

2015年01月26日

四川九洲 (000801.SZ)

军事信息安全、资产注入预期双极驱动

■收购集团资产，公司产业战略转型军工空管及物流信息化

四川九洲主营宽带网络设备、数字电视终端设备，连续 27 年在广播电视领域保持行业第一，但在互联网冲击下，传统机顶盒业务增长放缓。2014 年收购集团九洲空管 70% 的股权及九洲信息 79.14% 股权，预计将 2015 年 1 季度完成，自此公司产业将战略转型，主业由传统机顶盒向军工空管及军事物流信息化类产业转型，未来的盈利性及成长空间广阔。

■受益通航及军民融合加速打开市场空间，军事物流信息化国内领先

九洲空管掌握空管领域核心技术，拥有机载防撞系统、ADS-B 空管系统等完善的产品线，在军方空管市场领域占 80% 的份额。未来十年通用航空机场及临时起降点空管系统市场 292 亿元。而机载设备已取得民航适航认证，在国内处于领先地位；地面 ADS-B1090 地面站也已取得民航认证，未来受益于通用航空产业大发展，如果民品业务拓展顺利，未来 ADS-B 系统及机载防撞设备市场规模 200 亿元左右。

九洲信息基于 RFID 技术重点发展军事物流信息化，整个军方物流信息化处于起步阶段，公司已取得《武器装备科研生产许可证》等相关资格证书，在总装、海军、空军等部门形成竞争优势，并逐步向总参、总后、二炮等相关领域拓展。

■集团唯一上市平台，大集团·小公司受益资产注入及国企改革加速

九洲集团定位于军工集团，提出 2020 年千亿规划目标，2014 年集团的收入及利润是上市公司的近 9 倍，典型的“大集团·小公司”，公司作为唯一上市平台，未来将积极利用资本市场，通过产业并购做大做强。集团旗下优质资产存在继续注入的预期。作为四川省改革试点单位之一，将明显受益于国企改革加速。

■首次给予“买入-A”评级，6 个月目标价 25.85 元。假设收购在 2015 年 1 季度完成，预计 2014-2016 年营业收入增长-8.3%、52.9%、11.9%，净利润为 0.862 亿元、2.58 亿元、3.57 亿元，增长 20.2%、199.5%、38.4%，按发行后总股本计算，对应 EPS 为 0.19 元、0.47 元、0.64 元。九州空管和九州信息净利润合计约占 66%，收购后公司成为军工类上市公司。我们认为给予 2015 年 55 倍动态 PE 合理，对应 6 个月目标价 25.85 元，首次给予“买入-A”评级。从中长期角度看，按照集团的整体规划，假设集团军工资产全部注入，给予军工资产 40 倍市盈率比较合理，对应公司市值在 200 亿元以上。

■风险提示：并购整合未获证监会审核通过的风险；通航产业开放缓慢影响业绩波动的风险

摘要(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	2,756.7	2,470.7	2,265.9	3,465.5	3,878.6
净利润	68.8	71.7	86.2	258.2	357.4
每股收益(元)	0.15	0.16	0.19	0.47	0.64
每股净资产(元)	2.91	3.06	3.25	5.49	6.13

盈利和估值	2012	2013	2014E	2015E	2016E
市盈率(倍)	125.1	117.3	98.8	39.9	29.3
市净率(倍)	6.5	6.1	5.8	3.4	3.1
净利润率	2.5%	2.9%	3.8%	7.5%	9.2%
净资产收益率	4.9%	5.1%	4.9%	8.4%	10.4%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	11.0%	6.0%	3.9%	25.8%	27.6%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司深度分析

证券研究报告

电子设备 III

投资评级

买入-A

首次评级

6 个月目标价

25.85 元

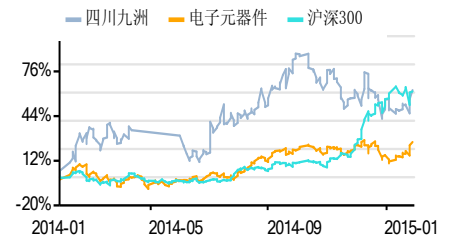
股价 (2015-01-23)

18.77 元

交易数据

总市值(百万元)	8,632.10
流通市值(百万元)	8,632.03
总股本(百万股)	459.89
流通股本(百万股)	459.88
12 个月价格区间	11.01/21.55 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	7.87	-48.21	7.26
绝对收益	15.29	0.86	67.29

王书伟

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511090004
wangsw@essence.com.cn
021-68763578

邹润芳

分析师

SAC 执业证书编号：S1450514040001
zouf@essence.com.cn
021-68763702

报告联系人

朱元骏

021-68765053
zhuyj2@essence.com.cn

相关报告

正文目录

正文目录	2
图目录	2
表格目录	3
主要推荐逻辑	4
1. 传统机顶盒业务增速放缓，业务战略转型已开启	5
1.1. 国内数字机顶盒行业龙头	5
1.2. 传统机顶盒业务受互联网冲击，成长面临瓶颈	6
1.3. 机顶盒产品升级，智能化互联网化是未来趋势	7
2. 收购集团优质资产 重大转型航空空管及信息化产业	8
3. 军民用空管产业受益于通航产业大发展	8
3.1. 低空开放渐行渐近，通用航空有望加速发展	8
3.1.1. 中国通用航空发展远落后于美国，未来发展潜力巨大	8
3.1.2. 通用航空政策松动，低空开放将促进通航发展	9
3.2. 空管系统：未来民用通航市场规模近 300 亿元	10
3.3. 低空开放加快，空管系统未来将直接受益	11
3.3.1. 九洲空管核心技术优势明显，产品线完整	11
3.3.2. 民用二次雷达市场规模近 80 亿元，军用市场远大于民用市场	12
3.3.3. ADS-B 空管系统未来应用范围广阔，市场规模达 111 亿元	13
3.3.4. 机载防撞系统，未来市场规模估计达 76 亿元	16
4. 九洲信息：聚焦物联网，重点涉足军事物流信息化	17
4.1. 民品业绩突出，下游应用领域广泛	17
4.1.1. RFID 食品溯源体系国内首创，有望在各地市场加快推广	18
4.1.2. 智能安防项目进展顺利，应用拓展至交通运输等领域	19
4.2. 积极参与军事信息化领域竞争，军品市场有望做大做强	19
5. 受益于军品定价体制改革，军民融合发展	20
6. 集团唯一上市平台，大集团·小公司受益资产整合及国企改革	20
6.1. 九洲集团优质资产众多，科研实力雄厚	20
6.2. 九洲集团中长期营收千亿目标，外延式发展值得预期	22
6.3. 四川九洲受益于四川省国企改革加快启动	24
7. 盈利预测及估值	24
7.1. 盈利预测假设	24
7.2. 首次给予“买入-A”评级，6 个月目标价 25.85 元	25
8. 风险提示	26

图目录

图 1：公司主营业务占比情况	5
图 2：公司数字有线电视业务增速下降	5
图 3：2013 年 1-9 月有线机顶盒厂商出货量占比情况	5
图 4：九洲 DVB+OTT+GAME 机顶盒	7
图 5：四川九洲收购完成后产业布局	8
图 6：通用航空是民用航空的重要组成部分	9
图 7：空管监视系统	10
图 8：中国民空机场布局规划图	11
图 9：美国通用航空机场分布	11
图 10：九洲空管主要产品发展历程	11

图 11: 四川九洲空管产业科研战略布局.....	12
图 12: 2013-2014 年九州空管营业收入快速增长.....	12
图 13: 2014 年九州空管净利润增长 35%.....	12
图 14: ADS-B 运行图示.....	13
图 15: TCAS 在 EADI 显示.....	16
图 16: TCAS 系统工作原理.....	16
图 17: 2014 年九州信息营业收入增长 28.6%.....	17
图 18: 2014 年九州信息净利润增长 33.6%.....	17
图 19: 溯源一体机、射频识别计价秤、智能通信网关.....	18
图 20: 猪肉食品溯源体系.....	18
图 21: 四川九洲安防监控产品.....	19
图 22: 军民融合示意图.....	20
图 23: 九洲集团八大支柱产业.....	21
图 24: 2014 年九洲集团营业收入同比增长 10%以上.....	22
图 25: 2013 年九洲集团利润总额同比增长 1.9%.....	22
图 26: 九洲集团分业务收入占比.....	22
图 27: 四川九洲“大集团小公司”特征明显.....	23
图 28: 九州集团提出未来“12351”发展规划目标体系.....	23

表格目录

表 1: 各类机顶盒简介及特点比较.....	6
表 2: 2013 年中美通用航空关键指标对比.....	9
表 3: ADS-B 系统国际竞争情况.....	14
表 4: ADS-B 系统国内竞争情况.....	15
表 5: ADS-B 系统市场规模测算.....	15
表 6: 机载防撞系统市场规模测算.....	16
表 7: 四川九洲分业务盈利预测.....	25
表 8: 军工电子及军民融合主题的上市公司估值对比表.....	26

主要推荐逻辑

驱动因素、关键假设及主要预测：

- 1、收购集团九洲空管和九洲信息优质资产，九洲空管在军民产品中具有很强的技术优势，竞争力强，随着民航市场加速开放，未来成长潜力非常广阔且正处于快速发展期。九洲信息未来重点发展军事物流信息化，具有很大的发展空间。
- 2、作为集团唯一的上市平台，承载集团千亿发展目标的规划，“大集团·小公司”未来存在集团优质资产再次注入的可能性。同时，受益于四川省国企改革提速推进。

我们与市场不同的观点：

市场认为：传统观念认为公司主业机顶盒受到电视互联网化、三网融合的冲击巨大，增长乏力，转型效果不明显；

我们认为：尽管数字电视业务受较大冲击，但传统业务由设备提供商转型服务终端提供商；与中电信/中移动/中国联通实施视频战略；由传统的 B2B 市场转型 B2C 互联网市场。

同时，公司收购九洲空管主要应用于军方市场，在军方空管领域占 80% 的市场份额，未来受益于军民融合的加速，以及民航领域低空开放。收购九洲信息未来重点发展军事物流信息化，具有很大的发展空间。

四川九洲是九洲集团下属唯一上市平台，集团的长期规划，到 2020 年实现千亿收入目标，未来预计将依靠资本市场，通过产业并购等外延方式做大做强。作为四川省国企改革的试点企业，将直接受益于国企改革的推进。

投资建议：

假设收购九洲空管及九洲信息在 2015 年 1 季度完成，预计 2014-2016 年营业收入增长 -8.3%、52.9%、11.9%，归属母公司净利润为 0.8615 亿元、2.58 亿元、3.57 亿元，同比增长 20.2%、199.5%、38.4%，按照发行后总股本计算，对应 EPS 为 0.19 元、0.47 元、0.64 元。根据我们测算，九州空管和九州信息净利润为 1.3 亿元和 4100 万元，约占公司净利润的 66%，收购后公司将成为军工类上市公司。我们认为给予公司 2015 年 55 倍动态 PE 合理，6 个月目标价 25.85 元，首次给予“买入-A”投资评级，对应 143 亿元总市值。

从中长期角度看，按照集团公司的整体规划，假设集团军工资产全部注入上市公司，如前测算，2014 年九州集团军品业务利润约 5 亿元以上，给予军工资产 40 倍的市盈率比较合理，对应的市值在 200 多亿元，对应长期目标价 36.04 元。

股价表现的催化剂：

四川国企改革推进加速；集团资产注入预期强烈；通航产业推进超预期；军事物流信息化取得实质性突破。

风险提示：

收购资产程序未获得证监会审核通过，将直接影响战略转型军工业务的风险；未来通航产业放开进程迟缓影响公司业绩波动的风险

1. 传统机顶盒业务增速放缓，业务战略转型已开启

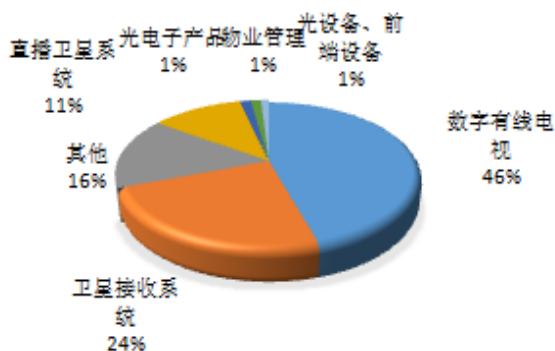
1.1. 国内数字机顶盒行业龙头

公司是一家以宽带网络设备、数字电视终端设备生产为主的高科技企业，在有线电视行业技术最强、市场占有率最大，已连续 27 年在广播电视领域保持行业产销量第一，主要产品有数字有线电视产品，卫星接收系统，直播卫星系统，光设备、前端设备、地面站等网络产品、光电子产品等。

公司在数字机顶盒领域获得多项殊荣，是四川省首家通过国家科技部和中科院评审认定的国家级高新技术企业；中国电子信息百强企业；四川省最大规模和最佳效益双百强工业企业；中国广播电视设备工业协会副会长暨有线电视分会、卫星电视分会理事长单位。

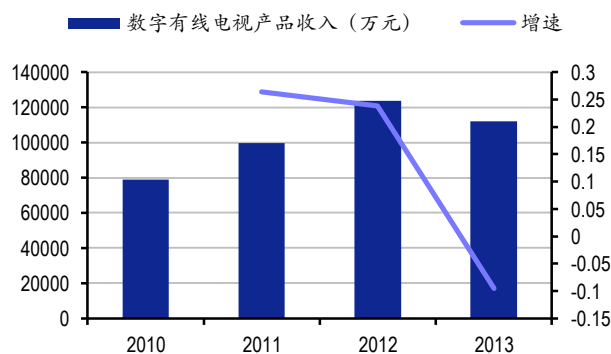
在数字机顶盒行业中，2013 年 1-9 月，中国有线机顶盒出货量超过 2300 万台，创维依然保持市场第一，占比为 14.1%，九洲排名第二，占新增市场的 10.6%，九洲产品主要流向了四川、重庆、福建等省市。其他的厂家都排在九洲后面，紧随其后的是银河、九联、海信。

图 1：公司主营业务占比情况



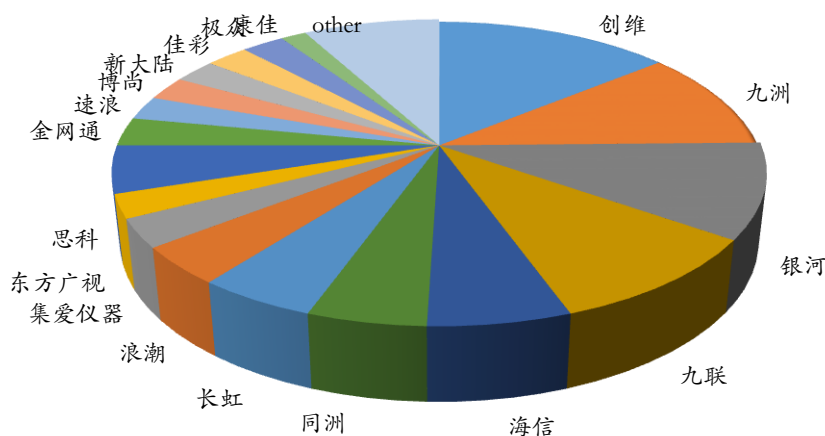
数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 2：公司数字有线电视业务增速下降



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 3：2013 年 1-9 月有线机顶盒厂商出货量占比情况



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

1.2. 传统机顶盒业务受互联网冲击，成长面临瓶颈

传统有线电视业务正面临着前所未有的冲击，机顶盒不能只满足简单的电视收看需求。伴随着宽带提升以及家庭电子设备的丰富，未来机顶盒将承担更多的功能。高清电视和网络高清视频正在成为用户收视的主体内容，交互式按需收看成为用户新的收视习惯，用户对多屏互动娱乐的热度持续升温。因此，机顶盒需要辅助电视机，提供更智能、更具娱乐性和交互性的服务，使家庭电视向智能化和应用化发展。

近两年，有线电视的开机率近年大大减少，仅仅不到 30%。从不同类型机顶盒出货量来看，OTT TV 机顶盒市场占比由 2012 年的 4.7% 上升到 15.1%，市场占比大幅度增加，上升了 10.4 个百分点，致使有线机顶盒、卫星机顶盒、IPTV 机顶盒、地面机顶盒市场占比均呈现下降趋势。OTT TV 机顶盒市场的快速发展，改变了机顶盒产品类型的市场结构，严重冲击了其他类型机顶盒产品的市场份额，曾经风光无二的传统机顶盒市场遭遇发展瓶颈。

我们认为传统有线机顶盒业务增长乏力的原因主要是：第一，人们观看电视节目的形式变得多种多样，电视不再是唯一载体，电脑、手机和平板电脑都能满足看电视需求；第二，三网融合和智能电视技术的发展导致传统有线电视收视率的萎缩，对传统机顶盒造成巨大冲击；第三，有线机顶盒、IPTV 机顶盒、OTT TV 机顶盒售价差别甚微，许多无线网络机顶盒亦可兼容有线机顶盒，因此老用户转向网络机顶盒的转换成本不高，新增用户亦会选择网络机顶盒。

表 1：各类机顶盒简介及特点比较

	有线电视	IPTV	OTT TV	地面	直播卫星
简介	数字电视机顶盒是一种将数字电视信号转换成模拟信号的变换设备，负责将接收到的各种信息（包括电视节目）转换为电视机可现实的格式在屏幕上显示出来，	IPTV 即交互式网络电视，是一种利用宽带网，集互联网、多媒体、通讯等技术于一体，向家庭用户提供包括数字电视在内的多种交互式服务的崭新技术。	OTT TV 是“Over The Top TV”的缩写，是指基于开放互联网的视频服务，可以通过互联网传输的视频节目，如 PPS、UUSEE 等平台的内容传输到显示屏幕(包括电视)上。	地面数字电视是数字电视技术的一种，即通过接受电视塔发出的地面数字电视信号，通过家庭中的地面电视机顶盒收看电视节目。在广大农村，可以替代有线数字电视。	直播卫星是利用卫星实现广播电视、多媒体数据直接向用户传送的一种卫星传输模式，通过数字图像压缩技术，每个卫星转发器传送几套至几十套电视节目，用户使用一副较小的固定卫星天线，就可以直接接收多个频道的电视节目。
机顶盒产品特点	*信号传输平台是有线电视广播所采用的全电缆网络或光纤/同轴混合网。 *不同于标清机顶盒，高清有线机顶盒是针对高清频道——更加真实的还原现场，高清机顶盒可以配合高清电视机完美地实现目前广电系统中最高清晰度的 1080i 视频输出，以及 DD5.1 数字音频环绕声输出。	*系统结构主要包括流媒体服务、节目采编、存储及认证计费等于系统 *基于 IP 网络存储及传送的内容是以 MPEG-4 为编码核心的流媒体文件 *IPTV 业务的业务运营无疑由电信运营商负责，内容的传播基于电信运营商搭建的专用网络。	*OTT TV 的内容提供商为互联网集成平台牌照商，包括华数、百事通、南方传媒等共 7 家。 *内容的传播只需普通的公共宽带互联网作为基础，需要一定的带宽才能保证视频服务质量。 *OTT TV 的终端为 OTT 机顶盒+显示屏（电视、电脑、Pad、手机等），机顶盒甚至可以置于电视机内。	*与卫星传输类似，传输平台为地面广播信道。 *关键技术为正交频分复用 CODFM 技术，该技术可有效地解决数字地面广播中所存在的多径接收、邻频干扰等问题。	*传输质量高、容量大、能提供多媒体业务 *覆盖面广和成本较低 *主要应用于广大的农村、山区和边远地区
发展趋势	*有线机顶盒市场规模庞大，增量依旧以标清机顶盒为主 *高清机顶盒近年来增长较快，但在市场保有量中仅占约 10% 的市场份额 *终将被交互式高清机顶盒取代	*电信市场 IPTV 机顶盒高速增长遭遇瓶颈，网络建设较好的地区继续发展潜在用户的难度增加，宽带建设落后地区仍无法推行 IPTV，且 IPTV 的收费业务打击用户使用。 *联通市场上 IPTV 机顶盒得到突破	*2013 年，OTT TV 快速发展，市场占比大幅度增加，严重冲击了其他类型机顶盒产品的市场份额 *广电总局整改互联网电视的政策对 OTT 的发展将有所抑制 *预计市场上会出现内容细分化的“内容+OTT TV 机顶盒”产品。	*地面机顶盒价格不贵、使用便利，已得到了农村消费者的认可。 *预计 2014 年地面数字电视用户数量达到 3360 万户，而到 2015 年，预计地面数字电视用户数量达到 4000 万户。	**“户户通”、“村村通”工程的开展将带动直播卫星用户数量的快速上升态势，届时也将带动地面机顶盒的出货规模。

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

1.3. 机顶盒产品升级，智能化互联网化是未来趋势

公司对机顶盒业务的理解很深入，机顶盒已经不是单纯收看电视的工具，而是成为家庭网络中心、家庭娱乐维持中心和家庭控制中心，未来必将继续存在。PC 端已经互联网化，电视端正在互联网化，互联网机顶盒一定会成为发展趋势。

针对电视互联网化对机顶盒造成的冲击，公司传统业务做好了三方面的转型：1.由传统设备提供商，转为服务终端提供商；2.中电信/中移动/中国联通实施视频战略，IPTV/智能机顶盒的产品，公司将由广电行业设备提供商，转为电信类设备提供商；3.由传统的 B2B 市场，转为向 B2C 互联网机顶盒转型。

公司针对 B2C 市场的互联网机顶盒 4 月 21 日上线，通过天猫、京东等渠道销售，需要用户更深的体验，根据需求进行相关产品的研发，这几个月销售了 5000 多台，销售不太理想，量也不大。公司正在研发第二代产品，9 月将会上线。重点打造家庭娱乐功能：

突出游戏业务，与 ATET 建立关系，在机顶盒领域具有排他性。和华硕、优酷和运动加加也有合作关系。但是面临乐视、小米、华为等公司的强力竞争，转型也面临着比较大的压力，但公司的决心也比较大。

我们认为公司在以下方面可以逐步升级传统产品：第一，低端机顶盒给产品升级换代提供了市场良机，为高清交互机顶盒提供了商业机会，九洲目前的市场存量可以升级成高清数字机顶盒或者 IPTV 机顶盒；

第二，虽然小米、乐视、阿里巴巴等由于前瞻性和执行能力强已占得市场先机，公司已经加大了互联网领域的投资力度。今年公司推出九洲 DVB+OTT+GAME 机顶盒，该机顶盒能完成 DVB 机顶盒的数字电视接收、VOD 点播及其他功能，内置 Android4.2 系统，可全功能收看 CNTV、华数等互联网电视节目，并具有丰富的外围接口，可支持 3DTV、画中画、多屏互动，支持智慧家居的家庭组网、智能传屏和控制，支持安防监控和家庭健康等，功能不弱于 Ali、创维、海信等的新产品；

