

投资评级：强烈推荐（首次）

分析师

王习 010-88366060-8757

Email:wangxi@cgws.com

执业证书编号: S1070515080003

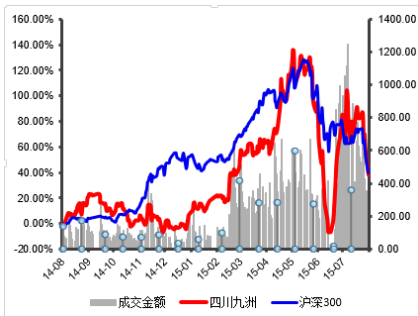
市场数据

目前股价	24.17
总市值(亿元)	123.61
流通市值(亿元)	123.61
总股本(万股)	51,140
流通股本(万股)	45,988
12个月最高/最低	42.95/15.46

盈利预测

	2015E	2016E	2017E
营业收入	3,451	3,790	4,211
(+/-%)	54.2%	9.8%	11.1%
净利润	262	352	442
(+/-%)	204.1%	34.4%	25.6%
摊薄 EPS	0.51	0.69	0.86
PE	47	35	27

股价表现



数据来源: wind 资讯

相关报告

## 业绩符合预期，收购完成切入军工市场

### ——四川九洲（000801）公司中报点评

#### 投资建议

公司发布 2015 年中报，业绩符合预期。考虑到九洲空管和九洲信息并表的影响，公司合计实现归母净利润 6817.01 万元，较上年同期经调整后的数值增长 5.26%。我们 000801 预测公司 2015-2017 年 EPS 为 0.51 元、0.69 元及 0.86 元，对应目前股价 PE 为 47x、35x 及 27x，首次给予公司“强烈推荐”评级。

#### 投资要点

- 业绩符合预期，公司正在逐步转变为军工类上市公司：**公司上半年顺利完成对九洲空管和九洲信息的收购工作，考虑并表的影响，上半年公司实现营业总收入 12.57 亿元，比上年同期下降 12.02%；实现归属于母公司股东净利润 6817.17 万元，比上年同期增长 5.26%；实现扣非后归母净利润为 3445.62 万元，比上年同期增长 2013.40%。报告期内，九洲空管和九洲信息合计贡献 5733.62 万元的净利润，占比超过 80%，公司由传统机顶盒制造商逐渐转变为空管及军工物流信息化上市公司。
- 传统数字电视业务收入下降，与华为合作有望形成新的经济增长点：**报告期内，公司数字电视业务营收同比下滑 15.89%，主要源于广电数字整体转换进入尾声所导致市场需求增长放缓；另一方面，今年 8 月公司控股子公司九洲光电子技术与华为签署合作协议，将在联合研发、生产制造、供应链管理等方面进行深度合作。九洲光电子技术背靠九洲集团资金实力雄厚，公司还拥有全部自动化的无源光纤网络（PON）组件生产线，产能充裕且交付能力较强，目前在 PON 组件的市场份额超过 20%，未来华为或将委托光电子公司进行 PON 产品的原始设计制造/联合设计制造生产，随着光纤的大量铺设，光通信有望成为公司新的业绩增长点。
- 空管业务军航市场地位稳固，民品业务市场潜力较大：**上半年空管业务营收同比增长 5.23%，净利润同比增长 11.67%，毛利率维持在 40% 水平。军品方面，公司上半年完成防撞系统产品配套等新平台技术协议签订，目前在军航市场份额增长较为稳定。民品方面，随着低空空域政策年底落地的几率上升，通航机场基建投资的增加将带动空管设备和系统需求的倍增，公司未来民品业务收入占比有望提升。
- 物流信息化量价齐升，今年有望超额完成业绩承诺：**上半年物联网产业营收同比增长 18.89%，净利润同比增长 118.27%，毛利率较前提升 6.36% 至 45.39%。军品方面，九洲信息重点开发总参、总后领域，全面参与军油、军交等重大工程；民品方面，九洲信息推出了溯源电子称租赁的

运营新模式，从互联网到物联网、传感器的完整闭环产业链。九洲信息对于四川九洲 2014 年-2016 年的业绩承诺分别为 3664 万元、4096 万元和 4683 万元，九洲信息 14 年实际净利润为 4413 万元，已大幅好于承诺业绩，未来有望超额完成业绩承诺。

- **研发投入增加令经营性现金流大幅减少：**上半年公司经营性现金流同比减少 623.02%，主要原因是公司加大研发投入以及人工成本增加导致支付薪酬同比增加 15.71%，同时收到的税费返还同比减少 45.84%。
- **我们认为未来公司看点如下：**1.集团军工资产注入预期强化。公司是集团下唯一上市公司，集团 14 年净利润约为上市公司 7-8 倍，随着收购九洲空管和九洲信息的完成，未来集团资本运作的步伐将加快；2.九洲空管与九洲信息受益于通航政策障碍的解除以及军民融合的加速将贡献更多业绩。我们预测公司 2015-2017 年 EPS 为 0.51 元、0.69 元及 0.86 元，对应目前股价 PE 为 47x、35x 及 27x，首次给予公司“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**通航发展进度缓慢；原有机顶盒业务转型受阻。

## 附：盈利预测表

利润表 ( 百万 )	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	主要财务指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	2,470.72	2,238.65	3,451.02	3,790.30	4,211.01	<b>成长性</b>					
营业成本	2,039.33	1,779.98	2,600.68	2,806.49	3,058.39	营业收入增长	-10.4%	-9.4%	54.2%	9.8%	11.1%
销售费用	119.07	171.44	198.59	218.12	242.33	营业成本增长	-11.8%	-12.7%	46.1%	7.9%	9.0%
管理费用	219.14	211.28	291.01	319.62	355.10	营业利润增长	-7.8%	-23.2%	642.7%	34.4%	25.6%
财务费用	-0.39	14.31	-1.61	-24.70	-28.03	利润总额增长	5.5%	-6.7%	300.1%	34.4%	25.6%
投资净收益	0.82	24.16	0.00	0.00	0.00	净利润增长	4.3%	20.1%	204.1%	34.4%	25.6%
营业利润	55.59	42.67	316.95	426.11	535.10	<b>盈利能力</b>					
营业外收支	29.31	36.55	0.00	0.00	0.00	毛利率	17.5%	20.5%	24.6%	26.0%	27.4%
利润总额	84.89	79.22	316.95	426.11	535.10	销售净利率	3.1%	3.5%	6.9%	8.4%	9.5%
所得税	9.32	1.05	79.24	106.53	133.77	ROE	5.1%	5.7%	8.6%	10.3%	11.5%
少数股东损益	3.85	-7.98	-24.28	-32.64	-40.98	ROIC	5.0%	4.9%	14.6%	14.8%	18.7%
净利润	71.73	86.15	261.99	352.22	442.31	<b>营运效率</b>					
<b>资产负债表</b>						销售费用/营业收入	4.8%	7.7%	5.8%	5.8%	5.8%
					( 百万 )	管理费用/营业收入	8.9%	9.4%	8.4%	8.4%	8.4%
流动资产	2,428.99	2,203.97	3,828.73	3,529.18	4,644.20	财务费用/营业收入	0.0%	0.6%	0.0%	-0.7%	-0.7%
货币资金	743.32	460.37	1,074.06	1,395.74	1,407.34	投资收益/营业利润	1.5%	56.6%	0.0%	0.0%	0.0%
应收账款	1,026.39	991.25	1,727.03	1,533.24	2,088.91	所得税/利润总额	11.0%	1.3%	25.0%	25.0%	25.0%
应收票据	202.28	250.16	0.00	0.00	0.00	应收账款周转率	2.46	2.22	2.54	2.33	2.33
存货	349.78	260.62	653.54	332.96	742.08	存货周转率	5.49	5.83	5.69	5.69	5.69
非流动资产	707.18	711.91	675.53	879.93	785.92	流动资产周转率	1.03	0.97	1.14	1.03	1.03
固定资产	235.07	234.03	200.07	300.10	235.13	总资产周转率	0.84	0.74	0.93	0.85	0.86
资产总计	3,136.17	2,915.89	4,504.26	4,409.12	5,430.11	<b>偿债能力</b>					
流动负债	1,628.18	1,369.71	1,428.37	1,013.64	1,633.31	资产负债率	53.2%	47.0%	31.7%	23.0%	30.1%
短期借款	474.76	523.12	0.00	0.00	0.00	流动比率	1.49	1.61	2.68	3.48	2.84
应付款项	705.09	641.90	1,092.97	779.19	1,261.01	速动比率	1.28	1.42	2.22	3.15	2.39
非流动负债	39.69	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>每股指标 ( 元 )</b>					
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS	0.14	0.17	0.51	0.69	0.86
负债合计	1,667.87	1,369.71	1,428.37	1,013.64	1,633.31	每股净资产	2.75	2.95	5.99	6.68	7.54
股东权益	1,468.30	1,546.18	3,075.89	3,395.48	3,796.80	每股经营现金流	0.08	0.17	(0.28)	1.09	(0.11)
股本	459.89	459.89	511.40	511.40	511.40	每股经营现金/EPS	0.59	1.02	(0.55)	1.58	(0.12)
留存收益	437.40	523.55	785.54	1,137.76	1,580.07	<b>估值</b>	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
少数股东权益	59.77	36.69	12.41	-20.23	-61.21	PE	172.33	143.47	47.18	35.09	27.95
负债和权益总计	3,136.17	2,915.89	4,504.26	4,409.12	5,430.11	PEG	2.46	1.98	0.23	1.02	1.09
<b>现金流量表</b>					( 百万 )	PB	8.78	8.19	4.03	3.62	3.20
经营活动现金流	42.49	87.87	-143.85	555.44	-54.42	EV/EBITDA	89.43	89.05	34.17	25.88	20.62
其中营运资本减少	141.60	-362.39	-441.41	203.11	-487.95	EV/SALES	4.42	5.02	3.28	2.90	2.60
投资活动现金流	-88.28	-383.26	-12.95	-258.45	37.99	EV/IC	9.01	6.91	5.58	5.40	4.51
其中资本支出	40.53	73.59	12.95	258.45	-37.99	ROIC/WACC	0.65	0.64	1.91	1.95	2.46
融资活动现金流	-21.53	3.52	770.49	24.70	28.03	REP	21.27	14.54	3.67	3.71	2.28
净现金总变化	-71.12	-290.75	613.69	321.68	11.60						

**研究员介绍及承诺**

**王习:** 军工行业分析师, 香港理工大学金融学硕士, 2015 年加入长城证券。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 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收到任何形式的报酬。

**免责声明**

长城证券股份有限公司(以下简称长城证券)具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。本报告由长城证券向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的任何其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。长城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。长城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。长城证券版权所有并保留一切权利。

**长城证券投资评级说明**

**公司评级:** 强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上;  
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间;  
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间;  
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

**行业评级:** 推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场;  
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步;  
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

**长城证券销售交易部****深圳联系人**

刘 璇: 0755-83516231, 18938029743, liux@cgws.com  
王 涛: 0755-83516127, 13808859088, wangt@cgws.com  
李嘉禾: 0755-83515203, 13826520778, lijiah@cgws.com  
李 丹: 0755-83699629, 18665289977, ldan@cgws.com

**北京联系人**

赵 东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com  
王 媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com  
李珊珊: 010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com  
申 涛: 010-88366060-8777, 15801188620, shentao@cgws.com

**上海联系人**

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xiew@cgws.com  
徐佳琳: 021-61680673, 13795367644, xujl@cgws.com  
凌 云: 021-61683504, 18621755986, lingyun@cgws.com  
王 一: 021-61683504, 13761867866, wangy@cgws.com

**长城证券研究所**

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层  
邮编: 518034 传真: 86-755-83516207  
北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层  
邮编: 100044 传真: 86-10-88366686  
上海办公地址: 上海市民生路 1399 号太平大厦 3 楼  
邮编: 200135 传真: 021-61680357  
网址: <http://www.cgws.com>