

机顶盒与空管产品需求向好,真成长可期

——四川九洲(000801)深度报告

2017年06月09日

推荐/首次

四川九洲

深度报告

报告摘要:

四川九洲实际控制人为绵阳市国资委,公司是四川九洲电器集团唯一上市公司平台,目前主营业务包括数字电视终端设备及宽带网络设备、军民用空管系统及设备和物联网业务三大板块,营收占比90%。

- ◆ **“三网融合”带动机顶盒产品放量,出口市场稳定增长。**广电领域存量有线用户数字化整转带动数字机顶盒市场约350亿,高清机顶盒替代趋势明显;IPTV用户2016年新增6000万,电信运营商用户渗透率不断提升,2017年网络机顶盒市场超250亿元;全球机顶盒行业处于快速放量阶段。目前公司机顶盒销量行业前三,出货量占比12%,IPTV领域与电信等运营商合作密切,40%产品出口,2017年国内市场增速有望达30%,出口市场预计有10%左右的稳定增速,整体毛利率有望触底回升。
- ◆ **二次空管雷达“军民融合”,看好ADS-B通航市场应用。**公司产品在军航空管市场占比80%,战斗机、直升机等航空器列装加速,军事航空活动范围和频次提升,对二次雷达地面站、机载应答机需求持续稳定;“十三五”期间民航空管系统建设整体投资需求达500亿元,公司已完成系列空管产品民航取证,将受益新机场建设、设备更新换代和国产化替代,成长空间可期;ADS-B在航路及终端区监视补盲、通航领域应用市场广阔。整体板块未来三年有望获得15%以上增速。
- ◆ **军事物流信息化和智能安防业务支撑物联网业务稳定增长。**公司智能安防业务针对电信运营商、公安、交通等行业提供了完整解决方案,有望不低于行业13%平均增速。随着军改影响消除,军事物流信息化建设对物联网业务的订单和盈利水平形成拉动。

预计公司2017-2019年EPS为0.24/0.28/0.32元,对应PE分别为32.55/27.49/24.34倍,公司估值目前处于历史底部,2017年业绩反转预期强烈,考虑到中长期国企改革预期,首次覆盖,给予公司“推荐”评级。

风险提示:数字电视终端市场竞争加剧;民航、通航市场增速不及预期。

财务指标预测

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3,335.04	3,915.73	4,477.03	5,306.55	6,065.30
增长率(%)	48.98%	17.41%	14.33%	18.53%	14.30%
净利润(百万元)	216.60	190.56	243.50	288.35	325.62
增长率(%)	151.42%	-12.02%	27.78%	18.42%	12.92%
净资产收益率(%)	9.75%	8.12%	9.75%	10.74%	11.24%
每股收益(元)	0.43	0.19	0.24	0.28	0.32
PE	36.40	41.60	32.55	27.49	24.34
PB	1.78	3.38	3.17	2.95	2.74

分析师:郑闵钢

010 66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号:

S1480510120012

联系人:李永乐

010-66554047

liyil@dxzq.net.cn

联系人:王加煊

010-66554142

wang_jw@dxzq.net.cn

联系人:张高艳

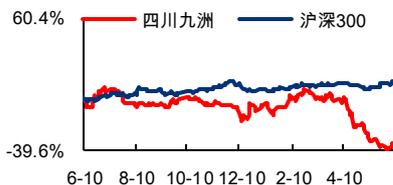
010-66554030

zhanggy-yjs@dxzq.net.cn

交易数据

52周股价区间(元)	7.75-24.02
总市值(亿元)	79.27
流通市值(亿元)	79.27
总股本/流通A股(万股)	102281/102281
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	0.86

52周股价走势图



资料来源:东兴证券研究所

相关研究报告

目 录

1. 数字电视、空管与物联网三大产业构筑公司业务版图	4
2. “三网融合”催生机顶盒放量，上游价格回调增加利润空间	5
2.1 “三网融合”推动机顶盒市场持续放量	5
2.2 深耕传统广电业务，布局新兴电信市场	6
2.3 公司竞争优势明显，持续看好未来业绩	7
3. 二次空管雷达“军民融合”，看好 ADS-B 通航市场应用	9
3.1 二次雷达系列产品军民用需求齐头并进	9
3.2 ADS-B 民航领域验证增补为主，通航有望打开市场空间	11
3.3 公司空管产品线齐全，军航、民航和军贸带动业绩高增长	12
4. 军事物流信息化和“智慧城市”建设支撑物联网业务稳增长	14
5. 盈利预测与估值	16
6. 风险提示	17

表格目录

表 1:公司三大业务销售占比及毛利率	4
表 2:机顶盒分类情况	5
表 3:通用航空 ADS-B 建设规划	12
表 4:公司空管业务相关产品	13
表 5:公司盈利预测表	18

插图目录

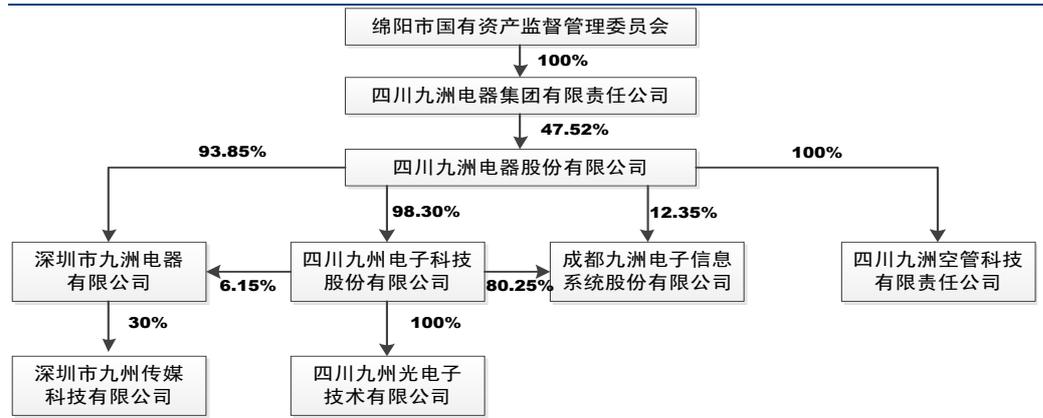
图 1:四川九洲股权结构	4
图 2:公司海外市场销售占比及构成（2016 年）	4
图 3:中国数字机顶盒产量（万部）	6
图 4:中国数字机顶盒保有量（亿元）	6
图 5:全球数字机顶盒市场出货总量（单位：万台）	7
图 6:机顶盒业务国内、国际市场营收及利润率对比（亿元）	7
图 7:数字家庭多媒体产品历年营收、净利	7
图 8:数字家庭多媒体产品历年毛利率	7
图 9:公司主要产品示意图	8
图 10:二次雷达工作原理	9
图 11:“十三五”时期空管强基工程项目	10
图 12:SSR 与 ADS-B 空管监视原理	11

图 13:我国 ADS-B 建设规划	11
图 14: JZDAB01 型二次监视雷达	13
图 15: 二次监视雷达民航临时使用许可证	13
图 16:2016 九洲空管营收净利与母公司比较	14
图 17:空管业务近三年营收及毛利率	14
图 18:物联网业务近两年营收、毛利率	14
图 19:军事物流信息化架构	15
图 20:食品智能溯源工作原理	15
图 21:公司安防系列产品	16

1. 数字电视、空管与物联网三大产业构筑公司业务版图

四川九洲依托控股股东四川九洲电器集团在军事电子领域的传统业务优势，践行军民融合发展战略，公司目前的主营业务包括数字电视终端设备及宽带网络设备（九州电子科技和深圳九州电器分别负责国内和国外市场）、军民用空管系统及设备（九州空管）和物联网业务（九州信息）三大板块。

图 1:四川九洲股权结构



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2016 年，公司实现营收 39.16 亿元，占集团收入 18%，净利润 1.91 亿元，按 47.52% 的控股比例推算，占集团净利润的 13%。三块业务当中，受益于“三网融合”和电信运营商大额订单，数字电视终端产品收入增速 22%，但由于 2016 年下半年芯片和原材料涨价，机顶盒等产品毛利率明显下降；受军改影响，军用二次雷达、军事物流信息化等项目订单增速放缓，影响营收增长。

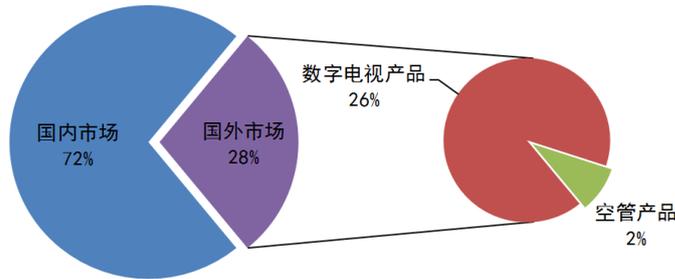
表 1:公司三大业务销售占比及毛利率

业务单元	2015 年			2016 年		
	收入（亿元）	占比（%）	毛利率（%）	收入（亿元）	占比（%）	毛利率（%）
数字家庭多媒体	20.40	61.16	19.24	24.82	63.39	16.01
空管产品	6.91	20.72	36.54	6.37	16.28	37.59
物联网产品	3.71	11.13	30.06	2.83	7.22	23.25
合计	31.02	93.01	—	34.02	86.89	—

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

公司数字电视终端、空管系统及设备同时面向国内及海外市场，2016 年海外实现销售 11.03 亿元，主要集中在美洲、东南亚和南亚，占比 28%，其中机顶盒产品近 40% 收入来自海外，空管产品销售近 1 亿元。

图 2:公司海外市场销售占比及构成（2016 年）



资料来源：公司调研，东兴证券研究所

2. “三网融合”催生机顶盒放量，上游价格回调增加利润空间

2.1 “三网融合”推动机顶盒市场持续放量

“三网融合”是指电信网、广播电视网、互联网在高层业务应用的融合，具体表现在三大网络通过技术改造实现互联互通、资源共享，为用户提供语音、数据和广播电视等多种服务。

早在 2010 年初，国家明确提出加快推进三网融合规划，机顶盒市场迎来高速扩张期。为满足用户随时随地观看、点播以及多屏互动转变的需求，以 IPTV 机顶盒、OTT TV 机顶盒为主的网络机顶盒应运而生，市场占有率不断攀升，2016 年 3 季度，IPTV 机顶盒市场出货量占比近三成，OTT 机顶盒占比超过 20%。

与此同时，传统数字机顶盒在网络机顶盒等新媒体的严峻挑战下加速转型，加快满足终端客户对数字电视高清化、功能多样化和网络智能化的发展需求。数据显示，从市场保有量来看，传统有线数字电视机顶盒市场占比仍占优势，其中标清机顶盒仍为存量市场主要终端。截至 2016 年一季度，高清机顶盒历史出货量占比 26.74%，未来高清机顶盒替代标清机顶盒市场空间巨大。

表 2:机顶盒分类情况

类别	主要功能及区别	内容来源	运营商
有线数字机顶盒 (DVB-C)	数字信号转换为模拟信号；信号源为有线电视网络	广电	广电运营商
地面数字机顶盒 (DVB-T)	数字信号转换为模拟信号；信号源为电视信号发射塔	广电	广电运营商
卫星数字机顶盒 (DVB-S)	数字信号转换为模拟信号；信号源为直播卫星	广电	广电运营商
IPTV 机顶盒	连接电视机和宽带网，将互联网视频、游戏等内容在电视上呈现；可提供直播服务；传输渠道为运营商管控的专网	IPTV 牌照方：上海文广、央视国际、南方传媒等	电信运营商，主要包括中国电信、中国移动、中国联通

OTT TV 机顶盒 连接电视和互联网, 用户可以利用电视机接收互联网内容并进行互动, 一般具备上网搜索、购物、游戏等衍生功能; 提供的 content 比 IPTV 机顶盒丰富; 传输渠道为公共互联网

OTT TV 牌照方: 央视国际、百视通、杭州华数等

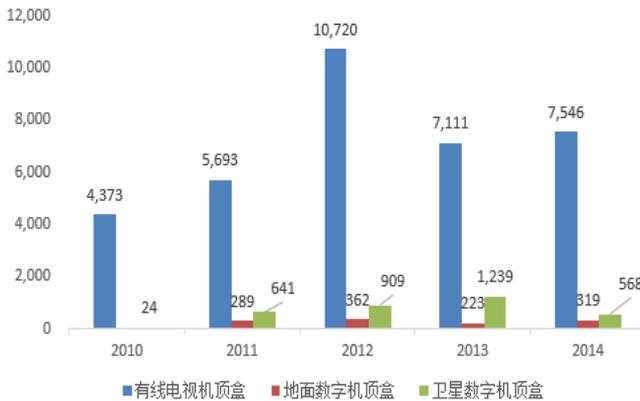
互联网运营商; 电信、广电运营商也开始分别尝试 IPTV+OTT 和 DVB+OTT 双模式

资料来源: 公开资料, 东兴证券研究所

2.2 深耕传统广电业务, 布局新兴电信市场

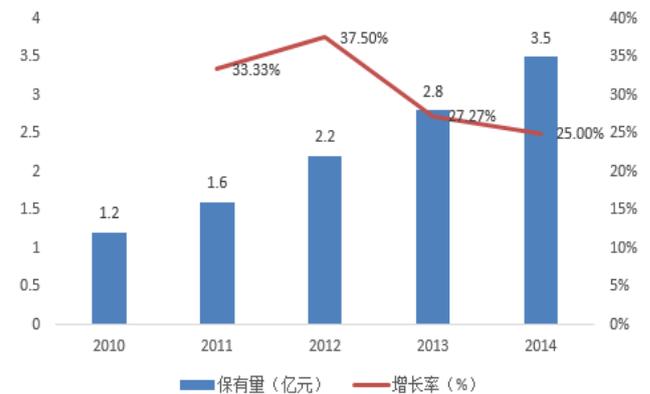
近年来, 网络机顶盒的快速发展倒逼广电运营商转型升级, 加快推进国内县级地区数字化以及地级市地区的数字电视高清化的更新换代, 实现有线电视网络宽带双向升级改造。与此同时, 广电运营商以终端标准化、智能化为抓手, 推动广电有线无线卫星和互联网融合发展, 以实现广电智慧家庭、智慧社区和智慧城市等智慧广电为目标, 逐步转型为综合信息服务商。

图 3: 中国数字机顶盒产量 (万部)



资料来源: 公开资料, 东兴证券研究所

图 4: 中国数字机顶盒保有量 (亿元)



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

2010 年至 2012 年, 中国数字机顶盒产量不断上升, 2013 年开始受网络机顶盒影响年产量有所下降。保有量方面, 中国数字机顶盒逐年增加, 相比网络机顶盒仍占优势。

数据显示, 中国现有有线用户 1.6 亿, 尚有 1 亿有线用户并未数字化整转, 不考虑有线用户增长, 数字机顶盒未来市场约为 350 亿元, 市场空间广阔。因此, 公司未来将继续深耕广电业务, 聚焦广电网络“电视+宽带”优势, 整合公司的 DVB 技术、HFC 技术和通信技术, 巩固融合智能终端领先优势, 实现数字机顶盒业务的触底反弹。

电信运营商方面, “三网融合”以及“宽带中国”的不断深入推动网络机顶盒市场蓬勃发展。数据显示, IPTV 用户 2016 年新增 6000 万, 而这一数据在 2015 年及以前一共不足 5000 万。2016 年, OTT 机顶盒市场零售量为 1371.8 万台, 同比增长 13.1%。以网络机顶盒市场均价 300 元推算, 2017 年网络机顶盒市场空间超 250 亿元。

此外, 随着智慧城市、智慧家居的深入发展, 机顶盒日益成为数字家庭的重要入口。电信运营商为进一步拓展业务, 以高速光纤网络为支撑, 以 IPTV 机顶盒为切入点, 逐步构建数字家庭入口, 不断满足家庭智能化、数字化的信息服务要求。

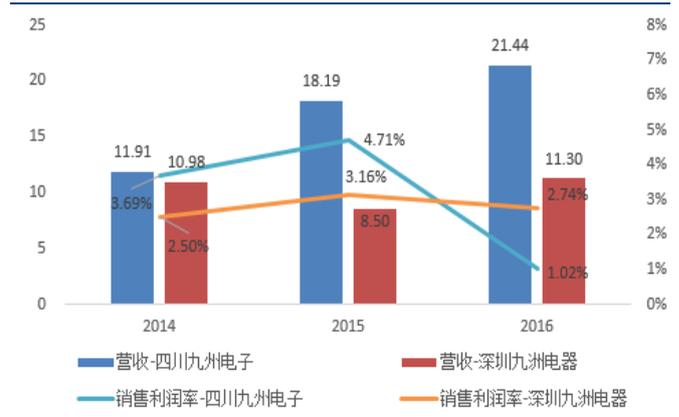
公司未来在深耕广电业务的同时, 将紧抓通信市场发展机遇, 构建以 IPTV、数据接入终端、光器件为代表的通信核心业务, 为公司增长提供支撑。

图 5:全球数字机顶盒市场出货总量 (单位: 万台)



资料来源: 恒州博智国际信息, 东兴证券研究所

图 6:机顶盒业务国内、国际市场营收及利润率对比 (亿元)



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

目前, 全球机顶盒行业正处于快速发展阶段, 2011 年至 2015 年市场出货量呈上升趋势。截至 2015 年底, 全球机顶盒总出货量达 2.9 亿台, 其中中国机顶盒产能占全球 80%以上。

从企业内部分工来看, 控股子公司深圳市九州电器有限公司负责国际市场的开发销售, 控股子公司四川九州电子科技股份有限公司则负责国内市场。2016 年, 深圳九州营收达 11.30 亿元, 同比增长 32.94%, 国际市场销售净利率达 2.74%, 远高于国内市场, 主要源于国际市场上对成本上升转嫁下游的能力相对较强。

面对海外广阔的市场空间, 公司国际化战略与市场本地化运作并行, 在全球多个国家推动批量销售。公司在稳固美洲移动等大客户的基础上, 中标马来西亚政府、尼日利亚政府数字机顶盒招标项目, 并陆续实现交付供货。

2.3 公司竞争优势明显, 持续看好未来业绩

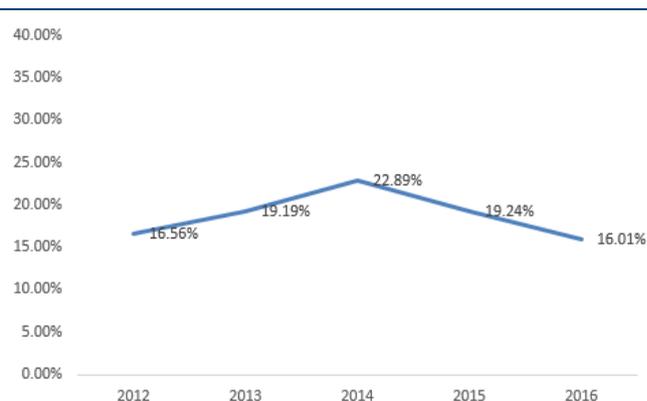
公司是国内最大数字家庭多媒体设备研产销厂商之一, 其主要产品包括数字电视机顶盒、宽带网络系统设备以及光传输设备等。2016 年, 公司数字家庭多媒体产品营收 24.82 亿元, 同比增长 21.67%; 毛利 3.97 亿元, 同比增长 1.28%; 产品毛利率达 16.01%。

图 7:数字家庭多媒体产品历年营收、净利

图 8:数字家庭多媒体产品历年毛利率



资料来源：公司公告，东兴证券研究所



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

机顶盒业务是公司数字电视产业的主要收入来源，目前四川九洲机顶盒销量排在国内前三，出货量中市场份额约为 12%。目前公司通过了华为供应商各类体系认证，联合开发多款光通信终端产品，已形成批量供货能力，进入产能爬坡上量阶段。

图 9:公司主要产品示意图



资料来源：九洲国际公司官网，东兴证券研究所

2016 年公司机顶盒产品毛利率有所下降，主要原因在于芯片、铜、塑料件等原材料价格的上涨。目前，市场上单台机顶盒的成本约为 200 元，其中主芯片成本约为 100 元，电源板成本约为 20 元，塑料件成本约 40 元，其余人工成本约 40 元。

国内机顶盒市场竞争激烈，价格受广电、电信运营商等下游买方影响较大，成本上升时不易提价，毛利率下降。而由于在国际市场商，中国机顶盒产能占全球 80%以上，上游供应商议价能力较强，成本上升时容易提价，毛利率相对稳定。

除四川九洲外，国内机顶盒设备的主要厂商包括创维数字、银河电子、浪潮、九联科技等。数据显示，增量方面，以出货量为统计口径，2016 年 Q1 至 Q3 我国有线高清

机顶盒出货量中，创维位居第一，份额达到 13.8%，九洲（11.1%）、九联科技（9.6%）、银河电子（9.5%）、浪潮（8.5）排名二至五位。九洲机顶盒业务增速位于行业前列。

相比同业而言，九洲上下游链条更为完整，投资九州传媒推动内容增值服务，有效拓展终端产品在增值服务领域的应用与发展。同时，机顶盒成本中人工成本约占比 20%，九洲地处绵阳，相比创维（地处深圳）、九联科技（地处广东）、浪潮（地处济南）人力成本优势明显。

我们认为，公司未来机顶盒业务的增长主要受以下因素驱动：

- ◆ 数字机顶盒稳步扩张，公司先后中标河北、四川“户户通”及西藏“村村通”、中央广播电视节目无线数字化覆盖工程二期等优质项目，广电市场根基进一步夯实。
- ◆ 网络机顶盒有望放量，公司先后中标中国电信集团、中国电信广东分公司、江苏分公司 IPTV 智能机顶盒采购项目，运营商 IPTV 用户渗透率的提升将为公司贡献持续订单。
- ◆ 此外，公司与华为公司合作进一步深化，通信终端项目持续增长，对公司发展提供了有力支撑。

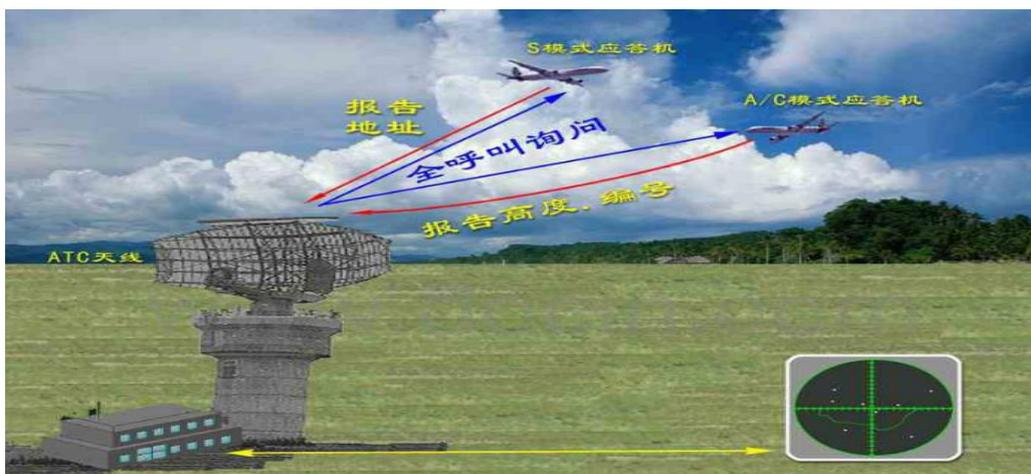
3. 二次空管雷达“军民融合”，看好 ADS-B 通航市场应用

3.1 二次雷达系列产品军民用需求齐头并进

空管系统是军民用航空安全的保障手段，网络结点设施包括导航卫星、ADS-B 地面站、雷达、地面监控中心等，目前主流技术是二次雷达，包括地面雷达和机载应答机，机载防撞系统与机载应答机协同工作。

二次雷达（SSR）源于战场敌我识别系统，采用询问应答的方式实时感知飞行器在管理空域内的方位、航向、速度等信息，机载防撞系统（TCAS）则是通过在飞机之间询问应答预知方位和距离信息，确保飞行安全。

图 10:二次雷达工作原理



资料来源: 网络资料, 东兴证券研究所

近年来, 外围安防态势和海外利益保障倒逼武器装备升级, 区域、兵种的协同化作战和实战化训练不断加强, 战斗机、直升机等航空器列装加速, 军事航空活动范围和频次提升, 对二次雷达地面站、机载应答机为代表的空管设备需求持续稳定。

民航领域, 根据民航局“十三五”规划, 新建运输机场 44 个, 改扩建机场 139 个, “加快完善雷达、ADS-B、场面监视雷达及多点定位系统布局, 实现自动化系统联网运行。新建、改扩建机场同步建设空管工程。”据公司公告, 预计空管系统建设整体投资需求可达 500 亿元。

图 11: “十三五”时期空管强基工程项目

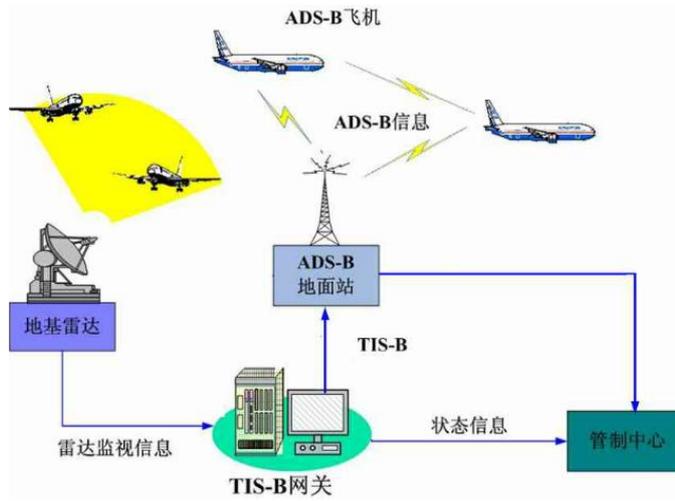
性质	项目名称
重点实施项目	[重大项目] 北京新机场空管工程(含北京终端管制中心); 民航运行管理中心和气象中心工程、民航情报管理中心工程、民航空域运行监控及空域评估系统工程、民航通信网工程, 东部、西部地区民航广播式自动相关监视(ADS-B)工程。 [终端管制] 上海、广州、湛江、武汉、三亚、终端管制中心工程。 [区域管制] 乌鲁木齐区管中心, 北京、上海、广州区管中心改造工程。 [局站改造] 安徽、山东等空管分局设施完善工程。 [综合保障] 各地区雷达工程、强对流天气短临预报系统。 [机场配套] 成都、青岛、厦门新机场空管工程; 湛江机场迁建空管工程; 配合机场改扩建工程, 同步建设浦东四五跑道、郑州、武汉、乌鲁木齐、昆明三跑道等配套空管工程。
前期研究项目	民航空管数据中心、基于 GRIMS 的 GNSS 性能监测与增强系统; 昆明、杭州、南京、长沙、郑州终端管制中心工程; 三亚、成都、西安区管中心改造工程, 北京、上海、广州第二区管工程, 无锡管制中心工程; 东北、中南地区空管局设施完善工程; 江西、温州、兰州、宁夏、西宁、呼伦贝尔、华北空管局、山西、河北、天津、宁波、桂林空管设施完善工程; 民航空管设备运行管理系统、空管技术保障测试基地二期、民航空管信息化三期、地区级流量管理系统; 配合机场改扩建工程, 同步推进大连新机场、三亚机场迁建、沈阳机场二跑道、长沙、南宁、广州四五跑道、珠海、重庆四跑道、深圳三跑道、呼和浩特迁建、西宁、阿克苏、宁波机场改扩建空管工程前期工作。

资料来源: 《中国民用航空发展第十三个五年规划》, 东兴证券研究所

3.2 ADS-B 民航领域验证增补为主，通航有望打开市场空间

ADS-B（自动相关监视广播系统）是国际民航组织推荐的新一代空管监视手段，机载设备通过导航卫星获取位置航速等信息，并向其他航空器及地面站广播，相比 SSR（二次监视雷达）手段，报告时间间隔短、地面设备造价低。

图 12:SSR 与 ADS-B 空管监视原理



资料来源：民航局空中交通管理局，东兴证券研究所

根据我国民航局规划，在验证可靠性的基础上，ADS-B 通过补充二次雷达平稳建设，主要集中在西部航路、东北地区、西沙等洋区的地空监视，如已实施的成都-九寨 ADS-B 应用监视系统、成都-拉萨航线监视工程、B215 航路空管新技术应用工程（新疆、甘肃、宁夏）等，提高空域使用效率和地区飞行流量。

到 2020 年的发展目标为：西部地区进一步加强 ADS-B 建设，逐步实现 ADS-B 监视下的类雷达管制；东部地区繁忙航路逐步建设 ADS-B 监视系统，实现航路覆盖及 5 海里管制间隔；东部繁忙机场建设 ADS-B 监视系统，结合雷达完善场面监控。

基于安全和隐私的考量，ADS-B 体制的空管监视方案在民航、通航领域的推广还面临一定的问题，二次雷达乃至一次雷达的市场空间仍会长期存在，特别是军航领域。

图 13:我国 ADS-B 建设规划



资料来源：民航局空中交通管理局，东兴证券研究所

2016年5月，国务院办公厅印发《关于促进通用航空业发展的指导意见》，计划到2020年，建成500个以上通用机场，通用航空器达到5000架以上，年飞行量200万小时以上。ADS-B地面站成本是二次雷达的10%，易于部署，数据更新快适合低空空域监控，通航市场的发展有望带来相关设备放量。

根据2015版《中国民用航空ADS-B实施规划》，依据国家低空空域分类改革部署，在管制空域、监视空域全面实现ADS-B监视，在报告区域根据航空活动需求建设必需的ADS-B地面设施。根据通用航空活动的特点，优先在教学训练、海上石油服务、农化飞行、航空护林等作业区域与时间相对固定、飞行活动较为密集、对监视服务信息需求较大的通用航空活动区域建设和应用ADS-B。

表 3:通用航空 ADS-B 建设规划

时间段	实施计划
2015-2017	实现东北、中南、西南等低空空域管理改革试点区域 ADS-B 监视；为民航飞行学院、朝阳飞行学院等航空教学训练以及海上石油服务、航空护林活动提供 ADS-B 监视服务；在黑龙江垦区开展农化飞行 ADS-B 监视服务试点。
2017-2020	通航企业完成航空器机载设备改装并满足 ADS-B OUT 运行要求；实现管制空域、监视空域的 ADS-B 监视运行；实现监视服务信息需求较大报告空域的 ADS-B 监视覆盖。
2020-2025	完善通用航空 ADS-B 地面站与数据应用系统的功能；进一步推进机载设备 ADS-B IN 功能升级，在部分区域实现 ADS-B IN 初始运行。

资料来源：《中国民用航空ADS-B实施规划》，东兴证券研究所

3.3 公司空管产品线齐全，军航、民航和军贸带动业绩高增长

公司空管业务包括空管监视、通信、导航、信息化系统等，自主研发出涵盖飞机从起飞、爬升、巡航、下降到着陆全过程的 100 多种空管产品，是国内唯一的“空管监视与通信系统工程技术研究中心”，2016 年九洲空管实现收入 6.9 亿元，净利润 1.4 亿元，在国内军用空管监视产品市场占有率达 80%。

表 4:公司空管业务相关产品

产品类别	产品说明
地面二次雷达	公司产品包括常规、单脉冲、S 模式单脉冲、车载移动等体制，公司 JZDAB01 型二次监视雷达或民航临时使用许可
空管应答机	配套飞机综合航电系统，响应地面及机载二次雷达的询问，实现飞机的地-空/空-空监视，公司 YDK-2C 型 S 模式应答机获机载适航许可
机载防撞系统	TCAS 机载防撞系统，符合 RTCA/DO-185A、RTCA/DO-181C 等标准，完全国产化
ADS-B 系统	ADS-B 1090ES 数据链地面站获使用许可，1090ES 机载端机获适航许可，适用于民航及通航交通管制服务
DME 测距仪	由地面信标台（应答机）和机载设备（询问机）构成，测量飞机与固定地面装置的倾斜距离，公司 JZDFM01 型测距仪已获民航临时使用许可
空管信息化系统	功能包括航路监视、终端区监视以及机场场面监视，公司 JZDAK01RM 型 1090ES 地面站或民航使用许可

资料来源：公开资料，东兴证券研究所

2017 年 1 月，公司 JZDAB01 型二次监视雷达获得中国民航局颁发的《民用航空空中交通通信导航监视设备临时使用许可证》，成为继恩瑞特和四创电子后第三家民航二次雷达国产厂商，受益于民航空管设备国产化进程（目前二次雷达国产产品占比 10-20%），有望在民用航空机场及航路监视中获得批量订单。

图 14: JZDAB01 型二次监视雷达


资料来源：公司网站，东兴证券研究所

图 15: 二次监视雷达民航临时使用许可证

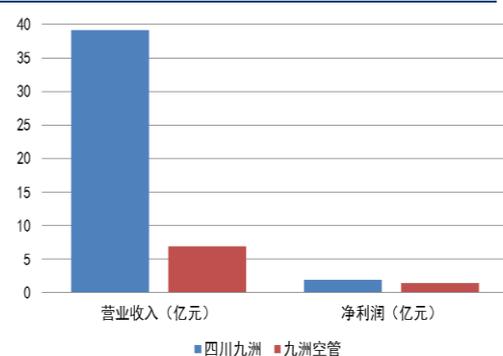

资料来源：公司网站，东兴证券研究所

除四川九洲外，国内空管设备的主要同业公司包括中电科集团 14 所、28 所、38 所、中航工业 615 所、川大智胜等，比较而言，九洲专注于空管业务，产品种类更加系统，

从地面站到机载设备、航路设备，从 S 模式应答到 ADS-B 都可以作，行业优势突出。在 ADS-B 领域，相比民航系统 2-3 家装备公司，四川九洲具有较强的供货和售后能力。

九洲空管 2016 年收入 6.91 亿元，净利润 1.42 亿元，以上市公司 17% 的营收实现了净利润的 74%，可见空管业务在公司未来发展中地位举足轻重。目前公司二次雷达类空管产品占比 90%，ADS-B 产品占比 10%，目前尚处于试用阶段。2016 年，受军改影响，公司空管业务确认收入略有下滑，但产品结构优化（新产品国内交付、军贸）导致毛利率提高和净利增长。

图 16:2016 九洲空管营收净利与母公司比较



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 17:空管业务近三年营收及毛利率



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

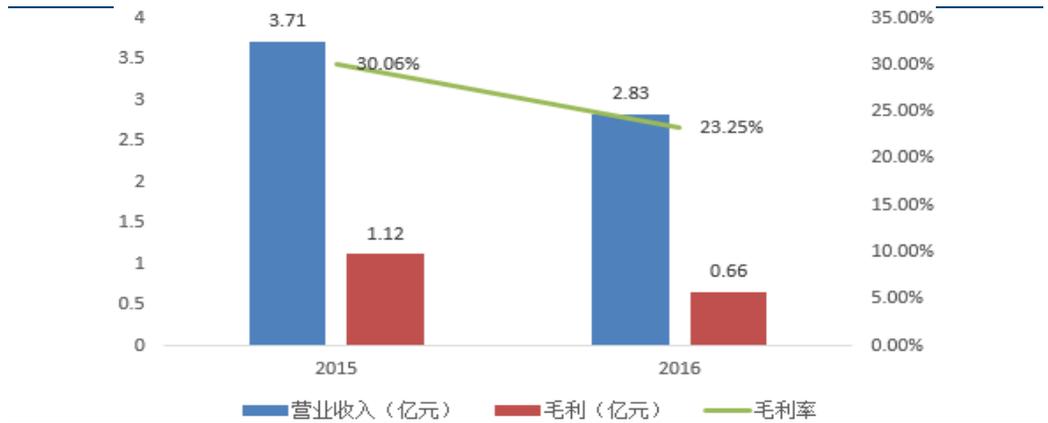
我们认为，公司未来空管业务的增长主要来自三大领域的驱动：

- ◆ 军航稳步发展，核心产品为地面二次雷达站、机载应答机、防撞系统，公司产品已在空、海军新平台上进行推广运用（配套下游主机厂），并参与了部队多项装备的升级项目。
- ◆ 民航有望突破，公司已完成空管二次雷达、ADS-B 地面站及机载端机、DME 测距仪等产品的民航资质取证，实现了公司空管产品在民航、通航领域的提前占位，增长受益于新机场建设、机载设备加装、地面设备更新换代。以民航空管局东、西部 ADS-B 项目建设中的 ADS-B 地面站、通航服务站建设为抓手，相关业务有望放量。
- ◆ 军贸市场高增长，公司 30 余种空管产品远销南亚、东南亚、南美、非洲等多个国家和地区，在国际航空市场空管产品普及及换代需求下，订单有望保持增长。

4. 军事物流信息化和“智慧城市”建设支撑物联网业务稳增长

公司物联网业务主要集中在军事物流信息化、智能溯源、智能安防等领域。2016 年，公司物联网产品营业收入 2.83 亿元，毛利率达 23.25%，相比 2015 年均有所下降，主要原因在于绵阳等地“天网”安防工程由大规模建设向局部维护维修升级过渡，同时军改导致军品订单量有一定减少，也影响整体毛利率。

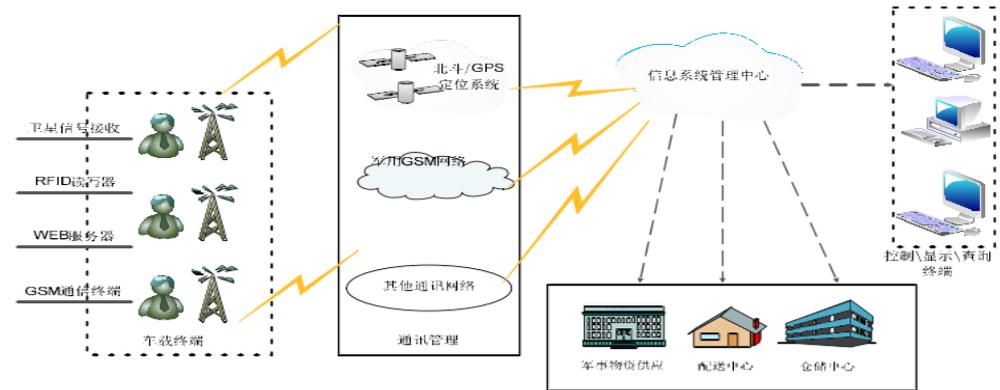
图 18:物联网业务近两年营收、毛利率



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

军事物流信息化借助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、装备包装以及储运信息，实现各系统之间的信息共享。目前我国军事物流信息化正处于起步阶段，预计未来有望爆发，市场空间可达百亿。

图 19:军事物流信息化架构

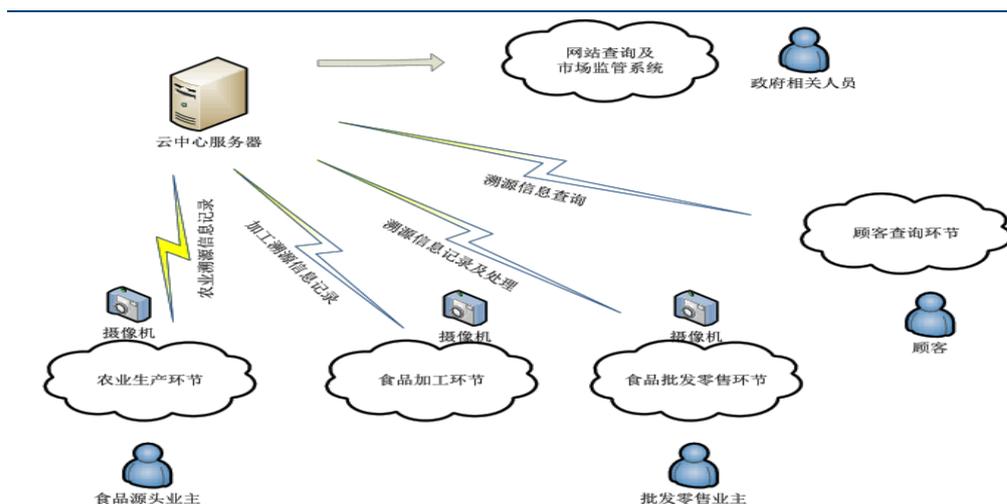


资料来源：网络资料，东兴证券研究所

公司具备独立开展军品业务的资质和能力，深挖前期承接的某地和某中心等项目建设任务，实现军事物流信息化产品稳步增长。目前，公司某信息管理系统已在空军、海军、陆航部署，在军事物流信息化领域处于优势地位。

智能溯源现阶段主要应用在食品、药材等领域的安全管理，利用 RFID 相关的信息化手段建立区域化的全程产品流通安全可追溯体系，完成产品供应量的生产、流通、消费等诸多环节的信息采集、记录和交换。

图 20:食品智能溯源工作原理



资料来源：网络资料，东兴证券研究所

公司积极参与商务部肉菜溯源系统、中药材溯源系统建设，以及工信部食品企业质量安全信息追溯体系建设。目前，公司的肉菜追溯系统已在成都、南宁、武汉等 28 个城市进行了广泛运用。

随着智慧城市的深入建设，安防智能化将是未来发展方向和创新点，2015 年我国安防行业总产值达 4860 亿元，行业增速保持 13%。针对电信运营商、公安、交通、银行、军队、水利、企业等重点安防市场提供了完整解决方案，已承建四川绵阳智慧城市及城市天网系统、四川西昌城市天网系统、军方某地信息系统建设等智能安防项目。

图 21:公司安防系列产品



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

公司在深耕国内市场的基础上，积极完成产品国际认证，不断拓展国际业务，已承建阿布扎比智能交通管理系统，相关产品出口美国、葡萄牙、巴西等地。

5. 盈利预测与估值

公司机顶盒业务同时受益于“三网融合”中广电和电信运营商的客户渗透和配置需求，

2017年国内市场增速有望达30%，出口市场预计有10%左右的稳定增速，整体毛利率有望触底回升；公司是国内空管领域龙头，相关产品在公司净利润结构中占比70%以上，其中二次雷达系列产品占比90%，ADS-S处于试推广阶段，占比约10%，我们认为二次雷达受益于民航领域取证后的拓展、国产化替代以及外贸，增速15%-20%，受益于通航建设和低空开放，营收低基数效应，ADS-B产品预计有20%增长；随着军改影响消除，军方物流信息化建设以及地方智慧城市建设对物联网业务的订单和盈利水平形成拉动。

我们预计公司2017-2019年营收分别为44.77/53.07/60.65亿元，净利润2.44/2.88/3.26亿元，EPS为0.24/0.28/0.32元，对应PE分别为32.55/27.49/24.34倍，公司军民航空管产品体系完善、技术水平突出，军品业务占比较高，相比同业公司如川大智胜、四创电子估值较低且目前处于历史底部，2017年业绩反转预期强烈，考虑到中长期国企改革预期，首次覆盖，给予公司“推荐”评级。

6. 风险提示

- 1、数字电视终端市场竞争加剧；
- 2、民航、通航空管市场增速不及预期。

表 5: 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	4080	4448	5211	6179	7076	营业收入	3335	3916	4477	5307	6065
货币资金	982	995	1137	1348	1541	营业成本	2483.03	3043.97	3479.14	4116.21	4963.94
应收账款	1915.84	2275.30	2586.66	3065.92	3504.30	营业税金及附加	19.82	14.90	17.01	20.16	23.05
其他应收款	85.43	73.96	84.56	100.22	114.55	营业费用	165	190	215	255	291
预付款项	60.58	81.44	127.48	181.96	244.08	管理费用	391	420	448	531	607
存货	721	654	879	1040	1185	财务费用	32	13	36	53	73
其他流动资产	127.63	139.93	139.93	139.93	139.93	资产减值损失	18	43	32	31	35
非流动资产合计	678.08	660.82	619.61	578.95	538.77	公允价值变动收益	-3	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	-2.46	0.61	0.61	0.61	0.61
固定资产	406	397	362	326	290	营业利润	220.24	191.34	250.82	301.22	343.09
无形资产	74	50	45	40	36	营业外收入	45	34	34	34	34
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	3.14	1.98	1.98	1.98	1.98
资产总计	4758	5109	5830	6758	7614	利润总额	262.07	223.52	283.00	333.40	375.27
流动负债合计	2341.18	2567.62	3122.80	3854.70	4491.22	所得税	29	25	31	37	41
短期借款	508.96	660.00	891.79	1290.67	1625.35	净利润	233	199	252	297	334
应付账款	1199.80	1174.44	1491.02	1764.05	2011.51	少数股东损益	17	8	8	8	8
预收款项	138	81	81	81	81	归属母公司净利润	217	191	243	288	326
一年内到期的非	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA	378	311	327	394	456
非流动负债合计	122.82	153.73	153.73	153.73	153.73	BPS (元)	0.43	0.19	0.24	0.28	0.32
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
应付债券	0	0	0	0	0						
负债合计	2464	2721	3277	4008	4645	成长能力					
少数股东权益	72	39	48	56	64	营业收入增长	48.98%	17.41%	14.33%	18.53%	14.30%
实收资本(或股	511	1023	1023	1023	1023	营业利润增长	416.08%	-13.12%	31.09%	20.09%	13.90%
资本公积	807.25	278.62	278.62	278.62	278.62	归属于母公司净利润	27.78%	-12.02%	27.78%	18.42%	12.92%
未分配利润	849.72	986.98	1085.33	1201.79	1333.31	获利能力					
归属母公司股东	2221.65	2348.07	2497.46	2684.80	2896.35	毛利率(%)	25.55%	22.26%	22.29%	22.43%	22.61%
负债和所有者权	4758	5109	5830	6758	7614	净利率(%)	7.00%	5.08%	5.63%	5.59%	5.51%
现金流量表	单位: 百万元					总资产净利润(%)	4.55%	3.73%	4.18%	4.27%	4.28%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)	9.75%	8.12%	9.75%	10.74%	11.24%
经营活动现金流	164	64	64	-4	80	偿债能力					
净利润	233.43	198.94	251.87	296.72	333.99	资产负债率(%)	52%	53%	56%	59%	61%
折旧摊销	125.38	106.64	0.00	35.77	35.77	流动比率	1.74	1.73	1.67	1.60	1.58
财务费用	32	13	36	53	73	速动比率	1.43	1.48	1.39	1.33	1.31
应收账款减少	0	0	-311	-479	-438	营运能力					
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.86	0.79	0.82	0.84	0.84
投资活动现金流	-933	-142	-32	-31	-35	应收账款周转率	2	2	2	2	2
公允价值变动收	-3	0	0	0	0	应付账款周转率	3.86	3.30	3.36	3.26	3.21
长期股权投资减	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股指标(元)					
投资收益	-2.46	0.61	0.61	0.61	0.61	每股收益(最新摊薄)	0.43	0.19	0.24	0.28	0.32
筹资活动现金流	991	131	111	245	148	每股净现金流(最新	0.43	0.05	0.14	0.21	0.19
应付债券增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股净资产(最新摊	4.34	2.30	2.44	2.62	2.83
长期借款增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	估值比率					
普通股增加	52	511	0	0	0	P/E	36.40	41.60	32.55	27.49	24.34
资本公积增加	281	-529	0	0	0	P/B	1.78	3.38	3.17	2.95	2.74
现金净增加额	222	53	143	211	193	EV/EBITDA	9.24	24.43	23.46	19.95	17.57

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

郑闵钢

房地产行业首席研究员（D），基础产业小组组长。央视财经频道嘉宾。2007年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永继 2012年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。万得资讯 2014年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。

联系人简介

李永乐

北京航空航天大学理学博士，中央财经大学金融管理专业硕士，4年国防电子领域项目论证与管理经验，2016年加盟东兴证券研究所，从事军工行业研究，重点关注国防信息化、军民融合等方向。

王加焯

清华大学工学硕士，2年海军装备领域论证及工程咨询经验，2016年加盟东兴证券研究所，重点关注海军装备、军民融合等领域。

张高艳

清华大学工业工程硕士，2年制造型企业运营管理咨询经验，2016年加盟东兴证券研究所，关注新三板、智能制造领域。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。