证券研究报告—动态报告

信息技术

通信

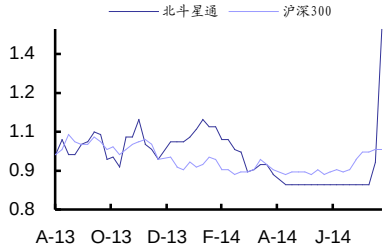
北斗星通(002151)

推荐

合理估值: 元 昨收盘: 41.97 元 （维持评级）

2014年08月26日

一年该股与沪深300走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	235/135
总市值/流通(百万元)	9,847/5,676
上证综指/深圳成指	2,229/7,935
12个月最高/最低(元)	44.90/24.25

相关研究报告:
《北斗星通-002151-事件快评：收购产业双雄，北斗平台公司渐显》 ——2014-08-15

证券分析师：程成
电话：0755-22940300
E-MAIL: chengcheng@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980513040001
证券分析师：李亚军
电话：0755-22940077
E-MAIL: liyaj@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980514080002

财报点评

营收增长健康，期待技术转市场

- **公司 2014 年上半年实现营业收入 3.57 亿元，比上年同期增长 15.19%，归属于上市公司股东的净利润为-852.87 万元，比上年同期减少 596.36%；每股收益为-0.04 元，比上年同期减少 300%；经营活动现金流净额为-2991.54 万元，比上年同期增长 73.54%。**

- **扣非后净利润下滑不明显，公司研发投入加大**

公司上半年净利润减少主要是因为三个原因：1、非经常性损益收益减少（投资收益减少 664 万）2、研发投入加大（研发投入增加 590 万）3、业务拓展相关管理费用上升（扣除无形资产摊销及研发投入后仍增长 22.4%，主要是人力成本的上升）。

但是，公司研发投入与营收增长呈正相关关系：公司上半年北斗芯片及模块实现销售收入 4,981.00 万元，同比增长 170.72%；汽车电子业务本期销售收入 14,956.61 万元，同比增长 39.85%。2012-2013 年，北斗产业迅速成长，作为行业内的领先企业，加大研发投入，是为了获取更多的市场份额及推动行业的发展。

- **营收增长健康：现金流向好，毛利率稳定**

公司上半年经营现金流净额增长 73.54%，应收账款回款率加快，1 年以下营收账款占总额比例为 87.9%，代表营业收入的增长越来越健康。另外，公司高精度行业、海洋渔业及汽车电子行业毛利率并没有随营收增大而大幅降低，进一步表明公司营收健康增长。

- **看好公司内生+外延扩张，维持“推荐评级”**

公司月中发布公告宣布收购天线双雄，表明公司长期深入北斗产业链的决心。

我们预计公司 2014-2016 年营业收入分别为 10.63/14.63/20.17 亿元，净利润分别为 5100/6600/8400 万元，对应 EPS 分别为 0.22/0.28/0.36 元。

考虑到公司未来有望成为整个产业的对标及龙头公司，以及可能的再次整合及多方位的北斗平台公司，公司目前整体综合优势凸出，虽然在部分领域应用扩张不畅，但随着产业大背景的成长，详细公司将转化技术优势到市场优势，我们对公司前景积极看好，维持“推荐”评级。

盈利预测和财务指标

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	570	778	1,063	1,463	2,017
(+/-%)	%	%	36.5%	37.6%	37.9%
净利润(百万元)	46	43	51	67	85
(+/-%)	%	-6.4%	19.2%	29.9%	27.0%
摊薄每股收益(元)			0.22	0.28	0.36
EBIT Margin	15.7%	12.2%	3.9%	4.4%	4.3%
净资产收益率(ROE)	6.8%	6.1%	7.1%	8.9%	10.9%
市盈率(PE)	213.5	228.1	113.3	87.2	68.6
EV/EBITDA			77.8	60.1	51.1
市净率(PB)	14.6	13.9	8.0	7.8	7.5

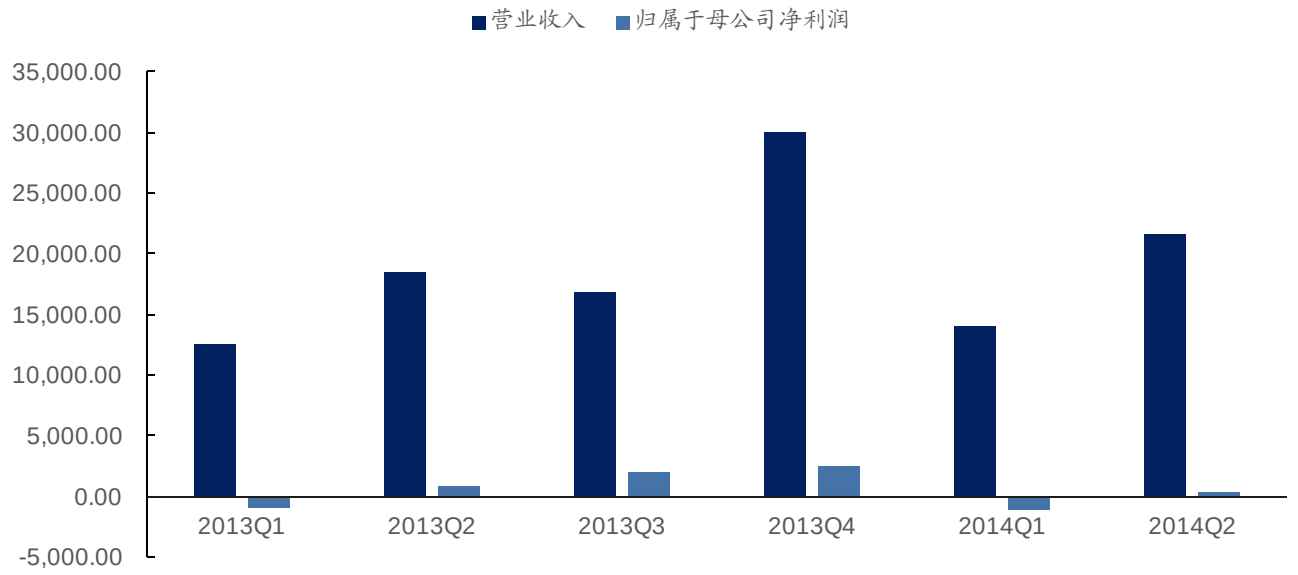
资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测 注：摊薄每股收益按最新总股本计算

独立性声明：
作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

扣非后净利润下滑不明显，公司研发投入加大

公司 2014 年上半年实现营业收入 3.57 亿元，比上年同期增长 15.19%，归属于上市公司股东的净利润为-852.87 万元，比上年同期减少 596.36%；每股收益为-0.04 元，比上年同期减少 300%；经营活动现金流净额为-2991.54 万元，比上年同期增长 73.54%。

图 1：公司 2013Q1-2014Q2 营业收入及净利润情况（万元）



资料来源：公司半年报、国信证券经济研究所整理

公司上半年收入端保持正常增长，成本端增长速度超过收入端。一季度公司亏损 1123 万元，主要原因是人力成本上升、基地建设的摊销；二季度盈利 270 万元，业绩有所回暖。整个上半年净利润同比下降的原因有三点：

1、非经常性损益收益大幅减少。与去年同期比较可以发现，公司上半年**投资收益为 359 万元，去年同期为 1023 万元，降幅为 185%，减少 664 万元，对本期净利润影响较大。（本期与去年同期只相差：本期净利润-去年同期净利润=773 万）**

2、研发费用上升。公司上半年研发投入 2968 万元，比去年同期增长 24.8%，增长额度为 590 万元。**公司研发投入与公司营业收入增长呈相关性：公司上半年北斗芯片及模块实现销售收入 4,981.00 万元，同比增长 170.72%；汽车电子业务本期销售收入 14,956.61 万元，同比增长 39.85%。**2012-2013 年，北斗产业迅速成长，作为行业内的领先企业，加大研发投入，是为了获取更多的市场份额及推动行业的发展。

3、非技术、研发相关管理费用上升（人力成本等因素）。公司为配合政府补贴项目及研发投入，积极引进人才，拓宽销售渠道。公司上半年管理费用同比增长 38.26%，增加 2150 万，我们将增量管理费用拆分专利技术相关和业务扩张相关：

- 技术、研发相关：（1）假设本期研发投入皆为费用性支出，计入管理费用，其余管理费用项仍增加 1560 万元，增幅为 27.78%）。（2）2013 年上半年无形资产摊销额约为（25952-24498=1454 万元），本期无线资产摊销额约为（28777-27017=1760），无形资产摊销增量为 306 万元

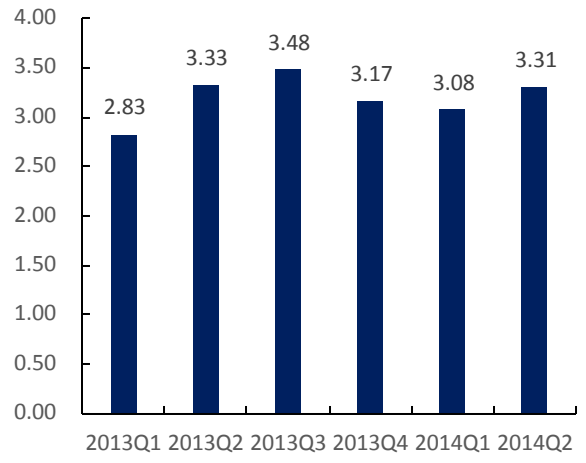
- 业务扩张相关：2150-590-306=1257 万元，为人力成本

扣除专利、研发相关后的管理费用相比去年同期增长 22.4%，高于公司营业收入增长速度 15.19%。

营收增长健康：现金流向好，毛利率稳定

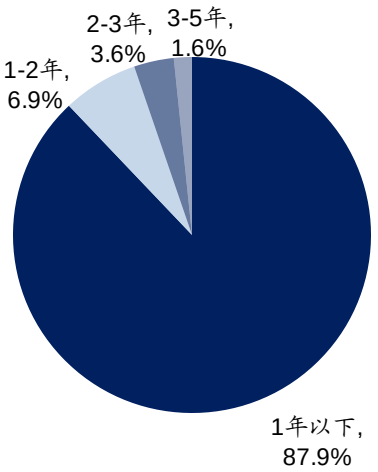
公司上半年经营活动现金流净额为-2991.54 万元，比上年同期增长 73.54%。主要原因是应收账款回款速度加快。同时，公司账龄结构较好，小于 1 年的应收账款占到总额的 87.9%，公司整体营业收入增长质量上升。

图 2：公司应收账款余额（万元）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

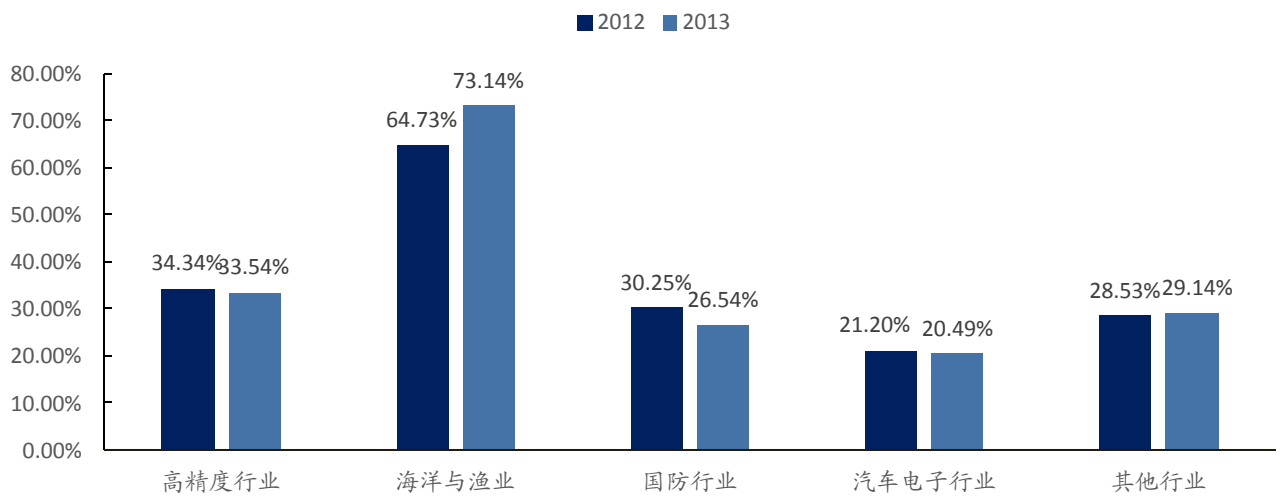
图 3：公司应收账款账龄结构



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

公司高精度行业、海洋渔业及汽车电子行业毛利率并没有随营收增大而大幅降低，进一步表明公司营收增长健康。**我们预计，公司未来产品毛利率不会出现随市场份额的扩大而大幅下降的情况。**

图 4：公司 2013H2-2014H2 各项业务毛利率情况



资料来源：公司半年报、国信证券经济研究所整理

看好公司内生+外延扩张，维持“推荐”投资评级

我们预计公司 2014-2016 年营业收入分别为 10.63/14.63/20.17 亿元，净利润分别为 5100/6600/8400 万元，对应 EPS 分别为 0.22/0.28/0.36 元。

考虑到公司未来有望成为整个产业的对标及龙头公司，以及可能的再次整合及多方位的北斗平台公司，我们对公司前景积极看好，维持“推荐”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	267	262	265	263
应收款项	354	529	697	982
存货净额	194	283	378	536
其他流动资产	86	117	161	223
流动资产合计	**901**	**1191**	**1501**	**2004**
固定资产	400	510	602	685
无形资产及其他	288	281	275	269
投资性房地产	87	87	87	87
长期股权投资	16	16	17	17
资产总计	**1691**	**2085**	**2481**	**3061**
短期借款及交易性金融负债	260	434	546	762
应付款项	246	318	452	621
其他流动负债	151	250	345	479
流动负债合计	**657**	**1001**	**1342**	**1862**
长期借款及应付债券	59	59	59	59
其他长期负债	125	157	189	221
长期负债合计	**184**	**216**	**248**	**280**
负债合计	**841**	**1218**	**1590**	**2142**
少数股东权益	141	141	140	139
股东权益	708	726	750	780
负债和股东权益总计	**1691**	**2085**	**2481**	**3061**

关键财务与估值指标	2013	2014E	2015E	2016E
每股收益	0.24	0.22	0.28	0.36
每股红利	0.15	0.14	0.18	0.23
每股净资产	3.90	3.09	3.19	3.32
ROIC	6%	3%	4%	5%
ROE	6%	7%	9%	11%
毛利率	32%	32%	32%	31%
EBIT Margin	7%	4%	4%	4%
EBITDA Margin	13%	9%	8%	8%
收入增长	37%	37%	38%	38%
净利润增长率	-6%	19%	30%	27%
资产负债率	58%	65%	70%	75%
息率	1%	1%	1%	1%
P/E	104.3	113.3	87.2	68.6
P/B	6.4	8.0	7.8	7.5
EV/EBITDA	50.9	77.8	60.1	51.1

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表（百万元）	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	**778**	**1063**	**1463**	**2017**
营业成本	531	726	1001	1383
营业税金及附加	5	9	11	16
销售费用	71	125	166	231
管理费用	118	161	220	301
财务费用	16	22	29	38
投资收益	11	11	11	20
资产减值及公允价值变动	(5)	(3)	(2)	(2)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	42	28	44	67
营业外净收支	37	37	37	37
利润总额	**79**	**65**	**81**	**104**
所得税费用	14	14	16	22
少数股东损益	21	(1)	(2)	(3)
归属于母公司净利润	**43**	**51**	**67**	**85**

现金流量表（百万元）	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	**43**	**51**	**67**	**85**
资产减值准备	5	(5)	0	0
折旧摊销	52	49	59	69
公允价值变动损失	5	3	2	2
财务费用	16	22	29	38
营运资本变动	31	(98)	(47)	(169)
其它	3	5	(1)	(1)
经营活动现金流	**140**	**5**	**81**	**(14)**
资本开支	(142)	(151)	(146)	(148)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	**(145)**	**(151)**	**(147)**	**(149)**
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	(4)	0	0	0
支付股利、利息	(28)	(33)	(43)	(55)
其它融资现金流	79	173	112	216
融资活动现金流	**16**	**140**	**69**	**161**
现金净变动	**11**	**(5)**	**3**	**(1)**
货币资金的期初余额	257	267	262	265
货币资金的期末余额	267	262	265	263
企业自由现金流	(6)	(167)	(82)	(180)
权益自由现金流	69	(10)	6	7

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观
董德志 021-60933158
钟正生 010-88005308
林　虎 010-88005302

固定收益
董德志 021-60933158
赵　婧 021-60875174
刘鹏 09587 021-60875161
魏玉敏 021-60933161

医药生物
张其立 0755-82139908
贺平鸽 0755-82133396
林小伟 0755-22940022
邓周宇 0755-82133263
李少思 021-60933152

通信服务
程　成 0755-22940300
李亚军 0755-22940077

军工
朱海涛 0755-22940097

房地产
区瑞明 0755-82130678
朱宏磊 0755-82130513

电力设备
杨敬梅 021-60933160

传媒与文化
陈财茂 010-88005322

农林牧渔
杨天明 021-60875165
赵　钦 021-60933163

银行
李关政 010-88005326

策略
郦　彬 021-6093 3155
马　韬 021-60933157
孔令超 021-60933159

大宗商品研究
马　韬 021-60933157
郦　彬 021-6093 3155
郑　东 010-66025270

社会服务(酒店、餐饮和休闲)
曾　光 0755-82150809
钟　潇 0755-82132098

电子
刘　翔 021-60875160
卢文汉 021-60933164

机械
朱海涛 0755-22940097
陈　玲 021-60875162
成尚汶 010-88005315

食品饮料
刘鹏 09660 021-60933167
龙　飞 0755-82133920

零售、纺织服装及快销品
朱　元 021-60933162
郭陈杰 021-60875168

轻工造纸
邵　达 0755-82130706

金融工程
林晓明 021-60875168
吴子昱 0755-22940607
周　琦 0755-82133568
钱　晶 021-60875163
黄志文 0755-82133928

技术分析
闫　莉 010-88005316

互联网
王学恒 010-88005382
郑　剑 010-88005307
李树国 010-88005305

家电
王念春 0755-82130407
曾　婵 0755-82130646

环保与公共事业
陈青青 0755-22940855
徐　强 010-88005329

非金属及建材
黄道立 0755-82130685
刘　宏 0755-22940109

汽车及零配件
丁云波 0755-22940056

建筑工程
邱　波 0755-82133390
刘　萍 0755-22940678

基础化工
李云鑫 021-60933142

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）		华东区（机构销售二部）		华南区（机构销售三部）	
王晓健	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	魏　宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	李　佩	021-60875173 13651693363 lipei@guosen.com.cn	邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	汤静文	021-60875164 13636399097 tangjingwen@guosen.com.cn	段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
原　祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	梁轶聪	021-60873149 18601679992 liangyc@guosen.com.cn	郑　灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn
甄　艺	010-66020272 18611847166	唐泓翼	13818243512	颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
杨　柳	18601241651 yangliu@guosen.com.cn	吴　国	15800476582	赵晓曦	0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
		储贻波	18930809296	刘紫微	13828854899
		倪　婧	18616741177	许樱之	18688989863
				黄明燕	18507558226