

航天机电 (600151.SH) 太阳能行业

评级：买入 维持评级

业绩点评

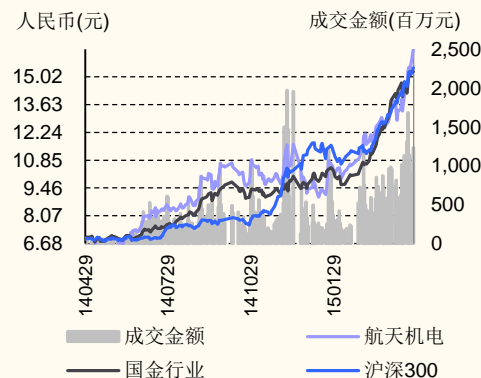
市场价格 (人民币): 16.99 元

目标价格 (人民币): 20.00 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)	1,204.70
总市值(百万元)	21,240.56
年内股价最高最低(元)	16.99/6.68
沪深 300 指数	4774.33
上证指数	4476.62



相关报告

1. 《光伏制造大幅改善，电站开发龙头归来》，2015.3.31
2. 《彻底甩下多晶硅包袱，轻装应战光伏电站市场》，2014.10.21
3. 《中报符合预期，下半年电站出售将大幅提速》，2014.8.12

无电站出售及汇兑损失致一季度亏损，不改全年大势

公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	0.115	0.018	0.325	0.473	0.643
每股净资产(元)	3.02	3.00	3.29	3.73	4.35
每股经营性现金流(元)	0.09	0.22	0.16	-0.03	0.19
市盈率(倍)	74.18	524.23	39.21	26.95	19.81
行业优化市盈率(倍)	42.54	60.02	81.43	81.43	81.43
净利润增长率(%)	N/A	-84.48%	1714.07%	45.48%	36.07%
净资产收益率(%)	3.82%	0.60%	9.87%	12.66%	14.80%
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

■ 公司发布 2015 年一季度报，营业收入 3.64 亿元，同比下降 64%，净亏损 8625 万元，基本符合预期，业绩下滑主要原因为一季度无电站出售、以及欧元汇率大幅走弱造成的汇兑损失。

经营分析

- 一季度无电站出售及大额汇兑损失造成收入下降和净亏损：公司去年同期完成 50MW 光伏电站出售，而今年一季度没有电站实现销售确认，造成组件销售和 EPC 收入确认的同比大幅下降、以及投资收益的减少（去年 50MW 电站确认投资收益 2200 万元）；此外，一季度欧元汇率持续走弱，造成大额汇兑损失令公司一季度财务费用同比增加 5025 万元。
- 一季度亏损不改全年大势，电站出售量仍有望实现高速增长：公司 2014 年开工 487MW，并网投运 320MW，但受政策变动影响仅完成出售 170MW，低于年初计划；2015 年公司计划新增开发 450MW，开工建设 507MW，并网投运 400MW，出售 382MW，出售量同比有望实现翻番以上增长。
- 光伏制造板块研发成果厚积薄发，高效产品符合行业趋势：公司继今年 2 月份在日本 PV EXPO 光伏展会首发“银河”系列 N 型高效单晶双面电池组件产品后，在 4 月完成了首笔大订单销售，公司与日本合作伙伴签订协议，将向日本群马县项目提供 8MW 银河系列组件。N 型高效单晶组件符合全球光伏需求逐渐倾向高效化产品的发展趋势，N 型高效新产品能够迅速取得日本大单也是对公司产品品质和品牌地位的强有力印证。
- 航天系军工科研院所改制有望提速，公司平台地位价值有望逐步呈现：在今年初的中国航天科技集团的总部述职会上，集团董事长曾提出“集团公司正在按中央要求深化国有企业改革、军工科研事业单位改制”航天系军工科研院所的改制及证券化进程有望提速，公司作为上海航天科技集团（八院）下属唯一上市公司，其资产整合平台的独有地位价值将逐渐呈现。

盈利调整

- 我们认为公司一季度亏损不影响全年经营计划的实现，因此仍然维持对公司的盈利预测，预计 2015~2017E 年 EPS 分别为 0.33, 0.47, 0.64 元。

投资建议

- 考虑公司汽车零部件业务的改善预期和航天系国企改革提速背景下的大股东资产注入预期，维持“买入”评级，并上调目标价至 20 元。

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

图表 1：分项目收入预测

分行业收入	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
光伏						
收入（百万元）	994	2,620	3,008	5,079	6,290	7,663
YoY	-44.2%	163.5%	14.8%	68.9%	23.8%	21.8%
成本（百万元）	1,441	2,251	2,459	4,361	5,417	6,624
毛利率	-44.96%	14.08%	18.25%	14.13%	13.88%	13.55%
毛利占比		83.81%	84.75%	85.46%	84.74%	83.69%
汽车零部件						
收入（百万元）	261	264	270	296	356	427
YoY	-3.3%	1.2%	1.9%	10.0%	20.0%	20.0%
成本（百万元）	228	232	239	261	309	367
毛利率	12.67%	12.13%	11.47%	12.00%	13.00%	14.00%
毛利占比		7.29%	4.77%	4.24%	4.49%	4.82%
新材料						
收入（百万元）	200	169	233	304	395	513
YoY	18.0%	-15.8%	38.4%	30.0%	30.0%	30.0%
成本（百万元）	151	131	173	225	292	380
毛利率	24.69%	22.57%	25.90%	26.00%	26.00%	26.00%
毛利占比		8.65%	9.33%	9.40%	9.96%	10.75%
其他业务						
收入（百万元）		134	46	51	56	61
YoY			-65.5%	10.0%	10.0%	10.0%
成本（百万元）		133	39	43	47	52
毛利率		0.81%	16.04%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利占比		0.25%	1.14%	0.91%	0.81%	0.74%
收入合计	1,456	3,187	3,557	5,730	7,096	8,664
YoY	-34%	119%	12%	61%	24%	22%
综合毛利率	-25.03%	13.81%	18.21%	14.66%	14.52%	14.32%

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 2：三张报表摘要
损益表（人民币百万元）

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营业务收入	1,529	3,359	3,787	5,730	7,096	8,664
增长率		119.6%	12.7%	51.3%	23.9%	22.1%
主营业务成本	-1,874	-2,871	-3,093	-4,890	-6,066	-7,423
% 销售收入	122.5%	85.5%	81.7%	85.3%	85.5%	85.7%
毛利	-345	488	694	840	1,030	1,241
% 销售收入	n.a	14.5%	18.3%	14.7%	14.5%	14.3%
营业税金及附加	-3	-12	-20	-29	-35	-43
% 销售收入	0.2%	0.3%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-97	-102	-92	-115	-128	-139
% 销售收入	6.4%	3.0%	2.4%	2.0%	1.8%	1.6%
管理费用	-399	-312	-329	-355	-404	-451
% 销售收入	26.1%	9.3%	8.7%	6.2%	5.7%	5.2%
息税前利润（EBIT）	-844	62	253	341	463	608
% 销售收入	n.a	1.9%	6.7%	6.0%	6.5%	7.0%
财务费用	-298	-91	-161	-236	-245	-246
% 销售收入	19.5%	2.7%	4.2%	4.1%	3.5%	2.8%
资产减值损失	-227	-10	-258	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	79	210	213	350	450	550
% 税前利润	-6.4%	106.1%	295.0%	72.1%	64.5%	58.3%
营业利润	-1,289	170	47	455	668	913
营业利润率	n.a	5.1%	1.2%	7.9%	9.4%	10.5%
营业外收支	50	28	25	30	30	30
税前利润	-1,240	198	72	485	698	943
利润率	n.a	5.9%	1.9%	8.5%	9.8%	10.9%
所得税	-2	-10	-24	-49	-70	-94
所得税率	n.a	5.1%	33.5%	10.0%	10.0%	10.0%
净利润	-1,241	188	48	437	628	848
少数股东损益	-352	43	26	31	37	44
归属于母公司的净利润	-889	144	22	406	591	804
净利率	n.a	4.3%	0.6%	7.1%	8.3%	9.3%

现金流量表（人民币百万元）

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	-1,241	188	48	437	628	848
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	579	177	457	94	103	105
非经营收益	226	-101	-104	-127	-232	-329
营运资金变动	-135	-149	-129	-150	-530	-383
经营活动现金净流	-571	115	272	254	-32	242
资本开支	-845	-922	-1,776	-450	-182	-180
投资	-44	557	366	0	-1	0
其他	161	-120	80	350	450	550
投资活动现金净流	-729	-486	-1,330	-100	267	370
股权募资	1,922	20	0	0	0	0
债权募资	29	380	1,097	350	172	-120
其他	-345	-172	-154	-254	-287	-288
筹资活动现金净流	1,606	228	943	96	-115	-408
现金净流量	307	-143	-115	250	120	204

来源：国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	1,006	929	744	802	923	1,126
应收款项	1,211	1,616	1,949	2,649	3,190	3,785
存货	590	795	591	938	1,080	1,220
其他流动资产	274	382	272	293	336	373
流动资产	3,081	3,721	3,556	4,682	5,529	6,504
% 总资产	27.6%	47.6%	40.7%	46.4%	50.1%	53.7%
长期投资	523	704	587	587	587	587
固定资产	6,888	3,015	4,072	4,590	4,700	4,806
% 总资产	61.8%	38.6%	46.6%	45.5%	42.6%	39.7%
无形资产	557	370	432	223	222	220
非流动资产	8,065	4,101	5,181	5,400	5,510	5,615
% 总资产	72.4%	52.4%	59.3%	53.6%	49.9%	46.3%
资产总计	11,146	7,822	8,737	10,082	11,039	12,119
短期借款	3,327	270	235	312	484	363
应付款项	2,219	2,207	3,256	3,949	4,125	4,472
其他流动负债	-684	-283	-381	-182	-163	-121
流动负债	4,863	2,194	3,109	4,079	4,445	4,714
长期贷款	1,764	1,608	1,610	1,610	1,610	1,611
其他长期负债	292	219	224	200	200	200
负债	6,919	4,022	4,943	5,889	6,255	6,524
普通股股东权益	3,635	3,777	3,746	4,114	4,668	5,435
少数股东权益	592	23	48	79	116	160
负债股东权益合计	11,146	7,822	8,737	10,082	11,039	12,119

比率分析

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标						
每股收益	-0.711	0.115	0.018	0.325	0.473	0.643
每股净资产	2.907	3.021	2.996	3.291	3.734	4.347
每股经营现金净流	-0.457	0.092	0.218	0.163	-0.025	0.194
每股股利	0.000	0.000	0.035	0.030	0.030	0.030
回报率						
净资产收益率	-24.47%	3.82%	0.60%	9.87%	12.66%	14.80%
总资产收益率	-7.98%	1.84%	0.26%	4.03%	5.35%	6.64%
投入资本收益率	-9.07%	1.04%	2.98%	5.03%	6.05%	7.24%
增长率						
主营业务收入增长率	-35.93%	119.62%	12.74%	51.30%	23.85%	22.09%
EBIT增长率	205%	-107.38%	305.7%	35.12%	35.46%	31.54%
净利润增长率	N/A	N/A	-84.48%	#####	45.48%	36.07%
总资产增长率	11.58%	-29.82%	11.70%	15.39%	9.49%	9.79%
资产管理能力						
应收账款周转天数	224.0	117.6	107.8	100.0	100.0	100.0
存货周转天数	100.5	88.0	81.8	70.0	65.0	60.0
应付账款周转天数	237.3	155.0	132.8	100.0	90.0	80.0
固定资产周转天数	1,395.9	269.8	239.8	185.1	149.9	123.0
偿债能力						
净负债/股东权益	96.65%	24.99%	29.01%	26.69%	24.48%	15.14%
EBIT利息保障倍数	-2.8	0.7	1.6	1.4	1.9	2.5
资产负债率	62.08%	51.42%	56.58%	58.41%	56.67%	53.84%

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

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2013-05-06	买入	6.56	8.00~8.00
2	2013-07-10	买入	6.89	9.00~9.00
3	2013-08-19	买入	7.35	N/A
4	2013-10-28	买入	9.38	12.00~12.00
5	2014-04-28	买入	6.84	N/A
6	2014-08-12	买入	8.56	N/A
7	2014-10-21	买入	10.25	N/A
8	2015-03-31	买入	12.74	16.00~16.00

来源：国金证券研究所

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



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 20%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
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%以下。

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