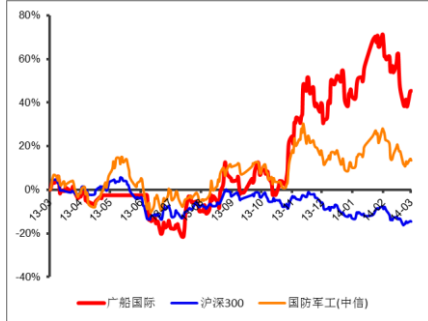


国防军工

2014 年 年报点评

2014 年 3 月 19 日

一年内公司股价与有关指数走势对比



分析师：刘小勇

执业证书编号：S0760511010019

Tel: 010-82190395

E-mail: liuxiaoyong@sxzq.com

研究助理：高志伟

Tel: 010-82190300

联系人：

张小玲

电话：0351-8686990

Email: zhangxiaoling@sxzq.com

孟军：

Tel: 010-82190365

Email: mengjun@sxzq.com

地址：太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话：0351-8686986

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

广船国际 (600685)

归属扣非净利大降 2014 为拐点概率大

首次

增持

公司研究/点评报告

事件：

据公司年报， 报告期公司实现营业收入、归属净利润、稀释每股收益分别为 4166.07 百万元、13.60 百万元、0.0211 元，分别同比增加-35.15%、31.68%、31.06%，归属扣非净利润为-226.01 百万元，同比减少 187.59 百万元。

点评：

➢ 2013 年主营业务收入同比下降 35.59%，主要原因在于造船业务收入大降。

报告期公司主营业务收入 4086.26 百万元，同比下降 35.59%。分业务来看，造船业务、钢结构工程、机电产品及其他业务收入分别为 3084.02 百万元、438.55 百万元、563.96 百万元，收入分别同比增加-41.46%、-15.06%、0.70%，造船业务收入大幅下降是主营业务收入降幅较大的主要原因。2013 年公司造船完工 49.87 万载重吨，2014 年计划完工 187 万综合吨，造船业务收入将有很大幅度增加，主营业务收入也将大幅增加。

➢ 综合毛利率同比下降 0.6 个百分点，主要因为造船业务毛利率下降。报告

期公司综合毛利率 6.33%，同比下降 0.6 个百分点。分业务来看，造船业务、钢结构工程、机电产品及其他毛利率分别为 5.32%、10.19%、8.83%，分别同比提高-0.82 个、1.36 个、-3.79 个百分点。虽然机电产品及其他毛利率降幅最大，但由于造船业务收入占比远大于机电产品及其他业务，导致毛利率下降的主要原因还是造船业务毛利率的下降，钢结构毛利率同比提高 1.36 个百分点是难得的亮色。由于新船订单价格曾持续下降，预计 2014 年造船业务毛利率呈下降趋势，综合毛利率也将下降。

➢ 三项费用总和同比增加 26.91%，主要是因为管理费用中的研发费用增长较

多。报告期公三项费用合计 372.41 百万元，同比增加 26.91%。分解来看，销售费用、管理费用、财务费用分别为 7.40 百万元、484.45 百万元、-119.43 百万元，同比分别增加 97.74%、23.90%、-17.92%，管理费用的增加是三项费用总和增加 26.91%的主要原因。管理费用中，研究与开发费用同比增加 70.11 百万元，是管理费用增加的最主要原因，若扣除新增的研发费用，管理费用同

比增加 5.89%。研发费用的增加从长远来看有利于公司发展，由于公司继续开发新产品，预计 2014 年研发费用继续增加，同时职工薪酬呈上升趋势，预计管理费用同比将继续增加。

➤ **收购龙穴造船后存搬迁预期。**公司收购的龙穴造船厂年造船能力 350 万吨，数倍于公司本部造船能力，完全可以满足公司造船需求。而公司本部造船厂，位于市区繁华地段，在龙穴造船能力满足需求的情况下，已无继续存在的必要，也不符合城市发展的规划，未来将会从广州市区搬迁，仅保留行政等少数部门。公司搬迁将从搬迁中获益，由于厂区周边地价较高，公司预计将受益较大。

### 投资建议：

**2014 年很可能是公司业绩拐点，首次给予“增持”评级。**预计公司 2014/2015 年 EPS 分别为 0.25 元、0.29 元，对应 19 日 PE 分别为 67 倍、58 倍，估值较高，我们认为目前的估值已将厂区搬迁预期反映出来，首次给予“增持”评级。

### 风险提示：

新船订单能否持续增加

盈利预测：

单位：百万元

	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E
营业收入	8,296.43	6,424.08	4,166.07	10,981.51	12,493.08
同比增长率	18.28%	-22.57%	-35.15%	163.59%	13.76%
营业总成本	7,949.75	6,703.23	4,478.48	11,069.45	12,580.26
营业成本	7,369.72	5,970.86	3,867.57	10,352.97	11,784.59
毛利率	11.17%	7.06%	7.17%	5.72%	5.67%
营业税金及附加	48.44	27.36	20.01	46.77	60.01
销售费用	25.82	3.74	7.40	27.45	37.48
管理费用	402.92	391.00	484.45	518.36	557.24
财务费用	-238.57	-101.28	-119.43	-150.65	-171.39
资产减值损失	341.41	411.55	218.49	274.54	312.33
其他经营收益	47.08	37.28	249.04	180.02	204.79
营业利润	393.77	-241.87	-63.36	92.08	117.61
加：营业外收入	214.76	271.89	92.82	219.63	237.37
减：营业外支出	1.93	2.48	1.38	6.93	7.49
利润总额	606.59	27.54	28.08	304.78	347.49
减：所得税	84.00	8.91	12.54	43.54	49.64
净利润	522.59	18.62	15.54	261.24	297.85
减：少数股东损益	4.26	8.29	1.94	3.38	3.85
归属净利润	518.33	10.33	13.60	257.86	294.00
同比增长率	-26.76%	-98.01%	31.66%	1796.06%	14.01%
稀释每股收益	0.81	0.02	0.0211	0.2535	0.2890

### 投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上  
增持： 相对强于市场表现 5~20%  
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动  
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现  
中性： 行业与整体市场表现基本持平  
看淡： 行业弱于整体市场表现

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。