

## 当前主业触底，看好注入资产前景

2015 年 1 月 20 日

### 投资要点

- ❖ 公司 2014 年实现营业收入 22.66 亿元 (-8.28%)，归属于母公司净利润 8615 万元 (+20.11%)，实现 EPS 0.19 元，基本符合预期，增长主要来自空管公司 30% 股权并表和营业外收入增加。公司 2014 年营业利润 4284 万元 (-22.93%)，主要因当前主业数字有线产品、卫星接收系统等需求放缓所致，预计 2015 年随下游客户对机顶盒的采购逐步正常化，公司机顶盒业务有望触底回升。
- ❖ 拟注入资产仍是最大看点，看好通航和军工前景。公司拟注入资产中包括空管公司和信息公司，其业务主要涵盖军工、通航两大领域。公司业务转型方向明确，预计注入完成后机顶盒业务利润占比将下降至 20% 左右，公司未来增长将主要集中于军工和空管两大板块。机载防撞系统、ADS-B 的民航和通航应用、空管成套系统和军事物流信息化等四个方向均具备广阔市场空间。公司在这些领域均具备突出的技术优势，有望保证未来盈利快速增长。
- ❖ 九洲空管国内领先，长期受益于通航产业发展。公司是最早研制空管产品的国内企业，创造多项第一，目前成熟产品包括二次雷达、AC、S 模式应答机、机载防撞系统、ADS-B 机载和地面产品、航空服务站等。空管机载产品占国内军航市场 80%，并承担了国家低空空域对空监视和低空通信设施多个试点项目。公司是国内技术实力领先的通航设备及系统提供商，依靠自身突出的竞争优势，有望成为国家通航空管系统的行业标准制定者之一，长期受益于中国通航产业的快速发展。
- ❖ 集团战略宏大，持续注入可期。根据集团网站公告，九洲集团 2014 年收入规模突破 200 亿元，同比增长 10.01%。集团提出 2020 年收入目标为 1000 亿元，主要产业包括军工、空管、北斗导航、三网融合等。九洲集团是通航产业的积极推动者，依托自身区位优势 and 良好产业基础，已成功布局通航产业链多个环节。相比于控股股东，当前上市公司规模仍然较小，未来有望继续承接集团优势资产，注入空间仍然巨大。
- ❖ 风险提示。1、数字机顶盒市场大幅下滑，公司市场份额下降；2、中国通航产业发展低于预期；3、集团资产整合进程缓慢。
- ❖ 盈利预测、估值及投资评级。因机顶盒业务下游需求放缓，不考虑此次注入，下调公司 2014/15/16 年 EPS 预测分别为 0.19/0.21/0.23 元（原为 0.23/0.25/0.27 元）；此次收购完成后则维持预测公司 2014/15/16 年全面摊薄 EPS 将达到 0.35/0.40/0.45 元。根据我们预测，在九洲集团全部注入上市公司假设下，2014/15/16 年备考 EPS 有望分别达到 0.95/1.06/1.21 元，维持公司“增持”评级。考虑公司空管业务的广阔前景、未来注入的空间及军工行业的平均估值，我们认为公司合理估值集团注入假设下 15 年备考业绩的 25 倍，目标价 26.50 元。

项目/年度	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	2,235	2,757	2,471	2,277	2,528	2,780
增长率 YoY%	(32.86)	23.36	(10.38)	(7.83)	11.00	10.00
净利润(百万元)	54	69	72	85	95	104
增长率 YoY%	15.35	26.70	4.25	19.13	10.99	9.39
毛利率%	15.59	16.11	17.46	16.80	18.00	18.50
每股收益 EPS(元)	0.12	0.15	0.16	0.19	0.21	0.23
每股净资产 BPS(元)	1.72	2.91	3.06	3.18	3.39	3.61
P/E	141	111	107	90	81	74
P/B	9.7	5.7	5.4	5.2	4.9	4.6

资料来源：中信数量化投资分析系统

注：股价为 2014 年 1 月 19 日收盘价



增持 (维持)

当前价：16.68 元

目标价：26.50 元

中信证券研究部

高嵩

电话：010-60838822

邮件：gs@citics.com

执业证书编号：S1010512020002

周栎伟

电话：021-20262133

邮件：zhouliwei@citics.com

执业证书编号：S1010513020001

### 相对指数表现



资料来源：中信数量化投资分析系统

### 相关研究

1. 《四川九洲(000801)季报点评：业绩符合预期，关注通航发展》 ..... 2014-10-20
2. 《四川九洲(000801)跟踪快报：通航发展预期强烈，行业龙头呼之欲出》 ..... 2014-08-26
3. 《四川九洲(000801)中报点评：军工、空管业务前途光明 国内外市场有望同步开拓》 ..... 2014-08-26
4. 《中信军工一张图看懂军工行业之八：四川九洲电器集团》 ..... 2014-07-08
5. 《军品驱动增速提升，潜在资产规模较大》 ..... 2014-06-12
6. 《中信军工一张图看懂军工行业之八：四川九洲电器集团》 ..... 2014-03-05

## 利润表

(百万元)

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	2,757	2,471	2,277	2,528	2,780
营业成本	2,313	2,039	1,895	2,073	2,266
毛利率	16%	17%	17%	18%	19%
营业税金及附加	14	15	16	25	21
营业费用	193	219	212	240	264
营业费用率	7%	9%	9%	10%	10%
管理费用	193	219	212	240	264
管理费用率	7%	9%	9%	10%	10%
财务费用	7	-0	16	11	14
财务费用率	0%	0%	1%	0%	1%
投资收益	0	1	30	38	42
营业利润	60	56	43	54	65
营业利润率	2%	2%	2%	2%	2%
营业外收入	23	31	45	50	50
营业外支出	3	2	2	5	5
利润总额	80	85	87	99	110
所得税	12	9	1	3	6
所得税率	15%	11%	1%	3%	5%
少数股东损益	-1	4	0	1	1
归属于母公司股东的净利润	69	72	85	95	104
净利率	2%	3%	4%	4%	4%
EPS	0.15	0.16	0.19	0.21	0.23

## 现金流量表

(百万元)

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
税前利润	80	85	87	99	110
所得税支出	-12	-9	-1	-3	-6
折旧和摊销	25	36	46	48	51
营运资金变动	-295	-85	156	-112	-78
其他	39	18	-33	-23	-12
经营现金流	-163	45	255	9	66
资本支出	-25	-46	-62	-62	-62
投资收益	4	6	30	38	42
资产变卖	0	3	0	0	0
其他	13	-51	1	-0	-0
投资现金流	-7	-88	-31	-24	-20
发行股票	0	0	0	0	0
负债变化	73	43	-283	92	36
股息支出	0	0	-30	0	0
其他	471	-64	-8	-2	-7
融资现金流	544	-22	-322	90	29
现金及现金等价物净增加额	374	-65	-98	75	76

## 资产负债表

(百万元)

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	810	781	683	758	834
存货	394	350	322	343	383
应收账款	983	1,026	799	934	1,052
其他流动资产	210	310	188	239	280
流动资产	2,396	2,467	1,992	2,275	2,550
固定资产	218	226	239	248	253
长期股权投资	4	276	276	276	276
无形资产	11	15	20	25	30
其他长期资产	207	205	203	203	203
非流动资产	440	722	738	752	763
资产总计	2,837	3,189	2,731	3,027	3,313
短期借款	428	475	191	284	320
应付账款	571	590	523	561	631
其他流动负债	402	617	445	506	573
流动负债	1,401	1,681	1,159	1,351	1,525
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	35	40	48	57	64
非流动性负债	35	40	48	57	64
负债合计	1,436	1,721	1,207	1,407	1,589
股本	460	460	460	460	460
资本公积	511	511	511	511	511
股东权益合计	1,401	1,468	1,524	1,620	1,725
少数股东权益	64	60	60	61	62
负债股东权益总计	2,837	3,189	2,731	3,027	3,313

## 主要财务指标

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
增长率 (%)					
营业收入	23%	-10%	-8%	11%	10%
营业利润	16%	-8%	-22%	24%	21%
净利润	27%	4%	19%	11%	9%
利润率 (%)					
毛利率	16%	17%	17%	18%	19%
EBIT Margin	3%	3%	5%	4%	4%
EBITDA Margin	4%	5%	7%	6%	6%
净利率	2%	3%	4%	4%	4%
回报率 (%)					
净资产收益率	5%	5%	6%	6%	6%
总资产收益率	2%	2%	3%	3%	3%
其他 (%)					
资产负债率	51%	54%	44%	46%	48%
所得税率	15%	11%	1%	3%	5%
股利支付率	0%	40%	0%	0%	40%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

**中国：**本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A(1)定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**新加坡：**监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及/或其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 [compliance\\_hk@clsa.com](mailto:compliance_hk@clsa.com)。

**美国：**本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

**英国：**本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA (UK) 发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2015 版权所有。保留一切权利。