

## 四川九洲 (000801.SZ)

### 军品业务提升公司盈利能力

### 潜在资产注入仍可预期

 评级: **买入**

 前次: **买入**

目标价(元):

**30—35**

分析师

联系人

笃慧

卫喆

S0740510120023

021-20315133

021-20315119

duhui@r.qlzq.com.cn

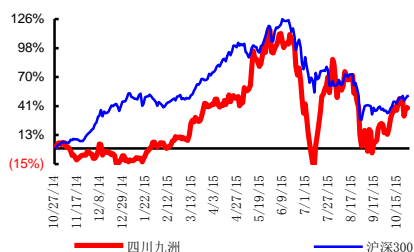
weizhe@r.qlzq.com.cn

2015年10月26日

#### 基本状况

总股本(百万股)	511
流通股本(百万股)	511
市价(元)	27.13
市值(百万元)	13,874
流通市值(百万元)	13,874

#### 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%	174.37%	33.04%	41.10%
摊薄每股收益(元)	0.16	0.19	0.46	0.61	0.87
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	58.69	44.12	31.26
PEG	16.44	4.54	0.34	1.34	0.76
每股净资产(元)	3.06	3.97	4.07	4.69	5.55
每股现金流量	0.10	0.18	0.16	0.06	0.25
净资产收益率	5.09%	4.72%	11.36%	13.13%	15.63%
市净率	3.56	4.31	6.67	5.79	4.89
总股本(百万股)	459.89	459.89	511.39	511.39	511.39

备注: 市场预测取 聚源一致预期

#### 投资要点

- **事件: 公司发布 2015 年三季报。2015 年前三季度公司实现营业收入 20.6 亿元, 同比减少 3.69%; 归母净利润 1.07 亿元, 同比增长 14.98%。**
- **对此我们点评如下:**
- **基本符合预期, 受军品交货周期影响, 四季度预计将确认较大利润, 我们仍然预计全年利润将超过 2 亿。**
- **核心推荐逻辑如下:**
- **涉足军品业务使公司盈利能力大幅提升:** 公司目前已形成数字电视、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 27.21、31.93、38.76 亿元，同比增长 21.5%、17.3%、21.4%；归属上市公司股东净利润 2.36、3.14、4.44 亿元，同比增长 174.37%、33.04%、41.1%，对应 EPS 为 0.46、0.61、0.87 元。给予公司目标价 30-35 元/股，维持“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。

**图 1：四川九州财务报表摘要（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
<b>营业总收入</b>	<b>2,757</b>	<b>2,471</b>	<b>2,239</b>	<b>2,721</b>	<b>3,193</b>	<b>3,876</b>	货币资金	810	781	641	537	611	732
增长率	23.36%	-10.4%	-9.4%	21.5%	17.3%	21.4%	应收账款	1,162	1,318	1,962	2,353	2,760	3,352
营业成本	-2,313	-2,039	-1,780	-1,917	-2,177	-2,590	存货	394	350	578	502	570	678
% 销售收入	83.9%	82.5%	79.5%	70.5%	68.2%	66.8%	其他流动资产	30	18	220	290	306	331
毛利	444	431	459	804	1,016	1,287	流动资产	2,396	2,467	3,402	3,682	4,248	5,092
% 销售收入	16.1%	17.5%	20.5%	29.5%	31.8%	33.2%	% 总资产	84.5%	77.4%	85.5%	85.5%	86.2%	87.7%
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%	6.4%
% 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%	13.8%	12.3%
息税前利润 (EBIT)	106	78	68	264	360	504	<b>资产总计</b>	<b>2,837</b>	<b>3,189</b>	<b>3,978</b>	<b>4,308</b>	<b>4,926</b>	<b>5,807</b>
% 销售收入	3.8%	3.2%	3.0%	9.7%	11.3%	13.0%	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	1,428	1,575	1,911
% 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	144	125	150
资产减值损失	-39	-25	-35	1	-7	-10	流动负债	1,401	1,681	2,058	2,136	2,449	2,910
公允价值变动收益	1	1	0	0	0	0	长期贷款	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%	<b>负债</b>	<b>1,436</b>	<b>1,721</b>	<b>2,067</b>	<b>2,145</b>	<b>2,458</b>	<b>2,919</b>
营业利润	60	56	43	239	325	460	<b>普通股股东权益</b>	<b>1,337</b>	<b>1,409</b>	<b>1,824</b>	<b>2,082</b>	<b>2,396</b>	<b>2,840</b>
营业利润率	2.2%	2.2%	1.9%	8.8%	10.2%	11.9%	少数股东权益	64	60	86	81	72	48
营业外收支	20	29	37	33	35	34	<b>负债股东权益合计</b>	<b>2,837</b>	<b>3,190</b>	<b>3,978</b>	<b>4,308</b>	<b>4,926</b>	<b>5,807</b>
税前利润	80	85	79	272	360	494	<b>比率分析</b>						
利润率	2.9%	3.4%	3.5%	10.0%	11.3%	12.7%		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
所得税	-12	-9	-1	-41	-54	-74	<b>每股指标</b>						
所得税率	15.2%	11.0%	1.3%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益(元)	0.150	0.156	0.187	0.462	0.615	0.868
净利润	68	76	78	231	306	420	每股净资产(元)	2.908	3.064	3.967	4.071	4.685	5.553
少数股东损益	-1	4	-8	-5	-9	-24	每股经营现金净流(元)	-0.355	0.097	0.185	0.159	0.057	0.254
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>69</b>	<b>72</b>	<b>86</b>	<b>236</b>	<b>314</b>	<b>444</b>	每股股利(元)	0.000	0.000	0.060	0.060	0.000	0.000
净利率	2.5%	2.9%	3.8%	8.7%	9.9%	11.4%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	5.15%	5.09%	4.72%	11.36%	13.13%	15.63%
<b>现金流量表（人民币百万元）</b>							总资产收益率	2.43%	2.25%	2.17%	5.49%	6.38%	7.64%
净利润	68	76	78	231	306	420	投入资本收益率	10.87%	9.88%	3.72%	11.12%	12.55%	15.11%
少数股东损益	0	0	0	-5	-9	-24	<b>增长率</b>						
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%	288.55%	36.11%	40.16%
营运资金变动	-295	-85	-13	-196	-339	-375	净利润增长率	26.70%	4.25%	20.11%	174.37%	33.04%	41.10%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>-163</b>	<b>45</b>	<b>85</b>	<b>76</b>	<b>21</b>	<b>106</b>	总资产增长率	34.44%	12.44%	24.70%	8.30%	14.36%	17.87%
资本开支	25	43	33	63	72	68	<b>资产管理能力</b>						
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
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-7</b>	<b>-88</b>	<b>-383</b>	<b>-63</b>	<b>-72</b>	<b>-68</b>	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	<b>偿债能力</b>						
其他	-3	-68	-43	-34	-66	-43	净负债/股东权益	-27.30%	-20.99%	3.22%	1.18%	5.45%	4.00%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>546</b>	<b>-25</b>	<b>5</b>	<b>-123</b>	<b>118</b>	<b>58</b>	EBIT利息保障倍数	14.2	-202.1	4.8	10.1	13.1	14.9
<b>现金净流量</b>	<b>376</b>	<b>-69</b>	<b>-294</b>	<b>-110</b>	<b>66</b>	<b>96</b>	资产负债率	50.62%	53.95%	51.97%	49.80%	49.90%	50.26%

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:**

本报告仅供中泰证券股份有限公司（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“中泰证券股份有限公司”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“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。