

中国船舶 (600150.SH)

重组方案预案出炉，关注后续整合进展

核心观点:

- **中国船舶发布换股吸收合并方案预案。核心内容如下:** (1) **换股比例:** 中国船舶、中国重工的换股价格按照定价基准日前 120 个交易日的股票交易均价确定为 37.84 元/股、5.05 元/股, 对应中国重工与中国船舶的换股比例为 1:0.1335, 即 1 股中国重工可以换 0.1335 股中国船舶。(2) **现金选择权价格:** 中国船舶异议股东收购请求权价格 30.27 元/股, 中国重工异议股东现金选择权价格为 4.04 元/股, 均等于定价基准日前 120 个交易日均价的 80%。
- **我们对于方案的解读:** (1) **换股比例:** 按照停牌前收盘价计算 (中国船舶 34.90 元/股、中国重工 4.98 元/股), 本次方案中国重工被吸收合并的价格约折价 6%~7%。(2) **现金选择权价格:** 行权价格在前 120 日交易均价基础上折价 20%, 核心是为了防止后续股价在弱市场环境下走低, 进而可能导致股价和现金选择权价格出现倒挂的情况。(3) 重视本轮景气周期下的合并, 核心关注后续整合进度和效果。
- **回归本源: 重视潜在的规模效应和管理优化空间, 见证世界级船企冉冉升起。** 根据 wind, 两家公司最新市值加总为 2540 亿元 (按 9 月 23 日收盘价), 相对起点并不高; 总资产和净资产将达到 3763 亿元、1325 亿元 (按照 2024 年中报), 超过韩国三大船企的体量; 根据 clarksons, 新主体产能高达 2167 万 dwt, 在手订单高达 6105 万 dwt, 上半年新接订单市占率达到 25%, 成为真正意义上的世界级船企。
- **盈利预测与投资建议。** 景气周期中合并的价值较大, 重视潜在的规模效应和管理优化空间。未考虑此次重组, 预计公司 24-26 年归母净利润 44.5/82.1/106.3 亿元, 给予中国船舶 2024 年每股净资产 4 倍 PB 估值, 对应每股合理价值 46.3 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示: 全球经济下行; 成本汇率波动; 燃料价格波动。**

盈利预测:

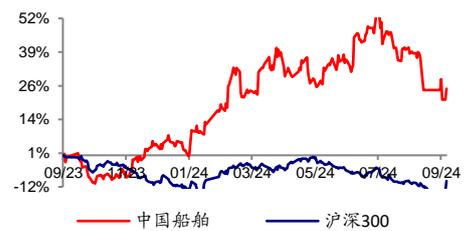
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	59485	74839	89932	90530	98705
增长率 (%)	-0.4%	25.8%	20.2%	0.7%	9.0%
EBITDA (百万元)	-828	3671	7613	12300	15225
归母净利润 (百万元)	172	2957	4448	8210	10633
增长率 (%)	-19.3%	1,614.7%	50.4%	84.6%	29.5%
EPS (元/股)	0.04	0.66	0.99	1.84	2.38
市盈率 (P/E)	557.00	44.61	35.23	19.09	14.74
ROE (%)	0.4%	6.1%	8.6%	13.7%	15.1%
EV/EBITDA	-82.77	24.28	13.34	7.43	5.00

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

识别风险, 发现价值

公司评级	买入
当前价格	35.04 元
合理价值	46.3 元
前次评级	买入
报告日期	2024-09-25

相对市场表现



分析师: 代川
SAC 执证号: S0260517080007
SFC CE No. BOS186
021-38003678
daichuan@gf.com.cn

分析师: 孟祥杰
SAC 执证号: S0260521040002
SFC CE No. BRF275
010-59136693
mengxiangjie@gf.com.cn

分析师: 汪家豪
SAC 执证号: S0260522120004
021-38003792
wangjiahao@gf.com.cn

请注意, 汪家豪并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

中国船舶 (600150.SH) :Q2 2024-09-02
净利率显著提升, 上半年接单超预期

广发机械“回归”系列二:中国船舶: 从追赶赶到领军, 2024-08-11
年深度回首

中国船舶 (600150.SH) :中报业绩超预期, 盈利拐点已至 2024-07-15

请务必阅读末页的免责声明

由于订单量价齐升，高价订单开始逐步进入交付周期，叠加汇率和钢价的有利环境，造船业已经进入业绩持续超预期的新阶段，未来逐季改善的趋势更加确定。本轮周期业绩向上趋势明确，公司作为世界级船企有望领先受益。

