

航天机电 (600151.SH) 太阳能行业

评级：买入 维持评级

公司点评

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

巩固光伏电站龙头地位，大股东资产注入见曙光

事件

航天机电 10 日晚公告非公开发行股票预案，拟增发不超过 1.96 亿股，募资不超过 27 亿元，用于投建 320MW 光伏电站、偿还借款两个项目，其中公司控股股东上航工业及其关联方航天投资控股拟分别认购不少于本次发行总量的 10%。公司股票将于 11 日开市起复牌。

此外，公司特别披露，公司控股股东上航工业原本计划将其控股 52.19% 的上海航天能源股份有限公司的股权转让作为本次增发的募投项目之一，以进一步布局上市公司的清洁能源大平台，但因航天能源个别股东对方案细节存在较大分歧，最终未能达成一致意见，为维护增发方案顺利推进，决定不再将航天能源的股权转让作为本次增发的募投项目。

评论

1. 抓紧政策优越期机会，加大光伏电站开发力度，巩固行业龙头地位；

公司本次增发募集资金中的大部分（24 亿元）拟用于 320MW 光伏电站的开发建设。

今年已是我国现行光伏上网标杆电价政策（分三类地区给予 1.0、0.95、0.90 元/度）执行的第二年，业内对 2016 年的上网电价存在一定的下调预期，且由于光伏电站的单位建设成本近年来始终处于稳步下降中，因此今年从事光伏电站开发业务的经济效益将尤为突出。

公司年初已制定了全年获取光伏电站建设指标 450MW、开工建设 507MW、并网投运 400MW、出售 382MW 的经营目标，本次增发募资投建 320MW 项目，将有助于公司在目前优厚的政策条件下获取更多优质电站资产，未来无论是建成后出售还是持有运营，都将为公司带来可观的经济效益。

2015 年初，国家能源局给出了 17.8GW 的全年新增光伏装机目标，超过此前市场预期的 14~15GW，也大幅超过 2014 年 11.3GW 的实际新增并网光伏装机量。

为了保证按时按量完成装机目标，能源局还陆续发布了一系列配套文件严控各地光伏电站项目的审批、建设进度。截止目前，根据我们了解的行业情况，各地项目核准进度显著快于往年，行业装机旺季有望提前至三季度开始。根据能源局数据，一季度新增并网光伏装机量达到 5GW，全年完成甚至超过 17.8GW 新增装机目标将是大概率事件。

2. 大股东资产注入尝试迈出第一步，虽未成功落地，但上航工业及航天八院的资产证券化大幕或已悄然拉开；

我们认为，上航工业原本计划将航天能源股权注入上市公司，可看作是公司控股股东资产证券化进程正式启动的标志性事件，尽管由于个别小股东原因未能完成，但着实意味着公司作为上航工业及航天八院旗下唯一上市公司的资产整合平台价值开始逐步显现，公司大股东旗下资产的证券化大幕或已悄然拉开。

5 月 28 日，中国航天报刊发题为《不转不行 非改不可——中国航天科技集团公司八院全面深化改革侧记》的文章，中国航天科技集团官网做了全文转载。文章指出：“八院新设两个总体部的方案顺利通过集团公司审查，……，意味着该院全面深化改革第一阶段科研生产管理体制机制的梳理调整基本完成，改革的触角已经伸向具体的业务单元。”文章还指出：“八院全面深化改革包括科研生产管理模式转型和民用产业经营管理模式转型两方面。……，实施八院部分资产与上航工业重组，……，面对全方位、白热化的竞争新常态，八院在推进全面深化改革的过程中，不断梳理完善‘十三五’规划与目标，确立了‘技术产品化、产品产业化、领域专业化、资产证券化、市场国际化’的发展理念，……，推动八院早日实现转型升级。”（完整原文详见后页附录）

投资建议

我们暂时维持公司 2015~2017E 年盈利预测，EPS 为 0.33, 0.47, 0.64 元。考虑到增发项目给公司光伏电站业务带来的增量贡献，以及大股东资产注入进程的曙光显现，我们上调公司目标价至 25 元，重申“买入”评级。

附录：《航天科技集团八院全面深化改革》原文

链接：<http://www.spacechina.com/n25/n144/n206/n214/c935198/content.html>

原题：不转不行 非改不可——中国航天集团公司八院全面深化改革侧记

5月19日，中国航天科技集团公司八院新设两个总体部的方案顺利通过集团公司审查，标志着该院朝着发挥弹箭星船器专业齐备的综合优势，进一步提高系统集成创新能力的方向迈出坚实的一步，也意味着该院全面深化改革第一阶段科研生产管理体制机制的梳理调整基本完成，改革的触角已经伸向具体的业务单元。

目前，八院已完成30个型号项目办与三个总体单位的深度融合，并发布了与改革相关的重点业务流程21项。

早在2014年集团公司全面深化改革、“十三五”规划领导小组第一次会议结束后不久，八院就迅速启动部署全面深化改革工作，成立了组织机构和工作机构。

八院院长代守仑在该院全面深化改革领导小组会上以问题为导向，从型号队伍组织形式、研制流程优化、技术状态控制、型号资源统筹、各级责任落实、有效质量管理、科学分工定点、院内经费合同签订、物资管理管控、综合管理与项目管理分离、技术平台和产品平台打造、成功兼顾效率与效益、自主系统创新等方面提出了八院“不转不行、非改不可”的13点理由，确立了八院全面深化改革的基调和努力方向，由此拉开了八院全面深化改革工作的大幕。

“我们改革的目标，就是为了走向产业化，也就是说，花同样多的钱，更加高效地研制出更高附加值的产品，让八院的科研生产在成功、效率、效益三个维度上实现均衡发展。”这是代守仑在2015年2月上旬向集团公司董事长、党组书记雷凡培专题汇报时阐述的八院改革目标，得到了党组领导的充分肯定。

八院全面深化改革包括科研生产管理模式转型和民用产业经营管理模式转型两方面。

科研生产管理模式转型包括：做优院本部，推进管理模式由以项目管理为主向以综合管理为主转型，进一步确立院本部“战略决策中心、资源配置中心和经营管理中心”的定位；做强总体部，推进管理模式由单纯技术支撑向技术与管理支撑并重转型，明确总体单位是型号领域“技术发展中心、项目实施中心、系统级产品保证中心”；做大专业所，推进生产模式由围绕型号研制的小批量定制向面向市场的产业化发展转型，明确专业所“型号产品研制中心、产业孵化中心、军民融合中心”的定位。

民用产业经营管理模式转型就是要按照“企业化、市场化”的规律，改变八院当前“二元结构、一元管理”模式，按照“多管资本、少管企业；多管程序、少管经营”的原则，实施八院部分资产与上航工业重组，简政放权、改变机制，由机关管理向投资管理平台转变；将上航工业打造成为集投融资管理平台和经营实体为一体的责权利清晰的民用产业经营主体，对重点发展的优势业务实施战略管控，对与主业关联度不高的业务实施财务型管控。目前该方案已获集团公司充分肯定，即将启动实施。

具体调整改革工作的实施在第一季度，正值年度计划策划和下发的关键时刻，院本部、总体部、项目办、专业所等高效沟通、高度统一，实现了管理上的无缝衔接。今年以来，八院宇航和型号领域计划完成率达到了95%以上，再次验证了八院职工的素质、觉悟和适应改革调整的能力。

1个高效运行的院本部已初具规模，从项目管理中抽离出来的时间和精力都聚焦在综合管理，提高了管理效率。

按照“综合管理大部制，业务管理精细化”的理念，院部从改革前的19个部门、72个处调整为16个部门、53个处，核减编制100余人。与此同时，院部各部门正快速推进工作流程优化和管理制度梳理工作。

新组建的科研部门一改综合处加项目办的组织机构，撤销综合处，将项目办下沉至总体部，成立市场处、科研处、质量处，负责各自领域的科研生产和产业发展。

近日，八院召开了宇航领域第二次型号责任令调度会。会议坚持问题导向和目标管理，从情况通报会转型为“聚焦目标、解决问题、统筹资源”的现场办公会。院科研部门人员不再在型号项目里兼任职务，全力以赴履行好各自领域的监督、检查和综合保障职能，型号两总在会上反映和暴露问题，各级责任主体纷纷从自身岗位和权责出发，落实和解决问题。院级调度会已成为改革后的院本部综合管理的重要抓手之一。

今年年初，八院还实施了院部科研生产经营计划两级管理，按照“大计划、大财经”的思路，加强科研生产经费的统筹管理。

4月初，八院全面启动了质量提升工程，推动事后式、程序化的型号产品质量管理向事前策划、过程控制的体系化、专业化产品保证管理转变。

该院本部还牵头建立了产品技术与管理平台，实现了从面向型号产品需求的定制式产品研制向面向市场需求的型谱化、模块化产品提供的转变；同时，面向产业化管理的集约化、产业化的物资管理模式正逐步建立，一个高效运行的院本部已初显端倪。

三家总体部集技术发展、项目实施、系统级产品保证三权于一身，型号产品项目管理的效率效益提高了，总体技术牵引的优势进一步凸显。

目前，八院拥有三个总体部，分别涵盖型号产品、运载和卫星等总体业务，其改革转型正在发酵。

作为型号产品系统总体部，八部已经完成了六份专项改革实施方案，明确了型号产品科研生产管理模式转型的总体思路，制订了“盘活存量研制效能、增强领域扩展能力、构建综合保障体系、深化产品保证水平、强化专业发展纵深、夯实综合管理统筹”的组织机构调整总体方案。

4月中旬，八部又组织召开推进会，落实系统级产品保证中心职责，按照“规范、完善、创新”的原则，提出22条、81项具体措施，制订了214个计划节点，明确提出用3年左右时间优化八部质量管理体系，建立健全产品保证工作，深入开展型号产品工程。

同时，与总体部结合更加紧密的项目办已步入正轨。3月中旬，该院项目办的办公地点由院本部搬迁至总体部，涉及87人次的迁移。

空间站项目办主任李江道说：“院项目办除了担负原有的职责之外，还新增了总体所的进度、产品保证管理职能。”

运载总体所805所优化科研生产管理模式，组建5个运载型号和4个空间飞行器型号项目办，行使型号项目行政和技术指挥权，实现技术、质量、计划、经济的统筹策划与集中管控。

今年，八院现役火箭发射任务将首次突破两位数，新一代运载火箭将进入实质性阶段。在高效沟通、目标高度一致的前提下，运载团队交出了一份改革生产“两促进”的答卷——计划完成率100%。

该院卫星总体所509所围绕落实技术发展中心的职责，持续推动实验室建设，加大核心技术与研发项目的攻关力度，切实提升总体引领发展的能力；自主投入经费持续推进专业技术建设，成立了微纳卫星工程中心、卫星工程仿真中心等机构，采取了岗位激励、荣誉激励和薪酬激励相融合的策略，构建了从助理研究员、副主任研究员、主任研究员到副总研究员的研发人员成长通道，并设立专业首席等专家岗位，全面提升总体能力。

九大专业所聚焦产品研制、产业孵化、军民融合职责，向小型产业集群进军。

八院现有9家专业所和总装厂所，涉及型号和宇航领域的总装试验、制导、控制、电子信息、动力、电源、技术基础保障等专业，有的所职工超过2000人，整体上已初具产业化规模。

今年4月份，149厂将原先的车间分别升级为宇航总装等8个分厂，授予合同签订权、物资采购权、人事使用权、薪酬分配权、固定资产投资权等，初步形成了事业部、分厂和子公司经营主体多元化新格局。

