

2019年08月08日

中船防务 (600685.SH)

中船防务：重大资产重组方案调整，不再注入动力类资产同时保留黄埔文冲船厂控制权

一、事件：2019年8月7日，中船防务发布公告对重大资产重组方案进行调整，出售部分广船国际股权给中国船舶，不再注入动力类资产，具体调整如下：

调整内容	交易方案调整前	交易方案调整后
交易方式	重大资产置换	重大资产出售
标的资产	置出资产：广船国际部分股权、黄埔文冲部分股权 置入资产：中船动力有限公司100%股权、中船动力研究院有限公司51%股权、上海中船三井造船柴油机有限公司15%股权、沪东重机有限公司100%股权	广船国际27.4214%股权
交易对方	中船集团	中国船舶

二、本次重大资产重组方案调整的原因。

- 原预案发布后，形势发生新的变化，南北船集团筹划战略性重组；
- 公司与中船集团及中国船舶之间存在同业竞争，以及民用船舶市场产能过剩；
- 顺利推进市场化债转股项目；
- 促成各方股东利益达成一致。

三、本次重大资产重组方案调整的主要内容。

- **交易方式：**由原预案中的重大资产置换变成重大资产出售。向中国船舶出售的广船国际27.4214%股权，交易作价为28.91亿元。中国船舶以向公司非公开发行A股股份的方式支付交易对价，交易完成后，中船防务预计将持有中国船舶5.28%的股权；
- **交易对方：**由预案中的中船集团变成中国船舶；
- **交易内容：**原预案为置出广船国际部分股权、黄埔文冲部分股权，调整后变为向中国船舶出售广船国际27.4214%股权；原预案中有注入中船动力等动力类资产的股权，调整后不涉及动力类资产注入；
- **债转股的后续安排：**公司放弃广船国际、黄埔文冲的市场化债转股投资者拟转让所持有的广船国际23.5786%股权及黄埔文冲30.9836%股权的优先购买权，改由中国船舶以增发方式购买。

四、本次重大资产重组方案调整对上市公司的影响。

- **合并报表范围的变化：**交易完成后，中船防务将持有广船国际49.00%股权（丧失控制权，不再纳入合并报表范围）、黄埔文冲

公司快报

证券研究报告

船舶制造

投资评级 **买入-A**

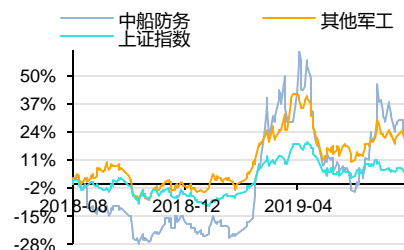
首次评级

6个月目标价：**20元**
 股价(2019-08-07) **15.44元**

交易数据

总市值(百万元)	21,824.54
流通市值(百万元)	12,682.96
总股本(百万股)	1,413.51
流通股本(百万股)	821.44
12个月价格区间	9.05/20.31元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-3.42	16.63	25.4
绝对收益	-11.47	11.24	25.02

冯福章

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517040002
fengfz@essence.com.cn

余平

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518070002
yuping1@essence.com.cn

相关报告

69.0164%股权（仍保留控制权）；中国船舶将合计持有广船国际51.00%股权并取得控制权，同时持有黄埔文冲30.9836%股权；

■ **主营业务的变化：**本次交易完成后，中船防务业务范围仍将涵盖防务装备、船舶修造、海洋工程、非船业务四大板块，但随着广船国际控制权的出售，中船防务将不再从事油船、客滚船等船型的生产，后续主要产品包括军用舰船、特种辅船、公务船等船型，海洋平台等船舶海工产品以及钢结构、成套机电设备等非船产品。

■ **出售广船国际控制权将大幅增加19年投资收益约32.99亿元，降低资产负债率、改善公司财务状况。**按照《企业会计准则第33号——合并财务报表》关于企业因处置部分股权投资丧失对被投资方控制权的相关会计处理要求，投资收益=处置股权取得的对价+剩余股权公允价值-原有子公司自购买日开始持续计算的可辨认净资产*原持股比例=32.99亿元，预计资产负债率将从67.08%下降至约52.53%。

■ **保留黄埔文冲控制权，有利于提升上市公司盈利能力。**广船国际因近年来民船行业景气度较差处于亏损状态；黄埔文冲主要从事军用舰船和特种工程船的生产制造，盈利能力较强，2019年1-4月归母净利润为9.65亿元。因此新的重组方案不再将广船国际纳入合并报表范围且保留黄埔文冲控制权，对于上市公司盈利能力更为有利，且19年大幅增加投资收益对于公司股东而言，新方案对原方案更为有利。

五、投资建议：我们认为，此前预案中将中船防务作为中船集团动力类资产平台；方案调整后，公司平台定位尚未明确。随着南北船集团筹划战略性重组，集团资产池将扩大，资产体量与覆盖业务更大更广。中船防务作为旗下重要上市公司之一，可能会承担更多的作用，平台地位不容小觑。我们看好公司未来发展前景。

本次重大资产方案调整相比此前动力平台在盈利能力、平台定位等方面对上市公司更为有利，且未来平台定位仍然值得期待。我们预计本次资产重组方案将直接增加投资收益32.99亿元，预计2019-2021年净利润分别为34.99、1.25、2.43亿元，EPS分别为2.48、0.09、0.17元，对应当前股价的PE分别为6X、175X、90X。首次覆盖，给以买入-A评级。

六、船舶板块的投资策略：我们自去年底部独家推荐中国船舶、今年一季度明确表示看好船舶板块的表现，逻辑来自于几大船舶总装厂PB估值处于历史低位，且民船处在长周期底部呈逐步回暖阶段，今年船舶板块表现抢眼。

当前，我们认为，中船防务此次重大资产重组方案调整超出市场预期，未来平台定位仍有不确定性；而且当前处于南北船集团战略性重组阶

段，叠加旗下上市公司资产重组的推进，我们应关注南北船集团战略性重组后带来资产重估的机会，关注如：中船防务、中国船舶、中国重工等，可参考我们发布的系列深度报告。

七、军工板块的投资策略：当前继续看好军工 Q3 的阶段性行情。主要逻辑是：1) 从均衡配置而言，偏价值的行业配置高企，现在略微松动，军工股是可选行业之一；2) 从行业增长角度，保持稳健增长的确定性高，预计 19 年增长 20% 附近，明后年增长可能仍有 15-20%，前景相对清晰；3) 从估值方面，虽然军工板块整体估值仍有 40 多倍，但内部分化大（也有部分 20、30 多倍市盈率的公司），考虑到即将到来的跨年估值切换，估值可看；4) 事件性催化因素。

配置建议上，重点关注国企零部件、主机厂、信息化和民参军等方向。

■ **国企零部件：**仍继续关注【中航光电】、【航天电器】等估值、业绩增速匹配的标的；

■ **主机厂：**我们以前提出除了船舶上半年不看好。现在建议重点关注【中直股份】、【中航沈飞】，以及南北船集团战略性重组带来的船舶类标的资产重估的机会，可关注【中船防务】、【中国船舶】、【中国重工】等；

■ **信息化：**关注【航天发展】；

■ **民参军：**优选估值低、具有基本面支撑的标的，根据情况动态调整，当前关注【火炬电子】、【长鹰信质】、【楚江新材】等。

八、风险提示：重组方案的不确定性、交易审批方面的风险、子公司业绩波动等。

摘要(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入	22,313.4	19,213.6	10,957.5	12,568.3	14,466.1
净利润	87.8	-1,869.0	3,499.0	124.9	243.2
每股收益(元)	0.06	-1.32	2.48	0.09	0.17
每股净资产(元)	7.37	6.88	9.40	9.49	9.65

盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	248.6	-11.7	6.2	174.8	89.7
市净率(倍)	2.1	2.2	1.6	1.6	1.6
净利润率	0.4%	-9.7%	31.9%	1.0%	1.7%
净资产收益率	0.8%	-19.2%	26.3%	0.9%	1.8%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	-0.9%	-21.9%	18.9%	-1.1%	-0.7%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	22,313.4	19,213.6	10,957.5	12,568.3	14,466.1	成长性					
减:营业成本	20,946.9	19,262.5	10,497.3	11,990.1	13,771.7	营业收入增长率	-4.4%	-13.9%	-43.0%	14.7%	15.1%
营业税费	72.7	65.3	37.3	42.7	49.2	营业利润增长率	3722.5%	327.3%	-188.8%	-105.4%	-64.0%
销售费用	195.6	86.3	54.8	62.8	72.3	净利润增长率	23.3%	-2228.8	-287.2%	-96.4%	94.7%
管理费用	1,256.1	892.8	613.6	703.8	795.6	EBITDA 增长率	-21.8%	-389.0%	-318.2%	-84.2%	13.5%
财务费用	528.8	118.5	43.1	-39.3	-57.9	EBIT 增长率	456.7%	1056.2%	-214.8%	-106.8%	-39.8%
资产减值损失	193.2	677.1	100.0	100.0	100.0	NOPLAT 增长率	269.5%	2848.8%	-192.5%	-106.8%	-39.8%
加:公允价值变动收益	3.2	-423.4	-292.4	50.4	63.9	投资资本增长率	24.3%	7.0%	18.8%	-2.1%	-5.0%
投资和汇兑收益	147.4	-123.8	3,299.0	100.0	150.0	净资产增长率	14.7%	20.2%	29.1%	0.8%	1.5%
营业利润	-690.4	-2,949.9	2,618.1	-141.6	-51.0	利润率					
加:营业外净收支	858.9	489.7	1,540.0	290.0	340.0	毛利率	6.1%	-0.3%	4.2%	4.6%	4.8%
利润总额	168.5	-2,460.2	4,158.1	148.4	289.0	营业利润率	-3.1%	-15.4%	23.9%	-1.1%	-0.4%
减:所得税	67.8	13.9	41.6	1.5	2.9	净利润率	0.4%	-9.7%	31.9%	1.0%	1.7%
净利润	87.8	-1,869.0	3,499.0	124.9	243.2	EBITDA/营业收入	2.4%	-8.0%	30.8%	4.2%	4.2%
						EBIT/营业收入	-0.9%	-12.1%	24.3%	-1.4%	-0.8%
						运营效率					
						固定资产周转天数	170	208	385	317	259
						流动营业资本周转天数	-3	-1	31	75	66
						流动资产周转天数	485	549	816	621	578
						应收账款周转天数	24	42	63	33	36
						存货周转天数	183	143	169	164	156
						总资产周转天数	729	858	1,404	1,105	974
						投资资本周转天数	190	253	501	469	393
						投资回报率					
						ROE	0.8%	-19.2%	26.3%	0.9%	1.8%
						ROA	0.2%	-5.2%	10.8%	0.4%	0.7%
						ROIC	-0.9%	-21.9%	18.9%	-1.1%	-0.7%
						费用率					
						销售费用率	0.9%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
						管理费用率	5.6%	4.6%	5.6%	5.6%	5.5%
						财务费用率	2.4%	0.6%	0.4%	-0.3%	-0.4%
						三费/营业收入	8.9%	5.7%	6.5%	5.8%	5.6%
						偿债能力					
						资产负债率	72.9%	69.8%	51.2%	52.3%	51.6%
						负债权益比	269.6%	230.7%	105.1%	109.5%	106.6%
						流动比率	1.28	1.05	1.12	1.18	1.22
						速动比率	0.83	0.87	0.83	0.86	0.89
						利息保障倍数	-0.38	-19.56	61.78	4.61	1.88
						分红指标					
						DPS(元)	-	-	-	-	-
						分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	100.6	-2,474.2	3,499.0	124.9	243.2	EPS(元)	0.06	-1.32	2.48	0.09	0.17
加:折旧和摊销	744.2	787.7	713.1	713.1	713.1	BVPS(元)	7.37	6.88	9.40	9.49	9.65
资产减值准备	193.2	677.1	-	-	-	PE(X)	248.6	-11.7	6.2	174.8	89.7
公允价值变动损失	-3.2	423.4	-292.4	50.4	63.9	PB(X)	2.1	2.2	1.6	1.6	1.6
财务费用	-146.6	342.4	43.1	-39.3	-57.9	P/FCF	-13.5	-4.3	-3.7	30.2	38.9
投资损失	-147.4	123.8	-3,299.0	-100.0	-150.0	P/S	1.0	1.1	2.0	1.7	1.5
少数股东损益	12.8	-605.1	617.5	22.0	42.9	EV/EBITDA	75.3	-11.5	7.4	46.3	39.0
营运资金的变动	-5,293.6	-6,291.1	-2,659.9	-182.0	257.4	CAGR(%)	13.4%	-148.7%	262.1%	13.4%	-148.7%
经营活动产生现金流量	-847.2	-1,544.9	-1,378.6	589.1	1,112.6	PEG	18.5	0.1	0.0	13.0	-0.6
投资活动产生现金流量	2,131.4	-1,792.4	3,261.4	-68.5	274.8	ROIC/WACC	-0.1	-2.4	2.1	-0.1	-0.1
融资活动产生现金流量	489.2	180.1	-6,742.0	284.7	-438.5	REP	-30.2	-0.5	0.7	-12.6	-20.7

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

冯福章、余平声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn
	王银银	021-35082985	wangyy4@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	曹琰	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
深圳联系人	袁进	010-83321345	yuanjin@essence.com.cn
	胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	0755-23919631	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	13723434033	yangping1@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
	黄秋琪	0755-23987069	huangqq@essence.com.cn
	王红彦	0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
	黎欢	0755-23984253	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034