

2016 年 01 月 03 日

公司研究·证券研究报告

南京熊猫（600775.SH）

深度分析

被遗忘的“功夫熊猫”

投资要点

- ◆ **集团资本运作加速，电子对抗资产注入预期强**：中国电子信息集团的资产重组步伐明显加快，目前长城电脑、长城信息两个公司已经停牌。公司股东中电熊猫集团是我国对空情报雷达、岸基和舰载警戒雷达的主要科研生产基地和国家军用电子对抗装备的科研生产骨干企业。我们认为南京熊猫最有可能获得注入汉达科技的军用无线电通信对抗装备资产，此外还有可能注入长江电子、科瑞达的军用电子装备资产，这几家公司都是国家军用电子对抗领域的骨干企业，业务含金量很高，2014 年收入和净利润分别是南京熊猫的 72%和 230%。
- ◆ **被忽视的工业自动化装备强者**：公司是国内在工业机器人和自动化成套装备领域拥有高端核心技术的企业，2012 年 11 月即定增投向工业机器人、自动传输装备、自动灌装装备项目，目前 TFT-LCD 净化厂房系统、SMT 表面贴装生产线系统、自动包装系统、电动汽车全自动电池更换系统、晶片晶体自动分选系统、焊接系统解决方案、机器人等均已实现了规模化发展，其中 LCD-TFT 净化厂房设备系统和国家智能电网电动汽车自动换电站系统被列为重大工程项目。
- ◆ **其他业务多点布局，静待花开**：轨道交通装备方面公司是 AFC 龙头受益于轨交建设大潮；通信装备和产品方面公司大力发展军用移动通信和物联网解决方案；消费电子方面公司是数字视音频类产品老牌企业技术积淀深厚；电子制造方面公司的硬件设施条件优越，积极向综合 EMS 企业转变。
- ◆ **投资建议**：（1）公司现有业务收入稳步增长，2014 年收入同比增长 40.7%，过往两年复合增速为 19.81%，毛利率水平也在不断改善。在不考虑资产注入的情况下，预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.22/0.25/0.32 元，对应的 PE 为 81/70/54 倍。（2）对公司现有业务给予 40 倍 PE，对应的 2016 年合理市值为 91.4 亿元。（3）参照主板上电子对抗可比公司的平均 PE，潜在注入的资产合理市值为 398 亿元，扣除已在目前市值反映的部分，公司的市值还有 180%的提升空间。因此，我们给予公司“买入-A”的投资评级，6 个月目标价为 30 元。
- ◆ **风险提示**：集团对军工资资产注入的安排超出预期；液晶面板生产线投建进度或机器人市场开拓低于预期；轨交投资放缓；消费电子和电子制造订单大幅下滑；等等。

通信|系统设备 III

投资评级 **买入-A(上调)**

6 个月目标价 30.00 元

股价(2015-12-31) 19.15 元

交易数据

总市值（百万元） 18,176.25

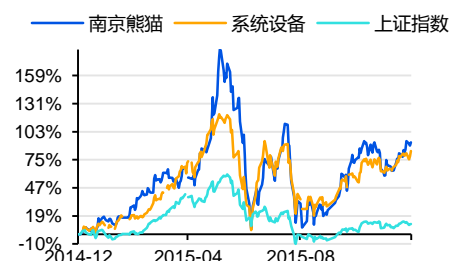
流通市值（百万元） 12,582.87

总股本（百万股） 913.84

流通股本（百万股） 632.62

12 个月价格区间 10.37/29.48 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	14.21	42.54	54.28
绝对收益	18.18	60.14	68.42

分析师

张仲杰
SAC 执业证书编号：S0910515050001
zhangzhongjie@huajinsc.cn
021-20655610

报告联系人

张凯
zhangkai@huajinsc.cn
021-20655611

相关报告

南京熊猫：工业自动化稳步推进，关注集团资产注入进程 2015-12-15

财务数据与估值

会计年度	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营收入(百万元)	2,479.5	3,487.6	4,165.9	5,215.8	6,653.1
同比增长(%)	2.0%	40.7%	19.4%	25.2%	27.6%
营业利润(百万元)	63.2	175.4	253.8	272.0	363.6
同比增长(%)	-18.2%	177.4%	44.7%	7.2%	33.7%
净利润(百万元)	182.8	153.2	197.1	227.0	294.2
同比增长(%)	39.0%	-16.2%	28.7%	15.2%	29.6%
每股收益(元)	0.20	0.17	0.22	0.25	0.32
PE	87.2	104.1	80.9	70.2	54.2
PB	5.1	5.0	4.8	4.6	4.4

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

内容目录

一、收入稳步增长，盈利能力不断改善.....	5
二、集团资本运作加速，电子对抗资产注入预期强.....	6
（一）中国电子信息集团资产重组进程加速.....	8
（二）军用电子对抗骨干企业可能注入南京熊猫.....	9
三、被忽视的工业自动化装备强者.....	11
（一）自动传输装备：液晶面板全自动净化传输线领跑者.....	12
（二）焊接机器人：软硬件集成能力突出.....	13
（三）电动汽车电池更换系统和颗粒灌装自动化生产线.....	13
四、其他业务：多点布局，静待花开.....	14
（一）轨道交通装备：AFC 龙头受益于轨交建设大潮.....	14
（二）通信装备和产品：大力发展军用移动通信和物联网解决方案.....	15
（三）消费电子：数字视音频类产品老牌企业技术积淀深厚.....	16
（四）电子制造：硬件设施条件优越，向综合 EMS 企业转变.....	17
五、盈利预测和估值.....	18
六、风险提示.....	19

