



Research and
Development Center

老品牌、新发展

——南京熊猫（600775.sh）首次覆盖报告

2015 年 12 月 29 日

范海波 行业分析师

刘磊 行业分析师

证券研究报告

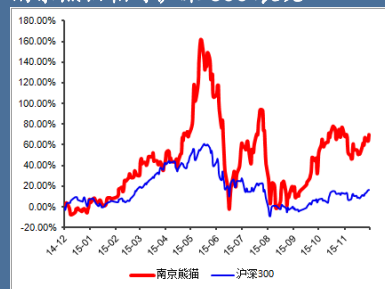
公司研究——首次覆盖

南京熊猫（600775.sh）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

首次评级

南京熊猫相对沪深 300 表现



资料来源：信达证券研发中心

公司主要数据（2015.12.28）

收盘价（元）	19.76
52 周内股价波动区间(元)	9.89-31.11
最近一月涨跌幅(%)	16.79
总股本(亿股)	9.14
流通 A 股比例(%)	69.23
总市值(亿元)	180.57

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼
邮编：100031

范海波 CFA，行业分析师
执业编号：S1500510120021
联系电话：+86 10 63081252
邮箱：fanhaibo@cindasc.com

刘磊 行业分析师
执业编号：S1500515080002
联系电话：+86 10 63081275
邮箱：liulei2@cindasc.com

老品牌、新发展

2015 年 12 月 29 日

本期内容提要：

- ◆ **聚焦电子装备和消费电子业务。**2013 年南京熊猫完成首次再融资，2014 年现金收购深圳京华股权，有效提升了公司电子装备和消费电子业务的技术实力、市场规模和品牌优势。
- ◆ **焊接机器人取得突破。**南京熊猫重点培育的焊接机器人产品已经定型并实现小批量销售。未来公司将加大该业务研发投入和市场推广力度，作为电子装备业务的新产品，焊接机器人有望成为公司新的利润增长点。
- ◆ **中国电子资产整合有望加速。**央企改革背景下，中国电子将按照“一个板块一个上市公司”的思路提升资产证券化率。南京熊猫有望作为中电熊猫旗下军工电子资产整合平台。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**我们预计南京熊猫 2015 年至 2017 年归属母公司净利润分别为 1.59 亿元，1.53 亿元和 1.45 亿元，对应 EPS 分别为 0.17 元、0.17 元和 0.16 元。考虑到南京熊猫机器人业务尚处于高速发展期，以及其作为中电熊猫资产整合平台的预期，首次覆盖，我们给予南京熊猫“持有”评级。
- ◆ **股价催化剂：**南京熊猫焊接机器人获得大额订单；中国电子或中电熊猫加速实施资产整合。
- ◆ **风险因素：**市场竞争激烈，公司产品市场占有率下降；新产品技术研发存在不确定性；焊接机器人产品市场推广存在不确定性；中国电子或中电熊猫资产整合慢于预期。

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	2,479.49	3,487.64	4,194.76	4,872.33	5,666.87
增长率 YoY %	2.03%	40.66%	20.27%	16.15%	16.31%
归属母公司净利润(百万元)	182.84	153.23	159.47	152.89	144.98
增长率 YoY%	38.98%	-16.19%	4.07%	-4.12%	-5.17%
毛利率%	14.17%	15.08%	13.48%	13.53%	13.58%
净资产收益率 ROE%	7.61%	4.86%	4.88%	4.45%	4.05%
每股收益 EPS(元)	0.23	0.17	0.17	0.17	0.16
市盈率 P/E(倍)	99	118	113	118	125
市净率 P/B(倍)	5.78	5.68	5.38	5.15	4.49

资料来源：wind，信达证券研发中心预测

注：股价为 2015 年 12 月 28 日收盘价

目 录

投资聚焦	1
中国老牌电子工业骨干企业	3
经营业绩平稳，投资收益占比高	4
电子装备和消费电子是主营方向	5
以焊接机器人为突破口，做强整备制造	7
中国工业机器人方兴未艾	7
南京熊猫焊接机器人产品取得突破	9
中国电子信息产业集团资产整合预期	10
中国电子产业板块明晰	10
中电熊猫启动整合	13
盈利预测、估值与投资评级	14
未来三年经营情况假设	14
估值与投资评级	15
风险因素	16

表 目 录

表 1 南京熊猫产业布局	3
表 2 2012 年至 2014 年南京熊猫主要控股子公司和参股公司净利润	5
表 3 2012 年末南京熊猫非公开发行股票募集资金拟投资方向	6
表 4 点焊机器人和弧焊机器人	7
表 5 焊接机器人关键技术	9
表 6 中国电子产业布局	11
表 7 中国电子旗下上市公司	12
表 8 中电熊猫产业结构	13
表 9 南京熊猫主营业务收入预测	15
表 10 南京熊猫投资收益预测如下表所示	15
表 11 南京熊猫可比公司列表	15

图 目 录

图 1 南京熊猫主要产品	3
图 2 南京熊猫与实际控制人之间产权及控制关系	4
图 3 南京熊猫 2011 年至 2015 年 Q3 营业收入和归母净利润	4
图 4 南京熊猫 2011 年至 2015 年 Q3 毛利率和净利率	4
图 5 2010 年至 2014 年全球和中国工业机器人销售量	7
图 6 南京熊猫焊接机器人产品	10
图 7 中国电子发展战略	11
图 8 2010 年至 2015 年中国电子资产规模、营业收入和归母净利润	12

投资聚焦

核心观点/投资逻辑

南京熊猫（或中电熊猫）是国家知名电子工业企业，2013 年完成上市后首次再融资，2014 年现金收购深圳京华部分股权并完成并表，两次运作奠定了南京熊猫电子装备、消费电子和电子制造服务的产业方向。近三年，南京熊猫三大主营业务稳步发展，竞争力和品牌影响力持续增长。

焊接机器人是南京熊猫重点布局电子装备业务而开辟的新产品，具有自主知识产权。目前某型号焊接机器人已经定型并实现小批量生产，2015 年上半年获得了首批 60 台订单。2015 年 7 月南京熊猫公告拟在上海张江高科技园区设立上海熊猫机器人科技有限公司，将其打造成机器人业务的研发中心。我们认为，南京熊猫近两年机器人业务发展迅速，随着型号定型、产线调试完毕，未来三年订单将持续增长，机器人业务有望成为南京熊猫新的利润增长点。

