

预测增速翻番，期待高增长

买入 维持

目标价格：40.00 元

事件：

公司发布并购及配套融资（草案）：1）作价 1.57 亿元收购长春天成 100% 股权（其中发行 344 万股收购 57.32% 股权，剩余 42.68% 股权以现金 6700 万元收购），长春天成承诺 14/15/16 实现净利润不低于 1000 万/1500 万/2000 万元；2）作价 1.6 亿元收购北京招通致晟 100% 股权（其中发行 344 万股收购 63.02% 股权，剩余 36.98% 股权以现金收购），招通致晟承诺 14/15/16 实现净利润不低于 1300 万/1600 万/1900 万元；3）收购后公司整体盈利在 14/15 归母净利润为 4,053.55 万/9,060.21 万元。

点评：

- **较 9 月 16 日公告的预案相比，本次增加了公司整体盈利预测。**公告中预测收购后公司整体盈利在 14/15 归母净利润不低于 4000 万/9000 万，增速超过 100%，符合我们之前的预测。
- **北斗行业应用布局继续推进，未来有望加速。**长春天成针对公安与检察院提供电子政务软件，业务覆盖全国 15 个省 150 多个各级公安机关。北京招通致晟是目前国内唯一同时为机场、空管与航空公司提供信息系统技术、产品、解决方案的企业，也是国内唯一成功地在民航机场设计、部署 4G 无线宽带专网集群业务系统的企业，目前在民航机场站 4G 无线宽带集群业务专网领域占有最大的市场份额。我们认为，公司通过并购能实现北斗导航行业应用的渠道布局，为其后续不断推出的新产品逐渐放量做好准备以快速形成规模优势。
- **盈利预测：**根据公告我们小幅调整之前的营收预测数据，预测 2014/15/16 年营收分别为 6.24 亿/9.41 亿/12.69 亿元，净利润分别为 0.37 亿/0.94 亿/1.97 亿元，EPS 分别为 0.20/0.50/1.05 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	624.18	940.53	1,269.25
增长率(%)	-5.97	49.35	0.71	50.68	34.95
归母净利润(百万)	-55.13	9.80	37.25	93.78	196.58
增长率(%)	89.59	117.78	280.05	151.77	109.61
每股收益	-0.29	0.05	0.20	0.50	1.05
市盈率	-107.06	602.21	158.45	62.94	30.03

通信研究组

分析师：

易欢欢(S1180513040001)

电话：010-88085952

Email: yihuanhuan@hysec.com

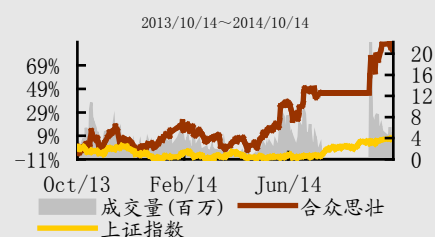
研究助理：

顾海波

电话：010-88085223

Email: guhaibo@hysec.com

市场表现



行情数据

当前股价	31.53
总股本(百万股)	187.20
总市值(百万)	5,902.42
流通市值(百万)	3,456.18
12 个月最高价	34.7
12 个月最低价	17.07

相关研究

- 《动态点评：加速行业应用布局》
2014/9/23
- 《动态点评：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
- 《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	624.18	940.53	1,269.25
增长率		-6.0%	49.3%	0.7%	50.7%	35.0%
主营业务成本	-243	-258	-357	-358	-517	-697
% 销售收入	55.1%	62.2%	57.6%	57.0%	54.9%	54.9%
毛利	198	157	263	268	424	572
% 销售收入	44.9%	37.8%	42.4%	43.0%	45.1%	45.1%
营业税金及附加	-7	-7	-9	-10	-15	-20
% 销售收入	1.6%	1.7%	1.5%	1.6%	1.6%	1.6%
营业费用	-55	-48	-59	-58	-75	-89
% 销售收入	12.6%	11.7%	9.5%	9.0%	8.0%	7.0%
管理费用	-107	-170	-228	-165	-235	-228
% 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	37	99	235
% 销售收入	6.6%	n.a	n.a	6.0%	10.5%	18.5%
财务费用	20	14	-2	4	-1	-16
% 销售收入	-4.5%	-3.3%	0.3%	-0.7%	0.1%	1.3%
资产减值损失	-9	-23	-23	-6	-3	-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%	10.0%	12.5%	13.4%
营业利润	40	-77	-3	40	110	251
营业利润率	9.0%	n.a	n.a	6.4%	11.7%	19.8%
营业外收支	14	14	28	10	10	10
税前利润	54	-64	25	50	120	261
利润率	12.1%	n.a	4.1%	8.0%	12.8%	20.5%
所得税	-12	6	-14	-4	-10	-24
所得税率	21.7%	n.a	53.1%	8.3%	8.4%	9.3%
净利润	42	-58	12	46	110	237
少数股东损益	-3	-3	2	9	16	40
归属于母公司的净利润	45	-55	10	37	94	197
净利率	10.1%	n.a	1.6%	6.0%	10.0%	15.5%
现金流量表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	42	-58	12	46	110	237
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	21	70	81	49	45	44
非经营收益	1	-7	-51	-15	-20	-25
营运资金变动	-129	11	-38	-132	-205	-221
经营活动现金流	-65	16	5	-51	-71	35
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
股权筹资	2	0	0	0	0	0
债权筹资	71	-58	111	78	227	146
其他	-57	-30	-13	-1	-7	-24
筹资活动现金流	16	-89	97	75	220	122
现金净流量	-211	-217	-96	-134	0	33

资产负债表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	836	589	334	200	167	207
应收账款	207	190	278	342	515	695
存货	152	143	198	195	283	382
其他流动资产	44	29	29	27	38	51
流动资产	1,239	961	837	764	1,003	1,335
% 总资产	73.6%	61.4%	47.1%	36.3%	40.5%	45.4%
长期投资	77	84	205	202	207	208
固定资产	281	378	515	958	1,094	1,230
% 总资产	15.5%	24.2%	28.9%	45.5%	44.2%	41.9%
无形资产	102	127	195	183	174	167
非流动资产	445	604	942	1,342	1,475	1,802
% 总资产	26.4%	38.6%	52.9%	63.7%	59.5%	54.6%
资产总计	1,683	1,565	1,779	2,106	2,478	2,937
短期借款	71	12	40	76	302	448
应付账款	79	78	121	118	172	228
其他流动负债	8	11	88	99	115	133
流动负债	158	101	229	293	590	810
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	393	690	910
普通股股东权益	1,477	1,398	1,401	1,355	1,448	1,645
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	1,796	2,203	2,659
比率分析						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
每股指标						
每股收益	0.309	-0.295	0.052	0.199	0.501	1.050
每股净资产	10.256	7.457	7.484	7.237	7.738	8.788
每股经营现金流	-0.453	-0.020	-0.084	-0.275	-0.378	0.184
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%	2.75%	6.47%	11.95%
总资产收益率	2.64%	-3.52%	0.55%	2.07%	4.26%	7.39%
投入资本收益率	1.42%	-4.28%	-0.99%	2.16%	4.73%	9.30%
增长率						
主营业务收入增长率	9.62%	-5.97%	49.35%	46.36%	50.68%	34.95%
EBIT增长率	15.36%	-337.24%	-51.91%	-228.00%	168.38%	137.83%
净利润增长率	-16.45%	-223.86%	-117.78%	280.05%	151.77%	109.61%
总资产增长率		-7.04%	13.67%	18.38%	17.65%	18.53%
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	115.9	71.7	49.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-50.18%	-40.62%	-14.63%	-1.72%	15.57%	19.48%
EBIT利息保障倍数	-1.5	5.0	-17.9	-9.0	117.7	14.3
资产负债率	9.43%	7.68%	18.71%	21.88%	31.32%	34.20%

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: 宏源证券通信行业分析师, 本/硕/博毕业于华中科技大学, 计算机博士学位; 在国内 IT 领军企业神州数码工作多年, 任职事业部技术总监兼售前总监, 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。2013 年 6 月加盟宏源证券, 2014 年起负责通信组。

机构销售团队

公募	北京片区	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@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
		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	zhouidi@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:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。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。