图表目录

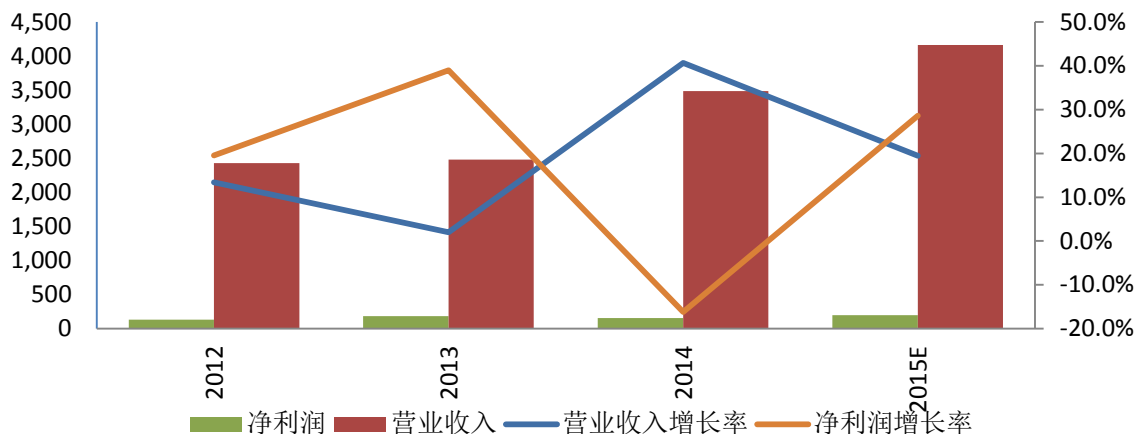
图 1：2011-2015 公司营业收入与净利润（单位：百万，%）.....	5
图 2：公司 2014 年收入构成.....	5
图 3：公司 2011-2015E 毛利率与净利率情况.....	5
图 4：南京熊猫股权结构.....	7
图 5：全自动移栽系统 OHC V.....	12
图 6：装卸载系统 LD/ULD.....	12
图 7：多功能数字化焊机系统构成.....	13
图 8：多功能数字化焊接机器人集成.....	13
图 9：电动汽车全自动电池更换系统.....	14
图 10：全自动颗粒状物体灌装机.....	14
图 11：自动售检票（AFC）系统.....	14
图 12：自动售票机.....	14
图 13：应急机动指挥信息系统.....	16
图 14：移动信息安全系统.....	16
图 15：MESH 自组网通信系统.....	16
图 16：统一通信指挥调度系统.....	16
图 17：数字机顶盒.....	17
图 18：车载/船载直播卫星综合接收系统.....	17
图 19：自动贴片.....	18
图 20：精密注塑.....	18
图 21：电子对抗相关可比公司 2016 预测 PE（股价取 2015/12/31 数据）.....	18
表 1：中国电子信息集团旗下上市公司（单位：亿元）.....	8
表 2：近五年国内上市公司股权变动及收购兼并情况.....	8
表 3：2010 年以来南京熊猫和华东科技的重大资产重组.....	9

表 4：熊猫集团旗下公司	9
表 5：中电熊猫旗下公司（单位：万元）	10
表 6：2010 年以来南京熊猫和华东科技的重大资产重组	10
表 7：华东电子旗下公司	11
表 8：2012 年定增募投项目	12
表 9：公司的通信装备产品	15

一、收入稳步增长，盈利能力不断改善

2012-2014 年公司收入分别是 24.30/24.80/34.88 亿元，净利润分别是 1.32/1.83/1.53 亿元，公司收入保持较高的增长水平，其中 2014 年同比增长 40.7%，过往两年复合增速为 19.81%。预计 2015 年公司收入仍保持增长态势。公司净利润在 2014 年大幅下降，主要是由于营业外收入大幅下降 66.51%，预计 2015 年净利润会有所回升。

图 1：2011-2015 公司营业收入与净利润（单位：百万，%）

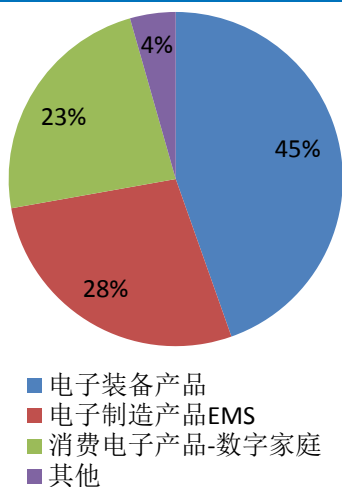


资料来源：wind，华金证券研究所

公司收入构成主要来源于三个方面，分别是电子装备产品、电子制造产品 EMS、消费电子产品，2014 年上述三部分产品占比分别为 45%、28%和 23%，电子装备产品是公司最主要的收入来源，包括工业自动化装备、轨道交通电子和通信装备。

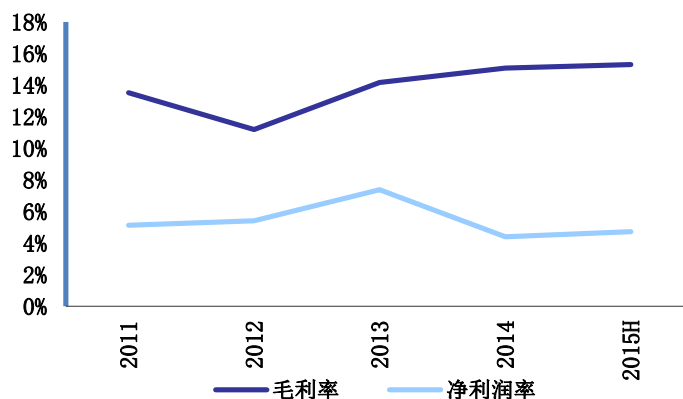
2011-2014 年，公司毛利率总体呈现上升趋势，2014 年公司毛利率达 15.1%，预计 2015 年公司毛利率略有上升。公司净利率水平略有波动近年来稳定在 5%。