南京熊猫实际控制人为中国电子信息产业集团，中国电子央企第一大军工集团，是我国电子信息产业的国家队，旗下用于 15 家 A 股和 H 股上市公司。随着央企改革的逐步推进，中国电子旗下长城系、深桑达、华东科技等上市公司资本运作频繁，我们认为，“十三五”是中国电子加速发展时期，中国电子将按照“一个板块对应一个上市公司”的思路整合旗下资产，其资产证券化率将明显提升。中电熊猫控股华东科技和南京熊猫，华东科技将成为新型显示板块的上市平台，而南京熊猫当前以电子装备和消费电子资产为主，中电熊猫尚有多家军工电子资产在上市公司体外。我们看好南京熊猫作为平台来整合中电熊猫旗下军工资产的前景。

与市场不同之处

南京熊猫将调整业务结构，聚焦于电子装备和消费电子产业。

中电熊猫旗下军工电子资产整合将加速。

股价催化剂

南京熊猫焊接机器人产品获得大额订单；中国电子或中电熊猫加速实施资产整合。

盈利预测与投资评级

我们预计南京熊猫 2015 年至 2017 年的营业收入分别为 41.95 亿元、48.72 亿元和 56.67 亿元，归属母公司净利润分别为 1.59 亿元、1.53 亿元和 1.45 亿元，对应 EPS 分别为 0.17 元、0.17 元和 0.16 元。按照 2015 年 12 月 28 日收盘价 19.76 元计算，南京熊猫 2015 年 PE 为 113 倍，略低于行业平均水平。考虑到南京熊猫机器人业务尚处于高速发展期，以及其作为中电熊猫资产整合平台的预期，首次覆盖我们给予南京熊猫“持有”评级。

风险因素

- 1、电子信息行业市场竞争激烈，公司如不能在技术研发、质量控制、市场营销方面保持优势，将面临被竞争对手超越、产品市场占有率下降的风险；
- 2、电子信息产业产品更新换代速度较快，业内企业需要准确把握市场需求变化，不断推出新产品以占领市场，但电子信息技术研发和市场推广存在不确定性；
- 3、南京熊猫焊接机器人产品研发和产业化建设进展较快，但未来市场推广存在不确定性；
- 4、中国电子资产整合受国家政策影响较大，进度可能慢于预期。3、随着铁路市场化程度加深，行业竞争可能加剧导致毛利率下降。

中国老牌电子工业骨干企业

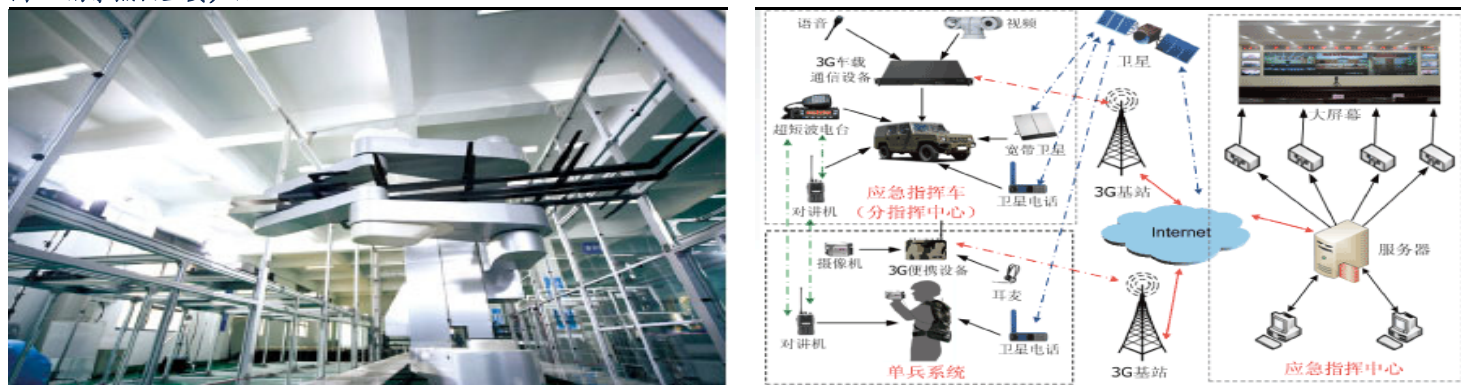
南京熊猫电子股份有限公司(以下简称南京熊猫)于1992年由熊猫电子集团有限公司控股成立,是中国电子信息产业集团(以下简称CEC)有限公司旗下骨干企业。南京熊猫主营业务包括电子装备、消费电子的研发生产和销售以及电子制造服务。其中,电子装备主要包括工业自动化装备(自动传输装备、工业机器人、自动罐装装备等)、交通电子装备和通信装备等产品;消费电子主要包括数字家庭等相关产品;电子制造服务主要为EMS业务。

表1 南京熊猫产业布局

产业板块	细分领域	主营产品
电子装备	工业自动化装备	工业自动化: 自动化传输装备、自动罐装装备和工业机器人, 包括 TFT-LCD 全自动传输系统(用于玻璃基板搬运)、新型环保制袋机及全自动罐装系统(用于水泥等粉状物体包装)、焊接机器人。
	交通电子装备	轨道交通: 轨道交通自动售检票(AFC)系统、轨道交通票务清算管理中心(ACC)系统, 包括自动/半自动售票机、检票机、验票机、自动充值机、地铁站台屏蔽门及设备配套软件。
	通信装备	通信: 应急通信系统、卫星平板天线移动通信系统、新一代专用移动通信系统、物联网及通信终端等, 包括应急机动指挥信息系统、移动信息安全系统、统一通信指挥调度系统等。
消费电子	智能信息终端	主要产品为电视机顶盒、平板电脑、数码相框、GPS 导航仪、车载/船载直播卫星接收系统。
电子制造服务	EMS	主要从事专业表面自动贴装、基板组装测试、整机装备、注塑、模具、喷涂、装饰等业务。

资料来源: 南京熊猫主页, 信达证券研发中心整理

图1 南京熊猫主要产品



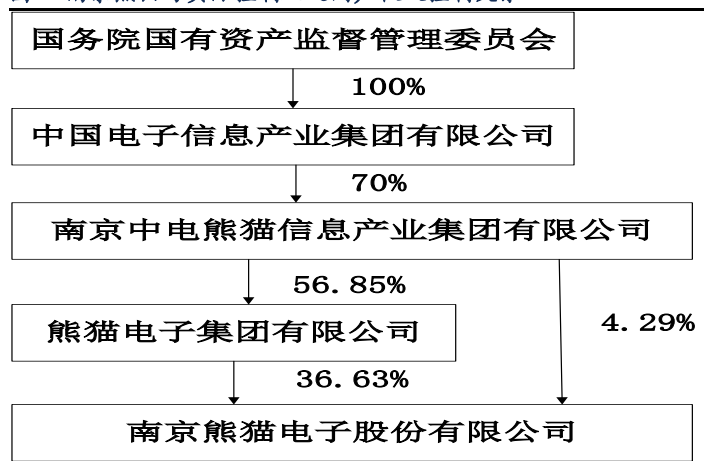


资料来源：南京熊猫主页，信达证券研发中心整理



南京熊猫旗下控股电子装备公司、信息产业公司、电子制造公司、深圳京华电子公司等十一家子公司，参股两家公司南京爱立信熊猫通信有限公司（以下简称 ENC）和北京索爱普天通信有限公司（以下简称 BMC）。南京熊猫股权结构如下图。

图 2 南京熊猫与实际控制人之间产权及控制关系



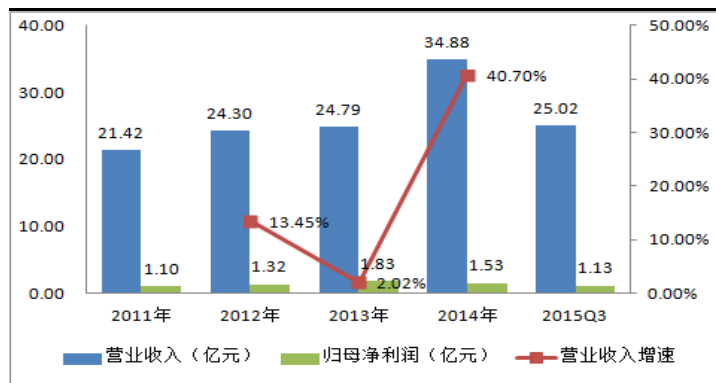
资料来源：南京熊猫 2015 年半年报

经营业绩平稳，投资收益占比高

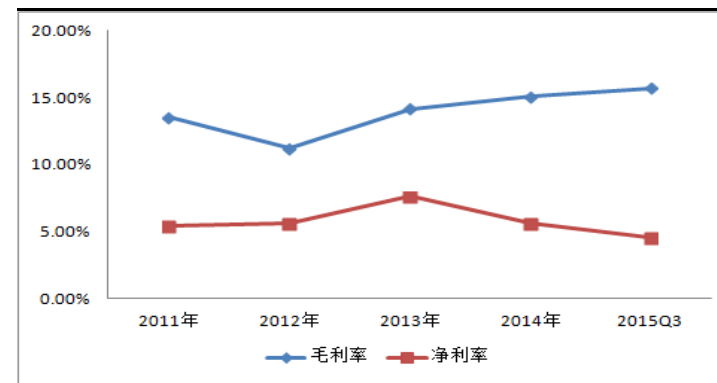
南京熊猫近五年来营业收入和归母净利润保持稳定。2012 年后南京熊猫的产品综合毛利率小幅上涨，维持在 15%左右，净利率变化不大，稳定在 5%至 7%区间内。

图 3 南京熊猫 2011 年至 2015 年 Q3 营业收入和归母净利润

图 4 南京熊猫 2011 年至 2015 年 Q3 毛利率和净利率



资料来源: wind 资讯



资料来源: wind 资讯

南京熊猫母公司报表和合并报表显示,南京熊猫主营业务收入主要来自控股子公司和参股公司,母公司收入贡献不足 10%。对公司经营业绩影响较大为五家控股子公司电子装备公司、信息产业公司、电子制造公司、通信科技公司和深圳京华电子股份有限公司(以下简称深圳京华,2014 年南京熊猫收购深圳京华 5.07%股权,将其由参股公司变为控股子公司)及两家参股公司南京爱立信熊猫通信有限公司(以下简称 ENC)和北京索爱普天移动通信有限公司(以下简称 BMC)。

表 2 2012 年至 2014 年南京熊猫主要控股子公司和参股公司净利润

公司名称	2012 年	2013 年	2014 年
电子装备	0.12	0.14	0.29
信息产业	0.05	0.15	0.24
电子制造	0.07	0.33	0.27
通信科技	0.01	0.08	0.13
深圳京华(持股 43.10%)	0.39	0.39	0.52
ENC(持股 27%)	3.45	3.81	0.24
BMC(持股 20%)	4.19	0.96	6.61

资料来源: 南京熊猫 2012 年至 2014 年年报, 信达证券研发中心整理

从南京熊猫净利润结构中看,2012 年至 2014 年投资收益占归母净利润的比例分别为 145.45%、74.73%和 90.20%。投资收益成为公司主要利润来源,反映出公司的主营业务整体盈利能力偏低。

电子装备和消费电子是主营方向

2012 年末,南京熊猫发布公告拟非公开发行股票计划募集资金 13.2 亿元,用于自动化装备产业化等三个项目、研发中心建设及补充流动资金。2013 年 7 月,南京熊猫完成非公开发行股票(发行对象包括南京中电熊猫信息产业集团有限公司在内 9 家

机构投资者)，此次发行是南京熊猫自 1996 年上市以来首次再融资。此次非公开发行也进一步明确了南京熊猫的主业发展方向——打造以工业自动化装备、交通电子装备和通信装备为核心的电子装备产业。

表 3 2012 年末南京熊猫非公开发行股票募集资金拟投资方向

项目名称	投资总额 (亿元)	拟使用募集资金 (亿元)	具体投向	达产后预期收益
自动化装备产业化项目	6.16	6.16	工业机器人、自动化传输装备、自动灌装装备	新增利润总额 1.71 亿元
通信装备产业化项目	2.45	2.45	应急通信、卫星平板天线通信系统、新一代专用移动通信系统	新增利润总额 0.80 亿元
交通电子装备产业化项目	1.50	1.50	自动售检票系统 (AFC)、票务清算管理中心 (ACC) 和通信系统集成项目	新增利润总额 0.45 亿元
研发中心项目	2.10	2.09	建设高端电子装备技术中心、设计中心和研发中心	——
补充流动资金	——	1.00	——	——
合计	——	13.20	——	——

资料来源：南京熊猫非公开发行 A 股股票预案 2012.11.08

长期以来，南京熊猫电子装备业务具有较强的技术实力和市场知名度。2013 年完成定向增发后，南京熊猫电子装备业务聚焦发展自动化生产线、轨道交通和通信装备三类业务，近两年三项业务均取得良好的发展态势。

在工业自动化领域，南京熊猫在 TFT-LCD 净化厂房系统、SMT 表面贴装生产线系统、自动包装系统、镜片晶体自动分选系统、焊接机器人及焊接系统解决方案等领域取得了规模化发展。特别是南京熊猫拥有自主知识产权的焊接机器人投产，仅上半年就获得 60 台订单；在轨道交通领域，早在 2003 年南京熊猫与法国泰雷兹集团共同研发地铁自动售检票系统 (AFC)，是最早开展地铁信息系统研制的企业之一。目前南京熊猫轨道交通业务已从简单的 ACC、AFC 单一设备制造，发展成轨道交通自动收费系统整体解决方案提供和轨道交通通信系统总体承包商。2015 年南京熊猫新中标合肥地铁 2 号线和成都地铁 7 号线等项目；在通信装备领域，南京熊猫致力于应急通信系统、卫星平板天线、新一代专用移动通信系统及终端产品研发和销售，具备国内领先技术水平的专用通信整体解决方案提供能力。

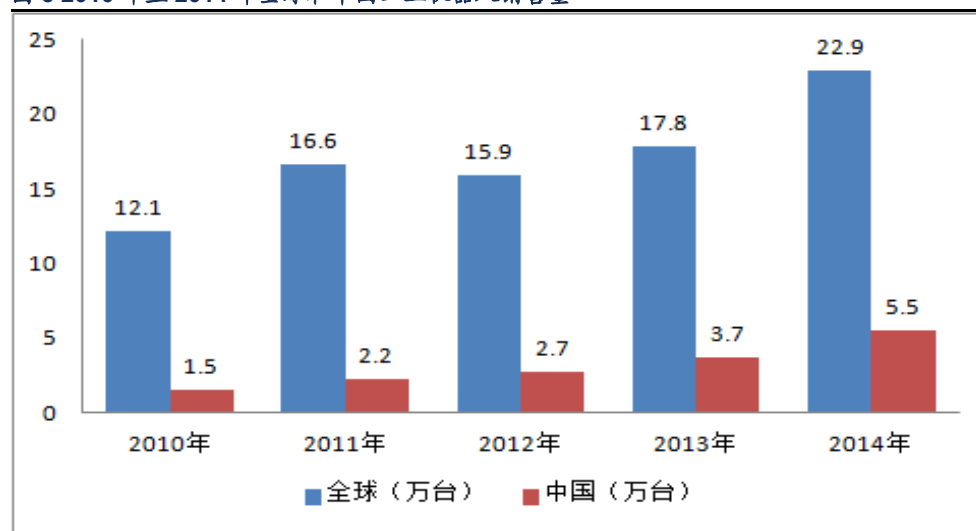
2014 年，南京熊猫又以现金方式收购熊猫集团公开挂牌转让的深圳京华 5.07% 股权，交易完成后，南京熊猫持有深圳京华 43.01% 股权，并将其纳入合并报表范围。深圳京华主业为数码产品研制，涉及平板电脑、导航仪、数字电视、手机通信等产品研发制造和销售，在消费电子领域具有深厚的行业积累。我们认为，南京熊猫增持深圳京华股权并将其并表，有利于丰富自身消费电子领域产品线，提升研发能力和市场竞争力，并借助多年来深圳京华积累的渠道优势加速做大消费电子产业。

以焊接机器人为突破口，做强装备制造

中国工业机器人方兴未艾

制造业用工难和产品质量提升的现实需求使“机器换人”的转型升级思路得到广泛认可。国产工业机器人的国内市场占有率仅有 10% 左右，与中国机器人市场旺盛的需求不匹配。我国机器人产业发展迅速，2013 年以来我国超过日本成为全球最大的机器人市场。IFR 数据显示，2010 年至 2015 年，全球工业机器人年均销售增速为 9%，同期中国工业机器人销售增速高达 25%，2015 年我国工业机器人销售规模达到 7.5 万台。

图 5 2010 年至 2014 年全球和中国工业机器人销售量



资料来源：信达证券研发中心整理

国际标准化组织（ISO）将工业机器人定义为，一种自动的、位置可控的、具有编程能力的多功能机械手，这种机械手具有几个轴，能够借助于可编程序操作处理各种材料、零件、工具和专用装置，以执行各种任务。为了适应不同工作任务，工业机器人最后一个轴的机械接口通常是连接法兰，可连接不同工具或末端操作机构。焊接机器人就是在通用工业机器人的末端轴法兰接入焊枪或焊钳并配备相应辅助设备，使其能够完成多种焊接操作的自动化装置。

焊接机器人一般采用六轴关节式机器人，1、2、3 轴控制某段操作机构的空间位置，4、5、6 轴控制操作机构的姿态。常见的焊接机器人包括点焊机器人和弧焊机器人，其功能和应用领域如下表。

表 4 点焊机器人和弧焊机器人

基本组成	应用领域	图例
------	------	----

点焊机器人	<p>机器人本体: 关节型或直角坐标型(简易型);</p> <p>点焊焊接系统: 焊接控制器、焊钳和水、电、气辅助设备;</p> <p>控制系统: CPU 与接口芯片构成的控制系统。</p>	<p>点焊机器人多用于汽车工业,单台汽车车体大约需要 3000 至 4000 个焊点,点焊机器人主要承担增强焊点作业、车体拼接作业和车身底板的定位焊等。</p>	
弧焊机器人	<p>机器人本体: 关节型机器人(通常 5 个自由度以上);</p> <p>控制系统: CPU、内存和总线构成控制系统;</p> <p>焊接装置: 焊接电源、焊枪、送丝机、夹具等。</p> <p>配套设备: 行走机构及移动机架</p>	<p>弧焊机器人除在汽车工业外,通用机械、金属结构等所有电弧焊、切割技术的应用领域。</p>	

资料来源: 信达证券研发中心整理

向高端制造转型升级是我国制造业发展的必然选择。焊接作为制造业重要组成部分,是新兴战略产业关键的支撑技术,中国制造 2025 重点支持的十大领域中的八项均需要焊接技术做支撑。现代制造领域需求推动了焊接技术飞速发展,也为焊接机器人创造了广阔的应用空间。与人工焊接方式相比,焊接机器人有明显的优势:

- (1) 提升焊接质量,保证均匀性和一致性。机器人焊接可保证每条焊缝的焊接参数都是恒定的,降低了人为因素影响;
- (2) 环境耐受能力强,改善焊接工人劳动条件。机器人焊接可以使焊接工人远离焊接弧光、烟雾和飞溅物,较少重体力劳动(如搬运工件);
- (3) 提高生产率,节约人工成本。以汽车零部件行业为例,焊接机器人工作效率是人工的 3 倍。焊接机器人理论上可 24 小时连续工作,引入机器人可以降低一半用工量;
- (4) 缩短产品改型周期。通过修改程序可以适应不同工件焊接要求,实现小批量产品的焊接自动化。

机器人在焊接制造中的应用呈现高速增长的态势。焊接机器人应用已从高附加值和对产品质量要求较高的行业（如汽车）逐渐延伸到劳动密集型的低附加值产业。中国国产焊接机器人产业尚处于初级阶段，高端市场被国外企业垄断。中国焊接机器人面临着技术研发和产业的双重问题。

与工业机器人整体情况类似，技术空心化是国产焊接机器人落后与国外的根本原因。即核心零部件制造技术和国外已经成熟并不断优势的发展水平相比差距巨大。除精密减速机、伺服驱动系统和运动控制器三大机器人通用核心部件外，焊接机器人作为较为复杂的工业机器人应用，还有其独特的关键技术。

表 5 焊接机器人关键技术

关键技术	技术要求
焊缝跟踪技术	根据实际焊接条件变化机型焊缝检测，自动识别并跟踪焊缝，准确定位焊缝的起始点及其他参考点，实现焊枪跟随焊缝位置的自适应控制。
路径规划与离线编程技术	计算机软件技术建立机器人及工作环境模型，利用规划算法，在机器人停机情况下进行轨迹规划，生成机器人程序。
多机器人协同控制技术	若干机器人组合成系统，将总体任务分配给各个机器人并保证其运动协调一致。
弧焊电源技术	电气性能良好的专用弧焊电源，保证焊接参数稳定，受电压波动、温升等影响因素小。
机器人用焊接工艺	高速、高效气体保护焊接工艺，提升焊接速度和熔敷效率。
焊枪自动校零技术	焊枪中心点发生偏离时，机器人启动自动校零程序，调整焊枪角度，在较少时间内完成焊枪复位。

资料来源：信达证券研发中心整理

国外焊接机器人占据技术优势，适用于高端产业和大型复杂生产线。国产焊接机器人优势在本土化优势，贴近用户，根据用户要求定制焊接系统。我们认为，国产焊接机器人产业发展的优势在于：

- （1） 焊接机器人应用市场增长空间大。我国人工行焊接仍占据焊接作业的主动地位，高端和低端应用领域的焊接机器人使用密度都不高，下游行业拥有的机器人数量与发达国家同类企业相比还有很大的发展空间。
- （2） 中国焊接机器人企业的本土优势。机器人为焊接提供了控制执行机构，在平台上根据不同应用开发专用软件是增值服务的着力点。
- （3） 我国政府对本土机器人产业的支持：和零部件国产化取得突破：熊猫自己做焊枪

南京熊猫焊接机器人产品取得突破

焊接机器人是南京熊猫为做强电子装备产业重点培育的新业务。重点布局的新型产业，2015 年 1.4m 焊机机器人产品已经定型并小批量生产。在业务培育阶段，南京熊猫近年来投入大量资金联合知名机器人集成商和多个专业技术院校，在机器人技

术、培训、运维和售后等环节培育人才。2015 年 4 月，南京熊猫与南京技师学院签署协议，在该轩辕经历国内规模最大的机器人联合实验室，与学院合作培养机器人研发、操作人才。除了实施国内产业学结合渠道外，机器人研发团队还在与日方联合开发机器人控制器项目，希望在关键元器件领域取得突破，进一步提升机器人国产化水平。

图 6 南京熊猫焊接机器人产品



资料来源：南京熊猫公司主页，信达证券研发中心整理

2015 年下半年，南京熊猫拟在上海张江高科技园区投资 2.85 亿元，设立全资子公司上海熊猫机器人科技有限公司。在上海设立子公司的目的在于借助区位优势，吸引工业机器人领域人才以增强公司研发能力，上海子公司将以机器人及智能制造系统装备研发为主业，有望成为南京熊猫自动化装备业务的研发中心。

2015 年上半年，公司焊接机器人已经获得 60 台订单，生产线也进入后期调试阶段。我们认为，焊接机器人代表着南京熊猫电子装备产业的发展方向，未来公司仍将加大机器人研发投入，未来三年机器人产品将进入产能释放阶段，有望成为公司新的利润增长点。

中国电子信息产业集团资产整合预期

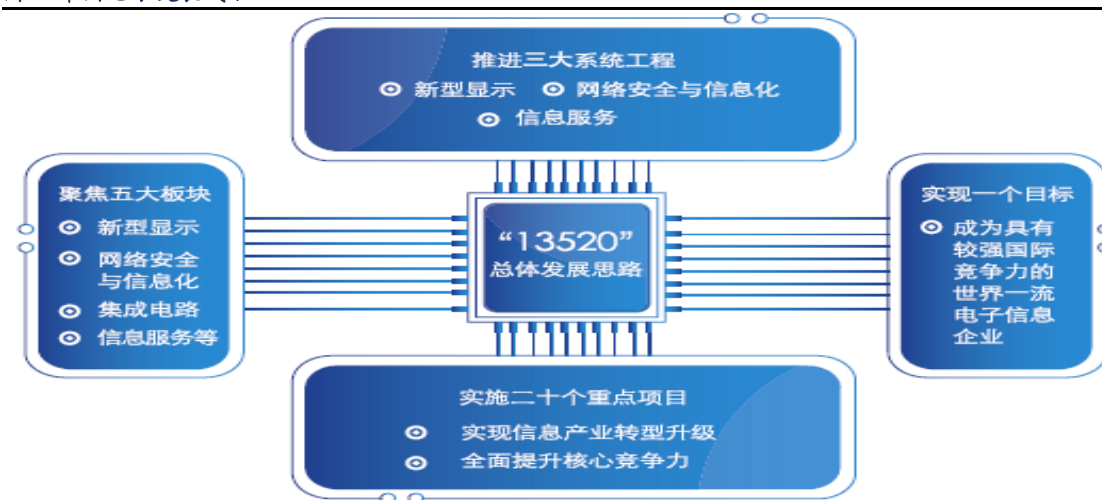
中国电子产业板块明晰

中国电子信息产业集团有限公司（以下中国电子或 CEC）成立于 1989 年 5 月，主营业务为电子信息产品与服务，是中

国最大的综合性 IT 产业央企集团。基于集团自身转型升级和国家战略需求，中国电子提出“13520”发展规划，即围绕一个目标（成为电子信息产业具有国际影响力和竞争力的世界一流企业），以三大系统工程（显示技术、信息安全、电子信息产业交易平台）为引擎，聚焦五大产业板块（新型显示、信息安全、集成电路、信息服务和高新电子），实施二十大重点项目，培育行业领军企业，推动产业转型升级，全面提升集团核心竞争力。

在此战略规划指引下，近十年来中国电子战略五大产业蓬勃发展：新型显示领域，中国电子拥完整的 LCD 显示产业链，液晶显示器制造服务全球第一，市场份额超过 35%，已成为全球领先、国内一路的 LCD 产品综合制造商和供应商；信息安全领域，中国电子是国内领先的自主可控软硬件产品及信息返券服务提供商，拥有从操作系统、中间件、数据库、安全产品到应用系统的可控软件产业链，形成从安全咨询、系统集成、安全运维等全生命周期的信息安全服务体系；集成电路领域，中国电子是国内综合实力最强的集成电路研发、设计、整体解决方案提供商，具有完整集成电路产业链（涵盖设计、制造、封装、测试、工艺研发等），是国内最大的智能卡芯片和 Ukey 芯片供应商；信息服务领域，中国电子已经打造电子商贸、园区建设、工程服务和产业金融四大平台；高新电子领域，中国电子是我国十一军工集团之一，军用电子产品应用涵盖所有军工装备领域。

图 7 中国电子发展战略



资料来源：2014 年中国电子社会责任报告，信达证券研发中心整理

表 6 中国电子产业布局

细分产业	经营实体
------	------

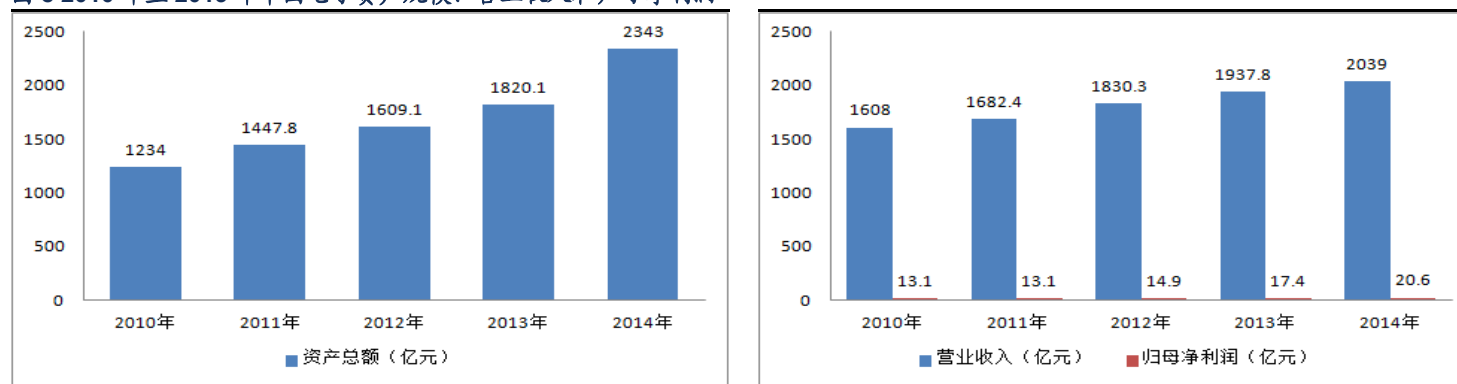
新型显示	彩虹集团、中电熊猫、冠捷科技等
信息安全	中国软件、长城电脑、长城信息、桑达电子、爱华电子、中电网际、电子六所等
集成电路	上海贝岭、彩虹集团、华大电子、晶门科技、中电广通、长城开发、华东电子、中电振华等
高新电子	中电熊猫、中电振华、长城信息、中电华大、中国软件、中原电子等
信息服务	中电广通、桑达电子、中电科技、长城信息、中国瑞达、中电熊猫、中电信投、华虹国际、中电开发等

资料来源：中国电子主页，信达证券研发中心整理

2014 年中国电子在 300 强企业中排名第 17 为，在电子行业排名第 3 位，实现营业收入 2039 亿元，资产规模达 2343 亿元。截至 2014 年底，中国电子拥有 23 家二级企业，上市公司 15 家。以资产规模计算，中国电子的证券化率约为 20% 左右。中国电子提出 2020 年实现“两个一百亿，三个翻一番”的目标，即利润总额和科技投入分别达到 100 亿元，营业收入、经济增加值、职工人均收入至少比 2010 年翻一番。我们认为，2015 年至 2020 年将是中国电子加速发展的五年，资本市场将是加速中国电子规模和效益提升的必要手段。

我们认为，“十三五”期间，中国电子将加速完成核心领域资产整合，推动实施主营业务板块整体上市。从集团管理角度，中国电子首先将管理层级控制在三到四级，推动二级企业实体化发展，这提升了中国电子二级集团资产整合或优质资产上市的预期。近两年，中国电子旗下资产整合有加速趋势：在集成电路板块，中国电子投资新设华大半导体有限公司，吸收上海贝岭股权；在信息服务板块，投资新设中电国际信息服务有限公司，纳入桑达电子等四家核心企业，打造电信新产业研发服务平台；在信息安全板块，长城电脑有望成为集团信息安全产业的整合平台。

图 8 2010 年至 2015 年中国电子资产规模、营业收入和归母净利润



资料来源：2012 年至 2014 年中国电子社会责任报告

表 7 中国电子旗下上市公司

上市公司简称	证券代码	中国电子持股比例	主营业务
上海贝岭	600171	26.45%	集成电路
深桑达 A	000032	42.02%	电子整机、贸易
中电广通	600764	53.47%	服务器、存储器
深科技	000021	44.51%	硬盘等电子设备
长城电脑	000066	53.92%	计算机
中国软件	600536	48.39%	软件
长城信息	000748	21.19%	金融电子
华东科技	000727	28.11%	电子元器件
振华科技	000733	36.13%	高新电子
彩虹股份	600707	29.55%	显示面板
中电控股	00085HK	59.42%	集成电路
冠捷科技	00903HK	35.06%	监视器
晶门科技	02878HK	28.61%	IC 系统
彩虹电子	00438HK	71.74%	液晶设备
南京熊猫	00553HK		电子装备、消费电子
南京熊猫	600775	17.58%	电子装备、消费电子

资料来源：中国电子主页，信达证券研发中心整理

中电熊猫启动整合

中电熊猫信息产业集团有限公司（以下简称中电熊猫）是 2007 年中国电子与江苏省重组熊猫电子等南京七家原部属企业而新设的集团公司。经过多年发展，中电熊猫逐步形成了液晶显示、电子装备、电子元器件和现代服务业四大核心产业，拥有二十多家专业公司，其中两家是 A 股上市公司华东科技（000727）和南京熊猫（600775）。

表 8 中电熊猫产业结构

产业领域	细分业务	相关公司
液晶显示	电子制造、家电、液晶面板及模组、液晶显示配套材料	南京中电熊猫液晶显示科技有限公司、中电熊猫晶体科技公司、南京华东电子集团有限公司、南京中电熊猫家电有限公司、南京华东电子信息科技股份有限公司
电子装备	通信、雷达、电子对抗、工业自动化装备、节能环保装备、交通电子	熊猫电子集团有限公司、南京熊猫电子股份有限公司、南京熊猫汉达科技有限公司、南京科瑞达电子装备有限责任公司、南京金宁电子集团有限公司、南京长江电子信息产业集团有限公司

电子元器件	真空电子业务、触摸屏、石英晶体、磁性材料及元器件、照明	中电熊猫触控科技公司、南京中电熊猫照明有限公司、南京三乐电子信息产业集团有限公司、南京中电熊猫磁电科技有限公司
现代服务业	软件及信息服务、园区开发、商品住宅开发、物业管理、贸易与物流	南京中电熊猫置业有限公司、南京中电熊猫物业管理有限公司、南京中电熊猫贸易发展有限公司、南京熊猫新兴实业有限公司

资料来源：中电熊猫主页，信达证券研发中心整理

结合近两年中国电子资本运作规律，我们认为中电熊猫旗下资产的整合方向已逐渐清晰：华东科技将作为平板显示业务整合平台，包括平板显示、真空电子、触摸屏、石英晶体、磁性材料等业务都将纳入旗下；南京熊猫作为电子装备（包括军用电子装备）整合平台，除已在上市公司体内的自动化装备、轨道交通和通信装备外，中电熊猫旗下还有多家军工电子企业，包括南京熊猫汉达科技有限公司（原国营 714 厂），主营产品为短波、卫星、超短波军用移动通信；南京科瑞达电子装备有限责任公司（原国营 924 厂），主营产品为雷达电子对抗；南京金宁电子集团有限公司（原国营 898 厂），主营产品为磁芯、铁氧体器件；南京三乐电子信息产业集团有限公司，主营产品为真空电子器件；南京长江电子信息产业集团有限公司（原国营 720 厂），主营产品军用电子器件。2015 年 7 月，南京熊猫被列入中国上市公司协会军工委国防军工板块中的“中上协军工委国防军工相关板块”名单，进一步提升了南京熊猫整合中电熊猫旗下军工企业的预期。

2015 年 6 月，南京熊猫发布公告，控股股东熊猫电子拟以现金和持有南京熊猫部分 A 股股份为对价，定向回购华融公司和长城公司持有的熊猫电子全部“债转股”股权及对应权益。权益变动完成后，熊猫电子将成为重点熊猫的全资子公司。我们认为，此次权益变更增强了中电熊猫对南京熊猫的控制权，为下一步利用上市公司平台整合旗下业务奠定了基础。

盈利预测、估值与投资评级

未来三年经营情况假设

南京熊猫电子装备业务中焊接机器人产业化取得突破，未来三年订单持续增长，轨道交通设备和通信设备技术和品牌优势明显，保持较高增速。我们假设 2015 年至 2017 年电子装备业务营业收入增速为 25%、20%和 20%；

南京熊猫并购深圳华后产品结构升级，消费电子业务规模和盈利能力都有提升，我们假设 2015 年至 2017 年消费电子业务营业收入增速分别为 15%、15%和 15%；

南京熊猫电子制造服务业务保持稳定增长，我们假设 2015 年至 2017 年电子制造服务业务营业收入增速分别为 10%、10%和 10%；另外，公司三项费率保持稳定；

我们对分业务收入预测如下表所示:

表 9 南京熊猫主营业务收入预测

	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 (E)	2016 年 (E)	2017 年 (E)
电子装备产品						
营业收入 (亿元)	11.98	14.28	15.27	19.09	22.91	27.49
收入增速		19%	7%	25%	20%	20%
毛利率	12%	15%	14%	15%	15%	15%
电子制造服务						
营业收入 (亿元)	6.50	7.01	9.45	10.87	12.50	14.37
收入增速		8%	35%	10%	10%	10%
毛利率	10%	12%	13%	13%	13%	13%
消费电子产品						
营业收入 (亿元)	4.69	2.38	8.01	8.81	9.69	10.66
收入增速		-49%	237%	15%	15%	15%
毛利率	8%	3%	10%	10%	10%	10%

资料来源: wind 资讯, 信达证券研发中心预测

南京熊猫的投资收益 (主要为 ENC 和 BMC 两家参股公司贡献) 在营业利润中占比较高, 由于我们无法掌握参股公司详细经营情况, 从审慎角度考虑, 我们取参股公司近五年的投资收益平均值来预测未来三年的投资收益。

表 10 南京熊猫投资收益预测如下表所示

参股公司	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 (E)	2016 年 (E)	2017 年 (E)
南京爱立信熊猫通信 (ENC)	1.22	1.74	0.93	1.03	0.06	1.00	1.00	1.00
北京索爱普天移动通信 (BMC)	0.35	0.9	0.84	0.19	1.32	0.72	0.72	0.72

资料来源: 2010 年至 2014 年南京熊猫年报, 信达证券研发中心整理

估值与投资评级

我们预计南京熊猫 2015 年至 2017 年的营业收入分别为 41.95 亿元、48.72 亿元和 56.67 亿元, 归属母公司净利润分别为 1.59 亿元, 1.53 亿元和 1.45 亿元, 对应 EPS 分别为 0.17 元、0.17 元和 0.16 元。南京熊猫同业可比公司如下表所示。

表 11 南京熊猫可比公司列表

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS (元/股)			PE (倍)		
				2015 年	2016 年	2017 年	2015 年	2016 年	2017 年

002184.SZ	海得控制	85.73	38.97	0.42	0.56	0.73	92	70	53
002380.SZ	科远股份	78.23	38.35	0.33	0.55	0.70	117	69	55
002698.SZ	博实股份	199.94	29.33	0.30	0.36	0.42	99	81	70
300024.SZ	机器人	496.79	70.05	0.58	0.80	1.05	120	88	67
300097.SZ	智云股份	65.27	44.15	0.16	0.60	0.84	189	64	47
300126.SZ	锐奇股份	54.09	17.60	0.10	0.14	0.23	174	126	77
300193.SZ	佳士科技	67.50	13.31	0.13	0.16	0.20	105	85	66
300201.SZ	海伦哲	79.23	21.71	0.13	0.23	0.32	170	94	67
300222.SZ	科大智能	115.96	19.24	0.21	0.28	0.38	93	69	51
300278.SZ	华昌达	119.09	21.85	0.21	0.37	0.45	105	59	49
300293.SZ	蓝英装备	64.61	23.93	0.32	0.45	0.57	74	53	42
300307.SZ	慈星股份	130.08	16.22	0.18	0.28	0.32	88	59	51
600330.SH	天通股份	119.42	14.38	0.11	0.28	0.50	131	47	29
平均值	——	128.92	——	0.24	0.39	0.52	120	74	56

资料来源：wind 资讯，注：EPS 取自 wind 一致预期，股价取自 2015 年 12 月 28 日收盘价。

可比公司 2015 年 PE 估值平均值为 120 倍。按照 2015 年 12 月 28 日收盘价 19.76 元计算，南京熊猫 2015 年 PE 为 113 倍，略低于行业平均水平。考虑到南京熊猫机器人业务尚处于高速发展期，以及其作为中电熊猫资产整合平台的预期，首次覆盖我们给予南京熊猫“持有”评级。

风险因素

电子信息行业市场竞争激烈，公司如不能在技术研发、质量控制、市场营销方面保持优势，将面临被竞争对手超越、产品市场占有率下降的风险；

电子信息产业产品更新换代速度较快，业内企业需要准确把握市场需求变化，不断推出新产品以占领市场，但电子信息技术研发和市场推广存在不确定性；

南京熊猫焊接机器人产品研发和产业化建设进展较快，但未来市场推广存在不确定性；

中国电子资产整合受国家政策影响较大，进度可能慢于预期。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2013	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	2,808.76	3,098.87	3,273.55	3,508.25	3,957.47
货币资金	1,379.83	827.98	643.93	559.28	637.92
应收票据	120.21	195.89	215.32	250.10	290.89
应收账款	634.52	735.61	943.74	1,096.19	1,274.94
预付账款	130.69	149.27	182.14	211.44	245.78
存货	371.93	510.57	608.86	711.69	828.39
其他	171.58	679.54	679.54	679.54	679.54
非流动资产	1,329.30	1,525.26	1,804.41	1,961.37	1,929.36
长期投资	506.11	501.71	501.71	501.71	501.71
固定资产	527.70	630.07	761.29	978.54	1,075.04
无形资产	76.91	82.34	100.83	105.56	112.82
其他	218.58	311.13	440.58	375.56	239.78
资产总计	4,138.06	4,624.12	5,077.96	5,469.62	5,886.83
流动负债	1,005.60	1,223.26	1,482.11	1,686.82	1,926.75
短期借款	99.00	30.00	30.00	30.00	30.00
应付账款	579.86	772.05	935.39	1,085.86	1,262.19
其他	326.74	421.20	516.72	570.96	634.56
非流动负债	0.23	17.41	0.15	0.15	0.15
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.23	17.41	0.15	0.15	0.15
负债合计	1,005.83	1,240.66	1,482.26	1,686.97	1,926.91
少数股东权益	9.53	204.51	240.03	274.08	306.37
归属母公司股东权益	3,122.70	3,178.95	3,355.67	3,508.57	3,653.55
负债和股东权益	4138.06	4624.12	5077.96	5469.62	5886.83

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	2,479.49	3,487.64	4,194.76	4,872.33	5,666.87
同比(%)	2.03%	40.66%	20.27%	16.15%	16.31%
归属母公司净利润	182.84	153.23	159.47	152.89	144.98
同比(%)	38.98%	-16.19%	4.07%	-4.12%	-5.17%
毛利率(%)	14.17%	15.08%	13.48%	13.53%	13.58%
ROE(%)	7.61%	4.86%	4.88%	4.45%	4.05%
每股收益(元)	0.23	0.17	0.17	0.17	0.16
P/E	99	118	113	118	125
P/B	5.78	5.68	5.38	5.15	4.49
EV/EBITDA	0.35	0.10	0.10	0.10	0.10

利润表

单位:百万元

会计年度	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	2,479.49	3,487.64	4,194.76	4,872.33	5,666.87
营业成本	2,128.25	2,961.81	3,629.26	4,213.04	4,897.22
营业税金及附加	19.28	29.04	33.83	39.30	45.71
营业费用	43.28	47.80	59.43	69.03	80.29
管理费用	296.06	400.77	482.21	560.10	651.44
财务费用	19.76	1.16	-10.15	-7.76	-6.66
资产减值损失	56.96	32.95	39.13	50.76	45.89
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	147.34	161.32	172.40	172.40	172.40
营业利润	63.24	175.43	133.45	120.26	125.38
营业外收入	139.93	47.69	86.87	91.36	75.30
营业外支出	2.62	2.31	2.01	2.31	2.20
利润总额	200.55	220.81	218.31	209.31	198.48
所得税	12.17	24.38	23.32	22.36	21.21
净利润	188.37	196.43	194.99	186.95	177.28
少数股东损益	5.54	43.20	35.52	34.05	32.29
归属母公司净利润	182.84	153.23	159.47	152.89	144.98
EBITDA	285.18	301.35	288.78	293.44	295.81
EPS (摊薄)	0.20	0.17	0.17	0.17	0.16

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2013	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	-86.55	44.03	-11.02	-21.31	-33.27
净利润	188.37	196.43	194.99	186.95	177.28
折旧摊销	55.77	64.90	69.87	83.53	96.73
财务费用	28.87	15.64	0.60	0.60	0.60
投资损失	-147.34	-161.32	-172.40	-172.40	-172.40
营运资金变动	-274.90	-99.53	-139.02	-165.40	-176.54
其它	62.69	27.92	34.94	45.41	41.07
投资活动现金流	61.06	-589.84	-172.43	-62.74	112.51
资本支出	-172.44	-179.81	-344.83	-235.14	-59.89
长期投资	224.54	63.96	172.40	172.40	172.40
其他	8.97	-474.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	956.51	-228.10	-0.60	-0.60	-0.60
吸收投资	1,294.40	0.00	0.00	0.00	0.00
借款	-261.00	-69.00	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	73.44	104.72	0.60	0.60	0.60
现金净增加额	930.94	-782.80	-184.05	-84.65	78.64

研究小组简介

范海波，CFA，高级研究员。中国科学院理学（地球化学）硕士，加拿大 Concordia 大学管理学（金融）硕士。现任信达证券研发中心有色金属、钢铁行业高级研究员。曾任冶金部勘察研究总院高级工程师，在加拿大学习工作 7 年，从事北美金融市场实证研究，多篇金融市场论文在包括 Review of Futures Markets , Journal of Portfolio Management , Journal of Trading 等著名欧美期刊发表。

刘磊，中国科学技术大学理学硕士，中国人民大学管理学硕士，曾就职于中国航天科技集团公司，2013 年加盟信达证券研发中心，从事军工机械行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	饶婷婷	010-63081479	18211184073	raotingting@cindasc.com
华北	何 欢	010-63081150	18610718799	hehuan@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678592	18121125183	wangliben@cindasc.com
华南	刘 晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
华南	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyaohua@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-63080945	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。