

中国海防（600764）

注入研究所优质资产，实现水下信息系统全领域覆盖

买入（维持）

2018 年 10 月 16 日

证券分析师 郝彪

执业证号：S0600516030001

021-60199781

haob@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	363	465	585	721
同比（%）	32.6%	28.1%	25.9%	23.2%
归母净利润（百万元）	82	100	120	142
同比（%）	1023.4%	22.3%	20.3%	18.5%
每股收益（元/股）	0.21	0.25	0.30	0.36
P/E（倍）	153.72	125.64	104.41	88.08

投资要点

■ **作价 66.65 亿注入研究所优质资产，实现水下信息系统全领域覆盖。**海洋信息化系统可以分为水上和水下两大类，本次重组通过注入海声科技、辽海装备、杰瑞电子等，中国海防的主营业务将从水下信息传输拓展至水下信息获取、水下信息探测与对抗、水下指控系统及配套装备，实现水下信息系统各专业领域的全覆盖。本次注入资产总作价预估为 66.65 亿元（58.64 亿元以发行股份支付，发行价 25.08 元/股；8.01 亿元以现金支付），同时公司拟募集配套资金不超过 32.01 亿元。根据业绩承诺，注入标的 2018-2021 年业绩承诺合计分别为 4.46/5.58/6.62/7.54 亿元（若 18 年交易完成，承诺期为 18-20 年；若 19 年完成，承诺期为 19-21 年），相对公司 2017 年 8164 万的利润，将大幅提高公司盈利能力。

■ **明确公司作为集团电子信息产业整合平台的地位，有望彻底打通研究所和上市公司的业务和资本通道。**本次注入完成后，中国海防作为中船重工集团电子信息产业板块唯一整合平台的地位更加明朗。同时，重组方案通过采取在科研院所下设立公司，将资产装入公司，再将成立的公司注入上市公司的方式，实现科研院所资产快速上市，打消市场对科研院所类资产能否注入上市公司的顾虑，后续有望彻底打通研究所和上市公司之间的业务和资本通道。我们预计，集团电子信息板块整体利润较已注入和待注入的资产规模相比仍较大，我们认为不排除后续包括电磁对抗板块、导航与通信系统板块、作战指挥控制系统板块、智慧海洋板块等在内的电子信息板块持续注入中国海防的可能性。

■ **大股东拟通过集中竞价增持 1 亿-6 亿元，彰显发展信心。**公司公告称，未来 6 个月，中船重工集团及其一致行动人计划拟增持金额 1 亿-6 亿元（目前一致行动人未持股）。同时，停牌前股东鹏起万里曾计划增持 10-15% 股份，目前持股 8.08%，未来仍会继续增持。此外，公司公告未来 6 个月内将用 1500-2300 万元回购股份（不超过 40 元），彰显集团对公司发展的信心。

■ **预计重组后公司当前价格对应 2018 年 PE 为 41 倍，对应 2019 年 PE 为 33 倍。**考虑顶额募集配套资金，按业绩承诺计算公司净利润，重组后中国海防当前价格对应 2018 年 PE 为 41 倍，对应 2019 年 PE 为 33 倍（若顶额募资，发行价至少为 40.44 元/股，大概率无法完成顶额募资，因此市盈率将进一步降低），低于可比上市公司市盈率的均值及中间值。同时考虑中国海防作为中船重工集团电子信息产业板块唯一整合平台，（我们预计集团电子信息板块利润在 20 亿-30 亿，年均增速 20% 以上），估值理应存在一定溢价。

■ **风险提示：**本次重组进度低于预期，业务整合不及预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	31.77
一年最低/最高价	22.28/37.53
市净率(倍)	12.13
流通 A 股市值(百万元)	10475.43

基础数据

每股净资产(元)	2.62
资产负债率(%)	32.74
总股本(百万股)	395.77
流通 A 股(百万股)	329.73

相关研究

- 1、《中电广通：牵手中科大推进量子信息产业化，量子产业最亮新星升起》2017-12-01
- 2、《中电广通：参股成立新能源公司，混合制改革实践意义重大》2017-11-20
- 3、《中电广通：重组资产完成过户，扬帆起航再启程》2017-10-30

内容目录

1. 收购 66.65 亿资产，配套募资不超过 32.01 亿	3
1.1. 收购 66.65 亿资产，预计 18 年总利润规模 4.46 亿	3
1.2. 募集配套资金不超过 32.01 亿元	5
2. 明确公司电子信息产业整合平台地位，打通研究所和公司业务和资本通道	5
3. 注入三个核心标的，实现水下信息系统全领域覆盖	9
3.1. 海声科技：水声探测为主对抗为辅	9
3.2. 辽海装备：水声对抗为主探测为辅	11
3.3. 杰瑞电子：水下指控系统	12
4. 盈利预测与投资评级	13
5. 风险提示	14

图表目录

图 1：海洋信息化围绕信息获取、传输、处理和对抗、保障五大领域	6
图 2：重组后拓展主营业务	7
图 3：重组前后的关键财务指标（17 年）	9
图 4：重组前后的关键财务指标（18 年 1-7 月）	9
图 5：海声科技的财务指标（亿元）	10
图 6：瑞声海仪的财务指标（亿元）	10
图 7：辽海装备的财务指标（亿元）	12
图 8：中原电子的财务指标（亿元）	12
图 9：杰瑞电子的财务指标（亿元）	13
图 10：杰瑞兆新的财务指标（亿元）	13
表 1：本次重组收购的六家标的资产	3
表 2：六家标的公司股权所属及支付方式	4
表 3：各方 2018-2021 年的业绩承诺（万元）	4
表 4：募集配套资金用途	5
表 5：中船重工集团部分电子信息产业板块	7
表 6：重组前后的股权结构	8
表 7：海声科技的业务和产品	10
表 8：海声科技 2018-2021 年的业绩承诺（万元）	10
表 9：辽海装备的业务和产品	11
表 10：辽海装备 2018-2021 年的业绩承诺（万元）	12
表 11：杰瑞电子的业务和产品	13
表 12：可比公司市盈率	14

1. 收购 66.65 亿资产，配套募资不超过 32.01 亿

本次重组交易方案包括两部分，发行股份及支付现金购买资产和募集配套资金。其中，中国海防拟购买六家标的 100% 股权，总作价预估为 66.65 亿元（58.64 亿元以发行股份支付，发行价 25.08 元/股；8.01 亿元以现金支付）。同时，上市公司拟募集配套资金不超过 32.01 亿元，计划投向海洋防务水下警戒探测装备研发及产业化项目、海洋信息电子及关键零部件产业化项目等 8 个项目。2018-2021 年各方业绩承诺合计分别为 4.46/5.58/6.62/7.54 亿元（若 18 年本次交易实施完成，承诺期为 18-20 年；若 19 年完成，承诺期为 19-21 年）。

1.1. 收购 66.65 亿资产，预计 18 年总利润规模 4.46 亿

收购 6 家标的，总作价 66.65 亿元。本次收购标的包括海声科技 100% 股权、辽海装备 100% 股权、杰瑞控股 100% 股权、杰瑞电子 54.08% 股权、青岛杰瑞 62.48% 股权、中船永志 49% 股权（由于杰瑞控股持有青岛杰瑞 37.52% 股权和杰瑞电子 45.92% 股权，辽海装备持有中船永志 51% 股权，因此相当于收购了各自 100% 股权）。

表 1：本次重组收购的六家标的资产

标的资产	标的资产预估交易作价（元）	支付方式
海声科技 100.00% 股权	322,228.50	发行股份及支付现金
辽海装备 100.00% 股权	66,163.73	发行股份及支付现金
杰瑞控股 100.00% 股权	131,995.20	发行股份及支付现金
杰瑞电子 54.08% 股权	131,819.45	发行股份及支付现金
青岛杰瑞 62.48% 股权	12,170.02	发行股份
中船永志 49.00% 股权	2,151.63	发行股份
合计	666,528.53	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所（杰瑞控股持有青岛杰瑞 37.52% 股权和杰瑞电子 45.92% 股权，辽海装备持有中船永志 51% 股权）

收购资产多为中船重工集团实控的关联方，以股份支付形式为主（发行价 25.08 元/股）。收购的这六家标的股权来自于中船重工集团、715 所、726 所、716 所、中船投资、杰瑞集团、国风投、泰兴永志，其中 715 所、726 所、716 所、中船投资、杰瑞集团的实控人均为中船重工集团，国风投和泰兴永志与中船重工集团和中国海防无关联关系。具体来看，海声科技的 51% 和 49% 股权分别来自于中船重工集团和 715 所，辽海装备的 52% 和 48% 股权分别来自于中船重工集团和 726 所，杰瑞控股的 40%、40% 和 20% 股权分别来自于中船投资、国风投和杰瑞集团，杰瑞电子的 48.97% 和 5.10% 股权分别来自于杰瑞集团和杰瑞电子，青岛杰瑞的 62.48% 股权全部来自于 716 所，中船永志的 49% 股权全部来自于泰兴永志。六家标的资产总作价预估为 66.65 亿元，其中 58.64 亿元以股份形式支付（发行价 25.08 元/股），剩下的 8.01 亿元以现金形式支付。

表 2：六家标的公司股权所属及支付方式

标的资产	股权比例	股权所属	以股份支付（万元）	以现金支付（万元）
海声科技	51%	中船重工集团	139,686.06	24,650.48
	49%	715 研究所	134,208.17	23,683.79
辽海装备	52%	中船重工集团	29,244.37	5,160.77
	48%	726 研究所	26,994.80	4,763.79
杰瑞控股	40%	中船投资	52,798.08	0
	40%	国风投	52,798.08	0
	20%	杰瑞集团	22,439.19	3,959.85
杰瑞电子	48.97%	杰瑞集团	101,474.27	17,907.22
	5.10%	中船投资	12,437.95	0
青岛杰瑞	62.48%	716 研究所	12,170.02	0
中船永志	49%	泰兴永志	2,151.63	0
合计			586,402.62	80,125.90

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

收购标的 2018-2021 年总承诺业绩为 4.46/5.58/6.62/7.54 亿元。若本次交易在 2018 年实施完毕，业绩承诺期为 18-20 年；若在 2019 年实施完毕，承诺期则在 19-21 年。业绩承诺来自于多家标的的母子公司，18-21 年的总业绩承诺分别为 4.46/5.58/6.62/7.54 亿元，详细业绩承诺见下表。

表 3：各方 2018-2021 年的业绩承诺（万元）

公司名称	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
海声科技（母公司）	2,336.55	2,897.30	3,271.62	3,624.22
双威智能	932.45	987.7	1,113.50	1,188.30
英汉超声	5	8	11	15
瑞声海仪	16,361.22	20,471.08	23,306.36	26,037.49
辽海装备（母公司）	1,223.97	1,312.21	1,404.19	1,515.62
辽海输油	161.32	213.42	266.38	325.57
海通电子	25.91	31.05	38.14	45.14
中船永志	452.24	519.3	588.42	668.4
中原电子	2,672.41	3,594.27	3,951.81	4,240.51
青岛杰瑞（母公司）、 杰瑞工控	700.14	1,000.34	2,219.14	2,965.17
连云港杰瑞	400.38	800.36	1,200.15	2,000.32
杰瑞电子	19,326.91	23,936.20	28,849.66	32,733.53
合计	44,598.50	55,771.23	66,220.37	75,359.27

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 募集配套资金不超过 32.01 亿元

拟向不超过 10 名特定投资者非公开募集配套资金不超过 32.01 亿元。根据证监会最新规定，募集资金发行股份的数量不得超过发行前总股份的 20%，即 7915.35 万股，锁定期 12 个月。最终配套融资是否成功不影响发行股份及支付现金购买资产。若想超额募资，配套资金发行价至少在 40.44 元/股。

募集资金拟投向 8 大项目。本次不超过 32.01 亿元的配套资金计划投向海洋防务水下警戒探测装备研发及产业化项目、海洋信息电子及关键零部件产业化项目等 8 个项目，8 个项目总投资额预计为 31.596 亿元，其中募资资金投资 24 亿。

表 4：募集配套资金用途

项目名称	实施主体	项目总投资金额 (万元)	募集资金投资金额 (万元)
海洋防务水下警戒探测装备研发及产业化项目	瑞声海仪	103,000	83,000
水声侦察装备产业化项目	海声科技	19,000	16,600
工业智能装备产业化项目	双威智能	11,000	10,500
海洋信息电子及关键零部件产业化项目	杰瑞电子	91,000	61,500
无人智能装备及智能制造装备改造升级项目	连云港杰瑞	30,940	20,950
通信导航及智能装备产业化项目	青岛杰瑞	33,650	22,750
水声对抗及港口防御装备军民融合产业化项目	中原电子	18,170	16,000
潜用声纳产业化生产能力建设项目	辽海装备	9,200	8,700
总投资额		315,960	240,000
支付现金对价			80,125.91
合计			320,125.91

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 明确公司电子信息产业整合平台地位，打通研究所和公司业务和资本通道

我国海军信息化进入十年发展黄金期。随着中国的加速发展，未来很长一段时间，大国之间的博弈无论是强度还是频率都会大幅度提高，为了保障我国核心利益不受侵犯，拥有强大的国防力量，尤其加强目前属于薄弱环节的海军力量显得十分关键。随着军改的基本结束，在国家意志的推动下，我国海军建设投入已经进入快速发展期。同时，信

信息化战争时代，网络空间具有成本低、范围广、威慑力度大、生物伤亡小等特点，并且最有可能成为降维打击的作战领域，因此信息化建设显得至关重要。我国海军实力无论是航母\舰艇数量，还是信息化能力，相较美国差距仍十分明显，未来十年将是大力投入的黄金发展期。

海洋信息化围绕信息获取、信息传输、信息处理和控制、信息对抗和信息保障五部分。

1、信息获取方面，可分为水下和水面探测，水下探测主要通过声学的手段，可分为主动、被动两种方式，主动声纳是检测安静型水下目标、各种水雷目标的有效手段，也是今后相当长一段时间内水下目标检测技术的一个主要发展方向，而被动探测具有隐蔽性高、探测距离远等优点，是对各类水下目标进行水声探测的重要手段。水面探测，合成孔径雷达是目前复杂气候条件下探测的主要技术手段，近年来，随着高分辨率、短重访周期光学成像卫星的发射以及海洋超视距雷达的迅速发展，基于光学遥感图像和海洋超视距雷达数据的海面目标探测技术亦得到迅速发展，成为 SAR 水面目标探测技术的重要补充。

2、信息传输，由于必须经过非常特殊的海水介质，因此声波是目前唯一能在水下实现远距离无线通信的信息物理载体，成为水下信息传输的首选，此外，光通信在短距离（100 米）通信具有重大的价值，未来还包括新型的量子通信、激光通信等。

3、信息处理和控制，根据 2015 年 5 月发布的《中国的军事战略》，未来海军将构建合成、多能、高效的海上作战力量体系，提高战略威慑与反击、海上机动作战、海上联合作战、综合防御作战和综合保障能力，为了有效联合作战力量，信息的控制尤为关键，包括舰艇的作战指挥系统、以及范围更大的海战场的联合指挥系统等。

4、信息对抗，包括通信对抗、雷达对抗、网络对抗、网电对抗，以及水下的声学对抗，其中水声对抗系统是一种舰艇防御武器系统，一般由水声侦察报警设备、指挥控制设备、发射施放设备和水声对抗器材等设备组成。水声对抗器材主要包括气幕弹、噪声干扰器、悬浮式声诱饵、自航式声诱饵、拖曳式声诱饵、鱼雷拦截弹、鱼雷拦截网和反鱼雷鱼雷等几种。

5、信息保障，充分支撑上述的信息获取，传输，处理，控制，对抗，主要包括测绘保障、气象保障、后勤保障等。

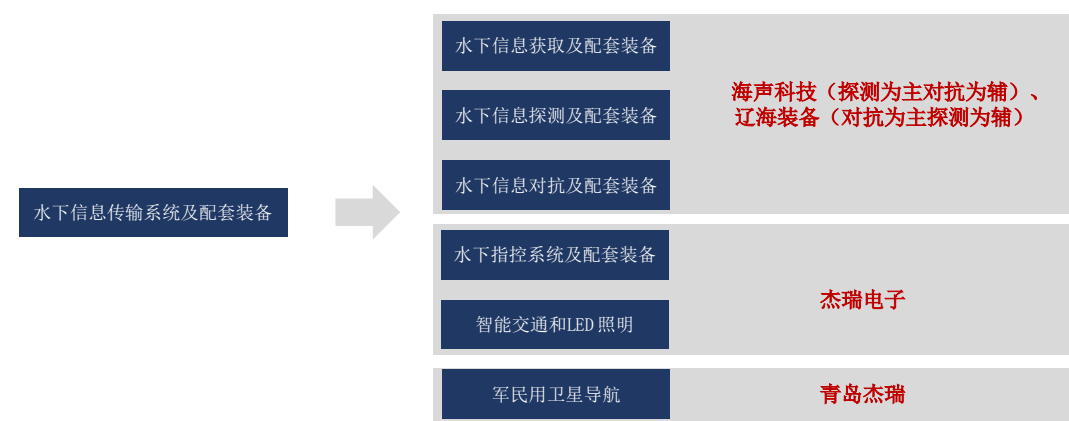
图 1：海洋信息化围绕信息获取、传输、处理和控制、对抗、保障五大领域

信息获取	信息传输	信息处理和控制	信息对抗	信息保障
- 水下探测：声呐 - 水面探测：合成孔径雷达、光学成像卫星、海洋超视距雷达	- 现在：声波、光通信（短距离） - 未来：量子通信、激光通信等	舰艇作战指挥系统、海战场的联合指挥系统等	- 通信对抗 - 雷达对抗 - 网络对抗 - 声学对抗等	- 测绘保障 - 气象保障 - 后勤保障等

数据来源：《海洋信息化标准体系研究》许莉莉，东吴证券研究所

整合部分研究所的水下信息业务注入上市公司，实现水下信息系统全领域覆盖。本次重组前，中国海防的业务以前注入的长城电子为主体，主营业务为水下信息传输系统及配套装备，主要产品包括电子类产品（水下信息传输装备、水下武器系统专用设备、汽车电子配套产品等）、压载水电源的研制生产以及为电子设备提供试验检测服务。本次重组后，通过整合部分研究所的水下信息业务（海声科技、辽海装备、杰瑞电子等）注入上市公司，使得主营业务拓展至水下信息获取、水下信息探测与对抗、水下指控系统及配套装备，从而实现中国海防对水下信息系统各专业领域的全覆盖。此外，本次还注入了海洋仪器、油气设备、智能装备、卫星定位通信导航等军民融合类业务，助力中国海防以水下信息系统为核心进一步扩大军工电子领域的业务内涵和规模，延伸中国海防在军工电子领域的布局和产业链。

图 2：重组后拓展主营业务



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

进一步明确将中国海防打造成为中船重工集团旗下电子信息产业板块整合平台的战略，有望打通军工研究所和上市公司的业务和资本通道。通过本次注入部分研究所优质的资产，将进一步明确中国海防将是中船重工集团电子信息产业板块的唯一整合平台。同时，重组方案通过采取在科研院所下设立公司，将资产装入公司，再将成立的公司注入上市公司的方式，实现科研院所资产快速上市，打消市场对科研院所类资产能否注入上市公司的顾虑，后续有望彻底打通研究所和上市公司之间的业务和资本通道。我们预计，集团电子信息板块整体利润较目前已注入和待注入的资产规模仍较大。我们认为不排除后续包括电磁对抗板块、导航与通信系统板块（含量子通信、量子陀螺、量子惯性导航）、作战指挥控制系统板块、智慧海洋板块（水下观测预警、海洋水文气象、海洋环境、水下强声驱逐等）等在内的电子信息板块持续注入中国海防的可能性。

表 5：中船重工集团部分电子信息产业板块

板块	研究所/工厂	主研方向
水下对抗板块	715 所	水下声学、光学、磁学探测设备研制
	612 厂（海声科技）	声呐探测
	726 所	水声电子、海洋开发和船用电子设备

	613 厂 (辽海装备)	电子产品及软件开发
电磁对抗板块合计	723 所	电子对抗、电磁干扰
	724 所	军用领域舰船雷达和作战指挥系统, 民用领域电子信息和新能源装备集成、工业自动化及先进制造装备系统集成
导航与通信系统板块 (含量子通信、量子陀螺、量子惯性导航)	717 所	光电探测与对抗、天文导航、量子惯性导航
	707 所	舰船导航系统和舰船操纵控制系统
	722 所	国内唯一舰船综合通信系统、数据链等
	368 厂	导航、陀螺仪
	453 厂	陀螺仪、汽车电子
作战指挥控制系统板块	709 所	舰船作战指挥系统
	716 所	海军作战指挥系统、控制系统、情报系统
智慧海洋板块	707 所	舰船导航系统和舰船操纵控制系统
	722 所	国内唯一舰船综合通信系统、数据链等
	724 所	军用领域舰船雷达和作战指挥系统, 民用领域电子信息和新能源装备集成、工业自动化及先进制造装备系统集成
	760 所	海洋工程测试、海洋环境研究
	662 厂	水下设备, 电子仪表

数据来源: 中船重工集团官网, 东吴证券研究所

重组后控股股东及关联方持股比例进一步提升。重组前, 控股股东中船重工集团持股比例达 61.24%。不考虑配套融资, 重组后控股股东及其关联方合计持有公司 72.15% 股权, 持股比例进一步提升。

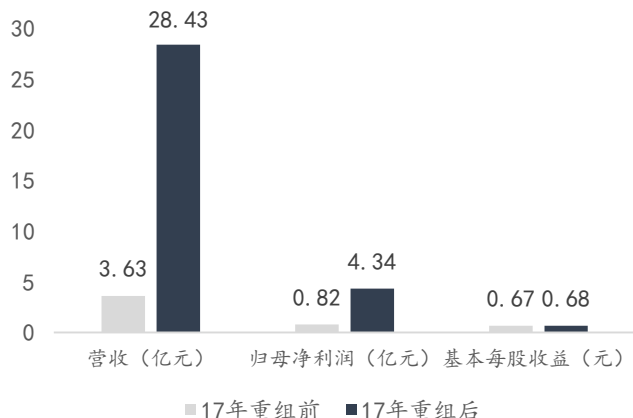
表 6: 重组前后的股权结构

股东名称	重组前		重组后	
	持股数量 (股)	持股比例	持股数量 (股)	持股比例
中船重工合计持股	242,355,464	61.24%	454,258,537	72.15%
其中: 中船重工直接持股	242,355,464	61.24%	309,712,094	49.19%
七一五研究所直接持股	-	-	53,512,030	8.50%
七二六研究所直接持股	-	-	10,763,478	1.71%
七一六研究所直接持股	-	-	4,852,479	0.77%
杰瑞集团直接持股	-	-	49,407,280	7.85%
中船投资直接持股	-	-	26,011,176	4.13%
国风投	-	-	21,051,866	3.34%
泰兴永志	-	-	857,906	0.14%
其他 A 股公众股东	153,412,034	38.76%	153,412,034	24.37%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

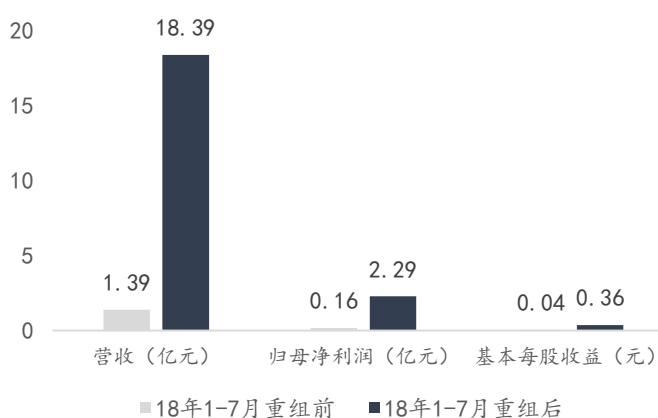
丰富盈利增长点，增强盈利能力。重组前，17 年上市公司实现营收 3.63 亿元，归母净利润 0.82 亿元，基本每股收益 0.67 元；18 年 1-7 月上市公司实现营收 1.39 亿元，归母净利润 0.16 亿元，基本每股收益 0.04 元。如果考虑本次重组后，17 年上市公司实现营收 28.43 亿元，归母净利润 4.34 亿元，基本每股收益 0.68 元；18 年 1-7 月上市公司实现营收 18.39 亿元，归母净利润 2.29 亿元，基本每股收益 0.36 元。营业收入、归母净利润、净资产收益率均得到明显提升。

图 3：重组前后的关键财务指标（17 年）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 4：重组前后的关键财务指标（18 年 1-7 月）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3. 注入三个核心标的，实现水下信息系统全领域覆盖

本次重组的核心标的为海声科技、辽海装备、杰瑞电子，分别包含 715 所、726 所、716 所的部分资产。本次重组涉及 6 个标的，海声科技 100% 股权、辽海装备 100% 股权、杰瑞控股 100% 股权、杰瑞电子 54.08% 股权、青岛杰瑞 62.48% 股权、中船永志 49% 股权。由于杰瑞控股为控股型平台公司，不从事生产经营活动，旗下有杰瑞电子（持股 45.92%）、青岛杰瑞（持股 37.52%）和连云港杰瑞（持股 100%）三家子公司，同时辽海装备持有中船永志 51% 股权，因此本次重组标的实际为海声科技、辽海装备、杰瑞电子、青岛杰瑞、连云港杰瑞、中船永志各 100% 股权。青岛杰瑞（主营业务为军民用卫星导航）、连云港杰瑞（主营业务包括智能装备制造、能源装备、模具和军品协作加工四大板块）、中船永志（主营业务包括军用电连接器、LED 灯具）的营收和利润规模显著低于前三者，本次重组的核心标的即为海声科技、辽海装备、杰瑞电子，它们各自的子公司分别承接了集团 715 所、726 所、716 所的部分业务资产。

3.1. 海声科技：水声探测为主对抗为辅

海声科技全资子公司瑞声海仪承接 715 所拟注入中国海防的资产。首先，715 研究所将其部分资产及相关业务无偿划转至瑞声海仪，同时瑞声海仪 100% 股权被无偿划转予海声科技，最后中船重工集团将海声科技 49% 股权无偿划转至 715 所，从而实现 715

研究所的部分资产注入至中国海防。

海声科技的主要业务和产品：海声科技的主要业务包括水声信息探测和处理系统、机电一体化设备、玻璃钢制品等。产品广泛应用于国防科工、航海航空、海洋科考、应急救援、新能源、汽车制造等多个行业和领域。

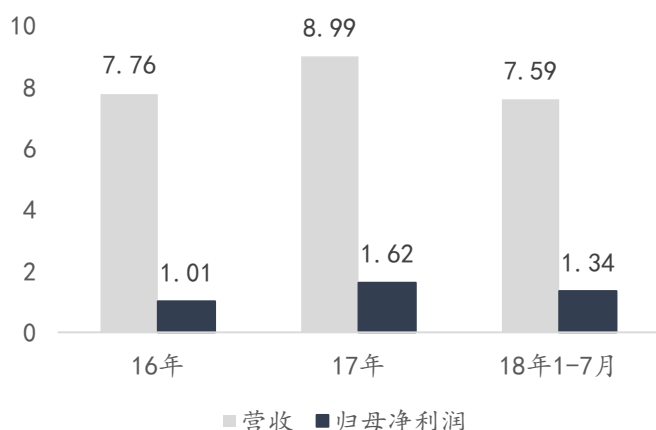
表 7：海声科技的业务和产品

业务板块	主要产品	应用领域
水声电子	水声探测和信息处理系统、水声导航定位设备、海洋环境监测系统	水面及水下装备、航空领域、海洋科考、应急救援等
风电配套设备	风力发电制动系统	新能源（风力发电）领域
机电一体化设备	清洗机系列、辅助生产线系列	汽车零部件清洗、零部件装配、工业领域

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

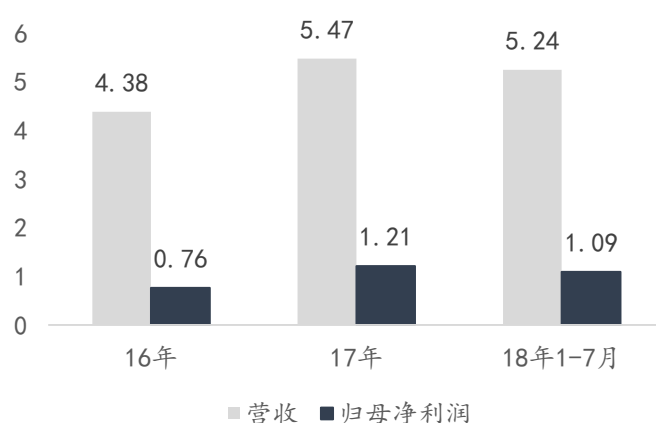
海声科技关键业务为水声信息探测（瑞声海仪），未来盈利高增长可期。海声科技的主要业务包括水声信息探测和处理系统、机电一体化设备等，旗下有三个子公司，瑞声海仪、英汉超声、双威智能。其中，瑞声海仪最为关键，主营业务为水声信息探测和处理系统的研制，主要产品包括海洋仪器、声纳、浮标等。从财务指标和业绩承诺均可看出，瑞声海仪是海声科技最关键的子公司，瑞声海仪的营收和归母净利润分别占海声科技的 69% 和 81%。同时可看出，海声科技的盈利高增长可期，18 年 1-7 月的营收和归母净利润基本接近于 17 年全年。尽管从业绩承诺的增速看，2020 年和 2021 年仅为 14% 和 12%，但我们认为，这是基于现有订单给出的保守数字。

图 5：海声科技的财务指标（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 6：瑞声海仪的财务指标（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 8：海声科技 2018-2021 年的业绩承诺（万元）

2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
--------	--------	--------	--------

海声科技（母公司）	2,336.55	2,897.30	3,271.62	3,624.22
双威智能	932.45	987.7	1,113.50	1,188.30
英汉超声	5	8	11	15
瑞声海仪	16,361.22	20,471.08	23,306.36	26,037.49
瑞声海仪增速	35.7%	25.1%	13.9%	11.7%
合计	19,635.22	24,364.08	27,702.48	30,865.01
合计增速	21.6%	24.1%	13.7%	11.4%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.2. 辽海装备：水声对抗为主探测为辅

辽海装备全资子公司中原电子承接 726 所拟注入中国海防的资产。首先，726 研究所将其水下信息系统业务资产无偿划转至中原电子，同时 726 所将其持有的中原电子 100%股权和中船永志 51%股权无偿划转给辽海装备，最后中船重工集团将辽海装备 48%股权无偿划转至 726 所，从而实现 726 研究所的部分资产注入至中国海防。此外，辽海装备还剥离了亏损或从事非电子信息相关业务的下属公司，向上海金鹏无偿划转中船重工（沈阳）抗微生物科技有限公司 55%股权、沈阳辽海装饰工程有限公司 100%股权、沈阳辽海石油化工工程有限公司 70%股权、持沈阳辽海金属家具有限责任公司 100%股权以及中船重工（沈阳）辽海电梯有限公司 100%股权。通过划入中原电子、中船永志等专注于水下信息系统装备业务的优质资产，同时剥离亏损或从事与电子信息不相关业务的下属公司，促使辽海装备更加专注于电子信息业务的开展。

辽海装备的主要业务和产品：辽海装备主要从事水声探测、船舶电子、各类机电系统和电子监控设备的研制和生产等，业务包括军民品，军品业务包括水声探测、船舶电子等水下信息系统以及军用电连接器，民品业务包括输油气管线维抢修设备、智能电子工程以及民用电连接器。

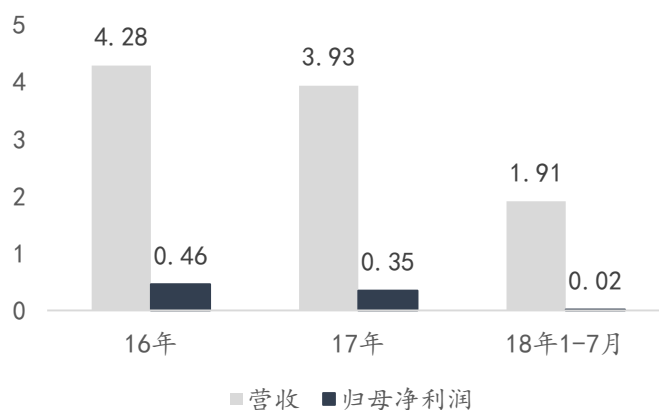
表 9：辽海装备的业务和产品

	业务	产品	公司
军品	水声探测	各类型声纳设备	辽海装备
	船舶电子	测深仪、对抗器材、声纳、发控仪、声场分析仪	中原电子
	电连接器	矩形连接器、圆形连接器及特种专用连接器	中船永志
民品	输油气管线维抢修设备	石油和天然气管道维抢修设备、机具	辽海输油
	智能电子工程	电子安防监控设备、安防监控工程、建筑智能化系统	海通电子、中原电子
	民用电连接器	矩形连接器、圆形连接器及特种专用连接器	中船永志

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

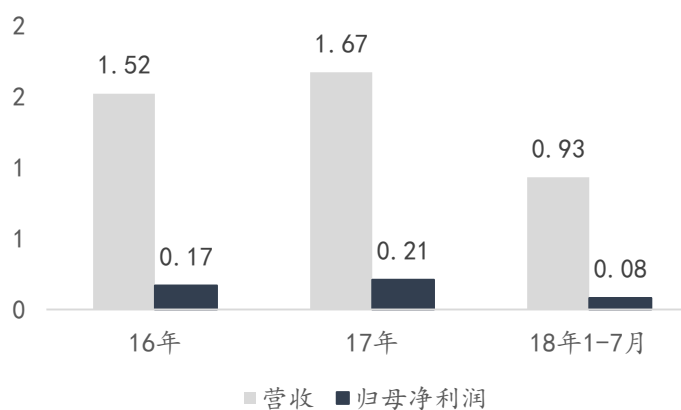
辽海装备的关键业务为水声探测（辽海装备母公司）和船舶电子（中原电子）。辽海装备旗下有四个子公司，海通电子、辽海输油、中原电子、中船永志。其中，辽海装备母公司和中原电子最为关键，前者主要从事水声探测，是海军声纳装备的核心供应商；后者主要从事水声电子、超声设备等，在水声对抗等船舶电子领域的市场占有率较高。同海声科技类似，辽海装备 2020 年和 2021 年的业绩承诺增速放缓明显，我们认为同样是因为基于现有订单给出的预测较为保守所致。

图 7：辽海装备的财务指标（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 8：中原电子的财务指标（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 10：辽海装备 2018-2021 年的业绩承诺（万元）

	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
辽海装备（母公司）	1,223.97	1,312.21	1,404.19	1,515.62
辽海输油	161.32	213.42	266.38	325.57
海通电子	25.91	31.05	38.14	45.14
中船永志	452.24	519.3	588.42	668.4
中原电子	2,672.41	3,594.27	3,951.81	4,240.51
中原电子增速	27.2%	34.5%	9.9%	7.3%
合计	4,535.85	5,670.25	6,248.94	6,795.24
合计增速	30.2%	25.0%	10.2%	8.7%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.3. 杰瑞电子：水下指控系统

杰瑞电子全资子公司杰瑞兆新承接 716 所拟注入中国海防的资产。首先，716 研究所将水下信息系统业务及相关资产（所内二部和九部资产业务）无偿划转至杰瑞兆新，

同时杰瑞电子股东同意杰瑞集团以杰瑞兆新 100%的股权对杰瑞电子进行增资，增资后，杰瑞兆新成为杰瑞电子的全资子公司，从而实现 716 研究所的部分资产注入至中国海防。

杰瑞电子业务包括 5 大板块。杰瑞电子是专业从事军民用电电子器件、部件、设备及系统研发、生产、销售和系统集成的高新技术企业，杰瑞电子主营业务包括水下指控系统、控制设备、电源、智能交通和 LED 照明五大板块，主要产品为潜艇指控系统、显控设备、轴角转换器件、操控部件、编码器、模块电源、集成电源、特种电源、信号控制设备、智能交通管理系统、LED 工业及特种照明等。

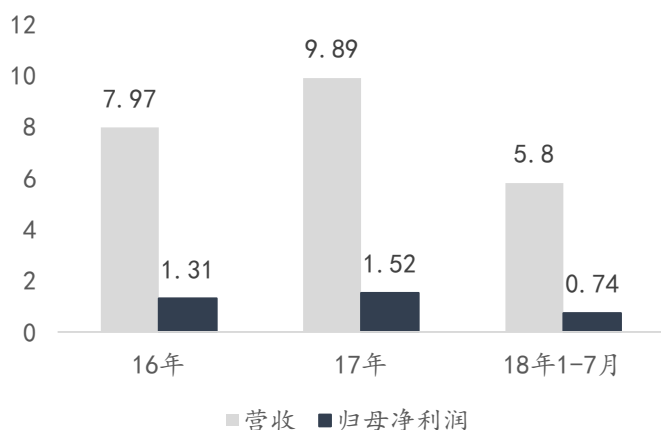
表 11：杰瑞电子的业务和产品

业务板块	主要产品	应用领域
水下指控系统	潜艇指控系统、显控设备	潜艇、船舶等
控制设备	轴角转换器件、操控部件、编码器	雷达、火炮、导航、无人机等
电源	模块电源、集成电源、特种电源	通信、火控、导航、雷达、声纳等
智能交通	信号控制设备、智能交通管理系统	公安交警、交通运输局、建设局等
LED 照明	LED 灯、特种照明设备	港口、机场、电厂、战车等

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

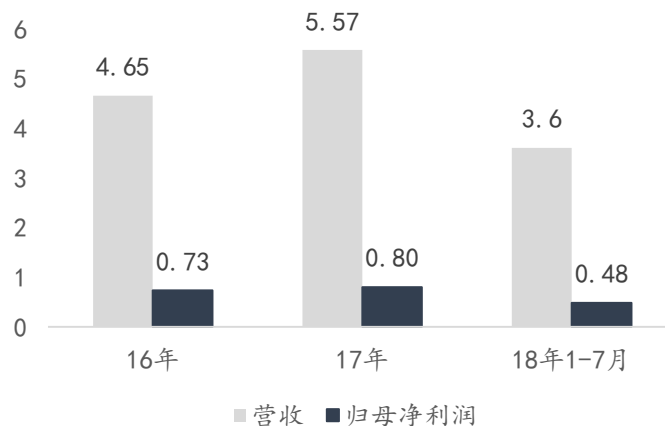
子公司杰瑞兆新的业务和产品：杰瑞电子旗下只有 1 家控股子公司，杰瑞兆新，即承接 716 所注入中国海防的主体。杰瑞兆新的主要业务为水下指控系统、显控设备、定制化信息系统与装备的开发、设计、生产和销售。具体产品包括潜艇指控系统、显控设备、模拟仿真训练系统、专用故障检测设备等军品领域产品，能源管理系统、设备运维系统等民用工业生产领域产品。

图 9：杰瑞电子的财务指标（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 10：杰瑞兆新的财务指标（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资评级

预计重组后公司当下价格对应 2018 年 PE 为 41 倍，对应 2019 年 PE 为 33 倍。考虑顶额募集配套资金（32.01 亿），按业绩承诺来计算公司 18 年和 19 年的利润（本次重组标的 2018 年和 2019 年的合计业绩承诺分别为 4.46、5.58 亿元，长城电子 2018 和 2019 年的承诺业绩分别为 0.75、0.86 亿元，那么公司 2018 和 2019 年的归母及利润分别为 5.21、6.44 亿），则本次重组后中国海防对应 2018 年 PE 为 41 倍，对应 2019 年 PE 为 33 倍。

重组后公司市盈率低于可比公司，作为中船重工集团电子信息产业板块整合平台，理应给予一定溢价。根据下列可比公司数据，当前价格对应 2018 年市盈率（2018 年归母净利润使用 wind 一致预期，下同）均值为 49.78，中间值为 45.83；对应 2019 年市盈率均值为 37.94，中间值为 37.65。根据我们的预测，重组后的中国海防对应 2018 年 PE 为 41 倍，对应 2019 年 PE 为 33 倍（若顶额募资，发行价至少为 40.44 元/股，较当前 31.71 元价格仍高不少，如果最终没有顶额募资，那么市盈率将进一步降低），低于可比上市公司市盈率的均值及中间值。同时考虑中国海防作为中船重工集团电子信息板块唯一整合平台（电子信息体外资产仍较大），理应存在一定溢价。

表 12：可比公司市盈率

公司	2018 年市盈率	2019 年市盈率
海兰信	31.64	25.50
国睿科技	50.30	39.15
四创电子	27.58	22.36
中国重工	75.11	66.93
中航电子	41.36	36.14
杰赛科技	29.40	23.42
航天发展	32.03	25.02
高德红外	67.01	50.86
光电股份	63.52	46.00
中航光电	34.63	27.57
耐威科技	65.34	43.96
卫士通	79.42	48.39
久远银海	36.89	28.92
星网宇达	31.82	20.06
平均值	49.78	37.94
中值	45.83	37.65

数据来源：Wind，东吴证券研究所

5. 风险提示

- 1、本次重组进展不及预期；
- 2、收购资产业务整合不及预期。

中国海防三大财务预测表（不考虑本次重组）

资产负债表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E	利润表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	1,242	1,209	1,663	1,780	营业收入	363	465	585	721
现金	817	1,033	993	1,382	减:营业成本	205	223	287	353
应收账款	263	31	366	139	营业税金及附加	4	3	7	6
存货	138	65	217	145	营业费用	9	12	13	17
其他流动资产	24	80	86	115	管理费用	73	84	105	123
非流动资产	374	360	261	134	财务费用	0	8	17	17
长期股权投资	0	-87	-204	-318	资产减值损失	4	30	21	30
固定资产	312	313	320	336	加:投资净收益	-6	46	48	48
在建工程	0	0	0	0	其他收益	0	0	0	0
无形资产	60	66	72	78	营业利润	111	152	182	224
其他非流动资产	1	68	73	39	加:营业外净收支	-2	-28	-35	-45
资产总计	1,615	1,569	1,923	1,914	利润总额	109	124	147	180
流动负债	432	310	535	372	减:所得税费用	19	14	14	23
短期借款	50	250	204	171	少数股东损益	8	10	12	14
应付账款	137	0	117	44	归属母公司净利润	82	100	120	142
其他流动负债	245	60	214	156	EBIT	88	106	130	156
非流动负债	30	21	25	30	EBITDA	103	143	172	204
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	30	21	25	30	重要财务与估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	463	331	560	402	每股收益(元)	0.21	0.25	0.30	0.36
少数股东权益	53	63	75	90	每股净资产(元)	2.78	2.97	3.26	3.60
					发行在外股份(百万股)	396	396	396	396
归属母公司股东权益	1,100	1,175	1,288	1,423	ROIC(%)	6.1%	6.5%	7.7%	8.4%
负债和股东权益	1,615	1,569	1,923	1,914	ROE(%)	7.8%	8.9%	9.7%	10.4%
					毛利率(%)	43.6%	51.9%	50.9%	51.0%
现金流量表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E	销售净利率(%)	22.5%	21.5%	20.5%	19.8%
经营活动现金流	-56	41	-77	315	资产负债率(%)	28.6%	21.1%	29.1%	21.0%
投资活动现金流	736	29	104	126	收入增长率(%)	32.6%	28.1%	25.9%	23.2%
筹资活动现金流	-40	145	-66	-52	净利润增长率(%)	1023.4%	22.3%	20.3%	18.5%
现金净增加额	640	216	-39	388	P/E	153.72	125.64	104.41	88.08
折旧和摊销	16	38	42	48	P/B	11.41	10.68	9.74	8.82
资本开支	76	15	10	16	EV/EBITDA	115.12	82.74	68.85	56.24
营运资本变动	-133	-61	-221	141					

数据来源：贝格数据，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 个月内,行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性:预期未来 6 个月内,行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持:预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于大盘 5%以上。

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>