

造船主业平稳，毛利率有所回升

广船国际 2010 年一季报点评

报告关键点:

- 公司1-3月份的经营情况平稳。
- 钢材价格较低导致毛利率回升。
- 维持25元的目标价和“中性-A”的投资评级。

报告摘要:

- 公司2010年1-3月份实现主营业务收入14.96亿元，基本与去年同期持平，归属母公司净利润1.59亿元，每股收益0.32元，增幅23%，符合预期。
- 1-3月份公司造船业务交船3艘，下水4艘，开工3艘，生产节拍正常。造船业务收入为13.61亿元，同比增长2.18%，毛利率为14.88%，较去年同期增加了1.79个百分点。公司手持造船合同51艘，217.94万载重吨，基于公司在手订单情况，我们估计2010年造船业务收入约为67亿元，增幅约18%。
- 1-3月份，公司机电产品业务销售剪压床80台、电梯100台，业务收入为8333万元，同比增加70.30%，主要是受益于剪压床及电梯产品市场回暖。我们估计2010年该业务收入在3亿元左右，与2009年相比增长10%。
- 1-3月份钢结构业务收入为3265万元，同比下降65.59%，主要是因为业务订单不足，钢结构业务毛利率为15.54%，毛利率水平还是较为理想。
- 1-3月份钢材价格较低，公司的毛利率水平为15.49%，同比增加2.2个百分点。下半年钢材价格可能上升，我们估计全年毛利率水平在13%左右。
- 1-3月份公司营业利润1.69亿元，同比增长10%，由于营业外收入增加1916万元，利润总额增长23%。
- 我们预测2010-2012年公司主营业务收入分别为76、86、92亿元，对应EPS为1.29、1.48、1.58元。按照2010年20倍PE对其估值，未来3个月的合理价格为25元，4月23日收盘价22.75元，维持“中性-A”投资评级。

评级:
中性-A

上次评级: 中性-A

目标价格: 25.00 元

期限: 3个月 上次预测: 25.00 元

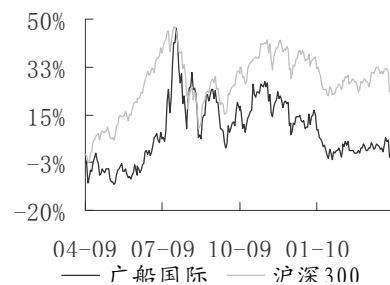
现价: 22.75 元

报告日期: 2010-04-22

市场数据

总市值(百万元)	11,253.91
流通市值(百万元)	7,673.11
总股本(百万股)	494.68
流通股本(百万股)	337.28
12个月最高/最低	19.81/35.16 元
十大流通股东(%)	69.77%
股东户数	71,700

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(1.39)	(2.38)	(25.54)
绝对收益	(4.45)	(7.27)	(1.27)

研究员

张仲杰 高级行业分析师

 021-68767839 zhangzj@essence.com.cn
 执业证书编号 S1450209100287

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	6,984.1	6,553.4	7,608.7	8,642.9	9,210.3
Growth(%)	17.3%	-6.2%	16.1%	13.6%	6.6%
净利润	820.4	515.0	640.0	732.7	781.0
Growth(%)	-12.8%	-37.2%	24.3%	14.5%	6.6%
毛利率(%)	13.1%	12.1%	12.8%	13.1%	13.0%
净利润率(%)	11.7%	7.9%	8.4%	8.5%	8.5%
每股收益(元)	1.66	1.04	1.29	1.48	1.58
每股净资产(元)	5.55	6.41	7.70	9.18	10.76
市盈率	13.7	21.9	17.6	15.4	14.4
市净率	4.1	3.6	3.0	2.5	2.1
净资产收益率(%)	29.6%	16.0%	16.6%	16.0%	14.5%
ROIC(%)	-16.9%	-18.4%	-58.4%	-25.3%	-24.3%
EV/EBITDA	1.7	16.7	6.5	4.5	2.8
股息收益率	2.2%	2.0%	0.0%	0.0%	0.0%

前期研究成果

广船国际: 发展动态值得关注
2010-04-01

广船国际: 09年三季报点评
2009-10-28

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-4-22

利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	6,984.1	6,553.4	7,608.7	8,642.9	9,210.3	成长性					
减: 营业成本	6,070.5	5,757.8	6,635.1	7,515.0	8,009.0	营业收入增长率	17.3%	-6.2%	16.1%	13.6%	6.6%
营业税费	22.3	31.9	38.0	43.2	46.1	营业利润增长率	-22.7%	-36.6%	28.0%	15.8%	7.1%
销售费用	49.9	37.9	44.1	50.1	53.4	净利润增长率	-12.8%	-37.2%	24.3%	14.5%	6.6%
管理费用	282.5	314.0	364.5	414.0	441.2	EBITDA 增长率	-35.5%	-21.0%	37.1%	14.8%	6.2%
财务费用	-288.6	-122.9	-50.6	-67.0	-83.7	EBIT 增长率	-40.7%	-26.0%	53.4%	14.5%	5.5%
资产减值损失	-4.0	23.0	1.1	0.8	0.2	NOPLAT 增长率	-32.1%	-27.9%	51.9%	13.2%	5.1%
加: 公允价值变动收益	-130.5	-88.2	0.0	-	-	投资资本增长率	-33.5%	-52.2%	161.0%	9.6%	14.9%
投资和汇兑收益	136.7	120.3	120.0	120.0	120.0	净资产增长率	12.5%	14.6%	19.9%	19.0%	17.0%
营业利润	857.7	543.9	696.5	806.8	864.2	利润率					
加: 营业外净收支	63.6	69.7	65.0	65.0	65.0	毛利率	13.1%	12.1%	12.8%	13.1%	13.0%
利润总额	921.3	613.7	761.5	871.8	929.2	营业利润率	12.3%	8.3%	9.2%	9.3%	9.4%
减: 所得税	81.1	92.9	114.2	130.8	139.4	净利润率	11.7%	7.9%	8.4%	8.5%	8.5%
净利润	820.4	515.0	640.0	732.7	781.0	EBITDA/营业收入	9.6%	8.1%	9.6%	9.7%	9.7%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	8.1%	6.4%	8.5%	8.6%	8.5%
货币资金	6,132.6	5,452.2	6,299.7	7,298.9	8,528.4	运营效率					
交易性金融资产	157.4	64.0	64.0	64.0	64.0	固定资产周转天数	49	61	64	63	63
应收帐款	584.5	450.1	531.6	603.8	643.5	流动营业资本周转天数	-193	-161	-165	-195	-200
应收票据	-	0.3	0.4	0.5	0.5	流动资产周转天数	459	448	389	386	403
预付帐款	486.9	299.1	86.8	-176.2	-496.6	应收帐款周转天数	18	20	17	18	18
存货	1,115.7	1,354.5	1,549.3	1,632.3	1,652.6	存货周转天数	54	68	69	67	65
其他流动资产	142.3	82.3	228.5	371.7	450.3	总资产周转天数	549	551	492	482	495
可供出售金融资产	185.5	337.4	337.0	337.0	337.0	投资资本周转天数	-140	-88	-88	-118	-124
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	35.6	41.9	42.0	42.0	42.0	ROE	29.6%	16.0%	16.6%	16.0%	14.5%
投资性房地产	94.1	74.4	74.0	74.0	74.0	ROA	8.2%	5.3%	5.9%	6.1%	6.0%
固定资产	965.0	1,252.4	1,448.8	1,584.7	1,662.6	ROIC	-16.9%	-18.4%	-58.4%	-25.3%	-24.3%
在建工程	262.1	295.2	237.1	190.3	150.2	费用率					
无形资产	89.8	88.8	87.6	86.4	85.3	销售费用率	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
其他非流动资产	6.8	12.5	18.1	18.5	18.7	管理费用率	4.0%	4.8%	4.8%	4.8%	4.8%
资产总额	10,258.2	9,805.2	11,004.7	12,127.8	13,212.5	财务费用率	-4.1%	-1.9%	-0.7%	-0.8%	-0.9%
短期债务	478.0	1,465.4	-	-	-	三费/营业收入	0.6%	3.5%	4.7%	4.6%	4.5%
应付帐款	865.5	737.5	854.4	1,008.9	1,141.0	偿债能力					
应付票据	143.7	360.9	418.1	473.5	504.7	资产负债率	72.3%	66.8%	64.5%	61.7%	58.9%
其他流动负债	373.9	218.2	110.8	24.3	-21.7	负债权益比	260.8%	201.1%	181.9%	161.1%	143.1%
长期借款	205.0	-	-	-	-	流动比率	1.22	1.22	1.24	1.31	1.40
其他非流动负债	172.9	212.8	54.4	2.6	10.0	速动比率	1.06	1.00	1.02	1.09	1.18
负债总额	7,415.4	6,548.2	7,100.9	7,482.9	7,777.7	利息保障倍数	-1.97	-3.42	-12.75	-11.04	-9.32
少数股东权益	95.5	88.1	95.4	103.7	112.5	分红指标					
股本	494.7	494.7	494.7	494.7	494.7	DPS(元)	0.50	0.45	-	-	-
留存收益	2,252.7	2,674.2	3,313.8	4,046.6	4,827.5	分红比率	30.1%	43.2%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	2,842.9	3,257.0	3,903.9	4,644.9	5,434.7	股息收益率	2.2%	2.0%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	840.2	520.8	640.0	732.7	781.0	EPS(元)	1.66	1.04	1.29	1.48	1.58
加: 折旧和摊销	104.5	110.9	83.4	97.7	109.1	BVPS(元)	5.55	6.41	7.70	9.18	10.76
资产减值准备	-4.0	23.0	1.1	0.8	0.2	PE(X)	13.7	21.9	17.6	15.4	14.4
公允价值变动损失	130.5	88.2	0.0	-	-	PB(X)	4.1	3.6	3.0	2.5	2.1
财务费用	-150.4	-288.3	-122.9	-50.6	-67.0	P/FCF	-15.0	-20.8	13.4	11.4	9.2
投资收益	-136.7	-120.3	-120.0	-120.0	-120.0	P/S	1.6	1.7	1.5	1.3	1.2
少数股东损益	19.8	5.9	7.2	8.3	8.8	EV/EBITDA	1.7	16.7	6.5	4.5	2.8
营运资金的变动	-1,550.1	-1,786.1	1,807.5	345.7	476.4	CAGR(%)	-4.1%	14.9%	9.5%	7.1%	7.7%
经营活动产生现金流量	-195.3	-464.9	2,368.6	998.2	1,171.8	PEG	-3.3	1.5	1.8	2.1	1.9
投资活动产生现金流量	-760.6	-267.3	-105.8	-66.0	-26.0	ROIC/WACC	-1.7	-1.9	-5.9	-2.6	-2.4
融资活动产生现金流量	-681.9	-197.4	-1,415.8	67.0	83.7	REP	0.3	4.6	0.3	0.5	0.3

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

张仲杰，机械行业高级分析师，工程师，经济学硕士，曾获 2008 年《新财富》最佳分析师评选机械行业小组第一名，9 年机械行业工作经验，10 年证券从业经历，2009 年 8 月加盟安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

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；

销售联系人

朱贤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-67865293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	南方	上海联系人
021-68766067	liangtao@essences.com.cn	021-68765206	nanfang@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
潘琳	深圳联系人	王远洋	深圳联系人
0755-82558268	panlin@essence.com.cn	0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人	刘欢	深圳联系人
0755-82558084	ligr@essence.com.cn	0755-82558069	liuhuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

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

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: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编: 100034