

2016年02月22日

公司研究•证券研究报告

## 南京熊猫 ( 600775.SH )

### 股东股权状况持续调整，关注军工资产注入

#### 投资要点

- ◆ 中电熊猫以现金大幅增资熊猫集团，现金充足便于资本运作:2016年2月20日，熊猫集团获得控股股东中电熊猫的大幅增资。熊猫集团原注册资本在中国华融和中国长城退出时由12.66亿元变更为7.20亿元，减少5.46亿元。根据熊猫集团关于股权重组的董事会决议和股东会决议，熊猫集团在本次股权重组中减少的注册资本及相应权益建议由中电熊猫等其他投资人按市场原则注入相应的现金和资产补足。但是实际执行中，中电熊猫以现金增资熊猫集团9.13亿元，注册资本不但达到而且超过原来水平达到16.33亿元。中电熊猫旗下有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）和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），这两家公司和熊猫集团平级，熊猫集团有可能向中电熊猫购买这两家公司。
- ◆ 熊猫集团股权结构调整，单一股东强化旗下资产控制力:2015年8月26日，公司的直接控股股东熊猫集团调整了股权结构。调整后，中国华融和中国长城退出熊猫集团股权，获得南京熊猫股权和现金，熊猫集团的原大股东中电熊猫实现100%控股。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。考虑到中电熊猫是熊猫集团的单一大股东，还有可能向熊猫集团出售长江电子、科瑞达的军用电子装备资产用于注入南京熊猫。
- ◆ 投资建议：我们认为，单一股东的熊猫集团在拥有大量资金后，联同南京熊猫购买相关资产注入上市公司的条件更趋成熟。潜在注入资产2014年的收入和净利润分别为25亿元和4.5亿元，分别是南京熊猫的72%和230%。我们维持“买入-A”的投资评级，6个月目标价为21.50元。
- ◆ 风险提示：集团对军工资产注入的安排不达预期；主营业务收入不达预期；等等。

#### 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	5,051.4	5,973.3
同比增长(%)	2.0%	40.7%	19.4%	21.3%	18.3%
营业利润(百万元)	63.2	175.4	253.8	266.3	337.7
同比增长(%)	-18.2%	177.4%	44.7%	4.9%	26.8%
净利润(百万元)	182.8	153.2	197.1	222.7	275.4
同比增长(%)	39.0%	-16.2%	28.7%	13.0%	23.7%
每股收益(元)	0.20	0.17	0.22	0.24	0.30
PE	87.2	104.1	80.9	71.6	57.9
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

### 公司快报

通信 | 系统设备 III

投资评级

买入-A(维持)

6个月目标价

21.50 元

股价(2016-02-22)

12.95 元

#### 交易数据

总市值 ( 百万元 )	11,834.21
流通市值 ( 百万元 )	8,192.47
总股本 ( 百万股 )	913.84
流通股本 ( 百万股 )	632.62
12 个月价格区间	10.78/29.48 元

#### 一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-2.92	-15.55	14.32
绝对收益	-1.3	-34.92	5.5

#### 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：被遗忘的“功夫熊猫” 2016-01-03
- 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	5,051.4	5,973.3	年增长率					
减: 营业成本	2,128.3	2,961.8	3,528.2	4,272.4	5,047.2	营业收入增长率	2.0%	40.7%	19.4%	21.3%	18.3%
营业税费	19.3	29.0	31.1	39.7	47.1	营业利润增长率	-18.2%	177.4%	44.7%	4.9%	26.8%
销售费用	43.3	47.8	63.5	78.1	88.5	净利润增长率	39.0%	-16.2%	28.7%	13.0%	23.7%
管理费用	296.1	400.8	479.3	588.3	655.3	EBITDA 增长率	-14.4%	72.5%	48.0%	9.6%	23.7%
财务费用	19.8	1.2	-15.0	-12.3	-11.4	EBIT 增长率	-22.2%	112.8%	35.2%	6.4%	28.5%
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%	6.4%	28.5%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	27.2%	37.5%	-11.5%	40.9%	-12.2%
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%	5.0%	6.2%
营业利润	63.2	175.4	253.8	266.3	337.7	盈利能力					
加: 营业外净收支	137.3	45.4	13.0	29.0	42.8	毛利率	14.2%	15.1%	15.3%	15.4%	15.5%
利润总额	200.5	220.8	266.8	295.3	380.5	营业利润率	2.6%	5.0%	6.1%	5.3%	5.7%
减: 所得税	12.2	24.4	34.7	38.4	49.5	净利润率	7.4%	4.4%	4.7%	4.4%	4.6%
净利润	182.8	153.2	197.1	222.7	275.4	EBITDA/营业收入	5.6%	6.9%	8.5%	7.7%	8.0%
资产负债表						EBIT/营业收入	3.3%	5.1%	5.7%	5.0%	5.5%
	2013	2014	2015E	2016E	2017E	偿债能力					
货币资金	1,379.8	828.0	1,273.3	528.5	1,141.1	资产负债率	24.3%	26.8%	34.6%	30.6%	37.4%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	负债权益比	32.1%	36.7%	52.9%	44.0%	59.6%
应收帐款	806.1	865.1	1,477.1	1,363.0	1,830.0	流动比率	2.79	2.53	1.94	2.12	1.85
应收票据	120.2	195.9	48.9	309.9	129.0	速动比率	2.42	2.12	1.69	1.64	1.56
预付帐款	130.7	149.3	172.1	233.5	238.5	利息保障倍数	4.20	152.06	-15.92	-20.66	-28.64
存货	371.9	510.6	474.9	774.9	688.4	营运能力					
其他流动资产	-0.0	550.0	183.3	244.5	326.0	固定资产周转天数	82	60	74	78	69
可供出售金融资产	-	3.7	1.2	1.6	2.2	流动营业资本周转天数	46	83	68	64	65
持有至到期投资	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	332	305	291	252	235
长期股权投资	506.1	501.7	501.7	501.7	501.7	应收帐款周转天数	116	86	101	101	96
投资性房地产	-	10.6	10.6	10.6	10.6	存货周转天数	46	46	43	45	44
固定资产	527.7	630.1	1,076.2	1,125.2	1,164.2	总资产周转天数	527	452	434	384	352
在建工程	218.2	269.9	111.0	180.5	190.2	投资资本周转天数	240	227	207	193	179
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	5,360.8	6,309.7	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	1,244.9	1,687.0	三费/营业收入	14.5%	12.9%	12.7%	12.9%	12.3%
应付票据	61.9	83.6	362.5	122.0	364.2	投资回报率					
其他流动负债	150.2	203.7	241.8	264.1	295.7	ROE	5.9%	4.8%	6.0%	6.5%	7.6%
长期借款	-	-	-	-	-	ROA	4.6%	4.2%	4.3%	4.8%	5.2%
其他非流动负债	0.2	17.4	6.0	7.9	10.4	ROIC	5.4%	8.5%	8.2%	9.8%	9.0%
负债总额	1,005.8	1,240.7	1,874.4	1,638.8	2,357.3	分红指标					
少数股东权益	9.5	204.5	237.8	271.5	325.8	DPS(元)	0.07	0.07	0.07	0.09	0.11
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	2,536.7	2,712.7	股息收益率	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%	0.6%
股东权益	3,132.2	3,383.5	3,544.2	3,722.0	3,952.4						

## 现金流量表

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	188.4	196.4	197.1	222.7	275.4
加: 折旧和摊销	55.8	64.9	115.6	134.3	154.1
资产减值准备	57.0	33.0	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	28.9	15.6	-15.0	-12.3	-11.4
投资损失	-147.3	-161.3	-200.0	-210.0	-220.0
少数股东损益	5.5	43.2	35.0	34.3	55.6
营运资金的变动	-284.9	-644.5	598.4	-806.5	428.1
经营活动产生现金流量	-86.5	44.0	731.1	-637.5	681.8
投资活动产生现金流量	61.1	-589.8	-197.6	-40.4	19.5
融资活动产生现金流量	956.5	-228.1	-88.2	-66.8	-88.7

## 业绩和估值指标

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
EPS(元)	0.20	0.17	0.22	0.24	0.30
BVPS(元)	3.42	3.48	3.62	3.78	3.97
PE(X)	87.2	104.1	80.9	71.6	57.9
PB(X)	5.1	5.0	4.8	4.6	4.4
P/FCF	-33.7	-26.2	34.6	-22.8	24.1
P/S	6.4	4.6	3.8	3.2	2.7
EV/EBITDA	105.8	64.0	42.0	40.3	31.4
CAGR(%)	10.9%	19.0%	19.5%	10.9%	19.0%
PEG	8.0	5.5	4.1	6.6	3.0
ROIC/WACC					

资料来源 : Wind 资讯 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，亦不应用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唯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](http://www.huajinsc.cn)