

中国海防 (600764.SH)

我国水下攻防体系建设主力军，内生外延发展空间广阔

我国水下安全面临威胁，水下攻防体系建设已成为我国海上军事斗争准备的迫切需求。面对其他国家编织构建的日益严密的水下作战网络，我国水下环境安全受到严重威胁。但是，我国面临水下防御能力薄弱、水下进攻能力不足、水下作战保障能力缺乏的现实困境。构筑水下长城的必要性、紧迫性十分突出。因此，我国急需围绕舰艇装备（水下潜艇、水面舰艇）、海底监听网等核心装备加速构建我国水下攻防体系。

两次资产重组打造我国水下攻防体系建设主力军。第1次重组注入长城电子，是国内水下通信装备的唯一定点专业科研生产企业、海军军用通信声纳装备的唯一供应商、一体化声纳水声通信功能系统总体牵头单位。第2次重组注入海声科技、辽海装备等，是我国水下探测与对抗领域的龙头单位。

内生：受益于我国海军舰艇装备建设浪潮，以及水下攻防体系建设。水下攻防是典型的技术对抗体系，会互相带动装备的升级，进而装备持续列装的空间很大。中国海防目前体内是中国舰船领域核心的信息化类资产，军工占比高，成长性好；业绩承诺叠加内生增长，再加上2020年初的定增价格为26.76元，提供了很好的安全垫。

外延：我们预计中国船舶集团体外还有30多亿利润舰船电子信息化资产，资产注入值得期待。南北船合并成新的中国船舶集团后，由于中船科技资产重组方案的被否，中国海防已成为中国船舶集团唯一的舰船电子信息化资产上市平台，集团体外有庞大的舰船电子与信息化资产，我们预计该部分资产利润规模高达30多亿元，在提高资产证券化率、集团产业整合以及再融资新规等背景下，存在资产注入预期。

投资建议：中国海防是军工板块资产证券化的核心标的，是我国水下攻防体系建设的主力军，也有望继续承接中国最核心的舰船资产。我们预计2020~2021年中国海防归母净利润分别为：7.7亿元、8.8亿元，对应当前的估值水平仅为25X，22X。低估值的军工核心信息化标的，体外还有30多亿利润、且是中国最核心舰船的资产，低估值提供安全垫+资产注入潜在空间值得期待，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：资产注入低于预期；海军装备订单低于预期。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	363	351	4,037	4,646	5,209
增长率 yoy (%)	32.6	-3.4	1051.7	15.1	12.1
归母净利润(百万元)	82	67	648	770	880
增长率 yoy (%)	1023.4	-17.3	859.6	18.8	14.4
EPS 最新摊薄(元/股)	0.11	0.09	0.91	1.08	1.24
净资产收益率 (%)	7.8	6.3	37.8	31.0	26.2
P/E (倍)	237.6	287.4	30.0	25.2	22.0
P/B (倍)	17.6	18.2	11.3	7.8	5.8

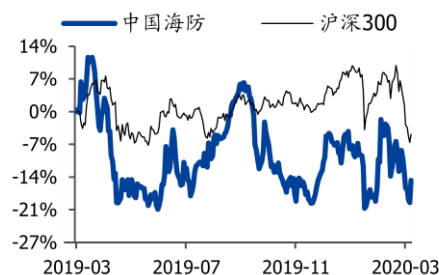
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入 (首次)

股票信息

行业	地面兵装
前次评级	
最新收盘价	27.30
总市值(百万元)	19,400.18
总股本(百万股)	710.63
其中自由流通股(%)	46.26
30日日均成交量(百万股)	3.80

股价走势



作者

分析师 余平

执业证书编号：S0680520010003

邮箱：yuping@gszq.com



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	1242	1082	6791	8504	10426
现金	817	471	1422	2179	3280
应收票据及应收账款	269	441	3596	4147	4535
其他应收款	16	12	167	204	317
预付账款	1	1	15	22	25
存货	138	155	1588	1950	2269
其他流动资产	1	1	1	1	1
非流动资产	374	391	630	650	664
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	312	302	471	482	489
无形资产	60	59	128	136	143
其他非流动资产	1	30	31	32	32
资产总计	1615	1473	7421	9154	11090
流动负债	432	351	5339	6313	7381
短期借款	50	25	20	15	10
应付票据及应付账款	152	164	2589	3140	3610
其他流动负债	231	162	2729	3158	3761
非流动负债	30	57	54	43	31
长期借款	0	27	24	12	1
其他非流动负债	30	30	30	30	30
负债合计	463	408	5393	6356	7412
少数股东权益	53	0	0	0	0
股本	396	395	711	711	711
资本公积	492	417	417	417	417
留存收益	220	263	911	1681	2561
归属母公司股东权益	1100	1065	2028	2798	3678
负债和股东权益	1615	1473	7421	9154	11090

现金流量表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	-56	-147	888	787	1103
净利润	90	67	648	770	880
折旧摊销	16	15	20	24	26
财务费用	0	-4	-6	-29	-55
投资损失	6	0	0	0	0
营运资金变动	-133	-240	226	22	251
其他经营现金流	-36	15	0	0	0
投资活动现金流	736	-138	-259	-44	-40
资本支出	76	18	239	19	15
长期投资	0	-13	0	0	0
其他投资现金流	812	-133	-20	-24	-26
筹资活动现金流	-40	-61	322	13	38
短期借款	-37	-25	-5	-5	-5
长期借款	0	27	-3	-11	-12
普通股增加	66	-1	316	0	0
资本公积增加	449	-75	0	0	0
其他筹资现金流	-518	13	15	29	55
现金净增加额	640	-346	951	757	1101

利润表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	363	351	4037	4646	5209
营业成本	205	176	2616	3008	3375
营业税金及附加	4	5	59	70	78
营业费用	9	6	67	74	83
管理费用	73	63	323	372	417
研发费用	0	18	222	251	281
财务费用	0	-4	-6	-29	-55
资产减值损失	4	7	4	5	5
其他收益	0	2	7	8	10
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-6	0	0	0	0
资产处置收益	49	0	0	0	0
营业利润	111	81	760	904	1034
营业外收入	4	2	2	2	2
营业外支出	5	0	0	0	0
利润总额	109	82	762	905	1036
所得税	19	15	114	136	155
净利润	90	67	648	770	880
少数股东损益	8	0	0	0	0
归属母公司净利润	82	67	648	770	880
EBITDA	103	86	755	878	981
EPS (元)	0.11	0.09	0.91	1.08	1.24

主要财务比率

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入(%)	32.6	-3.4	1051.7	15.1	12.1
营业利润(%)	-19.2	-27.1	843.8	18.9	14.4
归属于母公司净利润(%)	1023.4	-17.3	859.6	18.8	14.4
获利能力					
毛利率(%)	43.6	49.7	35.2	35.3	35.2
净利率(%)	22.5	19.3	16.0	16.6	16.9
ROE(%)	7.8	6.3	37.8	31.0	26.2
ROIC(%)	6.1	5.1	34.8	28.4	23.8
偿债能力					
资产负债率(%)	28.6	27.7	72.7	69.4	66.8
净负债比率(%)	-62.7	-36.2	-78.0	-85.0	-96.0
流动比率	2.9	3.1	1.3	1.3	1.4
速动比率	2.5	2.6	1.0	1.0	1.1
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.2	0.9	0.6	0.5
应收账款周转率	2.1	1.0	2.0	1.2	1.2
应付账款周转率	2.1	1.1	1.9	1.1	1.0
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.11	0.09	0.91	1.08	1.24
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.08	-0.21	1.25	1.11	1.55
每股净资产(最新摊薄)	1.55	1.50	2.41	3.49	4.73
估值比率					
P/E	237.6	287.4	30.0	25.2	22.0
P/B	17.6	18.2	11.3	7.8	5.8
EV/EBITDA	181.5	220.2	23.9	19.7	16.5

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

内容目录

1. 中国舰船最核心的军工电子信息化资产上市平台	4
1.1 第一次借壳：注入长城电子，海军军用通信声呐装备唯一供应商	4
1.2 第二次重组：注入海声科技等，实现对水下信息系统各专业领域全覆盖	5
2. 内生：我国水下攻防体系建设迫在眉睫，中国海防任重道远	7
2.1 我国水下安全面临威胁，建立完备的水下攻防体系迫在眉睫	7
2.2 围绕舰艇装备、海底监听网等构建多层次、一体化的综合水下攻防体系	8
2.3 我国水下攻防体系建设，中国海防理应是主力军	11
3. 外延：中国海防有望继续承接中国船舶集团舰船电子信息类资产	12
4. 投资建议：我国水下攻防体系建设主力军，内生外延式发展空间广阔	13
5. 风险提示	13

图表目录

图表 1: 水声信息传输装备在水面舰艇中的应用示意图	4
图表 2: 水声信息传输及水下武器系统专用设备在潜艇上的应用	4
图表 3: 船舶压载水系统设备构成	4
图表 4: 长城电子营业收入情况（单位：百万元）	5
图表 5: 长城电子历年扣非净利润情况及业绩承诺指标	5
图表 6: 中国海防第二次资产重组所注入资产情况（单位：百万元）	5
图表 7: 中国海防拟注入资产主营业务及收入情况（单位：百万元）	6
图表 8: 715 所无偿划转资产到瑞声海仪的实施过程	6
图表 9: 我国水下安全形势十分严峻	7
图表 10: 中国海军在南海捕获美海军无人潜海器	7
图表 11: 江苏渔民相继在我国领海捞获国外水下窃密装置	7
图表 12: 我国水下攻防体系的三个不足	8
图表 13: 我国核动力潜艇数量	8
图表 14: 我国常规动力潜艇船龄分布	8
图表 15: 美国水下攻防作战体系示意图	9
图表 16: 水下攻防体系的装备组成	9
图表 17: 中美海军舰艇规模对比（单位：艘）	9
图表 18: 美海军洛杉矶级核潜艇部分声呐基阵示意图	10
图表 19: 水面舰艇装备声呐示意图	10
图表 20: 日美在第一岛链敷设的海底监听网	10
图表 21: 日美对华水下监听阵列	10
图表 22: 中国海底监听网模型	10
图表 23: 我国将建海底科学观测网	10
图表 24: 原中国船舶重工集团旗下电子信息类产业	12
图表 25: 中国海防 2 次资产注入业绩承诺情况	13

1. 中国舰船最核心的军工电子信息化资产上市平台

1.1 第一次借壳：注入长城电子，海军军用通信声呐装备唯一供应商

长城电子军民双布局，军品营收占比近 80%。2017 年长城电子经借壳中电广通上市，后更名为中国海防，主业变为水声信息传输装备等产品的研发和生产。主营业务包括：

1) 军品，包括水声信息传输装备和水下武器系统专用设备。水声信息传输目前依然是可实现水下信息交换核心技术手段，包括舰艇用通信声纳、通信潜标、通信浮标、水声信息传输网络节点等设备形式；水下武器系统是潜艇及水面舰艇作战系统的重要组成部分，用于水下武器的发射、控制，实现对敌水下、水面目标的攻击、摧毁，以及重点海域的封锁和控制。

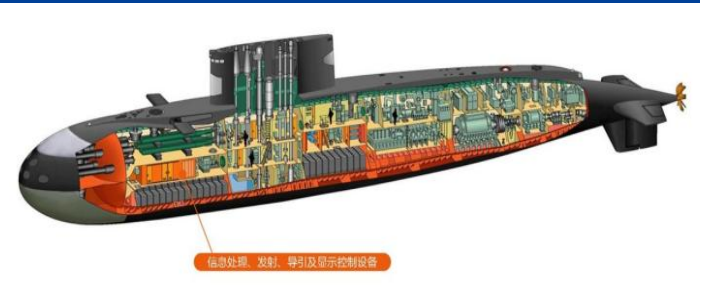
长城电子是国内水声信息传输装备和水下武器系统专用设备的专业科研生产企业，是海军在军用通信声呐装备以及水下武器系统专用设备领域的核心供应商。多年来，长城电子相继承担了水声信息传输技术领域、水下武器相关设备领域等多项国防重点工程的型号研制任务，在设计、生产、测试、试验等方面有深厚的技术储备。

图表 1：水声信息传输装备在水面舰艇中的应用示意图



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 2：水声信息传输及水下武器系统专用设备在潜艇上的应用



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

2) 民品，压载水特种电源。压载水是远洋船舶用于平衡船体的一种通用手段。为了控制生物入侵风险及环境污染，国际海事组织（IMO）于 2004 年通过了《国际船舶压载水和沉积物控制和管理公约》，规定自 2009 年开始，所有新建船舶必须安装压载水处理装置，对现有船舶追溯实施。该公约于 2017 年 9 月 8 日正式生效。

压载水处理设备包括控制系统、特种电源、电极等。通过电解海水产生次氯酸钠杀菌，净化压载水、隔离生物入侵链。长城电子主要从事压载水特种电源的研制和生产。

图表 3：船舶压载水系统设备构成

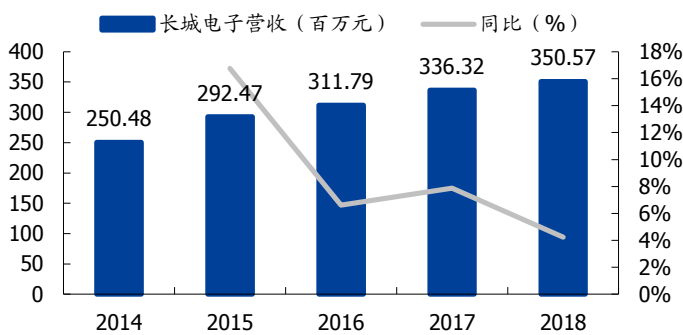


资料来源：《船舶百科》，国盛证券研究所

长城电子是国内水下通信装备的唯一一定点专业科研生产企业、海军军用通信声呐装备的唯一供应商、一体化声纳水声通信功能系统总体牵头单位。受益于海军装备费用投入持续加大，长城电子近年来营收与利润稳定增长，2014~2018 年营收复合增速为 8.77%，扣非归母净利润复合增速为 17.51%。长城电子承诺 2017-2019 年归母扣非净利分别为 6150.59、7477.82、8607.88 万元，3 年利润复合增速达 29%。2017~2018 年，长城电子实际实现扣非归母净利润分别为 6244.89、7687.16 万元，达到业绩承诺指标的

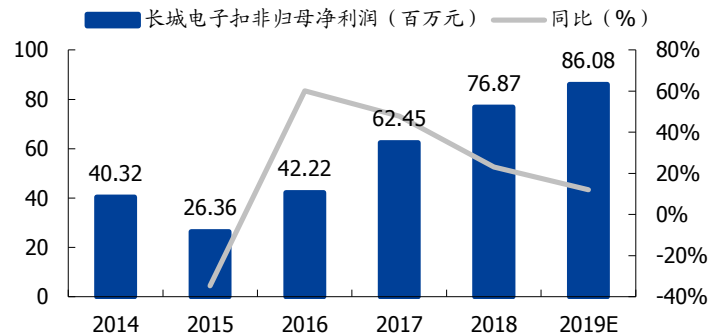
101.53%、102.80%，均达到业绩承诺指标。

图表 4: 长城电子营业收入情况 (单位: 百万元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 5: 长城电子历年扣非净利润情况及业绩承诺指标



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所, 2019年为承诺业绩

1.2 第二次重组: 注入海声科技等, 实现对水下信息系统各专业领域全覆盖

2018年, 中国海防启动第二次资产注入: 以 25.08 元/股的价格发行 2.37 亿股对应支付价格 59.40 亿元, 支付 8.10 亿元现金购买海声科技 100% 股权、辽海装备 100% 股权等; 并以 26.76 元/股的价格发行 78961248 股募资 21.13 亿元。

图表 6: 中国海防第二次资产重组所注入资产情况 (单位: 百万元)

注入资产	净资产	交易作价	增值率	营业收入			归母净利润			毛利率 (%)		
				2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
海声科技 100% 股权	930.0	3253.4	249.8%	775.6	899.0	1199.7	101.1	161.5	195.3	38.7%	42.5%	37.9%
辽海装备 100% 股权	200.6	672.8	235.4%	428.2	393.0	470.6	46.0	34.8	45.1	31.6%	35.1%	37.1%
杰瑞控股 100% 股权	543.0	1338.8	146.5%	980.5	1226.2	1532.6	4.8	71.7	96.8	33.1%	33.9%	31.5%
杰瑞电子 54.08% 股权	1196.2	1330.0	105.6%	797.4	989.1	1222.3	130.7	152.0	194.5	39.3%	36.5%	33.0%
青岛杰瑞 62.48% 股权	180.9	131.8	16.6%	112.4	149.1	194.6	-21.0	3.9	8.4	13.8%	23.0%	24.2%
中船永志 49.00% 股权	38.2	23.6	26.3%	50.5	36.4	43.8	8.3	3.5	5.7	52.5%	48.8%	49.1%
合计	30.9	6750.3	158.5%	3144.5	3692.8	4663.5	269.9	427.5	545.7	36.2%	37.0%	34.5%
同比 (%)	---	---	---	---	17.4%	26.3%	---	58.4%	27.7%	---	---	---

资料来源: wind, 国盛证券研究所, 注: 辽海装备 2018 年毛利率数据实为 2018 (1-7) 月数据, 中船永志归母净利润数据实为净利润数据

此次注入资产为水下信息探测、水下信息获取及水下信息对抗系统及装备业务等电子信息板块业务相关资产, 是舰船电子信息板块核心资产。注入资产军品占比较高, 如海声科技、辽海装备、杰瑞控股、杰瑞电子等 2018 年军品营收占比分别达到: 83.78%、78.24%、58.24%、70.17%, 作为我国水下信息获取、探测与对抗、指挥系统的主要资产, 将显著受益于水下攻防体系的建设。

1) 水下信息获取系统及配套装备: 经营主体是海声科技全资子公司瑞声海仪、辽海装备, 水下信息获取业务主要实现对水下目标的警戒、搜索定位和跟踪, 为相关装备提供目标指示。

2) 水下信息探测与对抗系统及配套装备: 经营主体是海声科技本部、中原电子, 水下探测与对抗用于对目标水声特征、参数的获取和信息处理, 对可疑目标进行对抗, 实现有效规避, 提高生存能力。

3) 水下指挥系统及配套装备: 经营主体是杰瑞电子, 其中水下指控系统主要用于水下装备, 指控系统是一类系统集成产品, 通过搭建指控系统, 能够实现对水下装备的指挥

和控制。

图表 7: 中国海防拟注入资产主营业务及收入情况 (单位: 百万元)

注入资产	主营业务及分类	军民品收入		军品营收占比	
		2017	2018	2017	2018
海声科技	军品	734.1	1003.35	81.84%	83.78%
	民品	162.9	194.27	18.16%	16.22%
辽海装备	军品	297.1	366.9	76.00%	78.24%
	民品	93.82	102.02	24.00%	21.76%
杰瑞控股	军品	786.4	883.3	65.05%	58.24%
	民品	422.4	633.33	34.95%	41.76%
连云港杰瑞	军民品	88.25	125.14	---	---
杰瑞电子	军品	742.2	849.92	75.34%	70.17%
	民品	242.9	361.37	24.66%	29.83%
青岛杰瑞	军品	44.46	42.82	30.26%	22.26%
	民品	102.5	149.57	69.74%	77.74%
中船永志	军品	29.99	40.4	83.59%	92.35%
	民品	5.89	3.35	16.41%	7.65%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

两次资产注入,一方面,确立了中国海防作为舰船电子信息类资产上市平台的地位,为后续资产注入打开了想象空间;另一方面,也积累了在研究院所尚未完全改制情况下旗下资产注入上市公司的经验。海声科技原为中船重工 715 所旗下资产,辽海装备原为 726 所旗下资产等,此次院所旗下资产注入以及中国动力在 2015 年资产重组案例(注入 703、704 等院所旗下资产)都表明船舶集团在院所资产注入方面已经取得经验,并不妨碍集团其他院所旗下资产的注入。以瑞声海仪为例,715 所拟注入资产无偿划转给瑞声海仪,对于涉及的人员安排和处置以“人随业务资产走”为原则,具体方式是为保留部分员工的事业编制身份,瑞声海仪已与 715 所签署《人事综合服务协议》,委托 715 所管理该等事业编制员工的人事档案、办理人事关系,715 所则出具《关于保持上市公司人员独立性的说明与承诺函》。对涉及的债权债务转移以“合同随业务、资产走”的原则,将截至划转基准日仍在履行及拟于划转基准日后开始履行的业务相关合同转由瑞声海仪实施。

图表 8: 715 所无偿划转资产到瑞声海仪的实施过程

日期	715 所无偿划转资产到瑞声海仪的实施过程
2017-12-29	七一五研究所召开所长办公会议,同意以 2017 年 7 月 31 日为基准日,将拟注入上市公司的资产及相关业务无偿划转至瑞声海仪
2018-01-10	瑞声海仪唯一股东海声科技作出股东决定,同意以 2017 年 7 月 31 日为基准日,承接七一五研究所拟注入上市公司的资产及相关业务
2018-01-18	中船重工集团出具《关于同意第七一五研究所拟上市资产无偿划转事项的批复》(船重资[2018]77 号),同意七一五研究所上报的资产及人员划转方案
2018-04-28	七一五研究所与瑞声海仪就上述无偿划转事宜签署《无偿划转协议》

资料来源: wind, 国盛证券研究所

2. 内生：我国水下攻防体系建设迫在眉睫，中国海防任重道远

2.1 我国水下安全面临威胁，建立完备的水下攻防体系迫在眉睫

根据海军指挥学院报告显示，长期以来，美、日等在西太地区不断调整兵力部署，强化其联合反潜作战体系，编织构建日益严密的水下作战网络，持续增大对我水下侦察、监视力度，尤其是以潜艇和无人潜航器为主的水下作战平台实施侦察日趋频繁，已严重影响我水下环境安全。面对“水下国门洞开”的现实威胁，加强水下防御能力建设，解决水下攻防短板弱项，已成为海上军事斗争准备的迫切需求。

图表 9：我国水下安全形势十分严峻

时间	事件
2009.03~06	无暇号事件：2009年3月初，5艘我国船只跟踪并逼近美国海军观测船“无暇”号；5月初，2艘我国渔船在黄海与美国海军的海洋观测船“胜利”号对峙，在“胜利”号鸣笛并喷射消防水柱后才离去；6月11日，美国海军宙斯盾舰“约翰·麦凯恩”号在菲律宾近海航行时拖曳声呐阵列与中国潜艇碰触，导致损毁。
2015.8.25	海南省渔民在三亚市海区一处浅滩捞到一枚具有水下照相和光纤传输、卫星通信等功能的无人潜航器。
2016.12.15	CNN等媒体报道，中国海军在南海“国际水域”捕获一艘美国的无人潜航器。美国国防部证实无人潜航器被中方扣押。
2018.12.31	江苏省11位渔民先后在中国领海捞出9个水下窃密装置，其具有水下识别、窃听、盗取水文资料的功能，系国外制造势力投放。

资料来源：CNN等，国盛证券研究所

图表 10：中国海军在南海捕获美海军无人潜航器



资料来源：凤凰军事，国盛证券研究所

图表 11：江苏渔民相继在我国领海捞获国外水下窃密装置



资料来源：江苏新闻，国盛证券研究所

面对“水下国门洞开”的现实威胁，加强水下防御能力建设，解决水下攻防短板弱项，已成为我国海上军事斗争准备的迫切需求。水下攻防体系是为了完成水下军事任务要求，由功能上相互联系、相互作用，性能上相互补充的各种武器装备系统组成的更高层次的系统。一般由机动有人/无人装备、固定节点、基础设施等单元组成，根据实际作战海域不同、作战对象不同、作战使命任务的差距，配置不同的系统组成来满足实际作战需求，体系内所有单元在进行作战时，统一接受水下攻防体系平台的指挥控制。近年来，面对美、日等联合反潜体系不断完善，以及我国周边水下力量的快速发展，水下作战能力与现实需求之间的矛盾日益突出。

图表 12: 我国水下攻防体系的三个不足

现实困境	具体描述
水下防御能力相对薄弱	随着外军潜艇噪声水平持续下降, 以及无人潜航器性能逐步提升, 加之我水下预警探测体系建设尚处于起步阶段, 各种空中、水面、水下平台的水下侦察监视能力相对较弱, 导致水下探测距离近, 目标识别能力弱, 难以及时有效地发现和识别水下目标, 水下综合防御能力与作战需求差距较大。可以设想在当前条件下, 美、日等性能先进的潜艇或者无人潜航器很有可能秘密尾随跟踪我海军舰艇, 或是潜入我沿海海域, 甚至是抵近我重要港口基地进行情报搜集和侦察监视, 这种情况如果在战时发生将是极其致命的。
水下进攻能力尚显不足	作为目前水下进攻作战的核心, 潜艇水下作战面临着诸多困难。一方面, 美、日等在我当面构建了集航天、航空、水面、水下多种侦察和打击手段于一体的严密反潜体系, 加之我潜艇总体噪声水平相对偏高, 致使潜艇突破岛链较为困难, 难以隐蔽前出至指定海域对敌构成较大威胁; 另一方面, 潜艇兵力战法研究相对滞后, 信息作战特点突出不够, 特别是信息引导条件下指令攻击、无人潜航器和潜艇综合使用、潜舰机合同作战运用等创新不足, 加之水下通信技术手段的限制, 一定程度上影响了水下进攻能力的提升。
水下保障能力尚且缺乏	作战保障是提高水下攻防能力的重要条件。海洋背景环境数据需要依靠常年的水下侦察和测量积累出来, 对于潜艇作战和反潜作战至关重要, 是海军核心机密。以潜艇为例, 其在复杂海况下航行作战需要详细的水文信息数据支撑, 若不掌握如遇到海水跃层情况将有可能产生急速下沉(掉深)的危险。我国由于海底观测网尚未建立, 水文信息数据库等建设尚不完整, 导致我国水下保障能力缺乏。

资料来源: CNKI, 国盛证券研究所

2.2 围绕舰艇装备、海底监听网等构建多层次、一体化的综合水下攻防体系

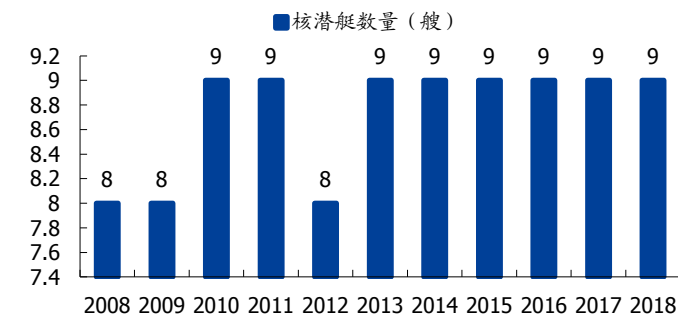
面对我国水下攻防体系建设的三个不足, 我国应加紧构建多层次、一体化的综合水下攻防体系, 通过体系优势控制水下权。我们认为, 根据我国水下攻防体系薄弱环节的现实情况, 我们至少要在以下 3 方面重点建设。

1) 加强水下进攻能力建设。目前, 潜艇是水下作战体系中进攻作战的核心, 加强对敌反潜体系破击, 以及我潜艇隐蔽突防、核常打击能力的建设运用, 能够为我水下进攻能力提升提供强大的力量保证。但是, 我国面临着核动力潜艇装备相对美军极度稀少、常规动力潜艇服役年限普遍较长的现实困境。

核动力潜艇方面: 根据《Military and Security Developments Involving the People's Republic of China 2008~2018》, 中国自 2002 年开始施工建造以来仅有 9 艘且均是二代核潜艇而美拥有 71 艘, 数量相对美国差距甚大。从型号上来看, 未来 10 年, 中国或将建造新型的 093B 和 095 型核动力潜艇, 我国核动力潜艇发展空间仍然很大。

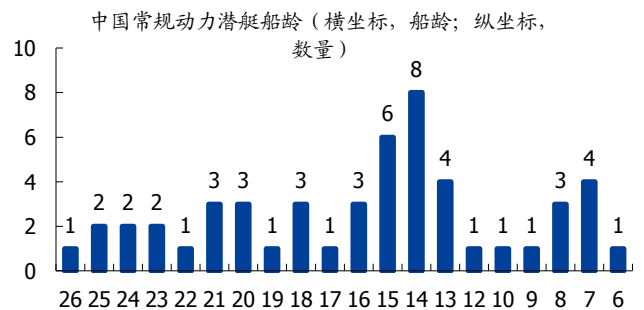
常规动力潜艇方面: 我国现役的常规动力潜艇中, 大部分到了更新换代的年龄, 未来几年有望大力补强常规潜艇体量。

图表 13: 我国核动力潜艇数量



资料来源: Military and Security Developments Involving the People's Republic of China 2008~2018, 国盛证券研究所

图表 14: 我国常规动力潜艇船龄分布



资料来源: Military and Security Developments Involving the People's Republic of China 2008~2018, 国盛证券研究所

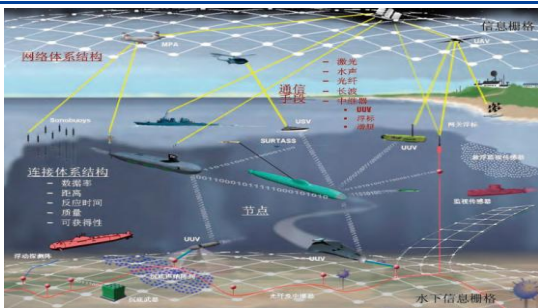
2) 加强水下防御能力建设。装备层面核心是水下预警体系建设。随着信息技术的发展, 制信息权将逐步发展成为战争第一主导权。加强水下预警体系建设, 夺取和保持水下制信息权是水下防御的关键。一是提升水下警戒探测能力, 具体包括海底监听网以及机动布放式浮标系统。二是提高机动平台声呐性能, 具体包括提高如水面舰艇、潜艇、反潜

巡逻机、反潜直升机、水声监听船等平台声呐系统的探潜性能。三是健全水下信息保障运行机制。依托现有海情处理机构，形成水下目标信息获取、融合处理、综合印证、态势分发的联合机制，从而满足水下警戒探测需要。

3) 加强水下保障能力建设。重点有 3 个方面：①提升目标情报保障能力，要积极发展水下预警体系如海底监听网，为潜艇兵力或其它水下作战平台提供及时、连续、准确、可靠的目标情报保障。②提升指挥通信保障能力，受制于海水天然屏障作用，对潜指挥通信是各国海军都面临的难题，但在信息化联合作战背景下，提升指挥通信保障能力已刻不容缓。通信声呐装备的升级更新是重要方向之一。③提升作战数据保障能力，包括海洋环境保障系统建设以及敌方舰艇水声特征数据库建设，重点方向仍是海底监听网。

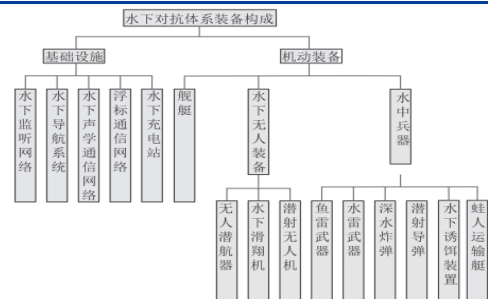
借鉴美军水下攻防体系建设情况，我国水下攻防体系的建设：应围绕舰艇装备、海底监听网等展开。目前，美国形成了以核潜艇为核心，通过数据链、卫星、长波、水声等通信网络，将水下传感器、水下浮标/潜标、水下无人平台及水下预置系统等连接一体的高效整体，主要承担海基战略核打击、反潜、对陆攻击、反舰、情报搜集等水下作战任务。对应到水下对抗体系装备构成上，基础设施应以水下监听网为主，机动装备应以舰艇、水下无人装备为主。

图表 15: 美国水下攻防作战体系示意图



资料来源: CNKI, 国盛证券研究所

图表 16: 水下攻防体系的装备组成

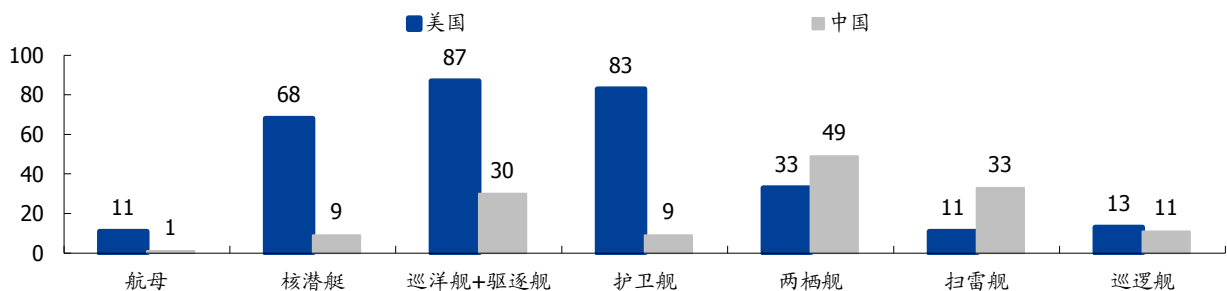


资料来源: CNKI, 国盛证券研究所

1) 舰艇装备方面：我国海军舰艇规模较美国仍存较大差距，仍有较大发展空间。航母我国仅有 1 艘且作为训练舰使用，而美拥有 11 艘航母；核潜艇我国仅有 9 艘而美拥有 68 艘；驱逐舰我国有 30 艘而美拥有巡洋舰 22 艘、驱逐舰 65 艘等。我国海军舰艇提速提量建造，刻不容缓。预计未来 5 年内我国海军将大量装备现代化舰艇，逐步淘汰落后舰艇。迅速建立现代化的海军作战力量，以有效缓解日益沉重的军事压力。

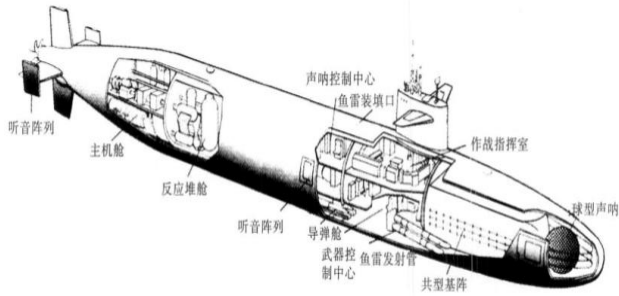
列装进程短期来看：海军军改调整于 19 年临近尾声，海军装备订单有望于 20 年迎来补偿性增长，军船产业链订单较高增长确定性大。**长期来看：**我国远洋海军建设任重道远，舰船装备补短板需求强劲，未来一段时间内仍将处建设高峰期。**舰艇上装备的声呐一般有：**舰艏声呐、艇部声呐、舷侧声呐、拖曳声呐等。舰艇装备的列装将直接拉动声呐装备的需求增长。

图表 17: 中美海军舰艇规模对比 (单位: 艘)



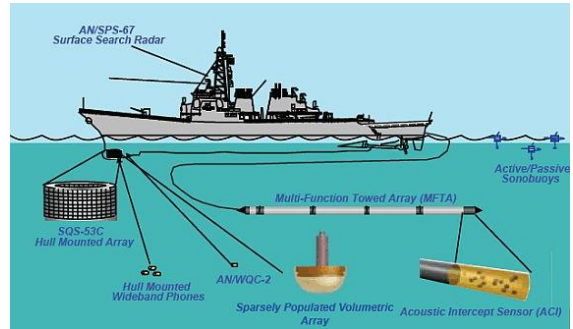
资料来源: Naval Vessel Register, Military and Security Developments Involving the People's Republic of China 2018, 国盛证券研究所

图表 18: 美海军洛杉矶级核潜艇部分声呐基阵示意图



资料来源: CNKI, 国盛证券研究所

图表 19: 水面舰艇装备声呐示意图



资料来源: CNKI, 国盛证券研究所

2) 海底监听网方面: 海底监听网是“搜潜”重器。通过部署声呐阵列, 用以专门收集、跟踪、监视海军过往舰船和潜艇。数以千计的水下监听器被安装在海底声音传播最佳的位置, 然后用电缆把他们串联起来, 任何水下的声波只要进入到这个阵列的范围, 都会被水下监听系统察觉。根据不同监听器报警的先后顺序和安装位置, 即可判断声源方位, 及声源距离监测系统的大致距离。

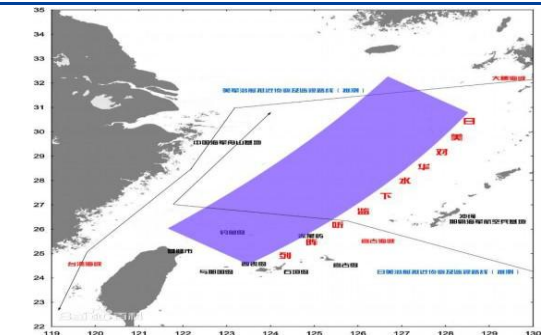
日美在第一岛链部署水听阵, 意图封锁我军舰艇要塞。据日本共同社报道, 美国联合日本以冲绳为据点, 在日本的西南诸岛布设了最新型潜艇水下声波监听系统, 而中国海军训练经常经过的宫古海峡、与那国西海峡更是重点监听方向, 对我军核潜艇出动造成很大威胁, 意图将我海军舰艇困在第一岛链内。

图表 20: 日美在第一岛链敷设的海底监听网



资料来源: 超级大本营, 国盛证券研究所

图表 21: 日美对华水下监听阵列



资料来源: 超级大本营, 国盛证券研究所

海底监听网在军用领域用于构筑水下长城, 保障海底信息化战场建设; 在民用领域用于支撑海洋管理。目前我国军民用海底观测网建设与发达国家相比差距较大, 未来发展空间巨大。2016年6月, 国家“十二五”科技创新成就展展出我国海底监听网模型; 我国海洋领域第一个国家重大科技基础设施—国家海底科学观测网已正式立项, 建设周期5年, 总投资逾21亿元, 标志着国家正在陆续推动海底观测网的建设。

图表 22: 中国海底监听网模型



资料来源: 新浪军事, 国盛证券研究所

图表 23: 我国将建海底科学观测网



资料来源: 东方卫视, 国盛证券研究所

2.3 我国水下攻防体系建设，中国海防理应是主力军

基于国家水下安全层面的考虑：攻防需并进，在他国威胁下，除了要在防御体系上不断精进包括反潜、监听等，在进攻端也需针对舰艇加筑实力。中国海防布局思路明确，在水下攻防技术不断迭代更新的当下，公司可堪大任，但突围之路却也任重道远。

中国海防创造性地将水下进攻与水下防御装备同时纳入体内，在全面构建水下攻防一体化装备的研发体系的同时，也将依托“矛”与“盾”的关系不断迭代更新技术、升级装备。因此，水下攻防装备具有加速更新换代特征，进而可以获得长足的发展。

中国海防是我国水下攻防体系建设的主力军，未来将显著受益于我国水下攻防体系的建设。

1) 长城电子：海军在军用通信声呐装备以及水下武器系统专用设备领域的核心供应商。国内水下通信装备的唯一定点专业科研生产企业、海军军用通信声呐装备的唯一供应商、一体化声纳水声通信功能系统总体牵头单位。

2) 海声科技：设有专业的技术研究室和仿真研究室，配备有国际先进的产品研发实验仪器、设备及先进的设计开发软件，具备多型水声信息系统装备的科研开发能力。

3) 辽海装备：在水声探测装备、水声对抗装备、水声侦查装备、航空反潜装备及水声换能器及声基阵领域拥有雄厚的技术研发实力。辽海装备拥有的自主技术全面覆盖水声探测装备算法、硬件、软件、产品化、工程化、试验、保障及应用各方面，是国内少数拥有从算法到实际产品装备的核心水声探测装备相关企业。

目前，中国海防已实现对水下信息系统各专业领域的全覆盖，同时还将进一步充实中国海防作为中国船舶集团电子信息板块平台的业务内涵，使得国海防成为国内水下信息系统和装备行业技术最全面、产研实力最强，产业链最完整的企业之一。

3. 外延：中国海防有望继续承接中国船舶集团舰船电子信息类资产

中国船舶集团体外仍有非常丰富、优质的舰船电子信息化类资产。单看原中船重工集团旗下电子信息类资产就非常丰富，一共包括 9 个研究所、5 个工厂、1 个研究院。具体可以分为四大方向：**探测与对抗板块**、**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**。具体涵盖雷达、电子对抗、水声系统、作战系统、指控系统、通信与导航、信息系统总体、光电和光电对抗、火控系统等行业领域。

根据公司公告，2017 年 715 所净利润为 1.91 亿元，我们按照年化 15% 的行业增速判断 2020 年净利润将达到 2.90 亿元。考虑到集团体外还有如 707 所、717 所、722 所等众多院所；而且从设备价值量占舰船信息化装备比来看，715 所提供的水声探测装备价值是显著低于雷达通信、作战指挥等装备的，其比例预计不到 10%，因此我们预计单中船重工集团(还不包括原中船工业集团)体外电子信息类资产的利润规模在 30 亿元以上，因此中国海防资产注入非常值得期待。

图表 24：原中国船舶重工集团旗下电子信息类产业

四大产业方向	所/厂	主要研究方向	实收资本 (万元)
探测与对抗板块	723 所	电子对抗、电磁干扰	63088
	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	36542
	715 所	水下声学、光学、磁学探测设备研制	56823
	612 厂	声呐探测	---
	726 所	水声电子、海洋开发和船用电子设备	40867
	613 厂	电子产品及软件开发	---
导航与通信系统板块	717 所	光电探测与对抗、天文导航、量子惯性导航	49674
	707 所	舰船导航系统和舰船操纵控制系统	87760
	722 所	国内唯一舰船综合通信系统、数据链等	66510
	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	72219
	716 所	海军作战指挥系统、控制系统、情报系统	102349
智慧海洋板块	七院	舰船武器装备发展战略研究、舰船系统顶层技术研究、系统集成及系统工程管理、军民两用技术的开发研究	45110
	707 所	舰船导航系统和舰船操纵控制系统	87760
	722 所	国内唯一舰船综合通信系统、数据链等	66510
	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	36542
	760 所	海洋工程测试、海洋环境研究	105538
	662 厂	水下设备、电子仪表	---

资料来源：中国船舶重工集团，国盛证券研究所

4. 投资建议：我国水下攻防体系建设主力军，内生外延式发展空间广阔

1) 中国海防业绩承诺提供足够的安全边际，对应 2020 年仅 20 来倍的军工核心信息化标的。目前，中国海防作为控股平台型公司，体内包括：长城电子子公司，第 2 次注入的海声科技、辽海装备等子公司，各子公司均处于业绩承诺期，业绩指标非常清晰。按照中国海防 2 次重组所注入资产的业绩承诺，其于 2019 年承诺的扣非归母净利润指标为 6.40 亿元。根据中国海防 2019 年业绩预增公告，预计中国海防 2019 年归母净利润为 (6.48 亿元，+860%)。

基于 2017~2019 年海军仍处军改调整过程中，其对军品业务造成的负面影响逐步消除后，军船订单有望恢复性增长，我们预计长城电子 2019~2021 年归母净利润分别为：0.88 亿元、1.10 亿元、1.32 亿元，2020~2021 年归母净利润增速分别为 25%、20%。

结合长城电子和第 2 次注入资产的承诺业绩，我们预计 2020~2021 年中国海防归母净利润分别为：7.7 亿元、8.8 亿元，对应当前的估值水平仅为 25X，22X。

2) 体外有预计利润在 30 多亿元的舰船电子信息化资产，资产注入预期潜在空间较大，值得期待。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 25: 中国海防 2 次资产注入业绩承诺情况

注入资产	扣非归母净利润 (万元)		
	2019	2020	2021
第 1 次注入资产—长城电子	8607.88 (业绩承诺)	11000	13200
海声科技 (母公司)	2706.27	3066.61	3299.94
双威智能	1452.13	1594.92	1684.19
英汉超声	35.71	43.24	50.29
瑞声海仪	19918.79	22737.55	25462.18
辽海装备 (母公司)	1297.19	1388.75	1,455.20
辽海输油	213.42	266.38	325.57
海通电子	31.05	38.14	45.14
中船永志	503	578.39	671.77
中原电子	3591.46	3944.78	4,238.73
青岛杰瑞 (母公司)、杰瑞工控	900.28	2164.08	2,965.05
连云港杰瑞	800.35	1200.14	1,872.89
杰瑞电子	23966.67	28884.40	32,768.92
第 2 次注入资产—合计	55416.32	65907.38	74,839.87
第 1+2 次资产重组承诺业绩合计	64024.20	76907.38	88039.87
EPS (元)	0.90	1.08	1.24
PE	30.3	25.3	22.0

资料来源: wind, 国盛证券研究所

5. 风险提示

1、海军装备订单释放低于预期。军改负面影响的消除不是一蹴而就的，组织架构、人事安排等诸多事项或都有可能对海军装备订单的释放造成影响。

2、资产注入低于预期。军工央企资产注入受到集团统筹安排、二级市场股价表现等多个方面因素影响，资产注入的进程或低于预期。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com