

中国动力 (600482.SH)

柴油机板块持续整合，毛利率提升显著

公司发布《发行可转换公司债券及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易预案》，拟通过发行可转债及支付现金的方式向中船工业集团购买其持有的中船柴油机 16.5136% 股权，并向不超过 35 名特定投资者发行可转换公司债券募集配套资金。

□ **柴油机板块继续深度整合，船舶动力龙头再启航。**2024 年 11 月 8 日，公司发布《发行可转换公司债券及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易预案》，为进一步加强柴油机业务的深度整合，促进柴油机业务高效决策，尽快补足产业链在研发和营销售后等方面短板，拟通过发行可转债及支付现金的方式向中船工业集团购买其持有的中船柴油机 16.5136% 股权，并向不超过 35 名特定投资者发行可转换公司债券募集配套资金。本次交易完成后，中国动力持有中船柴油机 68.3662% 股权，中船工业集团不再持有中船柴油机股权。我们认为，整合子公司股权将促进柴油机业务高效决策，从报表端预计将增厚子公司对上市公司的利润贡献（中船柴油机 24 年前三季度实现营收 173.97 亿，实现净利润 9.98 亿）。

□ **24Q3 业绩实现同比增长，盈利能力提升显著。**前三季度实现营收 366.20 亿，同比+12.83%；实现归母净利润 7.43 亿，同比+80.46%。24Q3 单季度实现营收 117.59 亿（Yoy+5.59%，Qoq-12.63%），实现归母净利润 2.68 亿（Yoy+114.39%，Qoq-30.87%），主要系①柴油机子公司交付订单增加，合同结算增加；主要产品如低速柴油机价格上涨。②公司船用机械销售规模有所扩大，且毛利率较高的产品订单增长，利润同比提升。**盈利能力方面：**24Q3 单季度，销售毛利率达到 14.87%，同比提升 3.12pct，环比提升 2.03pct。Q3 单季度三项费用率为 5.89%，同比提升 0.09pct，环比提升 1.55pct，其中：销售费用为 0.89 亿（同比+98.49%），管理费用为 6.55 亿（同比+21.23%），财务费用-0.52 亿（去年同期为-0.45 亿）。研发费用为 6.19 亿（同比+26.62%）。销售净利润率达到了 4.35%，同比提升 2.94pct，环比下降 0.09pct。**资产负债表方面：**24Q3 公司合同负债 180.18 亿，较上年末+22.84%，主要系新签订单增加，合同预收款增加。

□ **行业前景：船舶行业景气度确定性向上，环保新规推动双燃料机量价齐升。**短期来看，2022 年以来，新造船价持续上涨、船用钢板价格持续回落，形成利润剪刀差；长期来看，在国际船舶低碳减排政策驱动+旧船替换需求的影响下，船舶行业有望迎来长期的确定性的景气向上。而船用动力系统作为船舶运行的核心设备，有望充分受益，其中低速柴油机占远洋船舶 90% 以上的动力市场。克拉克森统计了每笔订单的载重吨和预计交付期，由此，我们测算了中国造船行业后续每年的交付量，24、25、26 年完工造船载重吨位（DWT）的同比增速分别为 15%、7%、11%，持续增长，表明船用发动机需求持续提升。同时，随着环保新规的收紧，LNG/甲醇/氢/氨等双燃料主机需求也将迎来爆发，双燃料主机量价齐升。公司作为国内船舶动力系统龙头，船舶行业景气度上行叠加国际份额快速提升，预计将核心受益。

□ **竞争格局：制造端中日韩三足鼎立。**目前船机设计与制造主要采取许可证授权生产模式，设计端与制造端分离。从设计端来看，主要由 MAN、WinGD、

强烈推荐（维持）

中游制造/军工
目标估值：NA
当前股价：22.98 元

基础数据

总股本（百万股）	2251
已上市流通股（百万股）	2251
总市值（十亿元）	51.7
流通市值（十亿元）	51.7
每股净资产（MRQ）	16.9
ROE（TTM）	2.9
资产负债率	53.4%
主要股东	中国船舶重工集团有限公司
主要股东持股比例	25.4%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	0	14	30
相对表现	3	9	21



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《中国动力（600482）—船海周期持续上行，船用动力龙头乘风而起》2024-08-15
- 《中国动力（600482）—船舶动力系统龙头，24 年上半年利润端预计高增》2024-07-16

王超 S1090514080007
✉ wangchao18@cmschina.com.cn
胡小禹 S1090522050002
✉ huxiaoyu1@cmschina.com.cn
吴洋 S1090523080001
✉ wuyang2@cmschina.com.cn
战泳壮 研究助理
✉ zhanyongzhuang@cmschina.com.cn

J-Eng 三个品牌组成，负责低速机技术研究和产品设计。从制造端来看，根据中国船舶报，2022 年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，市场份额超过 99%，其中，韩国低速机制造占全球市场份额为 48%，中国为 30%，日本为 22%，欧洲市场不足 1%。而根据中国动力 2023 年年度报告，公司船用低速柴油机国际市场份额提高到 39%，呈现快速提升态势。

- **盈利预测：**预计公司 2024/2025/2026 年归母净利润为 14.20/24.52/32.38 亿元，对应估值 36、21、16 倍，维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**原材料价格波动，船舶行业周期上行不及预期，资产重组具有不确定性。

财务数据与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	38298	45103	53325	62089	70656
同比增长	-3%	18%	18%	16%	14%
营业利润(百万元)	424	1174	1893	3281	4337
同比增长	137%	177%	61%	73%	32%
归母净利润(百万元)	333	779	1420	2452	3238
同比增长	51%	134%	82%	73%	32%
每股收益(元)	0.15	0.36	0.63	1.09	1.44
PE	149.2	64.5	36.4	21.1	16.0
PB	1.4	1.4	1.3	1.3	1.2

资料来源：公司数据、招商证券

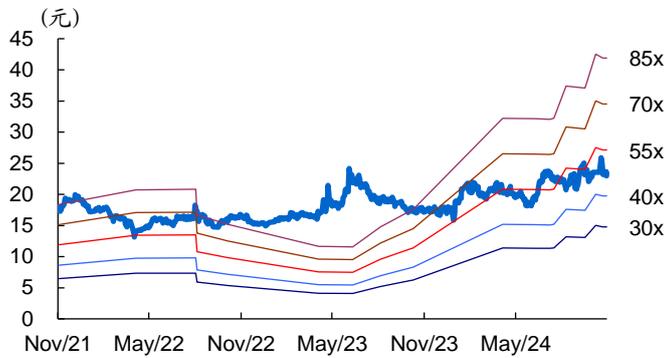
表 1: 销售收入结构预测

报告期		2022	2023	2024E	2025E	2026E
合计						
收入	百万元	38298	45103	53325	62089	70656
成本	百万元	33380	39111	45539	52100	58631
毛利	百万元	4918	5991	7785	9989	12024
毛利率		12.8%	13.3%	14.6%	16.1%	17.0%
柴油动力						
收入	百万元	12787	17215	22069	26904	31703
成本	百万元	11031	14503	18097	21388	24792
毛利	百万元	1756	2712	3972	5515	6911
毛利率		13.7%	15.8%	18.0%	20.5%	21.8%
化学动力						
收入	百万元	9447	10234	10848	11607	12187
成本	百万元	8116	8921	9546	10214	10725
毛利	百万元	1330	1313	1302	1393	1462
毛利率		14.1%	12.8%	12.0%	12.0%	12.0%
海工平台及港机设备						
收入	百万元	4316	4828	5311	6108	7024
成本	百万元	3835	4391	4780	5497	6321
毛利	百万元	481	437	531	611	702
毛利率		11.1%	9.1%	10.0%	10.0%	10.0%
贵金属加工						
收入	百万元	3213	3866	4253	4678	5146
成本	百万元	3265	3678	4040	4444	4889
毛利	百万元	-53	188	213	234	257
毛利率		-1.6%	4.9%	5.0%	5.0%	5.0%
传动设备						
收入	百万元	2920	3513	4504	5490	6470
成本	百万元	2544	3102	3873	4612	5305
毛利	百万元	376	411	631	878	1165
毛利率		12.9%	11.7%	14.0%	16.0%	18.0%
综合电力						
收入	百万元	641	471	518	569	626
成本	百万元	527	393	435	478	526
毛利	百万元	114	78	83	91	100
毛利率		17.8%	16.5%	16.0%	16.0%	16.0%
热气机动力						
收入	百万元	340	384	441	507	583
成本	百万元	246	286	331	380	437
毛利	百万元	94	97	110	127	146
毛利率		27.7%	25.4%	25.0%	25.0%	25.0%
民用核动力						
收入	百万元	537	903	1445	2022	2427
成本	百万元	481	703	1098	1517	1820
毛利	百万元	57	200	347	506	607
毛利率		10.5%	22.1%	24.0%	25.0%	25.0%
燃气蒸汽动力						
收入	百万元	1273	1262	1388	1526	1679
成本	百万元	1127	1159	1249	1374	1511
毛利	百万元	145	102	139	153	168
毛利率		11.4%	8.1%	10.0%	10.0%	10.0%
其他业务						

收入	百万元	2823	2428	2549	2677	2810
成本	百万元	2206	1974	2090	2195	2305
毛利	百万元	617	454	459	482	506
毛利率		21.9%	18.7%	18.0%	18.0%	18.0%

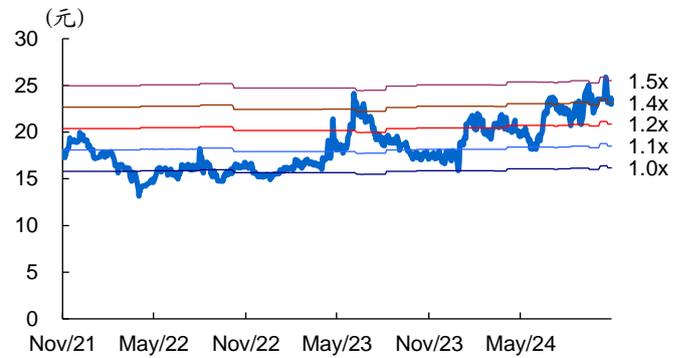
资料来源：公司公告、招商证券

图 1：中国动力历史 PEBand



资料来源：公司数据、招商证券

图 2：中国动力历史 PBBand



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	60759	73307	79536	88018	97052
现金	20726	27154	39678	42032	47464
交易性投资	1250	1	1	1	1
应收票据	5746	5155	6095	7096	8075
应收款项	11769	13402	9077	10569	12027
其它应收款	480	636	751	875	996
存货	15401	17855	13287	15201	14663
其他	5387	9104	10647	12244	13825
非流动资产	25109	25813	25419	25069	24759
长期股权投资	1046	746	746	746	746
固定资产	12928	13009	13048	13085	13118
无形资产商誉	3935	3907	3517	3165	2848
其他	7200	8151	8108	8074	8047
资产总计	85868	99120	104955	113088	121810
流动负债	30740	38632	42560	48233	53881
短期借款	2595	1828	2000	2000	2000
应付账款	14341	17095	19904	22772	25627
预收账款	9675	14668	17078	19539	21989
其他	4129	5042	3577	3922	4266
长期负债	9473	13182	13182	13182	13182
长期借款	2614	5015	5015	5015	5015
其他	6858	8166	8166	8166	8166
负债合计	40213	51814	55741	61414	67063
股本	2161	2187	2251	2251	2251
资本公积金	25678	26173	26581	26581	26581
留存收益	7712	8435	9621	11647	14150
少数股东权益	10105	10511	10761	11194	11766
归属于母公司所有者权益	35550	36795	38453	40479	42982
负债及权益合计	85868	99120	104955	113088	121810

现金流量表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	3100	4598	14369	3089	6415
归母净利润	333	779	1420	2452	3238
折旧摊销	1273	1282	1541	1497	1458
财务费用	159	263	(273)	(416)	(478)
投资收益	(131)	(333)	(422)	(422)	(422)
营运资金变动	719	1637	13521	(1098)	1900
其它	747	969	(1418)	1076	719
投资活动现金流	(3908)	(1778)	(725)	(725)	(725)
资本支出	(1287)	(924)	(1147)	(1147)	(1147)
其他投资	(2621)	(853)	422	422	422
筹资活动现金流	2025	1754	(1120)	(10)	(257)
借款变动	43552	(39)	(1631)	0	0
普通股增加	(20641)	26	64	0	0
资本公积增加	(19102)	495	408	0	0
股利分配	(1961)	(100)	(234)	(426)	(736)
其他	177	1372	273	416	478
现金净增加额	1216	4574	12523	2354	5432

利润表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	38298	45103	53325	62089	70656
营业成本	33380	39111	45539	52100	58631
营业税金及附加	444	530	626	729	830
营业费用	676	729	800	931	1060
管理费用	1990	2257	2668	3107	3535
研发费用	1670	2109	2494	2779	3163
财务费用	(98)	(82)	(273)	(416)	(478)
资产减值损失	448	233	0	0	0
公允价值变动收益	19	22	22	22	22
其他收益	464	595	200	200	200
投资收益	154	340	200	200	200
营业利润	424	1174	1893	3281	4337
营业外收入	35	61	61	61	61
营业外支出	10	74	74	74	74
利润总额	450	1161	1879	3267	4324
所得税	80	102	209	382	514
少数股东损益	37	279	251	433	571
归属于母公司净利润	333	779	1420	2452	3238

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
年成长率					
营业总收入	-3%	18%	18%	16%	14%
营业利润	137%	177%	61%	73%	32%
归母净利润	51%	134%	82%	73%	32%
获利能力					
毛利率	12.8%	13.3%	14.6%	16.1%	17.0%
净利率	0.9%	1.7%	2.7%	3.9%	4.6%
ROE	0.9%	2.1%	3.7%	6.1%	7.5%
ROIC	0.5%	1.7%	2.5%	4.3%	5.5%
偿债能力					
资产负债率	46.8%	52.3%	53.1%	54.3%	55.1%
净负债比率	7.6%	8.7%	6.7%	6.2%	5.8%
流动比率	2.0	1.9	1.9	1.8	1.8
速动比率	1.5	1.4	1.6	1.5	1.5
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.5	0.6
存货周转率	1.6	2.4	2.9	3.7	3.9
应收账款周转率	2.9	2.5	3.2	3.8	3.7
应付账款周转率	1.5	2.5	2.5	2.4	2.4
每股资料(元)					
EPS	0.15	0.36	0.63	1.09	1.44
每股经营净现金	1.43	2.10	6.38	1.37	2.85
每股净资产	16.45	16.83	17.08	17.98	19.09
每股股利	0.05	0.11	0.19	0.33	0.43
估值比率					
PE	149.2	64.5	36.4	21.1	16.0
PB	1.4	1.4	1.3	1.3	1.2
EV/EBITDA	38.5	25.2	17.5	12.7	10.4

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。