订单自 2012 年 12 月开始明显好转、同比增速大幅转正。

图 1：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

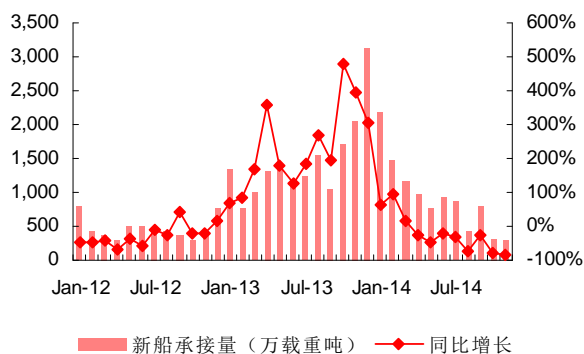
图 2：克拉克松海运价格指数 (美元/天)



资料来源：克拉克松，中信建投证券研究发展部

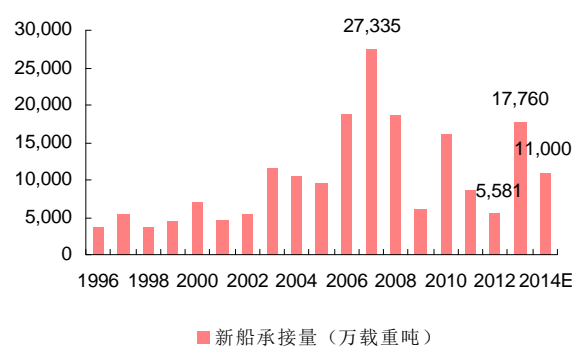
2013 年世界新船订单的反转之年。船价低、油耗低和首付低，金融资本背景的“伪船东”或“二船东”进场抄底、带动老船东跟风，从而造成新船订单飙升；但世界航运景气度复苏缓慢，运力投放增速快于运量需求增速导致运力过剩在 2013 年达到顶峰，航运公司持续亏损，因此最近几年新船订单主要来自改善运力结构式抄底。随着船队规模的扩大和船龄的降低，世界年拆船量维持在 4000 万载重吨左右的较高水平。2013 年世界新船订单大幅增加，预计 2014、2015 年持续下降，但绝对量应该大于 2012 年的 5580 万载重吨的水平。

图 3：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

图 4：世界新船成交量 (年度，万载重吨)

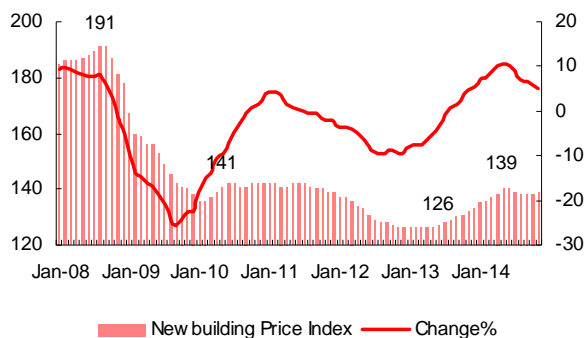


资料来源：克拉克松，中信建投证券研究发展部

船价 2013 年 6 月反转

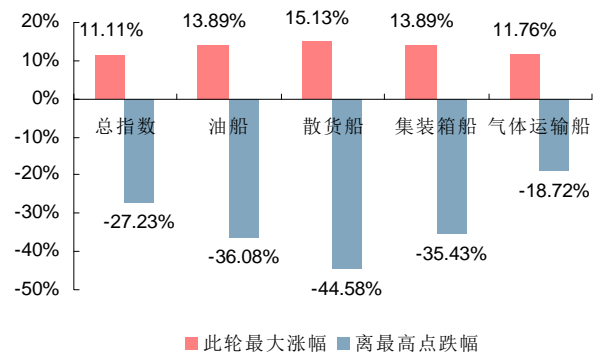
船价上涨晚于订单增加，下降也晚于订单减少。2012 年 12 月新船订单快速回升，新船价格指数到 2013 年 6 月才开始持续上涨；今年 4 月新船订单同比下降，船价指数从 7 月才开始略降。而且，我们从供需关系、绝对船价水平、成本上升和人民币长期升值趋势、目前主流船厂手持订单结构安排等因素考虑，船价继续大降的可能性小，未来是震荡上升的趋势。

图 5：克拉克松新船价格指数（1988Jau=100）



资料来源：克拉克松，中信建投证券研究发展部

图 6：2013 年 6 月以来具体船型指数涨幅和离最高点距离

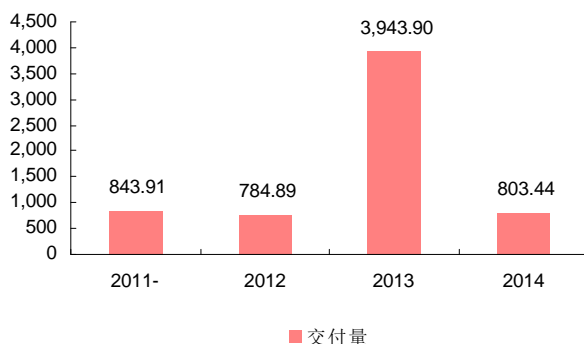


资料来源：克拉克松，中信建投证券研究发展部

行业业绩 2015 年反转

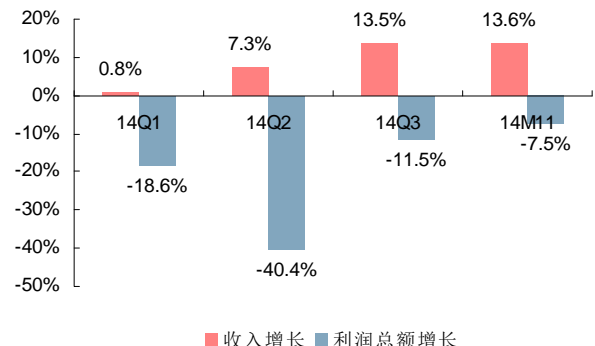
交付量上升，加权平均价格提高。自 2011 年以来，完工交付量持续 3 年下滑，预计明年交付量有所回升；从价格来看，2013 年订单平均船价最低、大部分（47.63%）在 2015 年交付，而且 2015 年完工交付船舶中 61.86% 是 2013 年订单；船价上升的 2014 年订单中有 57.2% 在 2016 年交付。按照造船生产周期和完工百分比法的收入确认方法，2015 年交付的 2013 年最低船价订单已经在 2014 年开始确认收入和利润，因此我们乐观判断 2014 年是行业业绩的低点、2015 年后开始反转向上。

图 7：2015 年完工交付船舶订单合同日期分布（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：中船协会重点监测 87 家企业盈利表现（2014）



资料来源：中船协会，中信建投证券研究发展部

三句话对 2015 年船市做个基本判断：世界新船订单继续下滑、船价震荡上升、行业业绩反转向上但弹性不足。民船基本面详细情况请参见我们 2014 年 12 月 12 日深度报告《中船三剑客、皆有大机遇》。

海军走向深蓝

中国海军欠账最多

海军排名远远落后陆军和空军。2013年9月，英国《简氏防务周刊》公布了2013年世界最新军力排名，分列前五名的是美国、法国、俄罗斯、中国和英国，中国位列第四。简氏排名的主要参考指标包括军费开支、军事理论和科技的先进性、自主研发的能力以及国家的经济基础等。分军种来看，简氏对2013年世界海军军力排名，中国仅列在第六位、远低于陆军第一和空军第三的位置，中国海军甚至在亚洲位列日本之后。

表 1：英国《简氏防务周刊》对世界军力排名

	陆军	空军	海军
1	中国	美国	美国
2	美国	俄罗斯	俄罗斯
3	俄罗斯	中国	法国
4	德国	法国	英国
5	英国	英国	日本
6	法国	德国	中国
7	日本	日本	德国
8	印度	韩国	意大利
9	韩国	印度	韩国
10	巴西	以色列	西班牙

资料来源：《简氏防务周刊》，中信建投证券研究发展部

中国海军装备只有数量、难言质量。今年7月10日，美国《商业内幕》网站以现有各国军力数据库和著名的“全球火力指数”（GFP）排行榜为基础，对35个国家的军力进行排名，中国排在第三位、位列美国和俄罗斯之后。美国《商业内幕》指出，美国海军目前使用470多艘舰艇，包括10艘航母、15艘护卫舰、62艘驱逐舰、72艘潜艇；而中国海军拥有620艘舰艇，包括1艘航母、45艘护卫舰、24艘驱逐舰、9艘轻型护卫舰、69艘潜艇等。《商业内幕》对军力排名纯以各国公开数据库为基础，没有考虑到技术水平、性能和质量等差异。

