

航天机电 (600151)

——公司公告计提神舟硅业放下历史包袱利空出尽 未来业务重心是电站和汽配两翼齐飞

报告原因：有信息公布需要点评

增持

维持

市场数据：2015年01月26日

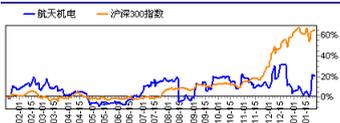
收盘价(元)	10.67
一年内最高/最低(元)	11.87/6.6
上证指数/深证成指	3381/11692
市净率	3.5
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	12854

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2014年09月30日

每股净资产(元)	3.01
资产负债率%	56.46
总股本/流通A股(百万)	1250/1205
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《航天机电(600151)——电站开发环境改善,剥离不良资产利好长期发展,维持增持评级》2014/10/22

《航天机电(600151)——猛龙过江,央企三头切入光伏分布式,首次覆盖给予“增持”》2014/10/08

证券分析师

孔凌飞 A0230512060003
konglf@swsresearch.com
武夏 A0230513070010
wuxia@swsresearch.com
余文俊 A0230513070005 BAM599
yuwj@swsresearch.com

研究支持

韩启明 A0230114090001
hanqm@swsresearch.com

联系人

何婧雯
(8621)23297818×7467
hejw@swsresearch.com

地址：上海市南京东路99号
电话：(8621) 23297818
上海申银万国证券研究所有限公司
(隶属于申万宏源证券有限公司)

<http://www.swsresearch.com>

投资要点：

- **公司公告 2014 年度业绩快报 预计 2014 年度营业总收入 37.85 亿元 同比增长 12.7%；归属于上市公司股东净利润 2092 万，同比下降 85.5%；基本每股收益 0.0167，同比下降 85.53%。**
- **业绩增长原本靓丽，计提多晶硅业务放下包袱。**根据公告，公司持有神舟硅业的可供出售金融资产账面价值为 2.48 亿元，公司对此全额计提了减值损失。剔除这一因素，公司经营利润为 31,985 万元，同比增加 12,231 万元，增幅达到 61.92%。我们判断尽管计提多晶硅业务对当期业绩的负面影响较大，但是由于之前公司已经做过预告，市场已经较为充分地消化这一消息，对股价的负面影响有限。另一方面，行业里多晶硅产能供应仍然较为充分，未来多晶硅价格不太可能大幅上涨，因此公司根据大股东决策对剩余股权价值完成减值计提有利于公司彻底放下包袱，集中精力在电站业务上快速发展。
- **未来业务重心是电站和汽配业务两翼齐飞。**公司 2015 年将继续发力电站业务，努力完成十二五项目开发 1GW 的目标，并尝试探索多元化的融资模式。公司高端汽配业务历史表现稳健，2013 年业务收入 2.64 亿元，未来将持续整合客户资源和销售渠道，逐步退出低附加值的汽配产品，大力发展系统级的汽车电子产品，并存在资产并购预期。未来高端汽配业务还有可能在新能源汽车电子领域发展。
- **维持投资评级不变，下调盈利预测。**我们维持增持评级不变，下调 2014-2016 年盈利预测分别为 0.02 元、0.31 元和 0.55 元(之前是 0.26 元、0.42 元和 0.54 元)，对应 PE 为 15 年 34 倍和 16 年 20 倍，未来 6 个月目标价 15 元。

财务数据及盈利预测

	2013	14Q1-Q3	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	3,359	2,179	3,785	6,509	10,261
同比增长率(%)	119.62	13.50	12.70	71.94	57.66
净利润(百万元)	144	36	21	389	684
同比增长率(%)	-	-81.93	-85.5	1761.1	75.7
每股收益(元/股)	0.12	0.03	0.02	0.31	0.55
毛利率(%)	14.5	14.3	16.0	17.0	17.9
ROE(%)	3.8	1.0	0.6	9.3	14.0
市盈率	93		534	34	19

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

合并损益表

百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1,529	3,359	3,785	6,509	10,261
光伏	994	2,620	2,914	5,316	8,581
汽车零配件	261	264	278	500	900
新材料及其他	200	303	394	453	520
太阳能系统产品	0	0	0	0	0
其他	74	172	200	240	260
营业总成本	2,898	3,398	3,656	6,079	9,261
营业成本	1,874	2,871	3,180	5,402	8,420
光伏	1,441	2,252	2,443	4,454	7,097
汽车零配件	228	233	244	375	675
新材料及其他	151	262	342	394	453
太阳能系统产品	0	0	0	0	0
其他	54	124	150	180	195
营业税金及附加	3	12	13	23	36
销售费用	97	102	114	130	154
管理费用	399	312	360	423	513
财务费用	298	91	0	0	0
资产减值损失	227	10	(10)	100	138
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	79	210	(82)	200	200
营业利润	(1,289)	170	48	630	1,200
营业外收支	50	28	24	46	46
利润总额	(1,240)	198	72	676	1,246
所得税	2	10	43	133	293
净利润	(1,241)	188	29	543	953
少数股东损益	(352)	43	8	153	269
归属于母公司所有者的净利润	(889)	144	21	389	684

资料来源:申万宏源研究

合并现金流量表

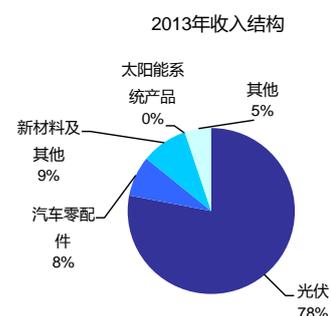
百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	(1,241)	188	29	543	953
加:折旧摊销减值	579	177	159	270	308
财务费用	303	108	0	0	0
非经营损失	(80)	(210)	82	(200)	(200)
营运资本变动	(135)	(149)	(39)	(161)	(238)
其它	0	0	0	0	0
经营活动现金流	(571)	115	231	451	823
资本开支	845	922	0	0	0
其它投资现金流	(2)	249	166	(48)	200
投资活动现金流	(729)	(486)	166	(48)	200
吸收投资	1,922	20	0	0	0
负债净变化	29	380	(226)	(156)	(156)
支付股利、利息	338	128	0	0	0
其它融现现金流	(6)	(41)	0	0	0
融资活动现金流	1,607	231	(226)	(156)	(156)
净现金流	307	(143)	170	247	867

资料来源:申万宏源研究

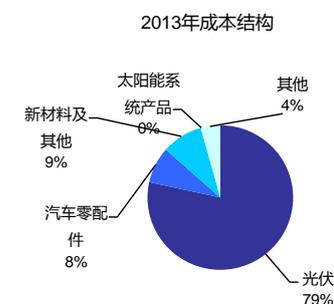
关键假设

	2013	2014E	2015E	2016E
组件外销量(MW)	370	451	500	900
电站确认规模(MW)	150	170	480	800

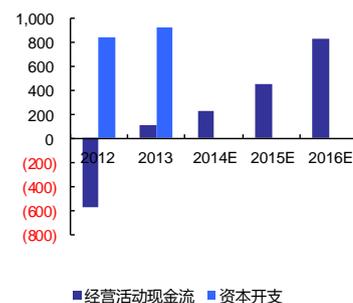
收入结构



成本结构



资本开支与经营活动现金流

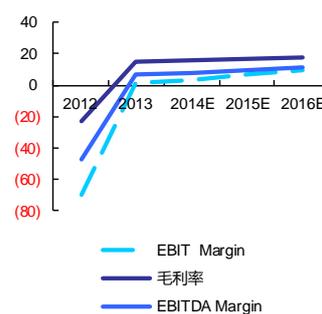


合并资产负债表

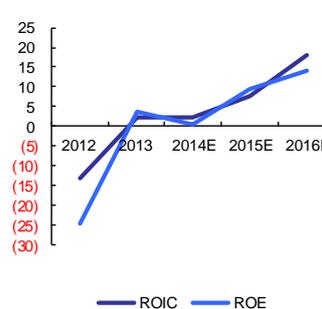
百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	3,081	3,721	3,891	5,874	8,777
现金及等价物	1,006	929	852	1,347	2,213
应收款项	1,476	1,893	2,027	2,878	4,052
存货净额	590	795	909	1,545	2,408
其他流动资产	9	104	104	104	104
长期投资	523	704	704	704	704
固定资产	6,888	3,015	2,846	2,677	2,508
无形资产及其他资产	654	381	381	381	381
资产总计	11,146	7,822	7,823	9,636	12,371
流动负债	4,863	2,194	2,322	3,749	5,686
短期借款	3,327	270	200	200	200
应付款项	1,324	1,843	2,041	3,468	5,405
其它流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	2,056	1,828	1,672	1,516	1,360
负债合计	6,919	4,022	3,994	5,265	7,046
股本	1,250	1,250	1,250	1,250	1,250
资本公积	2,866	2,864	2,864	2,864	2,864
盈余公积	204	209	210	225	251
未分配利润	(686)	(546)	(526)	(151)	506
少数股东权益	592	23	31	184	453
股东权益	4,227	3,800	3,829	4,372	5,325
负债和股东权益合计	11,146	7,822	7,823	9,636	12,371

资料来源:申万宏源研究

经营利润率(%)



投资回报率趋势(%)

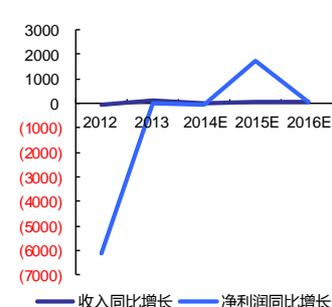


重要财务指标

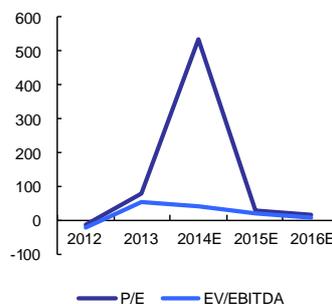
	2012	2013	2014E	2015E	2016E
每股指标(元)					
每股收益	-0.71	0.12	0.02	0.31	0.55
每股经营现金流	-0.46	0.09	0.18	0.36	0.66
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股净资产	2.91	3.02	3.04	3.35	3.90
关键运营指标(%)					
ROIC	(13.3)	2.2	2.2	7.7	18.2
ROE	(24.5)	3.8	0.6	9.3	14.0
毛利率	(22.5)	14.5	16.0	17.0	17.9
EBITDA Margin	(46.9)	6.5	7.9	9.2	11.4
EBIT Margin	(70.0)	1.5	3.4	6.6	9.7
收入同比增长	(35.9)	119.6	12.7	71.9	57.7
净利润同比增长	(6112.0)	#VALUE!	(85.5)	1761.1	75.7
资产负债率	62.1	51.4	51.1	54.6	57.0
净资产周转率	0.42	0.89	1.00	1.55	2.11
总资产周转率	0.14	0.43	0.48	0.68	0.83
有效税率	(0.1)	(83.1)	28.0	28.0	28.0
股息率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
估值指标(倍)					
P/E	-12.5	77.3	533.0	28.6	16.3
P/B	3.1	3.0	2.9	2.7	2.3
EV/Sale	10.2	3.5	3.0	1.7	1.0
EV/EBITDA	-21.7	53.3	38.5	18.4	8.8

资料来源:申万宏源研究

收入与利润增长趋势(%)



相对估值(倍)



信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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，资格证书编号为：ZX0065。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral) : 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

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。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。