

# 航天机电 (600151.SH) 太阳能行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

市场价格 (人民币): 11.05 元

目标价格 (人民币): 16.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

|                |            |
|----------------|------------|
| 已上市流通 A 股(百万股) | 1,250.18   |
| 总市值(百万元)       | 13,814.49  |
| 年内股价最高最低(元)    | 20.46/8.34 |
| 沪深 300 指数      | 3264.49    |
| 上证指数           | 3053.07    |



## 相关报告

- 《增发过会, 巩固电站开发龙头地位-航天机电公司点评》, 2016.2.25
- 《光伏电站出售提速, 德尔福股权收购基本落实-航天机电三季报及重...》, 2015.10.29
- 《行业旺季将促盈利逐季改善, 融资优势凸显-航天机电半年报点评》, 2015.8.21
- 《巩固光伏电站龙头地位, 大股东资产注入见曙光-航天机电公司点评》, 2015.6.12
- 《无电站出售及汇兑损失致一季度亏损, 不改全年大势-航天机电业绩...》, 2015.4.30

姚遥

分析师 SAC 执业编号: S1130512080001  
(8621)60230214  
yaoy@gjzq.com.cn

张帅

分析师 SAC 执业编号: S1130511030009  
(8621)60230213  
zhangshuai@gjzq.com.cn

## 光伏主业稳定增长, 汽车、军工前景广阔

### 公司基本情况(人民币)

| 项目          | 2014     | 2015     | 2016E    | 2017E    | 2018E    |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 摊薄每股收益(元)   | 0.018    | 0.138    | 0.252    | 0.351    | 0.470    |
| 每股净资产(元)    | 3.00     | 3.30     | 3.52     | 3.84     | 4.28     |
| 每股经营性现金流(元) | 0.22     | 0.10     | 0.37     | 0.36     | 0.43     |
| 市盈率(倍)      | 524.23   | 89.52    | 43.77    | 31.47    | 23.51    |
| 行业优化市盈率(倍)  | 60.02    | 81.23    | 71.12    | 71.12    | 71.12    |
| 净利润增长率(%)   | -84.48%  | 670.84%  | 82.85%   | 39.06%   | 33.87%   |
| 净资产收益率(%)   | 0.60%    | 4.18%    | 7.17%    | 9.14%    | 10.97%   |
| 总股本(百万股)    | 1,250.18 | 1,250.18 | 1,250.18 | 1,250.18 | 1,250.18 |

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 业绩简评

- 航天机电 2015 年实现营业收入 40.4 亿元, 同比增长 5%, 净利润 1.73 亿元, 同比增长 374%, 折合 EPS 为 0.14 元, 符合预期。净利润同比大幅增长主要源于 2014 年公司对持有的神舟硅业股权全额计提减值准备 2.5 亿元造成的低基数。

### 经营分析

- 光伏电站业务向纵深发展, 进一步巩固开发与运维的行业龙头地位:
- 公司 2015 年获得项目备案 468MW (其中分布式 113MW), 并网 294MW, 完成出售 290MW, 受让方除公司参股的上实航天星河能源外, 新开拓了江山控股、江苏旷达等上市公司, 实现了多元化进步; 公司计划 2016 年实现光伏电站建成并网 580MW, 出售 350MW, 计划销售量同比增长 20%;
- 在光伏电站运维领域, 公司全资子公司上航电力作为国内第一家专业光伏电站运维公司, 目前运维规模已近 GW, 且其中 2/3 为外部电站, 并获得了国际权威机构 TÜV 莱茵在亚太地区签发的首张光伏电站(系统)运维公司认证资质证书, 为后续运维业务的加速拓展奠定了坚实基础;
- 在光伏制造领域, 公司高效产品 N 型 PERT 单晶组件转化率创下同类产品行业新高, 有效树立了航天光伏产品的品牌与技术影响力。
- 汽车零部件业务“内外并重”, EPS 等汽车电子产品进入收获期:
- 公司在报告期内完成了对德尔福合资公司 50% 股权的现金收购, 除增厚利润外, 还将提升公司在汽车热交换产品领域进行国际合作的话语权;
- 此外, 公司自主研发的 EPS (电动助力转向)、主动 ABS 传感器等产品也分别完成了客户认证和开发配套, 将逐渐进入收获期, 作为先进汽车电子产品, 相关业务也将受益汽车智能化的技术革新大潮。
- 十三五期间集团资产注入值得期待: 航天科技集团在十三五规划中明确提出资产证券化提速的工作任务, 公司作为集团下属航天八院旗下唯一上市平台, 相关资产的注入值得期待。

### 盈利调整

- 基于公司的经营计划、目前的行业形势, 并计入德尔福并表的影响, 我们预测公司 2016~2018E 年 EPS 分别为 0.25, 0.35, 0.47 元。

### 投资建议

- 公司目前股价对应 44 倍 2016PE 和 31 倍 2017PE, 考虑光伏行业的高景气以及集团资产注入预期, 维持“买入”评级。

**图表 1: 三张报表摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

|                     | 2013          | 2014          | 2015          | 2016E         | 2017E         | 2018E         |
|---------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>主营业务收入</b>       | <b>3,359</b>  | <b>3,787</b>  | <b>4,040</b>  | <b>6,321</b>  | <b>7,727</b>  | <b>9,751</b>  |
| 增长率                 |               | 12.7%         | 6.7%          | 56.5%         | 22.2%         | 26.2%         |
| <b>主营业务成本</b>       | <b>-2,871</b> | <b>-3,093</b> | <b>-3,356</b> | <b>-5,368</b> | <b>-6,556</b> | <b>-8,275</b> |
| <b>% 销售收入</b>       | <b>85.5%</b>  | <b>81.7%</b>  | <b>83.1%</b>  | <b>84.9%</b>  | <b>84.8%</b>  | <b>84.9%</b>  |
| <b>毛利</b>           | <b>488</b>    | <b>694</b>    | <b>684</b>    | <b>953</b>    | <b>1,171</b>  | <b>1,476</b>  |
| % 销售收入              | 14.5%         | 18.3%         | 16.9%         | 15.1%         | 15.2%         | 15.1%         |
| <b>营业税金及附加</b>      | <b>-12</b>    | <b>-20</b>    | <b>-23</b>    | <b>-32</b>    | <b>-39</b>    | <b>-49</b>    |
| % 销售收入              | 0.3%          | 0.5%          | 0.6%          | 0.5%          | 0.5%          | 0.5%          |
| <b>营业费用</b>         | <b>-102</b>   | <b>-92</b>    | <b>-115</b>   | <b>-158</b>   | <b>-185</b>   | <b>-224</b>   |
| % 销售收入              | 3.0%          | 2.4%          | 2.8%          | 2.5%          | 2.4%          | 2.3%          |
| <b>管理费用</b>         | <b>-312</b>   | <b>-329</b>   | <b>-390</b>   | <b>-556</b>   | <b>-649</b>   | <b>-780</b>   |
| % 销售收入              | 9.3%          | 8.7%          | 9.7%          | 8.8%          | 8.4%          | 8.0%          |
| <b>息税前利润 (EBIT)</b> | <b>62</b>     | <b>253</b>    | <b>156</b>    | <b>207</b>    | <b>298</b>    | <b>423</b>    |
| % 销售收入              | 1.9%          | 6.7%          | 3.9%          | 3.3%          | 3.9%          | 4.3%          |
| <b>财务费用</b>         | <b>-91</b>    | <b>-161</b>   | <b>-167</b>   | <b>-163</b>   | <b>-173</b>   | <b>-179</b>   |
| % 销售收入              | 2.7%          | 4.2%          | 4.1%          | 2.6%          | 2.2%          | 1.8%          |
| <b>资产减值损失</b>       | <b>-10</b>    | <b>-258</b>   | <b>-90</b>    | <b>-21</b>    | <b>-5</b>     | <b>-7</b>     |
| <b>公允价值变动收益</b>     | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      |
| <b>投资收益</b>         | <b>210</b>    | <b>213</b>    | <b>254</b>    | <b>300</b>    | <b>350</b>    | <b>400</b>    |
| % 税前利润              | 106.1%        | 295.0%        | 129.9%        | 82.5%         | 68.6%         | 59.1%         |
| <b>营业利润</b>         | <b>170</b>    | <b>47</b>     | <b>153</b>    | <b>323</b>    | <b>470</b>    | <b>636</b>    |
| 营业利润率               | 5.1%          | 1.2%          | 3.8%          | 5.1%          | 6.1%          | 6.5%          |
| <b>营业外收支</b>        | <b>28</b>     | <b>25</b>     | <b>43</b>     | <b>40</b>     | <b>40</b>     | <b>40</b>     |
| <b>税前利润</b>         | <b>198</b>    | <b>72</b>     | <b>196</b>    | <b>363</b>    | <b>510</b>    | <b>676</b>    |
| 利润率                 | 5.9%          | 1.9%          | 4.8%          | 5.7%          | 6.6%          | 6.9%          |
| <b>所得税</b>          | <b>-10</b>    | <b>-24</b>    | <b>-15</b>    | <b>-29</b>    | <b>-51</b>    | <b>-68</b>    |
| 所得税率                | 5.1%          | 33.5%         | 7.9%          | 8.0%          | 10.0%         | 10.0%         |
| <b>净利润</b>          | <b>188</b>    | <b>48</b>     | <b>180</b>    | <b>334</b>    | <b>459</b>    | <b>609</b>    |
| 少数股东损益              | 43            | 26            | 8             | 19            | 20            | 21            |
| <b>归属于母公司的净利润</b>   | <b>144</b>    | <b>22</b>     | <b>173</b>    | <b>316</b>    | <b>439</b>    | <b>588</b>    |
| 净利率                 | 4.3%          | 0.6%          | 4.3%          | 5.0%          | 5.7%          | 6.0%          |

**现金流量表 (人民币百万元)**

|                 | 2013        | 2014          | 2015          | 2016E       | 2017E       | 2018E       |
|-----------------|-------------|---------------|---------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>净利润</b>      | <b>188</b>  | <b>48</b>     | <b>180</b>    | <b>334</b>  | <b>459</b>  | <b>609</b>  |
| 少数股东损益          | 0           | 0             | 0             | 0           | 0           | 0           |
| <b>非现金支出</b>    | <b>177</b>  | <b>457</b>    | <b>354</b>    | <b>308</b>  | <b>327</b>  | <b>364</b>  |
| <b>非经营收益</b>    | <b>-101</b> | <b>-104</b>   | <b>-119</b>   | <b>-185</b> | <b>-212</b> | <b>-254</b> |
| <b>营运资金变动</b>   | <b>-149</b> | <b>-129</b>   | <b>-292</b>   | <b>-150</b> | <b>-127</b> | <b>-176</b> |
| <b>经营活动现金净流</b> | <b>115</b>  | <b>272</b>    | <b>123</b>    | <b>308</b>  | <b>446</b>  | <b>543</b>  |
| <b>资本开支</b>     | <b>-922</b> | <b>-1,776</b> | <b>-2,141</b> | <b>-450</b> | <b>-572</b> | <b>-570</b> |
| <b>投资</b>       | <b>557</b>  | <b>366</b>    | <b>552</b>    | <b>0</b>    | <b>-1</b>   | <b>0</b>    |
| <b>其他</b>       | <b>-120</b> | <b>80</b>     | <b>354</b>    | <b>300</b>  | <b>350</b>  | <b>400</b>  |
| <b>投资活动现金净流</b> | <b>-486</b> | <b>-1,330</b> | <b>-1,235</b> | <b>-150</b> | <b>-223</b> | <b>-170</b> |
| <b>股权筹资</b>     | <b>20</b>   | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>    | <b>0</b>    | <b>0</b>    |
| <b>债权筹资</b>     | <b>380</b>  | <b>1,097</b>  | <b>944</b>    | <b>350</b>  | <b>141</b>  | <b>154</b>  |
| <b>其他</b>       | <b>-172</b> | <b>-154</b>   | <b>59</b>     | <b>-167</b> | <b>-216</b> | <b>-223</b> |
| <b>筹资活动现金净流</b> | <b>228</b>  | <b>943</b>    | <b>1,003</b>  | <b>183</b>  | <b>-76</b>  | <b>-69</b>  |
| <b>现金净流量</b>    | <b>-143</b> | <b>-115</b>   | <b>-109</b>   | <b>341</b>  | <b>148</b>  | <b>304</b>  |

**资产负债表 (人民币百万元)**

|                 | 2013         | 2014         | 2015          | 2016E         | 2017E         | 2018E         |
|-----------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>货币资金</b>     | <b>929</b>   | <b>744</b>   | <b>699</b>    | <b>1,011</b>  | <b>1,159</b>  | <b>1,463</b>  |
| <b>应收款项</b>     | <b>1,616</b> | <b>1,949</b> | <b>3,330</b>  | <b>3,581</b>  | <b>4,378</b>  | <b>5,524</b>  |
| <b>存货</b>       | <b>795</b>   | <b>591</b>   | <b>563</b>    | <b>1,030</b>  | <b>1,257</b>  | <b>1,587</b>  |
| <b>其他流动资产</b>   | <b>382</b>   | <b>272</b>   | <b>240</b>    | <b>322</b>    | <b>395</b>    | <b>498</b>    |
| <b>流动资产</b>     | <b>3,721</b> | <b>3,556</b> | <b>4,832</b>  | <b>5,945</b>  | <b>7,190</b>  | <b>9,072</b>  |
| % 总资产           | 47.6%        | 40.7%        | 44.7%         | 50.0%         | 53.5%         | 58.3%         |
| <b>长期投资</b>     | <b>704</b>   | <b>587</b>   | <b>776</b>    | <b>776</b>    | <b>776</b>    | <b>776</b>    |
| <b>固定资产</b>     | <b>3,015</b> | <b>4,072</b> | <b>4,629</b>  | <b>4,952</b>  | <b>5,242</b>  | <b>5,497</b>  |
| % 总资产           | 38.6%        | 46.6%        | 42.9%         | 41.6%         | 39.0%         | 35.3%         |
| <b>无形资产</b>     | <b>370</b>   | <b>432</b>   | <b>479</b>    | <b>229</b>    | <b>227</b>    | <b>226</b>    |
| <b>非流动资产</b>    | <b>4,101</b> | <b>5,181</b> | <b>5,968</b>  | <b>5,956</b>  | <b>6,247</b>  | <b>6,500</b>  |
| % 总资产           | 52.4%        | 59.3%        | 55.3%         | 50.0%         | 46.5%         | 41.7%         |
| <b>资产总计</b>     | <b>7,822</b> | <b>8,737</b> | <b>10,800</b> | <b>11,901</b> | <b>13,437</b> | <b>15,572</b> |
| <b>短期借款</b>     | <b>270</b>   | <b>235</b>   | <b>720</b>    | <b>944</b>    | <b>1,085</b>  | <b>1,238</b>  |
| <b>应付款项</b>     | <b>2,207</b> | <b>3,256</b> | <b>3,935</b>  | <b>4,902</b>  | <b>5,987</b>  | <b>7,555</b>  |
| <b>其他流动负债</b>   | <b>-283</b>  | <b>-381</b>  | <b>-351</b>   | <b>-457</b>   | <b>-568</b>   | <b>-726</b>   |
| <b>流动负债</b>     | <b>2,194</b> | <b>3,109</b> | <b>4,304</b>  | <b>5,389</b>  | <b>6,504</b>  | <b>8,067</b>  |
| <b>长期贷款</b>     | <b>1,608</b> | <b>1,610</b> | <b>1,827</b>  | <b>1,827</b>  | <b>1,827</b>  | <b>1,828</b>  |
| <b>其他长期负债</b>   | <b>219</b>   | <b>224</b>   | <b>481</b>    | <b>200</b>    | <b>200</b>    | <b>200</b>    |
| <b>负债</b>       | <b>4,022</b> | <b>4,943</b> | <b>6,612</b>  | <b>7,416</b>  | <b>8,531</b>  | <b>10,095</b> |
| <b>普通股股东权益</b>  | <b>3,777</b> | <b>3,746</b> | <b>4,125</b>  | <b>4,403</b>  | <b>4,805</b>  | <b>5,355</b>  |
| <b>少数股东权益</b>   | <b>23</b>    | <b>48</b>    | <b>63</b>     | <b>82</b>     | <b>102</b>    | <b>123</b>    |
| <b>负债股东权益合计</b> | <b>7,822</b> | <b>8,737</b> | <b>10,800</b> | <b>11,901</b> | <b>13,437</b> | <b>15,572</b> |

**比率分析**

|               | 2013    | 2014    | 2015    | 2016E  | 2017E  | 2018E  |
|---------------|---------|---------|---------|--------|--------|--------|
| <b>每股指标</b>   |         |         |         |        |        |        |
| 每股收益          | 0.115   | 0.018   | 0.138   | 0.252  | 0.351  | 0.470  |
| 每股净资产         | 3.021   | 2.996   | 3.300   | 3.522  | 3.843  | 4.283  |
| 每股经营现金净流      | 0.092   | 0.218   | 0.099   | 0.368  | 0.357  | 0.434  |
| 每股股利          | 0.000   | 0.035   | 0.000   | 0.030  | 0.030  | 0.030  |
| <b>回报率</b>    |         |         |         |        |        |        |
| 净资产收益率        | 3.82%   | 0.60%   | 4.18%   | 7.17%  | 9.14%  | 10.97% |
| 总资产收益率        | 1.84%   | 0.26%   | 1.60%   | 2.65%  | 3.27%  | 3.77%  |
| 投入资本收益率       | 1.04%   | 2.98%   | 2.13%   | 2.62%  | 3.43%  | 4.45%  |
| <b>增长率</b>    |         |         |         |        |        |        |
| 主营业务收入增长率     | 119.62% | 12.74%  | 6.68%   | 56.47% | 22.24% | 26.19% |
| EBIT增长率       | N/A     | 305.68% | -38.1%  | 32.24% | 43.86% | 41.94% |
| 净利润增长率        | N/A     | -84.48% | 670.84% | 82.85% | 39.06% | 33.87% |
| 总资产增长率        | -29.82% | 11.70%  | 23.61%  | 10.19% | 12.91% | 15.89% |
| <b>资产管理能力</b> |         |         |         |        |        |        |
| 应收账款周转天数      | 117.6   | 107.8   | 122.2   | 120.0  | 120.0  | 120.0  |
| 存货周转天数        | 88.0    | 81.8    | 62.7    | 70.0   | 70.0   | 70.0   |
| 应付账款周转天数      | 155.0   | 132.8   | 150.9   | 120.0  | 120.0  | 120.0  |
| 固定资产周转天数      | 269.8   | 239.8   | 333.2   | 225.9  | 193.7  | 159.3  |
| <b>偿债能力</b>   |         |         |         |        |        |        |
| 净负债/股东权益      | 24.99%  | 29.01%  | 44.12%  | 39.24% | 35.72% | 29.27% |
| EBIT利息保障倍数    | 0.7     | 1.6     | 0.9     | 1.3    | 1.7    | 2.4    |
| 资产负债率         | 51.42%  | 56.58%  | 61.22%  | 62.32% | 63.49% | 64.83% |

来源: 国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内  | 一月内  | 二月内  | 三月内  | 六月内  |
|----|------|------|------|------|------|
| 买入 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 增持 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 中性 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 减持 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 评分 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

| 序号 | 日期         | 评级 | 市价    | 目标价         |
|----|------------|----|-------|-------------|
| 1  | 2014-08-12 | 买入 | 8.56  | N/A         |
| 2  | 2014-10-21 | 买入 | 10.25 | N/A         |
| 3  | 2015-03-31 | 买入 | 12.74 | 16.00~16.00 |
| 4  | 2015-04-30 | 买入 | 16.99 | 20.00       |
| 5  | 2015-06-12 | 买入 | 15.37 | 25.00~25.00 |
| 6  | 2015-08-21 | 买入 | 13.96 | 20.00~20.00 |
| 7  | 2015-10-28 | 买入 | 9.17  | N/A         |
| 8  | 2016-02-25 | 买入 | 10.40 | 16.00       |

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD