中船防务（600685.SH）

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

受益于航母战斗群建设+国企改革双提速

投资评级：买入（首次）

2016 年 1 月 3 日

机械行业首席分析师 陈显帆
执业资格证书号码： S0600515090001
chenxf@dwzq.com.cn

联系人 石炯
18589055095
shijiong@dwzq.com.cn

分析师 黄海方
执业资格证书号码：S0600511010016
huanghf@dwzq.com.cn

分析师 周尔双
执业资格证书号码：S0600515110002
zhouersh@dwzq.com.cn

事件: 2015 年 12 月 31 日，国防部发言人杨宇军证实我国正启动第 2 艘航母研制工作，目前正在大连建造，航母将完全由我国自主研制，排水量 5 吨；

投资要点

- **远洋战略坚定，第2艘航母启动提速编队建设，利好军船业务；**南海争端加剧，中国海军战略近年由“近海防御”转型为“近海防御与远海护卫型结合”，中国海军走向远海成为常态，2015年中国海军共有21艘大型主要军舰交付使用，海军进入快速发展期。第2艘航母的启动研制将再次提速航母战斗群舰队的建设，国产航母战斗群基本配置：60架各型号舰载机+4艘052D+4艘054A+2艘093A潜艇+1艘4万吨级快速战斗支援舰，整体市场空间在1000亿+。我们保守预计到2020年若中国建成2个航母战斗群，则未来5年年均至少可为军船行业贡献250亿收入，若满足多海域作战、建成3-6个航母战斗群则年均可为军船行业贡献370-750亿收入，公司黄浦军船业务有望受益高成长。
- **定位于南船防务运作平台，国改提速加快军品证券化进程。**公司2015年由“广船国际”改名为“中船防务”，体现了集团对公司防务资产整合平台的规划定位。公司去年成功收购黄浦文冲开始向涉足军船业务，集团目前非上市的核心防务资产还包括江南造船集团、沪东中华造船集团。截止2015年3月31日，江南造船集团总资产239.31亿元，净资产40.09亿元，2015 年1-3营业17.50亿元，净利0.84亿元；沪东中华造船集团总资产421.49亿元，净资产25.22亿元，2015年1-3月营收41.10亿元，净利润0.01亿元。我们保守估计江南造船集团与沪东中华造船集团估值200亿。
- **公司将受益于“一带一路”和自贸区建设。**“一带一路”建设依赖海上交通工具和军事力量。整合黄埔文冲以后，公司将成为华南地区最大造船基地和军舰建造维修基地，对南海防务起着重要作用。龙穴造船和黄埔文冲龙穴厂区均紧邻广东南沙自贸区的龙穴岛作业区， 该区块将着重发展国际航运，公司未来将受益于南沙自贸区建设。
- **《金融业支持船舶工业转型升级的指导意见》已出台，将持续推进民船行业转型升级。**我国民船行业集中度较低，行业低端产能过剩。“意见”将对行业“白名单”船企进行重点扶持，引导民船行业加速洗牌。公司作为大型重点民船国企将受益明显。
- **盈利预测与投资建议**

  预计 2015-17 年 EPS 为 0.27/0.25/0.43，对应 PE 147/156/92X。航母战斗群加速建设将持续拉动公司军船业务高成长，国改提速将加快集团优质资质注入整合，公司市值仍有较大空间、未来将对标中国重工，我们首次予以“买入”评级。
- **风险提示：**集团资本运作低于预期；民船复苏低于预期。

行业走势

市场数据

收盘价（元）	39.69
一年最高价/最低价	78.5/ 29.7
市净率	5.64
流通 A 股市值（百万元）	17402

基础数据

每股净资产（元）	7.03
资产负债率（%）	80%
总股本（百万股）	1414
流通 A 股（百万股）	438

相关研究

中船防务深度：2014 年启航，2015 年扬帆——将成沪港军工第一股、混合所有制典范 2015.1.9
中船防务点评:“启航”项目重组方案获有条件过会，期待 2015 年出海“扬帆” 2015.2.3
中船防务点评：改名“中船海洋与防务装备股份有限公司”，南船防务装备资本运作平台 2015.3.8

请务必阅读正文之后的免责声明部分

资产负债表 单位：百万元

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	14855	38314	43083	46213
现金	8169	16730	19072	20312
应收账款	502	2354	2707	2978
其他应收款	298	459	528	580
预付账款	1476	4613	5112	5502
存货	4244	13838	15337	16507
其他流动资产	167	320	327	333
非流动资产	8815	14498	15688	15966
长期投资	48	77	77	77
固定资产	6472	10322	11463	11702
无形资产	1248	1278	1308	1338
其他非流动资产	1047	2821	2840	2849
资产总计	23670	52812	58771	62179
流动负债	14272	36192	40758	43561
短期借款	4043	11295	14245	15793
应付账款	2404	8072	8946	9629
其他流动负债	7825	16825	17566	18138
非流动负债	3726	4716	4753	4750
长期借款	3256	3256	3256	3256
其他非流动负债	469	1460	1497	1494
负债合计	17998	40909	45511	48310
少数股东权益	43	41	39	35
股本	1031	1414	1414	1414
资本公积	3320	6868	6868	6868
留存收益	1277	1660	2019	2631
归母权益	5629	9942	10222	10834
负债和股东权益	23670	50892	55771	59179

现金流量表 单位：百万元

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	855	-706	1022	1615
净利润	150	380	357	608
折旧摊销	426	645	872	984
财务费用	128	412	568	662
投资损失	-395	-27	0	0
营运资金变动	634	-288	-820	-642
其他经营现金流	-87	-1828	45	3
投资活动现金流	-162	-4642	-2062	-1262
资本支出	443	4500	2000	1200
长期投资	-563	41	0	0
其他投资现金流	-282	-101	-62	-62
筹资活动现金流	-204	11909	2382	887
短期借款	1302	7253	2950	1548
长期借款	-2687	0	0	0
普通股增加	387	383	0	0
资本公积增加	1182	3548	0	0
其他筹资现金流	-388	725	-568	-662
现金净增加额	517	6561	1342	1240

利润表 单位：百万元

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	9531	23900	27485	30234
营业成本	9631	23064	25561	27512
营业税金附加	22	24	27	30
营业费用	34	167	179	181
管理费用	740	1434	1429	1542
财务费用	128	412	568	662
资产减值损失	12	280	0	0
公允变动损益	-113	-80	0	0
投资净收益	395	27	0	0
营业利润	-753	-1534	-279	306
营业外收入	813	1976	694	400
营业外支出	1	2	0	0
利润总额	59	441	415	706
所得税	-91	61	57	97
净利润	150	380	357	608
少数股东损益	-1	-2	-2	-3
归属母公司净利润	151	382	359	612
EBITDA	-199	-477	1161	1951
EPS（元）	0.15	0.27	0.25	0.43

主要财务比率

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
成长能力				
营业收入	63.2%	150.8%	15.0%	10.0%
营业利润	-219.3%	-303.8%	-118.2%	9.6%
归母公司净利润	-30.7%	152.2%	-6.0%	70.3%
获利能力				
毛利率(%)	-1.1%	3.5%	7.0%	9.0%
净利率(%)	20.4%	1.6%	1.6%	1.3%
ROE(%)	2.7%	3.8%	3.5%	5.6%
ROIC(%)	-28.6%	-9.6%	2.1%	6.4%
偿债能力				
资产负债率(%)	76.0%	80.4%	81.6%	81.6%
净负债比率(%)	47.65%	40.79%	43.14%	43.85%
流动比率	1.04	1.06	1.06	1.06
速动比率	0.72	0.68	0.68	0.68
营运能力				
总资产周转率	0.42	0.62	0.49	0.50
应收账款周转率	16.14	16.46	10.70	10.48
应付账款周转率	4.63	4.40	3.00	2.96
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.11	0.27	0.25	0.43
每股经营现金流(最新摊薄)	0.61	-0.50	0.72	1.14
每股净资产(最新摊薄)	3.98	7.03	7.23	7.66
估值比率				
P/E	370.32	146.81	156.13	91.69
P/B	9.97	5.64	5.49	5.18
EV/EBITDA	-284	-119	49	29

资料来源：东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： http://www.dwzq.com.cn

公司网址： http://www.gsjq.com.cn