



东兴证券
DONGXING SECURITIES

军工央企混改典范，两船合并预期强化

——中国重工（601989）事件点评

2017年11月7日

推荐/维持

中国重工

事件点评

陆洲

分析师

执业证书编号：S1480517080001

luzhou@dxzq.net.cn 010-66554142

事件：

中国重工 11 月 4 日发布发行股份购买资产暨关联交易报告书（修订稿），拟以 5.78 元/股，向中国信达、中国东方、国风投资基金、国调基金、中国人寿、华宝投资、招商平安和国华基金等 8 名交易方合计发行 37.99 亿股，作价 219.63 亿元收购大连船舶重工集团有限公司（下称“大船重工”）42.99% 股权和武昌船舶重工集团有限公司（下称“武船重工”）36.15% 股权，公司将于 11 月 6 日复牌。

观点：

- **债转股+股权上移，军工央企混改新模式：**根据11月4日修订稿，公司拟通过发行股份形式，购买中国信达、中国东方、国风投资基金、结构调整基金、中国人寿、华宝投资、招商平安和国华基金等8名交易对方合计持有的大船重工42.99%股权和武船重工36.15%股权，交易标的资产的评估值为219.63亿元，发行价格为5.78元/股，8名交易对方取得的对价股份自发行完成之日起36个月内不得转让，交易尚需取得国资委、股东大会以及证监会的审批或核准。此次中国重工引入8家新股东，开启军工央企混改新模式。公司债转股的操作流程或主要包括如下五个步骤：第一步，引入一般合伙人或者有限合伙人（引入中国信达等8家股东）；第二步，债权转移，基金以债权或者现金的形式对于子公司形成注资，用于偿还贷款（公司8月16日公告显示，拟引入八名投资人以债权或现金的方式对上市公司全资子公司大船重工、武船重工增资，其中中国信达资产、中国东方资产以债权方式增资，标的公司所获现金增资用于偿还债务）；第三步，债股转换，按照定价将对公司的债权转换为公司股权，（公司8月16日公告显示，中国信达资产、中国东方资产分别与中国重工签署《债转股协议》，8家投资人增资完成后每一投资人持有标的公司的持股比例=该投资人出资金额/（投资人出资总金额+中国重工股权评估值））；第四步，上市公司实现股权多元化（公司10月27日公告显示，上市公司通过向8家投资人发行股份购买资产，信达资产等机构的持股结构上移）；第五步，通过二级市场或协议转让形式退出（8家新投资人均为国家队，且为中船重工的一致行动人）。
- **促进母子公司协同发展，合并口径盈利水平有望提高：**大船重工和武船重工是我国航母、驱逐舰、护卫舰、常规潜艇、民用船舶及海洋工程装备制造骨干企业，也是中国重工的重要子公司，通过本次发行股份购买资产，中国重工实现了对大船重工和武船重工的全资控股，有利于进一步增强中国重工对子公司的控制力，有利于提升经营效率促进子公司与母公司协调发展，进而增强中国重工的持续盈利能力。财务方面，本次交易系中国重工收购控股子公司大船重工和武船重工的少数股东权益，交易前后中国重工的合并财务报表范围未发生变化，但大船重工和武船重工的净资产及经营业绩计入归属于上市公司股东的所有者权益和净利润的比例将提升。实施市场化债转股可以帮助企业降本增效，进一步优化融资结构。上市公司资产负债率有望从69%左右下降至58%左右，有息负债减少后，利息支出有望节约数亿元。此

外, 截止至2016年年底, 大船重工和武船重工截止至2016年年底资产负债率分别为79.04%和82.16%, 股东增资后截止至8月底的资产负债率分别为68.75%和72.55%。未来大船重工和武船重工经营业绩的改善以及减轻财务负担效用体现, 有助于提升归属于上市公司股东的净资产和净利润规模, 提高归属于上市公司股东的每股净利润和股东回报水平。

- **公司军品占比提升, 民船行业静待复苏:** 今年1-9月, 上市公司实现营收258.96亿元, (-23.13%), 实现归属于上市公司股东净利润11.05亿元 (+22.85%), 归属于上市公司股东扣非后净利润-8216万元 (-158.02%)。营收下滑主要系公司下属控股子公司大船海工与山造重工鉴于海洋石油钻井平台建造合同终止的情况, 冲减报告期内海工营业收入48.37亿元, 冲减营业成本46.84亿元所致, 海洋工程业务目前处于冰点, 有弃单情况, 预计两年内难有起色。而归母净利润同比上升, 主要系本公司下属部分全资子公司亏损金额较上年同期增幅较大, 相应少数股东承担的亏损额同比增幅较大所致。今年1-9月毛利率为11.54%, 同比增加2.56个百分点, 主要系报告期毛利率较高的军工产品占营业收入的比重增幅较大所致。公司今年上半年新承接大量军品订单, 截止至2017年6月底, 军工军贸与海洋经济产业手持订单为1034.91亿元 (+6.28%), 占比76.63%, 较2016年底提升3.20个百分点, 我们预计, 2018年军品增速有望达到30-35%。民船行业仍处于深度调整期, 2017年上半年, 全球经济增速有所回升, 海运贸易需求略有增长, 但航运、造船双过剩的局面决定了新船订单量的疲软, 国际原油价格的持续低位徘徊也使得手持大量海工订单的船厂雪上加霜, 全球船舶工业的调整仍在继续。克拉克松数据显示, 由于韩国造船业新接订单量大幅上升, 带动全球新船成交量止跌回升, 但全球船企手持订单量同比下滑32%, 比2016年底下滑约17%。根据中国船舶工业行业协会公布的数据, 2017年上半年, 全国造船完工2654万载重吨, 同比增长57.4%; 承接新船订单1151万载重吨, 同比下降29%; 6月底, 手持船舶订单8284万载重吨, 同比下降30.5%, 比2016年底下降16.8%。预计2017年, 我国造船完工量约4000万载重吨, 新承接船舶订单量有望比上年增长, 年底手持船舶订单将下降到7000万载重吨左右。

结论:

我们认为, 公司开创了军工央企市场化债转股的先河, 具有标杆意义, 混改落地也将强化两船合并的预期。同时, 公司作为海洋防务装备的总装供应商, 长期将受益于海军建设的景气度提升。不考虑资产收购, 预计17-19年收入分别为469.93亿元、478.51亿元、536.90亿元, 归母净利润分别为6.84亿元、6.96亿元、8.88亿元, EPS分别为0.04元、0.04元、0.05元, 对应PE分别为173X、170X、133X。维持公司“推荐”评级。

风险提示:

军品交付慢于预期; 民船市场持续低迷。

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	150833	125908	111168	113890	127026	营业收入	59811	52064	46993	47851	53690
货币资金	71073	57206	51692	52637	59059	营业成本	56228	47755	42939	44200	49299
应收账款	19420	10904	9842	10022	11245	营业税金及附加	219	335	302	308	345
其他应收款	946	713	643	655	735	营业费用	833	457	413	420	495
预付款项	9896	8500	8929	9371	9864	管理费用	4795	3762	3396	3458	3880
存货	44140	40776	35293	36329	40520	财务费用	106	-174	664	170	118
其他流动资产	2013	4117	3610	3696	4280	资产减值损失	2017.3	805.03	1000.0	1000.0	1000.0
非流动资产合计	56805	58375	52233	48466	44537	公允价值变动收益	-13.94	-15.48	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	564	6841	6841	6841	6841	投资净收益	825.72	1515.7	1515.7	1515.7	1515.7
固定资产	37327	33576	36531	33304	29653	营业利润	-3576	624	-205	-189	68
无形资产	6504	5863	5400	4883	4418	营业外收入	1057.9	515.61	500.00	500.00	500.00
其他非流动资产	894	729	0	0	0	营业外支出	412.89	45.63	50.00	50.00	50.00
资产总计	207638	184283	163401	162356	171563	利润总额	-2931	1094	245	261	518
流动负债合计	109828	95359	78388	76765	86117	所得税	317	1057	61	65	129
短期借款	16556	18513	4965	737	4198	净利润	-3248	37	184	196	388
应付账款	32064	33873	29410	30274	33767	少数股东损益	-627	-661	-500	-500	-500
预收款项	28307	16305	18185	20099	22247	归属母公司净利润	-2621	698	684	696	888
一年内到期的非流	20294	18815	18815	18815	18815	EBITDA	5182	8333	4658	4172	4326
非流动负债合计	39399	31318	26037	26837	26837	BPS (元)	-0.14	0.04	0.04	0.04	0.05
长期借款	29517	23585	24385	25185	25185	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	
负债合计	149227	126676	104425	103602	112954	成长能力					
少数股东权益	1410	1037	537	37	-463	营业收入增长	-1.90%	-12.95%	-9.74%	1.83%	12.20%
实收资本(或股本)	18362	18362	19080	19080	19080	营业利润增长	-282.58	-117.45	-132.88	-8.02%	#####
资本公积	24479	23426	24304	24304	24304	归属于母公司净利润	-2.06%	1.81%	-2.06%	1.81%	27.62%
未分配利润	12916	13245	13348	13452	13585	获利能力					
归属母公司股东权	57001	56570	58577	58855	59210	毛利率(%)	5.99%	8.28%	8.63%	7.63%	8.18%
负债和所有者权	207638	184283	163401	162356	171563	净利率(%)	-5.43%	0.07%	0.39%	0.41%	0.72%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	14.15%	-1.26%	0.38%	0.42%	0.43%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)	-4.60%	1.23%	1.17%	1.18%	1.50%
经营活动现金流	-612	-3123	7515	4915	3351	偿债能力					
净利润	-3248	37	184	196	388	资产负债率(%)	72%	69%	64%	64%	66%
折旧摊销	8652.11	7883.3	0.00	3651.2	3651.2	流动比率	1.37	1.32	1.42	1.48	1.48
财务费用	106	-174	664	170	118	速动比率	0.97	0.89	0.97	1.01	1.00
应收账款减少	0	0	1062	-180	-1223	营运能力					
预收帐款增加	0	0	1880	1914	2148	总资产周转率	0.29	0.27	0.27	0.29	0.32
投资活动现金流	-28587	-4419	4576	45	262	应收账款周转率	3	3	5	5	5
公允价值变动收益	-14	-15	0	0	0	应付账款周转率	1.78	1.58	1.49	1.60	1.68
长期股权投资减少	0	0	1238	0	0	每股指标(元)					
投资收益	826	1516	1516	1516	1516	每股收益(最新摊薄)	-0.14	0.04	0.04	0.04	0.05
筹资活动现金流	1993	-1095	-17605	-4015	2809	每股净现金流(最新)	-1.48	-0.47	-0.29	0.05	0.34
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	3.10	3.08	3.07	3.08	3.10
长期借款增加	0	0	800	800	0	估值比率					
普通股增加	0	0	718	0	0	P/E	-44.36	163.42	173.32	170.24	133.40
资本公积增加	646	-1053	878	0	0	P/B	2.00	2.02	2.02	2.01	2.00
现金净增加额	-27206	-8637	-5514	945	6422	EV/EBITDA	21.10	14.13	24.68	26.50	24.88

资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

分析师简介

陆洲

北京大学硕士, 军工行业首席分析师。曾任中国证券报记者, 历任光大证券、平安证券、国金证券研究所军工行业首席分析师, 华商基金研究部工业品研究组组长, 2017年加盟东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写,东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料,我对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易,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。本报告版权仅为我公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发,需注明出处为东兴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用,未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导,本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。