

惯导产业迎来军民融合契机，内生外延助力龙头腾飞

——中小盘成长股专题

伐谋-中小盘成长股专题

孙金钜(分析师)

021-68866881

sunjinju@xsdzq.cn

证书编号: S0280518010002

田杰华(分析师)

tianjiehua@xsdzq.cn

证书编号: S0280517050001

任浪(分析师)

021-68865595-232

renlang@xsdzq.cn

证书编号: S0280518010003

● 发力惯导核心器件和行业解决方案，内生外延助力公司快速成长：

星网宇达是国内稀缺的民营惯性导航产业化龙头，近年来，公司选择围绕惯导核心器件研发和丰富应用解决方案两个方向发力。一方面，公司基本实现了核心器件自主研发，中高端光纤陀螺的精度水平达到国内先进水平，加速计完成了产品研发和产线建设。另一方面，公司提出智能无人系统战略，围绕产业链不断丰富智能感知、智能通信和智能平台生态圈。公司在原有的惯性技术基础上，丰富了红外探测、雷达探测、光电探测等感测方式，并购了凯盾环宇、明航科技等行业内优质公司。伴随业务的快速发展，目前公司的惯导产品在主要技术指标上已经达到国内先进水准，产品线明显丰富，核心竞争力得到极大提升。

● 军改加速推进，军民融合带来惯导行业新机会：

军品市场是惯导行业最主要的市场。惯导技术广泛应用于航天、航空、航海、车辆等领域，据测算，2015年用于研发及国防装备的惯导产品市场容量约293亿元。过去市场普遍认为军用惯导技术的门槛较高，过去长时间被相关科研院所垄断，民营企业很难进入相关领域。我们认为，随着军改的加速推进，部队装备招标的市场化程度有所提升；而以星网宇达为代表的民营企业具备较强的解决方案能力和成本控制能力，未来有机会进军多个军用细分领域，前景广阔。

● 看好公司军民融合业务加速发展，调高至“强烈推荐”评级：

我们预计公司2017-2019年收入分别为4.09/7.23/10.33亿元，归属于上市公司股东净利润分别为0.64/1.26/2.11亿元，对应2017-2019EPS分别为0.40/0.78/1.31元，当前股价对应17-19年PE分别为72.8/36.9/22.1倍。我们认为，公司的核心竞争力达到国内先进水平，军用惯导市场空间广阔而民企渗透率极低，军民融合战略为民参军提供了政策契机。我们看好公司军民融合相关业务加速发展，调高至“强烈推荐”评级。

● 风险提示：新产品研发失败风险；市场竞争加剧风险

财务摘要和估值指标

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	237	277	409	723	1,033
增长率(%)	-9.1	17.0	47.4	76.8	42.9
净利润(百万元)	66.7	73	64	126	211
增长率(%)	-16.8	9.9	-12.8	97.4	67.2
毛利率(%)	48.4	50.5	49.4	49.5	49.7
净利率(%)	28.1	26.4	15.6	17.5	20.4
ROE(%)	20.4	10.2	10.5	17.9	23.3
EPS(摊薄/元)	0.41	0.45	0.40	0.78	1.31
P/E(倍)	69.78	63.5	72.8	36.9	22.1
P/B(倍)	14.23	6.6	6.1	5.5	4.5

强烈推荐(调高评级)

市场数据

时间 2018.04.13

收盘价(元):	28.8
一年最低/最高(元):	20.52/43.49
总股本(亿股):	1.62
总市值(亿元):	46.56
流通股本(亿股):	0.59
流通市值(亿元):	16.99
近3月换手率:	158.94%

相关报告

《收入增长稳定，积极拓展海工装备领域》2017-10-26

《拟收购明航科技，设立智能装备、智能设备子公司》2017-09-07

《业绩符合预期，业务推进顺利》2017-08-24

中小盘研究团队

孙金钜(分析师): 021-68866881

证书编号: S0280518010002

任浪(分析师): 021-68865595-232

证书编号: S0280518010003

吴吉森(联系人): 021-68865595-205

证书编号: S0280118020006

黄泽鹏(联系人): 021-68865595-202

证书编号: S0280118010039

目 录

1、 发力核心器件和行业解决方案，核心竞争力持续提升.....	3
1.1、 国内一流的惯性技术开发及应用企业	3
1.2、 聚焦核心器件和产品应用，发挥民企优势.....	4
1.3、 股权结构合理，管理团队激励充分，收入快速增长.....	5
2、 聚焦智能无人产业，内生外延助力公司快速成长.....	6
2.1、 发展脉络：从确立发展方向到产业化发展，再到关键应用领域突破.....	6
2.2、 围绕感知、通信、平台建立智能无人系统产业.....	7
3、 军改加速推进，军民融合带来惯导行业新机会.....	8
3.1、 惯性导航与卫星导航相辅相成，是某些特定场合的唯一选择.....	8
3.2、 惯性导航市场广阔，新需求不断涌现	8
3.3、 惯导技术产业链现状：惯导器件价值量最高，军用门槛仍然较高.....	9
3.4、 伴随军民融合政策加速推进，公司有望在多个细分领域形成突破.....	10
4、 盈利预测与公司估值.....	11
4.1、 关键假设	11
4.2、 盈利预测与估值	11
附： 财务预测摘要.....	12

