

动力源（600405）研究报告

短期业绩承压，基本面无忧

买入（维持）

2017年4月23日

证券分析师 徐力

执业资格证书号码：S0600515080001

xul@dwzq.com.cn

010-66573632

研究助理 孙云翔

sunyx@dwzq.com.cn

投资要点

■ **事件：**公司发布2016年报和2017年一季报，公司2016年营收1,277,857,631.81元，同比增长14.36%；归母净利润27,163,110.53元，同比下降45.57%；公司2017年一季度营收147,583,909.68元，同比下滑5.99%；归母净利润-26,722,137.80，与上年同期基本持平。

■ **研发支出、资产减值损失、股权激励费用增加，公司利润下滑：**公司2016年度经营情况相对良好，直流电源、高压变频及节能业务、交流电源、二次电源等多个业务线毛利率水平基本都实现一定增长，营收增长14.36%，也属于合理区间。公司2016年利润水平出现严重滑坡主要原因在于几方面：1、增加了研发投入，为进入新能源汽车市场进行充电桩、车载动力系统这几款新产品研发；2、出于谨慎考虑，增加了1000多万元资产减值；3、完成第三期股权激励，发生一定的股权激励费用。我们认为，2016年公司整体经营基本面并未出现恶化，利润下滑属于暂时情况。今年一季度公司亏损情况与上年同期持平，属于季节性波动，二季度后将恢复盈利。

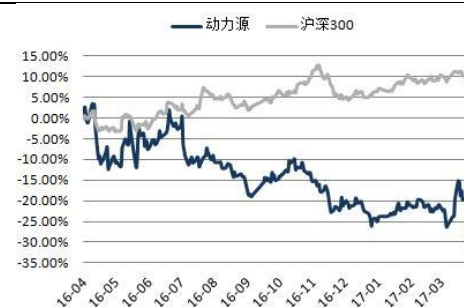
■ **海外业务开展超预期，公司海外布局进入收获期：**公司2016年上半年海外销售收入达到6080.4万元，全年海外营收达到1.75亿元，全年增速43.05%，增长进入提速期，增速高于国内市场30个百分点。在国内市场面临增长压力情况下，海外市场发展顺利给公司发展注入新的动力。公司将继续推进海外业务发展：1、印度方面设立印度子公司，实现当地化销售与生产；2、在东南亚及非洲地区和国家，建立当地销售代表处，大力拓展南亚、东南亚及非洲市场；3、加强同欧美知名通信企业合作，提升欧美市场销售份额，持续提升公司竞争力。公司海外业务毛利率去年提升5.02个百分点，标志着公司不再依赖低价策略争夺市场，海外业务将贡献更多利润。

■ **新能源车年内实现量产，从亏损走向盈利：**为了加快发展新能源汽车业务，公司于2015年新成立电动汽车业务线，已完成高素质技术团队组建和运转，专攻电机及驱动系统。目前成功开发完成的18kW超高效交流异步电机及其驱动系统和60kW永磁同步电机及其驱动系统。电机的最高效率分别已达到94%和97%，明显超越行业同类产品水平，达到国内顶尖水平。预计年度公司将实现相关产品量产，电动车业务将从2016年度亏损转向持续盈利，为公司贡献新增长点。

■ **盈利预测与投资评级：**预计公司2017-2019年的EPS为0.18元、0.25元、0.31元，对应PE 56/38/32 X。我们看好公司在海外市场的发展和新能源车产品线带来的营收利润增量，给予“买入”评级。

■ **风险提示：**通信电源行业发展不及预期风险，海外业务发展不及预期风险，新能源车电机驱动系统产品量产进度不及预期风险，新能源车业务客户发展不及预期风险。

股价走势



市场数据

收盘价（元）	9.64
一年最低价/最高价	9.55/16.09
市净率	5.06
流通A股市值（百万元）	4140

基础数据

每股净资产（元）	1.88
资产负债率（%）	67.77
总股本（百万股）	439
流通A股（百万股）	429

相关研究

1. 动力源：季报点评
2016年10月26日
2. 动力源：BAT的共同选择，云计算的动力之源
2016年11月13日
3. 动力源：加强海外布局，引入中长期激励机制提振士气
2017年2月14日

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1667.2	2154.7	2668.3	3154.0	营业收入	1277.9	1609.6	1981.4	2496.8
现金	227.7	300.0	400.0	300.0	营业成本	857.8	1078.5	1296.2	1627.8
应收款项	1097.9	1323.0	1628.5	2052.2	营业税金及附加	9.1	11.3	13.9	17.5
存货	310.5	443.2	532.7	669.0	营业费用	194.1	225.3	277.4	349.6
其他	31.1	88.5	107.1	132.8	管理费用	151.2	178.9	219.7	276.4
非流动资产	1017.1	1162.5	1317.6	1566.7	财务费用	42.9	50.3	74.3	100.0
长期股权投资	7.1	5.7	4.3	4.3	投资净收益	0.6	0.0	0.0	0.0
固定资产	710.9	859.6	1017.9	1268.7	其他	-29.5	1.8	1.8	1.7
无形资产	54.7	52.8	51.1	49.4	营业利润	-6.3	67.2	101.6	127.3
其他	244.4	244.4	244.4	244.4	营业外净收支	32.9	15.0	15.0	15.0
资产总计	2684.3	3317.2	3985.9	4720.7	利润总额	26.6	82.2	116.6	142.3
流动负债	1627.9	2137.2	2752.0	3419.2	所得税费用	-0.7	4.1	5.8	7.1
短期借款	536.0	1132.3	1543.2	1901.1	少数股东损益	0.2	0.5	0.8	0.9
应付账款	933.5	886.4	1065.4	1337.9	归属母公司净利润	27.2	77.56	109.97	134.25
其他	158.4	118.5	143.3	180.2	EBIT	71.6	117.5	175.9	227.3
非流动负债	195.3	195.3	195.3	195.3	EBITDA	150.5	186.6	258.0	324.8
长期借款	100.0	100.0	100.0	100.0					
其他	95.3	95.3	95.3	95.3	重要财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
负债总计	1823.2	2332.5	2947.3	3614.5	每股收益(元)	0.06	0.18	0.25	0.31
少数股东权益	1.7	2.0	2.4	2.9	每股净资产(元)	1.96	2.24	2.37	2.52
归属母公司股东权益	859.3	984.7	1038.7	1106.3	发行在外股份(百万股)	438.8	438.8	438.8	438.8
负债和股东权益总计	2684.3	3319.2	3988.3	4723.6	ROIC(%)	5.3%	5.9%	6.8%	7.5%
					ROE(%)	3.2%	7.9%	10.6%	12.1%
现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	毛利率(%)	32.2%	32.3%	33.9%	34.1%
经营活动现金流	222.2	-382.9	-17.3	-44.1	EBIT Margin(%)	5.6%	7.3%	8.9%	9.1%
投资活动现金流	-244.6	-188.4	-238.7	-346.6	销售净利率(%)	2.1%	4.8%	5.6%	5.4%
筹资活动现金流	1.0	643.6	355.9	290.7	资产负债率(%)	67.9%	70.3%	73.9%	76.6%
现金净增加额	-21.0	72.3	100.0	-100.0	收入增长率(%)	14.4%	26.0%	23.1%	26.0%
企业自由现金流	-33.3	-529.5	-199.2	-309.5	净利润增长率(%)	-45.6%	185.5%	41.8%	22.1%

数据来源: WIND, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 -5% 以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

