

中国动力(600482)

报告日期: 2023年07月20日

船用动力系统龙头, 受益行业大周期景气上行

——中国动力深度报告

投资要点

□ 全球船用动力系统龙头, 柴油机业务贡献主营收

公司是中国船舶集团下属唯一上市船用动力平台, 是全球领先的船用动力系统研制生产公司, 动力业务涵盖七大动力板块及相关辅机配套, 2022年动力业务营收253亿元, 占公司总收入的66%; 其中柴油机业务为公司动力业务主要构成之一, 2022年实现柴油机业务营收128亿, 同比增长139%。随着公司重组整合完成, 公司龙头地位进一步巩固, 未来有望受益于行业景气上行及产品升级持续兑现收益。

产业链: 主要由研发、零部件制造和整机制造三大板块组成, 下游为整船制造厂。船舶相关配套设备中, 动力系统价值最高, 占据船舶总成本的12%左右。

竞争格局: 低速机市场中日韩三足鼎立, 后续向中高速机市场持续突破。

发展趋势: 高技术、高附加值、低碳环保将成为船舶动力的重要发展方向。

□ 船舶行业: 量价齐升, 景气上行

需求持续上行: 1) 产业链传导模式: 集装箱运价上涨—箱船船东大幅盈利—箱船船东资产负债表改善—上游造船业大幅下单; 油轮因航线拉长、环保降速促油轮需求提升, 导致运价上涨, 后期有望加速下单; 2) 干散货船作为存量最大的一种主力船型, 受制于产能船位有限, 存在抢占产能而提前加速下单的预期, 指数有望持续上涨。3) 2023年1-5月, 全国新接订单同比增长50%, 我国国际市场份额保持全球领先, 克拉克森新造船价格指数突破170点, 创2009年以来新高, 热门船型持续领涨。

供给产能出清: 1) 供给收缩: 与上一轮周期相比, 供给端大幅出清, 产能持续向中韩转移, 向头部企业转移, 尾部产能显著出清, 集中度提升; 中国占全球造船业份额从上一轮周期约15%提升至本轮约50%; 2) 行业不断向头部集中(近十年CR10从40%提升至70%); 3) 扩产周期长, 新增供给难度大, 龙头公司2023-2027年业绩确定性强。

□ 聚焦主业产品谱系全覆盖, 研发为本创新为基保障长期增长

公司七大动力板块齐全, 实现主流动力系统类型全覆盖, 产品具备高性能和高附加值, 市场竞争力强, 应用场景广阔。公司为多细分领域龙头, 聚焦柴油机主业资产整合, 进一步扩大业务规模, 巩固市场领先地位。

□ 盈利预测及估值

预计2023-2025年公司归母净利润7.45/11.51/27.47亿元, 同比增长124%、55%、139%, PE分别为64/41/17倍, PB为1.30/1.26/1.18。首次覆盖, 给予“增持”评级。

□ **风险提示:** 造船需求不及预期、原材料价格波动、环保风险。

投资评级: 增持(首次)

分析师: 王华君

执业证书号: S1230520080005

wanghuajun@stocke.com.cn

分析师: 王浩若

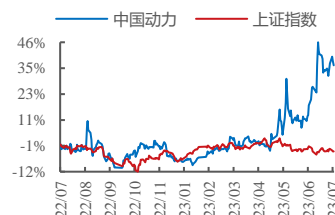
执业证书号: S1230522110002

wangjieruo@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 22.61
总市值(百万元)	49,441.70
总股本(百万股)	2,186.72

股票走势图



相关报告

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	38298.04	47991.00	59192.87	70959.57
(+/-) (%)	35.77%	25.31%	23.34%	19.88%
归母净利润	332.69	745.05	1151.07	2746.93
(+/-) (%)	-55.95%	123.95%	54.50%	138.64%
每股收益(元)	0.15	0.34	0.53	1.26
P/E	142.30	63.54	41.13	17.23

资料来源: 浙商证券研究所

投资案件

● 盈利预测、估值与目标价、评级

预计 2023-2025 年公司归母净利润 7.45/11.51/27.47 亿元，同比增长 124%、55%、139%，PE 分别为 64/41/17 倍，PB 为 1.30/1.26/1.18。首次覆盖，给予“增持”评级。

公司受益于国际航运市场回暖+全球新造船高价传导+老旧船型更新换代+环保减排促进换船需求增加，下游船东在手先进重组促进换船需求持续上涨+环保减排推动船舶转型和更新需求增加，经营效益有望明显改善。公司背靠全球造船龙头之一的中国船舶集团，产业链与供应链可靠，通过整合集团内部柴油机动力业务，巩固国内船用低速机市场龙头地位，同时加大研发和技术投入，响应环保减排政策，研制绿色低碳主机，后期有望持续提升公司盈利水平，实现利润增长，打开公司长期发展空间。

● 关键假设

1) 疫情影响→全球运力紧张→航运公司业绩大增→新造船订单大增，船舶行业景气度有所复苏，后续在老船到寿、更严格的环保要求、全球宏观经济及海运贸易量增长多重因素影响下，船舶行业景气度持续上升，行业目前仍处于周期底部回升，安全边际高，向上空间大；

2) 造船行业产能持续出清，全球造船订单向中国转移集中；中小船厂复苏困难，新增订单及高端船型订单逐步向头部集中，龙头企业有望优先受益；

3) 柴油机业务资产整合+研发投入进一步提升+IMO 政策影响助推公司业绩有望实现明显增长，打开公司长期发展空间。

● 我们与市场的观点的差异

市场认为全球航运市场受疫情影响，船舶需求不足。

我们认为：国际航运市场复苏，船舶需求轮动爆发：1) 2021 年起因供需错配导致的航运需求旺盛，全球新接订单量创 2013 年以来新高，航运景气度已从集装箱船扩散至油轮、LNG 等多种细分品类；2) 现有船舶船龄已更新换代时期，下游船东在手现金充足，共促换船需求提升；3) 环保减排要求趋严，换船增速加快；

市场担心公司业绩增长疲软，公司产品供应同步受到影响。

我们认为：1) 公司 2022 年进行资产业务整合，提升了低速、中速柴油机业务规模，减少了内部竞争，巩固了公司在国内中大型船舶主机业务领域龙头地位；2) 公司加强科技人才的培养，重视自主知识产权，自主研制新型船用发动机，提升市场竞争力；3) 公司响应 IMO 减排政策号召，将 SCR 覆盖公司低速系列发动机产品，降低污染物排放，向低碳化方向前进。

● 股价上涨的催化因素

船舶行业新增订单量持续增长；船价上涨；公司加大研发投入；公司产出、承接双燃料主机。

● 风险提示

造船需求不及预期风险、原材料价格波动风险、环保风险

正文目录

1 全球船用动力系统龙头之一，中船集团唯一动力上市平台	6
1.1 我国船用动力系统龙头，七大动力系统业务全覆盖	6
1.2 2004年A股上市，多家重点子公司贡献业绩发展	7
2 船用动力系统：随行业大周期景气上行	10
2.1 船舶行业：量价齐升，进入中期景气上升期	10
2.2 产业链：上游材料设备供应，中游船舶制造，下游航运	11
2.3 行业供需：需求持续上行，供给端大幅出清	12
2.4 船用动力系统发展趋势：高技术、高附加值、低碳环保	16
3 多细分领域持续提升市场份额，公司研发为本创新为基	16
3.1 七大动力板块涵盖主流动力系统类型，满足多场景需求	16
3.2 低速机市场韩、中、日三足鼎立，头部品牌竞争激烈	21
3.3 聚焦主业资产整合，加大研发投入持续创新	22
4 盈利预测	24
5 投资建议	25
6 风险提示	26

图表目录

图 1: 公司主营业务包含七大动力及机电装备	6
图 2: 公司 2004 年 A 股上市, 2016 年更名为中国动力, 未来有望注入更多优质军工资产	7
图 3: 公司实控人为中国船舶重工集团, 拥有二级子公司 15 家	8
图 4: 武汉船用机械以防务装备、交通物流、能源装备和焊接材料为主	9
图 5: 重庆齿轮箱以硬齿面齿轮传动装置为核心业务	9
图 6: 造船行业供需模型, 供需的错配导致了船舶价格的波动和船运行业周期	10
图 7: 全球海运周期, 1886-2020 年 6 大周期 (每个周期约 20 余年) 中包含多个独立小周期	10
图 8: 以中国船舶股价为例, 其股价与新接订单量及新船造价指数等密切相关	11
图 9: 产业链由上游原材料及设备供应, 中游船舶制造, 下游航运共同构成	11
图 10: 20mm 螺纹钢价格走势, 2021 年整体钢价较高	12
图 11: 造船产业链发展	12
图 12: 1-5 月中国完工船舶产品中散货船占比最高 (55%)	13
图 13: 1-5 月中国新接船舶产品中油船占比有所提高	13
图 14: 1-5 月中国造船完工量占全球 48% 市场份额	13
图 15: 1-5 月中国新接订单量占全球 67% 市场份额	13
图 16: 船价持续走高, LNG、大型集装箱船领涨	14
图 17: IMO 推动船舶行业减排举措及目标, 至 2030 年减排 40%, 2050 年争取减排 70%	14
图 18: 我国 2022 年占全球市场份额 55%, 全球供给端产能大幅出清, 结构优化明显	15
图 19: 我国造船三大指标市场份额逐年提升	15
图 20: 2022 年中国造船完工量、新接订单量产业集中度高	15
图 21: 船舶动力系统是全船的“心脏”	17
图 22: 中国动力是我国大型船用蒸汽轮机装置总承单位	18
图 23: 中国 051B 型驱逐舰应用了较为落后的蒸汽动力装置	18
图 24: 30MW 级燃驱压缩机组	19
图 25: 25MW 级工业型燃气轮机	19
图 26: 船舶电力推进系统结构图	19
图 27: 船用推进移相变压器	19
图 28: 燃料电池	20
图 29: AGM 起停电池	20
图 30: 50KW 燃气热气机发电机组结构图	20
图 31: 50KW 燃气热气机发电机组	20
图 32: 亚太船舶推进发动机市场的主要份额是印度、中国和日本企业	21
图 33: 低速机制造韩国、中国、日本三足鼎立	22
图 34: 低速机制造两大品牌竞争激烈	22
图 35: DK36 系列大功率中速柴油机	22
图 36: MAN 175D 高速机	22
图 37: 2022 年新签中速柴油机订单同比增长	23
图 38: 2022 年船用机电装备经营稳中有进	23
图 39: 中船动力集团双燃料发动机 CX40DF	23
图 40: 中船动力集团成功交付世界首制 HHM-MAN 7S40ME-C9.5-HPSCR 船用发动机	23
图 41: 中船动力与巴斯夫合作开发船舶碳捕集系统	24
图 42: IMO 将国际航运的碳强度目标设为到 2030 年降低 40%	24

