

2024年02月19日

证券研究报告·公司研究报告

中国动力 (600482) 电力设备

当前价: 21.92元

目标价: ——元 (6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

造船景气传导至上游，柴油机板块量价齐升

投资要点

- 推荐逻辑:** 1、全球造船周期景气上行，传导至船舶配套产业。2023年上半年，公司新签低速机订单 69.9 亿元，同比增长 30.6%。2、船舶发动机是产业链中的核心环节，公司柴油机业务能够充分享受本次造船周期的景气，预计 2023 年公司归母净利润将同比增加 95.4%-146.5%。3、随着海运排放要求日益严格，LNG、甲醇燃料动力船舶比重明显提高，氨燃料、氢燃料动力船舶技术研发呈加速趋势。公司已取得甲醇燃料主机取得批量订单实现零的突破，预计未来相关订单释放加速。
- 随着航运市场的复苏，船东经营情况大大改善，出于老旧船、非环保船的更新需求，开始下新造船订单。集运市场的超景气使得集运船东盈利增加，资产负债表进一步优化，而集运船舶老化情况严重，因此 21 年爆发大量的集装箱船订单。22 年，集装箱船新签订单开始回落，但仍处于历史高位水平，同时 LNG 船舶订单增加。23 年底散货船订单开始出现增长。不同细分板块景气度不同，新船市场船型轮动趋势明显。
- 全球航运产业链从上游原材料供应开始，由中游船厂制造，延伸到下游航运公司应用。船厂新承接订单爆发，景气同样有望传导至上游船舶配套企业。同时随着环保政策趋严，全球造船市场将向绿色船舶加速变革，为相关船舶配套产业高质量发展提供了契机。2023 年上半年，公司新签低速机订单 69.9 亿元，同比增长 30.6%，其中双燃料主机 43.3 亿元，同比增长 32.8%；并取得甲醇燃料主机取得批量订单实现零的突破。
- 柴油机板块规模扩大，订单量价齐升，公司盈利提升明显。公司 2015 年启动重大重组，2022 年进一步完成柴油机动力业务重组，柴油机业务体量提升。2023H1 营收占比达到 41.4%，贡献公司毛利占比为 46.3%。作为产业链中核心环节，有望享受本轮上行周期，公司预计 2023 年实现归属于母公司所有者的净利润为 6.5 亿元-8.2 亿元，与上年同期（法定披露数据）相比，将增加 3.2 亿元-4.9 亿元，同比增加 95.4%-146.5%。
- 盈利预测与投资建议。预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 474.3 亿元、539.3 亿元和 626.1 亿元，归母净利润分别为 7.9 亿元、12.9 亿元、22.3 亿元，EPS 分别为 0.36 元、0.59 元、1.02 元。综合考虑公司主营业务柴油动力与造船行业高度相关，选取了造船行业 3 家上市公司作为估值参考，我们认为公司持续打造核心竞争力，盈利能力有望进一步提升，首次覆盖，建议持续关注。
- 风险提示：汇率波动、造船需求不及预期、原材料价格人工成本波动等风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	38298.04	47432.63	53925.15	62608.04
增长率	35.77%	23.85%	13.69%	16.10%
归属母公司净利润 (百万元)	332.69	790.79	1287.42	2225.22
增长率	-45.73%	137.70%	62.80%	72.84%
每股收益 EPS (元)	0.15	0.36	0.59	1.02
净资产收益率 ROE	0.94%	2.19%	3.48%	5.77%
PE	144	61	37	22
PB	1.35	1.33	1.30	1.25

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 胡光烽

执业证号: S1250522070002

电话: 021-58352190

邮箱: hgyyf@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	21.87
流通 A 股(亿股)	21.87
52 周内股价区间(元)	15.96-24.34
总市值(亿元)	479.33
总资产(亿元)	967.28
每股净资产(元)	16.62

相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 兴装强军为首责，海陆并进固主业	1
2 造船景气传导至上游，低速柴油机迎新发展	4
3 柴油机板块量价齐升，毛利率得到改善	8
4 盈利预测与估值	9
5 风险提示	10

图 目 录

图 1: 中国动力发展历程.....	1
图 2: 公司主营收入构成 (2023H1)	3
图 3: 公司主营毛利构成 (2023H1)	3
图 4: 公司控股股东 (2023Q3)	3
图 5: 航运细分板块轮动	4
图 6: 航运细分板块走势 (指数)	4
图 7: 全球新接船舶订单情况 (艘)	5
图 8: 船舶产业链	6
图 9: 低速柴油机产地及品牌情况 (2022 年)	7
图 10: 2017-2022 年随船交付低速柴油机制造格局.....	7
图 11: 2016 年以来公司营业收入情况	8
图 12: 2016 年以来公司毛利润情况.....	8
图 13: 2023H1 低速柴油机及细分机型新签订单以及完工情况	8
图 14: 2023H1 公司船海配套板块经营数据.....	8
图 15: 2016 年以来公司四费率情况.....	9
图 16: 2016 年以来公司净利润情况.....	9

表 目 录

表 1: 公司主营业务介绍	1
表 2: 主要控股参股公司	3
表 3: 柴油机种类及竞争格局.....	7
表 4: 分业务收入及毛利率	9
表 5: 造船产业链可比公司估值	10
附表: 财务预测与估值	11

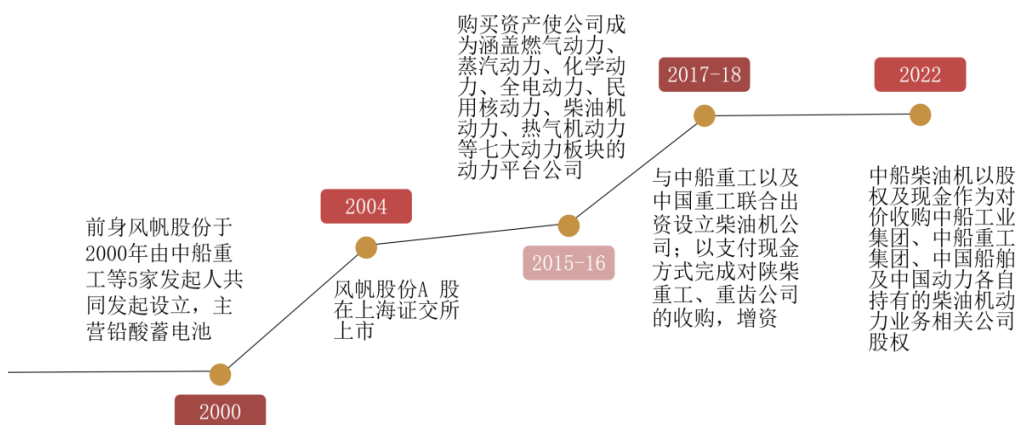
1 兴装强军为首责，海陆并进固主业

经过业务整合，中国动力成长为集高端动力装备研发、制造、系统集成、销售及服务于一体的一站式动力需求解决方案供应商。中国动力是中船集团旗下动力装备上市公司，前身风帆股份，于2000年由中船重工等5家发起人共同发起设立，主营铅酸蓄电池，并于2004年上市，2015年5月启动重大资产重组，通过发行股份以及支付现金购买中国重工集团下16家公司资产，使公司成为涵盖燃气动力、蒸汽动力、化学动力、全电力、民用核动力、柴油机动力、热气机动力等七大动力板块的动力平台公司。

2016年4月，公司名称变更为中国动力。2017年公司与中船重工以及中国重工联合出资设立柴油机公司，有效整合低速机企业资源，提升整体竞争力，打造低速机服务体系，扩大低速柴油机产能。2018年以支付现金方式完成对陕柴重工、重齿公司的收购，增资。

2022年为进一步规范柴油机动力业务同业竞争，子公司中船柴油机以股权及现金作为对价收购中船工业集团、中船重工集团、中国船舶及中国动力各自持有的柴油机动力业务相关公司股权，进一步明确了中国动力作为中国船舶集团下属船舶动力业务上市公司的定位，巩固中国动力在国内舰船柴油机动力业务领域的龙头地位。

图 1：中国动力发展历程



数据来源：公司官网，公司公告，西南证券整理

主营业务涵盖燃气动力、蒸汽动力、化学动力、全电力、柴油机动力、热气机动力、核动力设备等相关辅机配套。中国动力主要产品为燃气轮机，汽轮机，柴油机，电机、电控设备，蓄电池，热气机，核电特种设备，船用机械、港口机械，海工平台，齿轮箱等，主要应用领域包括：国防动力装备领域、陆上工业领域和汽车消费领域、船舶和海洋工程领域、光伏、风电等新能源领域。

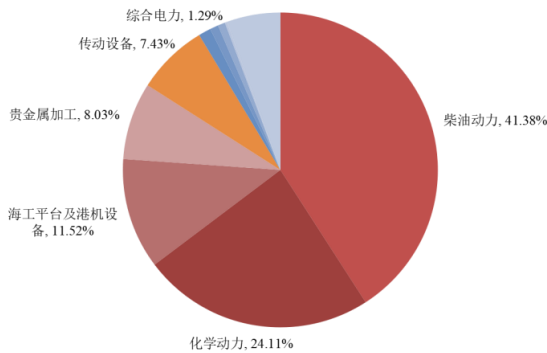
表 1：公司主营业务介绍

主营业务	行业情况	主营业务	行业情况
燃气动力	主要应用于发电、舰船和机车动力、管道增压等能源、国防、交通领域，处于装备制造产业链的高端。燃气轮机技术主要掌握在欧美发达国家企业手中，如GE、SIEMENS、三菱日立、Solar、MAN等	化学动力	根据具体用途可分为起动电池、牵引电池（动力）和工业（储能）电池。公司在起动电池领域主要竞争对手为骆驼和柯锐世。公司在工业电池领域主要竞争对手为双登、南都和圣阳。

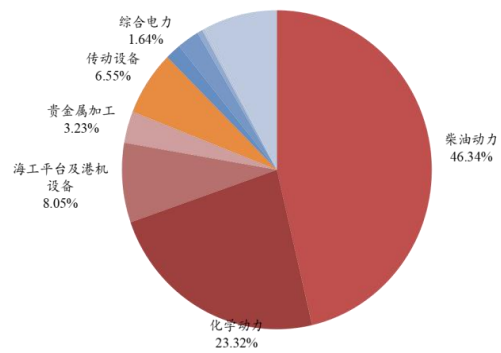
主营业务	行业情况	主营业务	行业情况
蒸汽动力	主要可分为船用蒸汽动力和工业用蒸汽动力，技术及市场主要被 SIEMENS、MAN 等垄断。	热气机动力	热气机动力主要应用于特种船舶动力系统、分布式能源、以及工程机械配套产品供货和特种流体泵。在大功率开发领域主要是瑞典的 Kockums 和美国的 StirlingBiopower；在小功率开发领域主要是德国的 SOLO、SunPower 和新西兰的 WhisperGen。
柴油机动力	主要应用于船舶海工、汽车机车和电力等多领域具有较好的应用。柴油机按照转速可以分为低速机、中速机和高速机。 全球低速机被三大品牌 (MAN、WinGD、J-Eng) 垄断，其余厂商多为专利授权生产。 民船用中速机市场基本由国外的 Wartsila、MAN 和卡特彼勒等品牌垄断，国产品牌多用于内河船和沿海船，尚未打开国际市场。 高速机竞争激烈，该领域产品多用于内河航运、渔船和近海小船。	核动力 (设备)	据《中国核能发展报告 (2021)》预计，到 2025 年我国核电在运装机规模将达到 7000 万千瓦左右，在建装机规模接近 4000 万千瓦；到 2035 年，我国核电在运和在建装机容量将达 2 亿千瓦左右，发电量约占全国发电量的 10% 左右。
综合电力	舰船用综合电力推进系统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，全球综合电力推进系统供应商以 ABB、GE 和 SIEMENS 等为代表，占据全球 80% 以上的市场份额。	机电配套	机电配套产品主要包括船舶配套、海工装备及齿轮传动产品等三类。 在锚绞机、舵机和克令吊方面，芬兰 MacGregor、日本 MASADA、挪威 TTS 具备较强竞争力。 目前全球海工装备市场已形成三大梯队式竞争格局。第一梯队是欧美国家、第二梯队是亚洲的发达国家、第三梯队是中国和阿联酋。 在齿轮传动方面，工业专用齿轮箱及齿轮装置应用在船舶、建材冶金、风力发电等行业，福伊特公司、弗兰德公司占据着高端市场，

数据来源: wind, 西南证券整理

公司 7 大动力及相关辅机配套业务中，柴油动力业务占比较高。经过重组整合，公司逐渐发展成为国内舰船柴油机动力业务领域的龙头，2023 年上半年公司生产负荷及销售明显高于同期，为了保质保量的完成交付任务，公司统筹协调各方资源，实现交付低速机 188 台，完工订单 55.3 亿元、完工订单金额同比增长 88.1%，较好的完成了上半年交付任务。上半年公司柴油动力业务实现营收 88.2 亿元，占比达到 41.4%，贡献公司毛利 11.4 亿元，占比为 46.3%。

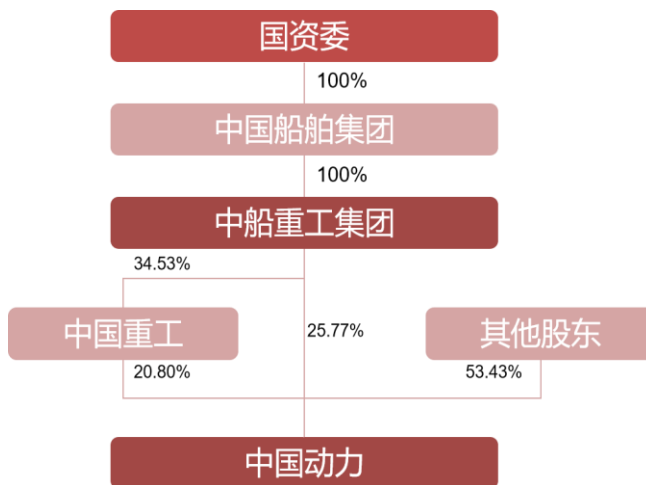
图 2：公司主营收入构成 (2023H1)


数据来源: wind, 西南证券整理

图 3：公司主营毛利构成 (2023H1)


数据来源: wind, 西南证券整理

中国动力为控股型公司，生产经营业务主要通过下属子公司进行。中船重工集团作为公司的直接控股股东、直接控股公司 25.8% 股份，通过中国重工间接持股 7.2%，国务院国资委为公司的实际控制人；中国船舶集团为公司的间接控股股东。公司经营业务通过旗下子公司开展，中船柴油机、齐耀重工主要从事柴油动力相关业务；风帆公司主要从事化学动力相关业务。

图 4：公司控股股东 (2023Q3)


数据来源: wind, 西南证券整理

表 2：主要控股参股公司

子公司名称	主要经营地	业务性质	持股比例 (%)
风帆有限责任公司	河北省 保定市	主营业务为起动用、牵引用、工业用铅酸蓄电池、特种材料制品以及消费型、动力型锂离子电池。	100
武汉船用机械有限责任公司	湖北省 武汉市	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。	100
上海齐耀重工有限公司	上海	柴油机动力装置及配套产品、热机动力装置及配套产品、环保与节能设备、海洋工程设备、机电设备的设计、生产、销售，热能工程（工程类项目凭许可资质经营）等。	100

子公司名称	主要经营地	业务性质	持股比例(%)
上海中船重工船舶推进设备有限公司	上海	动力推进系统集成、汽轮辅机、供电系统及减振降噪、板式换热器、机电设备的设计、开发、研制、总装、安装调试、销售和技术服务。	100
哈尔滨广瀚动力技术发展有限公司	黑龙江省哈尔滨市	以燃气轮机、热能工程与装备（含锅炉、汽轮机及新能源装备）、传动、控制、核电产业五大科技产业为产业发展方向。	100
武汉长海电力推进和化学电源有限公司	湖北省武汉市	机械电气设备制造；机械电气设备销售；电机及其控制系统研发；输配电及控制设备制造；电机制造；船舶自动化、检测、监控系统制造；变压器、整流器和电感器制造；电池制造；电池销售等。	100
武汉海王核能装备工程有限公司	湖北省武汉市	核电、火电和特种装备开发、设计、制造、安装、批零兼营、技术咨询、技术服务；辐射防护系统设备、辐射监测系统设备、核电安防系统设备的研发、生产、销售、技术服务等。	100
中船重工黄冈贵金属有限公司	湖北省黄冈市	贵金属材料、光伏产品、催化剂成品与半成品、汽车尾气处理装置、电子材料、电工合金材料、空分装置系统的研究、生产及销售；贵金属的回收；新型材料技术研发及咨询。	100
中船重工黄冈水中装备动力有限公司	湖北省黄冈市	电池及与电池相关配套设备的研发、生产、销售、技术服务及维修服务；水中动力设备的销售、相关技术咨询及服务及进出口业务（不含国家禁止和限制的货物及技术进出口）服务。	100
重庆齿轮箱有限责任公司	重庆	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	100
中船柴油机有限公司	北京	制造内燃机及配件；通用设备制造（不含特种设备制造）；船用配套设备制造；汽轮机及辅机制造；新能源原动设备制造；环境保护专用设备制造等。	51.85

数据来源：wind，西南证券整理

2 造船景气传导至上游，低速柴油机迎新发展

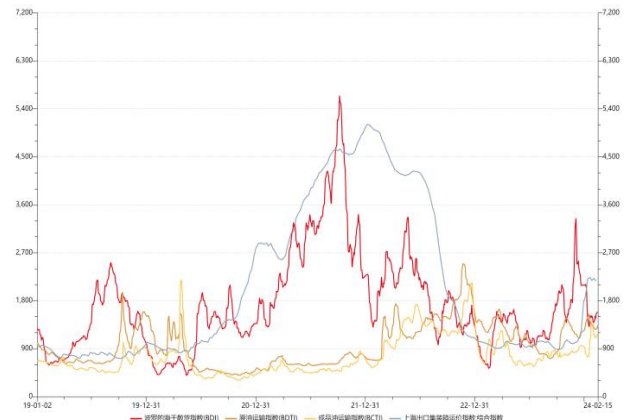
海运贸易复苏，点燃全球造船企业争夺订单热情。2020年中起集运周期开启，期间为避免集装箱运输货物的高昂成本，租家选择租用散货船，支撑了干散货运。2022年2月，俄乌战争爆发，引发的原油贸易流向迅速改变，导致阿芙拉型和苏伊士型油轮运价大幅上涨。紧随其后的是成品油轮，9月VLCC市场即期运价逐渐向其他细分市场靠拢。2023年9月，冬储行情带来干散货运市场再次活跃。

图 5：航运细分板块轮动



数据来源：西南证券

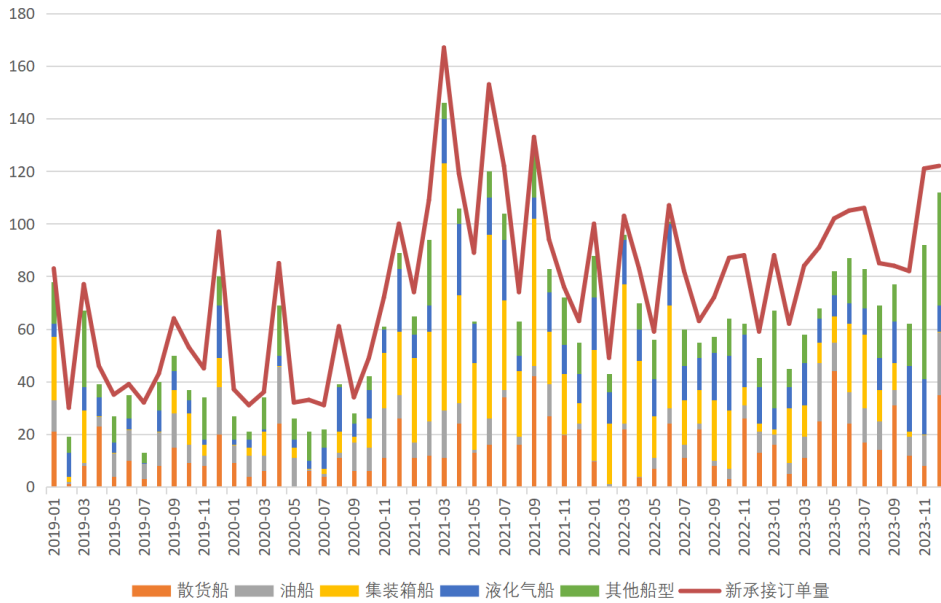
图 6：航运细分板块走势（指数）



数据来源：wind，西南证券整理

随着航运市场的复苏，船东公司经营情况大大改善，出于老旧船、非环保船的更新需求，开始下新造船订单。集运市场的超景气使得集运船东盈利增加，资产负债表进一步优化，而集运船舶老化情况严重，因此 21 年爆发大量的集装箱船订单。22 年，集装箱船新签订单开始回落，但仍处于历史高位水平，同时 LNG 船舶订单增加。23 年底散货船订单开始出现增长。不同细分板块景气度不同，新船市场船型轮动趋势明显。

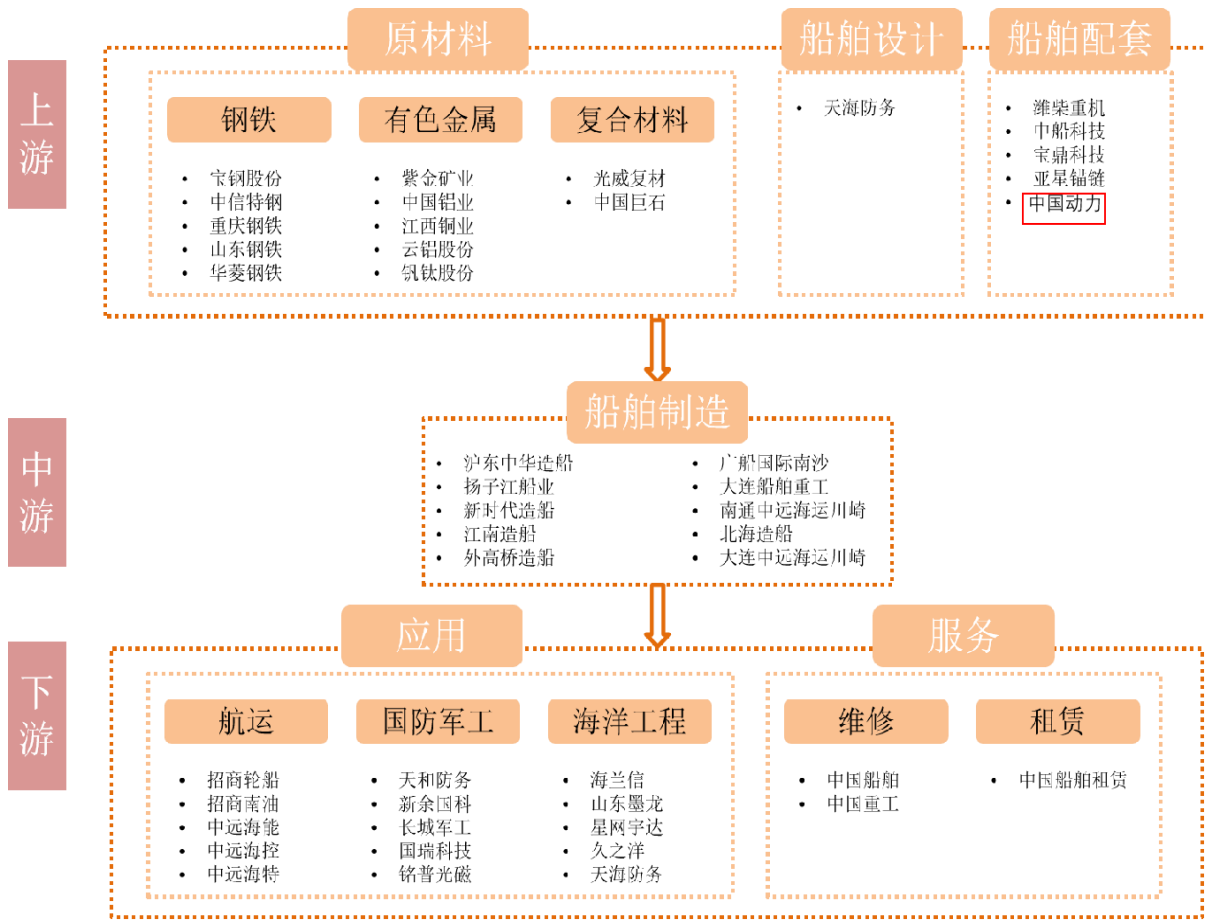
图 7：全球新接船舶订单情况（艘）



数据来源：wind，西南证券整理

全球航运产业链从上游原材料供应开始，由中游船厂制造，延伸到下游航运公司应用。20 年以来航运细分板块景气轮动，带动中游船厂新承接订单爆发，景气同样有望传导至上游船舶配套企业。同时随着 2023 年下半年国际海事组织（IMO）船舶温室气体减排战略实施，以及欧盟碳排放交易体系扩大至海运业，全球造船市场将向绿色船舶加速变革，尤其以甲醇、双燃料等燃料为代表的绿色动力需求不断升高，为相关船舶配套产业高质量发展提供了契机。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。

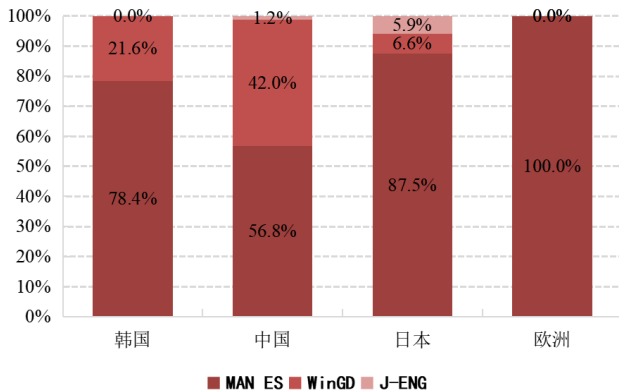
图 8：船舶产业链



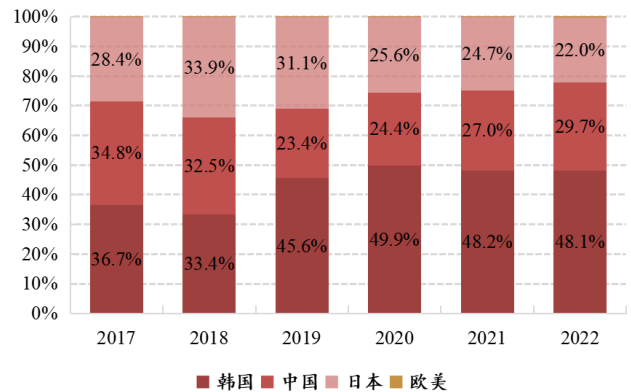
数据来源: wind, 西南证券整理

船舶发动机是为船舶提供动力的装置，是船舶产业链中的核心环节。船舶发动机按照不同的作用可以分为主动力装置、辅助动力装置、以及其他辅机设备。经过了多年的发展，目前的船舶主动力主要是采用柴油机动力，柴油机具有较高的经济性和机动性，在船舶海工、汽车机车和电力等多领域具有较好的应用。作为船舶产业链中的核心环节，我们认为船舶发动机能够充分享受本次造船周期的景气，价格弹性较大。

柴油机按照转速可以分为低速机、中速机和高速机。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，其中据国际船舶网统计数据来看，MAN ES 和 WinGD 两大低速机品牌占据全球约 98% 的低速机市场。目前市场上的制造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。2022 年，韩国低速机制造市场份额为 48.1%，中国为 29.7%，日本为 22.0%，欧洲和美国市场之和不足 1%，呈现三足鼎立态势。

图 9：低速柴油机产地及品牌情况（2022 年）


数据来源：国际船舶网，西南证券整理

图 10：2017-2022 年随船交付低速柴油机制造格局


数据来源：国际船舶网，西南证券整理

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。由于近海航行船舶随着国家环保法规的日益严苛，老旧船的动力更新提上日程，江海直达船和近海航行船舶等新船市场被看好。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，国产品牌多用于内河船和沿海船，尚未打开国际市场。

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。近几年，潍柴、淄柴、玉柴等公司纷纷将陆用产品拓展至船用，250-1000KW 的高速机品牌型号众多，竞争激烈。

表 3：柴油机种类及竞争格局

柴油机种类	主要应用场景	竞争格局
低速机	各种散货轮、油轮、集装箱船、化学品船等民用大船	设计：MAN、WinGD、J-Eng 制造：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
中速机	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	MAN、大发和卡特彼勒等品牌垄断，国产品牌多用于内河船和沿海船，尚未打开国际市场
高速机	旅游船、渔船、高速船、挖泥船等小型船舶	卡特彼勒、洋马、瓦锡兰三个品牌在船用辅机市场份额超过 65%；康明斯、斗山两大品牌在船用应急机组市场份额超过 65%，呈现双寡头格局

数据来源：公司公告，西南证券整理

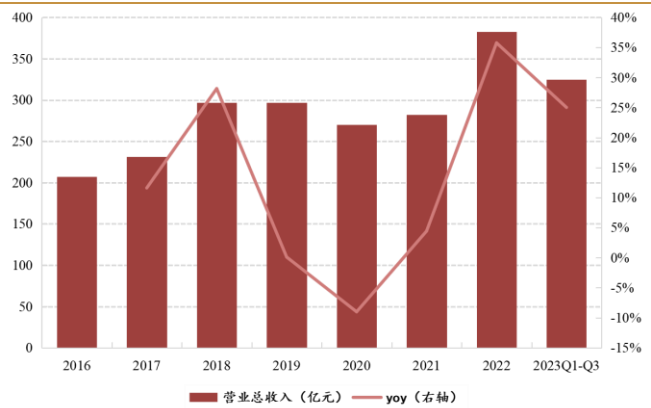
公司是我国舰船主动力装置的科研生产定点单位和船用发动机的专业生产、成套企业，国内处于行业领先地位，在国际上位于先进行列。在军用领域，公司在海军中速、高速柴油机装备中处于绝对领先地位，占比超过 90%。公司是海军舰船主动力科研生产定点单位，承担大量海军装备制造任务。

在民用领域，公司主要产品为高、中、低速船用柴油机及柴油发电机组。在低速柴油机领域，公司具有缸径 330-980mm 范围全系列二冲程船用柴油机制造、调试、服务能力和经验，产品所配船舶涵盖了从散货、油轮到集装箱船等几乎所有主流船型，国内市场占有率第一。在中高速柴油机领域，公司产品广泛应用于舰船、海洋工程、公务船、工程船舶、远洋渔船、游艇和陆用电站、煤层气发电、核电、油田、特种车辆、工程机械等市场。

3 柴油机板块量价齐升，毛利率得到改善

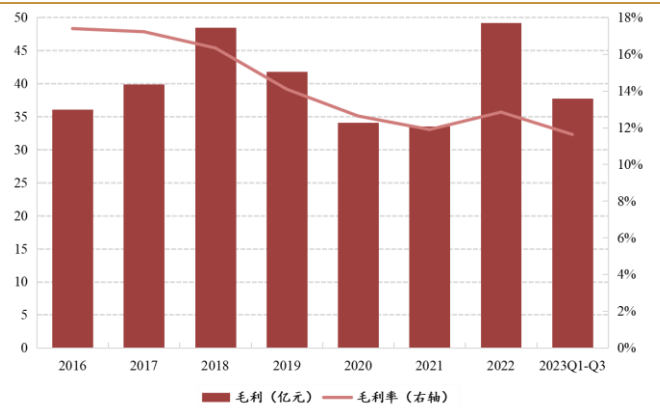
船舶行业回暖，柴油机板块子公司 2023 年销售规模扩大，订单大幅增长，且主要产品船用低速发动机的价格也有所增长，毛利率得到提升。2022 年公司完成柴油机动力业务重组，整体业务平稳发展。2022 年实现营业收入 383 亿元（新增重组进入公司合并报表范围的中船动力集团）、同比增长 10.5%；2023 年公司受益于国内造船份额的持续扩大，柴油机订单大幅增长，且相关产品价格也有所增长，截至 2023 年 Q3 公司实现营收 324.5 亿元，同比增长 25%，实现毛利 37.7 亿元，毛利率为 11.6%。

图 11：2016 年以来公司营业收入情况



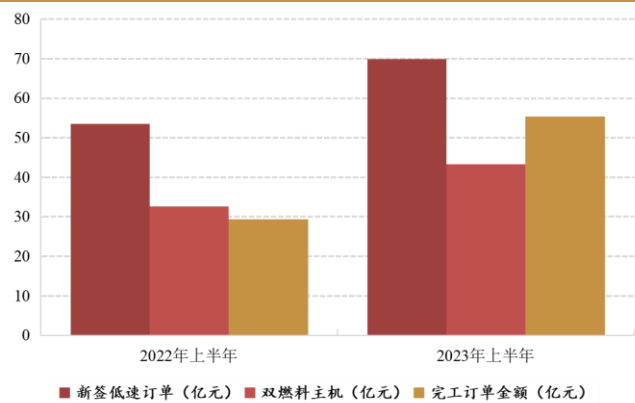
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 12：2016 年以来公司毛利润情况



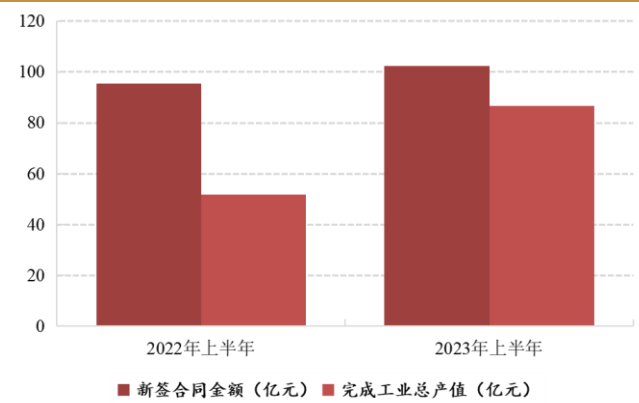
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 13：2023H1 低速柴油机及细分机型新签订单以及完工情况



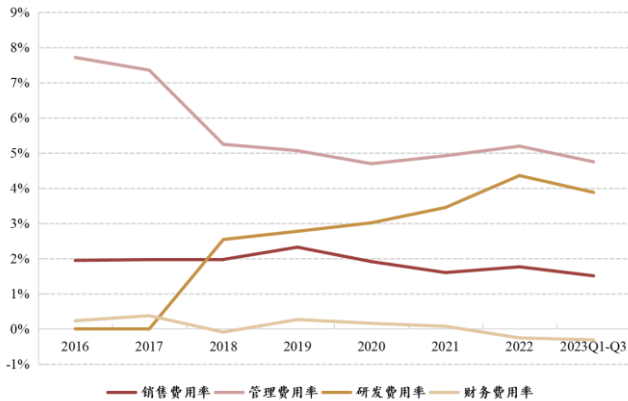
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 14：2023H1 公司船海配套板块经营数据

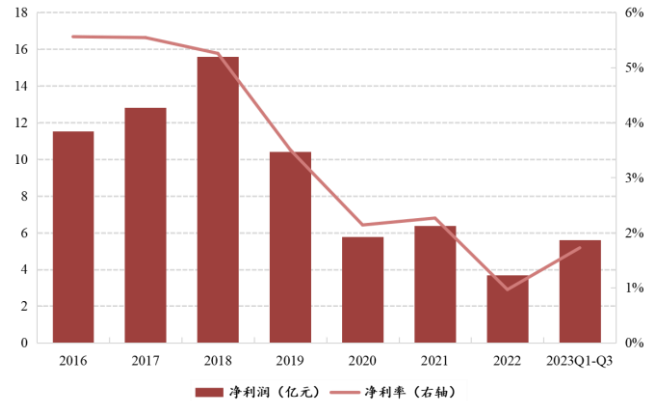


数据来源：公司公告，西南证券整理

订单增长导致预收款大幅增长，财务费用有所下降，另外汇兑收益同比大幅增长。2023 年公司有望实现盈利，且净利润与上年同期相比上升 50% 以上。公司四费率常年保持稳定态势，2023 年四费率略有下降，截至到 2023 年 Q3 公司四费率合计 9.8%，较 2022 年下降 1.2pp，实现净利润 5.6 亿元，净利率为 1.7%。经初步测算，公司预计 2023 年实现归属于母公司所有者的净利润为 6.5 亿元-8.2 亿元，与上年同期（法定披露数据）相比，将增加 3.2 亿元-4.9 亿元，同比增加 95.4%-146.5%。

图 15：2016 年以来公司四费率情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 16：2016 年以来公司净利润情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

4 盈利预测与估值

关键假设：

1) 作为船舶产业链中的核心环节，我们认为船舶发动机能够充分享受本次造船周期的景气，价格弹性较大，我们预计 2023-2025 年公司低速发动机市场价格分别提升 36.9%、29.6%、29.1%。

2) 公司统筹协调各方资源，加快生产，我们预计 2023-2025 年公司低速发动机产量分别提升 4.4%、5.3%、5.0%。

3) 中高速柴油机业务稳定发展，综合影响下，我们预计公司 2023-2025 年柴油动力（包括低、中、高速柴油发动机）业务营收分别提升 60.9%、26.6%、28.0%。

4) 柴油机业务景气度提升，毛利率得到改善，我们预期 2023-2025 年公司柴油机业务毛利率分别为 19%、20%、22%。

5) 公司化学动力业务稳步发展，新签订单增速较快，我们预计公司 2023-2025 年化学动力业务营收分别提升 5%、5%、5%；风电设备领域，公司围绕风电主机大型化、轻量化发展趋势，进一步强化经营承接，我们预计公司 2023-2025 年海工业务营收分别提升 12%、13%、15%。

基于以上假设，预计公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 4：分业务收入及毛利率

业务情况		2022A	2023E	2024E	2025E
柴油动力	收入 (百万元)	12786.74	20570.39	26038.46	33331.16
	yoy	138.5%	60.9%	26.6%	28.0%
	成本 (百万元)	11030.77	16662.01	20830.77	25998.31
	毛利率	13.7%	19.0%	20.0%	22.0%
化学动力	收入 (百万元)	9446.81	9919.16	10415.11	10935.87
	yoy	1.7%	5.0%	5.0%	5.0%

业务情况		2022A	2023E	2024E	2025E
	成本 (百万元)	8116.39	8828.05	9373.60	9842.28
	毛利率	14.1%	11.0%	10.0%	10.0%
海工平台 及船用机械	收入 (百万元)	4316.49	4834.47	5462.95	6282.39
	yoy	22.0%	12.0%	13.0%	15.0%
	成本 (百万元)	3835.48	4447.71	4971.28	5654.15
	毛利率	11.1%	8.0%	9.0%	10.0%
其他业务	收入 (百万元)	11747.99	12108.62	12008.62	12058.62
	yoy	17.2%	3.1%	-0.8%	0.4%
	成本 (百万元)	10397.26	10675.79	10533.57	10604.68
合计	收入 (百万元)	38298.0	47432.6	53925.1	62608.0
	增速	35.8%	23.9%	13.7%	16.1%
	毛利率	12.8%	14.4%	15.2%	16.8%

数据来源: 公司公告, 西南证券

预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 474.3 亿元 (+23.9%)、539.3 亿元 (+13.7%) 和 626.1 亿元 (+16.1%)，归母净利润分别为 7.9 亿元 (+137.7%)、12.9 亿元 (+62.8%)、22.3 亿元 (+72.8%)，EPS 分别为 0.36 元、0.59 元、1.02 元，对应 PE 分别为 61 倍、37 倍、22 倍。

表 5: 造船产业链可比公司估值

证券代码	可比公司	股价	EPS (元)				PE (倍)			
		(元)	22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
600150.SH	中国船舶	32.91	0.04	0.63	1.39	2.02	823	52	24	16
601989.SH	中国重工	4.40	-0.1	-0.03	0.13	0.23	-	-	34	19
600685.SH	中船防务	24.51	0.49	0.48	1.05	1.44	50	51	23	17
平均值							436	52	27	17
600482.SH	中国动力	21.92	0.15	0.36	0.59	1.02	144	61	37	22

数据来源: Wind, 西南证券整理

综合考虑公司主营业务柴油动力与造船行业高度相关，选取了造船行业 3 家上市公司作为估值参考，我们认为公司持续打造核心竞争力，开拓新的增长点，盈利能力有望进一步提升，首次覆盖，建议持续关注。

5 风险提示

汇率波动风险: 公司部分出口业务多以外币结算，如汇率波动较大，可能使业绩产生波动。

主要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，原材料采购成本仍存在一定压力。

订单不及预期风险: 公司的船海配套业务与造船业和全球航运业密切相关。海运市场各板块分化严重，全年海运贸易量仍未完全恢复，受此影响，国内新船订单量出现较大幅度下滑，新接订单的下滑也传导到了公司的船海配套产品。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	38298.04	47432.63	53925.15	62608.04	税后经营利润	369.93	337.64	869.35	1874.14
营业成本	33379.89	40613.56	45709.23	52099.42	折旧与摊销	1303.99	2757.73	2865.03	2871.78
营业税金及附加	444.04	612.20	696.00	808.07	财务费用	-97.74	215.31	138.57	115.90
销售费用	676.37	834.89	949.16	1102.00	投资损失	-130.59	-74.08	-74.08	-74.08
管理费用	1989.54	2342.33	2662.94	3091.72	营运资金变动	977.47	-5773.87	-315.34	-1087.57
财务费用	-97.74	215.31	138.57	115.90	其他经营现金流	677.14	576.78	575.33	575.33
资产减值损失	-321.60	-174.28	-198.13	-230.04	经营性现金净流量	3100.20	-1960.50	4058.84	4275.50
投资收益	130.59	74.08	74.08	74.08	资本支出	-786.88	1000.00	1003.00	1006.00
公允价值变动损益	18.52	0.00	1.00	2.00	其他投资现金流	-4181.96	-33.91	-32.06	-30.20
其他经营损益	464.33	332.20	332.20	332.20	投资性现金净流量	-3908.43	-1033.91	-1035.06	-1036.20
营业利润	424.38	826.00	1450.91	2630.94	短期借款	620.86	-1709.15	738.98	1363.78
其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	长期借款	947.25	-1337.34	-1285.57	-1206.69
利润总额	449.55	995.04	1619.95	2799.98	普通股增加	0.00	26.04	0.00	0.00
所得税	79.61	147.05	239.39	413.78	资本公积增加	-848.24	-26.04	1.00	2.00
净利润	369.93	848.00	1380.56	2386.21	其他筹资现金流	1304.71	-455.41	-530.45	-793.51
少数股东损益	37.25	57.21	93.14	160.98	筹资性现金净流量	2024.59	-3501.90	-1076.03	-634.42
归属母公司股东净利润	332.69	790.79	1287.42	2225.22	现金流量净额	1279.43	-6496.31	1947.75	2604.87
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	20726.10	14229.79	16177.54	18782.41	成长能力				
应收票据及账款	18464.16	22091.91	23638.42	25729.33	营收增长率	35.77%	23.85%	13.69%	16.10%
存货	15401.48	18292.65	20587.78	23465.97	营业利润增长率	-4.02%	94.64%	75.66%	81.33%
其他流动资产	1454.16	1597.57	1645.17	1708.82	EBIT 增长率	-53.89%	244.04%	45.29%	65.81%
长期股权投资	1046.10	1089.12	1132.14	1175.17	EBITDA 增长率	-3.67%	139.65%	16.52%	25.18%
固定资产	12968.96	12910.13	12745.13	12473.96	归母净利润增长率	-45.73%	137.70%	62.80%	72.84%
在建工程	4165.22	3471.02	2777.48	2084.44	经营现金流增长率	-27.09%	-163.24%	307.03%	5.34%
无形资产	3916.48	3091.77	2266.82	1441.71	盈利能力				
非流动资产合计	25109.03	23392.87	21573.86	19751.10	毛利率	12.84%	14.38%	15.24%	16.78%
资产总计	85867.79	85053.91	89817.76	96630.13	净利率	0.97%	1.79%	2.56%	3.81%
短期借款	2594.93	885.78	1624.76	2988.54	营业利润率	1.11%	1.74%	2.69%	4.20%
应付票据及账款	14340.78	18470.82	21289.23	24265.48	ROE	0.94%	2.19%	3.48%	5.77%
长期借款	4808.46	3471.12	2185.55	978.85	ROA	0.39%	0.93%	1.43%	2.30%
其他非流动负债	4664.26	4664.26	4664.26	4664.26	ROIC	0.28%	2.08%	2.75%	4.73%
负债合计	40212.66	38790.88	42564.05	47663.82	每股指标				
股本	2160.68	2186.72	2186.72	2186.72	每股收益 EPS(元)	0.15	0.36	0.59	1.02
资本公积	25588.03	25561.99	25562.99	25564.99	每股股利 DPS(元)	0.05	0.11	0.18	0.31
留存收益	7801.36	8352.05	9248.59	10798.20	每股净资产 BPS(元)	16.22	16.47	16.88	17.59
归属母公司股东权益	35550.07	36100.76	36998.30	38549.91	每股经营现金流(元)	1.42	-0.90	1.86	1.96
少数股东权益	10105.06	10162.27	10255.41	10416.40					
股东权益合计	45655.13	46263.04	47253.71	48966.31					
负债和股东权益合计	85867.79	85053.91	89817.76	96630.13					
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	1655.80	3968.09	4623.54	5787.66					
P/E	144.08	60.61	37.23	21.54					
P/B	1.35	1.33	1.30	1.25					
P/S	1.25	1.01	0.89	0.77					
EV/EBITDA	23.70	15.22	12.96	10.41					
股息率	0.21%	0.50%	0.82%	1.41%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	岑宇婷	高级销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	阙钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn

	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