图 2：公司 2014 年收入构成



资料来源：wind，华金证券研究所

图 3：公司 2011-2015E 毛利率与净利率情况

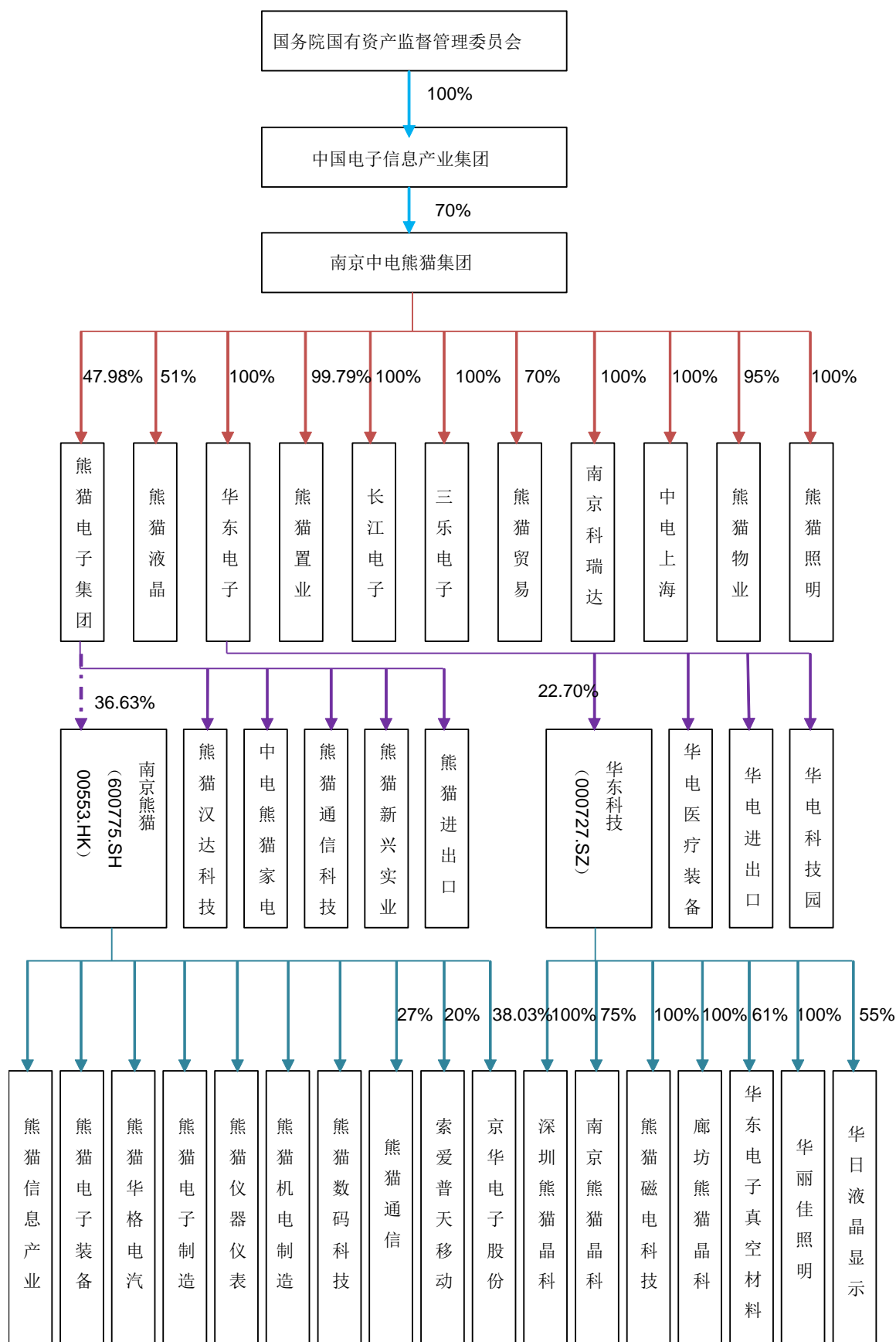


资料来源：wind，华金证券研究所

二、集团资本运作加速，电子对抗资产注入预期强

南京熊猫的大股东为熊猫电子集团，隶属于南京中电熊猫集团，是中国电子信息产业集团的三级子公司。其直接股东旗下还有熊猫汉达科技、中电熊猫家电、熊猫通信科技、熊猫新兴实业和熊猫进出口公司；其更上一级股东南京中电熊猫集团还有熊猫液晶、华东电子等 10 家公司实体。

图 4：南京熊猫股权结构



资料来源：中电熊猫公告，华金证券研究所

(一) 中国电子信息集团资产重组进程加速

表 1：中国电子信息集团旗下上市公司（单位：亿元）

代码	公司名称	主营业务或产品	总市值	收入	净利润	净资产
600775.SH	南京熊猫	通信设备、电子设备及技术服务	140	35	2.0	34
000021.SZ	深科技	OEM 产品、硬盘相关产品、自有产品	186	164	1.6	50
000066.SZ	长城电脑	计算机及外设、液晶电视、太阳能逆变器、打印机、耗材及其他	285	758	-0.5	85
600536.SH	中国软件	各类应用软件以及解决方案	191	32	0.5	23
600764.SH	中电广通	通信，计算机，集成电路	64	7	0.2	7
000032.SZ	深桑达 A	电子整机产品、新兴电子元器件、房地产	66	14	0.2	10
000727.SZ	华东科技	触摸屏、LCD、晶体元器件、逆变器	224	10	0.1	4
000748.SZ	长城信息	金融、高新、医疗电子及软件、软件园	284	17	1.0	24
600171.SH	上海贝岭	集成电路、分立器件等配套产品	152	5	0.4	16
000733.SZ	振华科技	电子信息产品的研制生产和销售	111	42	1.3	36
600707.SH	彩虹股份	基板玻璃、OLED 产品、彩色显像管	93	2	-11.4	16
0553.HK	南京熊猫电子股份	通信设备、电子设备及技术服务	143	35	1.5	31
0085.HK	中国电子	集成电路产品、智能卡、无线通信	58	14	1.7	10
0903.HK	冠捷科技	彩色显示器、液晶显示器、液晶电视	23	118	0.4	17
2878.HK	SOLOMONSYSTECH	集成电路芯片产品及系统解决方案	11	1	0.0	1
0438.HK	彩虹电子	光伏玻璃、液晶玻璃基板、显示器件	12	23	-8.1	14

资料来源：Wind，华金证券研究所（注：财务指标为 2014 年报数据，股价选取 2015 年 12 月 23 日收盘价）

中国电子信息集团旗下有 16 家上市公司，业务涉及通信设备、电子元器件和整机、集成电路、玻璃面板等显示器件、金融投资和房地产等领域。2010 年以来，长城电脑、中国软件、振华科技近五年来股权变动较多。最近两年随着国企改革的推进，中国电子信息集团的资产重组步伐明显加快，目前长城电脑、长城信息两个公司已经停牌。

表 2：近五年国内上市公司股权变动及收购兼并情况

代码	公司名称	股权转让次数	最近股权转让日期	收购兼并次数	最近收购兼并日期
000021.SZ	深科技	9	2015 年 11 月 25 日	5	2015 年 11 月 25 日
000066.SZ	长城电脑	17	2015 年 8 月 29 日	4	2015 年 8 月 29 日
600536.SH	中国软件	20	2015 年 8 月 28 日	2	2011 年 4 月 1 日
600764.SH	中电广通	2	2015 年 11 月 17 日	1	2014 年 4 月 1 日
000032.SZ	深桑达 A	11	2015 年 7 月 30 日	1	2012 年 4 月 21 日
000748.SZ	长城信息	7	2015 年 8 月 25 日	0	-
600171.SH	上海贝岭	10	2015 年 11 月 28 日	0	-
000733.SZ	振华科技	20	2015 年 12 月 8 日	6	2015 年 12 月 8 日
600707.SH	彩虹股份	4	2015 年 7 月 31 日	0	-

资料来源：wind，华金证券研究所

(二) 军用电子对抗骨干企业可能注入南京熊猫

从 2010 年至今南京熊猫共进行 7 次较大规模的股权转让和收并购，其中只有一次是转让股权，其余 6 次均是股权收购，总金额达 13,957.76 万元，可见公司投资收购趋势明显。公司收购业务主要集中在电子产品的生产，其中南京熊猫机电仪技术有限公司还经营自动检票机等仪器，与公司原本的业务有一定的相关性，预期未来公司并购预期仍存，主要还是收购与公司相关业务的企业。

表 3：2010 年以来南京熊猫和华东科技的重大资产重组

公司	时间	形式	买/卖	标的	数量	金额（万元）
南京熊猫	2015.08.31	股权转让	买	京华电子（子公司）	0.24%	-
	2014.12.09	股权转让	买	深圳京华	5.07%	5,036.58
	2014.04.10	收购兼并	子公司收购	南京熊猫机电仪技术有限公司	30.00%	531.93
	2011.11.18	收购兼并	买	南京联慧通信	100.00%	301.8
华东科技	2015.04.09	股权转让	卖	南京中电熊猫照明有限公司	10.00%	962.46
	2014.03.28	股权转让	（子公司）卖	南京深宁磁电有限公司	34.96%	2428.06
	2014.03.28	股权转让	卖	南京华日液晶显示技术有限公司	100.00%	5905.18
	2013.11.29	股权转让	买	南京华日液晶显示技术有限公司	45.00%	-
	2013.03.22	股权转让	卖	南京天加空调设备有限公司	35.00%	5355
	2013.03.22	股权转让	卖	天津天加空调设备有限公司	35.00%	3500
	2012.08.25	股权转让	买	廊坊熊猫晶科	100.00%	6624.7
	2011.08.27	股权转让	买	南京华东电子真空材料有限公司	31.11%	-
	2011.05.07	股权转让	卖（给母公司）	南京华东电子电光源器材有限责任公司	29.50%	88.84

