证券研究报告—动态报告

信息技术

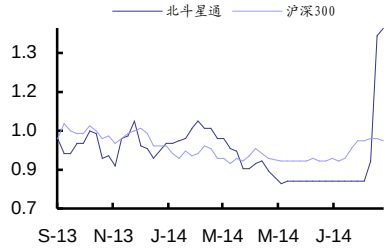
通信

北斗星通（002151） 推荐

调研快评 （维持评级）

2014 年 09 月 02 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）	10,393/5,991
上证综指/深圳成指	2,236/7,941
12 个月最高/最低元）	47.36/24.25

相关研究报告:
《北斗星通-002151-营收增长健康，期待技术转市场》 ——2014-08-26
《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

公司快评

芯片为核心，打造产品多元化

- **我们近期对公司进行了实地调研，具体纪要见附录。**
- **旗下和芯星通芯片技术国内领先，持续研发投入**

和芯星通专业从事高集成度芯片设计和高性能 GNSS 核心算法研发，成功研发了星云 NebulasTM 多系统多频率高性能 SoC 芯片、蜂鸟 HumbirdTM 低功耗 GNSS SoC 芯片，多款导航授时模块以及高精度 OEM 板卡等产品，在国内芯片领域处于领先阵容，截止 2014 年 6 月底，导航芯片累计销售突破百万片，自主北斗芯片及模块业务还开拓了 IP 授权业务模式，拓展了通信领域业务合作机会。并且公司持续加大研发投入，上半年研发投入同比增长 25%，旨在获取更多的市场份额及推动行业的发展。

- **成立北斗股权基金，继续推进产品多元化战略**

公司未来将会形成芯片、天线、应用（车、手机领域）等业务子版块，以芯片业务为核心，积极探索消费类电子、移动互联网、国防军工等领域，汽车电子与导航业务方面，进一步稳固了“前装+后装+出口”的业务格局，为了更好地发展公司卫星导航及其他相关国防业务，公司拟出资 1.18 亿元设立全资子公司，做强做大国防业务板块，并且公司合资成立北斗股权基金，目的在于及时把握我国北斗导航系统“军民融合”的趋势，提前投资导航应用及地理位置信息服务产业链及产业链与互联网融合创新领域。

- **收购华信和佳利，纵向一体化**

公司 8 月收购华信天线和佳利电子，客户资源更丰富，用户重复度高，两家公司给承诺的业绩较高，若均在 2014 年完成股份交割，则二者 2014 年的净利承诺为 8100 万元，而公司去年净利润仅为 4300 万元，带来的利润增厚非常可观。此外，华信天线毛利率非常高，在天线行业排名靠前，对技术的掌握和成本控制优势很明显。佳利做导航天线，此次收购进一步巩固了公司在北斗产业链上游的地位。预计公司营收将保持 30%的增长，为纵向一体化战略实施提供支撑。

- **看好公司内生+外延扩张，维持“推荐评级”**

我们预计公司 2014-2016 年营业收入分别为 10.62/14.62/20 亿元，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平台公司，我们对公司前景积极看好，给予“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
(+/-%)	*17.5%*	*36.7%*	*36.5%*	*37.6%*	*37.9%*
净利润(百万元)	46	43	51	67	85
(+/-%)	*20.8%*	*-6.4%*	*19.2%*	*29.9%*	*27.0%*
摊薄每股收益（元）	0.20	0.18	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）	225.4	240.8	113.3	87.2	68.6
EV/EBITDA	83.6	75.4	77.8	60.1	51.1
市净率（PB）	15.4	14.7	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。

旗下和芯星通芯片技术国内领先，持续研发投入

和芯星通专业从事高集成度芯片设计和高性能 GNSS 核心算法研发，成功研发了星云 NebulasTM 多系统多频率高性能 SoC 芯片、蜂鸟 HumbirdTM 低功耗 GNSS SoC 芯片，多款导航授时模块以及高精度 OEM 板卡等产品，在国内芯片领域处于领先阵容，截止 2014 年 6 月底，导航芯片累计销售突破百万片，自主北斗芯片及模块业务还开拓了 IP 授权业务模式，拓展了通信领域业务合作机会。并且公司持续加大研发投入，上半年研发投入同比增长 25%，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。

图 1: 和芯星通 Nebulas 芯片研发历程

资料来源：北斗星通、国信证券经济研究所整理

成立北斗股权基金，继续推进产品多元化战略

公司未来将会形成芯片、天线、应用（车、手机领域）等业务子版块，以芯片业务为核心，积极探索消费类电子、移动互联网、国防军工等领域，汽车电子与导航业务方面，进一步稳固了“前装+后装+出口”的业务格局，为了更好地发展公司卫星导航及其他相关国防业务，公司拟出资 1.18 亿元设立全资子公司，做强做大国防业务板块，并且公司合资成立北斗股权基金，目的在于及时把握我国北斗导航系统“军民融合”的趋势，提前投资导航应用及地理位置信息服务产业链及产业链与互联网融合创新领域。

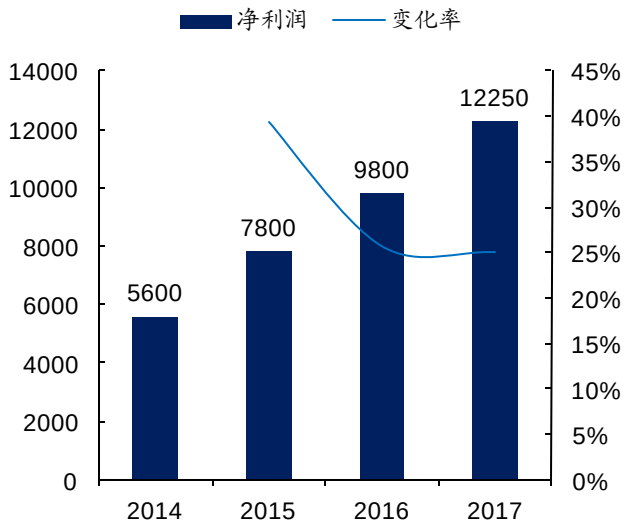
图 2: 公司部分汽车电子产品

资料来源：北斗星通、国信证券经济研究所整理

收购华信和佳利，纵向一体化

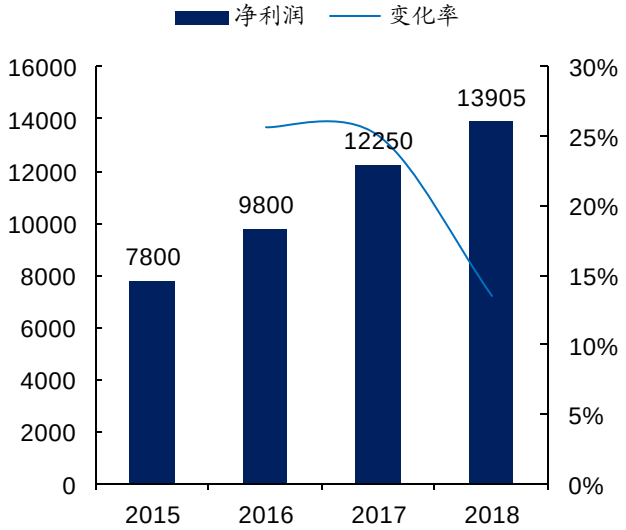
公司 8 月宣布收购华信天线和嘉兴佳利，二者为同导航天线领域的领先企业，前者主要优势在于其高精度天线方面的技术领先，而佳利电子主要优势在于“材料-元器件”方面。本次收购将进一步巩固公司在北斗产业链上游的地位。从溢价方面看，两家公司的收购估值在导航产业中都相对合理，并没有出现高溢价收购的情况。**另外，华信天线被收购后，并没有给公司带来资金压力；而嘉兴佳利相对资金吃紧，预计会使用公司募集资金的 1/3，但公司营收未来将保持 30%以上的复合增速，预计明年并表收入将达到 15-18 亿，足以支撑公司进一步纵向一体化战略的实施。**

图 3: 华信天线若 2014 年完成股份交割时净利润承诺情况



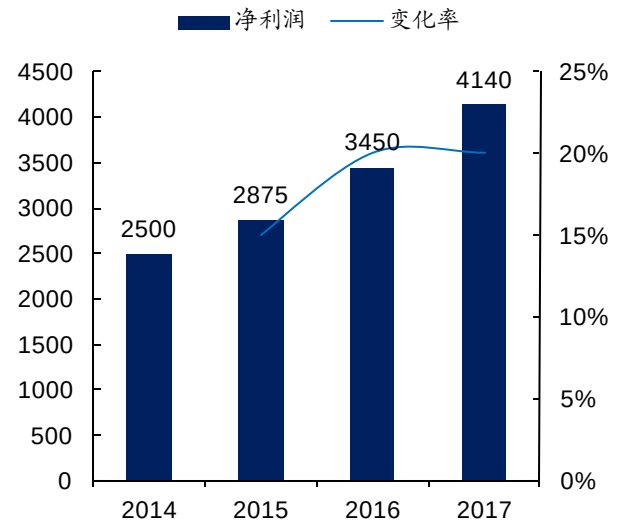
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 4: 华信天线 2015 年若完成股份交割时净利润承诺情况



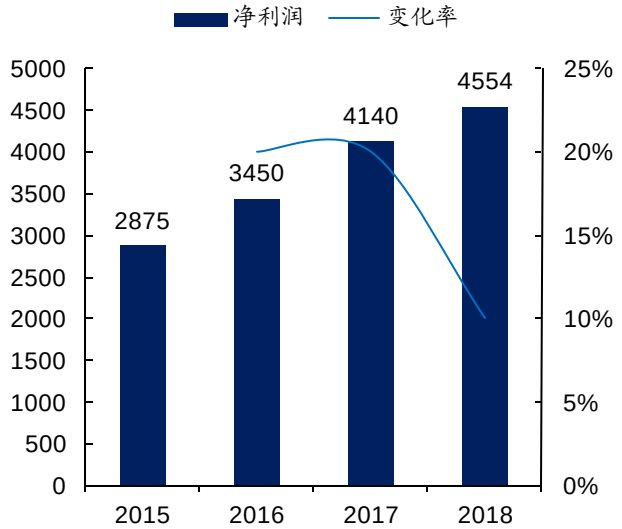
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 5: 佳利电子若 2014 年完成股份交割时净利润承诺情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 6: 佳利电子若 2014 年完成股份交割时净利润承诺情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

看好公司内生+外延扩张，维持公司“推荐”投资评级

我们预计公司 2014-2016 年营业收入分别为 10.62/14.62/20 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平台公司，我们对公司前景积极看好，给予“推荐”评级。

调研纪要（附录）

1、公司并购的思路如何？

运营模式已经形成，随着移动互联网的发展，在探索新的模式，还没有更准确的模式。给中国移动做的服务，服务与本体，移动互联网的入口。传统的导航企业不具备公司这样的优势。上游并购思路比较清晰，相对比较成熟。线上线下并存。成立了一个并购基金，做新模式的探索。可能成功也可能失败，如果做得比较成熟再做上市公司的并购。

2、并购华信佳利的战略意义？

这两家都做天线的，以往做芯片，需要有天线。收购的动机很简单，资源更多，用户很多是重合的。华信天线毛利率非常高，在天线行业排名靠前，对技术的掌握和成本控制优势很明显。佳利做导航天线，需要成规模，不做到上千万没有什么意义。以前北斗星通不做导航天线。上游竞争越来越激烈，市场已经趋于成熟。

3、华信佳利的利润承诺和对公司带来的资金压力？

利润承诺：承诺到多少与 PE 完全可以对应起来，导航行业 PE 都很高，这次并购很划算。承诺 4 年，保持长期收益。每年 30%左右的增长，PE 差不多能给到 13-15 倍。公司自身估值高，动态 PE100 倍左右，杠杆够。

资金压力：华信天线资金压力不大，佳利资金压力大，募集的 1/3 的钱投到佳丽。佳丽应收账款比较少，没有太多冲动。并表快的话今年可以并表，慢的话要明年。对华信和佳利来说越早越好。

4、北斗整个行业的并购特点如何？

对北斗而言，考虑早期是要品牌还是要利润，如果要利润那肯定做不大。现在要不停地扩张，稳定公司地位。行业人才流失情况严重，公司研发费用增长比较高，利润做不起来。北斗不追求短期利润增长，追求品牌建立。明

年到后年，整个行业利润还会继续向下，会出现前几年收入增长但利润降低的情形。北斗投资活动比行业其他公司早。投资收益一般会在 1-2 年后显现出来。

5、北斗几个公司的方向和版块管理问题？

未来可能会形成子集团、子版块，要根据发展方向来调整。芯片、天线、应用（车、手机领域）——技术产品方向。消费类电子、移动互联网方向还在探索。还有大家关注的国防军工板块，要专门成立做国防军工的公司，形成子集团。结合互联网发展，运营服务方向也要发展。手机领域在和大唐等公司合作。

6、公司目前发展重点？

目前主要的事情——巩固产业链上游的地位，纵向一体化问题——运用好的模式、资本平台，硬件领域做这个方向相对比较难。单品国防军工毛利率比民用高，但长期来看不高。因为军用计划一年只有两拨（两次大的订单），从研发到交货周期非常长，摊下来之后盈利不高，而且军工的投入很大。要看公司已掌握的技术和军用品需要的技术之间的差异性，如果差异过大，那么投入就要很高，不一定划算。

7、芯片水准与国际主流公司的差异，和公司未来发展方向？

芯片业务在国内在前几位，民用产品与国际相比水平相当。产品化相对弱一些。对和芯星通的要求主要是产品化速度，与市场对接并形成规模。上游洗牌后接下来面临下游大洗牌。追求短期利润的公司面临危机。下游公司对北斗星通的采购量都不大，很分散。车联网布局还会加快。前装后装都在做，中国乘用车后装潜力大。且后装利润高，做后装要做经销商（4S），主要做德系、欧系、美系，日系不太做。有订单才做，需要提前付定金。

车载做的最大的是航盛，一年大概能做 30 亿规模。公司更多模式是 B2B，不怎么做 B2C。下面做 B2C 的话要么买移动互联网公司要么与别人合作，否则很难。认为 B2C 做得最好的是大众点评，做 B2C 不能单纯做导航，而是和生活服务结合起来。因此公司选择与 4S 店进行合作。4S 店也是客户信息比较集中的地方。

8、公司在高精度这一块市场的布局如何？

产品可以做得起来，但服务做不起来。公司路线类似于天宝，天宝从 06 年左右开始大规模并购，最早靠两块业务——军品和高精度设备。高精度服务做不起来——老百姓对高精度位置服务需求不高。公司还在观察这个业务。做服务：要有好的资源、好的策划、平和的心态。高精度面临的挑战：产品的价格已经到两三千元，比较便宜，从价格变化到质变的过程，会有更多应用出来。

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		策略		技术分析	
董德志	021-60933158	郦　彬	021-6093 3155	闫　莉	010-88005316
钟正生	010-88005308	马　韬	021-60933157		
林　虎	010-88005302	孔令超	021-60933159		
固定收益		**大宗商品研究**		**互联网**	
董德志	021-60933158	马　韬	021-60933157	王学恒	010-88005382
赵　婧	021-60875174	郦　彬	021-6093 3155	郑　剑	010-88005307
刘鹏 09587	021-60875161	郑　东	010-66025270	李树国	010-88005305
魏玉敏	021-60933161				
医药生物		**社会服务(酒店、餐饮和休闲)**		**家电**	
张其立	0755-82139908	曾　光	0755-82150809	王念春	0755-82130407
贺平鸽	0755-82133396	钟　潇	0755-82132098	曾　婵	0755-82130646
林小伟	0755-22940022				
邓周宇	0755-82133263				
李少思	021-60933152				
通信服务		**电子**		**环保与公共事业**	
程　成	0755-22940300	刘　翔	021-60875160	陈青青	0755-22940855
李亚军	0755-22940077	卢文汉	021-60933164	徐　强	010-88005329
军工		**机械**		**非金属及建材**	
朱海涛	0755-22940097	朱海涛	0755-22940097	黄道立	0755-82130685
		陈　玲	021-60875162	刘　宏	0755-22940109
		成尚汶	010-88005315		
房地产		**食品饮料**		**汽车及零配件**	
区瑞明	0755-82130678	刘鹏 09660	021-60933167	丁云波	0755-22940056
朱宏磊	0755-82130513	龙　飞	0755-82133920		
电力设备				**建筑工程**	
杨敬梅	021-60933160			邱　波	0755-82133390
				刘　萍	0755-22940678
传媒与文化		**零售、纺织服装及快销品**		**基础化工**	
陈财茂	010-88005322	朱　元	021-60933162	李云鑫	021-60933142
		郭陈杰	021-60875168		
农林牧渔		**轻工造纸**			
杨天明	021-60875165	邵　达	0755-82130706		
赵　钦	021-60933163				
银行		**金融工程**			
李关政	010-88005326	林晓明	021-60875168		
		吴子昱	0755-22940607		
		周　琦	0755-82133568		
		钱　晶	021-60875163		
		黄志文	0755-82133928		

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