

投资评级：强烈推荐（维持）

分析师

李军政 010-88366060-8780

Email:lijz@cgws.com

执业证书编号:S1070515060001

王习 010-88366060-8757

Email:wangxi@cgws.com

执业证书编号: S1070515080003

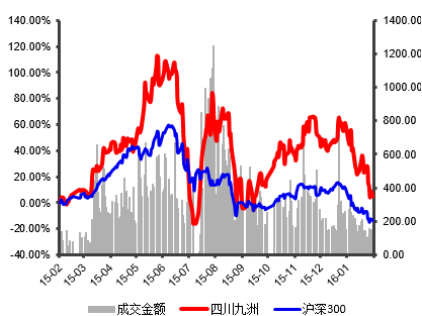
市场数据

目前股价	20.38
总市值(亿元)	104.22
流通市值(亿元)	93.72
总股本(万股)	51,140
流通股本(万股)	45,988
12个月最高/最低	42.95/16.29

盈利预测

	2015E	2016E	2017E
营业收入	3,046	3,342	3,706
(+/-%)	36.1%	9.7%	10.6%
净利润	226	280	349
(+/-%)	162.4%	24.0%	24.7%
摊薄EPS	0.44	0.55	0.68
PE	46	37	29

股价表现



数据来源: wind 资讯

相关报告

<<业绩符合预期, 收购完成切入军工市场>>

2015-08-25

资产注入可期, 业务发展多元

——四川九洲(000801)公司调研报告

投资建议

不考虑资产注入, 预计公司 15、16、17 年 EPS 为 0.44 元、0.55 元和 0.68 元, 对应 2 月 1 日收盘股价 PE 分别为 46、37 和 29X, 维持“强烈推荐”评级。

投资要点

- 九洲集团已形成九大产业, 上市公司三大业务板块布局清晰:** 公司控股股东是四川九洲电器集团有限责任公司, 2014 年实现营业收入 201 亿元, 为上市公司的 8 至 9 倍, 其中军品收入约 30 亿元。九洲集团已经形成“三大基础产业”, 分别为军工电子、空管系统与服务、北斗导航; “六大目标产业”, 分别为数字电视与三网融合、物联网、软件与电子商务、LED、光电线缆和手机通信产业。上市公司本身已经完成三大产业布局: 第一, 有线电视领域公司是国内最早进入广播电视设备制造领域的企业之一, 先后完成了 22 个省、直辖市的有线电视整体转换工作, 2014 年数字电视产业营收超过 20 亿元; 第二, 公司旗下九洲空管是专业从事军、民用空管产品与服务经营的高科技军工企业, 其中空管监视类产品在国内市场占有主要地位, 军用空管监视类产品的市场占有率达 80%; 第三, 公司下属企业成都九洲电子信息专门从事物联网相关领域研发及产业孵化, 主要业务包括军事物流信息化、智能安防和智能溯源等方面。
- 未来资产注入可期, 体外涉军资产体量较大:** 资产证券化方面集团的目标是到 2020 年达到 60%, 目前按照总资产的口径来计算集团的资产证券化率只有约 20%, 我们判断未来公司会逐步启动资产证券化程序; 就资产注入明细而言, 九洲集团下属亏损的资产以及民用中的部分资产估计不会注入上市公司, 注入重点将是北斗导航等军工资产, 目前集团下上市公司体外涉军资产年收入数十亿元。
- 与华为合作生产 PON 产品进展顺利, 数字电视业务订单平稳:** 公司在产品开发、品质控制方面稳步推进, 与华为合作目前正在走小批量试产, 毛利率在 6% 至 8% 的区间。2016 年上半年公司会比较谨慎, 生产品质成熟后才会放量, 上量之后随着物料成本下降, 生产效率和净利率将会提升, 2016 年保守预计新增 2 亿元收入; 传统数字电视方面, 由于市场空间的收窄, 14、15 年业务增长较为困难, 但 2016 年后市场或将保持平稳, 截止到 2015 年年底全国电视信号数字化程度已经达到 90% 以上。当前三大运营商对 IPTV 的需求量较大, 公司 2015 年订单数量约为 50 万台, 2016 年预计会有 100-150 万台 IPTV 订单, 营收将保持平

<<业绩符合预期，关注四季度军品交付>>

2015-10-27

稳增长。

- **空管业务稳中向好，通航政策尚未破冰：**公司 2015 年全年预计实现归属于上市公司股东净利润 2.1 亿元至 2.27 亿元（+143.8%至+163.5%），主要系九洲空管和九洲信息并表所致。我们认为公司空管业务稳中向好，15 年前三季度预计负债科目大幅增加 32.13%，预计负债科目与军品销售收入计提的质量保证金密切相关，预计负债的大幅增加显示空管公司军品销售有望保持较高增速；民用方面，低空开放政策进展目前严重滞后于市场预期，十二五期间通航建设进度也较为缓慢。公司在空管业务未来战略将包括三大方向：第一，做大军方市场，进行技术的拓展和产品线的拓展；第二，在民航市场方面替换当前的进口产品，获得适航证和许可证后扩大市占率；第三，通过并购、资本层面的合作、技术的引进做大空管业务。
- **军事物联网比较优势在于体制：**军品方面，九洲信息军品业务主要是依托 RFID 技术建立的军事物流信息系统。公司产品已经在海军、空军等部门形成优势，目前正在集中资源重点开发总参、总后领域，全面参与军油、军交等重大工程。在 2015 年九洲信息大概率超额完成业绩承诺的基础上，我们判断 2016 年九洲信息军方大单或超预期，2016 年一季度或者上半年或得到体现。军事物联网领域公司的竞争对手主要包括中电科 28 所、15 所等，公司的优势在于体制，改制完成后公司化的运作提升了公司应对环境变化的反应速度，公司经营理念稳健，在技术向产品转化方面能力较强，相对于技术实现更注重产品的实现，产品实现后才交付军方。不过，目前其他拥有雄厚技术的院所也在进行改制，或令公司传统比较优势承压。
- **布局北斗产业，培育新的经济增长点：**公司去年 7 月先后入股绵阳九洲北斗新时空能源公司（能源公司）以及四川九洲卫星导航投资发展公司（投资公司），未来在北斗产业方面的布局是将投资公司作为集团发展北斗导航的管控平台和新项目的孵化平台，同时投资公司下设三家公司，分别是重庆星熠（主要做硬件）、运营公司（做位置服务）以及能源公司。按照交通运输部的要求，大货车未来必须安装北斗导航以便于监测。公司北斗导航相关业务主要是为大货车配备车载北斗导航，具体模式是能源公司与中石油合作，为大货车免费安装终端、免费提供服务，公司借此进入北斗导航产业，有利于公司优化产业结构；对于大货车而言，安装能源公司的北斗终端不需要缴纳 2 万元预存款就可以拿到高折扣率的中石油加油卡；对于中石油而言，考虑到和中石化之间的竞争关系，中石油通过和公司合作也可以稳定其客户群体。布局北斗产业将是一个三赢的结果。
- **风险提示：**集团资产证券化进展慢于预期；机顶盒业务转型受阻。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	主要财务指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	2,470.72	2,238.65	3,046.24	3,342.76	3,706.04	成长性					
营业成本	2,039.33	1,779.98	2,273.22	2,458.15	2,682.63	营业收入增长	-10.4%	-9.4%	36.1%	9.7%	10.9%
销售费用	119.07	171.44	175.30	192.36	213.27	营业成本增长	-11.8%	-12.7%	27.7%	8.1%	9.1%
管理费用	219.14	211.28	256.88	281.88	312.51	营业利润增长	-7.8%	-23.2%	592.8%	24.0%	24.7%
财务费用	-0.39	14.31	30.48	27.60	22.70	利润总额增长	5.5%	-6.7%	273.2%	24.0%	24.7%
投资净收益	0.82	24.16	0.00	0.00	0.00	净利润增长	4.3%	20.1%	162.4%	24.0%	24.7%
营业利润	55.59	42.67	295.63	366.60	457.02	盈利能力					
营业外收支	29.31	36.55	0.00	0.00	0.00	毛利率	17.5%	20.5%	25.4%	26.5%	27.6%
利润总额	84.89	79.22	295.63	366.60	457.02	销售净利率	3.1%	3.5%	7.3%	8.2%	9.2%
所得税	9.32	1.05	73.91	91.65	114.26	ROE	5.1%	5.7%	13.0%	13.9%	14.8%
少数股东损益	3.85	-7.98	-4.36	-5.41	-6.75	ROIC	3.4%	3.6%	12.2%	10.3%	14.5%
净利润	71.73	86.15	226.09	280.36	349.51	营运效率					
资产负债表					(百万)	销售费用/营业收入	4.8%	7.7%	5.8%	5.8%	5.8%
流动资产	2,466.98	2,254.06	3,587.86	2,826.73	4,224.27	管理费用/营业收入	8.9%	9.4%	8.4%	8.4%	8.4%
货币资金	780.80	508.24	609.25	668.55	741.21	财务费用/营业收入	0.0%	0.6%	1.0%	0.8%	0.6%
应收账款	1,026.39	991.25	1,692.60	1,252.49	2,012.67	投资收益/营业利润	1.5%	56.6%	0.0%	0.0%	0.0%
应收票据	202.28	250.16	427.16	316.09	507.94	所得税/利润总额	11.0%	1.3%	25.0%	25.0%	25.0%
存货	349.78	260.62	538.43	325.62	617.34	应收账款周转率	2.46	2.22	1.81	1.81	1.81
非流动资产	722.25	735.73	745.42	755.11	763.46	存货周转率	5.49	5.83	5.69	5.69	5.69
固定资产	226.02	212.19	193.86	175.52	177.93	流动资产周转率	1.02	0.95	1.04	1.04	1.05
资产总计	3,189.22	2,989.79	4,333.28	3,581.84	4,987.73	总资产周转率	0.82	0.72	0.83	0.84	0.86
流动负债	1,681.24	1,398.25	2,520.01	1,493.63	2,556.74	偿债能力					
短期借款	474.76	523.12	1,113.24	452.55	948.23	资产负债率	54.0%	48.3%	59.2%	43.0%	52.2%
应付款项	705.09	641.90	1,078.34	781.84	1,248.21	流动比率	1.47	1.61	1.42	1.89	1.65
非流动负债	39.69	45.37	45.37	45.37	45.37	速动比率	1.26	1.43	1.21	1.67	1.41
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股指标 (元)					
负债合计	1,720.93	1,443.61	2,565.38	1,538.99	2,602.11	EPS	0.14	0.17	0.44	0.55	0.68
股东权益	1,468.30	1,546.18	1,767.90	2,042.85	2,385.62	每股净资产	2.75	2.95	3.39	3.94	4.63
股本	459.89	459.89	459.89	459.89	459.89	每股经营现金流	0.08	0.17	(0.83)	1.53	(0.71)
留存收益	437.40	523.55	749.63	1,029.99	1,379.51	每股经营现金/EPS	0.59	1.02	(1.87)	2.79	(1.05)
少数股东权益	59.77	36.69	32.32	26.91	20.17	估值	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
负债和权益总计	3,189.22	2,989.79	4,333.28	3,581.84	4,987.73	PE	145.31	120.98	46.10	37.17	29.82
现金流量表					(百万)	PEG	2.53	2.03	0.59	0.46	1.23
经营活动现金流	42.49	87.87	-423.63	782.60	-365.33	PB	7.40	6.90	6.01	5.17	4.41
其中营运资本减少	192.45	-344.51	-862.67	395.43	-830.10	EV/EBITDA	78.70	78.22	29.91	23.47	20.41
投资活动现金流	-88.28	-383.26	-35.00	-35.00	-35.00	EV/SALES	3.89	4.41	3.45	2.95	2.79
其中资本支出	40.53	28.22	35.00	35.00	35.00	EV/IC	5.84	4.93	3.66	3.96	3.11
融资活动现金流	-21.53	3.52	559.64	-688.30	472.99	ROIC/WACC	1.62	1.71	5.79	4.87	6.85
净现金总变化	-71.12	-290.75	101.00	59.30	72.66	REP	4.80	3.62	0.73	0.96	0.51

研究员介绍及承诺

李军政: 清华大学理学学士和博士, 2015 年加入长城证券从事军工行业研究。

王 习: 军工行业分析师, 中央财经大学法学学士, 香港理工大学金融学硕士, 2015 年加入长城证券。

本人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, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

长城证券股份有限公司(以下简称长城证券)具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的任何其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级: 强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上;

推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间;

中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间;

回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

行业评级: 推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场;

中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步;

回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券销售交易部**深圳联系人**

刘 璇: 0755-83516231, 18938029743, liux@cgws.com

王 涛: 0755-83516127, 13808859088, wangt@cgws.com

陈尚峰: 0755-83515203, 13826520778, chensf@cgws.com

李嘉禾: 0755-83515203, 13826520778, lijiah@cgws.com

李 丹: 0755-83699629, 18665289977, ldan@cgws.com

北京联系人

赵 东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com

王 媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com

安雅泽: 010-88366060-8768, 18600232070, ayz@cgws.com

李珊珊: 010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com

申 涛: 010-88366060-8777, 15801188620, shentao@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com

徐佳琳: 021-61680673, 13795367644, xujl@cgws.com

凌 云: 021-61683504, 18621755986, lingyun@cgws.com

王 一: 021-61683504, 13761867866, wangy@cgws.com

长城证券研究所

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层

邮编: 518034 传真: 86-755-83516207

北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编: 100044 传真: 86-10-88366686

上海办公地址: 上海市民生路 1399 号太平大厦 3 楼

邮编: 200135 传真: 021-61680357

网址: <http://www.cgws.com>