

关注船舶行业近期事件驱动型机会

——中国海防（600764）事件点评

2019 年 03 月 12 日

强烈推荐/维持

中国海防

事件点评

姓名	分析师 陆洲	执业证书编号: S1480517080001
	Email: luzhou@dxzq.net.cn	Tel: 010-66554142
	分析师 王习	执业证书编号: S1480518010001
	Email: wangxi@dxzq.net.cn	Tel: 010-66554034
姓名	研究助理 张卓琦	执业证书编号: S1480117080010
	Email: Zhangzq_yjs@dxzq.net.cn	Tel: 010-66554018

事件:

市场近期对南北船合并预期较强，两船集团旗下上市公司近期表现较为强势。

观点:

➤ 1、两船合并主要着眼于供给侧改革，或将强化国企改革和军工资产证券化预期

两船合并主要着眼于供给侧改革。从充分性角度来看，船舶工业是不可分割的整体，两船合并不但可以从产品制造的角度帮助两大集团互补短板，而且能够形成合力做大做强，更好的参与国际竞争化解国内军民船领域的恶性竞争。从必要性角度来看，船舶行业作为典型的产能过剩行业，也是未来供给侧改革重点突破的领域，两船合并可以作为落实中央关于供给侧结构性改革“三去一降一补”任务的有力手段。

此前中船集团领导变更强化两船合并预期。去年 3 月 26 日，中国航天科技集团有限公司董事长、党组书记雷凡培出任中船集团董事长、党组书记。中船集团董事长、党组书记董强和总经理、党组副书记吴强同时卸任。有分析指出，航天科技集团无论从经营质量还是资本运作来说，在军工央企中都堪称标杆，本次航天科技集团领导调任中船集团，一方面有利于扫清‘两船’整合障碍、推进资本运作，另一方面也可能意味着未来海军的重要性会进一步提高。

中国船舶工业集团（南船）旗下上市公司：中船防务、中船科技等。

中国船舶重工集团（北船）旗下上市公司：中国重工、中国动力、乐普医疗、华舟应急、久之洋、中国海防。

今年是改革年，南北船一旦合并将强化国企改革和军工资产证券化预期。

➤ 2、公司定位为集团旗下电子信息产业板块的平台

中国海防 2019 年 1 月发布发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书（草案），拟分别向中船重工集团、七一五研究所、七一六研究所、七二六研究所、杰瑞集团、中船投资、国风投、泰兴永志发行股份及支付现金购买资产。其中，向中船重工集团发行股份及支付现金购买其持有的海声科技 51%股权和辽海装备 52%股权；向七一五研究所发行股份及支付现金购买其持有的海声科技 49%股权；向七二六研究所发行股份及支付现金购买其持有的辽海装备 48%股权；向七一六研究所发行股

份购买其持有的青岛杰瑞 62.48%股权；向杰瑞集团发行股份及支付现金购买其持有的杰瑞控股 20%股权和杰瑞电子 48.97%股权；向中船投资发行股份购买其持有的杰瑞控股 40%股权和杰瑞电子 5.10%股权；向国风投发行股份购买其持有的杰瑞控股 40%股权；向泰兴永志发行股份购买其持有的中船永志 49%股权。同时向不超过 10 名特定投资者非公开发行 A 股股票募集配套资金，募集配套资金总额不超过本次交易拟购买资产交易价格的 100%，股份发行数量不超过本次重组前上市公司总股本的 20%。本次交易发行股份及支付现金购买资产涉及的发行价格调整为 21.49 元/股。

表 1：本次重组交易对方、标的资产及预估对价情况（万元）

序号	交易对方	标的资产	预估交易对价		
			预估作价	股份支付对价	现金支付对价
1	中船重工集团	海声科技 51%股权	164,336.54	139,686.06	24,650.48
		辽海装备 52%股权	34,405.14	29,244.37	5,160.77
		小计	198,741.67	168,930.43	29,811.25
2	七一五研究所	海声科技 49%股权	157,891.97	134,208.17	23,683.79
3	七二六研究所	辽海装备 48%股权	31,758.59	26,994.80	4,763.79
4	七一六研究所	青岛杰瑞 62.48%股权	12,170.02	12,170.02	0.00
5	杰瑞集团	杰瑞控股 20%股权	26,399.04	22,439.19	3,959.85
		杰瑞电子 48.97%股权	119,381.50	101,474.27	17,907.22
		小计	145,780.54	123,913.46	21,867.08
6	中船投资	杰瑞控股 40%股权	52,798.08	52,798.08	0.00
		杰瑞电子 5.01%股权	12,437.95	12,437.95	0.00
		小计	65,236.03	65,236.03	0.00
7	国风投	杰瑞控股 40%股权	52,798.08	52,798.08	0.00
8	泰兴永志	中船永志 49%股权	2,151.63	2,151.63	0.00
合计			666,528.52	586,402.62	80,125.91

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

➤ 3、实现水下信息系统全覆盖，上市公司盈利能力将增厚

中国海防作为中船重工电子信息板块军民融合、产融一体的创新型平台，本次重组前，上市公司主营业务为水声信息传输装备和各类电控系统的研制和生产，具体产品包括各类军民用水声信息传输装备、水下武器系统专项设备等军品领域产品，以及压载水电源等民品领域产品。通过本次重组，中船重工集团将水下信息探测、水下信息获取及水下信息对抗系统及配套装备业务注入中国海防，实现中国海防对水下信息系统各专业领域的全覆盖。

标的公司相关业务及资产进入上市公司有助于丰富公司盈利增长点，根据上市公司 2017 年度和 2018 年 1-7 月财务报告以及 2017 年度和 2018 年 1-7 月预审查财务报告，2018 年 1-7 月归属于母公司所有者的净利润将由交易前的 1625.32 万元增厚至交易后的 2.29 亿元，而 2017 年全年归属于母公司所有者的净利润将由交易前的 8164.13 万元增厚至 4.34 亿元。

表 2：相关公司 2018-2021 年备考净利润数（万元）

标的公司	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	5.00	8.00	11.00	15.00
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	668.40
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

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

➤ 4、募集配套资金改善财务结构，电子信息领域改造升级可期。

募集配套资金有利于上市公司改善财务结构，同时，通过项目建设可提升电子信息领域的设计、研发、制造水平，满足电子信息板块的自主化和高新技术发展趋势。募集配套资金扣除中介机构费用及其他相关费用后，将用于支付现金收购标的资产的对价和标的公司项目建设，包括海洋防务水下警戒探测装备研发及产业化项目、水声侦察装备产业化项目、工业智能装备产业化项目、海洋信息电子及关键零部件产业化项目等。

表 3：募集配套资金的用途（万元）

序号	项目名称	实施主体	项目总投资金额	募集资金投资金额
1	海洋防务水下警戒探测装备研发及产业化项目	瑞声海仪	103,000.00	83,000.00
2	水声侦察装备产业化项目	海声科技	19,000.00	16,600.00
3	工业智能装备产业化项目	双威智能	11,000.00	10,500.00
4	海洋信息电子及关键零部件产业化项目	杰瑞电子	91,000.00	61,500.00
5	无人智能装备及智能制造装备改造升级项目	连云港杰瑞	30,940.00	20,950.00
6	通信导航及智能装备产业化项目	青岛杰瑞	33,650.00	22,750.00
7	水声对抗及港口防御装备军民融合产业化项目	中原电子	18,170.00	16,000.00
8	潜声纳产业化生产能力建设项目	辽海装备	9,200.00	8,700.00
	相关项目总投资金额	-	315,960.00	240,000.00
	支付现金对价		80,125.91	

合计

320, 125. 91

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

➤ 5、国防信息化市场空间巨大，体外其他资产存在注入预期

现代战争已由机械化战争逐渐演变为信息化战争，传统武器装备在战争中的决定性正在逐步减弱，而电子信息装备正扮演着越来越重要的角色，根据智研咨询发布的《2018-2024 年中国国防信息化行业分析及市场前景预测报告》，据预测，2025 年中国国防信息化开支将增长至 2513 亿元，年复合增长率 11.6%，占 2025 年国防装备费用（6284 亿元）比例达到 40%。未来 10 年国防信息化总规模有望达到 1.66 万亿元，增长潜力巨大。在本次重组涉及的标的公司中，海声科技、辽海装备、中船永志以及杰瑞电子、青岛杰瑞、连云港杰瑞（杰瑞控股为控股型平台公司，母公司不从事生产经营活动，下属杰瑞电子、青岛杰瑞和连云港杰瑞三家子公司）的军品业务属于军工电子行业，而杰瑞电子、青岛杰瑞、连云港杰瑞民品业务属于民用电子智能制造行业（民用电子智能装备系统行业）。我们判断，上市公司或会持续推进电子信息板块的持续整合，未来集团下的导航、通信，计算机等电子信息相关板块也存在较大的资产注入预期。

➤ 6、水下信息系统重要性不言而喻，标的资产具备核心竞争力

标的资产在军工电子方面主要涉及水下信息系统，水下信息系统主要包括水声探测系统及水声对抗系统。首先，水声探测系统广泛运用在潜艇、水面舰艇以及反潜机中，充分利用声纳的隐蔽性、保密性，更早更准确的发现目标。军用水声探测技术是各国海军进行水下监视使用的主要技术，是海军所独有的装备之一，是作战舰艇、潜艇和反潜飞机实施反潜、反水雷、水下警戒、观测、侦察和通信的重要装备。现在几乎所有的舰艇均装有不同形式的水声探测系统，以适应水下作战的需要。水声对抗系统的基本使命是提高本艇在与敌反潜兵力对抗斗争中的生存能力。其次，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。

水下信息系统领域最为发达的包括美国、欧洲、俄罗斯等国家和地区。水声探测方面，较知名的企业包括美国 WESTINGHOUSE、GOULD 和 GE 公司等，英国 THALES 公司等；水声对抗方面，较知名的企业包括美国 NORTHROP、WESTINGHOUSE、SINGER、GOULD、AEROJET、EMERSON 公司等，英国的 MARCONI、ULTRA 公司，法国的 THOMSON、CSEE 公司等。我国参与水下信息系统研制生产的主要是国内规模较大、实力雄厚的军工型科研院所及军工企业集团等，主要包括中国船舶重工集团公司、中国船舶工业集团公司两大集团公司及其下属企事业单位。

表 4：标的公司的情况简介

序号	公司名称	主营业务	2017 年营业收入（单位：万元）	2017 年归母净利润（单位：万元）
1	海声科技	水声信息侦测和处理系统、机电一体化设备等，主要产品包括海洋仪器、声纳、浮标等，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、制药等多个行业和领域。海声科技下属重要子公司瑞声海仪主营业务包括水声系统与声纳设备、超声设备、压电陶瓷、风光热发电设备及配件的生产与研发、技术服务、维修服务、咨询服务、系统集成与维护、成果转让。	89898. 21	16, 152. 35
2	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	39302. 48	3, 483. 38

研制和生产等，产品包括各类水声探测装备、对抗器材、导航设备、电连接器等军品领域产品，以及输油气管线维抢修设备和智能电子工程、民用电连接器等民品领域产品。

3	杰瑞控股	控股型平台公司，母公司不从事生产经营活动，其下属杰瑞电子、青岛杰瑞和连云港杰瑞三家子公司。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，主要产品为工业自动化装备、自动化生产线、数字化车间成套装备、油气勘探装备、LNG 清洁能源装备和塑料异型材挤出模具等，广泛应用于自动化生产、石油天然气勘探、LNG 装卸、塑料门窗等领域。杰瑞电子、青岛杰瑞主营业务范围见本表。	122615.67	7,174.20
4	杰瑞电子	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，广泛应用于航天、航空、兵器、船舶、电子、交通管理、工业照明等领域。	98910.27	15,198.54
5	青岛杰瑞	包括通信导航与工业控制两大板块，主要产品为抗恶劣环境定位导航设备与系统、工业智能化系统装备等，主要应用于陆军、海军、空军、火箭军及各军工集团以及海洋、轨道交通、工厂智能化系统装备产品领域。	14907.22	385.76
6	中船永志	由 726 研究所与泰兴永志合资组建，主营业务包括军用电连接器、LED 灯具（主要为 LED 半成品组装），产品广泛应用于航空、航天、舰船、兵器、铁路、邮电通讯等领域。	3641.95	352.30

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

结论：

不考虑并表，我们预测的上市公司 2018-2020 年净利润分别为 0.97 万元、1.22 亿元和 1.46 亿元，EPS 分别为 0.25、0.31 和 0.37 元。注入资产相关公司在 2018 年至 2021 年期间各年度预测净利润数合计分别为 4.46 亿元、5.58 亿元、6.62 亿元和 7.54 亿元，假设募集配套资金价格定价基准日为停牌前一日（4 月 12 日），发行价格为前 20 日均价的 90%，即 29.44 元/股，则上市公司 2018-2020 年备考 EPS 分别为 0.74 元、0.92 元和 1.09 元，对应 3 月 11 月股价分别为 40 倍、33 倍和 27 倍，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：水下信息探测政策风险，水下信息系统装备技术风险，盈利能力季节性波动风险。

公司盈利预测表

资产负债表					单位：百万元		利润表		单位：百万元				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		
流动资产合计	699	1242	2261	2790	2713	营业收入	274	363	412	476	586		
货币资金	552	817	1874	2286	2124	营业成本	204	205	195	222	277		
应收账款	46	263	184	279	303	营业税金及附加	2	4	3	5	5		
其他应收款	1	16	18	21	26	营业费用	6	9	9	11	14		
预付款项	3	1	3	5	8	管理费用	55	73	82	76	94		
存货	71	138	160	182	227	财务费用	2	0	-4	4	12		
其他流动资产	2	1	1	0	0	资产减值损失	0.44	3.85	2.15	3.00	2.57		
非流动资产合计	539	374	945	1284	1405	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		
长期股权投资	449	0	0	0	0	投资净收益	132.71	-6.28	0.00	0.00	0.00		
固定资产	83.88	312.37	532.69	866.75	775.82	营业利润	137	111	124	155	183		
无形资产	0	60	177	182	187	营业外收入	3.25	3.58	4.16	3.66	3.80		
其他非流动资产	1	0	0	0	0	营业外支出	117.92	5.10	0.00	0.00	0.00		
资产总计	1237	1615	3206	4074	4118	利润总额	22	109	128	159	187		
流动负债合计	555	432	339	400	438	所得税	3	19	22	28	33		
短期借款	87	50	0	0	0	净利润	19	90	105	131	154		
应付账款	44	137	85	122	137	少数股东损益	12	8	8	9	9		
预收款项	1	3	20	39	62	归属母公司净利润	7	82	97	122	146		
一年内到期的非流	0	13	13	13	13	EBITDA	156	185	179	268	304		
非流动负债合计	35	30	830	1630	1630	EPS（元）	0.02	0.67	0.25	0.31	0.37		
长期借款	0	0	800	1600	1600	主要财务比率	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		
应付债券	0	0	0	0	0								
负债合计	590	463	1170	2030	2069	成长能力							
少数股东权益	136	53	61	70	79	营业收入增长	-33.15%	32.62%	13.50%	15.60%	23.20%		
实收资本(或股本)	330	396	396	396	396	营业利润增长	-210.22	-19.17%	11.80%	25.75%	17.76%		
资本公积	44	492	1370	1370	1370	归属于母公司净利润	-4.76%	1023.43	19.29%	25.00%	19.53%		
未分配利润	67	192	166	133	94	获利能力							
归属母公司股东权	512	1100	1984	1982	1979	毛利率(%)	25.49%	43.62%	52.66%	53.41%	52.81%		
负债和所有者权益	1237	1615	3206	4074	4118	净利率(%)	7.10%	24.79%	25.59%	27.57%	26.28%		
现金流量表					单位：百万元	总资产净利润（%）	2.91%	0.59%	5.05%	3.04%	2.99%		
						ROE(%)	1.42%	7.42%	4.91%	6.14%	7.35%		
经营活动现金流	20	-56	157	214	254	偿债能力							
净利润	19	90	105	131	154	资产负债率(%)	48%	29%	36%	50%	50%		
折旧摊销	16.78	74.02	0.00	90.93	90.93	流动比率					6.19		
财务费用	2	0	-4	4	12	速动比率					5.67		
应付帐款的变化	0	0	79	-95	-24	营运能力							
预收帐款的变化	0	0	16	19	23	总资产周转率	0.22	0.25	0.17	0.13	0.14		
投资活动现金流	453	736	-632	-474	-257	应收账款周转率	3	2	2	2	2		
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	5.09	4.00	3.69	4.59	4.53		
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标（元）							
投资收益	133	-6	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.02	0.67	0.25	0.31	0.37		
筹资活动现金流	-23	-40	1532	671	-160	每股净现金流(最新	1.36	1.62	2.67	1.04	-0.41		
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	1.55	2.78	5.01	5.01	5.00		
长期借款增加	0	0	800	800	0	估值比率							
普通股增加	0	66	0	0	0	P/E	1441.36	47.00	119.84	96.65	80.97		
资本公积增加	4	449	878	0	0	P/B	20.43	11.41	5.98	5.98	5.99		
现金净增加额	450	640	1057	412	-162	EV/EBITDA	64.08	63.86	64.27	44.24	39.63		

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

陆洲

北京大学硕士，军工行业首席分析师。曾任中国证券报记者，历任光大证券、平安证券、国金证券研究所军工行业首席分析师，华商基金研究部工业品研究组组长，2017 年加盟东兴证券研究所。

王习

中央财经大学学士，香港理工大学硕士，军工行业分析师。历任中航证券、长城证券军工组组长，2017 年加盟东兴证券研究所。

研究助理简介

张卓琦

清华大学工业工程博士，3 年大型国有军工企业运营管理培训、咨询经验，2017 年加盟东兴证券研究所，关注新三板、军工领域。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。