图表目录

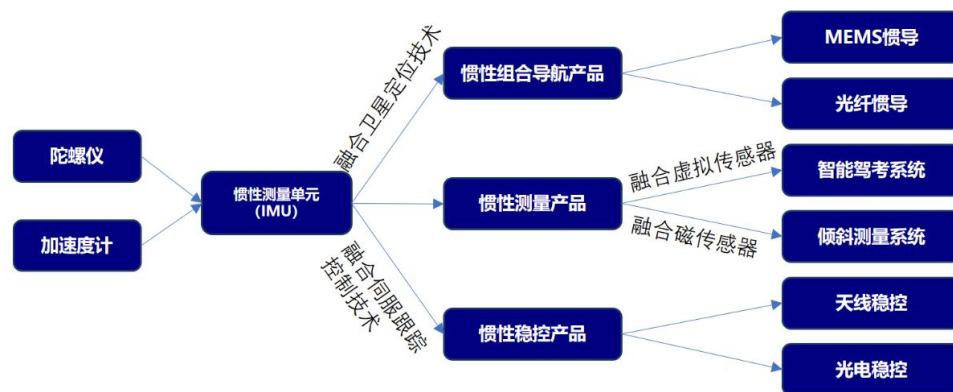
图 1： 依托惯性技术打造导航、测量、稳控三大业务平台	3
图 2： 惯性导航：使用惯性系数据获得物体的位置和速度信息	4
图 3： 稳控系统：通过惯性技术完成对运动平台的稳定控制	4
图 4： 围绕客户需求进行横向整合	5
图 5： 实控人愿意分享公司经营果实，经营团队激励充分	5
图 6： 收入快速增长，毛利率维持较高水平	6
图 7： 星网宇达智能无人系统战略奠定未来发展方向	7
图 8： 惯性技术的在军用、民用领域应用广泛	9
图 9： 我国国防开支稳步增长.....	9
图 10： 聚焦核心器件自主研发、军用市场开拓是产业链现状下的不二选择	10
表 1： 惯性导航和卫星导航各有优势，多数场景采用组合导航方式	8
表 2： 军用装备用惯导产品绝大多数由国内科研院所研制	10
表 3： 星网宇达可比公司估值.....	11

1、发力核心器件和行业解决方案，核心竞争力持续提升

1.1、国内一流的惯性技术开发及应用企业

星网宇达是国内一流的惯性技术开发及应用企业，经过十余年的发展，已经形成“器件+组件+系统”的产品结构，产品包含惯性导航、测量及稳控三大品类。公司为航空、航天、航海、电子、石油、测绘、交通及通信等多个领域用户提供全自主、高动态的位置、速度、姿态等信息的感知、测量及稳定控制服务。

图1： 依托惯性技术打造导航、测量、稳控三大业务平台



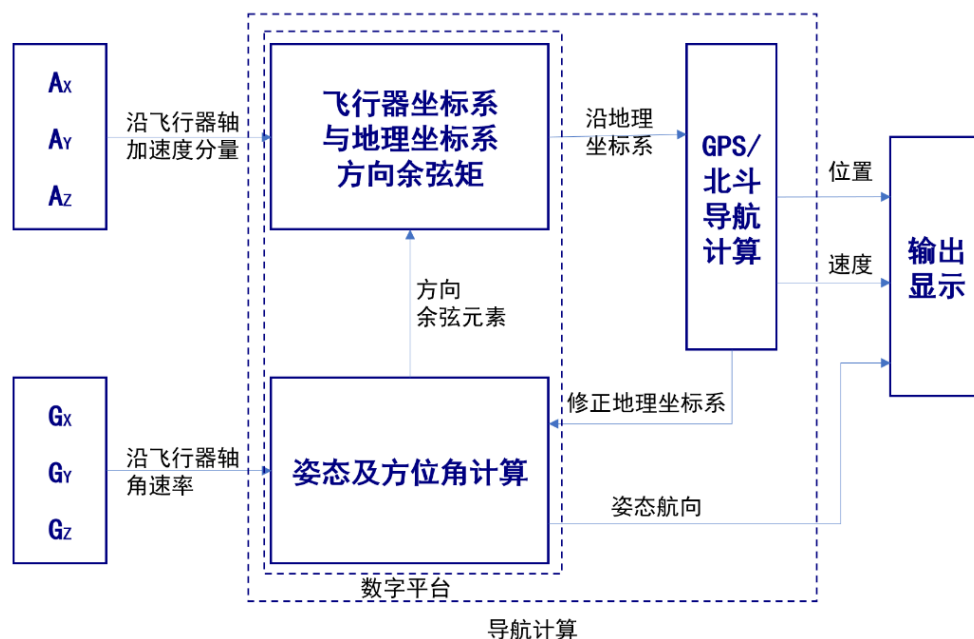
资料来源：上市公司招股说明书、新时代证券研究所

概括来看，公司主业为基于惯性导航技术发展的导航、测量、稳控业务以及下游细分产品和应用。

综合导航系统：

一般惯性导航的基础是惯导技术（Dead Reckoning），一般的DR传感器包括陀螺仪、罗盘、里程计、倾斜仪、加速度计、温度计等。目前普通产品多采用基于MEMS的陀螺仪和三轴加速度计作为传感器。主要流程为：首先通过低通滤波器对陀螺仪和三轴加速度计信号进行初处理，得出过滤后的信号，然后取其在某段时间的平均值作为输出信号。利用GPS或北斗信号作为参数进行初始化，对DR信号结合GPS信号进行卡尔曼滤波处理，得出其最佳推算的定位信息。

按照所用陀螺仪类型的不同，公司的综合导航系统分为激光惯性导航系统、光纤组合导航系统和MEMS组合导航系统。其中激光惯性导航系统精度最高，主要应用于遥感测绘、特种车辆等领域；公司的光纤组合导航系统与市场上同类型产品相比精度较高，甚至达到激光惯性导航的水平，因此也应用于遥感测绘、特种车辆，此外还应用于智能无人车、卫星通讯车；MEMS组合导航系统精度相对较低，但功耗小，成本低，主要应用在小型无人机、无人车等领域。

图2： 惯性导航：使用惯性系数据获得物体的位置和速度信息

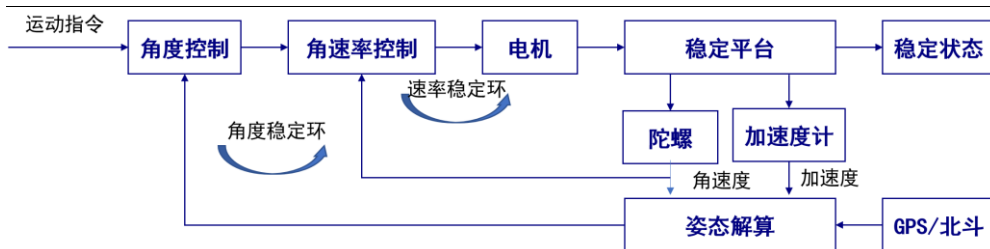
资料来源：新时代证券研究所

测量类系统：

公司的惯性测量产品是以惯性技术为基础，融合卫星测量、摄影测量、红外测量、磁场测量等信息，通过多传感器数据融合技术，实现高精度的运动参数测量、姿态航向测量、运动轨迹测量等应用。产品主要为智能驾考系统、铁路轨道检测设备，此外还有少量用于工程机械调平、汽车维修、铁轨及公路铺设等领域倾斜测量产品。

稳控类系统：

惯性稳控产品通过惯性测量获得载体的运动轨迹、姿态参数，根据这些参数通过伺服控制系统对任务平台的姿态进行动态调整，从而使平台保持相对稳定的状态，满足应用环境由静基座向动基座转换的需求，从而实现运动中的稳定控制。在稳控方面，公司掌握了伺服系统高精度惯性稳定控制技术和多级反馈式卫星天线闭环跟踪控制技术，能够在提高稳控精度的同时降低产品成本，使公司产品具有极强的市场竞争力。目前公司稳控类产品包括天线稳控系统和光电稳控产品两大类，其中天线稳控主要为“动中通”系列产品，光电稳控主要为各类光电吊舱。

图3： 稳控系统：通过惯性技术完成对运动平台的稳定控制

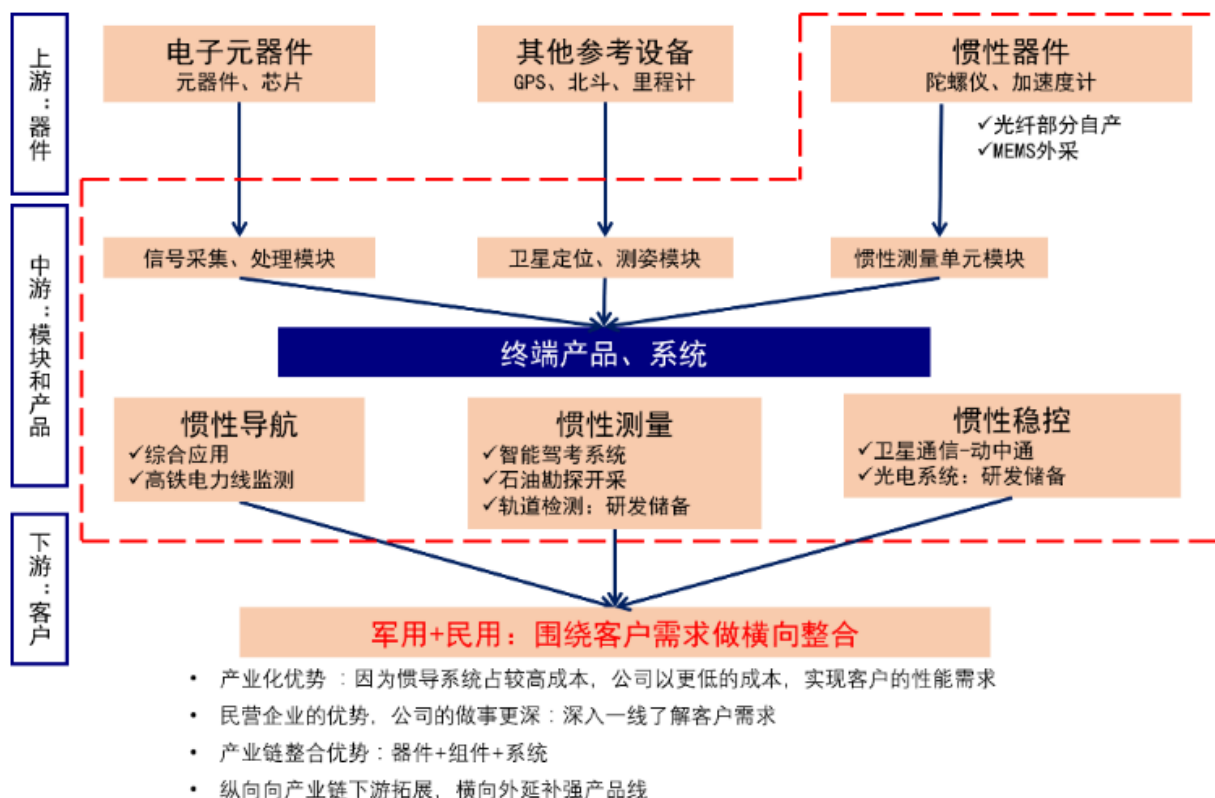
资料来源：上市公司招股说明书，新时代证券研究所

1.2、 聚焦核心器件和产品应用，发挥民企优势

星网宇达的具备较强的战略定位和执行能力，在过去的发展中，公司充分发挥

了民企响应快、执行力强、贴近客户的优势，围绕客户需求进行产业整合，同时坚持不懈地研发核心器件，提升核心竞争力。经过近年来的快速发展和积累，公司已经基本实现了核心器件自主研发，公司生产的中高端光纤陀螺的精度水平达到国内一线水平，加速计完成了产品研发和产线建设。核心竞争力的持续提升保障了客户解决方案的行业竞争力和产品的持续盈利能力。

图4：围绕客户需求进行横向整合

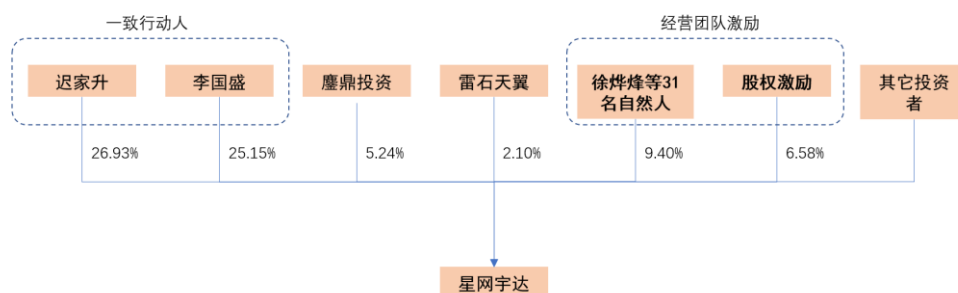


资料来源：上市公司招股说明书、新时代证券研究所

1.3、股权结构合理，管理团队激励充分，收入快速增长

公司实控人愿意分享公司发展成果，团队激励充分。迟家升、李国盛为一致行动人，合计持股 52.08%，共同控制上市公司。同时，总经理徐烨峰等公司管理团队合计持有 9.40%的股权。2017 年 2 月，公司推出股权激励计划，拟授予股票占总股本 6.58%，对原有业务团队和新业务团队都进行了充分的激励，保障了管理团队的工作积极性。

图5：实控人愿意分享公司经营果实，经营团队激励充分

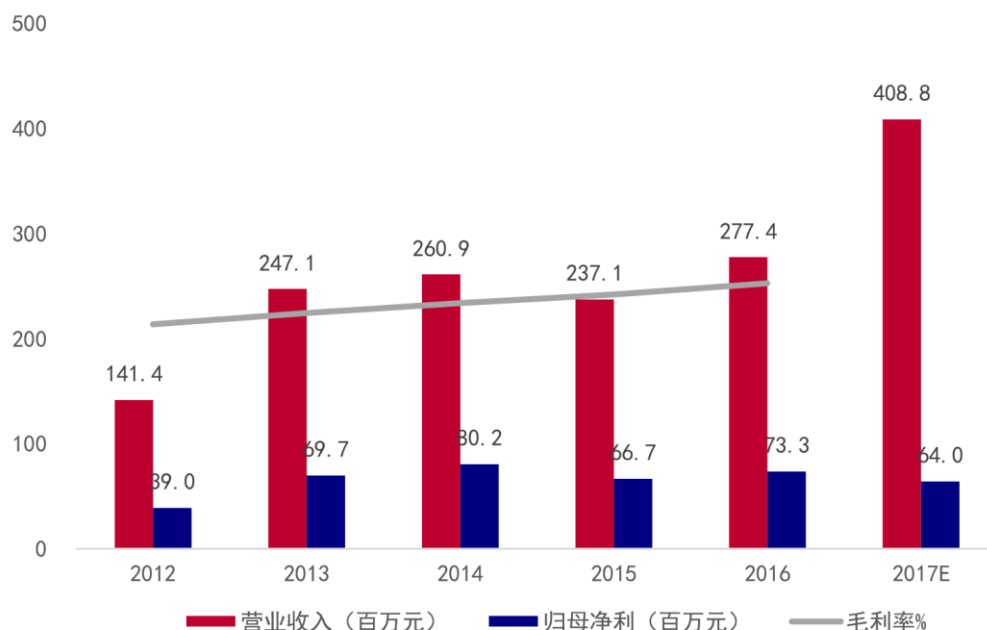


资料来源：Wind、新时代证券研究所

根据 2017 年业绩快报，2017 年公司收入 4.09 亿元，同比增长 47.37%；归母

净利 0.64 亿元，同比下滑 12.76%；若考虑加回一次性股权激励费用，则利润为 0.96 亿元，同比增长 31.51%。整体维持了快速增长。毛利水平始终维持在 50%左右，显示了极好的盈利能力。

图6： 收入快速增长，毛利率维持较高水平



资料来源：Wind、新时代证券研究所

2、 聚焦智能无人产业，内生外延助力公司快速成长

2.1、 发展脉络：从确立发展方向到产业化发展，再到关键应用领域突破

公司过去的发展可以归纳为三个阶段，公司通过不同阶段的战略聚焦获得了业绩的持续增长：

阶段一：确定惯导方向，面向高端客户的定制化、工程化开发阶段

确立了以惯性组合导航和惯性测量为公司的主要发展方向；

研发能力不断提升，先后参与了多项重大工程和项目的研发工作，使公司的核心技术得到了快速提升。

阶段二：面向行业用户的规模化、产业化发展阶段

从“服务于工程项目的组件级产品”向“面向最终用户的系统级产品”拓展；

从“以产品为中心的销售”向“以行业需求为中心的解决方案推广”拓展；

开拓了“卫星通信”及“智能驾考”两大行业市场。

阶段三：以惯性技术为基础，充分向下游关键产品延伸

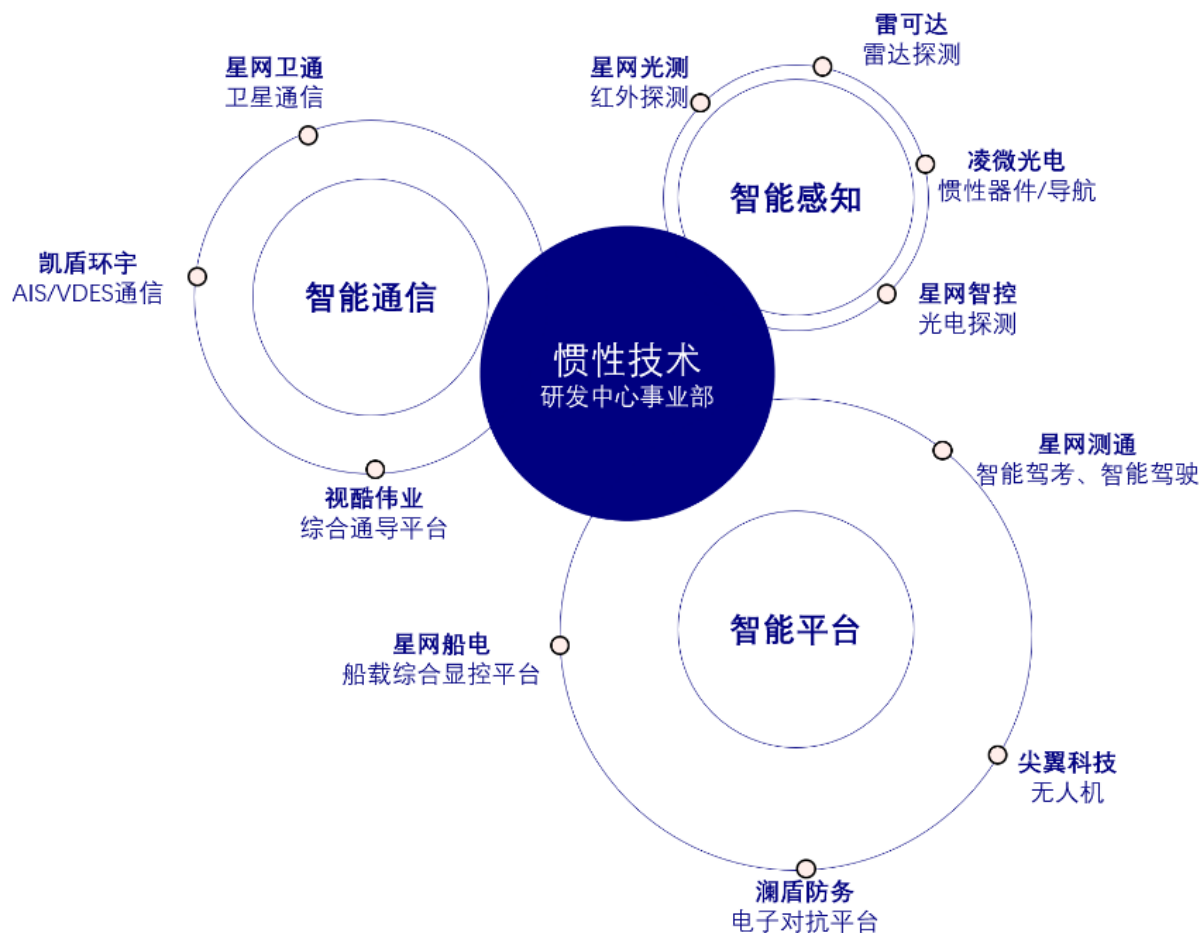
惯性技术为基础，向产业链下游延伸，开拓“无人机”、“民船通信”等行业市场；

军品需求为导向，在自身产品的基础上进行充分行业横向整合。

2.2、围绕感知、通信、平台建立智能无人系统产业

上市以来，星网宇达的发展进入了新的阶段。在战略上，公司聚焦智能无人系统产业，立足核心技术自主研发，围绕产业链不断丰富智能感知、智能通信和智能平台生态圈。公司在原有的惯性技术基础上，丰富了红外探测、雷达探测、光电探测等智能感知方式，并购了海上 AIS 通信提供商凯盾环宇、建立卫星通讯平台星网卫通，打造了星网船电、澜盾防务和尖翼科技等业务平台。随着部队装备无人化、智能化要求的快速提高，公司的三个智能平台业务布局将更好的满足客户需求，包括红外夜视、安防雷达等项目已经初见成效。

图7： 星网宇达智能无人系统战略奠定未来发展方向



资料来源：新时代证券研究所

2017 年，公司并购了海上通信供应商凯盾环宇、综合舰桥系统供应商明航科技。其中，凯盾环宇原股东承诺 2017-2019 年净利润均值不低于 1000 万元，明航科技原股东承诺 2017-2019 年净利润不低于 4000/5000/6000 万元。两家公司拥有丰富海上用户资源，技术储备和上市公司形成很好的互补。

2017 年 12 月，公司公告拟成立星华智联投资基金，投向主要为智能无人系统相关标的，有限合伙人包括星网宇达、北京市经信委、亦庄投资中心等，首期募集 6.06 亿元人民币。并购基金将围绕星网宇达的智能无人战略进行投资，为公司持续发展保驾护航。

3、军改加速推进，军民融合带来惯导行业新机会

3.1、惯性导航与卫星导航相辅相成，是某些特定场合的唯一选择

惯性导航和卫星导航是目前主流的两种导航技术，惯性导航基于对载体的角速度和加速度测量推算载体的运动信息，数据更新率和短期精度高，不依赖外界，但误差随时间累积而不断放大，价格较贵；卫星导航通过与卫星通信来计算自身的位置和运动信息，误差与运行时间无关，价格较低，但易受干扰，动态性能差。在一般民用领域往往采用惯导+卫星导航的方式提供低成本的精确导航，但在军用、特定应用场景下，惯导是唯一选择。

表1： 惯性导航和卫星导航各有优势，多数场景采用组合导航方式

技术特点	惯性导航	卫星导航
工作时的独立性	不依赖外界，不受外界信息干扰，隐蔽性好；可全天候、全球、全时间工作于空中、地表乃至地下、水下、室内	依赖卫星信号，易受外界干扰，影响导航连续性、稳定性
数据持续性	数据更新率高，短期精度和稳定性好	动态性能较差，难以在高速运动物体上连续测量和导航
时间校准	每次使用之前需要初始校准时间	无需初始校准；组网还可进行差分，测量精度更高
导航定位误差	采用积分算法，误差随运动载体运行时间不断累积	误差于运动载体运行时间无关
其他信息	可提供载体的姿态航向信息	单个终端无法提供姿态信息；可以授时
成本	价格昂贵	价格较低
应用	军用领域：航空、航天、船舶、坦克、装甲车辆、无人机惯性导航 民用领域：在不采用高精度惯性器件基础上，采用惯导+卫星导航的方式可以提升精度，降低成本	军用领域：卫星导航、航空航天、船舶、坦克、装甲车辆、无人机

资料来源：新时代证券研究所

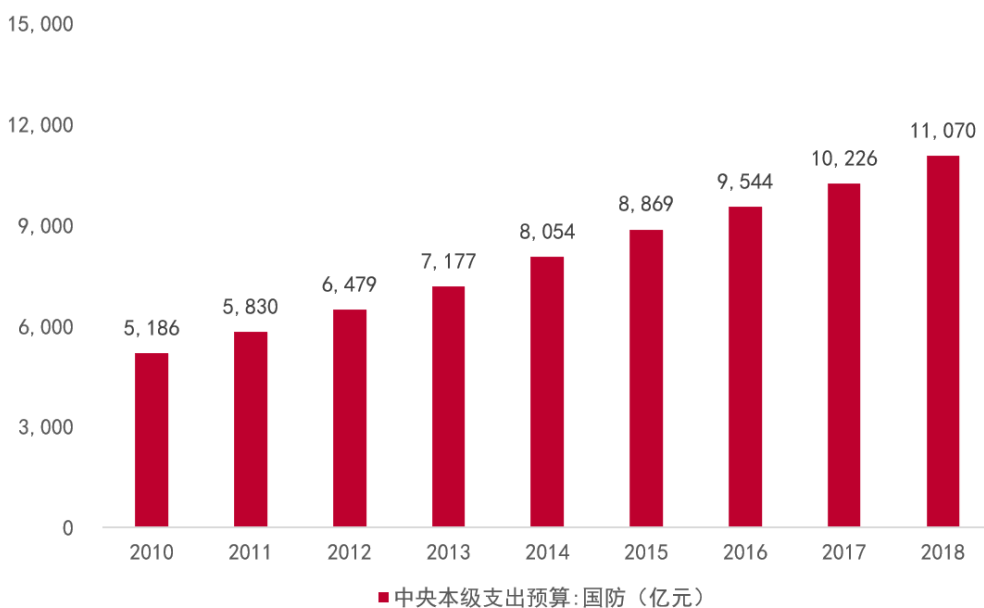
3.2、惯性导航市场广阔，新需求不断涌现

惯导技术最早应用于军用装备领域。目前军用装备领域仍是惯导行业的最主要应用领域，包括航空、航天、舰船、战车、导弹等领域都有成熟应用；随着 MEMS 技术的发展，惯导产品的成本逐渐降低，惯导技术在民用领域也开始被广泛使用，包括动中通、海上通信、消费电子等多个领域。

图8： 惯性技术的在军用、民用领域应用广泛

资料来源：新时代证券研究所

惯导产品在军用领域的市场非常广阔，清华大学张嵘研究员在《惯性技术在军民市场应用前景与展望》中预测，2012-2015 年军费每年平均增长约 700 亿元，惯性导航及控制类产品市场规模将以年均 25% 左右的速度快速发展，2015 年用于研发及国防装备的惯性产品市场容量将达到 293 亿元。同时，随着军事训练实战化要求的不断提升，典型惯导应用产品如靶机等的需求面临井喷。

图9： 我国国防开支稳步增长

资料来源：财政部、Wind、新时代证券研究所

3.3、 惯导技术产业链现状：惯导器件价值量最高，军用门槛仍然较高

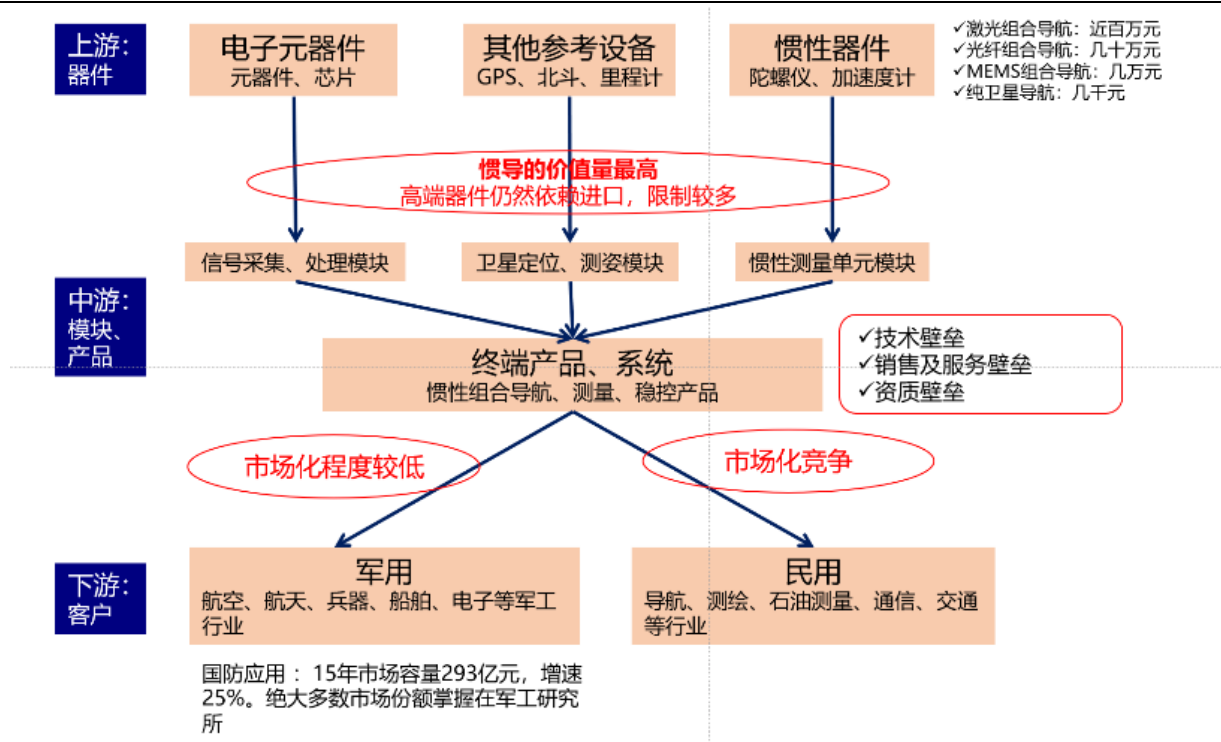
惯导产业的价值量和市场都较为集中。其中，上游器件的研发、制造难度最大，

价值量最高，目前大部分器件已经实现了国产化，供给充足，价格比较稳定，少部分高端产品仍依赖进口，面临较大管制压力。

在高端产品方面，我国与外国顶尖产品的技术差距在不断缩小。美国 Litton 公司、Honeywell 公司、法国 IXsea 公司研制的光纤陀螺精度已优于 $0.001^{\circ}/h$ ；我国已自主开发出性能稳定的 $0.01^{\circ}/h$ 的光纤惯性系统和 $0.001^{\circ}/h$ 的激光惯性系统。

下游的惯性技术的用领域非常广，覆盖军用和民用的多个领域。民用市场的市场格局较为分散，参与企业普遍技术实力较弱，同质化竞争较为激烈；军用市场方面，惯导技术广泛应用于导弹、无人机、舰船、车辆等领域，市场格局相对较好，但受技术实力、采购体系、资质的限制，这些领域的装备主要由中航工业、中船重工、兵器集团、航天两大集团等旗下的军工科研院所进行研制和生产。

图10： 聚焦核心器件自主研发、军用市场开拓是产业链现状下的不二选择



资料来源：《惯性技术在军民市场应用前景与展望》、新时代证券研究所

3.4、伴随军民融合政策加速推进，公司有望在多个细分领域形成突破

科研院所在过去数十年的研发中，积累了明显的技术优势。惯导器件作为军用核心器件，过去一直禁止进口，为了打破技术封锁，以国防科技大学、中航工业618所等单位为代表的科研院所经过了数十年的潜心发展，终于建立了我国相对完善的惯导产品体系。各个研究所在惯导器件研发、系统调试、测试数据等方面积累了宝贵的经验，形成了对民营企业的明显优势。

表2： 军用装备用惯导产品绝大多数由国内科研院所研制

研制单位	上级单位/母公司	业务方向
618所	中航工业集团	航空工业导航、制导与控制（GNC）技术
13所	航天九院	惯性平台系统、惯性捷联系统、惯性仪表
33所	航天三院	导弹用惯导系统等
导控所	中国兵工集团	兵器惯性导航、制导控制、弹药总体
707所	中船重工	舰船导航系统和舰船操纵控制系统

资料来源：新时代证券研究所

民营企业进入这个市场的过程中需要花费较大的时间和精力,很难进入存量市场。因为军品采购具有很强的特殊性。一方面,军品采购具有严格的配套管理体系。国内军方对于军品采购制定了严格的配套管理体系;对于定型产品,其整机及主要部件和供应商均已确定,未经相应的审批程序,不得更改。另一方面,军品采购具有较好的延续性。我国的军费支出实行严格的计划管理,在整体国防投入不断增加、军费开支保持稳定增长的情况下,各军种装备费用开支保持相应的增长趋势;因此,从整体上来看,军品采购具有较好的延续性。具体到各类型武器,基于国家武器装备的有序替代,军品订单具有较强的延续性。

作为军改的主要目标之一,军民融合发展给民营企业带来了广阔的市场机遇。习近平总书记在十三届全国人大一次会议时强调,扎扎实实推进军民融合深度发展,为实现中国梦强军梦提供强大动力和战略支撑。我们认为,随着军改的加速推进,部队装备招标的市场化程度有所提升;而以星网宇达为代表的民营企业具备较强的解决方案能力和成本控制能力,未来有机会在导弹、红外装备、无人机等多个细分领域形成突破,前景广阔。

4、盈利预测与公司估值

4.1、关键假设

1. 国防开支维持稳定增长,新装备按计划研发和列装;
2. 无人机、导弹业务等业务的研发生产顺利;
3. 公司的上游成本、管理费用等不会发生大幅波动,整体毛利率维持在 50% 左右;

4.2、盈利预测与估值

我们预计公司 2017-2019 年收入分别为 4.09/7.23/10.33 亿元,归属于上市公司股东净利润分别为 0.64/1.26/2.11 亿元,对应 2017-2019EPS 分别为 0.40/0.78/1.31 元,当前股价对应 17-19 年 PE 分别为 72.8/36.9/22.1。我们认为,公司的核心竞争力达到国内先进水平,军用惯导市场空间广阔而民企渗透率极低,军民融合战略为民参军提供了政策契机,看好公司军民融合相关业务加速发展。

表3: 星网宇达可比公司估值

证券代码	证券简称	最新股价 (元)	总股本 (亿股)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
					2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
300456.SZ	耐威科技	36.90	1.88	69.31	0.50	0.85	1.22	73.7	43.3	30.3
300581.SZ	晨曦航空	33.41	0.90	30.20	0.64	0.77	0.93	52.0	43.5	35.8
300045.SZ	华力创通	11.18	6.16	68.89	0.15	0.26	0.38	75.3	42.7	29.5
	平均			56.13	0.43	0.63	0.84	67.0	43.2	31.9
002829.SZ	星网宇达	28.80	1.62	46.56	0.40	0.78	1.31	72.8	36.9	22.1

资料来源: wind, 新时代证券研究所(最新股价为 2018 年 4 月 13 日股价)

资产负债表(百万元)						利润表 (百万元)					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	271	614	762	1323	1379	营业收入	237	277	409	723	1033
现金	70	397	156	499	370	营业成本	122	137	207	365	520
应收账款	123	137	252	377	449	营业税金及附加	2	4	5	9	13
其他应收款	1	1	2	3	5	营业费用	12	13	20	33	46
预付账款	2	5	97	83	175	管理费用	41	56	81	125	140
存货	68	59	79	164	182	财务费用	0	1	-6	-3	-2
其他流动资产	7	16	175	197	198	资产减值损失	4	1	8	7	10
非流动资产	236	263	261	391	530	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0	投资净收益	2	0	1	1	1
固定资产	181	212	203	300	414	营业利润	57	65	95	187	306
无形资产	44	43	50	59	60	营业外收入	19	18	0	0	0
其他非流动资产	11	8	7	32	56	营业外支出	0	0	0	0	0
资产总计	507	877	1022	1713	1909	利润总额	76	83	95	187	306
流动负债	137	145	213	569	739	所得税	9	11	12	23	38
短期借款	0	0	0	0	90	净利润	67	73	83	164	267
应付账款	85	97	177	307	381	少数股东损益	0	-1	19	37	56
其他流动负债	52	48	36	262	268	归属母公司净利润	67	73	64	126	211
非流动负债	43	23	23	233	23	EBITDA	80	81	97	194	317
长期借款	19	0	0	210	0	EPS (元)	0.41	0.45	0.40	0.78	1.31
其他非流动负债	24	23	23	23	23						
负债合计	180	168	236	802	762	主要财务比率	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	0	3	22	59	116	成长能力					
股本	57	76	162	162	162	营业收入(%)	(9.1)	17.0	47.4	76.8	42.9
资本公积	56	347	271	271	271	营业利润(%)	(21.4)	14.2	45.2	97.2	63.5
留存收益	214	283	349	485	710	归属于母公司净利润(%)	(16.8)	9.9	-12.8	97.4	67.2
归属母公司股东权益	327	706	764	852	1031	获利能力					
负债和股东权益	507	877	1022	1713	1909	毛利率(%)	48.4	50.5	49.4	49.5	49.7
						净利率(%)	28.1	26.4	15.6	17.5	20.4
现金流量表(百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)	20.4	10.2	10.5	17.9	23.3
经营活动现金流	4	79	-214	101	179	ROIC(%)	16.7	8.3	9.6	12.2	19.3
净利润	67	73	83	164	267	偿债能力					
折旧摊销	5	9	11	13	19	资产负债率(%)	35.5	19.1	23.1	46.8	39.9
财务费用	0	1	-6	-3	-2	净负债比率(%)	-7.9	(53.3)	(19.8)	(8.6)	-6.1
投资损失	-2	-0	-1	-1	-1	流动比率	2.0	4.2	3.6	2.3	1.9
营运资金变动	-67	-6	-301	-72	-104	速动比率	1.5	3.8	3.2	2.0	1.6
其他经营现金流	1	2	0	0	0	营运能力					
投资活动现金流	8	-39	-8	-142	-157	总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.5	0.6
资本支出	58	40	-2	130	139	应收账款周转率	2.7	2.1	2.1	2.3	2.5
长期投资	0	0	0	0	0	应付账款周转率	1.8	1.5	1.5	1.5	1.5
其他投资现金流	66	0	-10	-12	-18	每股指标 (元)					
筹资活动现金流	-25	287	-18	384	-241	每股收益(最新摊薄)	0.41	0.45	0.40	0.78	1.31
短期借款	0	0	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	0.41	0.51	-1.33	0.62	1.11
长期借款	-31	-19	0	210	(210)	每股净资产(最新摊薄)	2.				

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

孙金钜，新时代证券研究所所长，兼首席中小盘研究员。上海财经大学数量经济学硕士，曾任职于国泰君安证券研究所。专注于新兴产业的投资机会挖掘以及研究策划工作。2016年、2017年连续两年带领团队获新财富最佳分析师中小市值研究第一名，自2011年新财富设立中小市值研究方向评选以来连续七年（2011-2017）上榜。同时连续多年获水晶球、金牛奖、第一财经等中小市值研究评选第一名。

田杰华，复旦大学电子工程系本科、硕士，现任新时代证券计算机行业首席分析师。曾先后任职于交通银行股份有限公司总行软件开发中心3年、中国银河证券股份有限公司投资研究总部2年。

任浪，新时代证券研究所中小盘研究员，定增并购研究中心总监。2016年、2017年新财富最佳分析师中小市值研究第一名团队成员，2015年新财富最佳分析师中小市值研究第二名团队成员。连续多年水晶球、金牛奖、第一财经等中小市值研究第一名团队成员。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

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

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649
	手机：13811830164
	邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕筱琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258
	手机：18221821684
	邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
深圳	史月琳 销售经理
	固话：0755-82291898
	手机：13266864425
	邮箱：shiyuelin@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦15楼1501室

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>