中船防务（600685.SH）年报点评

业绩低于预期，仍看好军船放量+国改提速

投资评级：买入（维持）

事件：公司公告2015年年报，实现营收255亿（+21.25%）、实现归母净利9832万（-76.79%）、扣非归母净利-16亿（上年同期-6亿）、eps0.07元。公司拟向全体股东每10股派现0.3元。

投资要点

- **业绩低于预期，收入增速仍大幅优于行业平均，看好16年成长延续；**公司2015年因并购因素营收增长超预期（+21%）、产销量同比增长40%，大幅优于2015年全球产销量-21%的增速；而业绩低于预期主要因2015年资产减值损失高达3.9亿（+674%），主要行业低迷、造船进度延后等计提了3.71亿（+1310%）的存货跌价损失。分业务看：占比93%的造船（含海工）业务实现营收235亿元（+20.67%），实现产销量276万吨（+40.75%），主要是因注入黄埔文冲核心军工资产提升了造船产能，公司2016年规划新增造船合同293亿元（+27%）、完工交船头（含海工）348万吨（+26%），未来我们预计造船业务仍将保持20%-25%高增长；占比3.5%的钢结构工程实现营收8.7亿元（+116%），主要去年因承接了澳门梦幻城项目，预计16年成长持续；占比1.3%的修船业务实现营收3.25亿元（+68%）主要因本年加改装项目增多。
- **毛利率、期间费用率稳定，优质订单饱满未来高端军民船放量、利润率有望提升。**公司2015年综合毛利率为2.49%，同比-0.34pct；分业务看，造船业务毛利率为1.95%，同比-0.85pct，主要因行业低迷价格下行所致；修船业务毛利率为16.24%，同比+15.66pct，大幅提高公司综合毛利率；钢结构工程毛利率5.82%，同比-2.96pct；机电产品毛利率11.65%，同比11.10pct。2015年销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为0.83%、5.69%、1.32%，同比+0.48pct、-2.07pct、-0.02pct，费用率整体稳定。2015年新增船舶订单230亿，其中军船121亿、民船109亿（50艘），军船、高端民船转型均获得了较好突破，16年利率提升可期。
- **第2艘航母启动提速编队建设，利好军船业务；**第2艘航母启动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，市场空间在1000亿+。保守预计到2020年若中国建成2个航母战斗群，则未来5年年均军船行业市场至少增量250亿，若满足多海域作战、建成3-6个航母战斗群则年均军船市场增量370-750亿，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

2016年3月25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 周尔双
执业资格证书号码：S0600515110002
zhouersh@dwzq.com.cn

联系人 毛新宇
maoxy@dwzq.com.cn

联系人 王皓
wangh@dwzq.com.cn

行业走势

市场数据

收盘价（元）	29.07
一年最高价/最低价	78.5/ 23.13
市净率	4.42
流通A股市值（百万元）	12746

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
中船防务点评：受益于航母战斗群建设+国企改革双提速 2016.1.3

请务必阅读正文之后的免责声明部分

0.01亿元。

- **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 2016-18 年 EPS 为 0.10/0.14/0.35，对应 PE 303/202/83X。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，我们维持“买入”评级。
- **风险提示：**集团资本运作低于预期；军船放量低于预期。

资产负债表 单位：百万元

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	34399	42192	49451	56651
现金	17664	21793	25716	29574
应收账款	1710	1533	1809	2081
其他应收款	694	598	705	811
预付账款	2515	5978	6958	7943
存货	10743	11955	13916	15885
其他流动资产	1072	335	346	357
非流动资产	14597	14898	14904	14752
长期投资	78	77	77	77
固定资产	10534	11049	11157	11042
无形资产	2057	2087	2117	2147
其他非流动资产	1929	1685	1552	1486
资产总计	48996	57090	64355	71403
流动负债	29959	36166	42155	48707
短期借款	6747	10935	14483	18606
应付账款	6735	8966	10437	11914
其他流动负债	16477	16265	17234	18187
非流动负债	8668	8420	8495	8501
长期借款	6691	6691	6691	6691
其他非流动负债	1977	1730	1804	1810
负债合计	38627	44587	50650	57208
少数股东权益	51	50	49	46
股本	1414	1414	1414	1414
资本公积	6868	6868	6868	6868
留存收益	2097	2172	2375	2868
归母权益	10318	10453	10657	11149
负债和股东权益	48996	55090	61355	68403

现金流量表 单位：百万元

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	-1058	-1024	365	752
净利润	104	135	202	490
折旧摊销	730	783	856	914
财务费用	336	507	629	754
投资损失	-2034	-500	-500	-500
营运资金变动	-744	-1099	-906	-920
其他经营现金流	550	-849	83	15
投资活动现金流	193	-578	-362	-262
资本支出	856	1000	800	700
长期投资	-590	0	0	0
其他投资现金流	459	422	438	438
筹资活动现金流	1527	3731	2920	3368
短期借款	-404	4188	3549	4122
长期借款	1070	0	0	0
普通股增加	383	0	0	0
资本公积增加	1446	0	0	0
其他筹资现金流	-968	-457	-629	-754
现金净增加额	891	2129	2923	3857

利润表 单位：百万元

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	25519	31133	36737	42248
营业成本	24821	29888	34790	39713
营业税金附加	26	31	37	42
营业费用	211	187	184	169
管理费用	1453	1557	1763	1901
财务费用	336	507	629	754
资产减值损失	391	0	0	0
公允变动损益	-130	0	0	0
投资净收益	2034	500	500	500
营业利润	185	-536	-166	168
营业外收入	290	694	400	400
营业外支出	5	2	0	0
利润总额	470	156	234	568
所得税	366	22	32	78
净利润	104	135	202	490
少数股东损益	6	-1	-1	-3
归属母公司净利润	98	135	203	492
EBITDA	1251	753	1320	1836
EPS（元）	0.07	0.10	0.14	0.35

主要财务比率

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入	21.2%	22.0%	18.0%	15.0%
营业利润	-69.1%	-389.9%	-130.9%	1.4%
归母公司净利润	-76.8%	37.8%	49.9%	142.4%
获利能力				
毛利率(%)	2.7%	4.0%	5.3%	6.0%
净利率(%)	0.4%	0.4%	0.6%	1.2%
ROE(%)	1.0%	1.3%	1.9%	4.4%
ROIC(%)	1.5%	-0.3%	3.7%	6.9%
偿债能力				
资产负债率(%)	78.8%	80.9%	82.6%	83.6%
净负债比率(%)	39.39%	44.32%	46.02%	47.95%
流动比率	1.15	1.17	1.17	1.16
速动比率	0.77	0.84	0.84	0.84
营运能力				
总资产周转率	0.55	0.59	0.61	0.62
应收账款周转率	21	19	22	21
应付账款周转率	4.15	3.81	3.59	3.55
每股指标（元）				
每股收益	0.07	0.10	0.14	0.35
每股经营现金流	-0.75	-0.72	0.26	0.53
每股净资产	7.30	7.40	7.54	7.89
估值比率				
P/E	417.92	303.38	202.33	83.45
P/B	3.98	3.93	3.86	3.69
EV/EBITDA	31	51	29	21

资料来源：东吴证券研究所

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