中航证券金融研究所
李军政 证券执业证书号：S0640513030001
研究助理：李良 S0640113080003
丁一超 S0640114070007
电话：010-64818351，64818477
邮箱：ljzavic@163.com；liangli@avicsec.com

北斗星通（002151）调研报告：传统增长缺新意，外延式发展添活力

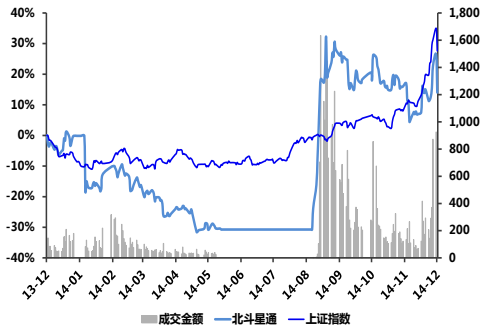
行业分类：军工

2014 年 12 月 15 日

公司投资评级	持有（首次）
当前股价	41.99

基础数据	
上证指数	2,953.42
总股本（亿）	2.35
流通 A 股（亿）	1.35
流通 B 股（亿）	0.00
流通 A 股市值（亿）	56.79
每股净资产（元）	3.02
ROE（%）	6.25
资产负债率（%）	49.77
市盈率（2014）	167.20
市净率	8.54

近一年公司与上证综指走势对比



资料来源：wind

盈利预测

	营业收入(亿)	增长率(%)	净利润(百万)	增长率(%)	EPS(元)	净利率(%)	毛利率(%)	ROE(%)	P/E
2013	7.8	36.7	43.2	-6.4	0.18	8.3	31.8	6.1	228.2
2014E	10.6	36.0	44.7	3.6	0.19	6.3	30.1	3.6	220.3
2015E	19.7	86.0	131.4	193.9	0.56	10.0	36.0	4.5	75.0
2016E	27.6	40.3	162.6	23.7	0.69	8.8	34.1	5.3	60.6

投资要点：

- **公司卫星导航产业链布局日趋完善。**华信天线和佳利电子的并购将补齐公司在天线基础件领域的短板，形成天线、芯片、板卡协同发展的业务格局。此举有利于公司保持上游产品优势的同时，向下游用户提供更加完善的产品与服务。

- **北斗地基增强系统或成为公司成长助推器。**近日，公司提供的 UR380 接收机产品在中国兵器北斗地基增强系统建设第一阶段设备招标中取得第一名。并且，其他中标产品中所用的北斗板卡也均为和芯星通提供。此次中标结果充分表明，公司产品的稳定性和技术成熟度已经得到市场的充分认可。未来随着全国范围区域加密网基准站网络建设的大规模展开，公司作为北斗芯片模块企业的领头羊将显著受益。

- **下游业务增速不一，汽车电子和军工仍是最大看点。**公司目前的业务主要集中于海洋与渔业、测绘及高精度应用、汽车电子、国防等行业。海洋与渔业是公司的传统市场，市场份额约七成，目前市场空间几近天花板，后续业务将主要来自于产品的更新换代。测绘市场是典型的高端应用市场，产品毛利率高。随着公司测量级板卡产品的日趋成熟以及国产替代进程的提速，公司在该领域的业务增速有望达到 15%。汽车电子方向是导航发展的重要方向，近几年的年均增长在 25%以上，公司在该领域耕耘多年，凭借较高的性价比优势有望获得 30%以上的业务增速。国防领域是公司重点发展的方向，也是公司技术向纵深发展的基础。公司与国防相关业务年均增速 25%左右，我们预计随着北斗军事应用的常态化发展，该领域业务增速将有更大幅度提高。未来，公司将以更开放的心态和模式去做下游应用，与移动互联网融合创新或成下一个风口。

股市有风险 入市须谨慎

中航证券金融研究所发布证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址：深圳市深南大道3024号航空大厦29楼
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：0755-83692635
传真：0755-83688539

- **盈利预测**。假设公司对华信天线和佳利电子的并购在 15 年年初完成交割，我们预计公司 2014 年-2016 年，可实现归属于母公司股东净利润 0.45 亿元、1.31 亿元和 1.63 亿元，对应 EPS 分别为 0.19 元、0.56 元和 0.69 元，当前股价对应 PE 分别为 220.27、74.96 和 60.59 倍。考虑到可比上市公司平均估值水平相对较低，故给予公司“持有”评级。
- **风险提示：技术创新滞后；进入者渐多拉低毛利率。**

图表 1 可比上市公司估值表

代码	简称	最新价	P/E		
			2014-12-31	2015-12-31	2016-12-31
300075.SZ	数字政通	30.69	42.64	30.80	22.41
300177.SZ	中海达	17.10	47.16	33.23	25.12
300045.SZ	华力创通	21.10	113.68	51.36	23.88
300101.SZ	振芯科技	26.70	77.99	52.00	40.75
002383.SZ	合众思壮	28.63	118.60	52.95	29.09
300053.SZ	欧比特	22.88	90.99	55.18	37.17
002052.SZ	同洲电子	9.33	135.57	79.65	45.19
002465.SZ	海格通信	22.24	47.15	35.71	27.99
均值			**77.83**	**44.85**	**28.72**
002151.SZ	**北斗星通**	**41.99**	**220.27**	**74.96**	**60.59**

资料来源：Wind、中航证券金融研究所

图表 2 财务和估值数据摘要

财务和估值数据摘要						
单位:百万元	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	484.77	569.55	778.37	1058.42	1968.45	2760.75
增长率(%)	47.13%	17.49%	36.66%	35.98%	85.98%	40.25%
归属母公司股东净利润	38.17	46.11	43.16	44.72	131.43	162.59
增长率(%)	-7.58%	20.82%	-6.40%	3.62%	193.87%	23.71%
每股收益(EPS)	0.163	0.197	0.184	0.191	0.560	0.693
每股股利(DPS)	0.129	0.064	0.039	0.040	0.118	0.146
每股经营现金流	-0.050	0.289	0.463	-1.168	-1.135	-0.123
销售毛利率	35.67%	33.74%	31.76%	30.12%	35.98%	34.12%
销售净利率	7.93%	9.83%	8.30%	6.33%	10.00%	8.82%
净资产收益率(ROE)	5.95%	6.85%	6.10%	3.63%	4.46%	5.29%
投入资本回报率(ROIC)	8.91%	2.65%	5.72%	4.67%	11.73%	10.41%
市盈率(P/E)	258.11	213.64	228.25	220.27	74.96	60.59
市净率(P/B)	15.35	14.63	13.92	8.00	3.35	3.21
股息率(分红/股价)	0.003	0.002	0.001	0.001	0.003	0.003

资料来源：Wind、中航证券金融研究所

图表 3 报表预测

报表预测						
利润表	**2011A**	**2012A**	**2013A**	**2014E**	**2015E**	**2016E**
营业收入	484.77	569.55	778.37	1058.42	1968.45	2760.75
减: 营业成本	311.83	377.38	531.12	739.62	1260.20	1818.78
营业税金及附加	3.86	6.25	4.81	6.53	12.15	17.04
营业费用	48.47	57.98	71.49	97.06	200.39	278.01
管理费用	64.72	95.07	118.39	160.24	312.79	427.09
财务费用	5.50	14.26	15.99	4.85	-19.98	-37.91
资产减值损失	6.14	0.61	5.36	4.15	4.21	4.14
加: 投资收益	-0.09	0.78	11.04	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	44.14	18.77	42.24	45.96	198.70	253.60
加: 其他非经营损益	6.70	56.65	36.88	32.83	32.83	32.83
利润总额	50.84	75.41	79.12	78.78	231.52	286.43
减: 所得税	12.42	19.41	14.49	11.82	34.73	42.96
净利润	38.42	56.00	64.63	66.97	196.79	243.46
减: 少数股东损益	0.25	9.89	21.47	22.24	65.37	80.87
归属母公司股东净利润	38.17	46.11	43.16	44.72	131.43	162.59
资产负债表	**2011A**	**2012A**	**2013A**	**2014E**	**2015E**	**2016E**
货币资金	165.28	217.96	212.26	161.98	1478.91	1434.24
应收和预付款项	365.08	370.79	439.63	799.48	1475.34	1728.31
存货	113.47	158.96	193.82	260.31	513.45	603.28
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	15.20	12.88	15.87	15.87	15.87	15.87
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	224.55	283.98	399.94	350.10	300.09	250.06
无形资产和开发支出	301.16	351.75	366.32	371.30	371.79	367.78
其他非流动资产	1.56	1.09	1.56	0.78	0.00	0.00
资产总计	1186.29	1397.41	1629.41	1959.83	4155.46	4399.54
短期借款	129.00	174.50	230.82	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	218.65	260.49	335.57	351.74	768.21	803.02
长期借款	20.00	62.89	59.36	59.36	59.36	59.36
其他负债	60.62	99.11	154.34	154.34	154.34	154.34
负债合计	428.27	596.99	780.08	565.44	981.91	1016.71
股本	151.25	181.50	181.50	234.61	293.48	293.48
资本公积	343.82	314.34	315.48	749.88	2301.01	2301.01
留存收益	146.81	177.71	210.92	246.24	350.03	478.44
归属母公司股东权益	641.89	673.56	707.90	1230.73	2944.52	3072.93
少数股东权益	116.14	126.87	141.42	163.67	229.03	309.90
股东权益合计	758.03	800.42	849.33	1394.39	3173.55	3382.83
负债和股东权益合计	1186.29	1397.41	1629.41	1959.83	4155.46	4399.54
现金流量表	**2011A**	**2012A**	**2013A**	**2014E**	**2015E**	**2016E**
经营性现金净流量	-11.68	67.75	108.53	-274.04	-266.25	-28.80
投资性现金净流量	-236.59	-106.74	-101.68	-18.10	-18.10	-18.10
筹资性现金净流量	102.67	81.46	8.37	241.86	1601.28	2.22
现金流量净额	-145.75	42.42	14.86	-50.28	1316.93	-44.68

资料来源：Wind、中航证券金融研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

买入　：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。
持有　：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。
卖出　：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

增持　：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
中性　：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
减持　：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

分析师简介

李军政，SAC 执业证书号：S0640513030001，物理学博士，从事机械军工行业研究，探寻行业公司价值。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

本公司实际控制人为中航工业集团，与中航系上市公司存在关联关系。本研究报告观点系分析师根据公开信息所做出的独立判断。

风险提示

投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

免责声明：

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。