

强烈推荐-A (维持)

金信诺 300252.SZ

目标估值:
当前股价: 21.65 元
2017年07月26日

向5G和军品核心技术深度布局, 静待水下防御系统花开

基础数据

上证综指	3248
总股本(万股)	44446
已上市流通股(万股)	26643
总市值(亿元)	96
流通市值(亿元)	58
每股净资产(MRQ)	5.1
ROE(TTM)	8.7
资产负债率	46.0%
主要股东	黄昌华
主要股东持股比例	34.12%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 《金信诺(300252)——新产品和产能扩张奠定未来成长基础, 海洋防御系统取得重要突破, 继续坚定推荐》2017-04-25
 - 《金信诺(300252)——内外部促王林
010-57601716
wanglin10@cmschina.com.cn
S1090514080005
- 周炎
0755-82853775
zhouyan3@cmschina.com.cn
S1090513070008
- 研究助理
冯骋
fengcheng@cmschina.com.cn

事件:

7月25日晚间, 公司公告终止发行股份, 改为使用自有资金人民币1.43亿元收购朱勤辉、杨静霞合计持有的江苏万邦38.08%的股权, 本次收购完成后, 公司将直接持有江苏万邦51%的股权。此外, 公司公告决定以现金5000万元参与设立由无剑投资发起并管理的产业投资基金, 基金规模5亿元。主要投向为通信设备、海洋船舶、电子科技、新能源等与金信诺主营业务布局的相关企业及项目。公司于7月27日(周四)申请复牌。

点评:

- **现金方案加快整合江苏万邦。**公司改为使用自有资金1.43亿元收购朱勤辉、杨静霞合计持有的江苏万邦38.08%的股权, 加快江苏万邦整合进度。收购完成后公司直接持有江苏万邦51%股份。此外江苏万邦业绩承诺未来5年利润合计不低于1.2亿元。未来随着收购完成, 公司布局将成功延伸至5G、卫星通信及军工的芯片领域。
- **向毫米波等5G和军品核心技术深度布局, 5G射频早受益。**江苏万邦自成立以来一直致力于有源相控阵雷达用核心国产化芯片的研制开发, 特别是在波束控制芯片和天线阵面技术领域具有行业领先水平, 具备大规模专用电路和抗辐照电路方面的设计能力; 在有源相控阵雷达用波束控制专用集成电路、抗辐射加固集成电路和器件领域处于国内领先水平。同时在研产品包括多波段卫星通信机以及毫米波天线解决方案。我们认为, 江苏万邦所布局的相控阵、波束控制、毫米波等射频技术均为5G和军品的核心技术, 且5G投资射频有望率先受益。通过此次收购整合, 将进一步深化公司在5G、卫星通信、物联网及国防军工领域的战略布局, 助力从核心器件向核心系统延伸, 打开了更大市场空间。
- **产业基金投资方向深化, 为5G、军工信息化布局保驾护航。**公司决定出资现金5000万元参与设立由无剑投资发起并管理的产业投资基金, 基金规模5亿元。主要投向为通信设备、海洋船舶、电子科技、新能源等与金信诺主营业务布局的相关企业及项目。
- **4G投资放缓, 半年业绩增速承压。**公司发布上半年业绩预告, 盈利在1.1-1.7亿元, 同比增长为0-5%。增速放缓主要由于国内4G基站建设接近尾声, 5G还未进入商用, 行业整体投资规模下滑所致。同时, 原材料成本压力以及研发持续投入也影响到利润的增长。我们认为公司当前处于新产品导入期, 产品线和产能均处于持续扩张阶段, 研发费用投入较高, 同时产能释放和新产品上量需要一定周期, 业绩增速面临短期压力。
- **5G时钟射频早受益, 静待水下防御系统花开, 长期成长性确定, 维持“强烈推荐-A”。**我们预计公司17和18年业绩分别为2.4亿元和3.1亿元, 对应当前股价PE为40X和31X, 公司在5G和军品核心技术深度布局, 未来5G射频率先受益, 以及水下防御系统推出将全面打开公司成长空间, 但考虑到停牌期间, 公司上半年业绩增速承压, 以及创业板本身整体估值下调的因素, 建议在股价底部区间积极寻求布局机会。继续维持“强烈推荐-A”
- **风险提示: 5G及国防市场推进不及预期、市场竞争加剧, 新产品开发不及预期。**

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	1532	2016	2298	2758	3447
同比增长	28%	32%	14%	20%	25%
营业利润(百万元)	162	240	297	388	523
同比增长	70%	48%	24%	31%	35%
净利润(百万元)	139	195	239	309	412
同比增长	66%	41%	22%	29%	33%
每股收益(元)	0.34	0.44	0.54	0.69	0.93
PE	63.8	49.2	40.3	31.2	23.4
PB	10.6	4.4	4.4	4.0	3.5

正文目录

一、改“股”为“现”，加快收购江苏万邦	3
二、向 5G 和军品核心技术深度布局，5G 时钟射频早受益	4
1、江苏万邦是国内领先的军工芯片制造商，近年来保持快速增长	4
2、5G 时钟射频早受益，毫米波、大规模天线列阵、波束控制是关键技术	5
3、切入卫星通信及相控雷达领域，军工信息化布局不断延伸	8
三、产业基金持续深化，为 5G、军工信息化保驾护航	9
四、4G 后周期，上半年业绩增速承压	10
五、5G 时钟射频早受益，静待水下防御系统花开，维持“强烈推荐-A”	11

图表目录

图 1: 江苏万邦股权变动情况	3
图 2: 江苏万邦营业收入（万元）	5
图 3: 江苏万邦净利润（万元）	5
图 4: 5G 投资时钟	5
图 5: 5G 系统采用波束成形技术	7
图 6: 波束控制电路在毫米波相控阵起到重要作用	7
图 7: 车车通信示意图	7
图 8: 江苏万邦的 TR 组件用波控片系列展示	8
图 9: 产业基金结构及投资方向	10
图 10: 近年来公司净利润情况	11
表 1: 支付现金方式收购江苏万邦股权方案	3
表 2: 江苏万邦业绩承诺	3
表 3: 江苏万邦主营业务及产品	4
表 4: 近期我国频谱规划进展梳理	6
表 5: 全球主要国家及地区 24.75~27.5GHz 频段规划情况	6
表 6: 全球主要国家及地区 37~42.5GHz 频段规划情况	6
表 7: 波束控制电路功能及特点	8
表 8: 高通量卫星的应用领域	9
表 9: 今年公司设立产业基金情况	10
附: 财务预测表	12

一、改“股”为“现”，加快收购江苏万邦

终止发股方案，现金收购加快进程。7月25日晚间，公司发布公告，终止发行股份方式，改为使用自有资金人民币1.43亿元收购朱勤辉、杨静霞合计持有的江苏万邦38.08%的股权。

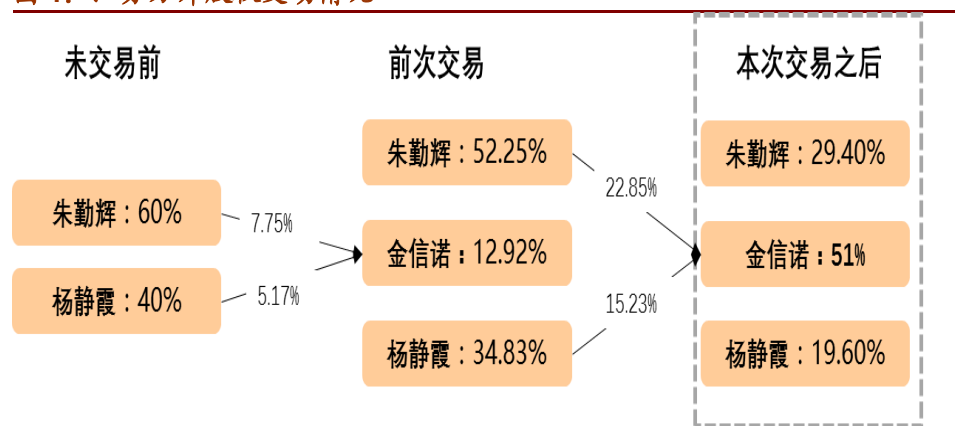
表 1：支付现金方式收购江苏万邦股权方案

交易对方	持有江苏万邦股份比例	获取对价
朱勤辉	22.85%	8568 万元
杨静霞	15.23%	5712 万元
合计	38.08%	1.428 亿元

资料来源：公司公告，招商证券

本次收购完成后，公司将直接持有江苏万邦 51%的股权。江苏万邦将成为公司的控股子公司。

图 1：江苏万邦股权变动情况



资料来源：公司公告，招商证券

业绩承诺未来五年净利润不低于 1.2 亿元。业绩承诺方面，在利润承诺期即 2017 年度、2018 年度、2019 年度、2020 年度和 2021 年度，江苏万邦实现的合计净利润不低于 1.2 亿元。

表 2：江苏万邦业绩承诺

业绩承诺期	净利润不低于
2017	1000 万元
2018	2000 万元
2019	3000 万元
2020	3000 万元
2021	3000 万元
合计	1.2 亿元

资料来源：公司公告，招商证券

二、向 5G 和军品核心技术深度布局，5G 射频早受益

1、江苏万邦是国内领先的军工芯片制造商，近年来保持快速增长

江苏万邦自成立以来一直致力于有源相控阵雷达用核心国产化芯片的研制开发，特别是在波束控制芯片和天线阵面技术领域拥有一支具有行业领先水平的资深研发团队，具备大规模专用电路和抗辐照电路方面的设计能力；在有源相控阵雷达用波束控制专用集成电路、抗辐射加固集成电路和器件领域处于国内领先水平。同时，江苏万邦在研产品包括多波段卫星通信机（已覆盖目前以及未来国产卫星通信波段）以及和战略合作方合作开发的毫米波天线解决方案。目前产品分为集成电路、模块与板卡、系统与设备三大类别，产品用于星载、弹载、舰载等多个领域。

表 3：江苏万邦主营业务及产品

产品类别	产品	产品特点及应用
集成电路	波束控制专用电路	波束控制专用电路是集时序逻辑和组合逻辑于一体的数字模拟集成电路，主要用于控制有源相控阵雷达针面波束指向，以前常规的雷达通过伺服机转动来控制雷达的指向。江苏万邦的波束控制专用电路装配在 T/R 组件内部，根据通讯协议与雷达处理机进行通信，通过接收雷达处理机的实时指令来控制 T/R 组件内部每个通道的移相值。目前江苏万邦已研发出 60 多款专用的波束控制电路。
	电源管理电路	江苏万邦的电源管理电路主要包括 DC-DC 电源芯片和高压 MOSFET 驱动器。DC-DC 电源芯片主要用于 DC-DC 电源模块中，将标准的 28V 和 48V 电压转换为用户需要的多个电压值，其特点是尺寸小、转换效率高。高压 MOSFET 驱动器主要用于 T/R 组件内部 GaN 功放的漏极电源调制，控制 GaN 功放电源的导通和关断。
	抗辐照加固电路	江苏万邦抗辐照加固集成电路主要用于航天项目，其中包括“某型号北斗导航卫星”项目。该类产品具有在太空辐照环境下正常工作的能力。江苏万邦通过采用设计加固和工艺加固相结合的方法，目前总剂量、抗单粒子翻转（SEU）、抗单粒子门锁（SEL）均或满足星载产品的要求。
模块与板卡	高密度电源模块	江苏万邦提供的 DC-DC 电源模块具有效率高（满载效率高达 96%）、功率密度大、体积小、重量轻、热性能好等特点，能够提供各种封装和尺寸的标准货架产品，同时也可根据客户的特殊要求提供定制产品，满足不同项目的需求。
	波控板卡及波控算法软件	提供高速波束切换和波束赋型的软硬件。实现高速并行控制天线阵面。主要功能是接收雷达处理机发出的指令数据，产生控制信号传输给收发组件。收发组件在波控同步信号的触发下，按照预置的控制码产生相移和衰减，从而实现天线波束赋型及波束指向的控制。
系统与设备	微波模块	江苏万邦专注于毫米波 TR 组件的研发，探索低成本高性能的组件模式。
	TR 组件调试和老化设备	江苏万邦生产的 T/R 组件全自动老化设备是一款适应多种型号 T/R 组件，带有供电过流，欠、过压保护功能的智能化试验监控系统，能同时对多个组件进行动态、高温、加微波激励的长时间试验，可按用户的要求提供高温老炼环境，且当老炼过程中的组件发生过流，欠、过压时，系统会采取必要保护措施，并报警提示，设备操作简便，通用性强。
	天线阵面分系统	结合江苏万邦在有源相控阵雷达领域的产品，将波控、电源、TR、天线等进行组装和联调，实现天线阵面的研制生产

资料来源：公司公告，招商证券

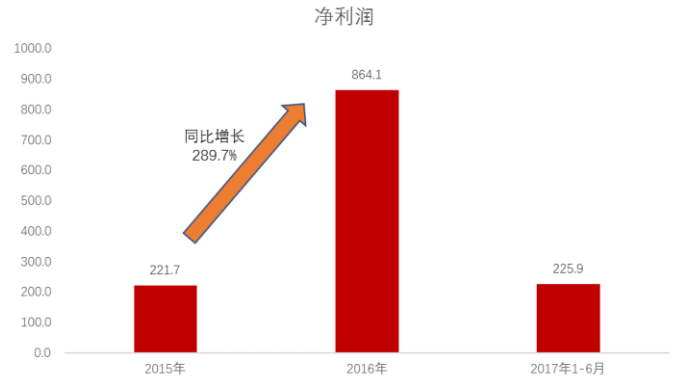
江苏万邦具有较强的盈利能力。江苏万邦作为国内少数具有军工等级能力的集成电路提供商，公司近两年业绩保持较快的提升。2016年，江苏万邦营业收入3002.4万元，同比增长67.8%；净利润方面，2016年净利润864.1万元，同比增长289.7%。

图 2：江苏万邦营业收入（万元）



资料来源：公司公告，招商证券

图 3：江苏万邦净利润（万元）

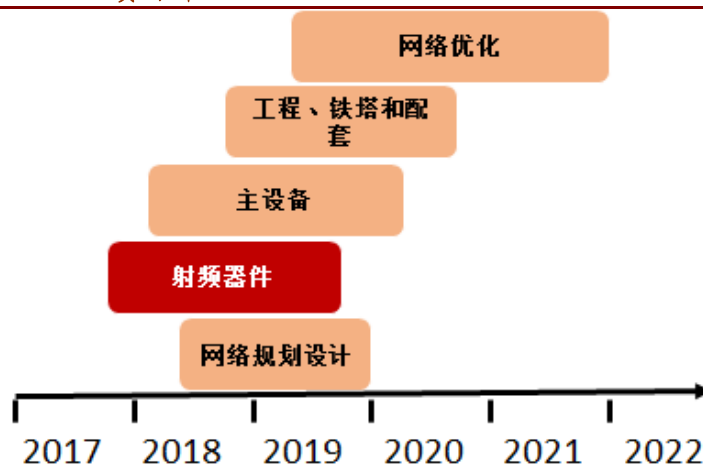


资料来源：公司公告，招商证券

2、5G 射频早受益，毫米波、大规模天线阵列、波束控制是关键技术

5G 产业投入规模将超过千亿美元，当前标准仍处于制定过程中，5G 来临之后会在需求上形成接力并成为新的拉动点。对于无线侧，射频无线等物理层是最有可能率先得到明确的部分，大规模天线技术（Massive MIMO），毫米波，波束控制等空口射频技术有望率先受益。从 3G、4G 的投资时点来看，射频投资往往最先启动，当前多个运营商已经开始与设备厂商试验 Pre-5G 中的大规模天线阵列、全双工、高频通信的射频技术产品，我们判断，5G 射频领域的投资将最先受益，有望在 2017 年开始启动。

图 4：5G 投资时钟



资料来源：招商证券整理

全球大力推动毫米波成为 5G 发展方向。伴随着随着物联网、人工智能、云计算等大流量应用而产生的数据爆炸，对移动通信网络的传输速率提出了较高的要求，4G 技术已

经不能满足未来流量传输的需求。发展 5G 已经成为全球 ICT 产业界的共同愿景和战略共识。

其中，频谱规划是移动通信技术商用前提。今年 6 月份，工信部发布了 3.3-3.6GHz 和 4.8-5.0GHz 频段用于 5G 系统的频率规划征求意见稿，并面向社会广泛征集 24.75-27.5GHz、37-42.5GHz 或其他毫米波频段用于 5G 系统的意见，持续推动 5G 发展。此次新增，将 5G 中高频段纳入试验范围，对于技术验证并推动产业链开展相关产品研发具有重要的推动作用。

表 4：近期我国频谱规划进展梳理

时间	频谱进展相关事件
2016 年 1 月	工信部首先确定 3.4~3.6GHz 频段用于北京和深圳两地 5G 技术试验以验证 5G 关键技术性能
2017 年 6 月	工信部正式发布《工业和信息化部关于第五代国际移动通信系统（IMT-2020）使用 3300-3600MHz 和 4800-5000MHz 频段相关事宜的通知（征求意见稿）》
2017 年 6 月	工信部征集 5G 使用 24.75-27.5GHz、37-42.5GHz 或其他毫米波频段的意见
2017 年 7 月	工信部批复 4.8~5.0GHz、24.75~27.5GHz 和 37~42.5GHz 频段用于我国 5G 技术研发试验

资料来源：招商证券整理

从全球范围来看，欧盟及美国纷纷将毫米波作为 5G 优先发展的频段。欧盟 RSPG 发布的欧洲 5G 频谱战略对毫米波进行了重点的规划，建议将 24.25GHz~27.5GHz 作为欧洲 5G 的先行波段，并对 31.8GHz~33.4GHz 频段以及 40.5GHz~43.5GHz 频段进行了保护，避免其他业务往该频段迁移。

表 5：全球主要国家及地区 24.75~27.5GHz 频段规划情况

国家及地区	频段范围	用途及规划
中国	24.75~27.5GHz	5G 潜在应用频段
欧盟	24.25~27.5GHz	欧盟将该频段作为 5G 的高频优先频段
美国	26.5~29.5GHz	AT&T、Verizon 已在该频段展开毫米波 5G 实验，并即将在 2018 年小规模建网
韩国	26.5~29.5GHz	在该频段开展毫米波 5G 实验，平昌冬奥会期间 SK、KT 将重点采用该频段建设 5G 网络

资料来源：招商证券

表 6：全球主要国家及地区 37~42.5GHz 频段规划情况

国家及地区	频段范围	用途及规划
中国	37~42.5GHz	5G 潜在应用频段
欧盟	40.5~43.5GHz	欧盟将其作为 5G 的考虑频段
美国	37~40GHz	美国将该频段分配给 5G 使用，AT&T 已与 2016 年在该频段展开毫米波 5G 实验

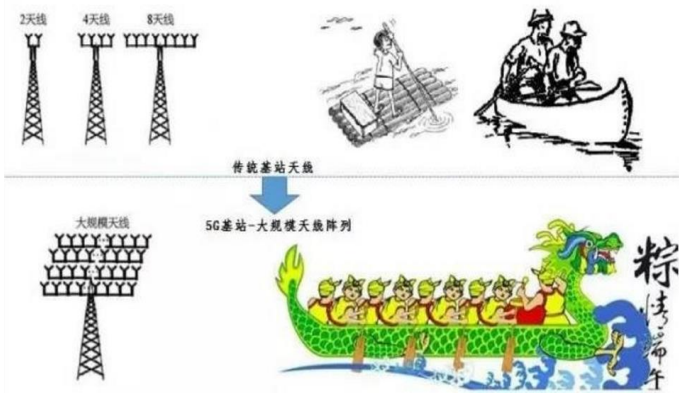
资料来源：招商证券

随着频谱的确定，5G 将迎来大规模部署。三大运营商均表示 2018-2019 年将开始 5G 部署与试商用，2020 年将迎来建设高峰年。

相比于中频频段，高频的毫米波具备更大的频谱带宽，能够满足 5G 大数据量传输的应用需求，但相应的辐射能力和传播质量将会大幅缩减，可能会存在几十 dB 的信号衰减，导致系统无法正常工作。因此大规模天线阵列和波束控制芯片将成为提升频谱利用率的关键。

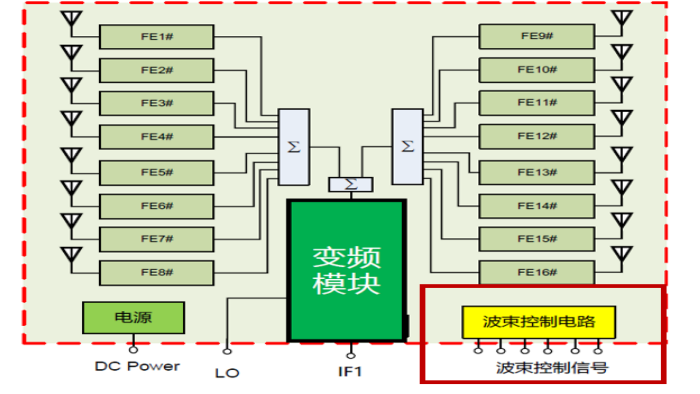
- **大规模天线列阵 (Massive MIMO):** 研究院发现, 多天线通信可以提高无线信号的传输质量。Massive MIMO 相比于现在传统 TDD 网络的 2 天线、4 天线、8 天线模式, 可配置的天线数可达 1024 个。Massive MIMO 通过采用波束成形技术, 调节各天线的相位使信号进行有效的叠加, 产生更强的信号增益来克服路损, 为了保证 5G 信号的传输提供了有力的基础。
- **波束控制芯片:** 采用波束成形技术后, 5G 基站在下行的过程中, 需要进行波束扫描, 基站依次使用不同指向的波束发射无线信号, 同时用户接收并测量不同波束发出的信号之后, 向基站报告最佳发射波束, 以实现最佳的精准连接。但是由于基站需要使用大量窄波束与分级扫描技术, 此外还要考虑用户处于不断移动状态, 因此波束成形技术的管理十分复杂, 对 5G 毫米波相控阵相关芯片, 尤其是 5G 毫米波束控制芯片的功率、控制的精准度、线性工作效率以及高带宽下的非理想效应都提出了较高的要求。

图 5: 5G 系统采用波束成形技术



资料来源: 雷锋网, 招商证券

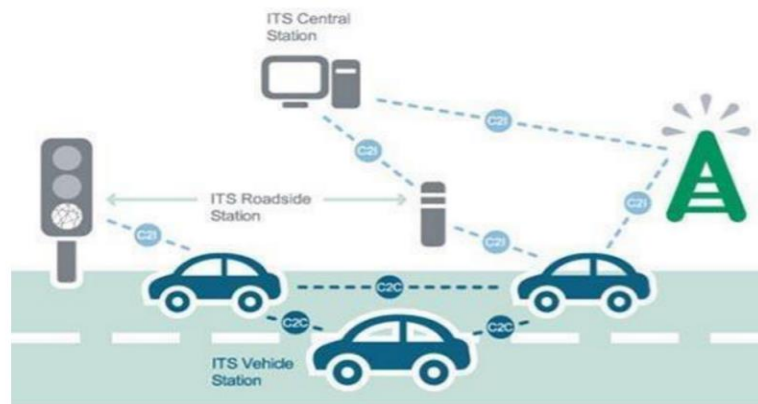
图 6: 波束控制电路在毫米波相控阵起到重要作用



资料来源: 国博电子, 招商证券

我国已经开展了基于毫米波雷达无线技术的车车联网规划, 毫米波雷达即将受益。基于 5G 的自主车车通信技术, 对汽车自动驾驶未来发展至关重要, 我国已经开始展开了自主车车通信技术的布局: 2016 年, 我国启动了 77-81GHz 毫米波雷达无线技术和频率划分研究试验工作; 此外工信部委托车载信息服务产业应用联盟 (TIAA) 和中国信息通信研究院, 开展用于智能交通车车通信的 LTE-V 无线技术和频率划分研究试验工作。

图 7: 车车通信示意图



资料来源: 中国产业信息网, 招商证券

基于 5G 传输的图像传感器、毫米波雷达、激光雷达以及车车通信技术是无人驾驶汽车发展的核心技术, 我们认为随着车联网技术的不断成熟, 自动驾驶将率先推动 5G 毫米波雷达及波束控制芯片产业受益。目前国际巨头特斯拉、百度和谷歌的无人驾驶汽车研

表均已进入路试阶段，其中百度和谷歌采用的激光雷达技术、特斯拉采用了毫米波雷达技术。

江苏万邦具有波束控制芯片和天线阵面的制造能力。江苏万邦近年来不断致力于 5G 通信技术的研发，在波束控制芯片和天线阵面技术领域拥有一支具有行业领先水平的资深研发团队。

目前江苏万邦所生产的波束控制芯片集时序逻辑和组合逻辑于一体的数字模拟集成电路。具有抗辐射、低延时以及能在-55~125℃严酷环境下工作的能力。未来有望成为 5G 基站毫米波相控阵上的关键元器件，并起到串并转换、故障检测、控制信号的重要作用。

此外，江苏万邦利用在有源相控阵雷达领域的产品，将波控、电源、TR、天线等进行组装和联调，实现天线阵面的研制生产。

图 8：江苏万邦的 TR 组件用波控片系列展示



资料来源：江苏万邦，招商证券

表 7：波束控制电路功能及特点

功能	特点
串并转换	将多位串行数据转换成并行数据，经驱动输出，后接组件移相器、衰减器。因用户需求不同，串行数据位数也有较大差异，有 26 位，也有 50 位，甚至更高位数。
故障检测	主要用于实现奇偶效验、并串转换输出，有些波控电路还具有一些模拟检测功能，如欠压保护。
控制信号	控制信号部分主要是一些逻辑功能信号，用于组件控制信号。因此，波束控制电路可以说是集时序逻辑和组合逻辑于一体的数字模拟集成电路。

资料来源：知网，招商证券

3、切入卫星通信及相控雷达领域，军工信息化布局不断延伸

高通卫星的天地一体化网络具有广泛应用。目前我国光纤宽带网和移动宽带网已经覆盖了绝大多数场景及用户，但在航空、海上、偏远农村以及沙漠等地区依然存有空缺。随着今年 4 月，我国发射了首颗快带卫星“中星 16 号”，标志着我国正式进入宽带卫星时代。基于高通量卫星的天地一体化网络将在农村宽带接入、大交通宽带接入、临时通信、政府和企业专网、电信基站中继、万物互联六大领域具有广泛的应用空间。

表 8: 高通量卫星的应用领域

应用领域	应用内容
农村宽带接入	按照广电总局的统计, 国内有超过 1 亿的卫星直播电视用户, 而这些卫星直播电视用户主要分布在农村, 将成为卫星宽带用户的潜在市场。
大交通宽带接入领域	目前我国飞机每年运输有近 5 亿乘客, 高铁每年超过十几亿客流量, 同时我国拥有 100 万艘以上船舶, 卫星通信系统可以为这些交通领域提供良好的网络服务。
网络临时应用	主要用于一些应急通信, 比如说救灾, 探险等。
政府和企业专网	适合于垂直管理的网络, 如政府、企业的专网。对很多的互联网企业来说, 要去农村偏远地区做实体网络的话, 会优先考虑连接卫星网络。
电信企业做基站互联	不少基站所处的位置, 由于地理原因、网络条件原因等无法用光纤来连接, 或者光纤连接的成本异常的高。卫星通信将能满足这些地区基站的应用需求, 克服网络延时。
万物互联	随着上传数据量的增加, 卫星通信能够很好的解决数据点无人值守和部分地面网络无法到达和无法快速链接的问题。

资料来源: 公司公告, 招商证券整理

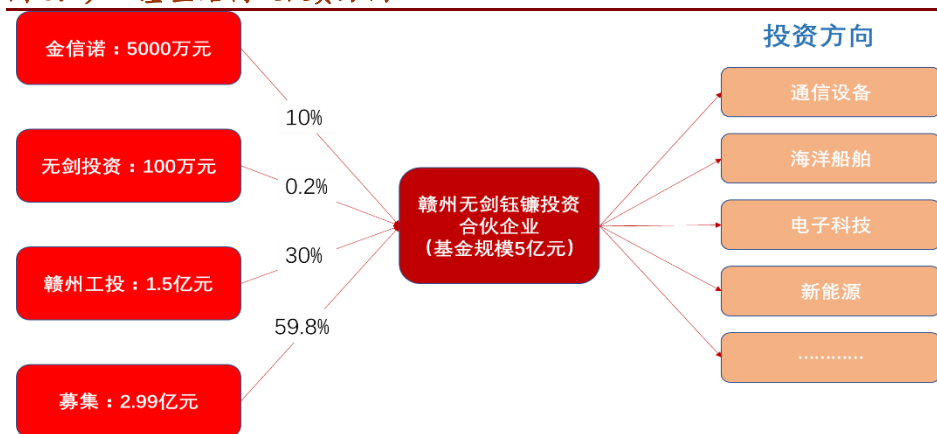
受军工推动, 有源相控阵雷达实现快速发展。有源相控阵雷达是近年来快速发展的雷达新技术, 较传统雷达而言具备多目标、复合功能、抗干扰、反应快、高可靠性等绝对优势。随着技术不断成熟、成本不断下降, 相控阵雷达正在大量取代传统机械扫描雷达, 目前已经广泛应用于几乎所有军用雷达领域。相关数据显示, 海军相控阵市场为 179 亿美元, 市场产品主要以防空驱逐舰和通用护卫舰为主。此外, 未来 15 年空军相控阵雷达市场规模将会达到 238 亿元, 市场产品主要以机载火控雷达和各防空导弹系统为主。

收购江苏万邦, 实现军工信息化布局的延伸。江苏万邦自成立以来一直致力于有源相控阵雷达用核心国产化芯片的研制开发, 在有源相控阵雷达用波束控制专用集成电路、抗辐射加固集成电路和器件领域处于国内领先水平。目前江苏万邦研制的多波段卫星通信机已经覆盖目前以及未来国产卫星通信波段。**本次收购江苏万邦, 公司成功切入卫星通讯和相控阵雷达领域, 实现向军工信息化领域更深入布局。**

三、产业基金持续深化, 为 5G、军工信息化保驾护航。

公司在 7 月 25 日晚发布了参与设立基金的相关公告, 决定以现金 5000 万元参与设立由无剑投资发起并管理的产业投资基金, 基金规模 5 亿元。主要投向为通信设备、海洋船舶、电子科技、新能源等与金信诺主营业务布局的相关企业及项目。这是继 5 月设立并购基金之外, 再次通过与专业投资人合作方式, 持续强化产业基金布局。

图 9：产业基金结构及投资方向



资料来源：公司公告，招商证券

本次设立产业基金将有利于公司整合利用各方的优势资源，通过专业化投资团队管理，把握投资机会，降低投资风险。同时本次基金主要参与对金信诺主营业务具有战略价值的领域，对公司延伸 5G 及军工的战略布局具有保障和推动作用。并促进公司产业运营和资本运营达成良性互补进一步提升公司的竞争能力和盈利能力，实现公司持续、快速、健康的发展。

表 9：今年公司设立产业基金情况

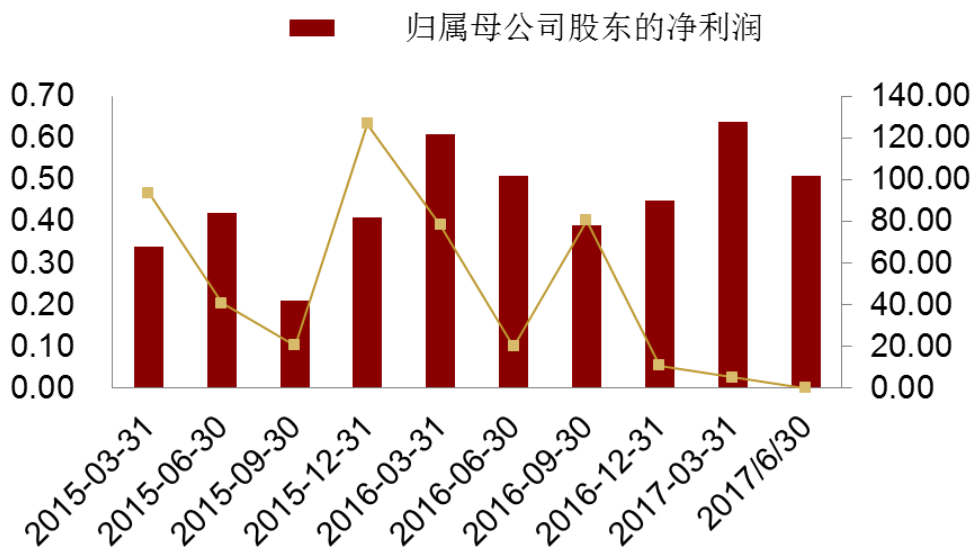
时间	主要内容	投资方向	基金规模
7月26日	以现金 5000 万元参与设立由无剑投资发起并管理的产业投资基金，	通信设备、海洋船舶、电子科技、新能源等	5 亿元
5月4日	以现金出资 7450 万作为有限合伙人参与投资设立并购基金	与金信诺主营业务相关的通信产业投资项目	基金规模 3 亿元，首期规模约为 1.5 亿元，

资料来源：公司公告

四、4G 后周期，上半年业绩增速承压

公司发布上半年业绩预告，盈利在 1.1-1.7 亿元，同比增长为 0-5%。增速放缓主要由于国内 4G 基站建设接近尾声，5G 还未进入商用，行业整体投资规模下滑所致。同时，原材料成本压力以及研发持续投入也影响到利润的增长。我们认为公司当前处于新产品导入期，产品线和产能均处于持续扩张阶段，研发费用投入较高，同时产能释放和新产品上量需要一定周期，业绩增速面临短期压力。

图 10: 近年来公司净利润情况



资料来源: 公司公告, 招商证券

五、5G 射频早受益，静待水下防御系统花开，维持“强烈推荐-A”

我们看好公司不断加深 5G 及军工信息化领域的布局。通过此次收购江苏万邦，公司完成在 5G 和军品核心技术的重要布局，推动由核心器件提供商向核心系统提供商的转型。未来随着 5G 和军工信息化建设的大规模推进，将为公司注入业绩快速增长的新动力。

我们预计公司 17 和 18 年业绩分别为 2.4 亿元和 3.1 亿元，对应当前股价 PE 为 40X 和 31X，公司在 5G 和军品核心技术深度布局，未来 5G 射频率先受益，以及水下防御系统推出将全面打开公司成长空间，但考虑到停牌期间，公司上半年业绩增速承压，以及创业板本身整体估值下调的因素，建议在股价底部区间积极寻求布局机会。继续维持“强烈推荐-A”

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1463	2914	1955	2337	2866
现金	406	1705	611	724	858
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	82	61	70	84	105
应收款项	684	799	889	1067	1334
其它应收款	16	17	19	23	29
存货	245	306	337	404	498
其他	29	25	29	34	43
非流动资产	882	1149	1172	1191	1208
长期股权投资	0	51	51	51	51
固定资产	302	337	371	400	425
无形资产	92	90	81	73	66
其他	487	671	669	668	666
资产总计	2344	4064	3127	3528	4074
流动负债	1391	1723	742	871	1051
短期借款	769	1055	0	0	0
应付账款	297	366	413	496	611
预收账款	5	8	9	11	13
其他	320	295	320	365	427
长期负债	77	76	76	76	76
长期借款	37	31	31	31	31
其他	41	45	45	45	45
负债合计	1468	1799	818	947	1126
股本	409	444	444	444	444
资本公积金	99	1242	1242	1242	1242
留存收益	324	491	507	745	1064
少数股东权益	47	88	115	150	197
归属于母公司所有者权益	831	2177	2194	2431	2750
负债及权益合计	2346	4064	3127	3528	4074

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	138	181	282	259	299
净利润	139	195	239	309	412
折旧摊销	43	52	56	59	62
财务费用	49	33	22	(4)	(4)
投资收益	0	(2)	(2)	(2)	(2)
营运资金变动	(98)	(115)	(64)	(146)	(225)
其它	6	18	32	43	57
投资活动现金流	(320)	(138)	(78)	(78)	(78)
资本支出	(63)	(95)	(80)	(80)	(80)
其他投资	(256)	(43)	2	2	2
筹资活动现金流	146	1056	(1299)	(68)	(88)
借款变动	311	95	(1055)	0	0
普通股增加	245	36	0	0	0
资本公积增加	(304)	1143	0	0	0
股利分配	(82)	(204)	(222)	(72)	(93)
其他	(24)	(14)	(22)	4	4
现金净增加额	(36)	1100	(1094)	113	133

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1532	2016	2298	2758	3447
营业成本	1096	1465	1655	1986	2448
营业税金及附加	17	21	24	28	36
营业费用	66	99	120	141	172
管理费用	127	164	184	221	276
财务费用	49	19	22	(4)	(4)
资产减值损失	14	9	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	2	2	2	2
营业利润	162	240	297	388	523
营业外收入	15	17	17	17	17
营业外支出	2	3	3	3	3
利润总额	175	255	311	403	537
所得税	26	37	45	59	78
净利润	149	218	266	344	459
少数股东损益	10	22	27	35	47
归属于母公司净利润	139	195	239	309	412
EPS (元)	0.34	0.44	0.54	0.69	0.93

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	28%	32%	14%	20%	25%
营业利润	70%	48%	24%	31%	35%
净利润	66%	41%	22%	29%	33%
获利能力					
毛利率	28.5%	27.3%	28.0%	28.0%	29.0%
净利率	9.0%	9.7%	10.4%	11.2%	12.0%
ROE	16.7%	9.0%	10.9%	12.7%	15.0%
ROIC	10.7%	6.6%	11.6%	12.6%	14.9%
偿债能力					
资产负债率	62.6%	44.3%	26.2%	26.8%	27.7%
净负债比率	34.3%	26.7%	1.0%	0.9%	0.7%
流动比率	1.1	1.7	2.6	2.7	2.7
速动比率	0.9	1.5	2.2	2.2	2.3
营运能力					
资产周转率	0.7	0.5	0.7	0.8	0.8
存货周转率	5.1	5.3	5.1	5.4	5.4
应收帐款周转率	2.5	2.7	2.7	2.8	2.9
应付帐款周转率	3.9	4.4	4.2	4.4	4.4
每股资料 (元)					
每股收益	0.34	0.44	0.54	0.69	0.93
每股经营现金	0.34	0.41	0.63	0.58	0.67
每股净资产	2.03	4.90	4.94	5.47	6.19
每股股利	0.50	0.50	0.16	0.21	0.28
估值比率					
PE	63.8	49.2	40.3	31.2	23.4
PB	10.6	4.4	4.4	4.0	3.5
EV/EBITDA	34.7	28.4	22.9	19.4	14.8

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。