

拟收购志良电子 100%股权， 军品业务布局更加完善

——公司点评报告

核心观点：

- **事件：**1月5日，公司发布《发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易预案》拟发行股份购买志良电子 100%股权；同时，拟发行股份募集配套资金。
- **“十四五”九洲集团资产证券化第一枪，进一步强化公司军品业务布局。**公司拟 6.57 元/股的价格向九洲电器以及上海塔玉、上海唐众发行股份购买其持有的志良电子 100%股权；同时，拟发行股份募集配套资金，用于支付交易费用/补流/偿债。此次重组将成为“十四五”九洲集团资产证券化第一枪。
- **“电子战”相关标的资产，成长性向好。**标的公司志良电子涵盖电子侦察、电子干扰、雷达抗干扰、“电子战”仿真训练以及嵌入式功能模块定制五大业务，产品应用于机载、弹载、舰载、车载、地面等多种主战武器平台，与上市公司现有微波射频业务形成协同。随着制信息权在战争中的重要性得到验证，国内电子战装备需求有望持续增长，标的公司未来成长性向好。
- **标的资产经营质量较高。**志良电子 22 年营收和净利分别为 1.93 亿 (yoy+57.7%) / 0.645 亿 (yoy+17.4%)，23H1 营收和净利分别为 1.04 亿 / 0.36 亿，净利率分别为 33.4% 和 34.0%，盈利能力较强，资产较为优质。
- **预计 23 年标的资产业绩稳中有升。**因评估工作尚未完成，标的资产作价、股份稀释、业绩承诺均无法确定。但考虑到“电子战”行业较高的景气度，预计志良电子 2023 年至 2025 年业绩分别为 0.70/0.92/1.15 亿元。
- **国企改革持续推进，集团资产证券化率提升依然可期。**2021 年 12 月，九洲电器收购志良电子 51% 股权，成为其控股股东，时隔两年，2023 年 12 月，九洲投资控股集团启动资产证券化，将九洲电器持有的志良电子股权注入上市公司。本次交易是集团贯彻国企深化改革，提高上市公司质量的重要举措，有助于优化和调整产业布局和资产结构。
- **集团资产证券化提升空间尚存。**九洲集团 2022 年收入和净资产规模分别为 405.9/130.3 亿元，旗下 4 家上市公司合计收入/净资产为 75.4/70.0 亿元，对应资产证券化率 18.6%/53.7%。九洲集团预计 2035 年资产证券化率将超过 60%，收入端的资产证券化空间巨大。
- **公司有望受益于集团相关板块的资产证券化进程。**根据 2022 年集团对营业构成的披露，集团共有十大板块，其中导航/军工/软智/多媒体/微型电机五大板块与上市公司业务协同性较高，收入合计约 237.7 亿元，总收入占比 58.6%。作为九洲集团核心的装备类资产，公司有望持续受益于五大板块资产证券化率的提升。目前五板块收入端的证券化率仅为 17.2%，空间较大。

四川九洲(000801)

推荐 (维持)

分析师

李良

☎：010-80927657

✉：liliang_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515090001

胡浩淼

☎：010-80927657

✉：huhaomiao_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130521100001

杨策

☎：010-80927615

✉：yangce_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130520050005

市场数据

2024-01-05

| | |
|--------------|----------|
| 股票代码 | 000801 |
| A 股收盘价(元) | 8.18 |
| 上证指数 | 2,929.18 |
| 总股本万股 | 102,281 |
| 实际流通 A 股万股 | 102,281 |
| 流通 A 股市值(亿元) | 84 |

相对沪深 300 表现图



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

- **协同效应助力志良电子高速发展。**重组完成后，志良电子作为上市公司全资子公司，可依托上市公司平台建立资本市场的直接融资渠道，降低融资成本。同时，上市平台将有助于提升其企业知名度，进一步拓宽客户资源，提升其综合竞争力和盈利能力，实现高质量/高速发展。
- **军民双轮驱动，公司发展如虎添翼。****军品领域**，公司是国内空管系统市场和军工电子产品的重要供应商，产品已广泛应用于雷达、航天通信、电子对抗等领域，超宽带接收、多路 TR 设计、数字相控阵处理等多项技术处于行业领先水平。公司未来有望受益于下游整机放量和装备信息化率提升，分享电子对抗及雷达市场发展红利。2023H1 公司空管产品和微波射频产品分别增长 10.7% 和 24.7%，表现均好于预期。**民品领域**，公司在智能终端产品市场份额多年位居前列，业务有望在深化与广电、通信运营商等核心客户合作中逐步稳固。此外，公司微波组件产品可应用于无线通信、汽车毫米波雷达等多个方向，未来有望受益于 5G 和智能驾驶终端的加速落地。值得关注的是，公司已在光网络终端产品方面与 H 公司展开合作，随着相关产品落地，公司发展如虎添翼。
- **投资建议：**假设收购市盈率约为 12x，则志良电子估值约为 7.74 亿元，对应发行股份数 1.18 亿股，不考虑配套融资，则备考总股本约为 11.41 亿股。并表前，预计公司 2023 至 2025 归母净利润分别为 1.95/2.72/3.45 亿，考虑志良电子并表，预计公司 2023 至 2025 备考归母净利润分别为 2.65/3.64/4.6 亿，备考 EPS 为 0.23/0.32/0.40 元，当前股价对应备考 PE 为 35x/25x/20x。军民品业务齐发力，公司未来持续快速增长可期，给予“推荐”评级。
- **风险提示：**下游行业需求波动的风险；产品价格波动的风险。

表1：主要财务指标预测（并表前）

| | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入（百万元） | 3884.60 | 3769.92 | 4377.97 | 5068.56 |
| 收入增长率% | 9.61 | -2.95 | 16.13 | 15.77 |
| 净利润（百万元） | 197.94 | 195.39 | 271.52 | 345.48 |
| 利润增速% | 36.55 | -1.29 | 38.96 | 27.24 |
| 毛利率% | 22.32 | 23.07 | 23.37 | 23.37 |
| 摊薄 EPS(元) | 0.19 | 0.19 | 0.27 | 0.34 |
| PE | 39.79 | 40.31 | 29.01 | 22.80 |
| PB | 2.75 | 2.75 | 2.51 | 2.26 |
| PS | 2.03 | 2.09 | 1.80 | 1.55 |

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

附录：公司盈利预测（并表前）

| 资产负债表（百万元） | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 流动资产 | 4805.82 | 5419.63 | 6135.34 | 6917.05 |
| 现金 | 550.72 | 903.76 | 1229.67 | 1595.94 |
| 应收账款 | 2054.71 | 2362.90 | 2585.76 | 2823.00 |
| 其它应收款 | 29.75 | 28.88 | 33.53 | 38.82 |
| 预付账款 | 61.72 | 58.01 | 67.10 | 77.68 |
| 存货 | 806.71 | 779.11 | 876.22 | 991.12 |
| 其他 | 1302.20 | 1286.98 | 1343.06 | 1390.48 |
| 非流动资产 | 1065.71 | 866.83 | 837.39 | 806.87 |
| 长期投资 | 33.97 | 33.97 | 33.97 | 33.97 |
| 固定资产 | 300.30 | 276.22 | 256.09 | 237.43 |
| 无形资产 | 27.42 | 26.52 | 25.52 | 24.42 |
| 其他 | 704.03 | 530.13 | 521.82 | 511.05 |
| 资产总计 | 5871.53 | 6286.47 | 6972.74 | 7723.92 |
| 流动负债 | 2536.55 | 2869.06 | 3194.53 | 3518.69 |
| 短期借款 | 178.40 | 532.10 | 726.60 | 826.60 |
| 应付账款 | 1250.52 | 1289.01 | 1304.67 | 1402.57 |
| 其他 | 1107.63 | 1047.95 | 1163.25 | 1289.51 |
| 非流动负债 | 208.30 | 238.65 | 264.25 | 264.75 |
| 长期借款 | 72.02 | 111.32 | 136.42 | 136.42 |
| 其他 | 136.28 | 127.33 | 127.83 | 128.33 |
| 负债合计 | 2744.85 | 3107.71 | 3458.78 | 3783.44 |
| 少数股东权益 | 266.34 | 313.97 | 377.66 | 458.70 |
| 归属母公司股东权益 | 2860.34 | 2864.78 | 3136.30 | 3481.78 |
| 负债和股东权益 | 5871.53 | 6286.47 | 6972.74 | 7723.92 |

| 现金流量表（百万元） | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|----------------|---------------|---------------|---------------|
| 经营活动现金流 | 227.20 | 49.45 | 127.64 | 287.83 |
| 净利润 | 241.43 | 243.03 | 335.20 | 426.52 |
| 折旧摊销 | 57.69 | 49.86 | 50.94 | 52.03 |
| 财务费用 | 12.22 | 15.22 | 25.34 | 30.58 |
| 投资损失 | -24.21 | -20.00 | -25.00 | -30.00 |
| 营运资金变动 | -131.80 | -301.09 | -332.00 | -267.37 |
| 其它 | 71.89 | 62.43 | 73.15 | 76.07 |
| 投资活动现金流 | -801.35 | 178.53 | 3.52 | 8.52 |
| 资本支出 | -442.46 | -21.48 | -21.48 | -21.48 |
| 长期投资 | -383.17 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 24.28 | 200.01 | 25.00 | 30.00 |
| 筹资活动现金流 | 39.67 | 213.82 | 194.76 | 69.92 |
| 短期借款 | -14.89 | 353.70 | 194.50 | 100.00 |
| 长期借款 | -58.13 | 39.30 | 25.10 | 0.00 |
| 其他 | 112.69 | -179.18 | -24.84 | -30.08 |
| 现金净增加额 | -534.25 | 439.94 | 325.91 | 366.27 |

