

中国动力(600482)/国防军工

北船动力业务上市平台, 军民两翼齐飞

评级: 买入(首次)

市场价格: 24.67

目标价格: 33.00

分析师: 杨帆

执业证书编号: S0740517060002

电话: 0755-22660861

Email: yangfan@r.qizq.com.cn

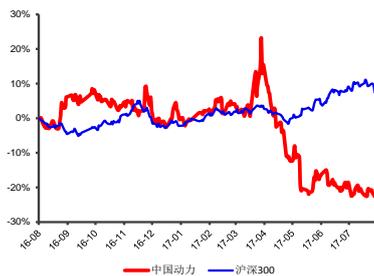
联系人: 吴张爽

电话: 021-51510613

Email: wuzs@r.qizq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1,739
流通股本(百万股)	909
市价(元)	24.67
市值(百万元)	42,193
流通市值(百万元)	22,050

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(亿元)	186.98	207.41	255.61	308.23	376.41
增长率 yoy%	-4.00%	15.54	23.24%	20.58%	22.12%
净利润	9.23	10.73	13.26	16.23	20.02
增长率 yoy%	-3.45%	16.25%	23.54%	22.39%	23.34%
每股收益(元)	0.53	0.62	0.76	0.93	1.15
每股经营现金流量	1.43	0.66	0.98	0.95	1.13
净资产收益率	8.24%	4.33%	5.26%	6.43%	7.71%
P/E	46	40	32	27	21
PEG	-19	2.51	1.11	0.78	0.60
P/B	3.82	1.58	1.51	1.42	1.32

投资要点

- 事件: 公司发布 2017 年半年报, 1-6 月实现营业收入 116.41 亿元, 同比增长 10.14%; 归属母公司所有者净利润 5.60 亿元, 同比增长 21.53%。
- 中船重工集团军民动力业务上市平台, 打造中国综合动力服务商龙头, 专业整合加协同效应助力业绩稳健增长: 公司已完成重大资产重组及配套融资工作, 转型中船重工集团军民动力业务上市平台, 从单一化学动力转变为涵盖燃气动力、蒸汽动力、化学动力、全电力、海洋核动力、柴油机动力、热机动力等七大动力业务的综合控股型公司。公司积极推动以军为本、以军促民、海陆并进的业务布局, 推进内部资源优化整合, 以军工业务为基础, 深耕民品非船业务。2016 年上半年实现营业收入 116.41 亿元, 同比增长 10.14%; 归属母公司所有者净利润 5.60 亿元, 同比增长 21.53%。并购标的承诺 17—18 年净利润达 6.36/7.77 亿。同时公司募集资金 135 亿用于舰船动力的研发和生产, 进一步增强公司的研发实力。我们认为目前下游整机商对国产军民动力的需求将逐步提升, 公司作为国内综合动力服务商龙头, 将实现业绩稳定增长。
- 大中型及特种舰船动力装置主要总装系统集成供应商, 充分受益两机专项, 海洋强国以及海军装备升级带来的机遇, 军工业务有望迎来爆发期: 根据 2015 年版《中国的军事战略》白皮书, 我国海军战略将逐渐向近海防御与远海护卫型结合转变。近期, 以国产航母和新型万吨驱逐舰为代表的海军舰艇装备密集下水, 表明我们海军将迎来装备量产和升级需求期。公司作为国家重点保军企业, 承接国家各类舰船动力装备的研制生产任务。同时公司依托“一带一路”战略, 扩大国际军贸业务, 2017 年上半年, 军品收入占比为 18%, 我们认为公司受益于海洋强国战略和海军转型及装备升级需求, 军工动力业务尤其是燃气蒸汽、全电等有望迎来爆发期。
- 天然军民融合标的, 军用技术民用化前景广阔, 整合国家战略级细分龙头提振率促发展: 公司依托中船重工的军工平台, 凭借研发及综合配套能力的有力保证, 通过专业化整合, 目前处于产业系统集成地位的优势, 蓄电池业务为国内唯一一家主流车全覆盖供应商, 燃气动力打破国外垄断已开展应用, 稳固低速柴油机业务的领先地位, 海洋核动力业务有望在业务上实现巨大突破, 拥抱千亿级市场。我们认为公司作为国内海军舰船动力装备的主要研制和供应商, 有望借势军民融合和自身研发实力, 抢占民用市场广阔空间, 从而为公司未来业绩快速增长提供有力支撑。
- 中船重工集团资产证券化方向和目标明确, 科研院所资源较为丰富, 公司有望充分受益平台地位。我们认为中船重工集团资产证券化目标较为明确, 资产证券化步伐也相对迅速。此外, 集团科研院所资源比较丰富, 拥有 28 家科研院所。截至目前, 公司通过资产重组已完成对 703、704、711、712、719 所部分动力资产的注入, 但公司体外仍有部分优质动力业务资产。我们认为, 随着军工科研院所改制提速, 公司作为中船重工集团的动力业务上市平台, 有望继续受益集团内部的资产整合和资产证券化。
- 盈利预测及投资建议: 我们预测公司 2017-2019 年实现收入分别为 256/308/376 亿元, 同比增长 23%/21%/22%; 实现归母净利润 13.3/16.2/20.0 亿元, 同比增 23.54%/22.39%/23.34%; 对应 17-19 年 EPS 分别为 0.76/0.93/1.15 元。考虑公司产业链的完整性以及舰船动力业务的稀缺性以及龙头地位, 给予公司 17 年平均 43 倍估值, 574 亿市值, 对应板块股价为 33。
- 风险提示: 集团资产证券化不及预期; 科研院所改制不及预期; 公司军工业务发展不及预期; 海军装备更新换代不及预期。

内容目录

1. 背靠中船重工，打造综合动力服务商龙头	- 3 -
1.1 重大资产重组完成，转型覆盖七大动力的综合动力服务商	- 3 -
1.2 专业化整合促进军民业务齐发力，业绩稳健增长	- 3 -
1.3 背靠中船重工，协同效应加院所深厚研发助力军民两翼齐飞	- 4 -
2. 大中型及特种舰船动力装置主要供应商，军工业务有望爆发	- 5 -
2.1 海军大中型及特种舰船动力装置主要供应商，业务涵盖广泛	- 5 -
2.2 舰船动力需求广阔，公司军工业务充分受益	- 6 -
3. 天然军民融合标的，专业化整合打开民品成长新空间	- 7 -
3.1 民品业务空间广阔，以军促民打开成长新空间	- 7 -
3.2 积极布局海洋核动力业务，有望实现大跨越	- 8 -
4. 中船重工动力业务上市平台，后续资产注入可期	- 8 -
5. 盈利预测与估值	- 11 -
5.1 主营业务盈利预测与关键假设	- 11 -
5.2 相对估值	- 12 -
风险提示	- 13 -

图表目录

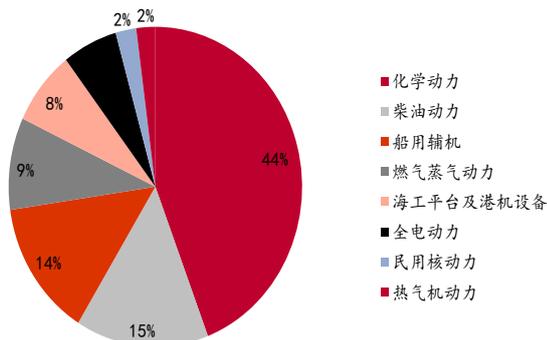
图表 1: 公司主要业务和产品 (2016 年度)	- 3 -
图表 2: 公司三大板块业务分布 (2017 上半年)	- 3 -
图表 3: 公司近年营收及其增长率	- 4 -
图表 4: 公司近年归母净利润及其增长率	- 4 -
图表 5: 公司 2016 年各项业务营收	- 4 -
图表 6: 公司 2016 年各项业务增长情况	- 4 -
图表 7: 中国动力股权结构	- 5 -
图表 8: 中国动力覆盖海军舰船动力	- 6 -
图表 9: 首艘国产航母下水	- 7 -
图表 10: 新型驱逐舰首舰下水	- 7 -
图表 11: 中船重工 28 家科研院所及其附属单位	- 9 -
图表 12: 分业务盈利预测	- 11 -
图表 13: 军工集团上市平台估值	- 13 -
图表 14: 中国动力盈利预测	- 14 -

1. 背靠中船重工，打造综合动力服务商龙头

1.1 重大资产重组完成，转型覆盖七大动力的综合动力服务商

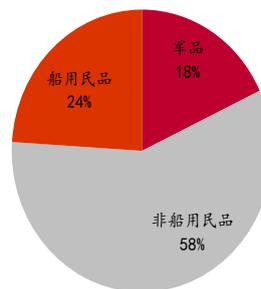
- 重大资产重组完成，转型综合动力服务商，定位中船重工动力业务上市平台：**公司圆满完成重大资产重组及配套融资工作，收购中船重工集团内部优质的燃气动力、蒸汽动力、化学动力、全电动力、海洋核动力、柴油机动力、热气机动力，转型综合动力服务商，定位中船重工动力业务上市平台。中目前主要业务涵盖燃气动力、蒸汽动力、化学动力、全电动力、海洋核动力、柴油机动力、热气机动力等七大动力业务板块，为多维度的船用配套设备、海洋工程专用设备动力业务研发、制造、销售及服务的上市公司。作为舰船用配套动力设备及海洋工程专用设备的主要供应商，公司主要产品包括：燃气轮机集成产品、柴油机动力产品、水下电力推进系统集成、舰船电力系统集成、高性能舰船铅酸动力电池及车用启动及动力电池、民用核电安全监测系统、各类舰艇特辅机装备、主流船型配套装备、热气机动力产品。应用领域包括：(1) 国防动力装备系统；(2) 陆上工业领域和汽车消费领域的动力装备及控制系统；(3) 民船等海洋装备的动力装备配套系统。

图表 1：公司主要业务和产品（2016 年度）



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 2：公司三大板块业务分布（2017 上半年）



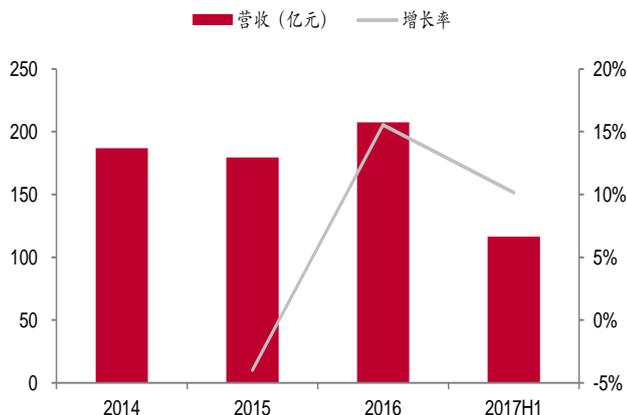
来源：公司公告，中泰证券研究所

1.2 专业化整合促进军民业务齐发力，业绩稳健增长

- 专业化整合提效率，军民两用促发展，业绩稳健增长：**2017 年是公司内部整合、高速发展的关键一年，公司积极推动以军为本、以军促民、海陆并进的布局。在上半年推进内部资源优化整合，加深外部市场拓展力度，以研发提升军品装备实力，以军品技术民用化促进产业发展，以军工业务为基础，深耕民品非船业务，上半年实现营业收入 116.41 亿元，同比增长 10.14%；归属母公司所有者净利润 5.60 亿元，同比增长 21.53%。其中军品收入占比为 18%，是公司业绩稳定增长的持久动力。相较于军工业务，民品业务拥有更广阔的市场空间及对优质产品的广泛需求。民品业务将是公司未来业绩快速增长的有力支撑。公司民品业务分为船用民品业务和非船用民品业务两大类，其中非船用民品业务收入占比为 58%，船用民品业务板块收入占比为 24%。我们认为公司将充分受益海洋强国战略和海军转型及装备升级需求，以军促民，拥抱广

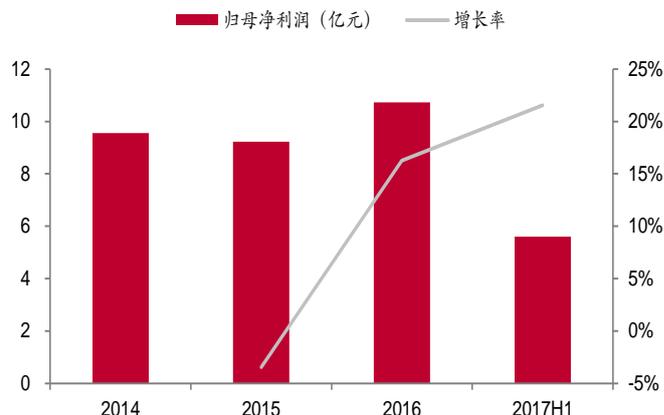
阔的民品市场，未来公司业绩将持续稳健增长

图表 3：公司近年营收及其增长率



来源：wind，中泰证券研究所

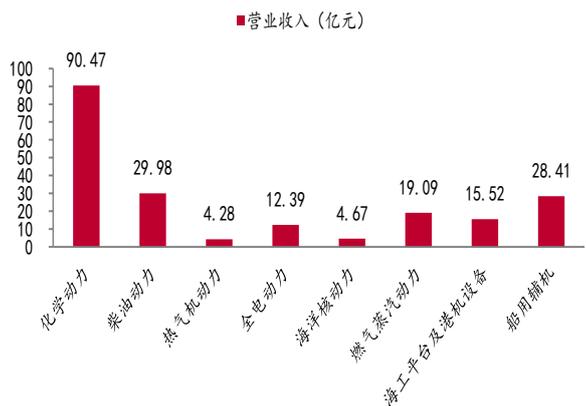
图表 4：公司近年归母净利润及其增长率



来源：wind，中泰证券研究所

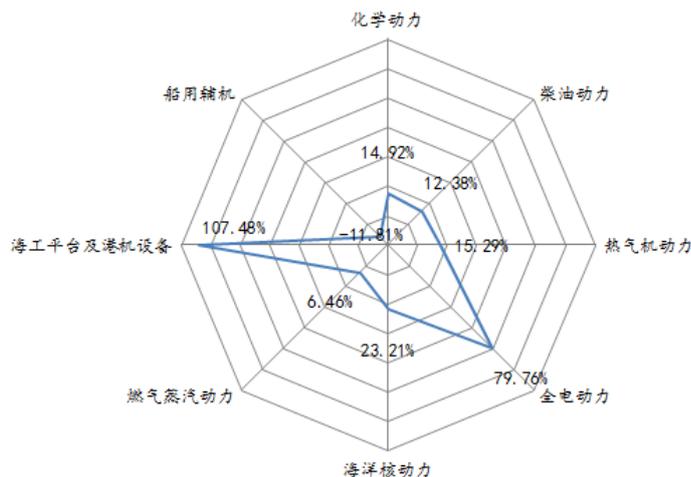
■ **加快经营力度，发挥研发和高端装备制造实力：**近年民船市场持续低迷，船舶配套市场因此受到影响，公司积极应对，加大经营力度，发挥自身技术研发优势和高端装备制造优势，除了船用辅机板块受民船市场低迷影响以外，其他业务板块均实现较大幅度增长。此外国家采购订单保持较快增长，公司为舰船装备提供一批一流的动力设备：全电动力快速增长，在公务船舶、破冰船、远洋渔船、海工辅助船、挖泥疏浚船等领域承接一批电力推进系统，实现批量接单供货；化学动力优势领域实现突破，高端电池份额提升，AGM 电池、EFB 电池通过国外主流品牌汽车厂家认可并实现批量订货；传统产业柴油机积极向双燃料方向转型，并实现批量出口；燃气动力驱动压缩机组在西气东输替代进口，一批燃汽轮机备件研发成功，出口海外。海洋核电研发进展顺利。

图表 5：公司 2016 年各项业务营收



来源：wind，中泰证券研究所

图表 6：公司 2016 年各项业务增长情况



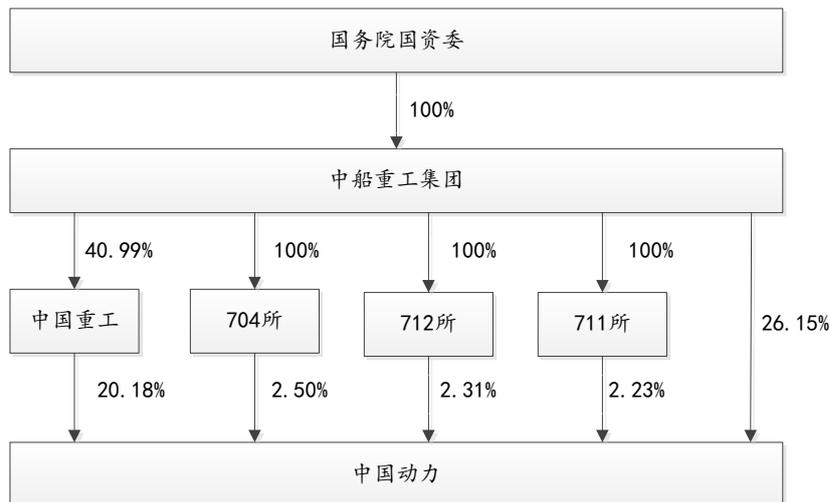
来源：wind，中泰证券研究所

1.3 背靠中船重工，协同效应加院所深厚研发助力军民两翼齐飞

■ **打造专业化动力业务平台，发挥动力业务协同效应：**公司收购中船重工集团院所优质动力业务资源，定位集团动力业务上市平台。将中船重工集团和中国重工下属动力业务整合进入同一平台，形成专业化的动力业

务资本平台，业务范围涵盖燃气动力、蒸汽动力、化学动力、全电力、民用核动力、柴油机动力、热气机动力等。公司集中资源进行专业化管理，有助于增强动力业务发展的协同效应，进而推动动力装备的跨越式发展。公司购买资产涵盖各类舰船动力业务，具有良好的盈利能力。我们预计公司完成重组以后，通过专业化整合以及各大板块的协同作用，将全面提升公司资产规模、盈利能力和综合竞争力。

图表 7：中国动力股权结构



来源：公司公告，中泰证券研究所

- **借力科研院所研发实力，公司以研发提升军品装备实力，以军品技术民用化促进产业发展：**公司已经完对集团旗下 703、704、711、712、719 研究所部门动力业务的收购，相关研究所成为公司的股东。我们看好公司的研发实力，同时有望发挥与院所的协同作用以研发提升军品装备实力，以军品技术民用化促进产业发展，加快加深军民融合实现军民两翼齐飞的格局。
- **股权激励彰显发展雄心：**公司为发挥整合协同效应，促进公司建立、健全激励约束机制，充分调动公司员工的积极性、责任感和使命感，有效地将股东利益、公司利益和经营者个人利益深度结合，共同关注公司的长远发展，公司公布股票期权激励计划草案，激励计划授予激励对象 1,739 万份期权，对应的标的股票数量为 1,739 万股，约占公司总股本 173,919.09 万股的 1.0%，授予的股票期权的行权价格为每股 32.40 元。我们认为，此举将有效调动管理层及核心骨干员工的工作积极性，提升企业的技术优势，增强公司的核心竞争力，同时彰显公司对未来发展的强大信心。

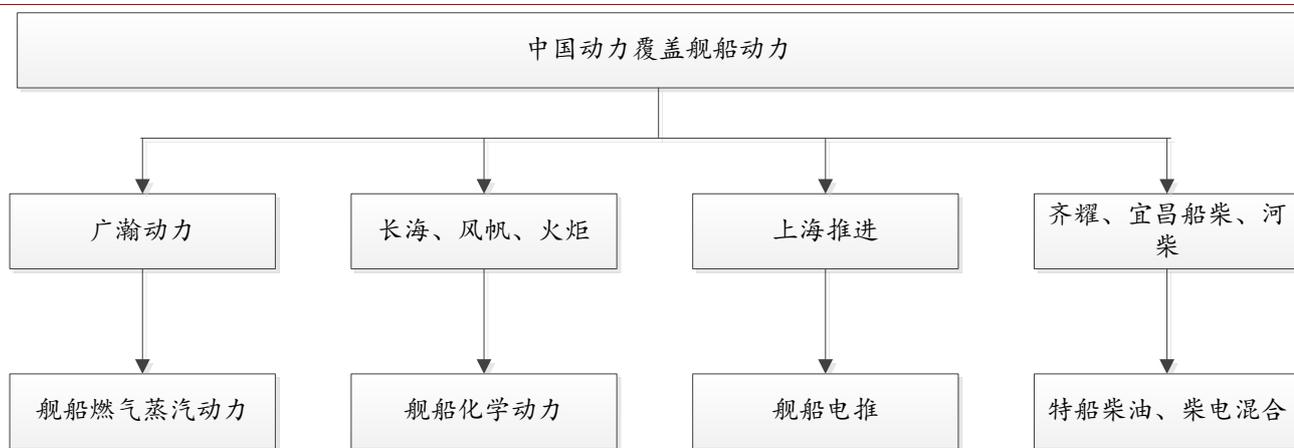
2. 大中型及特种舰船动力装置主要供应商，军工业务有望爆发

2.1 海军大中型及特种舰船动力装置主要供应商，业务涵盖广泛

- **海军舰船各大动力的系统集成供应商：**公司作为国内海军舰船动力装备的主要研制和供应商。公司下属子公司广瀚动力、长海电推、武汉船机、齐耀动力等，依托中国船舶重工集团公司的军工平台，凭借研发及综合配套能力的有力保证，并且处于产业链的系统集成地位的优势，一直承

担着海军装备的综合配套供货任务，是海军大中型舰船及特种舰船动力相关装置的主要供货单位。广瀚动力主要从事燃气动力、蒸汽动力传动等相关业务，属于燃气和蒸汽动力行业，在产业链处于总装系统集成地位，一直承担着舰船蒸汽动力设备、燃气轮机和动力传动设备的供货任务，是海军大中型舰船燃气动力装置和蒸汽动力装置的主要供货单位。长海新能源、风帆公司、火炬能源主要从事化学电源的研发、生产、销售或技术服务等相关业务，属于化学动力。长海新能源自成立以来成功研制多型高性能舰船用铅酸动力蓄电池，综合性能全面达到世界先进水平，获得了多项国家及国防专利，荣获多项省部级科技进步奖。上海推进及下属公司主要从事动力推进系统集成（常规、电推）、汽轮辅机、供电系统及减振降噪等，国内大型水面舰船的电站设备均主要由上海推进提供，各类产品性能指标达到世界先进水平，产品已大面积列装到现役装备并出口到国外，军贸市场呈现快速发展势头；新型特种电池打破国外技术垄断，自主研发成功并批量生产，产品位居世界领先水平。齐耀重工、齐耀控股、宜昌船柴、河柴重工主要从事柴油机动力装置的设计和生等相关业务，研发水平在国内处于行业领先地位，产品涵盖面向特种船舶和民用船舶用户的常规柴油机推进、柴电混合推进、电力推进等推进动力系统。我们认为中国动力产品覆盖海军舰艇大部分动力装置，并且处于产业链的系统集成地位的优势，未来将充分发挥各大动力之间的协同和集成优势，发挥技术研发实力，巩固自身龙头地位，进一步扩大市占率。

图表 8：中国动力覆盖海军舰船动力



来源：公司公告，中泰证券研究所

2.2 舰船动力需求广阔，公司军工业务充分受益

- 海军装备建设将迎来定型、量产高峰期，公司舰船动力业务将充分受益：**
 根据中国海军网报道，2016 年中国海军新舰入列继续保持“下饺子”的猛烈态势，全年共入列导弹驱逐舰 1 艘、导弹护卫舰 9 艘、坦克登陆舰 5 艘、综合补给舰 3 艘，其中 2 万吨级舰艇达到 4 艘，入列舰艇总吨位近 15 万吨。但中国目前主战水面舰艇的数量、吨位、远洋能力与美国等海军强国仍有较大差距，预计海军建设将维持高速。随着中国首艘国产航母和新型驱逐舰的下水，以及海洋强国战略和近海防御，远海护卫的推进，我们认为中国海军装备建设将迎来定型、量产高峰期，公司舰

船动力相关业务将充分受益。

图表 9：首艘国产航母下水



来源：国防科工局，中泰证券研究所

图表 10：新型驱逐舰首舰下水



来源：国防科工局，中泰证券研究所

- 动力系统为舰船核心设备，技术壁垒和价值高，为舰船制造关键，中国动力价值地位凸显：**船舶动力系统是船舶最主要和最重要的核心部分，主要由船舶主机（柴油机、蒸汽轮机、燃气轮机等）、传动系统（轴系、齿轮箱、联轴节、离合器等）和推进器（螺旋桨、全向推进器、侧向推进器等）组成。船舶动力系统的价值约占全船设备总成本的 35%，约占船舶总价的 20%。船舶动力系统具有双重特点，即军民通用性、船陆通用性，在为船舶提供动力的同时，还关系到船舶的运行稳定性、安全性、节能、经济等因素，技术要求较高。因此，船舶动力系统的发展已经成为了全球造船业关注的重点，也是世界主要造船国家竞争的关键。参考中国 16 年 15 万吨的下水舰艇吨位，我们以 50 万每吨的成本计算，每年投入约为 750 亿，动力系统占 20% 左右的比例，投入约 150 亿。目前中国动力在多个领域的舰船动力为行业第一或唯一地位，价值地位凸显。同时公司募集资金 135 亿用于舰船动力的研发和生产，进一步增强公司的研发实力，未来直接受益海军换装高峰。

3.天然军民融合标的，专业化整合打开民品成长新空间

3.1 民品业务空间广阔，以军促民打开成长新空间

- 培育非船用民品业务细分龙头，以军促民带动公司业绩增长：**相较于军工业务，民品业务拥有更广阔的市场空间及对优质产品的广泛需求。民品业务将是公司未来业绩快速增长的有力支撑。公司民品业务分为船用民品业务和非船用民品业务两大类，其中非船用民品业务收入占比为 58%，船用民品业务板块收入占比为 24%。以军品技术民用化促进产业发展，以军工业务为基础，深耕民品非船业务。在国际航运市场底部运行阶段，公司积极应对，以军民融合为方向，通过军用技术民用化等方式，将公司动力业务的高端技术加以转换，逐步应用于非船用民品市场，实现了军民的相互促进、双向共赢，达到了军与民的可持续发展。其中以化学动力业务、燃气动力业务、海洋核动力业务为代表，形成公司非船用民品业务发展的三大支柱。风帆公司是国内唯一为同时奔驰、宝马、大众、通用等国际车厂的中高端车型提供起停用蓄电池的生产厂家，以 AGM 为代表的起停电池已逐渐成为风帆公司的主导产品；广瀚动力打破

国外在燃气轮机领域技术垄断，生产的中小型燃气驱动压缩轮已经应用于天然气管道输送市场。我们看好公司通过资源的合理配置，打造细分领域的多个龙头，巩固细分龙头地位，抢占市场先机。

- **船用民品业务，专业化整合确保盈利稳定：**公司船用民品市场格局良好，盈利稳定。受国际航运市场长期持续低迷影响，公司船用动力收入总体虽增长缓慢，但受益于动力及船用辅机装备行业以往的产业布局，行业供求格局相对良好，企业经营情况稳健。中国船柴凭借敏锐的市场嗅觉及市场开拓能力，以及完善的配套体系与配套资源整合能力，不断提高其在低速机市场的占有率。目前国内柴油机市场三分天下，公司低速柴油机业务具有较强的竞争优势。同时，面对民用船舶市场的严酷考验，公司理性分析、积极应对，在进行产能调控的同时，向技术创新、品牌建设发力，积极研究及开展内部专业化整合。我们看好公司通过专业化整合，进一步提效促发展。

3.2 积极布局海洋核动力业务，有望实现大跨越

- 根据《中国船舶网》2016年4月21日报道，中船重工集团已确定海洋核动力平台示范工程在渤海重工总装建造，约为30亿元。为满足渤海油田的能源需求，集团将先后批量建设近20座海洋核动力平台，预计每座海洋核动力平台的投资约为20亿元，每年将形成上百亿的核动力装备制造产值，同时带动相关配套产业的发展。中船重工资产经营管理公司表示仅就海上石油钻采方面的需求而言，未来市场规模就逾1000亿元。渤海湾每年将形成500亿元的核动力装备制造产值。南海应当也不会小于这个规模。子公司海王核能在核电工程设计领域具备核电站除反应堆、蒸发器、各类泵以外所有机械设备的设计能力、核岛厂房和辅助厂房布置设计能力；在核电工程成套领域是目前国内唯一能够提供全套国产化厂房辐射监测系统的单位；在核电高端装备制造领域，具备核级高端阀门、三代核电模块化设备的设计和研发制造能力，是CAP1000爆破阀全球四大主要供应商之一。目前海王核能已经参与研发及建设的海洋核动力平台示范工程，为实现我国海洋核动力“零”的突破奠定基础。我们认为公司旗下海王核能作为专业的海洋核能公司，有望在业务上实现巨大突破。