资料来源：Wind，华金证券研究所

南京熊猫股东熊猫电子集团旗下除了南京熊猫以外还有汉达科技（国营第 714 厂）等 4 家公司，业务涉及军工电子、家电、物流餐饮和家电数码产品等。其中汉达科技是我国国防通信领域国家军工核心能力建设的领军企业，源头可追溯至 1936 年成立的中央无线电器材公司，被誉为“中国民族电子工业的摇篮”，是绝对的我国军用通信的“国家队”选手。熊猫汉达在短波、卫星、超短波、军用移动通信及通信系统集成方面有完整的产品体系，能够为军方提供一体化全面解决方案，拥有多项自主知识产权和世界级的前沿技术。近年来军队信息化建设为熊猫汉达提供了广阔的发展机遇。从业务相关度上看，熊猫汉达科技、南京熊猫通信科技都与南京熊猫现有的通信装备业务相关度很高。

表 4：熊猫集团旗下公司

企业名称	业务范围
熊猫汉达科技有限公司	军工通信装备
南京中电熊猫家电有限公司	家电产品
南京熊猫新兴实业有限公司	物业、物流运输两大主营业务板块及工程装饰、餐饮旅游、医疗幼教、太阳能与非标设备制造六大业务门类的经营格局。
南京熊猫电子进出口有限公司	主营电视, GPS, DC, DV 家用电器及数码产品。
南京熊猫通信科技有限公司	通信和信息类产品与系统的研发

资料来源：华金证券研究所整理

南京熊猫股东中电熊猫集团(占熊猫电子 56.85%股份)是我国对空情报雷达、岸基和舰载警戒雷达的主要科研生产基地和国家军用电子对抗装备的科研生产骨干企业,主要从事潜用、舰载、机载雷达侦察设备、情报搜集设备和便携式雷达侦察干扰设备等电子对抗装备的研制和生产,产品覆盖陆、海、空三军,部分产品已经走向国际市场,在宽带微波电讯技术、雷达信号截获和处理、识别技术、电子对抗装备工程化研制、生产技术上处于国内先进水平。中电熊猫旗下除了熊猫电子集团(南京熊猫股东)和华东电子(华东科技股东)以外还有 9 家公司,2014 年实现 114 亿元收入和 1.87 亿元净利润,其中南京中电熊猫贸易发展有限公司主营商品流通收入最多为 40 亿元,南京中电熊猫置业有限公司主营房地产净利润最多为 7011 万元,其他公司主业主要为电子工业。从业务相关度上看,长江电子、科瑞达的军用电子装备业务和南京熊猫的通信装备业务相关度较高,三乐电子、中电熊猫照明、中国电子工业上海公司的业务和华东科技的业务同属电子信息元器件范围。

表 5：中电熊猫旗下公司（单位：万元）

企业名称	业务范围	2014 收入	2014 净利
南京中电熊猫置业有限公司	房地产开发	91,609	7,011
南京长江电子信息产业集团	军用电子整机装备	101,767	4,853
南京三乐电子信息产业集团	军用微波真空电子器件	96,675	3,414
南京中电熊猫贸易发展	商品流通	400,005	418
南京科瑞达电子装备	军用电子雷达对抗装备	36,374	2255
中国电子工业上海公司	集成电路和电容、电阻等元器件加工	-	-5.95
南京中电熊猫液晶显示科技	液晶面板	373,684	730
南京中电熊猫物业管理	物业管理	1,443	14
南京中电熊猫照明	电光源、照明电器	39,104	-30.91

资料来源：中电熊猫公告，华金证券研究所

如果中电熊猫参与旗下资产重组，将有南京熊猫和华东科技两家上市公司平台可选。但是，华东科技过去的资产重组主要是资产剥离并强化晶体业务的思路。从 2010 年至今华东科技进行的 9 次较大规模的股权转让，其中只有 3 次买入股份，6 次是将股权卖出，减持的业务主要集中在照明产品、显示屏、家电等行业。2012 年收购廊坊晶体 100%股权，是为了彻底解决与中电熊猫同业竞争问题，扩大公司晶体业务规模，可见晶体业务是公司重点发展的项目。

表 6：2010 年以来南京熊猫和华东科技的重大资产重组

时间	形式	买/卖	标的	数量	金额（万元）
2015.04.09	股权转让	卖	南京中电熊猫照明有限公司	10.00%	962.46
2014.03.28	股权转让	（子公司）卖	南京深宁磁电有限公司	34.96%	2428.06
2014.03.28	股权转让	卖	南京华日液晶显示技术有限公司	100.00%	5905.18
2013.11.29	股权转让	买	南京华日液晶显示技术有限公司	45.00%	-
2013.03.22	股权转让	卖	南京天加空调设备有限公司	35.00%	5355
2013.03.22	股权转让	卖	天津天加空调设备有限公司	35.00%	3500
2012.08.25	股权转让	买	廊坊熊猫晶科	100.00%	6624.7
2011.08.27	股权转让	买	南京华东电子真空材料有限公司	31.11%	-
2011.05.07	股权转让	卖（给母公司）	南京华东电子电光源器材有限责任公司	29.50%	88.84

资料来源：Wind，华金证券研究所

华东科技直接股东下属的三家非上市公司的业务和华东科技相关度又不高。华东科技股东华东电子旗下除了华东科技以外还有华东医疗装备等 3 家公司，业务涉及医疗器械、成衣贸易和房地产等。从业务相关度上看，这三家公司业务和华东科技现有业务相关度并不高，也不属于中国电子信息集团的主要业务范围。

表 7：华东电子旗下公司

企业名称	业务范围
华电医疗装备	一次性无菌输液器，输液针，输血器，注射器，卫生材料等医用系列产品
华电进出口有限公司	集面料销售、款式研发和成衣生产于一体的综合性的国际贸易公司
华电科技园	集科研、办公、商业、休闲、娱乐等多功能于一体的城市综合体

资料来源：华金证券研究所整理

因此，我们认为，如果中电熊猫开展资产注入，从行动一致性和业务相关性以及操作便利性上来讲都是注入南京熊猫的概率高于华东科技。

在中国电子信息集团积极推进集团资产证券化和业务整合的大背景下，我们认为南京熊猫有可能获得集团的优质资产注入，最有可能的是直接股东注入汉达科技的军用无线电通信对抗装备资产。并且，考虑到中电熊猫集团是直接股东的大股东，还有可能注入长江电子、科瑞达的军用电子装备资产。

汉达科技、长江电子和科瑞达这几家公司均有完备的军品资质，产品涉及军用电子对抗的雷达对抗、通信对抗的整机装备和核心零部件，都是国家军用电子对抗领域的骨干企业，包括第一家专门从事电子对抗装备研究生产的单位（国营第 9247 厂南京科瑞达）、军用通信的“国家队”（国营第 714 厂熊猫汉达）、我国军用电子装备主要科研生产基地（国营第 720 厂南京长江电子）。上述三家公司还都是一级保密单位，其业务含金量很高。2014 年收入约 25 亿元，净利润约 4.5 亿元。对照南京熊猫 2014 年的 34.88 亿元收入和 1.96 亿元净利润，公司潜在注入资产在收入和净利润上分别是现在的 72%和 230%。

三、被忽视的工业自动化装备强者

在工业自动化装备方面，南京熊猫自 1994 年经原国家经济贸易委批准组建“国家级大生产技术开发中心”以来，长期从事工业自动化设备的开发、制造和销售，是国内在工业机器人和自动化成套装备领域拥有高端核心技术的企业。2012 年 11 月即定增募资 5.9 亿元（总共募资 13.2 亿元）投向工业机器人、自动传输装备、自动灌装装备项目，目前已形成自动传输装备、工业机器人、自动灌装装备三大产业。TFT-LCD 净化厂房系统、SMT 表面贴装生产线系统、自动包装系统、电动汽车全自动电池更换系统、晶片晶体自动分选系统、焊接系统解决方案、机器人等均已实现了规模化发展，其中 LCD-TFT 净化厂房设备系统和国家智能电网电动汽车自动换电站系统被列为重大工程项目。

表 8：2012 年定增募投项目

募投项目	拟投入资金（万元）	项目进度	预计收益（万元）
自动化装备产业化项目	59003	73.13%	17086
通信装备产业化项目	24544	43.19%	7960
研发中心项目	20938	53.97%	
交通电子装备产业化项目	14955	25.21%	4450
补充流动资金	10000	100%	
合计	132000		29496

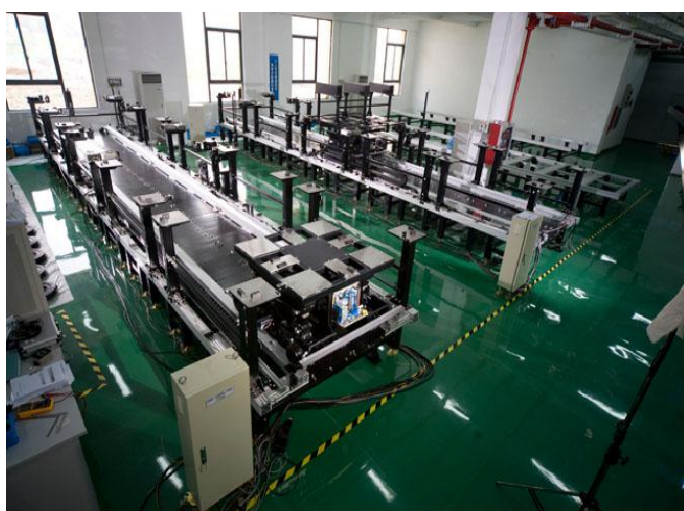
资料来源：公司公告，华金证券研究所

（一）自动传输装备：液晶面板全自动净化传输线领跑者

公司通过国际合作和自主攻关成功实现了 TFT-LCD 全自动净化传输系统的国产化，改写了液晶面板生产设备从国外引进的历史，填补了国内空白。目前公司是国内少数能够提供净化厂房全自动传输系统系统解决方案的厂家，净化厂房自动传输系统被列入国家智能制造系统专项项目。公司的液晶面板传输净化厂房全自动传输技术国内领先，产品在液晶面板生产行业竞争力强，基本包揽集团公司液晶面板生产线的建设。

TFT-LCD 净化厂房设备与系统中有两大关键系统，分别是全自动移载系统 OHCV 和装卸载系统 LD/ULD。其中全自动移载系统 OHCV 应用于 TFT-LCD 洁净厂房中卡匣的搬运，有两种类型：A 型，包含走行和将卡匣顶升并旋转 180 度动作的装置；B 型，只含走行和将卡匣顶升动作的装置。装卸载系统 LD/ULD 应用于 TFT-LCD 洁净厂房玻璃基板的运输，工作过程是采用机器人将卡匣内的玻璃基板搬运出，送入相关生产设备，再将加工好的玻璃基板装入相应的卡匣。

图 5：全自动移载系统 OHCV



资料来源：公司官网，华金证券研究所

图 6：装卸载系统 LD/ULD



资料来源：公司官网，华金证券研究所

2015 年南京中电熊猫引进了日本夏普原创的 IGZO 技术和 8.5 代线，作为目前国产化率较高的液晶面板生产线，从金额上来说其国产化率约为 20%。这和《2014-2016 年新型显示产业创新发展行动计划》要求的“到 2016 年，基本建成配套体系；初步实现上游装备、材料的规模

化生产能力；装备种类覆盖率超过 40%” 还有较大差距，未来液晶面板自动化生产线的国产化市场空间很大。

公司股东中电熊猫作为国内液晶面板的主要生产商，2015 年液晶面板产能 108 万块，SMD 石英晶体 59276 万只，触摸屏 2220 万片，新投建的第 8.5 代 TFT-LCD 液晶面板生产线未来还将形成月产裸屏（opencell）670 万套、液晶模组及电视整机（BMS）440 万套的制造能力，都需要建设自动化生产线，加上原有生产线的自动化改造，公司订单有望稳步增长。

（二）焊接机器人：软硬件集成能力突出

公司 2013 年募投建设了焊接机器人项目，具有极强的机器人和自动化生产线的系统整体集成能力，已成功研发出自主知识产权的工业机器人控制器系统软件，应用于公司自主品牌的工业焊接机器人。公司跳出了单纯工业机器人的白热化竞争范畴，进入体现软件技术实力的系统集成蓝海市场。通常自动化生产线中实现系统集成的软件部分占 30% 价值，相对机器人本体和生产线硬件而言利润水平较高。公司今年还成立了上海熊猫机器人公司大力发展工业机器人研发和销售业务，后续将把日本的研究团队整合到上海便利研发进程。

图 7：多功能数字化焊机系统构成



资料来源：公司官网，华金证券研究所

图 8：多功能数字化焊接机器人集成



资料来源：公司官网，华金证券研究所

（三）电动汽车电池更换系统和颗粒灌装自动化生产线

公司还研发成功了电动汽车全自动电池更换系统、新型环保制袋机及全自动灌装系统等产品。其中电动汽车全自动电池更换系统是国家电网重点推广项目，用于电动汽车电池的自动更换，具有换电过程自动化程度高、换电时间短、充电时间控制灵活的特点，随着电动汽车普及度提高我们预计相关需求有望增加。公司是全球为数不多的几家新型环保制袋机及全自动灌装系统供应商之一，产品广泛适用于粉状、颗粒状物体的包装行业，技术水平和设备性能国际领先。

图 9：电动汽车全自动电池更换系统



资料来源：公司官网，华金证券研究所

图 10：全自动颗粒状物体灌装机



资料来源：公司官网，华金证券研究所

四、其他业务：多点布局，静待花开

（一）轨道交通装备：AFC 龙头受益于轨交建设大潮

公司作为早期进入城市轨道交通自动售检票系统（AFC）领域的企业之一，在轨道交通领域拥有自主知识产权的技术，参编了国家标准 GB/20907-2007《城市轨道交通自动售检票系统技术条件》，其“轨道交通自动售检票（AFC）系统的研制”被列为国家火炬计划。通过近年来持续不断的技术升级和市场开拓，公司目前已形成从模块到设备，从软件到系统，从 ACC 系统到 AFC 终端设备的全系统自主研发和生产制造的轨道交通自动收费系统完整产业链，成为国内城市轨道交通自动收费系统整体解决方案的提供商和专用配套设备的主要供应商，无论是技术还是市场份额已在业内位居前列。公司目前可年产自动检票机 4000 台、自动售票机 1000 台和屏蔽门 2000 单元，累计出口配套了 6000 余台自动售、检票机等 AFC 专用设备。

图 11：自动售检票（AFC）系统



资料来源：公司官网，华金证券研究所

图 12：自动售票机



资料来源：公司官网，华金证券研究所

公司先后承建了南京地铁 1 号线、2 号线、2 号线东延伸线和北京地铁 1 号线、2 号线、八通线的自动售检票（AFC）系统。在国际市场，为印度新德里、阿联酋迪拜、台湾高铁、新加坡、

泰国曼谷、委内瑞拉、香港港铁及欧洲等国家和地区许多城市的 AFC 系统，配套了 6000 余台自动售、检票机等 AFC 专用设备。今年 9 月起，多个城市地铁自动售检票系统项目招标陆续启动，公司继合肥地铁 2 号线中标后，又一举拿下成都地铁 7 号线标的，两项中标金额合计 3.02 亿元，目前已公示结束，进入合同商谈签订阶段。

我国目前正处于大规模城市化时期，随着汽车保有量的迅速上升，城市公共交通的供需矛盾日益突出，轨道交通建设需求日益迫切。截至 2014 年，国内规划发展地铁类城市已达 54 个，规划线路超过 420 条，总里程达 16000 公里；国家批准建设的城市有 39 个，全部在建线路达 134 条，里程数达 2800 公里。在江苏省，已有南京、苏州、无锡、常州、徐州、南通等 6 个城市的轨道交通建设规划获得国家批准，成为获准建设轨道交通城市最多的省份，另有扬州、镇江等城市正在规划中。预计今后五年，国内每年轨道交通自动售检票系统（AFC 系统）、票务清算管理中心（ACC 系统）和通信系统集成项目领域平均有 25-35 个项目，公司将充分受益。

随着公司凭借 AFC 的技术和生产服务优势，拓展通信、维保、轨道检测等轨道交通相关市场，在轨道交通建设不断提速的大背景下，公司作为国内实力最强的自动售检票（AFC）系统生产商，有望保持快速增长态势。

（二）通信装备和产品：大力发展军用移动通信和物联网解决方案

公司在国内专用通信领域具有领先地位，掌握了从终端、接入网、核心网、应用与服务等通信产业链各方面的核心技术，拥有江苏省移动通信工程技术研究中心、江苏省光通信工程技术研究中心两个省级科技研发中心。在通信装备方面，公司建立了较为齐全的通信装备体系，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和 MESH 自组网通信系统等，涵盖了应急通信、安全系统、指挥调度和机动自组网等主要的移动通信领域，主要提供给部队等军事单位，同时也给政府部门、警务、铁路、矿井、水利、电力、民航、船舶以及钢铁、物流等专业移动通信领域提供专用通信系统。目前移动通信装备主要军用，毛利较高，虽然占总收入比重只有 1/10 左右，但是我们认为，随着通信装备产业化的实施，以应急通信系统和平板天线等为代表的产品将迅速产业化，公司的移动通信装备业务将进入快速发展通道。

表 9：公司的通信装备产品

产品	特点	用途
应急机动指挥信息系统	传输距离远/通信效果好、机动性强、不受地域限制	处理应急突发事件和抢险救灾
MESH 自组网通信设备	可以高效、快速组成无中心的宽带网络，终端可与短波、超短波、卫星等通信系统互联互通	反恐维稳、抗震救灾及单兵通信
移动信息安全系统	具有 VPN 连接及路由功能可以将两个局域网互联，并根据无线信道带宽自动调整帧率（最高到 25 帧/秒），同时还预留了外接保密机接口，内外网路由之间可以通过保密机进行物理隔离	部队执行非战争军事行动中“动中通、动中看、全程控”
统一通信指挥调度系统	可以让各种类型对讲机、手机、固定电话等通信设备互联互通，满足统一指挥、多部门整体联动、多单位相互配合的实战要求，实现纵向扁平化指挥、横向跨部门联动协作的新型指挥模式	广泛应用于公安、交通、消防、港口、卫生、市政等部门在抢险救灾、应急处置、大型活动、跨区联动等综合性行动

资料来源：华金证券研究所整理

图 13：应急机动指挥信息系统



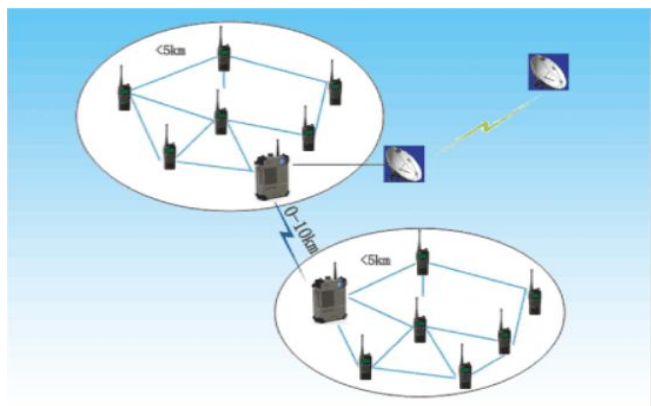
资料来源：公司官网，华金证券研究所

图 14：移动信息安全系统



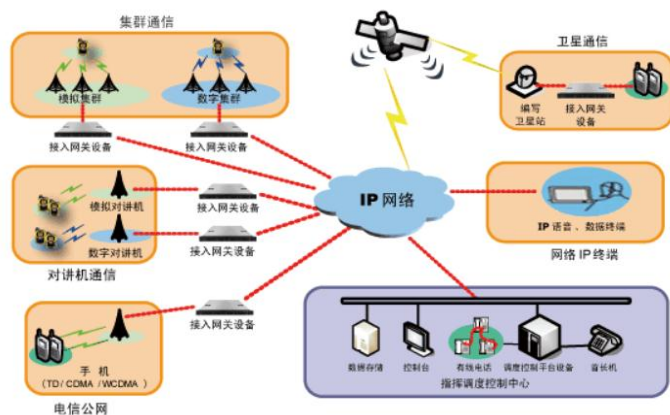
资料来源：公司官网，华金证券研究所

图 15：MESH 自组网通信系统



资料来源：公司官网，华金证券研究所

图 16：统一通信指挥调度系统



资料来源：公司官网，华金证券研究所

此外，公司研制成功了一系列物联网行业解决方案。通过将有线网络与无线网络、传感设备相结合，将物品与互联网相连接并进行信息交换，实现了一系列的满足智能化识别、定位、跟踪、监控和管理要求的系统或解决方案，包括物联网综合通信平台、智能家居、大气环境监测、智能水文、智慧医疗、数字农田管控系统等。我们认为公司这些技术储备在产业化上有很大成长潜力。

（三）消费电子：数字视音频类产品老牌企业技术积淀深厚

公司是全国数字电视机顶盒、平板电脑、数码相框领域主要科研和生产企业，尤其是熊猫电子视像音响数字化产品国家工程研究中心（国家发展改革委员会认定）积累了三十年的数字视音频类产品开发及方案设计能力。公司集数字化音视频研发、检测、试验及中试、生产于一体，实验室装备了目前在电磁兼容测试方面最先进的德国罗德与施瓦茨公司（R&S 公司）EMI 和 EMS 测试系统，具有丰富的显示技术储备。

目前公司有数字电视机顶盒、车载/船载直播卫星综合接收系统等消费电子产品。数字机顶盒产品门类涉及 DVB-S、DVB-T、DVB-C、ABS-S、DTMB-T、IPTV 等，具有"3C"认证、广电入网认证

资质，以及 CA、数据广播等各类业务资质，公司具备完成指定 CA、中间件、浏览器和相关应用软件的集成能力和根据运营商的要求进行二次定制开发的能力。PANDA-1021 熊猫车载/船载直播卫星综合接收系统既可以接收中国直播卫星电视信号又可以接收 DTMB-T 地面电视信号，在时速 200 公里的抖动路面也可以稳定接收多频道的电视节目，可以适应所有陆上车辆，水上船舶安装，性价比高。产品搜索、追踪卫星信号的性能和速度达到国际先进水平。

图 17：数字机顶盒



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 18：车载/船载直播卫星综合接收系统



资料来源：公司公告，华金证券研究所

（四）电子制造：硬件设施条件优越，向综合 EMS 企业转变

公司开展表面自动贴装业务、基板组装测试和整机制造、配套加工改性材料、模具、注塑、挤塑、喷涂、装饰及组装等业务，有完整的电子制造产业链，能提供电子产品的研发、采购、材料管理、生产制造、测试组装、品质保证及出库的全程服务，为多门类、多规格的电子产品提供 ODM、OEM 业务。

尤其是在贴片、注塑和喷涂方面优势明显。公司依靠新型的高速模块化贴片机组成检测和控制的可跟踪闭环工艺控制系统，形成零缺陷的全自动工艺监控生产过程，配合全球先进的 MES 管理系统，产品满足航天、军工、通讯等行业的高端需求；公司有 ENGEL、FANUC 等先进的精密注塑设备，注塑机规格齐全（30t-2800t），可进行各种高难度的家电、汽车、航空、通信等产品的塑件加工和各种手机、相机、数码类产品外壳及高精度结构塑件等产品的注塑加工；公司有多条万级标准喷涂生产线以及丝印、移印、烫印等设备，和四涂四烤和两涂两烤万级自动喷涂生产线，能实现全封闭全自动无尘化作业，硬件设施条件优越。未来将快速提升供应链管理和研发设计能力，改变来料加工的商业模式，向提供设计、采购、生产及物流的综合 EMS 企业转变。

图 19：自动贴片



来源：公司公告，华金证券研究所

图 20：精密注塑



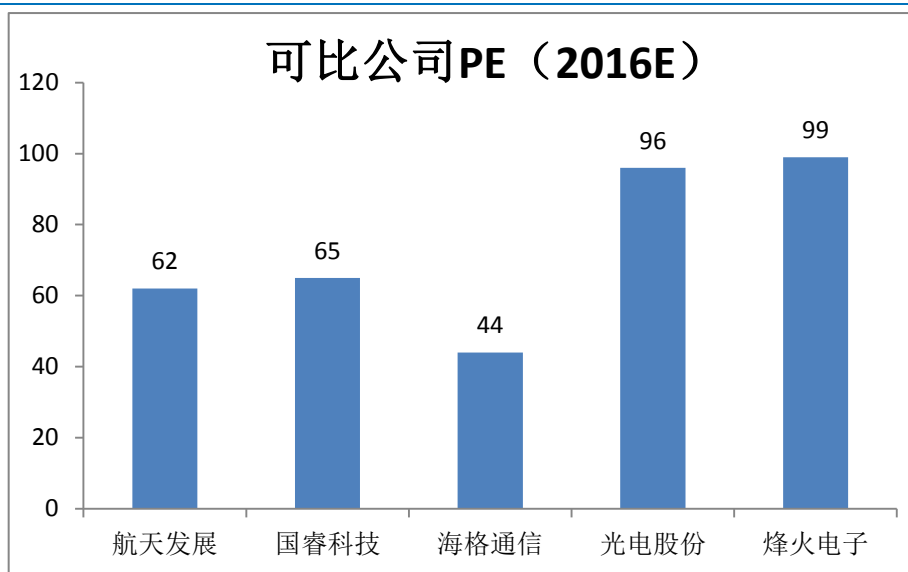
资料来源：公司公告，华金证券研究所

五、盈利预测和估值

在行业持续高景气的情况下，随着公司新产品投入市场和业务逐步开拓，我们预计公司收入将稳步增长，2017 年将达到 66.53 亿元，年化增速约 24%。其中电子装备产品收入将达到 37.27 亿元，电子制造产品和消费电子收入分别达到 1634 亿元和 1163 亿元，年化增速分别为 35%和 20%。在不考虑资产注入的情况下 我们预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.22/0.25/0.32 元，对应的 PE 为 81/70/54 倍。

按照非常保守的估计方式，假设汉达科技、长江电子和科瑞达 2015-2016 年每年业绩增长 10%，2016 年其收入和净利润分别为 30.25 亿元和 5.45 亿元。参照目前主板上的电子对抗等军用电子装备公司 2016 年平均预测 PE（73 倍），潜在注入的资产合理市值为 398 亿元。

图 21：电子对抗相关可比公司 2016 预测 PE（股价取 2015/12/31 数据）



资料来源：Wind，华金证券研究所

我们对公司现有业务给予 40 倍 PE，对应的 2016 年合理市值为 91.4 亿元，表明目前市值包含 83.6 亿元资产注入预期（175-91.4=83.6 亿元，市值取自 2015/12/31 数据）。扣除掉目前

市值中已有的这部分资产注入预期，则潜在注入的资产市值还有 314.4 亿元未得到体现（ $398-83.6=314.4$ 亿元），和目前的市值 175 亿元相比对应 180%的提升空间，并且届时公司将是军品净利润占比超过 70%的军工电子对抗装备公司。因此，我们给予公司“买入-A”的投资评级，6 个月目标价为 30 元。