资料来源：wind，公司公告，中国银河证券研究院

| 利润表（百万元） | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 3884.60 | 3769.92 | 4377.97 | 5068.56 |
| 营业成本 | 3017.68 | 2900.26 | 3354.88 | 3884.05 |
| 营业税金及附加 | 14.99 | 15.08 | 17.51 | 20.27 |
| 营业费用 | 79.16 | 90.00 | 100.00 | 110.00 |
| 管理费用 | 191.35 | 190.00 | 200.00 | 220.00 |
| 财务费用 | 20.46 | 9.16 | 15.40 | 17.05 |
| 资产减值损失 | -24.11 | -26.52 | -29.17 | -32.09 |
| 公允价值变动收益 | -0.25 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资净收益 | 24.21 | 20.00 | 25.00 | 30.00 |
| 营业利润 | 232.72 | 238.24 | 327.01 | 416.10 |
| 营业外收入 | 1.16 | 0.02 | 0.02 | 0.02 |
| 营业外支出 | 0.57 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 233.31 | 238.26 | 327.03 | 416.12 |
| 所得税 | -8.12 | -4.77 | -8.18 | -10.40 |
| 净利润 | 241.43 | 243.03 | 335.20 | 426.52 |
| 少数股东损益 | 43.49 | 47.63 | 63.69 | 81.04 |
| 归属母公司净利润 | 197.94 | 195.39 | 271.52 | 345.48 |
| EBITDA | 287.26 | 297.28 | 393.37 | 485.20 |
| EPS（元） | 0.19 | 0.19 | 0.27 | 0.34 |

| 主要财务比率 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 9.61% | -2.95% | 16.13% | 15.77% |
| 营业利润 | 36.64% | 2.37% | 37.26% | 27.24% |
| 归属母公司净利润 | 36.55% | -1.29% | 38.96% | 27.24% |
| 毛利率 | 22.32% | 23.07% | 23.37% | 23.37% |
| 净利率 | 5.10% | 5.18% | 6.20% | 6.82% |
| ROE | 6.92% | 6.82% | 8.66% | 9.92% |
| ROIC | 6.92% | 6.58% | 8.00% | 9.03% |
| 资产负债率 | 46.75% | 49.43% | 49.60% | 48.98% |
| 净负债比率 | 87.79% | 97.77% | 98.43% | 96.01% |
| 流动比率 | 1.89 | 1.89 | 1.92 | 1.97 |
| 速动比率 | 1.31 | 1.38 | 1.43 | 1.49 |
| 总资产周转率 | 0.68 | 0.62 | 0.66 | 0.69 |
| 应收帐款周转率 | 2.13 | 1.71 | 1.77 | 1.87 |
| 应付帐款周转率 | 2.50 | 2.28 | 2.59 | 2.87 |
| 每股收益 | 0.19 | 0.19 | 0.27 | 0.34 |
| 每股经营现金 | 0.22 | 0.05 | 0.12 | 0.28 |
| 每股净资产 | 2.80 | 2.80 | 3.07 | 3.40 |
| P/E | 39.79 | 40.31 | 29.01 | 22.80 |
| P/B | 2.75 | 2.75 | 2.51 | 2.26 |
| EV/EBITDA | 22.37 | 25.65 | 19.12 | 14.95 |
| PS | 2.03 | 2.09 | 1.80 | 1.55 |

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

李良 军工行业首席分析师。证券从业 10 年，清华大学工商管理硕士，曾供职于中航证券，2015 年加入银河证券。曾获 2021EMIS&CEIC 卓越影响力分析师，2019 年新浪财经金麒麟军工行业新锐分析师第二名，2019 年金融界《慧眼》国防军工行业第一名，2015 年新财富军工团队第四名等荣誉。

胡浩森 军工行业分析师。证券从业 4 年，曾供职于长城证券和东兴证券，2021 年加入银河证券。

杨策，家电行业分析师。伦敦国王大学理学硕士，于 2018 年加入中国银河证券股份有限公司研究院，从事家电行业研究工作。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来 6-12 个月，公司股价相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程 曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田 薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚羚 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn