

收购集团资产，规模化整合提速

■ **黄埔文冲注入，打造广船巨头。**公司将向中船集团发行股份购买黄埔文冲85%股权，向中船集团支付现金购买黄埔文冲15%股权；向扬州科进发行股份购买其持有的相关造船资产，本次重组中上市公司发行股份购买资产的股份发行价格为14.17元/股；同时上市公司拟向不超过10名特定投资者非公开发行股票募集配套资金，募集配套资金总额不超过本次交易总额的25%，非公开发行的价格不低于16.48元/股，交易完成后公司股本将增加到14.80亿。

■ **收购后业务结构更加丰富，盈利能力明显增强。**广船国际收购的黄埔文冲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。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。收购后最终形成包含军用船舶、民用船舶、海洋工程装备及船舶修理改装等多产业布局。黄埔文冲2011-2013年净利分别为7.14、2.12、2.69亿元，广船2013年净利为0.14亿，此次收购大大丰富了公司的业务结构，增强了公司整体盈利能力。

■ **中船集团规模化整合，资产证券化逐步提高。**广船国际、黄埔文冲、扬州科进2013年营业规模分别为41.66亿元、200亿元、1.7亿元，通过此次整合有效的推动了中船集团资产证券化，中船工业集团资产证券化程度仅30%左右，未来仍然具备较大的整合空间，通过上市平台的融资等功能可以发挥资本市场对中船集团发展壮大的支撑作用。

■ **买入-A 投资评级，6个月目标价24.8元。**我们预计公司2014年-2016年的EPS为0.05、0.22、0.26元（未考虑并表），给予军工资产50倍PE，民船资产1.8倍PB，对应大约为368亿的市值，按照发行后总股本计算，每股价格24.8元，大约有45%涨幅。

■ **风险提示：**资产注入不达预期，航运市场需求受全球经济影响增长不足，原材料价格攀升。

摘要(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	6,424.1	4,166.1	8,961.3	10,250.8	12,179.0
净利润	10.3	13.6	53.5	222.4	265.3
每股收益(元)	0.01	0.01	0.05	0.22	0.26
每股净资产(元)	4.02	3.79	5.15	4.56	8.65
盈利和估值	2012	2013	2014E	2015E	2016E
市盈率(倍)	1,713.0	1,713.0	342.6	77.9	65.9
市净率(倍)	4.3	4.5	3.3	3.8	2.0
净利润率	0.2%	0.3%	0.6%	2.2%	2.2%
净资产收益率	0.4%	0.4%	1.0%	4.6%	2.9%
股息收益率	0.4%	0.1%	0.8%	4.6%	3.6%
ROIC	-195.2%	-38.0%	-40.8%	1.2%	3.0%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级

买入-A

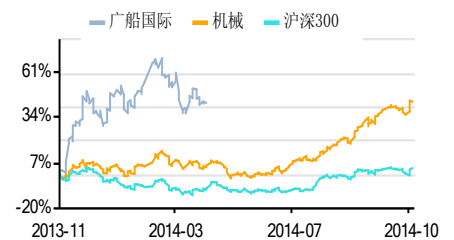
首次评级

6个月目标价 **24.8元**
股价(2014-10-31) **17.13元**

交易数据

总市值(百万元)	17,663.36
流通市值(百万元)	7,515.26
总股本(百万股)	1,030.53
流通股本(百万股)	438.46
12个月价格区间	8.89/19.43元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-9.19	-7.43	42.22
绝对收益	-6.85	-0.70	47.89

邹润芳

分析师

SAC 执业证书编号：S1450514040001
zourf@essence.com.cn
021-68763702

王书伟

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511090004
wangsw@essence.com.cn
021-68763578

报告联系人

郑爱刚

010-66581621

zhengag@essence.com.cn

相关报告

造船主业平稳，毛利率有所回升：广船国际2010年一季报点评	2010-04-23
广船国际：发展动态值得关注：广船国际2009年报点评	2010-04-12
广船国际：09年三季报点评	2009-10-28
评：订单尚可，业绩平稳	

财务报表预测和估值数据汇总(2014年11月02日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E	(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	6,424.1	4,166.1	8,961.3	10,250.8	12,179.0	成长性					
减:营业成本	5,970.9	3,867.6	8,300.9	9,496.3	11,286.3	营业收入增长率	-22.6%	-35.1%	115.1%	14.4%	18.8%
营业税费	27.4	20.0	38.5	46.1	54.8	营业利润增长率	-161.4%	-73.8%	68.5%	-218.2%	47.0%
销售费用	3.7	7.4	16.1	14.4	17.1	净利润增长率	-98.0%	32.0%	293.4%	315.7%	19.3%
管理费用	391.0	484.4	716.9	615.0	730.7	EBITDA 增长率	-176.8%	-84.3%	-166.3%	1,081.5	9.7%
财务费用	-101.3	-119.4	-33.1	-39.2	-86.1	EBIT 增长率	-321.1%	-46.8%	-23.4%	-162.2%	14.3%
资产减值损失	411.6	218.5	200.0	200.0	200.0	NOPLAT 增长率	-273.7%	-56.3%	-3.8%	-162.2%	14.2%
加:公允价值变动收益	3.6	46.6	-31.3	5.5	6.8	投资资本增长率	124.9%	-10.5%	1,992.6	-54.5%	191.0%
投资和汇兑收益	33.7	202.5	202.5	202.5	202.5	净资产增长率	1.1%	-7.8%	35.8%	-11.7%	89.6%
营业利润	-241.9	-63.4	-106.8	126.2	185.5	利润率					
加:营业外净收支	269.4	91.4	180.4	180.3	180.2	毛利率	7.1%	7.2%	7.4%	7.4%	7.3%
利润总额	27.5	28.1	73.6	306.5	365.7	营业利润率	-3.8%	-1.5%	-1.2%	1.2%	1.5%
减:所得税	8.9	12.5	22.2	92.7	110.6	净利润率	0.2%	0.3%	0.6%	2.2%	2.2%
净利润	10.3	13.6	53.5	222.4	265.3	EBITDA/营业收入	-3.3%	-0.8%	0.2%	2.6%	2.4%
						EBIT/营业收入	-5.3%	-4.4%	-1.6%	0.8%	0.8%
						运营效率					
资产负债表	2012	2013	2014E	2015E	2016E	固定资产周转天数	82	142	65	56	47
货币资金	6,124.7	6,155.6	3,082.8	3,177.3	3,653.7	流动营业资本周转天数	-87	-119	42	67	81
交易性金融资产	22.9	69.2	37.4	43.2	49.9	流动资产周转天数	500	800	474	404	387
应收帐款	1,039.0	732.1	1,010.4	925.9	1,442.2	应收帐款周转天数	53	77	35	34	35
应收票据	3.5	9.2	289.5	63.2	134.4	存货周转天数	57	93	157	143	131
预付帐款	503.9	1,644.8	661.0	1,765.8	2,330.5	总资产周转天数	643	1,000	563	493	462
存货	506.1	1,650.0	6,143.6	2,033.8	6,835.4	投资资本周转天数	11	22	105	128	131
其他流动资产	144.7	108.0	1,900.0	1,900.0	1,900.0	投资回报率					
可供出售金融资产	270.0	29.1	179.1	159.4	122.5	ROE	0.4%	0.4%	1.0%	4.6%	2.9%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	0.2%	0.1%	0.3%	1.7%	1.4%
长期股权投资	43.9	44.8	44.8	44.8	44.8	ROIC	-195.2%	-38.0%	-40.8%	1.2%	3.0%
投资性房地产	30.3	29.6	29.6	29.6	29.6	费用率					
固定资产	1,660.4	1,618.9	1,598.7	1,593.3	1,571.8	销售费用率	0.1%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%
在建工程	61.2	24.7	194.8	236.9	232.1	管理费用率	6.1%	11.6%	8.0%	6.0%	6.0%
无形资产	356.4	367.2	355.2	343.2	331.2	财务费用率	-1.6%	-2.9%	-0.4%	-0.4%	-0.7%
其他非流动资产	-	-	-	-	-	三费/营业收入	4.6%	8.9%	7.8%	5.8%	5.4%
资产总额	10,862.1	12,600.4	15,620.5	12,416.3	18,779.6	偿债能力					
短期债务	92.2	46.1	-	-	642.5	资产负债率	60.9%	68.9%	65.9%	62.2%	52.6%
应付帐款	1,272.4	1,425.7	2,678.6	2,751.2	2,416.0	负权益比	155.8%	221.8%	193.6%	164.3%	110.8%
应付票据	591.5	616.4	536.5	782.4	910.5	流动比率	1.70	1.68	1.74	1.40	1.79
其他流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	1.60	1.41	0.93	1.12	1.04
长期借款	1,413.6	1,888.4	2,094.7	-	-	利息保障倍数	3.39	1.53	4.23	-2.22	-1.15
其他非流动负债	-	-	-	-	-	分红指标					
负债总额	6,615.5	8,684.3	10,300.8	7,718.2	9,872.5	DPS(元)	0.07	0.01	0.14	0.79	0.62
少数股东权益	101.5	12.5	10.4	1.8	-8.4	分红比率	749.5%	75.7%	275.1%	366.8%	239.2%
股本	643.1	643.1	1,030.6	1,030.6	1,030.6	股息收益率	0.4%	0.1%	0.8%	4.6%	3.6%
留存收益	3,502.0	3,259.5	4,278.7	3,665.7	7,884.9						
股东权益	4,246.6	3,916.1	5,319.7	4,698.1	8,907.1						
						业绩和估值指标					
现金流量表	2012	2013	2014E	2015E	2016E	EPS(元)	0.01	0.01	0.05	0.22	0.26
净利润	18.6	15.5	53.5	222.4	265.3	BVPS(元)	4.02	3.79	5.15	4.56	8.65
加:折旧和摊销	131.6	150.4	162.1	175.3	188.3	PE(X)	1,713.0	1,713.0	342.6	77.9	65.9
资产减值准备	411.6	218.5	-	-	-	PB(X)	4.3	4.5	3.3	3.8	2.0
公允价值变动损失	-3.6	-46.6	-31.3	5.5	6.8	P/FCF	-41.8	85.7	-4.1	19.0	-5.1
财务费用	-98.5	-134.8	-33.1	-39.2	-86.1	P/S	2.8	4.2	2.0	1.7	1.5
投资损失	-33.7	-202.5	-202.5	-202.5	-202.5	EV/EBITDA	-19.3	-215.2	781.6	58.1	53.4
少数股东损益	8.3	1.9	-2.1	-8.6	-10.2	CAGR(%)	125.7%	154.4%	-53.8%	125.7%	154.4%
营运资金的变动	-1,282.3	1,413.3	-4,605.4	2,748.6	-4,386.5	PEG	13.6	11.1	-6.4	0.6	0.4
经营活动产生现金流量	-147.7	-277.4	-4,658.8	2,901.5	-4,224.9	ROIC/WACC	-20.2	-3.9	-4.2	0.1	0.3
投资活动产生现金流量	1,244.5	313.5	-183.9	10.6	75.9	REP	-0.8	-7.7	-0.8	51.5	7.3
融资活动产生现金流量	-303.9	81.9	1,769.9	-2,817.6	4,625.4						

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

邹润芳、王书伟分别声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮编： 200123

北京市

地址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编： 100034

