

# 中船科技（600072.SH）

## 发行股份购买风电资产，构成重大资产重组

无评级

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 电力设备 · 风电设备

◆ 投资评级：无评级

证券分析师：王蔚祺 010-88005313 wangweiqi2@guosen.com.cn 执证编码：S0980520080003  
 联系人：陈抒扬 0755-81982965 chenshuyang@guosen.com.cn

### 事项：

2022年10月10日，公司公告拟通过发行股份和支付现金的方式收购中国船舶集团旗下中国海装（风电制造业务）、中船风电以及新疆海为（新能源运营资产）等企业，本次交易构成重大资产重组。

**国信电新观点：**1) 通过资产注入，公司将打造包含风电机组及核心部件的研发、生产和销售、风电产业投资与运营、风电工程建设等业务的风电一体化产业链；2) 公司已获取开发意向的新能源项目资源10GW，预计2022-2024年公司新增风电装机容量为0.5/1.0/1.5GW，累计在运风电装机容量为1.2/2.2/3.7GW，支撑公司盈利能力稳步提升；3) 我们预计2022-2024年收入164.2/162.8/186.9亿元（并表后口径，后同），同比-13%/-1%/+15%；实现归母净利润8.3/12.0/17.3亿元，同比+16%/+46%/+44%，对应2022-2024年动态PE为11/16/11倍。首次覆盖，暂未给予投资评级，建议关注。

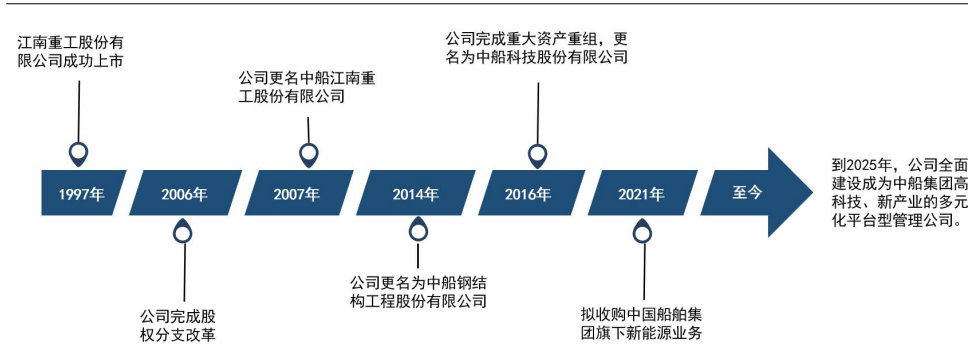
**风险提示：**公司重组计划失败；公司新增装机增速不及预期；原材料价格高企；风机行业竞争加剧。

### 评论：

◆ 中船科技：公司以大型钢结构工程业务起家，现定位为高科技、新产业的多元上市平台

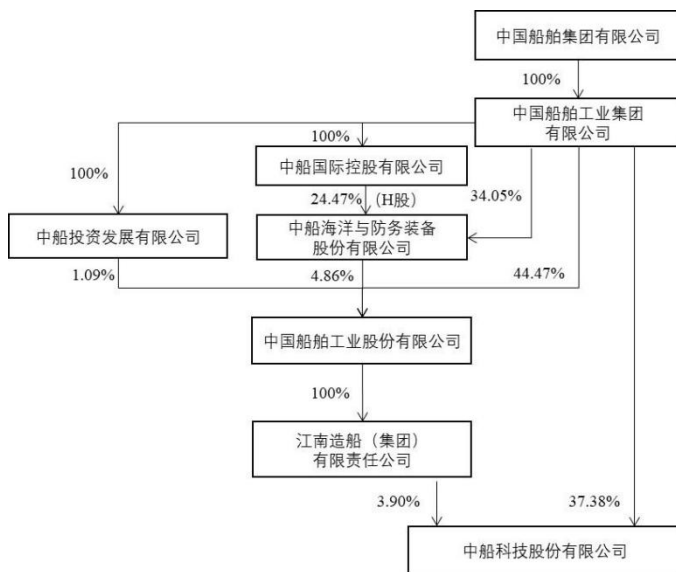
中船科技股份有限公司前身是由江南造船（集团）有限责任公司独家发起，以其下属的钢结构机械事业事业部为主体，通过社会募集方式于1997年成立的上市公司。2016年底公司完成改革重组，更名为中船科技股份有限公司。

图1：中船科技发展历程



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

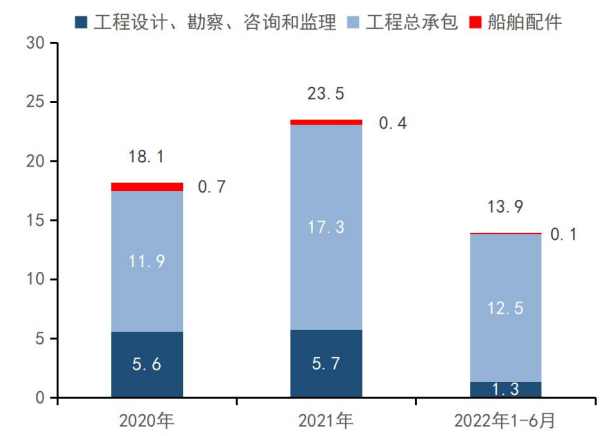
图2：中船科技股权结构



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

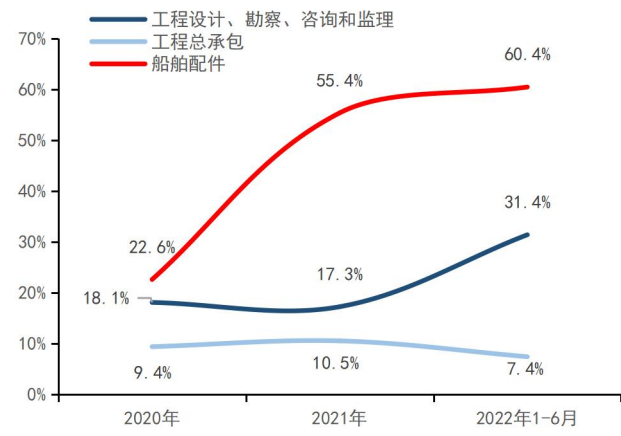
中船科技主营业务是工程设计、勘察、咨询和监理、工程总承包和船舶配件，2020/2021/2022H1 公司主营业务收入分别为 18.1/23.5/13.9 亿元，同比-43.7%/+27.8%/+28.5%，2021-2022H1 公司营业收入同比持续增长，主要系子公司中船九院工程总承包项目的工作量及工作产值增加所致。

