

中国海防

600764

审慎增持 (维持)

资产注入完成过户 舰船电子信息平台初具规模

2019年12月16日

市场数据

市场数据日期	2019-12-13
收盘价(元)	28.83
总股本(百万股)	394.81
流通股本(百万股)	328.77
总市值(百万元)	11,382.26
流通市值(百万元)	9,478.32
净资产(百万元)	1,087.50
总资产(百万元)	1,449.04
每股净资产	2.75

主要财务指标

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	351	403	464	533
同比增长(%)	-3.4%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润(百万元)	67	79	92	108
同比增长(%)	-17.3%	17.1%	15.9%	18.2%
毛利率(%)	49.7%	45.0%	45.0%	45.0%
净利润率(%)	19.3%	19.6%	19.8%	20.3%
净资产收益率(%)	6.3%	6.9%	7.5%	8.1%
每股收益(元)	0.17	0.20	0.23	0.27
每股经营现金流(元)	-0.37	0.03	0.13	0.06

相关报告

《中国海防 2019 年中报点评：特装电子交付延迟影响营收利润增速》2019-08-28

《中国海防深度报告：海洋防务与信息对抗尖兵 资产循序注入》2019-04-01

分析师：

石康

shikang@xyzq.com.cn

S1220517040001

团队成员：

石康/张亚滨/黄艳/李博彦/李雅哲

投资要点

- 公司近日公告收购标的已完成过户，舰船电子信息平台初具规模。自 2016 年中船重工集团通过协议受让中电广通 53.47% 股权后，已在三年内两次向上市公司注入集团舰船电子信息类资产：2017 年注入长城电子水下传输系统，舰船电子信息板块上市平台初具雏形；本次进一步将集团下属水下信息探测、水下信息获取及水下信息对抗系统及装备业务等资产注入上市公司，实现中国海防水下信息系统各专业领域的全面覆盖。
- 水下信息系统蓝海市场空间广阔，海军信息化建设赛道优质，公司长期成长潜力较大。随着航母、两栖攻击舰等大中型水面舰艇密集开工建设，当前我国海军装备仍将处于高速建造周期，行业有望继续保持较快增长，海军信息化建设将显著优于行业整体增速。
- 南北船集团合并落地，公司可整合的舰船电子信息类资产范围进一步扩大。
- 盈利预测与投资建议。不考虑本次收购，我们预测公司 2019-2021 年可实现归母净利润 0.79/0.92/1.08 亿元，对应 12 月 13 日收盘价 PE 为 144/124/105 倍。本次收购完成后（不考虑募集配套资金），公司 2019-2021 年的备考 PE 为 29/24/21 倍；若考虑募集配套资金，则对应备考 PE 为 32/27/24 倍，维持“审慎增持”评级。

风险提示：装备采购需求不及预期；资产整合进度不及预期。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

事件

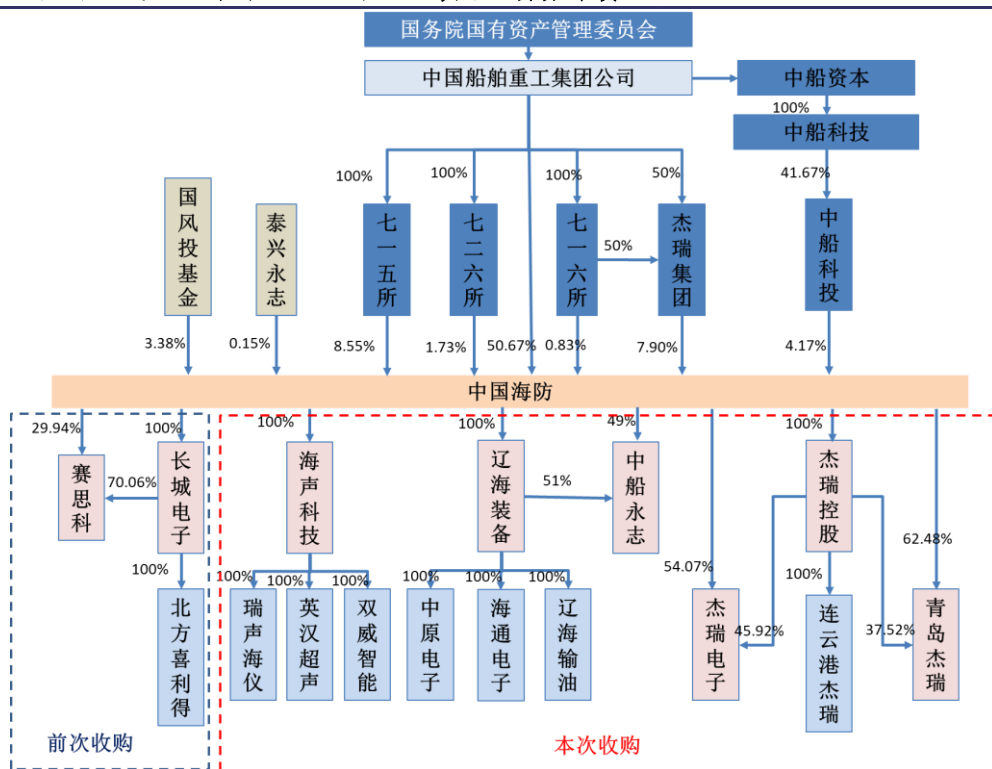
- 近日公司公告：发行股份及支付现金收购中船重工集团等 8 名交易对方持有的海声科技 100%股权、辽海装备 100%股权、杰瑞控股 100%股权、杰瑞电子 54.08%股权、青岛杰瑞 62.48%股权和中船永志 49%股权均已完成过户。标的资产总对价为 67.5 亿元，其中 59.4 亿元对价由上市公司以发行股份的形式支付，8.1 亿元对价以现金形式支付，发行价定为 25.08 元/股。

点评

- ## ● 舰船电子信息平台初具规模

自 2016 年中船重工集团通过协议受让中电广通 53.47% 股权后，已在三年内两次向上市公司注入集团电子信息类资产。2017 年注入长城电子水下传输系统，形成电子信息板块上市平台雏形。2018 年启动收购集团水下信息探测、水下信息获取及水下信息对抗系统及装备业务，实现中国海防对水下信息系统各专业领域的全覆盖，进一步充实中国海防作为中船重工集团电子信息板块平台的业务内涵，使公司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。

图1、本次收购完成后公司的股权结构（不考虑配套募集资金）



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

本次收购前，公司依托长城电子开展主业，资产和营收规模尚小；本次收购后，公司新增多家子公司，资产规模、营收及利润体量显著增厚。

表1、本次收购前后公司财务数据变化对比（不考虑配套募集资金，万元）

项目	2019年5月31日/2019年1-5月			2018年12月31日/2018年度		
	交易前	交易后	变动率	交易前	交易后	变动率
资产总计	141,887.23	673,888.18	374.95%	147,312.41	680,318.28	361.82%
负债合计	35,700.58	230,616.26	545.97%	40,842.00	246,825.10	504.34%
归属于母公司所有者权益合计	106,186.65	443,271.92	317.45%	106,470.40	433,493.17	307.15%
营业收入	8,251.92	139,024.77	1584.76%	35,055.86	353,648.85	908.82%
归属于母公司所有者的净利润	-287.62	8,964.23	-	6,749.32	51,789.43	667.33%
净资产收益率	-0.27%	2.05%	-	6.03%	12.78%	-
基本每股收益（元/股）	-0.01	0.14	-	0.17	0.82	-

资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

本次收购完成后，公司将以长城电子、海声科技及其子公司瑞声海仪、辽海装备及其子公司中原电子和杰瑞电子为主体，开展水下信息系统军品业务。公司未来将显著受益于国防信息化建设和海军装备建设的大力发展。

表2、本次收购完成后中国海防旗下主要子公司及主营业务

子公司	军品业务领域	主营业务
长城电子	水下信息传输及水下武器系统专项设备	长城电子是国内水声信息传输装备、水下武器系统专项设备的专业科研生产企业，是海军军用通信声纳装备、水下武器系统设备的核心供应商，多年承担着相关技术领域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。在民用领域，公司主要从事压载水特种电源的研制和生产。此外，长城电子旗下还有一家子公司喜利得代理销售电动工具等产品。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、制药等多个行业和领域。海声科技的水声侦察及探测、水下信息对抗、水声救援及导航、换能器及元件、玻璃钢制品等产品均已实现批量生产。其中，水声侦察、水声导航、水下信息对抗、换能器及元件在国内处于领先地位。
海声科技	水下信息探测与对抗	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。具体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，以及油气辅助设备和智能电子工程等民品领域产品。
辽海装备	水下信息获取/探测	主营业务包括水下信息系统、控制设备、电源、智能交通和LED照明五大板块，主要产品为水下信息系统、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。
杰瑞电子	水下信息系统、控制设备及模块电源	
青岛杰瑞	通信导航	专业从事军民卫星导航、工业控制器件以及相关部件设备和系统集成

资料来源：wind，集团及下属企业网站，兴业证券经济与金融研究院整理

- 在海军信息化建设的大力推动下，公司所在赛道成长性显著优于军工行业整体增速，内生增长潜力较大

在国防和军队建设三个阶段的目标指引下，我国军费增速仍将长期保持高于 GDP 增速的水平。随着信息化水平的提升，国防信息化领域的经费支出有望获得更高增速。公司作为海军信息化建设的主力承担企业，有望充分享受行业发展红利。

图2、国防信息化及市场空间预测

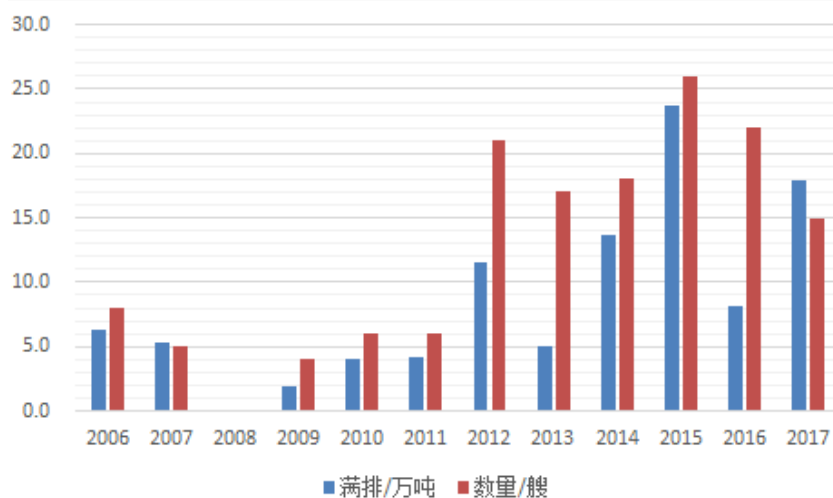


资料来源：《信息化战争条件下军费开支规模及结构研究》，兴业证券经济与金融研究院整理

十八大报告指出：“提高海洋资源开发能力，发展海洋经济，保护海洋生态环境，坚决维护国家海洋权益，建设海洋强国”，报告中首提“海洋强国”。当前中国的安全威胁主要来自海上，中国发展重点也在海上，海上军事斗争事关国家主权和安全，也事关国家建设和发展。无论是解决台湾问题、实现祖国统一，还是处理东海钓鱼岛、南海岛礁等领土争端；无论是控制海上战略交通线安全，还是海外利益维护与拓展，都离不了一支强大的海军。

尽管自“十二五”初期我国海军装备建设即开始加速，但当前体量规模尚不能满足我国海军维护海上安全的要求。随着航母、两栖攻击舰等大中型水面舰艇开工建设，当前我国海军装备仍将处于高速建造周期，行业有望继续保持较快增长，海军信息化建设将显著优于行业整体增速。

图3、近年来海军舰船下水数量及吨位统计



资料来源：百度百科，兴业证券经济与金融研究院整理

● **南北船集团合并落地，公司可整合的舰船电子信息类资产范围进一步扩大。**

2017年1月19日中船重工集团召开电子信息产业整合座谈会，董事长胡问鸣表示，有关部门、各相关单位要统一思想、高度重视，加快业务整合，有计划、分步骤将集团公司电子信息类研究院所和企业资产全部注入中电广通，即中国海防上市平台。此举明确了公司作为集团电子信息业务板块上市平台的地位。通过本次注入，进一步巩固了公司作为集团电子信息业务板块上市平台的地位。

2019年11月26日，由原中船工业集团（“南船”）与原中船重工集团（“北船”）联合重组成立的中国船舶集团正式揭牌。原中船重工集团旗下还有13家研究所和7家企业旗下涉及电子信息板块业务。对比注册资本来看，上市公司体外资产远大于本次收购后的体内资产规模。从业务板块来看，中船重工集团下属电子信息业务板块主要涵盖雷达、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；上市公司目前业务范围仅限于水下信息板块，电子信息板块多数细分领域未实现资产证券化。

表3、原中船重工集团电子信息板块相关资产

企业名称	注册资本（万元）	主要军品业务
中船重工西安东仪科工集团有限公司	80,459.47	船用导航、制导系统、精密仪器仪表等产品
重庆华渝电气集团有限公司	91,532.12	在惯性导航、计算机自动控制、机电一体装备化、精密仪器等领域有较强的研发制造能力
重庆远风机械有限公司	13,921.57	船用指挥仪、导航仪器
中船重工重庆长平机械有限责任公司	5,909.05	导航仪器
重庆清平机械有限责任公司	19,951.44	导航、气象及海洋专用 仪器制造
重庆前卫科技集团有限公司	111,013.11	仪器仪表
河北汉光重工有限责任公司	40,703.36	从事光学、机械、电子、自动控制、导航等领域产品研制
七〇七研究所	98,034.71	航海仪器设备、水面装备信息系统
七〇九研究所	72,218.50	信息指挥系统
七一五研究所（部分资产本次已注入）	63,458.97	声学研究
七一六研究所（部分资产本次已注入）	152,767.79	作战指挥系统、控制系统
七一七研究所	92,931.04	光电装备、通信导航
七二二研究所	66,509.68	通信系统及设备
七二三研究所	68,301.45	雷达等电子装备
七二四研究所	38,823.67	雷达等电子装备
七二六研究所（部分资产本次已注入）	35,342.01	水声电子
长城电子	10,768.33	已注入上市公司
海声科技	11,800.00	
辽海装备	22,542.57	
杰瑞电子	17529.46	
青岛杰瑞	13191.96	

资料来源：wind，集团及下属企业网站，兴业证券经济与金融研究院整理

此外，原中船工业集团通过下属中国船舶工业系统工程研究院及中船九江工业有限公司等单位从事信息与控制业务，领域涵盖“军用电子信息装备领域”、“民用船舶信息与控制领域”、“船舶行业信息化领域”、“非船电子信息产品领域”四部分。2015年，原中船工业集团信息与控制业务实现营收22.81亿元。我们假设该部分业务2016-2019年年均增速10%，则粗略估算原中船工业集团信息与控制业务2019年营收规模约33.40亿元，与中国海防本次收购完成后规模相当。

● 估值与评级

公司有望全面覆盖海军水下信息系统业务，发展空间广阔；作为集团电子信息类资产上市平台，未来资产整合空间巨大。

2017年收购长城电子时，中船重工集团承诺长城电子2017-2019年扣非后净利润为6150/7478/8608万元。长城电子2017-2018年完成业绩承诺，分别实现归母净利润8061、7727万元；上市公司2017-2018年实现归母净利润8164、6749万元（2017年并表非经常性损益金额较大，扣非后上市公司2018年归母净利润增速为正）。我们预测长城电子2019-2021年业绩增速为15%，即对应2019-2021年可实现归母净利润8886/10218/11752万元；不考虑本次资产整合，假设母公司盈利-1000万元（主要为各项费用），则上市公司2019-2021年可实现归母净利润0.79/0.92/1.08亿元，对应12月13日收盘价PE为144/124/105倍。

表4、本次收购标的业绩承诺（万元）

公司名称	2019 年	2020 年	2021 年
海声科技（母公司）	2706.27	3,066.61	3,299.94
双威智能	1,452.13	1,594.92	1,684.19
英汉超声	35.71	43.24	50.29
瑞声海仪	19,918.79	22,737.55	25,462.18
辽海装备（母公司）	1,297.19	1,388.75	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	3,591.46	3,944.78	4,238.73
青岛杰瑞（母公司）、 杰瑞工控	900.28	2,164.08	2,965.05
连云港杰瑞	800.35	1,200.14	1,872.89
杰瑞电子	23,966.67	28,884.40	32,768.92
合计	55416.32	65907.38	74839.87

资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

考虑本次资产整合，收购标的 2019-2021 年合计承诺净利润（不考虑关联交易相互抵消）为 5.54/6.59/7.48 亿元，若以此预测标的资产 2019-2021 年净利润，则公司 2019-2021 年备考归母净利润为 6.33/7.51/8.56 亿元，2018-2021 年业绩增速分别为 22.20%、18.64%、13.98%。不考虑募集配套资金，公司收购标的资产将增加股本 2.37 亿股，合计总股本 6.32 亿股，对应 2019-2021 年备考 PE 为 29/24/21 倍；若考虑配套募集资金，并发行不超过重组前总股本的 20%，即 7896 万股，可募集资金 22.76 亿元（不超过拟募集资金上限 32 亿元），完成后合计总股本 7.11 亿股，则对应 2019-2021 年备考 PE 为 32/27/24 倍。维持“审慎增持”评级。

● 风险提示

风险提示：装备采购需求不及预期；后续集团资产整合进度不及预期。

附表

资产负债表				
单位: 百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	1082	1305	1489	1672
货币资金	471	605	688	749
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	430	492	565	650
其他应收款	12	15	17	20
存货	155	180	202	235
非流动资产	391	380	352	336
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	302	284	266	248
在建工程	1	0	0	0
油气资产	0	0	0	0
无形资产	59	59	59	59
资产总计	1473	1685	1841	2008
流动负债	351	484	507	544
短期借款	25	100	100	100
应付票据	22	0	0	0
应付账款	142	200	229	264
其他	162	185	177	181
非流动负债	57	57	107	134
长期借款	27	57	87	117
其他	30	0	20	17
负债合计	408	541	614	678
股本	395	395	395	395
资本公积	417	417	417	417
未分配利润	227	287	361	451
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1065	1144	1227	1330
负债及权益合计	1473	1685	1841	2008

现金流量表				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	67	79	92	108
折旧和摊销	15	20	20	20
资产减值准备	7	1	3	2
无形资产摊销	2	2	2	2
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	6	-14	-13	-14
投资损失	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0
营运资金的变动	-240	-36	-79	-87
经营活动产生现金流量	-147	13	51	25
投资活动产生现金流量	-138	-2	-2	-2
融资活动产生现金流量	-61	122	34	38
现金净变动	-346	133	84	61
现金的期初余额	812	471	605	688
现金的期末余额	467	605	688	749

利润表				
单位: 百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	351	403	464	533
营业成本	176	222	255	293
营业税金及附加	5	5	5	5
销售费用	6	12	14	15
管理费用	63	79	88	101
财务费用	-4	-14	-13	-14
资产减值损失	7	6	6	6
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	81	94	109	126
营业外收入	2	2	2	5
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	82	96	111	131
所得税	15	17	19	23
净利润	67	79	92	108
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	67	79	92	108
EPS (元)	0.17	0.20	0.23	0.27

主要财务比率				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
成长性 (%)				
营业收入增长率	-3.4%	15.0%	15.0%	15.0%
营业利润增长率	-27.1%	16.4%	16.3%	15.8%
净利润增长率	-17.3%	17.1%	15.9%	18.2%
盈利能力 (%)				
毛利率	49.7%	45.0%	45.0%	45.0%
净利率	19.3%	19.6%	19.8%	20.3%
ROE	6.3%	6.9%	7.5%	8.1%

偿债能力 (%)				
资产负债率	27.7%	32.1%	33.3%	33.8%
流动比率	3.08	2.70	2.94	3.07
速动比率	2.64	2.32	2.54	2.64
营运能力 (次)				
资产周转率	22.7%	25.5%	26.3%	27.7%
应收帐款周转率	98.7%	85.3%	85.6%	85.6%
每股资料 (元)				
每股收益	0.17	0.20	0.23	0.27
每股经营现金	-0.37	0.03	0.13	0.06
每股净资产	2.70	2.90	3.11	3.37
估值比率 (倍)				
PE	168.6	144.1	124.3	105.1
PB	10.7	10.0	9.3	8.6

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(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。本报告中的信息、意见等仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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保持在最新状态。同时，本公司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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn