

中船防务 (600685)

证券研究报告

2016年12月22日

中船防务：造船龙头借力海军造舰新浪潮起底复苏

中船工业集团旗下核心造船企业，挺进军工防务新海洋

收购黄埔文冲成功切入军船领域，在导弹护卫舰、海警船、石油轮等军船、公务船及海洋装备方面占据一定市场优势。黄埔文冲是华南地区军用舰船、特种工程船和海洋工程的主要建造基地，毗邻南海，战略地位明显，与沪东中华共同承担我国大部分导弹护卫舰研制任务。未来公司将在高速护卫艇、反潜护卫艇、常规动力潜艇、新型导弹快艇以及多种型号的导弹护卫舰方面持续发力。

未来 10 年我国将迎国产航母建造高峰

我国正由传统“大陆军”向多兵种联合作战改革，海军重视程度日益加强。菲律宾仲裁案美国派出双航母编队驶入南中国海施加威慑，地缘政治威胁催动航母建设步伐。同时美国新任总统特朗普上台主张大力增大国防预算，重塑美国的军事力量和领导地位，减少对日韩盟国的军事部署，极有可能促进东亚诸国加强军备竞赛。未来 10-20 年国产航母战斗群系列将催动包括驱逐舰、护卫舰、巡洋舰、补给船、军辅船在内多种水面战舰千亿市场空间。

业绩拐点已现，高附加值军品带动盈利能力回升

尽管船舶行业总体颓势未改，但公司财务状况已逐步缓解，尤其是涉入军船业务后，带动整体销售毛利率同比提高一倍，2016 年前三季度实现归母净利润 660 万元同比增长 100.7%。新注入的海工业务成为公司第二业绩增长点，目前公司在手订单充足，首制 R-550D 钻井平台获得 ABS 证书占领国产份额达 90%，标志公司正式切入高端海工装备领域。

投资建议：我们认为黄埔文冲资产注入为公司军船业务开辟广阔的市场空间，受益海军造舰高峰，公司造船主业起底回升拐点已现，未来有望通过持续降低各项成本、围绕军船实现“高端造船+海工+机电”一体化系统集成，提升总体盈利能力。同时长期看好中船工业、中船重工集团资产证券化加速注入优质资产。我们预测公司 2016-2018 年 EPS 0.08、0.20、0.23 元，对应 PE 391、167、142 倍。首次给予买入评级，6 个月目标价 36 元。

风险提示：宏观经济下行导致造船业务回升缓慢；军船订单增长低于预期；国企改革进展低于预期。

投资评级

行业	国防军工/船舶制造
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	32.65 元
目标价格	36 元

基本数据

总股本(百万股)	1,413.51
流通股本(百万股)	549.34
总市值(百万元)	46,150.98
流通 A 股市(百万元)	17,935.82
每股净资产(元)	7.27
每股净资产(元)	7.36
一年内最高/最低(元)	43.18/22.80

作者

冶小梅	分析师
SAC 执业证书编号: S1110516100001	
yexiaomei@tfzq.com	
范伊歌	联系人
fanyige@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

财务数据和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	9,530.74	25,519.24	30,043.80	34,240.92	41,119.92
增长率(%)	129.00	168.00	18.00	14.00	20.00
EBITDA(百万元)	(201.68)	1,245.12	567.19	1,433.99	1,838.78
净利润(百万元)	151.50	98.32	118.13	275.76	323.90
增长率(%)	1,014.00	(35.00)	20.00	133.00	17.00
EPS(元/股)	0.11	0.07	0.08	0.20	0.23
市盈率(P/E)	304.63	469.39	390.68	167.36	142.48
市净率(P/B)	8.20	4.47	4.40	4.20	4.08
市销率(P/S)	4.80	1.80	1.50	1.30	1.10
EV/EBITDA	(181.09)	42.16	83.81	32.96	24.22

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	8,168.93	17,664.37	7,510.95	8,560.23	10,279.98
应收账款	799.22	2,404.34	1,601.50	3,187.00	2,278.06
预付账款	1,476.46	2,515.26	2,065.22	4,738.65	1,863.95
存货	4,243.87	10,742.67	17,483.48	17,560.20	13,074.14
其他	166.74	1,072.13	3,029.18	178.26	184.88
流动资产合计	14,855.23	34,398.77	31,690.32	34,224.35	27,681.01
长期股权投资	47.87	78.06	70.06	70.06	70.06
固定资产	6,472.49	10,533.74	10,590.01	10,588.33	10,545.88
在建工程	424.48	731.74	599.84	539.91	503.94
无形资产	1,247.57	2,056.65	1,981.22	1,905.78	1,830.34
其他	622.45	1,196.99	213.29	176.36	159.51
非流动资产合计	8,814.86	14,597.18	13,454.42	13,280.44	13,109.74
资产总计	23,670.09	48,995.95	45,144.74	47,504.79	40,790.74
短期借款	4,042.52	6,746.67	3,741.10	6,650.75	6,723.27
应付账款	2,451.48	6,980.58	10,038.22	11,513.64	5,355.67
其他	7,778.40	16,232.17	18,012.35	16,305.36	15,259.97
流动负债合计	14,272.40	29,959.42	31,791.67	34,469.75	27,338.92
长期借款	3,256.07	6,690.57	302.27	317.30	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	469.49	1,977.30	2,500.00	1,648.93	2,042.08
非流动负债合计	3,725.56	8,667.87	2,802.27	1,966.24	2,042.08
负债合计	17,997.96	38,627.30	34,593.94	36,435.99	29,380.99
少数股东权益	42.86	50.61	55.72	70.24	87.28
股本	1,030.53	1,413.51	1,413.51	1,413.51	1,413.51
资本公积	3,319.82	6,867.59	6,866.32	7,094.04	7,094.04
留存收益	4,597.30	8,964.71	9,081.57	9,585.05	9,908.96
其他	(3,318.38)	(6,927.75)	(6,866.32)	(7,094.04)	(7,094.04)
股东权益合计	5,672.13	10,368.66	10,550.80	11,068.80	11,409.75
负债和股东权益总	23,670.09	48,995.95	45,144.74	47,504.79	40,790.74

现金流量表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	150.43	103.90	118.13	275.76	323.90
折旧摊销	426.03	729.56	419.06	437.05	453.85
财务费用	99.93	107.17	45.72	25.50	49.43
投资损失	(395.36)	(2,034.31)	(300.00)	(350.00)	(400.00)
营运资金变动	1,633.34	5,891.99	(3,918.03)	(393.69)	2,267.14
其它	(1,059.15)	(5,856.56)	(188.99)	93.75	24.64
经营活动现金流	855.22	(1,058.25)	(3,824.12)	88.38	2,718.95
资本支出	6,716.35	4,423.72	(254.70)	1,151.07	(93.15)
长期投资	3.11	30.19	(8.00)	0.00	0.00
其他	(6,881.88)	(4,261.00)	321.69	(1,101.07)	193.15
投资活动现金流	(162.43)	192.91	59.00	50.00	100.00
债权融资	8,575.30	15,214.74	9,043.37	9,768.05	8,723.27
股权融资	3,082.81	3,788.75	39.18	212.22	(44.43)
其他	(11,861.99)	(17,476.26)	(15,470.84)	(9,069.37)	(9,778.05)
筹资活动现金流	(203.88)	1,527.23	(6,388.29)	910.90	(1,099.20)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	488.91	661.89	(10,153.42)	1,049.28	1,719.75

利润表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	9,530.74	25,519.24	30,043.80	34,240.92	41,119.92
营业成本	9,630.98	24,821.16	28,226.15	31,539.31	36,761.21
营业税金及附加	21.95	26.06	27.04	30.82	32.90
营业费用	33.55	210.81	279.41	291.05	370.08
管理费用	739.73	1,453.25	1,348.97	1,712.05	2,878.39
财务费用	127.89	336.49	45.72	25.50	49.43
资产减值损失	11.94	391.28	120.00	100.00	100.00
公允价值变动收益	(112.68)	(129.61)	(194.11)	79.24	7.59
投资净收益	395.36	2,034.31	300.00	350.00	400.00
其他	(565.37)	(3,809.40)	(211.79)	(858.48)	(815.18)
营业利润	(752.61)	184.88	102.41	971.44	1,335.50
营业外收入	813.33	289.80	353.00	485.37	376.06
营业外支出	1.38	4.97	10.00	5.45	6.81
利润总额	59.33	469.71	445.41	1,451.36	1,704.75
所得税	(91.10)	365.81	322.17	1,161.09	1,363.80
净利润	150.43	103.90	123.24	290.27	340.95
少数股东损益	(1.07)	5.58	5.11	14.51	17.05
归属于母公司净利润	151.50	98.32	118.13	275.76	323.90
每股收益(元)	0.11	0.07	0.08	0.20	0.23

主要财务比率	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力					
营业收入	128.77%	167.76%	17.73%	13.97%	20.09%
营业利润	1087.77%	-124.57%	-44.61%	848.57%	37.48%
归属于母公司净利润	1013.97%	-35.10%	20.15%	133.44%	17.46%
获利能力					
毛利率	-1.05%	2.74%	6.05%	7.89%	10.60%
净利率	1.59%	0.39%	0.39%	0.81%	0.79%
ROE	2.69%	0.95%	1.13%	2.51%	2.86%
ROIC	-662.15%	2.12%	0.61%	1.68%	2.29%
偿债能力					
资产负债率	76.04%	78.84%	76.63%	76.70%	72.03%
净负债率	-3.44%	12.09%	54.48%	162.98%	158.70%
流动比率	1.04	1.15	1.00	0.99	1.01
速动比率	0.74	0.79	0.45	0.48	0.53
营运能力					
应收账款周转率	12.45	15.93	15.00	14.30	15.05
存货周转率	3.23	3.41	2.13	1.95	2.68
总资产周转率	0.53	0.70	0.64	0.74	0.93
每股指标(元)					
每股收益	0.11	0.07	0.08	0.20	0.23
每股经营现金流	0.61	-0.75	-2.71	0.06	1.92
每股净资产	3.98	7.30	7.42	7.78	8.01
估值比率					
市盈率	304.63	469.39	390.68	167.36	142.48
市净率	8.20	4.47	4.40	4.20	4.08
EV/EBITDA	-181.09	42.16	83.81	32.96	24.22
EV/EBIT	-58.46	100.68	320.89	47.41	32.15

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com