

加速行业应用布局

买入 维持

目标价格：40.00元

事件：

公司发布公告：公司与上海北斗新能源有限公司于2014年9月22日签署了《战略合作框架协议书》（以下简称“合作协议”）。双方将以北斗产业发展为基础，共同在北斗应用领域以及北斗新能源领域进行行业整合和发展。

报告摘要：

➤ **北斗行业应用布局继续推进，未来有望加速。**上海北斗新能源由上海北斗导航平台有限公司，中国明石投资管理集团（北斗产业基金）等共同参股成立。公开资料显示，上海北斗卫星导航平台有限公司是在总参测绘导航局与上海市经济和信息化委员会的推动与组织下，由北斗导航基金与上海航天局共同出资组建成立的旨在为社会提供导航定位、精确授时、报文通信和其他基于北斗卫星导航应用的专业化公司。明石投资是国内唯一管理两支国家级产业投资基金的基金管理公司。我们认为，此次合作将推进公司的卫星导航核心技术在北斗行业应用领域加速布局形成规模优势。

➤ **拥有世界级豪华研发团队，卫星导航核心技术全球一流，国内遥遥领先。**2014年7月，公司并购 Hemisphere 后的核心团队（拥有来自 Trimble 和 NoVatel 的核心管理和技术人员）发布了最新的高精度板卡产品（代号 QF9），内测的技术性能指标已经达到国际一流水准，多项指标超过世界第一的 Trimble。我们认为，团队人才的价值不仅限于产品研发，未来有望带来全球范围内更大的战略合作价值。

➤ **盈利预测：**预测 2014/15/16 年营收分别为 6.92 亿/9.12 亿/12.30 亿元，净利润分别为 0.38 亿/0.93 亿/1.98 亿元，EPS 分别为 0.21/0.50/1.06 元。公司在北斗板块实力最强但市值最小，考虑未来 3 年业绩持续 100% 增速的高成长性，上调目标价为 40 元，相当于 80×15PE，维持“买入”评级。

| 主要经营指标 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|-----------|---------|--------|--------|--------|----------|
| 营业收入(百万) | 414.98 | 619.76 | 691.68 | 912.24 | 1,230.40 |
| 增长率 (%) | -5.97 | 49.35 | 11.61 | 31.89 | 34.88 |
| 归母净利润(百万) | -55.13 | 9.80 | 38.43 | 93.34 | 198.49 |
| 增长率 (%) | 89.59 | 117.78 | 292.12 | 142.88 | 112.64 |
| 每股收益 | -0.29 | 0.05 | 0.21 | 0.50 | 1.06 |
| 市盈率 | -102.04 | 573.94 | 146.37 | 60.26 | 28.34 |

通信研究组

分析师：

易欢欢(S1180513040001)

电话：010-88085952

Email: yihuanhuan@hysec.com

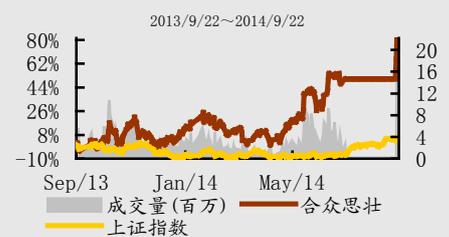
研究助理：

顾海波

电话：010-88085223

Email: guhaibo@hysec.com

市场表现



行情数据

| | |
|----------|----------|
| 当前股价 | 30.05 |
| 总股本(百万股) | 187.20 |
| 总市值(百万) | 5,625.36 |
| 流通市值(百万) | 5,625.36 |
| 12个月最高价 | 32.24 |
| 12个月最低价 | 17.06 |

相关研究

《合众思壮：开启国内并购之路，增长加速》

2014/9/16

《中报点评：布局高精度蓄势待发》

2014/8/27

《动态：北斗高精度应用于城市管理》

2014/7/2

《公司深度：北斗导航，高精度龙头启航》

2014/6/20

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 | 441 | 415 | 620 | 691.68 | 912.24 | 1,230.40 |
| 增长率 | | -6.0% | 49.3% | 11.6% | 31.9% | 34.9% |
| 主营业务成本 | -243 | -258 | -357 | -398 | -496 | -688 |
| % 销售收入 | 55.1% | 62.2% | 57.6% | 57.2% | 54.4% | 54.3% |
| 毛利 | 198 | 157 | 263 | 296 | 416 | 563 |
| % 销售收入 | 44.9% | 37.8% | 42.4% | 42.8% | 45.6% | 45.7% |
| 营业税金及附加 | -7 | -7 | -9 | -11 | -14 | -19 |
| % 销售收入 | 1.6% | 1.7% | 1.5% | 1.6% | 1.6% | 1.6% |
| 营业费用 | -55 | -48 | -59 | -62 | -73 | -88 |
| % 销售收入 | 12.6% | 11.7% | 9.5% | 9.0% | 8.0% | 7.0% |
| 管理费用 | -107 | -170 | -228 | -183 | -228 | -221 |
| % 销售收入 | 24.2% | 41.0% | 36.7% | 26.5% | 25.0% | 18.0% |
| 息税前利润 (EBIT) | 29 | -89 | -33 | 40 | 101 | 238 |
| % 销售收入 | 6.6% | n.a | n.a | 5.7% | 11.1% | 19.2% |
| 财务费用 | 20 | 14 | -2 | 4 | -4 | -15 |
| % 销售收入 | -4.5% | -3.3% | 0.3% | -0.6% | 0.4% | 1.2% |
| 资产减值损失 | -9 | -23 | -23 | -7 | -2 | -3 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 0 | 0 | 55 | 5 | 15 | 35 |
| % 税前利润 | n.a | n.a | 217.0% | 9.6% | 12.5% | 13.3% |
| 营业利润 | 40 | -77 | -3 | 42 | 110 | 253 |
| 营业利润率 | 9.0% | n.a | n.a | 6.1% | 12.1% | 20.5% |
| 营业外收支 | 14 | 14 | 28 | 10 | 10 | 10 |
| 税前利润 | 54 | -64 | 25 | 52 | 120 | 263 |
| 利润率 | 12.1% | n.a | 4.1% | 7.5% | 13.2% | 21.4% |
| 所得税 | -12 | 6 | -14 | -4 | -10 | -24 |
| 所得税率 | 21.7% | n.a | 53.1% | 8.4% | 8.5% | 9.2% |
| 净利润 | 42 | -58 | 12 | 48 | 110 | 239 |
| 少数股东损益 | -3 | -3 | 2 | 9 | 16 | 40 |
| 归属于母公司的净 | 45 | -55 | 10 | 38 | 93 | 198 |
| 净利润率 | 10.1% | n.a | 1.6% | 5.6% | 10.2% | 16.1% |

| 资产负债表 (人民币百万元) | | | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
| 货币资金 | 838 | 599 | 334 | 200 | 167 | 207 |
| 应收账款 | 207 | 190 | 276 | 379 | 500 | 674 |
| 存货 | 152 | 143 | 198 | 217 | 272 | 366 |
| 其他流动资产 | 44 | 29 | 29 | 30 | 37 | 49 |
| 流动资产 | 1,239 | 961 | 837 | 825 | 975 | 1,295 |
| % 总资产 | 73.6% | 61.4% | 47.1% | 38.1% | 39.8% | 44.7% |
| 长期投资 | 77 | 84 | 205 | 202 | 207 | 208 |
| 固定资产 | 261 | 378 | 515 | 958 | 1,094 | 1,230 |
| % 总资产 | 15.5% | 24.2% | 28.9% | 44.2% | 44.7% | 42.4% |
| 无形资产 | 102 | 127 | 195 | 183 | 174 | 167 |
| 非流动资产 | 445 | 604 | 942 | 1,342 | 1,475 | 1,602 |
| % 总资产 | 26.4% | 38.6% | 52.9% | 61.9% | 60.2% | 55.3% |
| 资产总计 | 1,683 | 1,565 | 1,779 | 2,168 | 2,450 | 2,898 |
| 短期借款 | 71 | 12 | 40 | 119 | 281 | 417 |
| 应付账款 | 79 | 78 | 121 | 132 | 166 | 219 |
| 其他流动负债 | 8 | 11 | 68 | 103 | 114 | 131 |
| 流动负债 | 158 | 101 | 229 | 353 | 561 | 767 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 83 | 100 | 100 | 100 |
| 其他长期负债 | 1 | 19 | 21 | 0 | 0 | 0 |
| 负债 | 159 | 120 | 333 | 453 | 661 | 867 |
| 普通股股东权益 | 1,477 | 1,396 | 1,401 | 1,356 | 1,449 | 1,648 |
| 少数股东权益 | 48 | 49 | 45 | 49 | 65 | 105 |
| 负债股东权益合计 | 1,683 | 1,565 | 1,779 | 1,858 | 2,175 | 2,620 |

| 比率分析 | | | | | | |
|---------------|---------|----------|----------|----------|---------|---------|
| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
| 每股指标 | | | | | | |
| 每股收益 | 0.309 | -0.295 | 0.052 | 0.205 | 0.499 | 1.080 |
| 每股净资产 | 10.256 | 7.457 | 7.484 | 7.243 | 7.742 | 8.802 |
| 每股经营现金流 | -0.453 | -0.020 | -0.084 | -0.505 | -0.020 | 0.230 |
| 每股股利 | 0.000 | 0.150 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 |
| 回报率 | | | | | | |
| 净资产收益率 | 3.01% | -3.95% | 0.70% | 2.83% | 6.44% | 12.05% |
| 总资产收益率 | 2.64% | -3.52% | 0.55% | 2.07% | 4.29% | 7.58% |
| 投入资本收益率 | 1.42% | -4.28% | -0.99% | 2.23% | 4.87% | 9.44% |
| 增长率 | | | | | | |
| 主营业务收入增长率 | 9.62% | -5.97% | 49.35% | 62.18% | 31.89% | 34.88% |
| EBIT增长率 | 15.38% | -337.24% | -51.91% | -234.30% | 154.61% | 133.97% |
| 净利润增长率 | -16.45% | -223.88% | -117.78% | 292.12% | 142.88% | 112.64% |
| 总资产增长率 | | -7.04% | 13.67% | 21.85% | 13.01% | 18.29% |
| 资产管理能力 | | | | | | |
| 应收账款周转天数 | 143.5 | 147.8 | 137.9 | 180.0 | 180.0 | 180.0 |
| 存货周转天数 | 227.9 | 202.9 | 202.6 | 200.0 | 200.0 | 200.0 |
| 应付账款周转天数 | 84.7 | 73.2 | 87.1 | 85.0 | 85.0 | 85.0 |
| 固定资产周转天数 | 173.2 | 195.3 | 124.1 | 104.6 | 73.9 | 50.6 |
| 偿债能力 | | | | | | |
| 净负债/股东权益 | -50.18% | -40.62% | -14.63% | 1.35% | 14.16% | 17.68% |
| EBIT利息保障倍数 | -1.5 | 5.0 | -17.9 | -9.6 | 27.5 | 15.7 |
| 资产负债率 | 9.43% | 7.68% | 18.71% | 24.39% | 30.37% | 33.09% |

| 现金流量表 (人民币百万元) | | | | | | |
|----------------|------|------|------|-------|-------|-------|
| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
| 净利润 | 42 | -58 | 12 | 48 | 110 | 239 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非现金支出 | 21 | 70 | 81 | 50 | 44 | 44 |
| 非经营收益 | 1 | -7 | -51 | -15 | -17 | -27 |
| 营运资金变动 | -129 | 11 | -36 | -177 | -140 | -213 |
| 经营活动现金流 | -65 | 16 | 5 | -95 | -4 | 43 |
| 资本开支 | -122 | -139 | -238 | -163 | -159 | -159 |
| 投资 | -45 | -14 | 40 | 0 | -5 | 1 |
| 其他 | 5 | 9 | 0 | 5 | 15 | 35 |
| 投资活动现金流 | -162 | -144 | -198 | -158 | -149 | -123 |
| 股权募资 | 2 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 债权募资 | 71 | -58 | 111 | 119 | 162 | 136 |
| 其他 | -57 | -30 | -13 | -1 | -10 | -22 |
| 筹资活动现金流 | 16 | -89 | 97 | 118 | 152 | 113 |
| 现金净流量 | -211 | -217 | -96 | -134 | 0 | 33 |

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1 | 手机号2 | 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。