

四川九洲 (000801.SZ)

外延并购布局三大产业

军民融合揭开新的篇章

 评级: **买入**

前次:

目标价(元):

30

分析师

联系人

笃慧

卫喆

S0740510120023

021-20315133

021-20315119

duhui@r.qlzq.com.cn

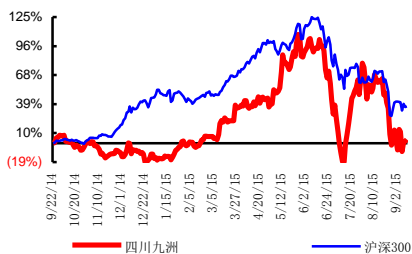
weizhe@r.qlzq.com.cn

2015年09月20日

基本状况

总股本(百万股)	511
流通股本(百万股)	511
市价(元)	20.71
市值(百万元)	10,591
流通市值(百万元)	10,591

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	2,470.72	2,238.65	2,721.04	3,192.59	3,876.24
营业收入增速	-10.38%	-9.39%	21.55%	17.33%	21.41%
净利润增长率	4.25%	20.11%	190.64%	35.29%	34.49%
摊薄每股收益(元)	0.16	0.19	0.49	0.66	0.89
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市场)					
市盈率(倍)	69.95	91.33	45.50	33.63	25.01
PEG	16.44	4.54	0.24	0.95	0.73
每股净资产(元)	3.06	3.97	4.10	4.76	5.65
每股现金流量	0.10	0.18	0.17	0.10	0.29
净资产收益率	5.09%	4.72%	11.95%	13.92%	15.76%
市净率	3.56	4.31	5.44	4.68	3.94
总股本(百万股)	459.89	459.89	511.39	511.39	511.39

备注: 2015年业绩大增因合并报表。

投资要点

- 我们推荐四川九洲的核心逻辑为: 1、外延并购进军空管和物联网产业, 公司产业结构得到升级, 盈利能力大幅提升, 随着军航信息化的推进、万亿市场空间的通航产业逐步兴起以及物联网产业的大发展, 公司空管和物联网业务未来市场空间广阔, 将迎来高速发展, 利润规模及占比将逐渐提升; 2、公司背靠九洲集团, 是其唯一上市平台, 国企改革背景下, 存在资产注入预期; 3、布局 4000 亿市场空间的卫星导航产业, 有望成为公司业绩新的增长点。**
- 外延并购进军空管和物联网产业, 公司产业结构得到升级, 盈利能力大幅提升: 公司继续深耕传统有线数字电视业务, 并开拓光通信市场, 同时通过外延并购战略进军空管和物联网产业, 目前形成数字电视、空管和物联网三大产业布局, 产业结构得到升级, 盈利能力大幅提升。其中涉及军品业务的空管和物联网业务在军队信息化和国产装备加速替代的背景下, 利润规模和占比将逐渐提升。未来随着万亿市场空间的通航产业逐步兴起以及物联网产业的大发展, 公司空管和物联网业务未来市场空间广阔, 将迎来高速发展。**
- 九洲集团旗下唯一上市公司, 国企改革背景下, 资产注入可预期: 公司是控股股东九洲电器集团有限责任公司(简称九洲集团)旗下唯一上市公司, 九洲集团隶属于四川省绵阳市国资委, 随着国企改革顶层指导意见的下发, 我们预计从央企到地方国企的改革都将进一步提速。九洲集团 2014 年营业收入超过 200 亿元, 净利润达到 6.26 亿, 未来资产注入的空间较大, 值得期待。**
- 布局 4000 亿市场空间的卫星导航产业: 公司今年连续投资了两家北斗产业相关的公司, 可以看出公司在战略布局未来有 4000 亿市场空间的卫星导航产业, 这将有利于公司优化产业结构, 为公司培育新的经济增长点。**

- **盈利预测和投资建议：**预计公司 2015-2017 年收入 26.44、29.89、35.31 亿元，同比增长 18.1%、13.0%、18.2%；归属上市公司股东净利润 2.32、2.77、3.79 亿元，同比增长 168.9%、19.71%、36.66%，对应 EPS 为 0.50、0.60、0.82 元。综合考虑公司在行业中的地位 and 市场规模、产品的应用领域以及未来布局业务的前景，我们按照 2015 年 60 倍 PE，给予公司目标价 30 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**转型通信业务存在不确定性；低空空域放开进程有可能低于预期；地方国企改革进展缓慢，低于预期。

内容目录

内生外延同步推进，战略布局三大产业	- 5 -
立足传统数字电视业务，并购布局空管和物联网	- 5 -
传统数字电视业务竞争激烈，公司积极谋求转型	- 6 -
军航空管业务稳步发展，通用航空兴起将进一步打开市场空间	- 9 -
物联网业务发展迅猛，军事物联是重点	- 12 -
布局北斗，未来可期	- 13 -
九洲集团唯一上市平台，资产注入可预期	- 14 -
盈利预测、估值和投资建议	- 15 -
盈利预测假设及结果	- 15 -
估值结果：30 元/股	- 16 -
投资建议（评级）：目标价 30 元，“买入”评级	- 16 -
风险提示	- 16 -

图表目录

图表 1：2015 年上半年四川九洲各业务收入占比	- 5 -
图表 2：2015 年上半年四川九洲各业务毛利占比	- 5 -
图表 3：四川九洲 2015 年上半年各业务毛利率（%）	- 5 -
图表 4：各类数字电视用户占比	- 6 -
图表 5：新形势下数字电视业务能力要求	- 7 -
图表 6：传统数字电视业务毛利率逐步改善（%）	- 7 -
图表 7：四川九洲数字电视业务产品	- 8 -
图表 8：四川九洲三网融合整体解决方案	- 8 -
图表 9：四川九洲生产制造基地	- 8 -
图表 10：四川九洲数字电视业务逐步触底（百万）	- 9 -
图表 11：四川九洲数字电视各业务占比（2014 年）	- 9 -
图表 12：中国近年来国防支出稳定增长（亿元）	- 9 -
图表 13：2014 年全球军费前 15 位国家（亿美元）	- 9 -
图表 14：空管系统介绍	- 10 -
图表 15：四川九洲空管系统主要产品及产业布局	- 10 -
图表 16：中国通用飞机数量增长逐渐加快	- 11 -
图表 17：空管业务增长迅速（百万）	- 11 -
图表 18：通用航空产业发展思路	- 12 -
图表 19：物联网应用领域	- 12 -
图表 20：RFID 应用领域	- 12 -

图表 21: 物联网业务增速加快 (百万)	- 13 -
图表 22: 九洲集团公司主要业务.....	- 15 -
图表 23: 九洲集团营业收入 (百万)	- 15 -
图表 24: 九洲集团净利润 (百万)	- 15 -
图表 25: 四川九洲期间费用及相关税费假设 (百万)	- 15 -
图表 26: 可比公司估值表.....	- 16 -
图表 27: 四川九洲收入预测表 (百万元)	- 17 -
图表 28: 四川九洲财务报表摘要 (百万)	- 18 -

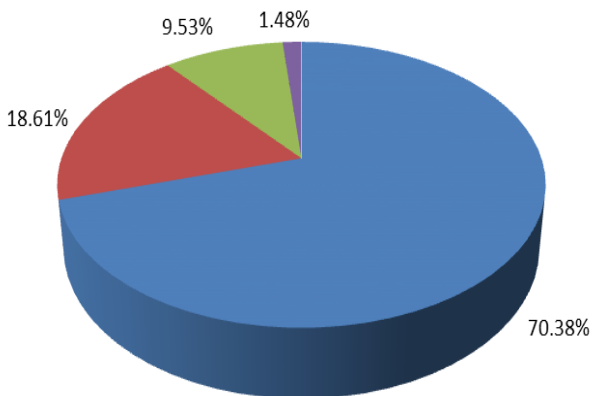
内生外延同步推进，战略布局三大产业

立足传统数字电视业务，并购布局空管和物联网

- 公司属于地方国企，传统数字电视业务业内领先：**公司 2010 年借壳四川湖山上市，控股股东为九洲电器集团有限责任公司，隶属于四川省绵阳市国资委。公司主营数字电视业务，产品包括数字终端（机顶盒）、高频头、光器件等，为客户提供宽带网络解决方案、数字电视系统解决方案和 IPTV 系统解决方案等。公司在广播电视领域具有强大的科研、生产和营销服务优势，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。
- 外延并购进军空管和物联网，产业结构升级：**2013 年收购九洲集团持有的四川九洲空管科技有限责任公司 30% 的股权，初步涉足空管业务。2014 年进一步收购九洲空管 70% 的股权和九洲信息 79.14% 的股权，从而形成了目前数字电视、空管和物联网三大产业共同发展的布局。从收入和毛利的占比来看，新布局的空管和物联网业务盈利能力显著高于原来传统的业务，我们预计随着后续的不断拓展，这一趋势将进一步延续。

图表 1：2015 年上半年四川九洲各业务收入占比

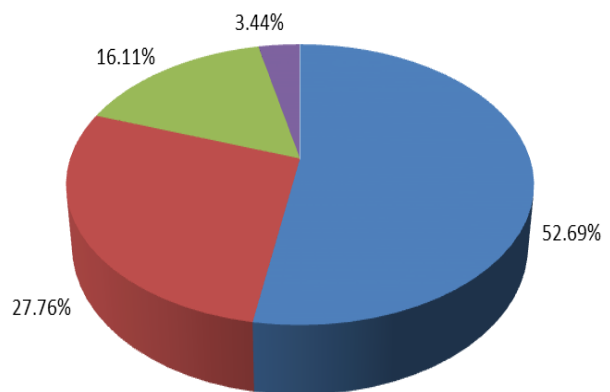
■ 数字家庭多媒体产品 ■ 空管产品 ■ 物联网产品 ■ 物业管理



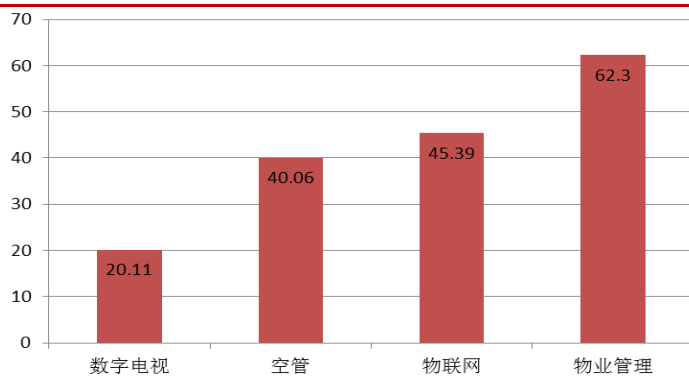
来源：公司公告，齐鲁证券研究所

图表 2：2015 年上半年四川九洲各业务毛利占比

■ 数字家庭多媒体产品 ■ 空管产品 ■ 物联网产品 ■ 物业管理



来源：公司公告，齐鲁证券研究所

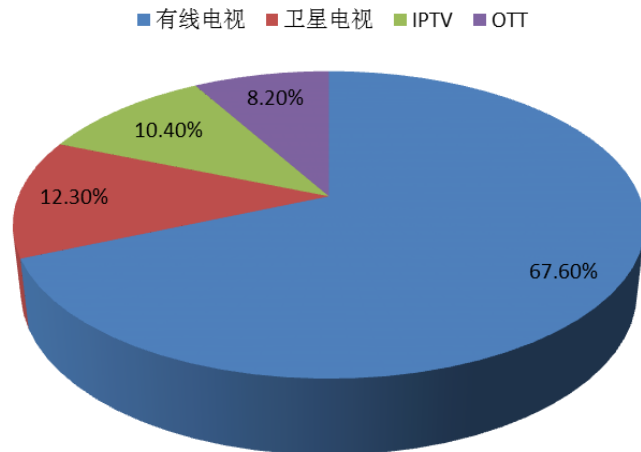
图表 3：四川九洲 2015 年上半年各业务毛利率 (%)


来源：公司公告，齐鲁证券研究所

传统数字电视业务竞争激烈，公司积极谋求转型

- **数字电视行业群雄逐鹿，技术升级和产品迭代不断提速，竞争日趋激烈：**目前数字电视用户主要分为有线电视、卫星电视、IPTV 以及 OTT。根据格兰研究统计，截至 2014 年三季度末，我国拥有数字电视用户近 2.8 亿，其中有线电视用户占 67.6%，卫星电视用户占 12.3%，IPTV 用户占 10.4%，OTT 用户占 8.2%。各电视运营商都在不断探索新的商业模式，推出新产品和新服务，力图获取竞争优势，掌握市场主动权。
- **有线数字化整体转换工作进入中后期，市场需求增长缓慢已成为“新常态”：**有线运营商加快了网络双向化、内容高清化、服务多样化的步伐，并尝试开展 DVB+OTT 等融合业务，家庭多媒体网关、智能电视终端和相关 App 等新产品不断推向市场，有线电视内容丰富程度和服务质量有较大提高。
- **IPTV 获得一定的增长：**IPTV 运营商凭借庞大的固网用户群体，针对性地运用捆绑销售等促销手段，加大业务融合与业绩分成，也获得了一定的用户增长。
- **OTT 电视服务逐渐正规化、产业化，竞争能力进一步提高：**2014 年 11 月，广电总局重申 181 号文件，理顺了互联网 OTT 电视产业链，OTT 服务得以快速发展，对有线电视造成一定的冲击。

图表 4：各类数字电视用户占比



来源：格兰研究，齐鲁证券研究所

- **竞争模式转变，对企业研发制造以及营销等综合能力要求提高：**数字电视领域的竞争模式已从最初“凭价格高低、节目多少争夺观众”模式向“以丰富的平台、内容和增值服务赢得用户”模式转变。行业的多元化发展使得数字电视设备研发制造企业必须发展跨界经营能力，复杂激烈的竞争环境又提高了对制造企业综合竞争能力的要求。从目前从事数字电视设备研发制造的企业来看，在有线和 IPTV 市场已经形成了以专业从事数字电视设备制造的企业和通信设备制造企业两大类企业为主的竞争格局，而在 OTT 市场则有以互联网企业为代表大批市场参与者，市场竞争的主要方式已经从单纯的价格竞争转向涉及技术、营销、质量和管

理等方面的综合能力竞争。

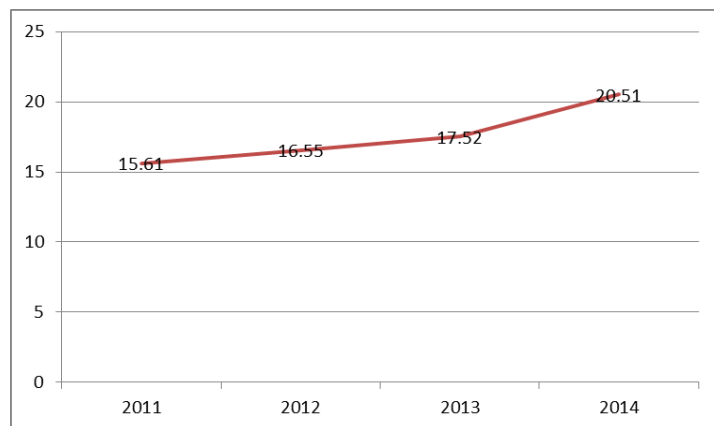
图表 5：新形势下数字电视业务能力要求

技术研发能力	生产制造能力	营销推广能力
<ul style="list-style-type: none"> 多种模式的电视服务要求企业具备应用于不同网络环境的全网解决方案和关键产品，不同的平台和内容资源又要求企业具备较强的软件开发和系统集成能力。 	<ul style="list-style-type: none"> 客户不断变化的个性化产品需求要求企业快速反应、及时供货，产品的快速迭代又对企业的成本控制能力提出了挑战。 	<ul style="list-style-type: none"> 互联网+大背景下，线上线下结合、B2B+B2C的数字电视产品推广模式也考验着企业的营销推广能力。

来源：公司公告，齐鲁证券研究所

- 公司深耕传统广电市场业务，国内国外同步推进：**国内方面，公司继续巩固传统的广电市场阵地，有线机顶盒出货保持稳定，并先后中标山西、重庆等地“户户通”项目、中央广播电视节目无线数字化覆盖工程等项目。据格兰研究统计，截至 2014 年三季度末，公司广电有线终端出货量排名第二。国际方面，公司在南亚、南美等新兴地区市场取得了销售增长，同时还与北美、西欧等发达地区的多家电视运营商实现了战略合作，从而改变了之前国际市场主要面对个人客户的局面，毛利率得到改善，国际市场战略取得了初步成效。

图表 6：传统数字电视业务毛利率逐步改善（%）



来源：wind，齐鲁证券研究所

- 积极谋求转型，牵手华为，开拓通信市场：**公司与华为在无源光网络产品领域展开了合作，目前已进入产品验收阶段，预计今年能形成 50 万台/月的产量，明年能形成 100 万台/月的产量，我们按单价为 50 元估算，该业务明年收入可达到 6 亿，从而促进公司业务转型升级，形成新的增长点。

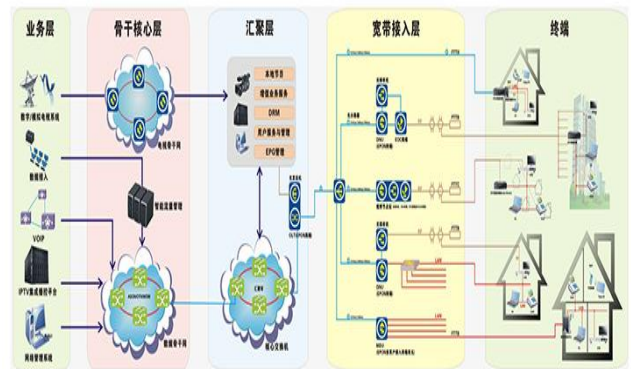
- **国家三网融合推进力度超预期，公司技术实力领先：**9月4日国务院办公厅发布《三网融合推进方案》，提出加快在全国全面推进三网融合，预示将自上而下加大推广力度。公司是国内最大的数字电视设备制造商和三网融合系统解决方案提供商，在2014年完成了“三网融合技术研究院”募投项目建设，相关研究所、实验室按期投入使用。目前拥有绵阳、北京、深圳三大技术开发中心，具备从三网融合前端设备到宽带网络传输设备再到终端设备的全系统多系列产品研发能力，在下一代广播电视网（NGN）、网络电视（IPTV）、智能机顶盒、传输网络、家庭多媒体中心、互联网业务等方面均形成了拳头产品，三网融合试点方案成功应用于上海、深圳、四川、重庆、江苏等地。

图表 7：四川九洲数字电视业务产品



来源：齐鲁证券研究所

图表 8：四川九洲三网融合整体解决方案



来源：齐鲁证券研究所

图表 9：四川九洲生产制造基地

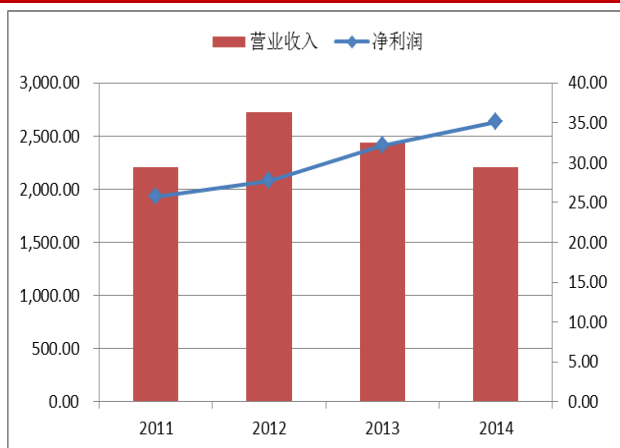
★ 建有绵阳、深圳两大生产基地，生产实力和规模居行业之首



来源：公司官网，齐鲁证券研究所

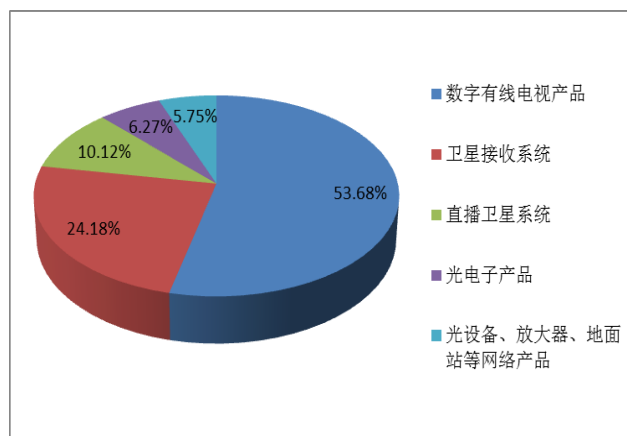
- **我们预计数字电视业务将触底反弹：**由于传统有线业务市场需求增长缓慢，加上公司通信转型处于初步阶段，我们预计公司数字电视业务在2015年将会进一步的减少，但同时我们也判断，随着三网融合的进一步推进，公司与华为的合作逐步展开，公司数字电视业务今年将实现触底，未来转型反弹可预期。

图表 10: 四川九洲数字电视业务逐步触底 (百万)



来源: 公司年报, 齐鲁证券研究所

图表 11: 四川九洲数字电视各业务占比 (2014 年)

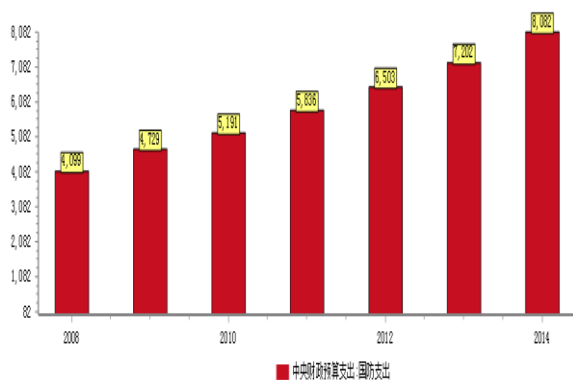


来源: 公司年报, 齐鲁证券研究所

军航空管业务稳步发展, 通用航空兴起将进一步打开市场空间

- 经济持续高速发展, 国防军费预算稳定增长:** 2014 年国防军费达到 8082.3 亿元, 同比增幅为 12.2%, 2015 年国防军费预算达到 8868.98 亿元, 同比增长为 10.1%。虽然总量较大, 但是跟其他国家相比, 国防军费占 GDP 比重依然较低, 随着朝核问题、中日问题、中越问题、中缅问题以及中印问题等日益突出, 美国重返亚太后对中国的多方遏制, 以及落后就要挨打的历史教训, 国家会更加重视国防力量建设, 预计国防军费预算未来仍将保持两位数的增速, 其中对装备的投入也将由现在的 1/3 逐步上升到 40%。

图表 12: 中国近年来国防支出稳定增长 (亿元)



来源: 同花顺 ifind, 齐鲁证券研究所

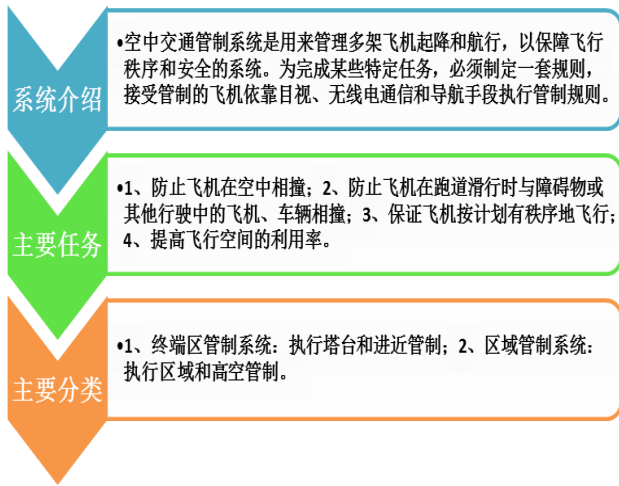
图表 13: 2014 年全球军费前 15 位国家 (亿美元)



来源: 新华网, 齐鲁证券研究所

- 装备国产化替代加速, 军航空管市场迎来机遇:** 周边局势紧张将刺激国内武器装备加快升级换代和规模列装, 国产化进程将加快。空军战略地位的日益提高使得空军各装备的投入逐渐加大, 近几年各类型飞机的陆续亮相彰显国家对空军装备的重视, 作为空军装备重要组成部分的空管系统将迎来发展机遇。
- 公司从事空管研制业务多年, 处于行业领先地位, 业绩稳步增长:** 公司

是中国最早从事空管系统研制、生产的国家高新技术企业，主要产品分为**机载设备**和**地面设备**两大类，包括空管机载防撞系统产品、空管监视导航产品、空管信息化系统产品等。经过近年来的快速发展，九洲空管在空管领域系统设计方面有着深厚的技术积累，拥有一批空管领域核心技术、成果，形成了系列化的空管产品。目前公司空管业务以军工产品销售为主，2015年上半年军工产品收入占主营业务收入比重在80%以上，收入和盈利稳步增长。

图表 14：空管系统介绍


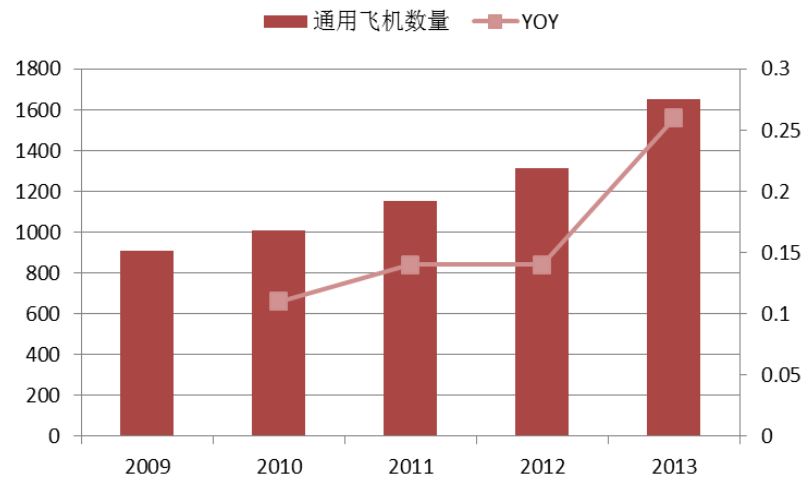
来源：百度百科，齐鲁证券研究所

图表 15：四川九洲空管系统主要产品及产业布局


来源：公司官网，齐鲁证券研究所

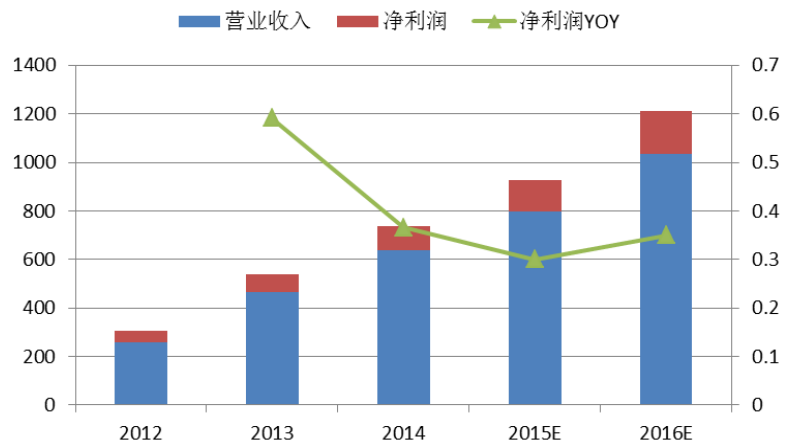
■ 通航产业兴起将带动通航机场建设以及通航飞机数量的大幅增加：

- 截至到 2013 年底，我国通用机场数量为 70 个，起降点数量为 329 个，而美国有通用机场约 1.9 万个，同为发展中国家的巴西也有近 2500 个通用机场，即我国通用机场总量仅为美国的 2%，巴西的 16%。如同完善的公路网络是汽车消费的前提一样，遍地开花的通用机场也是行业发展不可逾越的前置条件。按照规划，“十三五”期间全国将新增 588 个通用机场及起降点，我们按照每个通用机场地面空管设备的单价为 500 万估算，则市场空间将达到 30 亿。
- 截止到 2013 年底，我国注册的通用航空飞机数量为 1654，增长率达到 26%，成逐年递增的趋势。我们按每年增加 600 架各类通用飞机预计，单架飞机机载空管系统按 300 万估算，则市场空间将接近 20 亿。

图表 16: 中国通用飞机数量增长逐渐加快


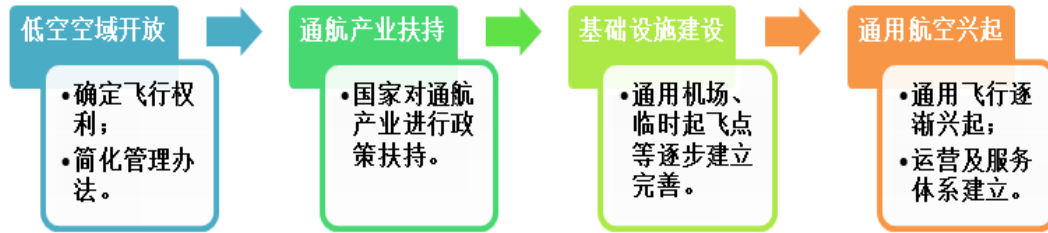
来源:《从统计看民航》, 齐鲁证券研究所

- 公司空管业务军民通用性强, 通航产业兴起将为公司空管业务打开广阔空间:** 公司空管业务立足军用领域, 逐步向民用领域拓展, 承担了多项国家科技计划及专项任务, 产品包括国家 C919 大型客机综合监视系统 (ISS)、海鸥-300 水陆两用飞机 S 模式机载空管应答机、AC313 大型民用直升机 A/C 模式机载空管应答机等研制任务, 并已在民航多个机场安装空管地面设备。目前公司空管产品覆盖飞机从起飞、爬升、巡航、下降到着陆的全过程, 覆盖空管系统监视、通信、导航和自动化全部四个领域, 覆盖军航、民航、警航、体航、通航以及出口市场等领域。公司 2012 年以来在低空领域多次高分中标, 在国家低空空域对空监视和低空通信设施试点建设项目承担任务最多, 市场占有率最高。目前公司空管民品领域的占比已经由 2014 年的不到 5% 逐步增加到 2015 年上半年的接近 20%, 增长势头已经初步显现。未来前景可预期。
- 随着军航空管设备的国产化进程加快以及通航产业的逐步兴起, 我们预计公司空并购空管业务时承诺的业绩过于保守, 将保持 30% 左右的增速。未来将迎来高速发展时期以及更大的发展空间。

图表 17: 空管业务增长迅速 (百万)


来源: 公司公告, 齐鲁证券研究所

图表 18：通用航空产业发展思路



来源：齐鲁证券研究所

物联网业务发展迅猛，军事物联是重点

- **物联网产业处于快速发展期，公司业务涵盖三个方面：**随着国家物联网产业规划及政策大规模落地，信息安全及信息化成为国家发展战略，物联网产业正处于快速发展时期，市场规模逐年扩大。公司通过 RFID 技术切入物联网产业，掌握 RFID 传感技术、视频传感技术、光纤传感技术、无线宽带传感技术等物联网核心技术，主要提供 RFID 传感设备等物联网产品和物联网应用系统集成方案。目前物联网业务主要布局**军事物流信息化、智能溯源和智能安防**三个方面。

图表 19：物联网应用领域



来源：公司官网，齐鲁证券研究所

图表 20：RFID 应用领域



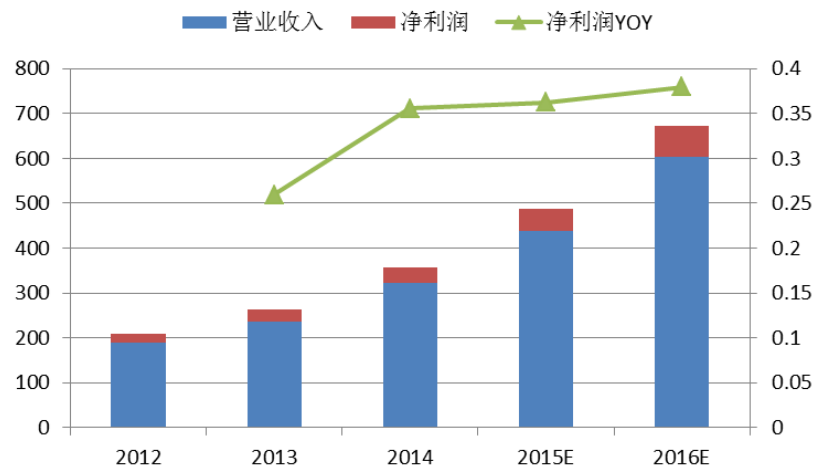
来源：企业可持续发展报告 2014，齐鲁证券研究所

- **军队信息化助推军事物流信息化兴起：**作为军队信息化的一部分，军事物流信息化逐步兴起。公司已具备独立开展军品业务的资质和能力，并在总装、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。主要业务是各种军事物资的信息化管理，其中航材信息管理系统已在空军、海军、陆航部署，在该领域公司处于领先地位。**军事物流信息化是公司物联网业务发展重点，目前收入占比约为 40%，预计未来将进一步提升，达到 50%~60%。**
- **智能溯源领域稳步推进：**公司主要围绕商务部肉菜溯源系统建设为方向，参与工信部食品企业质量安全信息追溯体系建设，跟踪农业部对种、养

殖业源头的品质型溯源项目。在商务部肉菜溯源的前 3 批 35 个试点城市中，设备中标太原、成都、长沙、南京、合肥等 12 个城市。公司接下来重点跟踪商务部肉菜溯源第四批城市和中药材溯源 7 个试点城市的销售工作，并积极开拓国际贸易市场。同时公司已具备独立承接农村土地和房屋确权追溯业务的能力，现已在四川省宜宾、绵阳、遂宁、巴中等多个市县开展土地、房屋确权追溯等业务，确立了公司在省内的先导优势，并积极向全国拓展。

- 智能安防领域增长势头良好：**公司拥有四川省公共安全技防范系统设计、安装、维护、运营一级资质，主要从事智能安防项目的产品开发和设备制造，系统集成和运营维护等业务。公司多年来为银行、公安、交通、厂矿、宾馆、社区提供了上万套防盗报警和闭路电视监控器材，安装了多项优质的安防工程，用户遍及全国。同时公司精耕西部市场，成功的实施广西柳州、新疆库尔勒、绵阳、内江等诸多城市的项目，具备良好、稳定的客户基础，主要业务集中在交通、银行、水利等单位的系统安装和改造。另外，公司大力推广平安城市样板工程等智能城市监控系统，保持智能安防业务良好的增长势头。

图表 21：物联网业务增速加快（百万）



来源：公司公告，齐鲁证券研究所

布局北斗，未来可期

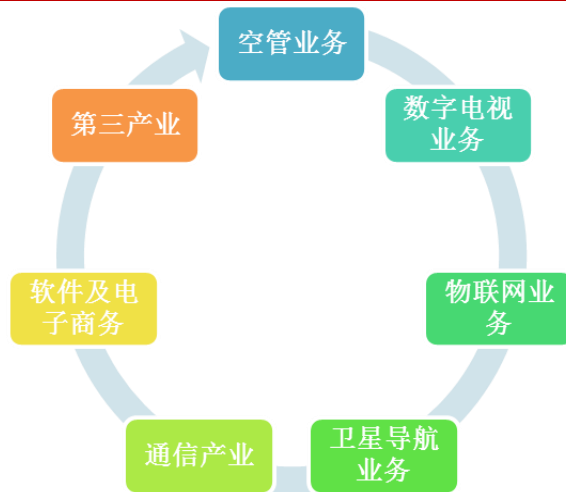
- 投资绵阳九洲北斗新时空能源有限公司：**2015 年 7 月，公司与控股股东一起投资成立了九洲北斗新时空能源有限公司，其中公司投资 120 万元，占股 12%。北斗能源公司通过将北斗导航、能源和互联网深度融合，实现线上车货实时配对，同时对加入九洲北斗新时空现代物流网的各类车辆提供具有高折扣率的加油卡优惠，未来将形成拥有一定数量车辆用户的市场规模，助推九洲北斗新时空现代物流网的建设，形成符合“互联网+”和“北斗+”趋势的第四方现代物流调度及结算平台，做到现代物流配送、金融结算、保险等业务的有机结合。目前已加入平台的车辆接近 20 万辆，未来目标将达到 100 万辆，市场空间估计可达到 40 亿元。
- 入股四川九洲卫星导航投资发展有限公司：**2015 年 7 月，公司收购了四川九洲卫星导航投资发展有限公司，该投资公司是九洲集团发展北斗卫星导航产业的投资平台、管控平台、新项目孵化平台及资源整合平台。

其重点投资方向是北斗定位导航产业,是国家重点支持的新兴战略产业,发展前景广阔。目前投资的四川九洲北斗导航与位置服务有限公司拥有北斗民用终端分理级、终端级服务资质,已全面掌握精密测量、高动态、抗干扰、测姿定向、组合导航、完好性监视等 10 余项卫星导航高端技术,形成了涵盖芯片、终端、系统集成、运营服务的完整产业链,可为地区、行业和大众用户提供导航定位、数字报文通信服务和基于位置的增值信息服务等支撑服务。

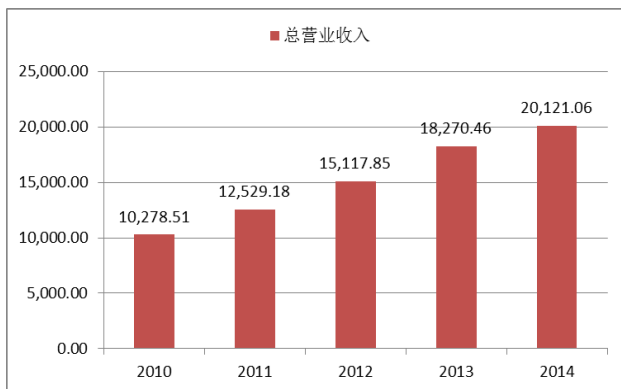
- **北斗有望成为公司新的增长点:** 通过公司近期对两家北斗产业相关公司的投资,可以看出公司已经在战略布局未来有 4000 亿市场空间的卫星导航产业,这将有利于公司优化产业结构,为公司培育新的经济增长点。

九洲集团唯一上市平台, 资产注入可预期

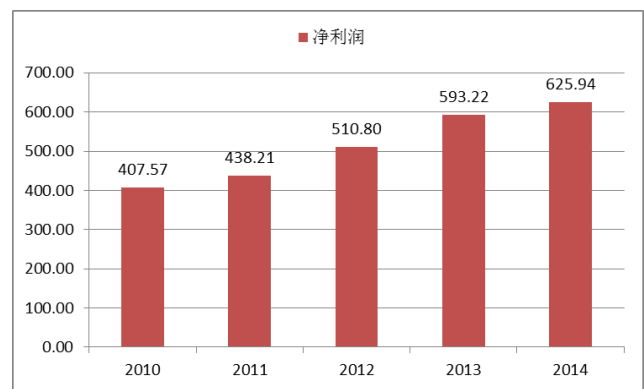
- **背靠九洲集团:** 公司控股股东为九洲电器集团有限责任公司(简称九洲集团),位于四川省绵阳市,建于 1958 年,是国家“一五”期间 156 项重点工程之一,是国家从事二次雷达系统及设备、空管系统及设备科研、生产的大型骨干军工企业。从事数字电视设备、有线电视宽带综合业务信息网络及三网融合系统、电线电缆光缆、LED、物联网、电子政务和电子商务软件、手机等个人消费终端、车载指挥通信系统、卫星导航系统产品等的开发、制造、经营和服务的高科技企业,并涉足房地产开发、保险代理、教育等产业领域。
- **四川省大力推动国有企业改革:** 2014 年 5 月,四川省发布《关于深化国资国企改革促进发展的意见》,其中提到要推动产权结构多元化和加快国有资产证券化,具备条件的企业实现整体改制上市或主营业务上市,已有上市公司的集团要充分利用上市公司平台,通过分步注入优质资产的方式,实现整体上市,逐步使上市公司成为国有企业的重要组织形态。
- **收购空管和物联网业务公司,资本运作逐渐加码:** 公司在 2014 年启动收购控股股东下属的九洲空管和九洲信息两家公司,成功布局空管和物联网产业,预示着集团公司资本运作逐渐加码。随着国企改革顶层指导意见的下发,我们预计从央企到地方国企的改革都将进一步提速。作为公司控股股东的九洲集团公司,2014 年营业收入超过 200 亿元,净利润达到 6.26 亿,未来资产注入的空间较大,值得期待。

图表 22：九洲集团公司主要业务


来源：公司官网，齐鲁证券研究所

图表 23：九洲集团营业收入（百万）


来源：wind，齐鲁证券研究所

图表 24：九洲集团净利润（百万）


来源：wind，齐鲁证券研究所

盈利预测、估值和投资建议

盈利预测假设及结果

- 具体业务收入假设见后文销售预测表，期间费用假设见下表：

图表 25：四川九洲期间费用及相关税费假设（百万）

四川九洲	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
会计年度截止日：12/31						
单位：人民币百万元						
营业税金及附加	13.57	14.93	7.91	16.05	18.84	22.87
占营业收入比重	0.49%	0.60%	0.35%	0.59%	0.59%	0.59%
销售费用	131.95	119.07	171.44	169.76	221.83	255.58
占营业收入比重	4.79%	4.82%	7.66%	6.24%	6.95%	6.59%
管理费用	192.70	219.14	211.28	353.73	415.04	503.91
占营业收入比重	6.99%	8.87%	9.44%	13.00%	13.00%	13.00%
财务费用	7.48	-0.39	14.31	26.20	27.41	33.68
占营业收入比重	0.27%	-0.02%	0.64%	0.96%	0.86%	0.87%

来源：齐鲁证券研究所

- 预计公司 2015-2017 年收入 27.21、31.93、38.76 亿元，同比增长 21.55%、17.33%、21.41%；归属上市公司股东净利润 2.5、3.39、4.56 亿元，同比增长 190.64%、35.29%、34.49%，对应 EPS 为 0.49、0.66、0.89 元。

估值结果：30 元/股

- 参考 2016 年可比公司川大智胜 50.02 倍、银河电子 27.73 倍、国睿科技 37.4 倍以及四创电子 50.41 倍，平均估值为 41.39 倍，综合考虑公司在行业中的地位和市场规模、产品的应用领域以及未来布局业务的前景，我们按照 2016 年 45 倍 PE，给予公司目标价 30 元/股。

图表 26：可比公司估值表

股票名称	当前市值 (亿元)	当前股价 (元)	EPS			PE		
			2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E
川大智胜	35.97	25.83	0.38	0.52	0.65	67.46	50.02	39.86
银河电子	92.34	16.21	0.44	0.58	0.86	37.01	27.73	18.91
国睿科技	87.66	34.10	0.72	0.91	1.06	47.04	37.40	32.13
四创电子	85.78	62.75	0.87	1.24	1.62	72.47	50.41	38.67
平均						55.99	41.39	32.39
对应 9 月 18 日收盘价，采用 wind 一致预期。								

来源：wind，齐鲁证券研究所

投资建议（评级）：目标价 30 元，“买入”评级

- 根据公司估值结果，给予公司目标价格 30 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

- 传统数字电视业务竞争激烈，转型通信存在不确定性；
- 低空空域放开进程有可能低于预期，国家对通航产业的扶持政策也不明确，公司空管业务的拓展可能会受到影响；
- 地方国企改革进展缓慢，低于预期。

图表 27：四川九洲收入预测表（百万元）
产品销售收入

单位：人民币百万元

项 目	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
数字家庭多媒体产品						
销售收入	2,444.54	2,043.18	1,786.23	1,607.61	1,768.37	2,033.62
增长率 (YOY)	—	-16.42%	-12.58%	-10.00%	10.00%	15.00%
毛利率	17.00%	19.00%	23.00%	21.00%	23.00%	23.00%
销售成本	2,028.97	1,654.98	1,375.40	1,270.01	1,361.64	1,565.89
增长率 (YOY)	—	-18.43%	-16.89%	-7.66%	7.22%	15.00%
毛利	415.57	388.20	410.83	337.60	406.72	467.73
增长率 (YOY)	—	-6.59%	5.83%	-17.83%	20.48%	15.00%
占总销售额比重	83.76%	73.50%	65.78%	59.08%	55.39%	52.46%
占主营业务利润比重	68.08%	55.75%	50.12%	41.17%	38.99%	35.99%
空管产品						
销售收入	257.84	467.17	641.63	769.96	1,000.94	1,301.23
增长率 (YOY)	—	81.19%	37.34%	20.00%	30.00%	30.00%
毛利率	40.00%	40.00%	40.00%	41.00%	42.00%	42.00%
销售成本	154.70	280.30	384.98	454.27	580.55	754.71
增长率 (YOY)	—	81.19%	37.34%	18.00%	27.80%	30.00%
毛利	103.14	186.87	256.65	315.68	420.40	546.51
增长率 (YOY)	—	81.19%	37.34%	23.00%	33.17%	30.00%
占总销售额比重	8.84%	16.81%	23.63%	28.30%	31.35%	33.57%
占主营业务利润比重	16.90%	26.83%	31.31%	38.50%	40.30%	42.05%
物联网产品						
销售收入	188.27	237.14	252.58	303.10	378.87	492.53
增长率 (YOY)	—	25.96%	6.51%	20.00%	25.00%	30.00%
毛利率	40.66%	42.95%	51.88%	47.00%	50.00%	52.00%
销售成本	111.72	135.29	121.54	160.64	189.44	236.41
增长率 (YOY)	—	21.10%	-10.16%	32.17%	17.92%	24.80%
毛利	76.55	101.85	131.04	142.46	189.44	256.12
增长率 (YOY)	—	33.05%	28.66%	8.71%	32.98%	35.20%
占总销售额比重	6.45%	8.53%	9.30%	11.14%	11.87%	12.71%
占主营业务利润比重	12.54%	14.63%	15.99%	17.37%	18.16%	19.71%
物业管理						
销售收入	27.73	32.21	35.11	40.38	44.41	48.86
增长率 (YOY)	—	16.16%	9.00%	15.00%	10.00%	10.00%
毛利率	54.56%	60.39%	60.29%	60.00%	60.00%	60.00%
销售成本	12.60	12.76	13.94	16.15	17.77	19.54
增长率 (YOY)	—	1.25%	9.28%	15.84%	10.00%	10.00%
毛利	15.13	19.45	21.17	24.23	26.65	29.31
增长率 (YOY)	—	28.57%	8.82%	14.45%	10.00%	10.00%
占总销售额比重	0.95%	1.16%	1.29%	1.48%	1.39%	1.26%
占主营业务利润比重	2.48%	2.79%	2.58%	2.95%	2.55%	2.26%
销售收入小计	2918.38	2779.70	2715.55	2721.04	3192.59	3876.24
销售成本小计	2307.99	2083.32	1895.86	1901.08	2149.39	2576.56
毛利	610.39	696.38	819.69	819.96	1043.20	1299.68
平均毛利率	20.92%	25.05%	30.19%	30.13%	32.68%	33.53%

来源：齐鲁证券研究所

图表 28：四川九洲财务报表摘要（百万）

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
营业总收入	2,757	2,471	2,239	2,721	3,193	3,876	货币资金	810	781	641	544	639	775
增长率	23.36%	-10.4%	-9.4%	21.5%	17.3%	21.4%	应收款项	1,162	1,318	1,962	2,353	2,760	3,352
营业成本	-2,313	-2,039	-1,780	-1,901	-2,149	-2,577	存货	394	350	578	498	563	675
% 销售收入	83.9%	82.5%	79.5%	69.9%	67.3%	66.5%	其他流动资产	30	18	220	289	304	330
毛利	444	431	459	820	1,043	1,300	流动资产	2,396	2,467	3,402	3,684	4,266	5,131
% 销售收入	16.1%	17.5%	20.5%	30.1%	32.7%	33.5%	% 总资产	84.5%	77.4%	85.5%	85.5%	86.3%	87.8%
营业税金及附加	-14	-15	-8	-16	-19	-23	长期投资	193	456	167	167	167	167
% 销售收入	0.5%	0.6%	0.4%	0.6%	0.6%	0.6%	固定资产	218	235	317	343	361	370
营业费用	-132	-119	-171	-170	-222	-256	% 总资产	7.7%	7.4%	8.0%	8.0%	7.3%	6.3%
% 销售收入	4.8%	4.8%	7.7%	6.2%	6.9%	6.6%	无形资产	14	16	65	88	123	151
管理费用	-193	-219	-211	-354	-415	-504	非流动资产	440	722	576	626	678	715
% 销售收入	7.0%	8.9%	9.4%	13.0%	13.0%	13.0%	% 总资产	15.5%	22.6%	14.5%	14.5%	13.7%	12.2%
息税前利润 (EBIT)	106	78	68	280	387	517	资产总计	2,837	3,189	3,978	4,310	4,945	5,846
% 销售收入	3.8%	3.2%	3.0%	10.3%	12.1%	13.3%	短期借款	428	475	705	565	748	850
财务费用	-7	0	-14	-26	-27	-34	应付账款	914	1,152	1,275	1,418	1,558	1,902
% 销售收入	0.3%	0.0%	0.6%	1.0%	0.9%	0.9%	其他流动负债	58	55	78	143	124	149
资产减值损失	-39	-25	-35	1	-7	-10	流动负债	1,401	1,681	2,058	2,125	2,430	2,901
公允价值变动收益	1	1	0	0	0	0	长期投资	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	1	24	0	0	0	其他长期负债	35	40	9	9	9	9
% 税前利润	0.1%	1.0%	30.5%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	1,436	1,721	2,067	2,134	2,439	2,910
营业利润	60	56	43	255	353	473	普通股股东权益	1,337	1,409	1,824	2,096	2,434	2,890
营业利润率	2.2%	2.2%	1.9%	9.4%	11.1%	12.2%	少数股东权益	64	60	86	80	71	47
营业外收支	20	29	37	33	35	34	负债股东权益合计	2,837	3,189	3,978	4,310	4,945	5,846
税前利润	80	85	79	288	388	507	比率分析						
利润率	2.9%	3.4%	3.5%	10.6%	12.1%	13.1%	每股指标	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
所得税	-12	-9	-1	-43	-58	-76	每股收益(元)	0.150	0.156	0.187	0.490	0.662	0.891
所得税率	15.2%	11.0%	1.3%	15.0%	15.0%	15.0%	每股净资产(元)	2.908	3.063	3.967	4.098	4.760	5.651
净利润	68	76	78	245	330	431	每股经营现金流(元)	-0.355	0.097	0.185	0.174	0.096	0.286
少数股东损益	-1	4	-8	-6	-9	-25	每股股利(元)	0.000	0.000	0.060	0.060	0.000	0.000
归属于母公司的净利润	69	72	86	250	339	456	回报率						
净利率	2.5%	2.9%	3.8%	9.2%	10.6%	11.8%	净资产收益率	5.15%	5.09%	4.72%	11.95%	13.92%	15.76%
现金流量表（人民币百万元）							总资产收益率	2.43%	2.25%	2.17%	5.81%	6.85%	7.79%
净利润	68	76	78	245	330	431	投入资本收益率	10.87%	9.89%	3.72%	11.76%	13.46%	15.47%
少数股东损益	0	0	0	-6	-9	-25	增长率						
非现金支出	64	61	41	45	62	75	营业总收入增长率	23.36%	-10.38%	-9.39%	21.55%	17.33%	21.41%
非经营收益	0	-7	-21	1	1	9	EBIT增长率	66.61%	-26.08%	-13.06%	312.18%	38.19%	33.50%
营运资金变动	-295	-85	-13	-202	-343	-369	净利润增长率	26.70%	4.25%	20.11%	190.64%	35.29%	34.49%
经营活动现金净流	-163	45	85	83	40	122	总资产增长率	34.44%	12.43%	24.72%	8.36%	14.72%	18.24%
资本开支	25	43	33	63	72	68	资产管理能力						
投资	7	-66	-383	0	0	0	应收账款周转天数	110.4	148.4	220.6	220.6	220.6	220.6
其他	11	21	32	0	0	0	存货周转天数	63.5	66.5	95.6	95.6	95.6	95.6
投资活动现金净流	-7	-88	-383	-63	-72	-68	应付账款周转天数	88.5	103.9	146.5	146.5	146.5	146.5
股权筹资	476	0	0	52	0	0	固定资产周转天数	29.1	32.8	42.4	41.3	37.7	32.3
债权筹资	73	43	48	-140	184	101	偿债能力						
其他	-3	-68	-43	-34	-66	-43	净负债/股东权益	-27.30%	-21.00%	3.22%	0.83%	4.29%	2.45%
筹资活动现金净流	546	-25	5	-123	118	58	EBIT利息保障倍数	14.2	-202.1	4.8	10.7	14.1	15.4
现金净流量	376	-69	-294	-103	85	112	资产负债率	50.62%	53.96%	51.97%	49.51%	49.33%	49.77%

来源：齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6—12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。