

费用上升导致净利承压，看好民参军业务加速推进

——中小盘信息更新

伐谋-中小盘信息更新

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

王宁(联系人)

010-83561000

wangning3@xsdzq.cn

证书编号: S0280118060020

● 中报收入快速增长，费用上升导致净利承压：

公司公布了2018年上半年财报，2018年上半年公司实现营业收入1.75亿元，同比增长60.43%，实现归母净利润1171.67万元，同比下降39.35%，在公司经营预告范围内。我们认为，公司主营业务持续维持收入快速增长，公司在研项目定型顺利，多项新装备实现了军方的批量供应；另一方面，受人员增加、募投项目转固后折旧摊销增长、研发投入加大等因素影响，公司管理费用大幅增加，导致当季利润承压。我们持续看好公司军民融合业务的快速发展，考虑到军工业务波动、费用增加等影响，小幅下调盈利预测，预计公司2018-2020年收入分别为6.36(-0.87)/9.29(-1.04)/11.15(-1.24)亿元，归属于上市公司股东净利润分别为1.04(-0.22)/1.88(-0.23)/2.36(-0.28)亿元，对应EPS分别为0.65/1.17/1.46元，维持“强烈推荐”评级。

● 毛利率维持高位，多项装备实现批量供应：

2018年上半年公司毛利率达到50.25%，维持较高水平；受人员增长、研发投入加大等影响，报告期内公司费用端出现明显上升，其中，管理费用约6016.15万元，同比增长70.02%，研发费用约2399.88万元，占营业收入的13.72%，均有明显增长。上市以来，公司积极的研发投入已经初见成效，惯导核心器件陀螺仪和加速度计纷纷实现技术突破，并在无人机、制导滑翔炸弹、卫星动中通、安防雷达等多个领域实现定型和批量供货，公司在业务结构和技术实力方面不断升级。

● 技术进步推动业务升级，无人驾驶、无人机和无人战车业务前景广阔：

不同于市场对军品配套公司主要依赖订单驱动的普遍认识，我们认为公司近年来技术进步显著，未来成长性主要依靠技术驱动。民用领域，公司无人驾驶的导航模块技术国内领先，组合导航产品入选百度阿波罗无人驾驶计划，并为十余家无人驾驶领域创业公司提供近500套产品。未来公司有望将民用无人驾驶技术优势与光电吊舱、雷达、综合显控台等军品业务的丰富积累相结合，在无人机、无人战车等平台级装备上形成突破。

● 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	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	277	410	636	929	1,115
增长率(%)	17.0	47.6	55.3	46.1	20.0
净利润(百万元)	73.3	63	104	188	236
增长率(%)	9.9	-14.4	66.4	80.5	25.2
毛利率(%)	50.5	48.2	49.5	49.7	49.7
净利率(%)	26.4	15.3	16.4	20.3	21.2
ROE(%)	10.2	9.4	13.3	19.2	19.4
EPS(摊薄/元)	0.45	0.39	0.65	1.17	1.46
P/E(倍)	49.7	58.1	34.9	19.3	15.4
P/B(倍)	5.2	4.7	4.1	3.5	2.9

强烈推荐(维持评级)

市场数据

时间 2018.08.24

收盘价(元):	22.54
一年最低/最高(元):	20.52/41.1
总股本(亿股):	1.6
总市值(亿元):	36.11
流通股本(亿股):	0.62
流通市值(亿元):	13.89
近3月换手率:	478.05%