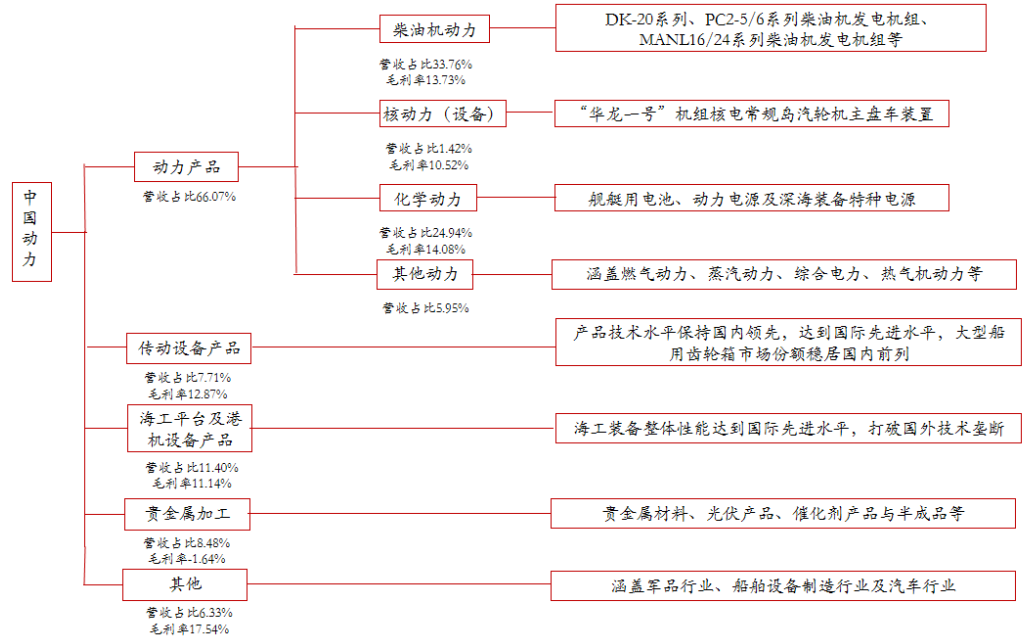
表 1: 公司分业务营收情况一览, 柴油动力为主要业务板块之一, 2022 年同比增长 139%	6
表 2: 公司重点子公司财务数据一览 (单位: 万元)	8
表 3: 公司财务数据一览, 2023Q1 年公司营收同比增长 53.91%, 营收增长良好 (单位: 亿元、%)	9
表 4: 2022 年公司生产中速柴油机数量最多, 达到 734 台	17
表 5: 公司产品已在市场上形成良好口碑	18
表 6: 公司产品已在市场上形成良好口碑	25
表附录: 三大报表预测值	27

1 全球船用动力系统龙头之一，中船集团唯一动力上市平台

1.1 我国船用动力系统龙头，七大动力系统业务业务全覆盖

中国动力为船舶动力细分领域的行业龙头。公司为中国船舶集团有限公司旗下动力装备上市公司，为我国船舶动力系统科研生产的核心力量。主营业务涵盖燃气动力、蒸汽动力、化学动力、全电动力、柴油机动力、热气机动力、核动力设备等七大动力及相关辅机配套。

图1：公司主营业务包含七大动力及机电装备



资料来源：公司 2022 年年报，wind，浙商证券研究所

公司主要产品营收情况保持稳健，近年接单取得新突破。公司主要业务收入分为化学动力、海工平台及港机设备、柴油动力、传动设备、贵金属加工、核动力、燃气蒸汽动力、热气机动力、综合电力及其他，细分种类较多。2022 年，公司动力业务大类板块共实现营业收入 253 亿元（含化学动力、柴油动力、核动力、燃气蒸汽动力、热气机动力、综合电力），占总收入比重 66%。

表1：公司分业务营收情况一览，柴油动力为主要业务板块之一，2022 年同比增长 139%

		2020 年	2021 年	2022 年
化学动力	营业收入 (亿元)	94.44	92.87	94.47
	YoY	-38.42%	-1.66%	1.72%
	毛利率	13.19%	13.83%	14.08%
海工平台及港机设备	营业收入 (亿元)	42.34	35.37	43.16
	YoY	9.37%	-16.46%	22.04%
	毛利率	10.64%	6.51%	11.14%
柴油动力	营业收入 (亿元)	45.85	53.61	127.87
	YoY	-7.23%	16.93%	138.52%
	毛利率	16.66%	12.86%	13.73%
传动设备	营业收入 (亿元)	23.66	33.20	29.20
	YoY	-3.37%	40.34%	-12.06%

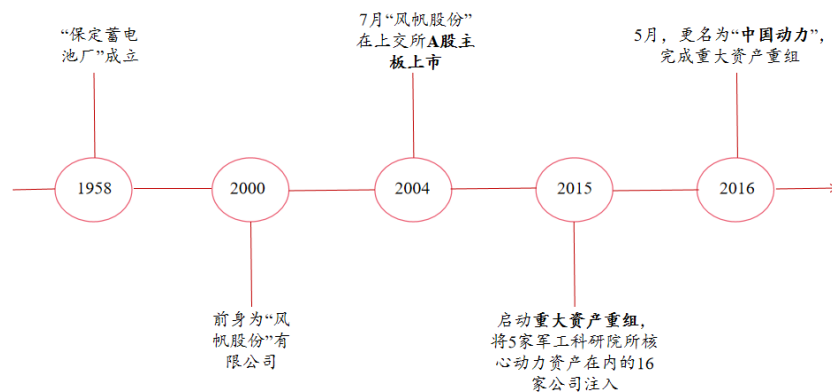
	毛利率	13.72%	12.62%	12.87%
贵金属加工	营业收入(亿元)	31.21	26.83	32.13
	YoY	-	-14.01%	19.72%
	毛利率	5.61%	5.49%	-1.64%
核动力(设备)	营业收入(亿元)	1.98	2.34	5.37
	YoY	-	18.32%	129.91%
	毛利率	22.98%	22.35%	10.52%
燃气蒸汽动力	营业收入(亿元)	9.27	7.36	12.73
	YoY	-	-20.64%	72.95%
	毛利率	7.39%	6.50%	11.43%
热气机动力	营业收入(亿元)	2.56	2.01	3.40
	YoY	-	-21.34%	68.99%
	毛利率	29.94%	36.27%	27.67%
综合电力	营业收入(亿元)	2.99	4.79	6.41
	YoY	-	60.27%	33.79%
	毛利率	22.45%	14.00%	17.79%
其他	营业收入(亿元)	10.78	20.51	23.99
	YoY	-	90.19%	16.97%
	毛利率	8.96%	10.30%	17.54%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所；备注：2020、2021 年相关数据已剔除并表范围变化的影响

1.2 2004 年 A 股上市，多家重点子公司贡献业绩发展

中国动力前身为风帆股份有限公司，前身保定蓄电池厂始建于 1958 年，是“一五”期间国家 156 个重点建设项目之一。2000 年 6 月设立风帆股份有限公司，2004 年 7 月“风帆股份” A 股在上海证交所上市。2015 年，风帆股份启动重大资产重组，将中船重工、中国重工等持有的包括 5 家军工科研院所核心动力资产在内的 16 家公司注入风帆股份，打造中船重工统一的动力业务平台。2016 年 4 月 1 日，国家工商行政管理总局核准“风帆股份有限公司”名称变更为“中国船舶重工集团动力股份有限公司”（简称“中国动力”）。2016 年 4 月 29 日，公司完成了工商变更登记手续，公司名称正式变更为“中国船舶重工集团动力股份有限公司”，总资产 620 亿元，员工 2.2 万人。

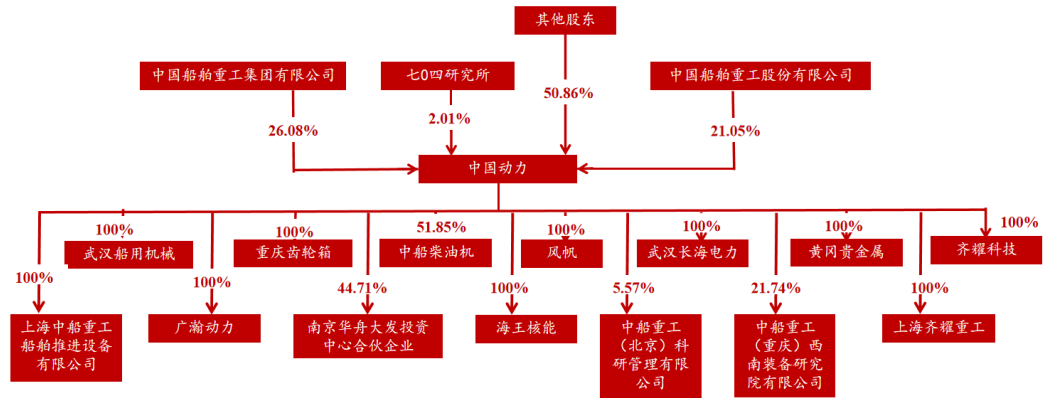
图2：公司 2004 年 A 股上市，2016 年更名为中国动力，未来有望注入更多优质军工资产



资料来源：公司官网、公司公告，浙商证券研究所

公司实际控制人为中国船舶集团，下属多家重点子公司，包括武汉船用机械、重庆齿轮箱、中船柴油机等多个全资子公司，以及南京华舟大广投资中心合伙企业、中船重工（北京）科研管理有限公司、中船重工（重庆）西南装备研究院有限公司等联营公司，共同促进公司业务长期稳健发展。

