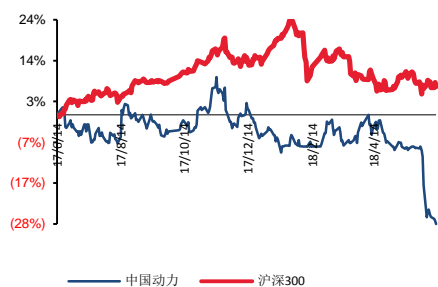


国防军工

## 收购整合集团资产增厚业绩，估值有望获得修复

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,734/909
总市值/流通(百万元)	32,757/17,169
12 个月最高/最低(元)	28.66/18.89

### 相关研究报告:

中国动力(600482)《强强联手多领域实现增长，动力龙头迎利好破浪前行》——2017/04/28

### 证券分析师: 刘倩倩

电话: 010-88321947

E-MAIL: liuqq@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190514090001

### 联系人: 马捷

电话: 010-88695137

E-MAIL: majie@tpyzq.com

### 证券分析师: 马浩然

电话: 010-88321893

E-MAIL: mahr@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517120003

6月13日,公司发布多项公告:现金收购中船重工集团持有的陕柴重工、重齿公司股权;以募投资金出资中船重工科研管理公司、出资参与设立西南研究院、投资中国船柴和风帆产能建设项目。同时,对陕柴重工和重齿公司进行债务重组,公司现金投入和债务重组将改善两公司财务状况,为上市公司带来业绩的增厚。

### 变更募投资金投向

公司发布变更募投项目公告,对于原有部分募投项目终止、调减募投资金额、变更项目实施地点和主体(见表1)。节省金额32.6亿元转入新项目的实施,包括收购陕柴重工股权、出资中船重工科研管理公司、出资参与设立西南研究院、参与风帆(扬州)大容量密封蓄电池产能建设项目等(见表2)。新项目将新增部分产能:风帆公司清苑铅蓄电池产能新增184万kVAh、扬州增产至400万只;中国船柴青岛基地新增低速机产能100万马力、大连改善生产条件。

### 推进集团资产整合事项——收购陕柴重工、重齿公司股权

2016年公司重大资产重组时,中船重工集团就与公司业务存在同业竞争或潜在同业竞争的情况做出承诺,陕柴重工将于3年内实现盈利并注入公司。此次收购集团持有的陕柴重工、重齿公司股权,此后,公司将择机收购外部投资者持有的两家公司股权,最终实现全资控股。

**收购陕柴重工股权,并实施债务重组。**公司拟以募投资金约22.89亿元以及自有资金共计约22.92亿元收购中船重工集团持有的陕柴重工股权,收购完成后公司持有陕柴重工股权64.71%。中国信达拟将10亿元陕柴重工债权债转股,太平国发拟以2.5亿元现金对陕柴重工增资,分别持股28.24%和7.06%。此次收购完成后,公司将尽快对内部中高速柴油机进行业务整合,形成协同效应,提高竞争优势。

**收购重齿公司股权,并实施债务重组。**公司拟以自有资金11.78亿收购中船重工集团持有的重齿公司全部股权(29.8%),交易完成后将持有重齿公司51.95%的股权。近期,公司以8.5亿元与中船重工集团共同对重齿公司增资;中国信达将持有的重齿公司19亿债权债转股,持股比例48.06%。

**陕柴和重齿财务负担减轻,并表将增厚公司业绩。**陕柴重工2017年1-11月净利润亏损517.77万元,重齿公司2017年净利润亏损1.12亿元。此次公司现金注入和两公司债务重组之后,财务负担得到解决,公司公告预估陕柴重工2018年、2019年将实现净利润2亿元(包含预

计转让股权带来的净利润1亿元)、1.5亿元;重齿公司2018年、2019年净利润分别可达到1.4亿元和1.5亿元,并表后将增厚公司业绩。

#### 中国船柴生产布局调整和补充设施建设

2017年5月公司以宜昌船柴100%股权出资,与中船重工集团、中国重工共同设立中国船柴,将宜昌、大连、青岛三地统一规划,形成宜昌专业化、规模化集中配套,青岛、大连总装调试能力及总部售后培训、集配、设计、控制及集成研制的格局。宜昌厂区低速机总装调试能力逐步向青岛厂区转移,同时围绕低速机关键件、GE产品配套能力和环保升级改造开展能力填平补齐和提升。此次公司拟与关联方共同向中国船柴投资,合计4.32亿(公司出资3.34亿)用于青岛厂区生产布局调整及补充设施建设,同时对大连厂区进行生产线改造升级。我们认为,项目建造将优化柴油机产能布局,实现专业化、模块化、规模化的生产模式,预计规模效应将带来10%-15%的成本降低,从而提高公司市场竞争力。

#### 投资科研管理公司、西南研究院

公司拟使用募集资金1.78亿元与中国船贸等关联人共同向科研管理公司进行增资,以实施科研管理中心建设项目,项目将满足公司七大动力业务板块顶层研发管理、科研管理对场所条件的需要;公司拟使用募集资金合计1亿元,参与中船重工集团西南研究院设立,西南研究院设立将推动低速机及关键核心配套件自主化发展。

**盈利预测和评级。**公司是中船重工集团动力装备上市平台,七大动力业务板块均处于国内龙头地位,其中传统业务化学动力、柴油机动力稳定增长,燃气动力、蒸汽动力、全电动力、海洋核动力等板块发展前景可期。公司军品业务占比20%,作为海军动力装备主要提供商,将受益于我国海军装备快速发展。我们预计公司2018年-2020年EPS分别为0.79元、0.94元、1.13元,对应当前股价17.35元PE分别为22倍、18倍和15倍,维持公司“买入”的投资评级。

**风险提示:**海军装备发展低于预期,民船行业景气度持续低迷。

#### ■ 盈利预测和财务指标:

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	23147	27065	31368	36209
(+/-%)	11.60%	16.93%	15.90%	15.43%
归母净利润(百万元)	1150	1374	1627	1958
(+/-%)	7.11%	19.52%	18.40%	20.32%
摊薄每股收益(元)	0.66	0.79	0.94	1.13
市盈率(PE)	26.17	21.92	18.49	15.37

资料来源:Wind,太平洋证券注:摊薄每股收益按最新总股本计算

**表 1：原募投项目变更情况**

项目	变更方式	调减金额（亿元）	原因
40MW 燃气轮机研发项目	终止	5.2	已申请国家专项资金
蒸汽动力装置产业化建设项目	终止	5.5	已申请国家专项资金
高端蒸汽动力装置验证能力提升建设项目	终止	4	已申请国家专项资金
海工及舰船综合电力发电系统及汽轮机总装总调及核心零部件加工建设项目	调减金额	5.47	优化工艺布局，部分配套外包
工业高端及舰船特种大功率传动装置制造条件建设项目	调减金额	2.7	市场前景不及预期，调减产能，优化工艺
燃气轮机关键部件试制及生产能力建设项目	调减金额	3.38	市场培育需要时间，调减产能
船舶动力配套件生产及军民融合产业化能力建设项目	调减金额	6.35	低速机零配件与瓦锡兰合作有变，换热器市场不及预期，调减产能，优化工艺
汽车用动力电源研发中心建设项目	变更实施主体或地点	0	主体变更为风帆公司和火炬能源
年产 200 万千伏安时工业（储能）用蓄电池生产线建设项目	变更实施主体或地点	0	主体变更为风帆公司和火炬能源
船用综合电力推进试制能力提升建设项目	变更实施主体或地点	0	主体变更为武汉、黄冈和青岛
总节省金额		32.6	

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

**表 2 新项目情况**

项目	投资金额（亿元）	项目详情
风帆清苑分公司高性能铅蓄电池技术升级改造	0.84	打破产能瓶颈，年产能由 476 万 kWh 提升至 660 万 kWh (+184 万 kWh)
风帆清苑分公司配送中心建设	0.45	存储铅蓄电池产能 125 万只
风帆（扬州）公司新型大容量密封铅蓄电池建设	2.31	汽车用铅酸蓄电池的产能达到 400 万只
中国船柴生产布局调整及补充设施建设	3.34	青岛基地新增低速机产能 100 万马力，大连基地改进部分老旧设备
收购陕西柴油机重工有限公司控股权	22.89	收购中船重工集团有限公司持有的陕西重工全部股权
出资参与中船重工（北京）科研管理有限公司科研管理中心建设项目	1.78	向中船重工（北京）科研管理有限公司增资
出资参与设立中船重工（重庆）西南研究院有限公司	1.00	

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	16886	14257	18595	9810	19193	营业收入	20741	23147	27065	31368	36209
应收和预付款项	6905	9968	105	11568	1902	营业成本	17135	19161	22400	25917	29811
存货	6457	6137	4754	7847	6648	营业税金及附加	273	382	447	518	597
其他流动资产	110	1630	1630	1630	1630	销售费用	404	456	533	618	713
流动资产合计	30359	31992	25085	30855	29374	管理费用	1601	1703	1976	2290	2643
长期股权投资	323	336	336	336	336	财务费用	48	87	101	134	155
投资性房地产	26	25	19	13	7	资产减值损失	59	66	66	66	66
固定资产	5158	6540	7179	7563	7747	投资收益	54	93	0	0	0
在建工程	1098	2054	2000	2000	2000	公允价值变动	0	0	100	127	141
无形资产开发支出	1703	2093	1858	1622	1386	营业利润	1276	1384	1643	1952	2363
长期待摊费用	15	15	8	0	0	其他非经营损益	120	86	100	115	130
其他非流动资产	48	29	29	29	29	利润总额	1396	1470	1743	2067	2493
资产总计	38798	43138	36567	42472	40932	所得税	243	239	274	326	398
短期借款	1572	442510	0	0	0	净利润	1153	1231	1469	1742	2095
应付和预收款项	7451	7540	4381	9085	6101	少数股东损益	80	81	97	115	138
长期借款	1100	935	935	935	935	归母股东净利润	1073	1150	1372	1627	1957
其他负债	1749	1726	1726	1726	1726						
负债合计	11872	14626	7042	11746	8762	<b>预测指标</b>					
股本	1739	1734	1734	1734	1734	毛利率	17.4%	17.2%	17.2%	17.4%	17.7%
资本公积	19360	19185	19185	19185	19185	销售净利率	5.6%	5.3%	5.4%	5.6%	5.8%
留存收益	4352	5158	6075	7161	8468	销售收入增长率	260.7%	11.6%	16.9%	15.9%	15.4%
归母公司股东权益	25451	26078	26994	28080	29387	EBIT 增长率	432.8%	2.9%	3.7%	16.6%	23.3%
少数股东权益	1175	2118	2215	2330	2468	净利润增长率	513.0%	7.1%	19.4%	18.5%	20.3%
股东权益合计	26626	28196	29209	30410	31855	ROE	4.2%	4.4%	5.1%	5.8%	6.7%
负债和股东权益	38499	42822	36251	42156	40617	ROA	2.8%	2.7%	3.8%	3.8%	4.8%
						ROIC	37.2%	9.4%	5.8%	11.1%	7.4%
						EPS(X)	0.62	0.66	0.79	0.94	1.13
						PE(X)	28.03	26.17	21.92	18.49	15.37
						PB(X)	1.18	1.15	1.11	1.07	1.02
						PS(X)	1.45	1.30	1.11	0.96	0.83
						EV/EBITDA(X)	10.42	12.29	5.56	7.33	4.09

资料来源: WIND, 太平洋证券

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

### 2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
北京销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
北京销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
上海销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
上海销售	黄小芳	15221694319	huangxf@tpyzq.com
上海销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
上海销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
广深销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
广深销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
广深销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
广深销售	查方龙	18520786811	zhaf1@tpyzq.com
广深销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
广深销售	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
广深销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话：(8610)88321761

传真：(8610)88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。