图 4：九洲 DVB+OTT+GAME 机顶盒



数据来源：安信证券研究中心

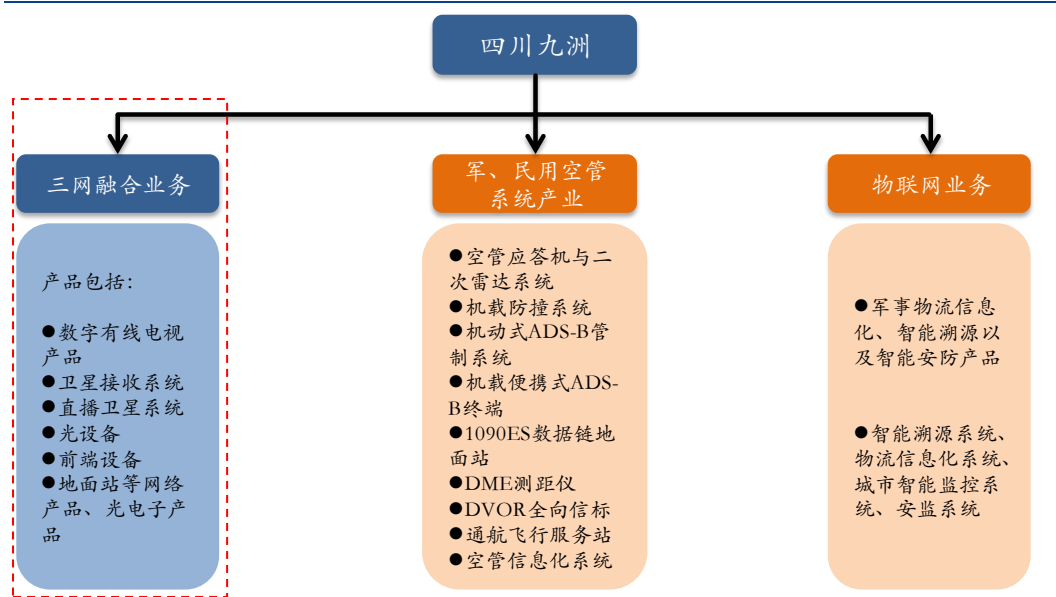
第三，最近广电总局发函点名要求互联网电视牌照商华数和百视通进行整改，关闭其所有互联网电视终端产品中各类视频 APP 及视频聚合软件、互联网浏览器软件的下载通道，并对已下载的软件立刻进行技术处理。这对互联网电视发展有一定影响，但对目前仍主要生产有线机顶盒的九洲信息来说是好消息。

2. 收购集团优质资产 重大转型航空空管及信息化产业

四川九洲公司现有业务为三网融合，2014年5月份，公司发布了增发预案，非公开发行股票的数量不超过9,500万股，募集资金不超过12.92亿元，将用于收购九洲空管70%股权、收购九洲信息79.14%股权、收购206号厂房项目及补充流动资金项目。九洲空管及九洲信息均为军工企业，其中，九洲空管是国内领先的从事空管监视系统、通信设备、导航系统、信息化系统及相关设备制造企业；九洲信息是从事智能溯源、军事物流信息化和智能安防等物联网业务的研发、制造、销售、服务的高新技术企业。

此次收购完成后，上市公司的产业布局拓展至空管业务及物联网业务，可以实现一定程度的技术共享，提升各自的技术实力；三类业务的客户及潜在客户具有一定的交叉。同时，利用上市公司的平台优势，在人才吸引、资金利用、规范运作方面，三类业务均能受益。因此公司三网融合等业务、九洲空管业务及九洲信息物联网业务可在技术、市场、人员等方面实现互补，推进业务的协同增长。

图5：四川九洲收购完成后产业布局



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

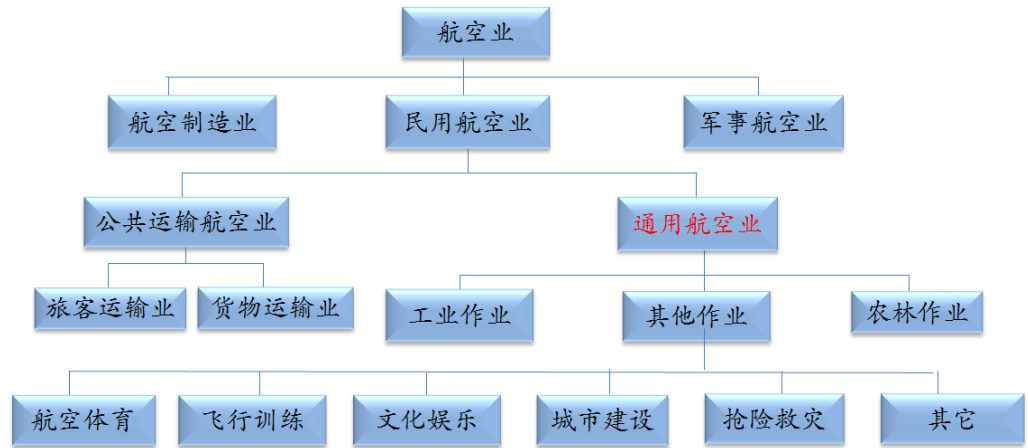
3. 军民用空管产业受益于通航产业大发展

3.1. 低空开放渐行渐近，通用航空有望加速发展

3.1.1. 中国通用航空发展远落后于美国，未来发展潜力巨大

通用航空是民用航空的重要组成部分。民用航空是一种快捷的交通运输方式，具有重要的基础性作用。民用航空包括公共运输飞行和通用航空飞行。我国《民航法》规定，除了公共航空运输和军事飞行以外的航空活动都属于通用航空。

图 6：通用航空是民用航空的重要组成部分



数据来源：安信证券研究中心

通用航空的范畴极为广泛，包括从事工业、农业、林业、渔业和建筑业的作业飞行以及医疗卫生、抢险救灾、气象探测、海洋监测、科学实验、教育训练、文化体育等方面的飞行活动。由其广泛的用途可以看出，通用航空对国民经济的发展起重要作用。

中国通用航空起步较晚，发展又受到制约，导致目前中国通用航空的发展在各个方面都明显落后于美国。从 2013 年数据来看，中国通用航空总作业时间只有 59.1 万小时，是美国的 2.5%，飞行器数量为 1519 架，是美国的 0.55%。同时，中国在通用航空运营企业、机场数量和飞行员数量与美国相比都有很大差距，分别是美国的 18.9%、1.25% 和 5.9%。美国通用航空年产值为 1500 亿美元，按照 13 年 167797 亿美元 GDP 计算，通用航空对 GDP 的贡献率接近 1%。与美国相比，中国 57 万亿元的 GDP 中通用航空只贡献了 17.9 亿元，通用航空对中国 GDP 贡献率基本可以忽略不计。

表 2：2013 年中美通用航空关键指标对比

	中国	美国
作业时间 (万小时)	59.10	2398
飞行器数量	1,519	277,010
运营企业	189	约 1000
通用机场	286	19750
飞行员数量	35505	599086
年产值	17.9 亿元	1500 亿美元

数据来源：《2013 民航行业发展统计公报》，GAMA，安信证券研究中心

中美两国领土面积相当，中国是世界上人口第一的大国，幅员辽阔，其经济发展速度快而且制造业发达。目前来看，由于改革开放以来，国家一直没有放开通用航空产业的发展，导致中国通用航空的发展情况严重滞后于其经济发展。根据《国务院关于促进民航业发展若干意见》中提出的通航发展目标，到 2020 年通用航空飞行总量达 200 万小时，年均增长 19%，可以预见，未来我国通用航空发展空间巨大。

3.1.2. 通用航空政策松动，低空开放将促进通航发展

影响中国通用航空发展的一个主要原因是中国的空域管理体制问题。中国的空域由军方控制，民航能够直接控制的空域极小，极大的制约了通用航空的发展。因此，低空开放可以极大的促进通用航空产业的发展。

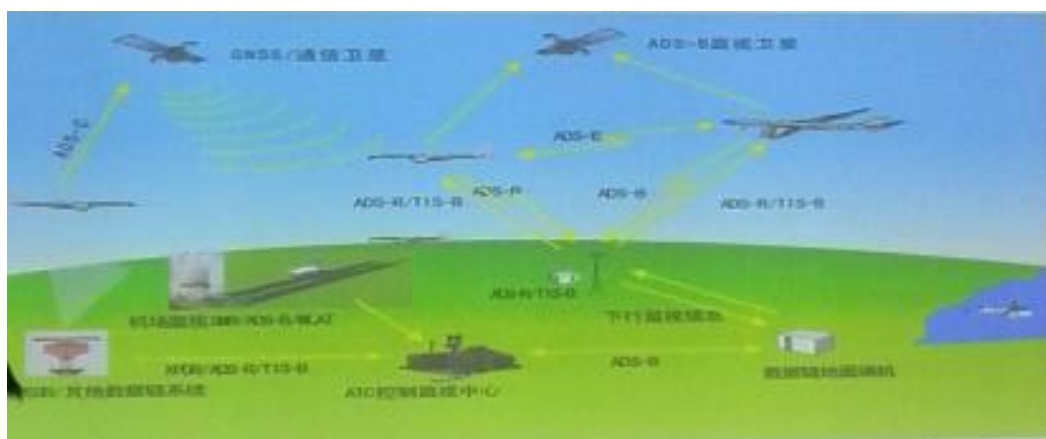
目前，我国通用航空的发展仍处于政策导入期。2003年以来，政府不断提出支持通用航空发展的有关政策措施，并通用航空审批程序等方面作了一定调整，虽然在一定程度上促进了我国通用航空的发展，但仍未成功解决空域开放等影响通用航空发展的根本问题，政策还需针对根本问题，继续向前推进。

从通用航空相关政策演变的历程可以看到，我国对通用航空的管理正在有条件的逐步放开。有消息称，目前《低空空域管理使用规定（试行）》征求意见稿已成型，正在内部征求军民航等方面意见。预计2014-2015年通航相关系列政策出台，通用航空将迎来史无前例的发展机遇。

3.2. 空管系统：未来民用通航市场规模近 300 亿元

空管系统（CNS/ATM 系统）的全称是通信、导航、监视与空中交通管理系统，其中通信、导航和监视（CNS）部分属于外围设施范畴，空中交通管理系统（ATM）是空管人员实际用于管理空中交通运输的信息处理系统。空管系统是保证通航安全、正常运行的必要条件，是通用航空产业发展的基础。

图 7：空管监视系统



数据来源：公司网站，安信证券研究中心

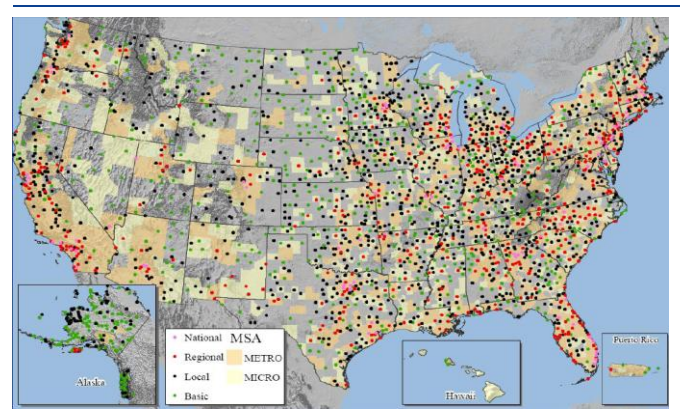
截止 2013 年，我国共有通航机场及临时起降点 286 个，美国对应通用航空机场及临时起降点数量已达到 19,750 个。假设经过十年的发展，中国通航机场及临时起降点的个数达到美国现有水平的 10%-15%，即通用航空机场及临时起降点将达到 1,975-2,963 个，则需新增 1,689-2,677 个。根据 2008 年《全国民用机场布局规划》数据测算，新建一个民用运输机场所需投资额约 45 亿元。按照目前的情况来看，中国通用航空机场及临时起降点中，通航机场与临时起降点的比约为 1:6，则未来十年将新增约 241-383 个通用机场，所需投资约为 10,845 亿元-17,235 亿元。相比之下，建立直升机临时起降点所需投资则小的多，建设一个直升机临时起降点所需投资约为 1 亿元，则预计未来十年所需投资约为 1,447 亿元-2,294 亿元。结合两种情况，未来十年通用航空机场及临时起降点总投资额为 12,292 亿元-19,529 亿元。根据经验数据，空管系统建设约占机场总投资额的 1%到 1.5%，即未来十年空管系统市场空间约为 123-292 亿元。

图 8：中国民航机场布局规划图



数据来源：CAAC，安信证券研究中心

图 9：美国通用航空机场分布



数据来源：FAA，安信证券研究中心

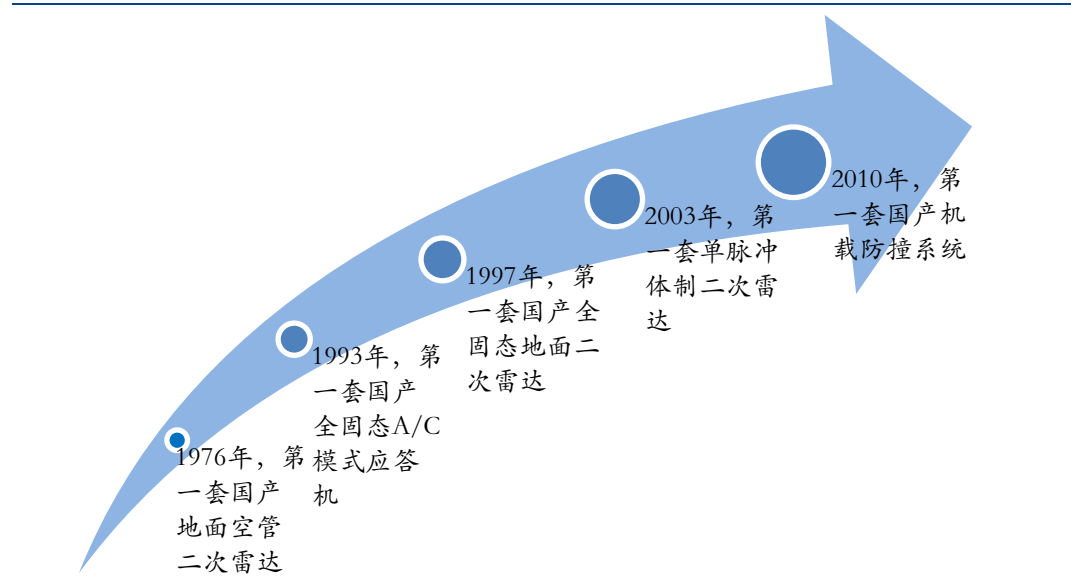
3.3. 低空开放加快，空管系统未来将直接受益

3.3.1. 九洲空管核心技术优势明显，产品线完整

九洲空管是从事军、民用空管系统及设备研制、生产、销售、服务的高科技企业，其产品主要包括空管应答机与二次雷达系统、机载防撞系统、机动式 ADS-B 管制系统、机载便携式 ADS-B 终端、1090ES 数据链地面站、DME 测距仪、DVOR 全向信标、通航飞行服务站与空管信息化系统等空管产品。空管公司掌握了空管领域相关核心技术，空管产品覆盖飞机从起飞、爬升、巡航、下降到着陆的全过程，覆盖空管系统监视、通信、导航和自动化全部四个领域，覆盖军航、民航、警航、体航、通航以及出口市场，涉足空管领域更广，空管技术与国际同步，达到国内一流。

九洲空管 2012 年以来在低空领域多次高分中标，在国家低空空域对空监视和低空通信设施试点建设项目承担任务最多，市场占有率最高。

图 10：九洲空管主要产品发展历程



数据来源：公司官网，安信证券研究中心

目前，九洲空管销售的产品中军品占比较大，在军方空管市场上占据 80% 的市场份额。民用市场是未来主要发展战略方向之一，增长很快，潜力很大。民用空管产品主要应用在民航领域，另外体育竞技领域和警用领域也有一部分应用。九洲空管目前已在民航领

域逐步拓展，机载设备已取得民航适航认证，实现了国内市场的提前占位；地面 ADS-B1090 地面站已取得民航认证，后续有部分相关产品将办理民航认证。

图 11：四川九州空管产业科研战略布局

空管产业科研战略布局

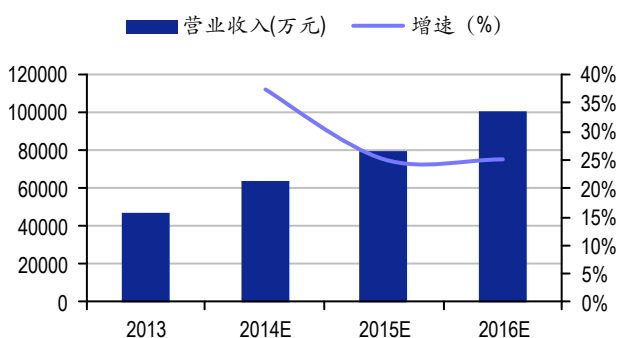
- ★ 1+N+1战略布局：论证、关键技术、工程化
- ★ 联合优势资源，广泛开展合作
- ★ 优化科研体系，引领技术发展



数据来源：九州集团官方网站，安信证券研究中心

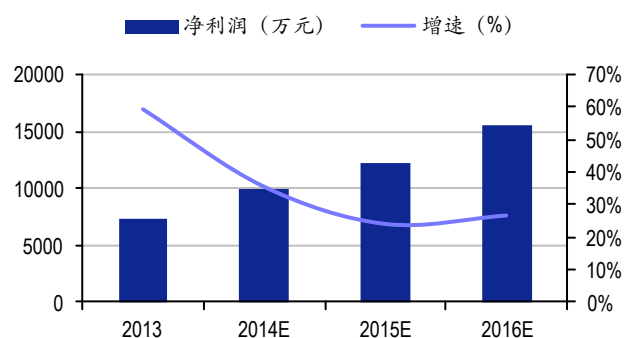
近年来，九州空管在传统军方市场（防撞、应答设备、地面设备等）订货稳定，营业收入保持快速增长，2013 年营业收入 4.67 亿元，2014 年备考营业收入 6.4164 亿元，同比增长 37.3%。按照备考业绩承诺，三年来营业收入平均增速 29.1%，净利润分别为 9891.24 万元、12271 万元、15539 万元，同比增长 35.4%、24.1%、26.6%，2013 年备考净利润 7303.44 万元，同比增长 35.4%，未来几年在监视、通信、导航、自动化等新产品领域将进一步拓展，九州空管净利润增速将保持 25%-30% 左右。

图 12：2013-2014 年九州空管营业收入快速增长



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 13：2014 年九州空管净利润增长 35%



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

3.3.2. 民用二次雷达市场规模近 80 亿元，军用市场远大于民用市场

二次雷达系统也叫做空管雷达信标系统。它最初是在空战中为了使雷达分辨出敌我双方的飞机而发展的敌我识别系统，当把这个系统的基本原理和部件经过发展后用于民航的空中交通管制后，就成了二次雷达系统。管制员从二次雷达上很容易知道飞机的编号、高度、方向等参数，使雷达由监视的工具变为空中管制的手段。

未来几年，民用二次雷达市场随着我国中小型机场的大量新建及区域管制中心的升级改造，需求空间比较大。按照前述假设未来十年将新增约 241-383 个通用机场，按每个新

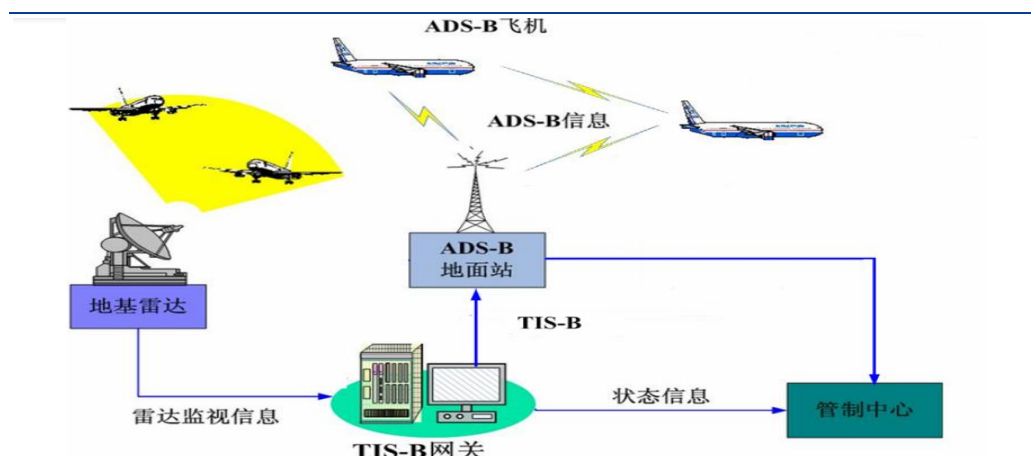
建机场配备一套二次雷达系统，单套价值 2000 万元，预计二次雷达系统的市场需求在 48 亿-76 亿元。如果考虑到对原有机场已过服务期限的进口设备的更新换代，这一市场规模预计在 50-80 亿元的水平，军用二次雷达预计市场需求大于民用航空市场。

"十二五"期间除了民航机场的建设需求，未来随着低空域管制的逐步放开，航管雷达的需求量将出现爆发式增长。2012 年前我国开放 8 个省作为低空域改革试点，2015 年有望实现全国范围的放开。航管雷达将是低空域开放较早受益的行业之一，而公司在军民用二次雷达产品拥有雄厚技术实力，有望全面受益于我国通用航空的大发展。

3.3.3. ADS-B 空管系统未来应用范围广阔，市场规模达 111 亿元

ADS-B 即广播式自动相关监视，它由多地面站和机载站构成，以网状、多点对多点方式完成数据双向通信，实施空对空监视。系统由信息源、信息传输通道和信息处理与显示三部分组成。ADS-B 可以为航空器提供飞机的 4 维位置信息、冲突告警信息，飞行员输入信息，航迹角，航线拐点、航向、空速、风速、风向和飞机外界温度等，使飞行人员清晰地了解周边的交通情况，提高情景意识，并可用于航空公司的运行监控和管理，为安全、高效的飞行提供保障。加快推广应用 ADS-B 是我国由民航大国向民航强国迈进、建设新一代航空运输系统的重要任务之一。

图 14: ADS-B 运行图示



数据来源：百度图片，安信证券研究中心

ADS-B 系统与其他空管系统相比，具有如下优点：

- 1、实现空-空协同。** ADS-B 的位置报告是自发广播式的，航空器之间无须发出问询即可接收和处理渐近航空器的位置报告，因此能有效提高航空器间的协同能力，增强机载防撞系统 TCAS 的性能，实现航空器运行中的空-空协同目的。
- 2、低成本。** ADS-B 设备成本是雷达系统的 10% 左右，并且维护费用低，使用寿命长。
- 3、覆盖区域更广。** 使用 ADS-B 可以解决非雷达覆盖区域的监控问题，该技术与雷达系统相结合，可促进全世界统一的监视服务，可在低能见度、高密度飞行区域提供高精度、抗干扰的监视。
- 4、真正实现飞行信息共享。** 传统的雷达监视技术的远程截获能力差、原始信息格式纷杂、信息处理成本高，且不易实现指定航迹的筛选，难以实现信息共享。而遵循“空地一体化”和“全球可互用”的指导原则发展起来的 ADS-B 技术，可以进行航迹信息共享。
- 5、提供场面监控。** 该技术可以用于通用航空和场面监视，为空地交通提供低成本、高效

率的监控。

目前，国际上生产 ADS-B 的厂家主要集中在美国，这些公司产品线相对更为完善，在中国也占有一定的市场，是四川九洲最强有力的竞争对手。

表 3: ADS-B 系统国际竞争情况

公司名称	主要产品	ADS-B 产品	中国业务
ADS-B Technologies, LLC (美国)	*空基 ADS-B 系统——ADS-B 链路增广系统(ALAS,世界首个空基 ADS-B,始用于 2010 年), 售价 4 万美金 *ADS-B 交钥匙系统 *ADS-B 多链路地面监视系统	*空基 ADS-B 系统——ADS-B 链路增广系统(ALAS,世界首个空基 ADS-B,始用于 2010 年), 售价 4 万美金 *ADS-B 交钥匙系统 *ADS-B 多链路地面监视系统 *ADS-B 系统零部件	06 年与中国总局签了 2 百万美元的合同, 为我国的 160 架通航机安装 ADS-B 系统和建设 6 个地面站
Garmin AT, Inc. (美国)	*差分 GPS、ADS-B 和平板座舱显示器 *ADS-B 设备 *转发器 *地面广播收发器 *高级 - 地面活动引导和控制系统 (A-SMGCS) *机场地面检测设备 (ASDE-X) *ADS-B 收发器	*双链路通用接入收发器 *转发器	2006 年, 中国民航飞行学院与 ADS-B 技术公司正式签订引进 150 套 ADS-B 系统的合同, 作为机载设备的 UAT (GDL90) 为美国 Garmin 公司生产。
Saab Sensis Corporation (美国)	*远征任务规划雷达优化器 (EMPRO) *多传感器数据处理器 (MSDP) *信号处理器增强机 (SPE-3000) *系统接口单元 (SIU) *地面活动雷达 (SR-3)	*ADS-B 收发器	成都 ADS-B 系统为美国 SENSIS 公司提供, 采用的是 S 模式 1090 ES
Aviation Communication & Surveillance Systems, LLC (美国)	*ADS-B 系统 *TCAS 系统	*ADS-B 系统	
Thales SA (ENXTPA:HO) (法国)	*导航系统 *雷达和空中交通控制中心 *监控系统 *卫星导航产品 *机场管理解决方案 *电子战系统 *目标捕获和侦察系统	*独立 ADS-B 系统	成都-拉萨航线康定机场安装了 THALES ADS-B 地面站
Selex ES S.p.A (意大利)	*通信, 导航和识别子系统 *直升机综合防御辅助系统 *任务航空电子设备 *雷达	*ADS-B/MLAT 地面站 *AX680 系列	

数据来源: 相关公司网站, 安信证券研究中心

与 ADS-B 系统在国际市场上的竞争情况相比, 国内市场中的竞争相对较为缓和。九洲空管的 ADS-B 系统产品问世较早, 在军用市场上已经占有了一定的市场份额, 市场龙头地位明显。国内其他开发 ADS-B 系统的主要单位有中国民航局第二研究所、信威通信等, 这些单位都没有上市, 上市公司中只有四川九洲有相应业务, 而且九州空管在国内 ADS-B 系统领域的市场竞争优势遥遥领先, 产品系列也最为齐全。

表 4: ADS-B 系统国内竞争情况

公司/单位名称	ADS-B 产品	业务
中国民航局第二研究所	*GRE-I 型 1090MhzADS-B 地面站系统获	民航二所研制的 ADS-B 地面站系统已经在双流、桂林、喀什、克拉玛依等机场以及 Z1、B125 西段等航路得了应用验证, 运行情况良好, 解决了机场场面、塔台和航路的监视问题。
信威通信产业集团	*ADS-B 系统	2012 年 2 月 8 日, 公司与民航空管技术装备发展有限公司合作开发的 ADS-B 设备成功拿到中国民用航空局颁发的全国首张使用许可证。
民航空管技术装备发展有限公司	*ADS-B(1090ES)	2013 年 1 月 29 日, 与民航大学共同开发的 ADS-B(1090ES) 系统试水飞行。
中南空管局技保中心	*ADS-B 系统	2014 年 7 月 8 日, 中南空管局技保中心自主研发的 ADS-B 系统在神农架机场完成安装调试, 并顺利通过校飞, 投入试运行。
四川九洲	<ul style="list-style-type: none"> ● 1090ES、UAT 两种数据链系统 ● 机载端、地面站、手持便携式、车载机载式 ● 一、二线维修检测设备 ● 适用于军航、民航、通航、体航、警航 	2012 年参加沈阳、珠海等低空空域试点建设任务竞争性谈判, 均取得第一, 承担各区域共 30 余套 ADS-B 地面站建设任务承担沈阳区域机载式 ADS-B 管制系统研制任务, 并通过空军机关组织的验收测试 机载便携式 ADS-B 终端承担了体育公安武警系统首批 500 多套供货任务

数据来源: 相关公司网站, 安信证券研究中心

由于 ADS-B 系统卓越的技术优势, 在通航发达的国家, ADS-B 技术已经较为普及, 但在我国该系统覆盖率并不高。我国西部、青藏高原等地区受特殊地形和建设条件的限制, 存在大面积的雷达和甚高频 (VHF) 覆盖盲区, 其他地区也存在雷达覆盖不完善的情况, ADS-B 可以作为主要或补充监视手段。即使在雷达覆盖区域比较丰富的东部地区, 将 ADS-B 亦可作为技术升级的手段。

根据民航管理局的规划, 十二五期间将在全国范围内建成 280 个 ADS-B 地面站, 并进一步推广其应用, 十三五期间完成 386 个 ADS-B 地面站建设, 实现航路航线和运输机场监视覆盖。民航管理局主张引进与自主创新结合, 在引进国外先进技术与设备的基础上, 大力推进机载设备及地面系统的自主研制和国产化进程。由于九洲空管的 ADS-B 在军品市场的高市场占有率, 其军转民时适航取证更容易, 因此随着通用航空的放开, 公司有望凭借在 ADS-B 技术上的优势在航空监控领域具有很强的先发优势。截止 2011 年 5 月, 通过采样调查, 我国目前安装 ADS-B 的飞行器只占雷达探测到飞行器数量的 45.4%, 也就是只有不到一半的飞行器安装了 ADS-B 系统。根据我们测算, 到 2020 年, 国内民航 ADS-B 系统(包括机载系统和地面站)市场规模 111 亿元, 四川九洲能够获得 77 亿元。

表 5: ADS-B 系统市场规模测算

年份	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
民航飞机 (架)	2181	2405	3191	3589	4004	5005	6256	7820	9775	12219	15274	19093
增长率 (%)	11	10	33	12	12	25	25	25	25	25	25	25
机载 ADS-B 安装率 (%)					49	50	58	68	78	88	98	100
当年需安装 ADS-B 的飞机数量						541	1,147	1,694	2,314	3,136	4,226	4,073
市场占有率 (%)	---	---	---	---	---	50	55	60	65	70	75	80
机载系统年销售数量	---	---	---	---	---	270	631	1,017	1,504	2,195	3,169	3,258
机载系统售价 (万)	---	---	---	---	---	50	50	50	50	50	50	50
机载系统年销售额 (亿)	---	---	---	---	---	1	3	5	8	11	16	16
ADS-B 地面站数量	---	---	---	---	150	200	280	357	434	512	589	666
ADS-B 地面站新增量	---	---	---	---	---	50	80	77	77	77	77	77
地面站售价 (万)	---	---	---	---	---	500	500	500	500	500	500	500
地面站年销售额 (亿)	---	---	---	---	---	1	2	2	3	3	3	3
ADS-B 销售总额 (亿)	---	---	---	---	---	3	5	7	10	14	19	19

数据来源: 民航管理局, 安信证券研究中心

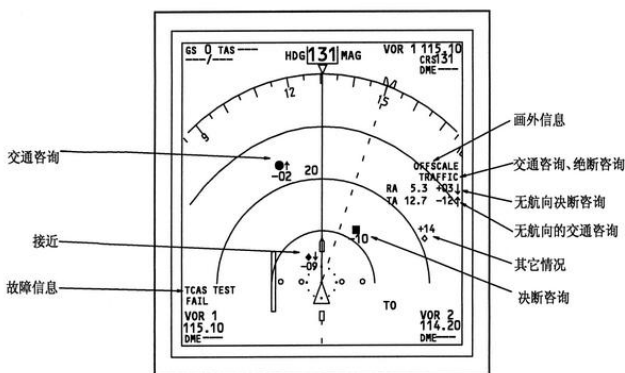
3.3.4. 机载防撞系统，未来市场规模估计达 76 亿元

机载防撞系统是安装于中大型飞机的一组电脑系统，用以防止飞机在空中互撞。TCAS 显示邻近飞机与自己飞机的间距与航向，显示范围可以由飞行员决定(从 2.5 哩至 30 哩)，若是与别架次飞机的距离或航向有相撞的危险时，TCAS 会用声音及显示警告飞行员，并且会用语音指示避撞的动作。美国航空体系称之为空中交通预警和防撞系统 (TCAS:Traffic Alert and Collision Avoidance System)，欧洲航空体系称之为机载防撞系统 (ACAS: Airborne Collision Avoidance System)。

TCAS 主要由询问器、应答机、收发机和计算机组成。在二次雷达用应答机确定飞机的编号、航向和高度的原理上，把询问装置装在飞机上，使飞机之间可以显示相互之间的距离间隔，从而使驾驶员知道在一定范围内飞行的航空器之间的相互间隔及时采取措施，避免碰撞。和二次雷达一样，TCAS 系统需要飞机上都装有应答机才有作用。监视范围一般为前方 30 海里，上、下方为 3000 米，在侧面和后方的监视距离较小。TCAS 的询问器发出脉冲信号，这种无线电信号称为询问信号，与地面发射的空中雷达交通管制信号类似。当其他飞机的应答器接收到询问信号时，会发射应答信号。TCAS 的计算机根据发射信号和应答信号间的时间间隔来计算距离。同时根据方向天线确定方位，为驾驶员提供信息和警告，这些信息显示在驾驶员的导航信息显示器上。TCAS 可以提供语言建议警告，计算机可以计算出监视区内 30 架以内飞机的动向和可能的危险接近，使驾驶员有 25—40 秒的时间采取措施。

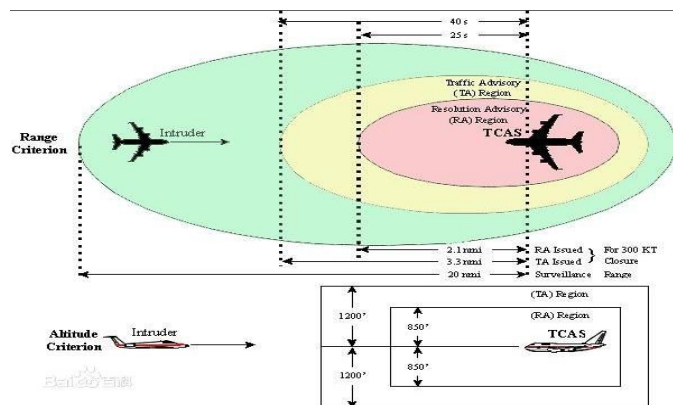
TCAS 分为两类：TCAS I 和 TCAS II。最新的 TCAS III 除了有上下避撞措施之外，还增加左右避撞能力。TCAS II 是更先进的 TCAS，具有被称作“处理建议” (RA) 的附加功能。TCAS II 能提供入侵 (相遇) 飞机的相对位置等图象信息，相关的字符信息，以及与交通咨询、解脱咨询相关联的语音提醒信息等，显示在 TCAS 的专用显示器、电子飞行仪表系统或其它显示器上。TCAS II 在 EADI 上显示的信息如图。

图 15: TCAS 在 EADI 显示



数据来源：百度图片，安信证券研究中心

图 16: TCAS 系统工作原理



数据来源：百度图片，安信证券研究中心

我国民航使用的客机比较先进，绝大部分已预先安装了最新版本的防撞系统。为进一步加强航空安全，从 2002 年中期起也开始对其他未安装防撞系统的客机进行强制安装，这一工作于 2002 年底已经完成。2003 年起，未安装防撞系统的民航客机规定不得飞行，其他小型飞机由于飞机结构、技术原因等无法安装的将被严格限制飞行时段、飞行高度和范围，并逐步退出商业运营。因此，机载防撞系统的主要需求来源于新增飞机配套需求和原有飞机设备更新。预计到 2020 年，四川九洲机载防撞系统的市场规模将达到 76 亿元。

表 6: 机载防撞系统市场规模测算

年份	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
民航飞机(架)	2181	2405	3191	3589	4004	5005	6256	7820	9775	11730	14663	18329
增长率(%)	11.22	10.27	32.68	12.47	11.56	25.00	25.00	25.00	25.00	20.00	25.00	25.00
年增长量	220	224	786	398	415	1,001	1,251	1,564	1,955	1,955	2,933	3,666
旧系统替换率(%)	---	---	---	---	---	20	20	20	20	20	20	20
年替换量	---	---	---	---	---	801	1,001	1,251	1,564	1,955	2,346	2,933
新置系统总量	---	---	---	---	---	1,802	2,252	2,815	3,519	3,910	5,279	6,598
市场占有率(%)	---	---	---	---	---	10	15	20	25	30	35	40
九洲年销售数量	---	---	---	---	---	180	338	563	880	1,173	1,848	2,639
系统售价(万)	---	---	---	---	---	100	100	100	100	100	100	100
九洲年销售额(亿)	---	---	---	---	---	2	3	6	9	12	18	26

