

证券研究报告

亚星锚链（601890.SH）： 持续扩张的全球链条龙头， 船舶、海工、矿用、漂浮式海风接力成长

评级：	增持
上次评级：	首次覆盖
目标价格：	
最新收盘价：	9.24

【华西机械团队】

刘泽晶：S1120520020002

2023年12月4日

股票代码：	601890
52 周最高价/最低价：	7.99/12.08
总市值(亿)	88.65
自由流通市值(亿)	88.65
自由流通股数(百万)	959.40

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

- **持续扩张的全球链条龙头，业绩端表现加速增长。** 公司是全球最大的链条生产企业之一，专业从事船用锚链、海洋系泊链和矿用链，全球龙头地位稳固。受益于船舶和海工行业景气度上行，公司业绩端正在加速提升。**1) 收入端：**2022年公司营收15.16亿元，2017-2022年CAGR约8%，2023Q1-Q3实现营收14.90亿元，同比+39%，加速增长。**2023H1公司承接订单9.23万吨，同比+18%，其中船用锚链6.92万吨，同比+14%；海洋石油平台系泊链2.31万吨，同比+86%，系泊链订单加速增长。展望未来，受益于船舶、海工行业景气上行，公司收入端增长有望进一步提速。****2) 利润端：**2022年归母净利润为1.49亿元，2017-2022年CAGR达到35%，远高于收入端增速，反映出盈利能力提升，2017-2023Q1-Q3销售净利率分别为2.69%、-2.30%、7.01%、8.04%、9.19%、10.02%和11.86%，其中2023Q3达到13.42%，创近三年来历史新高。**往后来看，随着原材料价格回落，叠加船舶市场需求回暖，锚链有望实现量价齐升，高毛利率的系泊链收入占比提升，公司盈利水平仍有较大提升空间。**
- **船舶&海工主业处于上行周期，公司基本盘有望持续扩张。****1) 船舶锚链：**2021年全球船舶新接订单达到1.20亿载重吨，同比+117%，标志着行业进入新一轮上行周期。船舶新接订单传导至锚链新增订单约需2年，我们判断2023年起全球船用锚链有望快速放量。若以手持造船订单计算，我们中性估算2022年底全球手持造船订单对船用锚链需求约34.14亿元。**2) 海工系泊链：**海工景气度和油价紧密相关，油价高企推动海工行业景气上行，公司系泊链将充分受益于海工行业景气上行与深远海油气开发。竞争格局方面，**2016年公司在全球和国内锚链市场份额分别高达65%和78%，并是全球少数可以提供R6级系泊链的企业，全球龙头地位稳固，将充分受益船舶、海工行业景气上行。**
- **漂浮式海上风电产业化快速推进，系泊链增量需求打开成长空间。** 短期来看，漂浮式海上风电产业化快速推进，2022年底中电建海南万宁百万千瓦漂浮式海上风电项目正式开工，规划总装机1GW。中长期来看，GWEC预计2031年全球漂浮式风电新增装机规模有望达到9.9GW，2020-2031年CAGR高达78%。系泊链是漂浮式风电的核心增量环节，在漂浮式风电项目中成本占比约为10%。受益于漂浮式风电产业化突破，**我们预计2025年全球漂浮式风电系泊链市场规模将达27.56亿元，2031年有望达到171.27亿元，2022-2031年CAGR高达54.27%。漂浮式风电与海工系泊链协同性较强，公司具备较强先发优势，已成功中标国内大部分示范性漂浮式海上风电项目，将充分受益漂浮式风电0到1突破。**
- **矿用链：进口替代为主要成长逻辑，有望成为重要新增长点。** 矿用圆环链是刮板输送机的关键部件，具有较强的耗材属性，生命周期一般约为1年，属于典型的易耗品。矿用链需求和煤炭产量及机械化采煤程度紧密相关，**我们预计2022-2025年我国矿用高强度圆环链市场规模稳定在15-20亿元，保持相对稳定。**国内矿用链仍高度依赖进口，包括德国RUD、意大利CICSA、德国JDT等。**公司为国内矿用链稀缺供应商，已获得煤安认证，已成为国家能源、潞安集团、陕煤等合格供应商。展望未来，随着煤炭企业国产替代诉求增强，公司矿用链业务有望加速实现国产替代。**
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司2023-2025年营业收入分别为20.53、26.23和31.98亿元，EPS分别为0.26、0.35和0.46元，按照2023年12月1日收盘价9.24元对应PE分别为36、27和20倍。考虑到公司船舶、海工主业景气上行，以及漂浮式风电成长空间，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**船舶、海工行业景气下滑、漂浮式风电产业化不及预期等。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	1,320	1,516	2,053	2,623	3,198
YoY (%)	19.0%	14.9%	35.4%	27.7%	21.9%
归母净利润 (百万元)	121	149	246	334	437
YoY (%)	39.0%	23.0%	65.2%	35.6%	31.0%
毛利率 (%)	24.3%	26.0%	26.8%	27.4%	27.9%
每股收益 (元)	0.13	0.16	0.26	0.35	0.46
ROE	3.9%	4.6%	7.1%	8.8%	10.3%
市盈率	73.33	59.61	36.01	26.57	20.28

一

持续扩张的全球链条龙头，业绩端表现加速增长

二

船舶&海工主业处于上行周期，公司基本盘有望持续扩张

三

漂浮式海上风电产业化快速推进，系泊链需求打开成长空间

四

矿用链：进口替代为主要成长逻辑，有望成为重要新增长点

五

盈利预测与投资建议

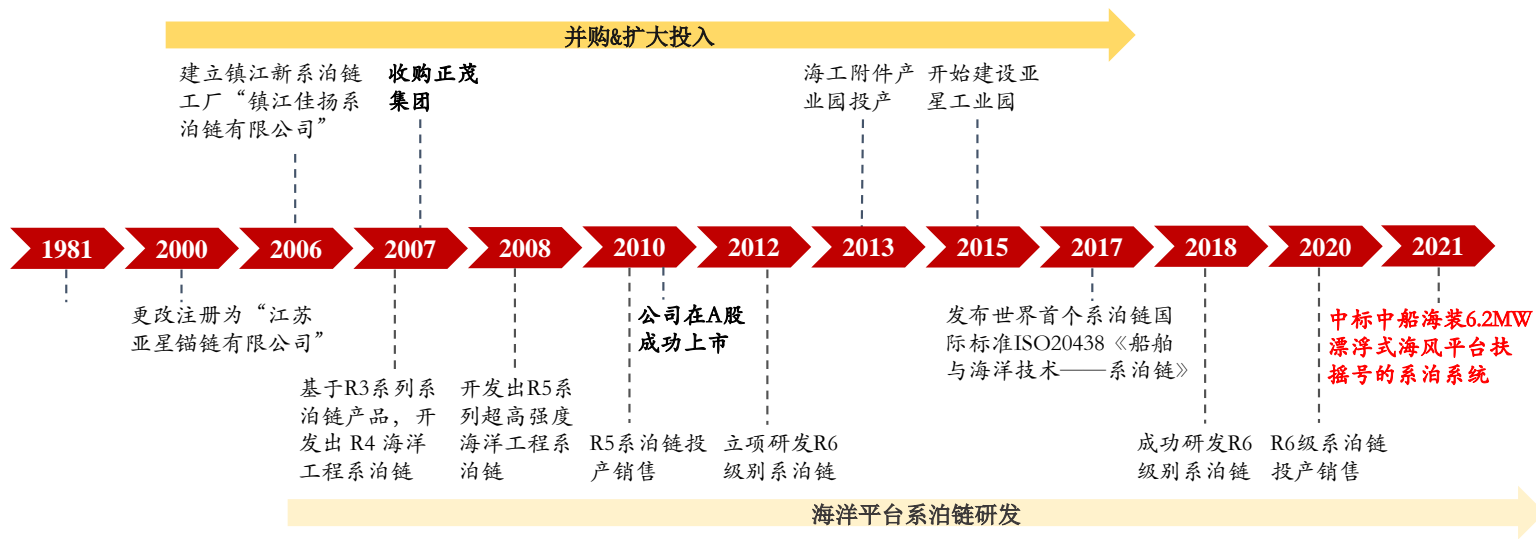
六

风险提示

1.1 亚星锚链：全球化链条龙头，船舶、海工、风电、矿用全面布局

◆公司是全球最大的链条生产企业之一，专业从事船用锚链、海洋系泊链和矿用链业务。公司成立于1981年，2010年成功在A股上市。1) 自设立以来，公司通过并购、扩大投入等方式不断提升市场竞争力；2007年公司收购正茂集团，2013-2015年先后建设海工附件产业园和亚星工业园。2) 此外，公司不断加大对海洋系泊链的研发，实现产品的升级换代；2007年基于R3系泊链开发出R4系泊链产品，2008年开发出R5系列超高强度系泊链，填补国内同类产品空白，2018年进一步研发出R6级别系泊链，并于2020年实现投产销售。此外，公司成功中标国内绝大部分漂浮式海上风电示范项目，成为海上风电系泊链主要供应商。

图表：作为全球链条龙头，公司在船舶锚链、海工系泊链、矿用链等领域产业化快速突破



1.1 亚星锚链：全球化链条龙头，船舶、海工、风电、矿用全面布局

◆公司主要产品为船用锚链、海洋平台系泊链和高强度矿用链条及其配套附件。1) 船用锚链：主要包括AM2、AM3船用锚链两个级别，广泛应用于全球高端船舶，包括豪华巨型邮轮“海洋绿洲号”、“玛丽王后2号”和“海洋自由号”等。2) 海洋系泊链：主要包括R3、R3S、R4、R4s、R5、R6级别系泊链，应用于海洋石油平台、海上风电、海洋牧场等领域。特别地，公司R6系泊链已成功应用于我国首座漂浮式海上风电平台“三峡引领号”和深水钻井平台“深蓝探索”平台。3) 矿用链：包括圆环链、紧凑链、矿用高强度链等产品，主要用于煤矿企业。

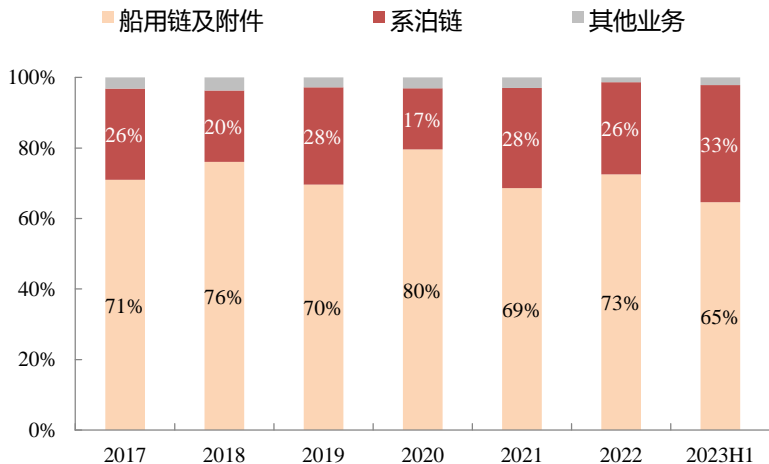
图表：公司主要产品包括船用锚链、海工系泊链、矿用链三大类

船用锚链		海洋系泊链		矿用链		
无档锚链	有档锚链	无档系泊链	有档系泊链	圆环链	紧凑链	矿用高强度链
<p>规格：M2，M3 应用：被选用于豪华巨型邮轮“海洋绿洲号”、“玛丽王后2号”和“海洋自由号”上</p>		<p>规格：R3，R3S，R4，R4s，R5，R6 应用：R5系泊链：被中国海洋石油总公司选用，使用于新的第6代3000米深海半潜式石油钻井平台上 R6系泊链：应用于我国首座漂浮式海上风电平台“三峡引领”号和深水钻井平台“深蓝探索”平台</p>		矿车三环链	卡块式接链环	

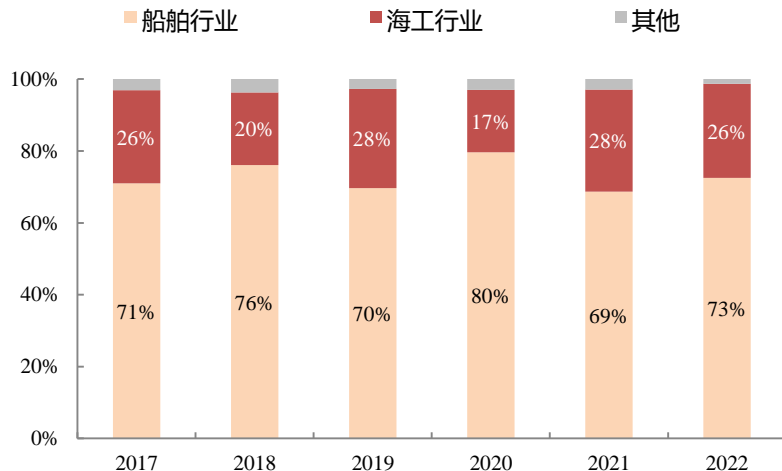
1.1 亚星锚链：全球化链条龙头，船舶、海工、风电、矿用全面布局

◆船用链及附件仍为公司主要收入来源，船舶行业为公司产品主要应用领域。2017-2022年公司船用链及附件收入占比超过65%，构成公司收入主体；系泊链收入占比有所波动，2021-2022年分别达到28%和26%，为公司另一主要收入来源。

图表：船用链及附件为公司收入主要来源



图表：船舶行业为公司产品主要应用领域



1.1 亚星锚链：全球化链条龙头，船舶、海工、风电、矿用全面布局

◆从股权构成来看，公司实际控制人兼一致行动人为陶安祥、施建华、陶兴、陶媛四位，其中施建华、陶兴、陶媛与第一大股东陶安祥系配偶、父子、父女关系。截至2023Q3末，陶安祥、陶兴两位合计直接持有公司35.19%股权。

图表：截至2023Q3末，陶安祥、陶兴两位合计直接持有公司35.19%股权



1.2 产品获得多项国际一级认证，供货全球优质客户群体

◆公司产品资质完备，获得国际机构&全球知名企业双重认证，供货全球优质客户。

◆1) 多家国际机构认证：公司船用锚链及海洋平台系泊链获得了包括美国船级社、德国劳氏船级社、法国船级社、挪威船级社等多家船级社认证，高强度矿用链获得了矿用链煤安认证，具备完善的企业管理及质量保证体系。

◆2) 全球知名企业和市场广泛认可：公司与多家国际知名企业保持长期合作关系，如丹麦马士基航运、韩国现代、日本三菱、英国石油公司、皇家荷兰壳牌公司、道达尔石油及天然气公司、埃克森美孚等；同时也是国家能源、潞安集团、陕煤集团等国内煤企的供应商。公司产品供货海内外优质客户群体，侧面体现公司较强的产品竞争力。

图表：公司供货海内外船舶、海洋工程、煤炭等领域龙头企业



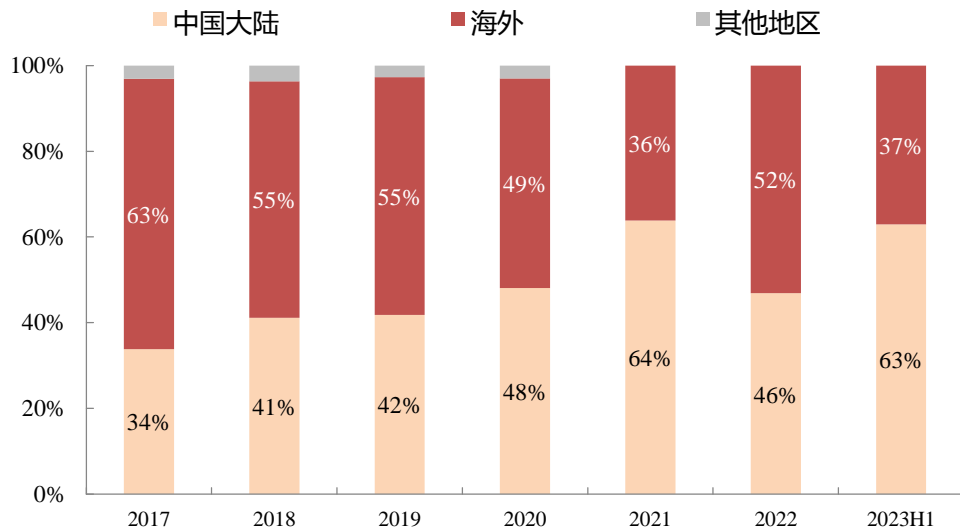
图表：公司产品拥有RINA、NK、DNS、BV、ABS等多家国际船级社认证

类别	国际	国内
质量及管理体系认可证书	DNV GL-QMS、API Q1	ISO50001、ISO45001、ISO14001、CCS-QMS
船用链及附件认可	RINA、NK、KR、DNV、BV、ABS	CR、CCS
系泊链及附件认可	RINA、RMRS、NK、DNV、BV、ABS	CCS
矿用链证书		MA

1.2 产品获得多项国际一级认证，供货全球优质客户群体

◆海外市场为公司重要收入来源，再次验证公司的全球龙头地位。2017-2019年公司海外收入占比均超过50%，构成公司收入主体。相比之下，受益国内造船行业稳步发展&中国海油油气增储上产计划推进，2017年以来公司对于中国大陆收入占比呈现明显提升趋势，2021年达到64%，同比+16pct。随着海外油气工程市场逐步复苏，叠加全球船舶锚链需求放量，2022年公司海外收入占比提升至52%，同比+16pct。

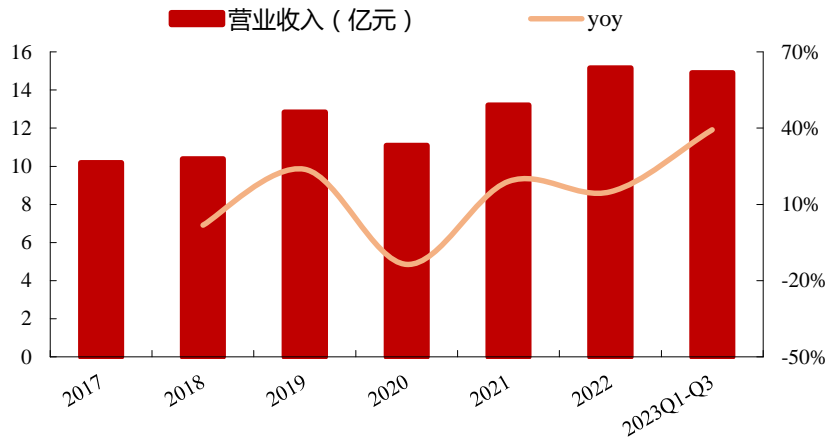
图表：2022年公司海外收入占比达到52%，同比+16pct



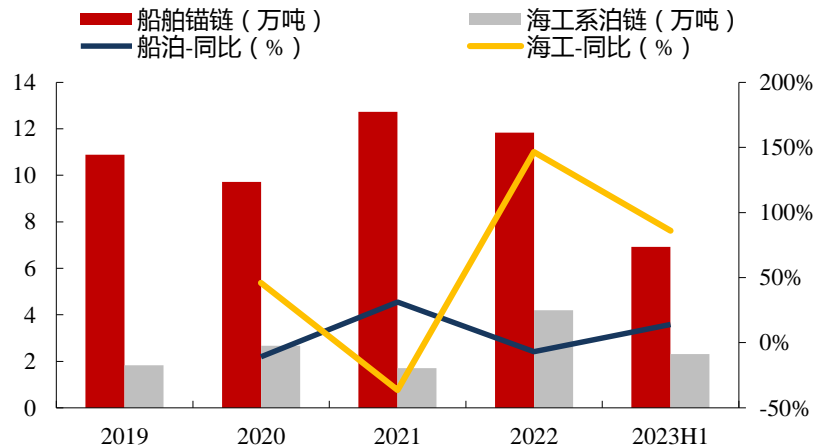
1.3 收入端增长有望提速，盈利水平快速提升

◆**公司收入端加速增长，海工系泊链新签订单旺盛。**受船舶和海洋工程行业景气度周期性下行影响，叠加疫情拖累，2017-2021年公司营业收入增长较慢，期间CAGR约为7%。2021年以来受益于海洋工程、船舶市场需求复苏，公司收入端增长提速，2021-2022年分别实现营业收入13.20和15.16亿元，分别同比+19%和+15%。2023Q1-Q3公司营业收入达到14.90亿元，同比+39%，加速增长。细分产品结构来看，2023H1系泊链实现收入3.37亿元，同比+105%，成为收入端增长重要驱动力。**2023H1公司承接订单9.23万吨，同比+18%，其中船用锚链订单6.92万吨，同比+14%；海洋石油平台系泊链订单2.31万吨，同比+86%，新签订单旺盛，系泊链订单加速增长。**展望未来，受益于船舶、海工行业景气上行，公司收入端增长有望进一步提速。

图表：2017-2022年公司营业收入CAGR约8%



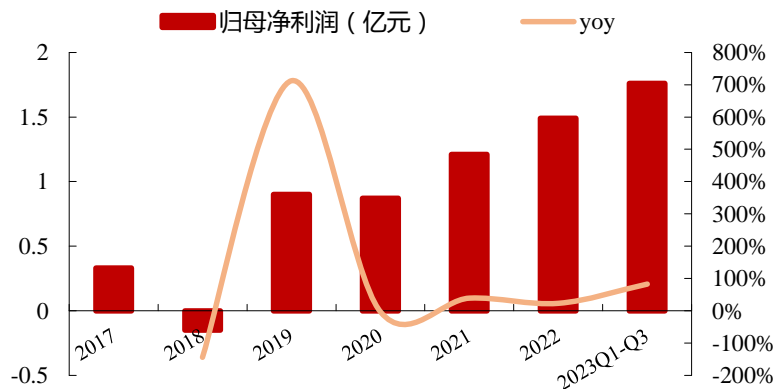
图表：2022-2023H1公司海工系泊链订单分别同比+146%和+86%



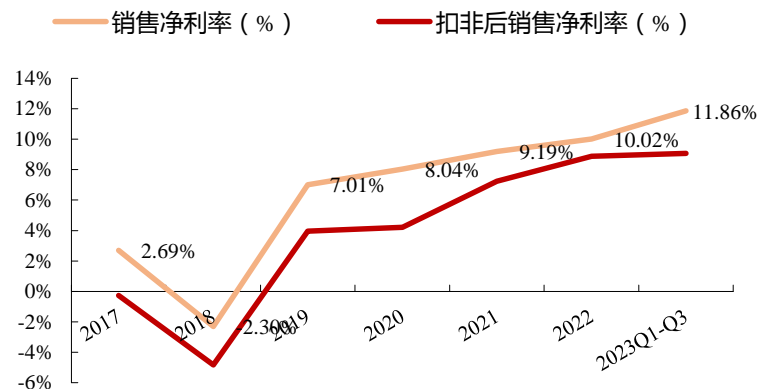
1.3 收入端增长有望提速，盈利水平快速提升

◆**利润端增速明显高于收入端，净利率处于快速提升通道。**2022年公司实现归母净利润1.76亿元，2017-2022年CAGR达到35%，远高于收入端增速，侧面反映出公司盈利能力提升。进一步分析发现，2019年公司扭亏为盈，销售净利率同比+9.31pct；2019-2023Q1-Q3保持增长态势，2023Q1-Q3公司销售净利率达到11.86%，其中2023Q3达到13.42%，创近三年来历史新高。

图表：2017-2022年公司归母净利润CAGR达35%



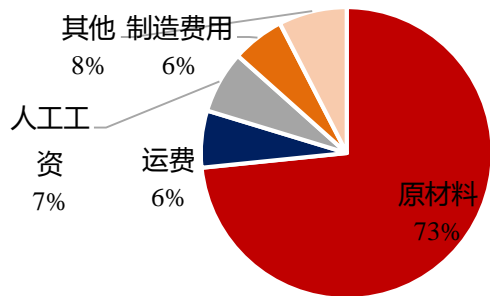
图表：2018年以来公司销售净利率快速提升



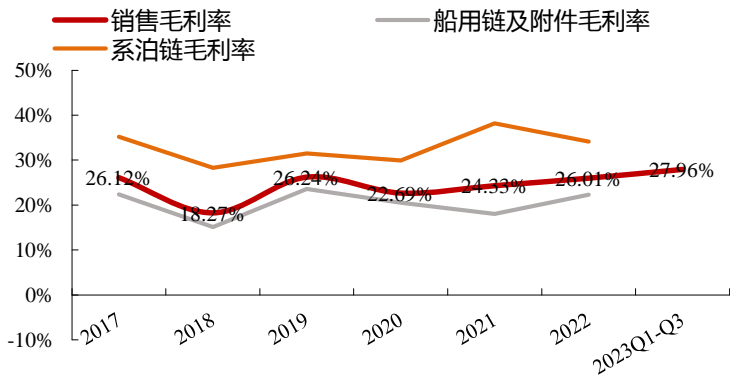
1.3 收入端增长有望提速，盈利水平快速提升

◆下面从毛利端和费用端进行分析：**1) 毛利端：2020年以来公司毛利率稳中有升，2023Q1-Q3达到27.96%，我们判断一方面系成本管理能力强，另一方面系高毛利率的系泊链快速放量。****2) 费用端：2017-2022年期间费用率快速下降，是净利率提升的另一重要驱动力。**2017年期间费用率为24.03%，2022年快速下降至12.85%，规模效应显现。**往后来看，随着原材料价格回落，叠加船舶市场需求回暖，锚链有望实现量价齐升，高毛利率的系泊链收入占比提升，公司盈利水平仍有较大提升空间**

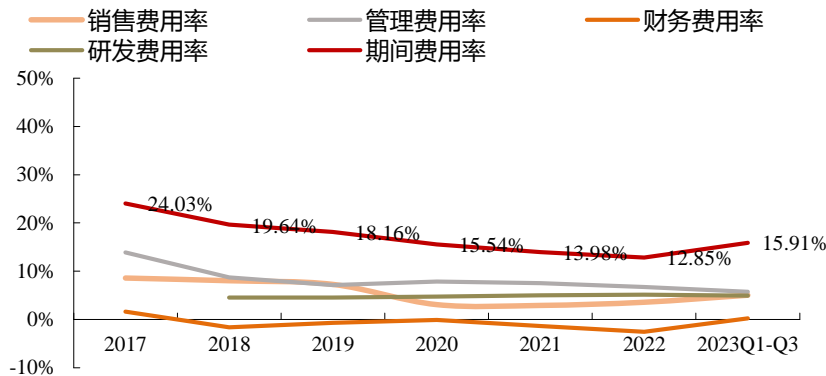
图表：2021年公司船用链原材料成本占比73%



图表：2023Q1-Q3公司销售毛利率上升至27.96%



图表：2017-2022年公司期间费用率持续下降



一

持续扩张的全球链条龙头，业绩端表现加速增长

二

船舶&海工主业处于上行周期，公司基本盘有望持续扩张

三

漂浮式海上风电产业化快速推进，系泊链需求打开成长空间

四

矿用链：进口替代为主要成长逻辑，有望成为重要新增长点

五

盈利预测与投资建议

六

风险提示

2.1 船舶行业进入新一轮上行周期，锚链需求有望快速放量

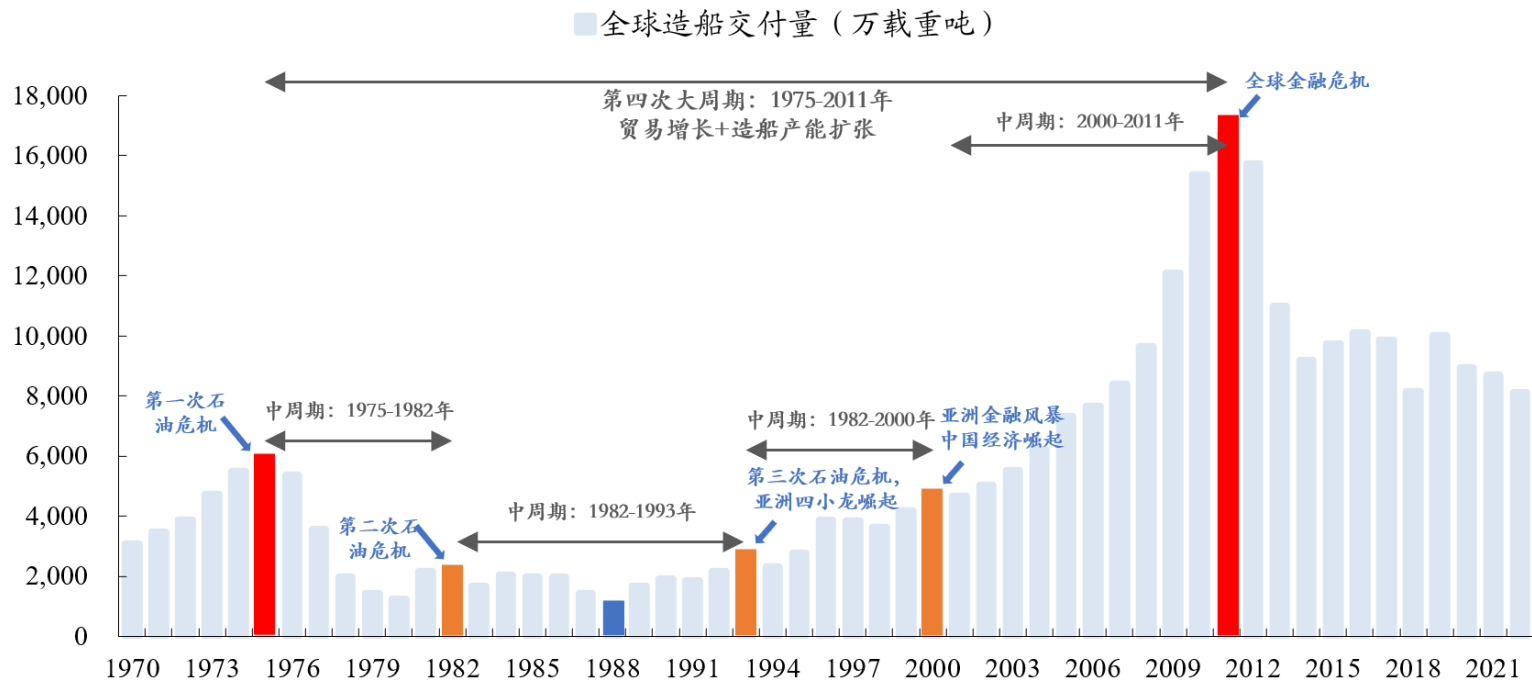
◆纵观全球船舶制造发展历史，船舶行业呈现明显的周期性，核心原因在于国际贸易需求变动与供给相对刚性引起的供需错配。通常情况下，一个造船大周期约持续20-30年，上升周期可能持续十余年，其后下行周期也将持续十余年。根据全球造船交付量指标，1975-2011年为上一轮造船行业大周期。目前全球造船市场低迷已经持续约12年，2022年新船交付量较2011年下滑超过50%。对比上一轮大周期，我们推断全球船舶行业或已经接近下行周期的底部，新一轮上新周期即将开启。具体来看：

◆1) 从周期时长来看，目前造船市场低迷已经持续约12年。上一轮造船大周期中，1975-1988年新船交付量由峰值降至最低点，下行周期约为13年。而自2011年全球造船交付量达到峰值后，造船下行周期开启，造船市场低迷已经持续约12年。

◆2) 从交付量降幅来看，2022年全球新船交付量较2011年已下滑超过50%。2022年全球新船交付量约为8114万载重吨，较2011年高点16744万载重吨已下滑超过50%。对比上一轮周期，1988年全球新船交付量较1975年下降约81%。考虑到全球造船交付量基数增大，我们判断目前交付量数据已经接近周期底部。

2.1 船舶行业进入新一轮上行周期，锚链需求有望快速放量

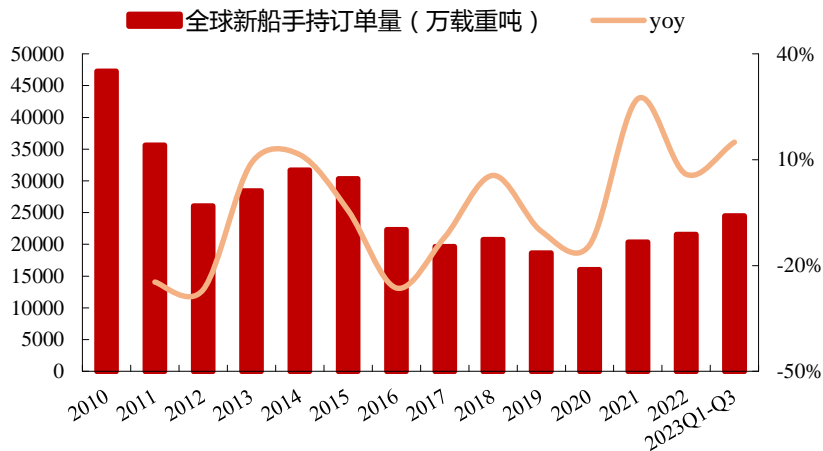
图表：全球船舶行业已经接近下行周期底部，有望开启新一轮上行周期



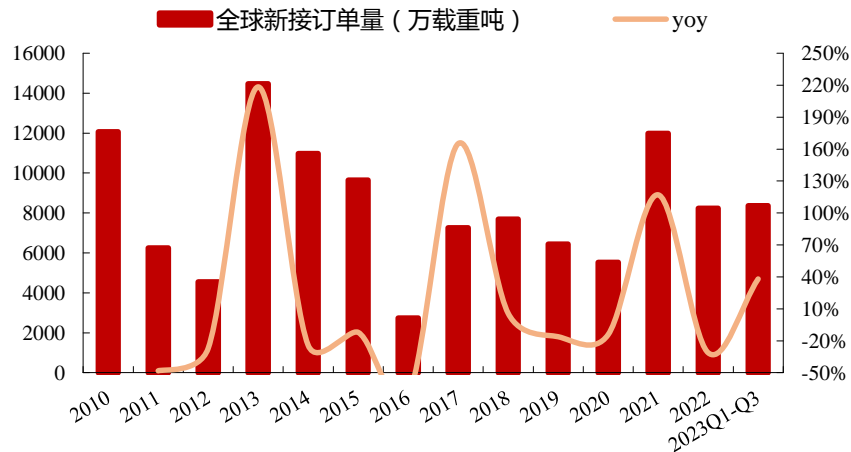
2.1 船舶行业进入新一轮上行周期，锚链需求有望快速放量

◆2021年全球船舶新接和手持订单量大幅增长，标志着船舶行业已进入新一轮上行周期。2021年全球船舶新接和手持订单量分别达到1.20和2.04亿载重吨，分别同比+117%、+27%。2022年全球船舶新接订单0.82亿载重吨，同比-31%，我们判断主要系船厂排产较满，接单意愿下降。2023Q1-Q3全球船舶新接订单0.84亿载重吨，同比+38%，重回快速增长通道。

图表：2023Q1-Q3全球船舶手持订单量同比+15%



图表：2023Q1-Q3全球船舶新接订单同比+38%



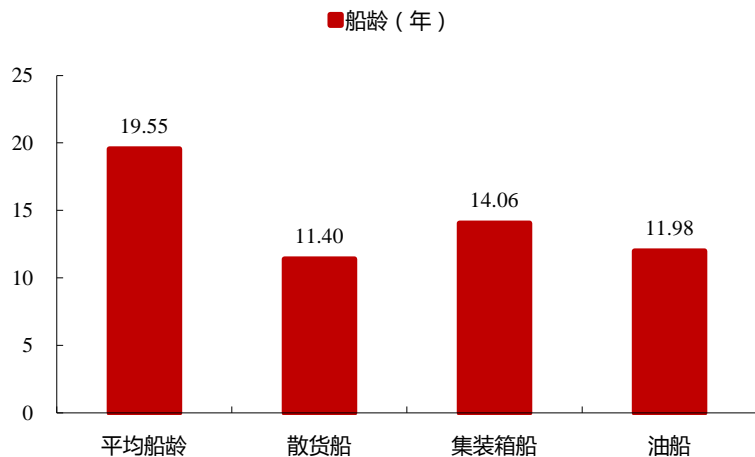
2.1 船舶行业进入新一轮上行周期，锚链需求有望快速放量

◆我们认为本轮船舶行业景气上行的核心驱动力在于造船行业需求端增长，包括船龄老化+环保规定带来更新需求上行，以及运力紧张、运价上涨带来运力需求增长，其中更新需求是本轮行业景气上行的根本驱动因素。具体来看：

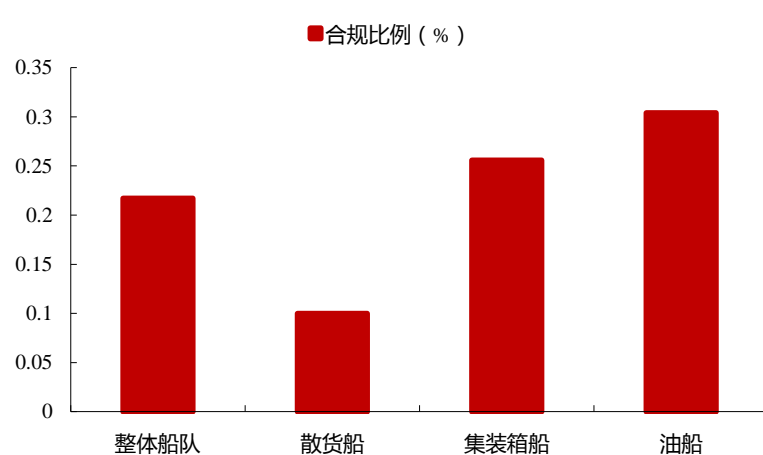
◆1) 老船更新方面，行业处于替换需求的上行阶段。上轮造船周期船舶交付高峰为2011年前后，船舶平均使用寿命约为20-25年，我们预计2025年前后替换需求将逐步释放。从船龄结构来看，目前全球船龄整体偏高，截至2022年6月，全球船队平均船龄19.55年，全球28.2%的吨位船龄超过15年。

◆2) 绿色转型方面，各类环保规定进一步刺激船舶换新。据Vessels Value调查，目前全球现役船队（散货船、油船和集装箱船）中，仅约21.7%的船只符合EEDI和EEXI要求。在环保规定约束下，技术优化、设备改装以及旧船更新需求将逐步增长。

图表：截至2022年6月全球船队平均船龄19.55年



图表：仅约21.7%的船只符合EEDI和EEXI要求



2.1 船舶行业进入新一轮上行周期，锚链需求有望快速放量

◆船用锚链是连接船体与锚的钢制链条，是船舶海上系泊系统的重要组成部分，位于船舶产业链上游。锚链首先由许多链环连接组成一定长度的锚链节，再由数根锚链节通过连接链环或卸扣连接组成整条锚链。锚链按照链环结构划分为有档链和无档链，在尺寸和材质相同的情况下，有档链强度更大；按照所用钢材等级划分为M1、M2、M3三种强度的锚链。在恶劣海况下，船用锚链大多使用M3强度有档链（AM3）。

图表：若尺寸和材质相同，有档链强度较无档链大



船用锚链无档链



船用锚链有档链

图表：AM3级别锚链机械性能均优于AM2级别

级别	屈服强度 (N/mm ² , min)	屈服强度 (N/mm ² , min)	延伸率 (%, min)	断面收缩率 (%, min)
AM2	≥295	490-690	≥22	-
AM3	≥410	≥690	≥17	≥40

2.1 船舶行业进入新一轮上行周期，锚链需求有望快速放量

◆系泊设备性能的高低，应配锚链的级别、总长和直径等，主要取决于船舶舾装数的大小。其中舾装数是反映船体所能受到的风、流作用力大小的参数，也是表征船舶必须配备的锚、锚链、系缆和拖缆等系缆具和锚具的数量、重量、尺度和强度等的衡准数。

1) 以81500吨散货船为例：根据《船舶舾装数计算及系泊设备参数确定》，舾装数约为3710，锚链直径为81mm（AM3级别），锚链长度为687.5m。参照船用锚链重量表，直径81mm的AM3级别锚链重量约为143.69kg/m，**计算得出该81500载重吨的散货船所需锚链重量约为98.79吨。**

2) 以30000吨级散货船为例：根据《舾装数计算书》，舾装数为2380-2530，对应锚链总长度605m，直径76mm（AM2级别），单位长度锚链重量为126.5kg/m，**计算得30000吨散货船所需锚链重量约76.53吨。**

图表：舾装数3710需使用AM3级别有档锚链687.5m

舾装数EN		无杆锚		有档锚链			
A < EN ≤ B		N	每锚质量 (kg)	总长 (m)	直径 (mm)		
A	B				1级	2级	3级
3400	3600	2	10500	660.0	102	90	78
3600	3800	2	11100	687.5	105	92	81
3800	4000	2	11700	687.5	107	95	84

图表：直径81mm AM3级别锚链重量约144kg/m

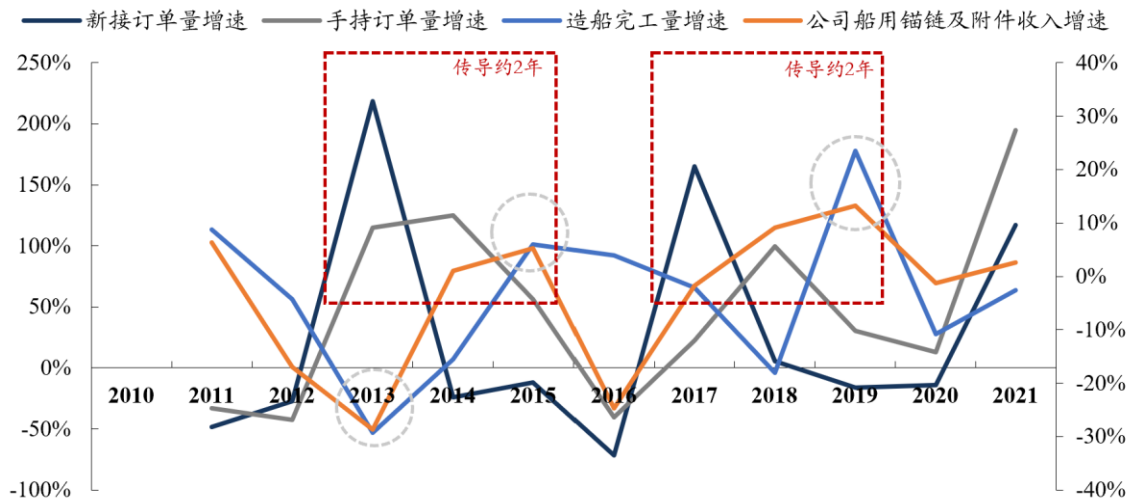
锚链	AM1	AM2	AM3	理论重量
直径 (mm)	断裂载荷 (KN)	断裂载荷 (KN)	断裂载荷 (KN)	kg/m
78	2260	3160	4500	133.2
81	2410	3380	4820	143.69
84	2580	3610	5160	154.53

2.1 船舶行业进入新一轮上行周期，锚链需求有望快速放量

◆船舶新接订单传导至锚链新增订单约需2年，2023年全球船用锚链有望快速放量。

1) 从船舶新接订单至造船完工约需2年。根据历史趋势，新接订单量增速高峰传导至手持订单量增速高峰约需1年，手持订单量增速高峰传导至造船完工量增速高峰也约需1年。2) 公司船用锚链及配件收入增速与造船完工量增速呈现一定相关性。锚链配套船舶舾装环节，交付节点为新船下水之前，虽然船舶客户对于锚链的下单节奏会同时受到原材料价格影响，但公司船用锚链及配件历史收入增速与造船完工量增速仍具备较高相关性，我们预估船舶新接订单传导至锚链新增订单大约需要2年。受益于2021年全球船舶新签订单高增，我们判断2023年及以后全球船舶锚链需求有望快速放量。

图表：全球船舶新接订单量增速高峰传导至造船完工量增速高峰约需2年



2.1 船舶行业进入新一轮上行周期，锚链需求有望快速放量

◆定量来看，仅考虑新增船舶对于锚链订单的拉动，若以新接造船订单计算，我们预计2023年全球船用锚链市场规模达17.69亿元；若以手持造船订单计算，我们中性估算2022年底全球手持造船订单对船用锚链需求约34.14亿元。测算依据如下：

1) 单船锚链需求量：2017-2022年全球造船手持订单平均单船载重量分别约为6.0、6.3、5.9、5.8、6.1、5.7万吨/艘。结合上文对船舶所需锚链重量的计算，我们假设每艘船配备90吨锚链。**2) 船用锚链价格：**2019-2022年公司船用锚链及配件均价分别为0.81、0.79、0.90、1.02万元/吨。随着行业供需关系改善，我们预计2023-2024年平均价格稳定在1.00万元/吨。**3) 全球新接造船订单传导至船用锚链新增需求约需2年。**

图表：新接订单口径下，我们预计2023年全球船用锚链市场规模达到17.69亿元

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
全球新接订单量 (万载重吨)	6440	5523	11985	8241		
全球新接订单量 (艘)	1092	952	1965	1446		
平均载重量 (万吨/艘)	5.9	5.8	6.1	5.7		
平均船用锚链需求量 (吨/艘)	90.00	90.00	90.00	90.00		
全球新接订单对应船用锚链需求量 (万吨)	10.90	10.98	9.83	8.57	17.69	13.01
船用锚链价格 (万元/吨)	0.81	0.79	0.90	1.02	1.00	1.00
全球新接订单对应船用锚链市场规模 (亿元)	8.84	8.73	8.88	8.74	17.69	13.01
YoY		-1.24%	1.72%	-1.58%	102.40%	-26.46%

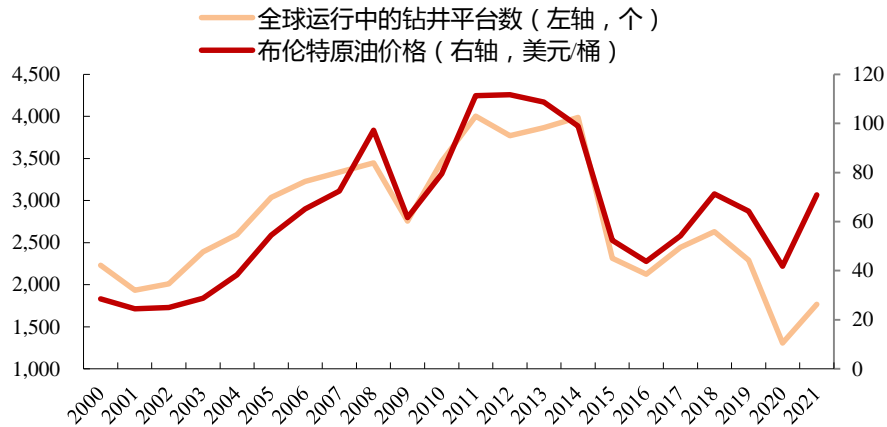
图表：手持订单口径下，我们中性预估全球船用锚链需求达到34.14亿元

2022年底全球造船手持订单对应的船用锚链需求空间 (亿元)		平均船用锚链需求量 (吨/艘)				
		80	85	90	95	100
船用锚链单价 (万元/吨)	0.80	24.28	25.79	27.31	28.83	30.34
	0.90	27.31	29.02	30.72	32.43	34.14
	1.00	30.34	32.24	34.14	36.03	37.93
	1.10	33.38	35.46	37.55	39.64	41.72
	1.20	36.41	38.69	40.96	43.24	45.52

2.2 深海油气开发景气上行，海工系泊链业务有望稳健增长

◆海工行业景气度和油价紧密相关，油价高企推动海工行业景气上行。1) 全球原油价格与海工行业景气程度紧密相关。布伦特原油价格与全球运行中的钻井平台数呈现高度正相关，油气价格上行时，全球运行中的钻井平台数量随着上行，反映油气勘测、开发和生产活动水平提高，反之下降。2) 国际油价震荡走高，推动海工行业景气上行。受俄乌冲突影响，2022上半年布伦特原油价格均价104.94美元/桶，同比上涨60.87%。在原油价格上升的推动下，克拉克森海工指数（钻井平台、海工支持船和海底工程船日费率等加权所得，反映行业景气度）在2022年上半年上涨17%，达到七年高位。

图表：原油价格与运行中的钻井平台数高度正相关



图表：2022年上半年布伦特原油价格震荡走高



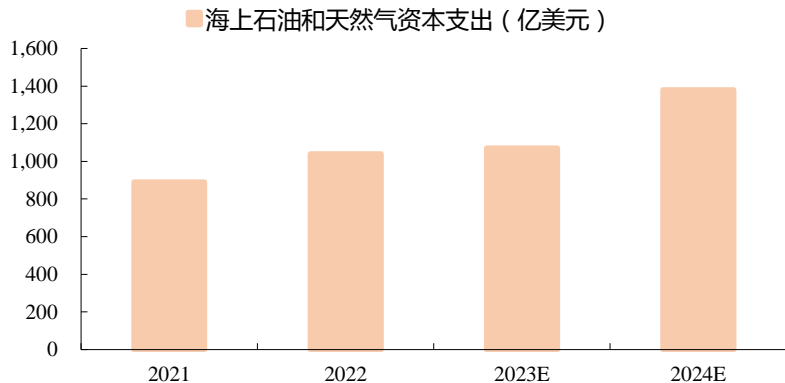
2.2 深海油气开发景气上行，海工系泊链业务有望稳健增长

◆全球能源安全问题引起各国政府关注，进一步推动海上油气开发回暖。量化来看：

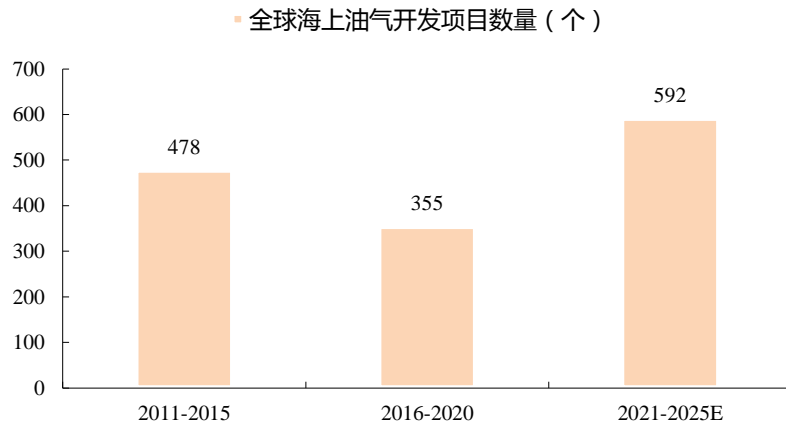
1) 从资本开支来看，2021年海上石油和天然气的资本支出达到890亿美元，2022年达到1040亿美元，预计2023年将达到1070亿美元，2024年将达到1380亿美元。

2) 从开发项目数量来看，据Rystad Energy报告，预计在2021-2025年间，海上油气开发项目数量将达到592个，远高于2016-2020年间的355个。

图表：2022年全球海上油气领域的投资同比+16.85%



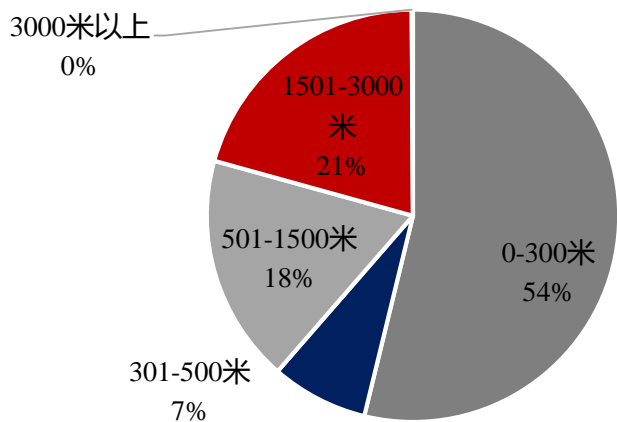
图表：预计2021-2025年海上油气开发项目达592个



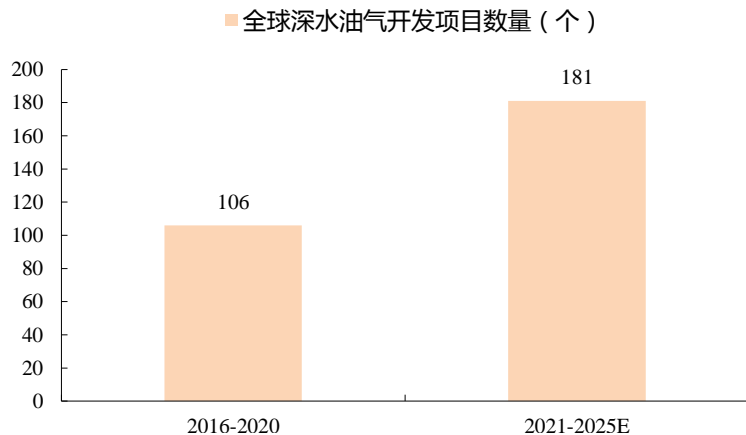
2.2 深海油气开发景气上行，海工系泊链业务有望稳健增长

◆全球海洋油气深水与超深水发展趋势明显。据《中国海洋能源发展报告2021》，2021年0-300米、301-500米、501-1500米、1501-3000米、3000米以上水深海洋油气投资比重分别为53.8%、7.6%、17.9%、20.6%、0.1%。与2020年相比，0-300米、301-500米、3000米以上水深的投资均有所下降，而501-1500米、1501-3000米水深的投资分别+5.5pct和+14.6pct，深水和超深水海洋油气投资增长趋势显著。Rystad Energy预计2021-2025年间，深水油气开发项目将达到181个，较2016-2020年增长70.75%。

图表：2021年全球500米以上深水油气投资占比38%



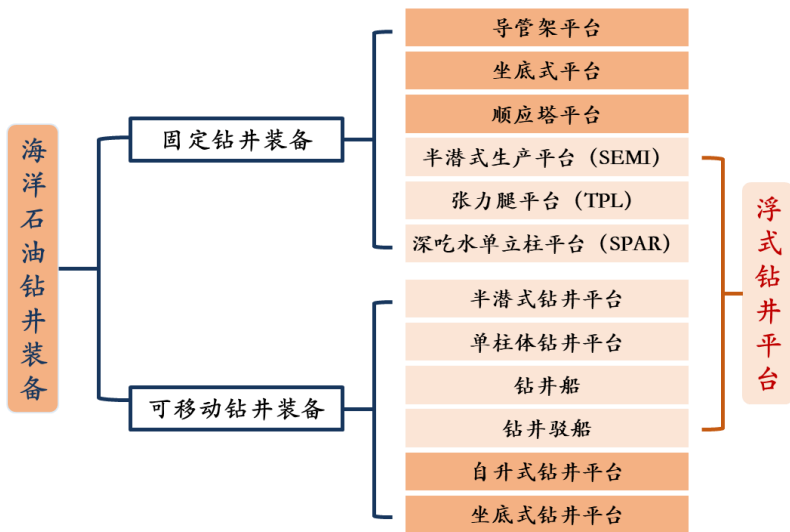
图表：2021-2025年深水油气开发项目将达到181个



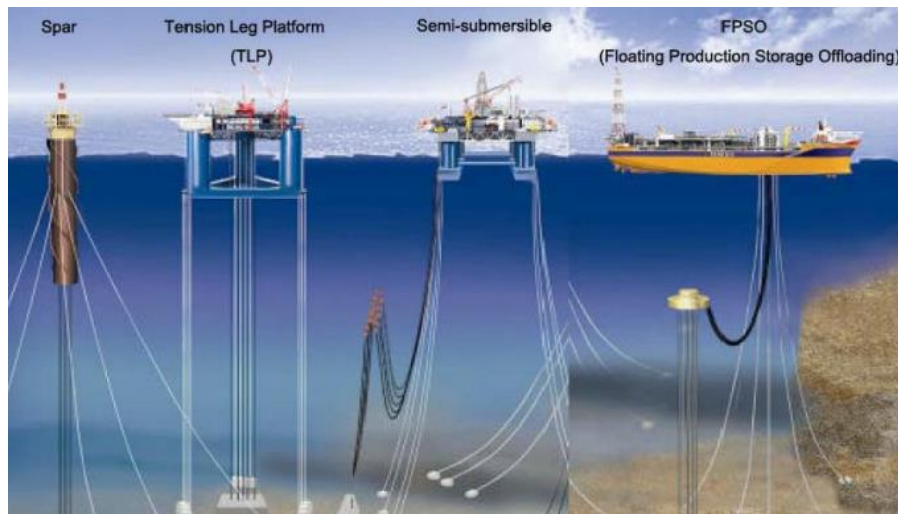
2.2 深海油气开发景气上行，海工系泊链业务有望稳健增长

◆系泊链是海洋工程装备系泊定位系统的关键组成部分，是维系海洋工程设施安全的重要装置。海洋石油钻井装备按照是否可移动分为固定钻井装备和可移动钻井装备，其中半潜式生产平台、张力腿平台、深吃水单立柱平台、半潜式钻井平台、钻井船等属于浮式钻井平台。系泊链是海洋石油钻井装备系泊定位系统的重要组成部分，按照环形可分为有档链和无档链，其中有档链一般用于钻井平台等临时或移动系泊系统，无档链一般用于FPSO、半潜式生产平台等长期系泊系统。

图表：海洋石油钻井分为固定和可移动钻井设备



图表：系泊链是海洋工程系泊定位系统的重要部件



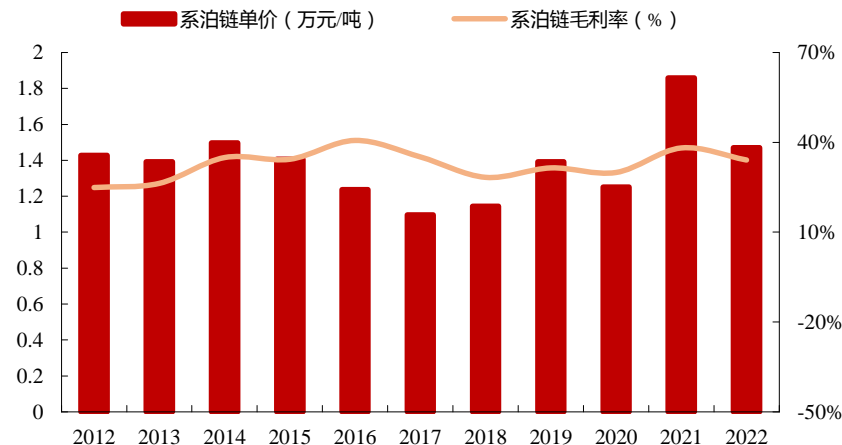
2.2 深海油气开发景气上行，海工系泊链业务有望稳健增长

◆展望未来，公司海洋系泊链业务直接受益海工行业景气上行与深远海油气开发。1) 公司系泊链收入与运行的钻井平台数呈现明显正相关。从公司系泊链历史收入来看，2014年全球运行中的钻井平台数达到近十年高峰，相应地公司系泊链收入也达到上市以来的最高值。随着海工行业景气上行，我们预计运行的钻井平台数增加，将进一步带动公司系泊链收入增长。2) 深远海油气开发有望打开公司系泊链价值增量空间。一方面，深远海油气开发对系泊链长度和直径提出更高要求，增加系泊链用量。另一方面，深远海油气开发对系泊链级别提出更高要求，推升系泊链平均单价与毛利水平。2021年公司系泊链单吨价格同比+48.62%，毛利率水平同比+8.21pct，我们推测主要系2021年公司实现全球首制R6级系泊链交付，高级别系泊链拉高平均单价与整体毛利率。

图表：原油价格与运行中的钻井平台数高度正相关



图表：2021年公司系泊链单吨价格与毛利率显著上升



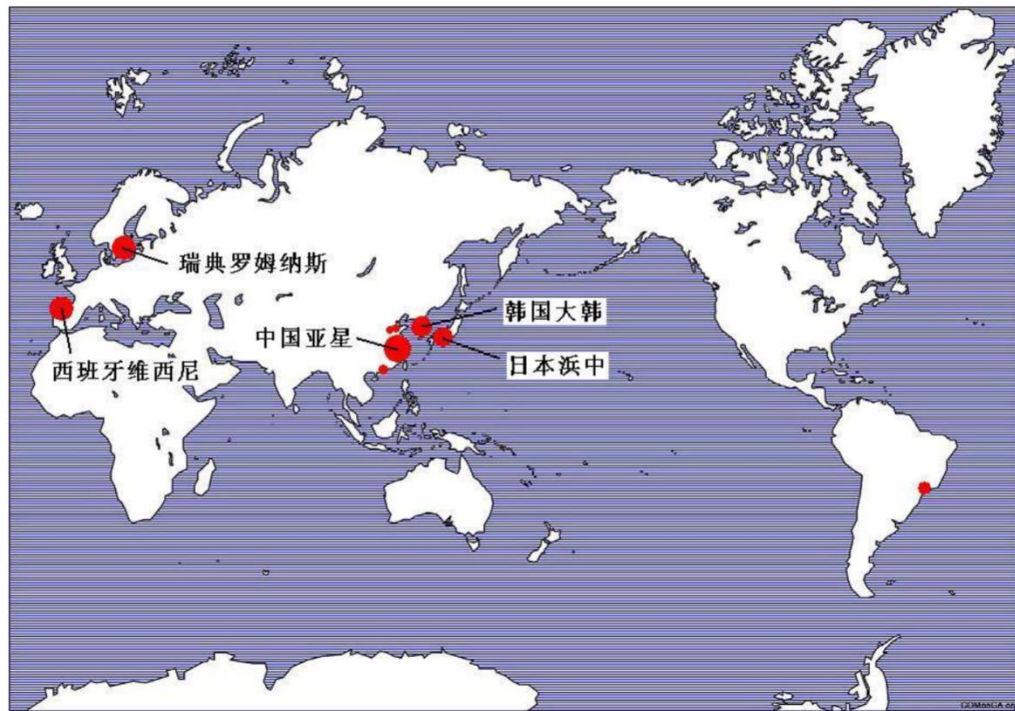
2.3 公司全球锚链市场份额超60%，并为稀缺R6级系泊链供应商

图表：全球主要锚链生产企业分布

◆整体来看，链条生产为典型的技术、资金密集型行业，全球市场集中度较高。根据规模和技术水平可分为两大梯队：

1) **第一梯队**：年产量大于2万吨，产品规格系列齐全，技术含量较高、质量控制严，技术力量雄厚，设备先进，仅包括中国的亚星锚链、正茂集团、淄博锚链，以及西班牙的维西南、瑞典的罗姆纳斯、日本的滨中和韩国的大韩等少数企业。

2) **第二梯队**：年产量在2万吨以下，业务规模较小、设备陈旧、技术落后，缺乏核心市场竞争力，企业发展滞缓的中小规模锚链制造企业。

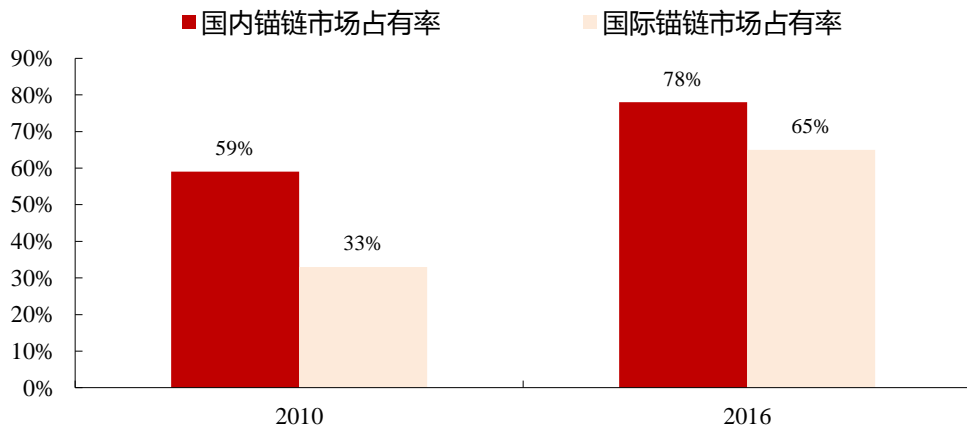


2.3 公司全球锚链市场份额超60%，并为稀缺R6级系泊链供应商

◆在锚链领域，2016年公司在全球市场份额超过60%。1) 全球范围来看，公司及正茂集团为全球最主要的链条生产厂家，2010年公司本部及其控股子公司的全球占有率达到33%，随着公司产品系列逐步完善，行业落后产能出清，2016年公司国际市场占有率上升至65%。2) 对于国内市场，公司主导地位更加显著，2010年公司本部及其控股子公司在国内市场占有率达到59%，2016年公司国内市场占有率进一步上升至78%。

◆在系泊链领域，公司是全球少数具备R6级生产能力的供应商。目前公司船用锚链、R3、R3s、R4、R4S、R5系泊链等产品的生产工艺和技术均已成熟，并处于大批量生产阶段。此外，根据公司官网信息，公司研发的超高强度R6级海洋系泊链已配套安装在我国自主开发的CM-SD1000中深水半潜式钻井平台上，率先实现R6级系泊链产业化运用。

图表：2016年公司（含控股公司正茂）锚链产品全球市占率达到65%



一

持续扩张的全球链条龙头，业绩端表现加速增长

二

船舶&海工主业处于上行周期，公司基本盘有望持续扩张

三

漂浮式海上风电产业化快速推进，系泊链需求打开成长空间

四

矿用链：进口替代为主要成长逻辑，有望成为重要新增长点

五

盈利预测与投资建议

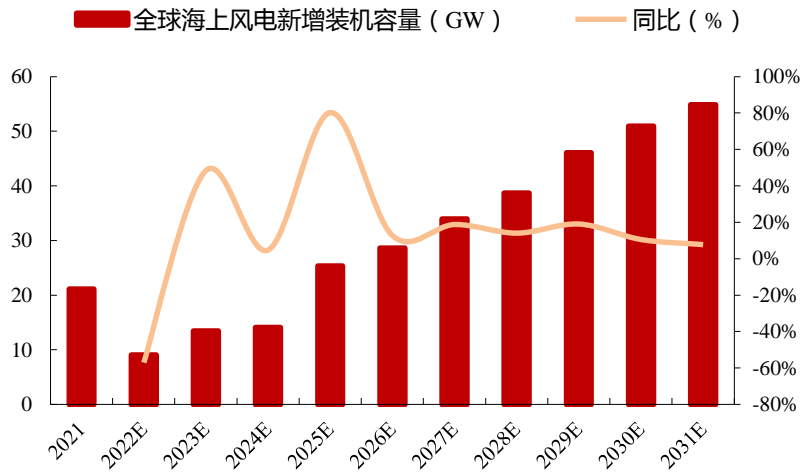
六

风险提示

3.1 深远海为海上风电发展大趋势，漂浮式风电产业化快速推进

◆全球范围内来看，海上风电将成风电行业发展重要驱动力。全球风电市场仍以陆风为主，截至2021年全球海上风电累计装机量占比仅为7%。展望未来，受益于风机利用率更高、单机容量更大、风机运行更加平稳、能源消纳更加便利等优势，海上风电将成为风电行业的重要驱动力。据GWEC预计，2021-2026年全球海上风电装机CAGR达到6.3%，2026-2031年CAGR可达13.9%，2030年新增装机容量有望超过50GW。

图表：2031年全球海风新增装机容量将达54.85GW



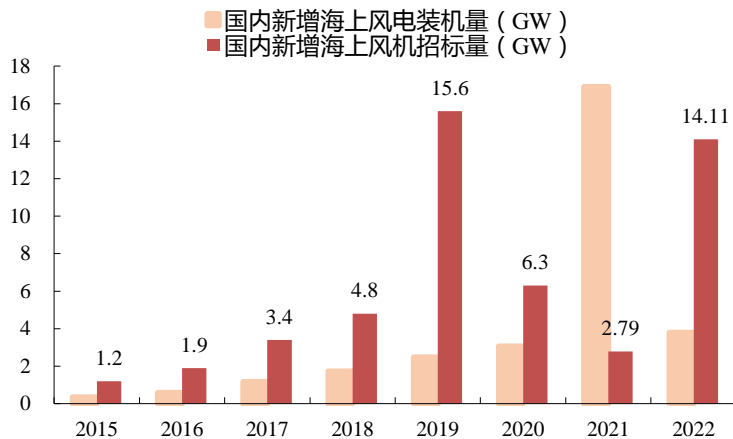
图表：2030年部分海外国家海风装机规划超过343GW

单位: GW	2021年底累计装机	2030年累计装机目标	平均每年新增装机量
英国	12.52	50.0	4.16
德国	7.73	30.0	2.47
丹麦	2.31	12.9	1.18
荷兰	3.00	22.2	2.13
比利时	2.26	8.0	0.64
法国		20.0	2.22
波兰		10.9*	1.21
爱尔兰		5.0	0.56
西班牙		3.0	0.33
美国	0.04	30.0	3.33
韩国	0.13	12.0	1.32
日本	0.07*	10.0	1.10
印度		30.0	3.33
越南		7~8	0.83
合计	28.07	343.5	24.81

3.1 深远海为海上风电发展大趋势，漂浮式风电产业化快速推进

◆对于中国大陆，2024年海上风电装机高速增长，中长期成长空间广阔。1) 短期来看，江苏、广东海风加速开工，将驱动2024年海风装机高增长。据我们不完全统计，2022年我国海上风机公开招标量达到14GW，同比+406%，近期不利因素消除，江苏、广东等地海风加速开工，我们预计2024年我国海上风电装机量有望超过10GW。2) 中长期来看，沿海省市陆续公布“十四五”海上风电装机规划。据我们不完全统计，“十四五”海上风电开工或规划规模合计达到108GW，约是2016-2020年我国海上风电新增装机总量的13倍。伴随着海上风机价格不断下探及施工成本低逐步降低，我们认为我国海上风电具备长期成长潜力。

图表：2022年我国海上风电招标量达到14.1GW



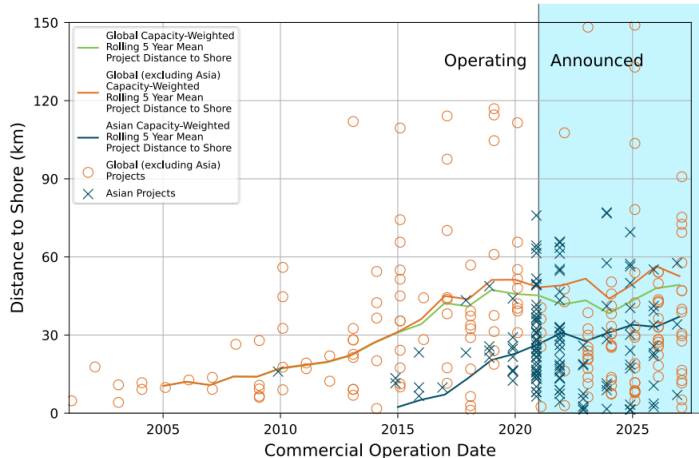
图表：我国沿海省市海上风电规划超过100GW

单位：GW	“十四五”开工或规划规模	“十四五”计划并网规模	“十四五”年均新增并网规模
山东	35.00	5.00	1.00
广东	17.00	17.00	3.40
福建	15.10	4.10	0.82
海南	12.30	1.20	0.24
江苏	9.09	9.09	1.82
广西	7.50	3.00	0.60
浙江	4.50	4.50	0.90
辽宁	3.75	3.75	0.75
上海	1.80	1.80	0.36
天津	1.40	0.70	0.14
河北	0.80	0.80	0.16
合计	108.24	50.94	10.19

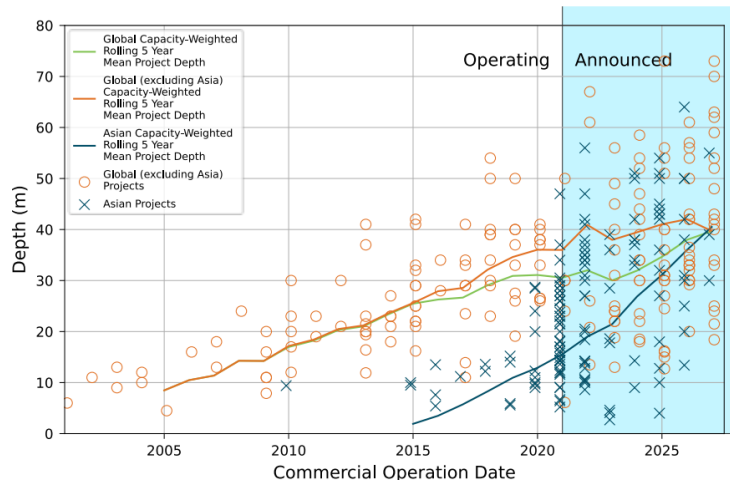
3.1 深远海为海上风电发展大趋势，漂浮式风电产业化快速推进

◆远海风力资源丰富&政策驱动下，深远海化是海上风电长期发展趋势。核心驱动力在于：1) 近海资源有限，深海风能资源丰富。随着各产业用海需求增长，近海开发空间趋紧，生态约束增强。与此同时，深远海域风能资源丰富，限制因素较少。据GWEC统计，全球近80%的海上风电潜在资源位于水深超过60米的地区，海上风电走向深远海是长期发展趋势。2) 深远海政策不断释出，加速海上风电深远海发展进程。以上海市为例，2022年明确指出对离岸距离大于等于50km的海风项目的补贴政策。

图表：全球海上风电项目离岸距离呈现上升趋势



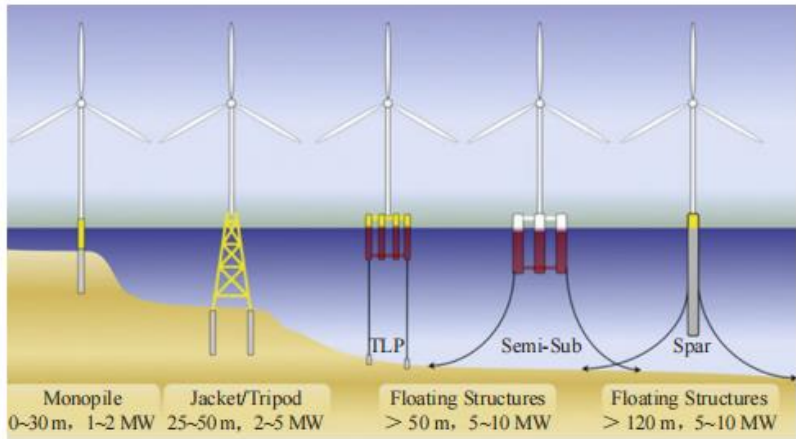
图表：全球海上风电项目呈现深海化发展趋势



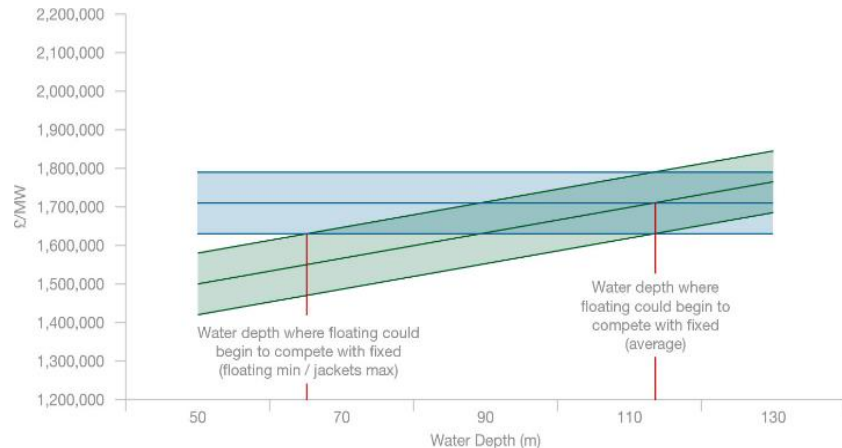
3.1 深远海为海上风电发展大趋势，漂浮式风电产业化快速推进

◆**深远海化趋势下，漂浮式海上风电具备应用必要性。**随着离岸距离和水深的增加，海上风机支撑结构具备由固定式向漂浮式转变的必要性。漂浮式风电的优势主要体现在：**①经济优势：**固定式海上风电成本随着水深增加造价大幅提升，而漂浮式风电造价对水深变化敏感程度较低。当水深超过60m之后，漂浮式支撑结构将比固定式更具有经济性，并随着水深增加而愈加凸显其经济优势。**②施工安装便利：**漂浮式海上风机机位部署更为灵活，可在岸上完成整体组装。**③单机容量更大：**漂浮式海上风电可搭载功率更大的风电机组，风机大型化的成长瓶颈被打开，进一步放大风电降本空间。

图表：深远海趋势下海上风电必然向漂浮式转变



图表：水深超过60m时漂浮式支撑结构更具经济性



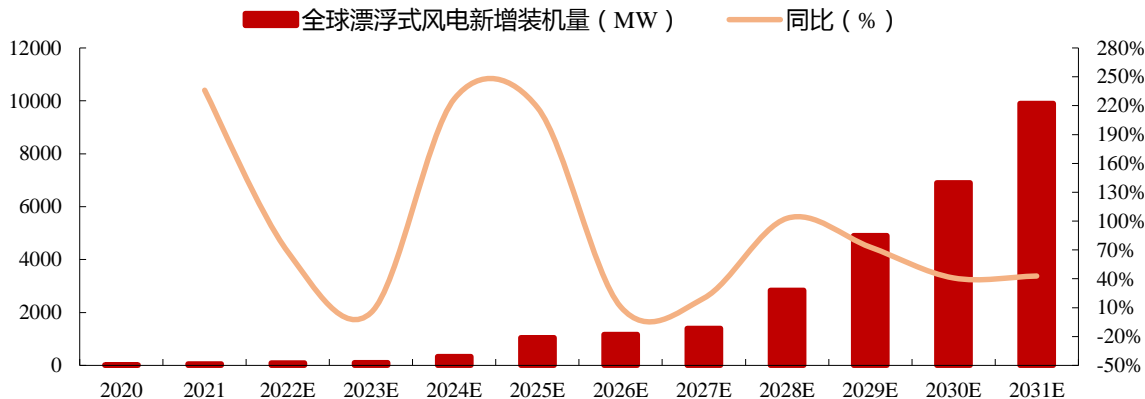
3.1 深远海为海上风电发展大趋势，漂浮式风电产业化快速推进

◆短期来看，漂浮式海上风电仍处于试验项目阶段，已有多个项目进入小型漂浮风电场验证阶段。2009年挪威国家石油公司Equinor率先开展海上浮式风机样机实测项目。此后，葡萄牙、日本、英国、中国等多国持续推出试验项目，其中挪威Hywind、葡萄牙WindFloat Atlantic、英国Kincardine项目均已进入小型漂浮风电场验证阶段。

◆特别地，根据人民网信息，2022年12月中电建海南万宁百万千瓦漂浮式海上风电项目正式开工，该项目规划总装机容量达到1GW，计划分两期建设：一期装机规模为200MW，单机容量16-17MW，计划2025年底全部建成；二期装机容量800MW，计划于2027年建成，中电建万宁项目标志着我国漂浮式海上风电正式迈入GW级产业化阶段。

◆中长期来看，2031年全球漂浮式风电新增装机规模有望接近10GW。据GWEC数据，2020年全球漂浮式风电新增装机仅为17MW，2031年有望达到9.9GW，2020-2031年CAGR高达78%，尤其在2025年之后将加速增长，迈入GW级别大规模放量期。

图表：2031年全球漂浮式风电新增装机规模有望达到9.9GW



3.2 系泊链为漂浮式核心增量环节，2031年全球市场规模约170亿元

◆**漂浮式风电浮式基础类型较多，半潜式应用广泛。**漂浮式海上风电主要由主机、浮式基础、系泊系统和动态海缆等组成。按照浮式基础不同，可分为立柱式、半潜式、张力腿式和驳船式四种类型，其中半潜式在已有项目中应用较多，这一方面主要系半潜式适用水深较广，另一方面系半潜式在运输和安装时具有更加良好的稳定性、经济性。

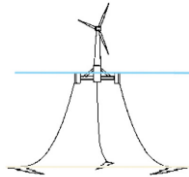
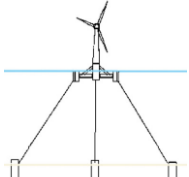
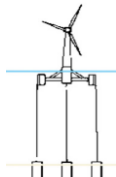
图表：漂浮式风电浮式基础包括立柱式、半潜式、张力腿式和驳船式四种类型

浮式基础	立柱式 (Spar)	半潜式 (Semi-Submersible)	张力腿式 (TLP)	驳船式 (Barge)
图示				
重量 (以6MW平台为例)	~3500t	~3000t	~2000t	2000-8000t
适用水深	>100m	>40m	>40m	>30m
其他特点	稳定性较高，平台重心低于浮心，且结构较为简单；但运输及安装困难，适用于较深海域	在运输和安装时具有良好的稳定性，经济性比 Spar 和 TLP 更优	具有良好的垂荡和摇摆运动特性；但系泊系统较为复杂、安装费用较高，受海流影响较大	利用平台浮力抵消重力，因而低频响应较为敏感，设计时需要进行平台运动频率优化；结构形式简单，容易制造，稳性较好

3.2 系泊链为漂浮式核心增量环节，2031年全球市场规模约170亿元

◆系泊链主要用于漂浮式风机固定，是漂浮式风电的核心增量环节。常见的系泊形式包括悬链式、张力式和张力腿式三种，其中悬链式与张力式主要应用于立柱式、半潜式、驳船式风机，张腿力式主要应用在张腿力式风机。系泊系统通常由系泊线、锚固装置、重力和浮力配件等构成，其中系泊线主要包括钢链（即系泊链）、钢缆以及合成材料等类型。受益于低成本、加工工序简易、强度较高等优势，系泊链为目前主要技术路线。

图表：常见的系泊形式包括悬链式、张力式和张力腿式

系泊形式	悬链式	张力式	张力腿式
图示			
系泊线	钢链结构	钢缆或者其他复合材料	合成材料，通常有尼龙（聚酰胺）、聚酯、聚丙烯和聚乙烯等
应用范围	立柱式、半潜式、驳船式		张腿力式
优点	钢链制造成本较低、工序简单、强度较高	系泊系统重量较小：同等断裂强度下，钢缆的重量仅为锚链的20%	在同等规格下，合成材料制成的缆绳耐磨性较好，有较大的回复力
缺点	存在较长的海床平躺段，因此所占据的海床空间较大，重量随着水深增加而急剧增大	钢缆成本较钢链高，且材料呈现非线性的力学特征，系泊松弛后重新张紧时，会带来跳跃性的冲击载荷，对缆索强度和疲劳问题带来较大威胁	缆绳的轴向刚度随轴向张力作用时间发生变化，容易偏移，也容易打滑而产生蠕变，因此每隔几年需要重新张紧调整

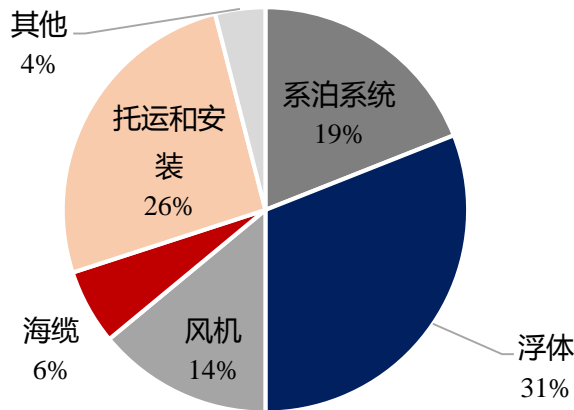
3.2 系泊链为漂浮式核心增量环节，2031年全球市场规模约170亿元

- ◆定量来看，系泊系统在漂浮式风电项目中投资额占比约19%，我们预估系泊链及附件在漂浮式风电项目中成本占比约为10%。依据如下：1) 国内已建成的样机项目系泊链及附件成本超过3.5元/W：从中海油与中国海装两个漂浮式风机项目来看，系泊链及附件价值量分别约为3.58元/W和3.71元/W。2) 目前国内外漂浮式风电样机项目投资成本约为40元/W：三峡“引领号”项目总投资约为2.44亿元，投资成本约为44元/W；Hywind Tampen项目总投资规模接近5亿美元，投资成本已低于40元/W。
- ◆综上所述，我们预计目前系泊链及附件在漂浮式风电样机项目中成本占比约为10%。

图表：我国漂浮式风电系泊链及附件成本3.5元/W+

招标项目	中标主体	中标金额 (万元)	单瓦价格 (元/W)
中海油深远海浮式风机项目系泊缆链及附件	亚星锚链	2598.66	3.58
中国海装“扶摇号”浮式风电项目系泊锚链及连接件	亚星锚链	2298.00	3.71

图表：系泊系统在漂浮式风电项目中投资额占比19%



3.2 系泊链为漂浮式核心增量环节，2031年全球市场规模约170亿元

◆ 受益于漂浮式风电产业化突破，我们预计2025年全球漂浮式风电系泊链市场规模将达27.56亿元，2031年有望达到171.27亿元，2022-2031年CAGR高达54.27%。

图表：2031年全球漂浮式海上风电系泊链市场规模有望达到171.27亿元

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
全球漂浮式风电新增装机量 (MW)	57.1	96	101	330	1048	1166	1400	2838	4900	6900	9900
单瓦投资成本 (元/W)	40.0	36.0	32.4	29.2	26.3	23.7	21.3	20.2	19.2	18.2	17.3
系泊链在总成本中占比 (%)	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
单瓦系泊链需求量 (元/W)	4.00	3.60	3.24	2.92	2.63	2.37	2.13	2.02	1.92	1.82	1.73
全球漂浮式风电系泊链市场规模 (亿元)	2.28	3.46	3.27	9.64	27.56	27.63	29.82	57.33	94.08	125.58	171.27

3.3 漂浮式风电与海工系泊链协同性较强，公司先发优势显著

◆漂浮式风电与海工系泊链协同性较强，公司具备较强先发优势。主要体现在：1) 产品方面，漂浮式风电系泊链与海工系泊链均属于海洋平台系泊链，具备共同的产品资质认证、产品等级划分标准等。公司R6系泊链已成功应用于我国首座漂浮式海上风电平台“三峡引领”号和深水钻井平台“深蓝探索”平台。2) 客户方面，国内外油气巨头进军漂浮式风电行业，公司漂浮式风电业主与海工主业的业主具备较强的协同性，同样具备较强客户端先发优势。

◆展望未来，我们判断公司在漂浮式风电系泊链领域有望延续强市场竞争力。核心体现在：1) 在技术层面上，公司是全球少数能够生产R6级海洋系泊链的厂商，稀缺性显著；2) 在产能层面上，根据各公司官网信息，公司锚链和海洋系泊链及配件年产能达到30万吨，远高于西班牙Vicinity (8万吨)。

图表：相较西班牙Vicinity，公司系泊链具备较强产能优势

厂商名称	国内主要锚链厂商		国外主要锚链厂商
	亚星锚链	青岛锚链	Vicinity Marine
链条年产能	30万吨	-	8万吨
链条规格	直径12.5mm-240mm	海洋石油工程系泊链：最大直径147mm 船用锚链：直径16mm-152mm	直径40mm-220mm
海洋系泊链等级	ORQ, R3、R3s、R4、R4s、R5和R6级	R3、R3S、R4级	R3、R3s、R4、R4s、R5和R6级
已中标的漂浮式海上风电项目	三峡“引领号”、中国海装“扶摇号”、中海油“海油观澜号”等	中国海装“扶摇号”	-

一

持续扩张的全球链条龙头，业绩端表现加速增长

二

船舶&海工主业处于上行周期，公司基本盘有望持续扩张

三

漂浮式海上风电产业化快速推进，系泊链需求打开成长空间

四

矿用链：进口替代为主要成长逻辑，有望成为重要新增长点

五

盈利预测与投资建议

六

风险提示

4.1 矿用链：进口替代为主要成长逻辑，有望成为公司新增长点

◆**公司矿用链产品主要包括圆环链、紧凑链以及连接环等，主要应用于煤矿开采刮板式输送机。**煤炭综合采掘设备包括掘进机、采煤机、刮板输送机及液压支架，其中刮板输送机是综合机械化采煤设备的中心部分，主要用于运输煤炭等物料，同时也作为液压支架的支点和采煤机的运行轨道，其可靠、安全、高效的运行直接影响煤矿的生产效率。

◆**矿用圆环链是刮板输送机的关键部件，具有较强的耗材属性。**一方面，作为刮板输送机的牵引机构，矿用圆环链是推进物料输送的直接动力来源，在工作过程中承受较大的动、静载荷。另一方面，矿用圆环链长期与物流接触，承受物流和外部环境的腐蚀，因而矿用圆环链寿命较短，生命周期一般约为1年，属于典型的易耗品。

图表：刮板输送机是综合机械化采煤设备的中心部分

设备名称	具体用途
掘进机	用于煤矿各种巷道的掘进
采煤机	用于煤矿采煤工作面的落煤和装煤
刮板输送机	用于煤矿采煤工作面内的煤炭运输，同时也是采煤机的行走轨道
液压支架	用于综采工作面顶板的支护和控制及工作面设备的推移行走

图表：矿用圆环链是刮板输送机的关键部件



4.1 矿用链：进口替代为主要成长逻辑，有望成为公司新增长点

◆矿用链市场需求较为平稳，我国市场规模年均约15-20亿元。矿用链需求和煤炭产量及机械化采煤程度紧密相关，我们判断该市场需求较为平稳。这一方面考虑到我国煤炭产量增速有限，中国煤炭工业协会报告指出“十四五”末国内煤炭产量目标将控制在41亿吨左右；另一方面系我国大型煤炭企业采煤机械化程度较高，2020年已高达98.90%，机械化渗透率提升幅度不大。量化来看，我们预计2022-2025年我国矿用高强度圆环链市场规模分别为18.03、18.21、18.39和18.57亿元，保持相对稳定。

图表：2025年我国矿用高强度圆环链市场规模约18.57亿元

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
我国煤炭生产量（万吨）	352356	369774	384633	390158	394060	398001	401981	406001	410061
yoY	3.31%	4.94%	4.02%	1.44%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%
我国大型煤炭企业机械化采煤程度（%）	97.80%	97.90%	98.70%	98.90%	99.00%	99.00%	99.00%	99.00%	99.00%
我国机械化采煤生产量（万吨）	344604	362009	379633	385866	390119	394021	397961	401941	405960
单位机械化采煤对矿用圆环链需求量（米/万吨）	1.83	1.83	1.83	1.83	1.83	1.83	1.83	1.83	1.83
矿用高强度圆环链价格（元/米）	2500	2500	2500	2500	2500	2500	2500	2500	2500
我国矿用高强度圆环链需求空间（亿元）	15.77	16.56	17.37	17.65	17.85	18.03	18.21	18.39	18.57
yoY		5.01%	4.89%	1.61%	1.13%	1.01%	1.00%	0.99%	0.98%

4.1 矿用链：进口替代为主要成长逻辑，有望成为公司新增长点

◆国内矿用链仍高度依赖进口，国产替代为公司矿用链主要成长逻辑。当前矿用链市场主要厂商多为国外企业，包括德国RUD、意大利CICSA、德国JDT等。公司为国内矿用链稀缺供应商，高强度矿用链业务仍处在发展阶段，已获得煤安认证，已成为国家能源、潞安集团、陕煤等合格供应商，具备持续扩张的潜力。展望未来，随着煤炭企业国产替代诉求增强，公司矿用链业务有望加速实现国产替代，将成为重要增长点。

图表：公司矿用链产品已获得煤安认证



图表：公司为国家能源、潞安集团、陕煤合格供应商



一

持续扩张的全球链条龙头，业绩端表现加速增长

二

船舶&海工主业处于上行周期，公司基本盘有望持续扩张

三

漂浮式海上风电产业化快速推进，系泊链需求打开成长空间

四

矿用链：进口替代为主要成长逻辑，有望成为重要新增长点

五

盈利预测与投资建议

六

风险提示

■ 核心假设：

1) 船用链：船舶行业大周期景气向上，2021年全球造船新接订单量大幅增长，船舶交付有望于2023年开始显著提升，公司船用链作为船舶配套产品有望保持快速增长。我们预计2023-2025年公司船用链及配件收入分别同比增长23.75%、18.25%、12.88%，假设2023-2025年毛利率分别为22.50%、22.50%、22.50%。

2) 海洋系泊链：在传统海工平台领域，国际油价上行推动海工市场回暖，对海洋系泊链的需求相应上升，公司是全球少数的R6级别系泊链供应商，产能方面具备较大优势，叠加漂浮式海上风电系泊链0到1放量，我们预计2023-2025年公司海洋系泊链收入分别同比增长68.00%、47.00%、36.50%，毛利率稳定在35.00%。

3) 其他业务：我们假设2023-2025年收入同比增速为30%，毛利率稳定在38.00%。

■ 盈利预测：

基于以上假设，我们预计公司2023-2025年营业收入分别为20.53、26.23和31.98亿元，分别同比增长35.4%、27.7%和21.9%；2023-2025年归母净利润分别为2.46、3.34和4.37亿元，分别同比增长65.2%、35.6%和31.0%。

5.1 盈利预测

图表：公司分业务收入预测表（单位：百万元）

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
船用链及配件						
收入（百万元）	883	906	1,099	1,361	1,609	1,816
yoy	-1.21%	2.61%	21.32%	23.75%	18.25%	12.88%
毛利率(%)	20.55%	18.04%	22.33%	22.50%	22.50%	22.50%
成本（百万元）	702	743	854	1,054	1,247	1,407
系泊链						
收入（百万元）	192	375	396	666	979	1,337
yoy	-45.87%	95.17%	5.79%	68.00%	47.00%	36.50%
毛利率(%)	29.95%	38.16%	34.13%	35.00%	35.00%	35.00%
成本（百万元）	135	232	261	433	636	869
其他业务						
收入（百万元）	34	39	21	27	35	45
yoy	-4.67%	14.33%	-46.60%	30.00%	30.00%	30.00%
毛利率(%)	37.52%	37.77%	66.21%	38.00%	38.00%	38.00%
成本（百万元）	21	24	7	17	22	28
合计						
总营业收入（百万元）	1109	1320	1516	2053	2623	3198
yoy	-13.64%	19.00%	14.93%	35.40%	27.73%	21.92%
营业成本（百万元）	857	998	1,122	1,504	1,905	2,304
总毛利（百万元）	252	321	394	549	718	894
毛利率(%)	22.69%	24.33%	26.01%	26.76%	27.37%	27.94%

■ 投资建议：

◆ 我们预计公司2023-2025年营业收入分别为20.53、26.23和31.98亿元，EPS分别为0.26、0.35和0.46元，按照2023年12月1日收盘价9.24元对应PE分别为36、27和20倍。考虑到公司船舶、海工业务处于上行周期，以及在漂浮式海上风电领域具备较大成长空间，成长性较为突出，首次覆盖，给予“增持”评级。

图表：可比公司估值表（股价截至2023/12/1）

代码	公司名称	市值 (亿元)	股价 (元)	归母净利润 (亿元)			PE		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
600150.SH	中国船舶	1233.50	27.58	26.34	63.38	89.68	47	19	14
600685.SH	中船防务	335.57	23.74	8.54	16.72	22.50	39	20	15
平均							43	20	14
601890.SH	亚星锚链	88.65	9.24	2.46	3.34	4.37	36	27	20

注：中国船舶和中船防务盈利预测来自wind一致预期。

一

持续扩张的全球链条龙头，业绩端表现加速增长

二

船舶&海工主业处于上行周期，公司基本盘有望持续扩张

三

漂浮式海上风电产业化快速推进，系泊链需求打开成长空间

四

矿用链：进口替代为主要成长逻辑，有望成为重要新增长点

五

盈利预测与投资建议

六

风险提示

- **1、船舶、海工行业景气度下滑**：船舶行业及海洋工程行业受航运市场形势和国际原油价格等影响较大，整体呈现明显的周期性特征。若船舶、海工行业景气度出现一定下滑，则将对公司的业绩产生一定负面影响。
- **2、漂浮式海上风电产业化不及预期**：漂浮式海上风电仍处于产业化初级阶段，若行业进展不及预期，则将对公司系泊链业务的拓展产生一定负面影响。
- **3、原材料价格波动风险**：公司的主要原材料为棒材及其他钢材制品，若核心原材料价格波动较大，则将对公司的盈利水平和业务拓展造成较大影响。
- **4、汇率风险**：公司海外业务占比较大，如汇率大幅波动，将对业绩有较大影响。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1,516	2,053	2,623	3,198	净利润	152	251	341	446
YoY (%)	14.9%	35.4%	27.7%	21.9%	折旧和摊销	74	73	74	74
营业成本	1,122	1,504	1,905	2,304	营运资金变动	-39	-243	-232	-216
营业税金及附加	14	18	24	29	经营活动现金流	180	53	142	254
销售费用	54	66	81	96	资本开支	-19	-12	-7	-4
管理费用	102	133	164	192	投资	275	100	100	100
财务费用	-39	-24	-23	-29	投资活动现金流	-369	248	146	160
研发费用	78	103	126	147	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-17	-15	-18	-20	债务募资	125	-348	-23	-8
投资收益	4	41	52	64	筹资活动现金流	76	-392	-26	-11
营业利润	177	292	397	521	现金净流量	-90	-94	262	404
营业外收支	0	4	4	4	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
利润总额	176	296	401	525	成长能力 (%)				
所得税	24	44	60	79	营业收入增长率	14.9%	35.4%	27.7%	21.9%
净利润	152	251	341	446	净利润增长率	23.0%	65.2%	35.6%	31.0%
归属于母公司净利润	149	246	334	437	盈利能力 (%)				
YoY (%)	23.0%	65.2%	35.6%	31.0%	毛利率	26.0%	26.8%	27.4%	27.9%
每股收益	0.16	0.26	0.35	0.46	净利率	9.8%	12.0%	12.7%	13.7%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率ROA	3.2%	5.2%	6.3%	7.3%
货币资金	1,439	1,345	1,607	2,011	净资产收益率ROE	4.6%	7.1%	8.8%	10.3%
预付款项	99	132	168	203	偿债能力 (%)				
存货	866	1,160	1,462	1,762	流动比率	3.24	3.84	3.66	3.58
其他流动资产	1,372	1,405	1,444	1,469	速动比率	2.35	2.54	2.32	2.23
流动资产合计	3,777	4,042	4,680	5,445	现金比率	1.24	1.28	1.26	1.32
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	27.3%	24.5%	26.2%	27.1%
固定资产	505	451	392	330	经营效率 (%)				
无形资产	159	154	150	145	总资产周转率	0.35	0.44	0.52	0.57
非流动资产合计	838	676	612	545	每股指标 (元)				
资产合计	4,615	4,718	5,292	5,990	每股收益	0.16	0.26	0.35	0.46
短期借款	125	75	50	40	每股净资产	3.39	3.60	3.96	4.42
应付账款及票据	312	397	503	608	每股经营现金流	0.19	0.06	0.15	0.27
其他流动负债	728	581	727	873	每股股利	0.05	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	1,165	1,053	1,279	1,521	估值分析				
长期借款	6	6	6	6	PE	59.61	36.01	26.57	20.28
其他长期负债	90	99	99	99	PB	2.60	2.58	2.35	2.10
非流动负债合计	96	105	105	105					
负债合计	1,261	1,158	1,384	1,626					
股本	959	959	959	959					
少数股东权益	98	103	110	119					
股东权益合计	3,354	3,560	3,908	4,364					
负债和股东权益合计	4,615	4,718	5,292	5,990					

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。