图3：公司实控人为中国船舶重工集团，拥有二级子公司 15 家



资料来源：公司 2022 年年报，浙商证券研究所

表2：公司重点子公司财务数据一览（单位：万元）

企业名称	主营业务收入			归属于母公司所有者的净利润		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022
上海齐耀重工有限公司	153,669.32	174,214.81	165,644.91	15,736.58	12,417.77	14,939.48
武汉船用机械有限责任公司		453,206.59	473,977.34		8,489.05	9,479.17
风帆有限责任公司	938,575.84	914,025.47	915,005.68	26,873.18	28,778.82	29,877.26

资料来源：Wind，浙商证券研究所

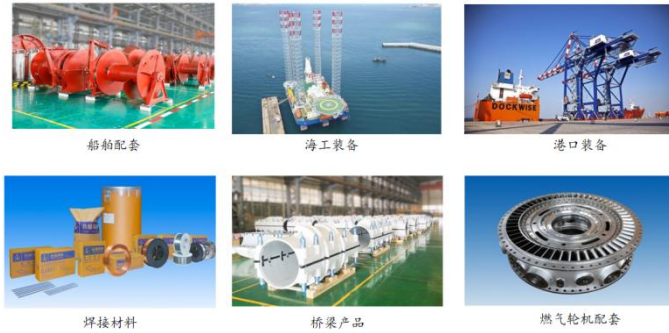
部分重点子公司简介：

武汉船用机械厂产品涉及防务装备、交通物流、能源装备和焊接材料等多个领域，其中舰船装备居国内行业领先地位，既是我国防务装备建设的重要力量，也是国内民船配套领域的旗舰企业。为国家认定的重点保军企业，为国防建设提供了数千套优质装备，产品涉及海军水面水下所有专项工程，并承担了多项新型重点装备研制任务，为防务装备现代化作出了突出贡献。为国内民船配套的龙头企业，长期从事船用特辅机的研制生产，拥有门类齐全的专业化配套能力，并提供完整的系统集成解决方案，生产经营规模稳居国内同行之首，用户遍及国内国外主要船厂船东。

重庆齿轮箱有限责任公司以硬齿面齿轮传动装置为核心业务，产品广泛应用于船舶、海工、水泥建材、金属冶炼、传统能源、分布式清洁能源、轨道交通、工程机械、油气开采、固体废物处理等行业，是船舶系统内唯一生产舰船齿轮箱、联轴节、减振

器的重点企业，是国内最大的硬齿面齿轮研发制造基地之一，也是舰船后传动装置的研制基地。

图4：武汉船用机械以防务装备、交通物流、能源装备和焊接材料为主



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图5：重庆齿轮箱以硬齿面齿轮传动装置为核心业务



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

公司 2022 年业绩同比下降 49%，逐步加大研发投入：公司 2022 年利润下降，一是由于为提高市场占有率增加销售费用、人工成本大幅上涨及研发投入增加导致公司盈利空间受到挤压，二是因为收入规模扩大，相应应收款项增加，以及长账龄应收款项未收回，公司基于谨慎性原则测算预期信用损失率后计提坏账损失。

公司费用管控良好，逐步增大研发投入。2022 年期间费用率为 11.1%，其中销售费用率 1.8%，管理费用率 5.2%，研发费用率 4.4%，公司 2020 年以来，持续开展创新能力建设，研发费率有较大幅度增长，财务费用为-0.98 亿元，系受汇率变动影响。

表3：公司财务数据一览，2023Q1 年公司营收同比增长 53.91%，营收增长良好（单位：亿元、%）

	2020	2021	2022	2023Q1
营业总收入	270.14	282.09	382.98	91.62
YoY	-9.02%	4.42%	35.77%	53.91%
销售费用	5.17	4.52	6.76	1.51
销售费用率	1.91%	1.60%	1.77%	1.65%
管理费用	12.69	13.89	19.9	5.02
管理费用率	4.70%	4.92%	5.20%	5.48%
研发费用	8.15	9.74	16.70	2.82
研发费用率	3.02%	3.45%	4.36%	3.08%
财务费用	0.43	0.21	-0.98	-0.13
财务费用率	0.16%	0.07%	-0.26%	-0.14%
营业总成本	236.03	248.55	333.8	81.88
归母净利润	5.43	6.13	3.33	0.34
YoY	-45.21%	12.89%	-45.68%	-49.25%
归母净利率	2.01%	2.17%	0.87%	0.37%
应收账款	116.56	93.00	117.69	129.46
存货	101.11	114.7	154.01	166.42

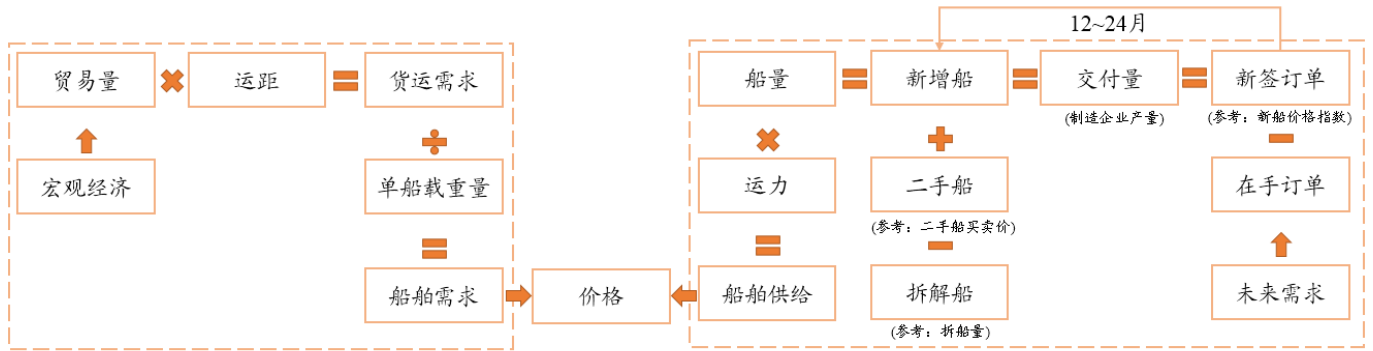
资料来源：Wind，浙商证券研究所

2 船用动力系统：随行业大周期景气上行

2.1 船舶行业：量价齐升，进入中期景气上升期

船舶行业的需求主要受宏观经济影响，供给为现有船队及每年船舶新增与拆解数量之差。船舶需求由海运贸易需求决定，其影响因素包含宏观经济和运距，而运距受世界贸易格局影响，相对比较稳定。由于船舶寿命较长，通常为 18-22 年，且新接订单交付时间约为 1-2 年，因此船舶供需容易错配，难以形成均衡，影响因素包括宏观政策、GDP 增速、贸易、汇率、利率、通胀、大宗商品、产业链供应链等等，共同引发了造船行业的供需周期。

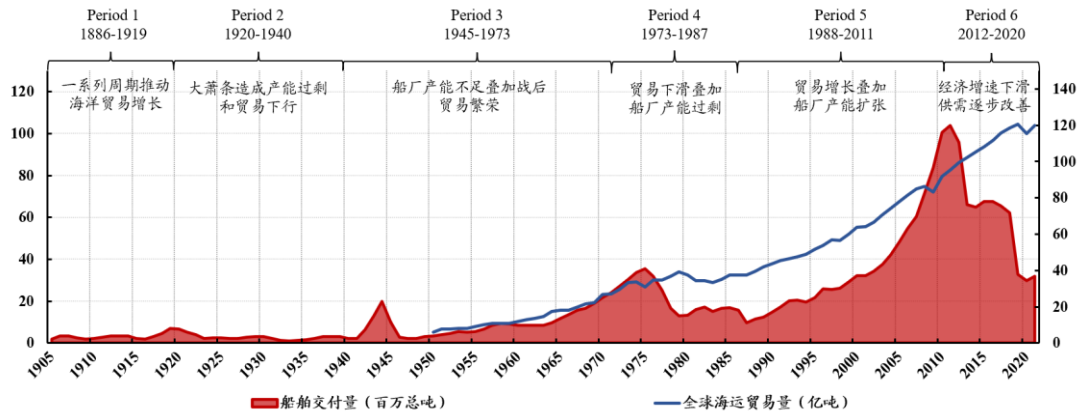
图6：造船行业供需模型，供需的错配导致了船舶价格的波动和船运行业周期



资料来源：Wind，浙商证券研究所

造船行业的景气度受全球航运市场繁荣度影响，也受船队运力规模的影响，周期性较强。典型的船舶周期可以分为复苏、繁荣、衰退、萧条 4 个阶段。根据周期的长短分类，船舶周期可分为长周期、中周期和短周期 3 个主要的类型。长周期和经济发展长周期基本吻合，一般为 20~30 年左右；中周期则不固定，一般为 7~15 年；而短周期一般则只有 3~4 年。全球海运周期受宏观经济、战争、贸易等多重影响，自 1886 年到 2020 年可分为 6 个大周期（每个周期约 20 余年），其中包含多个小周期。

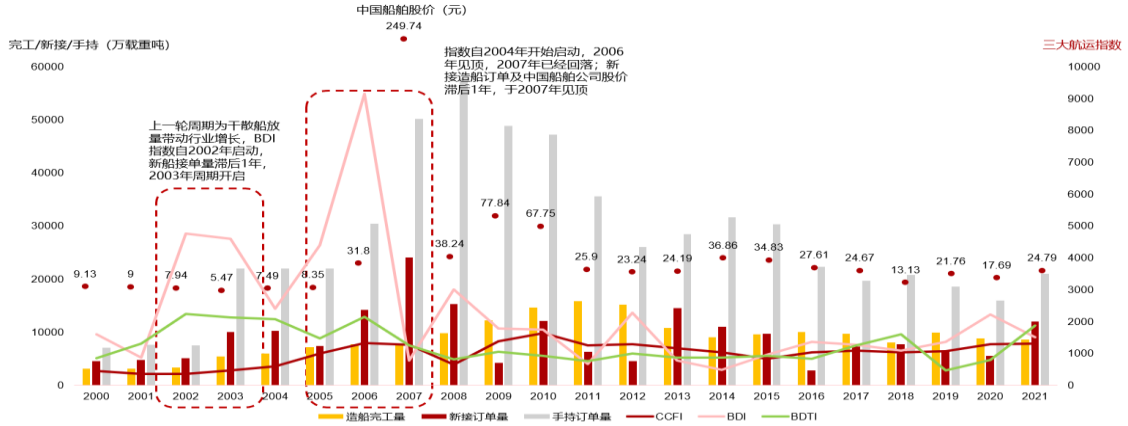
图7：全球海运周期，1886-2020 年 6 大周期（每个周期约 20 余年）中包含多个独立小周期



