

2017年05月22日

华测导航 (300627.SZ)

## 高精度卫星导航定位领先者，未来成长可期

■“一带一路”战略规划和下游相关应用需求放量推动市场需求提升，我国高精度全球导航卫星系统定位 (GNSS) 市场空间大：高精度 GNSS 测绘和精准农业是高精度 GNSS 的两大主要应用领域。一方面，“一带一路”战略规划的提出将带动公共交通和道路桥梁等基础设施的建设，从而大幅增加对高精度测量测绘设备的需求；另一方面，土地流转制度的建立和政策方面针对农机自动驾驶系统的购买补贴将推动高精度 GNSS 在精准农业领域应用的深度推广。根据《国家卫星导航产业中长期发展规划》，2020 年我国高精度应用市场规模将达到 215.30 亿元。未来，我国高精度 GNSS 行业将保持高速发展，2015-2020 年的年均复合增长率达到 24.90%。

■构建以数据采集设备为主、数据应用及解决方案为辅的业务体系，打造我国高精度 GNSS 行业领军企业：公司聚焦于高精度卫星导航定位产业，形成了“数据采集设备+数据应用及解决方案”并重的业务模式，提供高精度 GNSS 接收机、GIS 数据采集终端等数据采集设备，并配以位移监控系统、农机自动驾驶系统和北斗地基增强系统等数据应用及解决方案，形成软硬一体化解决方案。凭借产品的多样性以及全面性，公司与南方测绘和中海达列居我国高精度 GNSS 行业前三强。

■立足高精度 GNSS 产品的技术优势，拓展“精准农业”“位移安全监测”新业务：自 2003 年成立以来，公司长期致力于高精度 GNSS 核心技术和相关产品的研究，积累了丰富的相关技术和产品的经验。在此基础上，公司收购天辰礼达，整合精准农业机械导航上下游产业链，加速在精准农业领域的布局。同时抓住“军民结合”的政策契机，逐步开拓军用产品市场。此外，公司积极推进遥感测量、车辆定位等新产品，致力于建立未来三年以及更长期的业务增长点。

■直销与经销并重，确立“布局全国，拓展海外”市场战略：公司加大直销渠道建设，销售人员数量占比从 2014 年的 50% 上升到 2016 年的 58.30%。同时，公司大力加强子公司建设力度，2016 年以来分别在匈牙利、香港以及国内西安、武汉设立了全资子公司，不断完善直销分支机构布局。在经销商渠道方面，截至目前，公司拥有 100 余家签约经销商，其中 50 余家为海外签约经销商。在直销与经销并重的销售模式下，公司产品覆盖全球 97 个国家和地区。

## 公司深度分析

证券研究报告

系统设备

投资评级 **买入-A**

首次评级

6 个月目标价：**73.80 元**  
股价 (2017-05-19) **52.41 元**

### 交易数据

总市值 (百万元)	6,247.27
流通市值 (百万元)	1,561.82
总股本 (百万股)	119.20
流通股本 (百万股)	29.80
12 个月价格区间	18.39/64.36 元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-13.93	4.34	10.86
绝对收益	-16.48		

夏庐生

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517020003

xials@essence.com.cn

021-35082732

### 相关报告

■ **募投项目致力于北斗高精度终端、北斗位移监测系统及北斗精准农业**：2017 年公司拟募集 3.3 亿元资金，用于与主营业务相关的项目改造和升级，其中包括：北斗高精度终端生产技术改造项目、北斗位移监测系统技术改造项目、精准农业北斗辅助系统技术改造项目和研发中心建设项目和营销网络建设项目，旨在强化产品竞争力、扩大经营规模、提升研发能力，进而保证公司在行业中的竞争地位，实现可持续发展。

■ **投资建议**：我们预计公司 2017 年-2019 年的收入分别为 6.99 亿元 (+45.06%)、9.70 亿元 (+38.68%)、12.87 亿元 (+32.72%)，净利润分别为 1.47 亿元 (+43.45%)、1.95 亿元 (+33.32%)、2.50 亿元 (+28.22%)，对应 EPS 分别为 1.23 元、1.64 元、2.10 元，对应 PE 分别为 46 倍、34 倍、27 倍。参考行业可比公司 2017 年平均动态 PE60 倍的水平，考虑到公司在市场中的地位位列前三，我们给予华测导航 2017 年动态平均 PE60 倍的合理估值，6 个月目标价 73.8 元。首次覆盖，给予“买入-A”投资评级。

■ **风险提示**：高精度 GNSS 市场竞争加剧

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	362.1	482.1	699.3	969.8	1,287.1
净利润	52.9	102.1	146.5	195.3	250.4
每股收益(元)	0.44	0.86	1.23	1.64	2.10
每股净资产(元)	1.87	2.58	4.06	5.70	7.80

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	121.5	62.9	43.9	32.9	25.7
市净率(倍)	28.8	20.9	13.3	9.5	6.9
净利润率	14.6%	21.2%	20.9%	20.1%	19.5%
净资产收益率	23.7%	33.2%	30.3%	28.8%	26.9%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	32.1%	43.4%	52.1%	48.5%	53.1%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 内容目录

1. 华测导航：高精度卫星导航定位行业的有力竞争者 .....	5
1.1. 股权结构 .....	6
1.2. 收入稳步增长且利润率高于可比公司，市场竞争力强 .....	6
2. 技术、政策、市场共促我国高精度 GNSS 行业快速发展 .....	10
2.1. 基建+政策双轮驱动，助推我国高精度 GNSS 行业快速发展 .....	12
2.2. 下游消费需求旺盛，高精度 GNSS 行业进入消费型增长阶段 .....	13
3. 建立数据采集设备为主、数据应用及解决方案为辅的业务体系 .....	14
3.1. 数据采集产品种类丰富，支撑公司传统业务实现稳增长 .....	15
3.2. 顺应国家战略成功开发 CORS 系统，数据应用及解决方案业务空间大 .....	16
4. 直销与经销并重，确立“布局全国，拓展海外”的营销战略 .....	17
5. 成本控制+自主研发，助力实现产品成本优化 .....	18
6. 立足高精度 GNSS 产品的技术优势，不断拓展新业务 .....	18
6.1. 收购天辰礼达，整合精准农业机械导航上下游产业链 .....	19
6.2. 抓住“军民结合”的政策契机，逐步开拓军用产品市场 .....	19
6.3. 推进遥感测量、车辆定位等新产品，建立未来三年以及更长期的业务增长点 .....	19
7. 募投项目情况 .....	20
8. 投资建议和盈利预测 .....	21

## 图表目录

图 1: 2016 年华测导航主营业务收入占比 .....	5
图 2: 2012-2016 年华测导航营业收入及增速 .....	6
图 3: 2012-2016 年华测导航归母净利润及增速 .....	6
图 4: 华测导航股权结构图 .....	6
图 5: 可比公司 2014-2016 年营业收入增速情况 .....	7
图 6: 2012-2016 年华测导航主要产品毛利率 .....	8
图 7: 2012-2016 年华测导航主要产品收入占比 .....	8
图 8: 可比公司 2014-2016 年毛利率情况 .....	8
图 9: 可比公司 2014-2016 年净利率情况 .....	8
图 10: 2014-2016 年华测导航主要原材料价格（元/件） .....	8
图 11: 2014-2016 年华测导航主要解决方案业务毛利率 .....	8
图 12: 可比公司 2014-2016 年期间费用率情况 .....	9
图 13: 可比公司 2014-2016 年销售费用率情况 .....	9
图 14: 可比公司 2014-2016 年财务费用率情况 .....	9
图 15: 可比公司 2014-2016 年管理费用率情况 .....	9
图 16: 可比公司 2014-2016 年存货周转率情况 .....	10
图 17: 可比公司 2014-2016 年应收账款周转率情况 .....	10
图 18: 可比公司 2014-2016 年资产负债率情况 .....	10
图 19: 可比公司 2014-2016 年流动比率情况 .....	10
图 20: GNSS 四大全球系统 .....	11
图 21: 卫星导航系统应用分类 .....	11
图 22: 2016-2020 年我国高精度 GNSS 市场规模预测（单位：亿元） .....	12
图 23: 北斗地基增强系统布局示意图 .....	13

图 24: 2011-2015 年我国 GNSS 测绘仪器市场规模.....	14
图 25: 2016-2020 年我国 GNSS 测绘仪器市场规模预测 .....	14
图 26: 2011-2015 年我国农机自动驾驶系统市场规模 .....	14
图 27: 2016-2020 年我国农机自动驾驶系统市场规模预测 .....	14
图 28: 2010-2016 年高速公路里程数 (单位: 万公里) .....	15
图 29: 2016 年数据采集设备主要产品收入占比.....	15
图 30: 2014-2016 年华测导航数据采集设备营收及增速.....	15
图 31: 2016 年数据应用及解决方案主要产品收入占比.....	17
图 32: 2014-2016 年华测导航数据应用及解决方案营收.....	17
图 33: 2014-2016 年华测导航不同营销模式的收入占比.....	17
图 34: 2014-2016 年华测导航员工占比 .....	17
图 35: 高精度 GNSS 应用产业链.....	18
图 36: 高精度 GNSS 接收机价格走势.....	18
图 37: 北极星云空间技术股份有限公司主要股东.....	19
表 1: 卫星导航行业国内上市公司主要情况.....	7
表 2: 我国北斗卫星导航系统的发展历程.....	12
表 3: 我国卫星导航产业相关政策及规定.....	13
表 4: 华测导航数据采集设备主要产品 .....	16
表 5: 华测导航数据应用及解决方案主要产品 .....	16
表 6: 华测导航遥感测量系列产品 .....	20
表 7: 华测导航募投改造项目情况 .....	20
表 8: 可比公司估值对比.....	21

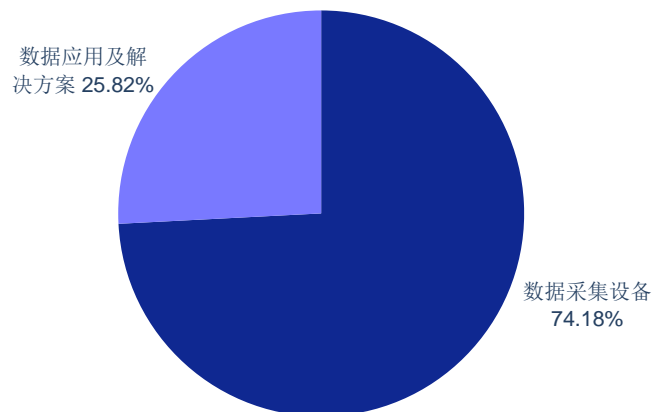
## 1. 华测导航：高精度卫星导航定位行业的有力竞争者

华测导航成立于 2003 年 9 月，2015 年 1 月公司由有限责任公司整体变更为股份有限公司，注册资本为 8550 万元。2017 年 3 月，公司在深圳证券交易所创业板挂牌上市。公司主要从事高精度卫星导航定位相关软、硬件技术和产品的研发、生产与销售，并为行业客户提供数据应用及系统解决方案，是我国相关行业的领军企业之一。

我国“北斗卫星导航系统”推广应用以前，公司的产品和服务主要对接 GPS、GALILEO 和 GLOBNASS 三大定位系统。2011 年，我国北斗卫星导航系统逐渐发展成熟并开始提供定位服务，次年 7 月，国务院颁布《“十二五”国家战略性新兴产业发展规划》，鼓励民营资本进入卫星及应用领域，发展北斗兼容型导航终端以及数字化综合应用终端等产品。在此背景下，公司开始北斗系统相关技术的研发，并相继开发出兼容北斗卫星导航系统的终端产品。

公司目前聚焦于高精度卫星导航定位产业，形成了“数据采集设备+数据应用及解决方案”并重的业务模式。公司目前主要提供位移监控系统、农机自动导航系统、北斗地基增强系统等数据应用及解决方案，同时结合自有解决方案提供高精度 GNSS 接收机、GIS 数据采集终端、无线数传设备、水上测绘产品、三维激光产品、无人机遥感产品等数据采集设备。公司产品广泛应用于测绘与地理信息采集、安全监控、健康监测、精准农业以及智慧城市建设等领域。

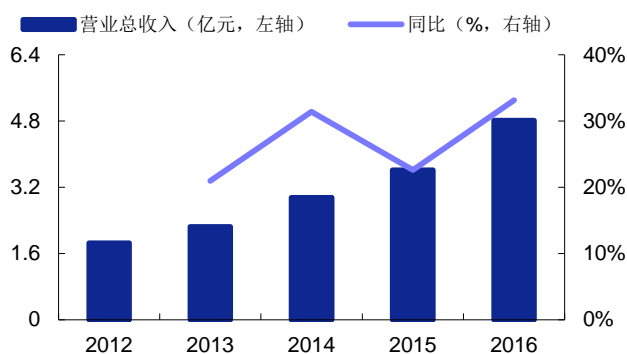
图 1：2016 年华测导航主营业务收入占比



资料来源：wind，安信证券研究中心

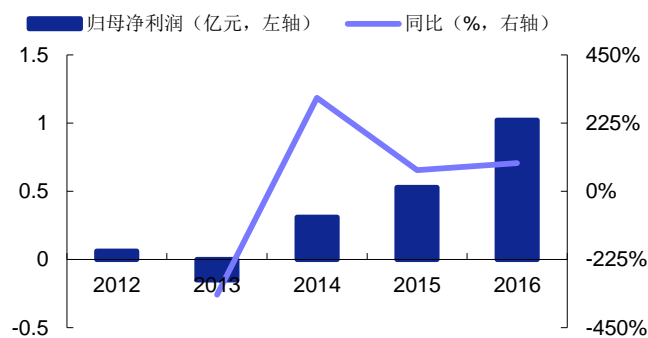
公司自 2014 年以来，营业收入和净利润均呈现快速增长的趋势，2016 年公司实现营收 4.82 亿元，归母净利润 1.02 亿元，2014-2016 年公司营收年均复合增长率为 28%，归母净利润年均复合增长率为 82%。营业收入和净利润实现较快增长主要是受益于下游行业对高精度卫星导航应用的需求不断增加及公司在产品技术、项目经验的长期积累和市场渠道等方面的持续深耕带来的技术与渠道优势。

图 2：2012-2016 年华测导航营业收入及增速



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 3：2012-2016 年华测导航归母净利润及增速



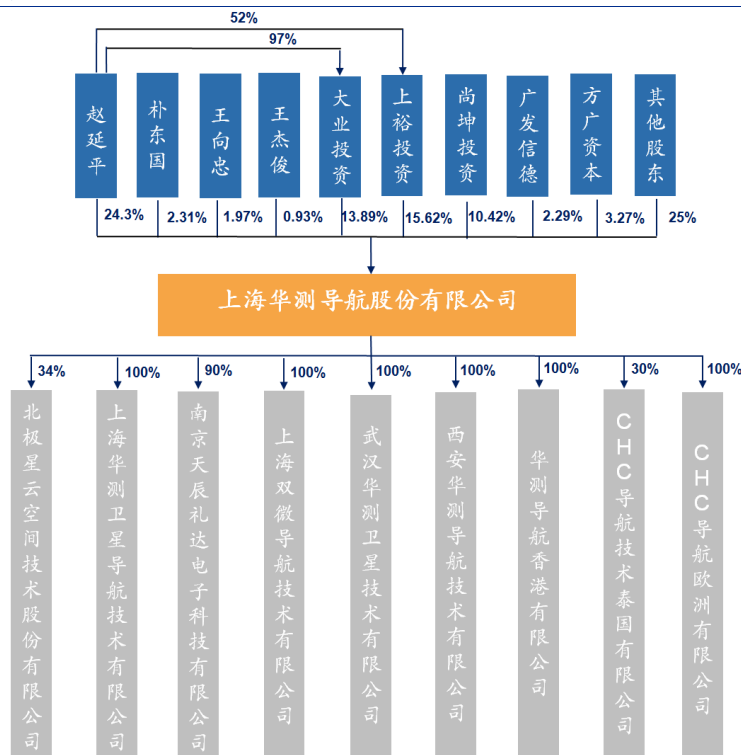
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

### 1.1. 股权结构

截至 2017 年 3 月 21 日，赵延平直接持有公司 24.30% 的股份，并通过北京太行大业投资有限公司和宁波上裕投资管理合伙企业间接持有公司 29.51% 的股份，合计持股 63.81%，是公司的控股股东和实际控制人。大业投资成立于 2010 年 1 月 20 日，赵延平为控股股东，股权占比 97%。上裕投资成立于 2013 年 12 月 18 日，赵延平拥有主要权益，股权占比 52%。

公司共拥有 9 家子公司，其中 7 家为控股子公司，2 家为参股子公司。此外，公司从 2016 年开始先后在北京、哈尔滨、成都、南昌、济南、南京、合肥、福州和兰州共设立了 9 家分公司，并于 2017 年在西安和武汉设立全资子公司，继续拓展公司业务版图。

图 4：华测导航股权结构图



资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

### 1.2. 收入稳步增长且利润率高于可比公司，市场竞争力强

目前，我国卫星导航行业的主要参与者包括中海达、合众思壮、北斗星通、振芯科技和耐威

科技，其中公司和中海达主营卫星导航终端及系统产品，合众思壮、北斗星通、振芯科技和耐威科技除了经营终端及系统产品之外还提供相关的基础产品和器件。

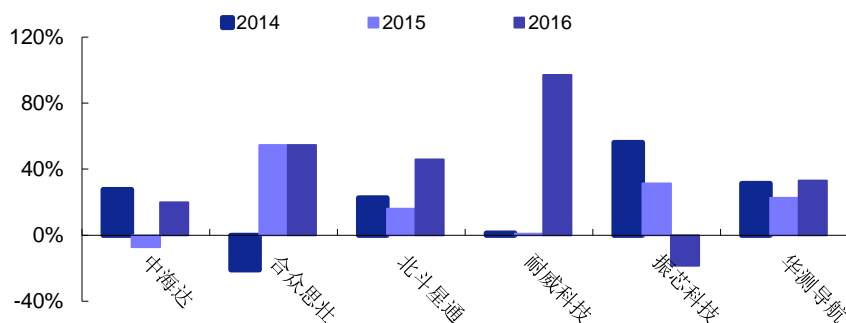
**表 1：卫星导航行业国内上市公司主要情况**

上市公司	股票代码	主营业务	主要涉足产业链环节
中海达	300177.SZ	数据采集装备、数据提供、数据应用及解决方案	终端及系统产品
华测导航	300627.SZ	数据采集设备、数据应用及解决方案	终端及系统产品
合众思壮	002383.SZ	空间信息应用的专业化高端产品与服务市场	基础产品及器件、终端及系统产品
北斗星通	002151.SZ	卫星导航定位技术产品的销售、基于位置的系统应用和基于位置的运营服务	基础产品及器件、终端产品
振芯科技	300101.SZ	北斗卫星导航应用、安全监控和高性能集成电路	基础产品及器件、终端产品
耐威科技	300456.SZ	惯性导航产品、卫星导航产品	基础产品及器件、终端产品

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2014-2016 年，公司营业收入保持稳定的增长速度，虽然 2015 年受市场环境的影响小幅下降至 22.63%，但是普遍稳定在 20%的水平。而同行业其他可比公司的营业收入增速波动较大。

**图 5：可比公司 2014-2016 年营业收入增速情况**

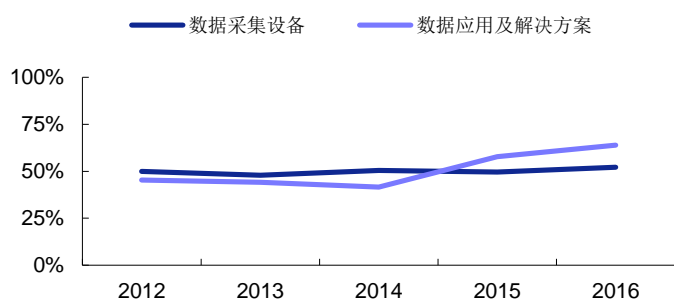


资料来源：wind，安信证券研究中心

2014-2016 年，公司毛利率水平持续上升，到 2016 年达到 55.15%，为全行业最高。毛利率水平高一方面是因为公司具有较强的议价能力，原材料采购成本不断下降；另一方面是因为公司不断推出毛利率较高的数据应用及解决方案类产品，同时该类产品营收占比在不断加大，进而抬高公司整体毛利水平。

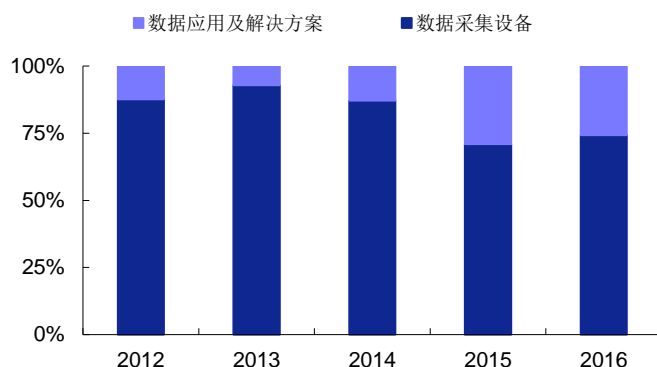
高精度 GNSS 接收机是公司的传统核心产品，2016 年销售收入占公司总收入的 50%以上。2014-2016 年，据公司披露该产品的关键原器件 OEM 板卡、天线和通讯模块采购价格均呈现下降趋势，直接推动了该产品毛利率的提升，2016 年达到 53.13%，同比增长 5.86%，侧面体现了公司具有较强的产品议价能力。与此同时公司通过不断开发并发布新产品，拓展毛利率较高的数据应用及解决方案类业务，来提升公司整体毛利水平。新产品中位移监测系统的毛利率长期处于较高水平，2014-2016 年分别达到 52.99%、56.88%和 70.31%。此外，公司于 2013 年开始研发农机导航系统产品，于 2014 年正式销售，并于同年 9 月以 337.5 万元收购了天辰礼达 90%的股权，进一步拓展农机导航产品。2014-2016 年，农机导航系统的毛利率分别为 26.87%、46.64%和 58.85%，藉此公司数据应用及解决方案类业务在公司营收中占比的份额也从 2013 年的 44%提高至 2016 年的 64%，从而抬高了公司整体毛利水平。

图 6：2012-2016 年华测导航主要产品毛利率



资料来源：wind，安信证券研究中心

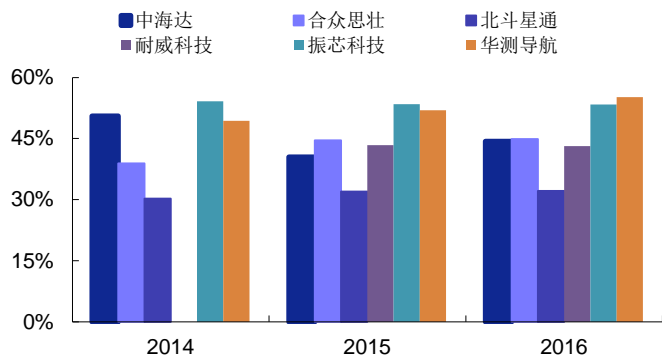
图 7：2012-2016 年华测导航主要产品收入占比



资料来源：wind，安信证券研究中心

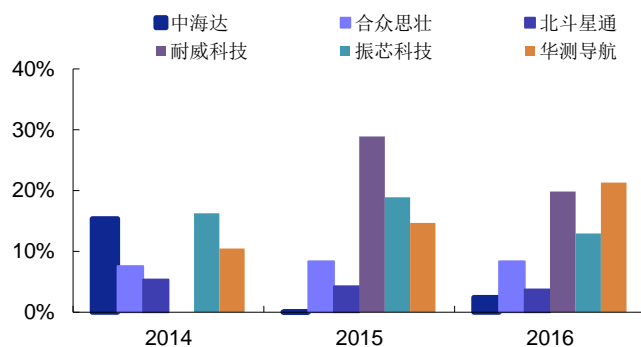
高水平的毛利率及其稳定的增长趋势推动了公司净利润率的不断提高。2014-2016 年，公司净利润率的年复合增长率高达 42.56%；2016 年，公司净利率为 21.32%，在可比公司中最高。

图 8：可比公司 2014-2016 年毛利率情况



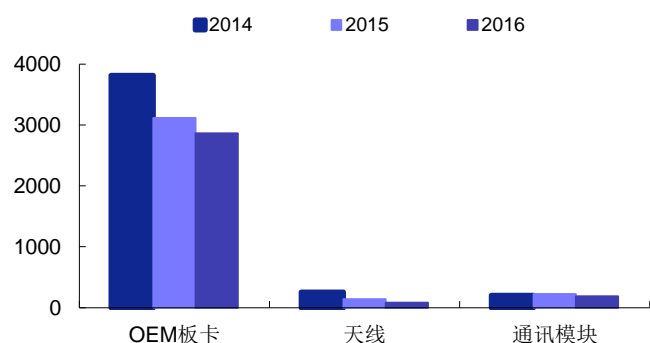
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 9：可比公司 2014-2016 年净利率情况



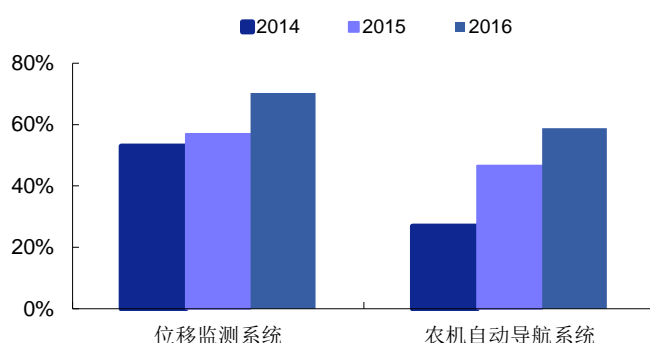
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 10：2014-2016 年华测导航主要原材料价格（元/件）



资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

图 11：2014-2016 年华测导航主要解决方案业务毛利率

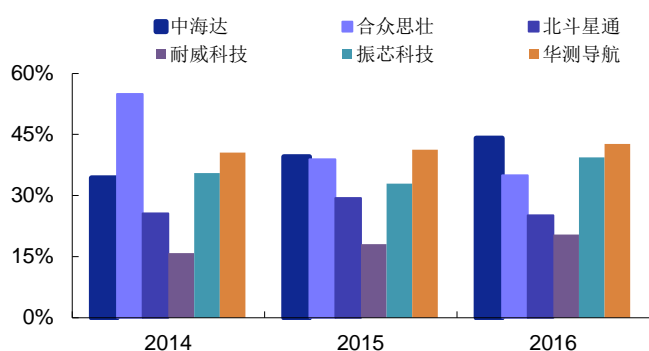


资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

2014~2016 年，公司的期间费用率不断增加，且高于可比公司平均水平。期间费用率较高主要是因为公司销售费用率持续提升，到 2016 年达到 25.53%，在同行业可比公司中最高。公司采用直销与经销并重的销售模式，相较于经销，直销对于销售渠道和销售人员的投资具有较高的要求，因此公司不断增加渠道数量，扩大销售人员队伍，直接拉动了销售费用的上涨。

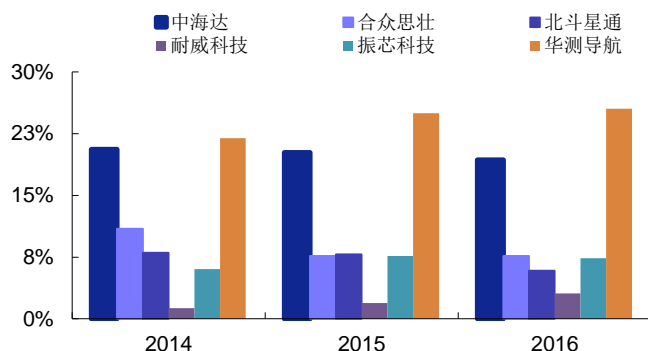


图 12: 可比公司 2014-2016 年期间费用率情况



资料来源: wind, 安信证券研究中心

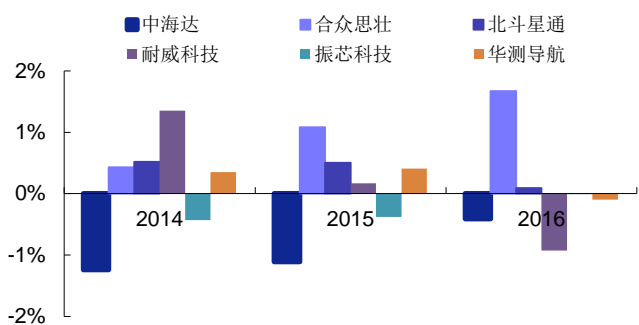
图 13: 可比公司 2014-2016 年销售费用率情况



资料来源: wind, 安信证券研究中心

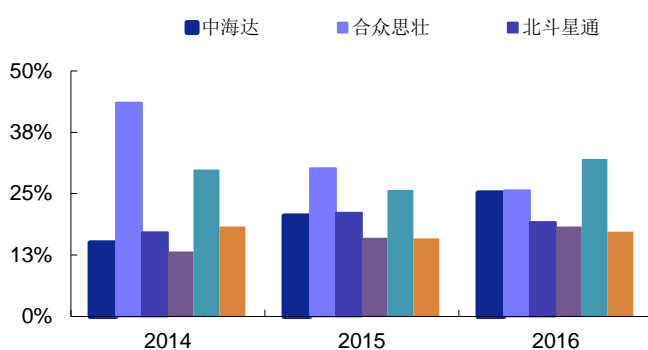
从公司披露的数据来看, 公司的财务费用率处于可比公司平均水平, 2014-2016 年分别为 0.35%、0.41%和-0.10%。公司的管理费用率保持在稳定水平, 2016 年为 17.24%, 在可比公司中最低。较低的管理费用率体现了公司较高的管理水平, 推动了公司净利润的提高。

图 14: 可比公司 2014-2016 年财务费用率情况



资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 15: 可比公司 2014-2016 年管理费用率情况

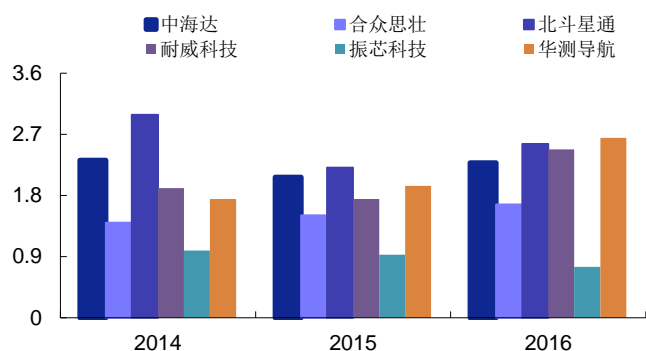


资料来源: wind, 安信证券研究中心

2014-2016 年, 公司的存货周转率不断提高, 到 2016 年达到 2.65 的水平, 在同行业可比公司中最高。存货周转率高主要是因为公司持续扩大销售规模和力度, 推动了公司运营效率和资金使用效率的提高。

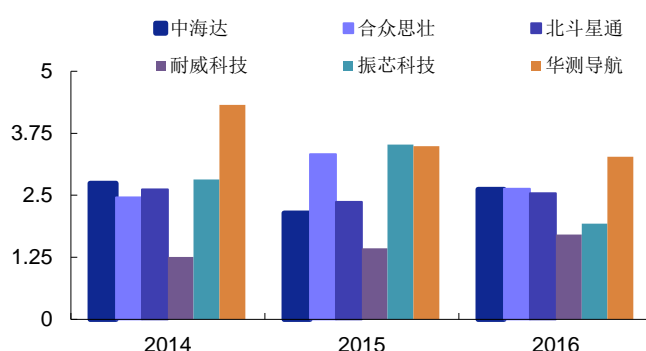
公司的应收账款周转率长期处于可比公司的最高水平, 这主要是因为公司与客户签订的合同对信用期限做出了严格的要求, 出口产品账期为 30 天, 国内销售产品账期为 60 天。

图 16: 可比公司 2014-2016 年存货周转率情况



资料来源: wind, 安信证券研究中心

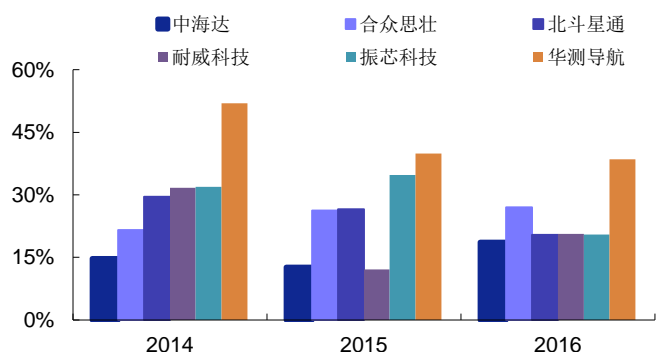
图 17: 可比公司 2014-2016 年应收账款周转率情况



资料来源: wind, 安信证券研究中心

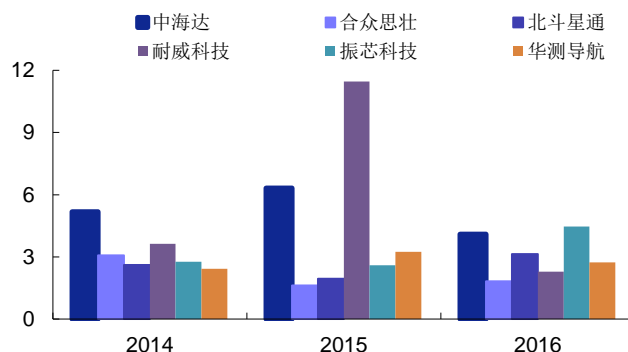
2014 年, 公司的资产负债率高达 51.95%, 为同行业最高; 流动比率为 2.42, 为同行业最低。资产负债率偏高、流动比率偏低主要是因为公司处于业务发展初期, 形成的应收账款、应收票据等流动资产规模相对较小。自 2015 年开始, 公司的资产负债率不断降低, 到 2016 年达到 38.48% 的合理水平; 流动比率在 2015 年上升至 3.25 的水平之后又在 2016 年下降至 2.74, 虽然略逊色于同行业可比公司, 但仍然高于 2 的最低标准, 说明公司具备良好的短期偿债能力。

图 18: 可比公司 2014-2016 年资产负债率情况



资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 19: 可比公司 2014-2016 年流动比率情况

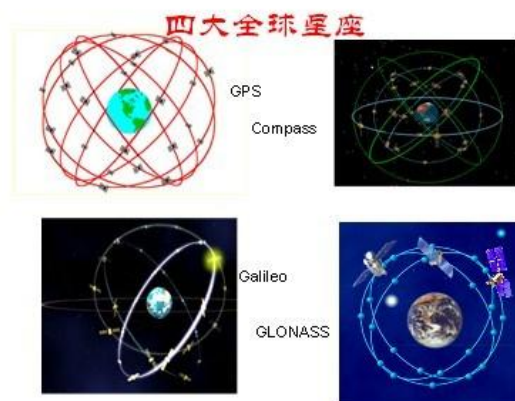


资料来源: wind, 安信证券研究中心

## 2. 技术、政策、市场共促我国高精度 GNSS 行业快速发展

GNSS (Global Navigation Satellite System, 全球卫星导航系统) 是为用户提供三维坐标、速度以及时间信息的空基无线电导航定位系统。目前 GNSS 涵盖四大全球系统, 包括美国的 GPS、俄罗斯的 GLONASS、欧洲的 Galileo 和中国的 BDS (北斗卫星导航系统/Compass)。

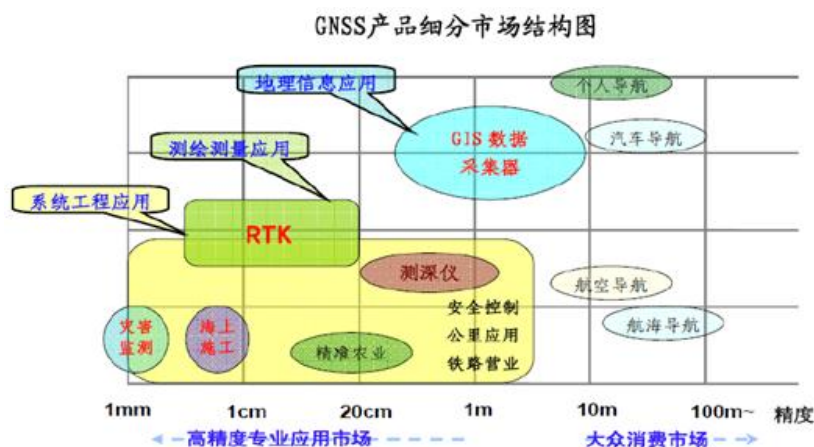
图 20: GNSS 四大全球系统



资料来源：北斗卫星导航系统官方网站，安信证券研究中心

根据定位精度的差别，卫星导航系统的应用可以划分为两类：一类是普通精度 GNSS 应用，定位误差在 1 米-10 米以上，应用场景包括大众消费中的手机导航、车载导航和其他个人位置服务等；一类是高精度 GNSS 应用，基于差分定位技术对获取的卫星信号再处理，定位误差在米级以下，应用场景包括测绘测量、地理信息系统、位移监测和精准农业等。

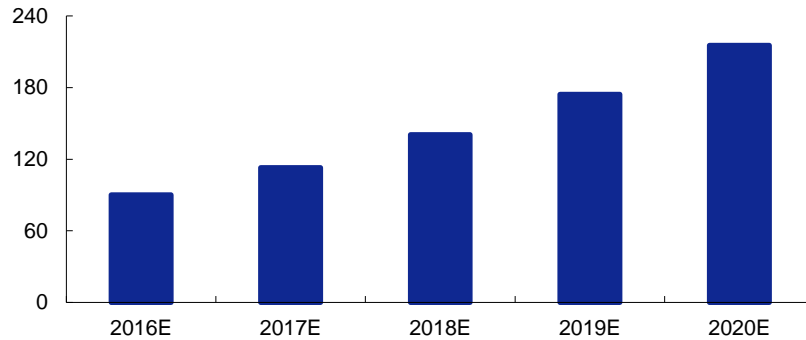
图 21: 卫星导航系统应用分类



资料来源：赛迪顾问

根据《国家卫星导航产业中长期发展规划》，2020 年我国高精度应用市场规模将达到 215.30 亿元。未来，我国高精度 GNSS 行业将保持高速发展，2015-2020 年的年均复合增长率达到 24.90%。

图 22：2016-2020 年我国高精度 GNSS 市场规模预测（单位：亿元）



资料来源：《国家卫星导航产业中长期发展规划》，安信证券研究中心

## 2.1. 基建+政策双轮驱动，助推我国高精度 GNSS 行业快速发展

我国北斗卫星导航系统的技术研发和服务体系不断成熟，推动高精度 GNSS 行业迅速发展。自 1994 年以来，在经历了北斗一号和北斗二号两个阶段的研制之后，我国的北斗导航系统不断建立和完善，到 2012 年已经完成对亚太大部分地区的覆盖并正式提供卫星导航服务。

表 2：我国北斗卫星导航系统的发展历程

时间	事件
1994 年	正式开始北斗卫星导航试验系统（北斗一号）的研制
2000 年	发射了 2 颗静止轨道卫星，完成了北斗卫星导航试验系统的组建
2004 年	启动具有全球导航能力的北斗二号的研制，计划空间段由 35 颗卫星组成
2011 年	开始对中国和周边地区提供测试服务
2012 年	完成对亚太大部分地区的覆盖并正式提供卫星导航服务；北斗系统空间信号接口控制文件公布
2014 年	正式启动 CORS（北斗地基增强系统）全国一张网的建设
2020 年	预计形成全球覆盖的能力，并提供导航定位和短报文通信服务

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2014 年 9 月，我国正式启动 CORS（Continuous Operational Reference System）的建设工程，大力推进 CORS 全国一张网的形成。CORS 即连续运行卫星定位参考站网络系统，又称北斗地基增强系统，由基准站网络、数据处理系统、运营服务平台、数据播发系统和用户终端五部分组成，其功能在于修正卫星导航系统受大气空间等因素的影响而产生的定位误差，实现更精准的定位。截至 2017 年 1 月，我国已经完成 CORS 项目一期建设，包括 150 个框架网基准站和 1269 个区域加密网基准站，同时全国一张网、全国一个平台正式上线运行。CORS 的建设，为高精度应用市场的发展提供了强大的基础设施支持。

图 23：北斗地基增强系统布局示意图



资料来源：搜狐网

政策层面，我国政府近年来持续加大对 GNSS 产业的政策支持，尤其推动高精度 GNSS 应用的发展和普及。2014 年，国务院、发改委以及国家测绘地理信息局等部门陆续发布地理信息产业的发展意见和规划，强调北斗卫星导航系统在地理信息产业的推广和应用。2015 年，国土资源部发布《全国基础测绘中长期规划纲要（2015-2030）》，提出到 2030 年全面形成基于北斗卫星导航系统的新型基础测绘体系。在政府政策的有利扶持下，行业发展前景明朗。

表 3：我国卫星导航产业相关政策及规定

文件名称	时间及部门	主要相关内容
《国务院办公厅关于促进地理信息产业发展的意见》	2014 年 1 月 国务院办公厅	振兴地理信息装备制造，加大财政支持力度，落实相关税收优惠政策，加大融资支持力度，培育若干拥有知识产权的中高端地理信息技术装备生产大型企业。
《国家测绘地理信息局关于北斗卫星导航系统推广应用的若干意见》	2014 年 3 月 国家测绘地理信息局	引导企业集聚发展，通过税收、金融、股权激励、高新技术企业认定等方面的优惠政策，吸引更多“北斗”相关企业入驻，充分发挥地理信息产业园的集聚作用。
《国家地理信息产业发展规划（2014-2020 年）》	2014 年 7 月 发改委及国家测绘地理信息局	重点围绕测绘地理信息装备制造、地理信息与导航定位融合服务、地理信息应用服务等六大重点领域，积极扶持龙头企业，扩大产品的市场占有率，提升产业的整体竞争力。
《全国基础测绘中长期规划纲要（2015-2030 年）》	2015 年 6 月 中华人民共和国国土资源部	到 2020 年形成以基础地理信息获取，立体化、实时化、处理自动化智能化、服务网络化社会化为特征的信息化测绘体系，全面建成结构完整、功能完备的数字地理空间框架。到 2030 年，全面建成新型基础测绘体系。

资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

## 2.2. 下游消费需求旺盛，高精度 GNSS 行业进入消费型增长阶段

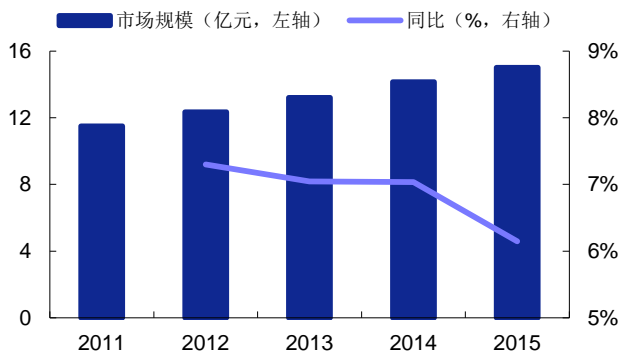
高精度 GNSS 行业下游应用的广泛，其中既包括测量测绘、地理信息、位移监测等传统应用领域，也包括驾考培训和精准农业等新兴应用领域。

“一带一路”的建设将推动测量测绘领域高精度 GNSS 应用的规模增长。2013 年，我国正式提出建设丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路的战略规划；2015 年，国家发改委等部门进一步发布了《推动共建“一带一路”的愿景与行动》，指出基础设施互联互通是“一带一路”建设的优先领域。公共交通和道路桥梁建设基础设施作为互联互通的关键内容，将大

幅拉动对高精度测量测绘设备的需求，推动高精度 GNSS 市场规模的增长。

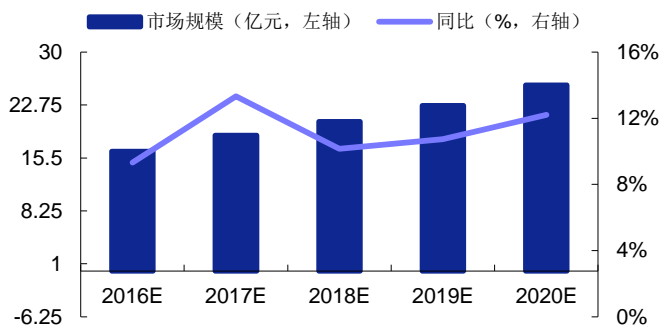
2015 年，我国高精度 GNSS 测绘市场规模达到 15.02 亿元，同比增长 6.15%。据预测，2020 年，我国高精度 GNSS 测绘市场规模将达到 25.47 亿元，年复合增长率为 11.14%。

图 24：2011-2015 年我国 GNSS 测绘仪器市场规模



资料来源：上海产业技术研究院，安信证券研究中心

图 25：2016-2020 年我国 GNSS 测绘仪器市场规模预测



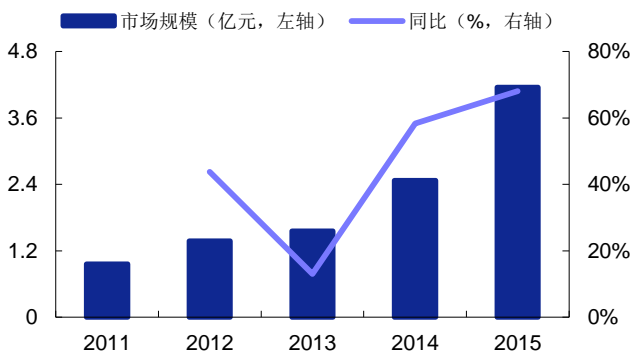
资料来源：上海产业技术研究院，安信证券研究中心

农机自动导航系统是精准农业的重要形式，由卫星导航定位技术、自动控制技术以及各种传感器技术融合而成，有望成为高精度 GNSS 应用最大的细分领域之一。目前，我国农机自动导航系统的市场推广尚处于起步阶段。根据上海产业技术研究院的数据，2014 年，我国农机自动导航系统在大中型拖拉机细分产品的渗透率不到 1%，远远落后于欧洲 8%、美国 40% 的渗透率水平。

土地流转制度的建立以及农机自动导航系统的购买补贴政策，将推动我国高精度 GNSS 应用在精准农业领域的推广。一方面，十八届三中全会明确提出深化土地改革，建立农村土地产权流转制度，该制度使大规模集中化作业成为可能，促进了农机自动导航系统的市场推广；另一方面，为提高农业作业效率，我国政府不断加大对农机自动导航系统的补贴力度，消除了价格因素对农机自动导航系统市场推广的阻碍。

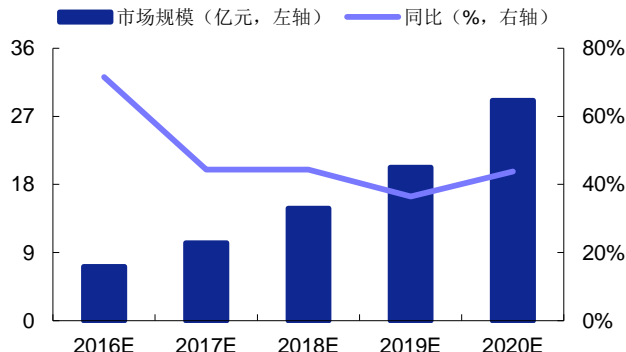
2015 年，我国农机自动导航系统的市场规模达到 4.15 亿元，同比增长 68.02%。据预测，2020 年，我国农机自动驾驶系统市场规模将达到 29.12 亿元，年均复合增长率达到 47.65%。

图 26：2011-2015 年我国农机自动导航系统市场规模



资料来源：上海产业技术研究院，安信证券研究中心

图 27：2016-2020 年我国农机自动导航系统市场规模预测



资料来源：上海产业技术研究院，安信证券研究中心

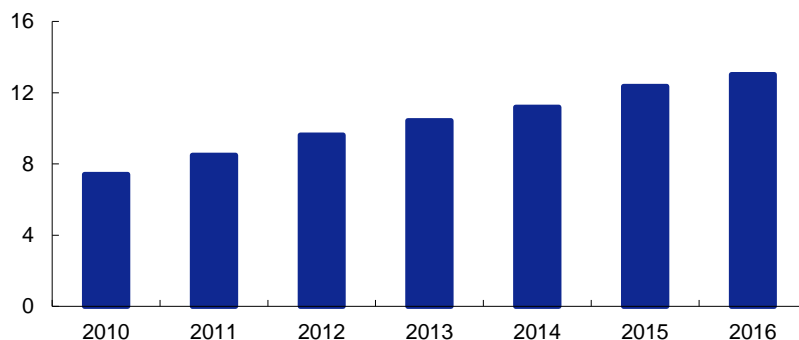
### 3. 建立数据采集设备为主、数据应用及解决方案为辅的业务体系

### 3.1. 数据采集产品种类丰富，支撑公司传统业务实现稳增长

数据采集设备主要用作帮助客户完成全方位的高精度数据采集任务，可以广泛应用于大地测量、工程测量、地籍测量等测量测绘的各个领域。目前，公司的数据采集设备主要包括高精度 GNSS 接收机、GIS 数据采集器、三维激光产品和无人机等，同时提供设备升级以及售后维修服务，其中高精度 GNSS 接收机的收入占数据采集设备总收入的 72.05%，为公司传统业务中主打产品。

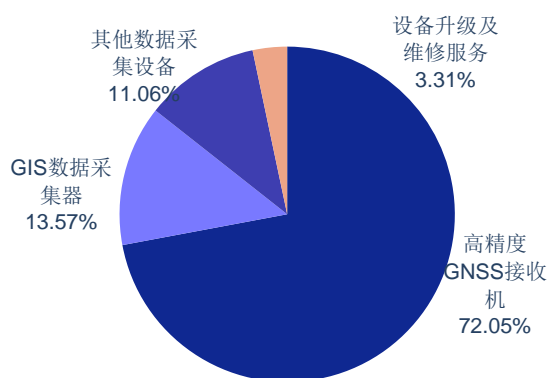
2016 年，公司数据采集设备的营业收入为 3.58 亿元，同比增长 39.37%，据披露，公司当年营业收入大幅上涨的动力主要来源于 2016 年我国高速公路等基础设施建设快速增加，导致相关行业对 GNSS 接收机的需求快速增加，公司的 GNSS 接收机销售收入大幅增长。根据国家统计局数据显示，2016 年我国新增高速公路 6000 多公里，总里程数突破 13 万公里，预计 2017 年新建高速公路不少于 5000 公里，在此背景下，预计公司 GNSS 接收机产品有望保持稳定增长。

图 28：2010-2016 年高速公路里程数（单位：万公里）



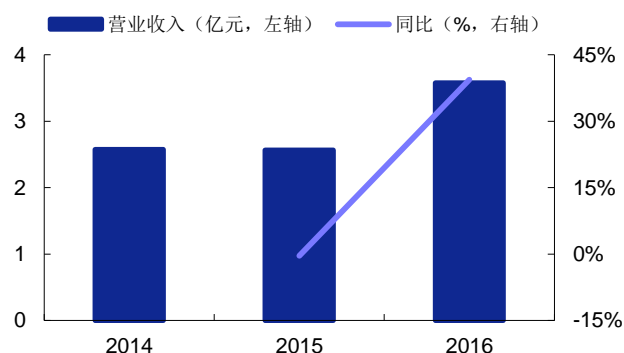
资料来源：国家统计局，安信证券研究中心

图 29：2016 年数据采集设备主要产品收入占比



资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

图 30：2014-2016 年华测导航数据采集设备营收及增速



资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

**表 4：华测导航数据采集设备主要产品**

产品	产品系列	产品功能及应用场景	产品图例
高精度 GNSS 接收机	X10 GNSS X91 GNSS	兼容北斗、GPS、GLONASS 和 Galileo 四大系统卫星信号 采用差分定位技术,可实现亚米级至毫米级的定位 应用于大地测量和工程测量等活动	
GIS 数据采集器	LT500GIS LT40GIS	应用于地理信息系统建设、调查、监管、执法、巡检、移动办公等场景	



资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

公司高精度 GNSS 接收机拥有“华测”、“中绘”、“双微”三个品牌二十多款产品，并且已成功应用于我国三江源大型科考和南极科考。

### 3.2. 顺应国家战略成功开发 CORS 系统，数据应用及解决方案业务空间大

公司基于先进的高精度卫星导航定位技术和丰富的数据采集产品，在灾害安全监测、建筑健康监测、精准农业、智慧城市和智能交通等诸多领域提供定制化的应用系统集成及解决方案，包括位移监测系统、农机自动驾驶系统、CORS 系统和驾考驾培系统等。

**表 5：华测导航数据应用及解决方案主要产品**

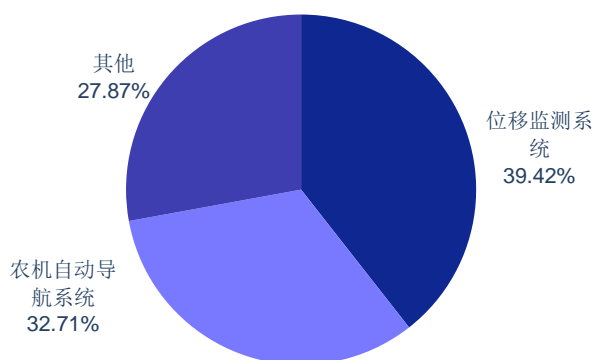
产品	产品功能以应用场景	产品图例
位移监测系统	地质灾害监测预警系统、桥梁健康监测系统、自动化监测预警系统； 主要用于地质灾害多发区、特殊建筑物形变安全监测及预警等方面； 可支持高精度长基线解算、自动加载精密星历、GNSS 多频率自动组合等功能	
农机自动驾驶系统	农机自动驾驶系统、农田平整系统、农机导航系统； 配套的液压控制软件、作业管理软件和配套传感器等 融合卫星导航定位技术、自动控制技术、液压技术以及各种传感技术； 可以是拖拉机设备遵循设计好的路线由系统自行控制方向进行田间作业，帮助农机操作者提高标准化作业水平。	

资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

2015-2016 年，公司数据应用及解决方案的营业收入分别为 1.05 亿元和 1.24 亿元，同比增长分别为 180.13%和 17.99%。2015 年该项业务收入大幅增长主要原因为国家大力推进北斗地基增强系统（CORS）全国一张网的建设。公司作为率先开发 CORS 系统的企业，具有市场先发优势，业绩增长快，据公司披露公司 2015 年数据应用及解决方案的营收中 CORS 系统部分贡献的营业收入 3256.96 万元，同比增长 956%，为公司该业务的主要增长引擎。

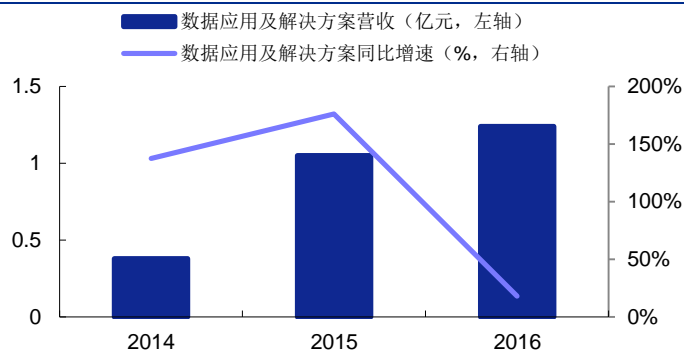


图 31：2016 年数据应用及解决方案主要产品收入占比



资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

图 32：2014-2016 年华测导航数据应用及解决方案营收



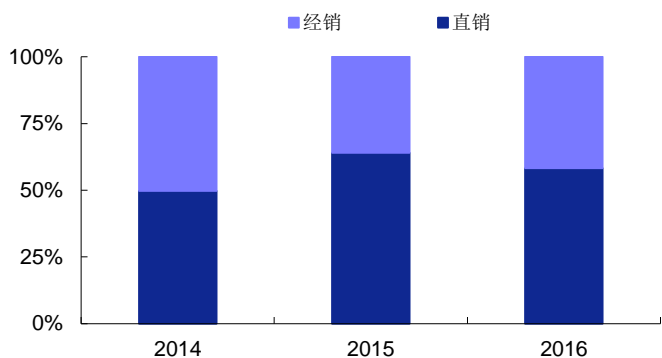
资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

#### 4. 直销与经销并重，确立“布局全国，拓展海外”的营销战略

公司坚持直销与经销并重的营销模式，同时确立了“布局全国，拓展海外”的营销战略，不断加大销售网络建设，旨在稳定的行业格局中建立持久的竞争优势。公司一方面通过渠道布局提高产品销量，另一方面公司通过收集市场需求信息，获得及时的用户反馈，从而完善产品和售后服务。

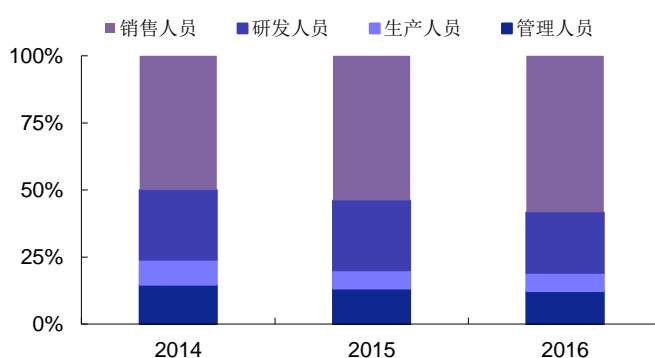
相较于经销，公司直销模式下产品的毛利率更高，因此，区别于同行业竞争者对经销模式的普遍依赖，公司大力加强销售投入，建立直销渠道。2014-2016 年公司通过直销渠道获得的收入占比分别为 50%、64%和 58%，其中 2015 年占比较 2014 年占比同比增长 28%，2016 年占比小幅下降主要是因为依赖经销模式的海外销售渠道不断增加。配合直销渠道的建立，公司不断加大销售人员数量。在公司员工结构中，销售人员占比最高且不断增加，从 2014 年的 50%上升到 2016 年的 58.30%。

图 33：2014-2016 年华测导航不同营销模式的收入占比



资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

图 34：2014-2016 年华测导航员工占比



资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

在国内市场方面，公司持续加大全国营销网络建设的投资力度。2017 年，公司分别出资 100 万元在西安和武汉设立了全资子公司，开展卫星导航定位系统软硬件产品的销售业务。截至目前，公司已在国内主要地区建立了直销分支机构，同时拥有 100 余家签约经销商。2017 年 3 月，公司在创业板上市。根据公司招股说明书披露的数据，此次发行上市拟募集资金 32943.40 万元，其中 10%的资金将投资于营销网络的建设。

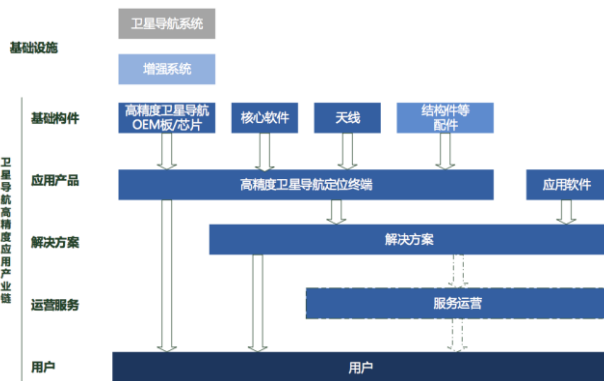
公司凭借在国内市场的市场获得的优势和营销经验不断开拓海外市场。2016 年，公司分别出资 10000 欧元和 100 万美元在匈牙利和香港设立了全资子公司，提供信息技术服务，同时推进卫星导航定位系统软硬件产品的销售和进出口业务。公司海外销售主要采取经销的模

式，截至目前，公司共拥有 50 余家海外签约经销商，产品销售至 97 个国家和地区。

## 5. 成本控制+自主研发，助力实现产品成本优化

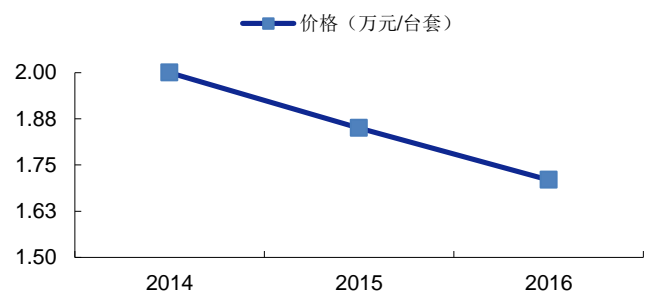
受到市场竞争等因素的影响，高精度 GNSS 接收机的价格不断下降。根据公司招股说明书披露的数据，2016 年高精度 GNSS 接收机的价格为 1.71 万元/台套，较 2014 年下降了 14.5%。高精度 GNSS 接收机是公司的主要收入来源，2016 年收入占比高达 53.45%，为此公司持续加强对原材料成本的控制，从而保证公司传统产品在市场中的竞争力。

图 35：高精度 GNSS 应用产业链



资料来源：公司招股说明书

图 36：高精度 GNSS 接收机价格走势



资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

高精度 GNSS 接收机的主要原材料包括 OEM 板卡、天线、通讯模块、集成电路芯片等相关部件。其中，OEM 板卡在原材料成本中占比最高，并且技术含量较高，需要长时间的技术积累和巨大的资金投入，我国 OEM 板卡长期依赖于从国外进口。

由于技术和产品优势，Trimble Europe B.V. 长期担任公司 OEM 板卡的核心供应商，使公司在产品议价方面处于相对劣势地位。近年来，公司不断增加供应商数量，并且分散从供应商处采购的 OEM 板卡的数量。2014-2016 年，公司从 Trimble Europe B.V. 采购的 OEM 板卡的金额占总采购金额的比例分别为 64.93%、61.83% 及 52.04%，呈现显著的下降趋势，“鸡蛋不放在一个篮子里”的战略帮助公司在现有的状况下有效的降低了采购成本。

成本控制的同时，公司近年来不断加大对 OEM 板卡技术的自主研发和制造，旨在打破核心 OEM 板卡的海外厂商垄断，近年来公司不仅承担了中国人民解放军总装备部的“多模多频高精度 OEM 板（区域信号）”项目，同时还拟建设专门的高精度 OEM 板卡/SoC 芯片实验室和军用高动态 OEM 板卡实验室，进一步加强在 OEM 板卡方面的研发力度和技术优势。目前，公司已经研发出具有自主知识产权的 OEM 板卡技术和产品，正处于试销阶段。

## 6. 立足高精度 GNSS 产品的技术优势，不断拓展新业务

自 2003 年成立以来，公司长期致力于高精度 GNSS 核心技术和相关产品的研究，积累了丰富的技术研发和产品优势。截至目前，公司已经掌握了高精度 GNSS 射频、BDS/GPS/GLONASS/Galileo 多模组合导航定位、GNSS 差分定位、GNSS/INS 组合导航定位、NRTK 数据处理等技术；拥有专利 63 项及软件著作权 102 项；制造出了 GNSS RTK 终端、GIS 数据采集设备、CORS 参考站接收机等高精度 GNSS 产品，其中，高精度 GNSS 接收机还成功应用于我国三江源大型科考和南极科考项目。技术积累和产品研发经验为公司拓展新业务奠定了重要基础，推动公司新业务的顺利布局。

### 6.1. 收购天辰礼达，整合精准农业机械导航上下游产业链

在新业务拓展过程中，公司逐步确立了加大精准农业机械导航发展的战略。2013年，公司进入精准农业领域，开始农机自动导航系统产品的技术研发；2014年，公司正式开启农机自动导航系统的销售；同年9月，公司进一步加大对精准农业的布局，以337.5万元收购了南京天辰礼达电子科技有限公司90%的股权。

天辰礼达是一家专业提供精细施工技术、精准农业技术及相关解决方案的公司，主要从事农机导航、土地平整等方面的系统集成和产品销售等综合性业务。天辰礼达长期是公司最大的客户。2014年，公司面向天辰礼达的销售收入占总收入的5.72%，在所有客户中占比最高。对天辰礼达的收购有利于公司整合农机导航系统上下游产业链，保证稳定的产品销量和市场份额，同时加速了公司进入精准农业市场的进程，推动了公司业务多元化发展。

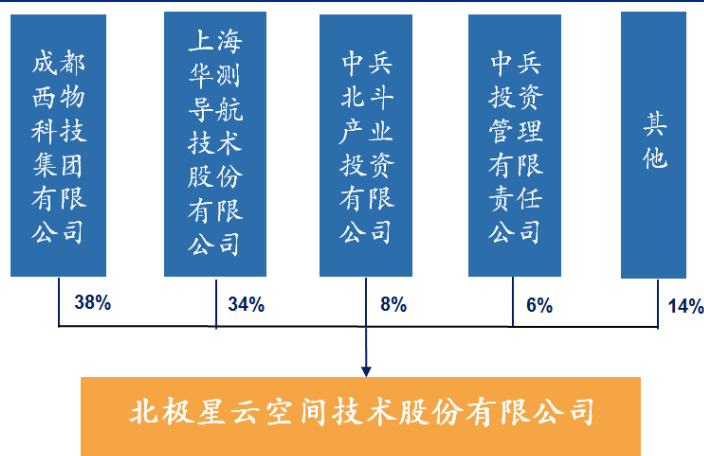
### 6.2. 抓住“军民结合”的政策契机，逐步开拓军用产品市场

自2013年十八大以来，军民融合上升为国家战略。根据《中国军民融合发展报告》，截至2014年，我国军民融合度在30%左右。2016年3月，中央政治局进一步审议通过了《关于经济建设和国防建设融合发展的意见》，要求“把军民融合的理念与要求贯穿经济建设和国防建设全过程”，挖掘与发展军民融合发展的巨大潜力与整体效益；同年5月，中央军委颁发《军队建设发展“十三五”规划纲要》，指出到2020年基本完成军改目标，强调更加注重军民融合。政府政策对军民融合的持续推进标志着我国军民融合将逐步由初步融合向深度融合发展，我国军民融合市场前景广阔。

目前，公司已经取得二级军工保密资格、武器装备质量体系认证证书和武器装备科研生产许可证等，具备军工行业的产品和运营资质，相关技术和产品也已经逐步运用于军工领域。

2016年4月，公司以3570万元货币资金和1530万元无形资产作价，与成都西物科技集团、中兵北斗产业投资公司、中兵投资管理公司等联合设立北极星云空间技术股份有限公司，占34%的股权。主要合资方均隶属于中国兵器工业集团，中国兵器工业集团是中央直接管理的特大型国有重要骨干企业，也是北斗地基增强系统全国一张网建设的主体单位，因此，该项合作有利于提高公司军用产品的经营资质，从而加速进入军用产品市场。

图 37：北极星云空间技术股份有限公司主要股东



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

### 6.3. 推进遥感测量、车辆定位等新产品，建立未来三年以及更长期的业务增长点

遥感测量系列产品主要包括无人机低空摄影测量及与之配套的飞行控制系统、三维激光扫描

系统、近景影像测量系统，以及以上三种系统的配套数据处理软件等。预计未来三年，该系列产品将成为公司的主要业务增长点。

**表 6：华测导航遥感测量系列产品**

产品系列	产品	产品图例
无人机	多旋翼: P520V; P560H; P500	
	固定翼: P310; P610; P700E; EBEE	
	数据处理系统	
三维激光扫描系统	移动测量系统: Heron; NavVisM3	
	相位式三维激光扫描仪: Z+F 5010C; 5016; 5010X; 5010; 5006EX; 5006h; PROFILER9012	
	点云软件	

资料来源：公司官网，安信证券研究中心

公司同时加大对机械精密控制、无人驾驶辅助系统、车辆车道级导航系统等产品的研发投入，从而为公司未来的长期可持续发展做准备。

## 7. 募投项目情况

2017年3月，公司在深圳证券交易所创业板挂牌上市，拟募集3.3亿元资金，并全部用于与主营业务相关的项目，包括北斗高精度终端生产技术改造项目、北斗位移监测系统技术改造项目、精准农业北斗辅助系统技术改造项目、研发中心建设项目和营销网络建设项目，旨在强化产品竞争力、扩大经营规模、提升研发能力，进而保证公司在行业中的竞争地位，实现可持续发展。

**表 7：华测导航募投改造项目情况**

	总投资额 (亿元)	项目总周期 (年)		投资回收期 (年)	内部收益率 (%)	投资收益率 (%)	实现的销售规模 (亿元)
		建设期	运营期				
北斗高精度终端生产技术改造项目	1.02	2	3	4.7	39.99%	47.69%	4.59
北斗位移监测系统技术改造项目	0.43	2	3	4.77	45.57%	51.09%	2.33
精准农业北斗辅助系统改造项目	0.85	2	3	4.6	39.84%	40.83%	2.9

资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

北斗高精度终端生产技术改造项目包括车间扩建与工业环境改进、生产线升级改造、仓库建设、工程实验室建设、品质检验设备投资和研发场所建设；北斗位移监测系统技术改造项目包括扩建硬件产品生产基地，引入更先进的设备提高生产效率，同时扩建系统开发中心，推出性能优越的行业应用解决方案，如地质灾害监测平台、水电站监测系统和高层建筑安全监测系统；精准农业北斗辅助系统改造项目包括关键技术试验平台建设、产品研发、产品生产线建设、零部件及相关配件生产线建设；工程实验室搭建与改造；农机自动驾驶系统试验基地；仓库改造等。

除三项改造项目外，公司公告拟分别投资 6624.90 万元和 3277.21 万元用于研发中心建设项目和营销网络建设项目。研发中心建设项目包括开发设备和项目研发管理系统购置与架设、高精度 OEM 板/SoC 芯片实验室建设、军用高动态 OEM 板实验室建设、数据通信实验室建设、高精度 GNSS 算法研究室建设及研发人才体系建设，项目建设期为两年；营销网络建设项目包括按照统一风格对办公场所进行优化改造，强化品牌标识，提升品牌影响力，同时扩大营销人员队伍。项目建设期为两年。

## 8. 投资建议和盈利预测

北斗卫星导航系统的持续完善以及北斗地基增强系统的全国一张网的加速建设，给我国高精度 GNSS 行业带来重大的发展机遇。

经过多年的发展，公司建立了成本和营销优势。一方面，公司通过增加供应商数量和自主研发生产 OEM 板卡的方式，实现成本优化；另一方面，公司坚持直销与经销并重，实现了覆盖全球的销售渠道布局。

公司立足于已有的竞争优势，不断提高技术和产品实力，在大力发展数据采集设备这一主营业务的同时，还积极推动多元化的业务布局，包括收购天辰礼达，整合精准农业机械导航上下游产业链；参与设立北极星云空间技术股份有限公司，逐步进入军用产品市场；推进遥感测量、车辆定位等新产品，建立未来三年以及更长期的业务增长点等。

我们预计公司 2017 年-2019 年的收入分别为 6.99 亿元(+45.06%)、9.70 亿元(+38.68%)、12.87 亿元(+32.72%)，净利润分别为 1.47 亿元(+43.45%)、1.95 亿元(+33.32%)、2.50 亿元(+28.22%)，对应 EPS 分别为 1.23 元、1.64 元、2.10 元，对应 PE 分别为 46 倍、34 倍、27 倍。参考行业可比公司 2017 年平均动态 PE60 倍的水平，考虑到公司在市场中的地位位列前三，我们给予华测导航 2017 年动态平均 PE60 倍的合理估值，6 个月目标价 73.8 元。首次覆盖，给予“买入-A”投资评级。

表 8：可比公司估值对比

代码	公司名称	股价 (元)	市值 (亿元)	PB (X)	EPS(元)			PE(倍)		
					2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E
002383.SZ	合众思壮	43.4	106.06	3.02	0.46	0.98	1.45	192.33	44.29	31.46
300456.SZ	耐威科技	40.8	75.56	5.49	0.34	0.73	1.11	211.45	55.84	32.15
300101.SZ	振芯科技	13.56	75.39	8.90	0.07	0.12	0.20	125.49	109.35	66.87
002465.SZ	海格通信	10.76	230.88	3.36	0.25	0.33	0.43	41.39	32.60	24.90
平均				5.19				142.67	60.52	38.85
300627.SZ	华测导航	52.41	62.47	9.63	1.14	1.23	1.64	61.19	43.43	32.24

备注：收盘价日期为 2017 年 5 月 19 日，可比公司 EPS 采用 Wind 一致预期

资料来源：Wind, 安信证券研究中心

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	362.1	482.1	699.3	969.8	1,287.1	<b>成长性</b>					
减:营业成本	173.8	216.2	301.4	404.6	529.1	营业收入增长率	22.6%	33.1%	45.1%	38.7%	32.7%
营业税费	2.8	4.0	7.0	9.7	10.3	营业利润增长率	37.8%	68.8%	88.3%	57.2%	39.8%
销售费用	90.4	123.1	181.8	247.3	321.8	净利润增长率	70.1%	93.1%	43.4%	33.3%	28.2%
管理费用	57.6	83.1	104.9	145.5	199.5	EBITDA 增长率	40.9%	61.0%	79.4%	54.2%	37.5%
财务费用	1.5	-0.5	-0.4	-0.6	-0.9	EBIT 增长率	38.1%	60.1%	89.2%	57.3%	39.7%
资产减值损失	3.6	4.9	5.0	5.0	5.0	NOPLAT 增长率	42.6%	58.2%	90.0%	58.1%	38.9%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	17.3%	58.1%	69.8%	26.9%	30.6%
投资和汇兑收益	-0.0	3.2	3.0	3.0	3.0	净资产增长率	68.1%	37.9%	57.3%	40.2%	36.8%
营业利润	32.3	54.5	102.6	161.3	225.4	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	27.7	62.9	64.7	59.7	59.6	毛利率	52.0%	55.2%	56.9%	58.3%	58.9%
利润总额	60.0	117.3	167.3	220.9	285.0	营业利润率	8.9%	11.3%	14.7%	16.6%	17.5%
减:所得税	6.8	14.5	20.1	25.4	34.2	净利润率	14.6%	21.2%	20.9%	20.1%	19.5%
净利润	52.9	102.1	146.5	195.3	250.4	EBITDA/营业收入	10.3%	12.5%	15.4%	17.2%	17.8%
						EBIT/营业收入	9.3%	11.2%	14.6%	16.6%	17.4%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	固定资产周转天数	8	9	7	4	2
货币资金	117.6	132.5	190.3	306.9	443.6	流动营业资本周转天数	124	106	111	120	119
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	307	299	285	293	303
应收账款	140.6	197.6	236.3	400.7	448.3	应收账款周转天数	117	126	112	118	119
应收票据	3.3	16.0	7.4	17.5	19.9	存货周转天数	89	61	76	69	65
预付账款	10.5	19.5	11.2	35.2	27.5	总资产周转天数	323	327	312	310	315
存货	82.8	80.0	214.4	158.4	309.2	投资资本周转天数	101	105	120	123	120
其他流动资产	0.0	-	0.0	0.0	0.0	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	23.7%	33.2%	30.3%	28.8%	26.9%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	14.2%	20.5%	20.8%	20.3%	19.5%
长期股权投资	0.7	29.4	29.4	29.4	29.4	ROIC	32.1%	43.4%	52.1%	48.5%	53.1%
投资性房地产	-	-	-	-	-	<b>费用率</b>					
固定资产	9.1	14.7	11.8	8.9	5.9	销售费用率	25.0%	25.5%	26.0%	25.5%	25.0%
在建工程	-	-	-	-	-	管理费用率	15.9%	17.2%	15.0%	15.0%	15.5%
无形资产	4.6	7.2	4.3	1.5	-	财务费用率	0.4%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
其他非流动资产	3.7	5.3	4.1	4.2	4.5	三费/营业收入	41.3%	42.7%	40.9%	40.4%	40.4%
资产总额	372.9	502.4	709.2	962.6	1,288.2	<b>偿债能力</b>					
短期债务	5.0	-	-	-	-	资产负债率	39.9%	38.5%	31.5%	29.2%	27.6%
应付账款	52.4	60.0	130.5	106.1	200.1	负债权益比	66.4%	62.5%	45.9%	41.2%	38.2%
应付票据	4.2	16.6	3.0	22.0	17.3	流动比率	3.25	2.74	3.51	3.74	3.87
其他流动负债	47.7	86.1	54.4	117.8	104.8	速动比率	2.49	2.25	2.37	3.09	2.91
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	22.90	-115.11	-257.34	-262.74	-243.18
其他非流动负债	39.5	30.6	35.2	35.1	33.6	<b>分红指标</b>					
负债总额	148.8	193.3	223.2	281.0	355.9	DPS(元)	-	-	-	-	-
少数股东权益	1.0	1.7	2.5	2.7	3.1	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	89.4	89.4	119.2	119.2	119.2	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	133.7	217.9	364.4	559.7	810.0						
股东权益	224.2	309.1	486.1	681.6	932.4						
						<b>业绩和估值指标</b>					
<b>现金流量表</b>							<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
净利润	53.1	102.8	146.5	195.3	250.4	EPS(元)	0.44	0.86	1.23	1.64	2.10
加:折旧和摊销	3.9	6.5	5.8	5.8	4.4	BVPS(元)	1.87	2.58	4.06	5.70	7.80
资产减值准备	3.6	4.9	-	-	-	PE(X)	121.5	62.9	43.9	32.9	25.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	28.8	20.9	13.3	9.5	6.9
财务费用	1.6	-0.8	-0.4	-0.6	-0.9	P/FCF	375.4	190.6	246.7	55.2	47.0
投资损失	0.0	-3.2	-3.0	-3.0	-3.0	P/S	17.7	13.3	9.2	6.6	5.0
少数股东损益	0.3	0.7	0.7	0.3	0.4	EV/EBITDA	-	-	57.7	36.7	26.1
营运资金的变动	1.3	-22.6	-127.0	-83.4	-118.7	CAGR(%)	54.4%	34.6%	68.1%	54.4%	34.6%
经营活动产生现金流量	56.9	60.4	22.6	114.3	132.6	PEG	2.2	1.8	0.6	0.6	0.7
投资活动产生现金流量	-7.1	-25.3	3.0	3.0	3.0	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	6.0	-23.9	32.3	-0.8	1.2	REP					

资料来源: 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 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 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 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 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 6-12 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 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## ■ 分析师声明

夏庐生声明，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
	许敏	021-68762965	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-68766287	mengsf@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
深圳联系人	张莹	010-88888888	zhangying1@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
	张青	0755-82821681	zhangqing2@essence.com.cn
邓欣	0755-82821690	dengxin@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：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034