

# 北斗应用发力，业绩拐点向上

## 投资要点：

- **借势北斗，“121”战略成形**：最近我们对公司进行了调研，公司抓住北斗民用市场启动契机，完成了“121”战略布局，即以 Hemisphere 北斗高精度产品为竞争力，深耕公共安全与精准农业两个行业市场，通过“北斗导航位置服务平台”运营提供服务。
- **受 GPS 市场竞争与费用影响，前三季度业绩下滑**：自 2010 年公司上市以来，受 GPS 专业及大众市场激烈竞争影响，收入增长放缓，利润下滑明显，2012 首次出现亏损，2013 年前三季度营业收入虽然同比增长 44.94%，但受海外运营、北斗相关研发费用高起影响，亏损持续放大。
- **北斗行业应用发力，业绩拐点显现**：公司为新疆提供了 2 万台北斗移动警务手持终端，示范效用明显，目前该订单产品已全部交付完成，新疆需求共 6.5 万人，全国有约近 200 执法民警；行业拓展空间较大；精准农业方面，目前主要在黑龙江面向北大荒集团，进行自动驾驶系统高端产品的推广，针对 80-180 马力拖拉机市场产品正在研发，预计可以做到 6 万/台的价格，计划 2015 年前实现 5000 台销量。
- **收购 Hemisphere 高精度芯片，成就核心竞争力**：收购 Hemisphere 后，可以更好地支持北斗高精度应用，预计今年年底会出样板。由于收购费用摊销及研发费用致使子公司亏损，借助 Hemisphere 技术积累公司将在北斗高精度产品形成核心竞争力。
- **布局北斗运营，云+端竞争力初现**：“北斗位置服务平台”面向行业、大众提供位置相关的服务，公司提供的是技术研发与运营支撑；平台预计至 2014 年 9 月可为北京 10 万北斗用户提供示范性服务；到 2015 年，为不少于 50 万北斗用户提供服务。
- **盈利预测**：2013 年公司借北斗行业应用拓展，全年业绩有望实现扭亏，随着公司在公安与农业市场的逐渐拓展，通过与地方政府合作推动北斗位置服务的落地，提供具有竞争力的高精度产品推出，我们认为公司将逐渐走出业绩下滑的阴影，实现业绩反转。
- **风险提示**：行业应用项目决策及收入确认周期较长；“中国位置平台”用户发展不达预期；北斗高精度产品板卡研发结果及应用不达预期

## 公司财务数据及预测

项目	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	415	755	1012	1512
增长率(%)	-6%	82%	34%	49%
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	(55)	6	37	91
增长率(%)	-224%	-	515%	144%
毛利率(%)	38%	45%	49%	52%
净资产收益率(%)	-4%	0%	3%	6%
EPS(元)	(0.29)	0.03	0.20	0.49
P/E(倍)	(60.95)	552.81	89.91	36.89
P/B(倍)	1.75	2.41	2.40	2.35

数据来源：民族证券

## 合众思壮 (002383.SZ)

分析师：王晓艳

执业证书编号：S0050510120012

Tel：010-59355907

Email：wangxiaoy@chinans.com.cn

联系人：樊鹏

Tel：010-59355609

Email：fanp@chinans.com.cn

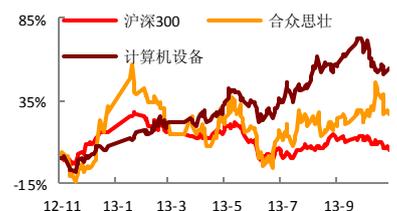
## 投资评级

调研日期：2013年11月07日  
 本次评级：买入  
 跟踪评级：首次  
 目标价格：

## 市场数据

市价(元) 19.14  
 上市的流通 A 股(亿股) 0.87  
 总股本(亿股) 1.87  
 52 周股价最高最低(元) 23.24-11.91  
 上证指数/深证成指 2100.51/  
 8156.54  
 2012 年股息率 0.88%

## 52 周相对市场改变



## 相关研究

## 正文目录

一、北斗民用市场启动，完成业务布局 .....	3
1、民用市场成为北斗产业化推进的关键，高精度需求是北斗行业应用拓展的切入点 .....	3
2、借势北斗，121 战略布局成形 .....	4
二、受 GPS 市场竞争与费用影响，业绩持续下滑。 .....	5
1、受 GPS 市场激烈影响,业绩持续下滑 .....	5
2、为北斗应用准备，费用上升较快 .....	6
三、北斗行业应用发力，业绩拐点向上。 .....	8
1、公安“位置云”落地新疆警务，示范效果明显 .....	8
2、挖掘精细农业需求，实现增量市场拓展 .....	8
3、北斗应用推广，政府补助力度加大 .....	9
四、收购 Hemisphere 布局高精度芯片，成就核心竞争力 .....	10
1、北斗模块与 GPS 价格差距正在缩小 .....	10
2、依托 Hemisphere 高精度积累，形成核心竞争力 .....	10
五、布局北斗运营，云+端竞争力初现 .....	11
六、投资评价和建议 .....	12
1、北斗行业应用加速，公司业绩有望反转 .....	12
2、盈利预测 .....	12
七、风险分析 .....	12
财务预测 .....	13

