



中国船舶 (600150.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

合并预案符合预期，看好公司龙头地位提升

事件

9月18日，公司发布合并预案，公司和中国重工的换股价格按照定价基准日前120个交易日的均价确定为37.84元/股和5.05元/股，由此确定换股比例为1:0.13，即每1股中国重工股票可以换得0.1335股公司股票。

经营分析

确定换股比例1:0.13，方案符合预期。根据合并预案，公司和中国重工的换股价格按照定价基准日前120个交易日的均价确定为37.84元/股和5.05元/股，由此确定换股比例为1:0.13，即每1股中国重工股票可以换得0.1335股公司股票。公司异议股东收购请求权价格为换股吸收合并的定价基准日前120个交易日的中国船舶股票交易均价的80%，即30.27元/股，合并预案符合预期。

合并产生规模效应，看好公司龙头地位和盈利能力提升。根据公司和中国重工公告，公司是国内规模最大、技术最先进、产品结构最全的造船上市公司，旗下拥有江南造船、外高桥造船、广船国际、中船澄西四大造修船厂，中国重工是国内领先的造船企业，拥有大连造船、武昌造船、北海造船等知名船厂，双方合并后将实现优势互补，发挥协同效应，提高经营效益和综合竞争力。根据公司和中国重工公告，2023年全球新船完工交付8634万载重吨，公司和中国重工分别交付民船753.49和483.9万载重吨，份额分别为8.7%和5.6%，合并后公司全球份额有望达到双位数。同时，合并后预计将产生规模效应，进一步提升公司的龙头地位和盈利能力。

造船价和钢价剪刀差拉大，看好公司未来盈利能力持续提升。价格端，根据克拉克森统计，全球新造船价格指数自21Q1持续上涨，24年7月全球新造船价格指数达187.98，同比+9.05%，环比+0.40%，较2020年底底部提升50.31%。成本端，7月上海20mm造船板平均价格同比-11.47%，环比-4.88%，船价与钢价剪刀差继续拉大，看好公司未来盈利能力持续提升。

盈利预测、估值与评级

我们预计2024-2026年公司营业收入为835/932/1040亿元，归母净利润为55.87/84.59/118.28亿元，对应PE为28/18/13X，维持“买入”评级。

风险提示

原材料价格波动、人民币汇率波动、新订单增速不及预期、碳减排政策执行力度低于预期风险。

机械组

分析师：满在朋 (执业S1130522030002)

manzaipeng@gjzq.com.cn

联系人：房灵聪

fanglingcong@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：34.90元

相关报告：

- 1.《中国船舶公司点评：南北船停牌重组，看好公司经营效益提升》，2024.9.3
- 2.《中国船舶公司点评：上半年业绩高增，高端船舶占比提升》，2024.8.31
- 3.《中国船舶公司点评：民船量价齐升，上半年利润高增》，2024.7.8



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	59,558	74,839	83,463	93,153	104,001
营业收入增长率	-0.31%	25.66%	11.52%	11.61%	11.65%
归母净利润(百万元)	172	2,957	5,587	8,459	11,828
归母净利润增长率	-19.62%	1620.69%	88.90%	51.42%	39.82%
摊薄每股收益(元)	0.038	0.661	1.249	1.891	2.645
每股经营性现金流净额	-0.01	4.07	1.50	3.98	4.60
ROE(归属母公司)(摊薄)	0.37%	6.12%	10.39%	13.62%	16.03%
P/E	908.16	52.78	27.94	18.45	13.20
P/B	3.40	3.23	2.90	2.51	2.11

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	
主营业务收入	59,740	59,558	74,839	83,463	93,153	104,001	货币资金	52,864	57,388	67,965	70,398	80,709	98,116	
增长率	-0.3%	25.7%	11.5%	11.6%	11.6%		应收款项	5,875	4,735	3,595	4,552	4,827	5,107	
主营业务成本	-53,409	-55,032	-66,929	-70,625	-76,342	-83,522	存货	32,687	32,168	36,291	38,699	40,785	43,477	
%销售收入	89.4%	92.4%	89.4%	84.6%	82.0%	80.3%	其他流动资产	27,055	24,270	25,553	26,621	28,728	31,283	
毛利	6,332	4,526	7,910	12,838	16,811	20,479	流动资产	118,481	118,562	133,403	140,269	155,050	177,983	
%销售收入	10.6%	7.6%	10.6%	15.4%	18.0%	19.7%	%总资产	73.9%	73.0%	75.0%	74.5%	76.0%	78.1%	
营业税金及附加	-195	-191	-231	-250	-279	-208	长期投资	6,497	14,513	17,480	16,857	16,857	16,857	
%销售收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%	固定资产	26,340	21,040	21,854	22,502	23,196	23,865	
销售费用	-616	-257	-672	-83	-93	-62	%总资产	16.4%	13.0%	12.3%	11.9%	11.4%	10.5%	
%销售收入	1.0%	0.4%	0.9%	0.1%	0.1%	0.1%	无形资产	4,501	4,025	4,170	4,511	4,782	5,038	
管理费用	-2,769	-3,658	-3,096	-2,921	-3,260	-3,328	非流动资产	41,921	43,876	44,429	48,108	49,064	49,979	
%销售收入	4.6%	6.1%	4.1%	3.5%	3.5%	3.2%	%总资产	26.1%	27.0%	25.0%	25.5%	24.0%	21.9%	
研发费用	-3,121	-3,072	-3,139	-3,672	-4,099	-4,576	资产总计	160,402	162,438	177,832	188,377	204,114	227,963	
%销售收入	5.2%	5.2%	4.2%	4.4%	4.4%	4.4%	短期借款	10,583	14,883	11,945	9,658	5,345	5,345	
息税前利润 (EBIT)	-369	-2,652	772	5,910	9,079	12,304	应付款项	30,525	27,508	30,251	34,035	36,792	39,106	
%销售收入	n.a	n.a	1.0%	7.1%	9.7%	11.8%	其他流动负债	52,009	51,753	64,570	65,310	72,961	81,439	
财务费用	759	1,308	1,311	278	383	737	流动负债	93,117	94,143	106,766	109,002	115,098	125,890	
%销售收入	-1.3%	-2.2%	-1.8%	-0.3%	-0.4%	-0.7%	长期贷款	7,932	10,943	13,367	15,367	16,367	17,367	
资产减值损失	-1,446	-1,527	-291	-184	-201	-201	其他长期负债	6,249	6,871	5,227	6,096	6,413	6,776	
公允价值变动收益	381	-14	-6	-19	-19	-19	负债	107,298	111,958	125,360	130,465	137,877	150,032	
投资收益	23	2,351	539	371	343	441	普通股股东权益	46,041	45,961	48,349	53,788	62,113	73,806	
%税前利润	7.0%	108.2%	17.8%	5.8%	3.6%	3.3%	其中：股本	4,472	4,472	4,472	4,472	4,472	4,472	
营业利润	250	412	2,994	6,357	9,585	13,262	未分配利润	6,473	6,164	8,552	14,004	22,329	34,023	
营业利润率	0.4%	0.7%	4.0%	7.6%	10.3%	12.8%	少数股东权益	7,063	4,518	4,124	4,124	4,124	4,124	
营业外收支	79	1,761	28	28	28	28	负债股东权益合计	160,402	162,438	177,832	188,377	204,114	227,963	
税前利润	328	2,173	3,022	6,385	9,613	13,290	比率分析		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
利润率	0.5%	3.6%	4.0%	7.6%	10.3%	12.8%	每股指标							
所得税	-96	-1,301	-68	-798	-1,154	-1,462	每股收益	0.048	0.038	0.661	1.249	1.891	2.645	
所得税率	29.4%	59.9%	2.2%	12.5%	12.0%	11.0%	每股净资产	10.294	10.277	10.810	12.027	13.888	16.503	
净利润	232	872	2,955	5,587	8,459	11,828	每股经营现金净流	0.453	-0.009	4.072	1.500	3.975	4.601	
少数股东损益	18	701	-3	0	0	0	每股股利	0.030	0.020	0.200	0.200	0.200	0.200	
归属于母公司的净利润	214	172	2,957	5,587	8,459	11,828	回报率							
净利率	0.4%	0.3%	4.0%	6.7%	9.1%	11.4%	净资产收益率	0.46%	0.37%	6.12%	10.39%	13.62%	16.03%	
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	0.13%	0.11%	1.66%	2.97%	4.14%	5.19%	
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	投入资本收益率	-0.36%	-1.37%	0.96%	6.13%	8.94%	10.73%	
净利润	232	872	2,955	5,587	8,459	11,828	增长率							
少数股东损益	18	701	-3	0	0	0	主营业务收入增长率	8.14%	-0.31%	25.66%	11.52%	11.61%	11.65%	
非现金支出	3,612	3,891	2,813	2,026	2,266	2,506	EBIT增长率	-20.96%	618.66%	-129.13%	665.29%	53.62%	35.52%	
非经营收益	-1,007	-2,134	-1,495	1,114	776	602	净利润增长率	-30.08%	-19.62%	1620.69%	88.90%	51.42%	39.82%	
营运资金变动	-812	-2,670	13,940	-2,019	6,277	5,644	总资产增长率	5.18%	1.27%	9.48%	5.93%	8.35%	11.68%	
经营活动现金净流	2,024	-41	18,213	6,707	17,778	20,579	资产管理能力							
资本开支	-1,154	-1,204	-2,412	-4,193	-3,192	-3,392	应收账款周转天数	27.1	23.1	16.7	15.0	14.0	13.0	
投资	-1,480	1,168	-4,569	641	-19	-19	存货周转天数	218.9	215.1	186.7	200.0	195.0	190.0	
其他	-1,923	-8,304	-4,263	333	343	441	应付账款周转天数	156.8	150.8	134.4	150.0	150.0	145.0	
投资活动现金净流	-4,558	-8,341	-11,244	-3,218	-2,868	-2,970	固定资产周转天数	143.6	116.7	99.1	91.9	85.3	79.1	
股权募资	0	0	0	0	0	0	偿债能力							
债权募资	944	7,985	-814	228	-3,313	1,000	净负债/股东权益	-70.08%	-62.94%	-81.37%	-78.42%	-89.13%	-96.81%	
其他	-268	-600	-1,137	-1,252	-1,263	-1,186	EBIT利息保障倍数	0.5	2.0	-0.6	-21.2	-23.7	-16.7	
筹资活动现金净流	676	7,385	-1,951	-1,025	-4,576	-186	资产负债率	66.89%	68.92%	70.49%	69.26%	67.55%	65.81%	
现金净流量	-1,708	-693	4,748	2,464	10,334	17,423								

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	21	27	40	74
增持	0	2	2	3	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.09	1.07	1.07	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券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有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究