

北斗星通 (002151): 北斗产业黎明后延, 业绩拐点关注芯片业务

联系人: TMT 行业研究组

日期: 2012年11月26日

www.lxzq.com.cn

近日,我们对北斗星通进行了实地调研,与公司董秘兼副总裁就北斗产业化前景、国防业务需求以及未来的发展战略做了深入交流。

1、业绩: 营收增长难抵费用激增, 营业外收入弥补净利。2012年前三季度,公司实现营业收入3.79亿元,同比增长19.96%,归属母公司净利润2893万元,同比增长1.15%,每股收益0.16元。受益于国防和汽车电子业务并表范围扩大,公司前三季度营收稳健成长,但由于费用控制不力,公司三项费用合计同比攀升59.6%,导致前三季度营业利润尚不足百万。净利润仍能维持增长主要因为公司出售名下物业,获得一次性收入约6000万元。

2、财务: 流动性堪忧, 配股方案确定。前三季度公司经营净现金流入为-7264万,应收账款同比增加13%,存货增加30%,显示出公司赊销增加、库存高企,未来流动性不容乐观。考虑到当前资产负债率约为42.5%,远高于同行业水平,公司拟向全体股东配股募资不超过5亿元。这将有助于减轻公司的利息负担,并支撑公司在导航与位置信息服务领域延续扩张势头。

3、行业: 战略性替代GPS, 前景光明, 但业绩爆发尚需时日。作为国家战略性新兴产业,《十二五专项规划》提出:十二五末,导航与位置服务产业要形成1000亿元以上的规模。我们看好北斗产业中长期的发展前景,但对上市公司短期业绩的刺激仍心存疑虑。考虑到GPS的成本、技术优势和产业化初期主要受军用和政府示范项目需求推动,我们认为北斗产业化进程将慢于预期,事态反转将视军方订单大量释放而定,启动时间点有望落在明年下半年。

4、经营: 北斗产业链布局完善, 芯片业务14年有望转盈。公司在北斗及导航产业链上的布局已趋于完善;北斗产品战略方面,我们看好公司以软件系统级应用产品的研发带动终端硬件产品销量的协同策略,其不仅规避了终端产品成本波动的风险,还顺应了“十二五”专项规划的目标,即:从系统集成服务这一顶层牵引产业链各环节的协调发展的要求。备受关注的芯片业务,随着研发进入尾声,管理费用下降,出货量增长,有望于2014年实现盈利。

汽车电子产品受日系车销量下滑的影响较小,未来料将保持稳定。传统业务高精度板卡产品,受累竞争对手天宝(Trimble)的进入,毛利步入下降通道,收入仍有望维持10%增长。

5、产业黎明后延, 且行且观, 暂不评级:公司业绩将与北斗产业的壮大同步走出低谷,但短期内仍存在营收与利润增速加速分化的可能。由于需求转捩点尚不明朗以及配股募资仍未完成,我们会继续跟踪产业动向和卫星系统调试的进展,暂不评级。预计公司2012-2014年净利润增长分别为6.8%/24.2%/65.8%,对应EPS分别为0.22、0.28和0.46元。

6、风险提示:政策推动较弱、北斗产业化进度迟缓、成本控制不佳、汽车电子业务发展不达预期

内
部
资
料



联讯证券

1、营收增长难抵费用激增，营业外收入弥补净利。

2012年1-9月公司实现营业收入3.79亿元，同比增长19.96%，归属母公司净利润2893万元，同比增长1.15%，每股收益0.16元。其中，第三季度单季营业收入1.34亿元，同比增长19.12%，录得净利润2715万元，同比增长201.09%。受益于国防和汽车电子业务并表范围扩大，公司前三季度营收稳健成长，但由于费用控制不力，公司三项费用合计同比攀升59.6%，导致前三季营业利润尚不足百万。其中，报告期内资产折旧、无形资产摊销等固定费用增加及管理研发人员成本费用上升，管理费用率始终维持在18.7%的高位。第三季度净利大幅增加主要因为公司出售名下物业，获得一次性收入约6000万元。

2、流动性堪忧，配股方案确定。

2012年前三季度公司经营性净现金流入为-7264万，应收账款同比增加13%，存货增加30%，显示出公司赊销增加、库存高企，未来流动性不容乐观。同时，公司当前资产负债率约为42.5%，流动比率1.61，期末现金及其等价物储备仅剩余1.4亿元，与同行业的竞争对手相比，财务表现最为薄弱。因此为了偿还银行贷款并补充流动资金公司拟以总股本1.815亿股为基数，向全体股东每10股配售不超过3股，配售总股数将不超过5445.13万股，募集资金不超过5亿元。此次配股将有助于减轻公司的利息负担，并支撑公司在导航与位置信息服务领域延续扩张势头。

图表1 2012 前三季度相关公司现金流表现

| 上市公司 | 资产负债率 | 速动比率 | 现金储备 | 经营性净现金流入 |
|------|-------|------|-------|----------|
| 北斗星通 | 42.5% | 1.29 | 1.4 亿 | -7264 万 |
| 国腾电子 | 10.7% | 6.15 | 3.3 亿 | -6697 万 |
| 华力创通 | 7.68% | 15.0 | 2.6 亿 | -4495 万 |
| 合众思壮 | 6.87% | 8.07 | 5.9 亿 | -5584 万 |

资料来源：公司公告，联讯证券投资研究中心

3、战略性替代GPS，北斗产业前景光明，但业绩爆发尚需时日。

1993年6月，GPS系统组网完成，随即拉开了全球导航应用迅猛发展的新篇章，据悉，1993-2009年，全球卫星导航系统应用市场产值由5.1亿美元增长到660亿美元，增长了130倍，年均复合增长率约为35.5%。参考美国GPS卫星导航系统应用发展历程，导航定位市场在发展中将普遍遵循：国防市场→行业应用市场→大众民用三个阶段，逐层递进。作为国家战略性新兴产业，今年9月，科技部印发的《导航与位置服务科技发展“十二五”专项规划》提出：“十二五”末，导航与位置服务产业要形成1000亿元以上的规模，初步建立5个高新技术产业化基地，培育30家创新型企业。

图表2 “十二五”规划承载厚望

| 具体目标 | |
|-----------|------------------------------------|
| 突破三大核心技术： | 泛在精确定位，全息导航地图，智能位置服务 |
| 开展三类应用示范： | 研制导航与位置服务应用系统，开展公众、行业及区域应用示范，为政府、企 |

业、公众用户随时提供所需内容丰富的位置信息服务

构建一个体系框架： 面向未来导航与位置服务需求，构建国家定位导航授时体系框架，开展技术实验和验证

建立三个创新平台： 实施导航与位置服务科技创新工程，建立人才创新平台、技术创新平台、产业创新平台，提升自主创新能力。

资料来源：联讯证券投资研究中心

3.1 亚太地区组网提前完成，行业应用着手启动。

北京时间10月25日，第16颗北斗导航卫星成功发射升空，亚太地区组网提前完成，将进入地面设备调试阶段，对设备参数进行固化，预计12年底至13年初期间将正式投入运营，至此北斗导航系统将进入国防和行业应用阶段。参照GPS的经验以及我国自身的战略性需求，海军作战及步兵定位领域对北斗的需求有望率先释放。同时政府推动的行业示范项目也将陆续上马。我们看好北斗产业中长期的发展前景，但对上市公司短期业绩的刺激仍心存疑虑。

北斗系统简介：北斗卫星导航系统是中国自主发展、独立运行的全球卫星导航系统，由空间段、地面段和用户段三部分组成，空间段包括5颗静止轨道卫星和30颗非静止轨道卫星，地面段包括主控站、注入站和监测站等若干个地面站，用户段包括北斗用户终端以及与其他卫星导航系统兼容的终端。根据系统建设总体规划，今年底将具备覆盖亚太地区的定位、导航授时以及双向通信服务能力；2020年前后，建成覆盖全球的北斗卫星导航系统。

图表3 北斗一号卫星导航定位系统



资料来源：公司招股说明，联讯证券投资研究中心

3.2 但考虑到 GPS 的成本与技术优势，我们认为北斗产业化进程将慢于预期。

2012年1-9月以国腾电子（300101）和北斗星通为代表的北斗产业上市公司业绩录得深幅下滑，国腾电子前三季度同比减利超四成；华力创通（300045）营业利润同比下降21%。究其原因，北斗系统正处于由一代向二代过渡的阶段，系统建设的快慢与否不是关键，而是系统是否能真正实现稳定运行，目前客户转而观望导致下游需求水平不升反降。考虑到产业化初期主要受军用和政府示范项目需求推动。调研了解到，军用项目：研发周期普遍超过一年，且军方招标时点难以预测。公司目前积极研发系统级应用（控制平台），再加上曾经自主研发的北斗集团用户中心系列设备、基于“北斗一号”的指挥控制系统系列软件的合作基础，相信未来会获得不少军方订单，但2013年仍处研发阶段，订单增量有限。行业示范项目：受政府主导和“试验田”的性质所致，往往决策偏慢且规模有限，短期内集中形成收入可能性不大。因而，我们判断这样的萧条将贯穿整个第四季度，事态反转将视军方订单大量释放而定，启动时间点有望落在明年下半年。

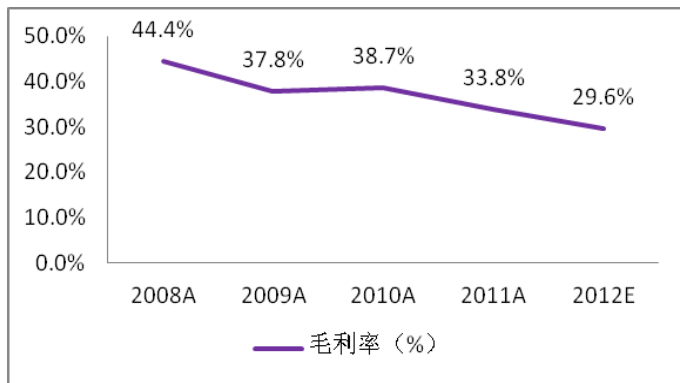
此外，公司的主要竞争对手相继推迟新产能达产，国腾电子 3 月宣布将实施的北斗终端关键元器件技改及产业化、北斗应用服务中心技改及产业化推广及北斗/惯导组合导航技改及产业化等项目，达到预定可使用状态日期推迟至 2013 年 12 月。这也间接的印证了我们的观点，北斗产业化需求在未来 6-12 个月内难以集中爆发。

4、高精度产品毛利下行，汽车电子稳定成长。

公司在多年代理国际知名GNSS产品制造商 NovAtel产品基础上，根据中国市场需求特点完成产品设计，由NovAtel提供部件，自主生产的高精度板卡。该板卡主要应用于测绘、GIS采集、机械控制等专业化应用领域，下游客户包括中海达、南方测绘等。近年天宝（Trimble）的介入使市场竞争激烈，产品毛利率持续下滑，2012年将下探至29%的水平，我们判断未来高精度板卡产品毛利将继续小幅下滑。

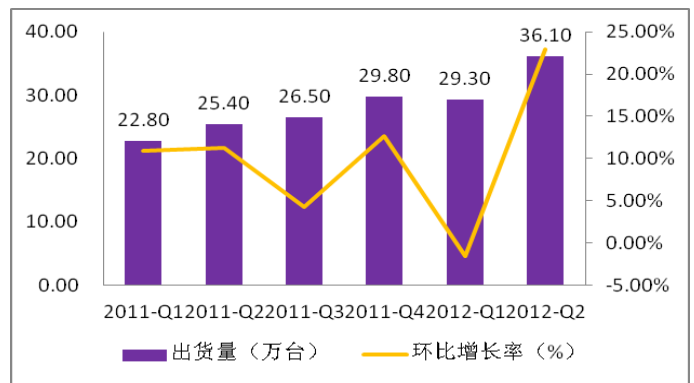
公司近年在汽车电子领域积极扩张，目前已经形成了“1+3+N”的产业布局，即1个汽车电子与导航经营管理总部、3个分别位于江苏（江苏北斗星通汽车电子产业园）、深圳（深圳徐港）、重庆（重庆深渝北斗）的生产研发基地和N个国内/国际经销商。2012年上半年，公司汽车电子业务大幅增长72.8%，主要受益于新开拓汽车电子配件的后装业务以及本期合并报表数据范围相对上年同期增加深渝北斗。基于主要产品前装车载导航和便携式导航终端产品出货量已连续6个季度录得良好增长，江苏宿迁基地达产、新增产能约10万台汽车导航终端以及不断完善的国内外销售渠道，我们预计公司汽车电子类业务成长有望快于行业平均水平（扣除并表影响），2013年度同比增长有望达到25%。长远来看，这也会是公司发展北斗民用产品，实现对美国GPS系统的兼容和替代的重要接口。

图表4 测绘及高精度应用业务毛利持续下滑



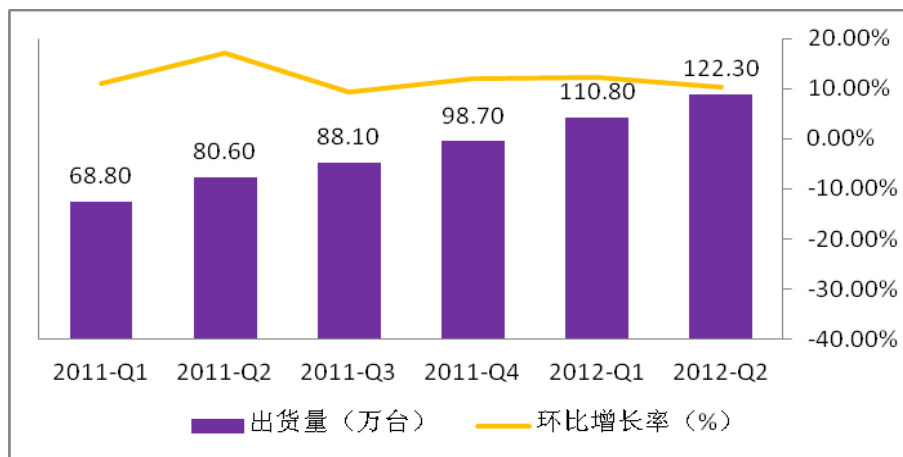
资料来源：同花顺、联讯证券投资研究中心

图表5 前装车载导航市场季度出货量



资料来源：Wind、联讯证券投资研究中心

图表6 便携式导航产品出货量持续增长



资料来源：Wind、联讯证券投资研究中心

5、北斗产业链布局完善，位置服务新疆待开。

5.1 全产业链布局北斗，“以软带硬”借力政策。

在成立和芯星通，收购深圳徐港后，公司在北斗及导航产业链上的布局已趋于完善，上游基础元器件领域以和芯星通为主体进行北斗芯片及板卡产品的研发与生产；终端涉及北斗船载、车载和手持型用户机和多种接收机；系统应用方面已经具备向作战指挥、船位监控、港口作业、精细农业、气象监测等多领域提供解决方案的能力；公司拥有的“北斗天枢运营服务中心”是国内为数不多的具有北斗运营服务资质的运营服务中心。最后，公司新近进入车载导航终端领域，未来时机成熟后，具备迅速将北斗技术向民用领域推广的能力。

在产品战略方面，我们看好公司以软件系统级应用产品的研发带动终端硬件产品销量的协同策略，其不仅规避了终端产品成本波动的风险，还顺应了“十二五”专项规划的目标，即：从系统集成服务这一顶层牵引产业链各环节的协调发展的要求。目前我国北斗卫星导航应用系统和运营服务仍处于起步阶段，发展空间巨大，作为国内为数不多的提供北斗卫星导航应用系统开发和建设服务的企业，公

司通过自主创新技术提供了基于北斗导航系统的海天地一体化“船联网”信息运营服务，已率先成为北斗最大运营商并实现了北斗系统在海洋渔业的规模化应用。港口应用方面，为天津港提供了基于LBS的“港口物联网”应用解决方案，并已在上海、宁波、深圳、印度等20多个港口码头成功推广应用。

图表 7 全产业链布局，行业领先集团

| 产业链 | A 股上市公司 |
|------------|-------------------------------------|
| 北斗芯片 | 北斗星通、国腾电子、中国卫星、海格通信、华力创通 |
| 北斗终端 | 国腾电子、中国卫星、北斗星通、合众思壮、海格通信、江苏三友、华力创通、 |
| 系统集成 | 北斗星通、国腾电子、中国卫星、海格通信、合众思壮、中海达 |
| 运营服务 | 北斗星通、国腾电子、中国卫星、海格通信、合众思壮 |
| 民用导航仪（GPS） | 北斗星通、合众思壮 |

资料来源：联讯证券投资研究中心

图表 8 行业应用领域覆盖情况

| 行业应用 | 定制化产品 | 业务切入方式 | 示范项目 |
|------|---|-------------|-------------------------------------|
| 船位监控 | 渔船船位监控指挥管理系统 | 成立子公司海南北斗星通 | 海南省海洋渔业安全生产北斗卫星导航通信系统项目 |
| 国防装备 | 基于北斗的大容量指挥监控系统应用 | - | 基于“北斗一号”的指挥控制系统系列软件 |
| 气象监测 | 北斗气象数据传输系统 | 参股华云通达 | 成都市气象局自动气象站 |
| 港口作业 | 北斗玉衡 RTG 自动行走纠偏系统 北斗玉衡 PDS 箱位监测系统 北斗玉衡虚拟码头可视化监控管理系统 | - | 天津港集装箱码头有限公司 深圳蛇口集装箱码头有限公司 (SCT) |
| 精细农业 | 瑞农自动驾驶系统 | - | - |
| 变形监测 | 北斗玉衡 GNSS 变形监测系统 | - | 四川省大渡河瀑布沟水电站移民安置场地”变形监测项目 |

资料来源：公司公告，联讯证券投资研究中心

5.2 “弱化”北斗，开辟新疆。

通过前期的扩张与整合，公司在北斗产业链上布局已较为完善，但行业本身的市场瓶颈短期内仍较为明显，民用需求受制于GPS的现状短期难变。为了进一步优化收益结构并突破市场“天花板”，我们分析公司在配股募资完成后，有望进一步在“非北斗”的位置信息服务领域有所动作，参考业内知名企业天宝（Trimble）的成功经验，未来有望通过并购，在新的市场空间建立桥头堡，填补产品线空白，或者向解决方案中增添新技术。我们判断随着新一轮融资的落幕，公司有望进入崭新的发展阶段。

6、芯片业务备受关注，止损转盈期待2014。

随着北斗导航技术，在国防、海洋渔业、机械控制、高精度测绘、气象监测等专业领域的应用，国产北斗基础元器件和终端产品必将率先受益。目前已有多家A股上市公司涉足。北斗星通于2009年出资与国际知名卫星导航专家韩绍伟博士共同成立和芯星通，专业从事高集成度北斗芯片设计和高性能GNSS核心算法研发。公司自主研制了拥有完全知识产权的国际首款、国内首创的多系统多频率卫星导航高性能 SoC 芯片，公司基带芯片、射频芯片和 OEM 板卡在中国第二代卫星导航管理办公室组织的招标评测中，取得两项第一、三项中标的优异成绩。

芯片业务连续亏损但战略意义重大，研发投入较大，但受制于之前北斗系统处于建网阶段，下游需求迟迟未能打开。公司在去年完成广州公务车监控系统的万余套芯片订单后，未接到更多成规模的订单，产业化迟缓，亟待政策转捩点。十二五专项规划中，已明确指出加强芯片、终端、地图、应用等全产业链部署，努力攻克关键技术和产品，我们对公司芯片业务未来发展持乐观态度，**更为关键的是，芯片业务的战略意义大于其短期业绩贡献度，因此我们亦将芯片业务止损转盈看作北斗产业化大幕开启的重要指标**。按照产业规划，到2020年，北斗终端年销量将接近1000万部，公司芯片业务受益此趋势有望在2014年开始盈利。

图表9 子公司和芯星通连续亏损

| 年度 | 营业收入 | 净利润 | 经营性现金净流量 |
|--------|-------|---------|----------|
| 2012H1 | 743 万 | -1521 万 | -439 万 |
| 2011A | 918 万 | -1496 万 | -478 万 |
| 2010A | 358 万 | -307 万 | 33 万 |

资料来源：公司公告，联讯证券投资研究中心

7、产业黎明后延，且行且观，暂不评级。

公司芯片产品的性能优势以及在国防领域的研发投入将在北斗二代正式启用后得以体现。同时，传统优势业务高精度板卡销售和海洋渔业运营服务仍将稳定贡献营收。整体而言，公司业绩将与北斗产业的壮大同步走出低谷，但短期内仍存在营收增速与利润增速加速分化的可能性。由于需求转捩点尚不明朗以及配股募资仍未完成，我们会继续跟踪产业动向和卫星系统调试的进展，暂不评级。基于对北斗二代需求在2013年下半年开始释放而公司在国防领域将率先增长的假设，我们预计公司2012-2014年净利润增长分别为 6.8%/ 24.2%/ 65.8%，对应EPS分别为 0.22、0.28 和0.46元。

8、风险提示：政策推动较弱、北斗产业化进度迟缓、成本控制不佳、汽车电子业务发展不达预期

图表10 主营业务收入预测明细

| 百万元（人民币） | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E |
|------------|-------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 485 | 593 | 763 | 999 |
| YoY(%) | - | 22.24% | 28.75% | 30.88% |
| 测绘及高精度应用行业 | 119 | 125 | 137 | 151 |

| | | | | |
|--------|-----|---------|--------|---------|
| YoY(%) | - | 5.00% | 10.00% | 10.00% |
| 海洋与渔业 | 67 | 59 | 54 | 49 |
| YoY(%) | - | -12.00% | -8.00% | -10.00% |
| 国防行业 | 123 | 170 | 272 | 451 |
| YoY(%) | - | 38.00% | 60.00% | 66.00% |
| 汽车电子行业 | 117 | 187 | 234 | 269 |
| YoY(%) | - | 60.00% | 25.00% | 15.00% |
| 其它 | 59 | 52 | 66 | 79 |

资料来源：公司年报，联讯证券投资研究中心

图表11 盈利预测表

| 单位：百万元 | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 一、营业收入 | 485 | 593 | 763 | 999 |
| 增长率(%) | - | 22.24% | 28.75% | 30.88% |
| 减：营业成本 | 312 | 385 | 477 | 607 |
| 毛利率(%) | 35.67% | 35.00% | 37.50% | 39.20% |
| 营业税金及附加 | 4 | 4 | 6 | 8 |
| 减：销售费用 | 48 | 62 | 76 | 105 |
| 占收入百分比(%) | 9.90% | 10.50% | 10.00% | 10.50% |
| 管理费用 | 65 | 110 | 126 | 155 |
| 占收入百分比(%) | 13.40% | 18.50% | 16.50% | 15.50% |
| 财务费用 | 6 | 15 | 15 | 15 |
| 资产减值损失 | 6 | 10 | 12 | 12 |
| 加：投资收益 | 0 | 0 | 1 | 1 |
| 二、营业利润 | 44 | 7 | 52 | 98 |
| 营业利润率(%) | 9.07% | 1.11% | 6.81% | 9.80% |
| 营业外收入 | 7 | 52 | 16 | 14 |
| 营业外支出 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 三、利润总额 | 51 | 59 | 68 | 112 |
| 减：所得税 | 12 | 14 | 14 | 22 |
| 四、净利润 | 38 | 45 | 54 | 89 |
| 归属净利润 | 38 | 41 | 50 | 83 |
| 净利润率(%) | 7.84% | 6.84% | 6.60% | 8.36% |
| 少数股东损益 | 0 | 4 | 4 | 6 |
| 每股收益(元) | 0.21 | 0.22 | 0.28 | 0.46 |

数据来源：公司年报，联讯证券投资研究中心

信息披露

本资料清晰准确地反映了编撰者的研究观点。编撰者本人不曾因，不因，也将不会因本资料中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。

投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅介于-5%以上。

行业投资评级标准

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇资料，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

风险提示

本资料由联讯证券有限责任公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本资料的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的资料均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本资料基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

联讯证券可随时更改资料中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求资料内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和编撰者无关。在本公司及编撰者所知情的范围内，本机构、编撰者本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。