

被低估的船舶动力龙头基本面向好

2018年07月15日

推荐/维持

中国动力

事件点评

——中国动力（600482）事件点评

姓名	分析师 陆洲	执业证书编号：S1480517080001
	Email: luzhou@dxzq.net.cn	Tel: 010-66554142
姓名	分析师 王习	执业证书编号：S1480518010001
	Email: wangxi@dxzq.net.cn	Tel: 010-66554034
姓名	研究助理 张高艳	执业证书编号：S1480116080036
	Email: Zhanggy_yjs@dxzq.net.cn	Tel: 021-25102859
姓名	研究助理 张卓琦	执业证书编号：S1480117080010
	Email: Zhangzq_yjs@dxzq.net.cn	Tel: 010-66554018

事件：

公司是船舶动力领域的绝对龙头，为军用船舶、潜艇、军辅船、民船提供蒸汽动力、燃气动力、全电动力、核电动力。有机构（信托）近期资金断裂后强行平仓并引起连锁反应和跟风效应，公司自身基本面没有任何问题。目前估值 23 倍，对于具有核心技术的船舶动力龙头公司已属严重低估。

观点：

➤ 公司船舶动力技术强，国有化比例高

燃气轮机目前国产化率已达到 99%，由广瀚动力研发的国产化 30MW 燃气轮机为国内舰船用唯一自主知识产权并得到工程化应用的燃气轮机，并已获得天然气管道输送市场的小批量订货，目前正在开展舰船及工业用 40MW 燃气轮机的研发工作。公司承担了我国海军现役及在研的所有电力推进装置的研制供货任务，是国内实力最强，产品线最完整的船舶电力推进装置供应商。长海电推电力推进系统目前能够配套的船舶最大吨位已达到 10 万吨，占现有船舶种类的 98%，未来技术升级后，可以为市面所有船型配套。目前公司在民用电力推进系统市场占有率 70%，军用电力推进系统市场占有率高达 90%。

➤ 收购的陕柴和重齿盈利能力逐渐增强

陕柴重工是国内规模最大的军民舰船用中、高速大功率柴油机制造企业和柴油发电机组成套商，公司产品也广泛应用于军船主机、民船主辅机、核应急发电机组等诸多领域，陕柴的产品毛利率 26%-27%；重齿公司在高精度硬齿面齿轮设计制造技术、高低速重载齿轮传动系统设计制造技术等方面始终保持国内领先，并达到与欧美发达国家同等水平。两家公司本身业务是盈利的，但由于经营性问题导致债务成本高企，并购后公司加强了经营管理，同时开展债转股，公司财务成本大幅降低，陕柴重工预计今年归母净利润 2.05 亿，2019 年归母净利润 1.57 亿；重齿公司预计今年归母净利润 1.62 亿，2019 年归母净利润 2.52 亿元。

➤ 公司军品业务处于垄断地位，研究所与公司有项目合作机制

除了一些中速机业务在南船外，军用船舶动力系统都在公司这边。军品业务的高速增长能够保持到下十四五末期。公司军品毛利高，军品对公司利润贡献处于首位。五家研究所（703、704、711、712、719）存续的动力业务及资产占比 50%，后期将待产业化成熟后持续注入中国动力；目前构建的是一种研究所负责新技术、新产品孵化，中国动力负责产业经营的良性合作机制。

➤ **公司民船比例并不高，并已回暖复苏**

从公司收入构成上看，只有 20% 的收入来自民船相关业务，20% 来自军船业务，其余过半数收入占比都为非船用民品业务（如风帆汽车电池、工业用燃气轮机等）。公司民船业务去年订单增幅 20%，船舶价格上涨，付款条件改善，考虑生产周期因素，预计民船市场整体将从今年下半年体现出显著回暖趋势。

➤ **半年报业绩预计将恢复正常增长态势**

公司 2018 年一季度业绩表现一般的原因主要是由于军品合同并未全部转签到位；2018 年半年报业绩预计将恢复正常增长态势。

结论：

我们预计公司 2018~2020 年归母净利润分别为 13.85 亿元、16.08 亿元和 19.15 亿元，同比增长 15.28%、16.04%、19.14%，EPS 分别为 0.80 元、0.93 元和 1.10 元，对应 PE 分别为 23X、20X 和 17X，给予“推荐”评级。

风险提示：民船及海工业务复苏进度不及预期。

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				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合计	30971	32828	41134	51402	64449	营业收入	20741	23147	26864	32617	39937
货币资金	17476	15038	20044	24337	29798	营业成本	17135	19161	21878	26387	32159
应收账款	4880	7426	7469	9069	11104	营业税金及附加	273	382	399	484	593
其他应收款	300	269	312	379	464	营业费用	404	456	527	639	783
预付款项	702	825	1312	1900	2616	管理费用	1601	1703	2025	2458	3010
存货	6457	6137	7626	9198	11209	财务费用	48	87	316	650	1010
其他流动资产	110	1630	2812	4641	6967	资产减值损失	58.59	65.84	65.84	65.84	65.84
非流动资产合计	8549	11363	10198	9064	7948	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	323	336	336	336	336	投资净收益	54.10	92.72	92.72	92.72	92.72
固定资产	5158.41	6539.97	7648.97	6703.59	5758.21	营业利润	1276	1464	1747	2025	2410
无形资产	1688	2083	1875	1687	1519	营业外收入	127.12	134.66	134.66	134.66	134.66
其他非流动资产	48	29	29	29	29	营业外支出	6.69	48.94	48.94	48.94	48.94
资产总计	39520	44191	51332	60466	72397	利润总额	1396	1550	1833	2111	2495
流动负债合计	10284	12710	20649	28717	39394	所得税	243	267	367	422	499
短期借款	1572	4425	11301	17103	24941	净利润	1153	1283	1466	1689	1996
应付账款	3630	3853	4455	5374	6549	少数股东损益	80	81	81	81	81
预收款项	2147	1750	2689	3829	5225	归属母公司净利润	1073	1202	1385	1608	1915
一年内到期的非	705	4	4	4	4	EBITDA	3445	4202	3217	3808	4534
非流动负债合计	2609	3284	1557	1557	1557	EPS (元)	0.71	0.69	0.80	0.93	1.10
长期借款	1100	935	935	935	935	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	12893	15995	22206	30274	40951	成长能力					
少数股东权益	1175	2118	2199	2280	2361	营业收入增长	260.68%	11.60%	16.06%	21.41%	22.44%
实收资本(或股	1739	1734	1734	1734	1734	营业利润增长	520.36%	14.74%	19.36%	15.89%	18.99%
资本公积	19386	19185	19185	19185	19185	归属于母公司净利润	513.01%	11.97%	15.28%	16.04%	19.14%
未分配利润	4114	4875	5473	6168	6996	获利能力					
归属母公司股东	25451	26078	26879	27864	29038	毛利率(%)	18.56%	19.10%	19.48%	19.59%	19.64%
负债和所有者权	39520	44191	51332	60466	72397	净利率(%)	5.56%	5.54%	5.46%	5.18%	5.00%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	2.72%	2.72%	2.70%	2.66%	
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE(%)	4.22%	4.61%	5.15%	5.77%	6.60%
经营活动现金流	1143	-437	666	-263	-651	偿债能力					
净利润	1153	1283	1466	1689	1996	资产负债率(%)	33%	36%	43%	50%	57%
折旧摊销	2121.43	2651.01	0.00	945.38	945.38	流动比率	3.01	2.58	1.99	1.79	1.64
财务费用	48	87	316	650	1010	速动比率	2.38	2.10	1.62	1.47	1.35
应收账款减少	0	0	-44	-1600	-2035	营运能力					
预收账款增加	0	0	939	1140	1396	总资产周转率	0.95	0.55	0.56	0.58	0.60
投资活动现金流	-400	-1758	36	27	27	应收账款周转率	8	4	4	4	4
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	10.41	6.19	6.47	6.64	6.70
长期股权投资减	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	54	93	93	93	93	每股收益(最新摊薄)	0.71	0.69	0.80	0.93	1.10
筹资活动现金流	10992	-422	4303	4529	6086	每股净现金流(最新	6.75	-1.51	2.89	2.48	3.15
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	14.63	15.04	15.50	16.07	16.75
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	1203	-5	0	0	0	P/E	26.07	26.83	23.17	19.97	16.76
资本公积增加	18082	-200	0	0	0	P/B	1.26	1.23	1.19	1.15	1.11
现金净增加额	11735	-2617	5006	4292	5462	EV/EBITDA	5.25	5.34	7.55	6.78	6.22

资料来源:东兴证券研究所

分析师简介

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，2017年加盟东兴证券研究所。

王习

中央财经大学学士，香港理工大学硕士，军工行业分析师。历任中航证券、长城证券军工组组长，2017年加盟东兴证券研究所。

研究助理简介

张高艳

清华大学工学硕士，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，重点关注航空智能制造、军民融合等方向。

张卓琦

清华大学工业工程博士，3年大型国有军工企业运营管理培训、咨询经验，2017年加盟东兴证券研究所，关注新三板、军工领域。

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。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

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法律责任。

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。