

航天机电 (600151.SH) 太阳能行业

评级：买入 维持评级

业绩点评

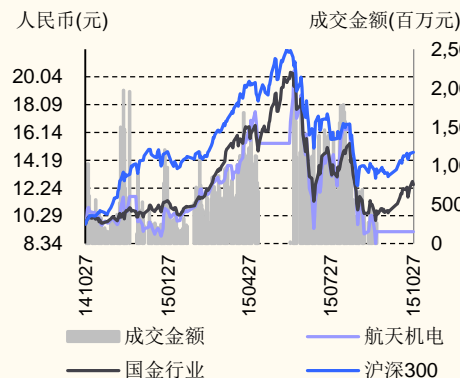
市场价格(人民币)：9.17元

光伏电站出售提速，德尔福股权收购基本落定

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)	1,250.18
总市值(百万元)	11,464.15
年内股价最高最低(元)	20.46/8.34
沪深300指数	3592.88
上证指数	3434.34



相关报告

- 1.《行业旺季将促盈利逐季改善，融资优势凸显-航天机电半年报点评》，2015.8.21
- 2.《巩固光伏电站龙头地位，大股东资产注入见曙光-航天机电公司点评》，2015.6.12
- 3.《无电站出售及汇兑损失致一季度亏损，不改全年大势-航天机电业绩...》，2015.4.30
- 4.《光伏制造大幅改善，电站开发龙头归来-航天机电业绩点评》，2015.3.31

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	0.181	0.329	0.508
每股净资产(元)	3.02	3.00	3.15	3.45	3.92
每股经营性现金流(元)	0.09	0.22	0.07	-0.13	-0.01
市盈率(倍)	74.18	524.23	77.29	42.47	27.48
行业优化市盈率(倍)	42.54	60.02	83.62	83.62	83.62
净利润增长率(%)	N/A	-84.48%	908.41%	81.96%	54.58%
净资产收益率(%)	3.82%	0.60%	5.74%	9.54%	12.95%
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 2015 年 1-9 月实现收入 21.8 亿元，同比增长 0.2%，净利润 2322 万元，同比下滑 36%，其中三季度单季实现净利润 4125 万元，符合预期。
- 此外，公司公告：1.挂牌转让位于宁夏、青海等地合计 110MW 光伏电站项目；2.公司拟收购大股东上航工业所持有的内蒙古神舟电力（持有 120MW 已并网光伏电站）96.03%股权；3.披露重大资产（上海德尔福 50%股权）购买预案。

经营分析

- **四季度 110MW 电站出售及组件制造板块的盈利回升，有望大幅推升公司全年利润水平：**公司前三季度累计出售光伏电站 99.5MW，进度大幅慢于年初计划，导致经营业绩表现欠佳，但随着 Q4 行业旺季推动的组件制造业务盈利能力回升、以及新挂牌 110MW 电站在年内的成功转让，我们预计公司全年利润仍有望实现较大幅度的增长。
- **光伏电站行业现金流趋紧大环境下，公司融资优势将得到放大：**凭借航天央企背景及大股东的担保，公司能够较轻松地以基准利率获得国开行等金融机构的长期贷款用于光伏电站开发，在目前光伏电站行业因限电、补贴拖欠问题而常常现金流紧绷的大环境下，这种融资上的优势将得到放大。
- **低 PE 现金收购德尔福股权基本板上钉钉，增厚 EPS 同时还将与公司原汽配业务形成协同：**公司拟以不到 6 倍静态 PE 的价格收购上海德尔福 50%股权，完成后将持有其 87.5%股权，交易采用全现金收购故不涉及股本摊薄，预计并表后该 50%新增股权部分每年对公司 EPS 的增厚约为 0.08 元。此外，收购完成之后，凭借德尔福在汽车空调领域的技术和客户优势，有望与公司原汽车零部件业务形成协同，令该业务板块获得 1+1>2 的经营效果。

盈利调整

- 根据公司最新的电站出售进度及计划，我们调整后的公司盈利预测对应 2015~2017E 年的 EPS 分别为 0.18,0.33,0.51 元（暂未考虑收购德尔福股权并表后的影响）。

投资建议

- 我们预计公司在获得交易所对本次重大资产重组事项的审核意见后，将于近期复牌。考虑公司光伏业务的改善趋势、收购德尔福股权带来的盈利提升，以及公司军工业务、及作为大股东资产证券化平台的潜在价值所带来的估值提升，维持“买入”评级，目标价 16 元。