今年1月底，803所在专业整合的基础上，调整重组了惯导部等7个事业部，形成了“7个事业部+1个研发中心+3个制造试验平台”的科研生产组织架构；实施了分权运营模式，通过实施“内部结算”，放手让事业部负责相关产业的研发、设计、研制、批量生产、市场开拓等一体化运营，引导事业部向公司化运行方式转变，最终向着“产业集群”方向转型。

加快12家航天技术应用及服务产业企业转观念、促转型，院本部将更加注重资本和程序管理，减少对企业经营管理的直接干预。

目前，八院拥有7家航天技术应用企业及5家航天服务业企业，以及分散于各军品单位的军民融合产业，占据该院经济总量的半壁江山。这些企业及产业的转型升级同样牵动着该院经济发展的大局。

该院将通过上航工业实体化建设，对公司治理结构、资产权属以及经营管理模式等方面进行调整改革，建立明晰的权责体系、制度体系和业务流程，形成以市场为导向、以效益为中心的科学决策运行体系，使民用产业按市场规律参与市场竞争，加快民用产业转型升级的步伐。

上航工业将按照“管战略、控风险”的原则，对所属公司进行差异化管控；同时还将以“核心厂所带动、重点项目引导、关键技术支撑、全院整体推进”为工作思路，加大军转民技术的转化力度，努力培育具有核心技术优势的民用产业新产品。

该院改革举措包括完善法人治理体系、建立市场化考核激励机制、调整产业结构、推动民参军和军转民工作、推进创新体系建设、打造职业化人才队伍、加强风险防范与控制、注重企业文化及品牌建设等。到“十三五”末，要形成具有较高集中度的产业集群，打造形成“一个总部、两大产业、十大板块”多平台的八院民用产业新格局。

近日，以“弯道超车”项目为核心的技术创新活动和体系建设完善工作在八院全面启动并进行得如火如荼。该院在院级层面重点聚焦体系性、系统级集成创新和跨越式发展项目，单项技术和产品由各厂所自主投入。

面对全方位、白热化的竞争新常态，该院在推进全面深化改革的过程中，不断梳理完善“十三五”规划与目标，确立了“技术产品化、产品产业化、领域专业化、资产证券化、市场国际化”的发展理念，并将围绕总体能力提升、发挥多领域综合优势、关键技术创新、军民融合发展、开拓国内外市场、聚焦效率效益等方面加大马力，推动八院早日实现转型升级。

2015年5月28日

图表 1：三张报表摘要

损益表（人民币百万元）							资产负债表（人民币百万元）						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		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%	货币资金	1,006	929	744	802	923	1,126
主营业务成本	-1,874	-2,871	-3,093	-4,890	-6,066	-7,423	应收款项	1,211	1,616	1,949	2,649	3,190	3,785
% 销售收入	122.5%	85.5%	81.7%	85.3%	85.5%	85.7%	存货	590	795	591	938	1,080	1,220
毛利	-345	488	694	840	1,030	1,241	其他流动资产	274	382	272	293	336	373
% 销售收入	n.a	14.5%	18.3%	14.7%	14.5%	14.3%	流动资产	3,081	3,721	3,556	4,682	5,529	6,504
营业税金及附加	-3	-12	-20	-29	-35	-43	% 总资产	27.6%	47.6%	40.7%	46.4%	50.1%	53.7%
% 销售收入	0.2%	0.3%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	长期投资	523	704	587	587	587	587
营业费用	-97	-102	-92	-115	-128	-139	固定资产	6,888	3,015	4,072	4,590	4,700	4,806
% 销售收入	6.4%	3.0%	2.4%	2.0%	1.8%	1.6%	% 总资产	61.8%	38.6%	46.6%	45.5%	42.6%	39.7%
管理费用	-399	-312	-329	-355	-404	-451	无形资产	557	370	432	223	222	220
% 销售收入	26.1%	9.3%	8.7%	6.2%	5.7%	5.2%	非流动资产	8,065	4,101	5,181	5,400	5,510	5,615
息税前利润（EBIT）	-844	62	253	341	463	608	% 总资产	72.4%	52.4%	59.3%	53.6%	49.9%	46.3%
% 销售收入	n.a	1.9%	6.7%	6.0%	6.5%	7.0%	资产总计	11,146	7,822	8,737	10,082	11,039	12,119
财务费用	-298	-91	-161	-236	-245	-246	短期借款	3,327	270	235	312	484	363
% 销售收入	19.5%	2.7%	4.2%	4.1%	3.5%	应付款项	2,219	2,207	3,256	3,949	4,125	4,472	
资产减值损失	-227	-10	-258	0	0	0	其他流动负债	-684	-283	-381	-182	-163	-121
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	流动负债	4,863	2,194	3,109	4,079	4,445	4,714	
投资收益	79	210	213	350	450	550	长期贷款	1,764	1,608	1,610	1,610	1,610	1,611
% 税前利润	-6.4%	106.1%	295.0%	72.1%	64.5%	58.3%	其他长期负债	292	219	224	200	200	200
营业利润	-1,289	170	47	455	668	913	负债总计	6,919	4,022	4,943	5,889	6,255	6,524
营业利润率	n.a	5.1%	1.2%	7.9%	9.4%	10.5%	普通股股东权益	3,635	3,777	3,746	4,114	4,668	5,435
营业外收支	50	28	25	30	30	少数股东权益	592	23	48	79	116	160	
税前利润	-1,240	198	72	485	698	943	负债股东权益合计	11,146	7,822	8,737	10,082	11,039	12,119
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）							比率分析						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	-1,241	188	48	437	628	848	每股指标						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股收益	-0.711	0.115	0.018	0.325	0.473	0.643
非现金支出	579	177	457	94	103	105	每股净资产	2.907	3.021	2.996	3.291	3.734	4.347
非经营收益	226	-101	-104	-127	-232	-329	每股经营现金流	-0.457	0.092	0.218	0.163	-0.025	0.194
营运资金变动	-135	-149	-129	-150	-530	-383	每股股利	0.000	0.000	0.035	0.030	0.030	0.030
经营活动现金净流	-571	115	272	254	-32	242	回报率						
资本开支	-845	-922	-1,776	-450	-182	-180	净资产收益率	-24.47%	3.82%	0.60%	9.87%	12.66%	14.80%
投资	-44	557	366	0	-1	0	总资产收益率	-7.98%	1.84%	0.26%	4.03%	5.35%	6.64%
其他	161	-120	80	350	450	550	投入资本收益率	-9.07%	1.04%	2.98%	5.03%	6.05%	7.24%
投资活动现金净流	-729	-486	-1,330	-100	267	370	增长率						
股权募资	1,922	20	0	0	0	0	主营业务收入增长率	-35.93%	119.62%	12.74%	51.30%	23.85%	22.09%
债权募资	29	380	1,097	350	172	-120	EBIT增长率	205%	-107.38%	305.7%	35.12%	35.46%	31.54%
其他	-345	-172	-154	-254	-287	-288	净利润增长率	N/A	N/A	-84.48%	#####	45.48%	36.07%
筹资活动现金净流	1,606	228	943	96	-115	-408	总资产增长率	11.58%	-29.82%	11.70%	15.39%	9.49%	9.79%
现金净流量	307	-143	-115	250	120	204	资产管理能力						

来源：国金证券研究所

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2013-08-19	买入	7.35	N/A
2	2013-10-28	买入	9.38	12.00~12.00
3	2014-04-07	买入	7.58	10.60~10.60
4	2014-04-28	买入	6.84	N/A
5	2014-08-12	买入	8.56	N/A
6	2014-10-21	买入	10.25	N/A
7	2015-03-31	买入	12.74	16.00~16.00
8	2015-04-30	买入	16.99	20.00

来源：国金证券研究所



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为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。

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