(1) 船舶造修业务：根据中国船舶年报，公司2023全年完工交付民品船舶81艘/753.49万载重吨，吨位数完成年计划的122.80%，同比增长7.55%。造船行业保持高景气度，根据clarksons，我们统计当前公司的民船在手订单约为1317万CGT，按照每条订单的预计交付时间，预计24-26年分别交付380.7/336.7/347万CGT；按照每条订单签单时间相对应的平均船价，加上军船估计收入，我们预计公司2024-2026年造船业务收入分别同比增长22.8%/0.3%/9.0%；按照钢材成本的下降趋势和人工、设备成本的涨幅，预计2024-2026年毛利率分别为13.8%/17.4%/18.9%。

(2) 机电业务：由于2023年公司主要机电业务项目深中通道完结，23年公司机电业务板块有所收缩，我们假设未来该业务保持稳定低速增长，预计2024-2026年机电板块收入增速分别为10%/10%/10%；毛利率参考历史情况，预计将维持稳定，2024-2026年毛利率分别为15.0%/15.0%/15.0%。

综上，未考虑此次重组，我们预计2024-2026年中国船舶收入分别为899.3/905.3/987.1亿元，同比增长20.17%/0.66%/9.03%；2024-2026年毛利率分别为13.81%/17.32%/18.72%。预计2024-2026年的归母净利润分别为44.5/82.1/106.3亿元。

表 1：中国船舶业务营收拆分（单位：亿元）

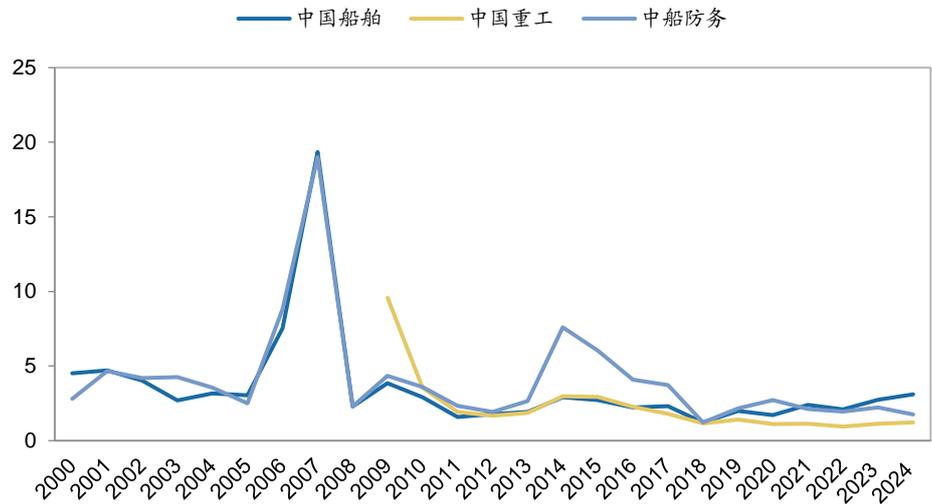
	2023A	2024E	2025E	2026E
船舶造修及海工				
收入	707	868	871	949
增长率	40.3%	22.8%	0.3%	9.0%
成本	635	749	719	770
毛利率(%)	10.2%	13.8%	17.4%	18.9%
机电				
收入	28.4	31.2	34.3	37.8
增长率	-69.0%	10%	10%	10%
成本	24.0	26.5	29.2	32.1
毛利率(%)	15.2%	15.0%	15.0%	15.0%
其他				
收入	12.9	12.9	12.9	12.9
增长率	-36.8%	0.0%	0.0%	0.0%
成本	10.9	10.9	10.9	10.9
毛利率(%)	15.2%	15.0%	15.0%	15.0%
合计				
收入	748.4	899.3	905.3	987.1
增长率	25.66%	20.17%	0.66%	9.03%

成本	669.3	775.1	748.5	802.3
毛利率	10.57%	13.81%	17.32%	18.72%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

我们选择同样为造船总装龙头的中国重工、中船防务，以及主做船用发动机的中国动力作为可比公司，中国船舶为国内造船龙头企业，在周期底部上行期有望首先受益。由于不同公司在行业底部期间与景气期间的盈利能力有所差异，当前复苏进程也有所差异，因此PB差异较大。上一轮周期中，大致从2005年开始走向大规模交付期，因此历史上PB估值的高点在2005-2007年，并在2007年到达顶点，中国船舶的PB历史均值约为3.6x，当前处于复苏向上的拐点时期，叠加重组预期，值得更高的估值溢价。未考虑此次重组，参考公司历史的PB情况，同时参考可比公司，我们给予中国船舶2024年每股净资产4倍PB估值，接近历史上最近一轮周期（船舶经济服役年限约20年）的平均PB估值水平，对应每股合理价值46.3元，维持“买入”评级。

图 1：中国船舶和可比公司历史 PB（MRQ）



数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

备注：2024 年数据截至 2024/09/23

表 2: 可比公司估值表

公司名称	公司代码	业务类型	市值 (亿元)	净利润 (百万元)			PE (x)			PB (x)
				2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	2024E
中国重工	601989.SH	造船总装	1024	-782	1824	3901	-	56.1	26.2	1.22
中船防务	600685.SH	造船总装	253	48	837	1308	526.7	30.3	19.4	1.93
中国动力	600482.SH	船用发动机	459	779	1340	2200	58.8	34.2	20.8	1.15
平均							-	40.20	22.15	1.43

数据来源: iFinD, 广发证券发展研究中心

备注: 可比公司 2024-2025 业绩来自 iFinD 一致预测, 数据截至 2024/09/23

风险提示:

(1) 全球宏观经济环境下行风险

全球发达经济体通胀持续高位, 加息周期+能源危机背景下经济面临下行风险。造船业与下游航运业息息相关, 若全球宏观经济下行持续, 则会深度影响全球航运业的景气程度和盈利水平, 从而影响造船业的订单与盈利。

(2) 成本及汇率波动风险

造船业盈利水平很大程度受成本端影响。造船业成本主要包括钢材、船用设备、人工、其他耗材等。在全球大宗商品价格波动较大时期, 若钢材及设备成本大幅度波动, 则会对船舶订单的盈利有较大的影响。海外造船订单多以美元等外币结算, 若汇率出现大幅度波动, 则会影响船企订单的收入和盈利水平。

(3) 燃料价格波动风险

燃料价格为航运业成本的最重要组成部分之一, 在船舶运营成本中占比可达九成以上。近两年替代燃料与常规燃料波动较大。替代燃料价格的大幅上涨会对替代燃料船保有量较大的船东企业或以替代燃料船订单为主的船厂产生较大冲击。长期的价格大幅波动或减缓替代燃料船大量使用的进程。

资产负债表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	118,858	133,403	157,667	168,918	191,745
货币资金	57,397	67,965	80,596	93,718	111,094
应收及预付	19,188	19,837	23,499	22,862	24,581
存货	32,391	36,291	43,060	41,583	44,570
其他流动资产	9,881	9,311	10,512	10,755	11,500
非流动资产	43,765	44,429	44,410	44,750	44,954
长期股权投资	9,989	15,189	15,301	15,326	15,362
固定资产	19,284	20,329	19,612	19,164	18,571
在建工程	1,999	1,526	2,031	2,472	2,862
无形资产	3,986	3,911	4,051	4,274	4,482
其他长期资产	8,507	3,475	3,415	3,515	3,678
资产总计	162,622	177,832	202,077	213,668	236,699
流动负债	94,493	106,766	123,235	123,204	131,921
短期借款	9,385	5,583	6,583	7,083	6,583
应付及预收	27,125	29,947	34,583	33,406	35,806
其他流动负债	57,983	71,236	82,069	82,715	89,531
非流动负债	17,841	18,594	22,131	24,631	27,131
长期借款	10,943	13,367	15,867	18,367	20,867
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	6,898	5,227	6,265	6,265	6,265
负债合计	112,334	125,360	145,367	147,835	159,052
股本	4,472	4,472	4,472	4,472	4,472
资本公积	34,208	33,777	33,819	33,819	33,819
留存收益	6,893	9,760	13,353	21,563	32,196
归属母公司股东权益	45,855	48,349	51,802	60,012	70,644
少数股东权益	4,433	4,124	4,909	5,821	7,003
负债和股东权益	162,622	177,832	202,077	213,668	236,699

利润表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	59485	74839	89932	90530	98705
营业成本	54916	66929	77509	74850	80227
营业税金及附加	196	231	270	272	296
销售费用	257	672	809	815	888
管理费用	3683	3096	3597	3440	3652
研发费用	3072	3139	4497	4074	3948
财务费用	-1297	-1311	-676	-474	-611
资产减值损失	-1505	-267	-102	-51	-50
公允价值变动收益	-14	-6	0	0	0
投资净收益	2350	539	899	905	987
营业利润	412	2994	5624	9946	12930
营业外收支	1762	28	190	190	197
利润总额	2174	3022	5814	10136	13127
所得税	1301	68	581	1014	1313
净利润	873	2955	5233	9122	11814
少数股东损益	701	-3	785	912	1181
归属母公司净利润	172	2957	4448	8210	10633
EBITDA	-828	3671	7613	12300	15225
EPS (元)	0.04	0.66	0.99	1.84	2.38

现金流量表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	-37	18,213	15,026	13,069	18,506
净利润	873	2,955	5,233	9,122	11,814
折旧摊销	2,408	2,522	2,474	2,638	2,709
营运资金变动	-2,724	13,940	7,338	1,396	3,864
其它	-594	-1,204	-20	-87	120
投资活动现金流	-8,346	-11,244	-1,524	-1,809	-1,867
资本支出	-1,210	-2,412	-2,210	-2,403	-2,424
投资变动	1,168	-4,569	-196	-201	-340
其他	-8,304	-4,263	883	794	897
筹资活动现金流	7,364	-1,951	-910	1,862	737
银行借款	6,129	-1,378	3,500	3,000	2,000
股权融资	0	0	42	0	0
其他	1,235	-573	-4,452	-1,138	-1,263
现金净增加额	-716	4,748	12,631	13,122	17,376
期初现金余额	25,448	24,731	29,479	42,110	55,232
期末现金余额	24,731	29,479	42,110	55,232	72,608

主要财务比率

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	-0.4%	25.8%	20.2%	0.7%	9.0%
营业利润	65.3%	626.1%	87.8%	76.8%	30.0%
归母净利润	-19.3%	1,614.7%	50.4%	84.6%	29.5%
获利能力					
毛利率	7.7%	10.6%	13.8%	17.3%	18.7%
净利率	1.5%	3.9%	5.8%	10.1%	12.0%
ROE	0.4%	6.1%	8.6%	13.7%	15.1%
ROIC	-1.7%	1.4%	5.6%	9.2%	10.4%
偿债能力					
资产负债率	69.1%	70.5%	71.9%	69.2%	67.2%
净负债比率	223.4%	238.9%	256.3%	224.6%	204.8%
流动比率	1.26	1.25	1.28	1.37	1.45
速动比率	0.66	0.67	0.69	0.80	0.88
营运能力					
总资产周转率	0.37	0.44	0.47	0.44	0.44
应收账款周转率	15.78	21.89	26.16	24.08	25.04
存货周转率	1.69	1.95	1.95	1.77	1.86
每股指标 (元)					
每股收益	0.04	0.66	0.99	1.84	2.38
每股经营现金流	-0.01	4.07	3.36	2.92	4.14
每股净资产	10.25	10.81	11.58	13.42	15.80
估值比率					
P/E	557.00	44.61	35.23	19.09	14.74
P/B	2.17	2.72	3.03	2.61	2.22
EV/EBITDA	-82.77	24.28	13.34	7.43	5.00

广发机械行业研究小组

- 代 川：首席分析师，中山大学数量经济学硕士，2015 年加入广发证券发展研究中心。
- 孙柏阳：联席首席分析师，南京大学金融工程硕士，2018 年加入广发证券发展研究中心。
- 朱宇航：资深分析师，上海交通大学机械电子工程硕士，2020 年加入广发证券发展研究中心。
- 汪家豪：资深分析师，美国约翰霍普金斯大学金融学硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。
- 范方舟：资深分析师，中国人民大学国际商务硕士，2021 年加入广发证券发展研究中心。
- 王 宁：资深分析师，北京大学金融硕士，2021 年加入广发证券发展研究中心。
- 蒲明琪：高级分析师，纽约大学计量金融硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。
- 黄晓萍：高级研究员，复旦大学金融硕士，2023 年加入广发证券发展研究中心。
- 张智林：研究员，同济大学建筑学硕士，2024 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大 厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港湾仔骆克道 81 号广发大厦 27 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。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。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。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，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。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，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。