资料来源：Maritime Economics，clarksons，浙商证券研究所

航运周期已底部反弹，疫情加速造船行业复苏，后续有望景气向上。船舶行业的景气度受国际贸易量、全球海运市场繁荣度影响，同时也受船舶到寿换新等的影响，呈现出较强周期性。这一轮的船舶周期还受到疫情、环保要求的影响。

图8：以中国船舶股价为例，其股价与新接订单量及新船造价指数等密切相关



资料来源：Wind，浙商证券研究所

2.2 产业链：上游材料设备供应，中游船舶制造，下游航运

船舶制造行业为关乎国民经济发展与国防安全的重要产业，是我国制造业中不可或缺的重要组成部分。船舶制造行业为海洋开发、航运交通、能源运输、国防建设等提供必要的技术装备，在我经济发展中发挥着重要作用。造船行业上游为原材料、配套设备、船舶设计等；中游为船舶总装制造；下游以航运公司和租赁公司为主。船舶行业周期性较强，需求受宏观经济、大宗商品价格波动等影响。

图9：产业链由上游原材料及设备供应，中游船舶制造，下游航运共同构成



资料来源：亚星锚链公司公告，浙商证券研究所

原材料成本中，钢材价格占据较大份额。2021年行业新增订单签订，钢材价格处于较高位置；后期在船舶建造中，钢材采购价格低于合同签订价，有利缓解船厂成本端压力，利好毛利率提升。

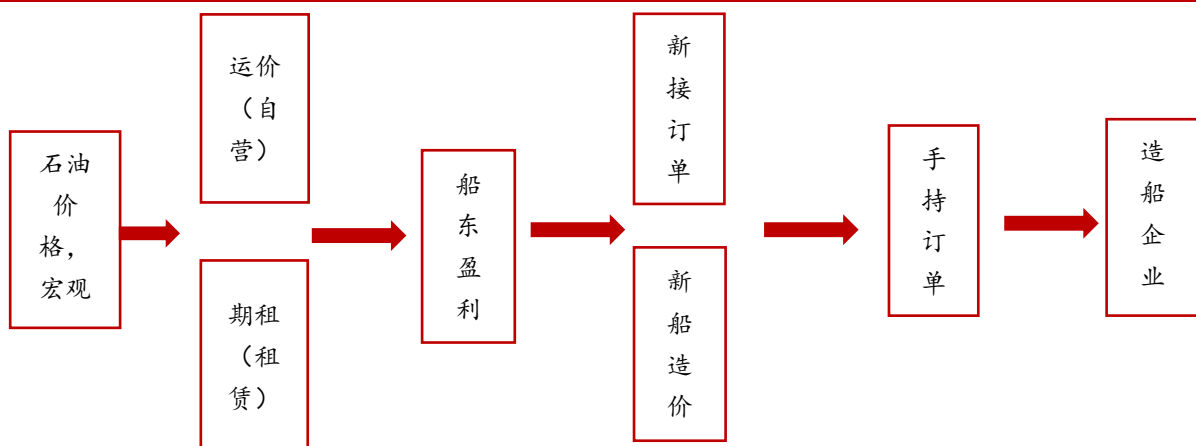
图10：20mm 螺纹钢价格走势，2021年整体钢价较高



资料来源：Wind，浙商证券研究所

产业链发展逻辑：石油价格、宏观经济等因素影响全球贸易需求，贸易/海运量的增减影响船东收入及利润，主要观测指标为运价（集装箱运价、干散货运价、原油运价等）以及期租价格（主营租赁生意的船东的利润来源）；当运价及期租价格上涨时，船东在原成本基本不变的前提下实现盈利，从而存在资本开支需求（新增、置换）；新订单下达过多后产能不足，船东为抢占船位支付溢价，造船价格随之上涨，船厂手持订单有望“量价齐升”，最终兑现为业绩的释放（一艘船需要2-2.5年建造周期）。

图11：造船产业链发展



资料来源：浙商证券研究所

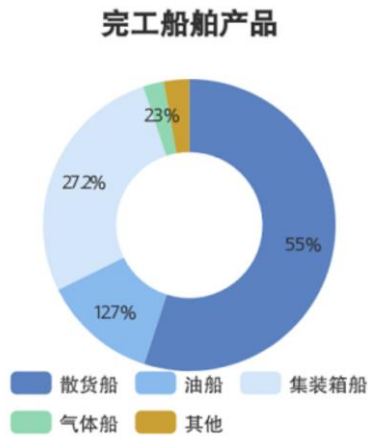
2.3 行业供需：需求持续上行，供给端大幅出清

需求端，造船行情持续向上：根据中国船舶工业行业协会数据显示，2023年1-5月，全国造船完工1647万载重吨，同比增长15.4%。承接新船订单2645万载重吨，同比增长

49.5%。5月底，手持船舶订单11799万载重吨，同比增长15.5%。2023年1-5月，完工船舶产品中，散货船占比最高为55%，集装箱船占比持续提升，达到27.2%，油船占比12.7%；2023年1-5月，新接订单中，散货船以42.1%的份额位列第一，其次为油船，份额达到29.3%，占比有所提高。

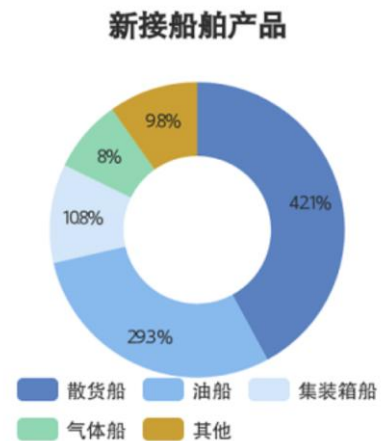
市场份额保持领先：2023年1-5月，我国造船完工量、新接订单量、手持订单量分别占世界市场份额的48.1%、67.3%和51.6%，国际市场份额保持领先，仍然把握着全球航运市场的主要脉络。

图12：1-5月中国完工船舶产品中散货船占比最高（55%）



资料来源：中国船舶工业协会、浙商证券研究所

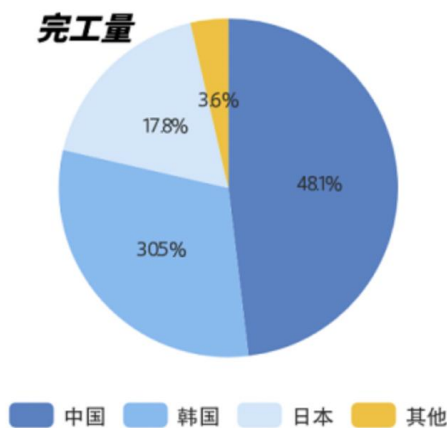
图13：1-5月中国新接船舶产品中油船占比有所提高



资料来源：中国船舶工业协会、浙商证券研究所

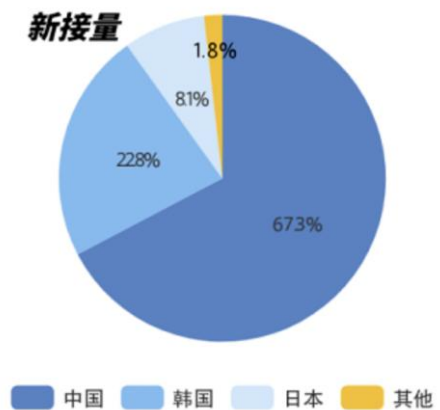
2023年1-5月，我国造船完工量、新接订单量、手持订单量分别占世界市场份额的48.1%、67.3%和51.6%，国际市场份额保持领先，仍然把握着全球航运市场的主要脉络。

图14：1-5月中国造船完工量占全球48%市场份额



资料来源：中国船舶工业协会、浙商证券研究所

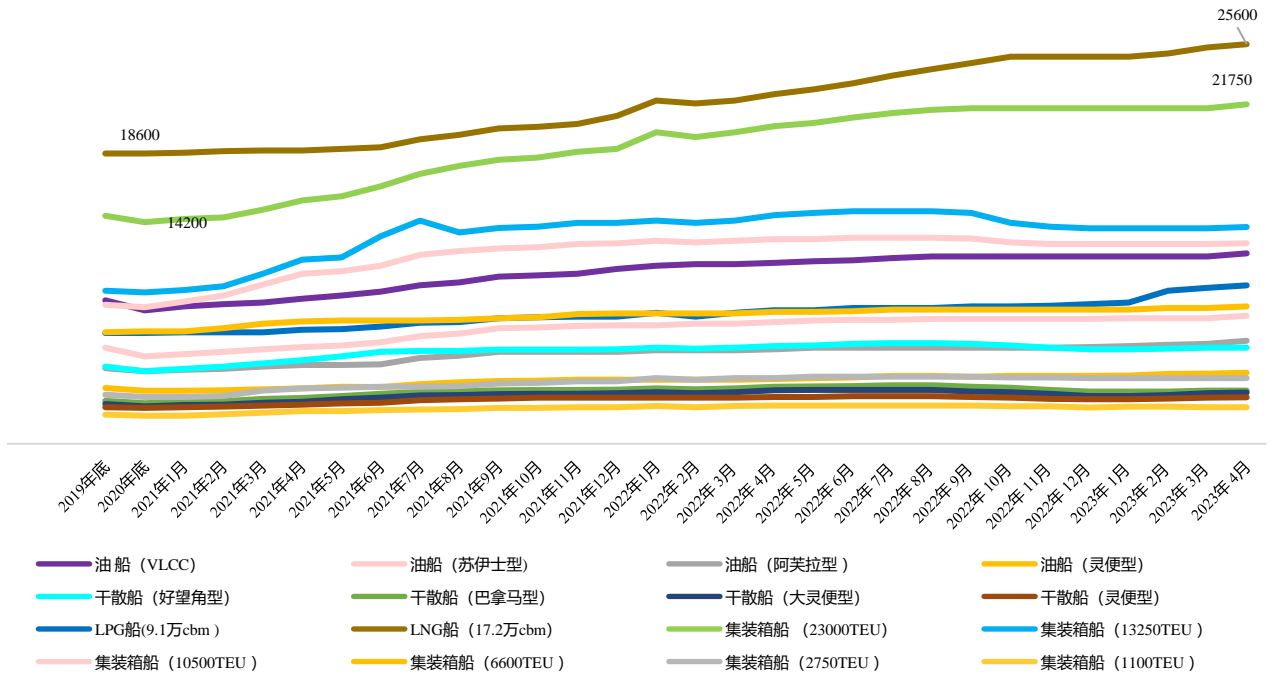
图15：1-5月中国新接订单量占全球67%市场份额



资料来源：中国船舶工业协会、浙商证券研究所

船价持续走高，行业“供不应求”景气上升，大型箱船、LNG船涨价幅度较大：由下图可知，跟2020年底相比，23000TEU集装箱船单船价格已从1.42亿美金涨价至2.175亿美金，涨幅累计53%；17.2万cbm大型LNG船价格自2020年底累计涨幅38%；VLCC型油轮累计涨幅43%，好望角型干散货船累计涨幅32%，船价持续维持高位稳定，未来向大型化、现代化、双燃料方向发展。

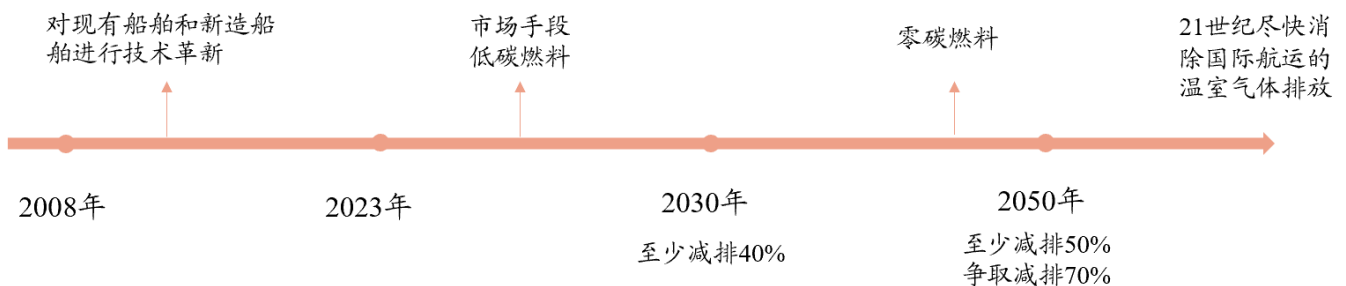
图16: 船价持续走高, LNG、大型集装箱船领涨



资料来源: 中国船舶数字报, 浙商证券研究所

环保属性: 船舶航运业带来的环境污染问题亟需解决。国际海事组织 (IMO) 致力于推动航运业的温室气体减排工作, 2018 年通过了《减少船舶温室气体排放的初步战略》, 确定了温室气体减排的量化目标及措施, 通过对现有船舶和新造船舶进行技术革新以及推广低碳燃料, 逐步实现减排, 计划至 2050 年至少减排 50%, 最终目标为 21 世纪尽快消除国际航运的温室气体排放。阶段性减排目标为 2030 年全球海运每单位运输活动的平均二氧化碳排放与 2008 年相比至少降低 40%, 并努力争取到 2050 年降低 70%。在减碳发展的大背景下, 减速航行带来运力损失同步拉动造船市场新需求。

图17: IMO 推动船舶行业减排举措及目标, 至 2030 年减排 40%, 2050 年争取减排 70%

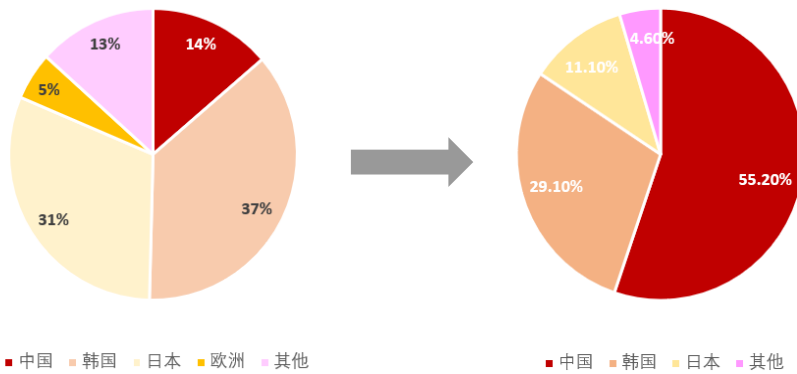


资料来源: 《绿色船舶低碳发展趋势与应对策略》, 浙商证券研究所

供给：产能大幅出清，中国市场份额显著提升，行业龙头引领发展。上一轮周期中，中国三大指标所占全球份额较低，约15%左右，而新一轮周期下，2022年中国三大指标所占市场份额约50%左右（我国造船完工量、新接订单量、手持订单量以载重吨计分别占世界总量的47.3%、55.2%和49.0%），原西欧、日本等产能大幅出清，供给端优化明显；后期我国有望在本轮航运周期中优先承接更多全球新增订单。

中国造船业三大指标增幅明显，国际市场份额遥遥领先。2022年中国新接订单量4552万载重吨，全球市场份额55.2%。完工交付量共3786万载重吨，全球市场份额47.3%，位居世界第一。2022年我国手持订单量10557万载重吨，同比增长10.2%，全球市场份额小幅提升至49.0%，稳居世界第一，中国成为世界第一造船大国。

图18：我国2022年占全球市场份额55%，全球供给端产能大幅出清，结构优化明显

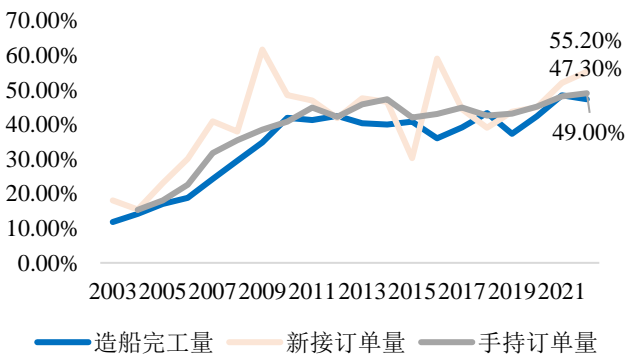


资料来源：中国船舶工业协会，浙商证券研究所

近年来中国造船行业不断头部企业转移集中，中国船舶企业国际排名上升。2022年，我国船舶制造龙头企业竞争能力进一步提升，各有6家企业进入世界造船完工量、世界新接订单量和手持订单量前10名。中国船舶的产能供给不断向头部国企转移集中，发展规模庞大，具有强劲的国际竞争力。

中国造船行业产业集中度高。2022年，中国造船完工量和新接订单量前10家企业名单高度重合，造船完工量前10家企业占全国总量的64.9%、新接船舶订单前10家企业占全国总量的63.6%，订单向头部企业集中趋势明显，未来龙头公司有望持续受益。

图19：我国造船三大指标市场份额逐年提升



资料来源：中国船舶行业工业协会，浙商证券研究所

图20：2022年中国造船完工量、新接订单量产业集中度高



资料来源：中国船舶行业工业协会，浙商证券研究所

动力系统是船舶的心脏，后续有望随船舶大型化、智能化、低碳环保等需求不断发展，单动力系统技术水平及单体价值量有望逐步提升。中国动力作为中国船舶集团下属唯一船用动力上市平台，是我国及全球的船用动力系统重点制造供应商，后续有望受益于行业大周期同步景气上行。

2.4 船用动力系统发展趋势：高技术、高附加值、低碳环保

高技术：提高动力系统的技术可靠性，增加经济成本效益。在未来发展过程中，动力系统将在实现节能环保的基础上，在噪声控制、震动控制等方面实现较大程度的进步，不断提高输出功率，提升动力系统的运行舒适性。增强动力系统的工作能力。

高附加值：注重动力装置高附加值、多功能发展，满足不同舰艇的各种需要。随着海洋开发的深入化，具有特种要求的舰艇被逐渐开发研制，一些国家开始使用动力装置加可调螺旋桨装置系统，通过调节螺旋桨转速，使舰艇实现控制动力输出、动态调整航行速度，满足海洋作业的需要。

低碳环保：充分发挥行业引领作用。积极探索前瞻性环保产品。在我国提出“碳达峰，碳中和”目标以及国际航运、造船业碳减排行动加速推进的大背景下，环保低碳船型和清洁替代燃料的应用成为行业发展的大趋势，开发新型船舶动力系统的需求也愈加突出。

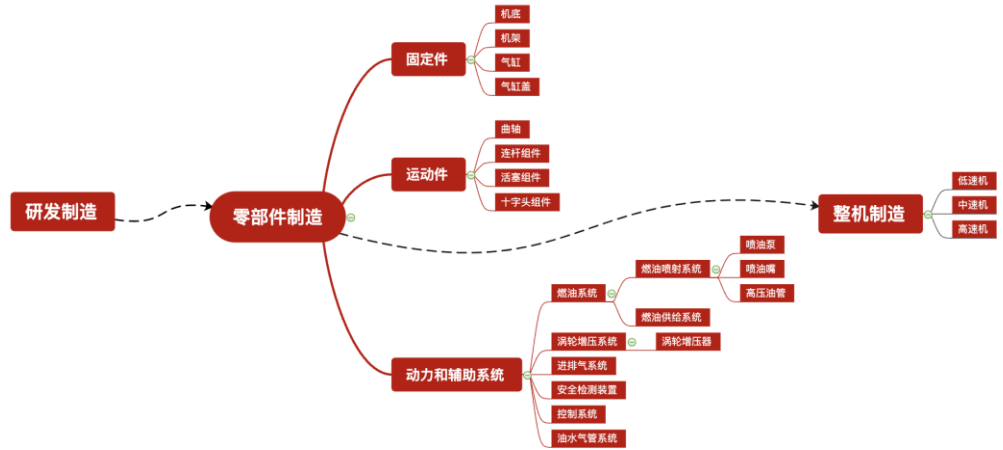
3 多细分领域持续提升市场份额，公司研发为本创新为基

3.1 七大动力板块涵盖主流动力系统类型，满足多场景需求

动力系统是船舶的心脏，船舶建造质量关系着船舶建造行业的发展。船舶在航行过程中需要推动力，这种动力由船舶动力推进系统提供，船舶动力系统不仅直接影响船舶的速度、操纵性、燃油效率等性能指标，而且对船舶的安全性、环保性等皆有重要影响。船舶动力系统产业链主要由研发、零部件制造和整机制造三大板块组成。在相关配套设备当中，船用发动机的价值是最高的，占据船舶总价的12%左右。

船舶动力系统由船舶主机、传动系统和推进器三大部分组成。根据《舰艇动力系统的特点与应用 海洋之心》，按照原动机类型，船舶动力系统可以分为蒸汽动力、柴油机动力、燃气轮机动力、核动力、联合动力等几种不同的类型。而船舶主机中最常见的类型是蒸汽轮机、柴油机和燃气轮机3中常规动力装置。

图21：船舶动力系统是全船的“心脏”



资料来源：上海中创产业创新研究院，浙商证券研究所

(一) 柴油机动力

柴油机是船舶工业应用最广泛的动力系统。其工作原理是利用燃料在汽缸中快速燃烧推动活塞做功产生动力。船用柴油机按照转速可分为高速机（1000 转/分以上）、中速机（300-1000 转/分）和低速机（300 转/分以下）3 种性能不同的类型。中速柴油机为海军多种舰船、远洋船舶提供主辅机以及为陆用电站提供大功率柴油发电机组。高速机主要用于旅游船、渔船、高速船、挖泥船等小型船舶，还有地面车辆使用的高速机。在船舶动力系统中，柴油机动力系统具有非常突出的应用优势，包括功率水平高、安全系数高，一般情况下，船舶动力系统以柴油机动力系统为首选方案。

公司持续提升柴油机业务规模，巩固细分领域市场领先地位。在低速柴油机上，2022 年公司发布的世界首制 7S35ME GI 主机、CMD-WinGD 7X62DF-2.1iCER 主机等双燃料主机，提升了公司双燃料主机行业地位。在中高速柴油机上，公司船用中速柴油机在工程船和主流船型辅机市场持续向好，连续中标三航局、广船国际、大连中远等多个项目，实现持续批量接单；主机陆续签订鼎衡、枫叶船厂等多个项目，市场份额持续稳固。

表4：2022 年公司生产中速柴油机数量最多，达到 734 台

2022 年柴油机生产情况	数量（台）	同比增长（%）	功率（KW）	同比增长（%）
低速柴油机	364	29.07	5971008	46.19
中速柴油机	734	52.54	1412471	57.74
高速柴油机	183	5	185817	2

资料来源：公司 2022 年年报，浙商证券研究所

(二) 蒸汽动力

蒸汽轮机是最早应用于船舶主机的动力类型。其工作原理就是依靠锅炉产生的高温高压水蒸汽，推动叶轮转动来提供动力。蒸汽动力主要可分为船用蒸汽动力和工业用蒸汽动力。舰船用蒸汽轮机主要作为常规动力/核动力水面舰船及核动力水下舰艇的动力装置。核动力舰船/舰艇的推进方式是将压水堆产生的核能转变成高温高压蒸汽驱动蒸汽轮机，再通过减速齿轮箱 带动螺旋桨进行推进。

图22：中国动力是我国大型船用蒸汽轮机装置总承单位



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图23：中国 051B 型驱逐舰应用了较为落后的蒸汽动力装置



资料来源：百度图片，浙商证券研究所

我国大型船用蒸汽轮机装置总承单位，市场份额稳居市场前列。一直以来，蒸汽轮机的技术及市场主要被 SIEMENS、MAN 等垄断。公司力争打破市场垄断局面，提升产品质量。公司在 2022 年签订了黑龙江省内首套具备高技术的 LUMMUS 工艺丙烷脱氢装置废热锅炉订单，提升了公司在余热锅炉市场的形象；同时，公司背压汽轮机产品首次进入垃圾焚烧及发电市场，拓宽了应用场景。

表5：公司产品已在市场上形成良好口碑

2022 年蒸汽轮机生产情况	数量 (台)	同比增长 (%)	合同金额 (亿元)	同比增长 (%)
新签热锅炉合同	8	85	1.8	75
交付余热锅炉	6	-	1.2	30
交付背压汽轮机	5	25	1	1.6

资料来源：公司 2022 年年报，浙商证券研究所

(三) 燃气动力

燃气轮机结构上主要由压气机、燃烧室、汽轮机三部分组成。工作时，压气机将吸入的空气压缩升温，然后一部分空气送入燃烧室，与喷油嘴喷出的燃油混合燃烧，形成温度在 2000 摄氏度左右的高温高压燃气，再与另一部分压缩空气混合冷却至 600-700 摄氏度后，进入汽轮机组推动叶片产生动力。燃气轮机作为一种新兴的动力系统，与其他动力类型相比，拥有单机功率大、重量尺寸小、机动性高和静音效果良好等优点，正是军用舰艇动力系统一直追求的目标，因此，目前军用舰艇是燃气轮机最主要的“用户”。

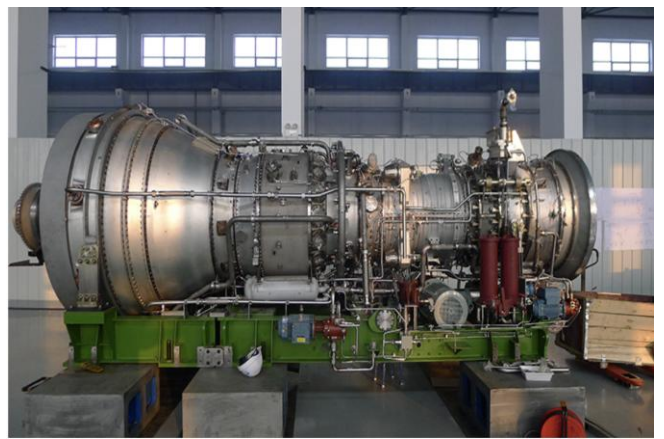
中国动力是我国大中型船用燃气动力装置主要供货单位，多种型号燃气轮机产品集成和技术服务商。中国动力生产制造国内自主知识产权的 30MW 级燃气轮机，在国内中小型燃气轮机市场处于领先地位，已在天然气长输管道、海上平台、移动/应急电源系统、分布式能源、驳船发电装置等领域广泛运用。2022 年，公司基于首台进口 25MW 燃气轮机大修项目，与海外补充签订 3 台燃气轮机修理合同；签订 36 套燃气轮机涡轮叶片供货合同，实现了燃气轮机热端部件批量出口；公司承担的首台海外进口燃机大修完成交付，打开了海外维修和大修市场。

图24：30MW级燃驱压缩机组



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图25：25MW级工业型燃气轮机

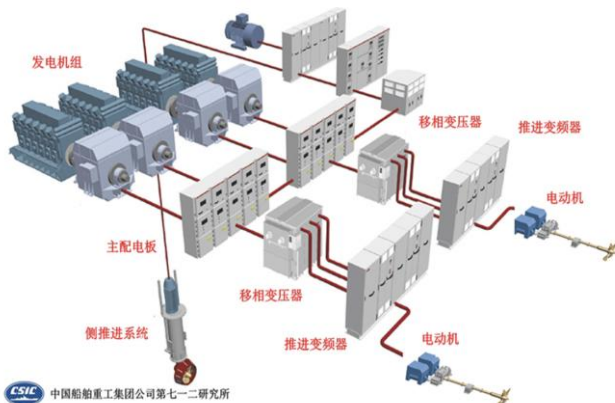


资料来源：公司官网，浙商证券研究所

(四) 综合电力

船舶电力推进设备供应单位，主要性能指标达国际先进水平。船用综合电力推进系统是全电化船舶的标志。它主要通过电力网络为推进系统、通信、导航与探测系统和日用设备等提供电能，实现全舰能源统一供应、分配、使用和管理。公司是国内实力雄厚、产品线完整的船舶电力推进系统供应商，掌握电力推进系统关系核心技术，并具备电力推进系统及核心装备的完全自主知识产权。加强高端智能船型市场的开拓，不断提升混合动力和电力推进产品的业务占比，充分利用在武汉、珠江、上海、洱海等区域的资源优势，拓展新项目。2022年，公司完成了珠海港2600HP拖轮、广州130客位纯电动游船、3500吨俄罗斯浮吊船等等船舶综合电力系统的交付，进一步巩固了公司在民用综合电力领域的龙头地位。

图26：船舶电力推进系统结构图



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图27：船用推进移相变压器



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

(五) 化学动力

化学动力主要包含汽车低电压行业、废旧电池回收行业和储能行业。公司为舰艇用电池、动力能源及深海装备特种电源主供货单位，营销网络拓展延伸。（1）铅蓄电池方面，公司产品广泛应用于汽车电力、通讯、铁路、船舶、物流等领域，在车用启动及高性能起停电池市场处于国际领先地位，是国内少数同时为奔驰、宝马等国际知名车厂提供配套电池的厂商之一；在大容量铅酸牵引电池领域，技术处于国内领先水平，是杭叉、合力等国内知名工业车辆企业的主要供应商。（2）锂离子电池及系统方

面，公司产品主要应用于节能和新能源汽车、工程车辆、无人装备、储能等领域。

(3) 燃料电池方面，公司积极布局燃料电池市场，已具备舰船用燃料电池动力系统、新能源汽车燃料电池发动机、氢气储运等三大产品开发与工程转化能力，并具备膜电极与双极板等燃料电池关键组件配套试制能力，拥有多项燃料电池的发明专利，在氢能燃料电池技术领域处于国内领先地位。

图28：燃料电池

图29：AGM起停电池



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

资料来源：公司官网，浙商证券研究所

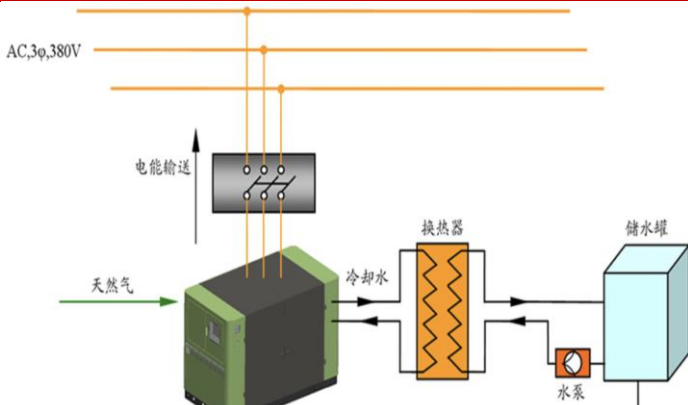
(六) 热气机动力

热气动力装置是将热能转化为机械能而产生原动力的成套热力设备。热动力装置一般由热交换器、第一热电模块、第二热电模块、蒸发器、汽轮机、冷凝器、液体泵、充满循环介质的管道、保温材料组成。热气机动力主要应用于特种船舶动力系统、分布式能源、以及工程机械配套产品供货和特种流体泵。

热气机动力市场尚未完全打开，公司技术已达先进水平。目前世界上具备热气机研发生产能力的公司不多，在大功率开发领域主要是瑞典的 Kockums 和美国的 StirlingBiopower；在小功率开发领域主要是德国的 SOLO、SunPower 和新西兰的 WhisperGen。中国动力是我国热气机动力的主要供应单位，具备完全自主知识产权的相关技术，研究成果荣获国家科技进步一等奖，也使我国成为全球少数几个拥有此项核心技术的国家之一。公司开发出的 50kW 燃气热气机发电机组、碟式太阳能发电机组等产品已应用于分布式供能等发电领域。

图30：50KW 燃气热气机发电机组结构图

图31：50KW 燃气热气机发电机组



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

资料来源：公司官网，浙商证券研究所

船用发动机规模有望持续增长，亚太地区占据主要市场部分。根据船用推进发动机市场报告，2021年船用推进发动机市场价值351.3亿美元，预计2027年将达到409.1亿美元，同时在预测期间（2022-2027年）的复合年增长率为2.63%。随着疫情影响的减弱，船用发动机发展限制开始放宽，预计市场将在预测期内获得动力。中国、印度、日本和韩国等主要国家已经成为制造业强国，大部分船用柴油发动机是由中国本土品牌在当地生产，因此亚太地区占船用推进发动机市场的主要部分，预计在整个预测期内将保持其主导地位。

图32：亚太船舶推进发动机市场的主要份额是印度、中国和日本企业

Marine Propulsion Engine Market - Growth Rate by Region (2022 - 2027)



资料来源：Mordor Intelligence，浙商证券研究所

3.2 低速机市场韩、中、日三足鼎立，头部品牌竞争激烈

全球竞争格局：

韩国、中国、日本三足鼎立，占据98%低速机市场份额。低速机主要用于各种散货轮、油轮、集装箱船、化学品船等民用大船。目前全球低速机被三大品牌(MAN、WinGD、J-Eng)垄断，其余厂商多为专利授权生产；全球低速柴油机制造企业主要分布于中国、韩国和日本三国，主要有中船发动机、中船动力集团、现代重工、斗山发动机、STX、三井造船、联合柴油机、日立造船、川崎重工等企业。民船用中速机市场基本由国外的MAN、大发和卡特彼勒等品牌垄断。

根据国际船舶网《低速机制造三足鼎立，两大品牌竞争激烈》，从2022年全球交付船舶的主机数据看，全球船用低速机生产制造主要集中在韩国、中国和日本三个国家，合计市场份额超过99%，韩国市场份额最大，其次分别是中国和日本。欧洲和美国也有部分主机生产企业，但市场份额很小，主要面向欧洲和美国本地市场。从生产的低速机品牌分布看，MAN ES和WinGD两大低速机品牌占据全球约98%的低速机市场且竞争激烈。

图33：低速机制造韩国、中国、日本三足鼎立



资料来源：国际船舶网，克拉克森数据库，中国船舶集团经济研究中心整理，浙商证券研究所

图34：低速机制造两大品牌竞争激烈

2022年随船交付低速机产地及品牌情况（按功率计）

制造国家/地区	MAN ES	WinGD	J-ENG	合计
韩国	78.4%	21.6%	0%	100%
中国	56.8%	42.0%	1.2%	100%
日本	87.5%	6.6%	5.9%	100%
欧洲	100.0%	0%	0%	100%

资料来源：国际船舶网，克拉克森数据库，中国船舶集团经济研究中心整理，浙商证券研究所

国内竞争格局：

产业链集中在沿海城市，国内品牌竞争激烈。国内船舶产业链整体分布较为集中，主要集聚在上海、大连、潍坊、武汉、重庆等沿海城市。目前，中国船用发动机主要为专利授权进行生产，低速机尚未实现重件研制配套上的自主可控。中速机国产品牌多用于内河船和沿海船，尚未打开国际市场。近几年，潍柴、淄柴、玉柴等公司纷纷将陆用产品拓展至船用，250-1,000KW的高速机品牌型号众多，竞争激烈。

中高速机研制取得重大进展，国产化道路仍在进行中。在研究逐步推进过程中，我国掌握了中速柴油机汽缸盖铸造技术，攻克了大型铸造多包浇铸技术难关，成功实现了机体、汽缸盖、曲轴、凸轮轴等关键零部件的国产化，建立了柴油机燃烧过程和共轨系统计算模型。目前，L32/44CR、DK36两型中速柴油机整机国产化率达到60%以上。

图35：DK36系列大功率中速柴油机



资料来源：国际船舶网，浙商证券研究所

图36：MAN 175D 高速机



资料来源：国际船舶网，浙商证券研究所

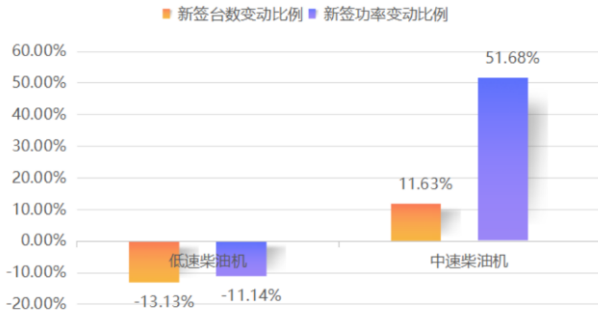
3.3 聚焦主业资产整合，加大研发投入持续创新

船舶动力系统实现资产业务整合，行业龙头地位进一步加固。2022年，公司开展了中国船舶集团柴油机整合工作，取得了中船动力集团的控制权，提升了公司低速、中速柴油机业务规模，减少了内部竞争，进一步巩固了公司在国内中大型船舶主机业务领域的龙头地位。

整体在手订单饱满，经营效益有望持续改善。2022年在我国新接造船订单同比下降的背景下，公司船海产业实现新签合同187.34亿元、同比增长19.98%，完成工业总

产值 133.66 亿元、同比增长 30.17%。前期爆发式的高价船舶订单逐步传导至动力装备领域，随着未来原材料等成本压力的趋缓，船海配套产业运行有望稳中向好。

图37：2022年新签中速柴油机订单同比增长



资料来源：公司 2022 年年报，浙商证券研究所

图38：2022年船用机电装备经营稳中有进



资料来源：公司 2022 年年报，浙商证券研究所

研发创新环节持续攻坚克难，把握产品高性能和高附加值。中国动力是国内唯一一家全面从事船用中高低速发动机研发制造服务的科技公司。依托中国船舶集团及对应的科研院所，中国动力拥有强大的科技创新能力和较为完备的科技创新体系，积累了大批前沿科技成果，是引领行业科技创新的骨干力量。公司加强科技人才的培养，专业技术人才总数达到 6069 人，重视自主知识产权，积极落实国家支持的科研项目。2023 年 5 月 31 日，世界首制 HHM-MAN 7S40ME-C9.5-HPSCR 船用发动机成功交付，获得船东、船厂和船级社的一致认可，并将用于建造多用途重吊船。公司低速机产品型谱再添新成果，进一步提升了公司在船用低速机领域的市场竞争力。

图39：中船动力集团双燃料发动机 CX40DF



资料来源：《船舶动力系统的绿色转型》，浙商证券研究所

图40：中船动力集团成功交付世界首制 HHM-MAN 7S40ME-C9.5-HPSCR 船用发动机



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

积极响应 IMO 减排政策，低碳船舶动力成为新的发展方向。为解决我国在船舶发动机技术和产品部件上受制于人的现状，我国船舶工业积极在低速机及重件的自主研发上开展大量工作，进行积极主动的探索，努力实现技术独立可控。随着 IMO 要求到 2030 年航运的碳排放总量与 2008 年相比至少减少 40%，到 2050 年碳排放总量进一步减少至 50%，低碳的船舶动力将会进一步凸显市场竞争优势。2022 年，公司产出、承接的双燃料主机占低速柴油机相关业务的比例均接近 15%。公司积极响应 IMO 减排要求，将 SCR 覆盖公司低速全系列发动机产品，并且完成 SCR 催化剂国产化替代的工作，降低了污染物的排放。智能化、低碳化、集成化将成为低速技术未来重要发展方向。

图41：中船动力与巴斯夫合作开发船舶碳捕集系统



资料来源：国际船舶网，浙商证券研究所

图42：IMO 将国际航运的碳强度目标设定为到 2030 年降低 40%



资料来源：百度图片，浙商证券研究所

4 盈利预测

我们综合行业发展及公司实际情况，做出如下关键假设：

化学动力业务：公司产品性能和可靠性获得一致认可，汽车铅酸电池经销商网络持续扩展，并向县域市场、薄弱市场延伸，同时获得宝马、奔驰等新车型 AGM 产品项目定点，助力公司获取新的产品支撑点。预计 2023-2025 年该业务营业收入分别为 96/99/102 亿元，同比增长 2%/2%/3%，毛利率为 14%/16%/15%。

柴油动力业务：2022 年公司通过业务整合，减少了内部竞争，扩大了低速、中速柴油机的业务规模，进一步巩固了公司在国内中大型船舶主机业务领域的龙头地位。由于目前行业下单的多款运输类船舶主力发动机多采用柴油类发动机，公司柴油动力业务有望随下游整船制造企业放量同步增长，预计 2023-2025 年该业务营业收入分别为 205/297/392 亿元，同比增长 60%/45%/32%，毛利率为 16%/15%/17%。

海工平台业务：公司面向国际国内市场，全面发展海工装备产业，确立了在海工装备领域的优势地位；海工平台发展作为船舶集团重点项目之一，公司海工装备业务有望随集团整体规划生产建设同步稳健增长，预计 2023-2025 年该业务营业收入分别为 51/57/65 亿元，同比增长 17%/13%/14%，毛利率为 9%/10%/9%。

贵金属加工业务：公司贵金属业务主要系给集团相关单位及下游合作公司提供贵金属材料制造及回收，其发展规模预计随集团整体业务发展稳健增长，预计 2023-2025 年该业务营业收入分别为 35/39/43 亿元，同比增长 8%/12%/10%，毛利率为 1%/1%/2%。

传动设备业务：公司作为舰船后传动装置的研制基地，立足机械传动领域，积极向机电液系统集成领域拓展。预计 2023-2025 年该业务营业收入分别为 29/30/31 亿元，毛利率为 12%/10%/13%。

其他业务：公司业务还涵盖了军品行业、船舶设备制造行业以及汽车行业，拥有我国最完整的船舶及配套产品研发能力。预计 2023-2025 年该业务营业收入分别为 65/70/77 亿元，同比增长 15%/8%/10%，毛利率为 17%/16%/18%。

综上，预计公司 2023-2025 年实现营业收入 480/592/710 亿元，同比增长 25%/23%/20 %。

表6: 公司产品已在市场上形成良好口碑

	2022A	2023E	2024E	2025E
化学动力业务 (亿元)				
营业收入	94.47	96.36	99.25	102.23
yoy	1.72%	2.00%	3.00%	3.00%
毛利率	14.08%	14.00%	16.00%	15.00%
柴油动力业务 (亿元)				
营业收入	127.87	204.59	296.66	391.59
yoy	138.52%	60.00%	45.00%	32.00%
毛利率	13.73%	16.00%	15.00%	17.00%
海工平台业务 (亿元)				
营业收入	43.16	50.50	57.06	65.05
yoy	22.02%	17.00%	13.00%	14.00%
毛利率	11.14%	9.00%	10.00%	9.00%
贵金属加工业务 (亿元)				
营业收入	32.13	34.70	38.86	42.75
yoy	19.75%	8.00%	12.00%	10.00%
毛利率	-1.64%	1.00%	1.00%	2.00%
传动设备				
营业收入	29.20	29.20	30.37	31.28
yoy	-12.05%	0.00%	4.00%	3.00%
毛利率	12.87%	12.00%	10.00%	13.00%
其他业务				
营业收入	56.14	64.56	69.73	76.70
yoy	39.65%	15.00%	8.00%	10.00%
毛利率	18.30%	17.00%	16.00%	18.00%
总计				
营业收入	382.97	479.91	591.93	709.60
yoy	10.47%	25.31%	23.34%	19.88%
毛利率	12.84%	13.67%	13.63%	15.01%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

5 投资建议

根据中国船舶工业行业协会数据显示, 2023年1-6月我国新接订单同比增长68%, 我国造船完工量、新接订单量和手持订单量以载重吨计分别占世界总量的49.6%、72.6%和53.2%, 均位居世界第一, 持续引领全球造船工业及行业发展, 造船行业火热持续进行; 公司作为中国船舶集团下属唯一上市船舶动力平台, 承接整船制造企业相关动力系统订单, 有效保障2023-2025年收入增长; 同时, 公司通过整合集团内部柴油机企业, 巩固国内船用低速机市场龙头地位, 同时加大研发和技术投入, 响应环保减排政策, 研制绿色低碳主机, 后期有望持续提升公司盈利水平, 实现利润增长, 打开公司长期发展空间。预计公司2023-2025年实现归母净利润7.45/11.51/27.47亿元, 同比增长124%、55%、139%, PE分别为64/41/17倍, PB为1.30/1.26/1.18。首次覆盖, 给予“增持”评级。

表7: 可比公司估值表

公司简称	股票代码	市值(亿元)	归母净利润(亿元)			PE			PB(MRQ)
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	
600150.SH	中国船舶	1406	27.32	66.05	92.91	51.45	21.28	15.13	3.08
601989.SH	中国重工	1019	17.35	52.88	82.58	58.75	19.27	12.34	1.22
600685.SH	中船防务	386	11.73	18.96	22.91	55.87	34.67	28.59	2.51
600764.SH	中国海防	191	8.12	10.24	12.87	23.49	18.63	14.81	2.45
601890.SH	亚星锚链	103	2.18	2.94	3.89	47.28	35.04	26.47	3.11
	平均		13.34	30.21	43.03	47.37	25.78	19.47	2.47
600482.SH	中国动力	474	7.45	11.51	27.47	63.54	41.13	17.23	1.33

注: 市值截至 2023 年 7 月 20 日, 资料来源: Wind 一致预期, 浙商证券研究所整理

6 风险提示

造船需求不及预期风险: 全球疫情反复叠加地缘政治冲突、经济下滑、气候异常等多重干扰, 对全球海运市场复苏情况影响较大, 新接造船订单可能不及预期, 从而影响公司造船需求不及预期的风险。

原材料价格波动风险: 公司铅酸蓄电池产品的主要原材料为金属铅, 球形银粉主要原材料为金属银, 柴油机等设备主要原材料钢材受宏观经济及供需情况变化影响; 另外受俄乌战争等因素影响, 以及部分国家对重点能源和矿产资源的出口限制, 上半年原材料价格延续了 2021 年的高位运行状态, 下半年价格相对回落, 原材料采购成本仍存在一定压力。

环保率风险: 公司子公司均为生产制造类企业, 在生产过程中会产生废气、废水及固体废弃物的排放, 存在一定的环保风险

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	60759	62705	74691	86001
现金	20726	14792	16196	17238
交易性金融资产	1250	417	555	741
应收账款	17514	21486	26035	30725
其它应收款	476	823	968	1086
预付账款	4233	4600	5958	7124
存货	15401	18661	23404	27533
其他	1159	1928	1574	1554
非流动资产	25109	23786	22871	21965
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	1046	1124	1107	1092
固定资产	12928	12927	12715	12335
无形资产	3916	3813	3700	3583
在建工程	4165	3332	2666	2133
其他	3053	2590	2684	2822
资产总计	85868	86492	97562	107965
流动负债	30740	31903	41528	48641
短期借款	2595	5906	9669	11546
应付款项	14341	17544	21944	25779
预收账款	0	0	0	0
其他	13804	8453	9914	11317
非流动负债	9473	8111	8315	8633
长期借款	2614	2614	2614	2614
其他	6858	5496	5701	6018
负债合计	40213	40014	49843	57274
少数股东权益	10105	10159	10249	10474
归属母公司股东权益	35550	36319	37470	40217
负债和股东权益	85868	86492	97562	107965

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	3100	(9089)	(1856)	(197)
净利润	370	799	1241	2972
折旧摊销	1273	965	1027	1061
财务费用	(98)	284	484	597
投资损失	(131)	(30)	(20)	(20)
营运资金变动	6423	(7765)	(473)	(1466)
其它	(4737)	(3343)	(4115)	(3340)
投资活动现金流	(3908)	905	(133)	(232)
资本支出	(4706)	0	(0)	(0)
长期投资	(424)	275	(42)	(64)
其他	1222	630	(91)	(169)
筹资活动现金流	2025	2250	3393	1471
短期借款	621	3311	3763	1877
长期借款	909	0	0	0
其他	494	(1062)	(370)	(406)
现金净增加额	1216	(5935)	1404	1042

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	38298	47991	59193	70960
营业成本	33380	41431	51126	60311
营业税金及附加	444	576	770	710
营业费用	676	720	829	852
管理费用	1990	2160	2368	2342
研发费用	1670	1680	1776	2129
财务费用	(98)	284	484	597
资产减值损失	448	480	592	710
公允价值变动损益	19	19	19	19
投资净收益	131	30	20	20
其他经营收益	487	177	128	107
营业利润	424	885	1416	3456
营业外收支	25	26	26	26
利润总额	450	912	1442	3482
所得税	80	113	200	510
净利润	370	799	1241	2972
少数股东损益	37	54	90	225
归属母公司净利润	333	745	1151	2747
EBITDA	1699	2164	2966	5163
EPS (最新摊薄)	0.15	0.34	0.53	1.26

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	35.77%	25.31%	23.34%	19.88%
营业利润	-27.38%	108.64%	59.89%	144.11%
归属母公司净利润	-55.95%	123.95%	54.50%	138.64%
获利能力				
毛利率	12.84%	13.67%	13.63%	15.01%
净利率	0.97%	1.66%	2.10%	4.19%
ROE	0.80%	1.62%	2.44%	5.58%
ROIC	0.77%	2.19%	3.15%	6.03%
偿债能力				
资产负债率	46.83%	46.26%	51.09%	53.05%
净负债比率	16.13%	22.73%	25.98%	26.19%
流动比率	1.98	1.97	1.80	1.77
速动比率	1.48	1.38	1.24	1.20
营运能力				
总资产周转率	0.52	0.56	0.64	0.69
应收账款周转率	3.64	3.62	3.59	3.55
应付账款周转率	3.61	3.49	3.52	3.43
每股指标(元)				
每股收益	0.15	0.34	0.53	1.26
每股经营现金	1.42	-4.16	-0.85	-0.09
每股净资产	16.45	16.63	17.15	18.41
估值比率				
P/E	142.30	63.54	41.13	17.23
P/B	1.32	1.30	1.26	1.18
EV/EBITDA	18.23	24.95	19.03	11.17

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。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。

本公司的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。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>