

三季度业绩大增 121%，高精度布局持续完善

- **业绩总结:** 2015年前三季度公司实现营业收入4.9亿元,同比增长58.8%;主营毛利率为42.8%,同比提高3.8个百分点;实现归属于母公司净利润为905.8万元,同比增长120.8%。
- **业绩强劲增长主要由于精准农业业务快速放量。** 公司业绩大增主要由于北斗高精度业务中精准农业业务出现强劲增长,空间信息服务业务上半年确认了订单收入,并且公司今年以来各项业务的毛利率均有一定提升。
- **公司建成我国首个星基增强系统“中国精度”,打通北斗高精度产业链。** 公司的星基增强系统“中国精度”是国内首家具备世界级领先水平的覆盖全球运营的星基增强服务系统,借此公司将面向全球商业用户提供从1米到5厘米不同精度层级的增强服务。该系统可应用于 CORS 网无法覆盖的海上、野外、农业等偏远地区,目前已有客户进入产品定制开发和测试阶段。随着北斗从亚太走向全球,北斗高精度增强服务前景广阔。
- **高精度民用领域将持续扩大,行业应用将是未来爆发点。** 公司北斗高精度产品在测量、精准农业、驾考等行业领域已具有一定规模。其中精准农业是百亿规模的市场,复合增长率超20%,公司通过收购 Hemisphere 掌握高精度定位,同时借助 agjunction 公司机械控制技术,成功开发精准农业产品,具有较高的技术门槛,公司以黑龙江的成功经验大力拓展其它地区,预计将进一步贡献业绩。测量测绘国内市场空间10亿,海外新兴市场潜力更大,近期公司收购了三家高精度测绘企业,借助标的公司在测绘产品方面的影响力和国外渠道优势,进一步完善了公司在北斗高精度领域的产业布局。
- **北斗移动互联业务通过资源整合,提供全面行业解决方案。** 公司通过收购长春天成科技、深圳海棠通信,成功切入公安领域,结合标的公司的警务平台系统,成为公安领域的全面解决方案提供商。我们看好公司未来在北斗移动互联业务后续的资源整合能力,除了在公安、电力等重点行业的应用拓展,公司与 Intel 等系统提供商也展开合作,使行业应用产品逐步进入国际市场。
- **盈利预测及评级:** 我们预计公司2015-2017年EPS分别为0.51元、1.01元和1.51元,对应15和16年动态PE分别为69X和35X,我们看好公司高精度业务行业市场的应用前景,首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 新业务拓展低于预期的风险。

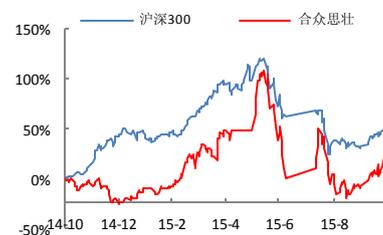
指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	489.87	736.32	1081.34	1486.33
增长率	-20.96%	50.31%	46.86%	37.45%
归属母公司净利润(百万元)	40.06	101.23	199.64	297.91
增长率	308.70%	152.72%	97.20%	49.22%
每股收益EPS(元)	0.21	0.51	1.01	1.51
净资产收益率ROE	2.53%	5.57%	9.89%	12.86%
PE	174.73	69.14	35.06	23.49
PB	4.78	3.85	3.47	3.02

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 田明华
 执业证号: S1250515060001
 电话: 021-68415819
 邮箱: tmhua@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

基础数据

总股本(亿股)	1.97
流通A股(亿股)	1.39
52周内股价区间(元)	22.71-66.8
总市值(亿元)	69.99
总资产(亿元)	22.78
每股净资产(元)	8.76

相关研究

1 投资要点

1.1 公司建成我国首个星基增强系统“中国精度”，打通北斗高精度产业链

星基增强系统通过地球静止轨道（GEO）卫星搭载卫星导航增强信号转发器，可以向用户播发星历误差、卫星钟差、电离层延迟等多种修正信息，实现对于原有卫星导航系统定位精度的改进，是各航天大国竞相发展的手段。

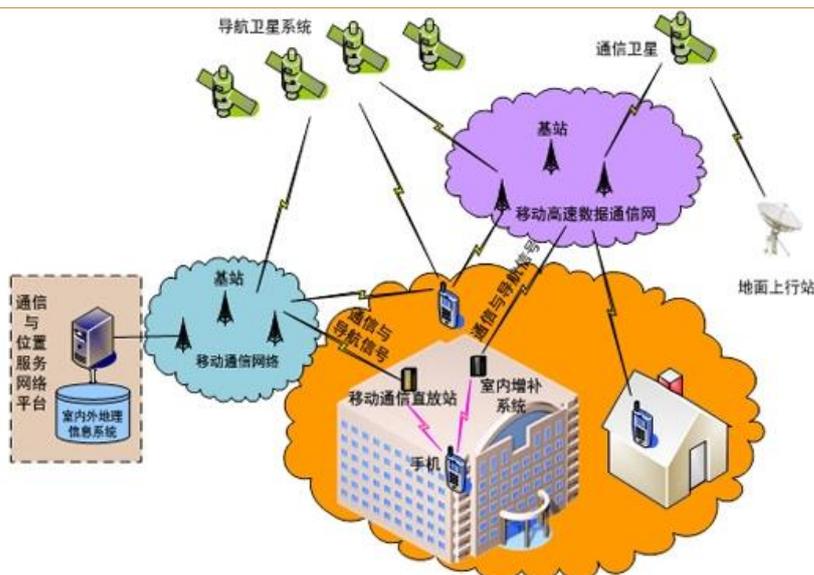
表 1：各航天大国地区的星基增强系统

国家和地区	星基增强系统名称
美国	WAAS (Wide Area Augmentation System)
俄罗斯	SDCM (System for Differential Corrections and Monitoring)
欧洲	EGNOS (European Geostationary Navigation Overlay Service)
日本	MSAS (Multi-functional Satellite Augmentation System)
印度	GAGAN (GPS Aided Geo Augmented Navigation)
中国	ATLAS

数据来源：公开资料，西南证券

公司的星基增强系统“中国精度”（英文名“ATLAS”），是国内首家具备世界级领先水平的覆盖全球运营的星基增强服务系统。借此公司将面向全球商业用户提供亚米级、分米级和厘米级三种不同精度层级的增强服务。该系统通过卫星辐射实现定位，可应用于 CORS 网无法覆盖的海上、野外、农业等偏远地区。随着北斗从亚太走向全球，北斗高精度增强服务前景广阔。

图 1：广域星基增强系统架构图



数据来源：3sNews，西南证券

北斗卫星导航增强系统是北斗卫星导航系统的重要组成部分。目前我国高精度用户大多数使用的是国外商业化服务系统，不仅安全性无法得到保证，且需花费大量服务费用。“中国精度”的建成，面对着巨大的进口替代市场。“中国精度”的建成未来会激发国内更多高精度导航的应用，诸如精细农业、灾害监测、智能电网、金融医疗、移动通信、建筑工程、航空导航、航海导航、城市管理、资源环境管理、农林应用等。

1.2 三大业务板块齐发力，推动业绩快速增长

高精度民用领域将持续扩大，行业应用将是未来爆发点。今年以来公司北斗高精度业务收入大幅增长，毛利率也得到提升，主要来源于高精度板卡和产品应用，以及精准农业业务的增长，其中精准农业业务显现出了较强的增长趋势。高精度板卡和产品应用正处于产品导入和市场培育阶段，未来具备一定的发展潜力。

测量测绘行业国内市场规模已超 10 亿，而国外新兴市场还具有较大成长潜力。近期，公司收购了三家高精度测绘企业，借助标的公司在测绘产品方面的影响力和国外渠道优势，进一步完善了公司在北斗高精度领域的产业布局。

精准农业应用是个超百亿规模的市场，公司通过收购 Hemisphere 掌握高精度定位，同时借助 agjunction 公司机械控制技术，成功开发精准农业产品，具有较高的技术门槛，公司以黑龙江市场的成功经验大力拓展其它地区，预计今年将进一步贡献业绩。

图2：公司产品应用于起垄机



数据来源：公司官网，西南证券

北斗移动互联业务通过资源整合，提供全面行业解决方案。公司通过收购长春天成科技、深圳海棠通信，成功切入公安市场，结合标的公司的警务平台系统，成为公安领域的全面解决方案提供商。该业务今年以来收入和毛利率都有所提升。

图3：为公安警务提供云到端解决方案



数据来源：公司官网，西南证券

我们看好公司未来在北斗移动互联业务后续的资源整合能力，除了在公安、电力等重点行业的应用拓展，公司与 Intel 等系统提供商也展开合作，使行业应用产品逐步进入国际市场。

空间信息服务将伴随高精度产业链的完善而进一步增长。今年以来公司空间信息应用业务实现较大的增长，主要是相关业务前期项目在上半年实施完成，确认订单收入所致。公司建设的基于空间信息应用的导航位置服务平台，可实现各行业的扁平化作业，可完成移动端的离线或在线空间数据的管理、检索、分析和应用，同时具备组合定位、车载导航、步行导航等附加功能，可快速开发基于智能移动设备的地理信息相关行业应用程序；同时具备安全、高效、可靠的空数据数据传输能力，可广泛应用各行业应用领域。随着“中国精度”的建设完成，高精度全产业链打通的情况下，未来空间信息业务有望进一步增长。

2 盈利预测

我们预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.51 元、1.01 元和 1.51 元，对应 15 和 16 年动态 PE 分别为 69X 和 35X，我们看好公司高精度业务行业市场的应用前景，首次覆盖给予“买入”评级。

关键假设

(1)随着公司互联业务的不断外延整合,北斗移动互联业务未来三年年复合增长率 45%,毛利率未来两年提高 3-4 个百分点。

(2)“中国精度”建成后,高精度产业链打通,北斗高精度业务未来三年年复合增长率 59%,毛利率未来两年提高 3-4 个百分点。

表 2: 分业务业绩预测

	2014A	2015E	2016E	2017E
北斗移动互联业务				
收入(百万元)	214.78	300.69	466.07	652.49
成本(百万元)	140.16	168.39	247.01	326.25
毛利率(%)	35%	44%	47%	50%
北斗高精度业务				
收入(百万元)	158.62	301.38	452.07	632.90
成本(百万元)	92.96	141.65	194.39	246.83
毛利率(%)	41%	53%	57%	61%
空间信息服务				
收入(百万元)	81.13	81.13	85.19	93.71
成本(百万元)	51.74	55.17	55.37	59.97
毛利率(%)	36%	32%	35%	36%
营业收入(百万元)	454.53	683.20	1003.32	1379.10
营业成本(百万元)	284.85	365.20	496.78	633.05
毛利率	37%	47%	50%	54%
归属净利润(百万元)	40.06	101.23	199.64	297.91
EPS	0.21	0.51	1.01	1.51

数据来源: 公司公告, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	489.87	736.32	1081.34	1486.33	净利润	37.02	101.23	199.64	297.91
营业成本	299.42	393.60	535.41	682.27	折旧与摊销	44.15	27.24	27.24	27.24
营业税金及附加	2.80	3.68	5.41	7.43	财务费用	2.11	1.67	0.25	-2.23
销售费用	53.65	55.96	75.69	104.04	资产减值损失	18.24	24.52	32.41	41.25
管理费用	213.29	235.62	302.78	416.17	经营营运资本变动	-61.92	-70.63	-163.91	-206.33
财务费用	2.11	1.67	0.25	-2.23	其他	-106.27	-74.50	-94.00	-102.12
资产减值损失	18.24	24.52	32.41	41.25	经营活动现金流净额	-66.67	9.53	1.61	55.71
投资收益	119.64	60.00	60.00	60.00	资本支出	-70.14	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	44.10	60.00	60.00	60.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-26.04	60.00	60.00	60.00
营业利润	20.00	81.27	189.40	297.39	短期借款	52.22	-92.22	0.00	0.00
其他非经营损益	31.89	29.98	29.98	29.98	长期借款	4.75	0.00	0.00	0.00
利润总额	51.89	111.25	219.38	327.37	股权融资	-6.59	238.50	0.00	0.00
所得税	14.90	10.01	19.74	29.46	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	36.99	101.23	199.64	297.91	其他	-4.17	13.02	-0.25	2.23
少数股东损益	-3.04	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	46.21	159.29	-0.25	2.23
归属母公司股东净利润	40.06	101.23	199.64	297.91	现金流量净额	-48.06	228.82	61.37	117.94
资产负债表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	287.80	516.62	577.98	695.92	成长能力				
应收和预付款项	351.39	421.31	580.80	780.05	销售收入增长率	-20.96%	50.31%	46.86%	37.45%
存货	228.90	245.82	339.59	435.93	营业利润增长率	674.15%	306.35%	133.06%	57.02%
其他流动资产	10.46	7.32	12.18	18.05	净利润增长率	209.33%	173.66%	97.20%	49.22%
长期股权投资	137.01	137.01	137.01	137.01	EBITDA 增长率	82.42%	66.28%	96.86%	48.65%
投资性房地产	3.74	3.74	3.74	3.74	获利能力				
固定资产和在建工程	523.96	515.08	506.20	497.32	毛利率	38.88%	46.55%	50.49%	54.10%
无形资产和开发支出	258.13	240.13	222.14	204.15	三费率	54.92%	39.83%	35.02%	34.85%
其他非流动资产	65.77	65.40	65.03	64.67	净利率	7.55%	13.75%	18.46%	20.04%
资产总计	1867.15	2152.44	2444.68	2836.84	ROE	2.53%	5.57%	9.89%	12.86%
短期借款	92.22	0.00	0.00	0.00	ROA	0.67%	1.98%	4.70%	8.17%
应付和预收款项	118.83	146.66	207.91	270.22	ROIC	1.24%	5.45%	10.96%	14.40%
长期借款	87.50	87.50	87.50	87.50	EBITDA/销售收入	13.53%	14.96%	20.06%	21.69%
其他负债	104.40	99.67	131.02	162.97	营运能力				
负债合计	402.96	333.83	426.43	520.69	总资产周转率	0.27	0.37	0.47	0.56
股本	187.20	197.33	197.33	197.33	固定资产周转率	3.12	7.42	11.97	18.24
资本公积	1007.51	1235.88	1235.88	1235.88	应收账款周转率	2.46	3.82	4.22	4.48
留存收益	243.03	344.26	543.90	841.81	存货周转率	1.34	1.62	1.77	1.72
归属母公司股东权益	1423.05	1777.47	1977.11	2275.01	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	123.28%	—	—	—
少数股东权益	41.14	41.14	41.14	41.14	资本结构				
股东权益合计	1464.19	1818.61	2018.25	2316.15	资产负债率	21.58%	15.51%	17.44%	18.35%
负债和股东权益合计	1867.15	2152.44	2444.68	2836.84	带息债务/总负债	44.60%	26.21%	20.52%	16.80%
					流动比率	3.07	5.48	4.87	4.78
					速动比率	2.27	4.35	3.78	3.70
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	每股指标				
EBITDA	66.26	110.17	216.89	322.40	每股收益	0.21	0.51	1.01	1.51
PE	151.58	69.14	35.06	23.49	每股净资产	7.42	9.22	10.23	11.74
PB	4.15	3.85	3.47	3.02	每股经营现金	-0.34	0.05	0.01	0.28
PS	12.39	9.51	6.47	4.71	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	84.20	58.97	29.67	19.60					
股息率	—	—	—	—					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhhy@swsc.com.cn

北京地区

赵佳（地区销售负责人）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn