

2022 年 08 月 31 日

证券研究报告|公司研究|军工公司点评

中国动力 (600482)

中船集团柴油机业务整合，柴油发动机航母扬帆起

航

报告摘要

- ◆ 事件:公司 8 月 27 日公告,2022H1 实现营收 136.46 亿元(+2.67%),归母净利润 2.34 亿元 (-44.27%),毛利率 11.90% (-1.29pcts),净利率 1.88% (-1.44pcts)。单季度来看,公司 Q2 实现营业收入 76.93 亿元 (+9.05%),归母净利润 1.67 亿元 (-38.90%)。
- ◆ 受疫情影响公司 H1 业绩承压,多项主营业务新接合同同比增长
2022H1,公司实现营业收入 136.46 亿元 (+2.67%),保持平稳,归母净利润 2.34 亿元 (-44.27%),有所下降,主要是受疫情影响,部分子公司上半年出现停产情况,公司为控股型公司,生产经营业务主要通过下属子公司进行,下属子公司停产对公司的生产经营活动会造成一定影响。

表1 2022H1 对公司净利润影响超过归母净利润 10%的子公司情况 (单位:万元, %)

名称	主营业务	主营业务收入	归母净利润	占公司归母净利润比重
风帆公司	蓄电池、机电设备、锂电池等	408834	10119	43.21%
武汉船机	舰船配套产品、民船配套产品、海洋平台等	240509	3381	14.44%
齐耀重工	柴油机动力装置、热气机动力装置等	68716	5776	24.67%

资料来源: wind, 中航证券研究所

同时报告期内公司成本费用增长,原材料费用同比上涨 5.49%,制造费用同比增长 3.67%,研发投入同比增长 35.41%,总体上成本费用增长幅度高于销售收入增长幅度。2022H1 公司成本费用率为 98.10% (+2.30pcts)。

投资评级

买入
维持

2022 年 08 月 30 日

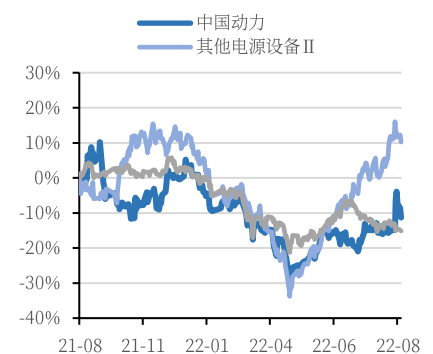
收盘价(元): 16.96

目标价(元): 19

公司基本数据

总股本(百万股)	2,160.68
总市值(百万)	36,645.17
流通股本(百万股)	2,027.43
流通市值(百万)	34,385.25
12 月最高/最低价(元)	21.55/13.10
资产负债率(%)	42.51
每股净资产(元)	16.76
市盈率(TTM)	85.81
市净率(PB)	1.01
净资产收益率(%)	0.64

股价走势图



作者

张超 分析师
SAC 执业证书: S0640519070001
联系电话: 010-59219568
邮箱: zhangchao@avicsec.com

相关研究报告

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司
公司网址: www.avicsec.com
联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

从产品上看, 2022H1, 公司防务产业营收同比增长 12.80%, 新接合同同比增长 26.7%, 报告期内主要完成了海军多型动力装备、传动系统以及军用起动/动力电池的研发和生产任务; 成功中标某综合电站柴油机项目, 首次打入“空天”市场新领域。

2022H1 公司航海产业营收同比增长 31.65%, 新接合同同比增长 42.80%。公司航海产业产品包括低速柴油机、中高速柴油机、综合电力与传海机电装备制造四个领域。同时, 公司发布《子公司以股权及现金收购资产之重大资产重组暨关联交易报告书(草案)》, 公司控股子公司中船柴油机将整合中船集团下属柴油机业务, 有望规范此前柴油机业务的同业竞争问题, 推动柴油机动力整机及主要零部件业务统筹协同发展, 进一步提升公司航海产业的竞争力。

2022H1 公司应用产业营业收入同比减少 6.41%, 新接合同同比增长 7.47%。公司应用产业包括化学动力与陆用机电装备制造两类。化学动力方面报告期内公司在汽车起动电池方面取得多家车企多个项目的定点与配套份额, 锂电池业务同比增长 54.45%; 银系列产品报告期内公司 PERC 电池用正银粉换代产品已进入批次阶段, 背银粉处于客户验证阶段。银系列产品的营业收入和新签合同分别同比增长 94.24%和 91.94%。陆用机电装备制造方面公司在风电领域报告期内累计完成订单超 10 亿元, 冶金领域公司获得多个重点冶金企业备件项目, 订单同比增长 157%, 环保节能领域报告期内公司加强新产品的市场应用, 持续拓展高端技术领域, 成功中标了华润工艺塔蒸汽余热发电、广东石化辅助工程高架火炬系统成套设备、四川永盈乙炔螺杆压缩机等项目。

◆ 研发投入半年报口径历史最高, 在手订单充足未来有望兑现至业绩

费用方面, 2022H1, 公司三费率 6.78% (+0.23pcts), 公司销售费用 2.43 亿元 (-7.84%), 主要是销售服务费下降所致; 管理费用 6.94 亿元 (+14.64%), 主要是管理费用中的职工薪酬由于上年同期有社保优惠政策及人员调整等原因同比增长 10.87%, 折旧摊销同比增长 28.04%; 财务费用-1094.91 万元 (-467.4%) 大幅下降, 主要是汇率变动, 汇兑收益增加所致。

报告期内, 公司加强研发投入, 研发费用 4.39 亿元 (+35.41%), 为单独披露以来半年报口径历史最高, 占营收 3.21% (+0.77pcts), 其中最大增长点原材料部分 2.60 亿元 (+121.73%)。

现金流方面, 2022H1 公司现金及现金等价物净增加额-8.74 亿元, 较 2021H1 减少 4.06 亿元, 其中经营活动产生的现金流净额-3.23 亿元, 去年

同期 4.15 亿元,变动原因主要是受疫情影响,回款进度受阻,应收账款增加与原材料价格上涨,采购支出增加;投资活动产生的现金流量净额-18.07 亿元,去年同期-5.67 亿元,变动原因主要是构建固定资产与工程投入增加;筹资活动产生的现金流量净额 12.22 亿元,去年同期-3.13 亿元,大幅增加,主要是经营性借款增加所致。

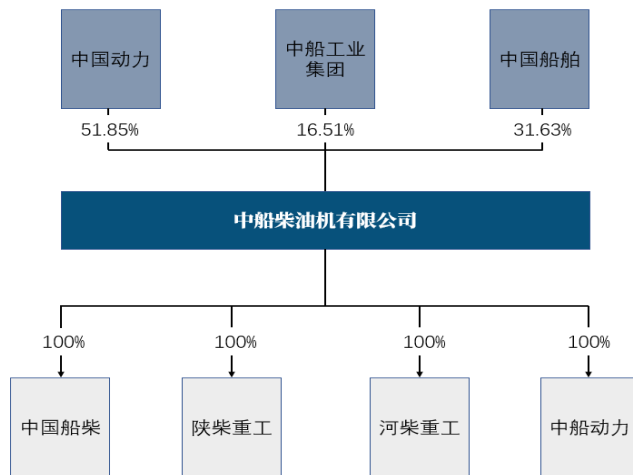
其他财务数据方面,2022H1,公司应收账款及应收票据规模 151.07 亿元,较去年年末增长 10.37%,结合公司应收账款中按欠款方归集的期末余额前五名全部为中船集团下属单位,我们预计公司应收账款形成坏账的可能性整体可控。另外,公司合同负债 51.00 亿元(+41.14%)增长明显,按业务分类公司防务产业新接合同同比增长 26.7%,船海产业新接合同同比增长 42.8%,应用产业新接合同同比增长 7.47%,同时考虑到公司主营航海产品下游民船市场我国上半年新接订单量与手持订单量(载重吨计)均位居世界第一,我们认为公司在手订单充足,未来有望兑现至利润表。

◆ 中船集团柴油机业务整合注入,巩固公司核心竞争力

2022 年 8 月 23 日,公司发布《子公司以股权及现金收购资产之重大资产重组暨关联交易报告书(草案)》,提出为进一步规范柴油机动力业务同业竞争,中国动力子公司中船柴油机拟以股权及现金作为对价收购中船工业集团、中船重工集团、中国船舶及中国动力各自持有的柴油机动力业务相关公司股权。在交易完成后中船柴油机降持有中国船柴、陕柴重工、河柴重工、中船动力集团 100%股权,并成为中国动力控股子公司,中国动力持股中船柴油机 51.85%。

此次整合完成后中国动力将进一步巩固在国内舰船柴油机动力业务领域的龙头地位。在本次重组前,中国动力持有中国船柴、陕柴重工 100%股权,持有河柴重工 98.26%股权。此次交易后公司将间接持有中国船柴、陕柴重工、河柴重工与中船动力 51.85%的股权。中船动力将成为公司新并入报表的子公司。

图1 此次交易后公司对相关标的持股情况



资料来源：wind，中航证券研究所

中船动力集团有限公司在本次整合实施前为中船工业集团全资控股，主营业务为大功率中、低速柴油机的研发制造、销售及售后服务，是国内重要柴油机承制单位，主要产品包括船用中、低速柴油机，气体机及双燃料机等，形成了集合研发、制造、配套和服务的全产业链能力，产品广泛应用于油轮、集装箱船、散货船、核电站及陆用电站等。

此次公司子公司中船柴油机完成对中船动力的控股后有望进一步提升公司的柴油机业务竞争力。中国动力作为国内领先的柴油发动机公司，此次整合前在军用领域海军中速、高速柴油机装备占比超过 90%；在民用低速柴油机领域国内市场占比超 35%，国际市场占比约 15%；民用中高速柴油机领域在我国民船、海工柴油机市场和核应急发电机市场占有率分别约 15%和 80%。2021 年中国动力柴油动力业务营业收入 92.87 亿元，中船动力营业收入 65.98 亿元。同时中船动力的低速机国际市场占有率水平世界第二，中国动力是国际前五的低速柴油机供应商，国际市场占比约 15%，此次交易完成后中国动力有望在维持国内柴油机市场领先地位的同时成为国际柴油机市场，尤其是民用低速柴油机领域的领先企业。

表2 对中船动力总资产、营业收入、净资产或净利润影响超 20%的子公司情况

(单位：亿元，%)

	控股比例	21 年营收	营收同比	21 净利润	净利润同比
沪东重机	100%	47.41	4.49%	0.29	54.28%
中船柴镇	100%	16.53	27.52%	0.20	上期为负
中船三井	66%	22.89	-11.34%	0.19	172.26%

资料来源：wind，中航证券研究所

此次交易有望对公司营收、盈利水平带来积极影响,根据公司公告的情况来看,以2021年为例,此次交易完成后公司营业收入将提升22.94%,归母净利润提升5%,EPS提升7.14%。此次整合对营业收入的提升高于归母净利润的提升,主要是在此次交易前公司持有中国船柴、陕柴中国100%的股份与河柴重工98.26%的股份,交易完成后公司对此三个公司间接持股51.85%。从营业收入的口径公司将增加中船动力营收,增长较高,但从归母净利润口径需要考虑少数股东持股比例提升的影响,整体增长不及营业收入增长。同时,此次整合完成后公司毛利率水平有望小幅提升,中船动力2020与2021年毛利率分别为17.35%与15.50%,均较中国动力相比更高(12.63%、11.89%)。

表3 交易前后中国动力各项数据情况 (单位: 亿元, %)

	2022年1-2月			2021年		
	交易前	交易后	变动率	交易前	交易后	变动率
营业收入	33.20	40.15	20.95%	282.09	346.81	22.94%
归母净利润	-1.18	-0.90	23.90%	6.13	6.44	5.00%
EPS	-0.05	-0.04	20.00%	0.28	0.30	7.14%

资料来源: wind, 中航证券研究所

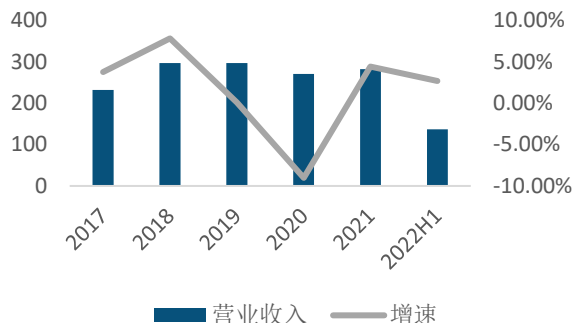
➤ 投资建议:

基于以上观点,我们预计公司2022-2024归母净利润分别为5.60亿元、6.47亿元和7.51亿元,EPS分别为0.26元、0.30元和0.35元,对应。基于公司所处行业地位及产品发展前景,我们维持“买入”评级,目标价19元/股,分别对应2022-2024年PE73、63、54倍。

财务数据与估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	27014.19	28208.97	35801.95	38541.09	42076.61
增长率(%)	-9.02	4.42	26.92	7.65	9.17
归母净利润(百万元)	542.86	613.05	559.84	647.23	750.62
增长率(%)	-45.23	12.93	-8.68	15.61	15.98
毛利率(%)	12.63	11.89	11.94	11.99	12.16
每股收益(元)	0.25	0.28	0.26	0.30	0.35
市盈率 PE	67.50	59.78	65.46	56.62	48.82
市净率 PB	1.03	1.01	1.00	0.99	0.97
净资产收益率 ROE (%)	1.52	1.69	1.53	1.74	1.99

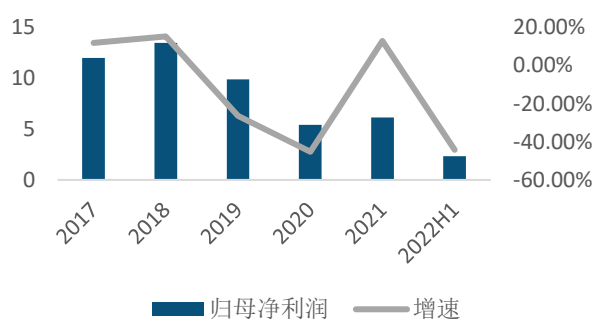
资料来源: 中航证券研究所 (注: 本次预测为考虑中国动力子公司中船柴油机完成中船集团柴油业务整合后的数据)

图2 公司营业收入及增速（单位：亿元，%）



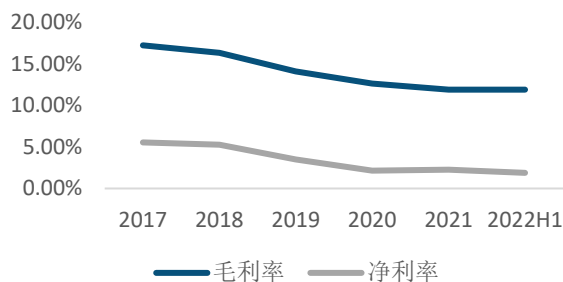
资料来源：wind，中航证券研究所

图3 公司归母净利润及增速（单位：亿元，%）



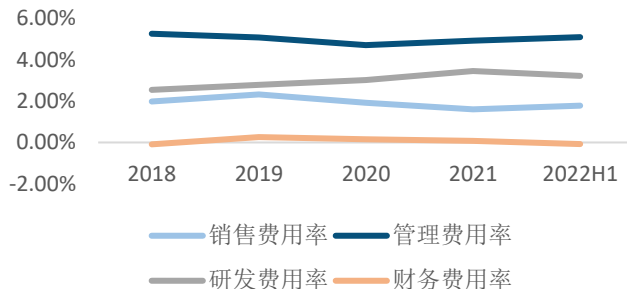
资料来源：wind，中航证券研究所

图4 毛利率及净利率（单位：%）



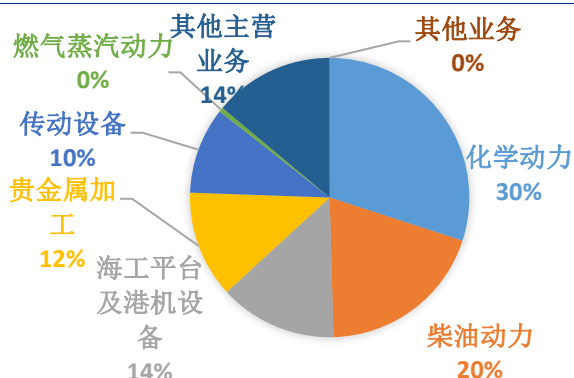
资料来源：wind，中航证券研究所

图5 公司期间费用率（单位：%）



资料来源：wind，中航证券研究所

图6 公司主营业务类型及占比



资料来源：wind，中航证券研究所

报表预测						
单位:百万元						
会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
利润表						
营业收入	29,691.24	27,014.19	28,208.97	35,801.95	38,541.09	42,076.61
减: 营业成本	25,508.05	23,603.37	24,855.21	31,527.46	33,918.32	36,959.68
税金及附加	399.80	366.23	382.77	484.41	521.48	569.31
主营业务利润	3,783.40	3,044.59	2,970.99	3,790.07	4,101.29	4,547.61
减: 销售费用	689.88	516.81	451.71	696.69	750.00	818.80
管理费用	1,504.93	1,268.80	1,388.72	1,752.90	1,887.02	2,060.12
研发费用	824.00	815.31	973.96	1,103.41	1,187.83	1,296.80
财务费用	78.61	43.09	21.16	134.83	59.80	19.46
经营性利润	685.98	400.59	135.45	102.23	216.64	352.44
加: 资产减值损失	4.83	-19.63	-53.56	-29.39	-31.64	-34.54
信用减值损失	-50.41	-194.24	-17.54	-22.26	-23.96	-26.16
其他经营损益	-0.00	0.00	0.00	-0.00	-0.00	-0.00
投资收益	39.02	61.94	29.72	43.56	43.56	43.56
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	31.06	3.95	43.66	26.22	26.22	26.22
其他收益	330.67	227.83	304.45	287.65	287.65	287.65
营业利润	1,041.16	480.44	442.17	408.01	518.48	649.18
加: 其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业外收入	231.02	191.01	307.52	307.52	307.52	307.52
减: 营业外支出	92.75	8.68	7.87	7.87	7.87	7.87
利润总额	1,179.44	662.77	741.82	707.66	818.12	948.82
减: 所得税	138.77	84.84	102.54	90.56	104.69	121.42
净利润	1,040.67	577.93	639.27	617.10	713.43	827.40
减: 少数股东损益	49.54	35.07	26.23	57.27	66.21	76.78
归属母公司股东净利润	991.12	542.86	613.05	559.84	647.23	750.62
资产负债表						
货币资金	9,564.07	10,579.17	13,069.49	6,874.02	7,008.34	6,901.70
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收票据	0.00	2,372.78	4,386.52	2,903.96	3,126.14	3,412.91
应收账款	17,225.63	14,378.13	10,701.18	17,802.59	19,164.63	20,922.67
预付账款	2,742.94	2,229.25	2,778.83	3,262.90	3,512.53	3,834.75
其他应收款	453.55	568.72	550.17	666.29	717.27	783.07
存货	8,593.43	10,110.54	11,469.96	12,891.72	13,869.36	15,112.98
其他流动资产	207.79	223.98	236.00	282.31	303.91	331.78
长期股权投资	1,124.72	1,173.38	1,151.72	1,185.22	1,218.73	1,252.23
金融资产投资	391.57	419.41	639.62	639.62	639.62	639.62
投资性房地产	13.50	12.86	12.22	10.60	8.98	7.35
固定资产和在建工程	12,159.83	12,594.14	12,439.36	11,014.17	9,484.25	7,849.60
无形资产和开发支出	2,563.85	2,709.93	3,232.74	2,728.29	2,216.97	1,698.79
其他非流动资产	974.83	1,372.40	1,338.20	1,249.36	1,159.92	1,159.92
资产总计	56,015.70	58,744.69	62,006.00	61,511.05	62,430.63	63,907.38
短期借款	2,149.57	1,780.63	1,974.07	0.00	0.00	0.00
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据	1,951.58	2,413.87	3,131.30	3,202.75	3,445.63	3,754.59
应付账款	6,639.79	7,171.77	7,670.50	9,171.91	9,867.45	10,752.24
预收账款	2,847.16	0.00	0.00	1,144.38	1,231.93	1,344.94
合同负债	0.00	1,810.33	3,613.80	2,328.58	2,506.74	2,736.69
其他应付款	1,632.20	1,385.36	1,130.64	1,767.32	1,901.35	2,071.84
长期借款	1,280.00	3,854.37	3,861.21	2,725.76	1,642.87	632.65
其他负债	2,944.74	3,777.33	3,622.95	3,664.73	3,746.27	3,850.16
负债合计	19,445.03	22,193.66	25,004.47	24,005.43	24,342.24	25,143.10
股本	1,695.00	2,160.68	2,160.68	2,160.68	2,160.68	2,160.68
资本公积	19,206.93	26,459.01	26,436.27	26,436.27	26,436.27	26,436.27
留存收益	6,426.60	7,162.91	7,598.53	8,045.36	8,561.93	9,161.02
归属母公司股东权益	27,328.53	35,782.60	36,195.48	36,642.30	37,158.88	37,757.97
少数股东权益	9,242.14	768.43	806.05	863.31	929.52	1,006.30
股东权益合计	36,570.67	36,551.02	37,001.53	37,505.62	38,088.40	38,764.27
负债和股东权益合计	56,015.70	58,744.69	62,006.00	61,511.05	62,430.63	63,907.38
投入资本(IC)	33,013.73	33,888.86	31,948.59	36,297.93	35,937.41	36,063.27
现金流量表						
经营性现金净流量	715.98	152.57	4,228.58	-2,790.29	1,455.46	1,122.37
投资性现金净流量	-1,768.14	-1,171.92	-1,026.23	-47.81	-47.81	-47.81
筹资性现金净流量	-3,468.25	1,522.17	-357.78	-3,357.37	-1,273.34	-1,181.20
现金流量净额	-4,506.73	498.09	2,833.93	-6,195.47	134.32	-106.64

资料来源: ifind, 中航证券研究所 (注: 本次预测为考虑中国动力子公司中船柴油机完成中船集团柴油机业务整合后的数据)

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券军工团队: 规模 20 余人, 为资本市场最大的军工研究团队, 依托于航空工业集团强大的军工央企股东优势, 以军工品质从事军工研究, 以军工研究服务军工行业, 力争前瞻、深度、系统、全面, 覆盖军工行业各个领域, 服务一二级市场, 同军工行业的监管机构、产业方、资本方等皆形成良好互动和深度合作。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuqi@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

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, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了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: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告并非针对意图发送或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637