六、风险提示

集团对军工资产注入的安排超出预期；液晶面板生产线投建进度低于预期；工业机器人市场开拓低于预期；轨交投资放缓；消费电子和电子制造订单大幅下滑；等等。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	2,479.5	3,487.6	4,165.9	5,215.8	6,653.1	年增长率					
减:营业成本	2,128.3	2,961.8	3,528.2	4,407.7	5,609.9	营业收入增长率	2.0%	40.7%	19.4%	25.2%	27.6%
营业税费	19.3	29.0	31.1	41.0	52.4	营业利润增长率	-18.2%	177.4%	44.7%	7.2%	33.7%
销售费用	43.3	47.8	63.5	80.7	98.5	净利润增长率	39.0%	-16.2%	28.7%	15.2%	29.6%
管理费用	296.1	400.8	479.3	607.4	729.9	EBITDA 增长率	-14.4%	72.5%	48.0%	11.3%	28.7%
财务费用	19.8	1.2	-15.0	-12.0	-10.2	EBIT 增长率	-22.2%	112.8%	35.2%	8.9%	35.9%
资产减值损失	57.0	33.0	25.0	29.0	29.0	NOPLAT 增长率	-16.6%	101.5%	32.3%	8.9%	35.9%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	27.2%	37.5%	-11.5%	43.1%	-8.9%
投资和汇兑收益	147.3	161.3	200.0	210.0	220.0	净资产增长率	85.1%	8.0%	4.8%	5.1%	6.6%
营业利润	63.2	175.4	253.8	272.0	363.6						
加:营业外净收支	137.3	45.4	13.0	29.0	42.8	盈利能力					
利润总额	200.5	220.8	266.8	301.1	406.4	毛利率	14.2%	15.1%	15.3%	15.5%	15.7%
减:所得税	12.2	24.4	34.7	39.1	52.8	营业利润率	2.6%	5.0%	6.1%	5.2%	5.5%
净利润	182.8	153.2	197.1	227.0	294.2	净利润率	7.4%	4.4%	4.7%	4.4%	4.4%
						EBITDA/营业收入	5.6%	6.9%	8.5%	7.6%	7.6%
						EBIT/营业收入	3.3%	5.1%	5.7%	5.0%	5.3%
资产负债表						偿债能力					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E	资产负债率	24.3%	26.8%	34.6%	31.9%	40.3%
货币资金	1,379.8	828.0	1,273.3	482.7	1,011.0	负债权益比	32.1%	36.7%	52.9%	46.9%	67.5%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	2.79	2.53	1.94	2.05	1.76
应收帐款	806.1	865.1	1,477.1	1,455.5	2,101.0	速动比率	2.42	2.12	1.69	1.58	1.45
应收票据	120.2	195.9	48.9	321.5	167.3	利息保障倍数	4.20	152.06	-15.92	-21.70	-34.67
预付帐款	130.7	149.3	172.1	246.4	278.2	营运能力					
存货	371.9	510.6	474.9	814.5	812.0	固定资产周转天数	82	60	74	76	62
其他流动资产	-0.0	550.0	183.3	244.5	326.0	流动营业资本周转天数	46	83	68	63	64
可供出售金融资产	-	3.7	1.2	1.6	2.2	流动资产周转天数	332	305	291	248	223
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	116	86	101	101	96
长期股权投资	506.1	501.7	501.7	501.7	501.7	存货周转天数	46	46	43	44	44
投资性房地产	-	10.6	10.6	10.6	10.6	总资产周转天数	527	452	434	376	328
固定资产	527.7	630.1	1,076.2	1,125.2	1,164.2	投资资本周转天数	240	227	207	189	167
在建工程	218.2	269.9	111.0	180.5	190.2						
无形资产	76.9	82.3	79.5	76.7	73.9	费用率					
其他非流动资产	0.4	27.0	8.8	10.2	13.9	销售费用率	1.7%	1.4%	1.5%	1.5%	1.5%
资产总额	4,138.1	4,624.1	5,418.6	5,471.6	6,652.2	管理费用率	11.9%	11.5%	11.5%	11.6%	11.0%
短期债务	99.0	30.0	-	-	-	财务费用率	0.8%	0.0%	-0.4%	-0.2%	-0.2%
应付帐款	694.5	906.0	1,264.1	1,324.4	1,934.4	三费/营业收入	14.5%	12.9%	12.7%	13.0%	12.3%
应付票据	61.9	83.6	362.5	137.3	403.0	投资回报率					
其他流动负债	150.2	203.7	241.8	276.5	332.8	ROE	5.9%	4.8%	6.0%	6.6%	8.1%
长期借款	-	-	-	-	-	ROA	4.6%	4.2%	4.3%	4.8%	5.3%
其他非流动负债	0.2	17.4	6.0	7.9	10.4	ROIC	5.4%	8.5%	8.2%	10.1%	9.5%
负债总额	1,005.8	1,240.7	1,874.4	1,746.1	2,680.7	分红指标					
少数股东权益	9.5	204.5	237.8	272.1	330.2	DPS(元)	0.07	0.07	0.07	0.09	0.12
股本	913.8	913.8	913.8	913.8	913.8	分红比率	33.0%	39.4%	34.1%	35.5%	36.3%
留存收益	2,208.9	2,265.1	2,392.6	2,539.5	2,727.5	股息收益率	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%	0.7%
股东权益	3,132.2	3,383.5	3,544.2	3,725.5	3,971.5						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	188.4	196.4	197.1	227.0	294.2	EPS(元)	0.20	0.17	0.22	0.25	0.32
加:折旧和摊销	55.8	64.9	115.6	134.3	154.1	BVPS(元)	3.42	3.48	3.62	3.78	3.98
资产减值准备	57.0	33.0	-	-	-	PE(X)	87.2	104.1	80.9	70.2	54.2
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	5.1	5.0	4.8	4.6	4.4
财务费用	28.9	15.6	-15.0	-12.0	-10.2	P/FCF	-33.7	-26.2	34.6	-21.5	27.5
投资损失	-147.3	-161.3	-200.0	-210.0	-220.0	P/S	6.4	4.6	3.8	3.1	2.4
少数股东损益	5.5	43.2	35.0	34.9	59.4	EV/EBITDA	105.8	64.0	42.0	39.8	30.0
营运资金的变动	-284.9	-644.5	598.4	-855.8	328.2	CAGR(%)	11.6%	21.6%	19.5%	11.6%	21.6%
经营活动产生现金流量	-86.5	44.0	731.1	-681.5	605.6	PEG	7.5	4.8	4.1	6.0	2.5
投资活动产生现金流量	61.1	-589.8	-197.6	-40.4	19.5	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	956.5	-228.1	-88.2	-68.6	-96.8						

资料来源：贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A—正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B—较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

张仲杰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券有限责任公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券有限责任公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券有限责任公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券有限责任公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn