

新业务即将步入放量，看好公司智能无人产业布局

增持（首次）

事件：根据公司官方微信公众号新闻，公司于近日参加了中国西部航天航空暨国防军工装备展览会和中国（西安）军民融合暨国防信息化装备展览会，参展的有公司的光电吊舱系列产品和各类监视雷达产品。

投资要点

■ 新产品步入成熟，预计将成为主要的业绩增长点

根据新闻，此次参展的光电产品包括小型光电吊舱、中型光电取证设备、大型光电吊舱，广泛应用于陆、海、空光电探测，在火箭军某靶区光电跟踪、海警无人缉私系统等项目上发挥出色；雷达产品包括战场监视雷达、地面监视雷达等。我们认为，公司携新产品参展，说明公司的雷达、光电产品已步入成熟。此外，公司的无人机、红外产品也于 2017 年取得突破：无人机完成了一款简单模型，拿到了一笔订单；红外产品主要关注单兵夜视系统，军用侦查方向。公司的无人机、雷达、红外、光电探测 4 项新产品在 2017 年都已经拿到超过 1000 万的订单。我们认为未来公司的新业务将成为主要的业绩增长点。

■ 内生外延共同发力，2018 年目标收入 7 亿元

根据公司公开发布的调研记录，2018 年公司力争完成 7 个亿的收入目标，预计外延并购企业贡献约 2.8 亿，内生贡献约 4.2 亿。

- **外延并购方面**，2017 年公司收购的两家公司凯盾环宇（持股比例 51.22%）和星网船电（持股比例 55%），未来也将为公司贡献业绩，根据收购公告，凯盾环宇承诺 2017-2019 年实现归母净利润不低于 1000 万元，星网船电承诺 2017-2019 年度净利润达到 4000 万元，5000 万元，6000 万元。
- **内生方面**，公司的成熟产品导航系统、动中通、智能驾考产品都已经不同领域实现批量应用，预计未来将保持稳定的发展，4 项新业务也将成为主要的业绩增长点。
- **利润率方面**，2012-2016 年间公司净利润率在 25%-30% 之间，2017 年受股权激励和募投项目资产转固的影响，净利润率有下降，但仍然保持 20% 以上。我们认为，公司无人机、雷达等新产品的附加值比成熟产品更高，且 2018 年及以后股权激励费用明显减少，因此未来仍将维持较高的利润率水平。

■ 以惯性技术为核心，聚焦智能无人产业链

公司的核心技术是惯性技术，自 2010 年起推出三项产品带动了公司的快速发展——导航系列产品、全系列卫星通信终端产品、智能驾考系统，2016 年之后公司开始布局智能无人系统产业，目前智能无人领域以研发传感器为主，布局于智能感知（传感器）、智能通信（卫星通信，海上 ARS 系统）和智能平台（无人机、无人车）业务，致力于成为智能无人系统核心部件的供应商，以及智能无人应用方面的方案商。整体上看，目前公司业务是以惯性技术为核心，聚焦布局智能无人产业链。

■ 盈利预测与投资评级：

基于对公司各项业务的分析和测算，我们认为公司在成熟产品和新产品的共通带动下能够保持业绩的快速增长。我们预计公司 2017 年、2018 年、2019 年收入分别为 4.09 亿元、7.00 亿元、8.81 亿元，归母净利润分别为 0.64 亿元、1.38 亿元、1.76 亿元，EPS 分别为 0.40 元、0.85 元、1.09 元，PE 分别为 62、29、23。首次给予“增持”评级。

■ 风险提示：

传统业务市场竞争加剧，新产品研制进度不及预期。

2018 年 3 月 25 日

证券分析师 陈显帆

执业证书编号：S0600515090001

021-60199769

chenxf@dwzq.com.cn

证券分析师 郝彪

执业证书编号：S0600516030001

021-60199781

haob@dwzq.com.cn

研究助理 周佳莹

zhoujy@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价（元）	24.82
一年最低/最高价	20.52/28.6
市净率（倍）	5.36
流通 A 股市值（百万元）	1464.63

基础数据

每股净资产（元）	4.67
资产负债率（%）	28.25
总股本（百万股）	161.67
流通 A 股（百万股）	59.01

星网宇达三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	614.3	771.4	1063.6	1333.4	营业收入	277.4	408.8	700.0	881.0
现金	396.6	460.1	541.9	681.4	营业成本	137.4	226.1	409.8	502.4
应收款项	152.6	212.8	345.2	434.5	营业税金及附加	3.5	3.7	8.7	11.0
存货	58.6	78.0	141.5	173.4	营业费用	12.9	21.7	27.6	30.8
其他	6.4	20.4	35.0	44.1	管理费用	57.6	94.2	99.4	143.6
非流动资产	262.6	280.0	293.5	303.9	财务费用	1.4	0.1	2.5	3.8
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资净收益	0.4	0.3	0.3	0.3
固定资产	213.9	232.8	247.7	259.5	其他	0.3	-3.6	-3.6	-3.6
无形资产	42.9	41.4	40.0	38.6	营业利润	65.3	59.8	148.6	186.0
其他	5.8	5.8	5.8	5.8	营业外净收支	18.0	16.1	16.1	16.1
资产总计	876.9	1051.4	1357.1	1637.3	利润总额	83.3	75.9	164.7	202.1
流动负债	144.8	250.5	416.8	520.9	所得税费用	10.6	11.2	25.5	24.3
短期借款	18.8	60.0	80.0	106.0	少数股东损益	-0.7	0.6	1.4	1.8
应付账款	105.2	154.8	280.7	344.1	归属母公司净利润	73.3	64.1	137.7	176.1
其他	20.8	35.7	56.1	70.7	EBIT	67.4	64.6	155.7	194.5
非流动负债	23.0	30.5	37.9	45.4	EBITDA	76.5	88.9	183.3	225.8
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	重要财务与估值指标				
其他	23.0	30.5	37.9	45.4		2016	2017E	2018E	2019E
负债总计	167.8	281.0	454.7	566.2	每股收益(元)	0.96	0.40	0.85	1.09
少数股东权益	3.1	3.6	4.7	6.1	每股净资产(元)	9.29	4.79	5.55	6.59
归属母公司股东权益	705.9	766.8	897.7	1065.0	发行在外股份(百万股)	76.0	160.2	161.7	161.7
负债和股东权益总计	876.9	1051.4	1357.1	1637.3	ROIC(%)	10.7%	7.1%	16.3%	19.8%
现金流量表 (百万元)					ROE(%)	10.4%	8.4%	15.3%	16.5%
	2016	2017E	2018E	2019E	毛利率(%)	49.2%	43.8%	40.2%	41.7%
经营活动现金流	79.4	71.1	114.7	169.0	EBIT Margin(%)	24.3%	15.8%	22.3%	22.1%
投资活动现金流	-39.5	-45.7	-46.1	-46.7	销售净利率(%)	26.4%	15.7%	19.7%	20.0%
筹资活动现金流	286.6	38.0	13.1	17.2	资产负债率(%)	19.1%	26.7%	33.5%	34.6%
现金净增加额	326.5	63.5	81.8	139.5	收入增长率(%)	17.0%	47.4%	71.2%	25.9%
折旧和摊销	9.1	24.3	27.6	31.3	净利润增长率(%)	9.9%	-12.3%	114.9%	27.8%
资本开支	-31.5	-45.7	-46.1	-46.7	P/E	25.73	62.03	29.14	22.79
营运资本变动	-6.1	-22.7	-56.7	-44.8	P/B	2.67	5.19	4.47	3.77
企业自由现金流	38.0	11.0	56.4	111.0	EV/EBITDA	26.86	24.39	12.77	10.86

数据来源: wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>