

# 公司业务调整见成效，借助 5G 建设进入上升期

## ——动力源（600405）年报及一季报点评

分析师：徐勇

SAC NO: S1150516060001

2020年05月05日

电力设备——电力设备

证券分析师

徐勇

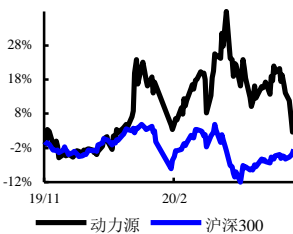
010-68104602

xuyong@bhzq.com

评级：

增持

最近半年股价相对走势



相关研究报告

《5G 与新能源双轮驱动，业绩反转趋势确立——动力源（600405）公司事件点评》  
2020/3/16

《专注电源新技术，5G 时代再铸辉煌——动力源（600405）公司深度报告》  
2019/12/30

### 投资要点：

#### ● 19 年公司扭亏为盈，一季度经营短期受抑

公司于近日发布 2019 年年报和 2020 年一季度季报，公司 2019 年营业收入 12.45 亿元，同比增长 37.0%；归属于母公司净利润 1107.05 万元，上年同期净亏损 2.8 亿元，扭亏为盈。2020 年一季度由于疫情影响，公司营业收入 9577 万元，同比减少 42.52%；归属于母公司净利润亏损 4445 万元，上年同期净亏损 1839 万元。公司 2019 年业绩扭亏符合预期，一季报经营受疫情影响较大，出现较大亏损，但是随着复工顺利推进，公司经营已经正常化，未来业绩有望快速实现扭亏并进入稳步发展期。

#### ● 依托深厚的技术底蕴，公司大力发展三大电子领域

作为在电源产品领域深耕了二十五年的专业技术型公司，当前已经在技术平台、产品开发和研发团队等方面形成了可持续发展的优势，围绕能源转换和利用，已开发出全拓扑结构、全功率范围覆盖的技术平台及百余种产品，广泛应用在数据通信、智慧能源和新能源汽车三大领域：通信领域，公司的通信电源模块、IDC 供电系统和分布式电源用于基站、数据中心；智慧能源领域，公司的备用电源、光伏逆变器以及电池管理系统 BMS 主要用于储能、新能源和工业节能服务等方面；新能源汽车领域，公司的充电桩、车载电源、氢燃料电池变换器以及汽车增程器等主要用于新能源汽车和光储充放一体化系统等方面。长期以来，公司以自主研发、制造为主，通过技术创新，持续改进产品质量，向客户提供性能稳定、品质可靠的产品和整体解决方案，相关技术和产品在电源效率、功率密度和高可靠性等方面均形成了竞争优势。公司产品销售也主要以直接销售方式为主，部分产品采用直销+代理商销售以满足市场差异化需求，其产品在广大客户群体中享有盛誉。

#### ● 持续加大研发投入，不断增强自主研发的竞争力

自主研发是公司的立足之本，公司一直加大研发投入。自去年以来，公司成立了电源研究院来强化技术平台和产品研发能力，建造了符合国际标准的可靠性验证实验室，不断满足公司产品开发的速度和全球销售对产品质量的更高要求。公司的供应链管理体系以客户需求为驱动，实现端到端产业链的协同和成本的可控性，并在生产端引入智能制造设备完成“智造工厂”的升级，实现生产管理规范化，提效率和降成本并举，达到经营效益最大化。作为全球主要电信运营商及铁塔公司的核心供应商，公司自主研发的通信电源、EPS 产品、模块电源一直处于行业领先地位，新推出的氢燃料电池用 DC-DC 电源、高速电机控制器和全密封液冷充电模块迅速成为行业明星产品。目前公司拥有覆盖知识产权 178 项和稳定的专家团队，可以迅速为客户的各类需求提供全面解决方案。

### ● 优化业务结构，降费提效助力扭亏为盈

2019年，在全球经济整体景气度下降的背景下，国内产业加速转型升级，新旧动能加快切换，公司面对复杂的经济环境和高质量发展的经营压力，积极应对市场变化，业务结构上做减法，关停处置了边缘产业，将公司资源聚焦于数据通信、智慧能源和新能源汽车三大战略业务方向。伴随着5G建设展开，新增5G基站带来电源需求量明显增加，公司抓住国内运营商对通信电源的新新增、扩容和改造需求基于，并在海外通信电源市场取得重大突破，从而实现当年度业绩快速恢复性增长。同时公司还在数据中心业务、备用电源和智能疏散系统、分布式光伏业务等方面实现突破，为未来业绩多方位增长提供进一步助力。此外公司在新能源领域着力打优势竞争力，借助国内加快发展新能源汽车的政策，在产品开发、市场拓展、体系建设等方面均取得较大进展，相关产品已经进入多家国内外汽车厂商，这也将带动公司经营业绩的指数型增长。因此在2019年，公司在业务布局优化、核心业务恢复性增长和新业务领域突破这三方共同努力下，成功实现内生性业绩扭亏，这是具有扎实的增长基础。

不过今年一季度以来，在疫情影响导致经济大幅下滑的背景下，虽然是销售淡季，但是营收大幅下滑同时费用支出的刚性效应导致公司一季度业绩出现亏损的局面。不过随着以5G建设为领头的新基建快速启动，通信电源产品已经进入卖方市场，公司的通信电源产品供不应求，核心业务未来快速增长可期，我们预计一季度公司业务受到外部影响而出现的亏损是暂时的，未来随着运营商加快5G建设以及新能源车行业的恢复，公司业务有望走上稳步发展通道。

### ● 盈利预测

基于公司积极从“传统通信电源产品生产商”向“通信基础设施集成商”和“网络能源解决方案提供商”战略转型，我们看好公司未来产品与服务多元化发展趋势可以完美的迎合正在进行中的大规模5G建设，并在新能源等新领域中得到有效突破，未来公司有望得到稳步增长。考虑到当前疫情带来的长期影响，我们适当调低前期对公司的盈利预期，预计公司未来三年的营收为13亿、15.61亿和18.73亿元，对应的归母净利润为7024万、1.12亿和1.57亿元，维持公司“增持”评级。

风险提示：运营商集采订单不及预期，新能源车业务推进不及预期。

财务摘要 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	909.56	1244.74	1300.75	1560.90	1873.08
(+/-)%	-25.56%	36.85%	4.50%	20.00%	20.00%
经营利润 (EBIT)	-243.18	39.75	81.80	121.00	163.35
(+/-)%	-1976.03%	104.39%	105.76%	47.92%	35.01%
归母净利润	-280.22	11.07	70.24	111.73	156.78
(+/-)%	-1501.62%	103.95%	534.47%	59.07%	40.32%
每股收益 (元)	-0.50	0.02	0.13	0.20	0.28

表：三张表及主要财务指标

资产负债表	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	92.46	52.79	13.01	15.61	18.73	营业收入	909.56	1244.74	1300.75	1560.90	1873.08
应收票据及账款	861.77	916.97	1234.92	1346.22	1750.25	营业成本	629.25	840.62	943.05	1108.24	1311.16
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金及附加	7.84	8.11	8.48	10.17	12.21
预付款项	26.29	21.91	16.68	12.30	32.93	销售费用	214.04	178.05	186.07	223.28	267.93
其他应收款	44.80	37.75	27.69	24.38	30.04	管理费用	78.44	80.60	84.23	101.07	121.29
存货	310.46	278.37	321.65	246.94	471.39	财务费用	53.32	49.78	21.52	22.49	23.33
其他流动资产	4.79	20.85	49.92	19.83	19.83	资产减值损失	78.81	-7.31	-7.31	-7.31	-7.31
长期股权投资	7.12	7.13	7.05	7.01	7.01	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	572.68	954.97	952.81	857.37	900.79	投资收益	-0.08	-0.04	0.00	0.00	0.00
在建工程	138.24	149.11	28.13	40.12	0.00	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业利润	-215.68	9.47	64.73	102.96	144.48
无形资产	54.66	55.71	78.33	134.27	217.80	其他非经营损益	-61.72	5.90	0.00	0.00	0.00
长期待摊费用	1.37	1.10	4.47	4.75	2.38	税前利润	-277.40	15.38	64.73	102.96	144.48
资产总计	2511.90	2399.60	2893.86	2900.79	3555.14	减：所得税	0.67	4.90	6.47	10.30	14.45
短期借款	347.99	324.00	300.74	204.50	219.58	净利润	-278.08	10.48	58.25	92.66	130.03
应付票据及账款	933.54	736.24	662.23	702.02	1107.07	少数股东损益	2.15	0.00	-11.99	-19.06	-26.75
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司的净利润	-280.22	10.48	70.24	111.73	156.78
预收款项	29.97	26.65	28.96	23.77	39.64	基本每股收益	0.00	0.00	0.13	0.20	0.28
预计负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	稀释每股收益	-0.50	0.02	0.13	0.20	0.28
应交税费	1.56	-9.26	0.00	0.00	0.00	<b>财务指标</b>	<b>2018A</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
其他应付款	67.16	34.18	67.42	49.99	49.99	<b>成长性</b>					
其他流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营收增长率	-25.56%	36.85%	4.50%	20.00%	20.00%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EBIT 增长率	-627.56%	116.35%	105.76%	47.92%	35.01%
其他负债	99.11	327.42	327.42	327.42	327.42	净利润增长率	-1440.36%	103.77%	455.90%	59.07%	40.32%
负债合计	1435.62	1421.41	1857.42	1771.69	2296.01	<b>盈利性</b>					
股东权益合计	1076.27	978.18	1036.44	1129.10	1259.13	销售毛利率	30.82%	32.47%	27.50%	29.00%	30.00%
<b>现金流量表</b>	<b>2018A</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	销售净利率	-31.56%	0.23%	4.48%	5.94%	6.94%
净利润	-287.02	2.87	58.25	92.66	130.03	ROE	-26.96%	0.33%	6.29%	9.09%	11.31%
折旧与摊销	16.90	39.10	15.67	15.67	13.29	ROIC	-12.07%	2.69%	5.48%	7.47%	9.45%
经营活动现金流	-53.64	139.36	-37.79	15.03	-6.49	<b>估值倍数</b>					
投资活动现金流	-145.49	-78.96	0.00	0.00	0.00	PE	-9.20	237.50	37.87	23.81	16.96
融资活动现金流	22.47	-73.23	-1.99	-12.43	9.61	P/S	2.92	2.14	2.04	1.70	1.42
现金净变动	-176.62	-12.67	-39.78	2.60	3.12	P/B	2.48	2.54	2.38	2.16	1.92
期初现金余额	127.97	130.39	52.79	13.01	15.61	股息收益率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
期末现金余额	130.39	109.41	13.01	15.61	18.73	EV/EBITDA	-27.95	37.49	30.77	21.85	16.91

**投资评级说明**

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

**免责声明：**本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，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书面或口头承诺均为无效。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，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“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

## 渤海证券股份有限公司研究所

**所长&金融行业研究**

 张继袖  
+86 22 2845 1845

**副所长&产品研发部经理**

 崔健  
+86 22 2845 1618

**计算机行业研究小组**

 徐中华  
+86 10 6810 4898  
张源  
+86 22 2383 9067

**汽车行业研究小组**

 郑连声  
+86 22 2845 1904  
陈兰芳  
+86 22 2383 9069

**电力设备与新能源行业研究**

 郑连声  
+86 22 2845 1904  
滕飞  
+86 10 6810 4686

**电子行业研究**

 徐勇  
+86 10 6810 4602  
邓果一  
+86 22 2383 9154

**医药行业研究小组**

 徐勇  
+86 10 6810 4602  
甘英健  
+86 22 2383 9063  
陈晨  
+86 22 2383 9062  
张山峰  
+86 22 2383 9136

**非银金融行业研究**

 张继袖  
+86 22 2845 1845  
王磊  
+86 22 2845 1802

**通信行业研究**

 徐勇  
+86 10 6810 4602

**传媒行业研究**

 姚磊  
+86 22 2383 9065

**餐饮旅游行业研究**

 杨旭  
+86 22 2845 1879

**食品饮料行业研究**

 刘瑀  
+86 22 2386 1670

**宏观、战略研究&部门经理**

 周喜  
+86 22 2845 1972

**固定收益研究**

 朱林宁  
+86 22 2387 3123  
马丽娜  
+86 22 2386 9129  
张婧怡  
+86 22 2383 9130

**金融工程研究**

 宋旻  
+86 22 2845 1131  
张世良  
+86 22 2383 9061  
陈菊  
+86 22 2383 9135

**金融工程研究**

 祝涛  
+86 22 2845 1653  
郝惊  
+86 22 2386 1600

**策略研究**

 宋亦威  
+86 22 2386 1608  
严佩佩  
+86 22 2383 9070

**博士后工作站**

 张佳佳 资产配置  
+86 22 2383 9072  
张一帆 公用事业、信用评级  
+86 22 2383 9073

**博士后工作站**

 苏菲 绿色债券  
+86 22 2383 9026  
刘精山 货币政策与债券市场  
+86 22 2386 1439

**综合管理**

 齐艳莉 (部门经理)  
+86 22 2845 1625  
李思琦  
+86 22 2383 9132

**机构销售·投资顾问**

 朱艳君  
+86 22 2845 1995  
王文君  
+86 10 6810 4637

**合规管理&部门经理**

 任宪功  
+86 10 6810 4615

**风控专员**

 张敬华  
+86 10 6810 4651

## 渤海证券研究所

天津

天津市南开区水上公园东路宁汇大厦 A 座写字楼

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区西直门外大街甲 143 号 凯旋大厦 A 座 2 层

邮政编码: 100086

电话: (010) 68104192

传真: (010) 68104192

渤海证券研究所网址: [www.ewww.com.cn](http://www.ewww.com.cn)