

# 军品受益海军升级，军转民业务驱动业绩成长

——中国动力（600482）半年报点评

2017年08月14日

推荐/维持

中国动力

财报点评

<b>郑闵钢</b>	分析师	执业证书编号: S1480510120012
	zhengmgdxs@hotmail.com	010-66554031
<b>陆洲</b>	联系人	
	luzhou@dxzq.net.cn	010-66554142
<b>李永乐</b>	联系人	
	liyl@dxzq.net.cn	010-66554047
<b>张高艳</b>	联系人	
	zhanggy-yjs@dxzq.net.cn	010-66554030

## 事件:

2017年上半年,公司实现营收116.41亿元,同比增长10.14%;归属于上市公司股东净利润5.61亿元,同比增长21.53%;归属于上市公司股东扣非净利润4.96亿元,同比增长52.96%;每股收益0.32元,同比减少8.57%。

## 公司分季度财务指标

指标	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2
营业收入(百万元)	1400.34	1462.50	7987.46	4221.20	7070.03	4811.83	6829.19
增长率(%)	0.16%	0.63%	402.49%	222.88%	404.88%	229.01%	-14.50%
毛利率(%)	14.59%	14.51%	16.94%	17.46%	18.45%	16.54%	14.72%
期间费用率(%)	11.65%	7.98%	9.99%	10.31%	9.95%	9.72%	8.17%
营业利润率(%)	1.67%	3.85%	5.93%	5.97%	6.99%	5.41%	6.19%
净利润(百万元)	25.18	45.72	449.37	218.27	439.99	228.82	375.64
增长率(%)	39%	22%	638%	368.89%	1647.38%	400.48%	-16.41%
每股盈利(季度,元)	0.053	0.086	0.239	0.115	0.236	0.131	0.192
资产负债率(%)	49.54%	46.87%	37.37%	36.60%	32.62%	32.22%	35.94%
净资产收益率(%)	1.15%	2.04%	1.74%	0.84%	1.65%	0.85%	1.37%
总资产收益率(%)	0.58%	1.08%	1.09%	0.53%	1.11%	0.58%	0.88%

## 观点:

### ➤ 经营业绩稳定，销售及财务费用控制良好

公司2016年上半年完成重大资产重组,成为中船重工集团全动力业务平台,涵盖燃气动力、蒸汽动力、柴油动力、化学动力、全电力、海洋核动力、热气机动力七大板块。

2017年上半年，公司归母净利润同比增长21.53%，跑赢营收增速11个百分点，主要得益于销售费用率的下降和利息支出减少等因素；扣非净利润增加52.96%，主要源于受去年重大资产重组影响子公司利润归口会计科目不同；2016年第二季度因非公共发行股本调增，2017年上半年每股收益0.32元，同比减少8.57%，存在股本摊薄的影响。从分季度数据来看，相比2016年Q2，2017Q2营收下降14.50%。

### ➤ 军品业务和非船民品对业务发展形成支撑

公司产品按照用户和类别可以分为军品业务、非船用民品和船用民品三大类，2017年上半年收入占比分别为18%、58%和24%，在全球航运市场需求低迷的宏观背景下，军品业务和非船民品有望对公司业务发展形成支撑。

军品方面，受益于海军转型带来的装备升级需求、“一带一路”战略实施带来的国际军贸业务拓展，公司将在燃气动力、电力推进系统、中高速柴油动力等细分领域享受稳定的订单放量。

非船用民品方面，以化学动力业务（中高端汽车起停用蓄电池）、燃气动力业务（天然气管道用中小型燃气驱动压缩轮）以及海洋核动力（海洋核动力平台批产在即）为主要驱动，业绩有望长期向好。军转民业务符合“军民融合”国家战略大的方向，公司技术和人才优势突出，有望对公司估值形成良好支撑。

### ➤ 内部业务整合提效，进一步的院所改制和资产注入值得期待

公司在低速柴油机领域整合内部资源，组建中国船柴，寻求制造成本、生产规模、服务体系的规模效应；拟收购淄博火炬化学动力相关资产和业务，并计划以风帆股份为牵头单位进行板块内部整合；中速柴油机领域正在策划一系列资产注入及整合方案，涉及河柴重工、齐耀控股、陕柴重工等。

公司2016年重大资产重组开创了军工科研院所资产注入先河，2017年3月份在南北船集团上市公司首次实施了股权激励，中国动力作为中船重工集团资本运作先锋，在科研院所改制、国企混改的背景下，未来通过资本市场提质增效值得进一步期待。

### 结论：

公司是中船重工集团唯一动力业务整合平台，在舰船动力系统领域资质稀缺技术领先，2016年完成集团内部重大资产重组后，2017年上半年经营业绩良好，公司未来看点：全电动力和海洋核动力业务为公司未来主要增长点，军品有支撑，军转民市场空间大；公司内部业务整合落地有望借助规模效应提升市场竞争力，体外动力资产注入值得期待。

我们预计公司2017-2019年营业收入分别为252亿、303亿、357亿，归母净利润13亿、17亿、21亿，EPS为0.75元、0.95元、1.20元，对应PE分别为32、26和20倍。维持公司“推荐”评级。

### 风险提示：

国防投入减少；民用船舶行业持续低迷；海洋核动力项目建设不及预期。

## 公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产合计</b>	2319	30971	32095	35133	39141	<b>营业收入</b>	5751	20741	25158	30310	35713
货币资金	580	17476	15095	15670	14285	<b>营业成本</b>	4980	17135	20838	25062	29403
应收账款	417	4880	5919	5486	7756	营业税金及附加	13	273	332	400	471
其他应收款	80	300	363	438	516	营业费用	247	404	490	591	696
预付款项	49	702	1496	2451	3571	管理费用	234	1601	1883	2201	2515
存货	987	6457	7853	9445	11081	财务费用	57	48	-186	-212	-205
其他流动资产	51	110	128	148	169	资产减值损失	17.14	58.59	50.00	50.00	50.00
<b>非流动资产合计</b>	2033	8549	8782	9013	9217	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	75	323	323	323	323	投资净收益	4.24	54.10	77.49	98.19	123.21
固定资产	1073.6	5158.4	5114.0	5163.5	5270.6	<b>营业利润</b>	206	1276	1827	2315	2905
无形资产	172	1688	1654	1621	1589	营业外收入	14.22	127.12	55.87	65.74	82.91
其他非流动资产	0	48	0	0	0	营业外支出	6.10	6.69	7.28	6.69	6.89
<b>资产总计</b>	4352	39520	40877	44146	48358	<b>利润总额</b>	214	1396	1876	2374	2981
<b>流动负债合计</b>	938	10284	10533	12354	14745	所得税	44	243	469	594	745
短期借款	0	1572	170	0	210	<b>净利润</b>	170	1153	1407	1781	2236
应付账款	355	3630	4354	5237	6144	少数股东损益	-5	80	98	124	155
预收款项	342	2147	2902	3811	4882	归属母公司净利润	175	1073	1309	1657	2081
一年内到期的非流	0	705	705	705	705	EBITDA	387	1789	2159	2671	3296
<b>非流动负债合计</b>	1218	2609	2547	2547	2547	<b>BPS (元)</b>	0.33	0.71	0.75	0.95	1.20
长期借款	1100	1100	1100	1100	1100	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	
<b>负债合计</b>	2156	12893	13080	14900	17292	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	1	1175	1273	1397	1552	营业收入增长	0.05%	260.68	21.29%	20.48%	17.83%
实收资本(或股本)	537	1739	1739	1739	1739	营业利润增长	25.99%	520.36	43.23%	26.71%	25.48%
资本公积	1303	19386	19386	19386	19386	归属于母公司净利润	21.98%	26.58%	21.98%	26.58%	25.57%
未分配利润	258	4114	4946	5999	7321	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权	2195	25451	26463	27789	29454	毛利率(%)	13.39%	17.39%	17.17%	17.31%	17.67%
<b>负债和所有者权</b>	4352	39520	40877	44146	48358	净利率(%)	2.96%	5.56%	5.59%	5.88%	6.26%
<b>现金流量表</b>						<b>总资产净利润(%)</b>					
单位:百万元						ROE(%)					
2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		
<b>经营活动现金流</b>	767	1143	-171	1616	-656	<b>偿债能力</b>					
净利润	170	1153	1407	1781	2236	资产负债率(%)	50%	33%	32%	34%	36%
折旧摊销	123.80	465.36	483.64	534.06	563.01	流动比率	2.47	3.01	3.05	2.84	2.65
财务费用	57	48	-186	-212	-205	速动比率	1.42	2.38	2.30	2.08	1.90
应收账款减少	0	0	-1039	433	-2270	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	755	909	1071	总资产周转率	1.32	0.95	0.63	0.71	0.77
<b>投资活动现金流</b>	-316	-400	-702	-752	-727	应收账款周转率	12	8	5	5	5
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	16.31	10.41	6.30	6.32	6.28
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	4	54	77	98	123	每股收益(最新摊薄)	0.33	0.71	0.75	0.95	1.20
<b>筹资活动现金流</b>	-388	10992	-1508	-290	-2	每股净现金流(最新)	0.12	6.75	-1.37	0.33	-0.80
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	4.09	14.63	15.22	15.98	16.94
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	0	1203	0	0	0	P/E	100.58	46.75	44.09	34.83	27.74
资本公积增加	5	18082	0	0	0	P/B	8.11	2.27	2.18	2.08	1.96
<b>现金净增加额</b>	63	11735	-2381	575	-1384	EV/EBITDA	47.41	24.38	20.66	16.42	13.79

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 郑闵钢

房地产行业首席研究员（D），基础产业小组组长。央视财经频道嘉宾。2007年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继2012年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永继2012年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。万得资讯2014年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。

## 联系人简介

### 陆洲

北京大学硕士，军工行业首席分析师。曾任中国证券报记者，历任光大证券、平安证券、国金证券研究所军工行业首席分析师，华商基金研究部工业品研究组组长。

### 李永乐

北京航空航天大学理学博士，中央财经大学金融管理专业硕士，4年国防电子领域项目论证与管理经验，2016年加盟东兴证券研究所，从事军工行业研究，重点关注国防信息化、军民融合等方向。

### 张高艳

清华大学工业工程硕士，2年制造型企业运营管理咨询经验，2016年加盟东兴证券研究所，关注新三板、智能制造领域。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。