4. 中船重工动力业务上市平台，后续资产注入可期

- **集团资产证券化方向和目标明确，科研院所资源较为丰富，公司有望充分受益平台地位。**我们认为中船重工集团资产证券化目标较为明确，资产证券化步伐也相对迅速。此外，集团科研院所资源比较丰富，拥有28家科研院所。截至目前，公司通过资产重组已完成对703、704、711、712、719所部分动力资产的注入，但公司体外仍有部分优质动力业务资产。我们认为，随着军工科研院所改制提速，公司作为中船重工集团的动力业务上市平台，有望继续受益集团内部的资产整合和资产证券化。

图表 11：中船重工 28 家科研院所及其附属单位

序号	研究所	主要业务	参股或控股单位
1	701 中国舰船研究设计中心（武汉）	中国舰船研究设计中心是我国从事舰船研究设计的国防核心科研事业单位，被誉为“战舰的摇篮”。本部位于武汉，在上海设有分部。	
2	702 中国船舶科学研究中心（无锡）	主要从事舰船及水中兵器、海洋工程等领域的水动力学、结构力学和声隐身技术的基础研究与应用基础研究，以及高性能船舶与水下工程的研究设计与开发	无锡东方船研发展有限公司
3	703 哈尔滨船舶锅炉涡轮机研究所	主要从事船舶蒸汽，燃气动力装置和工业用锅炉、汽轮机、燃气轮机、机械传动、自动控制以及电站、热能工程应用研究、设计、生产和成套供货；从事新产品、新技术开发研究、建设工程总承包、科技咨询服务、技术转让、国内外贸易以及经济技术合作等业务	哈尔滨广翰动力产业发展公司， 广翰动力（已划分到中国动力）
4	704 上海船舶设备研究所	主要从事舰船特种机电设备与系统的应用研究、设计开发和总成。	上海衡拓实业发展有限公司， 上海推进（已划分到中国动力）
5	705 西安精密机械研究所	系统工程、信息工程、机械工程、电子工程、自动控制、计算机技术、精密仪器等领域具有较高水平和较强优势。	
6	707 天津航海仪器研究所	航海仪器设备供应商	
7	709 武汉数字工程研究搜	主要从事信息指挥系统、计算机加固技术、容错技术、并行处理技术以及网络技术与软件工程、图形图像处理、机电一体化、印制电路等专业的研究与开发	
8	710 宜昌测试技术研究所	我国舰船科技、海洋工程重点骨干研究所，海军武器装备合格承制方，	湖北七环通讯工程，宜昌七环轻汽实业公司
9	711 上海船用柴油机研究所	国内最具规模和实力的船用柴油机及动力装置研究所，是国家车船柴油机研发中心的技术依托单位	中船重工新能源，上海福佑房地产发展有限公司，上海众惠自动化工程技术有限公司， 齐耀重工（已划分到中国动力）
10	712 武汉船用电力推进装置研究所	专业范围涉及化学电源（铅酸蓄电池）、自动控制、计算机开发应用、大中小型直流电机、永磁电机及特种电机、开关电器、电工绝缘化工及环保工程等。从 1963 年开始，本所作为国家指定单位进行铅酸蓄电池的研制。	武汉长海高新，武汉长海电气开发，武汉长海投资，北京海星装备，中船重工青岛机电， 长海电推（已划分到中国动力）
11	713 郑州机电工程研究所	主要从事机械、液压、电子、自动控制、热能动力、压力容器、化工、计算机软硬件、系统集成、计量检验检测等领域的研究、开发、生产和经营。	海为郑州高科技有限公司 海为新疆能源建设公司 郑州海为电子科技有限公司

12	714 船舶信息研究中心	从事舰船科技情报工作，为国防建设、舰船科研生产和海军武器装备建设服务。40年来，我所为舰船科研生产和海军武器装备发展服务的宗旨，始终没有变。目前，我所是船舶行业唯一的综合性科技信息研究所，担负着为船舶科技工业和海军装备科研与发展提供信息服务的任务。	
13	715 杭州应用声学研究所	715 早从事水声电子工程研究和超声、非声探测设备研制的重点科研单位	杭州瑞丽科技
14	716 江苏自动化研究所	以海军作战指挥系统、控制系统、情报系统为主专业的国家重点军工研究所	杰瑞科技集团
15	717 华中光电技术研究所	从事我国海军光电装备研究的国防重点科研单位	久之洋 300516
16	718 邯郸净化设备研究搜	主要从事船舶以及陆地环境系统工程和化学及其它能量技术应用的研究机构	
17	719 武汉第二船舶设计研究所	以舰船总体研究设计为主，兼顾民用开发的多学科、多专业的大型总体研究所	海王科技 中船重工环境工程 武汉海王机电工程 中船重工天禾 船舶设备 武汉电力工程设计院， 海王核能（已划分至中国动力）
19	722 武汉船舶通信研究所	专门从事通信系统和设备研究、制造及通信电子工程开发和设计的研究所。	
20	723 扬州船用电子仪器研究所	主要从事电子工程系统与设备的研制。多年来，跟踪世界先进技术，	
21	724 南京船舶雷达研究所	从事大型电子系统工程研制生产的国家重点研究所	南京鹏力科技集团有限公司
22	725 洛阳新材料研究所	725 所七二五所是从事舰船材料研究的综合性研究所	洛阳双瑞风电叶片，洛阳双瑞特种装备，洛阳双瑞万基钛业有限公司，乐普医疗 300003
23	726 上海船舶电子设备研究所	国内较早从事水声电子、超声设备、海洋开发和船用电子设备的应用开发的综合性研究所	上海金鹰科技，上海中原电子科技，上海瑞洋科技有限公司，中船永志泰兴电子科技
24	中国船舶重工第 12 研究所	中国船舶行业唯一的热加工工艺专业研究所，主要从事铸造、锻造、热处理、理化检测、化工等专业的新工艺、新技术、新材料、新设备的应用研究和技术开发。	
25	750 昆明船舶设备研究试验中心	主要从事国家重点项目（特别是国家重要的水下与空中特种高新技术装备）与海洋工程等研发、试验与建设任务，是国家基础性、战略性研究研发机构	
26	760 大连测控技术研究所	从事船舶噪声振动检验测试、海洋工程测试研究及海上试验技术服务、工业噪声治理研究、海洋环境研究的科研事业单位。	
27	天津修船技术研究所 6313	主要从事激光新材料及激光加工与制造技术研究，船舶与海洋工程设计，船舶高新产品研	

制，军民船舶修造新技术研究与推广。

28	武汉电力工程设计院	隶属于 719	
29	中船重工建筑工程设计研究院 602	具有工程设计、工程监理、工程造价、工程咨询、技术开发、技术咨询、技术服务等多项资质及业务能力。	北京海鑫工程监理
30	七院中国舰船研究院	主要从事舰船武器装备发展战略研究、舰船系统顶层技术研究、系统集成及系统工程管理、军民两用技术的开发研究。	武汉环达电子，七环机械电子，北京环鼎科技，北京环佳通信，七院上海建筑设计所等
31	中船重工船舶设计研究中心	中船重工民用船舶及海洋工程产品研发设计与技术创新平台，中船重工旗下唯一的一家船舶及海洋工程装备专业研发设计机构。	2012年3月28日，中船重工进行股权变更，民船研发中心正式成为中国重工子公司

来源：公司官网，中泰证券研究所

5. 盈利预测与估值

5.1 主营业务盈利预测与关键假设

- 主营业务营收假设：**公司业务除了船用辅机板块受民船市场低迷影响以外，其他业务板块均实现稳定增长。我们预计化学动力和柴油动力通过进一步专业整合，巩固市场龙头地位，17年营收会快速增长，18-19逐渐稳定。燃气蒸汽动力以及电推作为未来水面舰艇的主要动力，业绩仍会保持高速增长。民用核动力随着国家海洋核动力建设的推进，公司继续高速增长。船用辅机拖累于民船的效应将逐渐，预计开始小幅上涨。海工平台以及港口设备受益于国产化替代以及国家投资增长，将维持高速增长。
- 主营业务毛利率假设：**公司16年部分业务毛利率受集团科研院所改制，事业合同转换劳动合同，公司专业化整合，毛利率有所下降。同时核动力由于原材料和人工成本的上涨，毛利率也有所下降。我们预计随相关专业化整合逐步完成，规模化效应将会体现，公司成本有望缩减，毛利率有望稳步上涨。

图表 12：分业务盈利预测

亿元	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
合计						
营业收入	186.98	179.51	207.41	255.61	308.23	376.41
yoy		-4.00%	15.54%	23.24%	20.58%	22.12%
营业成本	NA	NA	171.35	208.56	250.05	304.35
毛利率	NA	NA	17.39%	18.41%	18.87%	19.15%
化学动力						
收入		78.72	90.47	113.09	135.71	162.85
yoy			14.92%	25.00%	20.00%	20.00%
成本			75.52	93.86	112.36	134.84
毛利率		2.46%	16.53%	17.00%	17.20%	17.20%
柴油动力						
收入		26.68	29.98	35.98	41.37	47.58

yoy		12.38%	20.00%	15.00%	15.00%
成本		22.51	26.80	30.74	35.21
毛利率	20.89%	24.91%	25.50%	25.70%	26.00%
燃气蒸汽动力					
收入	17.93	19.09	21.00	23.52	27.05
yoy		6.46%	10.00%	12.00%	15.00%
成本		16.64	18.16	20.27	23.26
毛利率	19.43%	12.85%	13.50%	13.80%	14.00%
全电动力					
收入	6.90	12.40	22.32	33.48	50.22
yoy		79.76%	80.00%	50.00%	50.00%
成本		9.77	17.19	25.44	38.17
毛利率	41.98%	21.18%	23.00%	24.00%	24.00%
民用核动力					
收入	3.79	4.67	5.84	7.30	9.12
yoy		23.21%	25.00%	25.00%	25.00%
成本		3.64	4.44	5.40	6.66
毛利率	32.82%	22.10%	24.00%	26.00%	27.00%
热气机动力					
收入	3.71	4.28	5.14	6.16	7.40
yoy		15.29%	20.00%	20.00%	20.00%
成本		3.56	4.21	4.99	5.95
毛利率	32.21%	16.79%	18.00%	19.00%	19.50%
船用辅机					
收入	32.21	28.41	28.98	30.43	32.86
yoy		-11.81%	2.00%	5.00%	8.00%
成本		24.79	25.50	27.08	29.58
毛利率	43.33%	12.75%	12.00%	11.00%	10.00%
海工平台及港机设备					
收入	7.48	15.52	23.28	30.26	39.34
yoy		107.48%	50.00%	30.00%	30.00%
成本		12.52	18.39	23.76	30.69
毛利率	-55.86%	19.32%	21.00%	21.50%	22.00%

来源：中泰证券研究所

5.2 相对估值

- 平台估值：**根据上述假定，我们预计公司 17-19 年 EPS 分别为 0.76/0.93/1.15 元。对应目前动态 PE 为 32 倍、26 倍、21 倍。公司定位为中船重工集团动力业务上市平台，未来资产注入和整合预期较大，不能按照常规估值方法。我们主要看中公司平台价值，选取军工集团中，具有平台地位的上市公司进行参考估值。
- 对标军工大白马，平台价值凸显：**我们选择中航工业机电平台公司，南船高科技业务平台，北船光电平台，北船机械装备制造平台，电科安防

平台上市公司进行比较：考虑公司产业链的完整性以及舰船动力业务的稀缺性以及龙头地位，我们根据 17 年的平均数，给予公司 17 年平均估值 43 倍估值，对应 EPS 为 0.76，对应板块股价为 33。

图表 13：军工集团上市平台估值

公司	股票代码	最新价	EPS			PE		
			2015A	2016A	2017E	2015A	2016A	2017E
杰赛科技	002544.SZ	19.76	0.21	0.21	0.36	205	135	55
中船科技	600072.SZ	16.40	0.05	-0.08	0.37	218	3567	45
久之洋	300516.SZ	57.30	1.33	1.31	1.58	NA	101	38
华舟应急	300527.SH	16.46	0.39	0.39	0.47	NA	67	36
中航机电	002013.SZ	11.22	0.57	0.53	0.31	63	54	37
平均值								43
中位数								38

来源：wind, 中泰证券研究所

- 通过分业务测算，我们估算公司 17 年对应市值为 574 亿元，当前股本 17.39 亿股，对应股价为 33 元，相当于约 43 倍估值，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

- **集团资产证券化不及预期：**集团虽然已确定公司为动力业务上市平台并在加快推进速度，但集团内部各企业处置与竞争，改制仍需一定时间，存在不及预期的风险；**科研院所改制不及预期：**首批 41 家军工科研院所改制虽已经启动，但科研院所改制涉及人力，体系，资源较多，进度难以把控，存在进度不及预期的风险；**海军建设以及装备更新换代不及预期：**公司军品受国防政策以及军队影响较大，虽然舰船动力业务下游需求旺盛，且应用广泛，但仍然存在军品订单受国防军队政策影响的风险；

图表 14：中国动力盈利预测

利润表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	207.41	255.61	308.23	376.41	净利润	11.53	14.25	17.44	21.51
营业成本	171.35	208.56	250.05	304.35	折旧与摊销	4.67	10.35	11.33	12.16
营业税金及附加	2.73	3.37	4.06	4.96	财务费用	0.48	1.37	2.05	2.96
销售费用	4.04	4.98	6.16	7.72	资产减值损失	0.59	0.60	0.80	1.00
管理费用	16.01	19.73	24.35	29.74	经营营运资本变动	-47.13	-8.81	-14.29	-16.94
财务费用	0.48	1.37	2.05	2.96	其他	41.28	-0.71	-0.78	-0.99
资产减值损失	0.59	0.60	0.80	1.00	经营活动现金流净额	11.43	17.05	16.55	19.70
投资收益	0.54	0.00	0.00	0.00	资本支出	-45.12	-7.00	-7.00	-7.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	41.12	-1.50	-1.50	-1.50
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-4.00	-8.50	-8.50	-8.50
营业利润	12.76	17.01	20.76	25.70	短期借款	15.72	20.21	26.09	36.31
其他非经营损益	1.20	0.66	0.74	0.79	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	13.96	17.67	21.50	26.49	股权融资	192.85	0.00	0.00	0.00
所得税	2.43	3.42	4.06	4.98	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	11.53	14.25	17.44	21.51	其他	-98.65	0.97	7.95	7.04
少数股东损益	0.80	0.99	1.21	1.49	筹资活动现金流净额	109.92	21.18	34.04	43.35
归属母公司股东净利润	10.73	13.26	16.23	20.02	现金流量净额	117.51	29.73	42.09	54.55
资产负债表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	174.76	204.49	246.58	301.13	成长能力				
应收和预付款项	69.05	62.11	79.82	99.67	销售收入增长率	260.68%	23.24%	20.58%	22.12%
存货	64.57	78.77	94.47	115.03	营业利润增长率	520.36%	33.33%	22.01%	23.80%
其他流动资产	1.33	1.63	1.97	2.41	净利润增长率	578.11%	23.54%	22.39%	23.34%
长期股权投资	3.23	3.23	3.23	3.23	EBITDA 增长率	362.75%	60.43%	18.81%	19.56%
投资性房地产	0.26	0.26	0.26	0.26	获利能力				
固定资产和在建工程	62.57	61.03	58.51	55.16	毛利率	17.39%	18.41%	18.87%	19.15%
无形资产和开发支出	17.03	15.23	13.43	11.64	三费率	9.90%	10.20%	10.56%	10.74%
其他非流动资产	2.41	3.89	5.38	6.86	净利率	5.56%	5.57%	5.66%	5.71%
资产总计	395.20	430.65	503.64	595.38	ROE	4.33%	5.09%	5.87%	6.75%
短期借款	15.72	35.93	62.02	98.32	ROA	2.92%	3.31%	3.46%	3.61%
应付和预收款项	70.61	67.21	84.38	105.29	ROIC	6.12%	4.90%	5.43%	5.97%
长期借款	11.00	11.00	11.00	11.00	EBITDA/销售收入	8.64%	11.24%	11.08%	10.84%
其他负债	31.60	36.61	48.91	61.91	营运能力				
负债合计	128.93	150.75	206.30	276.52	总资产周转率	0.95	0.62	0.66	0.68
股本	17.39	17.39	17.39	17.39	固定资产周转率	6.66	4.82	5.67	7.08
资本公积	193.86	193.86	193.86	193.86	应收账款周转率	7.83	5.75	6.69	6.37
留存收益	42.91	56.17	72.40	92.41	存货周转率	4.58	2.90	2.88	2.90
归属母公司股东权益	254.51	267.16	283.39	303.41	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	90.53%	—	—	—
少数股东权益	11.75	12.74	13.95	15.45	资本结构				
股东权益合计	266.26	279.91	297.35	318.86	资产负债率	32.62%	35.00%	40.96%	46.45%
负债和股东权益合计	395.20	430.65	503.64	595.38	带息债务/总负债	20.72%	31.13%	35.39%	39.54%
					流动比率	3.01	3.03	2.64	2.35
					速动比率	2.38	2.34	2.05	1.83
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E	每股指标				
EBITDA	17.91	28.73	34.14	40.82	每股收益	0.62	0.76	0.93	1.15
PE	39.31	31.82	26.00	21.08	每股净资产	15.31	16.09	17.10	18.33
PB	1.58	1.51	1.42	1.32	每股经营现金	0.66	0.98	0.95	1.13
PS	2.03	1.65	1.37	1.12	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	15.52	9.04	7.10	5.45					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

来源：中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。