

2017年08月25日

公司研究

评级：增持（首次覆盖）

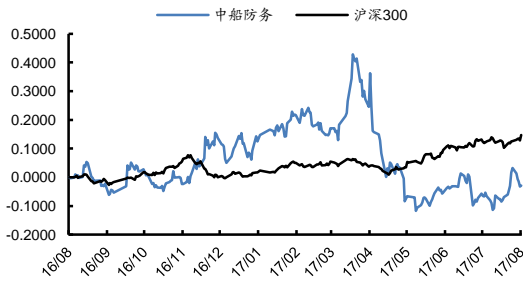
研究所

证券分析师：谭倩 S0350512090002
0755-83473923 tanq@ghzq.com.cn
联系人：邹刚
zoug@ghzq.com.cn

拥军工修内功，长期发展可期

——中船防务（600685）动态点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
中船防务	3.0	5.0	-5.2
沪深300	2.0	8.9	14.7

市场数据

2017-08-25

当前价格（元）	27.44
52周价格区间（元）	24.27 - 42.35
总市值（百万）	38786.62
流通市值（百万）	15073.78
总股本（万股）	141350.64
流通股（万股）	114140.71
日均成交额（百万）	281.57
近一月换手（%）	40.56

相关报告

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

投资要点：

- **南船核心军工资产，舰船需求提供稳定业绩支撑。**公司拥有中船龙穴、中船黄埔文冲等南船旗下核心军工资产，是海军华南地区最重要的军用舰船、特种辅船及公务船生产和保障基地。随着海军战略转型和南海岛礁纠纷带来的军船和公务船订单的高速增长，公司凭借其核心军工企业的市场地位，借助背靠南海的地理优势，将充分受益于海军、海警等海上军事力量和执法力量的高速发展，业绩将获得稳定支撑。
- **化解过剩产能，加强技术创新，将率先受益船市复苏。**在船市低迷，竞争激烈的背景下，船舶行业加大转产转业和破产重组，大力扶持优强企业，产业集中度进一步提升，生产效率进一步提高。公司于7月15日公告将出售广船扬州51%股权，资产整合进一步深入。同时，在《中国制造2025》等战略的引领下，公司加强技术创新，积极发展极地模块运输船、豪华客滚船、特种船等高附加值产品，不断推进产品业务转型升级。最后，受航运低迷影响，新船造价一直处于低位，不少航运集团开始选择以淘汰落后旧船更新环保节能新船的方式提升自身竞争力，近期中国造船厂更是斩获法国达飞海运集团百亿大单，市场利好因素开始出现。在核心竞争力不断加强，行业利好因素不断增多的情况下，公司作为优质船企将率先受益行业复苏。
- **南船主要涉军上市平台，有望受益国企改革和集团资产整合。**母公司中国船舶工业集团是第一批央企混改的试点单位，而公司是集团旗下主要的涉军资产上市平台。在集团证券化水平偏低（总资产口径证券化率约39%），两船加速化解过剩产能和资产兼并重组的情况下，集团层面的运作更加值得期待。
- **盈利预测和投资评级：增持评级。**基于公司核心舰船制造商的市场地位、核心竞争力的不断提升、行业利好因素的不断增多、受益国企改革期望的不断增强，首次推荐，给予增持评级。预计2017-2019年归母净利润分别为1.22亿元、1.79亿元以及2.60亿元，对应EPS分别为0.09元、0.13元及0.18元，对应当前股价PE分别为319倍、217倍及149倍。
- **风险提示：**1) 盈利不及预期；2) 技术转化风险；3) 军品竞争风险；

4) 内部整合和资产注入不及预期; 5) 系统性风险。

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	23350	23797	25101	26821
增长率(%)	-9%	2%	5%	7%
净利润(百万元)	71	122	179	260
增长率(%)	16%	71%	47%	45%
摊薄每股收益(元)	0.05	0.09	0.13	0.18
ROE(%)	0.68%	1.31%	2.36%	5.05%