表 2：2013 年世界海军对比（艘）

	美国	俄罗斯	中国	印度	英国
航空母舰	10	1	1	2	0
驱逐舰	62	13	24	11	6
护卫舰	15	4	45	15	13
轻型护卫舰		74	9	24	
潜艇	72	63	69	17	11
岸防舰艇	13	65	353	32	24
扫雷舰	13	34	119	7	15
舰艇合计	470	350	620	184	66

资料来源：《商业内幕》网站，中信建投证券研究发展部

我们从维基百科公开数据统计主要海军强国目前的现役舰艇数量、海军现役军人和海军航空兵。单纯从数量上看，我国海军现役军人数仅次于美国、远高于其他国家，现役舰艇数更是最多，也拥有世界第二的海军航空架次飞机；但从等级、技术水平等角度考虑，我国海军和美国等海军强国相比还是有很大的差距。

表 3：目前主要海军强国现役力量对比（艘，万人，架）

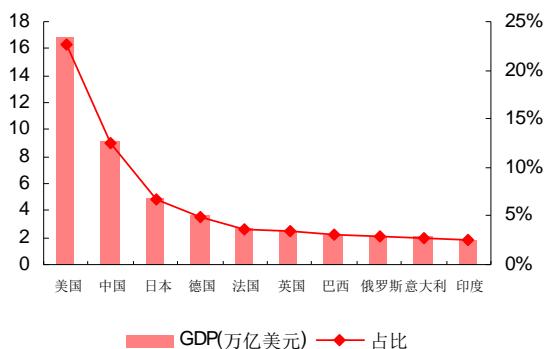
	美国	俄罗斯	法国	英国	日本	中国	德国	意大利	印度
航空母舰	10	1	1	0	4	1	0	2	2
巡洋舰	22	5	0	0	0	0	0	0	0
驱逐舰	62	13	13	6	40	25		4	8
护卫舰/巡航舰	14	9	17	13	6	46	11	16	23
轻型护卫舰	4		5			15	5	4	
两栖攻击/登陆舰	29		6		3	3		3	2
常规潜艇	0	22			18	58	4	6	14
核潜艇	73	48	10	11	0	12			2
现役军舰	278	233	98	98	152	300	67	100	155
现役军人	32	15	5.3	3.75	4.55	23.5	1.56	3.7	5.83
海军航空兵	3700	466	181	170		500	52	100	181

资料来源：维基百科，中信建投证券研究发展部（日本 4 艘属于直升机航母，部分空格并不表示为 0 艘、有些数据未获得）

实现中国梦需要强大海军

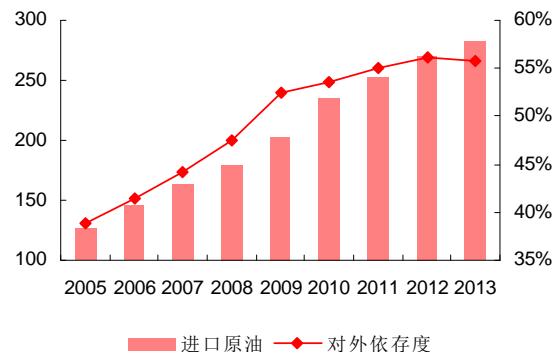
强大海军是经济安全的必然要求。世界历史表明，超级大国必定是海洋强国。中国现在已经是世界第二大经济体，在资源、能源、市场等诸多领域越来越多地依赖全球。为了保护我们的远洋商船安全通道、保障国际投资利益不受损害、快速推进南海资源合理开发、确保能源安全，必须建立一支强大的海军，这是实现中华民族伟大复兴的中国梦的前提。

图 9：中国已成为全球第二大经济体（2013，万亿美元）



资料来源：IMF，中信建投证券研究发展部

图 10：中国石油对外依存度达 55% 以上



资料来源：BP 能源统计，中信建投证券研究发展部

中国海军必须走向深蓝。中国海军的发展战略已经从近岸防御到近海防御转变，未来必然走向深蓝。而走向深蓝，就必须依靠航母战斗群，这样才有可能突破第一岛链、第二岛链。目前，001 号“辽宁舰”航母训练

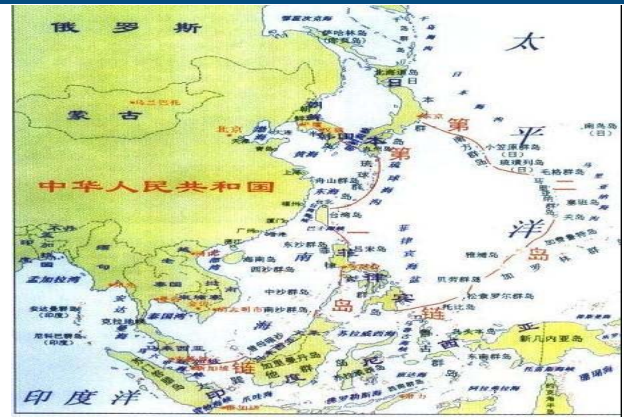
平台已经服役 2 年多，首艘国产航母 002 号（可能命名为“山东舰”）已经在大船开建。

图 11：美国划分的第一岛链、第二岛链



资料来源：公开网站，中信建投证券研究发展部

图 12：美国划分的第一岛链、第二岛链



资料来源：公开网站，中信建投证券研究发展部

亚丁湾护航是中国海军走向深蓝的绝佳练兵

索马里海盗是个很好的借口。2008 年 12 月 26 日，中国海军派出首批舰艇编队赴亚丁湾、索马里执行护航任务，开启了人民海军常态执行远海任务的新纪元。亚丁湾护航是中国中央军委根据联合国有关决议、参照有关国家做法、并得到索马里政府的同意后进行的一项军事行动，行动的主要内容是保护航行该海域中国船舶人员安全、保护世界粮食计划署等世界组织运送人道主义物资船舶安全。亚丁湾护航的战略意义包括承担国际人道主义义务、增强我国的国际影响力，访问印度洋海域周边国家、促进我国与环印度洋国家的政治经济文化军事交流，把护航的航道作为实战训练的战场、砺剑亚丁湾、比武大练兵。

图 13：我国海军亚丁湾护航编队航线



资料来源：公开网站，中信建投证券研究发展部

图 14：亚丁湾具体地理位置



资料来源：公开网站，中信建投证券研究发展部

海军需要实战经验。光有先进的海军装备，没有实战经验，也难以打赢现代化的海空一体化战争。就像当年号称亚洲第一的南洋水师在马江海战中被法国军舰突袭，结果几乎全军覆没。2014 年临近岁末，中央新闻联播多次报导我海军 372 潜艇 3 分钟完成断崖处险并完成多项训练科目的先进事迹；习主席作出重要指示，对海军 372 潜艇官兵群体先进事迹给予充分肯定，号召全军向 372 潜艇官兵学习、在练兵打仗上有更大作为。372

潜艇先进事迹说明了实战练兵的重要；索马里海盗为我海军持续派遣护航编队提供了一个很好的借口，我们预计亚丁湾护航会持续进行下去。

护航编队主要舰艇都是中船制造。今年 12 月 26 日，我国海军派遣护航编队进行亚丁湾护航 6 周年；6 年来，海军共派出 19 批护航编队 54 艘次舰艇、42 架次直升机、1300 余名特战队员和 16000 余名官兵赴亚丁湾执行护航任务，圆满完成 798 批 5800 余艘中外船舶护航任务。每次护航编队由 3 艘舰艇组成，其中 2 艘海军主力战舰（种类包括驱逐舰、护卫舰、船坞登陆舰等）、1 艘综合补给舰。从过去 6 年派遣的 19 批次护航编队来看，绝大部分舰艇都是由中船集团制造（沪东、江南、黄埔等）。

表 4：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（沪东）	南海舰队
第二批	2009.4.2	深圳（大船）	黄山（黄埔）	微山湖（沪东）	南海舰队
第三批	2009.7.16	舟山（沪东）	徐州（黄埔）	千岛湖（广船）	东海舰队
第四批	2009.10.30	马鞍山（沪东）	温州（黄埔）	千岛湖（广船）	东海舰队
第五批	2010.3.4	广州（江南）	衡阳（沪东）	微山湖（沪东）	南海舰队
第六批	2010.6.30	昆仑山（江南）	兰州（江南）	微山湖（沪东）	南海舰队
第七批	2010.11.2	舟山（沪东）	徐州（黄埔）	千岛湖（广船）	东海舰队
第八批	2011.2.21	马鞍山（沪东）	温州（黄埔）	千岛湖（广船）	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（沪东）	北海舰队
第十二批	2012.7.3	益阳（黄埔）	常州（沪东）	千岛湖（广船）	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（沪东）	北海舰队
第十五批	2013.8.8	井冈山（沪东）	衡水（黄埔）	太湖（广船）	南海舰队
第十六批	2013.11.30	盐城（沪东）	洛阳（沪东）	太湖（广船）	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
第十八批	2014.8.1	长白山（沪东）	运城（黄埔）	巢湖（沪东）	南海舰队
第十九批	2014.12.2	临沂（黄埔）	潍坊（沪东）	微山湖（沪东）	北海舰队

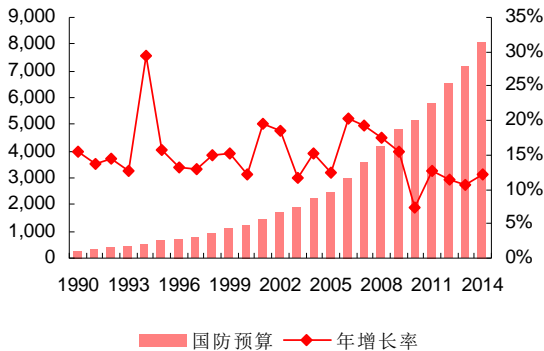
资料来源：中信建投证券研究发展部

中国海军装备建设进入第三个高峰期

军费开支稳定增长，海军占比提升。过去 25 年，我国国防预算一直保持稳定较快的增长速度，年均复合增长率 14.87%；2014 年，我国国防预算开支是 8082 亿元，同比增长 12.2%。同时，海军作为“贵族军种”、其发展需要雄厚的经济实力作支撑，我国对海军的投入已经居于三军首位、占比逐年提升。上世纪 70 年代以来，美国海军军费在国防费中所占比例一直保持在 31%至 35%之间，这一比例分别高于陆军（25.9%至 26.3%）和空军（29.5%至 32.4%）。美国智库专家在 2010 年初就指出，中国正在全力打造蓝水海军、海军所获军费预算占到了解放军总预算的 30%；美国海军战争学院、原参谋首长联席会议海洋政策顾问克拉斯卡曾撰文指出“中国

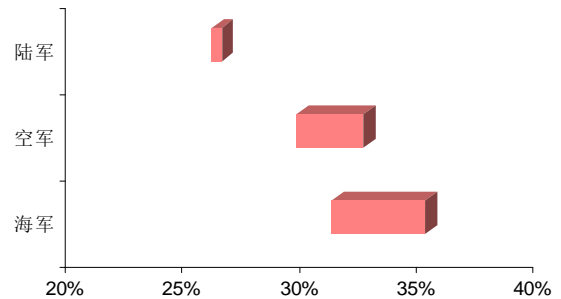
海军军费比例超过美国”，自 1996 年台海危机以来，中国已在着手打造一支包括航母在内的强大水面舰队，美国只将其国防预算中的 26% 分配给了本国海军及海军陆战队，而中国海军的支出占到了该国军事开支的 33%。

图 15：中国国防预算及增长（亿元）



资料来源：中信建投证券研究发展部

图 16：美国军费开支占比

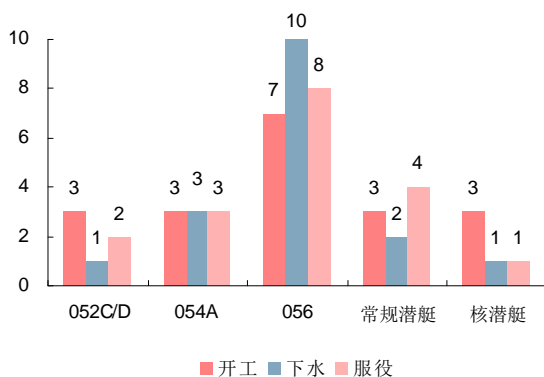


资料来源：中信建投证券研究发展部

“下饺子”成新常态。中国海军自 1949 年 4 月 23 日成立，经历了建国初期从原苏联进口、上世纪 70-80 年代自行设计建造和九十年代中国海军装备建设第二个高峰期等三个阶段后，2009 年前后中国海军装备建设进入第三个高峰期。2013 年，中国海军服役舰艇数量世界第一，其中导弹驱逐舰 2 艘、护卫舰 3 艘、轻型导弹护卫舰 8 艘、大型补给舰 2 艘、常规潜艇 4 艘、潜艇支援舰 2 艘、核潜艇 1 艘、双体测量船 2 艘、水声装备试验船 1 艘和扫猎雷舰 2 艘；2013 年开工的舰艇总数也超过了其他国家，其中开工导弹驱逐舰 3 艘、下水 1 艘，导弹护卫舰开工 3 艘、下水 3 艘，轻型导弹护卫舰开工 7 艘、下水 10 艘，常规潜艇开工 3 艘、下水 2 艘，核潜艇开工 3 艘、下水 1 艘，扫猎雷舰开工 2 艘、下水 1 艘。

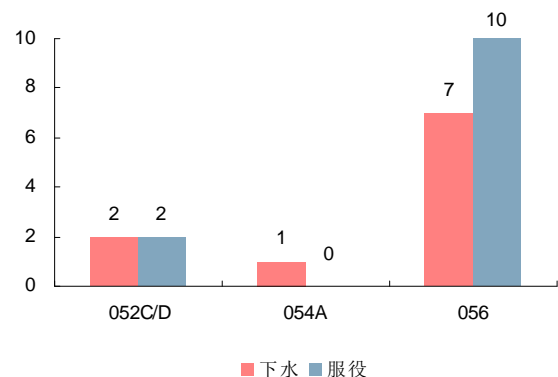
2014 年，中国海军导弹驱逐舰下水 2 艘（052D）、服役 2 艘（052C、052D 各 1 艘），导弹护卫舰（054A）下水 3 艘，轻型导弹护卫舰（056、056A）下水 7 艘、服役 10 艘。2014 年 3 月 21 日，052D 型首舰 172 “昆明”舰服役；二号舰 173 “长沙”舰已经完成海试，有望于 2015 年初交付南海舰队；052C 的 5 号舰“济南”则在今年 12 月 22 日服役，已经刷上舷号的 6 号舰“西安”基本能确定在 2015 年服役；054A 型导弹护卫舰的服役进度略慢，而成本较低的 056 型快速服役（包括 056A）。关于海军详细情况请参考我们深度报告《中国梦强海军》。

图 17：2013 年我国主要舰艇下水、服役情况



资料来源：中信建投证券研究发展部

图 18：2014 年我国主要舰艇下水、服役情况



资料来源：中信建投证券研究发展部

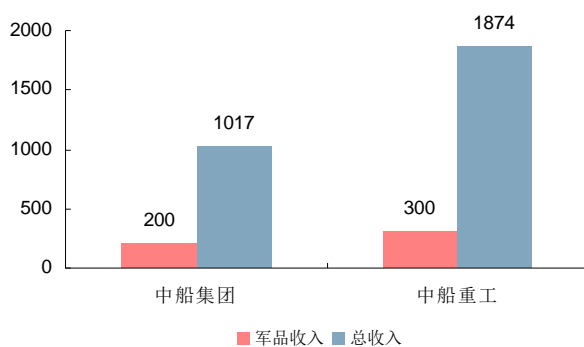
中船海军主力

南北船是我国海军装备建造的主力

南北分家时，军船以北船为主、民船以南船为主。1999年7月1日，为了加大竞争、实现军转民，改善军工企业的盈利水平、早日实现扭亏为盈，五大军工集团都分成南北两家；中国船舶工业总公司一分为二：中船船舶工业集团（南船）和中国船舶重工集团（北船）。在分家的时候，南、北船的资产安排纯粹是从两大集团新领导原来的主管业务领域来考虑的，南船集团新领导陈总以前主管船舶贸易、北船集团新领导以前主管军工，因此分家后北船以军船、科研院所为主；而南船集团主要以纯粹的民船制造为主。

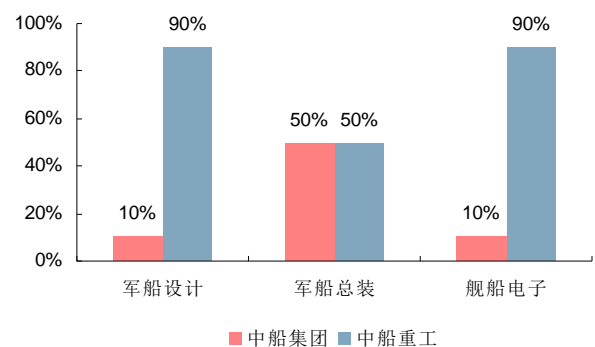
南北船军船收入 46 分。从产业链角度看，最上游的军船设计业务和最下游的舰船电子制造业务绝大部分是北船集团承担，这和当初南北分家时的资产划分一脉相承；而中游的舰艇总装制造业务南北几乎各占一半。从整体上看，南、北船集团的军品收入规模在 46 分左右。对中船重工集团，随着大船、武船核心军品总装的注入，目前没有进入上市公司的只有葫芦岛渤船重工的核潜艇总装和军工科研院所资产，我们测算 2013 年军船收入规模在 300 亿元；对中船集团，我国测算去年军船收入在 200 亿元左右。（详细测算和竞争状况分析请参考我们今年 9 月 15 日深度报告《中国梦，强海军》）。

图 19：中船集团、中船重工军品收入预测（2013）



资料来源：中信建投证券研究发展部

图 20：中船集团、中船重工军品竞争对比预测



资料来源：中信建投证券研究发展部

南船集团军船资产分布

四大军船制造企业。南船集团旗下军船业务主要集中在四大造船企业，广船国际建造补给舰、医院船等大型二线水面辅助舰艇，黄埔造船主要建造 054A/056 型护卫舰、导弹艇和护卫艇，沪东中华造船集团也建造 054A/056 型护卫舰、大中型登陆舰、被誉为中国护卫舰和登陆舰的摇篮，江南造船集团是中船集团旗下最大、历史最悠久的军船制造企业，目前主要建造 052D 型导弹驱逐舰（中华神盾）、预计明年建造 003 号航母。

广船国际：大型补给、救助、支援等辅助舰艇。公司前身是 1954 年的广州造船厂；自 1954 年工厂成立以来，在“寓军于民，亦军亦民”的方针指引下，广船人先后为海军建造、改装和修理了不同类型的多艘军用舰艇，这些舰艇曾获得过国家军品国家银质奖和省、部优质产品等称号，并受到海军领导机关和接船部队的高度评价。20 世纪 80 年代以来，为适应经济建设的发展，在军品任务大幅减少的情况下，广船逐步实现了“军转民”的重大转变，民品比重越来越大。特别是 1993 年在香港、上海两地实现 A+H 股上市以来，由于保密和信

息披露等需要广船国际有意减少了军船特别是战斗舰艇的生产任务，目前主要生产补给舰、医院船等辅助舰艇。广船国际最近几年的军船业绩主要包括大型综合补给舰 886 号“千岛湖舰”、889 号“太湖舰”，医院船 866 号“和平方舟”，潜艇支援舰 867 号“长岛舰”，航母训练支援舰 88 号“徐霞客舰”等。2014 年 5 月 30 日和 12 月 20 日，广船制造的 903A 型综合补给舰 5 号舰和 6 号舰分别下水，两舰服役后将形成三大舰队各自拥有至少两艘综合补给舰。目前广船正在申请一级保密资质，将来很可能重回大型战斗舰艇建造行列。

图 21：“千岛湖”综合补给舰



资料来源：中信建投证券研究发展部

图 22：“和平方舟”号医院船



资料来源：中信建投证券研究发展部

图 23：“长岛”潜艇支援舰



资料来源：中信建投证券研究发展部

图 24：“徐霞客”航母训练支援舰



资料来源：中信建投证券研究发展部

表 5：我国福池级综合补给舰建造明细

舰型	舷号	舰名	建造船厂	隶属舰队	下水时间	服役时间
903	886	千岛湖	广船	东海	2003-7-21	2004-4-30
903	887	微山湖	沪东	南海	2003-7-1	2004-4-18
903A	889	太湖	广船	北海	2012-3-22	2013-6-18
903A	890	巢湖	沪东	东海	2012-5-7	2013-9-12
903A			广船	北海	2014-5-30	预计 2015 年
903A			广船	南海	2014-12-20	预计 2016 年

资料来源：中信建投证券研究发展部

黄埔造船：历史最悠久军船企业，从护卫艇、导弹艇到导弹护卫舰。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，比江南造船厂还早。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艇、导弹快艇、导弹护卫舰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”的新型导弹艇（037II 型/红箭级，累计 8 艘）。

图 25：64/0111 型（上海级）护卫艇


资料来源：中信建投证券研究发展部

图 26：红箭级导弹艇 775 号“新会艇”


资料来源：中信建投证券研究发展部

表 6：“中华第一艇” 037II 型（红箭级）导弹艇建造明细

舰型	舷号	舰名	建造船厂	隶属舰队	下水时间	服役时间
037II	770	阳江	黄埔	驻港部队	1990-12-18	1991-8-20
037II	771	顺德	黄埔	驻港部队		
037II	772	南海	黄埔	驻港部队		
037II	773	番禺	黄埔	驻港部队		1995-12-26
038H1	774	廉江	黄埔	南海导护 5 大		2000
038H1	775	新会	黄埔	南海导护 5 大		
038H1	776		黄埔			
038H1	777		黄埔			

资料来源：中信建投证券研究发展部

表 7：黄埔造船导弹护卫艇建造状况

型号/级别	建造艘数	下水时间	服役时间
0111：上海级	300+	1962	1963
037：海狼级	27	1963-1982	1964-1983
037JZ：海狼级	9	1984-1985	1984-1985

资料来源：中信建投证券研究发展部

导弹护卫舰建造专家。早在上世纪 60 年代，黄埔造船就建造了 4 艘 65 型江南级火炮护卫舰；65 型（“江南”级）是随着 20 世纪 50 年代末到 60 年代初期国家经济力量和海上航运、渔业生产、海洋科学及海上石油开

采等事业的发展，根据国内外海上军事斗争的需要（如越南当局在南海的军事挑衅），基于当时的国际政治背景（中苏关系恶化），我国造船工业第一次自行设计建造的中型水面战斗舰艇、属于自力更生研制的一型火炮护卫舰。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，056/056A轻型护卫舰（江岛级）黄埔不到30%份额。

表 8：我国导弹护卫舰建造竞争格局

	早期护卫舰		054A 型护卫舰		056/056A 轻型护卫舰			
	艘数	占比	艘数	占比	艘数	占比		
沪东中华	37	62%	沪东中华	10	50%	沪东中华	7	27%
黄埔文冲	21	35%	黄埔文冲	10	50%	黄埔文冲	7	27%
江南造船	1	2%				辽南船厂	5	19%
求新船厂	1	2%				武船重工	7	27%
	60			20			26	

资料来源：中信建投证券研究发展部

表 9：我国 054A 型（江凯 II 级）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	577	黄冈	沪东	东海	2013-4-28	预计 2015 年初
054A	578	扬州	沪东	东海	2013-9-30	预计 2015 年初
054A	576	大庆	黄埔	北海	2013-10-8	预计 2015 年初
054A	579	邯郸	黄埔	北海	2014-7-26	预计 2015 年中

资料来源：中信建投证券研究发展部



表 10：我国 056/056A 型（江岛级）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	2013-3-12
056	583	上饶	沪东	东海	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	2014-8-8
056	589	清远	黄埔	南海	2013-5-30	2014-6-11
056	590	威海	辽南船厂	北海	2013-8-1	2014-3-15
056	591	抚顺	辽南船厂	北海	2013-8-1	2014-7-12
056	592	泸州	武船	南海	2013-7-16	2014-6-7
056A	593	三门峡	沪东	东海	2013-11-20	2014-11-13
056A	594	株洲	黄埔	东海	2013-11-30	2014-11-28
056	595	潮州	武船	南海	2013-11-14	2014-11-28
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	501		辽南船厂	北海	2014-5-1	预计 2015 年上半年
056A	502		沪东	东海	2014-5-16	预计 2015 年上半年
056	503	宿州	武船	南海	2014-5-1	预计 2015 年上半年
056A	504	宿迁	黄埔	南海	2014-6-30	预计 2015 年上半年
056A	505	池州	沪东	东海	2014-10-11	预计 2015 年下半年
056A	506		黄埔		2014-12-26	预计 2015 年下半年
出口型	F111	独立	武船	孟加拉国	2014-11-30	预计 2015 年下半年
出口型			武船	孟加拉国		

资料来源：中信建投证券研究发展部

“欧洲野牛级”气垫登陆艇国产化平台。“欧洲野牛”是世界上最大的气垫登陆艇，主要用于运送战斗装备和先遣登陆队员，同时还可运送水雷；它拥有强大运输力，可运送 3 辆主战坦克（共重 150 吨）、或者 10 辆装甲运兵车（共重 131 吨）、或者 8 辆步兵战车（共重 115 吨）；船上设有 4 个登陆舱室，共计 140 个登陆人员座位，必要时可在运送武器装备的舱室安装可拆卸座椅，额外安置 360 名海军陆战队员、使搭载总人数达到 500 名。2009 年 7 月 2 日，中国与乌克兰签订了合同，共花费 3.15 亿美元订购 4 艘“欧洲野牛级”气垫登陆艇，其中在乌克兰克里米亚“大海”造船厂生产 2 艘，然后乌方提供全套技术支持、在中国境内生产两艘。2013 年 4 月，首艘欧洲野牛级大型气垫登陆艇交付中国海军；2014 年 3 月 31 日，乌克兰建造的第二艘野牛级气垫

登陆船，运抵中国。2艘国产野牛就在黄埔造船，目前已经完工，预计明年服役。2014年12月1日，根据《亚洲防务》和《俄罗斯军工综合体新闻网》的报道，中国购买了希腊海军的现役四艘“欧洲野牛”气垫登陆舰；首舰将于12月底交付，预计编号1337。中国海军“牛群”瞬间翻番、扩大为8艘，进一步强化首波登陆实力。

图 27：俄罗斯海军的欧洲野牛级在演习中



资料来源：中信建投证券研究发展部

图 28：中国野牛在建造中



资料来源：中信建投证券研究发展部

沪东中华：中国海军护卫舰和登陆舰的摇篮。沪东中华是我国海军重要的装备生产基地，建造了新型导弹护卫舰、大型综合登陆舰、中型登陆舰、综合补给船、近海巡逻舰、海军训练舰、电子侦察船等一系列优质舰船，被誉为中国海军护卫舰的摇篮和登陆舰的摇篮。沪东中华还承担了多项国家军贸任务，为巴基斯坦、泰国、阿尔及利亚等国海军建造了一系列优质舰船。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沪东中华约占62%的份额；而054A型导弹护卫舰目前是沪东中华、黄埔造船各占一半，056/056A轻型护卫舰（江岛级）沪东中华、黄埔一样都是27%份额（详细情况见表8-10）。过去6年中国海军共进行了19次亚丁湾护航，几乎每次都有沪东中华建造的舰艇参与。

现役大、中型登陆舰几乎全是沪东中华建造。071型船坞登陆舰（昆仑山级/玉洲级）是中国海军的一种大型船坞登陆舰，可作为登陆艇的母船，用以运送士兵、步兵战车、主战坦克等展开登陆作战，也可搭载两栖车辆，甲板上则有直升机；至2012年底，已有3艘服役于南海舰队；外媒预测第四号舰至第六号舰已开工建造，将升级现有电子设备和指挥系统，预计将在2016-2020年间服役，将部署在东海舰队；071型船坞登陆舰全由沪东中华建造。072型（玉康级、玉亭级、玉亭I级、玉亭II级）大型登陆舰累计建造27艘、其中沪东中华20艘，073型（玉岛级、烟台级、玉登级）中型登陆舰累计建造13艘、其中沪东中华11艘。

表 11：071 型（昆仑山级/玉洲级）船坞登陆舰建造明细

舰型	舷号	舰名	造船厂	隶属舰队	下水时间	服役时间
071	998	昆仑山	沪东	南海	2006-12-20	2007-11-30
071	999	井冈山	沪东	南海	2010-11-18	2011-10-30
071	989	长白山	沪东	南海	2011-9-26	2012-9-23
071	978	唐古拉山	沪东	东海	预计 2015 年初	预计 2016 年中
071	979	泰山	沪东	东海		
071				东海		

资料来源：中信建投证券研究发展部



表 12： 072 型大型登陆舰建造、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
072	927	云台山	沪东	东海	1976-10-1	1978
072	928	五峰山	沪东	东海		1980
072	929	紫金山	沪东	东海		1982
072II	930	灵岩山	沪东	东海		
072II	931	洞庭山	沪东	东海		
072II	932	贺兰山	沪东	东海		
072II	933	六盘山	沪东	东海		1995
072III	991	峨眉山	沪东	南海		1992-9-1
072III	934	丹霞山	沪东	南海		1995-9-1
072III	935	雪峰山	沪东	南海		1995-12-1
072III	936	海洋山	沪东	南海		1996-5-1
072III	937	青城山	沪东	南海		1996-8-1
072III	908	雁荡山	沪东	东海		1997-1-1
072III	909	九华山	沪东	东海		2000-4-1
072III	939	普陀山	沪东	东海		2000-8-1
072III	910	黄岗山	沪东	东海		2001-12-1
072III	940	天台山	沪东	东海		2002-4-1
072A	913	八仙山	中华	东海		2003-10-1
072A	911	天柱山	大船	北海		2003
072A	992	华顶山	武船	南海		2003
072A	993	罗霄山	中华	南海		2003
072A	912	大青山	大船	北海		2004
072A	994	戴云山	武船	南海		2004
072A	995	万羊山	中华	南海		2004
072A	996	老铁山	大船	南海		2005
072A	997	云雾山	武船	南海		2004-10-1
072A	981		武船		2014-9-29	

资料来源：中信建投证券研究发展部

鱼雷艇、补给舰和电子技术侦察船等。在小型战斗舰艇方面，沪东很早就大规模建造过鱼雷快艇。湖川级（6625/026/R704）鱼雷快艇，中国自行设计研制的水翼鱼雷快艇，中国海军轻型舰队主力，025 型为铝质艇由沪东造船厂制造、026 型为钢质艇由江新造船厂制造，1963 年服役，并曾出口阿尔巴尼亚 12 艘、巴基斯坦、罗马尼亚和坦桑尼亚等国；湖川级前后建造了 220 多艘，其中出口 50 多艘。在辅助舰艇方面，沪东中华远有电子技术测量船（851 号北极星舰、852 号海王星舰、853 号天王星舰等）、近有大型综合补给舰（887 号微山湖舰、890 号巢湖舰）建造业绩（详见表 5）。

图 29：071 型（玉洲级）船坞登陆舰 998 号“昆仑山舰”



资料来源：中信建投证券研究发展部

图 30：“天王星”号远洋电子技术侦察舰



资料来源：中信建投证券研究发展部

江南造船：目标中国第一军工造船企业。江南创建于 1865 年，历经江南机器制造总局、江南船坞、海军江南造船所、江南造船厂，1996 年改制为江南造船（集团）有限责任公司；江南造船集团不仅是我国历史最悠久的军工造船企业之一，更是被公认为中国民族工业的发源地、中国重工业的摇篮！140 多年来，江南造船创造了我国近现代工业和国防军工领域 100 多个“中国第一”，为国家工业化和国防装备建设作出重要贡献。

曾批量建造常规动力潜艇。江南造船集团建造了我国海军装备的众多第一，但批量建造、数量较多的主要包括导弹驱逐舰和常规动力潜艇。江南造船早在 1956 年就建造了中国第一艘潜艇（6603 型）。根据我们的不完全统计，在早期的常规动力攻击性潜艇中，W 级和 R 级江南的建造数量都超过武船，后来在明级、宋级（包括宋级改）建造中武船数量明显占优；不过，目前最新的元级潜艇已开工的 8 艘全是武船建造。江南造船在早期的常规动力潜艇国内市场份额在 40% 左右。

表 13：我国常规动力潜艇建造竞争格局（预测）

	武船	江南	黄埔	大船	合计
攻击型潜艇					
W 级	8	13			21
R 级	42	47	13		106
武汉级	1				1
明级	18	4			22
宋级（改）	7	6			13
元级	8				8
弹道导弹潜艇					
G 级				1	1
清级	1				1
累计	85	70	13	1	173
份额	49%	40%	8%	1%	

资料来源：中信建投证券研究发展部（宋级包括宋级改共建造 13 艘，武船和江南各自建造艘数源于预测）

几乎囊括最先进导弹驱逐舰建造。就驱逐舰而言，按照我们的统计，052C 型之前的早期驱逐舰南、北船各占一半；其中江南造船厂建造 4 艘，052 型（旅沪级）2 艘（112 号哈尔滨舰、113 号青岛舰），052B 型（旅洋 I 级）2 艘（168 号广州舰、169 号武汉舰）。而目前最新型的导弹驱逐舰则几乎全由江南造船建造，052C 型（旅洋 II 级）6 艘全是、052D 型（旅洋 III 级）已经开工的 8 艘其中 7 艘在江南。

表 14：我国导弹驱逐舰建造竞争格局

	早期驱逐舰		052C 型驱逐舰		052D 型驱逐舰			
	艘数	占比	艘数	占比	艘数	占比		
大船重工	12	50%	江南造船	6	100%	江南造船	7	87.5%
江南造船	4	17%				大船重工	1	12.5%
中华造船	3	13%						
广船国际	5	21%						
	24			6			8	

资料来源：中信建投证券研究发展部

表 15：我国 052C/052D 型（旅洋 II 级/旅洋 III 级）导弹驱逐舰建造竞争格局

舰型	舷号	舰名	建造船厂	隶属舰队	下水时间	服役时间
052C	170	兰州	江南	南海	2003-4-29	Sep-05
052C	171	海口	江南	南海	2003-10-23	Dec-05
052C	150	长春	江南	东海	2010-10-28	2013-1-31
052C	151	郑州	江南	东海	2011-7-20	2013-12-26
052C	152	济南	江南	东海	Jan-12	2014-12-22
052C	153	西安	江南	东海	Jul-12	预计 2015 年初
052D	172	昆明	江南	南海	2012-8-30	2014-3-21
052D	173	长沙	江南	南海	2012-12-19	预计 2015 年初
052D	174	合肥	江南	南海	2013-7-1	预计 2015 年中
052D	175	银川	江南	南海	2014-3-28	预计 2016 年初
052D	117	太原	江南	北海	2014-8-25	预计 2016 年底
052D	118	西宁	江南	北海	预计 2015 年初	预计 2017 年初
052D	119	呼和浩特	大船	北海	预计 2015 年中	预计 2017 年中
052D	120	大连	江南	北海	预计 2015 年底	预计 2017 年底

资料来源：中信建投证券研究发展部

扫雷舰和气垫登陆艇。除了驱逐舰、常规潜艇等大型战斗舰艇外，江南造船最近还在批量建造扫雷舰、中型气垫登陆艇等水面舰艇。081 型（涡池级）扫雷舰是我国建造的一款新型近海扫雷舰，首舰张家港号于 2006 年在上海求新造船厂下水、并于 2007 年 3 月 5 日服役；已知的第一批次、第二批次涡池级扫雷舰共 10 艘、其中至少 6 艘是江南造船建造（求新造船由于上海世博会搬迁、已经并入江南造船）。726 型（玉义级）中型气垫登陆艇是中国海军使用的一种中型气垫登陆艇，中航工业研制、江南造船建造；首舰于 2009 年 12 月下水，最大载重量约在 50 至 60 吨，累计建造 12 艘。

表 16：081 型（涡池级）扫雷舰建造明细

舰型	舷号	舰名	建造船厂	隶属舰队	下水时间	服役时间
081	805	张家港	求新	东海	2006	2007-3-6
081	810	靖江		东海		2007-11-9
081	839	浏阳		南海	2006-11-12	2007-7-29
081	840	泸溪		南海	2006-5-15	2007-7-29
081	841	孝义	江南	南海		2012-2-24
081	842	台山	江南	南海		2012-8-6
081	843	常熟	武船	南海	May-12	2013-5-13
081	844	鹤山	江南	南海	2012-9-27	2013-10-10
081	845	青州	江南	北海		2014-1-26
081	846	禹城	江南	北海	Sep-13	2014-10-10

资料来源：中信建投证券研究发展部

图 31：081 型（涡池级）846 号扫雷舰“禹城舰”



资料来源：中信建投证券研究发展部

图 32：726 型（玉义级）中型气垫登陆艇



资料来源：中信建投证券研究发展部

江南明年可能建造第二艘国产航母，目标直指第一军工造船企业。外媒曾披露，2013 年 11 月底海军总装已经分别和大连造船、江南造船签署了 1 艘航母的建造合同。首艘国产航母预计今年初已经在大连建造，明年江南很可能将开工建造第二艘国产航母；预计 2020 年前，国内将有 5 艘航空母舰，其中 3 艘形成战斗力、2 艘在建。江南造船始终将建设成为中国第一军工造船集团作为公司的目标，早在 2008 年，江南造船就制定了到 2015 年成为中国第一军工造船企业“三步走”战略；规划到 2015 年，将江南造船建设成为我国第一军工造船企业。重点关注 2015 年 6 月 3 日是江南造船集团 150 周年大庆。

南船集团军船资产证券化刚刚开始

北船军船资产证券化先人一步。中国重工在 2009 年 12 月份才上市、远晚于南船集团三上市平台（广船 1993 年、钢构 1995 年、中船 1998 年），但自打中国重工上市开始，集团就明确承诺上市公司是中船重工集团的上市旗舰，在接下来几乎每年都有资本运作，逐步、稳健推进集团民船造修、核心军品及其他非船资产的注入，募集资金几百亿元，而且恰逢资本市场、船市两大长期熊市。2011 年一季度，公司完成增发收购集团旗下大船、渤船、北船和山船，军品分段制造业业务进入上市公司；2012 年 6 月，从定增最终到可转债，收购武船、河柴等

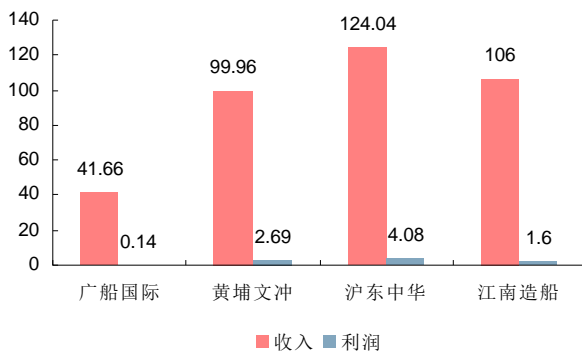
股权，武船军品分段也进入上市公司；今年 1 月向市场定增，收购大船、武船核心军品总装业务。自此，中船重工集团旗下军品业务除了渤船重工的核潜艇总装、28 家科研院所之外，都已经进入上市公司。

表 17：中船重工集团整体上市进度安排

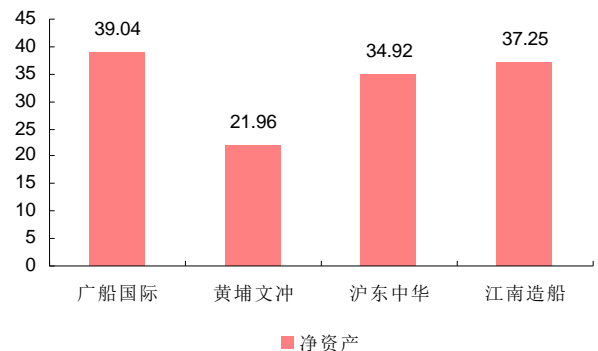
	资本运作	停牌公告	复牌出方案	动作完成
第一步	IPO (发行价 7.28 元，募集资金 147.23 亿元)			2009-12-16
第二步	向股东定增，收购大船、渤船、北船和山船 (增发价 6.93 元，资产评估值 174.38 亿元)	2010-5-6	2010-7-16	2011-2-15
第三步	发行可转债 (80.5 亿元，初始转股价 6.05 元、后调整为 4.79 元)，收购武船、河柴、平阳重工等股权，以及投资建设舰船和海工	2011-3-18	2011-4-12	2012-6-4
第四步	向市场定增，收购大船、武船核心军品总装，投资军工军贸和军民融合项目 (增发价 4.2 元，募集 84.8 亿元)	2013-5-17	2013-9-11	2014-1-23
第五步	向市场定增，收购军工科研院所？	预计 2015 年		

资料来源：中信建投证券研究发展部

广船收购黄埔文冲是南船军船资产证券化的起步。广船国际由于 1993 年上市逐渐退出一线大型战斗舰艇建造行列，此次收购黄埔也仅是军船资产证券化的开始。相对于以护卫舰和辅助舰艇为主营的黄埔而言，护卫舰份额更高、还主营大中型船坞登陆舰、以及鱼雷艇补给舰和电子技术侦察船等小型战斗舰艇和辅助舰艇的沪东中华军船体量更大，而以军工第一造船企业为目标的江南造船几乎囊括了最先进的 052C/052D 导弹驱逐舰的全部建造，明年更是预计建造第二艘国产航母；江南造船才是南船集团军船资产的重中之重。

图 33：广船、黄埔、沪东和江南收入、利润 (亿元，2013)


资料来源：中信建投证券研究发展部 (广船为不包括龙穴造船，沪东为 2011 年数据)

图 34：广船、黄埔、沪东和江南净资产 (亿元，2013)


资料来源：中信建投证券研究发展部 (沪东、江南为 2011 年，黄埔文冲为评估增值前数据)

南船总装平台

新领导，新思路

三大上市公司背景。和北船集团只有中国重工一个上市平台不同（风帆股份和乐普医疗不是船舶主业、暂不考虑），南船集团目前有三大上市平台。其中广船国际（600685）是国内第一家上市船企，早在 1993 年就实现了港股和 A 股上市；1997 年 6 月 3 日，江南造船集团旗下钢结构事业部以江南重工（600072）的名义实现上市；1998 年 5 月 20 日，沪东中华造船（当时还是沪东造船集团、未整合中华造船厂）旗下低速柴油机资产以沪东重机（600150）的名义实现了上市。我们知道，1999 年 7 月 1 日为了响应国家号召、军转民改善盈利水平，五大军工集团都分成南北两家；其中中国船舶工业总公司一分为二：中国船舶工业集团（南船）和中国船舶重工集团（北船）。可以看出，这三家公司上市的日期实际上比中船集团成立的日期还早，只不过在南北分家时放到了南船集团名下。南、北船分家时的资产安排纯粹是从两大集团领导原来的主管业务来考虑的。

