

电气设备

2014年10月22日

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

报告原因：有业绩公布需要点评

增持

维持

市场数据:	2014年10月21日
收盘价(元)	9.85
一年内最高/最低(元)	11.2/6.6
上证指数/深证成指	2340/8107
市净率	3.3
息率(分红/股价)	0.36
流通A股市值(百万元)	11866

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)——猛龙过江，央企巨头切入光伏分布式，首次覆盖给予“增持”》 2014/10/08

《晨会推荐 131011》 2013/10/11

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
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

<http://www.swsresearch.com>

盈利预测:

单位：百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	毛利率	净资产收益率	市盈率	EV/EBITDA
2013	3358.	119.6	144.3	-	0.12	14.5	3.8	82.1	60.8
14Q1-Q3	2,179	14	36	-82	0.03	14.3	1.0		
2014E	5578.	66.1	336.2	133.0	0.26	15.6	8.2	37.9	40.9
2015E	7151.	28.2	519.3	54.5	0.42	15.6	11.2	23.5	35.0
2016E	8899.	24.5	674.3	29.8	0.54	16.4	12.7	18.2	26.0

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;

投资要点:

- **前三季度业绩符合预期，迎接年底业绩高峰期。**2014年前三季度公司实现营业收入 21.79 亿元，同比增长 13.5%；实现归属于母公司所有者的净利润 0.36 亿元，同比下降 82%；实现每股收益 0.029 元。公司全年营业收入有望达到 55.78 亿元，同比增长 66%，主要由于公司电站挂牌销售集中在四季度。
- **能源局出手强力打压路条交易，公司获取路条的竞争优势更加明显。**能源局近期发布《关于进一步加强光伏电站建设与运行管理工作的通知》，强调“禁止买卖项目备案文件及相关权益”，对市场上风行的电站收购交易造成直接冲击，但公司一直坚持自主开发路条的模式，而且公司的央企背景保障获取路条的竞争优势更加明显，电站开发龙头地位进一步得到巩固。
- **执行新会计准则，预备计提甩下多晶硅包袱。**公司公告因执行新会计准则，持有的内蒙古神舟硅业剩余的 19.63% 股权预计将发生 1.2-2.47 亿元的减值，考虑到多晶硅价格长期趋势是缓慢下降，未来实现大幅盈利的可能性很小，公司对剩余股权价值减值计提有利于公司彻底摆脱历史包袱。由于公司目前仍在做资产减值测试，神舟硅业的具体减值金额未定，我们等待具体公告后再做盈利预测。
- **组件销售保持较快增长，电站开发进展顺利。**公司三季度收入达到 8.69 亿元，同比增长 11%。我们分析公司的汽配和新材料业务没有大幅变化，公司三季度也没有电站股权转让，同时公司组件外销的日本市场需求旺盛，可以判断三季度收入的增长主要来自组件海外销售。公司在三季度挂牌拟出售兰州太科、宁东神舟、伊吾太科三个电站项目共计 169.5 MW，预计在四季度可以实现挂牌转让和对应的收入确认。我们判断全年开工 400MW 预期不变，电站转让规模不低于 220MW。
- **维持盈利预测，维持买入评级。**考虑到公司未来在电站开发领域的竞争优势，以及高端汽配收购的潜在可能，维持盈利预测 14-16 年 EPS 为 0.26、0.42 和 0.54 元，未来三年 CAGR 约 42%，维持“增持”评级。

财务摘要

合并损益表

百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1,529	3,359	5,578	7,151	8,900
光伏	994	2,620	4,590	5,786	6,765
汽车零部件	261	264	304	350	402
新材料及其他	200	303	484	775	1,473
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	5,426	6,944	8,559
营业成本	1,874	2,871	4,709	6,038	7,440
光伏	1,441	2,252	3,870	4,892	5,639
汽车零部件	228	233	268	308	354
新材料及其他	151	262	421	659	1,252
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	19	25	31
销售费用	97	102	167	215	267
管理费用	399	312	474	608	756
财务费用	298	91	0	0	0
资产减值损失	227	10	56	58	64
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	79	210	300	500	600
营业利润	(1,289)	170	452	708	941
营业外收支	50	28	33	33	33
利润总额	(1,240)	198	485	741	974
所得税	2	10	37	48	75
净利润	(1,241)	188	448	692	899
少数股东损益	(352)	43	112	173	225
归属于母公司所有者的净利润	(889)	144	336	519	674

资料来源:申万研究

合并现金流量表

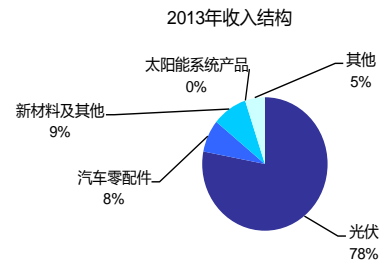
净利润	(1,241)	188	448	692	899
加: 折旧摊销减值	579	177	225	227	234
财务费用	303	108	0	0	0
非经营损失	(80)	(210)	(300)	(500)	(600)
营运资本变动	(135)	(149)	(122)	(77)	(113)
其它	0	0	0	0	0
经营活动现金流	(571)	115	251	343	420
资本开支	845	922	0	0	0
其它投资现金流	(2)	249	300	500	600
投资活动现金流	(729)	(486)	300	500	600
吸收投资	1,922	20	0	0	0
负债净变化	29	380	(226)	(156)	(156)
支付股利、利息	338	128	0	0	0
其它融资现金流	(6)	(41)	0	0	0
融资活动现金流	1,607	231	(226)	(156)	(156)
净现金流	307	(143)	325	687	864

资料来源:申万研究

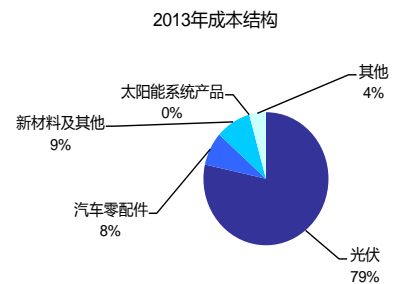
关键假设

	2013	2014E	2015E	2016E
组件产量(MW)	520	750	1000	1200
电站确认规模(MW)	150	350	500	650

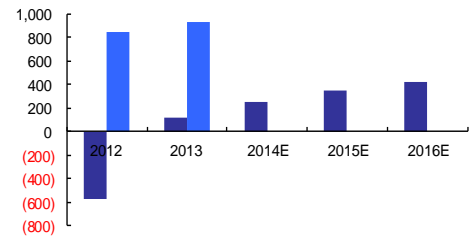
收入结构



成本结构



资本开支与经营活动现金流



■ 经营活动现金流 ■ 资本开支

合并资产负债表

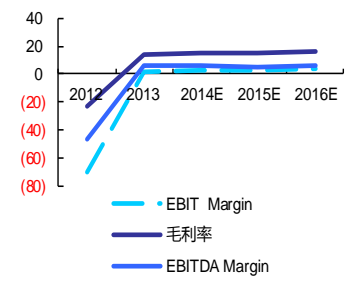
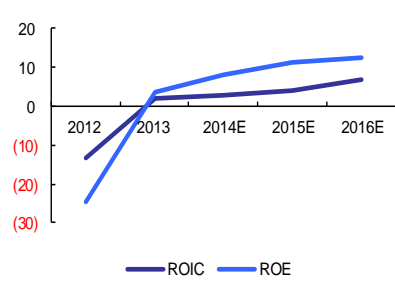
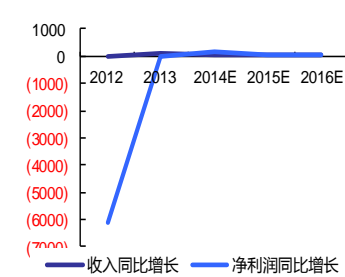
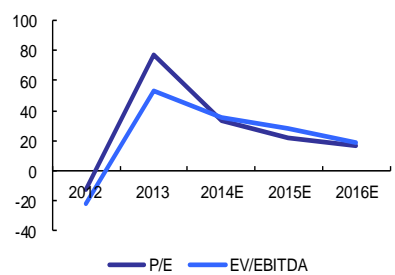
百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	3,081	3,721	5,292	6,851	8,663
现金及等价物	1,006	929	1,254	1,941	2,805
应收款项	1,476	1,893	2,587	3,079	3,626
存货净额	590	795	1,347	1,727	2,128
其他流动资产	9	104	104	104	104
长期投资	523	704	704	704	704
固定资产	6,888	3,015	2,846	2,677	2,508
无形资产及其他资产	654	381	381	381	381
资产总计	11,146	7,822	9,224	10,613	12,256
流动负债	4,863	2,194	3,304	4,157	5,057
短期借款	3,327	270	200	200	200
应付款项	1,324	1,843	3,023	3,876	4,776
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	4,976	5,673	6,417
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	222	242	268
未分配利润	(686)	(546)	(223)	277	925
少数股东权益	592	23	135	308	533
股东权益	4,227	3,800	4,248	4,940	5,839
负债和股东权益合计	11,146	7,822	9,224	10,613	12,256

资料来源:申万研究

重要财务指标

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
每股指标(元)					
每股收益	-0.71	0.12	0.27	0.42	0.54
每股经营现金流	-0.46	0.09	0.20	0.27	0.34
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股净资产	2.91	3.02	3.29	3.71	4.24
关键运营指标(%)					
ROIC	(13.3)	2.2	2.9	4.1	7.0
ROE	(24.5)	3.8	8.2	11.2	12.7
毛利率	(22.5)	14.5	15.6	15.6	16.4
EBITDA Margin	(46.9)	6.5	5.8	5.3	5.7
EBIT Margin	(70.0)	1.5	2.7	2.9	3.8
收入同比增长	(35.9)	119.6	66.1	28.2	24.5
净利润同比增长	(6112.0)	#VALUE!	133.0	54.5	29.8
资产负债率	62.1	51.4	53.9	53.5	52.4
净资产周转率	0.42	0.89	1.36	1.54	1.68
总资产周转率	0.14	0.43	0.60	0.67	0.73
有效税率	(0.1)	(83.1)	20.0	20.0	20.0
股息率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
估值指标(倍)					
P/E	-12.5	77.3	33.2	21.5	16.5
P/B	3.1	3.0	2.7	2.4	2.1
EV/Sale	10.2	3.5	2.0	1.5	1.1
EV/EBITDA	-21.7	53.3	34.8	28.0	19.1

资料来源:申万研究

经营利润率(%)

投资回报率趋势(%)

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。