

# 中船科技 (600072.SH)

重组注入优质风电资产，产业融合促进持续增长

无评级

## 核心观点

公司 2022 年实现归母净利润 1.10 亿元，同比+37%；2023Q1 实现归母净利润 0.17 亿元，同比+272%。公司 2022 年实现营收 33.49 亿元，同比+39%；归母净利润 1.10 亿元，同比+37%；毛利率为 11.82%，同比-2.22pct。公司 2023Q1 实现营收 6.70 亿元，同比+42%，环比-40%；归母净利润 0.17 亿元，同比+272%，环比-65%；毛利率为 13.37%，同比+0.49pct，环比-0.77pct。

**22 年注入资产增长承压，23 年订单支撑性较强。**根据交易后的备考财务数据，2022 年公司实现营业收入 188.1 亿元，同比+0.2%；归母净利润 4.4 亿元，同比-38%，主要原因是中国海装海风机组毛利率下降、中船风电风电项目出售的投资收益减少及新疆海为工程建设业务收入下滑。截至 2022 年末，交易后公司已获核准或待建风电项目容量 2.29GW，剔除内部抵消后工程建设/风电设备在手订单 5.6/107.9 亿元，对未来公司业绩具备较强的支撑性。

**新能源装机有望快速增长，风力发电业绩增厚显著。**截至 2022 年末，交易后公司备考累计新能源装机容量为 0.81GW，其中：风电 0.72GW、光伏 0.09 GW。根据中船风电发展规划，保守预计“十四五”期间公司新增新能源装机容量 10GW。假设全年新能源装机均匀分布，我们预计 2023-2025 年公司新增新能源装机 1.0/1.7/2.8GW（加权平均至年初容量），其中：陆上风电新增装机 1.0/1.5/2.5GW，光伏新增装机 0.0/0.2/0.3GW，估计实现对业绩增厚 2.4/3.3/5.1 亿元。

**全球海上风电建设加速，风机销售毛利率有望修复。**随着俄乌战争、原材料价格大幅上涨、疫情等不利因素消除，根据全球风能理事会预测，2023 年起全球海上风电装机逐渐迎来复苏。我们预计 2022-2025 年全球海上风电新增装机将从 9GW 增长至 32GW，GAGR 为 53%。中国海装在海上风电技术的研发、海上风电运维管理等方面拥有丰富的技术储备，已成海上风电机组制造的龙头企业之一。随着海上风电开发水深的不断增加，未来公司在漂浮式海上风电和超大型风电机组上有望进一步打开公司盈利空间。

**风险提示：**公司重组交易失败；新增装机增速不及预期；原材料价格高企。

**投资建议：调整盈利预测，维持“无评级”。**考虑国内新能源项目强制配储政策趋严，风电项目投资成本有所承压，基于审慎性原则下调公司盈利预测。预计交易后公司 2023-2025 年归母净利润为 7.0/11.4/17.3 亿元（原预测 2023-2024 年为 12.0/17.3 亿元），同比+59%/+62%/+52%，EPS 分别为 0.40/0.64/0.98 元，对应当前动态 PE 为 59/36/24 倍，维持“无评级”。

## 盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,409	18,805	20,223	23,456	27,360
(+/-%)	28.5%	680.5%	7.5%	16.0%	16.6%
净利润(百万元)	80	440	700	1135	1727
(+/-%)	-44.2%	449.5%	59.0%	62.2%	52.2%
每股收益(元)	0.11	0.60	0.40	0.64	0.98
EBIT Margin	1.0%	3.9%	4.8%	6.7%	9.6%
净资产收益率 (ROE)	2.0%	4.1%	3.0%	4.7%	6.8%
市盈率 (PE)	214.2	39.0	58.8	36.3	23.8
EV/EBITDA	200.7	60.4	47.9	32.5	22.6
市净率 (PB)	4.00	1.52	1.74	1.67	1.58

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：2022 年及以后为交易后公司合并口径数据

## 公司研究 · 财报点评

### 电力设备 · 风电设备

证券分析师：陈抒扬

0755-81982965

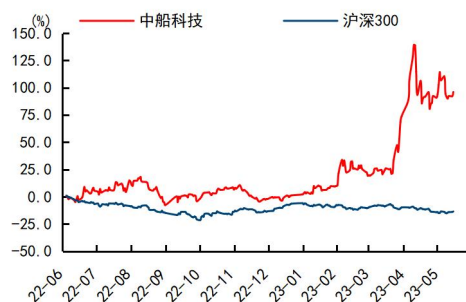
chenshuyang@guosen.com.cn

S0980523010001

### 基础数据

投资评级	无评级
合理估值	
收盘价	23.77 元
总市值/流通市值	17501/17501 百万元
52 周最高价/最低价	30.50/11.22 元
近 3 个月日均成交额	1607.84 百万元

### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

### 相关研究报告

《中船科技 (600072.SH) - 发行股份购买风电资产，构成重大资产重组》——2022-11-13

公司 2022 年实现营收 33.49 亿元，同比+39%，对应 Q4 实现营收 11.26 亿元，同比+131%，环比+39%；公司 2022 年实现归母净利润 1.10 亿元，同比+37%，对应 Q4 实现归母净利润 0.49 亿元，同比+1243%，环比+188%，同比实现扭亏为盈。

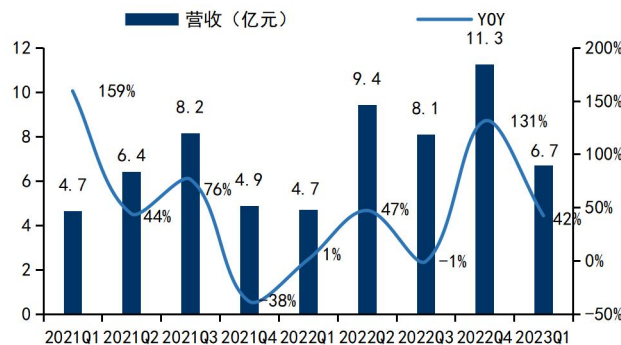
公司 2023Q1 实现营收 6.70 亿元，同比+42%，环比-40%；实现归母净利润 0.17 亿元，同比+272%，环比-65%。

图1：公司营业收入及增速（亿元、%）



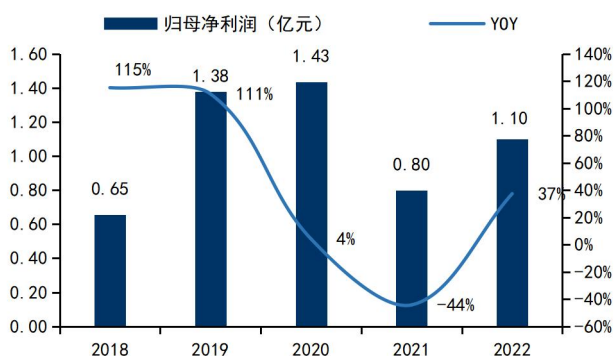
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图2：公司单季度营业收入及增速（亿元、%）



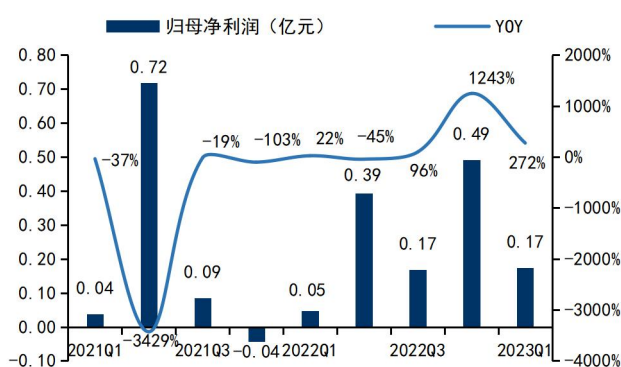
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润及增速（亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

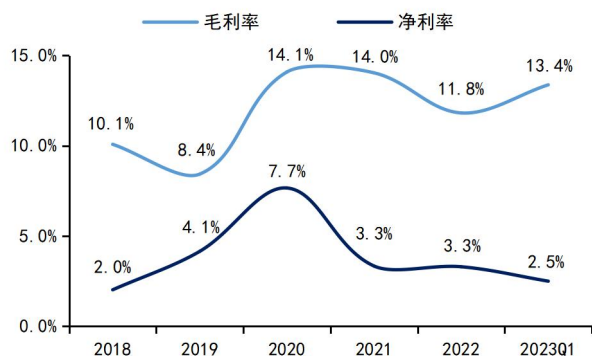
图4：公司单季度归母净利润及增速（亿元、%）



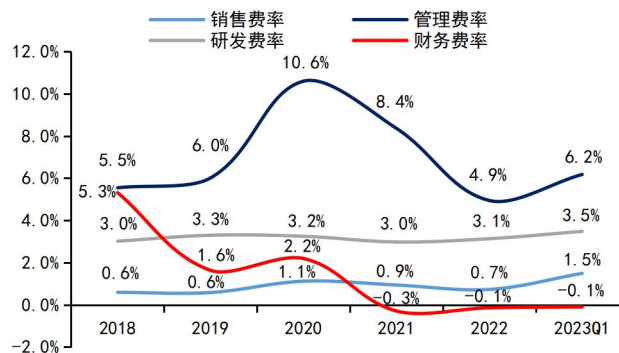
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

公司 2022 年毛利率为 11.82%，同比-2.22pct；对应 Q4 毛利率为 14.14%，同比+0.72pct，环比+4.06pct。公司 2023Q1 毛利率为 13.37%，同比+0.49pct，环比-0.77pct。

**公司期间费用率同比有所下降。**公司 2022 年期间费用率为 8.66%，同比-3.33pct；销售/管理/研发/财务费率分别为 0.73%（-0.21pct）、4.95%（-3.42pct）、3.13%（+0.16pct）、-0.14%（+0.15pct）。公司 2023Q1 期间费用率为 11.05%，同比-0.70pct；销售/管理/研发/财务费率分别为 1.49%（+0.24pct）、6.18%（-1.94pct）、3.48%（+1.20pct）、-0.10%（-0.20pct）。

**图5：公司毛利率、净利率变化情况（%）**


资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

**图6：公司费用率变化情况（%）**


资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

为进一步提高公司资产质量，优化产业结构，公司拟发行股份购买控股股东中船集团旗下中船海装 100%股权、中船风电 88.58%股权、新疆海为 100%股权、洛阳双瑞 44.64%少数股权、凌久电气 10%少数股权（后两者由中国海装控股），并拟定增募集不超过 30 亿元的配套资金，用于海风装备、叶片产线、风电项目建设及补充流动资金。

若本次交易顺利完成，公司将重点着力围绕风电机组及核心部件的研发、生产、销售，风电控制系统开发制造，风电产业投资运营管理，风电工程建设在内的风电产业链核心板块确立未来经营发展战略。同时，公司将协同发展公司现有存量业务及新增的其他新能源业务，结合市场潜力与公司优势，统筹资源投入，积极促进各企业间的产业融合，实现整体业务的协同互补和持续增长。本次交易前后公司主要财务数据情况如下：

**表 1：交易重组完成前后公司主要财务数据情况**

项目	2022 年末/2022 年度			2021 年末/2021 年度		
	交易前	交易后（备考）	变动率（%）	交易前	交易后（备考）	变动率（%）
资产总计（亿元）	75.29	420.83	459%	78.54	403.94	414%
负债合计（亿元）	31.81	308.11	869%	35.69	294.64	726%
资产负债率（%）	42.24%	73.21%	-	45.44%	72.94%	-
归母公司权益（亿元）	40.21	108.45	170%	39.56	104.95	165%
营业收入（亿元）	33.49	188.05	461%	24.09	187.69	679%
归母公司净利润（亿元）	1.10	4.40	300%	0.80	7.13	790%
净资产收益率（%）	2.76%	4.12%	-	2.03%	7.88%	-
基本每股收益（元/股）	0.15	0.29	96%	0.11	0.47	336%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司发行股份完成对风电资产吸收合并后，主业将变更为风机销售、新能源发电、工程建设等。根据交易后的备考财务数据，2022 年公司备考营业收入 188.1 亿元，同比+0.2%；归母净利润 4.4 亿元，同比-38%，主要原因是中国海装销售海风机组毛利率下降、中船风电风电项目出售的投资收益减少，及新疆海为新能源工程建设业务收入下滑。

分注入的各公司来看：

（1）中船风电：2022 年，公司实现营业收入 12.3 亿元，同比+10%；归母净利润 1.0 亿元，同比-60%，主要原因是 2021 年公司出售新疆三塘湖 98MW 和新疆景峡 200MW 两个风电项目的股权获得投资收益导致业绩基数较高。2021-2022 年公司获

得核准的风电装机容量分别为 0.95GW、1.55GW。2022 年公司新增/累计风电装机 0.15GW/0.52GW。

截至 2022 年末，公司已获核准或待建风电项目 11 个，合计装机容量 2.29GW；公司工程建设订单 1.0 亿元（剔除内部抵消），同比-88%。工程建设订单同比下降主要原因是：体量较大的庄河项目基本完工和彰武项目的部分实施使得未确认收入的在手项目减少；受外部环境变化影响，新拓展的外部项目较少。

（2）新疆海为：2022 年，公司实现营业收入 12.3 亿元，同比-26%，主要系因战略规划调整及当地政策改变等导致部分工程停止或暂停，公司新能源工程建设业务收入减少所致；归母净利润 1.1 亿元，同比+9%，主要系部分项目预计总成本下降导致项目确认进度提高所致。2022 年公司累计新能源装机 0.29GW，其中，光伏 0.09GW，风电 0.20GW。

截至 2022 年末，公司工程建设在手订单 4.6 亿元（剔除内部抵消），同比+108%，品牌影响力进一步提升，获得订单能力增强。

（3）中国海装：2022 年，公司实现营业收入 140.9 亿元，同比-4%；归母净利润 1.1 亿元，同比-40%，主要系随着“海上风电抢装潮”的结束，收入占比较高的海上机型毛利率相比 2021 年有所下降所致。2022 年，公司风电机组出货量 3.5GW，同比+22%；销售均价 3581 元/W，同比-23%。

2022 年，公司风电机组新签订单 123.3 亿元，同比+102%。截至 2022 年末，公司风电机组/风电设备在手订单 101.3/145.3 亿元，同比-2%/+3%，总体维持稳定。考虑年剔除交易后内部抵销，截至 2022 年末，公司风电设备在手订单 107.9 亿元，同比-28%，主要系 2022 年中船风电项目开展较多所致。

表 2：中国海装设备收入以及中船风电、新疆海为的工程建设收入、在手订单情况（亿元）

项目	2022 年末/2022 年度		2021 年末/2021 年度	
	营业收入	在手订单*	营业收入	在手订单*
中国海装设备销售业务	125.3	107.9	133.7	149.1
中船风电工程建设业务	7.7	1.0	5.1	8.6
新疆海为工程建设业务	3.6	4.6	6.1	2.2

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理 注：在手订单\*为剔除交易完成后内部抵消金额；2022 年末中国海装风电设备（含风机）在手订单（合并报表层面外部客户在手订单）为 145.3 亿元，同比-3.29%。

表 3：中国海装风电机组业务在手订单及新签订单情况

项目	2022 年度/2022 年末	2021 年度/2021 年末
在手订单*	101.3	103.3
新签订单	123.3	61.1

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理 注：上述金额不含税；在手订单\*为不含已中标未签合同、处于评标阶段但预计中标可能性较大等订单。

**新能源装机有望快速增长，风力发电业绩增厚显著。**截至 2022 年末，交易后公司备考累计新能源装机容量为 0.81GW，其中，光伏 0.09 GW，风电 0.72GW。根据中船风电发展规划，“十四五”期间新增新能源装机容量 10GW，2023-2025 年新能源装机有望实现快速增长。假设全年新能源装机均匀分布，我们预计 2023-2025 年公司新增新能源装机 1.0/1.7/2.8GW（加权平均至年初），其中，陆上风电新增装机 1.0/1.5/2.5GW，光伏新增装机 0.0/0.2/0.3GW，估计实现对应业绩增厚 2.4/3.3/5.1 亿元。

**全球海上风电建设加速，风机销售毛利率有望修复。**国内方面，根据各省已发布



的海上风电相关规划，“十四五”期间启动前期工作容量已达 100GW。我们预计 2022-2025 年海风新增装机将从 5GW 增长至 18GW，GAGR 为 53%。海外方面，随着俄乌战争、原材料价格大幅上涨、疫情等不利因素消除，根据全球风能理事会预测，2023 年起全球风电装机逐渐迎来复苏。我们预计 2022-2025 年海外海上风电装机从 4GW 增长至 14GW，GAGR 为 52%。受 2022 年以来低价订单陆续交付影响，当前整机企业出现阶段性毛利率探底。随着大兆瓦机型的技术降本和高毛利率的海上风电占比提升，2023 年下半年整机企业毛利率有望迎来修复。

依托于“国家海上风力发电工程技术研究中心”和“国家企业技术中心”两项国家级研发平台，中国海装在海上风电技术的研发、海上风电运维管理等方面积累了丰富的技术储备，已成海上风电机组制造的龙头企业之一。其中，由中国海装研制的国内第一台深远海（平均水深 65m）的海上浮式风电机组“扶摇号”已率先进行商业化应用；目前中国海装已成功研制出 18MW 风机产品，是全球单机功率最大、风轮直径最大的风机之一，技术水平处于市场领先地位。随着海上风电开发水深的不断增加，未来公司在漂浮式海上风电和超大型风电机组业务中有望进一步打开盈利空间。

#### 投资建议：下调盈利预测，维持“无评级”

考虑国内新能源项目强制配储政策趋严，风电项目投资成本有所承压，基于审慎性原则下调公司盈利预测。预计交易后公司 2023-2025 年归母净利润为 7.0/11.4/17.3 亿元（原预测 2023-2024 年为 12.0/17.3 亿元），同比+59%/+62%/+52%，EPS 分别为 0.40/0.64/0.98 元，对应当前动态 PE 为 59/36/24 倍，维持“无评级”。

# 财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	2196	8168	20920	19454	18666	营业收入	2409	18805	20223	23456	27360
应收款项	528	8575	8311	9639	11244	营业成本	2071	16091	17109	19463	22105
存货净额	1236	5766	5625	5866	6056	营业税金及附加	19	77	83	96	113
其他流动资产	206	2962	2566	2919	3316	销售费用	23	878	912	1015	1078
<b>流动资产合计</b>	<b>5669</b>	<b>28208</b>	<b>38449</b>	<b>39046</b>	<b>40608</b>	管理费用	202	527	584	670	759
固定资产	889	7818	11862	18297	28329	研发费用	72	505	564	632	680
无形资产及其他	57	433	379	325	271	财务费用	(7)	304	407	450	783
其他长期资产	1036	4651	3640	3518	3557	投资收益	(14)	172	230	210	210
长期股权投资	203	973	974	975	977	资产减值及公允价值变动	13	(249)	(130)	(130)	(100)
<b>资产总计</b>	<b>7854</b>	<b>42083</b>	<b>55304</b>	<b>62161</b>	<b>73741</b>	其他收入	53	378	250	250	250
短期借款及交易性金融负债	811	5939	3000	2000	2000	营业利润	95	474	784	1329	2104
应付款项	1233	14023	10312	11731	13323	营业外净收支	1	(22)	0	0	0
其他流动负债	293	1690	7442	7402	7182	<b>利润总额</b>	<b>96</b>	<b>453</b>	<b>784</b>	<b>1329</b>	<b>2104</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>3272</b>	<b>23410</b>	<b>20754</b>	<b>21133</b>	<b>22506</b>	所得税费用	16	7	24	133	316
长期借款及应付债券	213	5552	9182	14574	23214	少数股东损益	1	6	61	61	61
其他长期负债	84	1849	1725	1824	1944	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>80</b>	<b>440</b>	<b>700</b>	<b>1135</b>	<b>1727</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>297</b>	<b>7401</b>	<b>10907</b>	<b>16398</b>	<b>25158</b>	现金流量表（百万元）					
<b>负债合计</b>	<b>3569</b>	<b>30811</b>	<b>31661</b>	<b>37531</b>	<b>47664</b>		2020	2022	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	329	427	489	550	611	净利润	80	440	700	1135	1727
股东权益	3956	10845	23155	24080	25466	资产减值准备	8	(117)	(50)	(50)	(50)
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>7854</b>	<b>42083</b>	<b>55304</b>	<b>62161</b>	<b>73741</b>	折旧摊销	80	67	548	842	1305
<b>关键财务与估值指标</b>						公允价值变动损失	(0)	(1)	0	0	0
每股收益	0.11	0.60	0.40	0.64	0.98	财务费用	(7)	304	407	450	783
每股红利	0.06	0.18	0.12	0.19	0.29	营运资本变动	708	(1557)	2795	(685)	(977)
每股净资产	5.82	15.31	13.38	13.94	14.76	其它	(549)	903	164	451	804
ROIC	1%	6%	4%	4%	5%	<b>经营活动现金流</b>	<b>328</b>	<b>(265)</b>	<b>4157</b>	<b>1694</b>	<b>2809</b>
ROE	2%	4%	3%	5%	7%	资本开支	(123)	(25)	(4538)	(7223)	(11283)
毛利率	14%	14%	15%	17%	19%	其它投资现金流	875	219	1240	331	170
EBIT Margin	1%	4%	5%	7%	10%	<b>投资活动现金流</b>	<b>753</b>	<b>194</b>	<b>(3299)</b>	<b>(6893)</b>	<b>(11113)</b>
EBITDA Margin	4%	4%	8%	10%	14%	权益性融资	(11)	5958	11743	0	0
收入增长	29%	680%	8%	16%	17%	负债净变化	(1156)	(6052)	691	4392	8640
净利润增长率	-44%	449%	59%	62%	52%	支付股利、利息	(44)	(44)	(133)	(210)	(340)
资产负债率	45%	73%	57%	60%	65%	其它融资现金流	(87)	(11391)	(2939)	(1000)	0
息率	0.3%	0.8%	0.5%	0.8%	1.3%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(1204)</b>	<b>(442)</b>	<b>11894</b>	<b>3732</b>	<b>7517</b>
P/E	214.2	39.0	58.8	36.3	23.8	<b>现金净变动</b>	<b>(124)</b>	<b>(513)</b>	<b>12753</b>	<b>(1467)</b>	<b>(787)</b>
P/B	4.0	1.5	1.7	1.7	1.6	货币资金的期初余额	2363	2196	8168	20920	19454
EV/EBITDA	200.7	60.4	47.9	32.5	22.6	货币资金的期末余额	2196	8168	20920	19454	18666
						企业自由现金流	685	(800)	(252)	(5644)	(8723)
						权益自由现金流	(466)	(7151)	44	(1657)	(748)

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：2022 年及以后为交易后公司合并口径数据

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032