老领导的资本运作。我们考察 2006-2012 年期间针对三个上市公司平台进行的一系列资本运作，就基本能够判断中船集团老领导的思路和脉络。关键性的事件主要包括：2006 年 11 月 8 日，将沪东中华造船集团、上船澄西持有的沪东重机 39.78%、13.49% 股权划归中船集团持有；2007 年 1 月 24 日，600150 停牌、拟向股东和机构增发，收购外高桥造船 100% 股权、中船澄西 100% 股权、远航文冲 54% 股权，完成后改名中国船舶；2008 年 1 月 8 日，外高桥造船收购江南长兴造船 65% 股权；2008 年 6 月 30 日，广船国际拟 A+H 股 10 配 3 股，收购文冲船厂 100% 股权；2011 年 2 月 18 日，中国船舶停牌、拟向股东和机构投资者增发，收购龙穴造船 100% 股权及其他技改。从外高桥造船注入沪东重机、收购江南长兴到收购龙穴造船，明确地反映出以中国船舶（600150）为平台整合集团大船资产的清晰思路；收购文冲船厂也体现出以广船国际（600685）为平台整合中船集团小型船舶的清晰思路，而且从时间上看明显慢于中国船舶。

新领导的新思路。2012 年下半年，中船集团进行领导换届，有 4 年中航工业集团和 2 年兵器集团工作背景的新领导升任集团董事长。从 2012 年下半年以来，针对中国船舶、广船国际和*ST 钢构三个上市平台的一系列关键性动作，我们可以探寻中船集团资本运作、整体上市的些许端倪。2013 年 1 月 21 日，外高桥造船拟转让江南长兴造船 51% 股权给沪东中华造船集团；2013 年 6 月 24 日，广船国际停牌、拟向股东定增收购龙穴造船 100% 股权；2013 年 8 月 31 日，中国船舶拟将澄西广州的“文冲工场”转让给文冲船厂；2014 年 4 月 5 日，广船国际停牌、拟收购黄埔文冲 100% 股权并配套 25% 融资；2014 年 4 月 26 日，中国船舶董秘施总调到广船国际任副总、董秘；2014 年 11 月 21 日，中国船舶放弃对澄西广州增资，持股比例下降、不纳入合并报表；2014 年 12 月 9 日，中国船舶公告大股东减持 6892.58 万股、超 5%。新领导没有大船、小船、船配的考量，按照业务板块进行整合。

表 18：中船集团旗下三大上市平台领导换届前后关键动作

时间	关键事件
1993	600685：以造船总装资产 IPO、且是 A+H 上市，成为中国第一家造船上市公司；
1997/6/3	600072：以江南造船集团旗下钢结构事业部资产 IPO 上市；
1998/5/20	600150：以沪东造船集团旗下低速柴油机资产 IPO 上市；
2006/11/8	600150：将沪东中华持有的 39.78%、上船澄西持有的 13.49% 股权划转为中船集团直接持有；



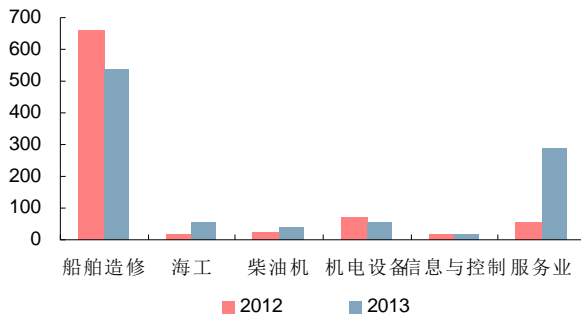
2007/1/24	600150: 停牌, 向股东、市场定增收购外高桥造船 100%、中船澄西 100%和远航文冲 54%股权; 2007 年 9 月 26 日完成后改名(沪东重机到中国船舶);
2008/1/8	600150: 全资子公司外高桥造船以现金 22.85 亿元收购江南长兴造船 65%股权;
2008/7/1	600685: A+H 同时 10 配 3 股、收购文冲船厂 100%股权(评估值 30.41 亿元); 2009 年 3 月 26 日到期、自然失效;
2011/2/18	600150: 停牌, 向股东、市场定增收购龙穴造船 100%股权(评估值 29.5 亿元)及其他技改项目, 2012 年 5 月到期、自然失效;
2012/12/21	600072: 将江南造船集团持有的 34%股权无偿划转中船集团, 2013 年 2 月 27 日划转完成;
2013/1/21	600150: 外高桥造船将江南长兴造船 51%的股权受让给沪东中华造船集团、收购江南造船集团持有的江南长兴重工 36%股权, 2013 年 5 月 24 日、6 月 8 日划转、收购完成;
2013/6/24	600685: 停牌, 以 7.29 港元向股东定增 H 股收购龙穴造船 100%股权(评估值 9.56 亿元); 2014 年 2 月 11 日增发完成, 3 月 5 日完成股权划转;
2013/8/31	600150: 将澄西广州的“文冲工场”(即远航文冲部分资产)转让给文冲船厂;
2014/1/8	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	600685: 停牌, 向股东定增收购黄埔文冲、扬州科进并配套 25%市场融资, 12 月 22 日股东大会通过方案;
2014/4/26	600685: 老董秘陈总辞职、聘任新董事会秘书施总;
2014/10/17	600072: 三季度显示中船集团减持 214.32 万股;
2014/11/21	600150: 放弃对澄西广州(即远航文冲剩下资产)增资, 持股比例降到 49.66%、不纳入合并报表范围;
2014/12/9	600150: 中船集团二级市场减持股票 6892.58 万股、占比超 5%; 其中含今年一季度减持 1995 万股(占 1.55%);
2014/12/17	600072: 上海瑞宿土地过户手续办理存在不确定性, 提示暂停上市风险;

资料来源: 中信建投证券研究发展部

从六大业务板块看上市公司定位

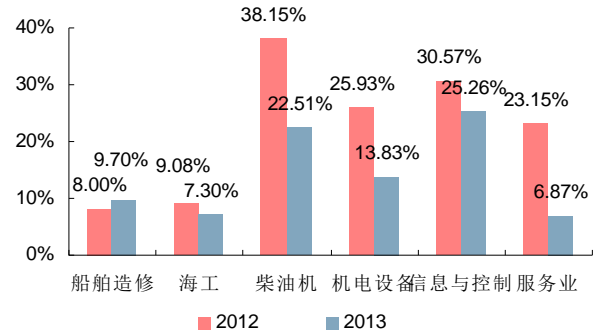
六大业务板块内容。2012 年下半年, 新领导上任的第一件事把中船集团主营分为六大业务板块: 船舶造修、海洋工程装备、动力装置、机电设备、信息与控制、生产性现代服务业。我们已经多次重点强调, 六大业务板块不是简单的主营业务结构的划分, 它对中船集团以后的资本运作有重大参考意义! 其中船舶造修包括造船和修船, 造船业务包括民船、军船总装; 2013 年开始, 中船集团将直接管理的 14 家造修船企业初步整合为 8 家, 并逐步构建起“大江南”、“大沪东”、“大广船”等旗舰企业, 其中“大江南”包括江南长兴重工、江南造船集团、外高桥造船, “大沪东”包括沪东中华造船集团、江南长兴造船、上海船厂, “大广船”包括广船国际、龙穴造船、黄埔文冲。海洋工程装备目前主要分布在三块: 外高桥海工(自升式钻井平台、半潜式钻井平台、FPSO 等)、黄埔海工(自升式钻井平台、多用工作船、平台供应船、铺管船、半潜船等)和上海船厂(钻井船、多缆物探船等)。动力装备主要在沪东重机、中船三井(中国船舶旗下)和镇江中船设备、安庆柴油机厂(2013 年底两者已经合并为中船动力)旗下。信息与控制业务主要是舰船电子, 目前主营实体是集团旗下的中国船舶系统工程研究院、中船电科、江西 6354 研究所等。生产性现代服务业主要包括科研院所(中船九院、708 所、604 院、605 院、11 所等)、类金融机构(中船财务、中船航运租赁)和贸易业务(中船贸易、中船成套物流)。机电设备业务目前在三大上市平台和集团旗下都有涉及(关于各业务板块详细内容可参照我们以前深度报告)。

图 35：中船集团主营业务收入结构（亿元）



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图 36：中船集团主营业务毛利率水平



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

三大上市平台的可能定位。我们在今年 4 月 15 日深度报告《收购军品，叠加弹性》、7 月 28 日深度报告《广船最安全》、9 月 15 日深度报告《中船弹性最大》中都对中船、广船和*ST 钢构的定位做过详细判断，虽略有修正、但大的方向从没有变化。目前我们的结论仍是 12 月 12 日深度报告《中船三剑客，皆有大机遇》中做出的，广船国际有可能成为中船集团船舶造修（包括民船、军船总装）业务板块的平台，中国船舶很可能重回动力装备板块，*ST 钢构是生产性服务业的平台；其他三个业务板块的资产证券化自有安排。

