

受益于空管等业务和集团整合预期 投资价值有较大上升空间

核心观点:

● 公司主业将由数字电视转向空管、信息等军工业务

公司目前主营数字化电视产品等，2014年启动九洲空管和九洲信息，预计2015年完成后，公司的空管业务及物联网业务将成为主要业务，盈利能力将有显著提升，公司将由纯家电类上市公司切入军工行业，成长性和投资价值可看好。

● 九洲空管业务将受益于军用和通航发展

九洲空管的收入绝大多数来自于军航，在国内军航空管市场占有80%以上的市场份额。空管机载防撞系统产品是九洲的核心技术产品，技术达到国际先进水平。空管监视导航产品是九洲空管未来重点发展的产品，预计将呈现较快增长。预计未来九洲空管军品业务将保持25%-30%的增长。

民用空管产品的市场潜力很大。九洲空管目前已在民航领域逐步拓展，机载设备已取得民航适航认证，地面 ADS-B1090 地面站已取得民航认证，后续仍有相关产品将办理民航认证和试航。

● 物流信息化发展空间大，九洲信息有望高速增长

我国军队物流信息化处于起步阶段，未来将较快普及，九洲信息在一些部门形成竞争优势，正在加快扩展，公司在智能安防等民品领域发展势头也较好。

● 集团实力雄厚，公司未来有望继续整合优质资产

九洲集团2013年收入约180亿元，利润约7亿元，远大于上市公司规模。公司作为集团的唯一上市公司，未来有望持续整合大股东优质资产，不断提升投资价值。

● 估值及投资建议

公司收购资产预计2015年完成，基于备考测算，我们预计公司2015年和2016年每股收益分别为0.45元和0.55元。2015年年市盈率为40倍左右，与通航和军工行业重点公司相比，处于偏低水平，再加上公司有持续整合集团优质资产的潜力，投资价值有较大提升空间，给予“推荐”评级。

主要财务指标

	2013A	2014E	2015E	2016E
营收	3123	3547	3983	4523
yoy		13.59%	12.28%	13.56%
净利润	166	203	248	303
EPS	0.30	0.37	0.45	0.55
PE	59	48	39	32

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

四川九洲 (000801.SZ)

推荐 首次评级

分析师

鞠厚林

☎: 010-66568946

✉: juhoulin@chinastock.com.cn

执业证书编号: S01305111010007

特此鸣谢

傅楚雄 010-83574171

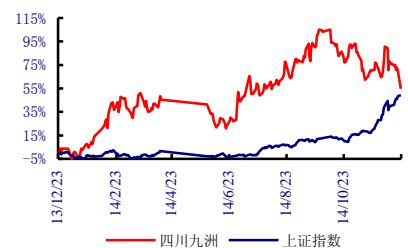
(fuchuxiong@chinastock.com.cn)

对本报告的编制提供信息

市场数据 时间 2014.12.26

A股收盘价(元)	17.81
A股一年内最高价(元)	21.90
A股一年内最低价(元)	9.70
上证指数	3157.6
市净率	5.8
总股本(万股)	45988.82
实际流通A股(万股)	45988.44
流通A股市值(亿元)	80.10

相对指数表现图



资料来源：中国银河证券研究部

相关研究

投资概要:

驱动因素、关键假设及主要预测:

公司整合大股东资产的运作已经开始,收购九洲空管和九洲信息的事项正在推进。未来仍有持续整合大股东优质资产的潜力。

空管业务和物流信息化业务在军品有民品领域都有较大发展空间,九洲空管和九洲信息将长期分享行业的增长机遇,而且这两家公司在主营领域内都有明显的先发优势和竞争优势,成长性长期看好。

假设九洲空管和九洲信息的业务以 20%左右的速度增长,公司传统的数字化电视产品保持相对稳定。

我们与市场不同的观点:

市场普遍认为公司的成长性不足,我们认为,九洲空管和九洲信息的空管业务和物流信息化业务都是成长性看好的行业,未来随着通航产业和军事物流信息化的发展,这两家公司的业务将呈现加速上升。

估值与投资建议:

公司 2015 年市盈率为 40 倍左右,与通航和军工行业重点公司相比,处于偏低水平,再加上公司有持续整合集团优质资产的潜力,投资价值有较大提升空间,给予“推荐”评级。

股价表现的催化剂:

低空开放相关政策出台,军用物联网超预期、国企改革推进、资产收购。

主要风险因素:

如果低空开放进度低于预期,可能影响公司业绩增长预期。

目 录

一、公司主业将由数字电视转向空管、信息等军工业务	3
(一) 目前业务以数字电视产品为主	3
(二) 通过收购资产转向空管和信息等军工业务	3
二、公司数字电视业务将保持稳定	4
(一) 行业发展进入中后期，空间有限	4
(二) 公司在行业排名靠前，预计将保持稳定	6
三、公司空管业务将受益于军用和通航发展，前景广阔	6
(一) 我国低空开放加快 通航产业空间巨大	6
(二) 公司空管业务优势明显 成长预期较好	8
四、军事物联网发展空间大，公司业务有望高速增长	10
(一) 军事物流信息化处于起步阶段，发展空间大	10
(二) 公司物流信息化成长预期较好	12
五、集团实力雄厚，公司未来有望继续整合优质资产	14
六、盈利预测及估值	15
(一) 盈利预测	15
(二) 估值比较	16

一、公司主业将由数字电视转向空管、信息等军工业务

(一) 目前业务以数字电视产品为主

公司以数字电视终端设备，宽带网络设备为主业，是中国有线电视行业技术最强、市场占有率最大的高科技企业，已经连续 27 年在广播电视领域保持行业产销量第一，着力为国内广电及电信运营商提供宽带网络解决方案、数字电视系统解决方案、IPTV 系统解决方案。

公司现在主要产品包括数字终端（机顶盒）、高频头、光器件等数字电视产品，其中数字终端占了 80% 的收入。数字终端产品包括三大部分：有线电视机顶盒、卫星电视机顶盒、地面接收设备。其中有线电视机顶盒是收入支撑，卫星电视机顶盒在国内由于天是高度管制主要还是出口的；地面接收设备主要是出口。

2012 年度及 2013 年度，公司收入分别为 27.5 亿元和 24.7 亿元，其中数字电视行业收入占公司收入的比例为 98% 左右。

(二) 通过收购资产转向空管和信息等军工业务

2013 年 12 月，公司以现金方式收购控股股东四川九洲电器集团有限责任公司所持的四川九洲空管科技有限责任公司 30% 的股权，转让价格为 27197.31 万元。2014 年 5 月，公司公布非公开发行预案收购四川九洲空管科技有限责任公司 70% 的股权、成都九洲电子信息系统股份有限公司 79.14% 的股权、206 号厂房以及补充流动资金。

