

中国动力 (600482)

证券研究报告

2020年06月03日

新型舰船动力与核动力进入拐点，龙头受益

中船重工集团动力资产整合平台，七大动力板块多领域齐发展

公司为中船重工集团旗下动力上市平台，2016年完成重大资产重组，注入中船重工集团旗下多家动力研究所及核心制造资产。目前，公司已形成燃气动力、蒸汽动力、化学动力、全电动力、柴油机动力、海洋核动力和热气机动力七大动力板块，产品广泛应用于船舶、汽车、通讯等多个军民领域。

主营业务年复合增速 12.70%，疫情影响存货增加，业绩有望延迟兑现

近几年公司主营业务稳步提升，化学动力、柴油动力及海工平台港机设备为主要收入来源。据公司公告披露，2019年公司实现营业收入 296.91 亿元，同比增长 0.1%，2016-2019 年营收复合增速达到 12.7%。其中，化学动力、柴油动力、海工平台及港机设备营收占比分别达到 51.66%/16.65%/13.04%。

受疫情影响公司业绩有所承压，存货增加预示业绩延迟兑现。公司 2020 年 Q1 实现营业收入 37.4 亿元 (-46.79%)，实现归母净利润-0.34 亿元 (-119.22%)，业绩下降主要系疫情影响产品交付所致。公司一季度存货达到 92.07 亿元，创近五年新高。我们认为，随着疫情发展的缓解，公司存货或快速消化，业绩有望延迟兑现。

军民船舶市场齐放量，聚焦动力系统千亿蓝海

军用船舶：据 CCTV-4 相关报道，我国 2049 年前将建造 10 艘航母。若对标美航母作战群水面舰艇价格，我国军舰平均每年造价 129.6 亿美元对应 900.72 亿人民币，对应舰船动力系统总采购规模约为 180.14 亿元。公司长期与军方合作，调距桨、应急发电机组等设备已经实现国产首艘航母列装，我们认为其军用动力配套业务龙头地位有望持续稳固，产品放量可期。

民用船舶：2019 年船舶行业经济效益实现增长，行业总产值近 3500 亿元。其中，动力系统将充分受益于电推动力系统替代趋势。根据测算，民用市场综合电力推进产值或将具备约 35 倍增长空间，未来年产量增量约 669.7 亿元。公司全电动力领域深耕多年，子公司长海电推目前已推出国内首艘纯电动动力客船“君旅号”，示范效应显著。我们认为，随着电推动力系统对柴油动力系统替代过程的逐步推进，公司全电产品有望进入快速放量期。

三年“零核准”结束，项目合同揭示公司核动力板块稳步提升

2019 年上半年我国新核准 3 个核电项目，核电行业实现稳步重启。据中国核能行业协会数据披露，2019 年我国运行核电机组累计发电量为 3481.31 亿千瓦时 (+18.09%)；累计上网电量为 3263.24 亿千瓦时 (+18.15%)。2019 年，公司重点布局中核化工设计院，累计取得 6 个研发项目，5 个工程项目合同共计约 7000 万元。我们认为，伴随三年“零核准”结束，公司核电工程项目有望全面复苏，核电产品或实现快速放量。

盈利预测与评级：公司作为中船重工集团旗下动力上市平台，受益于新型舰船动力及核动力拐点上行趋势，公司业务有望实现快速发展。因此，预计 2020-2022 年公司营收将达到 297.51/312.56/335.48 亿元，对应归母净利润为 12.06/13.91/15.33 亿元，EPS 为 0.56/0.64/0.71 元。对标可比公司 2020 年预测 P/B 1.71x，公司每股目标价为 22.86 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：1. 船舶行业发展不及预期；2. 公司主要原材料价格波动风险；3. 汇率波动风险。

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	29,661.53	29,691.24	29,750.72	31,255.51	33,548.41
增长率(%)	28.14	0.10	0.20	5.06	7.34
EBITDA(百万元)	3,094.59	2,372.41	2,213.38	2,588.75	2,894.13
净利润(百万元)	1,347.54	991.12	1,206.41	1,390.78	1,533.24
增长率(%)	12.13	(26.45)	21.72	15.28	10.24
EPS(元/股)	0.62	0.46	0.56	0.64	0.71
市盈率(P/E)	25.65	34.88	28.66	24.86	22.55
市净率(P/B)	1.33	1.27	1.20	1.14	1.08
市销率(P/S)	1.17	1.16	1.16	1.11	1.03
EV/EBITDA	12.63	15.23	16.53	14.17	12.67

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	国防军工/船舶制造
6 个月评级	买入 (首次评级)
当前价格	16.11 元
目标价格	22.86 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	2,160.68
流通 A 股股本(百万股)	869.83
A 股总市值(百万元)	34,808.58
流通 A 股市值(百万元)	14,012.94
每股净资产(元)	16.11
资产负债率(%)	34.42
一年内最高/最低(元)	27.49/15.60

作者

李鲁靖 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519050003
lilujing@tfzq.com

邹润芳 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517010004
zourunfang@tfzq.com

许利天 联系人
xulitian@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《中国动力-公司点评:收购动力资产持续整合，MSCI 成分股有望价值修复》2018-06-14
- 《中国动力-季报点评:三季度业绩持续靓丽，舰船动力龙头长期增长可期》2017-10-27
- 《中国动力-公司点评:军工为基以军促民，动力集成大平台成长与白马兼具》2017-08-14

内容目录

1. 船舶动力装备龙头企业，七大板块驱动军民产品齐放量	3
1.1. 中船重工集团旗下动力上市平台，七大动力板块多领域齐发展	3
1.2. 主营业务年复合增速 12.70%，疫情影响存货增加，业绩有望延迟兑现	4
2. 军民船舶市场齐放量，聚焦动力系统千亿蓝海	5
2.1. 军用舰船：美国航母作战群完备，我国 10 艘航母及配套舰队空间大	5
2.2. 民用船舶：全球民船供给端结构不断优化，动力系统产值占据重要位置	6
3. 三年“零核准”结束，海上核动力板块稳步提升	7
4. 定增优化资产结构，盈利能力有望进一步提升	8
5. 盈利预测与评级	9
6. 风险提示	10
6.1. 行业风险	10
6.2. 主要原材料价格波动风险	10
6.3. 汇率波动风险	10

图表目录

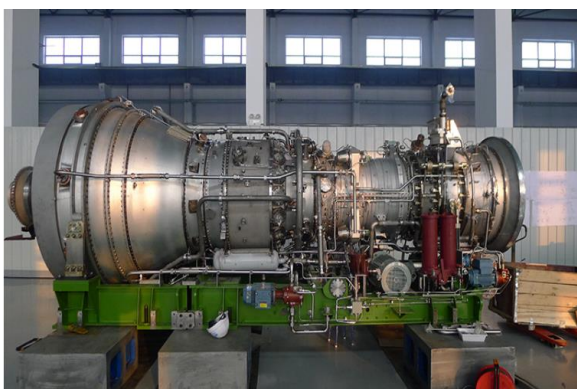
图 1：公司产品——“25MW 级工业型燃气轮机”	3
图 2：公司产品——“EFB 起停电池”	3
图 3：公司股权结构	3
图 4：2016A-2020Q1 公司营业收入及增速	4
图 5：2016A-2020Q1 公司归母净利润及增速	4
图 6：公司主营业务营业收入占比情况	5
图 7：公司主营业务毛利润占比情况	5
图 8：2016A-2020Q1 公司存货及增速	5
图 9：未来我国航母作战群军用舰船综合电力推进系统投入预估	6
图 10：2018 年我国舰船综合电力推进系统产值，及其与柴油动力系统产值的对比	7
图 11：2018-2019 年我国核电发电及上网电量情况	8
图 12：公司核电主要产品——“KRT 系统”	8
图 13：公司核电主要产品——“爆破阀”	8
表 1：公司七大动力板块介绍	4
表 2：美国福特级航母作战群配置情况	5
表 3：公司军舰产品配套情况	6
表 4：标的资产基本情况	8
表 5：公司盈利预测	9
表 6：可比公司 2020 预测 P/B	9

1. 船舶动力装备龙头企业，七大板块驱动军民产品齐放量

1.1. 中船重工集团旗下动力上市平台，七大动力板块多领域齐发展

中国动力全称中国船舶重工集团动力股份有限公司，其前身为 2000 年成立的风帆股份有限公司，并于 2004 年在上交所主板上市。公司作为我国海军装备动力系统科研生产核心部门，业务涵盖燃气动力、化学动力、全电力、海洋核动力等七大动力板块，目前已成为全球技术门类最全、国内体量最大的动力装备上市公司。

图 1：公司产品——“25MW 级工业型燃气轮机”



资料来源：公司官网，天风证券研究所

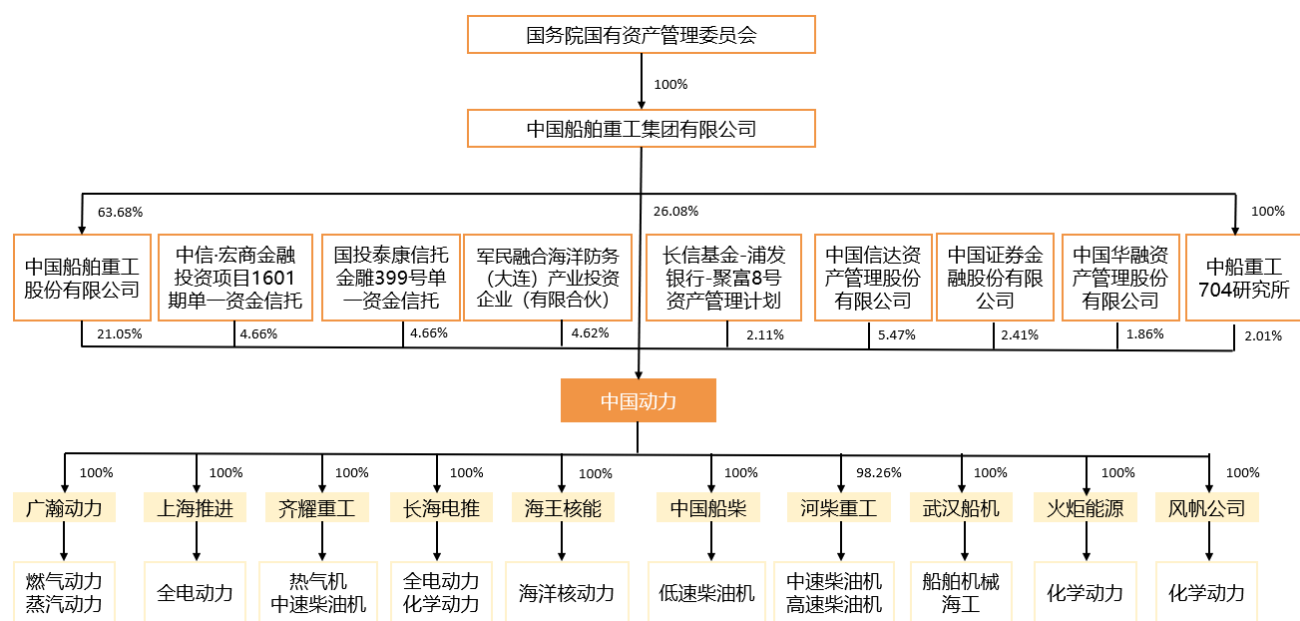
图 2：公司产品——“EFB 起停电池”



资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司于 2016 年完成重大资产重组，注入中船重工集团旗下多家动力研究所及核心制造资产。截至 2019 年年报，公司控股股东为中国船舶重工集团有限公司，实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会。其中，中船重工集团直接或间接通过中国重工等子公司持有中国动力 64.79% 的股份。

图 3：公司股权结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

中船重工集团旗下动力上市平台，七大动力板块多领域齐发展。公司经过多年技术迭代与

自主创新，现已形成燃气动力、蒸汽动力、化学动力、全电力、柴油机动力、海洋核动力和热气机动力七大动力板块，产品广泛应用于船舶、汽车、通讯等多个军民领域。

表 1：公司七大动力板块介绍

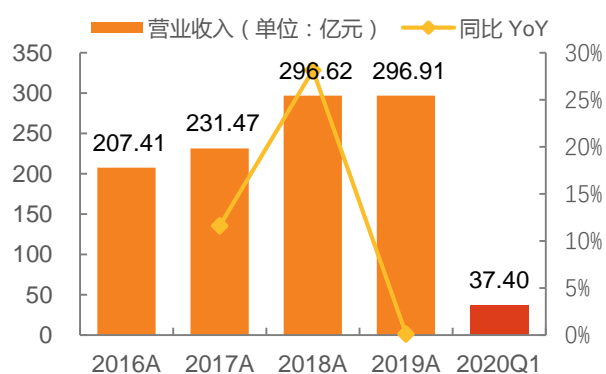
业务名称	产品介绍	军品应用情况
燃气动力	国内唯一自主知识产权的 30MW 燃气轮机，在国内中小型燃气轮机市场处于领先地位，已在天然气长输管道、压裂车、移动/应急电源系统、低热值燃料发电、驳船发电装置等领域广泛运用。	我国海军大中型舰船燃气动力装置的主供货单位，是多种军用型号燃气轮机产品集成和技术服务商。
蒸汽动力	公司高背压汽轮机、光热再热汽轮机、低参数汽轮机等产品已远销海内外；热泵余热回收、大功率水力测功器等产品已实现国产化应用。	我国海军大型舰船用蒸汽轮机装置唯一总承单位，占据 100% 市场份额。
化学动力	公司铅蓄电池广泛应用于汽车电力、通讯、铁路、船舶、物流等领域，在车用启动及高性能起停电池市场处于国际领先地位；在大容量铅酸牵引电池领域，技术处于国内领先水平。	我国海军水面水下舰艇用电池、水中兵器动力电源及深海装备特种电源的主供货单位。
全电力	公司掌握了电力推进系统关键核心技术，电力推进系统及核心装备具有完全自主知识产权，并已在科考船、试验船、起重船、成品油轮、游船等多种船型上广泛应用，在国内处于龙头地位。	我国海军舰船电力推进设备的唯一供应单位，是国内实力最强、产品线最完整的船舶电力推进系统供应商，主要性能指标达到国际先进水平。
柴油机动力	公司产品主要为高、中、低速船用柴油机及柴油发电机组，在低速柴油机领域，公司已具备全系列低速柴油机生产能力，国内市场份额超过 30%；在中高速柴油机领域，公司产品广泛应用于海洋工程、公务船、工程船舶、等多个领域。	我国海军舰船主动力装置的科研生产定点单位和国内最大的中高速船用柴油机专业成套企业，在行业内处于绝对领先地位。
海洋核动力	中国动力核电业务均用于民用领域，主要包括核电设备成套供应，核电设计与技术服务，辐射监测系统设备国产化及新型三代核电设备研制，市场占有率 60% 以上。	-
热气机动力	公司开发出的 50kW 燃气热气机发电机组、碟式太阳能发电机组等产品已应用于分布式供能等发电领域。	我国海军热气机动力唯一供应单位，具有完全自主知识产权的技术已达世界先进水平。

资料来源：公司官网，天风证券研究所

1.2. 主营业务年复合增速 12.70%，疫情影响存货增加，业绩有望延迟兑现

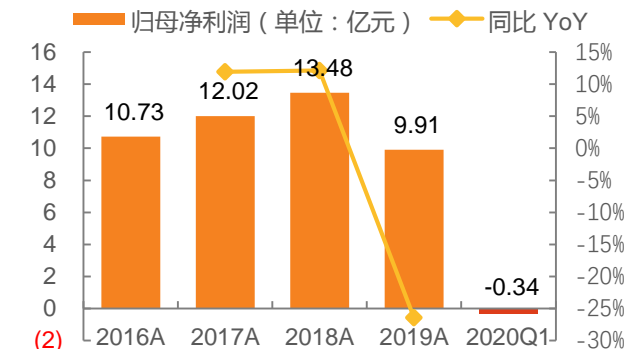
近几年公司主营业务稳步提升，2016-19 年营收复合增长率 12.7%。据公司公告披露，2019 年公司实现营业收入 296.91 亿元，同比增长 0.1%，2016-2019 年营收复合增速达到 12.7%；实现归母净利润 9.91 亿元，同比降低 26.45%，我们认为主要系公司产品结构发生变化，综合毛利率降低所致。

图 4：2016A-2020Q1 公司营业收入及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

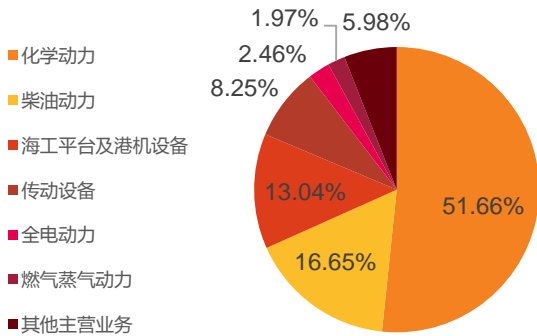
图 5：2016A-2020Q1 公司归母净利润及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

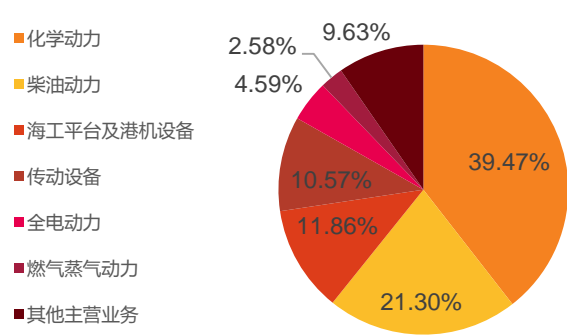
化学动力、柴油动力及海工平台港机设备为主要收入来源。据 2019 年报披露，公司化学动力、柴油动力、海工平台及港机设备营收占比分别达到 51.66%/16.65%/13.04%，为公司收入主要贡献来源。其中，柴油动力板块盈利能力相对较强，占公司毛利润比重达到 21.3%。

图 6：公司主营业务营业收入占比情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

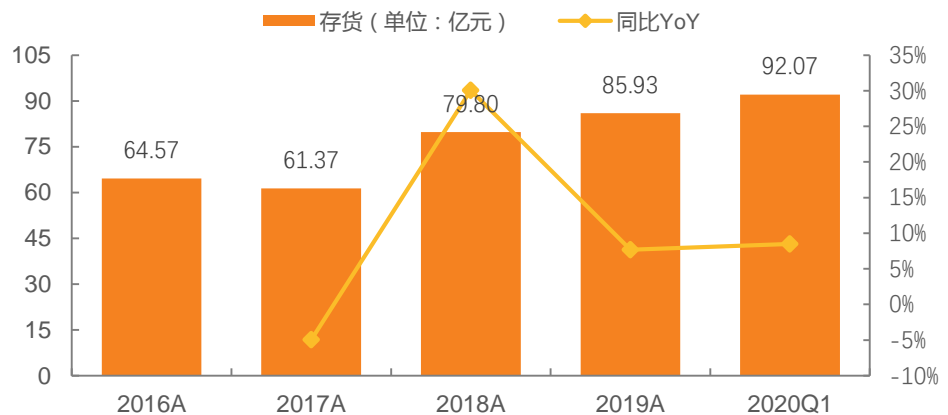
图 7：公司主营业务毛利润占比情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

受疫情影响公司业绩有所承压，存货增加预示业绩延迟兑现。据公司公告披露，公司 2020 年 Q1 实现营业收入 37.4 亿元，同比降低 46.79%；实现归母净利润-0.34 亿元，同比降低 119.22%，业绩下降主要系疫情影响产品交付所致。此外，公司一季度存货达到 92.07 亿元，创近五年新高。我们认为，随着疫情发展的缓解，公司存货或快速消化，业绩有望延迟兑现。

图 8：2016A-2020Q1 公司存货及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 军民船舶市场齐放量，聚焦动力系统千亿蓝海

2.1. 军用舰船：美国航母作战群完备，我国 10 艘航母及配套舰队空间大

目前美国已建立了完备的航母作战群。根据财经国家新闻网、Naval Technology, Defense News 报道，美国航母作战群组成：1 艘航母、2 艘巡洋舰、4 艘导弹驱逐舰、2 艘护卫舰、2 艘攻击型核潜艇、2 艘后勤支援舰艇，总造价约为 324 亿美元。根据 CCTV-4 中文国际频道报道，我国 2049 年前将建造 10 艘航母，目前我国已造航母型号为 002，后续 2020-2049 年将建造 8 艘航母，若对标美航母作战群水面舰艇价格，则造价为 2592 亿美元，平均每年 129.6 亿美元对应 900.72 亿人民币（按照 6.95 中美汇率计算）。

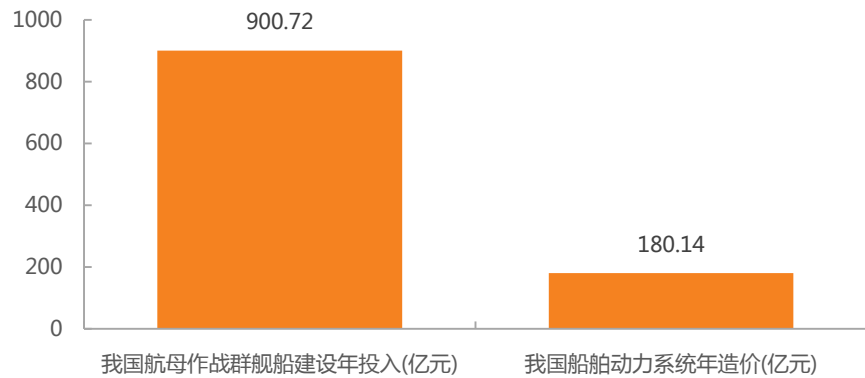
表 2：美国福特级航母作战群配置情况

	数量	单价/亿美元	总价/亿美元
航母	1	150	150
巡洋舰	2	20	40
导弹驱逐舰	4	17	68
护卫舰	2	8	16
攻击型核潜艇	2	20	40
后勤支援舰艇	2	5	10
总计 (亿美元)			324

资料来源：财经国家新闻网，Naval Technology，Defense News，天风证券研究所

美英军用舰船多采用电力系统，我国望跟随转型。央广网 2016 年报道，英国 45 级、美军 DDG-1000 驱逐舰与法国西北风两栖舰均采用中压交流综合电力系统均采用了中压交流综合电力系统。按照 20%船舶动力系统造价占比计算，则未来我国航母作战群军用舰船动力系统总采购规模约为 180.14 亿元，若我国也建造非航母作战配套舰艇，则此为军用电力综合推进系统采购额的保守估计。

图 9：未来我国航母作战群军用舰船综合电力推进系统投入预估



资料来源：财经国家新闻网，Naval Technology，Defense News，CCTV-4 中文国际频道，天风证券研究所

公司在舰船用燃气轮机、蒸汽轮机、特种电池、综合电力推进系统、大功率柴油机、热气机、传动装置等业务长期与军方合作，调距桨、应急发电机组等设备已经实现国产首艘航母列装，是海军舰船动力及传动装置的主要供应商。我们认为，**基于军品行业先入优势的特点，公司相关业务将持续受益于其海军武器装备和船海装备全产业链优势，其军用动力配套业务龙头地位有望持续稳固，产品放量可期。**

表 3：公司军舰产品配套情况

舰船相关部件及系统	公司产品情况
调距桨等系列装备	武汉船机为首艘国产航母提供配套
螺旋桨轴等系列装备	
应急发电机组设备	河柴重工为首艘国产航母提供配套
主传动齿轮箱	重齿公司为首艘国产航母提供配套
动力电池、电力推进装置	长海电推为我军舰船提供相应配套
主推进柴油机	陕柴重工为海军驱逐舰、护卫舰、水面战斗舰船提供配套
燃气/蒸汽轮机	广瀚动力为我军舰船提供配套
新型动力系统及传动装置、作动器	齐耀重工为我军舰船提供配套

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.2. 民用船舶：全球民船供给端结构不断优化，动力系统产值占据重要位置

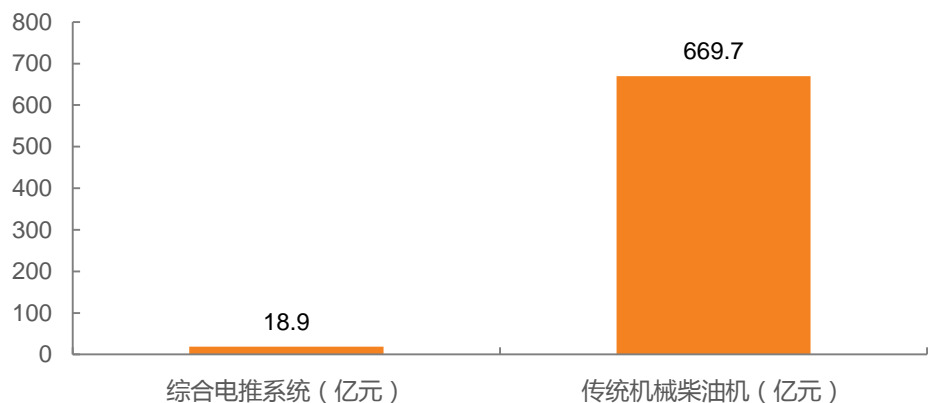
2019 年，全球船舶工业在经历了长达 10 多年的调整期后，在市场机制和产业发展周期的共同作用下，供给侧改革初步取得成效。在我国，以央企集团战略性重组为背景的行业内

整合正在加速进行。韩国现代重工实质性启动大宇造船海洋并购方案，通过强强联合进一步强化韩国造船业在高附加值船型领域的竞争力。日本今治造船与日本联合造船实施业务联合，船企整合不断深化。意大利芬坎蒂尼集团和法国海军集团强强合作联手建立“NAVIRIS”合资公司，标志着欧洲造船业内部兼并重组取得巨大进展。全球造船企业正在加速整合，新竞争格局正在形成，我们认为以大型船企并购为核心的供给侧改革将有望加速全球产业供求平衡。

我国船舶行业工业总产值近 3500 亿元，2019 年船舶行业经济效应实现增长。我国船舶行业工业总产值近 3500 亿元，2019 年船舶行业经济效应实现增长。中国船舶工业协会数据显示，2019 年 1-11 月船舶行业 80 家重点监测企业完成工业总产值 3443 亿元，同比+3.1%；80 家重点监测企业实现主营收入 2596 亿元，同比+2.2%，利润总额 21.3 亿元，同比+23.8%。未来我国船舶行业有望向高端船舶制造发展，在全球现有供给侧改革下实现经济效应增长。

船舶动力系统是船舶行业的技术核心，电动力系统具备诸多优势，将有望替代柴油动力系统。若按照动力系统占比 20%计算，我国每年船舶动力系统产值在 688.6 亿元。目前我国综合电力推进系统产值约 18.9 亿元，仅占全国船舶动力系统总产值的 2.7%；我们认为，未来船舶动力将有望从传统机械柴油机全面切换至综合电力推进动力系统，民用市场综合电力推进产值或将具备约 35 倍增长空间，未来年产值增量约 669.7 亿元。

图 10：2018 年我国舰船综合电力推进系统产值，及其与柴油动力系统产值的对比



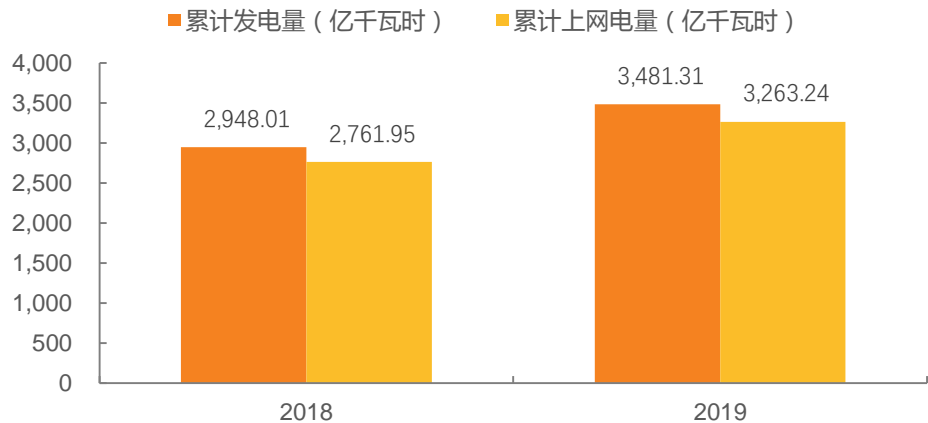
资料来源：观研天下，Wind，天风证券研究所

公司电力推进设备市场份额达 60%，产品有望受益于动力系统切换大势。公司在全电力领域深耕多年，研制装备在尖端领域已经实现广泛应用。民用领域方面，子公司长海电推目前已推出国内首艘纯电池动力客船“君旅号”，现已形成新能源产业链的多元化和多方位布局。我们认为，随着电动力系统对柴油动力系统替代过程的逐步推进，公司全电产品有望进入快速放量期。

3. 三年“零核准”结束，海上核动力板块稳步提升

2019 年上半年我国新核准 3 个核电项目，核电行业实现稳步重启。2019 年 2 月 18 日，中共中央国务院印发《粤港澳大湾区发展规划纲要》，明确清洁、低碳、安全及高效能源供给体系的建设目标，“安全高效发展核电”划入纲要范围。据中国核能行业协会数据披露，2019 年我国运行核电机组共 47 台，累计发电量为 3481.31 亿千瓦时，同比上升 18.09%；累计上网电量为 3263.24 亿千瓦时，同比上升 18.15%。

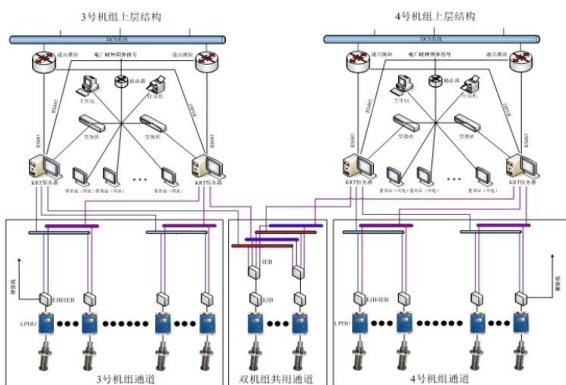
图 11：2018-2019 年我国核电发电及上网电量情况



资料来源：中国核能行业协会，天风证券研究所

公司在核电成套设备供应、核电设计、辐射监测方面均具备比较优势，其中国内核电站厂房辐射监测系统（KRT 系统）市场占有率目前已达到 60%。2019 年，公司重点布局中核化工设计院，累计取得 6 个研发项目，5 个工程项目合同共计约 7000 万元。产品端，公司爆破阀于 5 月获得鉴定样机和核 1 级取证，8 月陆丰核电研制供货合同成功生效。此外，公司开展海阳核电站 1.2 号机组爆破阀现场维修服务工作，并成功获得海阳核电站 2 号机组爆破阀爆破单元更换服务合同。我们认为，伴随三年“零核准”结束，公司核电工程项目有望全面复苏，核电产品或实现快速放量。

图 12：公司核电主要产品——“KRT 系统”



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 13：公司核电主要产品——“爆破阀”



资料来源：公司官网，天风证券研究所

4. 定增优化资产结构，盈利能力有望进一步提升

公司于 2020 年 1 月 11 日发布公告，拟以 20.23 元/股（6 月 2 日收盘价 16.11 元/股）向中国华融资产管理股份有限公司等 8 家单位发行普通股和可转换公司债券，以购买中国船柴、武汉船机、河柴重工、长海电推、广瀚动力、陕柴重工以及重齿公司 7 家控股子公司的少数股权，交易前后上市公司主营业务范围不发生重大变化，目前已获得证监会批复。

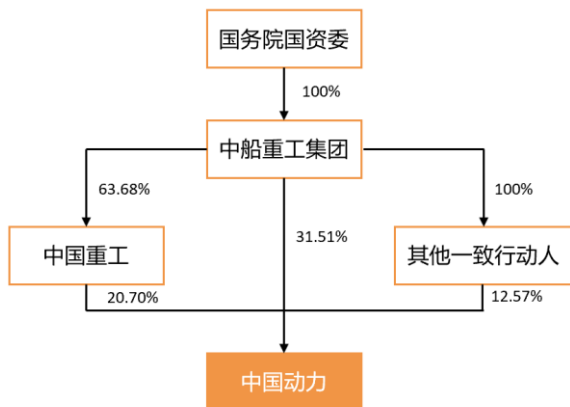
表 4：标的资产基本情况

企业名称	主营业务	收购股权比例
哈尔滨广瀚动力技术发展有限公司	燃气动力和蒸汽动力业务	7.79%
武汉长海电力推进和化学电源有限公司	海军水下舰船电力推进业务、全电推进业务	8.42%
中国船舶重工集团柴油机有限公司	柴油机动力业务	47.82%
武汉船用机械有限责任公司	大型、成套、非标装备研制、生产、销售和服务	44.94%
河南柴油机重工有限责任公司	内燃机及配件的研制和销售	26.47%
陕西柴油机重工有限公司	中高速大功率柴油机、柴油发电机组	35.29%
重庆齿轮箱有限责任公司	齿轮及齿轮箱、变速箱、联轴节、减振器等传动装置产品	48.44%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

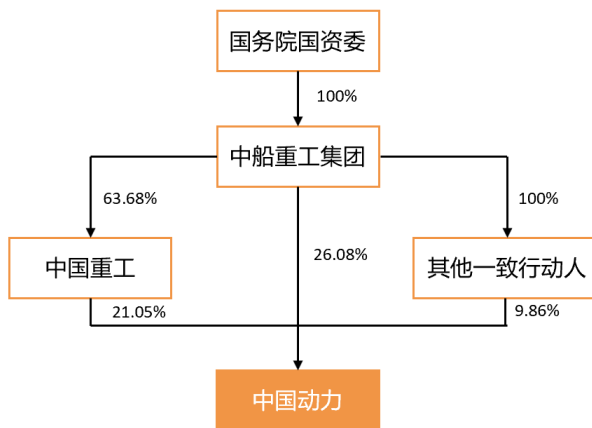
我们认为，通过本次交易，上市公司下属子公司能够有效降低杠杆，解决公司业务资本约束、加快转型进度，进一步提升经营质量，从而提升上市公司归母净资产与净利润规模。股权结构角度看，交易达成后，中船重工集团持股比例有所稀释，但控股股东、实际控制人维持不变。财务角度来看，交易前后公司合并财务报表范围不发生变化。

图 10：2018 年公司股权关系图



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 11：本次资产重组后公司股权关系图



资料来源：公司公告，天风证券研究所

5. 盈利预测与评级

综上所述，我们认为公司作为中船重工集团旗下动力上市平台，未来将充分受益于我军舰船加速建设。民船领域，受益于电推动力系统替代效应，公司全电动力板块有望实现快速放量。因此，预计公司 2020-2022 年营收增速将达到 0.2%/5.06%/7.34%，对应营收为 297.51/312.56/335.48 亿元，对应归母净利润为 12.06/13.91/15.33 亿元，EPS 预计为 0.56/0.64/0.71 元，P/E 为 28.66/24.86/22.55。

表 5：公司盈利预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	29,661.53	29,691.24	29,750.72	31,255.51	33,548.41
增长率(%)	28.14	0.10	0.20	5.06	7.34
净利润(百万元)	1,347.54	991.12	1,206.41	1,390.78	1,533.24
增长率(%)	12.13	(26.45)	21.72	15.28	10.24
EPS(元/股)	0.62	0.46	0.56	0.64	0.71
市盈率(P/E)	25.65	34.88	28.66	24.86	22.55
市净率(P/B)	1.33	1.27	1.20	1.14	1.08
市销率(P/S)	1.17	1.16	1.16	1.11	1.03

资料来源：Wind，天风证券研究所

我们采用 P/B 法可比估值进行目标价预测：公司作为船舶动力领域龙头企业，其对标的公司为中国船舶、中国重工、中船防务与潍柴动力。据 Wind 数据披露，4 家可比公司 2020 年 P/B 预测值为 1.32/1.39/1.75/2.37x，均值为 1.71x。结合 2020 年预测每股净资产 13.37，公司目标价 22.86 元，尚有 42.88% 上升空间，首次覆盖给予“买入”评级。

表 6：可比公司 2020 预测 P/B

股票代码	公司简称	主营业务	2020 预测 P/B
600150.SH	中国船舶	船舶(配件)及其维修、发动机设备、冶金机械、重型建筑工程机械	1.32
601989.SH	中国重工	船舶(配件)及其维修、发动机设备、钢管类、涂料与油漆、污水处理、重型卡车与专用车	1.39

600685.SH	中船防务	船舶(配件)及其维修、建筑钢结构、民用建筑、轻型工程机械、散货航运	1.75
000338.SZ	潍柴动力	发电机及附属设备、发动机设备、汽车橡胶配件	2.37
		平均值	1.71

资料来源: Wind, 天风证券研究所

6. 风险提示

6.1. 行业风险

公司的民用船舶配套业务与全球航运业密切相关, 航运业受宏观经济、航运市场形势及国际原油价格等多方影响, 航运业的波动会对公司业绩产生一定的影响。

6.2. 主要原材料价格波动风险

公司铅酸蓄电池产品的主要原材料为金属铅, 球形银粉主要原材料为金属银, 受宏观经济及供需情况变化影响, 报告期内公司生产经营所需主要原材料价格存在一定程度的波动, 会对公司业绩产生影响。

6.3. 汇率波动风险

公司部分出口业务多以外币结算, 如汇率波动较大, 可能使业绩产生波动。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	13,939.73	9,564.07	10,006.01	10,067.40	10,805.94
应收票据及应收账款	16,923.93	13,538.10	14,559.81	15,306.57	16,378.03
预付账款	2,005.95	2,742.94	2,157.49	2,522.04	2,475.46
存货	7,980.38	8,593.43	9,608.15	9,109.96	9,630.67
其他	607.15	4,348.87	4,406.10	4,661.93	4,874.12
流动资产合计	41,457.13	38,787.40	40,737.55	41,667.90	44,164.23
长期股权投资	1,101.37	1,124.72	1,144.72	1,164.72	1,184.72
固定资产	7,856.77	8,236.18	9,540.67	10,236.05	10,510.18
在建工程	3,531.42	3,923.66	2,606.19	1,844.03	1,362.30
无形资产	2,329.50	2,563.85	2,729.83	2,906.40	3,098.90
其他	931.99	1,379.90	1,368.84	1,315.92	1,437.41
非流动资产合计	15,751.05	17,228.30	17,390.24	17,467.11	17,593.51
资产总计	57,208.18	56,015.70	58,127.79	59,135.01	61,757.75
短期借款	9,436.74	2,149.57	2,268.00	2,302.85	2,981.35
应付票据及应付账款	7,922.02	8,591.36	8,210.10	7,875.78	7,741.41
其他	5,096.00	4,981.58	5,692.01	5,338.56	5,755.27
流动负债合计	22,454.75	15,722.52	16,170.11	15,517.19	16,478.03
长期借款	1,228.17	1,280.00	1,305.79	1,322.35	1,386.73
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	2,584.93	2,442.52	2,458.83	2,495.43	2,311.00
非流动负债合计	3,813.11	3,722.52	3,764.62	3,817.78	3,697.73
负债合计	26,267.86	19,445.03	19,934.73	19,334.97	20,175.77
少数股东权益	5,017.16	9,242.14	9,305.64	9,378.84	9,459.53
股本	1,716.27	1,695.00	2,160.68	2,160.68	2,160.68
资本公积	18,976.20	19,206.93	19,334.93	19,477.93	19,645.93
留存收益	24,162.42	25,392.34	26,726.74	28,260.53	29,961.77
其他	(18,931.71)	(18,965.74)	(19,334.93)	(19,477.93)	(19,645.93)
股东权益合计	30,940.32	36,570.67	38,193.06	39,800.04	41,581.98
负债和股东权益总	57,208.18	56,015.70	58,127.79	59,135.01	61,757.75

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1,559.49	1,040.67	1,206.41	1,390.78	1,533.24
折旧摊销	801.38	758.17	925.78	1,075.72	1,200.57
财务费用	351.12	184.04	6.57	8.40	14.14
投资损失	(207.28)	(39.02)	(56.00)	(53.00)	(51.00)
营运资金变动	(2,704.54)	(5,892.60)	(1,190.80)	(1,508.20)	(1,824.37)
其它	(977.97)	4,664.72	63.50	73.20	80.70
经营活动现金流	(1,177.79)	715.98	955.45	986.89	953.27
资本支出	4,354.58	1,921.39	1,062.47	1,148.91	1,369.90
长期投资	765.18	23.35	20.00	20.00	20.00
其他	(8,485.45)	(3,712.88)	(2,105.25)	(2,301.42)	(2,524.37)
投资活动现金流	(3,365.70)	(1,768.14)	(1,022.78)	(1,132.51)	(1,134.47)
债权融资	10,708.38	3,931.44	4,094.79	4,167.20	4,933.09
股权融资	(128.94)	401.86	420.21	208.89	228.15
其他	(7,699.42)	(7,801.55)	(4,005.73)	(4,169.08)	(4,241.49)
筹资活动现金流	2,880.02	(3,468.25)	509.27	207.01	919.74
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(1,663.47)	(4,520.41)	441.94	61.40	738.54

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	29,661.53	29,691.24	29,750.72	31,255.51	33,548.41
营业成本	24,816.76	25,508.05	25,202.20	26,322.35	28,110.95
营业税金及附加	418.48	399.80	392.71	409.45	449.55
营业费用	586.05	689.88	589.06	612.61	664.26
管理费用	1,556.93	1,504.93	1,499.44	1,565.90	1,684.13
研发费用	754.11	824.00	830.05	878.28	989.68
财务费用	(26.67)	78.61	6.57	8.40	14.14
资产减值损失	190.50	4.83	5.67	6.89	7.28
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	207.28	39.02	56.00	53.00	51.00
其他	(573.00)	(399.04)	(112.00)	(106.00)	(102.00)
营业利润	1,731.09	1,041.16	1,281.03	1,504.64	1,679.42
营业外收入	171.97	231.02	241.25	241.43	242.31
营业外支出	64.85	92.75	85.74	89.98	96.01
利润总额	1,838.21	1,179.44	1,436.54	1,656.09	1,825.72
所得税	278.72	138.77	166.64	192.11	211.78
净利润	1,559.49	1,040.67	1,269.91	1,463.98	1,613.94
少数股东损益	211.95	49.54	63.50	73.20	80.70
归属于母公司净利润	1,347.54	991.12	1,206.41	1,390.78	1,533.24
每股收益(元)	0.62	0.46	0.56	0.64	0.71

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	28.14%	0.10%	0.20%	5.06%	7.34%
营业利润	18.25%	-39.86%	23.04%	17.45%	11.62%
归属于母公司净利润	12.13%	-26.45%	21.72%	15.28%	10.24%
获利能力					
毛利率	16.33%	14.09%	15.29%	15.78%	16.21%
净利率	4.54%	3.34%	4.06%	4.45%	4.57%
ROE	5.20%	3.63%	4.18%	4.57%	4.77%
ROIC	7.95%	3.69%	3.85%	4.33%	4.60%
偿债能力					
资产负债率	45.92%	34.71%	34.29%	32.70%	32.67%
净负债率	-10.44%	-15.40%	-15.48%	-14.82%	-14.12%
流动比率	1.85	2.47	2.52	2.69	2.68
速动比率	1.49	1.92	1.93	2.10	2.10
营运能力					
应收账款周转率	2.30	1.95	2.12	2.09	2.12
存货周转率	4.20	3.58	3.27	3.34	3.58
总资产周转率	0.59	0.52	0.52	0.53	0.56
每股指标(元)					
每股收益	0.62	0.46	0.56	0.64	0.71
每股经营现金流	-0.55	0.33	0.44	0.46	0.44
每股净资产	12.00	12.65	13.37	14.08	14.87
估值比率					
市盈率	25.65	34.88	28.66	24.86	22.55
市净率	1.33	1.27	1.20	1.14	1.08
EV/EBITDA	12.63	15.23	16.53	14.17	12.67
EV/EBIT	16.99	22.26	28.41	24.25	21.65

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com