

# 星网宇达 (002829)

证券研究报告  
2017年03月07日

## 惯性技术基固根深，应用市场一马当先

### 惯性技术应用龙头，提供“器件+组件+系统+解决方案”全系列服务

公司主营惯性技术开发及应用，主要开展惯性组合导航、惯性测量、惯性稳控产品的研发、生产及销售，并为航空、航天、航海、电子、石油、测绘、交通及通信等多个领域用户提供全自主、高动态的位置、速度、姿态等信息的感知、测量及稳定控制服务。目前已形成“器件+组件+系统”的产品结构，产品分为导航、测量及稳控三类。公司核心技术在应用推广上具有较强拓展性。

### 军民两端需求扩大，惯性导航市场空间有望加速增长

国防方面，公司导航产品可以为航空、航天、地面及海上军事用户提供导航及控制服务，卡位现代国防系统的核心和关键技术，在海陆空军用领域占据优势地位；民用方面，惯性器件及捷联惯性导航技术能够为无人机提供精确的速度、位置、姿态等信息，从而实现其精确的导航定位。随着无人机进入批量应用阶段，公司业务递增可期。我们认为，在军民融合的国家战略背景下，“军转民”和“民参军”作为两大产业模式有望优势互补，合力开启千亿市场。随着市场空间不断提升，公司的惯性导航业务将迎来高速增长。

### 惯性测量技术服务不断拓展，市场前景广阔

在智能驾考方面，公司于2013年率先推出智能驾考系统并实现产品产业化，在全国范围达到批量应用。我们认为，全面智能驾考将是大势所趋，对应市场规模近30亿元，市场需求稳定；在铁路轨道检测方面，公司拥有自主研发的高铁轨道检测系统。基于我国“八纵八横”中长期铁路网规划以及2017年“两会”关于推进交通运输发展的决议精神，我们看好该领域成为公司未来业绩新的增长点；在街景地图方面，公司自主研发的街景采集系统从国内外众多厂商产品中脱颖而出，成为腾讯街景采集系统首个国内供应商。在此之前，该市场均为国外产品垄断。我们认为，公司与腾讯签定供货协议标志着街景采集系统正式开启国产化进程；在石油勘探方面，公司产品已得到了较好的推广和应用，随着石油开采投资的稳步增长，我们继续看好公司在石油测斜仪市场上的优势地位。

### 基于惯性稳控的卫星通信技术逐渐成为主流，“动中通”市场进入快车道

作为应急通信产业的核心装备，动中通机动性强，优势明显，是面对灾害响应时通信方式的首要选择。目前公司的产品已成功应用于船载和车载系统，随着下游行业需求进入爆发阶段，公司惯性稳控产品有望进入快车道。

**首次覆盖，给予“增持”评级。**作为惯性技术应用领域的先行者，基于“器件+组件+系统”的产品结构，我们看好公司在导航、测量以及稳控三大核心业务上的稳定成长性，同时也看好其未来在无人机、遥感等相关领域上的延伸。我们预计公司2016-2018年EPS为1.02/1.35/1.68元，根据可比公司估值水平给予公司2017年70倍估值，对应目标价94.5元，给予增持评级。

**风险提示：**技术产品推进不及预期，市场竞争加剧

### 投资评级

行业	国防军工/航天装备
6个月评级	增持（首次评级）
当前价格	86.36元
目标价格	94.5元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	76.00
流通A股股本(百万股)	19.00
A股总市值(百万元)	6,563.36
流通A股市值(百万元)	1,640.84
每股净资产(元)	6.46
资产负债率(%)	30.84
一年内最高/最低(元)	86.87/21.18

### 作者

沈海兵 分析师  
SAC执业证书编号：S1110517030001  
shenhaibing@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

财务数据和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	260.94	237.12	270.84	365.18	485.24
增长率(%)	5.60	(9.13)	14.22	34.84	32.88
EBITDA(百万元)	73.41	61.89	76.91	105.55	137.99
净利润(百万元)	80.23	66.72	77.18	102.68	127.97
增长率(%)	15.08	(16.83)	15.67	33.05	24.63
EPS(元/股)	1.06	0.88	1.02	1.35	1.68
市盈率(P/E)	81.81	98.37	85.04	63.92	51.29
市净率(P/B)	23.74	20.06	15.50	12.48	10.04
市销率(P/S)	25.15	27.68	24.23	17.97	13.53
EV/EBITDA	0.00	0.00	84.60	61.27	46.52

资料来源：wind，天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	82.43	69.56	61.16	103.86	155.39
应收账款	51.00	124.22	60.01	104.17	113.99
预付账款	3.77	2.38	5.52	4.18	8.93
存货	46.29	67.60	50.70	110.39	99.46
其他	55.46	7.49	22.15	31.11	22.58
<b>流动资产合计</b>	<b>238.94</b>	<b>271.24</b>	<b>199.55</b>	<b>353.72</b>	<b>400.35</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	13.54	180.85	204.96	248.26	290.06
在建工程	107.51	5.24	39.14	71.49	72.89
无形资产	43.96	44.03	42.80	41.57	40.34
其他	1.95	6.01	3.49	3.63	3.47
<b>非流动资产合计</b>	<b>166.96</b>	<b>236.13</b>	<b>290.40</b>	<b>364.95</b>	<b>406.76</b>
<b>资产总计</b>	<b>405.91</b>	<b>507.37</b>	<b>489.95</b>	<b>718.66</b>	<b>807.11</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	54.70	85.60	29.72	140.16	98.20
其他	13.88	51.38	24.83	36.66	37.46
<b>流动负债合计</b>	<b>68.58</b>	<b>136.98</b>	<b>54.55</b>	<b>176.82</b>	<b>135.66</b>
长期借款	50.00	18.75	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	10.88	24.43	12.02	15.78	17.41
<b>非流动负债合计</b>	<b>60.88</b>	<b>43.18</b>	<b>12.02</b>	<b>15.78</b>	<b>17.41</b>
<b>负债合计</b>	<b>129.46</b>	<b>180.16</b>	<b>66.56</b>	<b>192.60</b>	<b>153.07</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	57.00	57.00	76.00	76.00	76.00
资本公积	56.15	56.15	56.15	56.15	56.15
留存收益	219.44	270.21	347.38	450.07	578.04
其他	(56.15)	(56.15)	(56.15)	(56.15)	(56.15)
<b>股东权益合计</b>	<b>276.44</b>	<b>327.21</b>	<b>423.38</b>	<b>526.07</b>	<b>654.04</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>405.91</b>	<b>507.37</b>	<b>489.95</b>	<b>718.66</b>	<b>807.11</b>

