

外延增强北斗导航终端制造能力

增持 首次

目标价格：暂无

事件：

- 公司公告：1) 发布重组预案，拟作价 13.1 亿元收购华信天线、佳利电子各 100% 股权（其中发行 2052 万股收购 70% 股权，剩余 30% 股权以定增配套融资 2.13 亿元收购）。华信天线承诺 14~18 年实现净利润不低于 5600 万/7800 万/9800 万元/1.225 亿/1.39 亿元；佳利电子承诺 14~18 年实现净利润不低于 2500 万/2875 万/3450 万/4140 万/4554 万元。2) 配套定增 3.1 亿元，配套资金扣除发行费用后将用于支付收购华信天线股权的现金对价、佳利电子 LTCC 项目建设及补充华信天线和佳利电子营运资金的需求。3) 公司股票将于 8 月 15 日复牌。

报告摘要：

- 并购华信天线和佳利电子切入卫星导航天线领域，有望随着北斗高精度在特种行业应用的加速推进获得高增长。**华信天线主营高精度卫星定位天线、移动卫星通讯系统和无线数据传输产品三类业务，佳利电子主营微波介质陶瓷元器件和卫星导航组件产品。
- 公司投资看点在特种行业和军工应用市场增长带来的高弹性。**北斗高精度应用的市场次序是行业-军工-民用，高精度天线是导航终端的必备设备，也是最可能本地化生产的配件之一。公司优势在于北斗导航终端设备的制造端，在特种行业及军工领域具有传统优势，此次并购将增强公司产品的整体制造能力，预计将有效提升产品毛利率。
- 给予“增持”评级。**假设配套融资 3.1 亿元后总股本为 3 亿股，预计公司 2014/15/16 年营收分别为 13.55 亿/17.78 亿/24.2 亿，考虑并购，净利润分别为 0.88 亿/1.55 亿/1.93 亿，EPS 为 0.30/0.53/0.66 元。
- 风险因素：**政策对北斗行业支持低于预期；收购资产整合不达预期。

主要经营指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	569.55	778.37	1,354.77	1,777.65	2,420.02
增长率 (%)	17.49	36.66	74.05	31.21	36.14
归母净利润(百万)	46.11	43.16	87.85	155.40	192.71
增长率 (%)	89.59	-6.40	103.55	76.88	24.01
每股收益	0.25	0.24	0.30	0.53	0.66
市盈率	118.09	126.16	100.22	56.66	45.69

通信研究组

分析师：

易欢欢(S1180513040001)

电话：010-88085952

Email: yihuanhuan@hysec.com

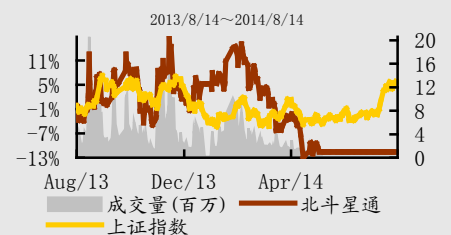
研究助理：

顾海波

电话：010-88085223

Email: guhaibo@hysec.com

市场表现



行情数据

当前股价	24.80
总股本(百万股)	234.61
总市值(百万)	5,818.32
流通市值(百万)	5,818.32
12个月最高价	39.69
12个月最低价	24.50

相关研究

《行业深度：北斗行业的历史机遇：高精度》

2014/6/15

图 1: 财务三张表预测

损益表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营业务收入	485	570	778	1,354.77	1,777.65	2,420.02
增长率		17.5%	36.7%	74.1%	31.2%	36.1%
主营业务成本	-312	-377	-531	-893	-1,173	-1,596
% 销售成本	64.3%	66.3%	68.2%	65.9%	66.0%	65.9%
毛利	173	192	247	462	604	824
% 销售毛利	35.7%	33.7%	31.8%	34.1%	34.0%	34.1%
营业税金及附加	-4	-6	-5	-4	-5	-7
% 销售毛利	0.8%	1.1%	0.6%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	-48	-58	-71	-118	-151	-208
% 销售毛利	10.0%	10.2%	9.2%	8.6%	8.5%	8.5%
管理费用	-85	-95	-118	-203	-267	-363
% 销售毛利	13.4%	16.7%	15.2%	15.0%	15.0%	15.0%
息税前利润 (EBIT)	56	33	53	139	182	248
% 销售毛利	11.5%	5.8%	6.8%	10.3%	10.2%	10.3%
财务费用	-6	-14	-18	-28	-22	-21
% 销售毛利	1.1%	2.5%	2.1%	1.9%	1.2%	0.9%
资产减值损失	-6	-1	-5	-35	-19	-28
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	1	11	0	0	0
% 税前利润	n.a	1.0%	14.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	44	19	42	78	142	199
营业利润率	9.1%	3.3%	5.4%	5.8%	8.0%	8.2%
营业外收支	7	57	37	40	50	50
税前利润	51	75	79	118	192	249
利润率	10.5%	13.2%	10.2%	8.7%	10.8%	10.3%
所得税	-12	-19	-14	-28	-40	-57
所得税率	24.4%	25.7%	18.3%	23.9%	20.9%	22.8%
净利润	38	56	65	90	152	192
少数股东损益	0	10	21	2	-4	-1
归属于母公司的净非	38	46	43	88	155	193
净利润率	7.9%	8.1%	5.5%	6.5%	8.7%	8.0%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	38	56	65	90	152	192
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	34	43	60	88	68	76
非经营收益	7	-15	-13	-11	-25	-28
营运资金变动	-90	-17	-2	-253	-175	-288
经营活动现金流	-11	68	110	-88	20	-44
资本开支	-179	-108	-109	62	35	35
投资	-58	1	-247	0	-16	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金流	-237	-107	-356	62	19	35
股权募资	8	0	0	0	0	0
债权募资	102	88	82	-60	-11	81
其他	-7	-7	-74	-31	-28	-27
筹资活动现金流	103	81	8	-91	-39	54
现金净流量	-145	42	-238	-117	0	45

资产负债表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	220	257	287	150	105	45
应收款项	317	308	354	822	1,050	1,429
存货	113	159	194	318	418	588
其他流动资产	51	83	88	145	190	257
流动资产	701	788	901	1,435	1,763	2,299
% 总资产	56.2%	54.6%	52.7%	66.2%	71.2%	77.1%
长期投资	15	13	18	0	16	16
固定资产	225	284	400	385	368	350
% 总资产	18.0%	19.7%	23.4%	17.7%	14.8%	11.8%
无形资产	303	353	368	349	331	316
非流动资产	547	654	807	733	715	682
% 总资产	43.8%	45.4%	47.3%	33.8%	28.8%	22.9%
资产总计	1,248	1,440	1,708	2,168	2,478	2,981
短期借款	129	175	260	358	337	415
应付款项	219	280	338	583	754	1,025
其他流动负债	59	43	61	207	252	320
流动负债	407	478	657	1,148	1,343	1,761
长期贷款	20	83	59	0	1	3
其他长期负债	61	99	125	0	0	0
负债	487	640	841	1,148	1,344	1,764
普通股股东权益	642	674	708	98	253	446
少数股东权益	116	127	141	0	-4	-5
负债股东权益合计	1,245	1,440	1,691	1,246	1,593	2,205

比率分析						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
每股指标						
每股收益	0.252	0.254	0.238	0.299	0.530	0.657
每股净资产	4.244	3.711	3.900	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
每股经营现金流	-0.073	0.372	0.600	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
每股股利	0.000	0.150	0.000	0.000	0.000	0.130
回报率						
净资产收益率	5.95%	6.85%	6.10%	89.78%	61.36%	43.21%
总资产收益率	3.07%	3.20%	2.55%	7.05%	9.75%	8.74%
投入资本收益率	4.66%	2.35%	3.67%	23.18%	24.52%	22.30%
增长率						
主营业务收入增长率	47.13%	17.49%	36.66%	94.84%	31.21%	36.14%
EBIT增长率	13.59%	-41.19%	59.92%	294.64%	30.96%	36.50%
净利润增长率	-7.58%	20.82%	-8.40%	103.55%	76.88%	24.01%
总资产增长率		15.39%	18.61%	26.95%	14.27%	20.33%
资产管理能力						
应收账款周转天数	219.7	169.7	148.5	200.0	200.0	200.0
存货周转天数	132.8	153.7	133.2	130.0	130.0	130.0
应付账款周转天数	143.1	144.5	163.7	150.0	150.0	150.0
固定资产周转天数	102.0	105.4	187.4	103.1	75.0	52.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-9.31%	-2.40%	6.19%	213.01%	93.11%	84.67%
EBIT利息保障倍数	10.2	2.3	3.3	5.4	8.3	11.6
资产负债率	39.12%	44.41%	49.77%	52.15%	54.36%	59.99%

资料来源: 宏源证券

作者简介:

易欢欢: 宏源证券研究所副所长, 战略新兴产业首席分析师。毕业于北京大学通信与信息系统硕士, 应用数学学士, 2011年水晶球、新财富最佳分析师第一名, 2012年水晶球最佳分析师非公募第一名, 新财富最佳分析师第二名, 2013年新财富最佳分析师第二名。代表作: 大数据时代系列报告、云计算系列报告、北斗地理信息、智能交通系列报告。个股: 挖掘易华录、广联达、捷成股份、北信源、中海达、太极股份等。

顾海波: 宏源证券研究所通信行业分析师, 毕业于华中科技大学, 计算机软件与理论博士学位; 在国内IT领军企业神州数码工作多年, 任职技术总监兼售前总监, 为国内金融、电信行业客户提供IT系统规划、设计、项目管理咨询、系统开发等工作。中科院计算机工程类高级工程师, 中科院研究生院计算与通信学院外聘导师。

机构销售团队

类别	姓名	手机号	手机号	邮箱	
公募	北京片区	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
		滕宇杰	010-88085297	18618343994	tengyujie@hysec.com
	上海片区	李冠英	021-65051619	13918666009	liguanying@hysec.com
		奚曦	021-65051190	13621861503	xixi@hysec.com
		吴蓓	021-65051231	18621102931	wubei@hysec.com
		吴肖寅	021-65051169	13801874206	wuxiaoyin@hysec.com
		赵然	021-65051230	18658849608	zhaoran@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
孙婉莹		0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com	
周迪		0755-33352262	15013826580	zhoudi@hysec.com	
机构	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
	上海保险/私募	程新星	021-65051257	18918523006	chengxinxing@hysec.com

宏源证券评级说明:

以报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数20%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%~20%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上
行业投资评级	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有, 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, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。