

业绩符合预期，关注后续资本注入

——航天机电（600151）中报点评

2016年08月25日

强烈推荐/首次

航天机电

财报点评

郑闵钢	分析师	执业证书编号：S1480510120012
	zhengmgdxs@hotmail.com	010-66554031
王革	联系人	
	wangge@dxzq.net.cn	010-66554043
史鑫	联系人	
	shixin@dxzq.net.cn	010-60554044
林劼	联系人	
	jaylin0256@163.com	010-66554034

事件：

2016年8月23日公司公布半年报，2016年上半年实现营业收入24.06亿元，同比增加74.2%，归母净利润9637万元，同比扭亏为盈，每股盈利0.0771元/股。

公司分季度财务指标

指标	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2
营业收入（百万元）	1660	375.57	1005.9	801.92	1856.56	765.83	1640.97
增长率（%）	15.37%	-63.18%	105.17%	19.85%	11.84%	103.91%	63.13%
毛利率（%）	25.44%	15.10%	13.11%	13.48%	20.85%	19.65%	18.98%
期间费用率（%）	14.02%	43.85%	12.08%	15.18%	14.22%	21.56%	13.39%
营业利润率（%）	2.22%	-24.22%	6.51%	2.92%	8.35%	5.33%	2.63%
净利润（百万元）	30.71	-88.50	73.21	34.30	161.15	42.98	46.50
增长率（%）	-165.62%	-302.55%	-1524.51%	-613.69%	424.69%	-148.57%	-36.49%
每股盈利（季度，元）	0.00	-0.07	0.06	0.03	0.12	0.04	0.04
资产负债率（%）	58.25%	58.34%	57.49%	63.19%	61.22%	65.92%	67.01%
净资产收益率（%）	0.80%	-2.39%	1.79%	0.86%	3.85%	1.00%	1.09%
总资产收益率（%）	0.33%	-1.00%	0.76%	0.32%	1.49%	0.34%	0.36%

观点：

- **光伏业务稳定增长，产业联动发展及整体经营能力的提升助业绩成长。**公司实现电池片生产360MW同比增长33.3%。硅片生产中心一期产能从每月1200万片提高到1500万片，二期铸锭项目前期可研论证完成，产业链布局深入，有助于公司未来成本控制能力和整体竞争力提升。公司组件销量442WMM，同比增长84%，其中国内销量占比78%，公司发展思路是深耕国内，维护日本及印度，拓展澳洲、美洲及东南亚新兴市场。前沿技术方面，上半年公司亮点之一在于成功推出“银河”Twin Star N型双面半片电池组件，输出

功率超过305W，对应系统端成本降低5%。公司上半年新开工建设电站11MW，并网运行66MW。上航电力电站运维已超1GW。

- **高端汽配业务强劲增长受益于爱斯达克的收购。**公司汽车汽车零配件营收6.04亿元，同比增长395%，毛利率比上年同期增长4.11个百分点。收购的爱斯达克作为公司汽配国际化整合发展平台，在未来公司全球化、多元化发展上将起到核心引擎作用。公司无刷EPS生产线建设项目设备竣工验收，与众泰合作的产品已经小批量产。同时成功成为两家整车企业的潜在供应商。
- **天然气+光伏联供模式探索，战略布局冀东北新能源市场。**公司向全资子公司唐山航天智慧能源有限公司增资1200万元，该子公司负责的项目拟采用热电联供模式，项目内部收益率约为9.58%，这次增资具有一定的战略价值。
- **受益于资产证券化概率大，发展空间广阔。**航天科技集团到“十三五”末的资产证券化率目标是从2015年底的15%提升到45%。八院作为集团下属较大的院所之一，未来证券化领头的概率较高，而航天机电作为八院旗下唯一上市平台，未来受益空间巨大。

结论：

我们预测 2016-2018年，公司营收分别为60.6亿元、69.69亿元、78.05亿元；归母净利润分别为4.15亿元、5.29亿元、5.78亿元；EPS分别为0.29元、0.37元、0.4元，对应PE分别为38.93、30.58、27.97。首次覆盖，给予公司“**强烈推荐**”评级，6个月目标价13元。

- **风险提示：**下半年光伏市场整体下滑，新投项目运营风险不可控，军工资产证券化不及预期。

公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	3556	4832	7117	8491	9851	营业收入	3787	4040	6060	6969	7805
货币资金	744	699	1049	1606	2225	营业成本	3093	3356	5001	5701	6385
应收账款	1187	1519	2279	2621	2935	营业税金及附加	20	23	34	39	44
其他应收款	159	164	246	283	317	营业费用	92	115	172	198	233
预付款项	245	194	119	34	-61	管理费用	329	390	585	673	753
存货	591	563	838	956	1070	财务费用	161	167	57	25	19
其他流动资产	28	37	116	152	185	资产减值损失	258	90	70	75	65
非流动资产合计	5181	5968	5386	4812	4238	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期股权投资	377	334	334	334	334	投资净收益	213	254	277	285	293
固定资产	2488	3687	4077	3526	2975	营业利润	47	153	418	543	599
无形资产	225	231	208	184	161	营业外收入	28	44	44	44	44
其他非流动资产	77	61	65	65	65	营业外支出	3	1	2	2	2
资产总计	8737	10800	12503	13303	14090	利润总额	72	196	461	586	642
流动负债合计	3109	4304	5576	6443	7301	所得税	24	15	36	46	51
短期借款	170	620	0	0	0	净利润	48	180	424	540	591
应付账款	1286	1489	2188	2495	2794	少数股东损益	26	8	9	11	13
预收款项	26	73	144	225	316	归属母公司净利润	22	173	415	529	578
一年内到期的非流	65	100	100	100	100	EBITDA	610	760	1049	1142	1192
非流动负债合计	1834	2308	2108	2108	2108	BPS (元)	0.02	0.14	0.29	0.37	0.40
长期借款	1610	1827	1827	1827	1827	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
负债合计	4943	6612	7684	8551	9409	成长能力					
少数股东权益	48	63	72	83	96	营业收入增长	12.74%	6.68%	50.00%	15.00%	12.00%
实收资本(或股本)	1250	1250	1434	1434	1434	营业利润增长	-72.41	225.97	173.51	29.98%	10.27%
资本公积	2863	2858	2858	2858	2858	归属于母公司净利润	140.51	27.32%	140.51	27.32%	9.35%
未分配利润	-568	-383	-978	-1736	-2565	获利能力					
归属母公司股东权益	3746	4125	4071	3993	3908	毛利率(%)	18.33%	16.92%	17.48%	18.19%	18.19%
负债和所有者权益	8737	10800	11827	12627	13413	净利率(%)	1.27%	4.46%	7.00%	7.74%	7.57%
现金流量表					单位: 百万元	总资产净利润(%)					
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE(%)	0.60%	4.18%	10.20%	13.24%	14.79%
经营活动现金流	272	123	799	978	1073	偿债能力					
净利润	48	180	424	540	591	资产负债率(%)	57%	61%	65%	68%	70%
折旧摊销	401.85	439.31	0.00	573.74	573.74	流动比率	1.14	1.12	1.28	1.32	1.35
财务费用	161	167	57	25	19	速动比率	0.95	0.99	1.13	1.17	1.20
应收账款减少	0	0	-760	-342	-314	营运能力					
预收帐款增加	0	0	71	81	91	总资产周转率	0.46	0.41	0.54	0.57	0.60
投资活动现金流	-1330	-1235	224	210	228	应收账款周转率	3	3	3	3	3
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	3.36	2.91	3.30	2.98	2.95
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	213	254	277	285	293	每股收益(最新摊薄)	0.02	0.14	0.29	0.37	0.40
筹资活动现金流	952	998	-674	-631	-682	每股净现金流(最新)	-0.08	-0.09	0.24	0.39	0.43
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	3.00	3.30	2.84	2.78	2.72
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	184	0	0	P/E	629.61	81.61	38.93	30.58	27.97
资本公积增加	0	-5	0	0	0	P/B	3.76	3.42	3.97	4.05	4.14
现金净增加额	-106	-113	350	557	619	EV/EBITDA	24.92	20.98	16.25	14.43	13.31

资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

分析师简介

郑闵钢

房地产行业首席研究员（D），基础产业小组组长。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今，之前在中国东方资产管理公司从事债转股工作八年。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。万得资讯 2014 年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。

联系人简介

王革

中科院电气工程硕士，4 年光伏电池研发和产业化经验，1 年公司管理经验，2016 年加盟东兴证券研究所，关注新能源汽车、光伏、风电等领域。

史鑫

材料学硕士，具备三年以上新能源汽车产业研发经验，两年证券从业经历，目前研究重点覆盖新能源汽车、光伏、光热、充电桩等环节。

林劼

清华大学材料学硕士，新能源行业研究员，目前研究重点主要覆盖光伏、储能等板块。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。