现金流量表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	80.23	66.72	77.18	102.68	127.97
折旧摊销	2.62	4.62	3.21	5.59	8.02
财务费用	0.04	0.59	(0.06)	(0.29)	(0.45)
投资损失	(0.70)	(1.97)	(2.04)	(1.91)	(1.43)
营运资金变动	(39.61)	1.50	(12.34)	11.63	(38.18)
其它	40.79	(67.80)	0.00	0.00	(0.00)
<b>经营活动现金流</b>	<b>83.38</b>	<b>3.66</b>	<b>65.94</b>	<b>117.71</b>	<b>95.94</b>
资本支出	103.51	55.96	72.41	76.24	48.37
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(251.28)	(47.98)	(130.40)	(154.31)	(96.94)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(147.77)</b>	<b>7.98</b>	<b>(57.98)</b>	<b>(78.07)</b>	<b>(48.57)</b>
债权融资	50.00	43.75	8.33	11.11	14.81
股权融资	1.89	(0.35)	19.06	0.29	0.45
其他	(25.28)	(68.83)	(43.75)	(8.33)	(11.11)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>26.61</b>	<b>(25.43)</b>	<b>(16.35)</b>	<b>3.06</b>	<b>4.15</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(37.77)</b>	<b>(13.79)</b>	<b>(8.39)</b>	<b>42.70</b>	<b>51.52</b>

利润表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	<b>260.94</b>	<b>237.12</b>	<b>270.84</b>	<b>365.18</b>	<b>485.24</b>
营业成本	138.89	122.24	141.38	189.17	249.90
营业税金及附加	2.28	2.14	2.37	3.23	4.30
营业费用	11.07	12.07	12.78	17.11	23.45
管理费用	37.02	41.17	42.49	57.50	78.92
财务费用	(1.89)	0.35	(0.06)	(0.29)	(0.45)
资产减值损失	1.58	3.99	0.17	0.14	0.14
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.70	1.97	2.04	1.91	1.43
其他	(1.39)	(3.94)	(4.09)	(3.83)	(2.86)
<b>营业利润</b>	<b>72.68</b>	<b>57.14</b>	<b>73.77</b>	<b>100.25</b>	<b>130.41</b>
营业外收入	19.21	19.07	19.12	19.14	19.11
营业外支出	0.10	0.14	0.08	0.11	0.11
<b>利润总额</b>	<b>91.79</b>	<b>76.08</b>	<b>92.81</b>	<b>119.28</b>	<b>149.42</b>
所得税	11.56	9.36	15.63	16.60	21.44
<b>净利润</b>	<b>80.23</b>	<b>66.72</b>	<b>77.18</b>	<b>102.68</b>	<b>127.97</b>
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>80.23</b>	<b>66.72</b>	<b>77.18</b>	<b>102.68</b>	<b>127.97</b>
每股收益(元)	1.06	0.88	1.02	1.35	1.68

主要财务比率	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>成长能力</b>					
营业收入	5.60%	-9.13%	14.22%	34.84%	32.88%
营业利润	22.43%	-21.38%	29.10%	35.89%	30.09%
归属于母公司净利润	15.08%	-16.83%	15.67%	33.05%	24.63%
<b>获利能力</b>					
毛利率	46.77%	48.45%	47.80%	48.20%	48.50%
净利率	30.75%	28.14%	28.50%	28.12%	26.37%
ROE	29.02%	20.39%	18.23%	19.52%	19.57%
ROIC	64.17%	20.83%	20.75%	23.45%	25.91%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	31.89%	35.51%	13.59%	26.80%	18.97%
净负债率	-20.55%	-0.91%	15.79%	-0.56%	11.87%
流动比率	3.48	1.98	3.66	2.00	2.95
速动比率	2.81	1.49	2.73	1.38	2.22
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	6.00	2.71	2.94	4.45	4.45
存货周转率	4.78	4.16	4.58	4.53	4.62
总资产周转率	0.76	0.52	0.54	0.60	0.64
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.06	0.88	1.02	1.35	1.68
每股经营现金流	1.10	0.05	0.87	1.55	1.26
每股净资产	3.64	4.31	5.57	6.92	8.61
<b>估值比率</b>					
市盈率	81.81	98.37	85.04	63.92	51.29
市净率	23.74	20.06	15.50	12.48	10.04
EV/EBITDA	0.00	0.00	84.60	61.27	46.52
EV/EBIT	0.00	0.00	88.29	64.69	49.39

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com