## 图表目录

图 1：2004-2010 年中国卫星导航应用市场现状 .....	3
图 2：民用市场领域应用对于定位精度的需求 .....	3
图 3：公司现有产品架构 .....	4
图 4：2006-2013Q3 公司业绩 .....	5
图 5：2007-2013Q2 分产品收入情况 .....	5
图 6：产品毛利率情况 .....	6
图 7：费用情况 .....	6
图 8：北斗“警务通”终端 .....	8
图 9：公安“位置云” .....	8
图 10：Hemisphere 壁虎 eDriveX 自动驾驶系统 .....	8
图 11：收到政府补助情况 .....	9
图 12：Hemisphere 营业收入及高精度产品收入情况 .....	10
图 13：“中国位置”平台架构 .....	11
表 1：公司现有产品描述 .....	4
表 2：募投项目情况（截止 2013 年 6 月 30 日） .....	7

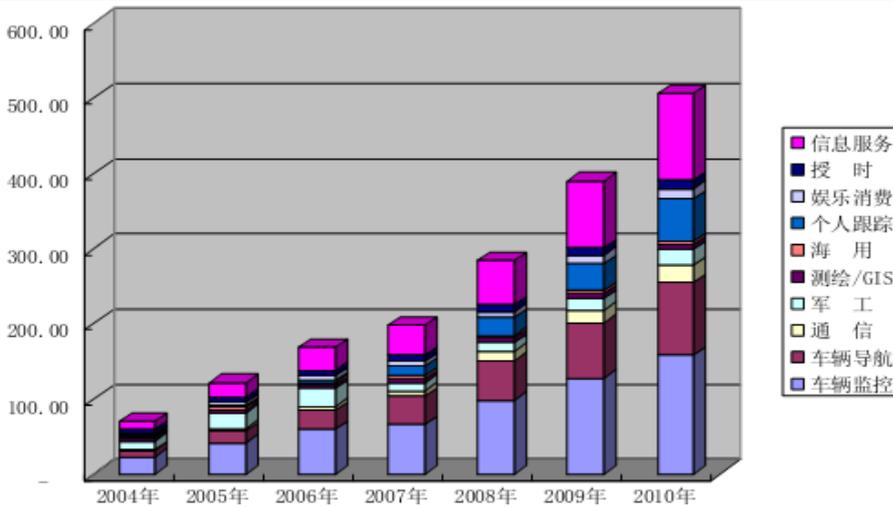
## 一、北斗民用市场启动，完成业务布局

### 1、民用市场成为北斗产业化推进的关键，高精度需求是北斗行业应用拓展的切入点

国务院下发《国家卫星导航产业中长期发展规划》，提出到 2020 年，我国卫星导航产业规模要超过 4000 亿元的目标，其中北斗卫星导航系统及其兼容产品在国民经济重要行业和关键领域得到广泛应用，在大众消费市场逐步推广普及，对国内卫星导航应用市场的贡献率达到 60%，重要应用领域达到 80% 以上，在全球市场具有较强的国际竞争力。

北斗应用将沿着军工、行业及大众市场的路径逐渐推进，根据中国全球定位系统技术应用协会的数据，2010 年军工在卫星导航市场占有率仅为 5% 左右，北斗产业化的关键还是要通过民用市场来完成，由于大众消费市场 GPS 近 95% 的占有率，目前民用市场的推广还主要是通过行业应用先行，推广形式主要还是通过政府补贴，向提供行业应用的生产及使用企业，提供相应的支持，逐步培育用户和培养市场，行业应用是北斗未来产业化的关键步骤。

图 1：2004-2010 年中国卫星导航应用市场现状



数据来源：中国全球定位系统技术应用协会，民族证券

相比较 GPS，北斗的星座设计在中国区域利用率较高，在城市遮挡环境中，北斗卫星更加容易捕获，捕获的时间更短，利用率更高，而支持 GPS、北斗多系统的终端又将提高定位的精度，政府部门精细化管理的需求，对于数据管理提出了实时、高精度的要求，带动了北斗在行业应用中的拓展。

图 2：民用市场领域应用对于定位精度的需求



数据来源：3S 新闻周刊，民族证券

## 2、借势北斗，121 战略布局成形

公司本着“巩固专业市场、发展大众市场、引领位置服务市场”发展思路，在面向三大客户群、五类产品线的基础上，抓住北斗民用市场启动契机，完成了“121”战略布局，即以 Hemisphere 北斗高精度产品为竞争力，深耕公共安全与精准农业两个行业市场，通过“北斗导航位置服务平台”运营提供服务。

图 3：公司现有产品架构



数据来源：公司公告，民族证券

表 1：公司现有产品描述

市场	产品种类	品牌	产品说明
专业市场	系统产品 (北斗导航与电子工程)	UniStrong	北斗卫星导航应用的 OEM 板卡、接收机及系统工程解决方案； 主要面向政府/集团客户；提供定制化产品和集成系统服务；
	GIS 数据采集与高精度测试产品线	集思宝	面向测绘与地理住处行业，提供地理信息数据采集终端、高精度测量终端及行业卫星导航应用；市场占有率第一；
	空间数据应用产品线		提供遥感数据接收与处理，航空摄影测量，海量空间数据库管理产品与服务；
大众市场	便携导航产品	任我游	便携导航、车载监控产品、户外导航，PND、电子狗等产品，市场知名度前三。
位置服务	位置服务平台	“中国位置”	2010 年提出位置云的技术架构，在 2012 年完成了以“中国位置”为系统平台，卫星导航信号增强、空间分析功能、空间数据库建设等研发工作，确立了以“产品+服务”为业务模式的北斗导航与位置服务经营模式。面向专业与大众市场提供位置服务，目前通过“北斗导航位置服务平台”落地。

资料来源：公司公告，民族证券

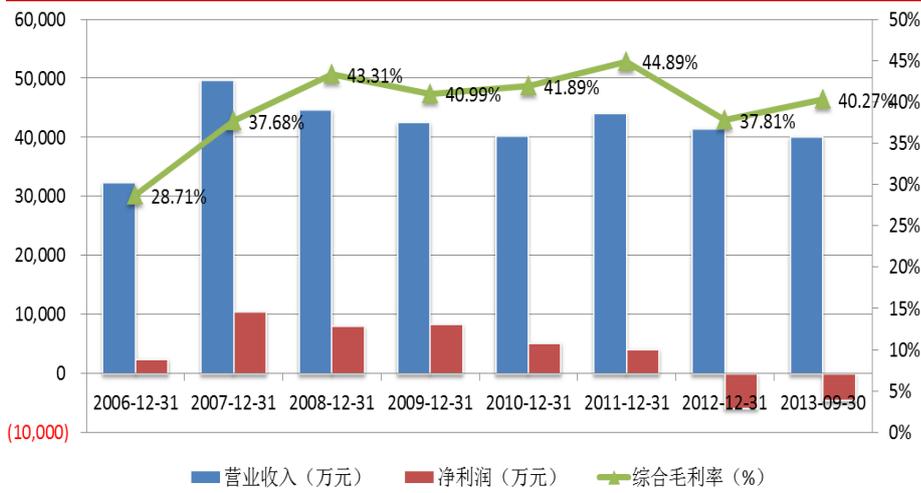
公司顺应北斗应用推广的大趋势，针对北斗产业链积极进行了布局，2013 年 1 月份投资 2000 万美元收购加拿大上市公司 Hemisphere GPS 公司的高精度产品部门，增强了高精度定位导航芯片的研发及生产能力，同时也为“北斗”卫星信号的 GNSS 高精度定位技术的融入提供了极大支持，在公共安全与精准农业行业领域推出了相应产品，并有项目落地。7 月份，以北京政府主导、产业链多家企业共同参与的、基于北斗卫星导航技术的“北斗导航与位置服务产业公共平台”已正式进入运营阶段，合众思壮作为主要参投公司，组织并运作与北斗卫星导航信息相关的政企及大众服务，实现了“中国位置”平台的落地，121 战略布局已初成形。

## 二、受 GPS 市场竞争与费用影响，业绩持续下滑

### 1、受 GPS 市场激烈影响,业绩持续下滑

自 2010 年公司上市以来，受 GPS 专业及大众市场激烈竞争影响，收入增长放缓，利润下滑明显，综合毛利率由 2011 年的最高 44.89% 下降至 40.27%，2012 首次出现亏损，2013 年前三季度营业收入同比增长 44.94%，但受海外运营、研发费用高起影响，亏损持续放大，公司预计全年可实现扭亏，扭亏的主要原因是行业应用订单收入的逐渐确认。

