

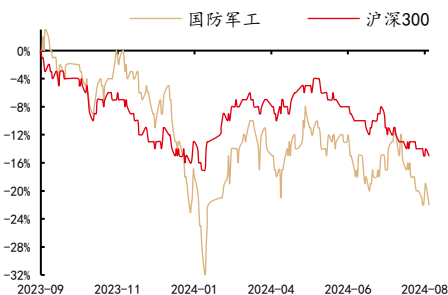
行业投资评级

强于大市|维持

行业基本情况

收盘点位	1141.01
52周最高	1507.6
52周最低	999.45

行业相对指数表现（相对值）



资料来源：聚源，中邮证券研究所

研究所

分析师: 鲍学博
SAC 登记编号: S1340523020002
Email: baoxuebo@cnpsec.com
分析师: 马强
SAC 登记编号: S1340523080002
Email: maqiang@cnpsec.com

近期研究报告

《中邮军工周报 8 月第 5 周：2024H1 军工行业业绩承压，产业链下游稳健增长》 - 2024.09.02

两“船”合并点评：对内保持适度竞争，对外拧成一股绳

● 事件

9月2日，中国船舶和中国重工分别发布“关于筹划重大资产重组停牌公告”。根据公告，中国船舶与中国重工正在筹划由中国船舶通过向中国重工全体股东发行A股股票的方式换股吸收合并中国重工。中国船舶和中国重工自9月3日开市起开始停牌，预计停牌时间不超过10个交易日。

● 点评

1、中国船舶、中国重工于2024年9月2日发布关于筹划重大资产重组停牌的公告。为进一步聚焦国家重大战略和兴装强军主责主业、加快船舶总装业务高质量发展、规范同业竞争、提升上市公司经营质量，中国船舶与中国重工正在筹划由中国船舶通过向中国重工全体股东发行A股股票的方式换股吸收合并中国重工。本次交易的具体交易方案、换股价格、债权债务处理、员工安置、异议股东保护机制等安排将由双方沟通、论证、协商后，在正式签署的交易协议中进行约定。

2019年，“南北船”合并重组正式落地，成立中国船舶集团有限公司。此前，中国船舶、中国重工分别隶属于中国船舶工业集团有限公司、中国船舶重工集团有限公司。2019年10月14日，原中国船舶工业集团有限公司与原中国船舶重工集团有限公司联合重组，成立了中国船舶集团有限公司。

当前，我国造船业处于景气向上阶段。据中国船舶工业行业协会数据，2024年上半年我国造船完工量2502万载重吨，同比增长18.4%；新接订单量5422万载重吨，同比增长43.9%。截至2024年6月底，我国船舶手持订单量17155万载重吨，同比增长38.6%。以载重吨计，我国造船完工量、新接订单量、手持订单量的国际市场份额均位居世界第一。2024年上半年，随着2022年以来承接的新船价格相对前期较高的船舶迎来交付期，特别是集装箱船的批量交付，带动我国船舶出口金额保持高速增长。

我们认为，中国船舶与中国重工在造船业景气向上的阶段进行合并，有助于提升中国造船业在国际市场上的影响力，获取更高市场份额，避免内部竞争，进一步提升整体盈利能力。

2、参照2014-2015年中国南车和中国北车合并，当时，两车合并的背景是：全球轨道交通行业面临高铁经济蓬勃发展的最佳契机，中国轨道交通“三网融合”蕴含巨大的市场空间。合并的目的是：提

升合并后新公司的业务规模，增强盈利能力，打造以轨道交通装备为核心，跨国经营、全球领先的大型综合性产业集团。合并之后的举措包括：

1) 提升国际化：合并后新公司将把握全球轨道交通市场快速发展的历史机遇，扩大全球市场份额，加快国际化进程。**着力统一布局海外投资，避免资源浪费，提高投资效率；整合海外销售队伍，制定统一的海外市场拓展战略，集中力量在国际竞争中获得更加有利的地位；统一品牌形象，集中双方优势参与国际竞争。**

2) 增强协同性：合并双方将在研发、生产、采购、销售等领域充分发挥协同效应，实现资源合理配置，提升公司整体实力。通过统筹研发资源，构建可持续发展的研发体系，融合双方优势技术，加速实现核心技术突破；优化产品体系，实现产品的谱系化、标准化和模块化，为客户创造更大价值；实现生产基地专业化、地域化分工，统筹规划未来投资，实现供应体系、销售体系全球整合，充分挖掘规模效应和协同效应。

3) 拓展多元化：合并后新公司将利用轨道交通装备板块的既有资源培育新产业，实现业务多元化发展，提高公司抗风险能力。

中国南车和中国北车合并的换股比例以相关股票于首次董事会决议公告日前 20 个交易日的交易均价作为市场参考价，综合考虑历史股价、经营业绩、市值规模等因素，经公平协商而定。中国南车 A 股和 H 股的市场参考价分别为 5.63 元/股和 7.32 港元/股；中国北车 A 股和 H 股的市场参考价分别为 5.92 元/股和 7.21 港元/股。换股比例为 1:1.10，即每 1 股中国北车 A 股股票可以换取 1.10 股中国南车将发行的中国南车 A 股股票，每 1 股中国北车 H 股股票可以换取 1.10 股中国南车将发行的中国南车 H 股股票。根据该等参考价并结合换股比例，中国南车的 A 股股票换股价格和 H 股股票换股价格分别确定为 5.63 元/股和 7.32 港元/股，中国北车的 A 股股票换股价格和 H 股股票换股价格分别确定为 6.19 元/股和 8.05 港元/股。

中国南车和中国北车为异议股东提供现金选择权：中国南车是 5.63 元/股，中国北车是 5.92 元/股。

从经营层面看，两车合并之后，整体净利率有所提升。

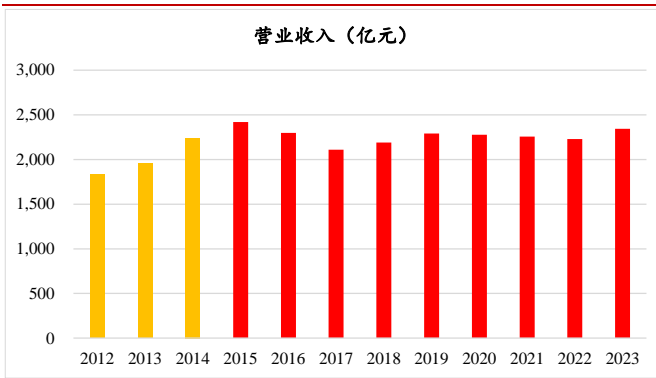
从股价表现看，停牌前一个交易日是 2014 年 10 月 24 日，中国南车收盘价为 5.80，中国北车为 6.45，此后的半年内，中国南车股价最高涨至 39.47。

3、投资建议：我们认为，中国船舶与中国重工合并对两者均为重大利好，参考中国南车和中国北车合并方案出台之后的表现，建议投资者积极关注相关标的；从两“船”合并引申来看，军工行业未来有望对内保持适度竞争，对外拧成一股绳，未来军贸出口也有望减少国

内竞争，军贸市场广阔且军贸的盈利能力有望提升，建议关注军贸领域相关标的，包括国睿科技、中航沈飞、高德红外、国科军工、航天彩虹、中无人机、内蒙一机等。

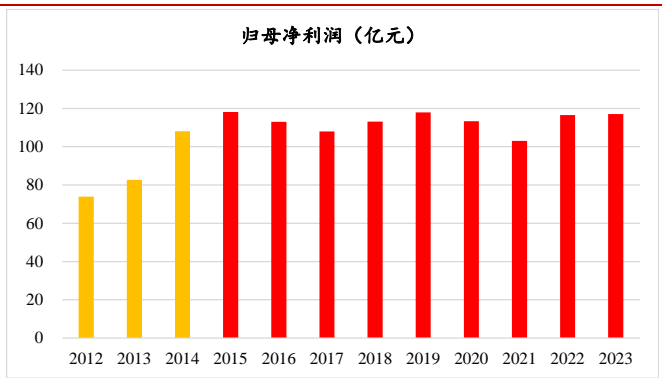
● **风险提示**

中国船舶与中国重工合并的实施尚存在较大不确定性、船舶行业景气度的提升不及预期、军贸市场发展不及预期等。

图表1：中国南车和中国北车合并前后营业收入


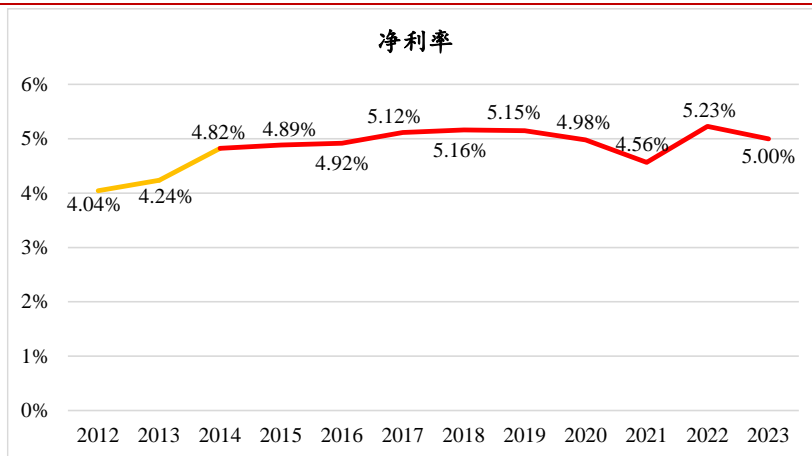
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

注：合并前“营业收入”为两家公司营收的加和。

图表2：中国南车和中国北车合并前后归母净利润


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

注：合并前“归母净利润”为两家公司归母净利润的加和。

图表3：中国南车和中国北车合并前后净利率


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

注：净利率采用归母净利润与营业收入的比值计算。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；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	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
回避		预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下	

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048