相关报告

《营收快速增长，军民融合业务在多个领域初见成效》
2018-04-25

《惯导产业迎来军民融合契机，内生外延助力龙头腾飞》
2018-04-15

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

司马淑(分析师): 021-68865595-207

证书编号: S0280518050001

黄麟(联系人): 0755-82291898

证书编号: S0280118040003

王宁(联系人): 010-83561000

证书编号: S0280118060020

韩东(联系人): 021-68865595-208

证书编号: S0280118050022

陆忆天(联系人): 021-68865595-203

证书编号: S0280118050001

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	614	1068	1203	2053	1943
现金	397	226	583	852	1022
应收账款	137	303	250	494	398
其他应收款	1	9	6	16	11
预付账款	5	15	144	88	190
存货	59	229	0	312	62
其他流动资产	16	285	221	291	259
非流动资产	263	597	716	890	996
长期投资	0	1	3	4	5
固定资产	212	242	335	483	587
无形资产	43	42	49	49	49
其他非流动资产	8	312	330	354	355
资产总计	877	1665	1920	2943	2939
流动负债	145	541	708	1351	1280
短期借款	0	47	255	292	432
应付账款	97	157	227	331	339
其他流动负债	48	337	225	728	508
非流动负债	23	228	183	347	137
长期借款	0	91	46	210	0
其他非流动负债	23	137	137	137	137
负债合计	168	769	890	1698	1417
少数股东权益	3	115	147	198	257
股本	76	162	162	162	162
资本公积	347	467	467	467	467
留存收益	283	330	449	661	918
归属母公司股东权益	706	781	882	1047	1265
负债和股东权益	877	1665	1920	2943	2939

现金流量表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	79	-55	339	81	440
净利润	73	84	137	239	295
折旧摊销	9	13	13	18	24
财务费用	1	-3	6	11	9
投资损失	-0	-5	-2	-2	-2
营运资金变动	-6	-184	185	-185	114
其他经营现金流	2	39	0	0	0
投资活动现金流	-39	-357	-131	-189	-127
资本支出	40	27	118	172	105
长期投资	0	-0	-1	-1	-1
其他投资现金流	0	-331	-14	-18	-24
筹资活动现金流	287	235	-60	340	-283
短期借款	0	47	0	0	0
长期借款	-19	91	-46	164	(210)
普通股增加	19	86	0	0	0
资本公积增加	291	120	0	0	0
其他筹资现金流	-5	-109	-14	176	-73
现金净增加额	326	-177	149	232	30

利润表（百万元）	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	277	410	636	929	1115
营业成本	137	212	321	468	561
营业税金及附加	4	5	8	12	14
营业费用	13	15	29	42	50
管理费用	56	107	111	117	134
财务费用	1	-3	6	11	9
资产减值损失	1	11	6	9	11
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	5	2	2	2
营业利润	65	95	157	273	337
营业外收入	18	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	83	95	157	273	337
所得税	11	11	20	34	42
净利润	73	84	137	239	295
少数股东损益	-1	22	33	50	59
归属母公司净利润	73	63	104	188	236
EBITDA	81	110	173	297	365
EPS（元）	0.45	0.39	0.65	1.17	1.46

主要财务比率	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入(%)	17.0	47.6	55.3	46.1	20.0
营业利润(%)	14.2	45.4	64.9	74.3	23.6
归属于母公司净利润(%)	9.9	-14.4	66.4	80.5	25.2
获利能力					
毛利率(%)	50.5	48.2	49.5	49.7	49.7
净利率(%)	26.4	15.3	16.4	20.3	21.2
ROE(%)	10.2	9.4	13.3	19.2	19.4
ROIC(%)	8.3	7.8	10.2	12.6	14.6
偿债能力					
资产负债率(%)	19.1	46.2	46.4	57.7	48.2
净负债比率(%)	-53.3	(4.3)	(23.1)	(7.6)	-25.0
流动比率	4.2	2.0	1.7	1.5	1.5
速动比率	3.8	1.6	1.7	1.3	1.5
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	2.1	1.9	2.3	2.5	2.5
应付账款周转率	1.5	1.7	1.7	1.7	1.7
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.45	0.39	0.65	1.17	1.46
每股经营现金流(最新摊薄)	0.51	-1.38	2.10	0.50	2.72
每股净资产(最新摊薄)	4.37	4.83	5.46	6.48	7.83
估值比率					
P/E	49.70	58.08	34.90	19.34	15.44
P/B	5.16	4.67	4.13	3.48	2.88
EV/EBITDA	40.70	35.2	21.4	13.1	10.0

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。曾先后任职于交通银行总行、中国银河证券投资研究总部。2017年加入新时代证券研究所。2016年新财富最佳分析师计算机第7名团队核心成员。

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23楼2317室

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>