

投资评级：推荐（维持）

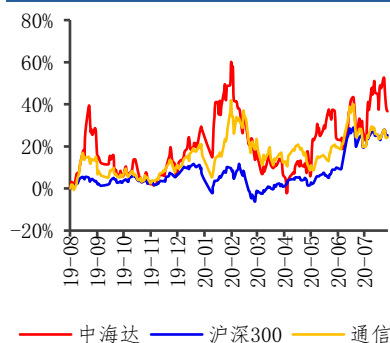
报告日期：2020年08月23日

**市场数据**

目前股价	10.73
总市值（亿元）	72.56
流通市值（亿元）	54.27
总股本（万股）	67,623
流通股本（万股）	50,580
12个月最高/最低	12.98/7.38

**分析师**

分析师：吴彤 S1070520030004  
 ☎ 0755-83667984  
 ✉ wutong@cgws.com  
 分析师：胡浩森 S1070520080001  
 ☎ 0755-83516207  
 ✉ huhaomiao@cgws.com

**股价表现**


数据来源：贝格数据

**相关报告**

<<营业收入实现稳定增长，费用增长拖累净利润>> 2019-08-26  
 <<业绩稳步增长，一季度订单有望年内释放>> 2019-04-29  
 <<业绩持续向好，行业应用市场未来可期>> 2019-04-24

# 业绩逐步稳定符合预期，行业向好催化公司后续发展

## ——中海达（300177）公司动态点评

**盈利预测**

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1289	1619	1869	2240	2689
(+/-%)	26.3%	25.6%	15.4%	19.9%	20.1%
净利润（百万元）	95	-154	99	126	147
(+/-%)	42.4%	-261.9%	-164.3%	26.7%	17.0%
摊薄 EPS（元/股）	0.14	-0.23	0.15	0.19	0.22
PE	76	-47	73	58	49

资料来源：长城证券研究所

**核心观点**

- 事件：**公司近日发布 2020 年度半年报，2020 年 H1 公司营业总收入为 5.52 亿元，同比下降 23.08%，上半年归母净利润为 3758.34 万元，同比下降 1.80%。
- 公司受疫情影响较为明显，业绩逐步稳定符合预期：**公司营业总收入为 5.52 亿元，同比下降 23.08%，上半年归母净利润为 3758.34 万元，同比下降 1.80%。业绩有所下滑主要原因在于受新冠肺炎疫情疫情影响，公司行业应用解决方案类项目进展不及预期或开工建设时间延缓，相关业务收入明显减少。其中公司 Q1 受疫情影响最为明显，Q2 已有好转，业绩呈逐步向好趋势。Q1 公司实现营业收入 1.46 亿元，同比下降 46.13%；归母净利润为 -2332.35 万元，同比下降 204.27%，影响较大。然而 Q2 公司实现营业收入 4.07 亿，同比略降 9.15%，创造归母净利润 6090.69 万元，同比增加 282.98%，业绩已取得较大恢复。在 2020 年 Q1 疫情较为严重的情况下，公司整体业绩基本符合预期，目前国内外疫情已逐步得到控制，公司业绩有望进一步恢复。
- 分业务来看，公司毛利率较为稳定，行业应用解决方案受疫情冲击最为明显：**公司主营业务行业应用解决方案受疫情冲击最为明显，公司行业应用解决方案类项目进展不及预期或开工建设时间延缓，相关业务收入明显减少，2020H1 收入达到 2582.51 元，较上年同期减少 66.22%，然而其成本也得到很好控制，较上年同期减少 72.55%，使此项业务毛利率达到 46.24%，提升 12.39pct。公司精准定位设备和时空数据业务收入分别为 3.57 亿元和 1.69 亿元，各下降 18.00% 和 16.98%。随着疫情影响逐步降低，公司作为国内少数能够为客户提供全产品线高精定位技术行业应用解决方案的企业之一，有望持续受益北斗卫星导航产业发展。目前，公司已在 CORS 网建设、时空数据、高精度天线等业务方面的订单合同量取得了较快的发展，为全年的业绩奠定了坚实的基础。
- 国内 RTK 先行者，产品链条全面，已实现关键技术的自主可控：**公司深

耕北斗卫星导航产业，形成“海陆空天、室内外”全方位的精准定位产品布局，拥有完善的产业链布局。公司国产 RTK、海洋声纳、三维激光等主营产品线大部分已实现关键技术的自主可控，并持续多年保持行业领先地位。另外，在“全球精度”星基增强系统 Hi-RTP 正式全面启动行业应用基础上，中海达完成全球 PPP 定位服务优化，进一步缩短收敛时间，解决用户长时间无法固定或错误固定的痛点，提升用户体验。同时，中海达成功研制区域增强 PPP 定位技术，并在部分自有产品型号上试用，较标准 PPP 服务在收敛时间和精度上进一步提高，有效扩大在星基增强领域的整体竞争力。

- **CORS 网建设项目和时空数据业务发展迅速，未来可期：**在通信运营商领域，中海达成功中标中国移动 2019 年 HAP 高精度卫星定位基准站设备集中采购项目，中标采购份额为 40%，成为该项目中标份额最大的单位。在电力电网领域，中海达成功中标南方电网公司 2020 年 10KV 接地方式改造和北斗基准站建设框架招标项目和国网信息通信产业集团有限公司 2020 年第一批集中采购项目公开招标。中海达北斗地基增强系统 CORS 在中国移动、国家电网、南方电网项目中相继中标，体现了大型客户对中海达核心技术和产品的认可，是中海达高精度定位核心技术能力的有力体现，受益于新基建和北斗三号卫星组网带来的行业发展，CORS 网与时空数据业务未来可期。
- **行业应用未来发展向好，公司深耕多年已累积一定优势：**根据中国卫星导航协会数据，截至 2018 年底，各类国产北斗终端产品应用规模已累计超过 8000 万台，采用北斗兼容芯片的终端产品社会总保有量接近 7 亿台。后续还有发展空间，行业应用市场成为发展蓝海。公司行业应用解决方案在国土、交通、电力、旅游、物流等领域得到了广泛的应用。行业应用市场广阔，叠加公司的快速切入、广泛布局，未来发展可期。其中，公司导航系统天线和定位模块的设计和生通过 IATF16949 车规标准认证，且已与部分汽车制造企业及供应商就 2020 年 L3 自动驾驶车型项目开始定点合作。公司按照车规标准设计部署的高精度组合定位技术方案成功落地，实现了星基与地基增强技术融合在车端的应用，目前已在国内重点车企和自动驾驶方案商进行落地试点并逐步实现产业化推广。
- **投资建议：**公司业绩整体符合预期，作为国内少数能够为客户提供全产品线高精定位技术行业应用解决方案的企业之一，有望持续受益北斗卫星导航产业发展。预计公司 2020-2022 营业收入分别为 18.69、22.40 和 26.89 亿元，实现归母净利润分别为 0.99、1.26 和 1.47 亿元，EPS 分别为 0.15、0.19 和 0.22 元，市盈率分别为 73X、58X 和 49X，持续覆盖，维持“推荐”的投资评级。
- **风险提示：**订单释放不达预期；疫情恶化风险；国内全要素生产率低迷，长期潜在增长率有放缓趋势；海外经济下行，外需疲弱；行业资金回笼周期较长，企业资金周转效率下降；市场格局变化加快，行业竞争加剧；中美摩擦加剧；技术创新及市场开拓不及预期。

## 附：盈利预测表

利润表 (百万)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	主要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	1288.81	1619.30	1868.77	2239.85	2689.28	<b>成长能力</b>					
营业成本	614.09	863.28	1021.61	1210.40	1436.37	营业收入增长	26.3%	25.6%	15.4%	19.9%	20.1%
营业费用	217.34	260.35	280.32	335.98	403.39	营业成本增长	22.3%	40.6%	18.3%	18.5%	18.7%
管理费用	171.54	204.51	224.25	268.78	322.71	营业利润增长	59.1%	-208.5%	144.9%	22.8%	25.0%
研发费用	143.61	221.51	224.25	268.78	322.71	利润总额增长	50.1%	-190.2%	-164.3%	26.7%	17.0%
财务费用	6.73	17.71	13.69	12.07	14.11	净利润增长	42.4%	-261.9%	-164.3%	26.7%	17.0%
其他收益	67.35	62.13	59.42	61.64	60.98	<b>获利能力</b>					
投资净收益	29.54	7.24	18.40	12.82	15.61	毛利率(%)	52.4%	46.7%	45.3%	46.0%	46.6%
<b>营业利润</b>	161.23	-174.88	78.49	96.39	120.45	销售净利率(%)	11.2%	-9.9%	5.5%	5.8%	5.7%
营业外收支	0.59	28.86	15.35	22.48	18.66	ROE(%)	6.8%	-7.8%	4.8%	5.7%	6.3%
<b>利润总额</b>	161.82	-146.02	93.84	118.86	139.11	ROIC(%)	11.1%	-12.1%	8.5%	10.6%	11.3%
所得税	17.62	14.81	-9.52	-12.06	-14.11	<b>营运效率</b>					
少数股东损益	48.79	-6.36	4.09	5.18	6.06	销售费用/营业收入	16.9%	16.1%	15.0%	15.0%	15.0%
<b>净利润</b>	95.42	-154.46	99.27	125.74	147.16	管理费用/营业收入	13.3%	12.6%	12.0%	12.0%	12.0%
						研发费用/营业收入	11.1%	13.7%	12.0%	12.0%	12.0%
<b>资产负债表 (百万)</b>	<b>2018A</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	财务费用/营业收入	0.5%	1.1%	0.7%	0.5%	0.5%
<b>流动资产</b>	1703.67	2118.90	2187.35	2541.65	2593.75	投资收益/营业利润	18.3%	-4.1%	23.4%	13.3%	13.0%
货币资金	423.59	498.52	566.40	640.47	567.28	所得税/利润总额	10.9%	-10.1%	-10.1%	-10.1%	-10.1%
应收票据及账款	639.37	969.87	1106.55	1190.74	1310.92	应收账款周转率	2.36	2.01	1.80	1.95	2.15
其他应收款	39.84	74.91	46.71	105.25	73.41	存货周转率	2.69	2.83	3.00	3.30	3.30
存货	243.21	366.34	314.73	418.84	451.68	流动资产周转率	0.79	0.85	0.87	0.95	1.05
<b>非流动资产</b>	1085.33	1055.95	896.49	875.71	972.10	总资产周转率	0.49	0.54	0.60	0.69	0.77
固定资产	194.95	217.49	164.79	94.00	127.36	<b>偿债能力</b>					
<b>资产总计</b>	2789.00	3174.85	3083.84	3417.36	3565.85	资产负债率(%)	24.3%	35.0%	29.8%	33.0%	31.6%
<b>流动负债</b>	548.11	994.29	852.97	1076.83	1083.76	流动比率	3.11	2.13	2.56	2.36	2.39
短期借款	152.26	333.69	242.97	288.33	265.65	速动比率	2.02	1.71	2.11	1.91	1.89
应付账款	193.97	328.00	301.18	437.04	443.15	<b>每股指标 (元)</b>					
<b>非流动负债</b>	129.92	118.27	64.66	50.84	42.89	EPS	0.14	-0.23	0.15	0.19	0.22
长期借款	64.00	40.00	26.63	12.82	4.87	每股净资产	2.69	2.55	2.70	2.88	3.09
<b>负债合计</b>	678.03	1112.56	917.63	1127.67	1126.66	每股经营现金流	0.22	0.21	0.19	0.35	0.17
<b>股东权益</b>	2110.97	2062.29	2165.64	2289.13	2438.63	每股经营现金/EPS	1.54	-0.91	1.26	1.91	0.80
股本	446.90	675.67	676.23	676.23	676.23	<b>估值比率</b>					
留存收益	512.14	347.94	445.97	573.52	720.82	P/E	76.05	-46.98	73.10	57.71	49.31
少数股东权益	290.97	334.92	339.01	344.19	350.25	PEG	0.09	0.15	12.51	-18.20	-0.25
<b>负债和股东权益</b>	2789.00	3174.85	3083.84	3417.36	3565.85	P/B	3.99	4.20	3.97	3.73	3.47
<b>现金流量表 (百万)</b>	<b>2018A</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	EV/EBITDA	34.35	72.25	29.83	24.01	31.89
<b>经营活动现金流</b>	23.30	68.14	125.48	239.74	117.25	EV/SALES	5.73	4.57	3.88	3.20	2.69
其中营运资本减少	-12.68	53.81	-112.26	-63.60	-114.76	EV/IC	3.54	3.38	3.41	3.15	3.03
<b>投资活动现金流</b>	-17.94	-87.23	115.05	-177.72	-141.99	ROIC/WACC	1.10	-1.21	0.84	1.06	1.12
资本支出	86.19	107.04	-99.89	-108.17	1.15	REP	3.21	-2.80	4.05	2.98	2.70
<b>筹资活动现金流</b>	75.86	91.22	-172.65	12.04	-48.45						
<b>现金净增加额</b>	81.72	72.39	67.88	74.06	-73.19						

**研究员承诺**

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

**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。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

**免责声明**

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城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。长城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。

长城证券版权所有并保留一切权利。

**长城证券投资评级说明****公司评级：**

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；  
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；  
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；  
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上

**行业评级：**

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；  
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；  
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

**长城证券研究所**

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>