

# 聚焦主业砥砺前行 5G 时代重塑辉煌

## ——动力源（600405）年报点评

分析师：徐勇

SAC NO: S1150516060001

2019年05月04日

电力设备——电力设备

证券分析师

徐勇

010-68784106

xuyong@bhq.com

### 投资要点：

#### ● 18 年年报符合市场预期，19 年一季报开始向好

公司于近期发布 2018 年度业绩报告和 2019 年一季度报告。2018 年报显示，公司营业收入为 9.1 亿元，较上年同期减少 25.56%；净利润亏损 2.8 亿元，上年同期盈利 1999.26 万元，每股亏损 0.50 元。2019 年一季度业绩报告显示，公司营业收入 1.67 亿元，较上年同期增 14.53%；净亏损 1838.76 万元，上年同期亏损 3242.45 万元，减亏 43.31%。即每股亏损 0.033 元。公司年报和一季报符合预期。

#### ● 调整业务结构承受短期阵痛，业务亮点依然突出

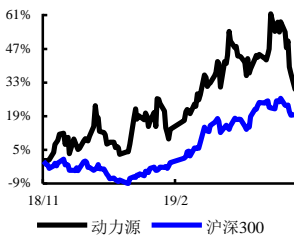
多年以来，公司一直专注于电力电子技术相关产品的研发、制造、销售以及相关技术服务。在 2018 年中，外部经济形势复杂严峻，叠加 4G 建设收尾周期，4G 基站建设支出减少，5G 基站建设尚未展开，国内通信电源市场需求下降，公司通信业务板块营业收入下降，主营业务亏损。同时公司对节能服务业务及深圳电池工厂业务进行剥离，计提了相应资产减值准备与坏账准备。两方面效应导致 2018 年度大幅亏损 2.8 亿。不过这也是公司经营改革的效果的反映——放下包袱，轻装前行。

虽然公司面临多重经营压力，我们从年报中还可以看到公司 2018 年的经营仍然具有亮点：1) 战略层面调整发展方向，剥离非核心业务，全面退出目前正在建的合同能源管理项目，围绕着能源聚焦数据通信、智慧能源和新能源汽车三大主业；2) 深化内部激励机制，推行合伙人制度，并在电动汽车业务中率先实施该制度，充分激发企业活力，提升经营效率；3) 立足雄安新区，布局智慧能源业务——公司以雄安智慧城市建设为契机，将多年来在智慧能源业务方面的技术、产品及整体解决方案进行全面落地。18 年以来公司已经成功在雄安与中石油、铁塔等客户共建多个智慧能源示范项目，并取得了良好的实践和社会效应。

经过 18 年的调整，我们从公司一季报经营数据中也可以看出此次业务方向调整的效果：今年一季度公司主营收入同比增长 14.53%，而同期营业成本只增加 9.61%，财务费用只增长 12.4%，销售费用减少 22.47%，可见公司在内部管理方面效率提升。同期管理费用增长 26.98%，研发费用增长 38.33%，达到营收总量的 11.50%，占比同比提升 2 个百分点，可见公司在研发投入这块仍然继续加大投入。一季度属于公司经营淡季，运营商的电源集采尚未全面展开，公司年初主要是为今年集采做准备工作，订单确认较少，加之费用方面正常摊销，特别是管理和研发费用增长，导致本季度亏损，但是内部效率提升使得本季度同比减亏 43.31%。随着近期运营商集采和相关项目的落地，公司二季度收入有望提速，经营业绩有望转正。

评级：买入  
上次评级：  
目标价格：7.00  
最新收盘价：5.19

最近半年股价相对走势



相关研究报告

《放下包袱优化业务，依托 5G 建设走出业绩谷底——动力源（600405）年报预告点评》2019/1/31

《巩固通信电源业务 积极拓展新能源汽车领域——动力源（600405）调研简报》2018/12/10

### ● 深厚的电源技术积累，智能化的制造体系建立

作为一个已经有二十多年的公司，公司具备技术与经营方面的独特优势。在电源的技术研究和产品开发方面，公司已形成从小功率到大功率不同功率等级的技术平台，为客户需求快速转化为产品提供了技术保障。公司在北京、深圳、哈尔滨设立三大研发中心，研发人员占总人数比例 30% 的研发人员，保证了很高的产品创新与开发能力。公司通过 IPD 集成产品开发体系建设，以客户需求驱动，多领域并行，全流程产品开发，有效提升研发项目的开发成功率。截至 2018 年底，公司参与制定的各类电源类国家或行业标准超过 50 项，累计获得各类专利及软件著作权超过 200 项。

电子企业的供应链体系至关重要，直接影响提高产品质量，缩短交货周期以及提升客户服务能力，对自身的盈利能力有着决定性的影响。今年以来公司主营业务的进一步扩张，原材料采购和产品生产的规模效应逐步放大，公司产品成本优势将会进一步凸显；同时，由于不同产品具有相似的生产工艺，公司可在各产线间灵活调配产能以应对周期性的生产高峰和快速响应市场需求。在供应商方面，公司通过公司级战略项目采购电商平台拥有原材料采购方面较强的竞争优势，为成本控制提供了有力保障。此外公司全面推动在安徽升级“智造工厂”，引进了多条全自动生产线，导入 AOI/ICT/ATE 等全自动的测试设备及 MES 制造执行系统，实现公司产品的全流程条码系统跟踪。通过将每天生产各个环节的产品直通率即时反映到公司经营层，有效管控产品品质，并实现了生产过程的全面优化管理。

### ● 聚焦能源主业，依托海外市场和 5G 周期重获增长

公司目前核心产品为数据通信、智慧能源和新能源汽车三大产业，在三大产业领域中为客户提供从产品到整体解决方案以及完整的全生命周期服务。在现有核心产品中，通信电源产品市场占有率较高，公司是全球主要电信运营商及铁塔公司的核心供应商之一；EPS 产品、模块电源产品也处于行业领先地位。此外公司围绕新能源开发利用，推出车载全系列电源产品和动力系统总成产品，以及氢燃料电池用 DC-DC 电源和全密封液冷充电模块，已经成为行业明星产品。

18 年以来公司业务取得重大突破的地区是海外销售。公司通信电源产品已经成功运用于近 50 个国家和地区的电信运营商，销售规模与利润较去年同期大幅上升，其中与俄罗斯客户签订了 2067 万美元销售合同，占据俄罗斯通信电源市场第一份额，与挪威电信 Telenor、E.CO、Zong 等设备制造商合作，开展大客户配套销售，同时随着全球 5G 业务的推广与基站建设开始，公司的 5G 方案电源解决方案已经在韩国、欧盟一些国家地区取得突破，这为未来海外业务进一步大规模发展奠定基础。

随着 5G 建设周期的开启，公司通信业务线经营团队继续深耕行业市场，细化服务和配套设施，同时以“高效率”“智能化”“物联网化”的产品发展路径积极开发新产品，公司新一代“智能化”通信基础设施运营维护平台“动力云”的开发完成，融合了动力环境监控，并将动力云与大数据中心相结合，提升平台运营能力。目前完成了光伏基站与混合能源电源集成系统整体结合的实际场景应用，并成功建站运行。5G 微模块和微站电源成功上线，

240/336V 高压直流电源产品功能及应用场景提升，为战略转型奠定基础。

### ● 盈利预测

考虑到通信行业当期处于 5G 初期阶段，通信电源产品的需求仍然处于起步阶段，公司的电源产品将在未来 2 年处于稳步的回升期，同时新能源产品也处于推广期，对于公司短期业绩的拉动有限，不过对公司长期发展具有重要意义。经过 2018 年的业务调整，公司资源重新整合，我们看好公司未来三年的发展趋势，预计公司 2019~2021 年营收将达到 13.19 亿、18.46 亿元和 24.93 亿元，对应的归母净利润为 4823 万、1.44 亿元和 2.17 元，给予公司“买入”评级。

**风险提示：**5G 建设不及预期，运营商电源产品采购不及预期，新能源汽车业务进展不及预期。

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入	1221.88	909.56	1318.86	1846.40	2492.64
(+/-)%	-4.38%	-25.56%	45.00%	40.00%	35.00%
经营利润 (EBIT)	46.10	-243.18	82.52	187.27	266.70
(+/-)%	-31.76%	-627.56%	-133.93%	126.92%	42.42%
归母净利润	19.99	-280.22	48.23	143.95	217.05
(+/-)%	-26.40%	-10861.91%	116.68%	198.43%	50.78%
每股净收益 (元)	0.04	-0.50	0.09	0.26	0.39

**表：三张表及主要财务指标**

资产负债表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	321.60	92.46	13.19	18.46	24.93	营业收入	1221.88	909.56	1318.86	1846.40	2492.64
应收票据及账款	939.14	861.77	1459.57	1789.11	2598.22	营业成本	831.08	629.25	817.69	1126.30	1545.44
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金及附加	8.65	7.84	11.37	15.92	21.49
预付款项	40.96	62.91	41.00	26.29	21.91	销售费用	198.00	214.04	181.23	199.35	249.22
其他应收款	42.77	30.28	31.57	44.80	37.75	管理费用	127.09	78.44	196.04	274.56	356.79
存货	283.87	262.38	322.94	310.46	278.37	财务费用	38.54	53.32	59.33	71.51	80.32
其他流动资产	0.00	2.67	3.21	4.79	20.85	资产减值损失	26.42	78.81	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	9.20	8.52	8.54	7.12	7.13	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	232.14	318.24	486.75	572.68	954.97	投资收益	0.01	-0.08	0.00	0.00	0.00
在建工程	117.91	156.67	186.43	138.24	149.11	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	11.50	-215.68	53.20	158.76	239.38
无形资产	30.78	36.53	49.18	54.66	55.71	其他非经营损益	10.43	-61.72	0.00	0.00	0.00
长期待摊费用	1.52	0.42	0.41	1.37	1.10	税前利润	21.92	-277.40	53.20	158.76	239.38
资产总计	2819.18	2511.90	3015.14	3577.78	4467.24	减：所得税	1.18	0.67	5.32	15.88	23.94
短期借款	309.49	324.50	322.50	347.99	324.00	净利润	20.75	-278.08	47.88	142.88	215.44
应付票据及账款	478.13	501.01	733.88	933.54	736.24	少数股东损益	0.75	2.15	-0.36	-1.07	-1.61
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	19.99	-280.22	48.23	143.95	217.05
预收款项	18.29	26.71	23.15	29.97	26.65	基本每股收益	0.04	-0.50	0.09	0.26	0.39
预计负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	稀释每股收益	0.00	0.04	0.09	0.26	0.39
应交税费	3.30	2.42	4.93	1.56	0.00						
其他应付款	26.02	13.24	81.56	67.16	34.18	<b>财务指标</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
其他流动负债	2.88	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>成长性</b>					
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营收增长率	-4.38%	-25.56%	45.00%	40.00%	35.00%
其他负债	72.51	99.11	99.11	99.11	99.11	EBIT 增长率	-31.76%	-627.56%	133.93%	126.92%	42.42%
负债合计	1429.92	1435.62	1904.41	2364.39	3100.79	净利润增长率	-24.13%	-1440.36%	-117.22%	198.43%	50.78%
股东权益合计	1389.26	1076.27	1110.73	1213.40	1366.45	<b>盈利性</b>					
						销售毛利率	31.98%	30.82%	38.00%	39.00%	38.00%
<b>现金流量表</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	销售净利率	0.28%	-31.56%	3.33%	7.10%	7.84%
净利润	3.44	-287.02	43.98	131.05	195.37	ROE	0.19%	-26.96%	4.00%	10.90%	14.42%
折旧与摊销	16.90	129.84	15.09	15.09	12.85	ROIC	2.75%	-11.11%	4.73%	9.37%	11.64%
经营活动现金流	-78.83	-53.64	-145.69	-85.11	-46.29	<b>估值倍数</b>					
投资活动现金流	-136.66	-145.49	0.00	0.00	0.00	PE	1068.69	129.75	64.80	21.75	14.59
融资活动现金流	361.44	22.47	66.41	90.39	52.75	P/S	2.35	3.16	2.18	1.56	1.15
现金净变动	144.47	-176.62	-79.28	5.28	6.46	P/B	2.07	2.68	2.59	2.37	2.10
期初现金余额	92.00	89.53	92.46	13.19	18.46	股息收益率	0.00%	0.00%	0.33%	0.99%	1.47%
期末现金余额	89.53	227.17	13.19	18.46	24.93	EV/EBITDA	23.96	-30.13	36.96	18.62	13.99

**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**

 王洪磊 (部门经理)  
 +86 22 2845 1975  
 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

**食品饮料行业研究**

 刘瑀  
 +86 22 2386 1670

**电力设备与新能源行业研究**

 张冬明  
 +86 22 2845 1857  
 刘秀峰  
 +86 10 6810 4658  
 滕飞  
 +86 10 6810 4686

**医药行业研究小组**

 赵波  
 +86 22 2845 1632  
 甘英健  
 +86 22 2383 9063  
 陈晨  
 +86 22 2383 9062

**通信行业研究小组**

 徐勇  
 +86 10 6810 4602

**公用事业行业研究**

 刘蕾  
 +86 10 6810 4662

**餐饮旅游行业研究**

 刘瑀  
 +86 22 2386 1670  
 杨旭  
 +86 22 2845 1879

**非银金融行业研究**

 洪程程  
 +86 10 6810 4609

**中小盘行业研究**

 徐中华  
 +86 10 6810 4898

**机械行业研究**

 张冬明  
 +86 22 2845 1857

**传媒行业研究**

 姚磊  
 +86 22 2383 9065

**电子行业研究**

 王磊  
 +86 22 2845 1802

**固定收益研究**

 冯振  
 +86 22 2845 1605  
 夏捷  
 +86 22 2386 1355  
 朱林宁  
 +86 22 2387 3123  
 李元玮  
 +86 22 2387 3121

**金融工程研究**

 宋旻  
 +86 22 2845 1131  
 李莘泰  
 +86 22 2387 3122  
 张世良  
 +86 22 2383 9061

**金融工程研究**

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

**流动性、战略研究&部门经理**

 周喜  
 +86 22 2845 1972

**策略研究**

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

**宏观研究**

 宋亦威  
 +86 22 2386 1608  
 孟凡迪  
 +86 22 2383 9071

**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

**综合管理&部门经理**

 齐艳莉  
 +86 22 2845 1625

**机构销售&投资顾问**

 朱艳君  
 +86 22 2845 1995  
 刘璐

**合规管理&部门经理**

 任宪功  
 +86 10 6810 4615

**风控专员**

 白琪玮  
 +86 22 2845 1659

## 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)