

广船国际 (600685)

## 军船盈利较佳 集团对标的资产充满信心

### ——广船国际定增草案点评

	吕娟 (分析师)	王浩 (分析师)	黄琨 (分析师)
	021-38676139	0755-23976068	021-38674935
	lvjuan@gtjas.com	wanghao013539@gtjas.com	huangkun010844@gtjas.com
证书编号	S0880511010047	S0880513090004	S0880513080005

#### 本报告导读:

此次定增草案中, 新增了大股东对黄埔文冲盈利预测补偿条款, 表明军船盈利较佳, 而且彰显大股东对其发展信心。

#### 投资要点:

**结论:** 继定增预案后, 公司公告定增草案, 维持公司 2014-16 年 EPS 分别为 0.03、0.07、0.78 元的预测, 定增后预计备考 EPS 分别为 0.21、0.24、0.82 元, 业绩有增厚, 维持 31 元目标价和增持评级。

**公司继 11 月 1 号公告定增预案后, 于 7 号公告定增草案, 草案较预案, 有如下重要变动:** ①新增大股东中船集团对标的资产黄埔文冲 2015 年 28624.68 万元盈利预测补偿条款, ②标的资产黄埔文冲评估值为 453605.54 万元, 较预案预估值 452733.16 万元略有增加, 扬州科进相关造船资产作价未变, 相应地发行股份购买资产数量调整为 34,041.26 万股, ③配套募集资金金额由 183,177.72 万元降至 160,788.24 万元, 并且公告了配套募集资金详细用途, ④发行股份总数量由 45,104.08 万股降至 43,797.83 万股。

**大股东对黄埔文冲盈利预测补偿条款, 表明军船盈利较佳, 而且彰显大股东对其发展信心:** 黄埔文冲主要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军船产品, 还有民船和海工产品等。①此次草案中, 预计黄埔文冲 2014、2015 年净利润分别为 27,555.38、28,624.68 万元, 考虑民船和海工业绩还较差, 验证我们此前黄埔文冲军船净利润应该不低于 3 亿的判断。②大股东对 2015 年盈利预测做出补偿承诺, 表明大股东对其军船发展前景充满信心, 同时也对其民船和海工盈利逐步回升有信心。

**风险因素:** 搬迁对生产经营的不利影响、收购黄埔文冲失败的风险等。

财务摘要 (百万元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	6,424	4,166	6,975	7,561	9,495
+/-)%	-22.6%	-35.2%	67.4%	8.4%	25.6%
经营利润 (BIT)	-343	-183	-828	-630	240
+/-)%	-321.1%	-153.3%	-552.9%	-176.1%	-61.9%
净利润	10	14	35	73	804
+/-)%	-98.0%	31.7%	160.6%	106.0%	1001.9%
每股净收益 (元)	0.01	0.01	0.03	0.07	0.78
每股股利 (元)	0.12	0.10	0.00	0.00	0.00

利润率和估值指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营利润率 (%)	-3.3%	-0.8%	-9.1%	-4.5%	6.6%
净资产收益率 (%)	0.2%	0.3%	0.9%	1.7%	16.2%
投入资本回报率 (%)	-121.0%	-54.8%	-40.4%	-18.0%	5.2%
EV/EBITDA	(66.8)	(435.8)	(22.3)	(41.9)	22.5
市盈率	1708.9	1298.0	498.0	241.8	21.9
股息率 (%)	0.7%	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%

**评级: 增持**

上次评级: 增持

**目标价格: 31.00**

上次预测: 31.00

**当前价格: 25.07**

2014.11.07

#### 交易数据

52 周内股价区间 (元)	11.42-25.07
总市值 (百万元)	25,836
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,031/438
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/246
流通股比例	66%
日均成交量 (百万股)	0.02
日均成交值 (百万元)	0.34

#### 资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	4,833
每股净资产	4.69
市净率	3.7
净负债率	72.49%

EPS (元)	2013A	2014E
Q1	-0.02	-0.11
Q2	0.07	-0.15
Q3	-0.12	-0.33
Q4	0.08	0.62
全年	0.01	0.03

#### 52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	46%	46%	113%
相对指数	44%	37%	99%

#### 相关报告

《将形成军船、海工和民船三足鼎立之势》  
2014.11.03

《公允价值变动是业绩低于预期的主因》  
2009.03.11

《中期业绩符合预期 主业毛利率逆势上升》  
2008.08.25

《配股收购 构建集团国际资本运作平台》  
2008.07.02

《汇率风险基本锁定 关注外延注入》

模型更新时间: 2014.11.06

**股票研究**

工业  
资本货物

**广船国际 (600685)**

**评级: 增持**

上次评级: 增持

**目标价格: 31.00**

上次预测: 31.00

**当前价格: 25.07**

公司网址

www.chinagsi.com

公司简介

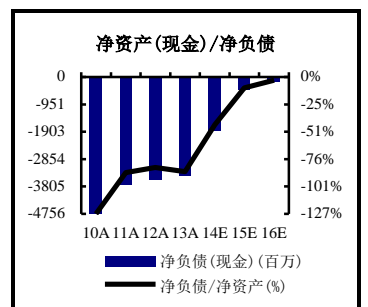
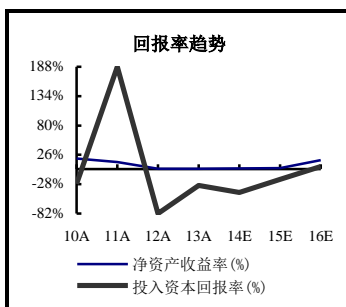
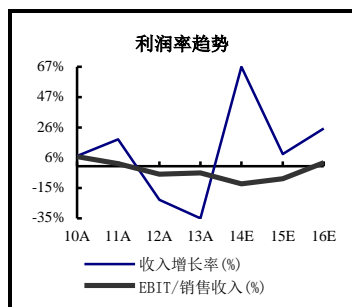
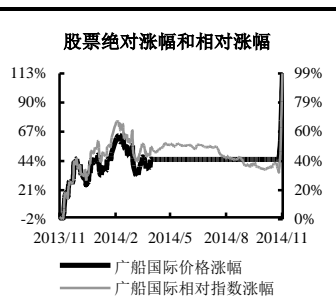
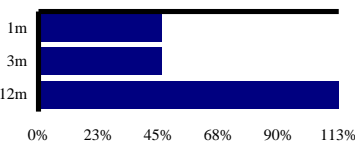
公司是中国首家造船上市公司,中国船舶工业集团公司属下华南地区重要的现代化造船核心企业。公司享有自行进出口权。

52 周价格范围 11.42-25.07  
市值 (百万) 25,836

财务预测 (单位: 百万元)

	2010A	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>损益表</b>							
营业收入	7,014	8,296	6,424	4,166	6,975	7,561	9,495
营业成本	6,077	7,370	5,971	3,868	7,130	7,529	8,496
税金及附加	31	48	27	20	21	23	28
营业费用	59	26	4	7	4	5	6
管理费用	418	403	391	484	593	605	760
<b>EBIT</b>	<b>453</b>	<b>155</b>	<b>-343</b>	<b>-183</b>	<b>-828</b>	<b>-630</b>	<b>240</b>
公允价值变动收益	-43	-2	4	47	-100	-60	0
投资收益	83	49	34	202	25	30	35
财务费用	-151	-239	-101	-119	107	99	96
<b>营业利润</b>	<b>604</b>	<b>394</b>	<b>-242</b>	<b>-63</b>	<b>-935</b>	<b>-729</b>	<b>144</b>
所得税	125	84	9	13	-2	-5	132
少数股东损益	3	4	8	2	0	0	6
<b>净利润</b>	<b>708</b>	<b>518</b>	<b>10</b>	<b>14</b>	<b>35</b>	<b>73</b>	<b>804</b>
<b>资产负债表</b>							
货币资金、交易性金融资产	7,238	6,583	6,125	6,156	5,258	4,502	4,339
其他流动资产	2,808	2,984	2,626	4,213	5,120	5,842	6,964
长期投资	381	315	344	103	221	203	193
固定资产合计	1,406	1,556	1,722	1,644	2,961	4,179	4,901
无形及其他资产	325	443	451	484	469	467	464
<b>资产合计</b>	<b>12,157</b>	<b>11,886</b>	<b>11,269</b>	<b>12,600</b>	<b>14,028</b>	<b>15,192</b>	<b>16,862</b>
流动负债	7,524	6,308	4,926	6,170	6,911	7,634	8,059
长期负债	880	1,377	2,096	2,514	2,943	3,370	3,804
股东权益	3,754	4,201	4,247	3,916	4,175	4,188	4,998
<b>投入资本(IC)</b>	<b>-1,430</b>	<b>71</b>	<b>283</b>	<b>334</b>	<b>2,047</b>	<b>3,508</b>	<b>4,591</b>
<b>现金流量表</b>							
NOPLAT	386	134	(232)	(101)	(883)	(673)	206
折旧与摊销	120	123	132	150	194	293	389
流动资金增量	(381)	1,567	180	(100)	689	300	427
资本支出	(141)	158	161	(78)	1,500	1,500	1,100
<b>自由现金流</b>	<b>(16)</b>	<b>1,982</b>	<b>241</b>	<b>(129)</b>	<b>1,500</b>	<b>1,420</b>	<b>2,123</b>
经营现金流	1,039	(1,183)	(148)	(277)	(185)	131	895
投资现金流	(1,058)	(1,537)	1,245	314	(1,619)	(1,460)	(1,064)
融资现金流	646	684	(304)	82	904	575	6
<b>现金流净增加额</b>	<b>627</b>	<b>(2,036)</b>	<b>793</b>	<b>119</b>	<b>(901)</b>	<b>(755)</b>	<b>(163)</b>
<b>财务指标</b>							
<b>成长性</b>							
收入增长率	7.0%	18.3%	-22.6%	-35.2%	67.4%	8.4%	25.6%
EBIT 增长率	7.7%	-65.8%	-321.1%	-153.3%	-552.9%	-176.1%	-61.9%
净利润增长率	37.4%	-26.8%	-98.0%	31.7%	160.6%	106.0%	1001.9%
利润率							
毛利率	13.4%	11.2%	7.1%	7.2%	-2.2%	0.4%	10.5%
EBIT 率	6.5%	1.9%	-5.3%	-4.4%	-11.9%	-8.3%	2.5%
净利润率	10.1%	6.2%	0.2%	0.3%	0.5%	1.0%	8.5%
<b>收益率</b>							
净资产收益率(ROE)	19.3%	12.6%	0.2%	0.3%	0.9%	1.7%	16.2%
总资产收益率(ROA)	5.8%	4.4%	0.1%	0.1%	0.3%	0.5%	4.8%
投入资本回报率(ROIC)	-27.0%	188.2%	-81.9%	-30.3%	-43.2%	-19.2%	4.5%
<b>运营能力</b>							
存货周转天数	90	86	96	150	112	130	131
应收账款周转天数	15	22	43	63	42	48	46
总资产周转天数	571	529	658	1046	697	705	616
净利润现金含量	1.47	(2.28)	(14.33)	(20.37)	(5.22)	1.79	1.11
资本支出/收入	-2.01%	1.90%	2.51%	-1.87%	21.51%	19.84%	11.59%
<b>偿债能力</b>							
资产负债率	69.1%	64.7%	62.3%	68.9%	70.2%	72.4%	70.4%
净负债率	-126.7%	-88.5%	-83.9%	-87.6%	-44.2%	-10.0%	-3.0%
<b>估值比率</b>							
PE	12.0	21.3	1,066.4	810.0	498.0	241.8	21.9
PB	4.8	4.3	4.3	4.5	4.2	4.2	3.5
EV/EBITDA	24.7	50.9	(66.8)	(435.8)	(22.3)	(41.9)	22.5
P/S	2.52	2.13	2.75	4.24	2.53	2.33	1.86
股息率	0.6%	0.0%	0.7%	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%

绝对价格回报 (%)



**表 1: 广船国际发行 A 股及支付现金收购资产并募集配套资金草案**

内容	发行对象	发行股份 (万股)	发行底价 (元/股)	对应价值 (万元)	用途
发行股份 购买资产	中船集团	27,209.93	14.17	385,564.71	收购黄埔文冲 85% 股权
	扬州科进	6,831.33	14.17	96,800.00	收购扬州科进相关造船资产
	小计	34,041.26	14.17	482,364.71	
募集配套 资金	不超过 10 名 特定投资者	4,128.69	16.48	68,040.83	收购黄埔文冲 15% 股权
		5,627.88	16.48	92,747.41	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、补充上市公司流动资金等
	小计	9,756.57	16.48	160,788.24	
合计		43,797.83		643,152.95	

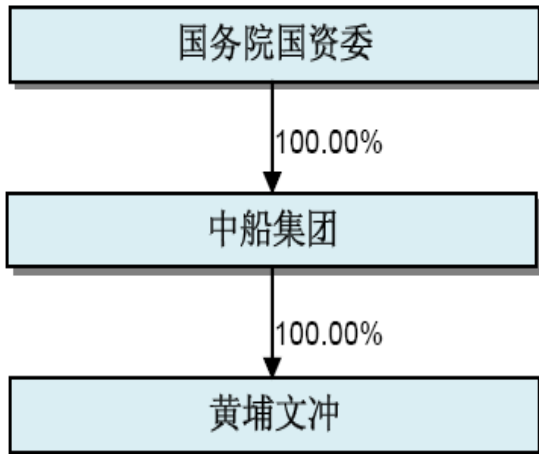
数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究 (备注: 14.17 元/股为发行价格, 16.48 元/股为发行底价)

**表 2: 广船国际本次交易前后股权结构变化情况**

股东名称	本次交易前		本次交易后	
	数量 (万股)	比例	数量 (万股)	比例
中船集团及关联方	57,558.67	55.85%	84,768.60	61.83%
扬州科进	-	-	6,831.33	4.98%
A 股其他股东	20,881.77	20.26%	20,881.77	15.23%
H 股其他股东	24,613.03	23.88%	24,613.03	17.95%
总股本	103,053.47	100.00%	137,094.73	100.00%

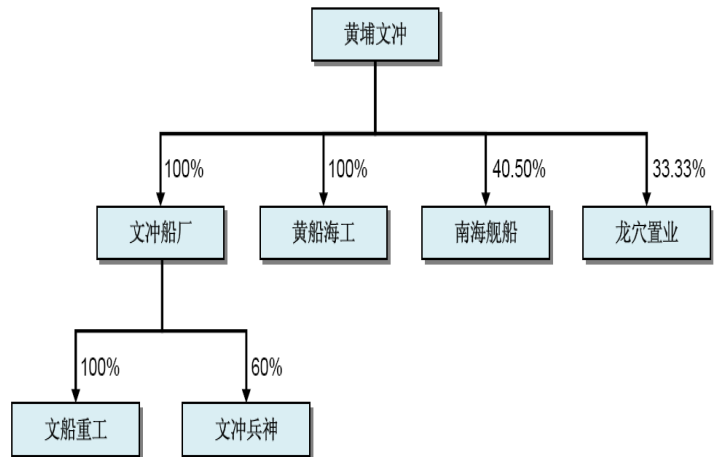
数据来源: 公司公告

**图 1: 黄埔文冲股权结构图**



数据来源: 公司公告

**图 2: 黄埔文冲下属企业股权结构图**



数据来源: 公司公告

图 3: 黄埔文冲三大军船类型: 新型导弹护卫舰、导弹护卫艇、导弹快艇



数据来源: 公司网站

表 3: 广船国际拟收购的标的公司黄埔文冲及其子公司主要产品、近几年净利润情况 (净利润单位: 万元)

公司	主要产品	2014 年中报	2013 年	2012 年	2011 年	
黄埔文冲	包括军用船舶、民用船舶和海工装备三大类	5,167.70	26,915.98	21,222.84	71,389.25	
<b>子公司</b>	<b>黄埔文冲持股</b>	<b>主要产品</b>	<b>2014 年中报</b>	<b>2013 年</b>	<b>2012 年</b>	<b>2011 年</b>
文冲船厂	直接持股 100%	支线型集装箱船与疏浚工程船等	-12,010.52	-12,370.80	-4,419.78	36,512.87
文船重工	间接持股 100%	港口机械及起重机械以及相关船舶配套设备等	-276.34	-65.94	-0.77	147.67
文冲兵神	间接持股 60%	船用泵、油水分离器及其它机电设备	-48.45	-47.17		
黄船海工	直接持股 100%	常规船型、海工辅助船、海洋平台等	-121.43	38.46	40.09	206.53
南海舰船	直接持股 40.5%	舰船修理和特别装备修理	-17.58	20.94	3.37	2.04
龙穴置业	直接持股 33.33%	用地、规划、勘测、设计、报建等	-8.87	-60.12	-10.61	-51.51
<b>黄埔文冲母公司净利润估算</b>		<b>17,615.14</b>	<b>39,354.12</b>	<b>25,605.47</b>	<b>34,538.52</b>	

数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 评级说明

	评级	说明
<b>1. 投资建议的比较标准</b> 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
<b>2. 投资建议的评级标准</b> 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

## 国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		