广船是船舶造修的大平台

已有的资本运作表明广船是大平台的可能性大。今年 3 月完成 H 股增发，收购了龙穴造船；而龙穴造船 2012 年本是让中国船舶去收购。收完龙穴造船后，很快广船就停牌进行第二步资本运作，收购黄埔文冲（还有扬州科进），进度超快、一董二董只间隔 6 天创造资本市场新纪录，12 月 22 日方案通过股东大会、26 日证监会受理、预计明年春节前会得到核准甚至完成增发，那将成为 A+H 军工第一股。而在此期间，中国船舶除了放弃澄西广州、大股东减持外，没有其他动作。我们很早就判断，“收购龙穴造船只是开始”，此次收购黄埔文冲不是广船军船资产收购的终结，预计未来还会继续收购上海地区军（民）船资产、最终成为中船集团（船舶造修）整体上市的平台。

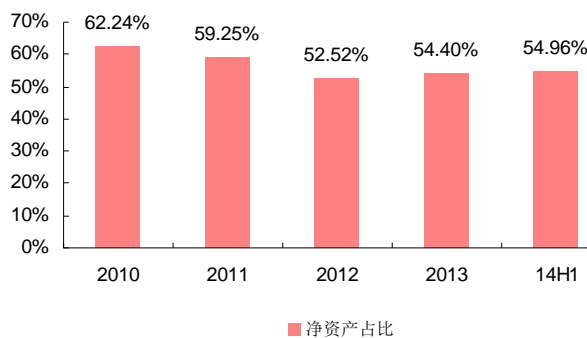
广船成为船舶造修平台（民船、军船总装）的理由。我们早在今年 7 月 28 日深度报告《广船最安全》中就明确指出，基于 A+H 的优势平台地位、董秘变更和可能改名“中船国际”等三方面理由，我们预计广船最终成为中船集团（船舶造修）整体上市平台的可能性大；中国船舶的船舶造修资产（外高桥造船、中船澄西）最终将被广船整合。

看齐中国重工

重工集团军工证券化有弹性

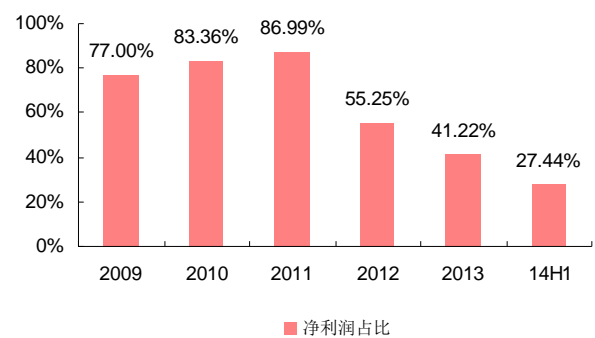
收购核心军品总装，净利润占比反而下降。2011年，在收购武船、平阳重工、核心军品总装之前，上市公司净利润占集团的比重高达86.99%。而按照今年中国重工披露的中报数据，纳入大船、武船的核心军品总装后，净资产占比提升到54.96%，但净利润占比反而大幅下降到27.44%。这主要是由于这几年造船业务和新收购进入上市公司的资产这几年盈利水平一直在下降，而上市公司外的集团资产（如科研院所、贸易和非船等）盈利大幅增强，集团净利润快速增长。2014年上半年，中船重工集团实现收入926.50亿元、同比增长6.31%，实现净利润48.79亿元、同比增长25.71%；而上市公司中国重工实现收入254.28亿元、同比下降11.48%，实现净利润13.39亿元、同比下降19.65%。所以，从另外一个角度来看，目前时间点对中国重工，集团军工科研院所资产注入将带来比以前更好的业绩弹性，中船重工集团军工资产证券化还有大空间，这也是最近股票表现强劲的基本面支持因素。我们预计，随着军工科研院所资产注入的逐渐兑现，中国重工未来市值还有较大提升空间。

图 37：中国重工净资产占比（14H1 包括军工总装注入）



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图 38：中国重工净利润占比（14H1 包括军工总装注入）



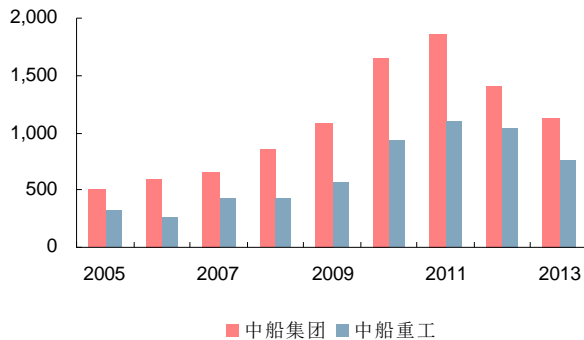
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

南北船集团军、民总装对比

北船以军为主、南船以民为主。按照我们以前的分析，南北分家后北船以军船、科研院所为主，南船集团主要以纯粹的民船制造为主。我们测算2013年北船军船收入规模在300亿元左右、南船军船收入在200亿元左右，南北船军船业务竞争格局基本46分左右。而从民船制造来看，北船明显比南船要小。2013年，南船造船完工、新接订单和年底手持订单分别为1136、2216和3610万载重吨，而北船分别为769、1107和1832万载重吨；造船完工、新船承接和手持订单量南船分别是北船的1.48、2和1.97倍。因此，从民船造船完工量来看，南北船竞争份额基本上是64分。在民船盈利水平较差的时候，北船由于军船收入较大、其他非船业务较多，因此会获得很好的盈利；而在民船见底回升的情况下，南船由于民船收入占比较大，会获得相对较大的业绩弹性。

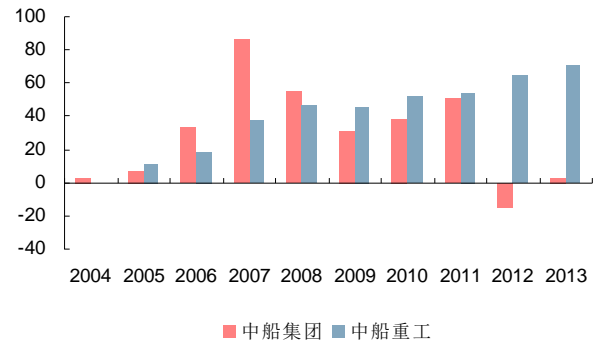


图 39：南北船集团造船完工量对比（万载重吨）



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图 40：南北船集团净利润对比（亿元）



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

看齐中国重工，广船还有大空间

广船成为中船集团船舶造修（民船、军船总装）的大平台，市值向重工看齐。我们从市值空间来看广船国际的投资前景。做完第二步资产收购（黄埔文冲）后，按新股本测算、广船国际的总市值在 400 亿元；我们判断中国船舶的造修船资产最终被广船收购，目前中国船舶的市值在 500 亿元，简单按照 70% 测算即 350 亿元；此次收购黄埔文冲、评估值是 45 亿元，我们假定沪东中华、江南造船集团分别为 100、150 亿元，广船成为船舶造修大平台、市值将达 1000 亿元。我们判断，中国重工明年市值将超过 2000 亿元；考虑到军工科研院所、非船业务的差异，但同时也考虑到民船业绩弹性等因素，广船市值向中国重工看齐、未来提升空间很大。我们提高广船目标价到 50 元、维持买入评级。

风险分析

行业表现低于预期

造船行业基本面是行情延续的关键。如果新船订单、船价和行业业绩发生超预期的表现，将动摇造船上市公司投资机会判断的逻辑基础。

军工系统性风险

我们判断未来军工行业投资机会来自两个方面，其一是持续的军民订单带来业绩快速增长，另一是持续的重组、资产证券化。标杆企业的业绩变化、重组方案反复都会造成行业系统性风险。

中船重组进度和方案变化

关于中船集团未来军船资产证券化和混合所有制改革可能的方向，纯从公开资料合理推测和判断；至于集团未来具体实施方式和时间进度无法确切把握。



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；曾获水晶球卖方分析师“机械行业第一名”、新财富最佳分析师“军工行业第一名”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

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@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

程海艳 010-85130323 chenghaiyan@csc.com.cn

李祉遥 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

朱燕 010-85156403 zhuyan@csc.com.cn

上海地区销售经理

袁小可 021-68821600 yuanxiaoke@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

孙宇 021-68808655 sunyush@csc.com.cn

深广地区销售经理

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

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

杨帆 0755-22663051 yangfanbj@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，本公司不会仅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/或个人如引用、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