

## 证券研究报告

## 公司研究——年报点评

## 四川九洲 (000801.sz)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级: 增持, 2016.03.24

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

## 相关研究

《地方国资旗下优质军工信息化标的》2016.03.24

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

## 置入军工资产，助力转型升级

2016年05月04日

**事件:** 四川九洲近日发布 2015 年年度报告, 2015 年四川九洲实现营业收入 33.35 亿元, 同比增加 4.85%; 归属母公司股东净利润 2.17 亿元, 同比增加 8.43%。综合毛利率为 25.55%, 与 2014 年基本持平; 基本每股收益 0.43 元/股, 同比增长 6.63%。业绩符合我们的预期。

## 点评:

- **定向增发, 置入大股东空管和物联网业务。** 2015 年四川九洲非公开发行股份收购控股股东九洲集团持有的九洲空管 70% 股权, 对子公司九洲科技增资用于收购九洲集团持有的九洲信息 79.14% 股权, 并购后四川九洲形成数字电视、空管和物联网三大产业军民融合的发展态势。九洲集团对四川九洲收购九洲信息和九洲空管 2014 年至 2016 年盈利补偿做出承诺, 其中 2016 年九洲信息和九洲空管净利润之和不低于 1.87 亿元。报告期内, 空管业务实现收入 7.24 亿元, 同比增长 18.60%, 净利润 1.23 亿元, 同比增长 23.10%; 物联网业务实现收入 4.30 亿元, 同比增长 29.47%, 净利润 0.45 亿元, 同比增长 1.69%。
- **传统业务转型升级, 新增业务巩固优势。** 在数字电视领域, 四川九洲坚持“以广电为根基, 以通信求发展”的指导思想, 大力挖掘广电市场潜力, 在稳固智能机顶盒、广播平台等传统销售市场基础上, 积极布局通信领域, 与华为等优势企业深入合作, 研制光器件、光通信终端和 IPTV 等产品。报告期内, 该业务国际市场开拓也取得突破, xDSL 通信终端产品取得国外规模化订单。在空管领域, 四川九洲抓住国内军民航产业高速发展契机, 加速二次雷达、应答机、防撞系统、ADS-B 等产品研发应用, 扩大公司在空管监视和空管防撞领域的技术优势, 不断提升公司在空、海、陆航等军用市场的优势地位。在物联网领域, 四川九洲以军民两用技术开发应用为突破点。军用物流信息化产品以三军航材管理领域为基础, 密切跟踪军队重大信息化和新型号项目, 加大空军、海军新型号项目研发投入以增强公司在军品市场的影响力。2016 年公司计划重点开展 RFID 超高频和信息安全、卫星通信、大数据、云计算以及高分子材料等技术的研发应用。
- **盈利预测及评级:** 我们预计四川九洲 2016 年至 2018 年归母净利润分别为 3.17 亿元、3.66 亿元和 3.86 亿元, 对应的 EPS 为 0.59 元/股、0.65 元/股和 0.69 元/股。我们维持对四川九洲“增持”评级。
- **风险因素:** 数字电视设备市场饱和, 竞争激烈, 业务盈利能力有下降; 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。

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	2,238.65	3,335.04	3,874.04	4,385.89	4,921.83
增长率 YoY %	-9.39%	48.98%	16.16%	13.21%	12.22%
归属母公司净利润(百万元)	86.15	216.60	317.23	365.88	386.18
增长率 YoY%	20.11%	151.42%	46.46%	15.34%	5.55%
毛利率%	20.49%	25.55%	25.48%	25.78%	25.40%
净资产收益率 ROE%	5.90%	11.61%	10.54%	9.19%	8.87%
每股收益 EPS(元)	0.19	0.45	0.59	0.65	0.69
市盈率 P/E(倍)	167	66	45	39	37
市净率 P/B(倍)	8.67	5.89	3.79	3.46	3.17

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测

注: 股价为 2016 年 05 月 03 日收盘价

**资产负债表**

单位:百万元

会计年度	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	2,254.06	4,079.67	4,895.03	5,186.53	5,874.42
货币资金	508.24	982.35	1,886.63	1,679.28	1,824.13
应收票据	250.16	186.69	322.32	366.84	365.56
应收账款	991.25	1,915.84	1,850.08	2,185.35	2,543.41
预付账款	11.87	60.58	37.14	47.67	63.53
存货	260.62	720.50	585.15	693.69	864.08
其他	231.92	213.71	213.71	213.71	213.71
<b>非流动资产</b>	735.73	678.08	1,233.14	1,566.25	1,611.18
长期投资	296.28	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	212.19	406.31	552.37	1,018.47	1,261.62
无形资产	16.41	74.44	75.48	78.58	85.58
其他	210.85	197.33	605.29	469.20	263.98
<b>资产总计</b>	2,989.79	4,757.75	6,128.16	6,752.78	7,485.60
<b>流动负债</b>	1,398.25	2,341.18	2,135.96	2,394.70	2,741.34
短期借款	523.12	508.96	508.96	508.96	508.96
应付账款	526.25	1,199.80	1,027.79	1,231.45	1,490.22
其他	348.87	632.42	599.21	654.29	742.17
<b>非流动负债</b>	45.37	122.82	122.82	122.82	122.82
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	45.37	122.82	122.82	122.82	122.82
<b>负债合计</b>	1,443.61	2,464.00	2,258.78	2,517.52	2,864.16
少数股东权益	36.69	72.10	72.10	72.10	72.10
归属母公司股东权益	1,509.49	2,221.65	3,797.28	4,163.16	4,549.34
<b>负债和股东权益</b>	2989.79	4757.75	6128.16	6752.78	7485.60

**重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	2,238.65	3,335.04	3,874.04	4,385.89	4,921.83
同比	-9.39%	48.98%	16.16%	13.21%	12.22%
归属母公司净利润	86.15	216.60	317.23	365.88	386.18
同比	20.11%	151.42%	46.46%	15.34%	5.55%
毛利率	20.49%	25.55%	25.48%	25.78%	25.40%
ROE	5.90%	11.61%	10.54%	9.19%	8.87%
每股收益(元)	0.19	0.45	0.59	0.65	0.69
P/E	167	66	45	39	37
P/B	8.67	5.89	3.79	3.46	3.17
EV/EBITDA	4.20	1.39	1.14	0.97	0.91

**利润表**

单位:百万元

会计年度	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	2,238.65	3,335.04	3,874.04	4,385.89	4,921.83
营业成本	1,779.98	2,483.03	2,886.76	3,255.27	3,671.90
营业税金及附加	7.91	19.82	20.04	21.42	26.25
营业费用	171.44	165.13	225.07	269.28	277.28
管理费用	211.28	391.12	387.86	455.80	527.15
财务费用	14.31	32.22	10.91	-10.05	-5.72
资产减值损失	35.27	18.31	42.74	50.15	47.68
公允价值变动收益	0.07	-2.71	0.00	0.00	0.00
投资净收益	24.16	-2.46	7.81	10.41	6.07
<b>营业利润</b>	42.67	220.24	308.49	354.43	383.36
营业外收入	37.68	44.98	37.88	40.18	41.02
营业外支出	1.13	3.14	2.51	2.59	2.56
<b>利润总额</b>	79.22	262.07	343.86	392.02	421.82
所得税	1.05	28.64	26.64	26.14	35.64
<b>净利润</b>	78.17	233.43	317.23	365.88	386.18
少数股东损益	-7.98	16.83	0.00	0.00	0.00
<b>归属母公司净利润</b>	86.15	216.60	317.23	365.88	386.18
EBITDA	125.65	365.56	448.42	525.69	560.67
EPS (摊薄)	0.19	0.42	0.56	0.65	0.69

**现金流量表**

单位:百万元

会计年度	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>经营活动现金流</b>	85.06	164.36	294.10	245.82	318.49
净利润	78.17	233.43	317.23	365.88	386.18
折旧摊销	35.40	74.84	75.23	104.34	109.51
财务费用	11.02	28.64	29.33	29.33	29.33
投资损失	-24.16	2.46	-7.81	-10.41	-6.07
营运资金变动	-12.86	-180.78	-159.03	-290.27	-244.08
其它	-2.51	5.76	39.15	46.96	43.61
<b>投资活动现金流</b>	-383.26	-933.07	-618.89	-423.84	-144.31
资本支出	-32.56	-119.23	-626.70	-434.25	-150.38
长期投资	516.54	334.82	7.81	10.41	6.07
其他	-867.24	-1,148.66	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	3.52	990.89	1,229.07	-29.33	-29.33
吸收投资	0.00	1,259.20	1,258.41	0.00	0.00
借款	47.72	-210.88	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	43.65	57.35	29.33	29.33	29.33
<b>现金净增加额</b>	-293.56	222.08	904.29	-207.36	144.85

## 研究团队简介

**范海波**，CFA，有色金属行业高级研究员。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	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。	<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。