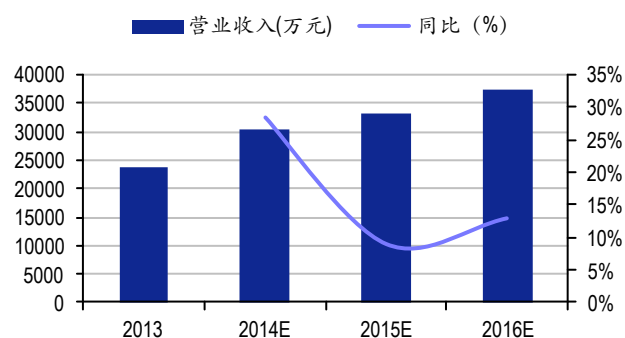
数据来源：安信证券研究中心

4. 九洲信息：聚焦物联网，重点涉足军事物流信息化

九洲电子信息系统股份有限公司(九洲信息)主要从事物联网产业领域军事物流信息化、智能溯源以及智能安防产品的研发制造的高新技术企业。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，推出了食品、药品、危险品和农村土地房屋确权等智能溯源系统、物流信息化系统、城市智能监控系统、安监系统等系统解决方案。

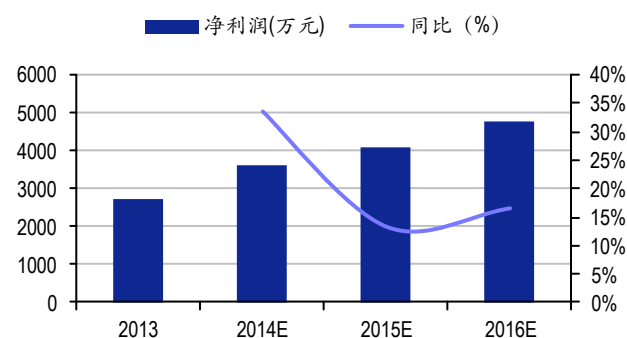
九洲信息拥有省级企业技术中心，有一批经验丰富的行业专家、技术专家和项目管理专家，并承担了国家部省级、总装及军兵种等重点科研项目十一项，包括军队 RFID 集成应用、符合国军标标准的 RFID 设备及国产化系统研制，同时开发出拥有自主知识产权的超高频阅读器芯片及标签芯片及应用，首创开发国家重点新产品射频识别智能终端。

图 17：2014 年九州信息营业收入增长 28.6%



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 18：2014 年九州信息净利润增长 33.6%



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

4.1. 民品业绩突出，下游应用领域广泛

公司在民品方面已经取得了重要的业绩，公司产品在食品溯源、安防监控等领域得到了广泛应用。

福建、宁夏、湖南、广州等生猪生产大省进行推广应用。

4.1.2. 智能安防项目进展顺利，应用拓展至交通运输等领域

九洲信息可以提供全套安防监控工程设计方案以及相应产品和施工服务，具体的智能安防产品主要有各类传感器、防盗报警装置、视频监控设备以及网络信息平台设备等。在市场项目方面，九洲信息主要集中精力做好西部市场，已成功在广西柳州、新疆库尔勒、四川绵阳、内江等诸多城市成功实施了安防工程项目。

图 21：四川九洲安防监控产品



数据来源：公司网站，安信证券研究中心

成都九洲作为知名的视频监控产品及解决方案提供商不但拥有高端领先监控技术，同时也提供适用于城市交通管理的整体解决方案。针对城市交通管理问题，公司经过长达数年的多区域时段测试改进，开发出适用于现今社会治安公共安全与城市交通安全管理的一套数字化管理系统。在绵阳、攀枝花的智能交通系统由成都九洲承接。公司开发了闯红灯自动记录系统，高清抓拍系统，城市监控系统，CNG 监控系统等子系统，这些系统在成都市已经大面积使用。

4.2. 积极参与军事信息化领域竞争，军品市场有望做大做强

就整个物联网的概念来讲，成都九洲自有产品完全涵盖“传感层—通信层—应用层”的全线产品与服务，在传感方面有 RFID 相关产品，光纤通信产品以及智能监控产品。基于这些产品形成的技术优势的基础上，九洲信息不断参与有关军事部门的合作，并取得了一定的成绩。

军事物流信息化概念范围很广，具体到业务而言，是指通过建立军事物流管理平台和相应物流信息数据库，运用 RFID、电子标签、全球定位系统、卫星通讯系统等先进技术，实现军用物资从出厂、仓储、运输再到前线使用的全过程无缝管理和控制。

目前，九洲信息已取得《武器装备科研生产许可证》、《装备承制单位注册证书》、《武器装备质量体系认证证书》、《二级保密资格单位证书》、《计算机信息系统集成企业资质证书》(叁级)等相关资格证书，在总装、海军、空军等部门形成竞争优势，并逐步向总参、总后、二炮等相关领域发展。未来，公司将继续背靠九洲集团的强大支持，开发军品应用，做大做强其军品业务。

5. 受益于军品定价体制改革，军民融合发展

我国自 1995 年以来武器装备采购一直是成本加成 5% 的模式，该模式存在着很多弊端，会对军工企业形成负向激励，做大成本是必然选择，同时也导致军工企业盈利能力较差。

美国则采用多样化分级定价模式和部分成本补偿相结合，可以分为两个层面：对于完全垄断武器装备采用目标成本定价方法；对于非完全垄断武器装备则采用市场化定价方式，引导生产商技术升级，并压缩成本，从而获取盈利，实现了政府与企业双赢。

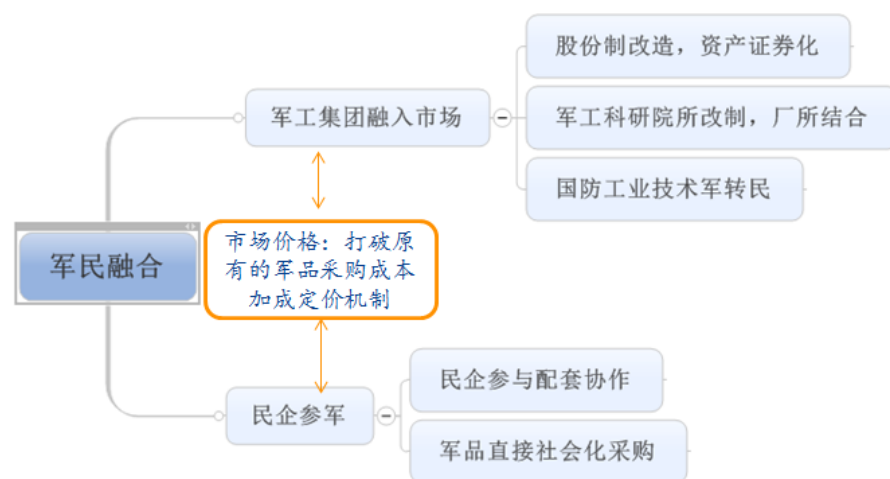
总装备部已于今年启动了装备定价的调整工作，2014 年为试点实施，2015 年部分推广（30% 的型号采用新定价机制），2018 年之前完成所有装备定价机制的调整。

新的定价机制主要为目标价格制，即在研发立项阶段，根据装备的目标技术性能指标、技术路径选择、材料成本密度，结合以往研发过程中的数据积累，确定目标价格。之后再装备目标价格，根据 WBS（工作分解结构）和 PBS（产品分解结构）进行分解，确定各个配套产品目标价格。

因此对于技术创新能力较强的军工单位，新的价格机制并不意味着冲击。这种情况与 90 年代的国企改革相似，能力较弱的企业被市场所淘汰，能力强的企业则越做越强。

2014 年 4 月，工信部印发了《促进军民融合式发展的指导意见》。《指导意见》提出到 2020 年，形成较为健全的军民融合机制和政策法规体系，军工与民口资源的互动共享基本实现，先进军用技术在民用领域的转化和应用比例大幅提高，社会资本进入军工领域取得新进展，军民结合高技术产业规模不断提升。

图 22：军民融合示意图



数据来源：安信证券研究中心整理

6. 集团唯一上市平台，大集团·小公司受益资产整合及国资改革

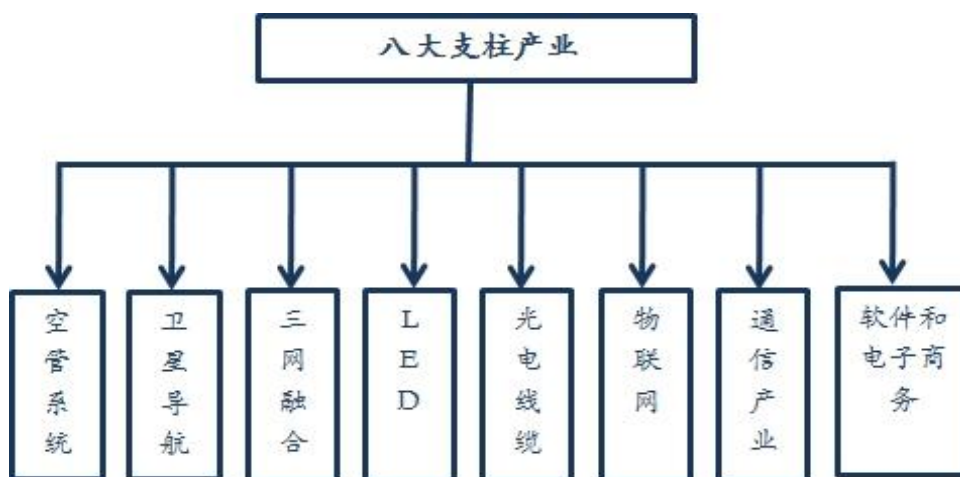
6.1. 九洲集团优质资产众多，科研实力雄厚

九洲电器集团始建于 1958 年，是国家“一五”期间 156 项重点工程之一，是国家从事二次雷达系统及设备、空管系统及设备科研、生产的大型骨干军工企业；集团公司明确了“以

军工为根基、以民品求发展”的发展思路，确立高科技军工企业军民融合发展战略，基本形成以电子信息技术为核心的多领域军工产业、多元化民品产业、多融合军民共用产业协调发展的多元化军民产业布局。即以军工和电子制造服务（EMS）为基础产业，以数字音视频、LED为目标产业，以RFID、配套器件、光电线缆等为协同产业，以房地产、创新投资为代表的机会产业的多元化布局。

九洲集团是军品总体承制单位，具有军品一级保密资质，集团旗下拥有众多优质资产，主要为八大支柱型产业，分别是空管产业、卫星导航、LED、光电雷达、三网融合、光电线缆、物联网、软件和电子商务。我们将简要介绍九洲集团在空管、卫星导航及物联网方面的布局。

图 23：九洲集团八大支柱产业



数据来源：公司网站，安信证券研究中心

在空管方面，九洲集团是中国最早从事空管系统研制、生产的国家高新技术企业，先后研制出中国第一套空管二次雷达系统、第一台空管应答机、第一套S模式空管系统、第一套机载防撞系统、第一套航空服务站等多个国内首台套空管产品，目前已成为国内最大的军、民用空管系统及二次雷达系统研制、生产及出口基地，与北京航空航天大学、民航数据通信公司、空管工程大学合作建设多个空管领域联合实验室，是国家空管监视与通信系统工程技术研究中心依托单位。

2013年，进一步完善军民品产业发展布局，军工核心能力进一步提升。培育确立了军工电子、空管和卫星导航三大核心产业；某型增强型系统项目获得总装立项批复，明确了工厂的系统总师地位；牵头组建四川省北斗卫星导航产业联盟，正式启动九洲“北斗新时空”智联工程，拉开九洲北斗全面应用的序幕。

在卫星导航方面，集团是北斗卫星导航接收机、应用终端及系统的设计开发商，拥有北斗导航民用终端级服务资质，形成覆盖绵阳、成都、重庆三地协同的研发体系，建有四川省首个北斗工程实验室——四川省基于北斗的多模式位置感知及服务工程实验室，已形成包括卫星导航接收机板卡及模块、整机及设备、天线和多个应用系统在内的四大类30余种成熟产品。公司推出了九洲“北斗新时空”智联工程，以成绵高清交通、泛九寨沟智慧景区、重大危险源监控等六个示范工程为建设内容，正式拉开九洲北斗全面应用的序幕。

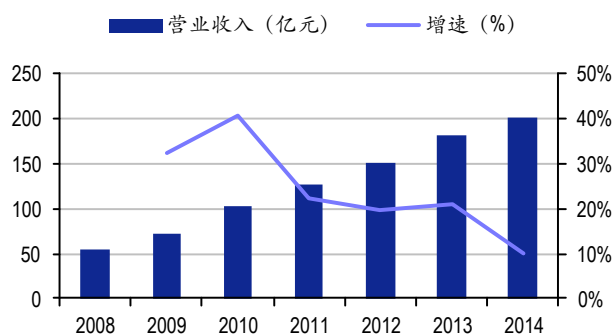
在物联网方面，集团是RFID传感设备等物联网产品和物联网应用系统集成方案提供商，是国内首批通过RFID技术切入物联网产业的企业之一，掌握RFID传感技术、视频传感技术、光纤传感技术、无线宽带传感技术等物联网核心技术，围绕智能物流、智能工业、

智能安防领域，形成 8 个系列共 30 余项典型示范应用系统、百余种硬件设备产品，在公共安全、仓储物流、监控安防、测量测绘、农村确权、公共服务等行业得到了广泛应用。九洲集团科研实力雄厚，已成为以绵阳本部为中心，以北京、深圳、成都、重庆等四大分中心为支撑，集军事电子和民用技术研究开发一体的高水平研究中心。军事电子研究开发机构包括**系统、空管、雷达技术研究所和技术研究部、微波技术研究部、系统部等三所三部，民用技术研究机构包括宽带网络技术研发中心、深圳数字电视研发中心、电源技术研发中心、北京数字电视研发中心、成都基础前沿技术研究中心、半导体照明技术研究中心及重庆导航技术研究中心等。

6.2. 九洲集团中长期营收千亿目标，外延式发展值得预期

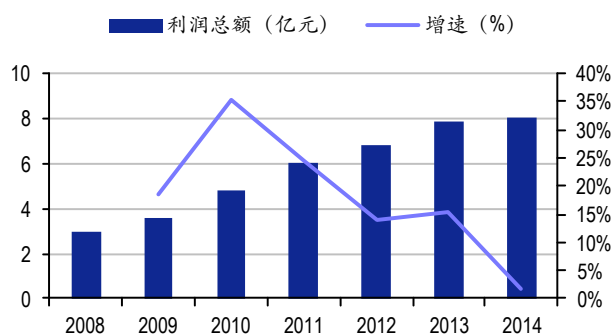
2014 年集团完成工业总产值 187.38 亿元，同比增长 7.05%，实现营业收入 200.55 亿元，同比增长约 10%；实现利润总额超过 8 亿元，同比增长 1.90%。

图 24：2014 年九洲集团营业收入同比增长 10%以上



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 25：2013 年九洲集团利润总额同比增长 1.9%

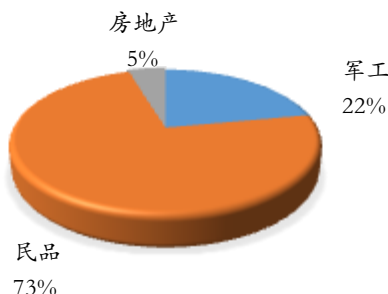


数据来源：公司公告，安信证券研究中心

按照九洲集团的各项业务的收入占比，我们测算 2014 年军品业务收入约 40 多亿元，按照九州空管披露的净利润率 15% 左右，集团层面上，我们测算军品业务的利润将超过 5 亿元。

图 26：九洲集团分业务收入占比

2011 年集团收入分业务占比

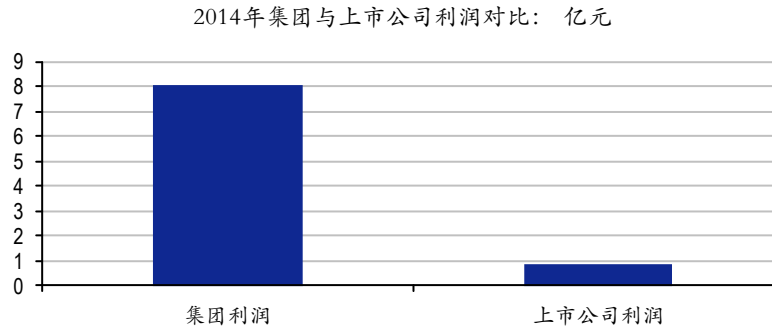


数据来源：九洲集团公告，安信证券研究中心

根据 2014 年公司发布的业绩快报，上市公司四川九洲营业收入 22.66 亿元，同比下降 8.28%，利润总额 8,571.62 万元，同比增长 0.97%，集团的收入规模及利润总额是上市公司 9 倍，典型的“大集团小公司”的特征，未来将直接受益集团相关优质资产再次注入

的预期。

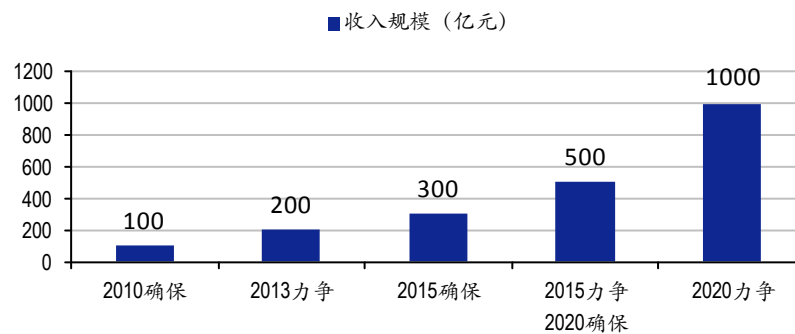
图 27：四川九洲“大集团小公司”特征明显



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

九洲集团定位于军工集团，未来制定了宏伟的发展战略，2020 年要实现千亿收入的发展目标，《九洲集团发展战略规划（2008-2020）》提出了：“3+1”产业结构、“232”战略途径和“12351”目标体系，明确九洲主要产业的战略定位、战略步骤，并系统分析各产业间的战略协同关系和实现九洲整体战略目标必需的保障措施。

图 28：九州集团提出未来“12351”发展规划目标体系



数据来源：九州集团网站，安信证券研究中心

具体的措施包括：

第一、以军品为根基，计划到 2015 年军品业务收入规模 50 亿元，利润支撑主要来自于军品业务。

集团业务未来的产业规划布局，集团 1) 先后成立北斗卫星导航研究所和卫星导航事业部，牵头组建四川省北斗卫星导航产业联盟，积极谋求北斗卫星导航产业转型升级，由传统的终端设备提供商向产业链上下游延伸，联合四川省测绘地理信息局等单位成立四川省北斗导航与位置服务云中心，绵阳市政府投资做北川的通航产业园，主要以九洲集团为主；2) 启动通航运营公司和通航机场管理公司组建，正式迈入通用航空产业发展，抓住通航市场的发展，整个产业链将有几千亿到万亿级的市场规模。

第二、集团提出，依靠自身产业内生式发展很难达到千亿目标，未来将依托资本市场，通过产业并购、合资合作等外延式发展模式做大做强。

四川九洲是集团下属唯一上市平台，集团对上市公司的支持力度很大。2003 年接收了四川湖山，2009 年开始做资本运作，资产重组，2012 年做了非公开发行募投项目，2014 年启动收购九州空管、九州信息的收购。此次收购尽是集团优质资产证券化的开始，将来不排除集团的优质军工资产继续注入上市公司平台的可能性。

我们认为凭借内生式增长这一目标很难完成，必须借助资本市场的力量，不仅通过外延式发展来扩充集团实力，也包括集团现有资产的梳理及整合。预计九洲集团将会充分利用四川九洲的上市平台地位，提高集团资产的证券化率，充分利用资本市场的融资功能，确保研发投入稳定增长，推进技术创新持续开展，通过并购、重组等方式，不断壮大发展规模。

6.3. 四川九洲受益于四川省国企改革加快启动

国企改革将是 2015 年资本市场的投资主旋律之一，2014 年 5 月，四川省政府印发《关于深化国资国企改革促进发展的意见》到 2020 年：

- 1) 实现 80% 的国有资本集中在公共服务、战略性新兴产业等重点行业和关键领域。培育一批国内一流企业和国际化公司；
- 2) 鼓励国有企业通过市场化机制以融资、转让、并购等方式实现国有资本充分流动和股权的多元化。已有上市公司的集团要充分利用上市公司平台，通过分步注入优质资产的方式，实现整体上市。
- 3) 探索采取限制性股票、股票期权、股票增值权、超额利润分享等激励方式，在企业内部建立完善中长期激励机制。

绵阳市的国资改革思路逐渐清晰，2014 年 10 月召开的绵阳市深化国资国企改革工作会议上，市长林书成指出要鼓励企业利用资本市场和产权市场，采取交叉持股、收购兼并等方式进行开放性重组、整合，加快培育一批具有较强竞争力的大企业大集团，推动长虹、九洲等企业再上新台阶，推动长虹和九洲改革试点。2014 年 6 月，关于九洲集团改革试点，已制定《九洲集团综合改革试点初步方案》，目前方案正在修改完善中。

7. 盈利预测及估值

7.1. 盈利预测假设

假设一：由于受到互联网等的冲击，公司注重产品升级，传统数字化机顶盒业务未来收入将保持稳定，预计未来三年收入增速分别为-8.3%、3.0%、2.9%，毛利率分别为 18.6%、18.8%、18.8%。

假设二：假定收购集团的九州空管和九州信息的相关资产在 2015 年完成，按照备考业绩预测，预计 2015-2016 年九州空管的空管业务收入增长 25%、35%；毛利率分别为 40%、40%，一般空管的较高水平。

假设三：九州信息未来受益于军事物流信息化建设加快，2015-2016 年九州信息收入分别增长 9%、20%，毛利率分别为 33%、33%。

假设四：我们按照发行股本 9500 万股最高限进行测算 EPS。

表 7：四川九洲分业务盈利预测

	历史年份				预测年份		
	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
产品总收入	2,561.7	2,031.7	2,624.9	2,426.6	2,266.0	3,465.7	3,878.8
产品总成本	2,232.1	1,713.9	2,187.8	2,015.3	1,847.5	2,601.1	2,866.0
综合毛利率	12.9%	15.6%	16.7%	16.9%			
数字有线电视产品	894.3	998.5	1,236.9	1,119.4	895.5	895.5	895.5
收入增速		11.7%	23.9%	-9.5%	-20.0%	0.0%	0.0%
成本	721.3	789.4	960.0	880.8	725.4	716.4	711.9
产品毛利率	19.3%	20.9%	22.4%	21.3%	19.0%	20.0%	20.5%
卫星接收系统	952.7	648.5	718.9	583.7	467.0	443.6	443.6
收入增速		-31.9%	10.9%	-18.8%	-20.0%	-5.0%	0.0%
成本	870.9	590.9	655.6	491.8	350.3	332.7	332.7
产品毛利率	8.6%	8.9%	8.8%	15.7%	25.0%	25.0%	25.0%
直播卫星系统	322.9	32.5	337.1	281.4	352.3	387.5	406.8
收入增速		-89.9%	937.2%	-16.5%	25.2%	10.0%	5.0%
成本	269.9	28.2	281.7	227.0	260.7	286.8	301.0
产品毛利率	16.4%	13.2%	16.4%	19.3%	26.0%	26.0%	26.0%
光设备、放大器、地面站等网络产	143.3	44.7	23.9	24.6	39.3	17.7	18.6
收入增速		-68.8%	-46.5%	2.9%	59.8%	-55.0%	5.1%
成本	132.0	38.6	20.4	20.6	30.7	13.8	14.5
产品毛利率	7.9%	13.6%	14.6%	16.3%	21.9%	22.0%	22.0%
光电子产品	29.9	26.1	30.5	34.2	109.4	164.2	188.8
收入增速		-12.7%	16.9%	12.1%	219.9%	50.1%	15.0%
成本	26.1	21.1	26.5	31.5	95.2	142.9	164.3
产品毛利率	12.7%	19.2%	13.1%	7.9%	13.0%	13.0%	13.0%
其他收入	218.6	281.4	277.6	383.3	402.5	422.6	443.7
收入增速		28.7%	-1.4%	38.1%	5.0%	5.0%	5.0%
成本	211.9	245.7	243.6	363.6	385.2	404.4	424.6
产品毛利率	3.1%	12.7%	12.2%	5.1%	4.3%	4.3%	4.3%
空管业务	-	-	-	-	-	802.1	1,082.8
收入增速							35.0%
成本	-	-	-	-	-	481.3	649.7
产品毛利率						40.0%	40.0%
物流信息化业务	-	-	-	-	-	332.5	399.0
收入增速							20.0%
成本	-	-	-	-	-	222.8	267.3
产品毛利率						33.0%	33.0%

数据来源：Wind，安信证券研究中心

假设收购九洲空管及九洲信息将在 2015 年 1 季度完成，我们预计 2014-2016 年公司营业收入分别为 22.66 亿元、34.65 亿元、38.78 亿元，同比增长-8.3%、52.9%、11.9%，实现归属母公司净利润分别为 0.8615 亿元、2.58 亿元、3.57 亿元，同比增长 20.2%、199.5%、38.4%，按照发行后总股本计算，对应 EPS 为 0.19 元、0.47 元、0.64 元。

7.2. 首次给予“买入-A”评级，6 个月目标价 25.85 元

完成收购集团相关资产后，公司所处行业属于军工电子类行业，未来主要受益于军工电子业务发展、通航产业的爆发式增长，以及军事物流信息化加快推进。我们选取了目前上市的军工电子行业的相关公司川大智胜、海格通讯、振芯科技、国睿科技、四创电子、光电股份、航天电子，以及军民融合、通航产业的闽福发 A、海特高新、威海广泰、通达动力等作为参照的可比公司，参考公司目前股价对应的 2015 年平均动态市盈率 55.2 倍，而与公司收购资产后业务相近的四创电子、国睿科技、川大智胜三家公司的 2015 年平均市盈率为 57 倍。

表 8: 军工电子及军民融合主题的上市公司估值对比表

股票代码	股票名称	股价	EPS			PE			PB
		2015/1/22	2013A	2014E	2015E	2013A	2014E	2015E	
000547.SZ	闽福发 A	17.59	0.17	0.22	0.28	103.5	80.0	62.8	8.03
002023.SZ	海特高新	25.55	0.39	0.50	0.70	65.5	51.1	36.5	5.31
002111.SZ	威海广泰	17.97	0.30	0.43	0.60	59.9	41.8	30.0	4.54
002253.SZ	川大智胜	26.07	0.49	0.34	0.84	53.2	76.7	31.0	4.45
002465.SZ	海格通信	22.30	0.49	0.46	0.60	45.5	48.5	37.2	4.75
002576.SZ	通达动力	19.70	0.06	0.12	0.22	328.3	164.2	89.5	3.76
300101.SZ	振芯科技	25.98	(0.06)	0.34	0.51	-	76.4	50.9	9.84
600562.SH	国睿科技	54.14	0.74	0.56	0.75	73.2	96.7	72.2	16.87
600990.SH	四创电子	63.40	0.40	0.64	0.91	158.5	99.1	69.7	10.03
600184.SH	光电股份	40.47	(0.79)	0.24	0.48	-	168.6	84.3	9.03
600879.SH	航天电子	16.51	0.25	0.32	0.38	66.0	51.6	43.4	3.38
	均值	29.97	0.22	0.38	0.57	86.7	86.8	55.2	7.72

数据来源: Wind, 安信证券研究中心

此次集团相关资产收购完成后, 根据我们的测算, 九州空管和九州信息的备考净利润分别为 1.3 亿元和 4100 万元, 约占公司净利润的 66%, 公司成为真正军工类上市公司。我们认为给予公司 2015 年 55 倍动态市盈率较为合理, 对应 6 个月目标价 25.85 元, 首次给予公司“买入-A”评级, 对应总市值为 143 亿元。

从中长期角度看, 按照集团公司的整体规划, 假设集团的军工资产全部注入上市公司, 如前测算, 2014 年九州集团的军品业务利润约 5 亿元以上, 给予军工资产 40 倍的市盈率比较合理, 对应的市值在 200 多亿元, 对应长期目标价 36.04 元。

8. 风险提示

- 收购资产程序未获得证监会审核通过, 将直接影响战略转型军工业务的风险;
- 未来通航产业放开进程迟缓影响公司业绩波动的风险

财务报表预测和估值数据汇总(2015年01月26日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E	(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	2,756.7	2,470.7	2,265.9	3,465.5	3,878.6	成长性					
减:营业成本	2,312.7	2,039.3	1,847.4	2,600.9	2,865.9	营业收入增长率	23.4%	-10.4%	-8.3%	52.9%	11.9%
营业税费	13.6	14.9	13.6	20.8	23.3	营业利润增长率	16.2%	-7.8%	-23.0%	566.6%	40.6%
销售费用	132.0	119.1	126.9	204.5	221.1	净利润增长率	26.7%	4.2%	20.2%	199.5%	38.4%
管理费用	192.7	219.1	206.0	336.2	368.5	EBITDA 增长率	18.6%	-1.2%	-14.2%	338.8%	34.4%
财务费用	7.5	-0.4	-0.8	-12.6	-29.3	EBIT 增长率	67.2%	-18.3%	-24.1%	549.3%	36.4%
资产减值损失	39.0	25.3	29.9	31.4	28.9	NOPLAT 增长率	60.0%	-14.9%	-23.7%	519.8%	36.4%
加:公允价值变动收益	0.9	1.5	-1.2	0.3	0.2	投资资本增长率	54.4%	18.8%	-6.9%	27.6%	-3.8%
投资和汇兑收益	0.1	0.8	1.1	0.7	0.8	净资产增长率	61.2%	4.8%	5.2%	100.4%	11.6%
营业利润	60.3	55.6	42.8	285.3	401.2	利润率					
加:营业外净收支	20.2	29.3	42.9	19.8	21.0	毛利率	16.1%	17.5%	18.5%	24.9%	26.1%
利润总额	80.5	84.9	85.7	305.1	422.2	营业利润率	2.2%	2.3%	1.9%	8.2%	10.3%
减:所得税	12.2	9.3	9.4	45.8	63.3	净利率	2.5%	2.9%	3.8%	7.5%	9.2%
净利润	68.8	71.7	86.2	258.2	357.4	EBITDA/营业收入	3.3%	3.6%	3.4%	9.7%	11.6%
						EBIT/营业收入	2.5%	2.2%	1.9%	7.9%	9.6%
资产负债表						运营效率					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E	固定资产周转天数	29	32	34	26	29
货币资金	809.9	780.8	679.8	2,117.4	1,990.9	流动营业资本周转天数	60	79	72	49	44
交易性金融资产	0.9	2.3	1.1	1.4	1.6	流动资产周转天数	265	353	375	346	409
应收帐款	1,050.7	1,115.8	1,062.0	1,460.1	1,427.3	应收帐款周转天数	117	158	173	131	134
应收票据	111.8	202.3	162.8	232.3	287.6	存货周转天数	52	54	54	47	58
预付帐款	27.6	15.4	17.0	30.4	23.9	总资产周转天数	324	439	486	439	507
存货	393.8	349.8	327.6	582.7	659.2	投资资本周转天数	87	129	148	106	104
其他流动资产	1.6	0.6	0.8	1.0	0.8	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	4.9%	5.1%	4.9%	8.4%	10.4%
持有至到期投资	10.0	10.0	10.0	176.7	176.7	ROA	2.4%	2.4%	2.6%	4.8%	6.6%
长期股权投资	4.3	275.8	275.8	275.8	275.8	ROIC	11.0%	6.0%	3.9%	25.8%	27.6%
投资性房地产	178.5	169.9	169.9	169.9	169.9	费用率					
固定资产	218.5	226.0	200.5	292.8	331.2	销售费用率	4.8%	4.8%	5.6%	5.9%	5.7%
在建工程	-	9.0	11.4	12.8	13.7	管理费用率	7.0%	8.9%	9.1%	9.7%	9.5%
无形资产	10.6	15.3	14.1	87.1	79.7	财务费用率	0.3%	0.0%	0.0%	-0.4%	-0.8%
其他非流动资产	-	-	-	-	-	三费/营业收入	12.1%	13.7%	14.7%	15.2%	14.4%
资产总额	2,836.7	3,189.2	2,946.3	5,455.1	5,452.7	偿债能力					
短期债务	428.3	474.8	226.9	-	-	资产负债率	50.6%	54.0%	47.6%	43.2%	36.6%
应付帐款	682.6	919.7	855.8	1,297.2	1,568.7	负债权益比	102.5%	117.2%	90.7%	76.2%	57.8%
应付票据	141.1	115.2	131.1	230.1	199.8	流动比率	1.71	1.47	1.64	2.47	2.24
其他流动负债	-	-	-	529.4	-	速动比率	1.43	1.26	1.40	2.14	1.90
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	9.03	-138.25	-52.50	-21.64	-12.69
其他非流动负债	-	-	-	-	-	分红指标					
负债总额	1,436.0	1,720.9	1,401.2	2,358.7	1,997.4	DPS(元)	-	-	-	-	-
少数股东权益	63.7	59.8	49.9	51.0	52.5	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	459.9	459.9	459.9	554.9	554.9	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	877.4	949.1	1,035.3	2,490.5	2,847.9						
股东权益	1,400.8	1,468.3	1,545.1	3,096.4	3,455.3						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E	EPS(元)	0.15	0.16	0.19	0.47	0.64
净利润	68.3	75.6	86.2	258.2	357.4	BVPS(元)	2.91	3.06	3.25	5.49	6.13
加:折旧和摊销	24.7	35.5	34.3	62.1	78.1	PE(X)	125.1	117.3	98.8	39.9	29.3
资产减值准备	39.0	25.3	-	-	-	PB(X)	6.5	6.1	5.8	3.4	3.1
公允价值变动损失	-0.9	-1.5	-1.2	0.3	0.2	P/FCF	-81.6	-268.1	-89.4	33.5	-81.6
财务费用	6.3	-4.0	-0.8	-12.6	-29.3	P/S	3.1	3.5	3.8	3.0	2.7
投资损失	-0.1	-0.8	-1.1	-0.7	-0.8	EV/EBITDA	31.7	51.4	105.3	25.4	18.0
少数股东损益	-0.5	3.8	-9.9	1.1	1.5	CAGR(%)	56.0%	68.1%	8.3%	56.0%	68.1%
营运资金的变动	-284.0	-81.6	44.6	-82.5	76.1	PEG	2.2	1.7	11.9	0.7	0.4
经营活动产生现金流量	-163.1	44.5	152.1	225.9	483.2	ROIC/WACC	1.3	0.7	0.5	3.1	3.4
投资活动产生现金流量	-7.0	-88.3	-6.5	-395.4	-109.6	REP	2.7	6.4	19.0	2.4	2.2
融资活动产生现金流量	544.1	-21.5	-246.6	1,607.1	-500.1						

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A— 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B— 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

王书伟、邹润芳分别声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮编： 200123

北京市

地址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编： 100034