九洲空管及九洲信息均为军工企业，其中九洲空管是国内领先的从事空管监视系统、通信设备、导航系统、信息化系统提供商，九洲信息主要从事智能溯源、军事物流信息化和智能安防等物联网业务，盈利水平均显著高于公司当前主业。

公司非公开发行股票申请已获四川省国资委、国家国防科工局批复，于 2014 年 7 月 3 日获中国证监会受理，目前处于反馈阶段。

本次募集资金收购项目完成后，将增加九洲空管从事的空管业务及九洲信息从事的物联网业务。公司的盈利能力将有显著提升，利润方面，空管业务利润将占据近 50% 比重。公司将由纯家电类上市公司切入军工行业，将给公司的成长性和投资价值带来较大的提升。

图 1: 收购后公司各业务收入占比

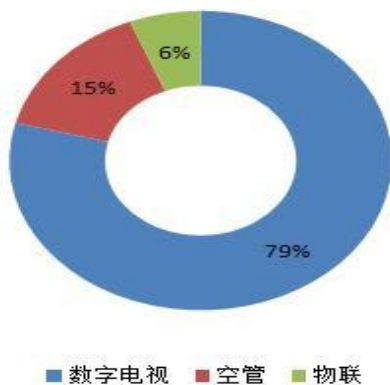
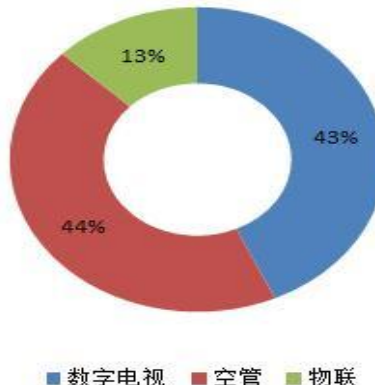


图 2: 收购后公司各业务利润占比



资料来源: 公司公告、中国银河证券研究部整理

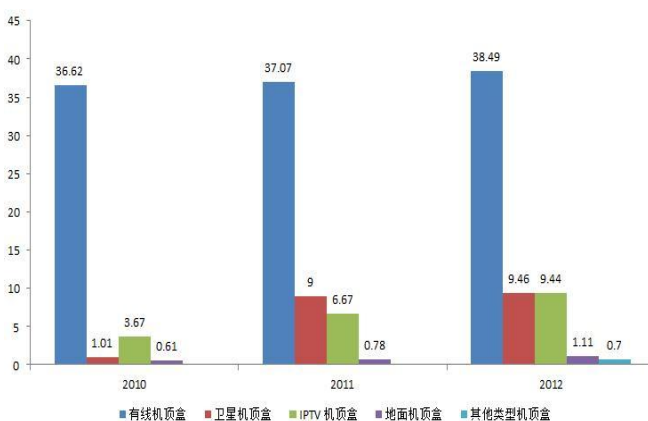
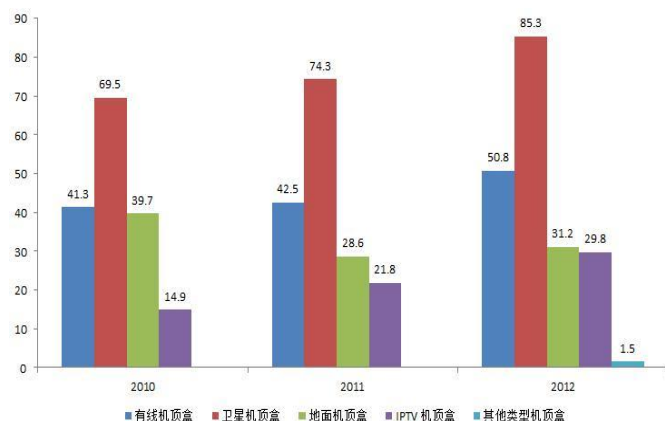
二、公司数字电视业务将保持稳定

公司目前业务以数字电视机顶盒业务为主, 产品以有线、卫星、地面、IPTV 四种类型为主。目前, 国内业务收入占比在 60% 左右, 国外市场的收入在 40% 左右。

(一) 行业发展进入中后期, 空间有限

在全球范围内, 卫星机顶盒市场需求量最大, 覆盖包括在美国、欧洲在内的成熟市场及非洲、南美洲、印度、中国等新兴市场。有线机顶盒近年来在亚洲出货量增幅较大, 在北美和欧洲市场上, 有线机顶盒的需求正在从基本型向智能型转变, 支持网络互联、家庭互联的高端机顶盒的出货量逐渐增加。地面机顶盒出货数量增长速度放缓, 需求主要来自于升级换代。根据格兰研究的预测, 未来几年全球机顶盒市场将继续保持平稳增长, 预计未来五年全球数字机顶盒年平均销售量在 2.10 亿台以上, 有线、卫星和 IPTV 等产品将成为增长的主要动力。

图 3: 2010-2012 年全球数字机顶盒市场销量图 (单位: 百万台) 图 4: 2010-2012 年国内数字机顶盒市场销售量 (单位: 百万台)



资料来源: 格兰研究、中国银河证券研究部整理

资料来源: 格兰研究、中国银河证券研究部整理

我国数字机顶盒的结构与全球市场不同。由于我国数字电视整体转换的推进以有线电视网络为主导，国内有线数字机顶盒的销量始终占据市场的主要份额，但随着卫星、IPTV 机顶盒出货量的增加，机顶盒市场呈现多元化发展，有线机顶盒销量占国内比例有所下降。

格兰研究数据显示，到 2014 年第三季度，我国电视家庭用户约为 4.23 亿户。其中，接收有线电视的家庭约占总电视家庭用户的 54.96%，保持领先优势，有线电视依然是当前中国家庭最主要的视频收视方式，并将在未来几年内长期保持领先优势；接收卫星电视的家庭约占总电视家庭用户的 36.48%，卫星电视覆盖广泛，是我国电视家庭用户第二大电视视频收视途径。

图 5：2014Q3 我国电视接收格局

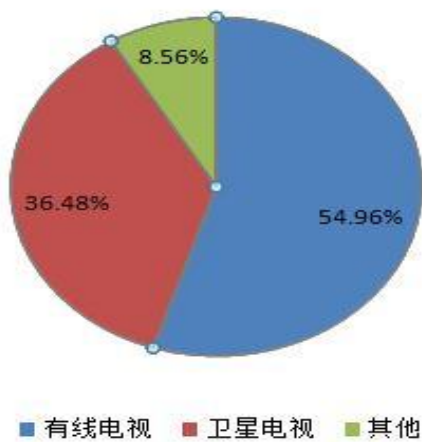
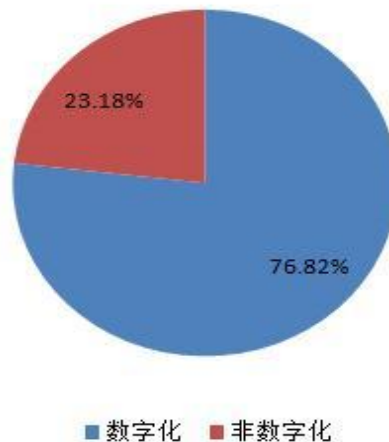


图 6：我国有线电视数字化情况



资料来源：格兰研究、中国银河证券研究部整理

资料来源：格兰研究、中国银河证券研究部整理

按照格兰研究的数据及测算，我国目前有线电视用户约为 2.33 亿户，截至 2014 年 10 月底，我国有线数字电视用户达到 17925.3 万户，据此测算，我国目前有线电视数字化程度接近 80%，我国有线数字化整体转换已步入中后期。

图 7：公司原有业务 2013 年的收入结构

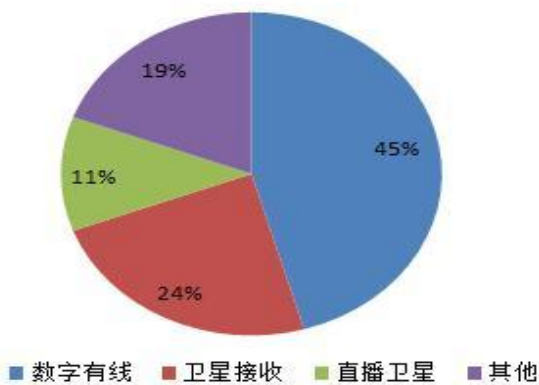


图 8：公司近年广电收入构成（单位：亿元）



资料来源：wind，中国银河证券研究部整理

资料来源：wind，中国银河证券研究部整理

（二）公司在行业排名靠前，预计将保持稳定

公司当前产品包括有线电视机顶盒、卫星电视机顶盒、地面接收设备，基本涵盖了传统的电视终端接收方式。根据格兰研究数据显示，截止到 2014 年第一季度，我国有线机顶盒出货总量超过 2 亿台，公司排名第二，仅次于创维，领先于银河电子。

由于机顶盒行业未来的发展主要来自于技术提升带来存量产品的更新换代及剩下 20% 多的数字化发展，空间有限，因此行业景气度将不比以前。面对传统数字电视业务增长放缓的局面，公司也在积极寻找方法转型应对：在传统机顶盒业务上，顺应未来发展趋势普及高端产品（高清机顶盒、双向终端产品）来提升毛利率及利润水平；此外，公司也逐渐切入非传统广电领域：目前电信业务拓展取得初步成效，互联网电视终端产品（多媒体机顶盒）推广加速。

图 9：公司的高清机顶盒



资料来源：公司网站

图 10：公司的网络机顶盒



资料来源：公司网站

我们看好公司管理层应对行业景气下降所采取的转型举措，在公司提升高毛利产品销量及向非广电领域拓展的举措下，我们预计未来几年，公司的数字电视机顶盒业务将基本保持稳定。

三、公司空管业务将受益于军用和通航发展，前景广阔

（一）我国低空开放加快 通航产业空间巨大

我国低空开放和通航发展一直呼声很高，近年来，国家加快了这方面的推进工作。目前，我国初步建立了多层次通用航空促进政策体系，包括国务院、中国民航局、地方政府、空管委等多个部门联合打造通用航空产业，推进低空开放。目前我国大型公务机审批权依然隶属于中国民航局，其余的通用航空经营和审批权都进行了简化和下放。未来中国民航局希望将通用机场的审批由民航局下放到地方政府，给予政策引导。近年来，相关工作积极推进，政策性文件频出，出台了一系列鼓励通航发展的措施，低空空域的使用审批也逐渐简化。

表 1: 空管及通航相关政策

时间	文件	相关政策
2003 年 1 月	《通用航空飞行管理条例》	对低空空域使用的审批流程进行了一定程度的简化
2010 年 4 月	《关于加快通用航空发展的措施》	涉及通航的发展规划、资金扶持、硬件建设、人员培养、管理服务、试点推进、政策协调等等 15 条措施;对机场建设、完善通用航空体系以及发展目标提出了明确的要求
2010 年 11 月	《关于深化我国低空空域管理改革的意见》	确立我国空域改革的总体目标,分三个阶段实施,明确我国在十二五期间将全面推广低空改革试点,并在十三五期间进一步深化低空空域改革
2011 年 5 月	《中国民用航空第十二个五年计划》	明确提出要加快通用航空事业发展,特别要加快基础设施建设,扩大服务领域和规模,促进通用航空快速发展。在目标方面,规划提出要求 2015 年通用航空生产作业从 14 万小时达到 30 万小时,年增长率达到 16%,通用机队规模由现在的 1010 架至 2015 年翻一番,超过 2000 架。
2012 年 12 月	《通用航空发展专项资金管理暂行办法》	通用航空发展专项资金将用于通用航空作业补贴、飞行员培训补贴以及完善设施设备建设等方面
2013 年 5 月	《民用航空工业中长期发展规划(2013-2020 年)》	明确 2013 年至 2020 年我国民用航空工业发展的主要目标,指明积极发展通用航空产业是规划的一个重要领域,优先发展社会效益好、市场需求大和经济价值高的通用飞机和直升机
2013 年 11 月	《通用航空飞行任务审批与管理规定》	框架性政策,规定了通用航空飞行任务审批主管部门、时限等问题
2014 年 7 月	《低空空域使用管理规定(试行)征求意见稿》	就未来我国真高 1000 米以下低空空域的管理使用进行了详细、有实操性的规定,将成为未来我国低空空域使用管理的基本依据。将在 2015 年实现低空全面开放。

资料来源:互联网,中国银河证券研究部整理

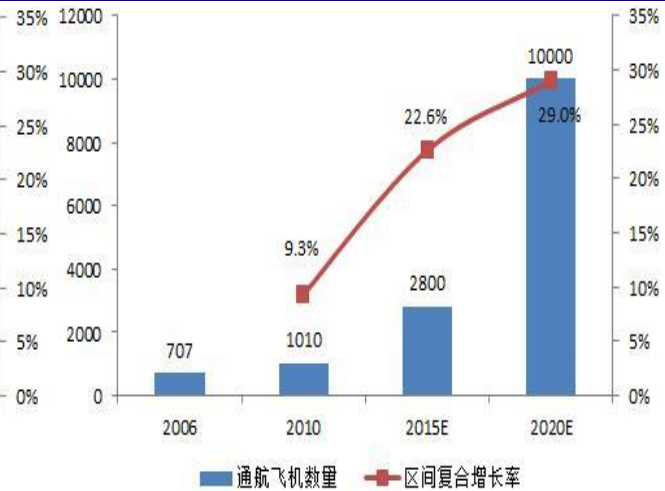
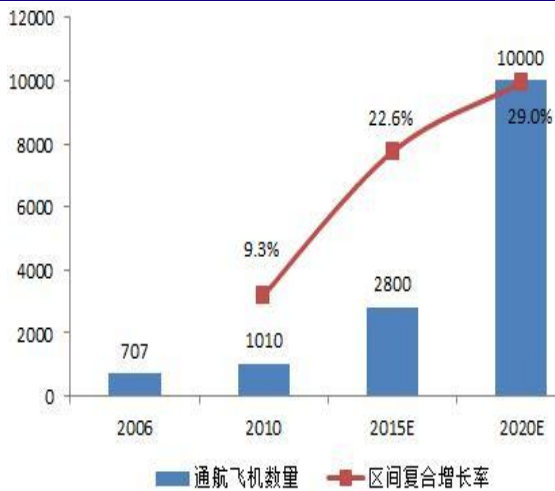
2014 年 11 月下旬,国务院副总理马凯还专门参加了低空改革会议。会议讨论了《低空空域使用管理规定》、《无人驾驶航空飞行器管理规定》、《通用航空信息服务站系统建设和管理规定》、《目视飞行航空地图管理规定》等法规草案。根据国家通用航空产业发展"三步走"规划,今明两年是低空空域管理改革关键时期。我们预计 2014-2015 年国家对于低空空域管理改革的进程将大幅提速,会议讨论的法规将陆续出台,通航产业即将起飞。

低空领域开放会促进民用通航产业的发展,民用航空器的增加会带来相关机载空管设备的需求增长。此外,低空领域开放需要新增大量地面空管监视和自动化设备的提供监视、管理,有利于推动相关产品市场需求的增长。

根据豪客比奇公司的估计,如果关键的基础设施、空域的可用性和有利的运行环境得到保证,中国通用航空需求量将以每年 20% 的速度增长,到 2015 年,通用飞机总数将达到 2800 架;根据美国贸易发展署、中国美国商会和中国民航局的估测,到 2015 年中国将需要 1997 架作业通用飞机和 1415 架培训及私人飞机,复合增长率 21%;根据中国民航总局的估测到 2020 年通用航空机队规模总数将达到 1 万架,复合增长率 22%,届时市场规模将达到 1500 亿元。按照投入产出 1:10 的比例估算,将直接带动上下游超万亿元的市场规模。

图 11: 通用航空飞机数量 (单位: 架)

图 12: 通用航空市场规模 (单位: 亿元)



资料来源: 互联网, 中国银河证券研究部整理

资料来源: 互联网, 中国银河证券研究部整理

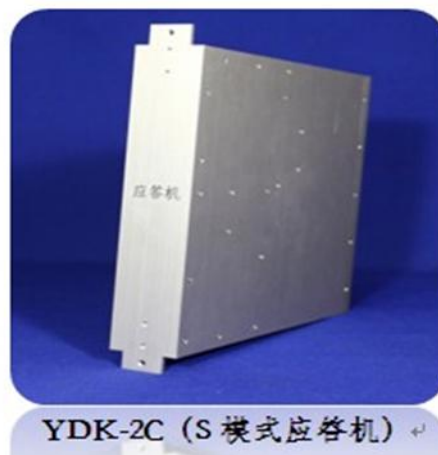
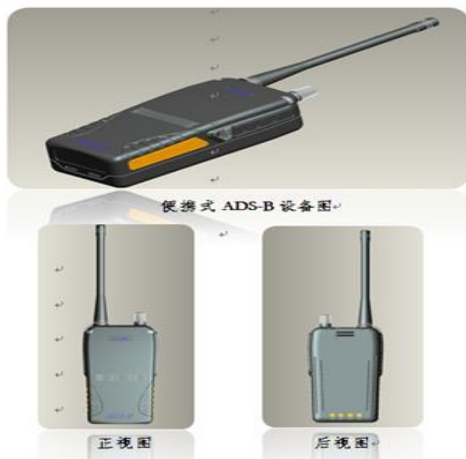
(二) 公司空管业务优势明显 成长预期较好

2013 年 12 月, 公司以现金方式收购控股股东四川九洲电器集团所持的九洲空管公司 30% 的股权。2014 年 5 月, 公司公布非公开发行预案, 拟收购九洲空管 70% 的股权等资产。如果本次收购顺利完成, 公司将持有九洲空管 100% 股权。

九洲空管主要从事空管监视系统、通信设备、导航系统、自动化系统等业务, 主要产品包括 TCAS 空管机载防撞系统产品、SSR\ADS-B 等空管监视导航产品以及空中交通管制自动化系统产品等, 覆盖飞机从起飞、爬升、巡航、下降到着陆的全过程, 目前有 40 余种空管产品出口南亚、东南亚、南美、非洲的国家和地区。九洲空管军工资质完备, 通过了 AS9100 航空质量管理体系认证, 拥有完善的产品线, 技术与国际同步, 达到国内一流。

图 13: 便携式 ADS-B 机载终端

图 14: YDK-2C (S 模式应答机)



资料来源: 公司网站

资料来源: 公司网站

空管机载防撞系统产品是九洲的核心技术产品，技术达到国际先进水平，公司拥有完全自主知识产权，销售收入占据了主营业务收入总额的 70%左右，未来 5 年，该系列产品的销售收入仍将呈现上升趋势；空管监视导航产品是九洲空管未来重点发展的产品，公司拥有全套成熟的空管地面及配套仪表等系列产品，根据国家空管系统“十二五”、“十三五”规划，预计 2015-2017 年这个系列收入也将呈现较大幅度的增长趋势。

目前，九洲空管的收入绝大多数来自于军航，在国内军航空管市场,九洲空管占有 80%以上的市场份额。九洲空管在传统军方市场订货稳定，未来几年在监视、通信、导航、自动化等新产品领域将进一步拓展市场，预计未来九洲空管军品业务将保持 20%以上的快速增长。

在民用航空领域，目前国外进口空管设备占比较大。但是，目前国家正在大力推进空域管理体制改革以及国产大飞机研发推广等工作，民用空管产品的市场潜力很大，是九洲空管未来的主要发展重点。中小型通航飞机、直升机、大型客运和货运飞机都可以应用民用空管产品。目前，九洲空管目前已在民航领域逐步拓展，机载设备已取得民航适航认证，实现了国内市场的提前占位；地面 ADS-B1090 地面站已取得民航认证，后续仍有部分相关产品将办理民航认证和试航。

根据非公开发行草案及备考盈利预测，九洲空管近几年高速成长，收入由 2012 年的 2.57 亿迅速增长到 13 年的 4.67 亿，并有望在 15 年实现约 7.68 亿的收入，利润由 2012 年的 0.46 亿上升到 13 年的 0.76 亿，并有望在 15 年实现 1.21 亿的净利润。我们预计九州空管在军品和民品共同较快增长的拉动下，未来较长时期收入将保持 25%-30%的增速。

图 15: 九洲空管近年收入情况 (单位: 亿元)



图 16: 九洲空管近年利润情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 14, 15 年为备考数据,

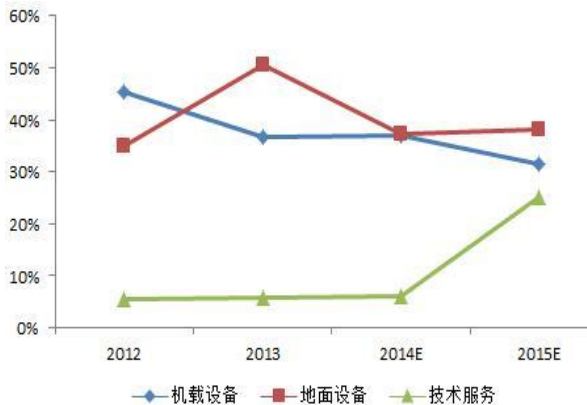
资料来源: 公司公告, 14, 15 年为备考数据,

中国银河证券研究部整理

中国银河证券研究部整理

同时由于空管民品业务所面临的竞争也将较激烈，毛利率预计将低于军品的毛利率。因此我们预计，空管业务在未来持续快速增长的同时，整体毛利率水平可能将呈现小幅下降。

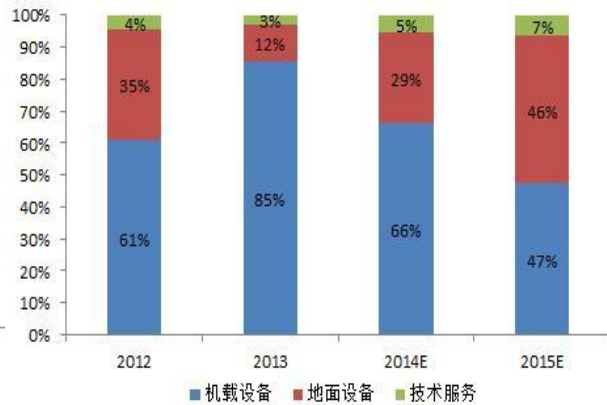
图 17: 九州空管的毛利率情况



资料来源: 公司公告, 14, 15 年为备考数据,

中国银河证券研究部整理

图 18: 九州空管的收入构成



资料来源: 公司公告, 14, 15 年为备考数据,

中国银河证券研究部整理

四、军事物联网发展空间大, 公司业务有望高速增长

(一) 军事物流信息化处于起步阶段, 发展空间大

国家“十二五”规划中明确指出: 物联网是新一代信息技术产业发展的重点, 要推动物联网关键技术研发和在重点领域的应用示范。近年来, 越来越多的政策提出要大力发展物联网, 各地也都出台了相应的文件鼓励支持发展物联网产业。

表 2: 物联网相关政策

时间	文件	相关政策
2010 年 10 月	《国务院关于加强培育和发展战略性新兴产业的决定》	将物联网确定为七大战略性新兴产业之一
2011 年 3 月	《我国国民经济和社会发展十二五规划纲要》	提出物联网是新一代信息技术产业发展的重点, 要推动物联网关键技术研发和在重点领域的应用示范。 明确了到 2015 年物联网发展的目标、步骤和重点领域。规划要求到 2015 年, 我国要在核心技术研发与产业化、关键标准研究与制定、产业链条建立与完善、重大应用示范与推广等方面取得显著成效, 初步形成创新驱动、应用牵引、协同发展、安全可控的物联网发展格局。具体要求技术领域取得 500 项以上重要研究成果, 研究制定 200 项以上国家和行业标准; 培育和发展 10 个产业聚集区, 100 家以上骨干企业。
2012 年 2 月	《物联网“十二五”发展规划》	包含了顶层设计、标准制定、技术研发、应用推广、产业支撑、商业模式、安全保障、政府扶持、法律法规、人才培养 10 个专项行动计划。设立了各个领域从 2013 年到 2015 年的总体发展目标
2013 年 9 月	《物联网发展专项行动计划》	

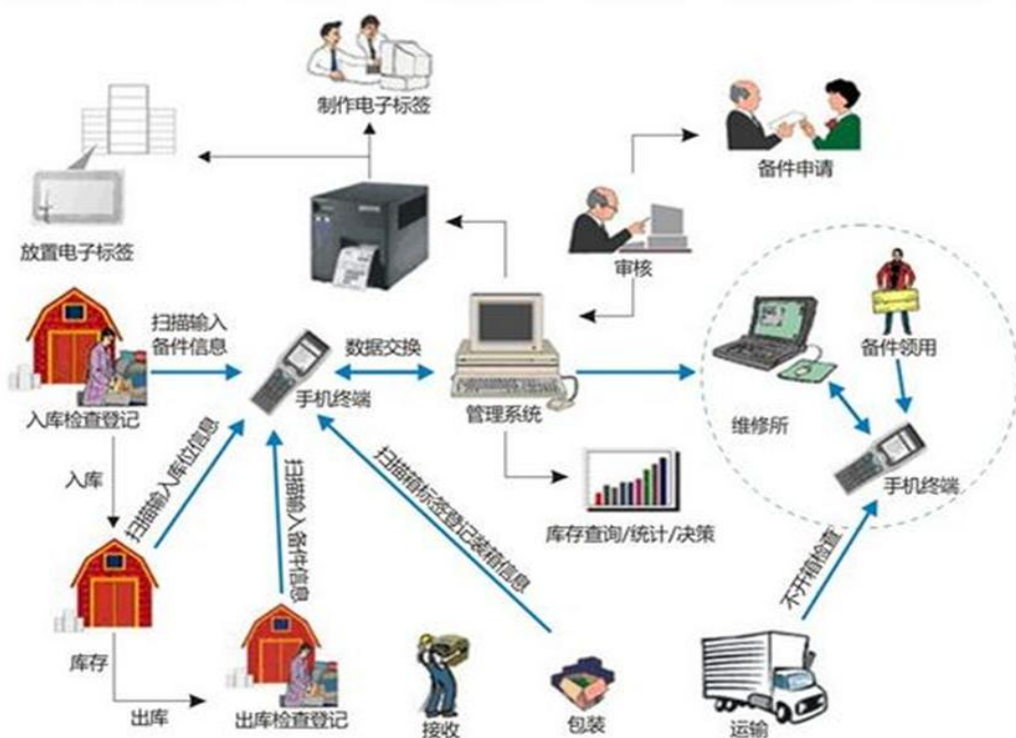
资料来源: 互联网, 中国银河证券研究部整理

2012 年，我国物联网市场规模达到 3650 亿元，较上年增长 38.9%。根据中国物联网研究发展中心发布的《2012-2013 中国物联网发展报告》的预测，2015 年国内物联网产业整体市场规模将达 7500 亿元，年复合增长率将在 30% 以上。我国未来物联网的发展空间巨大。

军事物流信息化是指通过建立军事物流管理平台和相应物流信息数据库，运用 RFID、电子标签、全球定位系统、卫星通讯系统等先进技术，实现军用物资从出厂、仓储、运输再到前线使用的全过程无缝管理和控制。信息化是军队未来的重要发展方向，而后勤领域信息化是实现军队作战信息化的重要组成部分。因此，随着解放军信息化步伐的不断加快，对军事物流信息化领域相关产品的市场需求将呈现出持续增长的态势。

智能仓库系统是军事物流信息化的重要内容之一，以 RFID 技术为中心，实现库存的最优化和物品出 / 入库控制、物品存放位置及数量统计、信息查询过程的自动化，方便管理人员进行统计、查询和掌握物资流动情况，达到方便、快捷、安全、高效等要求。对极其精密的库存管理以及快速地做出决策，并可以和生产系统或销售系统、ERP 系统等企业其他管理系统进行合作，通过引入视频监控技术实现库存信息可视化、库存物料及其状态的可视化跟踪、可视化查询结果的输出、自动生成库存操作单据、为管理者提供多方位、直观的统一统计信息。

图 19: 数字立体仓库系统构成图



资料来源: 公司网站

（二）公司物流信息化成长预期较好

2014 年 5 月，公司公布非公开发行预案还拟收购成都九洲电子信息系统股份有限公司 79.14% 的股权。九洲信息是专业从事物联网产业领域军事物流信息化、智能溯源以及智能安防产品的研发制造的高新技术企业，其是四川省物联网龙头企业。未来公司的物联业务将以九洲信息为主体。

在军事物流信息化方面，公司在总装、海军、空军等部门形成竞争优势，正在逐步向总参、总后、二炮等相关领域发展。从 2013 年的收入情况来看，军品业务大概占收入的 30% 左右。

总体上看由于我国整个军事信息化水平相对国际上一些军事强国而言比较落后，军委已多次发文加强军队信息化建设，目前我国军队物流信息化处于起步阶段，未来将较快普及。公司军事物流信息化重点是做整个的系统，而不是简单的单一设备，将整个系统扩容到军工厂的库房系统，是九州信息重点发展的业务。

民品上，九洲信息可为客户提供全套安防监控工程设计方案以及相应产品和施工服务，具体的智能安防产品主要有各类传感器、防盗报警装置、视频监控设备以及网络信息平台设备等。在市场项目方面，九洲信息主要集中在西部，已成功在广西柳州、新疆库尔勒、四川绵阳、内江等城市成功实施了安防工程项目。目前民用智能安防领域，公司是国内市场上重要的参与者。

未来随着城市化进程的不断推进，城市规模持续扩张，城市安防工程的市场需求总量正在不断增长。此外，天网和交通违章监控等城市安防工程的建设是一个持续推进、逐步覆盖的过程，因此安防监控的市场需求的增量较为稳定和持续。

和其他公司的商业模式经营思路不同，九州信息的模式是利用自有资金帮助中小城市做安防和监控项目，政府对监控点按月支付租赁费，因此这种模式能产生较稳定的现金流和盈利。预计安防业务未来将总体保持稳定。

图 20：部分安防产品



资料来源：公司网站

九洲信息公司在智能溯源方面也有较好发展，产品包括食品、药品和危险品安全智能追溯系统、安全生产监察及应急救援平台系统等。其中，在蔬菜、肉类溯源系统市场，九洲信息公司拥有系统集成和溯源硬件设备供应能力，在市场、品牌、技术方面具有一定的优势。目前商务部基于食品安全推动的政府采购工程目前进入到第四期，在前三期采购中，九州信息在 35 个试点城市中中标了 12 个城市，在商务部招标中公司的份额第一。

图 21: 部分智能溯源产品



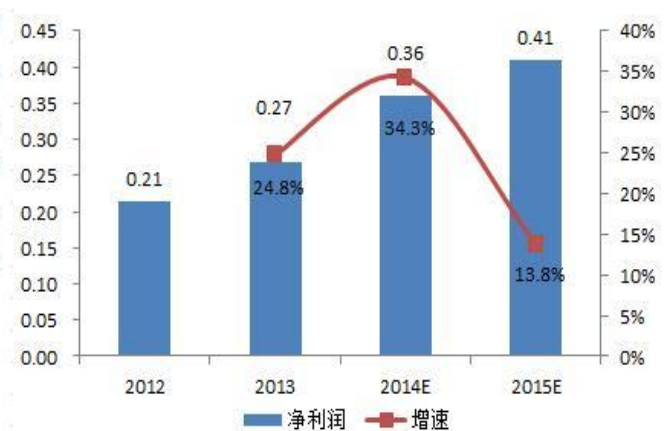
资料来源: 公司网站

九州信息近几年收入、利润增速较快。2012年九州信息的收入1.88亿元, 2013年已经达到2.37亿元, 预计到2015年收入有望达到3.33亿元; 净利润方面, 2012年九州信息实现净利润仅2149万, 预计到2015年, 九州信息有望实现4096万的利润。

图 22: 九州信息的收入情况



图 23: 九州信息净利润情况



资料来源: 公司公告, 14, 15年为备考数据,

资料来源: 公司公告, 14, 15年为备考数据,

中国银河证券研究部整理

中国银河证券研究部整理

公司绝大多数收入都来自于传感器产品及技术服务，这两块在收入中占比达到 98%以上。其中，传感器产品的毛利率稳步提升，而技术服务类的毛利率下降较快。九州信息的整体毛利率则基本保持稳定，在 40%左右。

图 24: 九州信息的收入构成

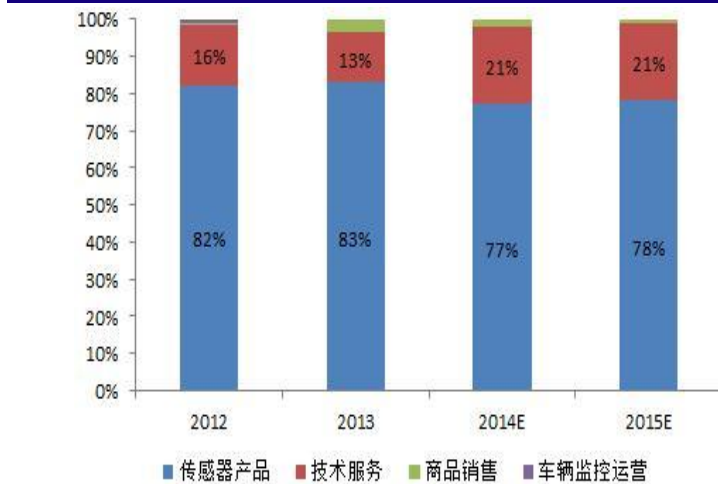
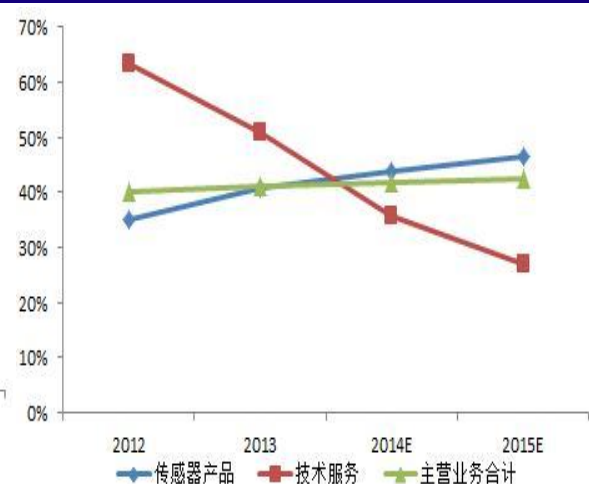


图 25: 九州信息的毛利率



资料来源：公司公告，14，15 年为备考数据，

资料来源：公司公告，14，15 年为备考数据，

中国银河证券研究部整理

中国银河证券研究部整理

根据行业和公司情况判断，九州信息的军事物流信息化未来前景较好，而其他业务也会保持稳定发展。集团对九州信息的业绩承诺是 2015 年净利润 4096 多万，2016 年为 4683 万，集团也承诺了如果业绩低于承诺，将以现金方式补偿。

我们认为九州信息整体的业绩预测相对比较保守，未来有望超出公司预期。根据公司的公开数据分析，军事物流信息化业务 2012 收入不足 2000 万，2013 年收入 7000 万左右，预计未来将保持 30%以上的高速增长；智能溯源系统 2013 年收入 8000-9000 万，预计未来将保持 15%左右的增速；智能安防业务 2013 年收入在 1 亿左右，预计未来收入也将保持相对稳定。综合测算，预计九州信息整体未来收入将保持 25%左右增速，整体毛利率将保持较稳定。

五、集团实力雄厚，公司未来有望继续整合优质资产

公司的大股东是四川九州电器集团。四川九州电器集团有限责任公司始建于 1958 年，前身为国营涪江机器厂（783 厂），是国家“一五”期间 156 项重点工程之一，是国家从事二次雷达系统及设备、空管系统及设备科研、生产的大型骨干军工企业；从事数字电视设备、有线电视宽带综合业务信息网络及三网融合系统、电线电缆光缆、LED、物联网、电子政务和电子商务软件、手机等个人消费终端、车载指挥通信系统、卫星导航系统产品等的开发、制造、经营和服务的高科技企业。

集团 2013 年收入约 180 亿元，利润约 7 亿元，集团 2014 年目标是确保收入实现 220 亿元，利润突破 9 亿元；2015 年的目标是确保收入突破 230 亿元，利润突破 10 亿元。集团的长期规划是，到 2020 年要实现千亿收入目标。九州集团的发展战略：以军品为根基，通过

产业并购争取做到千亿规模。

我们估算，集团 2013 年 180 亿的收入中，军品业务收入 30 亿元以上，利润 4-5 亿元；民品业务收入 140 多亿。从收入规模和利润规模测算，上市公司体外仍有 3 倍以上的优质资产（包含军品）。自公司 2010 年借壳四川湖山上市后，集团的资本运作路径较为清晰。公司是九洲集团的唯一上市平台，未来有望实现集团的整体上市。

表 3: 集团、公司（假设收购完成）2013 年部分财务指标对比

	九洲集团	四川九洲	体外资产
营业收入	约 180	31.23	4.76
净利润	约 7	1.66	3.22

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

中共四川省委、四川省人民政府 2014 年 5 月 13 日发布了《关于深化国资国企改革促进发展的意见》，要求大力推进股份制改革，促进混合所有制经济发展；加快国有资产证券化，鼓励国有企业利用多层次资本市场上市挂牌，已上市公司通过分布注入优质资产的方式实现整体上市。公司的实际控制人是绵阳市国资委，九洲集团作为绵阳市重点国企，未来将积极探索国企改革，公司未来也将有望受益于集团的改革。

六、盈利预测及估值

（一）盈利预测

1. 传统业务总体保持平稳

预计九洲的传统业务未来将总体保持平稳。由于公司 2014 年 10 月受到国家广电总局对相关产品的限期整改通知，虽然已于 11 月底恢复，预计仍将对四季度的营收造成一定的负面影响。由于 2013 年底现金收购九洲空管 30% 的股份采用的是银行贷款，将对 2014 年的利润产生一定的影响。我们预计公司传统业务 2014-2016 年收入分别为 26.5 亿元、28 亿元、30 亿元，利润分别为 7400 万、7900 万、8600 万元

表 4: 公司的传统业务业绩预测

单位：人民币， 百万	2013A	2014E	2015E	2016E
营收	2471	2650	2800	3000
yoy		7.24%	5.66%	7.14%
净利润	72	74	79	86
yoy		2.78%	6.76%	8.86%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

2. 九洲空管将保持快速增长

我们预计未来九洲空管军品业务将保持 20% 以上的快速增长，民用市场随着低空开放及通航设备的普及，将爆发性增长。但是考虑到目前民品收入占比较小，我们预计九州空管未来

几年整体收入将保持 30%左右的增速，毛利率水平将小幅下滑。

表 5: 九洲空管的业绩预测

单位: 人民币, 百万	2013A	2014E	2015E	2016E
营收合计	464	650	870	1135
yoy		40.09%	33.85%	30.46%
净利润	73	101	133	170
yoy		38.36%	31.68%	27.82%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部整理

3. 军用物联网将驱动九洲信息高速增长

九洲信息是少数具有军工资质的物联网企业, 具备先发优势, 军用物联网业务未来将爆发性增长; 智能溯源业务切入食品、药材等细分领域, 将稳定增长; 安防业务将保持稳定。我们预计九洲信息 2014 年将实现 3 亿左右的收入, 2015-2016 年将有望超出公司的业绩承诺, 分别实现 3.9 亿和 4.9 亿左右的收入。

表 6: 九洲信息的盈利预测

单位: 人民币, 百万	2013A	2014E	2015E	2016E
营收合计	237	312	395	490
yoy		31.65%	26.60%	24.05%
净利润	27	36	46	59
yoy		33.33%	27.78%	28.26%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部整理

我们预计公司非公开发行收购四川九洲空管科技有限责任公司 70%的股权、成都九洲电子信息系统股份有限公司 79.14%的股权等资产事宜将在 2015 年获得批文并完成, 该部分业绩将自 2015 起年并表。

表 7: 收购完成后的盈利预测 (按备考预测)

单位: 人民币, 百万	2013A	2014E	2015E	2016E
营收合计	3123	3547	3983	4523
yoy		13.59%	12.28%	13.56%
净利润	166	203	248	303
EPS	0.30	0.37	0.45	0.55

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部整理

(二) 估值比较

本次收购完成后, 公司的收入及利润来源摆脱了原先以传统有线电视业务为主的单一收入结构, 增加了空管、物联等军品业务。我们估值比较采用收购完成后的盈利预测。

表 8: 主营含机顶盒业务的上市公司估值情况

代码	公司名称	股价	14EPS	15EPS	16EPS	14PE	15PE	16PE
002519.SZ	银河电子	20.18	0.69	0.86	1.06	29.43	23.43	19.12
002052.SZ	同洲电子	9.15	0.07	0.12	0.21	132.99	78.14	44.33
000810.SZ	创维数字	15.88	0.72	0.80	0.88	22.06	19.85	18.05
300028.SZ	金亚科技	14.16	0.12	0.17	0.27	120.20	82.04	52.91
600839.SH	四川长虹	4.79	0.01	0.09	0.16	377.17	56.09	30.41
000801.SZ	四川九洲	17.81	0.37	0.45	0.55	48.14	39.58	32.38

资料来源: 公司公告, wind, 中国银河证券研究部整理; 除创维数字和四川九洲外, 其余公司盈利预测采用 wind 一致预期

和主营业务含有机顶盒的上市公司比较, 公司估值处于中游水平, 但显著高于龙头企业创维数字和银河电子。

表 9: 空管、通航业务的上市公司估值情况

代码	公司名称	股价	14EPS	15EPS	16EPS	14PE	15PE	16PE
002253.SZ	川大智胜	24.39	0.34	0.84	1.00	70.76	29.03	24.43
600990.SH	四创电子	60.39	0.67	0.89	1.20	90.32	68.15	50.39
002023.SZ	海特高新	23.13	0.52	0.74	1.07	44.61	31.35	21.54
002111.SZ	威海广泰	17.14	0.43	0.60	0.76	40.08	28.59	22.57
000099.SZ	中信海直	13.83	0.37	0.45	0.52	37.64	30.58	26.63
300397.SZ	天和防务	83.84	1.25	1.49	1.81	67.06	56.17	46.44
000801.SZ	四川九洲	17.81	0.37	0.45	0.55	48.14	39.58	32.38

资料来源: 公司公告, wind, 中国银河证券研究部整理; 除四川九洲外, 其余公司盈利预测采用 wind 一致预期

和空管、通航板块上是公司相比, 公司估值处于偏低水平。

表 10: 军工板块重点上市公司估值情况

代码	公司名称	股价	14EPS	15EPS	16EPS	14PE	15PE	16PE
600562.SH	国睿科技	52.32	0.57	0.78	1.02	91.98	66.98	51.35
600990.SH	四创电子	60.39	0.67	0.89	1.20	90.32	68.15	50.39
000748.SZ	长城信息	38.30	0.36	0.51	0.68	106.60	74.97	56.33
601989.SH	中国重工	9.20	0.19	0.24	0.27	49.36	38.93	33.74
300397.SZ	天和防务	83.84	1.25	1.49	1.81	67.06	56.17	46.44
600118.SH	中国卫星	30.12	0.29	0.35	0.39	104.84	85.98	77.75
600184.SH	光电股份	37.24	0.27	0.47	0.68	136.46	78.81	55.11
600372.SH	中航电子	29.12	0.36	0.45	0.55	80.09	64.07	52.89
000547.SZ	闽福发 A	15.20	0.22	0.28	0.32	69.57	54.72	46.83
000801.SZ	四川九洲	17.81	0.37	0.45	0.55	48.14	39.58	32.38

资料来源: 公司公告, wind, 中国银河证券研究部整理; 除四川九洲外, 其余公司盈利预测采用 wind 一致预期

和军工板块重点上市公司相比, 公司估值处于较低的水平。

我们测算公司本次收购完成后, 空管业务的利润将占比近 50%, 军品的利润也将占据整体利润的 1/3 以上。和可比上市公司比, 公司估值水平存在较大提升空间。给予“推荐”评级。

插图目录

图 1: 收购后公司各业务收入占比	4
图 2: 收购后公司各业务利润占比	4
图 3: 2010-2012 年全球数字机顶盒市场销量图 (单位: 百万台)	4
图 4: 2010 - 2012 年国内数字机顶盒市场销售量 (单位: 百万台)	4
图 5: 2014Q3 我国电视接收格局	5
图 6: 我国有线电视数字化情况	5
图 7: 公司原有业务 2013 年的收入结构	5
图 8: 公司近年广电收入构成 (单位: 亿元)	5
图 9: 公司的高清机顶盒	6
图 10: 公司的网络机顶盒	6
图 11: 通用航空飞机数量 (单位: 架)	8
图 12: 通用航空市场规模 (单位: 亿元)	8
图 13: 便携式 ADS-B 机载终端	8
图 14: YDK-2C (S 模式应答机)	8
图 15: 九洲空管近年收入情况 (单位: 亿元)	9
图 16: 九洲空管近年利润情况 (单位: 亿元)	9
图 17: 九州空管的毛利率情况	10
图 18: 九州空管的收入构成	10
图 20: 部分安防产品	12
图 21: 部分智能溯源产品	13
图 22: 九洲信息的收入情况	13
图 23: 九洲信息净利润情况	13
图 24: 九州信息的收入构成	14
图 25: 九州信息的毛利率	14

表格目录

表 1: 空管及通航相关政策.....	7
表 2: 物联网相关政策.....	10
表 3: 集团、公司（假设收购完成）2013 年部分财务指标对比	15
表 4: 公司的传统业务业绩预测	错误!未定义书签。
表 5: 九洲空管的业绩预测.....	16
表 6: 九洲信息的盈利预测.....	16
表 7: 收购完成后的盈利预测（按备考预测）	16
表 8: 主营含机顶盒业务的上市公司估值情况	17
表 9: 空管、通航业务的上市公司估值情况	17
表 10: 军工板块重点上市公司估值情况	17

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

鞠厚林，行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

A 股：航空动力（600893.SH）、中国卫星（600118.SH）、中航电子（600372.SH）、中航重机（600765.SH）、中航飞机（000768.SZ）、中航精机（002013.SZ）、航天电子（600879.SH）、航天科技（000901.SZ）、中航光电（002179.SZ）、光电股份（600184.SH）、国睿科技（600562.SH）、航天通信（600677.SH）、中国重工（601989.SH）、风帆股份（600482.SH）、成飞集成（002190.SZ）等。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河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。银河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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn