

家电：四川长虹（600839）点评报告

2015年1月30日

军民并举战略提升公司估值

评级：推荐

⑤ 公司收购零八一军工资产获国家国防科技工业局批复

四川长虹发布公告，公司接到四川电子军工集团有限公司转来的国家国防科技工业局《国防科工局关于零八一电子集团有限公司重组上市有关问题的意见》，批复在保持零八一电子集团有限公司独立法人地位的前提下，同意零八一电子集团有限公司重组上市。

⑤ 公司在主业萎靡的情况下谋求战略转型

由于当年战略性选择等离子电视的判断失误，四川长虹（600839）近年来电视主业表现不佳。2014年1-3季度，公司营收实现413亿元，同比增长-1.82；实现归属于上市公司股东净利润-3.14亿元，同比增长-201%，经营压力较大。公司日前通过定向增发购买资产，目的是向“军民共举”及“智能化”战略积极转型。

⑤ 收购军工资产资质优良且估值低

零八一电子集团公司是四川电子军工集团的核心资产，公司已建成产业链条完整、门类齐全、自主研发能力较强的电子装备生产基地，尤其是在大型电子武器系统装备的科研生产工艺流程方面，具有完整的科研、生产和管理体系，在四川乃至全国都具有比较重要的地位，现已发展成为我国近程防空的骨干企业之一和军工电子核心能力建设重点单位。公司此次收购价基本是按照净资产1倍PB收购，估值较低，明显低于二级市场的水平。

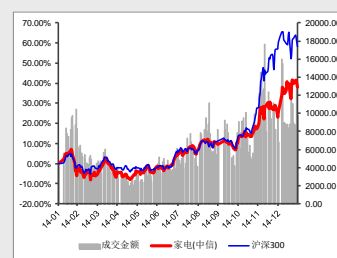
⑤ 投资建议：军民共举战略将估值空间打开

从估值提升角度看，公司具有较多的股价催化因素。除资产重组外，公司还具有一定的国企改革预期，公司可以通过引入战略投资者、发展混合所有制等手段改善股权结构，辅以军工资产的运作，公司未来的股价成长空间比较大。我们给予公司“推荐”评级。

⑤ 风险提示

- 1、收购进程遭遇不可测因素，资产注入遇阻；
- 2、电视业务继续萎缩；
- 3、公司混合所有制改革不达预期。

市场表现 截至 2015.1.29



市场数据	2015/1/29
A 股收盘价 (元)	5.21
A 股一年内最高价 (元)	5.54
A 股一年内最低价 (元)	4.60
上证指数	3262.31
市净率	1.77
总股本 (亿股)	46.16
实际流通 A 股 (亿股)	46.10
限售的流通 A 股 (万股)	624.64
流通 A 股市值 (亿元)	240.18

分析师：易华强
执业证书号：S1490513080001
电话：010-58565074
邮箱：yihuaqiang@hrsec.com.cn

联系人：袁明
电话：010-58568297

公司关键指标预测:

关键指标	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	52,003.33	52,334.15	58,875.27	59,265.00	63,443.00	69,481.00
增长率(%)	24.67	0.64	12.5	0.66	7.05	9.52
归属母公司股东净利润(百万)	406.21	325.33	512.48	58.65	394	727
增长率(%)	38.99	-19.91	57.53	-88.56	571.78	84.52
EPS(摊薄)	0.09	0.07	0.11	0.01	0.09	0.16
PE	59.2	73.9	46.94	410.24	61.01	33.08

目 录

一、公司收购军工资产获国家国防科技工业局批复.....	4
二、主业不振，公司谋求战略转型.....	4
三、收购资产资质优良且估值低.....	5
四、投资建议：“军民共举”战略打开公司估值空间.....	7
五、风险提示.....	8

图表目录

图表 1: 公司目前总资产与净资产情况.....	4
图表 2: 公司近 5 年净利润变化情况.....	5
图表 3: 零八一电子集团公司主要分支架构.....	6
图表 4: 零八一电子集团公司主要财务指标.....	7
图表 5: 公司盈利及估值预测表.....	7

一、公司收购军工资产获国家国防科技工业局批复

1月30日，公司收购零八一军工资产事项获得国家国防科技工业局批复，批复内容有四项：

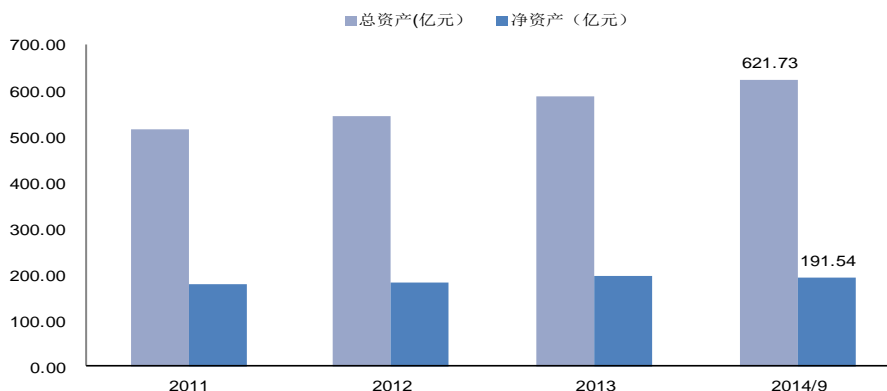
- 1、经审核，在保持零八一电子集团有限公司独立法人地位的前提下，同意零八一电子集团有限公司重组上市。
- 2、零八一电子集团有限公司重组上市须严格遵守国家有关法律法规。公司、零八一电子集团有限公司均须在公司章程中设定有关涉军事事项的特别条款。
- 3、上市公司有关涉密信息披露，应按国家有关规定办理。
- 4、重组完成后，公司应进一步加强对所属涉军企业的管理，并适时申请保密资格。

从该批复的进程来看，公司收购零八一公司进展顺利，后续审批过程预计也将加快。

二、电视主业不振，公司谋求战略转型

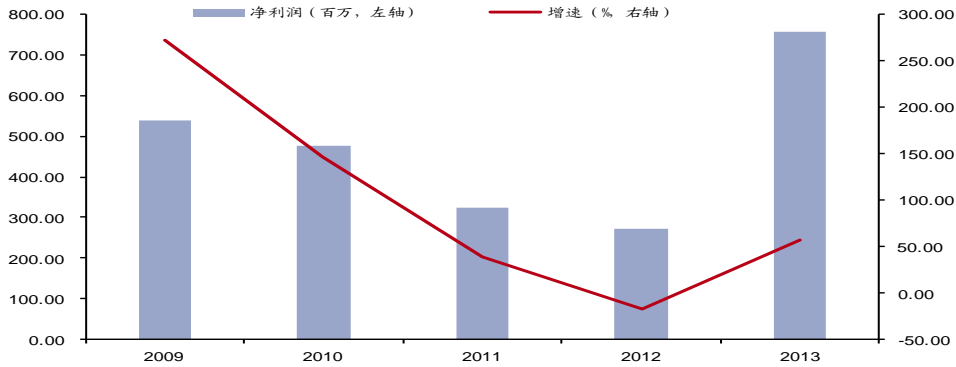
由于当年战略性选择等离子电视的判断失误，四川长虹（600839）近年来电视主业表现不佳，目前国内销量市占率落后于海信、创维及TCL等公司2-3个百分点。同时受上游面板价格走高及终端价格战的持续影响，电视毛利率急剧下滑，主营业务陷入泥潭。2014年1-3季度，公司营收实现413亿元，同比增长-1.82%；实现归属于上市公司股东净利润-3.14亿元，同比增长-201%。其中公司控股的子公司美菱电器及华意压缩盈利情况较好，亏损集中在电视业务。

图表 1：公司目前总资产与净资产情况



数据来源：WIND，华融证券整理

图表 2: 公司近 5 年净利润变化情况



数据来源: WIND, 华融证券整理

2014 年 11 月, 公司发布资产重组方案, 宣布将向控股股东及其他投资者定向增发 114,285.71 万股, 定价 3.50 元/股, 拟募集资金 40 亿元。募集资金主要有三方面投向: 一是收购控股股东四川长虹电子集团公司持有的军工资产零八一集团 100% 股权, 作价 22 亿元; 二是智能交易平台和模式建设项目, 拟投入 8.8 亿元; 三是智能研发管理平台及体系建设项目, 拟投入 4.6 亿元, 另外 5 亿元补充流动资金。

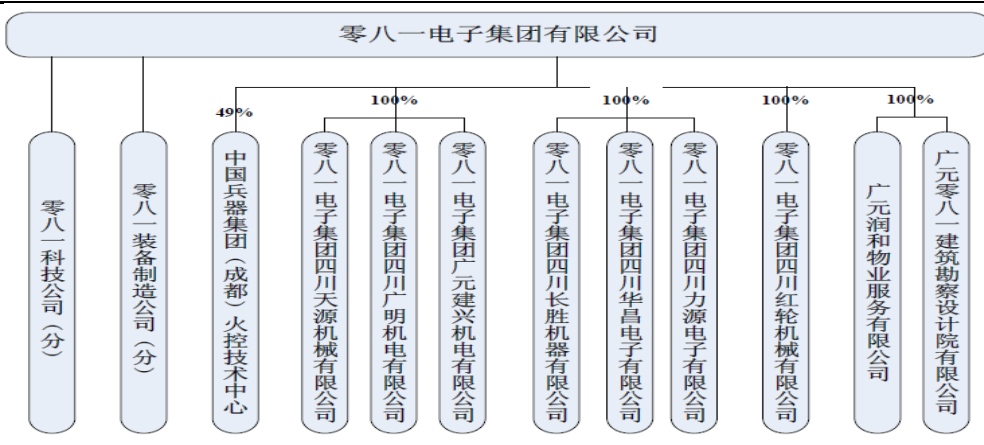
从公司资产重组的方案看, 公司未来发展将主要围绕两大战略展开: 一是军民并举, 二是家电智能化。军民并举主要是在目前民用家电业务的基础上, 通过收购大股东的军工资产予以证券化, 扩充公司的业务线条, 增加盈利点, 也有利于原军工产业向民用领域的渗透, 提高市场化程度和竞争力。家电智能化主要是看到传统家电产业在互联网冲击下, 行业在产品研发、销售、物流、售后服务等全业务链条都面临重塑和调整, 需要在人机互动、以客户为中心、增进智能体验等方面改进原有的业务模式, 这是家电行业未来的竞争重点和关键所在。

三、收购资产资质优良且估值低

公司此次收购的军工资产是大股东四川长虹电子集团旗下四川电子军工集团的子公司——零八一电子集团公司, 属于同一控制下的吸收合并。零八一电子集团公司是四川电子军工集团的核心资产, 注册资本 10 亿元, 下辖 2 家分公司、9 家全资子公司、1 家参股子公司。公司已建成产业链条完整、门类齐全、自主研发能力较强的电子装备生产基地, 尤其是在大型电子武器系统装

备的科研生产工艺流程方面，具有完整的科研、生产和管理体系，在四川乃至全国都具有比较重要的地位，现已发展成为我国近程防空的骨干企业之一和军工电子核心能力建设重点单位。其中部分雷达成为我军近程防空的主战装备。公司目前主要由装备产业、电器产业、机电产业、车辆产业这四大产业构成。

图表 3: 零八一电子集团公司主要分支架构



数据来源：公司公告

截止 2014 年 9 月份，公司总资产 32 亿元，净资产 19.52 亿元，营业收入 5.3 亿元，2013 年 ROE 达到 7%，高于四川长虹同期 3.65 % 的水平。

公司此次收购价基本是按照净资产 1 倍 PB 收购，估值较低，明显低于二级市场的水平。从国内上市公司对标来看，天和防务（300397）是主营雷达和光电探测产品研发销售的军工企业，目前净资产 12.34 亿元，市值 117 亿元，PE 为 80 倍，PB 为 9 倍，天和防务的估值远高于零八一公司的收购价格。假设收购完成后，如果市场对该部分军工资产的估值能达到天和防务目前的水平，将为上市公司带来 180 亿元的市值增长空间，而目前四川长虹总市值还不足 240 亿元。

图表 4: 零八一电子集团公司主要财务指标

项目	2014 年 1-9 月/2014 年 9 月 30 日	2013 年度/2013 年 12 月 31 日
总资产	319,718.52	288,186.12
净资产	195,175.73	146,359.84
营业收入	52,952.44	104,653.51
净利润	3,187.57	9,824.08

数据来源: 公司公告

四、投资建议: “军民共举” 战略打开公司估值空间

但从估值提升角度看, 公司具有较多的股价催化因素。除资产重组外, 公司还具有一定的国企改革预期, 公司可以通过引入战略投资者、发展混合所有制等手段改善股权结构, 辅以军工资产的运作, 公司未来的股价成长空间比较大。

我们预计公司 2014、2015 及 2016 年 EPS 分别为 0.01 元、0.09 元及 0.16 元, 对应 PE 分别为 410X、61X 及 33X。

综上, 我们认为, 公司完成资产重组后, 业绩方面虽厚增有限, 但估值情况会发生积极变化, 股价催化因素明显增多, 而且空间较大, 可给予积极关注和布局。

图表 5: 公司盈利及估值预测表

关键指标	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	52,003.33	52,334.15	58,875.27	59,265.00	63,443.00	69,481.00
增长率(%)	24.67	0.64	12.5	0.66	7.05	9.52
归属母公司股东净利润(百万)	406.21	325.33	512.48	58.65	394	727
增长率(%)	38.99	-19.91	57.53	-88.56	571.78	84.52
EPS(摊薄)	0.09	0.07	0.11	0.01	0.09	0.16
PE	59.2	73.9	46.94	410.24	61.01	33.08

数据来源: 公司公告

五、风险提示

- 1、收购进程遭遇不可测因素，资产注入遇阻；
- 2、电视业务继续萎缩；
- 3、公司混合所有制改革不达预期。

投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 15% 以上	看好	预期未来 6 个月内行业指数优于市场指数 5% 以上
推 荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 5% 到 15%	中性	预期未来 6 个月内行业指数相对市场指数持平
中 性	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数变动在 -5% 到 5% 内	看淡	预期未来 6 个月内行业指数弱于市场指数 5% 以上
卖 出	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数跌幅在 15% 以上		

免责声明

易华强，在此声明，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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿等。华融证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。华融证券股份有限公司（以下简称本公司）的资产管理和证券自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见和建议不一致的投资决策。本报告仅提供给本公司客户有偿使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司会授权相关媒体刊登研究报告，但相关媒体客户并不视为本公司客户。本报告版权归本公司所有。未获得本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播，不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。本报告中的信息、建议等均仅供本公司客户参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时可就研究报告相关问题咨询本公司的投资顾问。本公司市场研究部及其分析师认为本报告所载资料来源可靠，但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。本公司及其关联方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投资银行服务或其他服务，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

华融证券股份有限公司市场研究部

地址：北京市西城区金融大街 8 号 A 座 5 层 (100033)

传真：010-58568159

网址：www.hrsec.com.cn