

银河电子 (002519)

机顶盒见起色，军工+新能源汽车持续高增长

买入 (维持)

2016 年 12 月 07 日

市场数据

报告日期	2016-12-07
收盘价(元)	22.78
总股本(百万股)	672.49
流通股本(百万股)	443.73
总市值(百万元)	15319.27
流通市值(百万元)	10108.16
净资产(百万元)	3622.83
总资产(百万元)	5177.04
每股净资产	5.39

主要财务指标

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1526	2268	2922	3644
同比增长	29.8%	48.6%	28.8%	24.7%
净利润(百万元)	228	350	558	759
同比增长	88.8%	53.8%	59.1%	36.1%
毛利率	35.8%	39.4%	41.0%	42.5%
净利率	14.9%	15.4%	19.1%	20.8%
净资产收益率(%)	11.7%	9.3%	13.8%	17.3%
每股收益(元)	0.34	0.52	0.83	1.13
每股经营现金流(元)	0.13	0.14	0.37	0.78

相关报告

《【兴证通信】银河电子(002519)2016年三季报点评：实际业绩良好，不改未来高增长趋势》2016-10-27

《【兴证通信】银河电子(002519)深度报告：军工和新能源汽车双向驱动，长线布局业绩可期》2016-10-08

《银河电子(002519)中报点评：军工业务超预期，全年高增长更增信心》2016-08-19

分析师：

唐海清

tanghq@xyzq.com.cn

S0190514060003

研究助理：

王奕红

wangyihongyjs@xyzq.com.cn

王俊贤

投资要点

- **事件：**公司公告，近日收到中移物联网公司发出的《中标通知书》，公司中标中移物联网公司 2016 年定制化新魔百和采购项目总金额 1.11 亿元。
- **机顶盒业务有望超预期发展。**机顶盒业务净利率约 10%，此次中标 1.11 个亿，将贡献 1000 多万利润。受益电信运营商、广电加大对家庭终端的集采力度，机顶盒业务有望超预期，预计今年 9000 万利润，未来两年可达 10% 以上复合增长。
- **军工业务和新能源汽车有望持续高增长：**同智机电作为军工老牌企业，军品资质齐全，技术领先，受益国防信息化、军民融合，而且随着军改调整完成，预计未来三年军工业务达 40% 复合增长；受益新能源汽车行业爆发增长，福建骏鹏和洛阳嘉盛在技术、产品优势凸出，储备订单充足，有望持续高增长。
- 公司全年业绩指引为 2.96 亿元-3.64 亿元，而实际业绩 4 个亿左右（预计机顶盒 9000 万，军工 1.8 亿，新能源 1.3 亿），因为今年产生 6000 多万的一次性费用（财务费用 4000 万+股权激励成本摊销 874 万+定增发行费用 1500 万）。展望 17 年，剔除费用影响，各业务的快速增长都能很好体现。
- **三年期 15 亿定增加码军工和新能源汽车，管理层和客户为主要参与方，利益绑定一致，同时拟发行 10 亿元可交换债，信心和动力十足。**。我们看好公司中长期发展，预计公司 16-18 年 EPS 为 0.52 元、0.83 元和 1.13 元，重申“买入”评级。
- **风险提示：**新能源汽车业务发展不及预期；军工订单波动；



报告正文**事件**

公司公告，近日收到中移物联网公司发出的《中标通知书》，公司中标中移物联网公司 2016 年定制化新魔百和采购项目总金额 1.11 亿元。

点评

- **机顶盒业务有望超预期发展。**机顶盒业务净利率约 10%，此次中标 1.11 个亿，将贡献 1000 多万利润。受益电信运营商、广电加大对家庭终端的集采力度，机顶盒业务有望超预期，预计今年 9000 万利润，未来两年可达 10%以上复合增长。

军工业务和新能源汽车有望持续高增长：同智机电作为军工老牌企业，军品资质齐全，技术领先，受益国防信息化、军民融合，而且随着军改调整完成，预计未来三年军工业务达 40%复合增长；受益新能源汽车行业爆发增长，福建骏鹏和洛阳嘉盛在技术、产品优势凸出，储备订单充足，有望持续高增长。

- 公司全年业绩指引为 2.96 亿元-3.64 亿元，而实际业绩 4 个亿左右（预计机顶盒 9000 万，军工 1.8 亿，新能源 1.3 亿），因为今年产生 6000 多万的一次性费用（财务费用 4000 万+股权激励成本摊销 874 万+定增发行费用 1500 万）。**展望 17 年，剔除费用影响，各业务的快速增长都能很好体现。**
- **短期看，转型业务并表，推动公司业绩高速增长；展望未来，公司战略发展军工+新能源汽车业务，打开巨大的成长空间，同时定增 15 亿加码军工和新能源汽车，预计未来 2 年军工有望实现 40%复合增长，新能源汽车业务有望实现高增长。**

1) 传统数字机顶盒业务保持平稳发展，或有超预期表现。市场竞争加剧，数字机顶盒产品毛利率有所下滑，广电有线电视机顶盒增速放缓；但随着“三网融合”进一步深入，网络电视接收终端市场快速增长。公司长年深耕机顶盒产业，且较早推进了网络电视接收终端的研发，有一定的技术优势。**整体来看，预计未来机顶盒业务将保持 5%-10%的增长。但是，随着三大运营商和广电加大家庭终端的集采力度，机顶盒业务或有超预期表现。**

2) 军工业务有望保持 40%以上复合高增长。同智机电 15 年实现扣非净利润 1.28 亿，已经大幅超过 16 年的业绩承诺额，并且 16 年上半年军工业务净利润为 8600 万，同比增长 48%，预计全年可达 50%增长。我们认为，智能机电设备面临 200 亿元的市场空间，受益国防信息化、军民融合，未来两年公司军工业务有望保持 40%复合增长。

3) 战略布局新能源汽车，有望实现高增长。2015 年公司通过收购福建骏鹏、洛阳嘉盛切入新能源汽车，其中福建骏鹏是新能源电动车和高端 LED 关键结构件的供应商，一贯定位高端高毛利的产品，发展了 ALT、AOC（冠捷）等重要战略客户；

洛阳嘉盛主营新能源电动车充电类产品（充电桩、充电模块，包括系统），是宇通的一级供应商。骏鹏和嘉盛两家公司处于初创发展阶段，有很好的发展前景。

同样的新能源汽车产品，公司的毛利率较一般厂商要高，主要原因：1、福建骏鹏结构件采用了机器制造，效率高，并且公司自研了制造系统，只要购买机械臂，成本低；2、洛阳嘉盛“模块-系统-充电桩”产业链中的模块实现自制，综合毛利率提高。一方面，新能源汽车行业面临爆发增长；另一方面，公司产品优势明显，客户需求非常旺盛，在手储备订单充足，新能源汽车业务有望实现高增长。

4) 公司三年期定增已完成，发行价格为 15.6 元/股，共募集 15 亿资金，主要投入军工和新能源汽车业务产业化项目以及研发中心。这些项目一方面将推进核心技术与产品的研发，增强公司新业务的市场竞争力；另一方面也将扩建产能，从而最大限度的将客户需求转化为营业利润。从募资对象来看，军方也有参与（中兵），为未来兵器/兵船的业务合作奠定基础。

此外，15 年 9 月，公司控股股东银河电子集团完成了增持股份计划，合计增持 1000 万元，均价 15.7 元/股，彰显对公司未来发展的信心。同时，公司拟发行 10 亿元的可交换债，未来发展动力和信心十足。

- **盈利预测与估值：**短期来看，同智机电、洛阳嘉盛、福建骏鹏的并表效应驱动公司业绩高速增长。中长期看，公司战略布局军工+新能源汽车：一方面，受益国防信息化、军民融合，未来两年军工业务有望 40%复合增长；另一方面，新能源汽车业务受益行业爆发与旺盛需求，有望实现高增长。预计公司 16-18 年 EPS 分别 0.52 元、0.83 元和 1.13 元，重申“买入”评级。
- **风险提示：**新能源汽车业务发展不及预期，军工订单波动；

附表

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	1739	4002	3289	3596
货币资金	318	1700	646	339
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	700	1361	1461	1822
其他应收款	9	17	25	34
存货	481	685	860	1044
非流动资产	1838	2723	2285	2516
可供出售金融资产	0	10	10	10
长期股权投资	19	20	20	20
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	405	1176	1644	1911
在建工程	0	160	64	26
油气资产	0	0	0	0
无形资产	126	121	121	121
资产总计	3577	6725	5574	6112
流动负债	1207	2641	1263	1458
短期借款	309	1234	0	0
应付票据	106	344	173	209
应付账款	363	825	638	775
其他	429	239	452	474
非流动负债	410	312	262	262
长期借款	400	300	250	250
其他	10	12	12	12
负债合计	1618	2953	1525	1720
股本	570	672	672	672
资本公积	931	2338	2338	2338
未分配利润	446	635	874	1164
少数股东权益	12	14	14	16
股东权益合计	1960	3772	4049	4392
负债及权益合计	3577	6725	5574	6112

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	249	350	558	759
折旧和摊销	28	69	128	171
资产减值准备	15	-61	1	1
无形资产摊销	1	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	8	51	40	12
投资损失	0	0	0	0
少数股东损益	21	2	0	2
营运资金的变动	-211	310	485	421
经营活动产生现金流量	86	95	251	523
投资活动产生现金流量	-1019	-947	300	-400
融资活动产生现金流量	875	2234	-1605	-430
现金净变动	-59	1382	-1054	-307
现金的期初余额	301	318	1700	646
现金的期末余额	243	1700	646	339

利润表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1526	2268	2922	3644
营业成本	980	1375	1725	2095
营业税金及附加	10	15	16	20
销售费用	72	122	146	179
管理费用	185	284	351	437
财务费用	-2	51	40	12
资产减值损失	15	22	10	12
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	266	400	634	889
营业外收入	27	22	22	22
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	293	422	656	911
所得税	44	70	98	150
净利润	249	352	558	761
少数股东损益	21	2	0	2
归属母公司净利润	228	350	558	759
EPS (元)	0.34	0.52	0.83	1.13

主要财务比率

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
成长性				
营业收入增长率	29.8%	48.6%	28.8%	24.7%
营业利润增长率	109.9%	50.3%	58.5%	40.3%
净利润增长率	88.8%	53.8%	59.1%	36.1%
盈利能力				
毛利率	35.8%	39.4%	41.0%	42.5%
净利率	14.9%	15.4%	19.1%	20.8%
ROE	11.7%	9.3%	13.8%	17.3%

偿债能力

资产负债率	45.2%	43.9%	27.4%	28.1%
流动比率	1.44	1.52	2.60	2.47
速动比率	1.04	1.25	1.92	1.75

营运能力

资产周转率	0.51	0.44	0.48	0.62
应收帐款周转率	2.25	2.14	2.07	2.22

每股资料(元)

每股收益	0.34	0.52	0.83	1.13
每股经营现金	0.13	0.14	0.37	0.78
每股净资产	2.90	5.59	6.00	6.51

估值比率(倍)

PE	67.27	43.73	27.48	20.18
PB	7.86	4.08	3.80	3.50

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的12个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于15%;
增 持: 相对大盘涨幅在5%~15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5%~5%;
减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式

机构销售负责人			邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn	王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层（200135）传真：021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱圣诞	010-66290197	zhushd@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyang@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址：北京西城区锦什坊街 35 号北楼 601-605（100033）传真：010-66290220					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱元戩	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址：福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701（518035）传真：0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
曾雅琪	021-38565451	zengyayi@xyzq.com.cn	申胜雄		shensx@xyzq.com.cn
赵新莉	021-38565922	zhaoxinli@xyzq.com.cn			
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层（200135）传真：021-38565955					
私募及企业客户负责人			刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn

地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层（200135）传真：021-38565955					
港股机构销售服务团队					
机构销售负责人			丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk	陈振光	13818288830	chenzg@xyzq.com.hk
周围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk	孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk
地址：香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真：(852)3509-5900					

【信息披露】

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

【法律声明】

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

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。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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。