

## 行业周期“潮起”与“潮落”加速造船产业转向中国

### 机械行业

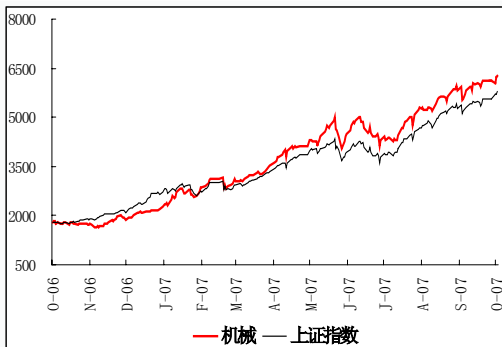
### 增持（维持）

报告日期：2007年10月11日

#### 行业指数与相关市场指数比较

	收盘	月涨幅 (%)
天相行业指数	6211.28	4.74%
天相流通指数	5461.62	4.27%
上证指数	5715.89	8.31%

#### 行业指数近一年走势图



#### 相关报告：

- 《中船集团资产整合下一步指向哪里——船舶行业动态分析》 2007年6月25日
- 《中国船舶：用优异业绩迎接资产注入》 2007年8月20日
- 《广船国际：赶超世界的灵便型液货船龙头》 2007年8月24日
- 《江南重工：做强船舶配件尚需依赖中船集团支持》 2007年9月21日
- 《中国船舶：中船集团走向世界的“竖旗者”》 2007年9月28日

分析师—徐涛（执笔） 组长：施海仙

021-58824282-815 [xut@txsec.com](mailto:xut@txsec.com)

联系人—郭静

010-66045566 [guoj@txsec.com](mailto:guoj@txsec.com)

- **造船业大潮涌起，推动中国造船业迅速崛起。**截至2006年中国造船产量已经连续12年位居世界第三，并在07年上半年手持订单量和新接订单量均超过日本，位居世界第二。2007年1—8月，我国船舶行业收入和净利润增长速度分别为57.8%和124.8%，行业保持高速发展态势。
- **中国造船业具备产业转移客观条件，造船中心转到中国趋势已经明显。**成本因素决定了产业转移的方向。2006年日韩劳动力成本平均占一艘新船成本的30%左右，而中国只有10%不到。成本低廉的竞争优势，使中国造船业迅速扩大所占世界份额，在传统船型订单方面已经和韩国不相上下。
- **传统造船周期影响正在减弱，造船周期明显延长。**06年船舶成交量中，油船、散货船、集装箱船三大主力船型所占比例分别为19.03%、18.43%和14.16%，各种船型所占比例较为均匀。另外由于各种船型市场需求周期很难重叠，传统的造船周期低谷对造船业的打击已经降低，造船的景气周期明显延长。
- **造船周期低谷若出现，将加速产业向中国转移。**在造船业转移过程中，产业转移的最终执行者是受到利润约束的造船企业。在船价下跌、成本过高的压力下，企业纷纷减少订单缩减产能，订单将会大量转移到成本低廉的国家，可以说造船周期低谷的出现将会加速我国成为世界造船中心的形成。
- **中国造船业可以有效抵御行业低谷的到来。**降低造船成本和提高高附加值船型比例是抵御船舶行业周期变化的最好武器。在造船成本方面，我国的竞争优势将持续；在高附加值船型方面，我国与日本和韩国差距已经明显缩小，市场份额正逐步扩大，我国已经初步具备抵抗造船周期影响的条件。
- **人民币升值风险可以防范，产能过剩可能会在2015年后显现。**通过采取买入美元外汇远期合约、提高预付款比例、用美元购买配件等方法，可以降低人民币升值带来的汇兑损失；另外，我们预计船厂泊位紧张的局面将在2013年左右开始缓解，短期内紧张局面难以改变。产能过剩现象将在2015年后开始显现。
- **维持对造船行业“增持”的评级。**行业发展的超预期以及中船集团的强烈的资产整合预期，我们维持对中国船舶、广船国际“增持”的评级，维持对江南重工“中性”的评级。

## 报告亮点

**报告主要解决问题：**造船产业转移最重要驱动因素是什么？中国造船业除了成本低廉外，还具备那些与日韩抗衡的因素？韩国、日本面对中国造船业的追赶采取了什么措施？传统造船周期对目前世界造船业的影响几何？行业周期低谷若到来给中国造船业带来什么影响？中国造船业具备了抵御行业周期低谷的能力么？人民币升值以及产能过剩对行业今后发展的影响有多深？

**针对上述问题分析师主要观点：**

1. **成本因素决定了产业转移的下一站是中国。**从产业转移的角度看，无论是西欧到东亚的转移、还是东亚内部的转移，其基本的驱动力都来自于资源和要素的比较优势。中国造船业凭借较长时间内成本低廉的优势，成为下一站造船中心趋势已经明显。

2. **中国造船业完成了由“羊”到“象”的转变，下一步目标是由吃“草”改为吃“肉”。**我国船厂已经开始承接 LNG、VLCC、特种船等附加值高的船型，随着我国在高附加值船型领域的不断突破，我们积极看好中国造船在高附加值船型领域的发展，预计在 2015 年在高附加值船型市场占有率方面可以逐渐接近韩国，从而完成由吃“草”到吃“肉”的转变。

3. **日本、韩国将目标转向高附加值船型，维护自己的行业地位。**日韩由于在常规船型上与中国相比已经没有优势，并且面对较大的成本压力，两国目前正积极在扩大自己高附加值船型领域的市场份额，以与中国造船业抗衡。

4. **传统造船周期对行业影响正在减弱，行业周期延长。**广泛的国际贸易和多船型的快速发展在很大程度上平缓了世界造船周期对船市的打击。在能源、原材料、石油以及各种商品的海运货物贸易量大幅增加的情况下，各种船型都交替进入了一个需求高增长的时期。多种船型的周期很难重叠，使得传统的造船周期低谷对目前造船业的影响程度大为降低，造船的周期也明显延长。

5. **行业低谷若到来将加速造船中心转移到中国。**在造船业转移过程中，产业转移的最终执行者是受到利润约束的造船企业。在船价下跌、成本过高的压力下，企业纷纷减少订单缩减产能，订单将会大量转移到成本低廉的国家，可以说造船周期低谷的出现将会加速我国成为世界造船中心的形成。

6. **中国造船业初步具备抵御行业周期低谷的能力。**降低造船成本和提高高附加值船型比例一直都是抵御船舶行业周期变化的最好武器。在造船成本上，毫无疑问我国具有持续的竞争优势；在高附加值船型方面，我国目前与日本和韩国还有一定的差距，但是差距已经开始缩小，可以说我国已经初步具备了抵抗造船周期影响的条件。

7. **人民币升值风险可以防范，产能过剩可能会在 2015 年后显现。**通过采取买入美元外汇远期合约、提高预付款比例、用美元购买配件等方法，可以降低人民币升值带来的汇兑损失；另外，我们预计船厂泊位紧张的局面将在 2013 年左右开始缓解，短期内紧张局面难以改变。产能过剩现象将在 2015 年后开始显现。

## 文本目录

1. 造船业“大潮涌起”推动中国造船业高速发展.....	5
1.1 借助于行业的景气高峰，中国船舶行业发展迅猛.....	5
1.2 造船产业中心正在向中国转移.....	6
1.3 中国完全具备产业转移的客观条件.....	6
1.4 中日韩三国行业地位及发展策略.....	8
1.5 中国造船——渐渐开始“吃肉”.....	10
2. 造船业若“潮落”将加速造船中心转移到中国.....	11
2.1 传统造船周期影响在减弱，造船周期在延长.....	11
2.2 船舶行业景气将继续持续.....	11
2.3 造船周期的“潮落”将加速造船业向中国转移.....	13
2.3 中国造船业可以有效抵御行业低谷的到来.....	13
2.4 人民币升值可以防范，产能过剩在 2015 年可能显现.....	15
3. 中国造船上市公司向世界迈进.....	16
3.1 中国船舶（600150）——中船集团走向世界的“竖旗者”.....	16
3.2 广船国际（600685）——赶超世界的灵便型液货船龙头.....	17
3.3 江南重工（600072）——做强船舶配件需依赖中船集团支持.....	18

## 图表目录

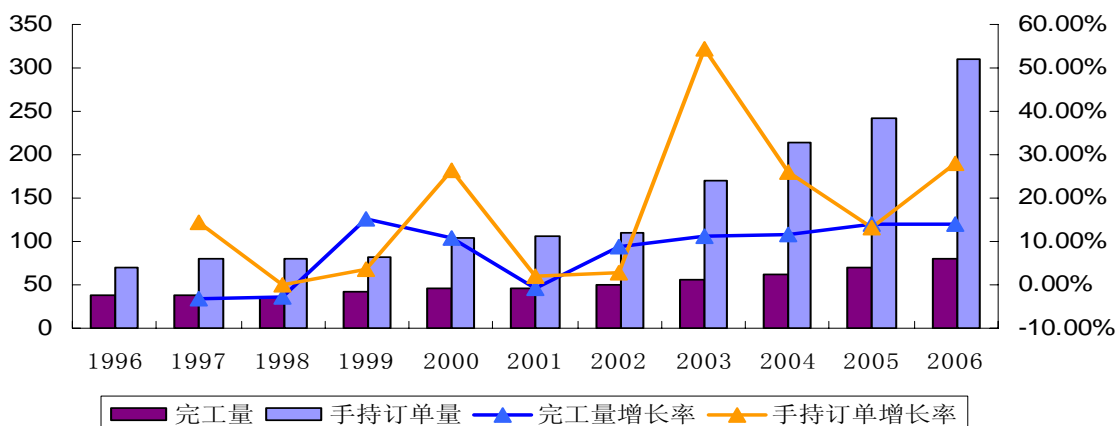
图表 1: 1996—2006 年全球造船业三大指标发展趋势 (单位: 百万载重吨) .....	5
图表 2: 04—07 年 8 月我国船舶及浮动装置业运行情况 (单位: 亿元) .....	5
图表 3: 04—07 年上半年我国造船三大指标变动 (单位: 万载重吨) .....	6
图表 4: 造船及造船核心配件柴油机产业转移趋势.....	7
图表 5: 造船政策支持.....	8
图表 6: 2000—2006 年中、日、韩三国造船发展比较 (单位: 万载重吨) .....	8
图表 7: 中日韩全方位对比分析.....	9
图表 8: 中日韩造船发展历程及发展策略.....	9
图表 9: 中国造船业发展由吃“草”到吃“肉”的转变.....	10
图表 10: 2004—20071H世界船舶成交明细 (单位: 艘) .....	11
图表 11 : 历史行业持续景气期.....	11
图表 12: 04.12—07.9 主流船型价格走势 .....	12
图表 13: 单壳、双壳油船比例分析.....	12
图表 14: 日本和韩国抵御行业低谷的措施.....	14
图表 15: 中国抵御行业低谷的力量分析.....	14
图表 16: 07 年上半年主要上市公司金融衍生品公允价值变动收益一览 (单位: 亿元) .....	15
图表 17: 截至 2006 年 12 月 31 日新注入三家公司经营状况 (单位: 亿元) .....	16
图表 18: 后续继续注入的长兴岛及龙穴岛基地造船资产介绍.....	17
图表 19: 世界灵便型液货船 (含化学品船) 手持订单 (截至 070228) 排名 (单位: 载重吨) .....	17
图表 20: 上市公司EPS预测和投资建议.....	19

## 1. 造船业“大潮涌起”推动中国造船业高速发展

经济全球化让我们直接感受到的是世界贸易的不断增长，中国、印度等发展中国家的体制改革与市场化建设也极大的提升了全球资源配置的内涵，在世界经济的稳定增长以及国际贸易的持续繁荣下，世界造船业自 2003 年起进入 30 年以来最好水平。目前，由于对新增海运能力的巨大需求，使得国际船业已经成为卖方市场。

在 2006 年全球造船完工量、手持订单量、新船成交量三大指标均创历史新高的情况下，2007 年上半年船舶行业依旧保持高速增长的态势。上半年新船成交量达到 1.01 亿载重吨；手持订单量达到 3.76 亿载重吨。其中，上半年散货船成交 671 艘，同比增长 122%；成交量 6182.20 万载重吨，同比增长约 2.5 倍，占世界新船成交量的 57.50%，成为上半年新船市场成交量最大赢家。

图表 1：1996—2006 年全球造船业三大指标发展趋势（单位：百万载重吨）



数据来源：克拉克松公司

### 1.1 借助于行业的景气高峰，中国船舶行业发展迅猛

在行业持续景气以及我国加大对船舶工业发展的扶持力度的大环境下，中国造船业积极扩大在全球市场的份额，在手持订单和新接订单方面已经超过日本。国家统计局数据显示，2007 年 1—8 月我国船舶工业主要经济指标保持了快速增长，经济效益显著提高。1—8 月，全国船舶工业企业实现销售收入 1255 亿元，同比增长 57.87%；实现利润总额 110.5 亿元，同比增长 110.5%。

图表 2：04—07 年 8 月我国船舶及浮动装置业运行情况（单位：亿元）

时间	企业数量	工业总产值	销售收入	增长率	利润总额	增长率	毛利率
2004	613	833.5	779.9	35.21%	16.4	119.86%	8.42%
2005	773	1159.7	1108.5	42.59%	42.9	119.58%	8.75%
2006	888	1666.9	1507.9	30.07%	99.4	97.88%	11.84%
2007年1—8月	981	1539.5	1255.4	57.87%	110.5	124.83%	14.08%

资料来源：国家统计局，天相投顾整理

另外，从英国克拉克研究所统计的世界造船总量数据来看，以载重吨计，截至2006年我国造船完工量已经连续12年位居世界第三。2007年上半年全国造船完工量、新承接订单量和手持订单量均再度增速显著；其中，新承接船舶订单已经超过去年全年接单量，手持船舶订单也首次超过1亿吨大关，达10540万载重吨。新承接船舶订单和手持船舶订单均超过日本，位列世界第二。

**图表 3：04—07 年上半年我国造船三大指标变动（单位：万载重吨）**

时间（年）	造船完工量	占世界份额	新接订单量	占世界份额	手持订单量	占世界份额
2004	855	14%	1579	16%	3359	15%
2005	1212	18%	1699	23%	3972	16%
2006	1452	19%	4251	32%	6872	24%
2007 上半年	755	19%	4262	42%	10540	28%

资料来源：英国克拉克研究所

## 1.2 造船产业中心正在向中国转移

几十年来，世界船舶产业的产业转移主要表现在两个区域：一是从西欧向东亚的转移，这个过程已基本完成；二是东亚内部的产业转移。目前阶段，东亚内部造船霸主已经由日本转移到韩国，随着中国造船业的崛起，所占世界造船份额的扩大，中国成为造船中心下一站的趋势已经渐渐明显。

1. 西欧转移到东亚。上世纪50年代之前，以英国为代表的西欧造船界一直占据统治地位，进入50年代，日本造船业的崛起打破了西欧造船国一统天下的局面。世界造船中心也从欧洲转移到东亚。

2. 东亚内部的转移。1956年，日本商船下水量首次超过英国居世界第一。而从70年代开始，韩国的造船业逐步发展起来并超过了日本。1999年，韩国承接新船接单超过日本；2000年，新船接单和手持订单远远超过日本，造船产量也首次超过日本，成为新的世界造船霸主。

尽管东亚已经成为世界造船业的中心，但东亚内部造船工业的结构也在发生变动。日本虽处世界造船领先地位，但日本造船业的发展近几年来遇到了许多问题：造船人员后继力量不足、人工工资昂贵等，上述问题一直困扰着日本造船业的进一步发展，许多企业采取并购重组等方式，通过提高规模来降低成本。韩国造船业过去几十年发展很快，但韩国造船业在发展过程中也遇到了制约瓶颈，主要是国内岸线资源不足，技术人员与生产工人相对短缺，人工工资上涨较快等，这些都给企业带来较大压力。与此同时，由于在成本方面的较强的比较优势，中国造船业取得了长足的发展。从2003年起，国造船完工量、新接订单量和年底手持订单量三大指标已全面超过欧洲造船国家的总和，并且与日本、韩国的差距大幅缩小，在油船、散货船、集装箱船三大主流船型市场占有率位居世界第二。

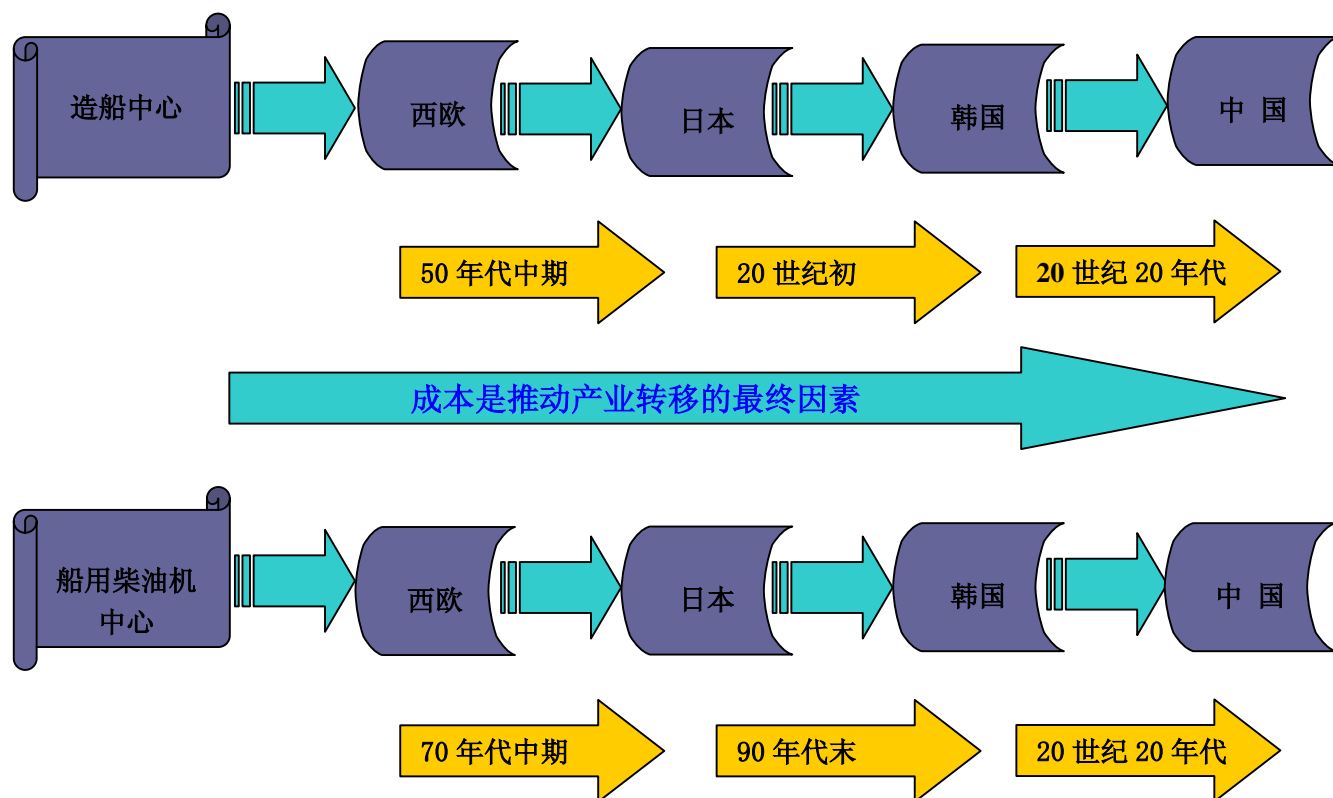
## 1.3 中国完全具备产业转移的客观条件

成本因素决定了产业转移的方向。从产业转移的角度看，无论是西欧到东亚的转移、还是东亚内部的转移，其基本的驱动力都来自于资源和要素的比较优势。在第一

次转移过程中，与欧洲相比，日本、韩国的劳动力、土地等资源要便宜得多，在一些依赖成本的低端产品竞争中，欧洲就丧失了竞争优势，随着日韩造船技术的全面赶超，造船中心地位逐渐失去。同样，在第二次产业转移过程中，韩国凭借成本上较大的优势以及在技术上的快速接近日本，终究超过日本取得了世界造船中心的地位。

随着韩国国内造船成本的不断提高以及海岸线的局限，中国在劳动力、岸线等资源上较强的比较优势就充分显示出来，使得中国在常规船舶的竞争优势上已经超过韩国。根据上海科学技术情报研究所资料显示，2006年中国造船单位劳动成本为3880.8美元/人年，而日本是中国9.33倍，韩国是中国4倍。日韩劳动力成本平均占一艘新船成本的30%左右，而中国只有10%不到。目前中国造船业正处于高速发展的成长阶段，新接船型主要集中在附加值较低的船型上，高附加值船型的世界占有率还比较低；而韩国则由于国内造船成本过高，竞争力下降，已经开始将接单重点转移到附加值较高的船型上，特别是占据了LNG船的绝大部分订单，造船业正处于产业发展的成熟时期。

图表 4：造船及造船核心配件柴油机产业转移趋势



资料来源：天相投顾整理

可以说，世界船舶中心向中国转移是**天时、地利、人和**共同作用的结果。**天时**，中国经济的快速增长产生了对煤炭、铁矿石、石油、粮食等货物海运的强劲需求，因此也加大了全球对船舶的需求；**地利**，随着中国一些大城市建设发展和保护环境的要求，一些老船厂需要搬迁，另建新厂，搬迁过程中必然会有现代化程度的提高和造船能力的扩大。随着长兴岛和龙穴基地的建成，将逐渐改变中国造船业小、散等局面，有利于提高中国船舶工业产业集中度，有利于按照现代造船模式总装造船；**人和**，中国既拥有素质较高、成本较低的丰富劳动力资源，又拥有较其他发展中国家更好的资

金、技术条件。中国的人力成本占船舶成本的比例不到 10%，而韩国和日本均已达到 30%，因此韩国和日本的船舶制造业盈利波动大，前两年普遍亏损，加之受海岸线资源的限制，行业发展空间有限。另外，在政策上，国家先后出台优惠政策为我国造船业“保驾护航”。

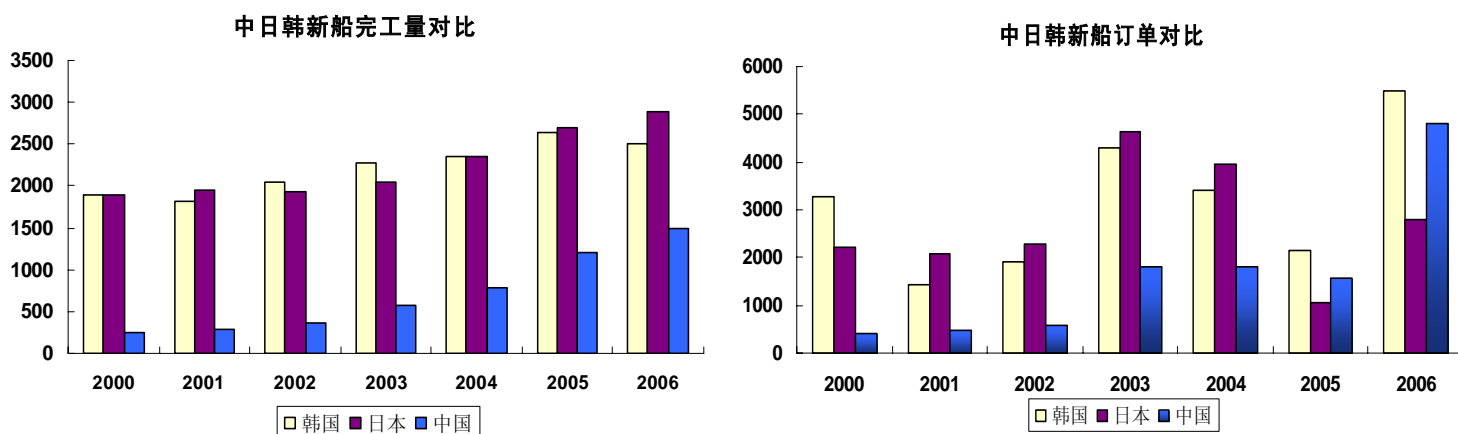
**图表 5：造船政策支持**

优惠政策	优惠措施
优惠出口信贷	中国进出口银行对中国船舶工业集团公司和中国船舶重工集团公司建造出口船舶提供优惠出口信贷。2003 年 1 月 1 日起，这一政策实施范围扩大到所有船舶出口企业。
出口退税	中国船舶出口实行零税率政策，即对建造出口船舶免征生产环节增值税，已征的全部进项税先征后退，船舶出口退税率维持在 17%。
财政补贴与融资支持	政府对内地船东在内地船厂建造船给予船价 17% 财政补贴、为支援制造大型油轮，国家给造船厂提供贴息贷款，在税收和融资方面给予优惠和支援。

资料来源：天相投顾整理

#### 1.4 中日韩三国行业地位及发展策略

目前世界造船市场呈现出中、日、韩三国鼎立的局面，2007 年上半年三国船舶手持订单量占世界总量的比例达到 80.23%，持有了世界造船市场的大部分订单。虽然三个国家目前都处于世界造船强国行列，但是所处的行业地位已经发生变化。韩国目前仍是造船业霸主，并且在今后几年里还会延续世界第一的态势，但是领先优势逐渐缩小，产品正在逐渐转向高附加值船型；日本造船业则显现出明显颓势，与韩国差距不断扩大，并且在手持订单量方面已经落后于中国；中国则是凭借多方面的综合优势，在产能和技术上不断接近日韩，有望在 2020 年左右赶上韩国成为造船新霸主。

**图表 6：2000—2006 年中、日、韩三国造船发展比较（单位：万载重吨）**


资料来源：英国克拉克研究所



**图表 7：中日韩全方位对比分析**

	中国	韩国	日本
2006 年进入世界造船完工量前十名企业数	1	5	4
2006 年进入世界手持订单量前十名企业数	2	7	1
2006 年进入世界新接订单量前十名企业数	2	7	1
船用设备国产配套率	40%	98.5%	90%
造船效率（工时/每修正总吨）	40—50	10—15	15—20
职工平均年收入（美元）	0.5 万	7 万	6.2 万

资料来源：英国克拉克公司，天相投顾整理

**图表 8：中日韩造船发展历程及发展策略**

国家	当前造船地位	发展历程	目前阶段造船策略
韩国	世界霸主，今后几年优势依然明显	韩国造船业从1972 年的现代重工起步，凭借政府的政策和雄厚以及本国廉价的劳动力，以突出的价格优势与世界船舶市场上的欧洲、日本等造船强国展开竞争。到1993年，韩国承接造船订单首次超过日本，居世界第一位，在造船技术和质量上也取得长足进步，尤其在船体质量上已经可以同日本相媲美。船舶产品由基本的干散货船、油船发展到建造第五代、第六代大型集装箱船和高技术含量、高建造难度、高附加值的VLCC, LPG, LNG 船等。在最近几年，大批高附加值的订单落入韩国船厂手中。	韩国目前在主要传统船型上与中国相比不存在优势，目前主要是采取通过占据高附加值船型市场维持世界造船霸主地位。计划正在今后10年内将投入2100 亿韩元发展先进船型以提高竞争力，积极研发游船和客船，争取在海洋工程领域要有新的发展，进一步提高船用设备的国产化率，重视造船业人才及新技术开发。
日本	造船技术依旧领先，但颓势已显现	日本造船业起步较早，自20世纪60年代开始以其产品的优异性能、极具市场竞争力的价格和以占世界新船总吨位一半的份额，一直垄断着世界第一造船国的宝座。70年代中期，日本造船能力继续大幅度增长，但后来受石油危机的影响，1978 年订单急剧下降到322 万总吨的谷底，由于日本政府及时对造船业压缩，增大科技投入，降低成本，使日本造船业在世界造船市场普遍衰落的情况下仍保持了较强的竞争力。90 年代初造船市场复苏后，日本并没有大规模扩大造船能力，而是通过提高自动化程度来提高生产效率，进而弥补造船设施能力的不足。	日本造船业目前对比韩国技术优势已经不是很明显，同时由于成本方面过高在常规船型方面对比中国来说更是缺少竞争力。目前日本造船业的衰退迹象比较明显。目前主要采取提高生产效率方法来降低成本。
中国	成为下一个造船中心趋势明显	中国造船始于15 世纪，当时西方还没有造船业，但到了近代，中国造船业的辉煌消失了。到20 世纪60年代，中国致力于发展造船业，经过20 多年的努力，1995 年中国造船产量首次超过德国，占世界市场份额5%，位列韩国、日本之后。此后，造船市场份额不断扩大，截至2006年年底中国已经连续12年排名世界第三，并且在2006年新接订单量首次超越日本，位居世界第二。	国防科工委提出发展目标：到2015 年达2 400 万载吨，占世界市场份额的35%，吨位达世界第一。要在2015 年打造世界第一造船国，并在税收、融资等方面给予优惠和支持，以此为契机推进船舶工业战略性结构调整。

资料来源：天相投顾整理

## 1.5 中国造船——渐渐开始“吃肉”

对于中国造船业的成长可以描述为：从“吃草的羊”成长到“吃草的象”。经过几十年的努力，我国在造船业上已经取得了快速的发展，完成了从“羊”到“象”的成长。虽然从羊到象吃的还只是“草”，但是“草”中已经不乏山珍海味，我国船厂已经开始承接 LNG、VLCC、特种船等附加值高的船型，虽然与世界最强国韩国相比还有一定的差距，但是随着我国在高附加值船型领域的不断突破，我们积极看好中国造船在高附加值船型领域的发展，预计在 2015 年在高附加值船型市场占有率方面可以逐渐接近韩国，从而完成由吃“草”到吃“肉”的转变。

**图表 9：中国造船业发展由吃“草”到吃“肉”的转变**

阶段	阶段过程及特点
由“羊”成长为“象”	<p>中国造船业自上世纪90年代首次超越德国成为世界造船大国，至今已有世界第三的位置已经十多年了，并且与韩国和日本差距不断缩小。行业快速的发展主要源自：</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1) 劳动力优势。对于造船行业来说，品牌并不重要，成本高低才是决定竞争力的最重要因素。我国人力成本所占造船成本比例10%左右，而日韩分别达到了30%以上，成本的低廉是我国造船业持续快速发展的最重要原因之一。</li> <li>2) 中国巨大的贸易量。中国对外贸易尤其是海上贸易的激增，直接推动了海上贸易需求的强盛。</li> <li>3) 国家政策大力支持。政府已经明确地提出来要发展船舶经济，提出到2015年成为造船世界强国的口号。并在税收、融资方面给予优惠和支持。为支持“国轮国造”，政府对内地船东在内地船厂建造船给予船价一定比例的财政补贴；为鼓励制造大型油船，国家为造船厂提供贴息贷款等一系列优惠政策。</li> </ol>
由“羊”到“象”但吃的还是“草”	<p>中国目前已经进入到造船强国行列，但是要想跨越日韩我们要改进以下方面：</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1) 高附加值船型占有率低。目前高附加值船市场基本被日韩占据。</li> <li>2) 提高船舶配件国产化率。目前我国船舶配件国产化率只有40%左右，而日韩都在90%以上，配件国产化率的不高直接降低了我国造船业的利润率。</li> <li>3) 造船效率不高。我国目前造船效率落后于日韩较多，造船生产周期是日韩的1倍左右。</li> </ol>
由吃“草”到吃“肉” (今后十年目标)	<p>面对上述不足，我国造船业在近几年已经取得了不少的进步，行业本身的不足有望在今后一段时间解决。</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1) 积极进军高附加值市场。目前我国已经开始承接LNG 船、VLCC船、工程船等高新技术船舶，并且中船集团正在建设中的长兴岛造船基地，也是以全新的高起点计划生产液化天然气船、化学品船与成品油船、超大型集装箱船等高附加值船种，将于2015 年打造成高技术、高附加值含量的船舶制造的基地。</li> <li>2) 船舶配套率稳步提升。我国在船用柴油机、船用曲轴以及其他配件方面已经取得了长足进步，预计到2010年我国船用配件国产化率将达到70%左右，各船企盈利能力有望进一步提高。</li> <li>3) 船舶制造效率增速明显。我国船厂经过不断整合管理效率逐渐提升，并且通过提高船台利用效率，船台生产周期逐渐缩短。</li> </ol>

资料来源：天相投顾整理

## 2. 造船业若“潮落”将加速造船中心转移到中国

### 2.1 传统造船周期影响在减弱，造船周期在延长

广泛的国际贸易和多船型的快速发展在很大程度上平缓了世界造船周期对船市的打击。随着世界经济、世界贸易的多元化发展，油船、散货船、集装箱船已经呈现出齐头并进的态势。在能源、原材料、石油以及各种商品的海运货物贸易量大幅增加的情况下，各种船型都交替进入了一个需求高增长的时期。由于各种船型在需求高峰期的时间不同，需求周期很难完全重叠，于是市场表现出了各船种建造市场走势交替向好。多种船型的周期不重叠，使得传统的造船周期低谷对目前造船业的影响程度大为降低，造船的周期也明显延长。

70年代的船舶市场，油船占整个船舶市场的比重为70%左右，当石油危机突然爆发时，由于油船所占比重过大，造船市场难以抵御油船市场陷入萧条的影响，造船业陷入了低谷。而目前阶段世界船市已经形成了油船—散货船—集装箱船—特种船—海上工程装备等多种船型齐发展的态势，06年船舶成交量中，油船、散货船、集装箱船、海洋工程船所占比例分别为19.03%、18.43%、14.16%和12.87%，船型成交量分布较为均匀，行业的周期性影响正在减弱。

**图表 10：2004—20071H 世界船舶成交明细（单位：艘）**

船型	2004	所占比例	2005	所占比例	2006	所占比例	20071H	所占比例
油船	332	14.44%	316	11.91%	605	19.03%	164	9.99%
散货船	395	17.18%	365	13.76%	586	18.43%	671	40.89%
集装箱船	458	19.92%	554	20.88%	450	14.16%	212	12.92%
LNG 船	70	3.04%	44	1.66%	36	1.13%	13	0.79%
海洋工程船	185	8.05%	248	9.35%	409	12.87%	209	12.74%
总计	2299	100.00%	2653	100.00%	3179	100.00%	1641	100.00%

资料来源：英国克拉克研究所

**图表 11：历史行业持续景气期**

行业持续景气期	90 世纪 40 年代	90 世纪 70 年代	21 世纪
景气持续期	4 年	6 年	2000 年以来，估计程度超过 10 年
第一高权重船型	散货船	油船（70%左右）	油船、散货船、集装箱船等船型齐发展

资料来源：天相投顾整理

### 2.2 船舶行业景气将继续持续

世界经济的稳定发展以及国际贸易持续繁荣将继续推动造船业的发展，由于不同船型市场走势的交替向好，造船周期对行业的影响已经逐渐在减弱，我们预计造船行业的景气将至少持续到2010年，并且船价在短期内很难出现较大幅度的下跌。

自2002年以来，克拉克松新船价格指数不断上涨，从105点一直上涨到今年上半年的173点，再创历史新高。06年以来各主力船型的价格都有较大幅度的增长，其中，

散货船增幅最大，增幅为42.62%。

**图表 12：04.12—07.9 主流船型价格走势**

船型	万载重吨	2004.12	2005.12	2006.12	2007.7	2007.9	06年以来增幅
巨型油船	30	8500	11000	12700	13300	13700	24.55%
苏伊士油船	15	5500	6500	7800	8500	8500	30.77%
阿芙拉型油船	11	5600	6000	6400	6900	6900	15.00%
成品油船	4.7	3400	4100	4700	4800	4900	19.51%
好望角散货船	17	4600	6100	6800	8500	8700	42.62%

资料来源：挪威佛力士公司

**我们对各种船型今后走势的判断是：**散货船市场的繁荣仍将持续，价格保持上升趋势；集装箱船市场平稳发展，08年以后需求将会加大；油船订单回落，但是巨大的更新需求支撑油船市场，船价维持高位，增速将放缓。

**散货船火爆将持续，价格高位增长。**由于铁矿石、煤炭、钢铁的需求强盛，散货船运力明显供给不足，散货船市场的火爆大大超过市场预期，我们预计在世界特别是中国对铁矿石以及煤炭需求的加大，并且在目前船只压港现象严重以及船运距离明显增长的环境下，散货船市场火爆有望持续，散货船价格短期内依然会保持较快的上升趋势。

**集装箱船市场平稳发展，预计08年以后需求将会加大。**集装箱船市场的周期一般在2年左右，在经历了04和05年的火爆后，行业目前进入平稳发展时期，集装箱船价增速也呈现出平稳增长的态势，1100TEU、3500TEU6月底价格分别为2350、5800万美元，比年初增长6.8%和1.8%。估计从08年后集装箱船需求将会增加，船价也会随之走高。

**巨大的更新需求支撑油船市场，船价将维持高位。**目前，推动油船市场需求强盛的主要有两大因素：第一，单壳油船和超龄油船的淘汰带来的更新需求；第二，世界经济以及中国经济的发展带来对石油的持续高需求，同时由于南非及南美石油出口增加导致运距的增加，增加对油船运力的需求。在经历了06年油船订单的大幅增长后，07年上半年油船市场开始出现调整，但是考虑到2010年单壳油船的全部淘汰带来的更新需求，将给船价有利的支撑。

**图表 13：单壳、双壳油船比例分析**

型号：万载重吨	20 以上	15—19	10-14	5-9	0—4
单壳	34.2	35.1	29.5	0.1	0
占比	34.60%	35.50%	29.80%	0.10%	0.00%
双壳	4.4	8	39	77.1	137.1
占比	1.70%	3.00%	14.70%	29.00%	51.60%
单、双壳油船合计	38.6	43.1	68.5	77.2	137.1
占比	10.60%	11.80%	18.80%	21.20%	37.60%

资料来源：英国克拉克研究所

## 2.3 造船周期的“潮落”将加速造船业向中国转移

目前造船业正处于景气高峰期，并且有望进一步持续下去。但是不可否认的是造船业终究是周期性行业，行业进入调整期在将来还是会出现的。我们认为造船景气的回落对将有利于我国造船业扩大市场份额，并且加速造船中心向我国转移的速度。

对于造船产业转移来说，产业转移的最终驱动因素是成本；而产业转移的最终执行者则是受到利润约束的造船企业。在行业低谷来临时，由于船价普遍下降，成本较高的造船企业在利润的约束下，为了不发生重大规模亏损便会采取缩减产能、少接订单以及退出造船行业的办法，来规避行业低谷的风险。而在此时，一些新兴国家由于造船成本低，企业依然可以实现盈利，在这种情况下，船舶的订单就会逐渐由传统船舶强国转移到成本低廉的新兴国家，造船产业也随之加速向这些造船成本低国家转移。

从造船成本对比来看，日本和韩国较之中国已经毫无竞争力。并且目前我国重工业化水平正处于开始的阶段，拥有庞大的产业工人和技术工人来源，造船成本低廉的优势将会在今后较长的时间内持续下去。

在较长时间占有成本优势的情况下，行业周期的低谷有利于我国迅速扩大我国造船市场份额。如果造船周期低谷来临，中国造船业依然可以凭借低成本的优势，在承接订单方面具有强大的竞争力，从而可以承接由日韩流出的船舶订单，达到迅速扩大市场份额的目的，市场份额的大幅扩大以及在技术水平上的接进日韩，造船中心将加速转移到中国。

中国造船业业绩的增长将由“价”增转变为“量”长。随着全球造船产业迅速的向我国转移，并且在我国造船业产能得到大幅扩大的情况下，我们预计在行业低谷来临时，我国造船业的盈利将主要来自于造船成交量的增长。

目前阶段我国造船行业业绩的大幅增长，主要是因为02—04年所接订单船舶价格较低，从而在05年后船价大幅增长的情况下，船厂业绩都出现了高幅度的增长；但随着行业周期高峰期的逐渐结束，船价不可避免的都会进入调整期，此时，我国造船行业由于手中拥有大量的订单（国外船厂迫于成本压力，纷纷减少船舶订单量）以及产能的有效扩大，依然可以通过“量”的增长以及较低的生产成本保持船厂的盈利能力。所以说，造船低谷的到来，并不会对中国船厂的盈利能力带来严重的影响，中国船厂正可趁此机会进一步扩大市场份额，完成产业中心的转移。

## 2.3 中国造船业可以有效抵御行业低谷的到来

降低造船成本和提高高附加值船型比例一直都是抵御船舶行业周期变化的最好武器。从日本到目前的韩国，为了巩固造船的霸主地位以及更好的抵御行业的周期性的影响，两国纷纷采取提高技术、加大承接高附加值船型和最大程度降低生产成本的方法，来提高船厂的盈利能力，抵御行业周期的影响。

在造船成本上，毫无疑问我国具有持续的竞争优势；在高附加值船型方面，我国目前与日本和韩国还有一定的差距，但是差距已经开始缩小，可以说我国已经初步具备了抵抗造船周期影响的条件。

**图表 14：日本和韩国抵御行业低谷的措施**

国家	抵御景气低谷措施
韩国	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 开发高技术、高附加值船型。韩国目前包揽了世界大部分LNG船订单，并正在积极争取FPSO订单，通过在部分特种船型上的话语权和较高的毛利率水平，来抵御船价下跌、钢材涨价、汇率变化所带来的风险。</li> <li>2. 推行全球营销策略。采取国内生产高附加值船，将附加值较低的船型转移到国外，利用当地低廉的劳动力，最大程度的降低生产成本，同时韩国先进造船技术保持国际竞争力。</li> <li>3. 韩国造船业通过提高新船报价、实施汇率远期预约、在船舶建造合同中加入调价条款以及在接单时有选择性接单等措施，强有力地应对风险。</li> </ol>
日本	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 政府部门建立支撑体系，给予资金和政策支持，同时加速产业整合，提高造船厂规模效益，降低生产成本</li> <li>2. 加大发展高技术、高附加值船舶。加大开发新一代船型，减少承接造价较低的普通船型，提高盈利水平。</li> <li>3. 不断完善产业基础。由劳动密集型向技术密集型转变，逐渐缩小产能，削减过剩人员和生产设备，大力降低生产成本</li> </ol>

资料来源：天相投顾整理

**图表 15：中国抵御行业低谷的力量分析**

国家	抵御景气低谷措施
中国	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. <b>国家政策的大力支持。</b>政府已经明确地提出来要发展船舶经济，提出到2015年成为造船世界强国的口号。圈定渤海湾、长江口及珠江口为3大造船基地，并在税收、融资方面给予优惠和支持。为支持“国轮国造”，政府对内地船东在内地船厂建造船给予船价一定比例的财政补贴；为鼓励制造大型油船，国家为造船厂提供贴息贷款等一系列优惠政策。</li> <li>2. <b>高附加值船型订单增多，盈利能力提升显著。</b>目前中国造船业在高附加值船型方面已经陆续收到接单，技术水平已经取得了长足进步。国内各大船厂已经开始承接VLCC、LNG以及FPSO订单。以上海外高桥船厂为例：船厂已经先后开发出11万吨级阿芙拉型油轮、大吨位海上浮式生产储油轮和31.6万吨超级油轮等系列产品。日前已经交船的30万吨海上浮式生产储油轮是我国迄今为止承接的吨位最大、造价最高、技术最新的海洋工程项目；而新研发的31.6万吨VLCC则是世界第一款全面满足《共同结构规范》（CSR）的吨位最大的绿色环保型超级油轮。另外，中船正在打造的长兴岛、龙穴岛定位为全球最先进的造船基地，产品链比韩国现代集团（HHI）还要整齐，盈利能力要远高于韩国企业。</li> <li>3. <b>船舶配套率进一步提高。</b>目前，我国大功率船用低速柴油机气缸套、铸钢中间体、轴瓦、高压燃油泵、防爆阀和轴向振动监测装置等6种关键零部件已完成国产化研制，获得了生产许可证专利提供方、船级社、船东或主机厂的技术认可，如果实现批量化生产，可以使我国大功率船用低速柴油机零部件国产化率提高了10%，达到50-60%的水平。另外，我国曲轴的生产能力也已实现突破，上海船用曲轴有限公司一期工程2005年生产了5根曲轴，2006年和2007年的产量分别达到20根和40根，二期工程建成后的总产能是160根/年，一、二期的总产能可以达到200根/年。中船重工也在青岛建设海西湾建设船用大型柴油机曲轴生产基地，年产50根左右。</li> </ol>

4. **以产业集聚为发展思路进行企业优化整合，组建强集团。**目前我国船舶市场主要由中船集团、中船重工集团以及地方船厂三方构成。其中，两大造船集团占我国造船产量的66%左右。目前中船集团已经陆续将旗下核心资产搬到长兴岛基地，并在广州积极行建龙穴岛，对旗下造船资产进行整合；另外，中船重工也计划将旗下16家与造船配套的企业整合成一家股份公司，并通过此公司实现A股上市。两大造船集团的整合，将会加大完善造船的产业结构，形成造船—修船—船舶配套制造相对完整产业链，极大提高了造船效率和抵御风险的能力。

资料来源：天相投顾整理

## 2.4 人民币升值可以防范，产能过剩在2015年可能显现

人民币持续升值给手握巨额订单的我国船企带来了一定的挑战。目前我国船企收到的订单中70%以上的是用于出口，造船周期一般是2—4年，并且基本上是以美元进行结算，在人民币的持续升值的趋势下，造船企业面临着巨大的汇兑损失，据测算人民币每升值1个百分点，我国造船业将蒙受近20亿元的汇率损失。

**采取合适的套期保值措施，人民币升值影响可以有效控制。**目前，船厂正积极通过采取买入美元外汇远期合约、提高预付款比例、用美元购买配件、利用美元举债等方法，尽量降低人民币升值对公司盈利带来的不利影响，均取得了一定的效果，由于套期保值力度的加大，各主要船厂由金融衍生品公允价值变化带来的收益均有较大幅度的增长。在人民币升值不可能过快以及目前船价高位运行的情况下，通过采取合理的套期保值方法，船厂可以将人民币升值带来的损失降到可以承受范围之内。

**图表 16：07年上半年主要上市公司金融衍生品公允价值变动收益一览（单位：亿元）**

代码	上市公司	金融衍生品收益	利润总额	所占比重
600320	振华港机	1.78	10.89	16.34%
600685	广船国际	1.49	6.51	22.89%
000039	中集集团	0.79	14.45	5.47%

资料来源：上市公司定期报告

**产能过剩对造船业的影响可能会在2015年后显现。**据预测，2010年全球造船产能可达到50百万修正总吨，较目前增长63%，而未来需求预测为20—30百万修正总吨，产能过剩的局面将不可避免。

根据克拉克研究所3月份的船舶市场分析报告，目前船厂2010年的泊位约75%已被锁定。我们假设全球造船产能2010年以前以年均复合增长12%，2010年—2013年以8%复合增长率计算，2010年后新船成交量恢复至每年4,500万载重吨的正常水平，则今后几年船舶订单需要延续到2013年才能逐渐消化，船厂泊位紧张的局面短期内难以改变。考虑到目前全球主要造船企业订单均安排到2012年，并且07年上半年新接订单量依旧保持快速增长，我们预计产能过剩将在2015年后开始显现。

### 3. 中国造船上市公司向世界迈进

目前我国造船市场呈现中船集团、中船重工和地方船厂三分天下的局面，其中，中船集团在产能扩张和资本运作方面无疑是其中最为活跃的集团。中船集团提出了“五三一”奋斗目标，即在 2005、2010 年分别进入世界造船集团“五强”、“三强”的基础上，再经过 5 年的努力，到 2015 年力争成为世界第一造船集团，从而推动中国成为世界第一造船大国。为实现这一目标，集团将重点建设好中船长兴造船基地和中船龙穴造船基地。到 2015 年，造船能力将由现在的 400 万吨提高到 1400 万吨，产品涵盖液化天然气（LNG）船、VLCC、FPSO 以及豪华游轮等高技术船舶。

在中船集团民船资产整合的大戏中，旗下三家上市公司将承担起将来集团崛起的重任，目前集团对于三家上市公司的定位已经趋于明显。从中船集团承诺将在未来时机成熟时，将长兴岛和龙穴岛基地注入到中国船舶来看，中国船舶将会成为集团 10 万吨以上级民船生产的基地，公司的未来成长性最值得的期待；广船国际则成为集团 10 万吨以下级液货船的主要生产基地，在灵便型液货船领域做大做强；对于江南重工，考虑避免同业竞争以及公司目前股价过高等因素，我们认为公司将被定位于集团未来的配件生产基地。

#### 3.1 中国船舶（600150）——中船集团走向世界的“竖旗者”

行业的高增长以及持续的优质资产的注入极大提高了中国船舶的含金量。首先中国船舶在实现外高桥船厂、澄西船舶和文冲船舶资产注入后，公司将形成造船、修船和船舶配件制造较为完整产业链，在造船行业持续景气的环境下，新注入的三家船厂业绩均呈现较大幅度的增长，三家船厂将会在 07 年三季度并表，预计公司业绩将会呈现大幅度的增长。其次，此次注入的三家船厂只是中船集团资产的一部分，中船集团已经承诺在时机成熟时将长兴岛和龙穴岛基地注入到中国船舶，中国船舶资产整合还将持续下去。据中船集团数据显示，两个基地建成后总产能将达到 1100 万载重吨，几乎是公司目前产能的 4 倍，并且两基地目前订单饱满，基本上都已安排到 2011 年。新注入三项资产简介：

**图表 17：截至 2006 年 12 月 31 日新注入三家公司经营状况（单位：亿元）**

船厂	总资产	净资产	主营收入	净利润	优势分析
外高桥造船厂	135.2	24.82	69.9	9.75	17 万吨的好望角型散货船是公司最主力的产品，市场占有率达到 40% 以上，世界排名第一，年造船总量和手持订单双双进入世界前十
澄西船舶	40.58	8.15	26.53	2.58	中船集团旗下主要修船企业，中国修船行业的主力。
文冲船厂	8.83	7.45	4.96	1.04	中国南方最大的修船基地

资料来源：天相投顾整理

**资产整合空间依然巨大，公司未来更加值得期待。**中船集团承诺在时机成熟时，将目前集团最大的两个造船基地注入到上市公司，如果计划最终实现，中国船舶的未来发展将不可限量。长兴岛和龙穴岛基地全部建成后，总产能将达到 1100 万吨左右，产



能几乎是目前中国船舶的 4 倍。并且两大造船基地的造船资产将涵盖散货船、大型集装箱船、LNG/LPG 船、成品油轮、VLCC 以及海上装备 FPSO，造船产业链的完整程度已经超过目前排名第一的韩国现代造船。如果两大基地最终顺利进入到中国船舶，公司产能规模将成倍增加，业绩也将出现爆发式的增长，并且能改变目前公司造船以散货船为主，较为单一的局面。另外，拥有多种船型建造能力还会有有效的平滑造船周期对行业产生的影响，通过对各种船型的灵活接单可以有效的抵御行业周期给公司带来的不利影响。

**图表 18：后续继续注入的长兴岛及龙穴岛基地造船资产介绍**

基地	主要产品	产能规划
长兴岛基地	主要产品将涵盖散货船、成品油船、LNG/LPG、集装箱船、VLCC 以及海上 FPSO 装置	2008 年，一期工程的船坞、码头和车间都将完工，新江南造船公司将在此全面投产，形成 300 万吨的生产能力。除一期工程外，长兴二期工程也已规划，整个长兴造船基地将在 2015 年实现造船能力 800 万吨，建成后，上海造船能力将由目前的 400 多万吨提高到 1200 万吨以上。 长兴岛造船基地一、二、三号线构成，其中一号、二号线生产民品船，各建 2 个大船坞，具备 450 万载重吨造船能力。一号线两个船坞 2007 年底完全投产，今年 5 月开始造船；二号线两个船坞 2008 年中完全投产，今年 10 月开始造船。目前手持订单已经突破 700 万载重吨，造船任务排至 2011 年。三号线为军品船，江南造船厂和沪东中华部分搬迁后，基本解决目前民品、军品无法区分的局面。
龙穴岛基地	以大型集装箱船、大型油船（VLCC）为代表产品，兼顾 LNG 船	一期建设生产纲领年造船 20 艘、212 万载重吨，二期工程完工后年造船能力达 300 万载重吨。

资料来源：天相投顾整理

基于目前造船行业的持续景气、船价的持续高位运行以及中船集团明确的资产整合的预期，我们积极看好公司在造船行业的发展前景，公司业绩的高增长值得期待。不考虑公司后续的资产注入，按照公司定向增发后的总股本为 6.6 亿股来计算，我们预计公司 07 年、08 年和 09 年每股收益分别位 4.21 元、6.51 元和 8.57 元，维持对公司“增持”的评级。

### 3.2 广船国际（600685）——赶超世界的灵便型液货船龙头

公司目前是国内第一、世界第四的灵便型液货船制造商。公司主要竞争性产品为 2—6 吨的灵便型油船和 4 万载重吨以上级的化学品船，2006 年在灵便型液货船国际市场占有率为 14.5%，2007 年占有率有望达到 15%。07 年上半年新接船舶订单 9 艘，合计 38.7 万载重吨，合同金额约为 34.87 亿元；截至 07 年 6 月 30 日，公司手持订单共 61 艘，合计 261.08 万载重吨，合同金额约为 219.41 亿元，生产任务排到 2011 年。

**图表 19：世界灵便型液货船（含化学品船）手持订单（截至 070228）排名（单位：载重吨）**

排名	Yard	Country	Total
1	Hyundai Mipo	South Korea	5,896,140
2	STX Shipbuild.	South Korea	3,726,400

3	SLS Shipbuilding	South Korea	2,981,500
4	Guangzhou S.Y. Int.	China P.R.	2,481,000
5	Onomichi Dockyd	Japan	1,863,000
6	SPP Shipbuilding	South Korea	1,552,300
7	SPP Shipbuilding	South Korea	1,052,330
8	Shin Kurushima	Japan	930,000
9	Jinling SY	China P.R.	828,845
10	Bohai Shipbld.	China P.R.	754,000

数据来源：英国克拉克研究所

船价持续高位运行，毛利率提升明显。截至 07 年 8 月，4.7 万吨灵便型油船价格已经达到 4900 万美元/艘，相比 2002 年，增幅达 84.91%。在高船价的带动下，公司造船毛利率也快速上升，由 2003 年的 1.83% 上升到 07 年上半年的 15.04%。我们预计公司毛利率增长的趋势将持续，07—09 年毛利率水平可达到 16%、18% 和 20%。

公司或将成为中船集团中小型液货船生产基地。公司可能会采取收购中船集团下属 10 万吨左右的液货船资产的方法，扩大公司液货船产能，成为中船集团中小型船舶建造基地。

在行业持续景气、订单充足以及船价高位运行的趋势下，公司将持续高增长态势。预计公司 07—09 年每股收益分别为 1.76 元、2.29 元和 3.18 元，考虑公司在灵便型液货船领域的领先地位、行业的持续景气以及公司潜在的资产整合的预期，维持对公司“增持”评级。

### 3.3 江南重工（600072）——做强船舶配件需依赖中船集团支持

公司明确将船舶配件产品生产作为今后发展主要方向，目标是成为国内最大的船舶配件生产基地。公司目前的压力容器车间和机械制造车间将搬迁至上海崇明的长兴岛，整个搬迁建设工作在 2007 年年底之前基本完成。公司长兴岛新基地的规划产品以船舶配套为主，建成后将形成两大制造生产中心：船用液罐制造中心和船舶轴舵系加工中心，其生产规模将是目前压力容器车间和机械制造车间生产能力两倍以上。

公司主营业务盈利能力短期内难以有较大提高，投资收益依然是公司近三年利润主要来源。2007 年上半年，公司实现利润总额为 6812.6 万元，其中投资收益为 5178 万元，占利润总额的 76%。07 年中期末公司可供出售金融资产成本价格为 5468.4 万元，如果按照 9 月 19 日收盘价来计算，浮动盈利达 2.69 亿元，共计可贡献每股收益 0.64 元。考虑目前公司正处于搬迁阶段，长兴岛基地的生产以及管理尚需磨合，公司主营业务盈利能力在短期内难以得到较大程度的提高，我们预计今后三年内投资收益依然会在公司利润中占有较高比例。

船舶配件产品成为公司未来发展的主要看点，09 年后业绩有望展现。公司目前船舶配件收入所占比重较少，2006 年仅占收入比重的 11%，并且船舶配件产品较为单一，主要集中在舱口盖等盈利能力不是很强的产品上。搬迁到长兴岛基地后，由于产能的扩大和规模效益的体现，船舶配套产品收入以及毛利率会有

一定的提高。但是由于公司长兴岛基地正处于新建阶段，搬迁所导致的各项费用会有较大程度的增长，费用的增长使得船舶配件业务的盈利能力在短期内难以有较大幅度的提高。我们预计随着公司长兴岛基地各项规划逐步的完善，公司的船舶配件业务盈利能力会逐渐提高，船舶配件的业绩有望在 09 年后释放。

公司在中船集团的角色定位。考虑产业整合避免同业竞争以及公司目前股价过高等因素，我们认为中船集团的造船资产注入到江南重工的可能性不大，公司在集团中最有望扮演的角色是集团的船舶配件生产基地。但是由于船舶配件种类比较繁多并且生产企业众多，公司只是集团船舶配件众多生产厂商之一，并且与竞争对手相比没有绝对的竞争优势，所以我们认为公司今后在配件领域能否取得发展主要依赖于中船集团能否有其他优质配件资产注入到上市公司。另外，从公司了解到中船集团目前并没有对公司资产注入的详细计划。

**暂给予公司“中性”的评级。**我们预测公司 2007-2009 年的每股收益分别为 0.30 元、0.38 元和 0.43 元。目前公司股价已经很高，公司基本面已经难以支撑，但是考虑到行业的景气以及存在中船集团对公司进行资产整合的可能，暂给予公司“中性”的评级。我们也将积极关注中船集团资产整合的动向。

**图表 20：上市公司 EPS 预测和投资建议**

代码	公司简称	收盘价 (元)	每股收益 (元)			市盈率 (倍)			市净率 (倍)	投资评级
			2006 年	2007E	2008E	2006 年	2007E	2008E		
600150	中国船舶	271.33	1.02	4.21	6.51	266.01	64.45	41.68	23.09	增持
600685	广船国际	84.01	0.59	1.76	2.29	142.39	47.73	36.69	129.49	增持
600072	江南重工	43.77	0.30	0.38	0.43	145.90	115.18	101.79	12.95	中性

数据来源：天相投资分析系统，收盘价为 2007 年 10 月 8 日，市盈率、市净率按照 10 月 8 日数据计算

## 天相投资顾问有限公司投资评级说明

### 判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+ )5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

### 重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对其引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以进行任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

## 天相投资顾问有限公司

**北京富凯** 地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室  
电话：010-66045566； 传真：010-66573918； 邮编100032

**北京新盛** 地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层  
电话：010-66045566、010-66045577 传真：010-66045500 邮编：100034

**北京德胜园**地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层  
电话：010-66045566； 传真：010-66045700； 邮编100088

**上海天相** 地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座  
电话：021-58824282； 传真：021-58824283； 邮编200120

**深圳天相** 地址：深圳市福田区振中路鼎诚国际大厦2801  
电话：0755-83234800、0755-83203165； 传真：0755-83234800 邮编518041

**山东天相** 地址：济南市舜耕路28号舜花园小区朝3C  
电话：0531-82602582； 传真：0531-82602622； 邮编250014