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

表 1: 中船防务盈利预测表

证券代码:	600685.SH				股价:	27.44	投资评级:	增持		日期:	2017-08-25
财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	每股指标与估值		2016	2017E	2018E	2019E	
盈利能力					每股指标						
ROE	1%	1%	2%	5%	EPS		0.05	0.09	0.13	0.18	
毛利率	7%	7%	7%	8%	BVPS		7.32	6.50	5.28	3.52	
期间费率	7%	6%	6%	6%	估值						
销售净利率	0%	1%	1%	1%	P/E		544.57	318.63	216.52	149.03	
成长能力					P/B		3.75	4.22	5.20	7.80	
收入增长率	-9%	2%	5%	7%	P/S		1.66	1.63	1.55	1.45	
利润增长率	16%	71%	47%	45%							
营运能力					利润表 (百万元)		2016	2017E	2018E	2019E	
总资产周转率	0.50	0.51	0.54	0.59	营业收入		23350	23797	25101	26821	
应收账款周转率	15.82	11.74	10.12	10.12	营业成本		21714	22141	23242	24697	
存货周转率	1.76	1.76	1.76	1.76	营业税金及附加		71	72	76	81	
偿债能力					销售费用		117	95	100	107	
资产负债率	77%	80%	84%	89%	管理费用		1396	952	1004	1073	
流动比	1.21	1.17	1.12	1.06	财务费用		(18)	340	388	441	
速动比	0.72	0.69	0.64	0.57	其他费用/(-收入)		(89)	0	0	0	
					营业利润		(18)	198	291	422	
资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	营业外净收支		137	0	0	0	
现金及现金等价物	12348	11641	10337	8543	利润总额		119	198	291	422	
应收款项	1476	2026	2481	2651	所得税费用		33	49	73	106	
存货净额	12350	12633	13262	14092	净利润		87	148	218	317	
其他流动资产	4404	4488	4734	5058	少数股东损益		15	26	39	57	
流动资产合计	30577	30789	30814	30345	归属于母公司净利润		71	122	179	260	
固定资产	10907	11165	11269	11252							
在建工程	671	426	296	172	现金流量表 (百万元)		2016	2017E	2018E	2019E	
无形资产及其他	2000	2000	1955	1910	经营活动现金流		(3761)	400	329	585	
长期股权投资	69	69	69	69	净利润		87	148	218	317	
资产总计	46269	46493	46447	45793	少数股东权益		15	26	39	57	
短期借款	446	846	1246	1646	折旧摊销		721	595	608	612	
应付款项	9180	9391	9858	10475	公允价值变动		168	0	0	0	
预收帐款	596	934	1260	1567	营运资金变动		(4752)	(1466)	(2123)	(2249)	
其他流动负债	15049	15049	15049	15049	投资活动现金流		5793	(14)	27	141	
流动负债合计	25271	26219	27412	28736	资本支出		(312)	(14)	27	141	
长期借款及应付债券	8339	8755	9193	9653	长期投资		9	0	0	0	
其他长期负债	2249	2249	2249	2249	其他		6096	0	0	0	
长期负债合计	10587	11004	11442	11902	筹资活动现金流		(2739)	(472)	(1058)	(1895)	
负债合计	35858	37223	38854	40638	债务融资		(4653)	817	838	860	
股本	1414	1414	1414	1414	权益融资		0	0	0	0	
股东权益	10411	9271	7592	5155	其它		1914	(1288)	(1896)	(2755)	
负债和股东权益总计	46269	46493	46447	45793	现金净增加额		(707)	(85)	(702)	(1170)	

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

【军工组介绍】

谭倩，6 年行业研究经验，研究所副所长、首席分析师、电力设备新能源组长、环保公用事业组长、主管行业公司研究，对内创新业务。水晶球分析师公用事业行业公募机构榜单 2016 年第三名、2014 年第五名，2013 年第四名。苏立赞，负责军工行业上市公司研究。清华大学工学硕士，西北工大工学学士；5 年军工领域从业经验，逾一年基金买方研究经历。

邹刚，负责军工行业上市公司研究。上海交通大学硕士，大连理工大学学士；三年军方装备研究所工作经验。

【分析师承诺】

谭倩，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己

的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。