



## 导航龙头全产业链布局, 未来业绩有望回暖

### 投资要点

- **北斗导航终端龙头企业, 围绕北斗导航应用形成“元器件-终端-系统”全产业链布局。**公司主要产品及业务包括高性能集成电路、北斗卫星导航应用和视频图像安防监控三大块。公司核心产品是北斗卫星定位终端, 2016年营收占比67.86%, 市占率超过50%。受制于军改等行业影响, 2016年该类产品实现收入2.96亿元, 同比下降22.61%, 毛利率60.1%, 保持稳定。根据国家卫星导航产业中长期规划, 预计到2020年, 卫星导航应用产业年产值将达到4000亿。北斗导航在整个卫星导航市场占有率15%—20%, 公司作为龙头企业, 将受益于行业发展。
- **未来随着军队改革调整, 公司业绩有望回稳。**受军改等因素, 公司所属行业订货大幅减少, 公司2017年一季度实现营收1.03亿元, 同比降低17.28%, 归母净利润1238万元, 同比减少43.83%。随着军队体制调整逐渐完成, 国防相关招标将逐步启动, 军改对于行业的不利影响将逐渐消除。公司作为北斗信息应用的领先型企业, 凭借在高端芯片领域如数字雷达DDS芯片以及惯性导航MEMS芯片等的领先优势, 业绩有望逐步回稳。
- **持续研发投入, 新技术储备充足。**2016年核心器件方面, 开展元器件及模块项目103项; 卫星应用方面, 开展科研项目50项; 视频图像方面, 围绕光、机、电技术开展项目11项。在MEMS方向, 公司取得了MEMS陀螺仪振动和加速度敏感性等关键技术突破, 为后期MEMS惯性产品开发提供技术支持。公司近三年平均研发投入占主营收入14.67%, 2016年振芯科技研发投入7119万元, 占营业收入16.31%。公司所处行业技术壁垒较高, 持续研发投入有利于公司进一步占领市场, 提升业绩。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司2017-2019年归属母公司净利润分别为0.51亿、0.67亿和0.84亿, 对应的EPS分别为0.09元、0.12元和0.15元, 首次覆盖, 给予“增持”评级。
- **风险提示:** 竞争加剧导致产品毛利率下降; 技术更新风险; 新产品研发风险。

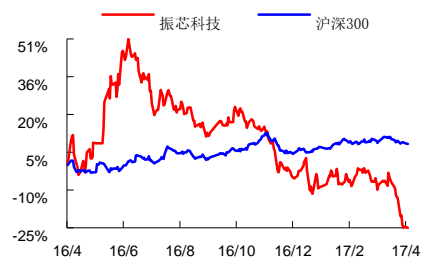
指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	436.58	543.92	637.70	736.40
增长率	-18.42%	24.59%	17.24%	15.48%
归属母公司净利润(百万元)	40.01	51.03	66.61	84.44
增长率	-48.89%	27.55%	30.53%	26.77%
每股收益EPS(元)	0.07	0.09	0.12	0.15
净资产收益率ROE	6.18%	5.39%	6.64%	7.86%
PE	203	159	122	96
PB	8.92	8.51	8.03	7.50

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 刘言  
执业证号: S1250515070002  
电话: 023-67791663  
邮箱: liuyan@swsc.com.cn  
联系人: 黄弘扬  
电话: 021-68415720  
邮箱: hhy@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	5.56
流通A股(亿股)	5.49
52周内股价区间(元)	14.63-29.59
总市值(亿元)	81.34
总资产(亿元)	11.34
每股净资产(元)	1.52

### 相关研究

## 盈利预测

假设 1: 核心产品卫星定位终端毛利率保持在 55%-60%。

假设 2: 军队体制调整逐渐完成, 军改对于行业的不利影响将逐渐消除。

根据以上说明和假设, 我们预计公司 2017-2019 年的营业收入分别为 5.44 亿元、6.38 亿元和 7.36 亿元, 归属母公司所有者的净利润分别为 0.51 亿元、0.67 亿元和 0.84 亿元。估算 2017 年、2018 年和 2019 年每股收益 0.09 元、0.12 元和 0.15 元。

表 1: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
卫星定位终端	收入	296.26	370.30	444.40	511.00
	增速	-22.5%	25.00%	20.00%	15.00%
	毛利率	60.14%	55.00%	58.00%	60.00%
安防监控	收入	51.89	57.10	62.80	75.30
	增速	9.8%	10.00%	10.00%	20.00%
	毛利率	39.9%	30.00%	30.00%	30.00%
元器件	收入	39.71	47.70	50.20	60.30
	增速	-8.0%	15.00%	10.00%	20.00%
	毛利率	51.70%	35.00%	30.00%	30.00%
设计服务	收入	29.88	47.30	52.00	57.20
	增速	-21.00%	25.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	20.5%	22.00%	22.00%	22.00%
北斗运营	收入	18.84	23.60	28.30	32.50
	增速	-21.80%	25.00%	20.00%	15.00%
	毛利率	39.00%	40.00%	40.00%	40.00%
总营业收入	收入	436.60	543.90	637.70	736.4
	增速	-18.40%	24.60%	17.20%	15.50%
	毛利率	53.30%	47.20%	49.30%	50.60%

数据来源: Wind, 西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	436.58	543.92	637.70	736.40	净利润	56.41	51.54	67.28	85.29
营业成本	203.71	287.31	323.30	363.50	折旧与摊销	44.69	31.54	31.54	31.54
营业税金及附加	2.07	2.34	2.80	5.08	财务费用	-0.04	0.09	0.11	0.12
销售费用	32.08	40.78	47.33	54.93	资产减值损失	15.28	8.00	8.00	8.00
管理费用	139.87	168.62	200.88	228.29	经营营运资本变动	-561.32	90.48	-163.19	-152.43
财务费用	-0.04	0.09	0.11	0.12	其他	287.62	-183.75	34.78	44.43
资产减值损失	15.28	8.00	8.00	8.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>-157.36</b>	<b>-2.10</b>	<b>-21.48</b>	<b>16.95</b>
投资收益	-2.77	2.00	2.00	2.00	资本支出	-7.43	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-108.28	2.00	2.00	2.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-115.71</b>	<b>2.00</b>	<b>2.00</b>	<b>2.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>40.83</b>	<b>38.80</b>	<b>57.28</b>	<b>78.48</b>	短期借款	0.00	-50.00	0.00	0.00
其他非经营损益	25.40	21.85	21.87	21.86	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>66.24</b>	<b>60.64</b>	<b>79.15</b>	<b>100.34</b>	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	9.83	9.10	11.87	15.05	支付股利	-27.80	-8.00	-10.21	-13.32
净利润	56.41	51.54	67.28	85.29	其他	-2.54	0.00	-0.11	-0.12
少数股东损益	16.40	0.52	0.67	0.85	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-30.34</b>	<b>-58.00</b>	<b>-10.31</b>	<b>-13.44</b>
归属母公司股东净利润	40.01	51.03	66.61	84.44	<b>现金流量净额</b>	<b>-303.41</b>	<b>-58.10</b>	<b>-29.79</b>	<b>5.51</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	235.24	177.14	147.34	152.85	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	316.97	378.54	457.31	533.17	销售收入增长率	-18.42%	24.59%	17.24%	15.48%
存货	241.60	349.48	405.76	450.61	营业利润增长率	-58.59%	-4.99%	47.66%	37.01%
其他流动资产	22.96	28.61	33.54	38.74	净利润增长率	-44.20%	-8.62%	30.53%	26.77%
长期股权投资	49.84	49.84	49.84	49.84	EBITDA 增长率	-37.23%	-17.62%	26.28%	23.85%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	89.16	81.54	73.91	66.29	毛利率	53.34%	47.18%	49.30%	50.64%
无形资产和开发支出	174.65	150.93	127.22	103.51	三费率	39.38%	38.51%	38.94%	38.48%
其他非流动资产	16.17	15.96	15.75	15.55	净利率	12.92%	9.48%	10.55%	11.58%
<b>资产总计</b>	<b>1146.59</b>	<b>1232.04</b>	<b>1310.68</b>	<b>1410.55</b>	ROE	6.18%	5.39%	6.64%	7.86%
短期借款	50.00	0.00	0.00	0.00	ROA	4.92%	4.18%	5.13%	6.05%
应付和预收款项	131.27	222.39	243.65	271.21	ROIC	6.44%	4.48%	5.97%	7.39%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	19.58%	12.95%	13.95%	14.96%
其他负债	53.14	53.85	54.15	54.49	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>234.41</b>	<b>276.23</b>	<b>297.80</b>	<b>325.70</b>	总资产周转率	0.35	0.46	0.50	0.54
股本	556.00	556.00	556.00	556.00	固定资产周转率	4.85	6.49	8.37	10.74
资本公积	47.57	47.57	47.57	47.57	应收账款周转率	1.20	1.11	1.29	1.20
留存收益	231.21	274.24	330.64	401.76	存货周转率	0.71	0.93	0.84	0.84
归属母公司股东权益	834.70	877.81	934.21	1005.33	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	48.36%	—	—	—
少数股东权益	77.48	77.99	78.67	79.52	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>912.18</b>	<b>955.80</b>	<b>1012.88</b>	<b>1084.85</b>	资产负债率	20.44%	22.42%	22.72%	23.09%
负债和股东权益合计	1146.59	1232.04	1310.68	1410.55	带息债务/总负债	21.33%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	4.46	4.15	4.24	4.29
					速动比率	3.14	2.60	2.59	2.64
					股利支付率	69.49%	15.68%	15.32%	15.78%
业绩和估值指标					每股指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
EBITDA	85.49	70.42	88.93	110.15	每股收益	0.07	0.09	0.12	0.15
PE	203.32	159.40	122.12	96.33	每股净资产	1.64	1.72	1.82	1.95
PB	8.92	8.51	8.03	7.50	每股经营现金	-0.28	0.00	-0.04	0.03
PS	18.63	14.95	12.76	11.05	每股股利	0.05	0.01	0.02	0.02
EV/EBITDA	92.82	112.79	89.65	72.33					
股息率	0.34%	0.10%	0.13%	0.16%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn