



Research and  
Development Center

# 地方国资旗下优质军工信息化标的

—— 四川九洲（000801.sz）首次覆盖报告

2016年03月24日

范海波 行业分析师

刘 磊 行业分析师

## 证券研究报告

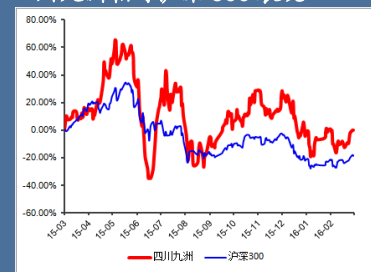
### 公司研究——首次覆盖

#### 四川九洲 (000801.sz)



首次评级

#### 四川九洲相对沪深 300 表现



资料来源：信达证券研发中心

#### 公司主要数据 (2016.03.23)

收盘价(元)	25.20
52周内股价波动区间(元)	16.29-43.02
最近一月涨跌幅(%)	0.04
总股本(亿股)	5.11
流通 A 股比例(%)	89.93
总市值(亿元)	128.87

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

## 地方国资旗下优质军工信息化标的

2016年03月24日

### 本期内容提要:

- ◆ **置入空管、物联网资产，变身军工股。**四川九洲完成定增，置入九洲集团空管和物联网资产，其核心产品空管系统和军事物流信息系统的下游客户均为军方，具有较强盈利能力和成长性。
- ◆ **九洲空管是空管国产化领军企业之一。**九洲空管创造了国产空管系统的多项第一，产品结构以空管监视为主体并向空管导航、通信、自动化控制等领域拓展。当前九洲空管 90%的产品供给军方，净利率超过 15%，未来在民航和通航市场的应用前景广阔。
- ◆ **九洲信息重点关注军事物流信息化。**军事物流信息化是我国国防信息化建设的重要组成部分，该领域军方需求正在逐步释放而供给方尚未形成稳定市场格局。九洲信息利用资质、技术和品牌等优势有望快速做大，提升产品市场份额和盈利能力。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**我们预计四川九洲原有业务（未考虑置入资产）2015年至2017年EPS分别为0.13元/股、0.14元/股和0.12元/股，置入资产后EPS将分别增厚0.32元/股、0.39元/股和0.47元/股，对应2016年和2017年PE估值处于行业平均水平。我们认为四川九洲置入的军品资产具有较高的盈利能力和成长性，同时看好控股股东九洲集团核心军品的注入前景。首次覆盖我们给予公司“增持”评级。
- ◆ **股价催化剂：**九洲集团核心军品资产注入；空管国产化取得进展；军事物流信息化获得订单。
- ◆ **风险因素：**数字电视设备市场饱和，竞争激烈，产品盈利能力下降；空管系统国产化进展缓慢，低空开放慢于预期；军事物流信息化系统订单不足。

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	2,470.72	2,238.65	2,350.58	2,468.11	2,591.51
增长率 YoY %	-10.38%	-9.39%	5.00%	5.00%	5.00%
归属母公司净利润(百万元)	71.73	86.15	63.21	73.41	60.21
增长率 YoY%	4.25%	20.11%	-26.63%	16.14%	-17.99%
毛利率%	17.46%	20.49%	18.00%	18.00%	18.00%
净资产收益率 ROE%	5.22%	5.90%	2.91%	2.56%	2.05%
每股收益 EPS(元)	0.16	0.19	0.13	0.14	0.12
市盈率 P/E(倍)	180	150	204	176	214
市净率 P/B(倍)	8.23	7.68	4.55	4.44	4.35

资料来源：wind，信达证券研发中心预测 注：股价为2016年03月23日收盘价

## 目 录

## 表 目 录

表 1 四川九洲定向增发（2015 年）募集资金用途.....	4
表 2 四川九洲定向增发（2015 年）发行对象、获配股数和发行后股本占比 .....	5
表 3 四种常用空管监视技术原理及优缺点 .....	6
表 4 军事物流的需求特征 .....	12
表 5 四川九洲 2015 年至 2017 年分业务增速和毛利率预测 .....	15
表 6 四川九洲可比公司列表.....	16

## 图 目 录

图 1 四川九洲股权结构图 .....	3
图 2 四川九洲 2010 年至 2014 年广电业务营业收入和净利润 .....	3
图 3 四川九洲 2010 年至 2014 年广电业务净利率与毛利率 .....	3
图 4 定向增发完成后四川九洲组织结构.....	5
图 5 空中交通管制示意图 .....	6
图 6 九洲空管创造八项国内第一与产品实例.....	7
图 7 九洲空管主营产品和近五年经营业绩 .....	8
图 8 我国民航基本建设投资和空管建设投资及占比.....	8
图 9 智能溯源和智能安防产品/业务示意图 .....	10
图 10 九洲信息 2010 年至 2014 年营业收入和净利润 .....	10
图 11 我军信息化建设主要内容 .....	11
图 12 九洲集团 2010 年至 2014 年营业收入和利润总额.....	13

投资聚焦.....	1
地方国资控股的军民融合型企业 .....	3
传统数字电视业务已到瓶颈期 .....	3
定向增发，置入九洲集团空管和信息资产 .....	4
空管国产化，九洲空管一马当先 .....	6
空管系统国产化关乎空域安全和民航发展 .....	6
九洲空管优势在技术 .....	7
民航、通航市场发展将提振空管国产化 .....	8
军事物流信息化具备想象空间 .....	9
九洲信息以物联网军民应用为主业 .....	9
军事物流信息化发展空间广阔 .....	11
九洲集团国企改革临近破冰 .....	13
坚持军民融合式发展道路 .....	13
四川省国企改革向纵深推进 .....	14
盈利预测、估值与投资评级 .....	14
盈利预测及假设 .....	14
估值与投资评级 .....	15
风险因素 .....	16

## 投资聚焦

### 核心观点/投资逻辑。

四川九洲 2015 年完成定向增发，置入控股股东九洲集团空管和物联网资产。与四川九洲原有广电业务（电视机顶盒产品等）相比，置入资产成长性好、盈利能力强。按照 2014 年经营业绩估算，置入资产后四川九洲的军品业务对归母净利润贡献超过 50%，因此四川九洲的行业属性由消费电子行业变为军工行业。

空管业务在军民两个市场均有机会。军品市场相对稳定，业绩增长取决于我国军用飞机量产和军用机场建设带来的装备/设备需求；民用则关注民航和通航两大应用领域，在空管系统国产化推动下，我们看好通航市场给空管业务带来的业绩弹性，受制于低空政策限制，我国通航产业发展严重滞后，2015 年以来通航领域政策利好不断，更具操作性的通航政策有望在一至两年内推出。这将会刺激通航基础设施建设，也为国内空管企业提供增量市场。

物联网业务主要看点在军事物流信息化业务。作为国防信息化的方向之一，军事物流信息化可以提升武器装备和军事物资的战时保障能力，是打赢信息化战争的重要保障。发达国家特别是美国经过数次局部信息化战争洗礼后，装备和物资的军事物流信息化程度不断提升，反观我国该领域尚处于起步阶段，尚未形成统一的产品标准和稳定的市场格局。九洲信息依据技术、资质、规模和品牌等优势有望迅速建立先发优势，享受行业初期高增长带来的收益。

### 与市场不同之处。

- 1、空管系统分为军民两个市场，军用市场涉及国防安全，是国内空管系统研制单位的“自留地”，该市场稳定但增速缺乏弹性；民航和通航市场多为国外品牌垄断，国产化率低意味着增长空间大，尤其通航产业政策松绑后，对空管设备需求可能呈现爆发增长。
- 2、军事物流信息化属于国防信息化范畴，受益于我国国防信息化建设的全面实施，军事物流信息化对于打赢信息化战争的重要性已经形成业内共识。目前该产品尚未形成全军统一标准，市场上具备开发该类产品的单位/组织众多且业务规模都不大。能够占据先发优势的企业有望享受行业初期的高增长。

### 股价催化剂。

九洲集团国企改革取得重大突破，核心军品资产注入四川九洲；  
空管产品国产化取得突破，九洲空管产品大量配套给民航或通航领域；  
四川九洲军事物流信息化领域获得各军兵种订单。

### 盈利预测与投资评级：

由于四川九洲新置入资产尚未经过完整会计年度，我们仅就原业务做财务模型。我们预计四川九洲 2015 年至 2017 年的营业收入分别为 23.51 亿元、24.68 亿元和 25.92 亿元，归属母公司净利润分别为 0.63 亿元，0.73 亿元和 0.60 亿元，以最新股本计算（5.11 亿股）对应 EPS 分别为 0.13 元/股、0.14 元/股和 0.12 元/股；根据表 5 对九洲空管和九洲信息的盈利预测，我们预计置入资产后 2015 年至 2017 年四川九洲 EPS 将分别增厚 0.32 元/股、0.39 元/股和 0.47 元/股。

综上，四川九洲 2015 年至 2017 年备考预计的 EPS 分别为 0.45 元/股、0.53 元/股和 0.59 元/股。按照 2016 年 03 月 23 日收盘价计算，四川九洲 2016 年和 2017 年 PE 估值位于行业平均水平。我们认为，四川九洲军品业务（空管系统、军用物流信息化等）有效提升公司的经营业绩并且成长性良好，同时看好控股股东九洲集团核心军品业务注入前景。首次覆盖我们给予四川九洲“增持”评级。

## 风险因素

电视机顶盒及数字电视设备市场饱和，竞争激烈，业务盈利能力有下降风险；

空管系统国产化进展缓慢，低空领域开放慢于预期；

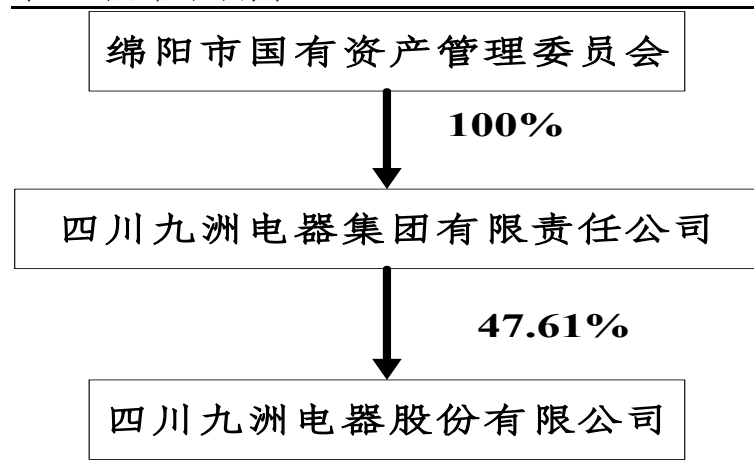
军事物流信息化系统订单不足。

## 地方国资控股的军民融合型企业

四川九洲电器股份有限公司（以下简称四川九洲）是 2010 年通过资产置换，将控股股东四川九洲电器集团有限责任公司（以下简称九洲集团）旗下数字电视设备研制生产业务置入上市公司，同时剥离原亏损的电子音响设备业务。2010 年至 2015 年上半年，四川九洲主营业务为数字终端产品、宽带网络系统设备、光器件及 LNB（低噪声变频器）等产品研制与销售。

早在 2010 年初，国家明确提出加快推进电信网、广播电视网和互联网三网融合规划。四川九洲广电业务因此迎来了五年的高速发展期，数字机顶盒和网络设备等核心产品销售稳步增长，核心产品电视机顶盒的市场占有率保持国内前三位。从企业内部分工看，四川九洲控股子公司深圳市九洲电器有限公司负责国际市场的开发销售，控股子公司四川九洲电子科技股份有限公司则负责国内市场。

图 1 四川九洲股权结构图



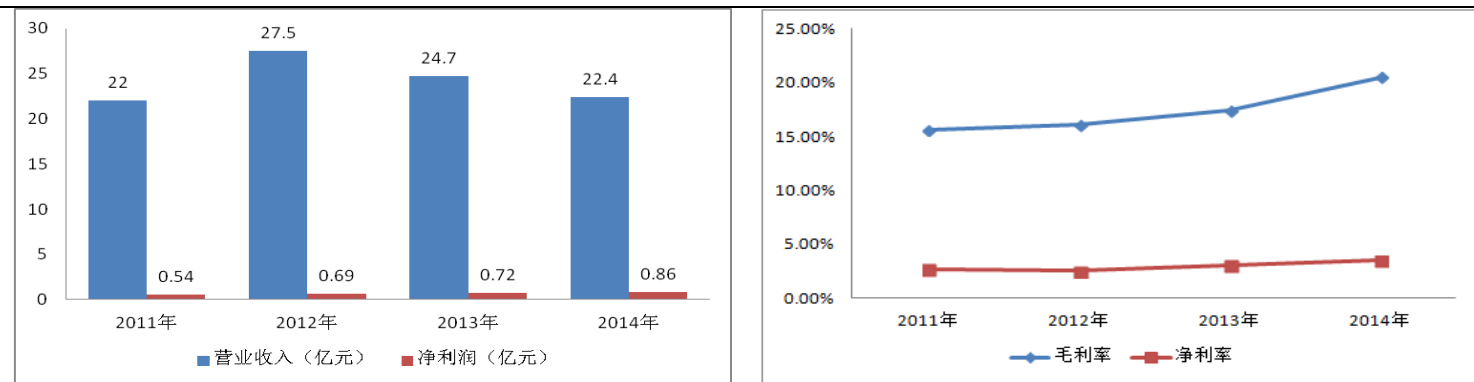
资料来源：四川九洲 2015 年半年报

### 传统数字电视业务已到瓶颈期

四川九洲是国内最早从事广电设备研制的企业之一，参与了我国广电领域从公用天线到有线电视，从模拟信号到数字信号，从单一电视节目到三网融合的产业过程，主要产品包括数字前端设备、宽带网络系统设备、数据接入设备、数字终端产品等。四川九洲是国内最大数字电视接收设备研发制造基地之一。

图 2 四川九洲 2010 年至 2014 年广电业务营业收入和净利润

图 3 四川九洲 2010 年至 2014 年广电业务净利率与毛利率



资料来源：四川九洲 2010 年至 2014 年年度报告

数字有线机顶盒产品是公司广电业务的主要收入来源，四川九洲销售量排在国内第二位，该产业销量国内销量排名前三位的企业分别为创维集团、四川九洲和江苏银河电子股份有限公司（简称银河电子，股票代码 002519）。当前，我国广电有线电视转换已经基本完成，导致机顶盒产品已经进入缓慢增长期。为了应对市场发展瓶颈，四川九洲调整广电业务产品布局，提出“以通信求发展”的思路，加大通信领域的市场开拓，公司互联网智能终端产品在多个省市通信运营商项目中成功中标并批量供货。2015 年 8 月，四川九洲与华为技术有限公司签订《无源光网络（PON）产品合作协议》，将为华为公司提供设计制造 PON 产品。

### 定向增发，置入九洲集团空管和信息资产

2014 年 5 月，四川九洲公布定向增发预案，拟通过非公开发行股票的方式募集资金收购控股股东九洲集团旗下四川九洲空管科技有限责任公司（以下简称九洲空管）70%股权，成都九洲电子信息系统股份有限公司（以下简称九洲信息）79.14%股权和 206 号厂房项目及补充流动资金。2015 年 4 月，四川九洲完成非公开发行：发行价格为 25.98 元/股，发行数量为 0.52 亿股，募集资金总额 12.92 亿元，锁定期为 12 个月。

表 1 四川九洲定向增发（2015 年）募集资金用途

项目名称	计划投资额 (亿元)	预计使用募集资金额 (亿元)
收购九洲空管 70% 股权	6.36	6.35
收购九洲信息 79.14% 股权	3.41	3.41
收购 206 号厂房项目	0.63	0.62
补充流动资金	2.54	2.54
合计	12.93	12.92

资料来源：四川九洲电器股份有限公司非公开发行股票发行情况报告暨上市公告书 2015.04.17

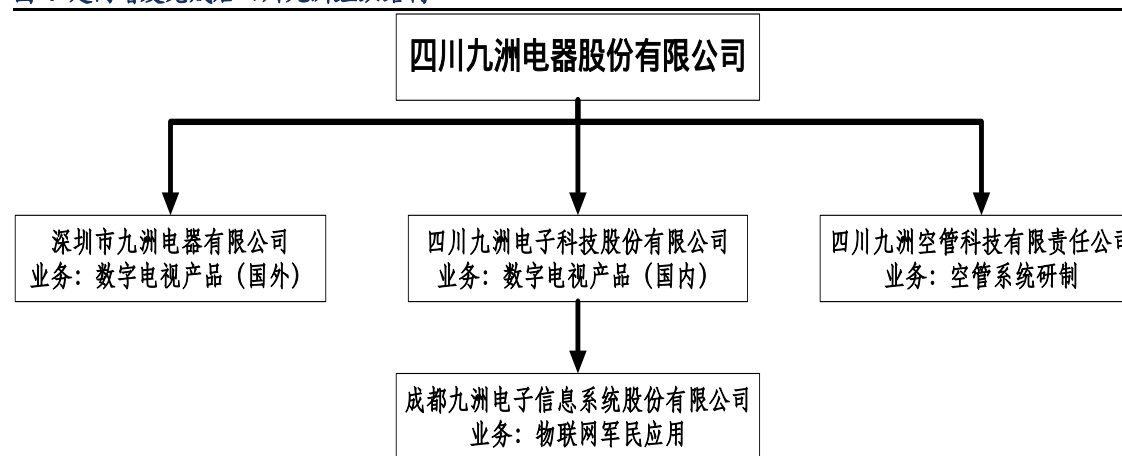


**表 2 四川九洲定向增发（2015 年）发行对象、获配股数和发行后股本占比**

获配投资者名称	获配股数（亿股）	占发行后股本比例
华宝信托有限责任公司	0.23	4.47%
招商财富资产管理有限公司	0.52	1.01%
银河基金管理有限公司	0.52	1.01%
华安未来资产管理（上海）有限公司	0.52	1.01%
四川富润志合投资有限责任公司	0.52	1.01%
鹏华资产管理（深圳）有限公司	0.52	1.01%
申万菱信（上海）资产管理有限公司	0.73	0.57%

资料来源：四川九洲电器股份有限公司非公开发行股票发行情况报告暨上市公告书 2015.04.17

本次定向增发完成后，四川九洲将合计持有九洲空管 100%的股权，通过控股子公司九洲科技合计持有九洲信息 80.25%的股权。四川九洲经营层面在原数字电视接收设备和宽带网络产品的生产销售单一主业基础上，增加了更具盈利能力和市场前景的空管业务（九洲空管）和物联网业务（九洲信息），公司的行业属性从消费电子行业转为军工信息化行业。

**图 4 定向增发完成后四川九洲组织结构**


资料来源：信达证券研发中心整理

另外，本次定向增发九洲集团签署了盈利补偿协议，承诺九洲信息和九洲空管 2014 年、2015 年和 2016 年三年盈利预测净利润之和分别为 1.36 亿元、1.62 亿元和 1.87 亿元，三年内任一年度扣非净利润之和低于应以预测净利润之和，差额部分由九洲集团以现金方式补足。

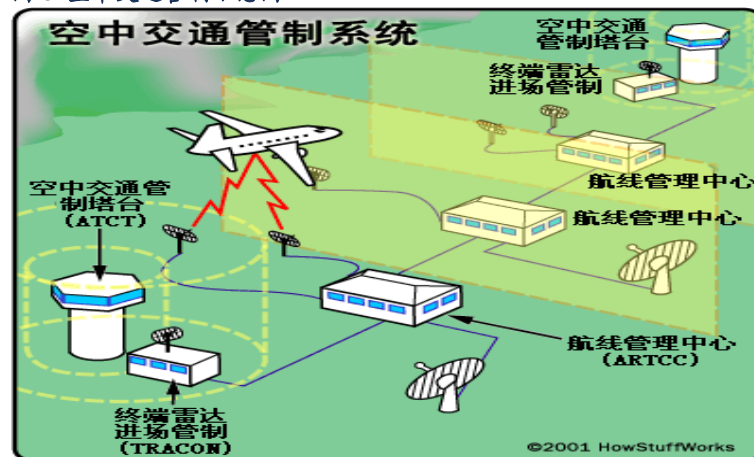


## 空管国产化，九洲空管一马当先

### 空管系统国产化关乎空域安全和民航发展

空中交通管制系统（简称空管系统）是用于对空中交通进行监视和管理的一系列机载、地面和星载电子设备的总称。空管系统的目标是保障全空域空中交通安全、高效和有序。空管系统是国家综合交通运输体系、应急保障体系和空防体系的重要组成部分，也是公共运输航空、军事航空和通用航空发展的重要保障。

图 5 空中交通管制示意图



资料来源：信达证券研发中心整理

空管系统主要由空管监视、空管导航、空管通信和空管自动化指挥等构成。其中，空管监视空管监视系统主要用于航管中心掌握航空器的飞行轨迹和飞行意图，保障空中交通秩序安全、通畅。目前，常用的空管监视技术包括空管监视雷达、广播式自动相关监视（ADS-B）和多点相关定位（MLAT）等。我国空管监视系统建设和应用已经出具成效，ADS-B和MLAT技术在我国西部试点运行。

表 3 四种常用空管监视技术原理及优缺点

名称	功能原理	技术特点
空管监视雷达（一次）	通过接受航空器对雷达自主发射的询问电磁波的反射波，经检测处理而对航空器进行定位的雷达系统。	优点：独立非协同监视；无需机载应答机设备； 缺点：仅获得目标距离和防伪信息、无航空器识别能力，覆盖范围小，假造维护成本高。
空管监视雷达（二次）	通过雷达发射询问信号，空中机载应答机接收到该询问信号并发射一个回答信号，从而实现航空器定	优点：独立协同式监视，引用航空器应答机发射应答信号，覆盖范围广，可提供更多监视目标信息；

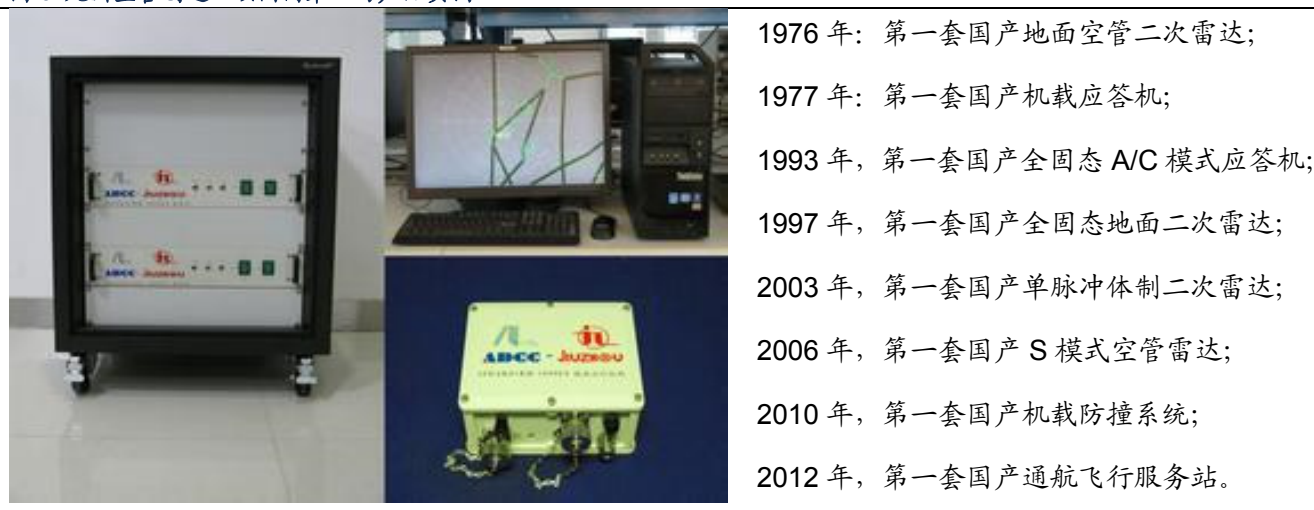
广播式自动相关监视 (ADS-B)	位的烈大系统 基于 GNSS，以空地、空空数据链为通信手段，以导航系统和机载产生的信息作为数据源，通过自身对外发送状态参数并接收其他航空器广播信息，实现航空器间状态信息互知。	缺点：建设运行维护成本高 优点：定位精度高、更新率快、建设维护成本低，可实现无雷达覆盖区域监视能力； 缺点：完全依赖于 GNSS
多点相关定位 (MLAT)	使用多个接收机获航空器或其他发出的应答脉冲，从而获知其识别信息和方位信息，可实现跑道及飞行区内移动或静止物体进行精确监视。	优点：耐用性高、易于扩展、配置灵活； 缺点：需要多站点协同工作。

资料来源：信达证券研发中心整理

## 九洲空管优势在技术

九洲集团是国内最早进入空管领域的企业之一，在国内空管行业创造了多项第一。2010 年九洲集团组建九洲空管，专业从事军、民用空管产品与服务经营。九洲空管在空管监视类产品的国内市场占有率较高，尤其军用空管监视市占率达到 80%。除空管监视外，九洲空管产品线向空管导航、空管通信和空管自动化领域拓展。九洲空管的主要产品包括空管二次雷达、空管应答机、机载防撞系统（简称 TCAS）、ADS-B 监视系统、路基导航系统和通航飞行服务站、空管信息化系统等。

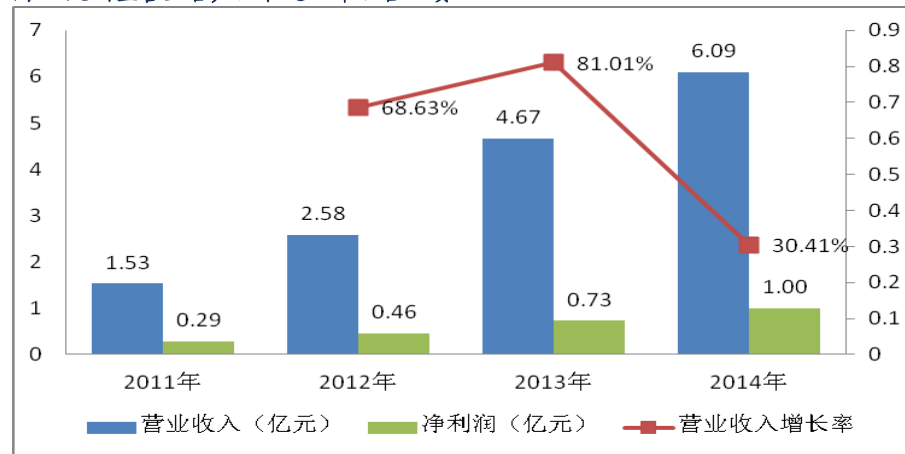
图 6 九洲空管创造八项国内第一与产品实例



资料来源：信达证券研发中心整理

九洲空管自成立以来经营业绩增长迅速，营业收入的 90%来自于军方市场。2014 年，九洲空管实现营业收入达 6.09 亿元，净利润 1.00 亿元，同比增长分别为 31%和 37%。2015 年 11 月 27 日，四川九洲公告称，九洲空管中标“十二五”空管二次雷达设备与服务采购项目，总成交价格约为 0.88 亿元，涉及产品为监视用空管二次雷达地面设备。

图 7 九洲空管主营产品和近五年经营业绩



资料来源：四川九洲电器股份有限公司非公开发行股票预案 2014.05.30

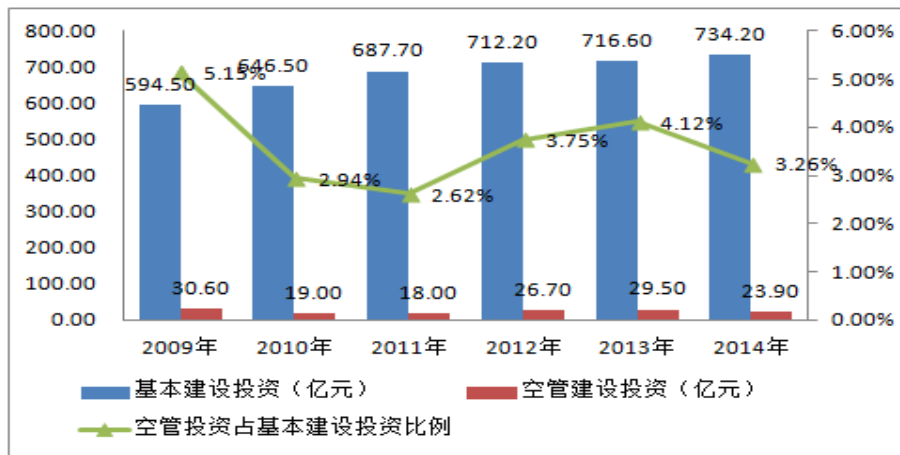
## 民航、通航市场发展将提振空管国产化

空管系统是国家实施空域管理、保障飞行安全、实现航空运输高效有序运行、捍卫国家空域权益的战略基础设施，也是国土防空体系的重要组成部分，对促进国家经济发展和维护国家安全具有深远的战略意义。长期以来，我国空管系统一直被国外行业巨头泰雷兹、英德拉等垄断，除军用领域外，民航或通航鲜有国内产品大规模应用。

随着国内空管系统相关技术产品的不断成熟，国内涌现出多个从事空管系统研制的企业事业单位，除四川九洲（九洲集团）外还包括四创电子（电科三十八所）、国睿科技（电科十四所）、川大智胜、南京莱斯信息技术股份有限公司（电科二十八所控股）和中国民航局第二研究所等。

2009 年以来，我国民航产业固定资产投资稳步增加，其中空管系统投资占基本建设投资的比在 2.6%至 5.2%区间内。2014 年，基本民航基本建设投资达 734 亿元，空管系统投资为 24 亿元，占比约为 3.26%。我们假设，未来五年民航产业基本建设投资年均增长率为 4%（取 2009 年至 2014 年基本建设投资的复合增长率），空管系统投资占基本建设投资比例为 3%，则未来五年空管系统的总投资规模约为 130 亿元。

图 8 我国民航基本建设投资和空管建设投资及占比



资料来源: Wind 资讯, 信达证券研发中心整理

通用航空是指除民用航空和军用航空以外的所有航空活动, 包括公务飞行、医疗救援、航空遥感、农林消防、飞行培训等。与美国相比, 中国通用航空在飞机数量、机场(含临时起降点)数量、飞行员数量、飞行作业时间等方面都有巨大差距。通用航空发展缓慢源自政策限制, 随着政策瓶颈打破, 空管改革执行, 通航产业将迎来广阔发展空间。

因此, 通航市场可能对国产空管市场贡献更大的弹性。2014年我国颁布《低空空域使用管理规定(试行)(征求意见稿)》对通航基础设施建设做出了详细规定: 管制空域准入条件为, 航空器配备甚高频通信设备、高精度高度表和二次雷达应答机和 ADS-B; 无线电保持持续双向通常; 监视空域注入条件为航空器配备甚高频通信设备和 ADS-B, 无线电保持双向畅通。低空空域管理规定正式实施后, 全国低空范围内通信导航系统、通航机场、低空飞行服务站等将迎来大规模建设, 相关空管设备服务提供商(包括空管配套产品)将充分受益。

## 军事物流信息化具备想象空间

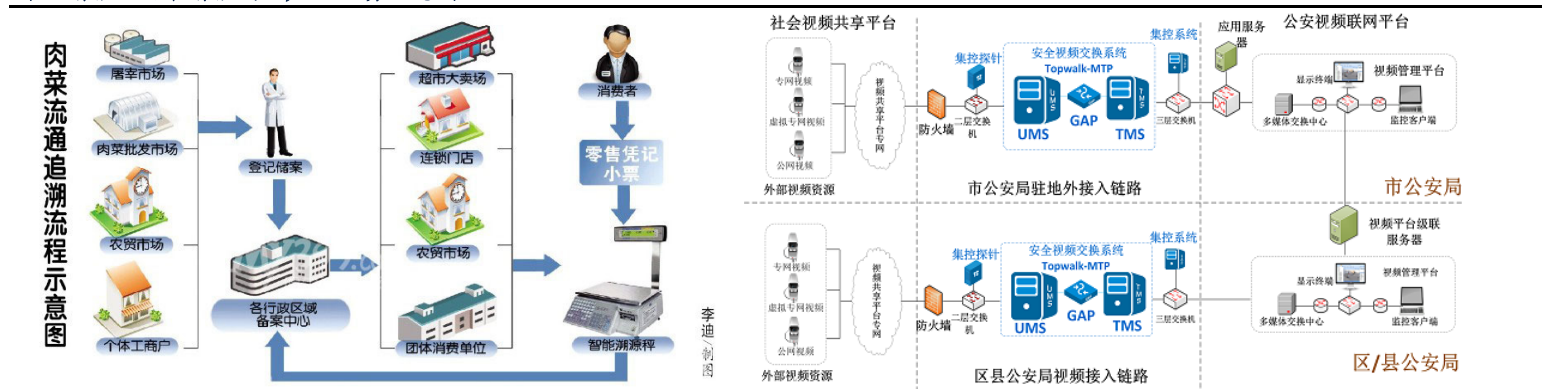
### 九洲信息以物联网军民应用为主业

九洲信息依托军事物流信息化、智能溯源和智能安防等领域的物联网技术和应用, 推出食品、药品、危险品和农村土地房屋确权等智能追溯系统、物流信息化系统、城市智能监控系统、案件系统等行业解决方案。根据应用领域, 九洲信息业务分为军事物流信息化、智能溯源和智能安防业务三个领域。

在军事物流信息化领域, 九洲信息已具备军工“四证”准入资质, 具有独立开展军品业务的能力, 产品用户包括海军、空军、军委装备发展部等。智能溯源业务, 以肉类流通追溯平台为例, 该系统是通过 RFID 唯一表示信息的标定、存档、自动识读和

处理，实现对肉类屠宰、蔬菜采摘的批发流通、零售和卖场环节的全过程监控和追溯。围绕商务部肉菜溯源系统建设方向，参与食品质量安全信息追溯体系建设，随着业务不断拓展，溯源对象涵盖生猪、蔬菜、中药材、烟草等多个领域。在智能安防领域，九洲信息主要从事智能安防项目开发和设备制造，系统集成和运营维护等，已经承担了多项优质安防工程，涉及银行、公安、交通、社区等多个组织部门，该业务主要由九洲信息全资子公司九洲视讯实施。

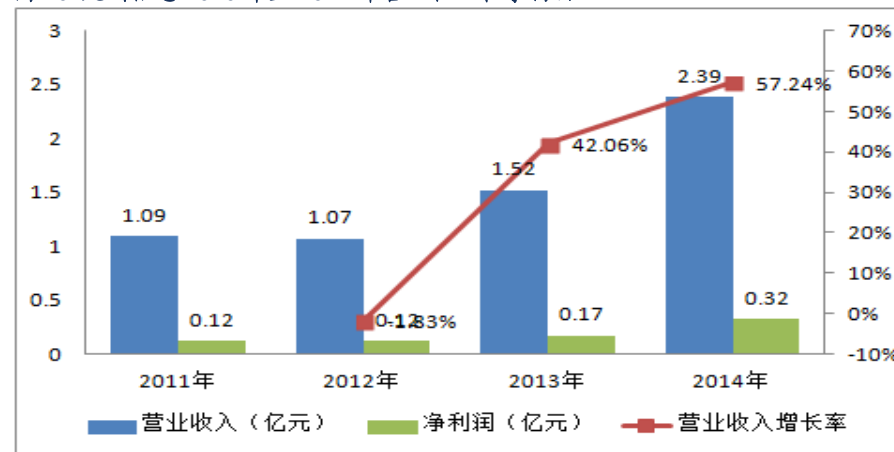
图9 智能溯源和智能安防产品/业务示意图



资料来源：信达证券研发中心整理

截至2014年，九洲信息营业收入为2.39亿元，同比增长57.06%；实现利润总额0.32亿元，同比增长68.87%。目前九洲信息军事物流信息化、智能溯源和智能安防业务发展均衡。根据战略规划，军事物流信息化是公司重点布局方向。

图10 九洲信息2010年至2014年营业收入和净利润



资料来源：四川九洲电器股份有限公司非公开发行股票预案 2014.05.30



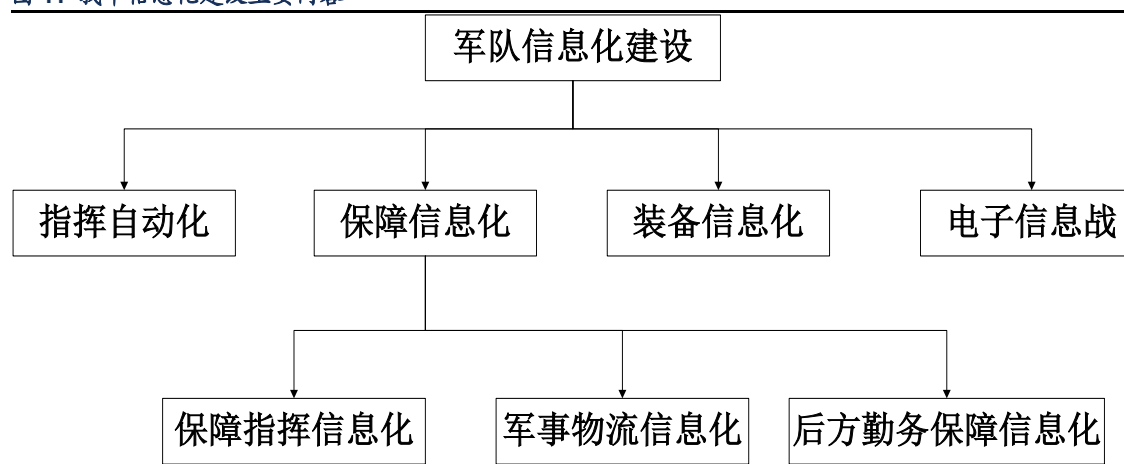
## 军事物流信息化发展空间广阔

### 信息化战争离不开信息化物流

信息化战争是体系与体系间的对抗，物资消耗达到前所未有的程度，因此对装备保障和后勤物资供给等提出更高要求。尤其是各级装备和后勤指挥人员需要实时掌握战场消耗情况和装备物资资源情况，对装备和物资的计划、生产、运输、储备、管理、分发、使用进行全过程控制。同时，信息化战争具有明显的各军兵种联合作战的特征，因此装备及物资保障必须要打破军兵种界限，减少中间环节，实现网络化组织，各专业保障力量，各军兵种乃至地方的各种物流资源与设备能够互联、互通，以提高综合保障能力。

我国正在全面推进国防和军队改革，短期目标在 2020 年前构建能够打赢信息化战争、有效履行使命任务的中国特色现代军事力量体系。我国正处于信息化建设起步阶段，与欧美军事强国相比尚有明显差距。我军信息化建设包括指挥自动化、保障信息化、装备信息化、电子信息战等，军事物流信息化属于保障信息化范畴。军事物流是军事后前和装备保障体系的基干，是支持信息化战争的重要手段。

图 11 我军信息化建设主要内容



资料来源：信达证券研发中心整理

### 军事物流是物流领域的重要分支

物流概念最早诞生于军事领域：二战期间，美国海军由于军事需要引入了实物配送理论，对军事物资供应实行物流管理，在此基础上逐渐发展了完整的物流理论。以“流”的观点分析战争，包括人流（指挥和部队系统的人员机动）、信息流（部队通过网络等手段传递信息）和物流（武器装备、军用物资等的流动）。军事物流与战争相关，既具有社会物流大系统的共性，又具有军事领域特性。军事物流指军事力量在生活、训练、执勤及作战时所需军事物资经过筹措、运输、包装、加工或生产、

仓储、供应等环节，最终送达部队被消耗使用，实现其空间转移的全过程。军事物流的准确、快速、安全、可控对于现代战场军事行动不仅是保障和支援的作用，而且决定着战争的胜负。军事物流必须以作战需要构建系统，怎样实现系统的准确、快速、安全、可控，是各个国家不惜投巨资，开发高新技术追求的目标。

根据所处状态不同，军事物流可分为平时和战时两类。平时军事物流主要以满足部队平时生活、训练和执行特殊任务需要为目标；战时军事物流指在战争或演习状态下满足部队执行作战任务的需要。特别是战时军事物流具有规模大、时间紧、不确定因素多等特点，对物流管理技术手段要求极高。

**表 4 军事物流的需求特征**

需求特征	实施手段
精确投送	精细筹划和合理运用各种保障力量，在准确的时间、地点为作战部队提供符合数量、质量要求的物质，最大限度地节约后勤资源。
全程控制	利用现代定位、传感、通讯和自动识别等技术，对作战物流运行的情况进行及时跟踪，全程控制，实现“适时、适地、适量”的精确化保障。
智能反馈	建立物资反馈机制，运用数字管理模型和计算机仿真，预测作战需求、物资存量和毁损数量，实现物资全寿命可视化管理。

资料来源：信达证券研发中心整理

军事物流效率提升依赖于信息技术应用，将物联网信息技术运用于物流的各个环节，使实体网络与信息网络紧密相连。欧美发达国家已在军事物流中广泛采用物联网信息技术，投入大量研究先后采用智能卡、电子 EDI、二维码、RFID 等一系列技术手段，通过物联网信息识别技术构建军事物流的信息链，提供及时、准确的后勤信息，特别是装备包装、储运信息，实现了装备保障的透明化。外军通过军事物联网实施联勤保障，全军所有物资、装备均实现可识别、可感知，改变了传统后勤保障中物流与信息流不同步的局面，为各国军队在装备物资的保障信息化体系建设方面，提供了实现精确保障、快速反应、立体投送和高效运行的成功示范。

美军物流信息化正是以其高度发达的信息技术为支撑，经过多次局部战争洗礼，美军在后勤保障方面广泛应用了先进的物流技术和设备，将后勤供应链信息与作战信息无缝连接，制定出不同军事物流系统之间信息交流与处理的协议或规范，作为跨军兵种、系统、地区的共享桥梁。军事物流信息化的关键技术包括，语音识别、射频识别、电子数据交换、地理信息系统、管理信息系统、卫星通信导航、计算机网络、机电一体化、自动装卸系统等。

目前，我军正在全面实施着精确化、智能化和可视化后勤保障建设，面临的现实为信息化水平较低，各军兵种、各部门独立制定采购、存储和运输计划，部门间数据不能通用，对大多数信息数据系统都是相互孤立和静态的，功能上不完善，缺乏必要的远程通信和辅助决策功能。缺乏对军事物流信息的掌握和认识，准确性和实时性差。由于各部门采用统一的信息系统，各系统之间



彼此难以互联互通，不能实现信息共享。

九洲信息在军事物流信息化领域起步较早，已经获得军工“四证”准入资质，产品已经应用于在海军、空军和装备发展部等部门。2015年12月24日，九洲信息发布公告称，九洲信息与军方某部签订军事信息化设备及服务合同，合同金额总计约0.86亿元。

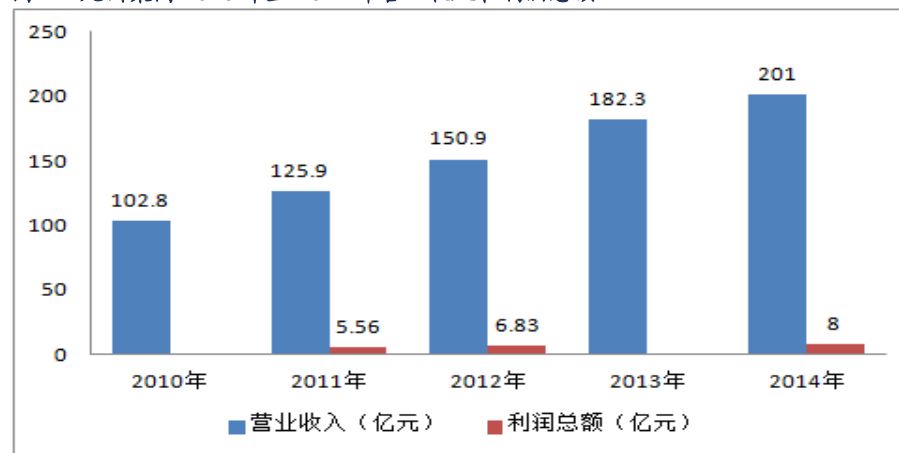
## 九洲集团国企改革临近破冰

### 坚持军民融合式发展道路

九洲集团前身为国营培江机器厂（原国营783厂），是1958年国家“一五”器件建设的156项重点工程之一，是国家从事二次雷达系统及设备、空管系统及设备研制的骨干军工企业。多年来九洲集团坚持军民融合发展战略，不断拓展产业领域，集中优势资源发展战新兴产业，主营业务领域涉及雷达空管系统、数字电视设备、有线电视宽带综合业务及三网融合系统、光缆光缆、LED、物联网、电子政务、通信指挥系统、卫星导航和消费电子等。

根据九洲集团规划，军工电子、空管产品及服务和北斗卫星导航为三大基础产业；数字电视、物联网、软件与电商、LED、光电线缆和手机通信等为目标产业。其中空管产品及服务、数字电视和物联网三项业务以注入到四川九洲上市公司体内。2014年，九洲集团实现营业收入201.0亿元，净利润约8亿元，其中民品业务收入182亿元，军品订货突破30亿元；2015年，九洲集团营业收入突破200亿元，军工电子、空管、北斗、物联网和“觅来”电商五大产业增幅居前。

图 12 九洲集团 2010 年至 2014 年营业收入和利润总额



资料来源：九洲集团 2010 年至 2014 年企业可持续性发展报告

我们最看好九洲集团旗下、上市公司体外的军工电子业务的发展前景。九洲集团是我国军工电子行业的骨干企业，是我国现役某型军用二次雷达系统的总体单位，多型国家重点军事电子装备的总体、副总体单位。根据 2014 年九洲集团可持续发展报告披露，九洲集团旗下军工产业包括军事电子、空管、北斗导航、军事物流信息化、军用特种照明、光电线缆等，2014 年军品订单突破 30 亿。根据已知九洲空管 2014 年营收规模，我们推断军事电子业务的规模约为 20 亿至 25 亿左右。

## 四川省国企改革向纵深推进

早在 2014 年，四川省提出了“分块搞活、分兵突围、转型升级、持续发展”的改革思路，重点实施六项改革：调整优化国有资本布局结构，向重要行业关键领域集中；完善公司法人治理结构，健全现代企业制度；实行市场化选拔，激发内在活力；规范发展混合所有制；创新国有资产监管体制，从管资本到管资产；加强国有企业党建。

2015 年，四川省实施国企重组整合的对象包括川商集团、粮油集团、化工控股集团、川旅集团和锦弘集团；探索组件国有资本投资运营公司的对象包括四川发展（控股）、长虹集团、能投集团和川投集团。根据公开披露信息，2016 年四川省国企改革的主要任务包括，出台《省属国有企业发展混合所有制经济意见》、启动国有资本授权经营体制改革等。

九洲集团于 2015 年 12 月 29 日向四川九洲公布了集团深化改革的总体方案，我们认为与上市公司直接相关的是第一条、第五条和第六条，分别阐述了九洲集团未来将定位于国有资本投资运营公司，专注国防装备和智慧城业务；提升资产证券化率，2020 年集团资产证券化率达到 60%（当前资产证券化率大约为 20%至 30%）；推进混合所有制。

## 盈利预测、估值与投资评级

### 盈利预测及假设

- 1、广电业务：由于我国有线电视整体转换已经步入中后期，电视机顶盒产品市场归于平稳，国内市场供给格局稳定，因此无论是销售量还是毛利率都难有大幅提升的空间。四川九洲广电业务已经在谋求升级产品线，以通信谋发展，通过与华为等巨头合作继续深挖广电领域的市场机会。我们判断公司未来三年该项业务将呈现低速增长态势，假设 2016 至 2018 年该业务收入增速分别为 5%、5%和 5%。
- 2、空管业务：国家支持空管系统国产化趋势明确，军方市场是国内空管系统研制企业的“自留地”，民航市场特别是通航市场是未来行业爆发的机会所在。国家民航产业固定资产投资持续上升，通用航空政策解禁在即为国产空管系统发展提供了难得的市场机遇。我们看好四川九洲在空管系统（特别是空管监视）的技术和规模优势，将充分受益于民航和通航产业发展。我们假设未来三年该业务收入增速分别为 30%、25%和 20%。

- 3、物联网业务：我国物联网产业发展势头良好，四川九洲自主知识产权的智能溯源技术在食品、药品等领域应用已经取得成功，未来将保持稳定增长；我国军用物流信息化还处于初级阶段，市场空间大，随着信息化武器的不断升级列装，各军兵种对军事物流管理的需求将逐步释放，该领域尚未建立稳定市场格局和标准化产品，四川九洲依赖技术优势在行业中处于领先地位。我们认为，四川九洲该项业务具有较大的弹性，看好未来我军军事物流信息化的产业前景。我们假设未来三年该业务收入增速 40%、35%和 30%。
- 4、假设未来三年四川九洲三项业务毛利率保持稳定，三项费用的费率保持不变。则未来三年四川九洲分业务营业收入和毛利率预测数据如下表所示。

九洲空管和九洲信息于 2015 年 4 月完成注入，尚未经过完整会计年度，我们仅对这两个公司的利润表做简单预测。

**表 5 九洲空管和九洲信息盈利预测表**

	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年(E)	2016 年(E)	2017 年(E)
九州空管							
营业收入(亿元)	1.53	2.58	4.67	6.09	7.13	8.34	9.75
净利润(亿元)	0.29	0.46	0.73	1.00	1.21	1.42	1.66
净利率	18.95%	17.83%	15.63%	16.42%	17%	17%	17%
营业收入增长率		68.63%	81.01%	30.41%	30%	25%	20%
九洲信息							
营业收入(亿元)	1.09	1.07	1.52	2.39	3.35	4.52	5.87
净利润(亿元)	0.12	0.12	0.17	0.36	0.43	0.59	0.76
净利率	11.01%	11.21%	11.18%	13.39%	13%	13%	13%
营业收入增长率		-1.83%	42.06%	57.24%	40%	35%	30%
合计							
营业收入(亿元)	2.62	3.65	6.19	8.48	10.47	12.85	15.63
净利润(亿元)	0.41	0.58	0.9	1.36	1.65	2.00	2.42
业绩承诺	--	--	--	1.36	1.62	1.87	--
股本(亿股)	--	--	--	--	5.11	5.11	5.11
每股收益(元/股)	--	--	--	--	0.32	0.39	0.47

资料来源：四川九洲电器股份有限公司非公开发行股票预案 2014.05.30，信达证券研发中心预测

## 估值与投资评级

由于四川九洲新置入资产尚未经过完整会计年度，我们仅就原业务做财务模型。我们预计四川九洲 2015 年至 2017 年的营业

收入分别为 23.51 亿元、24.68 亿元和 25.92 亿元，归属母公司净利润分别为 0.63 亿元，0.73 亿元和 0.60 亿元，以最新股本计算（5.11 亿股）对应 EPS 分别为 0.13 元/股、0.14 元/股和 0.12 元/股；根据表 5 对九洲空管和九洲信息的盈利预测，我们预计置入资产后 2015 年至 2017 年四川九洲 EPS 将分别增厚 0.32 元/股、0.39 元/股和 0.47 元/股。综上，四川九洲 2015 年至 2017 年备考预计的 EPS 分别为 0.45 元/股、0.53 元/股和 0.59 元/股。

**表 6 四川九洲可比公司列表**

证券代码	证券简称	收盘价	总市值	2015 年	2016 年	2017 年	2015 年	2016 年	2017 年
		(元)	(亿元)	EPS (元/股)	EPS (元/股)	EPS (元/股)	PE (倍)	PE (倍)	PE (倍)
000801.SZ	四川九洲	25.20	129	0.45	0.53	0.59	56	48	43
600562.SH	国睿科技	33.91	157	0.73	0.52	0.67	46	65	51
600990.SH	四创电子	62.75	86	--	--	--	--	--	--
300397.SZ	天和防务	59.13	71	0.46	1.23	1.48	129	48	40
002253.SZ	川大智胜	53.59	81	0.24	0.94	1.23	221	57	44
002023.SZ	海特高新	15.87	120	0.10	0.24	0.41	151	66	39

资料来源：wind 资讯，注：除四川九洲为信达证券研发中心预测外其余公司的 EPS 取自 wind 一致预期，股价取自 2016 年 03 月 23 日收盘价。

按照 2016 年 03 月 23 日收盘价计算，四川九洲 2016 年和 2017 年 PE 估值位于行业平均水平。我们认为，四川九洲军品业务（空管系统、军用物流信息化等）有效提升公司的经营业绩并且成长性良好，同时看好控股股东九洲集团核心军品业务注入前景。首次覆盖我们给予四川九洲“增持”评级。

## 风险因素

电视机顶盒及数字电视设备市场饱和，竞争激烈，业务盈利能力有下降风险；

空管系统国产化进展缓慢，低空领域开放慢于预期；

军事物流信息化系统订单不足。

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>流动资产</b>	2,466.98	2,254.06	3,042.19	2,825.45	2,869.10
货币资金	780.80	508.24	1,344.58	991.13	950.23
应收票据	202.28	250.16	183.47	223.50	242.18
应收账款	1,026.39	991.25	951.77	1,039.17	1,095.98
预付账款	15.36	11.87	16.78	15.45	16.30
存货	349.78	260.62	313.67	324.27	332.48
其他	92.36	231.92	231.92	231.92	231.92
<b>非流动资产</b>	722.25	735.73	1,304.29	1,652.77	1,701.57
长期投资	275.77	296.28	296.28	296.28	296.28
固定资产	226.02	212.19	365.18	849.35	1,104.82
无形资产	15.33	16.41	17.58	19.55	20.67
其他	205.12	210.85	625.24	487.59	279.80
<b>资产总计</b>	3,189.22	2,989.79	4,346.48	4,478.22	4,570.66
<b>流动负债</b>	1,681.24	1,398.25	1,433.32	1,491.65	1,523.89
短期借款	474.76	523.12	523.12	523.12	523.12
应付账款	589.89	526.25	534.52	581.67	609.44
其他	616.59	348.87	375.68	386.86	391.32
<b>非流动负债</b>	39.69	45.37	45.37	45.37	45.37
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	39.69	45.37	45.37	45.37	45.37
<b>负债合计</b>	1,720.93	1,443.61	1,478.68	1,537.02	1,569.25
少数股东权益	59.77	36.69	36.69	36.69	36.69
归属母公司股东权益	1,408.53	1,509.49	2,831.11	2,904.52	2,964.72
<b>负债和股东权益</b>	3,189.22	2,989.79	4,346.48	4,478.22	4,570.66

主要财务指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	2,470.72	2,238.65	2,350.58	2,468.11	2,591.51
同比(%)	-10.38%	-9.39%	5.00%	5.00%	5.00%
归属母公司净利润	71.73	86.15	63.21	73.41	60.21
同比(%)	4.25%	20.11%	-26.63%	16.14%	-17.99%
毛利率(%)	17.46%	20.49%	18.00%	18.00%	18.00%
ROE(%)	5.22%	5.90%	2.91%	2.56%	2.05%
每股收益(元)	0.16	0.19	0.13	0.14	0.12
P/E	180	150	204	176	214
P/B	8.23	7.68	4.55	4.44	4.35
EV/EBITDA	4.15	4.20	3.76	3.03	3.13

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>营业收入</b>	2,470.72	2,238.65	2,350.58	2,468.11	2,591.51
营业成本	2,039.33	1,779.98	1,927.47	2,023.85	2,125.04
营业税金及附加	14.93	7.91	11.36	11.86	11.38
营业费用	119.07	171.44	135.27	150.00	168.36
管理费用	219.14	211.28	198.21	219.99	231.37
财务费用	-0.39	14.31	14.98	-6.19	2.03
资产减值损失	25.32	35.27	30.51	31.61	35.59
公允价值变动收益	1.45	0.07	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.82	24.16	7.63	10.35	13.80
<b>营业利润</b>	55.59	42.67	40.39	47.35	31.55
营业外收入	30.99	37.68	30.52	33.06	33.75
营业外支出	1.68	1.13	1.33	1.34	1.33
<b>利润总额</b>	84.89	79.22	69.59	79.07	63.97
所得税	9.32	1.05	6.38	5.66	3.77
<b>净利润</b>	75.57	78.17	63.21	73.41	60.21
少数股东损益	3.85	-7.98	0.00	0.00	0.00
<b>归属母公司净利润</b>	71.73	86.15	63.21	73.41	60.21
EBITDA	116.40	125.65	139.32	172.69	167.44
EPS (摊薄)	0.16	0.19	0.12	0.14	0.12

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>经营活动现金流</b>	44.55	85.06	205.63	75.71	95.54
净利润	75.57	78.17	63.21	73.41	60.21
折旧摊销	35.53	35.40	44.68	68.57	78.41
财务费用	-4.02	11.02	25.05	25.05	25.05
投资损失	-0.82	-24.16	-7.63	-10.35	-13.80
营运资金变动	-84.57	-12.86	52.76	-109.98	-87.91
其它	22.86	-2.51	27.55	29.01	33.57
<b>投资活动现金流</b>	-88.28	-383.26	-602.65	-404.10	-111.39
资本支出	-42.70	-32.56	-610.27	-414.46	-125.19
长期投资	557.18	516.54	7.63	10.35	13.80
其他	-602.76	-867.24	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	-21.53	3.52	1,233.35	-25.05	-25.05
吸收投资	0.00	0.00	1,258.41	0.00	0.00
借款	42.79	47.72	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	24.32	43.65	25.05	25.05	25.05
<b>现金净增加额</b>	-69.06	-293.56	836.34	-353.45	-40.91

## 行业小组简介

**范海波**，CFA，有色/钢铁行业高级研究员。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**，军工机械行业研究员。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。

## 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	yiyahua@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。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 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。