

船舶制造

中船科技（600072.SH）

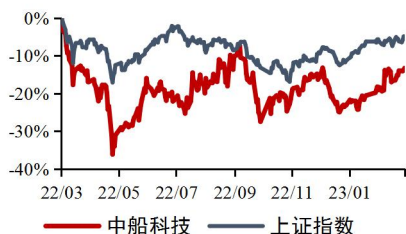
买入-B(维持)

并购信息更新，风电资产估值上升，重组有望加速

2023年3月3日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2023年3月2日

收盘价(元):	13.42
年内最高/最低(元):	15.72/9.50
流通A股/总股本(亿):	7.36/7.36
流通A股市值(亿):	98.80
总市值(亿):	98.80

基础数据：2022年9月30日

基本每股收益:	0.08
摊薄每股收益:	0.08
每股净资产(元):	5.84
净资产收益率:	1.38

资料来源：最闻

分析师：

李孔逸

执业登记编码：S0760522030007

邮箱：likongyi@sxzq.com

事件描述

➢ 2023年3月2日，公司召开第九届董事会第十八次会议，审议通过了根据《上市公司重大资产重组管理办法》《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第26号——上市公司重大资产重组》等全面注册制规则要求修订的《中船科技股份有限公司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）（修订稿）》，并发布公告。

事件点评

➢ 回应监管意见，信息详实清晰，推进并购进行。2022年11月22日，证监会就公司发行股份购买资产并募集配套资金的申请给出意见，对标的公司财务情况、关联交易、股权结构、风险提示等方面提出补充信息要求。此后，公司于2023年1月17日向证监会申请暂时中止审查发行股份购买资产核准项目，并购审查与进度一度搁置。此次公司再度公告相关内容，在重大事项与重大风险提示、交易、发行与标的公司概况、合规与财务分析和经营情况讨论等方面做出重要更新与披露，公司信息披露进一步完善，继续并购审查，有望加速并购进度。

➢ 新增补充资产估值数据，风电资产价值稳步上升。公司补充了标的资产以2022年6月30日为基准日的评估值。其中，在“抢装潮”后2022年风电装机规模下行的情况下，中船风电估值上升约4亿元，新疆海为与洛阳双瑞估值略微降低，标的公司资产估值总计上升3.6亿元，本次收购仍以2021年12月31日估值锚定的原先对价收购，上市公司有望获得2022年风电资产的增值溢价。

➢ 2023年风电招标景气持续，海风价格企稳，中国海装长期受益。2023年1月与2月，海上风电招标2.15GW，1月与2月含塔筒均价分别为4148元/kw和3668元/kw，基本维持了2022年四季度以来的价格水平，逐渐企稳。陆上风电招标总计8.87GW，1月与2月含塔筒均价分别为2069元/kw与1702元/kw。标的公司中国海装研发实力雄厚，于2023年1月下线18MW海风机组，速度为国内最快，有望在中长期的海风降本竞争中占据优势。此外，中国海装完成的“扶摇号”漂浮式风电示范平台，在深远海领域技术领先。子公司在叶片、主控系统等方面为风电机组整体设计与制造提供一体化支持，有利于公司成本控制与最新机组的快速量产，在海风装机领域优势较大。

投资建议

➢ 目前并购重组仍在进行，上市公司与标的公司暂未并表。预计公司2022-2024年归母公司净利润0.90/1.53/2.11亿元，同比增长



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



13.0%/69.0%/37.8%，对应 EPS 为 0.12/0.21/0.29 元，PE 为 109.3/64.6/46.9 倍。

➤ 如公司并购重组成功，公司将以 11.39 元/股新增发行 7.68 亿股份，并购后公司总股份将增至 15.04 亿股，直接或间接完成对中国海装、中船风电、新疆海为、洛阳双瑞和凌久电气的全资控股。基于海风规划与招标需求带动海风行业装机需求提高，以及预期风电场开发业务稳定推进，我们预计公司新增风电业务在 2022-2024 年归母净利润 6.06/8.65/11.92 亿元，同比增长 12.4%/42.7%/ 37.7%，以收购对价对应的 PE 为 15.2/10.6/7.7 倍。

➤ 考虑到以收购对价计算的误差以及公司各业务之间成长性的差异，我们采用 PB 估值。根据 2023 年同业可比公司的平均 PB 为 2.52，我们认为如果公司并购成功，风电资产注入上市公司后，业绩维持预期增速，PB 估值将有望对标同业可比公司。因此我们给予公司 2023 年新增风电业务估值在 180-200 亿元，预计并购成功后 2023 年目标市值 260-280 亿元，维持“买入-B”评级。

#### 风险提示

➤ 并购与募集资金失败或进度不及预期风险；风电新增装机不及预期风险；关联交易风险；原材料价格波动风险；疫情风险。

#### 财务数据与估值：

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,875	2,409	2,715	3,302	4,147
YoY(%)	-43.7	28.5	12.7	21.6	25.6
净利润(百万元)	143	80	90	153	211
YoY(%)	4.1	-44.2	13.0	69.0	37.8
毛利率(%)	14.1	14.0	12.4	15.4	16.9
EPS(摊薄/元)	0.19	0.11	0.12	0.21	0.29
ROE(%)	3.3	1.9	2.1	3.4	4.6
P/E(倍)	68.9	123.4	109.3	64.6	46.9
P/B(倍)	2.5	2.5	2.5	2.4	2.3
净利率(%)	7.7	3.3	3.3	4.6	5.1

资料来源：最闻，山西证券研究所

**财务报表预测和估值数据汇总**
**资产负债表(百万元)**

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	6701	5669	6428	6361	7813
现金	2363	2196	1932	1650	1923
应收票据及应收账款	860	528	1036	867	1523
预付账款	263	448	353	621	603
存货	1057	1236	1398	1695	2123
其他流动资产	2157	1261	1709	1528	1641
<b>非流动资产</b>	2351	2185	2212	2443	2751
长期投资	211	203	220	235	255
固定资产	1107	879	909	1037	1267
无形资产	83	57	38	34	31
其他非流动资产	948	1046	1045	1137	1198
<b>资产总计</b>	9052	7854	8640	8804	10564
<b>流动负债</b>	3428	3272	4043	4016	5515
短期借款	310	0	578	452	335
应付票据及应付账款	1607	1233	2029	1801	2927
其他流动负债	1510	2039	1436	1763	2252
<b>非流动负债</b>	1372	297	267	340	433
长期借款	1282	213	183	256	349
其他非流动负债	90	84	84	84	84
<b>负债合计</b>	4800	3569	4310	4357	5948
少数股东权益	329	329	329	329	328
股本	736	736	736	736	736
资本公积	2444	2444	2444	2444	2444
留存收益	701	744	803	898	1025
归属母公司股东权益	3924	3956	4002	4118	4288
<b>负债和股东权益</b>	9052	7854	8640	8804	10564

**现金流量表(百万元)**

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	656	328	18	49	676
净利润	140	81	90	153	210
折旧摊销	68	80	67	76	93
财务费用	41	-7	-7	17	36
投资损失	-182	14	-37	-17	-26
营运资金变动	505	130	-64	-145	394
其他经营现金流	84	30	-29	-35	-31
<b>投资活动现金流</b>	674	753	-27	-256	-344
<b>筹资活动现金流</b>	-1270	-1204	-255	-75	-59
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.19	0.11	0.12	0.21	0.29
每股经营现金流(最新摊薄)	0.89	0.44	0.03	0.07	0.92
每股净资产(最新摊薄)	5.33	5.37	5.44	5.59	5.82

**利润表(百万元)**

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	1875	2409	2715	3302	4147
营业成本	1611	2071	2379	2793	3448
营业税金及附加	19	19	19	24	33
营业费用	21	23	22	28	39
管理费用	199	202	196	234	292
研发费用	61	72	85	104	130
财务费用	41	-7	-7	17	36
资产减值损失	23	13	-3	7	4
公允价值变动收益	0	0	3	1	1
投资净收益	182	-14	37	17	26
<b>营业利润</b>	170	95	105	184	251
营业外收入	3	2	3	3	3
营业外支出	7	0	0	4	3
<b>利润总额</b>	166	96	107	182	251
所得税	26	16	17	30	41
<b>税后利润</b>	140	81	90	153	210
少数股东损益	-4	1	-0	-0	-0
<b>归属母公司净利润</b>	143	80	90	153	211
EBITDA	243	126	134	236	319

**主要财务比率**

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	-43.7	28.5	12.7	21.6	25.6
营业利润(%)	37.9	-44.2	9.9	75.6	36.9
归属于母公司净利润(%)	4.1	-44.2	13.0	69.0	37.8
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	14.1	14.0	12.4	15.4	16.9
净利率(%)	7.7	3.3	3.3	4.6	5.1
ROE(%)	3.3	1.9	2.1	3.4	4.6
ROIC(%)	2.4	0.8	1.2	2.7	3.7
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	53.0	45.4	49.9	49.5	56.3
流动比率	2.0	1.7	1.6	1.6	1.4
速动比率	1.0	0.9	0.8	0.7	0.6
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4
应收账款周转率	1.9	3.5	3.5	3.5	3.5
应付账款周转率	1.1	1.5	1.5	1.5	1.5
<b>估值比率</b>					
P/E	68.9	123.4	109.3	64.6	46.9
P/B	2.5	2.5	2.5	2.4	2.3
EV/EBITDA	41.2	72.2	68.2	39.8	28.7

资料来源：最闻、山西证券研究所

### 分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究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，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。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直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

### 评级体系：

#### ——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

#### ——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

#### ——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任一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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所：

#### 上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 6 楼

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话：0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

#### 深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

#### 北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层  
电话：010-83496336

