四川九洲(000801.SZ)

子公司中标空管大单

二次雷达优势地位巩固

评级：买入 前次：买入

目标价（元）：40

分析师 笃慧 S0740510120023 021-20315133 duhui@r.qlzq.com.cn

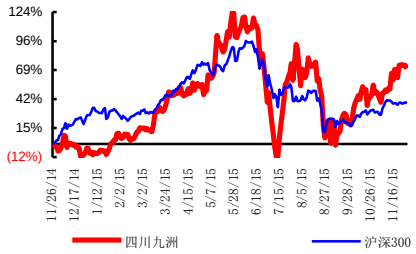
联系人 卫喆 021-20315119 weizhe@r.qlzq.com.cn

2015 年 11 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)	31.6
市值(百万元)	16,160
流通市值(百万元)	16,160

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	68.69	51.80	36.32
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 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 11 月 26 日发布公告称，公司控股子公司四川九洲空管科技有限责任公司（以下简称“九洲空管”，公司持股比例为 100%）收到中国仪器进出口（集团）公司发出的《成交通知书》：九洲空管中标“十二五”空管二次雷达设备与服务采购项目，总成交价格为 8827.84 万元，其中已建空管一次雷达加装空管二次雷达设备及服务价格为 8139.84 万元，独立架设空管二次雷达设备及服务 688 万元。此次中标的产品为空管二次雷达地面设备，主要用于地面对空中飞机运行状态的监视，是空管运行体系中的重要设备。该项目的成功中标，有利于公司空管产品在二次雷达地面设备市场份额的提升，巩固了公司在该领域的优势地位，将会对公司经营业绩产生积极影响。

- **对此我们点评如下：**

- **空管地面设备业务增强，整体空管业务高速发展可期：**公司的空管业务分为机载设备和地面设备，其中机载设备占比接近八成，而地面设备占比为两成多一些。此次空管地面设备大单中标 8827.84 万，约占公司 2014 年空管地面设备收入的 60%，表明公司空管地面设备业务取得了一定的突破，优势地位进一步巩固。综合来看，我们认为该大单的中标，表明在军队信息化和国产装备加速替代的背景下，公司的空管业务发展势头迅猛，未来随着万亿市场空间的通航产业逐步兴起，高速发展可预期。

- **另外我们推荐公司的逻辑还包括：**

- **九洲集团旗下唯一上市公司，资产注入可预期：**公司是控股股东九洲电器集团旗下唯一上市公司，隶属于四川省绵阳市国资委，随着国企改革的推进，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。调整公司目标价为40元/股，维持“买入”评级。
- 风险提示：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。

图表1：四川九洲财务报表摘要（百万）

损益表（人民币百万元）

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业总收入	**2,757**	**2,471**	**2,239**	**2,721**	**3,193**	**3,876**
增长率	23.36%	-10.4%	-9.4%	21.5%	17.3%	21.4%
营业成本	-2,313	-2,039	-1,780	-1,917	-2,177	-2,590
% 销售收入	*83.9%*	*82.5%*	*79.5%*	*70.5%*	*68.2%*	*66.8%*
毛利	444	431	459	804	1,016	1,287
% 销售收入	*16.1%*	*17.5%*	*20.5%*	*29.5%*	*31.8%*	*33.2%*
营业税金及附加	-14	-15	-8	-16	-19	-23
% 销售收入	*0.5%*	*0.6%*	*0.4%*	*0.6%*	*0.6%*	*0.6%*
营业费用	-132	-119	-171	-170	-222	-256
% 销售收入	*4.8%*	*4.8%*	*7.7%*	*6.2%*	*6.9%*	*6.6%*
管理费用	-193	-219	-211	-354	-415	-504
% 销售收入	*7.0%*	*8.9%*	*9.4%*	*13.0%*	*13.0%*	*13.0%*
息税前利润（EBIT）	106	78	68	264	360	504
% 销售收入	*3.8%*	*3.2%*	*3.0%*	*9.7%*	*11.3%*	*13.0%*
财务费用	-7	0	-14	-26	-27	-34
% 销售收入	*0.3%*	*0.0%*	*0.6%*	*1.0%*	*0.9%*	*0.9%*
资产减值损失	-39	-25	-35	1	-7	-10
公允价值变动收益	1	1	0	0	0	0
投资收益	0	1	24	0	0	0
% 税前利润	*0.1%*	*1.0%*	*30.5%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*
营业利润	60	56	43	239	325	460
营业利润率	*2.2%*	*2.2%*	*1.9%*	*8.8%*	*10.2%*	*11.9%*
营业外收支	20	29	37	33	35	34
税前利润	**80**	**85**	**79**	**272**	**360**	**494**
利润率	*2.9%*	*3.4%*	*3.5%*	*10.0%*	*11.3%*	*12.7%*
所得税	-12	-9	-1	-41	-54	-74
所得税率	*15.2%*	*11.0%*	*1.3%*	*15.0%*	*15.0%*	*15.0%*
净利润	68	76	78	231	306	420
少数股东损益	-1	4	-8	-5	-9	-24
归属于母公司的净利润	**69**	**72**	**86**	**236**	**314**	**444**
净利率	*2.5%*	*2.9%*	*3.8%*	*8.7%*	*9.9%*	*11.4%*

现金流量表（人民币百万元）

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	68	76	78	231	306	420
少数股东损益	0	0	0	-5	-9	-24
非现金支出	64	61	41	45	62	75
非经营收益	0	-7	-21	1	1	9
营运资金变动	-295	-85	-13	-196	-339	-375
经营活动现金净流	**-163**	**45**	**85**	**76**	**21**	**106**
资本开支	25	43	33	63	72	68
投资	7	-66	-383	0	0	0
其他	11	21	32	0	0	0
投资活动现金净流	**-7**	**-88**	**-383**	**-63**	**-72**	**-68**
股权募资	476	0	0	52	0	0
债权募资	73	43	48	-140	184	101
其他	-3	-68	-43	-34	-66	-43
筹资活动现金净流	**546**	**-25**	**5**	**-123**	**118**	**58**
现金净流量	**376**	**-69**	**-294**	**-110**	**66**	**96**

资产负债表（人民币百万元）

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	810	781	641	537	611	732
应收款项	1,162	1,318	1,962	2,353	2,760	3,352
存货	394	350	578	502	570	678
其他流动资产	30	18	220	290	306	331
流动资产	2,396	2,467	3,402	3,682	4,248	5,092
% 总资产	*84.5%*	*77.4%*	*85.5%*	*85.5%*	*86.2%*	*87.7%*
长期投资	193	456	167	167	167	167
固定资产	218	235	317	343	361	370
% 总资产	*7.7%*	*7.4%*	*8.0%*	*8.0%*	*7.3%*	*6.4%*
无形资产	14	16	65	88	123	151
非流动资产	440	722	576	626	678	715
% 总资产	*15.5%*	*22.6%*	*14.5%*	*14.5%*	*13.8%*	*12.3%*
资产总计	**2,837**	**3,189**	**3,978**	**4,308**	**4,926**	**5,807**
短期借款	428	475	705	565	748	850
应付款项	914	1,152	1,275	1,428	1,575	1,911
其他流动负债	58	55	78	144	125	150
流动负债	1,401	1,681	2,058	2,136	2,449	2,910
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	35	40	9	9	9	9
负债	**1,436**	**1,721**	**2,067**	**2,145**	**2,458**	**2,919**
普通股股东权益	1,337	1,409	1,824	2,082	2,396	2,840
少数股东权益	64	60	86	81	72	48
负债股东权益合计	**2,837**	**3,190**	**3,978**	**4,308**	**4,926**	**5,807**

比率分析

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标						
每股收益(元)	0.150	0.156	0.187	0.462	0.615	0.868
每股净资产(元)	2.908	3.064	3.967	4.071	4.685	5.553
每股经营现金净流(元)	-0.355	0.097	0.185	0.159	0.057	0.254
每股股利(元)	0.000	0.000	0.060	0.060	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	5.15%	5.09%	4.72%	11.36%	13.13%	15.63%
总资产收益率	2.43%	2.25%	2.17%	5.49%	6.38%	7.64%
投入资本收益率	10.87%	9.88%	3.72%	11.12%	12.55%	15.11%
增长率						
营业总收入增长率	23.36%	-10.38%	-9.39%	21.55%	17.33%	21.41%
EBIT增长率	66.61%	-26.08%	-13.06%	288.55%	36.11%	40.16%
净利润增长率	26.70%	4.25%	20.11%	174.37%	33.04%	41.10%
总资产增长率	34.44%	12.44%	24.70%	8.30%	14.36%	17.87%
资产管理能力						
应收账款周转天数	110.4	148.4	220.6	220.6	220.6	220.6
存货周转天数	63.5	66.5	95.6	95.6	95.6	95.6
应付账款周转天数	88.5	103.9	146.5	146.5	146.5	146.5
固定资产周转天数	29.1	32.8	42.4	41.3	37.7	32.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-27.30%	-20.99%	3.22%	1.18%	5.45%	4.00%
EBIT利息保障倍数	14.2	-202.1	4.8	10.1	13.1	14.9
资产负债率	50.62%	53.95%	51.97%	49.80%	49.90%	50.26%

来源：中泰证券研究所

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。