姚遥

分析师 SAC 执业编号：S1130512080001
(8621)60230214
yaoy@qjzq.com.cn

张帅

分析师 SAC 执业编号：S1130511030009
(8621)60230213
zhangshuai@qjzq.com.cn

图表 1：三张报表摘要

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	4,144	5,686	7,291
增长率		119.6%	12.7%	9.4%	37.2%	28.2%
主营业务成本	-1,874	-2,871	-3,093	-3,581	-4,949	-6,338
% 销售收入	122.5%	85.5%	81.7%	86.4%	87.0%	86.9%
毛利	-345	488	694	562	737	953
% 销售收入	n.a	14.5%	18.3%	13.6%	13.0%	13.1%
营业税金及附加	-3	-12	-20	-21	-28	-36
% 销售收入	0.2%	0.3%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-97	-102	-92	-83	-108	-131
% 销售收入	6.4%	3.0%	2.4%	2.0%	1.9%	1.8%
管理费用	-399	-312	-329	-332	-398	-474
% 销售收入	26.1%	9.3%	8.7%	8.0%	7.0%	6.5%
息税前利润（EBIT）	-844	62	253	127	203	311
% 销售收入	n.a	1.9%	6.7%	3.1%	3.6%	4.3%
财务费用	-298	-91	-161	-122	-135	-146
% 销售收入	19.5%	2.7%	4.2%	2.9%	2.4%	2.0%
资产减值损失	-227	-10	-258	-11	-4	-4
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	79	210	213	210	350	500
% 税前利润	-6.4%	106.1%	295.0%	87.9%	78.0%	71.8%
营业利润	-1,289	170	47	204	414	661
营业利润率	n.a	5.1%	1.2%	4.9%	7.3%	9.1%
营业外收支	50	28	25	35	35	35
税前利润	-1,240	198	72	239	449	696
利润率	n.a	5.9%	1.9%	5.8%	7.9%	9.5%
所得税	-2	-10	-24	-19	-45	-70
所得税率	n.a	5.1%	33.5%	8.0%	10.0%	10.0%
净利润	-1,241	188	48	220	404	627
少数股东损益	-352	43	26	-6	-7	-9
归属于母公司的净利润	-889	144	22	226	411	635
净利率	n.a	4.3%	0.6%	5.4%	7.2%	8.7%

现金流量表（人民币百万元）						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	-1,241	188	48	220	404	627
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	579	177	457	102	101	104
非经营收益	226	-101	-104	-106	-247	-384
营运资金变动	-135	-149	-129	-150	-423	-353
经营活动现金净流	-571	115	272	66	-166	-7
资本开支	-845	-922	-1,776	-450	-177	-175
投资	-44	557	366	0	-1	0
其他	161	-120	80	210	350	500
投资活动现金净流	-729	-486	-1,330	-240	172	325
股权募资	1,922	20	0	0	0	0
债权募资	29	380	1,097	350	360	111
其他	-345	-172	-154	-139	-176	-188
筹资活动现金净流	1,606	228	943	211	184	-77
现金净流量	307	-143	-115	36	190	241

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	663	853	1,094
应收账款	1,211	1,616	1,949	1,904	2,541	3,165
存货	590	795	591	687	881	1,042
其他流动资产	274	382	272	215	274	319
流动资产	3,081	3,721	3,556	3,469	4,549	5,620
% 总资产	27.6%	47.6%	40.7%	39.3%	45.4%	50.2%
长期投资	523	704	587	587	587	587
固定资产	6,888	3,015	4,072	4,393	4,509	4,621
% 总资产	61.8%	38.6%	46.6%	49.8%	45.0%	41.3%
无形资产	557	370	432	374	372	371
非流动资产	8,065	4,101	5,181	5,353	5,470	5,580
% 总资产	72.4%	52.4%	59.3%	60.7%	54.6%	49.8%
资产总计	11,146	7,822	8,737	8,822	10,019	11,200
短期借款	3,327	270	235	64	424	534
应付款项	2,219	2,207	3,256	2,893	3,366	3,819
其他流动负债	-684	-283	-381	-121	-123	-96
流动负债	4,863	2,194	3,109	2,836	3,667	4,258
长期贷款	1,764	1,608	1,610	1,810	1,810	1,811
其他长期负债	292	219	224	200	200	200
负债	6,919	4,022	4,943	4,846	5,676	6,268
普通股股东权益	3,635	3,777	3,746	3,934	4,307	4,905
少数股东权益	592	23	48	42	35	26
负债股东权益合计	11,146	7,822	8,737	8,822	10,019	11,200

比率分析						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标						
每股收益	-0.711	0.115	0.018	0.181	0.329	0.508
每股净资产	2.907	3.021	2.996	3.147	3.445	3.923
每股经营现金净流	-0.457	0.092	0.218	0.067	-0.133	-0.005
每股股利	0.000	0.035	0.000	0.030	0.030	0.030
回报率						
净资产收益率	-24.47%	3.82%	0.60%	5.74%	9.54%	12.95%
总资产收益率	-7.98%	1.84%	0.26%	2.56%	4.10%	5.67%
投入资本收益率	-9.07%	1.04%	2.98%	2.00%	2.78%	3.85%
增长率						
主营业务收入增长率	-35.93%	119.62%	12.74%	9.43%	37.22%	28.23%
EBIT 增长率	205%	-107.38%	305.7%	-49.62%	59.37%	53.46%
净利润增长率	N/A	N/A	-84.48%	908.41%	81.96%	54.58%
总资产增长率	11.58%	-29.82%	11.70%	0.98%	13.56%	11.79%
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	238.6	174.8	136.9
偿债能力						
净负债/股东权益	96.65%	24.99%	29.01%	30.45%	31.80%	25.37%
EBIT 利息保障倍数	-2.8	0.7	1.6	1.0	1.5	2.1
资产负债率	62.08%	51.42%	56.58%	54.93%	56.66%	55.97%

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	2014-04-07	买入	7.58	10.60~10.60
2	2014-04-28	买入	6.84	N/A
3	2014-08-12	买入	8.56	N/A
4	2014-10-21	买入	10.25	N/A
5	2015-03-31	买入	12.74	16.00~16.00
6	2015-04-30	买入	16.99	20.00
7	2015-06-12	买入	15.37	25.00~25.00
8	2015-08-21	买入	13.96	20.00~20.00

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为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