

中国海防（600764）

客户订货计划及总装厂进度安排调整不影响长期经营，资产注入事项稳步推进 买入（维持）

2019 年 08 月 28 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	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	351	428	512	603
同比（%）	-3.4%	22.2%	19.6%	17.6%
归母净利润（百万元）	67	84	103	128
同比（%）	-17.3%	24.4%	23.2%	24.1%
每股收益（元/股）	0.17	0.21	0.26	0.33
P/E（倍）	181.04	145.50	118.13	95.20

事件：2019 年上半年公司实现收入 1.15 亿元，同比下降 8.59%；实现归母净利润 1453.14 万元，同比下降 7.90%。

投资要点

■ **特定客户订货计划及总装厂整体进度安排调整不影响长期经营。**分业务看，特装电子产品收入 8326.66 万元，同比下降 19.62%；试验检测服务收入 165.54 万元，同比降低 58.03%；压载水等特种电源收入 74.11 万元，同比降低 85.63%，电动工具等收入 2264.64 万元，同比增长 173.55%；房产租赁收入 592.31 万元，同比增长 80.20%。汽车电子产品收入 42.90 万元，同比下降 63.61%。目前公司正在进一步优化产品结构，并在风险可控的前提下柔性退出低附加值产业，以进一步提升公司的盈利能力。长城电子上半年收入降低主要由于特定客户订货计划及总装厂整体进度安排调整，同时因审价定价模式的改革，使得公司多项新研装备合同价格未确定，公司虽然产品已交付，但暂时不能满足收入确认的条件，从而影响了上半年利润的实现进度。

■ **毛利率和经营性现金流较去年略有好转，净利率基本保持一致。**受上半年营收下降影响，公司营业成本同比下降 10.13%，上半年毛利率 44.45%，去年同期为 43.49%，略有提升。上半年销售费用同样下降 6.34%，管理费用因投入信息化平台建设及职工薪酬上涨等因素，同比增长 6.74%，上半年净利率 12.67%，去年同期为 12.58%，基本持平。上半年公司经营活动现金流量净额-2144.62 万，去年同期为-9767.02 万。

■ **重组方案稳步推进。**根据最新公告，公司拟作价 67.5 亿收购海声科技、辽海装备、杰瑞电子等 6 家公司股权，其中股份支付 59.40 亿（发行价为 21.49 元/股），现金支付 8.10 亿，同时非公开募集资金不超过 32.01 亿。通过本次重组，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。同时，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。此前，公司曾公告称控股股东中船重工集团正与中国船舶工业集团筹划战略性重组，我们估测两集团体外信息化资产每年利润达数十亿元。

■ **投资建议：**出于审慎考虑，当前预测没有包含新注入资产的并表，考虑超额募集配套资金，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 2019 年 PE 约 33 倍，2020 年约 28 倍。维持“买入”评级

■ **风险提示：**资产整合进度缓慢。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	30.95
一年最低/最高价	21.68/36.73
市净率(倍)	11.32
流通 A 股市值(百万元)	10175.30

基础数据

每股净资产(元)	2.73
资产负债率(%)	24.17
总股本(百万股)	394.81
流通 A 股(百万股)	328.77

相关研究

- 1、《中国海防：大力推进军民融合产品开发，静待重组完成开启新发展期》2019-04-02
- 2、《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》2018-10-17

中国海防三大财务预测表（不考虑资产注入后）

资产负债表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	1,082	1,376	1,333	1,718	营业收入	351	428	512	603
现金	471	719	498	781	减:营业成本	176	211	241	297
应收账款	430	417	596	596	营业税金及附加	5	4	6	7
存货	155	195	205	288	营业费用	6	6	8	12
其他流动资产	26	44	34	53	管理费用	63	64	61	90
非流动资产	391	412	438	470	财务费用	-4	1	5	8
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	7	0	0	0
固定资产	302	316	337	363	加:投资净收益	0	0	0	0
在建工程	1	1	2	2	其他收益	0	0	0	0
无形资产	59	64	70	76	营业利润	81	142	191	188
其他非流动资产	30	30	30	30	加:营业外净收支	2	-27	-35	-16
资产总计	1,473	1,788	1,772	2,188	利润总额	82	114	156	173
流动负债	351	570	432	714	减:所得税费用	15	13	23	27
短期借款	25	25	25	25	少数股东损益	0	17	30	18
应付账款	142	193	190	281	归属母公司净利润	67	84	103	128
其他流动负债	184	352	217	409	EBIT	71	99	140	155
非流动负债	57	52	47	42	EBITDA	86	125	170	190
长期借款	27	22	17	12					
其他非流动负债	30	30	30	30	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	408	622	479	756	每股收益(元)	0.17	0.21	0.26	0.33
少数股东权益	0	17	47	65	每股净资产(元)	2.70	2.91	3.16	3.46
					发行在外股份(百万股)	395	395	395	395
归属母公司股东权益	1,065	1,149	1,246	1,367	ROIC(%)	5.1%	7.1%	9.0%	9.1%
负债和股东权益	1,473	1,788	1,772	2,188	ROE(%)	6.3%	8.7%	10.3%	10.2%
					毛利率(%)	49.7%	50.7%	52.9%	50.8%
现金流量表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E	销售净利率(%)	19.3%	19.6%	20.2%	21.3%
经营活动现金流	-147	299	-149	369	资产负债率(%)	27.7%	34.8%	27.0%	34.6%
投资活动现金流	-138	-47	-56	-66	收入增长率(%)	-3.4%	22.2%	19.6%	17.6%
筹资活动现金流	-61	-4	-16	-20	净利润增长率(%)	-17.3%	24.4%	23.2%	24.1%
现金净增加额	-346	248	-221	282	P/E	181.04	145.50	118.13	95.20
折旧和摊销	15	26	30	34	P/B	11.48	10.64	9.81	8.94
资本开支	18	21	26	32	EV/EBITDA	137.06	92.60	69.75	61.07
营运资本变动	-240	170	-316	181					

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>