图3：2020-2022H1 中船科技主营业务收入构成（亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4：2020-2022H1 中船科技主营业务毛利率（%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 重大资产重组：发行股份和支付现金的方式收购中国船舶集团旗下新能源业务资产

2022年10月10日，公司公告拟定增募集配套资金30亿元和发行股份的方式收购中国船舶集团旗下新能源业务资产，主要资产包括中国海装100%股份、凌久电气10%少数股权、洛阳双瑞44.64%少数股权、中船风电88.58%股权和新疆海为100%股权。由于凌久电气和洛阳双瑞均是中船海装的控股子公司，本次收购实际交易主体为中国海装、中船风电、新疆海为三家。本次交易构成重大资产重组。

根据经备案的资产评估结果，标的资产的合计交易对价为91.98亿元，其中，中国海装100%股份的交易对价为60.93亿元，中船风电88.58%股权的交易对价为18.51亿元，新疆海为100%股权的交易对价为8.45亿元，洛阳双瑞44.64%少数股权的交易对价为3.95亿元，凌久电气10%少数股权的交易对价为0.13亿元。

表1：中船科技本次收购各标的资产交易对价（亿元）

标的公司	标的公司评估值 (A)	标的公司评估基准日后现 金分红金额 (B)	标的资产对应股比 (C)	标的资产交易对价 [D=(A-B)*C]
中国海装	61.23	0.30	100.00%	60.93
中船风电	20.89	未实施现金分红	88.58%	18.51
新疆海为	9.12	0.67	100.00%	8.45
洛阳双瑞	9.80	0.94	44.64%	3.95
凌久电气	1.34	未实施现金分红	10.00%	0.13
<b>合计</b>	<b>102.37</b>	<b>1.90</b>	<b>-</b>	<b>91.98</b>

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

经交易各方友好协商，公司拟发行 7.68 亿股支付交易对价 87.43 亿元，拟定增股份价格为 11.39 元/股，剩余部分由公司现金支付。另外，公司拟定增募集不超过 30 亿元的配套资金，用于海风装备、叶片产线建设，风电项目建设及补充流动资金。其中，用于补充流动资金、偿还债务的比例将不超过交易作价的 25%，或不超过募集配套资金总额的 50%。具体资金用途方案如下：

表2：中船科技本次定增募集配套资金用途（亿元）

序号	募集资金用途	投资总额	拟投入募集资金	投资主体
1	兴城 2 号 30 万千瓦风电项目	17.0	6.8	中船风电（或全资子公司）
2	江苏盐城风电叶片产线升级改造项目	4.9	3.5	洛阳双瑞（或全资子公司）
3	中国海装象山大型海上风电装备产业园总装基地建设项目	4.8	2.9	中国海装（或全资子公司）
4	正镶白族乌宁巴图风电二期 100MW 风电项目	6.1	1.8	中船风电（或全资子公司）
5	补充流动资金	15.0	15.0	-
<b>合计</b>		<b>47.8</b>	<b>30.0</b>	<b>-</b>

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

通过本次交易重组及募资，中船科技将新增风电机组及核心部件的研发、生产和销售、风电产业投资运营管理、风电工程建设业务等业务。公司有望利用上市公司的融资等综合优势，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。本次交易完成前后，公司财务状况、盈利能力变动如下：

表3：交易重组完成前后中船科技财务状况和盈利能力变动情况（亿元、%）

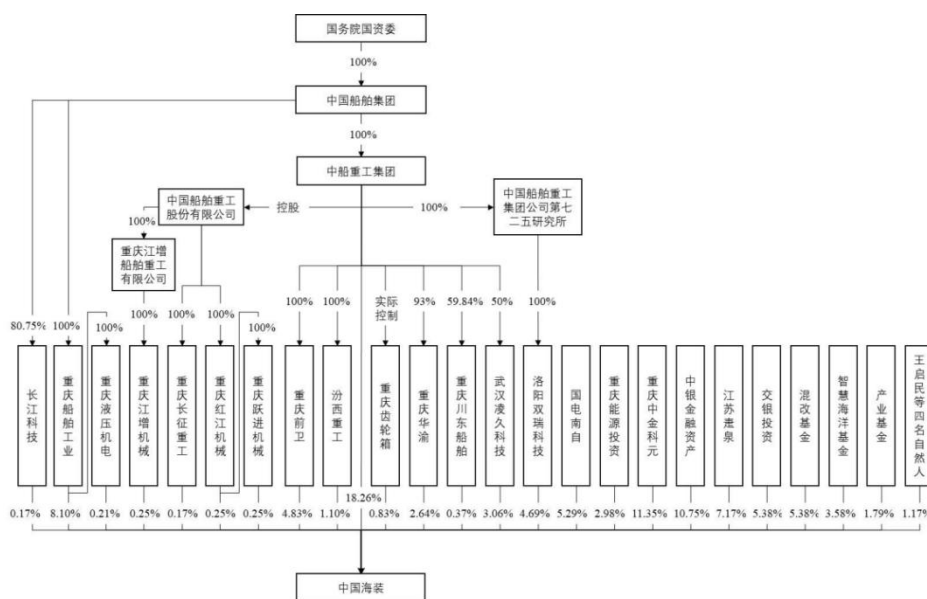
项目	2022 年 6 月末/2022 年 1-6 月			2021 年末/2021 年度		
	交易前	交易后（备考）	变动率	交易前	交易后（备考）	变动率
资产总计	75.79	390.31	415%	78.54	403.94	414%
负债合计	32.96	278.55	745%	35.69	294.64	726%
归属母公司所有者权益	39.56	107.00	170%	39.56	104.95	165%
营业收入	14.15	91.35	546%	24.09	187.69	679%
归属母公司所有者净利润	0.44	3.22	632%	0.80	7.13	790%
扣非归属母公司净利润	0.34	3.03	801%	0.78	3.83	390%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 中国海装：背靠国家海上风电工程技术研究中心，已成为中国海上风电整机和运维排头兵

中国船舶集团海装风电股份有限公司（简称“中国海装”）前身为中船重工（重庆）海装风电设备有限公司，成立于2004年1月9日，隶属于中国船舶集团有限公司，是国家海上风力发电工程技术研究中心平台建设单位，专业从事风电装备系统集成设计及制造、风电场工程服务及新能源系统集成服务的高新技术企业。中国海装是“全球新能源企业500强”，目前为200多个风场提供运维服务，具备向全球客户提供整体解决方案的能力。

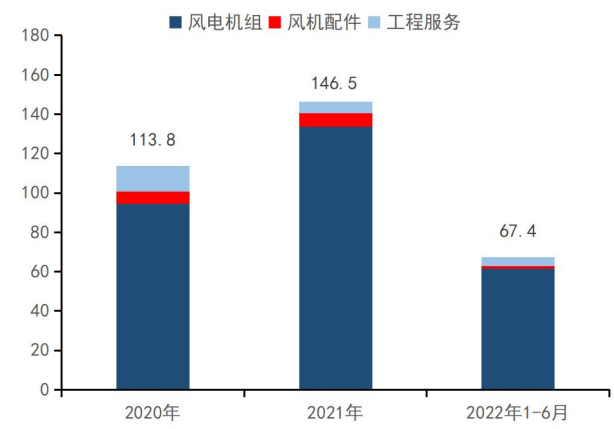
图5：中国海装股权结构



资料来源：中船科技公司公告，国信证券经济研究所整理

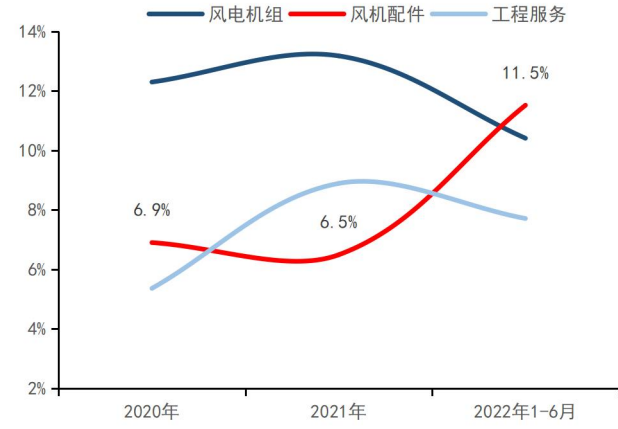
中国海装主营业务是风电机组、风机配件的制造及销售，和风电相关工程服务。2020/2021/2022H1 公司主营业务收入分别为 113.8/146.5/67.4 亿元，2021 年同比增长 28.7%，主要受益于 2021 年海上风电抢装；中国海装主营业务毛利率分别为 11.2%/12.7%/10.3%，2022 年因海风结束抢装，营业收入和毛利率有所下滑。

图6：2020-2022H1 中国海装主营业务收入构成（亿元）



资料来源：中船科技公司公告，国信证券经济研究所整理

图7：2020-2022H1 中国海装主营业务毛利率（%）



资料来源：中船科技公司公告，国信证券经济研究所整理

中国海装旗下拥有 22 家直接控股二级子公司，其中公司持有洛阳双瑞 55.36% 股权和凌久电气 90% 股权。

(1) 洛阳双瑞主要从事风电叶片的技术研发、生产及销售，产品覆盖不同功率、陆上和海上风电场的应用。截至 2022 年 6 月 30 日，公司叶片产能达到 1200 套/年。2020/2021/2022H1 公司风电叶片销量为 884/714/411 套，实现营业收入 22.6/25.9/9.7 亿元，毛利率达到 16.9%/15.7%/18.1%。

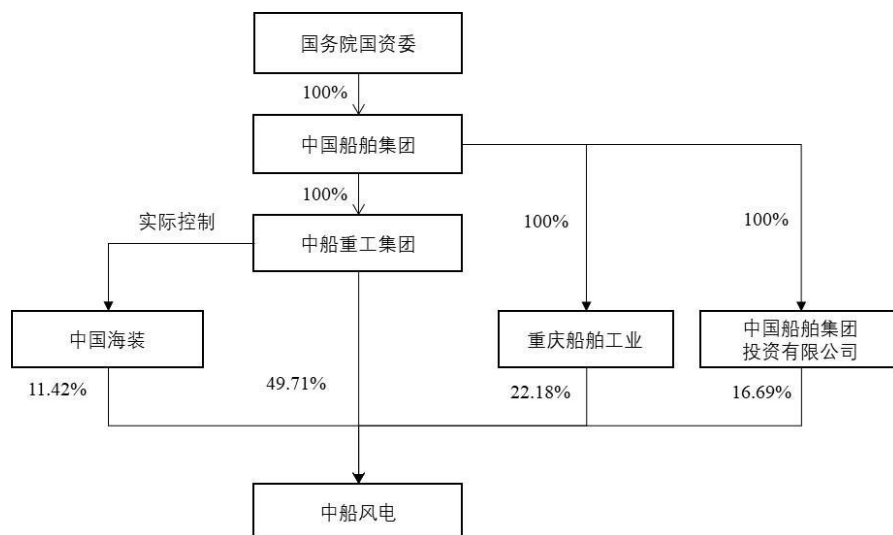
(2) 凌久电气主要产品包括风电机组主控系统、变桨系统、风电变流器及风电场监控系统等，目前主要产品处于稳定批量生产阶段。截至 2022 年 6 月 30 日，公司主控系统及中央监控系统产能达到 500 台/套。2020/2021/2022H1 公司主控系统及中央监控系统销量为 310/226/91 套/台，实现营业收入 0.96/0.83/0.38 亿元，毛利率达到 19.6%/33.5%/30.0%。

◆ 中船风电：中船旗下专业化风电投资与运营平台，项目资源储备约 10GW

中船风电成立于 2020 年 9 月，是中国船舶集团有限公司旗下专业化风电投资开发运营公司，依托集团公司风电全产业链资源，主要从事新能源投资运营以及海上风电安装作业平台“中船 101”和海上工程施工业务。

公司已累计开发投资风电项目容量近 3GW，已获取开发意向的项目资源约 10GW，在运营风电项目容量 0.41GW，在建风电项目 0.95GW，规划“十四五”时期开发、建设、运营清洁能源项目超过 10GW。

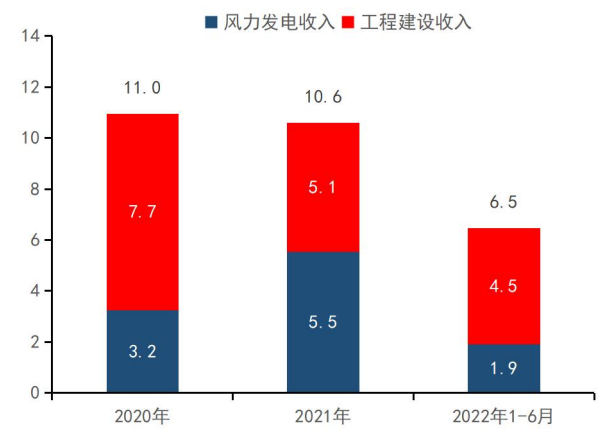
图 8：中船风电股权结构



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

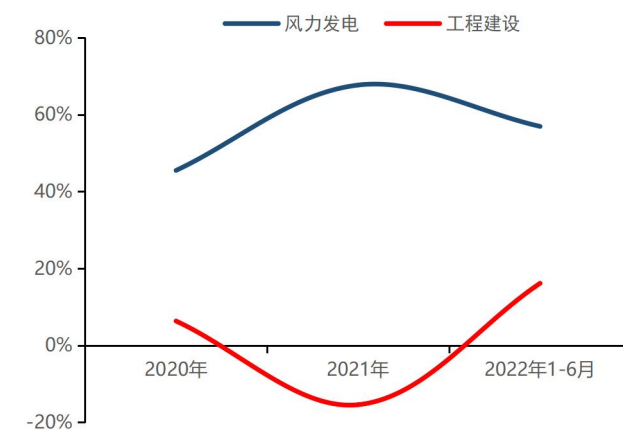
中船风电主营业务是风力发电和工程建设，2020/2021/2022H1 公司主营业务收入为 11.0/10.6/6.5 亿元，其中：1) 风力发电收入分别为 3.2/5.5/1.9 亿元。2022H1 风力发电收入有所下降，主要系因 2021 年中船风电出售新疆三塘湖 98MW 和新疆景峡 200MW 两个风电项目。2) 工程建设收入分别为 7.7/5.1/4.5 亿元，2022 年工程建设收入有望超过 2020 年。2020/2021/2022H1 中船风电风力发电业务的毛利率总体维持较高水平，符合行业水平。工程收入因具体项目执行差异出现一定波动。

图9：2020-2022H1 中船风电主营业务收入构成（亿元）



资料来源：中船科技公司公告，国信证券经济研究所整理

图10：2020-2022H1 中船风电主营业务毛利率（%）



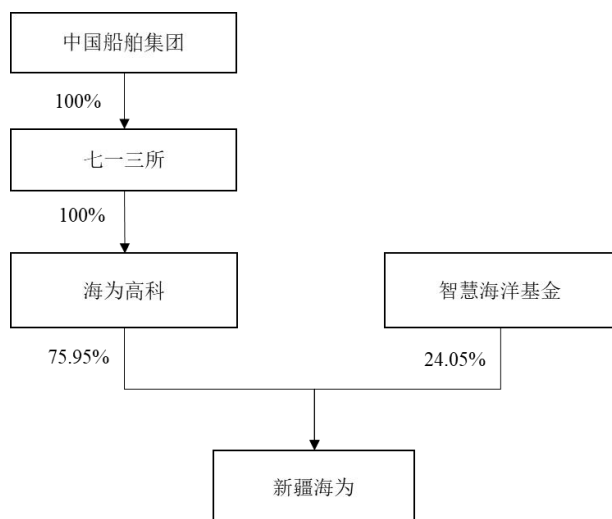
资料来源：中船科技公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 新疆海为：军工科研生产转战清洁能源开发，定位于新疆地区新能源建设与运营业务

新疆海为是中国船舶集团有限公司第七一三研究所于2010年4月在新疆全额出资成立的新能源平台公司，主要从事新疆地区的新能源项目的投资、运营。

目前公司已建成运营风电项目累计装机200MW、光伏项目累计装机90MW，对外累计承接合同额近50亿元。根据公司公告，公司规划2025年税后收入达到16亿元，“十四五”期间实现税后总收入55亿元。

图11：新疆海为股权结构



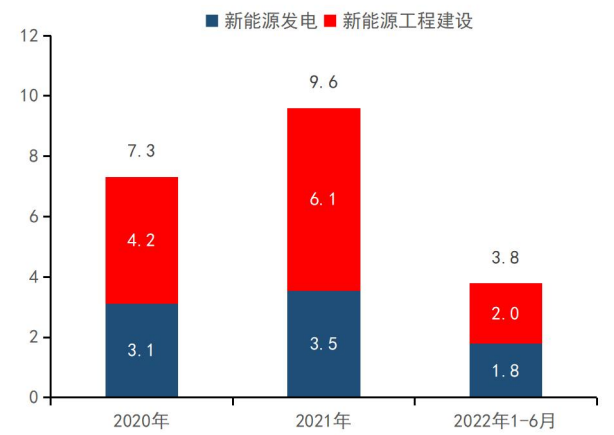
资料来源：中船科技公司公告，国信证券经济研究所整理

新疆海为主营业务是新能源发电及新能源工程建设，2020/2021/2022H1 公司营业收入分别为 7.3/9.6/3.8 亿元，2021 年营业收入同比增长 31.1%，主要系因新能源工程建设业务收入增加所致。

2020/2021/2022H1 新疆海为新能源工程建设业务营业收入分别为 4.2/6.1/2.0 亿元，毛利率分别为 -0.77%/4.37%/13.33%。

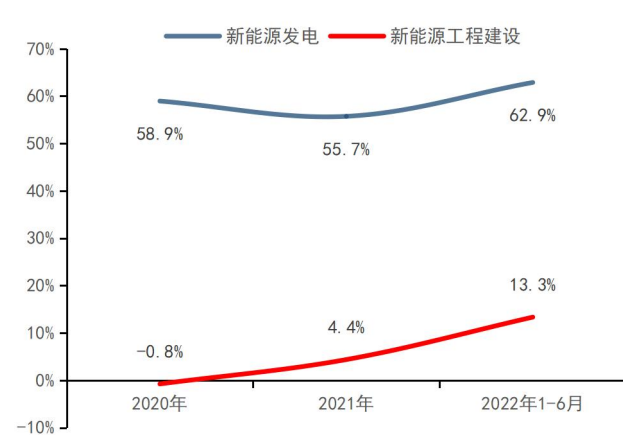
2020/2021/2022H1 新疆海为新能源发电业务营业收入分别为 3.1/3.5/1.8 亿元，毛利率分别为 58.9%/55.7%/62.9%。其中：1) 新能源发电收入呈现增长趋势，主要系因对在运营的 7 个风电项目和光伏项目运营效率提升所致；2) 2021 年毛利率有所下降，主要系因 2021 年对部分风机零部件进行更换所致。

图12: 2020-2022H1 新疆海为主营业务收入构成 (亿元)



资料来源: 中船科技公司公告, 国信证券经济研究所整理

图13: 2020-2022H1 新疆海为主营业务毛利率 (%)



资料来源: 中船科技公司公告, 国信证券经济研究所整理

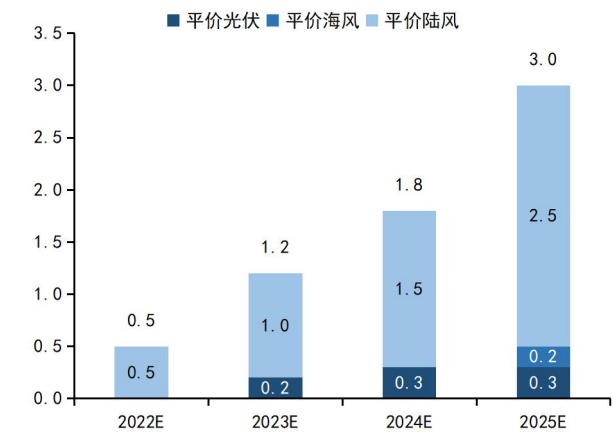
◆ 盈利预测: 2022-2024 年公司实现归母净利润 8.3/12.0/17.3 亿元, 同比+16%/+46%/+44%

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, 新能源运营发电等, 其中毛利率较高的新能源运营发电业务将为公司带来较好的业绩支撑。

风电机组: 预计 2022-2025 年公司陆风风机出货量分别为 2.5/2.7/3.6/4.3GW, 海风风机出货量分别为 1.0/1.5/1.9/2.0GW。

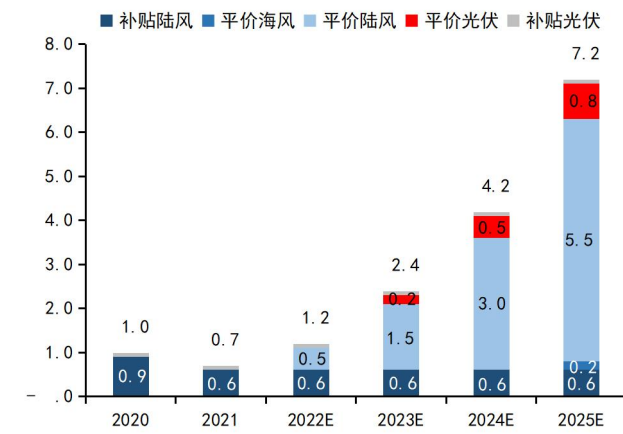
新能源发电: 预计 2022-2025 年末公司陆风新增装机 0.5/1.0/1.5/2.5GW, 海风新增装机 0/0/0/0.2GW, 光伏新增装机 0/0.2/0.3/0.3GW。

图14: 当年年末公司控股新能源新增装机容量预测 (GW)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理与预测

图15: 当年年末公司控股新能源累计装机容量预测 (GW)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理与预测

表4: 主营业务假设

	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
<b>风电机组</b>						
<b>陆风风机销量 (GW)</b>	<b>2.4</b>	<b>1.7</b>	<b>2.5</b>	<b>2.7</b>	<b>3.6</b>	<b>4.3</b>
单价 (元/kW)	3,400	3,200	2,450	1,500	1,500	1,500
成本 (元/kW)	2,950	2,850	2,180	1,400	1,350	1,350
毛利 (元/kW)	450	350	270	100	150	150
陆风风机收入 (亿元)	82.1	53.0	60.8	41.0	53.3	63.9
陆风风机毛利 (亿元)	10.9	5.8	6.7	2.7	5.3	6.4
毛利率 (%)	13%	11%	11%	7%	10%	10%
<b>海风风机销量 (GW)</b>	<b>0.2</b>	<b>1.2</b>	<b>1.0</b>	<b>1.5</b>	<b>1.9</b>	<b>2.0</b>
单价 (元/kW)	5,800	6,600	4,500	3,500	3,000	2,800
成本 (元/kW)	4,500	5,600	3,700	2,800	2,400	2,250
毛利 (元/kW)	1,300	1,000	800	700	600	550
海风风机收入 (亿元)	13.7	79.8	43.5	54.1	55.7	57.2
海风风机毛利 (亿元)	3.1	12.1	7.7	10.8	11.1	11.2
毛利率 (%)	22%	15%	18%	20%	20%	20%
<b>收入 (亿元)</b>	<b>95.8</b>	<b>132.8</b>	<b>104.4</b>	<b>95.1</b>	<b>109.0</b>	<b>121.1</b>
<b>毛利 (亿元)</b>	<b>13.9</b>	<b>17.9</b>	<b>14.4</b>	<b>13.6</b>	<b>16.5</b>	<b>17.6</b>
<b>毛利率 (%)</b>	<b>15%</b>	<b>13%</b>	<b>14%</b>	<b>14%</b>	<b>15%</b>	<b>15%</b>
<b>新能源发电</b>						
<b>收入 (亿元)</b>	<b>6.4</b>	<b>9.1</b>	<b>7.9</b>	<b>10.8</b>	<b>17.1</b>	<b>26.7</b>
<b>毛利 (亿元)</b>	<b>3.3</b>	<b>5.7</b>	<b>4.9</b>	<b>6.8</b>	<b>10.6</b>	<b>16.6</b>
<b>毛利率 (%)</b>	<b>52%</b>	<b>63%</b>	<b>62%</b>	<b>63%</b>	<b>62%</b>	<b>62%</b>
<b>工程承包与勘察</b>						
<b>总承包 (船舶)</b>						
收入 (亿元)	11.9	17.3	18.2	17.3	16.4	15.6
毛利 (亿元)	1.1	1.8	1.8	1.7	1.6	1.6
毛利率 (%)	9%	11%	10%	10%	10%	10%
<b>勘察、咨询和监理</b>						
收入 (亿元)	5.6	5.7	5.7	5.7	5.7	5.7
毛利 (亿元)	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
毛利率 (%)	18%	17%	18%	18%	18%	18%
<b>新能源工程建设</b>						
收入 (亿元)	11.9	11.1	13.9	16.0	18.4	21.1
成本 (亿元)	0.5	(0.5)	2.1	2.4	2.8	3.2
毛利率 (%)	4%	-5%	15%	15%	15%	15%
<b>收入 (亿元)</b>	<b>29.4</b>	<b>34.1</b>	<b>37.8</b>	<b>39.0</b>	<b>40.5</b>	<b>42.4</b>
<b>成本 (亿元)</b>	<b>2.6</b>	<b>2.3</b>	<b>4.5</b>	<b>5.2</b>	<b>5.4</b>	<b>5.8</b>
<b>毛利率 (%)</b>	<b>9%</b>	<b>7%</b>	<b>12%</b>	<b>13%</b>	<b>13%</b>	<b>14%</b>
<b>其他</b>						
<b>收入 (亿元)</b>	<b>20.6</b>	<b>13.8</b>	<b>14.2</b>	<b>17.9</b>	<b>20.3</b>	<b>22.8</b>
<b>成本 (亿元)</b>	<b>1.6</b>	<b>1.5</b>	<b>2.1</b>	<b>3.2</b>	<b>3.4</b>	<b>3.7</b>
<b>毛利率 (%)</b>	<b>8%</b>	<b>11%</b>	<b>15%</b>	<b>18%</b>	<b>17%</b>	<b>16%</b>

资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理及预测



公司有望于 2023 年完成交易，同时合并财务报表。按照并表后口径的经营数据预测，预计 2022-2024 年收入 164.2/162.8/186.9 亿元，同比-13%/-1%/+15%；实现归母净利润 8.3/12.0/17.3 亿元，同比+16%/+46%/+44%。

表5：公司合并财务报表前后经营数据

	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
<b>合计经营数据（原业务）</b>						
收入（亿元）	18.7	24.1	24.7	25.1	24.2	23.4
yoy（%）	-44%	29%	3%	1%	-3%	-3%
成本（亿元）	16.1	20.7	21.5	21.0	20.2	19.4
毛利率（%）	14%	14%	13%	16%	17%	17%
<b>合计经营数据（并表后）</b>						
收入（亿元）		187.7	164.2	162.8	186.9	213.1
yoy（%）			-13%	-1%	15%	14%
成本（亿元）		159.6	138.3	134.2	151.0	169.4
毛利率（%）			16%	18%	19%	20%

资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理及预测

表6：盈利预测及市场重要数据

	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,875	18,769	16,422	16,283	18,688	21,306
(+/-%)	-43.7%	901.0%	-12.5%	-0.9%	14.8%	14.0%
净利润(百万元)	143	713	826	1202	1726	2028
(+/-%)	4.1%	396.8%	16.0%	45.5%	43.5%	17.5%
每股收益（元）	0.19	0.97	1.12	0.80	1.15	1.35
EBIT Margin	-1.9%	4.1%	6.2%	8.1%	9.8%	11.3%
净资产收益率（ROE）	3.7%	6.8%	7.6%	5.8%	7.8%	8.5%
市盈率（PE）	64.3	12.9	11.2	15.7	10.9	9.3
EV/EBITDA	435.5	45.3	25.7	23.9	19.1	16.1
市净率（PB）	2.17	0.84	0.81	0.89	0.84	0.79

资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理及预测

#### ◆ 绝对估值法：合理估值区间 13.95-15.14 元

假设公司 2023 年成功发行 7.68 亿股完成资产重组，以 11.39 元/股的价格计算，交易完成后公司发行在外股数达到 15.04 亿股。暂未考虑募集 30 亿元配套资金用于海风装备、叶片产线建设，风电项目建设及补充流动资金的定向增发股数。

根据以下主要假设条件，采用 FCFE 估值方法，得到公司股价的合理估值区间为 13.95-15.14 元，对应 2023 年动态 PE 为 17-19 倍，较公司当前股价有 11%-21%的溢价空间。

表7：资本成本假设

无杠杆 Beta	1.26	Kd	4.00%
无风险利率	3.20%	T	13.00%
股票风险溢价	5.00%	Ka	9.50%
公司股价（元/股）	12.52	有杠杆 Beta	1.79
发行在外股数（2023E）	1504	Ke	12.14%
股票市值 E（百万元）	18828	E/（D+E）	70.00%
债务总额 D（百万元）	8229	D/（D+E）	30.00%
永续增长率 TV	2.0%	WACC	9.54%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

**表8: 绝对估值敏感性分析**

<b>14.51</b>	11.7%	11.9%	<b>12.1%</b>	12.3%	12.5%
2.6%	16.05	15.58	15.14	14.71	14.31
2.4%	15.81	15.36	14.92	14.51	14.11
2.2%	15.58	15.14	14.72	14.32	13.93
<b>2.0%</b>	15.36	14.93	<b>14.52</b>	14.13	13.75
1.8%	15.14	14.73	14.33	13.95	13.58
1.6%	14.94	14.53	14.15	13.78	13.42
1.4%	14.74	14.35	13.97	13.61	13.26

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

**◆ 相对估值: 合理估值区间 12.0-13.6 元**

公司重组后主要收入和利润贡献来自主营风机制造和新能源运营, 我们选取相关行业代表性企业作为可比公司。在风机业务中, 我们选取同样为国有企业, 并且历史风机出货排名接近的运达股份, 以及同样侧重海上风机销售的明阳智能; 在新能源发电业务方面, 我们选取同样容量增速较高的三峡能源。

**表9: 2017-2021 年中国市场主要风电整机制造企业新增装机容量市占率及排名**

序号	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年		2021 年	
	制造商	占比	制造商	占比	制造商	占比	制造商	占比	制造商	占比
1	金风科技	26.6%	金风科技	31.7%	金风科技	29.9%	金风科技	22.6%	金风科技	20.4%
2	远景能源	15.4%	远景能源	19.8%	远景能源	19.2%	远景能源	16.8%	远景能源	14.6%
3	明阳智能	12.5%	明阳智能	12.4%	明阳智能	13.5%	明阳智能	10.1%	明阳智能	12.4%
4	联合动力	6.7%	联合动力	5.9%	运达股份	6.0%	电气风电	8.5%	运达股份	12.1%
5	<b>中国海装</b>	<b>5.9%</b>	电气风电	5.4%	东方电气	4.9%	运达股份	6.7%	电气风电	9.9%
	<b>CR5</b>	<b>67.1%</b>	<b>CR5</b>	<b>75.2%</b>	<b>CR5</b>	<b>73.5%</b>	<b>CR5</b>	<b>64.7%</b>	<b>CR5</b>	<b>69.4%</b>
6	电气风电	5.7%	运达股份	4.0%	电气风电	4.7%	中车风电	6.4%	<b>中国海装</b>	<b>6.3%</b>
7	哈电风能	4.7%	<b>中国海装</b>	<b>3.8%</b>	<b>中国海装</b>	<b>4.1%</b>	东方电气	5.7%	中车风电	5.9%
8	运达股份	4.2%	哈电风能	2.6%	联合动力	3.9%	三一重能	5.6%	三一重能	5.7%
9	东方电气	4.1%	Vestas	2.6%	中车风电	3.4%	<b>中国海装</b>	<b>5.4%</b>	东方电气	5.6%
10	华创风能	3.7%	东方电气	1.8%	三一重能	<b>2.6%</b>	联合动力	3.7%	联合动力	2.2%
	<b>CR10</b>	<b>89.5%</b>	<b>CR10</b>	<b>90.0%</b>	<b>CR10</b>	<b>92.2%</b>	<b>CR10</b>	<b>91.5%</b>	<b>CR10</b>	<b>95.1%</b>
11	三一重能	<b>2.1%</b>	中车风电	1.4%	哈电风能	2.6%	Vestas	2.1%	哈电风能	1.2%
12	中车风电	2.1%	南京风电	1.4%	西门子歌美飒	1.6%	GE	1.9%	Vestas	1.2%
13	Vestas	2.0%	西门子歌美飒	1.3%	华仪风能	1.0%	哈电风能	1.3%	西门子歌美飒	1.0%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所预测

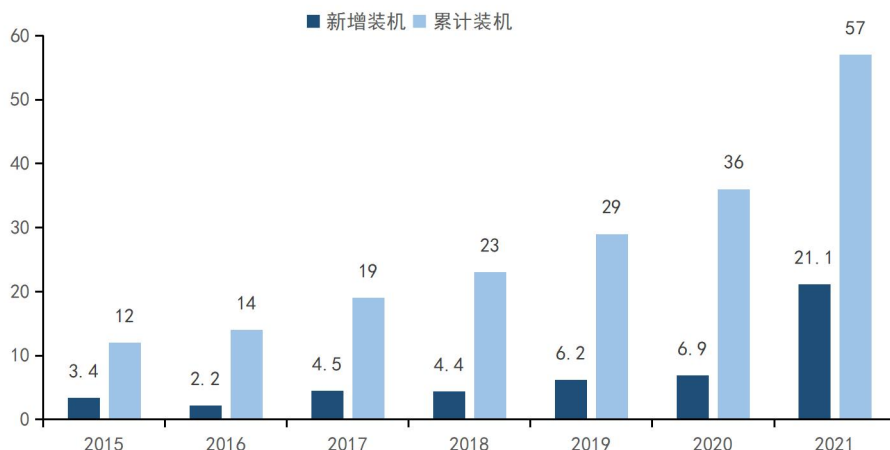
由下图可见, 由于运达股份的主营业务中陆风占比较高, 预期增速低于海上风机; 明阳智能海上风机占比较高, 但主营业务中资产处置收益占据 20-30% 的较高比例, 影响估值倍数; 三峡能源作为容量增速最快的新能源发电央企, 在三家可比公司中处于较高水平。我们预期公司在风机业务中, 将立足海风的发展赛道获得高于陆风的成长性, 同时自建新能源电站的装机增速高于同行业水平, 两项主业的发展增速预期和业绩构成均对应较高的行业平均估值。基于上述判断, 我们认为公司 2023 年的可比估值应为 15-17 倍, 对应估值区间为 12.0 元-13.6 元, 较公司当前股价有-4%至 9% 的溢价空间。

**表10: 同类可比公司估值比较 (2022 年 11 月 11 日收盘价)**

公司名称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE			PB (2022E)
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	
运达股份	17.75	96	1.21	1.47	1.81	14.71	12.09	9.83	2.81
明阳智能	26.39	600	1.83	2.14	2.47	14.43	12.32	10.69	2.35
三峡能源	5.68	1,626	0.29	0.36	0.43	19.33	15.87	13.33	2.12
						<b>16.16</b>	<b>13.43</b>	<b>11.28</b>	<b>2.42</b>
中船科技	12.52	188	1.12	0.80	1.15	11.15	15.66	10.91	0.81

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测 注: 运达股份、明阳智能、三峡国际采用 wind 一致预测, 中船科技除股价外均为合并后数据。

图16: 2015-2021 年全球海上风电新增及累计装机容量 (单位: GW)



资料来源: 明阳智能, 国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议: 首次覆盖, 暂未给予投资评级, 建议关注。

1) 通过新能源资产注入, 公司将打造包含风电机组及核心部件的研发、生产和销售、风电产业投资与运营、风电工程建设等业务的风电一体化产业链, 有望推进中国船舶集团内产业板块的整合优化, 实现公司整体业务的协同互补和持续增长; 2) 公司已获取开发意向的新能源项目资源 10GW, 预计 2022-2024 年公司新增风电装机容量为 0.5/1.0/1.5GW, 累计在运风电装机容量为 1.2/2.2/3.7GW, 支撑公司盈利能力稳步提升; 3) 我们预计 2022-2024 年收入 164.2/162.8/186.9 亿元, 同比-13%/-1%/+15%; 实现归母净利润 8.3/12.0/17.3 亿元, 同比+16%/+46%/+44%, 对应 2022-2024 年动态 PE 为 11/16/11 倍。综合考虑 FCFE 估值和相对估值, 我们认为公司股价的合理估值区间为 14.0-15.1 元, 对应 2023 年动态 PE 区间为 17-19 倍, 较公司当前股价有 11%-21%的溢价空间。首次覆盖, 暂未给予投资评级, 建议关注。

◆ 风险提示

公司重组交易失败; 公司新增装机增速不及预期; 原材料价格高企。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
2020	2021	2022E	2023E	2024E	2020	2021	2022E	2023E	2024E		
现金及现金等价物	2363	8385	9546	19513	20220	<b>营业收入</b>	<b>1875</b>	<b>18769</b>	<b>16422</b>	<b>16283</b>	<b>18688</b>
应收款项	860	6946	8769	6691	7680	营业成本	1611	15965	13826	13420	15098
存货净额	1057	8274	6637	4412	4550	营业税金及附加	19	79	49	49	56
其他流动资产	710	2757	2976	2013	1812	销售费用	21	673	547	532	594
<b>流动资产合计</b>	<b>6701</b>	<b>28772</b>	<b>28946</b>	<b>33435</b>	<b>35168</b>	管理费用	199	505	430	434	510
固定资产	1107	6392	6003	8182	12949	研发费用	61	773	547	532	594
无形资产及其他	83	378	331	284	236	财务费用	41	222	247	230	278
其他长期资产	948	4007	3574	2931	2803	投资收益	182	408	162	260	358
长期股权投资	211	845	845	845	845	资产减值及公允价值变动	23	(375)	(150)	(150)	(150)
<b>资产总计</b>	<b>9052</b>	<b>40394</b>	<b>39699</b>	<b>45676</b>	<b>52001</b>	其他收入	20	509	230	230	230
短期借款及交易性金融负债	811	3080	3000	2000	2000	营业利润	170	720	868	1275	1846
应付款项	1607	12321	10350	8089	9100	营业外净收支	(5)	(13)	0	0	0
其他流动负债	268	1943	7748	5755	5671	<b>利润总额</b>	<b>166</b>	<b>707</b>	<b>868</b>	<b>1275</b>	<b>1846</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>3428</b>	<b>22328</b>	<b>21098</b>	<b>15843</b>	<b>16771</b>	所得税费用	26	(9)	35	64	111
长期借款及应付债券	1282	5229	5229	6949	10901	少数股东损益	(4)	4	7	9	9
其他长期负债	90	1907	2003	1808	1880	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>143</b>	<b>713</b>	<b>826</b>	<b>1202</b>	<b>1726</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>1372</b>	<b>7136</b>	<b>7232</b>	<b>8757</b>	<b>12781</b>	<b>现金流量表（百万元）</b>					
<b>负债合计</b>	<b>4800</b>	<b>29464</b>	<b>28330</b>	<b>24600</b>	<b>29552</b>	<b>净利润</b>	143	713	826	1202	1726
少数股东权益	329	435	441	450	460	资产减值准备	(10)	(273)	(100)	(100)	(100)
股东权益	3924	10495	10928	20625	21990	折旧摊销	68	80	436	502	703
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>9052</b>	<b>40394</b>	<b>39699</b>	<b>45676</b>	<b>52001</b>	公允价值变动损失	0	(0)	0	0	0
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	41	222	247	230	278
每股收益	0.19	0.97	1.12	0.80	1.15	营运资本变动	(939)	582	(164)	1224	(98)
每股红利	0.06	0.53	0.34	0.24	0.34	其它	1394	(774)	287	(116)	101
每股净资产	5.78	14.84	15.44	14.01	14.93	<b>经营活动现金流</b>	<b>656</b>	<b>328</b>	<b>1285</b>	<b>2712</b>	<b>2332</b>
ROIC	3%	8%	6%	6%	6%	资本开支	(100)	(123)	0	(2633)	(5423)
ROE	4%	7%	8%	6%	8%	其它投资现金流	774	875	595	903	486
毛利率	14%	15%	16%	18%	19%	<b>投资活动现金流</b>	<b>674</b>	<b>753</b>	<b>595</b>	<b>(1730)</b>	<b>(4937)</b>
EBIT Margin	-2%	4%	6%	8%	10%	权益性融资	(16)	5837	0	8743	0
EBITDA Margin	2%	5%	9%	11%	14%	负债净变化	(1170)	(6775)	(80)	720	3952
收入增长	-44%	901%	-13%	-1%	15%	支付股利、利息	(42)	(44)	(393)	(248)	(361)
净利润增长率	4%	397%	16%	45%	44%	其它融资现金流	(339)	(10722)	(80)	(1000)	0
资产负债率	53%	73%	71%	54%	57%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(1270)</b>	<b>(1204)</b>	<b>(720)</b>	<b>8985</b>	<b>3313</b>
息率	0.5%	4.3%	2.7%	1.9%	2.7%	<b>现金净变动</b>	<b>61</b>	<b>(124)</b>	<b>1160</b>	<b>9967</b>	<b>708</b>
P/E	64.3	12.9	11.2	15.7	10.9	货币资金的期初余额	2354	2363	8385	9546	19513
P/B	2.2	0.8	0.8	0.9	0.8	货币资金的期末余额	2363	8385	9546	19513	20220
EV/EBITDA	435.5	45.3	25.7	23.9	19.1	企业自由现金流	(1001)	1302	1254	342	(3093)
						权益自由现金流	(2206)	(5692)	937	843	598

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 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