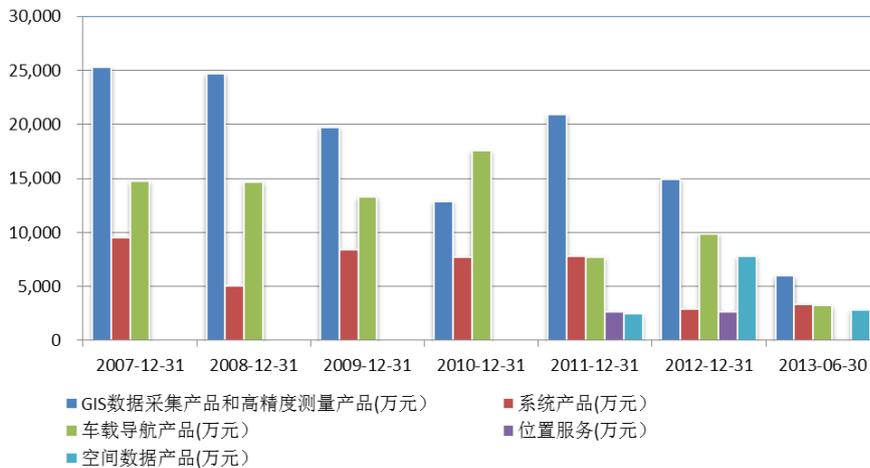
图 4：2006-2013Q3 公司业绩



数据来源：公司公告，民族证券

2011 年公司在原有 GIS 数据采集和高精度测量、系统产品、便携导航产品三个产品线的基础上，投资建设了空间数据、位置服务两个产品，根据 2013 年中报数据，公司产品收入中，GIS 数据采集及高精度占到了 33.44%，是公司重要的收入来源，但在 2012、2013 年随着行业应用市场采购项目减少及行业采购项目周期较长，GIS 数据采集产品业务收入下降较明显，毛利率也由 2010 年的 49% 下滑至 36%。公司空间数据产品增长较快，遥感仍然在盈利，其中航空摄影市场占有排名第一，但是受细分市场限制，未来增长放缓是大概率事件。

图 5：2007-2013Q2 分产品收入情况

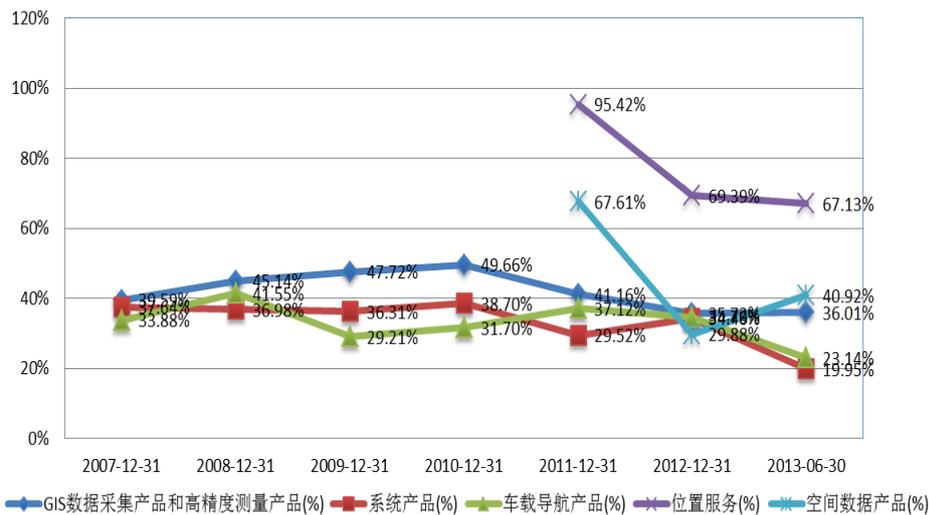


数据来源：公司公告，民族证券

在大众市场方面，移动互联网的快速发展致使传统的便携导航产品受到较大冲击，2011年，便携导航产品收入下滑56%，2012年收入增长27.80%，但主要来源于是车载监控产品，2013年公司根据市场形势增加了新的产品种类，使大众导航市场业务较同期增长10.76%，但产品的毛利率也从2010年的37.12%下降为2013年中的23.14%。我们认为在手机导航软件免费的趋势下，大众导航产品仍然面临逐渐被替代的风险。公司在PND市场，主要靠“电子狗”产品在维持，目前车辆监控市场竞争较为激烈，利润空间很小，基本是维持状态,后期不再进行新增投入。

位置服务产品2013年中报同比下降84.62%，毛利率也由95.42%下滑到67.13%，7月份与北京政府合资成立北斗导航位置服务（北京）有限公司，通过“北斗导航与位置服务产业公共平台”推广位置服务产品，目前公司还处于启动期，短期内较难贡献业绩。

图 6：产品毛利率情况



数据来源：公司公告，民族证券

## 2、为北斗应用准备，费用上升较快

研发费用占收入比例由2010年的5.8%上升为2012年的12.3%，加上海外机构运营影响，2013年Q3管理费用同比增长了37.14%，销售费用同比增长了32.47%，虽然Q3收入同比增长44.94%，但费用的过快上涨，致使净亏损不断扩大。其中研发费用的增长主要来自于Hemisphere与位置服务研发投入，而Hemisphere在完成新

图 7：费用情况



数据来源：公司公告，民族证券

增研发任务的同时，还要将收购费用要分五年进行摊销，每年约在 2000 万左右。公司募投项目已 2 个结项，年底前将全部结项，目前在专业市场产品已经基本全部北斗化，受市场环境影响，大众市场北斗产品化北斗还没有起步。

**表 2：募投项目情况（截止 2013 年 6 月 30 日）**

募投项目	投入	项目目标及进展
卫星导航数据采集产品研发生产基地项目	14338 万	项目达产后，将形成年产手持型卫星导航数据采集器 90,000 台、高精度测量产品 5,000 台(套)的生产能力，实现年销售收入 52,560 万元，税后净利润 10,110 万元；2013 年 3 月 31 日完成项目建设、结项，项目尚未达产；
卫星导航兼容系统应急装备与减灾应用服务平台项目	9621 万	本项目达产后，将形成年产卫星导航兼容系统应急装备终端 2.5 万台、减灾应用服务平台软件 1,250 套的生产能力。达产后，年销售收入 17,095 万元；2012 年 9 月 30 日完成项目建设、结项，项目尚未达产；
汽车卫星导航智能信息系统项目	6131 万	项目达产后，现有的 SMT 外协加工将改为公司自建 SMT 生产线。项目达产后，可实现年产 8 万台汽车前装导航产品和 4 万台车辆监控调度产品的生产能力，为汽车制造厂商和汽车监控行业提供高性能导航产品，并为汽车使用者提供全面导航和车辆在线安全诊断等信息服务奠定基础。年销售收入 41,028 万元，税后净利润 5,631 万元；预计 2013 年 12 月 31 日完成

资料来源：公司公告,民族证券

### 三、北斗行业应用发力，业绩拐点向上。

公司在原有 GPS 领域行业应用优势明显，集思宝 MG7 系列是国内销量最大、应用行业最广的移动 GIS 平台产品之一，已经被作为移动 GIS 标杆式产品，自 2010 年推出以来，在电力、电信、石油等国民经济 20 多个行业已成为主流采购设备，公司渠道优势将在北斗应用的推广中发挥重要作用。在北斗应用方面，公司已将在公安、精细农业作为突出核心业务方向，并将通过“云+端”形式逐渐拓展到国土资源、环保监察、卫生监督、市政巡检、工商执法、税务执法等多项行业中去。

#### 1、公安“位置云”落地新疆警务，示范效果明显

公司向新疆维吾尔自治区提供了 2 万台北斗移动警务手持终端，用于全疆全警种的公安移动执法工作，这是我国北斗移动执法产品首次在公安领域开展规模化应用，示范效用明显，该订单产品目前已全部交付完成，新疆全警各需求共在 6.5 万人，根据有关数据，根据有关数据，全国有约近 200 万执法民警，行业拓展空间较大，公司目前正在与广西公安接洽中，有望拓展至新的省份。公司未公布终端供货价格，从官网商城信息来看，警务通两款终端分别为 UG903(7 寸平板)、UG801(手机)，显示价格分别为 9999 元、5980 元，均为工业级定制终端，通过与中国联通合作进行产品推广。

图 8：北斗“警务通”终端



UG903

UG801

资料来源：公司公开信息,民族证券

图 9：公安“位置云”



资料来源：公司公开信息,民族证券

#### 2、挖掘精细农业需求，实现增量市场拓展

公司依托 Hemisphere 精细农业的产品积累，通过北斗产品的推出，满足精准农业需求，目前主要在黑龙江面向北大荒集团，进行自动驾驶系统高端产品的推广，其中农业部的终端招标指导价格是 11.7/万台，主要是面向高端客户，针对 80-180 马力拖拉机市场产品正在研发，预计可以做到 6 万/台的价格，计划 2015 年前实现 5000 台销售，主要的方式是与拖拉机厂商合作，先行进行产品适配，后由农户单独购买，通过农机补贴与北斗双补贴的形式进行补助。公司产品推广目前主要在黑龙江，未来将逐渐拓展至新疆和内蒙。

图 10：Hemisphere 壁虎 eDriveX 自动驾驶系统

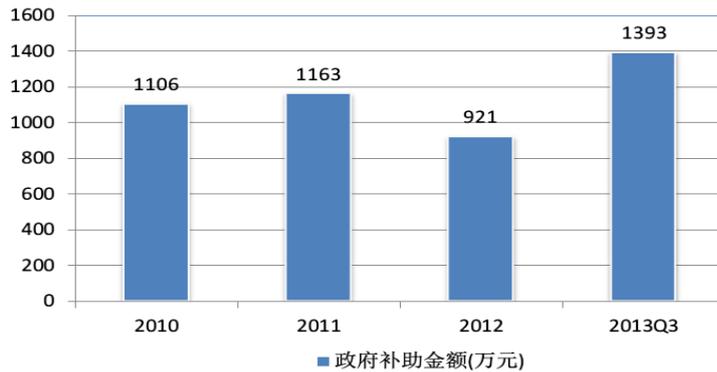


数据来源：公司公开信息，民族证券

### 3、北斗应用推广，政府补助力度加大

北斗在行业应用的推广，需要在国家的强力推行下，并辅以相应的补贴，以应用规模最大的交通行业为例，2013 年年 1 月 14 日，交通运输部要求 9 个示范省市的大客车、旅游包车和危险品运输车辆安装上北斗车载终端。凡未按规定安装北斗导航的车辆，不予核发 或审验道路运输证。这是北斗卫星导航系统专项启动的第一个北斗系统民用示范工程,要强制执行，其中终端对比 GPS 进行了差价补贴。公司在行业应用规模化推广,有望收到政府较多的补助。目前公司有 2 个项目已入选财政部支持项目，将会通过北斗终端补贴的方式陆续到位。

图 11：收到政府补助情况



数据来源：公司公告，民族证券

## 四、收购 Hemisphere 布局高精度芯片，成就核心竞争力

### 1、北斗模块与 GPS 价格差距正在缩小

由于 GPS 导航市场每年千万数量级的市场规模，模块成本单价至 3 至 4 美元，目前国内北斗导航产业尚未大批量使用，模块单价高达 200 元左右，受制于产品价格，北斗车载导航产品仅停留在规模较小的试用阶段，但是与 GPS 的价格差距正在缩小，原来的模块要到 1000 多元，公司表示北斗模块今年可以做到 120 元，GPS 普通芯片含税是价格 50-60 元，警务通模块里可以做到 150-160 元，北斗模块与 GPS 价格差距正在缩小，在专业市场正在被用户所接受。

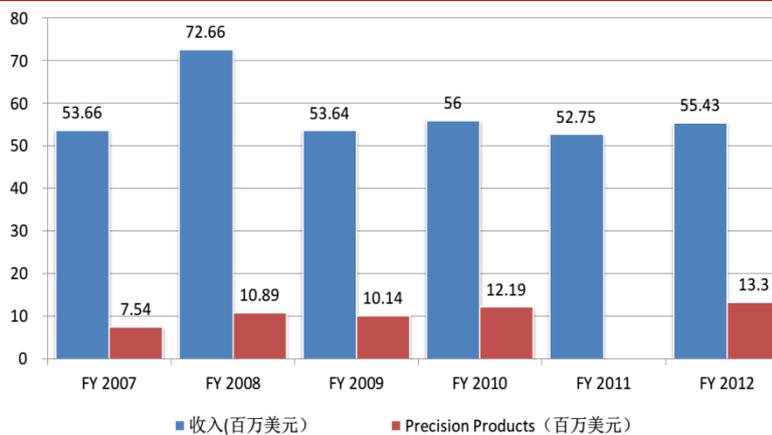
### 2、依托 Hemisphere 高精度积累，形成核心竞争力

今年 2 月，公司投资 2000 万美元收购加拿大上市公司 Hemisphere GPS 公司的高精度产品部门，实现了北斗行业首次跨国并购，通过与全球第三大高精度卫星导航定位芯片与 OEM 板卡企业（前两名是 Trimble(天宝)、Novatel Inc）的 Hemisphere GPS 公司形成战略联盟，强化了合众思壮在北斗导航与位置服务相关产业链中的领先地位。收购的资产中包括 Hemisphere 公司 40 项高精度产品专利，30 项精准农业专利许可，遍布全球 50 多个国家和地区的销售渠道，以及国际知名品牌“Hemisphere GPS”，前 Novatel 的高管加盟公司。

公司原来是通过购买国外的和高精度模块，不能深度进行定制开发，完成收购后，将对于高精度芯片底层有了把控，通过对底层系统开发，可以更好地支持北斗高精度应用。目前北斗的高精度模块正在研发，预计今年年底会出样板。Hemisphere 子公司预计今年会有一定亏损，主要是由于收购费用摊销及研发费用的增加，其中收购费用摊销每年约在 2000 万左右，由 Hemisphere 5 年摊完，是造成亏损的主要原因，在研发投入方面，公司将机械控制方面的研发交给 Hemisphere。公司目前北斗模块的采购主要来自于自己生产，高精度方面的模块全部使用 Hemisphere 模块。

看好公司在高精度领域的布局，在北斗民用化的推广过程中，将依托 Hemisphere 在技术优势，形成北斗板卡的核心竞争力，通过与 Hemisphere 战略合作，有助于公司在国际市场的拓展，提升公司产品影响力，实现国际化战略。

图 12: Hemisphere 营业收入及高精度产品收入情况



数据来源：彭博，民族证券

## 五、布局北斗运营，云+端竞争力初现

“中国位置”是国家 863 项目导航与位置服务系统关键技术及应用示范（一期）成果，公司在 2013 年 7 月 15 日，通过与北京市政府进行“北斗导航与位置服务产业公共平台项目”签约仪式，该项目以合资公司形式投资建设，公司名为“北斗导航位置服务(北京)有限公司”，注册资本总额 3 亿元，北京市财政与合众思壮分别出资 1.43 亿元，各占合资公司资本总额的 47.67%，通过“北斗导航位置服务平台”实现了“中国位置”平台落地。

图 13：“中国位置”平台架构



数据来源：公司公开信息，民族证券

“中国位置服务平台”面向行业、大众提供位置相关的服务，公司提供的是技术研发与运营支撑；在商务模式方面，针对行业客户的个性需求，可定制收费，为客户单独部署系统（如公安）；针对大众客户，主要是通过销售终端方式进行前向收费，终端含服务费，平台免费使用，以后会有提供数据的增值服务。公司 9 月份公司正式开展工作以来，已经有相应的收入，未来公司收益不进行合并报表，列投资收益。

品牌方面，以“凯步关爱”作为中国位置平台技术体系开发的代表性产品，在行业客户拓展方面，首先是从北京出租车切入，北京市已有 2000 多辆出租车更换安装了北斗终端，随着出租车的更新逐渐更换，到 2015 年，在出租车领域北斗的应用规模将达到近 4 万台套；下一步在政府精细管理方面会有需求，如公交系统补贴的测算依据方面。在大众产品方面，设计了“凯步关爱”三类产品，服务于车、老人、宠物，通过网络销售，目前通过网络渠道进行销售。平台预计至 2014 年 9 月份可为北京 10 万北斗用户提供示范性服务；到 2015 年，为不少于 50 万北斗用户提供服务。

公司与北京市政府合作进行北斗位置服务提供具有较强的参考意义，在向行业应用拓展的同时，大众产品也在推进，未来可依托政府数据资源，提供更好的增值服务，目前公司已经与国内互联网厂商就数据运营展开合作，务大众市场蕴含的商机，公司表示目前正在与上海、云南政府相关部门就北斗位置服务合作事宜进行接洽，未来位置服务将成为“智慧城市”的应用基础，实现业绩提升，看好公司就北斗应用推广与政府合作的模式及未来位置服务蕴含的巨大市场空间。

## 六、投资评价和建议

### 1、北斗行业应用加速，公司业绩有望反转

2013 年公司借北斗行业应用拓展，全年业绩有望实现扭亏，随着公司在公安与农业市场的逐渐拓展，通过地方政府合作推动北斗位置服务的落地，提高具有竞争力的高精度产品，我们认为公司将逐渐走出业绩下滑的阴影，实现业绩反转。

### 2、盈利预测

考虑在公安、农业市场的拓展计划，“中国位置”平台用户按计划完成，预计 2013 年至 2015 年实现收入 7.5 亿、10 亿、15 亿，净利润为 0.05 亿、0.37 亿、0.91 亿，对应 EPS 为 0.03 元、0.20 元与 0.49 元，2014-2015 年对应市盈率为 90 倍和 37 倍，2013 年北斗在行业内的应用刚启动，未来行业应用将是北斗产业化的重要方向，公司提前布局，有望迎来业务的高成长性，首次给予“买入”评级。

## 七、风险分析

行业应用推广主要项目制方式，决策及收入确认周期较长；“中国位置平台”用户发展不达预期。北斗高精度产品板卡研发结果不达预期。

## 财务预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E	单位: 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E
<b>流动资产</b>	961	1004	995	1052	<b>营业收入</b>	415	755	1012	1512
现金	599	430	273	76	营业成本	258	412	516	726
应收账款	172	264	354	529	营业税金及附加	7	13	18	26
其他应收款	18	33	47	67	销售费用	48	91	121	181
预付账款	28	51	64	89	管理费用	170	220	293	439
存货	143	226	258	290	财务费用	(14)	(5)	(4)	0
其他	0	0	0	0	资产减值损失	23	0	0	0
<b>非流动资产</b>	604	598	668	802	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	84	65	75	75	投资净收益	(0)	0	0	0
固定及无形资产	277	345	438	585	<b>营业利润</b>	(37)	35	78	154
其他	242	188	154	142	<b>利润总额</b>	(64)	7	43	106
<b>资产总计</b>	1565	1602	1663	1854	所得税	(6)	1	4	10
<b>流动负债</b>	101	149	181	300	<b>净利润</b>	(58)	6	39	96
短期借款	12	0	0	0	少数股东损益	(3)	0	2	5
应付账款	52	92	115	162	<b>归属母公司净利润</b>	(55)	6	37	91
其他	37	57	66	138	EBITDA	(42)	20	63	140
<b>非流动负债</b>	19	3	3	3	EPS (元)	(0.29)	0.03	0.20	0.49
长期借款	0	0	0	0					
其他	19	3	3	3	<b>主要财务比率</b>	<b>2012A</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
<b>负债合计</b>	120	152	184	303	<b>成长能力</b>				
少数股东权益	49	49	51	54	营业收入	-6%	82%	34%	49%
归属母公司股东权益	1396	1401	1429	1497	营业利润	-153%	-194%	122%	99%
<b>负债和股东权益</b>	1565	1602	1663	1854	归属母公司净利润	-224%	-111%	515%	144%
					<b>获利能力</b>				
<b>现金流量表</b>					毛利率	38%	45%	49%	52%
单位: 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E	净利率	-14%	1%	4%	6%
<b>经营活动现金流</b>	(4)	(141)	(59)	(50)	ROE	-4%	0%	3%	6%
净利润	(58)	6	39	96	ROIC	-4%	-1%	2%	5%
资产减值损失	23	0	0	0	<b>偿债能力</b>				
折旧摊销	27	33	38	48	资产负债率	8%	9%	11%	16%
公允价值变动收益	0	0	0	0	净负债比率	-41%	-30%	-18%	-5%
财务费用	(14)	(5)	(4)	0	流动比率	9.50	6.72	5.50	3.50
投资损失	0	0	0	0	速动比率	8.08	5.21	4.07	2.54
营运资本变化	(3)	32	(117)	(179)	<b>营运能力</b>				
递延税款变化	(10)	7	(1)	(1)	总资产周转率	0.26	0.48	0.62	0.86
<b>投资活动现金流</b>	(144)	(19)	(92)	(167)	应收帐款周转率	2.33	3.46	3.27	3.42
资本支出	(55)	(53)	(96)	(182)	应付帐款周转率	4.27	5.72	4.97	5.22
其他投资	(16)	34	4	15	<b>每股指标(元)</b>				
<b>筹资活动现金流</b>	(90)	(9)	(6)	(25)	每股收益	(0.29)	0.03	0.20	0.49
短期借款	12	0	0	0	每股经营现金	(0.02)	(0.76)	(0.31)	(0.26)
新发股份	0	0	0	0	每股净资产	10.26	7.46	7.48	7.63
分红	0	14	(2)	(9)	<b>估值比率</b>				
少数股东融资	0	0	0	0	P/E	(60.95)	552.81	89.91	36.89
财务费用	14	5	4	(0)	P/B	1.75	2.41	2.40	2.35
<b>现金净增加额</b>	(238)	(169)	(157)	(241)	EV/EBITDA	(68.97)	145.84	45.43	20.56

数据来源: 贝格数据, 民族证券

## 分析师简介

王晓艳，管理学硕士，管理科学与工程专业，物流研究方向。具有证券行业投资咨询业务执业资格，五年证券行业从业经历，对交通运输行业具有全面、系统的理解和独到的见解，注重从本质分析和挖掘行业的投资机会。

樊鹏，北京邮电大学通信工程学士、软件工程硕士，北京大学金融学硕士，具有多年 IT 行业工作经验，曾在中国联通、BEA 公司、中国电信从事网络维护、产品研发等工作。

## 分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点；本人不曾因、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受任何形式的报酬。

## 投资评级说明

类别	级别	
行业投资评级	看好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

## 免责声明

中国民族证券有限责任公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格（业务许可证编号：Z10011000）。

本报告仅供中国民族证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的客户。若本报告的接收人非本公司客户或为本公司普通个人投资者，应在基于本报告作出任何投资决定前请求注册证券投资顾问对报告内容进行充分解读，并提供相关投资建议服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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或征价。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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。

本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

## 特别说明

本公司在知晓范围内履行披露义务，客户可登录本公司网站 [www.e5618.com](http://www.e5618.com) 信息披露栏查询公司静默期安排。

地址：北京市朝阳区北四环中路 27 号盘古大观 A 座 40 层(100101)