

多重赛道利好亟待释放，相关风险或将缓解

——北斗星通（002151）首次覆盖报告

增持（首次）

日期：2020年06月22日

报告关键要素：

北斗星通是全球用户导航定位产品、解决方案及服务的供应商，同时提供汽车智能网联与工程服务。公司近年来业务良性运转，研发投入稳定增长，经营性现金流明显改善，偿债能力提高。北斗即将完成全球组网，“核心器件-终端和系统-解决方案和运维服务”全产业链形成，来自军民两用市场需求的持续扩大。5G启动规模建网，网络基建增量市场正加速打开，公司相关的元器件和模块产品需求爆发。车联网用户规模和市场规模的快速增长，打造“产品+服务”业务模式紧抓市场红利。

投资要点：

- **国产化北斗芯片龙头企业，国家队参股：**公司是导航定位产品及服务最大的研发、制造和供应商之一，是国产化北斗芯片研发方面优势最明显、自主创新能力最突出的企业之一，高精度定位芯片国内市占率第一，2016年引入国家集成电路产业基金，是北斗芯片领域唯一一家引入大基金的上市公司。
- **收入增长稳定，研发实力不断增强：**公司业务良性运转，营业收入呈稳定增长趋势，偿债能力提高，经营风险降低；公司技术实力领先，研发投入保持较高水平，掌握核心算法、芯片研发不断推陈出新，2019年发布国内首款22nm自主研发北斗芯片。
- **布局三条优质赛道，推动业绩提升：**1) 北斗即将完成全球组网，完善北斗导航全产业链布局，来自军民两用市场需求的持续扩大；2) 5G启动规模建网，基站相关的元器件和模块需求爆发；3) 车联网用户规模和市场规模的快速增长，将有效拉动卫星导航与位置服务应用市场的进一步发展。
- **盈利预测与投资建议：**预计2020、2021、2022年公司分别实现归母净利润-3.48亿元、1.96亿元和2.34亿元，对应EPS分别为-0.71元、0.40元和0.48元，对应当前股价的PE分别为-48.02倍、85.29倍和71.29倍。我们认为公司仍属于相对低估标的，故首次覆盖给予公司“增持”评级。
- **风险提示：**净利润下滑、资产减值风险犹存、资金募集结果不确定

基础数据

行业	国防军工
公司网址	
大股东/持股	周儒欣/33.53%
实际控制人/持股	
总股本(百万股)	489.93
流通股(百万股)	366.94
收盘价(元)	33.65
总市值(亿元)	164.86
流通A股市值(亿元)	123.48

个股相对沪深300指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所
数据截止日期：2020年06月19日

分析师：夏清莹

执业证书编号：S0270520050001

号：

电话：075583228231

邮箱：xiaqy1@wlzq.com.cn

研究助理：贺潇翔宇

电话：13305506080

邮箱：hexxy@wlzq.com.cn

研究助理：徐益彬

电话：075583220315

邮箱：xuyb@wlzq.com.cn

	2019年	2020E	2021E	2022E
营业收入(亿元)	29.87	30.59	33.36	37.80
增长率(%)	-2.1%	2.4%	9.0%	13.3%
归母净利润(亿元)	-6.51	-3.48	1.96	2.34
增长率(%)	-710.6%	46.6%	156.3%	19.6%
每股收益(元)	-1.33	-0.71	0.40	0.48
市盈率(倍)	-25.7	-48.0	85.3	71.3

资料来源：Wind，万联证券研究所

目录

1、公司背景：技术优势明显，布局三大行业领域	4
1.1 发展历程：坚持自主研发，国产化北斗芯片龙头	4
1.2 股权结构：公司发展战略稳定，创新竞争优势突出	5
1.3 主营业务：紧抓三大新领域，开拓海外新市场	5
2、基本面分析：成长性较强，提升空间较大	9
2.1 财务状况：业绩总体呈现稳步趋势，提升空间较大	9
2.2 估值水平：估值处于历史低位，向上修复空间较大	12
2.3 机构持仓：基金持仓比下降，凸显配置机遇	12
2.4 业绩拐点：明年或迎业绩拐点，重推业务预计发展迅猛	13
3、发展利好因素分析：具备核心竞争力，开拓市场新空间	13
3.1 技术实力领先：研发投入持续增长，掌握上游核心技术	13
3.2 全产业链布局：战略性并购完善产业布局，业务覆盖三大应用市场	15
3.3 国家队参股：引入国家大型基金，进一步提升公司行业地位	16
3.4 赛道红利释放：布局三条优质赛道，预计将从释放红利中受益	16
4、投资建议	19
5、风险提示	20
5.1 净利润下滑：主动缩减非主营业务，计提大量资产减值	20
5.2 资产减值风险犹存：积极布局发生大量并购，近期商誉减值明显	21
5.3 资金募集结果不确定：近期 10 亿募资仍处于核准流程	22
图表 1：公司发展历程	4
图表 2：公司股权结构	5
图表 3：汽车智能网联产业链	6
图表 4：卫星导航定位领域产业链产值占比	7
图表 5：公司在卫星导航定位领域主要产品	7
图表 6：公司在 5G 通信领域重点研发项目	8
图表 7：公司营业收入及同比增速	9
图表 8：公司归母净利润及同比增速	9
图表 9：公司 ROE 水平	9
图表 10：2019 公司细分业务营业收入占比	9
图表 11：公司期间费用率及三费	10
图表 12：公司存货周转天数、应收账款周转天数	10
图表 13：公司应收账款及预收账款	10
图表 14：公司短期及长期偿债能力	11
图表 15：公司经营活动现金流	11
图表 16：公司估值水平及 2010-2019 年估值平均值	12
图表 17：公募基金持股数量及比例	13
图表 18：公司研发投入及同比增速	14
图表 19：公司重要产品发布及获奖情况	14
图表 20：全球卫星导航系统产业链	15
图表 21：公司产业并购情况一览	16
图表 22：中国军用北斗市场规模	17
图表 23：中国卫星导航与位置服务产业链产值（亿元）	17

图表 24: 中国 5G 每年新建 5G 基站 (万个)	18
图表 25: 中国 5G 市场空间预测 (亿元)	18
图表 26: 中国车联网产业规模及增速	18
图表 27: 中国车联网用户规模	18
图表 28: 公司资产减值损失及占比	21
图表 29: 2018 年主要商誉减值计提情况	21
图表 30: 2019 年主要商誉减值计提情况	21
图表 31: 公司主营业务预测	19

万联证券

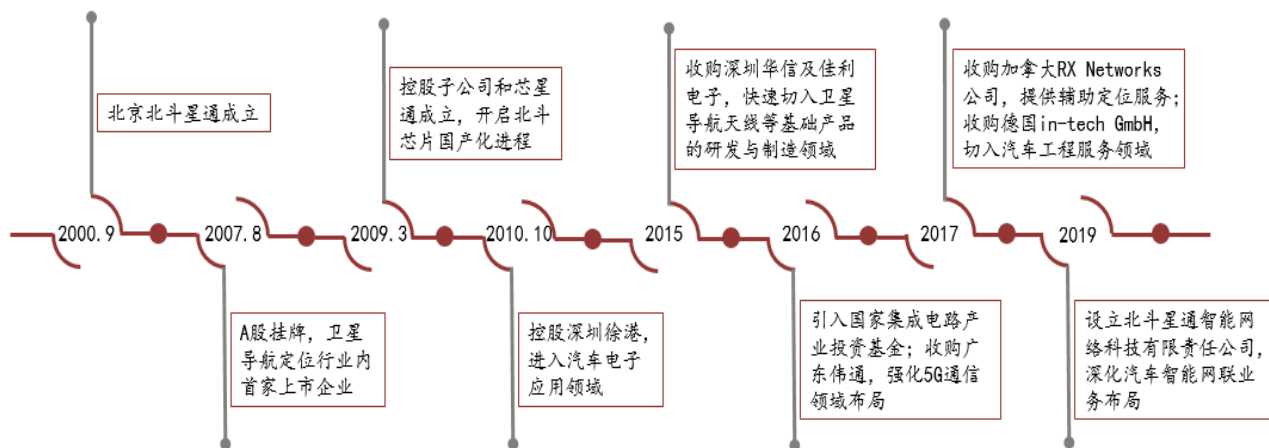
1、公司背景：技术优势明显，布局三大行业领域

北斗星通自成立以来坚持走自主研发道路，不断加强研发条件建设，完善研发体系，推动产品和技术升级，以技术创新引领业务拓展，通过引入大基金、对外并购等方式，布局三大行业领域。在卫星导航定位行业，产品覆盖全产业链，持续深耕北斗导航领域，北斗芯片国产化业务龙头，高精度定位芯片国内市占率第一；汽车智能网联与工程服务方面，通过并购引入海内外高水平人才，切入汽车智能网联领域，以北斗芯片研发技术为基础，围绕“产品+服务”模式，深化智能网联赛道布局；5G 通信正处于加速建设期，通过上游具体元器件的研发与制造，目前已进入技术壁垒较高的细分领域，获得头部通信设备商的供货资质。

1.1 发展历程：坚持自主研发，国产化北斗芯片龙头

北斗星通由周儒欣等人于 2000 年 9 月在北京创立，2006 年 4 月整体变更为北京北斗星通导航技术股份有限公司。公司不断完善和深化“产品+系统应用+运营服务”的业务模式，依靠技术和研发的引领作用，重点在卫星导航定位、5G 通信和汽车智能网联三个行业领域布局，形成基础产品、汽车智能网联与工程服务、信息装备、基于位置的行业应用与运营服务四大业务板块。2007 年 8 月公司通过深交所首次公开发行 1350 万股登陆 A 股市场，成为卫星导航定位行业内首家上市企业。

图表1：公司发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，万联证券研究所

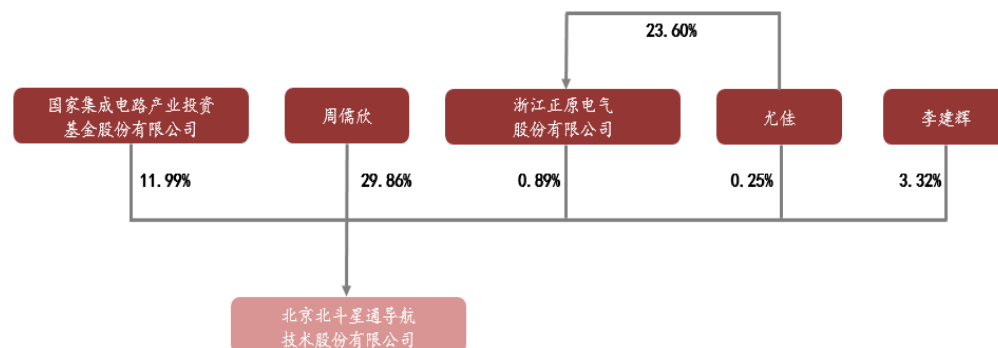
技术创新基础稳固，北斗芯片国产化进程加速。业务发展上，公司拥有博士后科研工作站、北斗星通研究院、国家级高新技术企业，为汶川地震、马航搜救等突发事件的搜索和救援工作提供技术支持与保障，参与完成的北斗高精度应用项目获 2018 年国家科技进步一等奖。产品创新方面，2016 年 5 月，发布全球首款多系统多频点高精度 GMSS 模块；2019 年 12 月推出的新一代支持北斗三号新信号的 22nm 北斗/GNSS 芯片，是行业领先的射频基带一体化导航定位芯片，充分体现技术竞争优势。

客户来源稳定，核心业务突出。公司于 2019 年 12 月获得了通信头部企业的供应商资质，且与国际知名 GNSS 板卡制造商加拿大 NovAtel 公司及宝马、奥迪、大众等汽车生产厂商达成长期稳定合作关系，客户来源稳定。具体业务的细分领域上，基础产品业务是公司的核心业务，具有较为明显的技术优势，自主研发的微波陶瓷元器件已正式获得 5G 通讯设备商的供货资格；公司未来几年将重点布局和加大投资汽车智能网联与工程服务业务，形成从产品到服务的产业链布局；信息装备领域，公司作为细分行业龙头企业，通过技术优势和市场开拓不断巩固行业地位；自主研发的北斗卫星导航运营服务平台，提供基于位置的行业应用和运营服务。

1.2 股权结构：公司发展战略稳定，创新竞争优势突出

成立至今实际控制人未发生变更，公司发展战略稳定，技术优势获认可。公司控股股东和实际控制人为周儒欣先生，持股比例为 29.86%，其中股权质押比例 29.39%，从成立至今一直保持自主研发和核心产品国产化战略，充分发挥民营企业创新积极性，集中精力实现技术突破。浙江正原原是深圳华信母公司，2015 年并购深圳华信时，公司采用股权支付方式向浙江正原及其实际控制人定向增发股票以支付部分对价，目前持股比例共为 1.14%。2016 年引入国家集成电路产业投资基金，持股比例为 11.99%，该基金主要投资芯片制造全产业链，重点关注每个产业链环节中的骨干企业，公司北斗芯片研发核心技术优势获国家认可。

图表2：公司股权结构



资料来源：公司公告，万联证券研究所

募集资金持续投入产品研究与开发，触发大量对外并购，基本完成战略布局。获得大基金入股，公司能在重点业务板块和方向持续投入，加强研发条件建设，完善研发体系，引进海内外高水平人才，推动产品和技术升级，以技术创新引领业务拓展。同时，大量资金提高公司对外并购能力，进军国际化市场，推进重点研发项目，主要聚焦卫星导航定位、5G 通信和汽车智能网联三大领域，战略布局基本完成

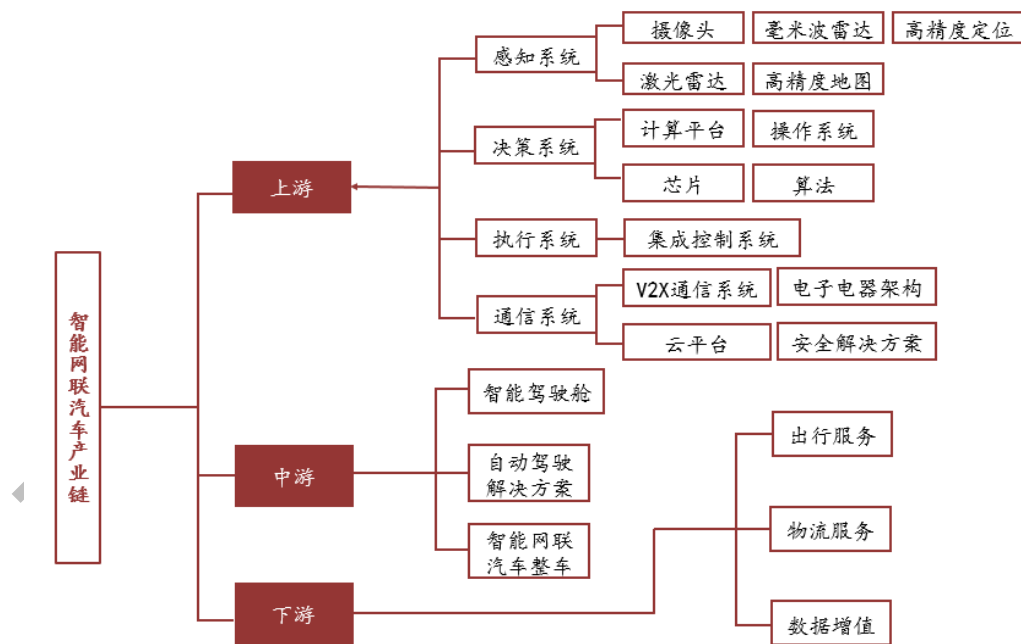
1.3 主营业务：紧抓三大新领域，开拓海外新市场

1) 汽车智能网联领域：积极对外并购，进军海外市场

公司通过大量并购快速切入汽车智能网联领域，并购后公司业务覆盖汽车网联领域

内产品和服务，进军汽车工程服务海外市场。“中国制造 2025”明确指出，在智能网联汽车领域建立较完善的自主研发体系、生产配套体系及产业群，基本完成汽车产业转型升级。目前公司在汽车智能网联领域涵盖智能中控、数字仪表和集成式座舱等相关车载电子产品，以及为汽车厂商提供电子电器测试与验证和汽车电子软件开发等服务。在汽车工程服务方面，2017 年完成对德国 in-tech 公司 57.14% 的股权收购，获得国外先进的汽车电子技术及人才，积极布局海外业务，推动公司国际化发展进程；同时加深与国内汽车厂商合作，切入汽车电子与工程服务领域。

图表3：汽车智能网联产业链



资料来源：《全球智能网联汽车产业地图》，万联证券研究所

深化汽车智能网联产品布局，剥离非主营业务，打造“产品+服务”业务模式。2019 年公司以 1.68 亿元收购北京远特科技，加大投资智能网联业务，主要涵盖智能车载终端产品的研发、生产和销售以及通过手机 APP 等载体向用户提供智能汽车服务。合并后主要资源集中于基本客户——上海大众、吉利、北汽，放弃高风险客户——众泰、博郡、大运，多款自研产品实现标准化流程生产，产品成熟度逐步提升，关停了 HUD、TSP、蓝牙模组等判断短期内难以盈利的项目，剥离非主营业务，在营销、研发、制造、采购、财务、人事等多方面进行了优化及调整，维持短期内整合增效的目标。未来公司将重点布局和加大投资汽车智能网联与工程服务，积极打造“产品+服务”的业务模式。

2) 卫星导航定位领域：覆盖全产业链，明确“云+芯/端”发展战略

最后一颗北斗卫星发射在即，产业链上游或出现头部效应。北斗三号将于 6 月完成全球组网，建设完成后面向全球提供导航、定位、授时服务，全球化产业发展新征程开启。我国卫星导航定位产业链国产化已基本实现，配套产品成熟度也得到很大提升，但与国外相比，上游产品附加值较低，产业链综合竞争力有待进一步提高。随着北斗

系统建设全面完成，北斗与其他领域融合发展成为大趋势，产业链重心逐渐向下游转移，由于技术壁垒，产业链上游或出现头部效应，资源更倾向于细分领域内龙头企业，发挥资本对研发创新的促进作用，推动基础产品国产化。

图表4：卫星导航定位领域产业链产值占比

产业链环节		2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
上游	基础器件	5%	4%	4%	4%
	基础软件	13%	2%	11%	2%
	基础数据	6%	5%	4%	4%
中游	终端集成	56%	42%	37%	35%
	系统集成	14%	52%	47%	46%
下游	运营服务	31%	37%	13%	30%

资料来源：《中国卫星导航与位置服务产业发展白皮书（2020）》，万联证券研究所

产品覆盖全产业链，高精度定位芯片国内市占率第一。卫星导航定位的基础产品业务是公司的核心业务，处于国内领先、国际一流水平，具有自主知识产权的卫星导航高精度定位芯片国内市占率第一。公司在 2009 年成立子公司和芯星通，专业从事以北斗为核心，高集成度芯片设计和高精度 GNSS 核心产品开发，6 年时间芯片工艺已快速提升到 22nm，自主研发全球首款多系统多频点高精度 GNSS 模块，发布中国首款北斗/GNSS 最小芯片，推动北斗基础产品国产化进程。终端设备方面，包括手持、车载、船载等多类型终端，能兼容多类型卫星导航系统，主要用于医疗、测绘等行业。收购为全球用户提供辅助定位服务的加拿大 RX Networks 公司，结合自主研发的运营平台，构建了覆盖全国的运营服务体系，主要应用于海洋渔业、防震救灾等领域。

图表5：公司在卫星导航定位领域主要产品



资料来源：公司官网，万联证券研究所

“北斗+”新业态带来机遇，公司明确以“云+芯/端”为核心发展战略。北斗系统完成全球组网后，在地球的任何一个地方都可以享受北斗卫星的导航、定位、授时服务。当前北斗应用与产业化发展已经全面进入技术融合、应用融合、产业融合的新阶段，“北斗+”与“+北斗”的发展是产业进一步迈向深度和广度发展的两大阶梯。公司不断拓展“北斗+”新业态的外延和内涵，明确了“云+芯/端”的核心战略，通过加大核心业务投入、剥离非核心业务并举，更加聚焦主营业务，未来公司将依托目前在国内的相对技术优势，加大核心业务投入，通过外延并购等方式发展信息装备与运营服务业务，拓展“北斗+”新业态的外延和内涵，打造“云+芯/端”业务板块格局。

3) 5G 通信领域：紧抓 5G 基站加速建设红利，提前布局上游产业

网络建设元器件位于产业链上游，中游是通信技术服务，下游是电信运营商。上游元器件主要包括基站天线、射频器件、光模块、光纤光缆、滤波器等，存在较高的技术壁垒，目前部分上游元器件如滤波器等自给率已达较高水平，在 CPU、FPGA 等核心器件的研发和制造上，国产器件仍处于追赶阶段。相比于 4G 基站的 4、8 通道，5G 基站天线采用 64 通道，滤波器用量变大，同时还要考虑材质减重和体积小型化，因此陶瓷介质滤波器成为主设备商主要选择方案之一。随着国内疫情得到控制，5G 基站建设重启，逐渐步入规模建设期，建设进度符合预期，目前中国移动建成基站已超过 12.4 万个，覆盖 56 个城市，预计今年年底全国 5G 基站数将超过 60 万个，上游元器件需求规模进一步扩大。

图表6：公司在5G通信领域重点研发项目

项目名称	项目进展	对公司未来发展的影响
高性能微波介质陶瓷、小型化元器件及模组研制	技术成果经鉴定为技术水平国际领先	项目技术成果应用，实现新一代移动通信、北斗导航系统、雷达等领域射频元器件与模组的国产化配套
5G 通信基站用陶瓷介质滤波器研制	已通过客户测试验证 部分规格产品已进入批量交付阶段	确保在 5G 规模化建设周期内具备快速响应市场与客户需求的能力，推动 5G 核心射频元器件的国产化进程
5G 通信用 LTCC 射频元器件研制	部分产品已通过客户测试验证并进入批量交付阶段	突破了国外厂商垄断，奠定了国内领先优势，实现 5G 产业链核心 LTCC 射频元器件的国产化配套
超高相位中心组合天线研发	已完成结项	该天线在性能、成本上均远远优于传统叠层天线的设计，可构建未来测绘领域中低成本高性能的产品优势，实现向轻便式产品的转型升级

资料来源：公司公告，万联证券研究所

公司分别在 2015、2016 年收购佳利电子和广东伟通，主要产品包括微波介质陶瓷元器件、射频元器件产品等，提前布局 5G 通信领域。公司分别以 3000 万、2260 万的价格收购佳利电子和广东伟通，前者是专业从事微波通信元器件的研发、生产和销售的国家级高新技术企业，后者是子公司华信天线的全资子公司，是致力于通信行业天线、一体化美化天线的供应商和服务商。2019 年底公司 5G 微波陶瓷介质元器件通过了国内头部通讯设备商的供应商质量体系认证，正式获得了供货资格。目前，公司 5G 通信领域的主要研发产品集中在 5G 通信基站用陶瓷介质滤波器和 5G 通信用 LTCC 射

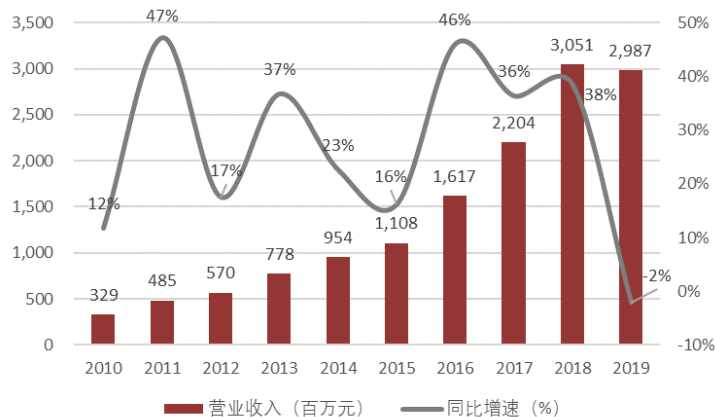
频元器件，对应 5G 基站建设和 5G 终端制造，部分规格产品已通过客户测试验证并进入批量交付阶段。

2、基本面分析：成长性较强，提升空间较大

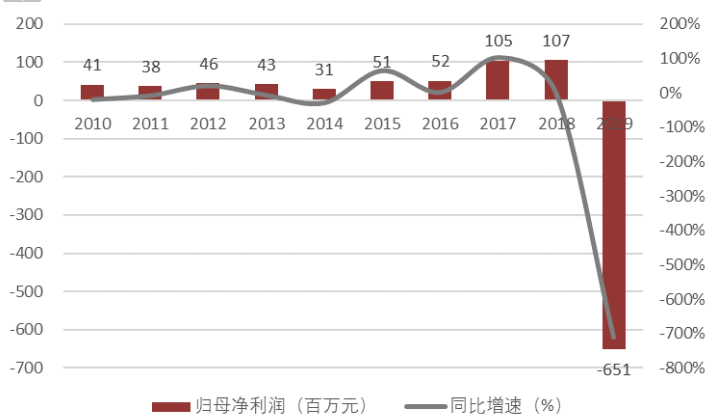
2.1 财务状况：业绩总体呈现稳步趋势，提升空间较大

营业收入稳步提升，归母净利润明显下滑，但预计拐点将至。从2010到2018年，公司营业收入从3.29亿增长到30.51亿元，复合增长率为28.08%，呈现增长的趋势；归母净利润从0.41亿元增长至1.07亿元，复合增长率为11.25%，2016年前略有波动。2016-2018年，并购的协同效应使得企业业绩快速增长，带来了可观的业绩回报。2019年，营业收入与归母净利润有所下滑，是由于前期并购形成了巨额商誉，2019年计提商誉减值5.3亿元，使得净利润为-6.5亿元。但是公司主营业务仍具备较强的成长性，预计在年底将扭亏为盈。

图表7：公司营业收入及同比增速



图表8：公司归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告，万联证券研究所

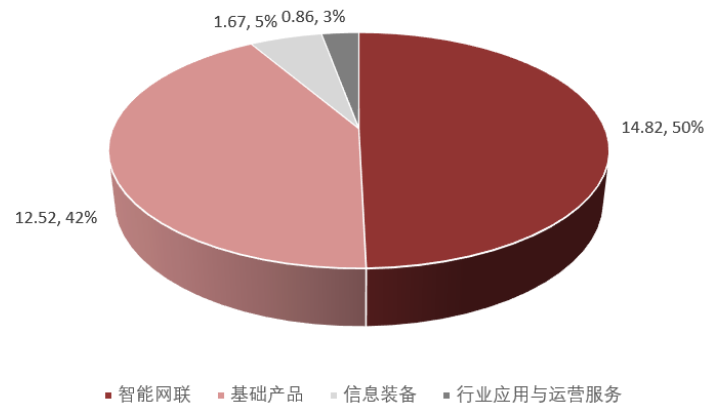
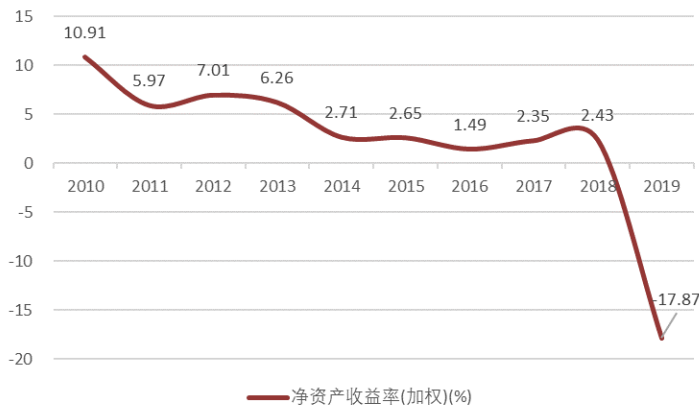
资料来源：公司公告，万联证券研究所

公司盈利能力短期受到冲击，长期来看较为良好。军工行业承担更多的国家和社会责任，ROE水平大约在2%~6%之间。从2014年到2018年，公司ROE基本保持在2%以上，2019年由于计提商誉减值，ROE有所下降。但是并购的负向冲击是暂时的，商誉减值对资产的影响或将逐渐消除。从长期来看，公司在多条优质赛道布局，具有较好的盈利能力，ROE或将恢复2018年前的水平，保持在2%以上。

从公司细分业务来看，2019年智能网联收入占50%，同比增长47.95%；基础产品占42%，同比增长46.43%；信息装备占5%，同比增长3.17%；行业应用与运营服务占3%，同比增长2.45%。公司以基础产品业务赋能汽车智能网联业务，以汽车智能网联业务带动基础产品业务，两个大体量业务协同促进共同跨越。

图表9：公司ROE水平

图表10：2019公司细分业务营业收入占比

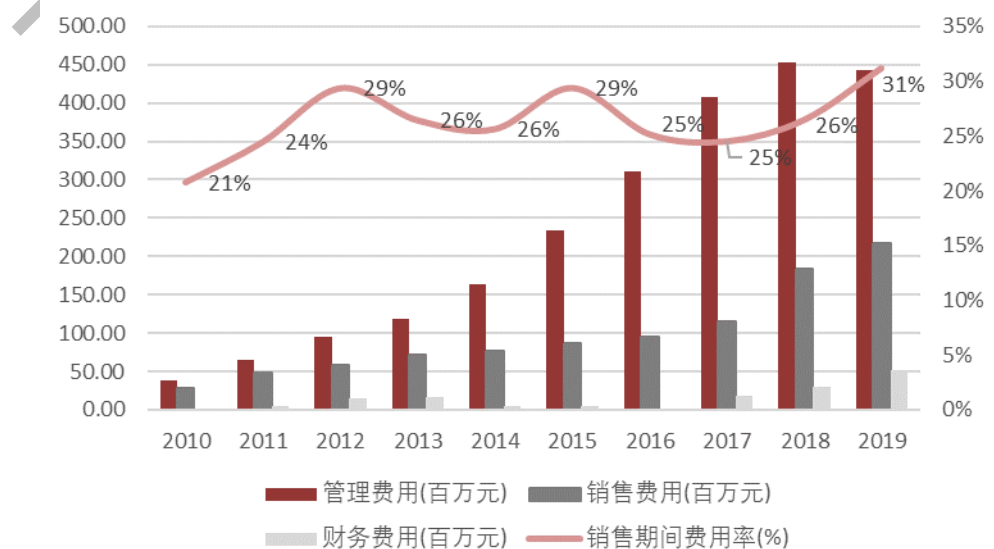


资料来源：公司公告，万联证券研究所

资料来源：公司公告，万联证券研究所

公司经营效率提升空间较大，期间费用率有待改善。与2018年的三费相比，2019年管理费用从4.52亿减少到4.43亿，同比下降2.02%；销售费用从1.84亿增长到2.17亿，同比上涨17.97%，主要由于并表远特科技销售费用增加，同时对BICV板块业务预提售后服务费；财务费用从0.29亿增长到0.52亿，同比上涨75.06%，由于利息收入减少，同时前期并购贷款的利息费用支出增加。未来预计公司将采取一定的管理措施降低成本，提高经营效率。

图表11：公司期间费用率及三费

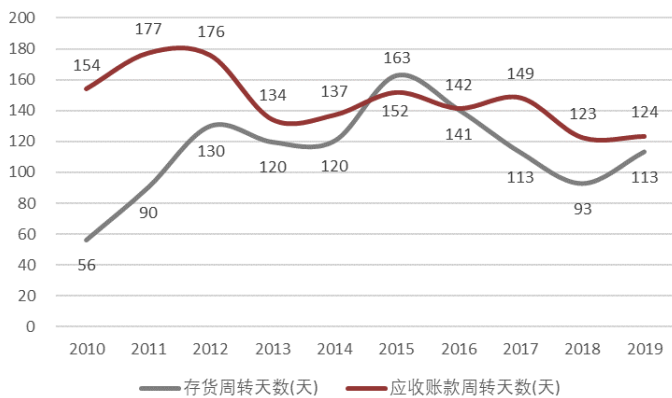


资料来源：公司公告，万联证券研究所

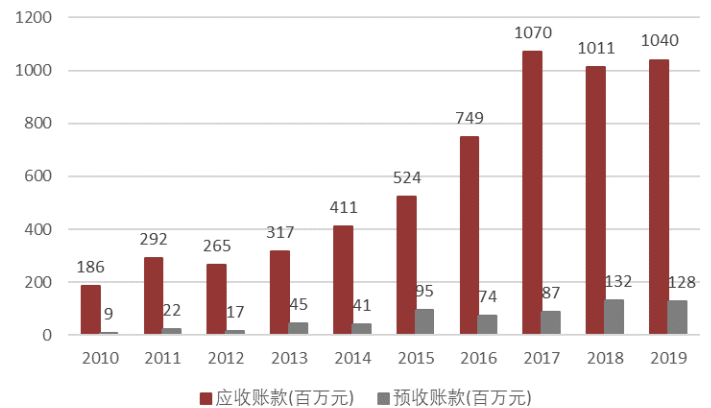
公司业务良性运转，营运能力稳步提升。2015年-2018年，公司存货周转天数不断缩短，2019年受国际环境影响，略有回升。应收账款周转天数较为稳定，从2017年到2019年有所下降，表明公司营运能力稳步提高。公司业务不断扩大，订单逐渐增加，应收账款从2010年的1.86亿元增长到2019年的10.40亿元。同时预收账款也呈上升趋势，表示公司行业地位不断提高，议价能力有所提升。

图表12：公司存货周转天数、应收账款周转天数

图表13：公司应收账款及预收账款



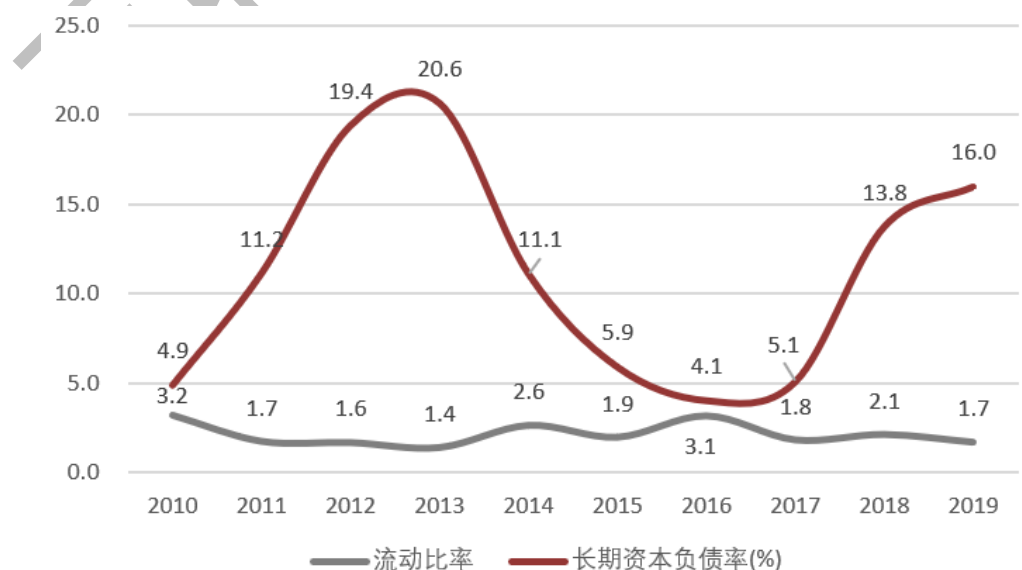
资料来源：公司公告，万联证券研究所



资料来源：公司公告，万联证券研究所

公司短期与长期偿债能力均较良好。从短期来看，公司流动比率基本保持在1.0到2.0，反映出公司短期偿债能力较强，财务状况良好；从长期来看，公司的资本负债率波动较大，从2013年到2016年逐渐下降，2017年到2019年再次增加。军工行业由于军工基建项目建设周期长等原因，资产负债率普遍较高，而北斗星通基本保持在20%以下，说明长期偿债能力良好。

图表14：公司短期及长期偿债能力



资料来源：公司公告，万联证券研究所

公司经营活动现金流有所改善。从2010年到2019年，公司经营活动产生的现金流量净额略有波动，2016-2017年由于进行产业并购，现金支出较多，经营性活动现金净额为负值；此后并购协同效应逐渐凸显，公司现金流情况大幅改善。

图表15：公司经营活动现金流



资料来源：公司公告，万联证券研究所

2.2 估值水平：估值处于历史低位，向上修复空间较大

公司估值水平短期回调，向上修复空间较大。从2010到2015年，公司估值水平逐步提升，2015-2017由于进行产业并购，公司估值水平一度达到峰值591.59倍，2018年后回落到2015年前的估值水平。2020年初由于公司业绩幅度较大下滑，估值跌至-19.30倍，处于历史低位，与十年平均值181倍相比，仍有较大的提升空间。由于公司估值水平与公司业绩相关性较大，估值的下滑在预期之内。我们预计公司将在今年底或2021年恢复业绩增速，迎来业绩拐点，估值水平将可能回归到平均值，短期估值水平的回调体现了配置机遇。

图表16：公司估值水平及2010-2019年估值平均值



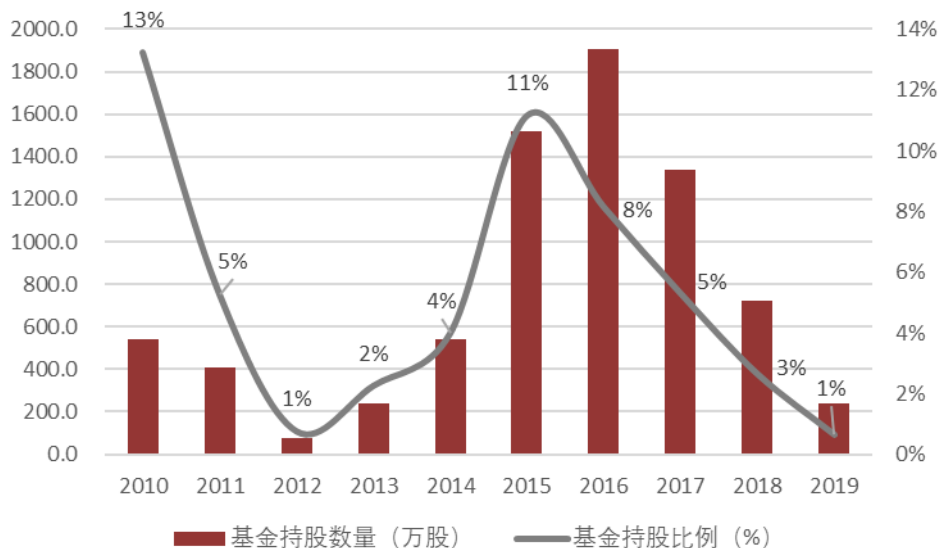
资料来源：Wind，万联证券研究所

2.3 机构持仓：基金持仓比下降，凸显配置机遇

公募基金持股比例有所下降，凸显配置机遇。公募基金对北斗星通持仓数量在2016年

抵达较高点，此后开始震荡下行，2019年持仓数量抵达历史低位，目前处于低配。随着北斗完成组网、信息装备市场需求回暖、5G建设速度加快，同时组合式政策逐渐发挥作用，预计公司将在一到两年后迎来业绩回涨，市场对于公司的悲观气氛将被扭转，基金持仓将可能回升至平均水平。公司核心业务的经营能力依然较强，长期看好公司成长，配置机遇凸显。

图表17：公募基金持股数量及比例



资料来源：Wind，万联证券研究所

2.4 业绩拐点：明年或迎业绩拐点，重推业务预计发展迅猛

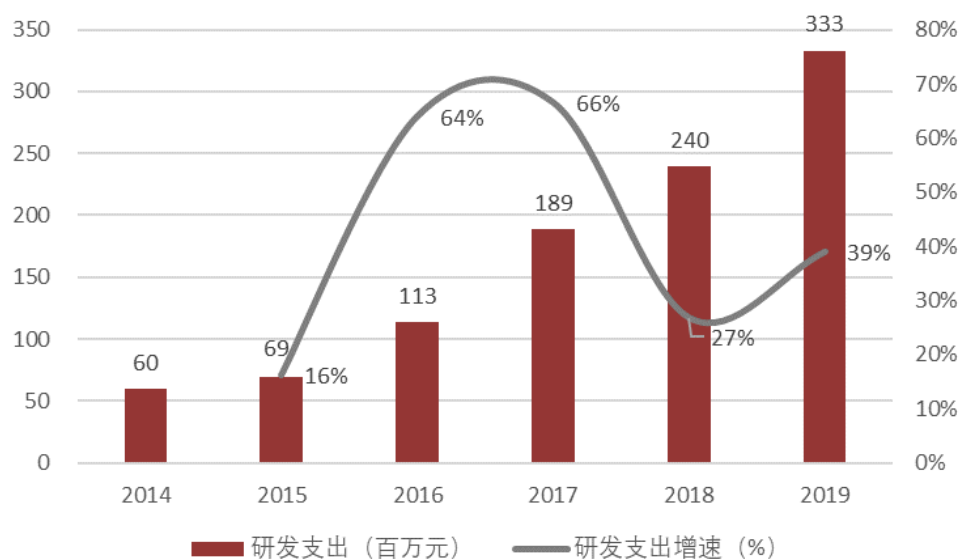
本年公司业绩增速可能仍较缓，预计明年将迎来业绩拐点。公司确定将“导航芯片、陶瓷元器件、汽车智能网联”作为公司未来一段时间内重推业务，分别制定不同的发展策略：在导航芯片方向，进一步夯实其基础地位和其对其他业务“赋能”的作用，不断巩固其技术领先优势，并逐步发挥其竞争优势，走向国际；在陶瓷元器件领域，重点抓住当前5G基站建设及5G终端发展机遇，不断提升其技术和扩大产能，以高品质、高效率满足当前快速发展的市场需求；在汽车智能网联方面，充分利用整合带来的协同优势，通过规模化生产、规模化采购、集中研发等措施，降低成本和费用，推动其渡过当前困难时期。明年三条赛道将释放大量红利，公司有望从中获利。

3、发展利好因素分析：具备核心竞争力，开拓市场新空间

3.1 技术实力领先：研发投入持续增长，掌握上游核心技术

研发支出持续增加，公司重视技术发展，加强研发条件建设，完善研发体系，引进高水平人才，推动产品和技术升级。从2014年至2019年，公司研发支出从6千万增长到3.33亿，保持了较快速的增长，平均增速为43%。2016和2017年公司研发投入增速都超过50%，尤其在GNSS芯片、微波陶瓷介质通信元器件、高精度天线、汽车电子、“北斗+通信”方向进行了重点投入。2019年公司研发投入3.33亿元，占营业收入11.2%，同比增长39.04%，新申请专利48项、软件著作权44个。截止2019年底，累计申请专利570个，取得授权396个，累计申请软件著作权465个，取得软件著作权462个。获得第十届中国卫星导航年会授予公司应用贡献奖、杰出贡献奖、产业推广贡献奖；公司获评“2019中国地理信息产业百强企业”第一名；公司自主北斗芯片亮相庆祝新中国成立70周年大型成就展。

图表18：公司研发投入及同比增速



资料来源：公司公告，万联证券研究所

掌握核心算法、芯片研发不断推陈出新。子公司和芯星通于2009年成立，进行北斗芯片的研发，依靠强大的研发实力，公司不仅掌握了卫星定位导航相关的核心算法，在芯片研发方面也不断推陈出新，每年都会发布多款最新的高精度导航芯片。2010年9月，和芯星通成功推出拥有完全自主知识产权的高性能SoC芯片Nebulas，这是国内第一颗多系统多频率高性能SoC，也是世界上第一颗支持全部现有GNSS的芯片。2013年，该公司发布Humbird SoC低功耗芯片——UC260，为用户提供超低功耗、超高性能的位置服务和用户体验。2016年1月，和芯星通自主北斗芯片获国家科技进步二等奖，是国内北斗产业首个获此殊荣的北斗芯片成果。2017年5月，北斗星通发布了国内首款支持北斗三号系统体制信号的28nm GNSS最小芯片UFirebird火鸟，支持BDS、GPS、GLONASS、Galileo四系统及WAAS/QZSS/EGNOS/MSAS/GAGAN增强信号。2019年5月，公司宣布正在布局开发22nm高精度车规级定位芯片Nebulas-IV和22nm超低功耗双频双核定位芯片Firebird-II，将面向智能驾驶、无人机、机器人等高端应用。经过多年的发展，公司芯片逐步实现从无到有，再到高性能、高精度的跨越，北斗星通技术水平位居国内领先地位。

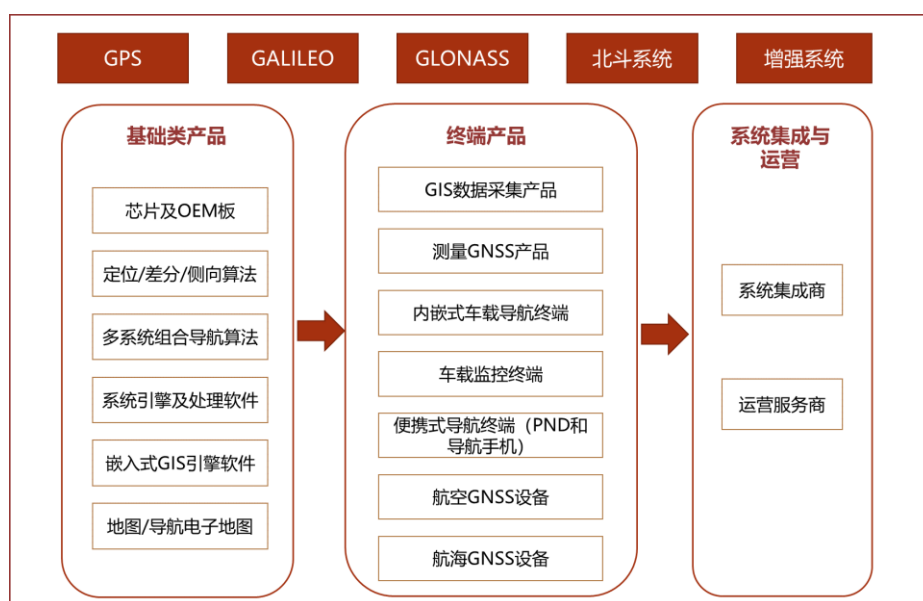
图表19：公司重要产品发布及获奖情况

时间	重要产品发布及获奖事件
2013年5月	发布北斗最小芯片55nm超低功耗GNSS SoC芯片——Humbird蜂鸟、UB370高精度OEM板卡、UM220-III小型化能模块
2014年1月	高精度、导航型产品双获中国卫星导航系统管理办公室组织的2013年度北斗基础产品比赛三连冠
2014年5月	发布UB280北斗/GPS 单板双天线高精度定向板卡、UM220-INS北斗/GPS+MEMS组合导航模块
2015年5月	发布全球首款全系统多核高精度定位芯片UC4C0，高精度板卡获2015年卫星导航科技进步特等奖
2015年12月	北斗芯片获2015年国家科技进步奖，为北斗芯片企业首家
2016年5月	发布首颗多系统多频点高精度GNSS模块——UM332，发布40nm最小北斗基带射频一体化芯片——MockBird-UC6225
2017年5月	发布了国内首款支持北斗三号系统体制信号的28nm GNSS最小芯片——UFirebird火鸟
2019年5月	宣布正在布局开发22nm高精度车规级定位芯片Nebulas-IV和22nm超低功耗双频双核定位芯片Firebird-II，将面向智能驾驶、无人机、机器人等高端应用
2019年10月	公司自主北斗芯片亮相庆祝新中国成立70周年大型成就展

资料来源：公司公告，万联证券研究所

3.2全产业链布局：战略性并购完善产业布局，业务覆盖三大应用市场
北斗导航产业链指‘上游核心器件—中游终端和系统—下游解决方案和运维服务’的一条较高市场化参与的产业链。上游高精度和国产化是北斗导航产业发展的核心需求，北斗芯片、板卡以及天线是最具代表性的核心元器件。中游包括手持型、通信型、授时型、指挥型等终端；下游包括系统集成和运营服务，如数据采集、指挥调度、导航定位等，具有先发优势。卫星定位技术的应用领域广泛，细分领域市场规模较小，因此大规模企业会选择战略性外延并购，从而覆盖产业链不同环节的市场。

图表 20：全球卫星导航系统产业链



资料来源：北斗网，万联证券研究所

战略性并购助力企业进一步完善产业布局，业务范围覆盖三大应用市场。近年来除了做好自身已有业务的发展以外，北斗星通在全球范围内进行了多次产业并购，逐步实现北斗卫星导航“天线-芯片-板卡-模块-终端-系统-运营服务”全产业链布局。2015年，公司成功与佳利电子、华信天线实现重组并购，在卫星导航基础产品板块构筑新格局。2016年，公司围绕导航与位置服务的相关行业，陆续完成了海上鲜10%股权投资、广东伟通70%股权收购、杭州凯立35%股权投资、浙江赛思17.65%股权投资，2017年，公司在国内完成广东伟通30%股权、深渝北斗100%股权收购、杭州凯立16%股权收购，国际上完成对加拿大Rx Networks公司、德国In-tech公司的收购，业务领域涵盖了特殊应用端、行业应用端和大众应用端。完善的产业链及业务线布局使得公司的发展方向与行业的发展趋势更为契合。

图表21：公司产业并购情况一览

并购时间	标的公司	主营业务
2015年7月	华信天线100%股权	高精度卫星定位天线；无线数据传输电台；移动卫星通讯系统
2015年7月	佳利电子100%股权	微波介质陶瓷元器件；卫星导航天线、模块产品
2016年3月	广东伟通70%股权	移动通讯的天线、美化罩、无源器件、信号铁塔及其配套系统
2017年3月	广东伟通30%股权	设备的销售与建设服务，以及移动通讯相关增值数据
2016年5月	杭州凯立35%	智能手持终端整机、手持终端嵌入式操作系统、手持终端应用业务软件、物联网关键设备的研发及软件设计开发
2017年7月	杭州凯立16%	
2017年1月	深渝北斗100%股权	汽车导航产品、汽车音影娱乐产品、车身控制产品及基于北斗导航平台上的运营服务
2017年8月	加拿大Rx Networks100%股权	辅助导航定位服务(A-GNSS)服务领域
2017年9月	德国In-tech 57.14%股权	汽车电子电器测试与验证的工程服务

资料来源：公司公告，万联证券研究所

3.3 国家队参股：引入国家大型基金，进一步提升公司行业地位

引入国家集成电路产业基金，奠定了公司芯片业务的国家队地位。2016年6月公司通过定增项目正式引入国家集成电路产业基金，认购金额达15亿元，重点支持北斗低功耗Soc芯片、高性能高精度oc芯片的研制以及基于云计算的定位增强与服务平台的建设。北斗星通是第一家也是唯一一家成功引入大基金的北斗芯片上市公司，其行业地位和技术实力获得国家认可，有助于公司进一步提升行业地位，进而带动北斗行业整体实力不断增长。

致力成为北斗芯片领航者，大基金支持有助提升公司核心竞争力。在引入国家集成电路产业投资基金后，北斗业务明显加速。芯片项目的资金支持有助于提升公司在核心技术方面的实力，增强公司在产业界的话语权。定位增强与辅助平台的项目支持有助于提高公司在运营服务领域的竞争力，助力企业快速地形成客户规模群，发挥规模效应，占领未来北斗导航产业的制高点。

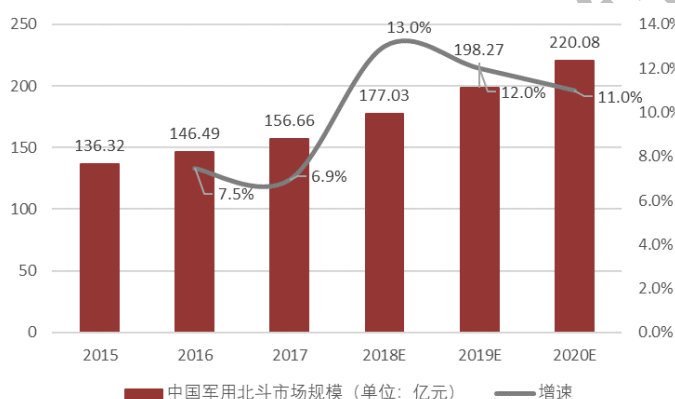
3.4 赛道红利释放：布局三条优质赛道，预计将从释放红利中受益

1) 北斗即将完成全球组网，三端应用需求增长强力拉动产业链各环节蓬勃发展，源动能来自军民两用市场需求的持续扩大：

军用方面，随着科技技术的进步及信息化战争的加速演变，军用领域的卫星导航系统要求自主可控且高水准。我国自主研发的北斗导航系统能够为部队提供精准的实时定位、授时，武器平台导航服务。随着军改影响的消除，北斗产业军品相关订单有望同步加速恢复。2017年我国军用北斗市场规模已达156.66亿元，并在此后几年内保持每年10%以上的增速，预计今年市场规模可达220亿元。出于国防安全的考虑，稳定增长的国防开支预计将会倾斜于北斗，军用市场在长期将持续扩大规模。

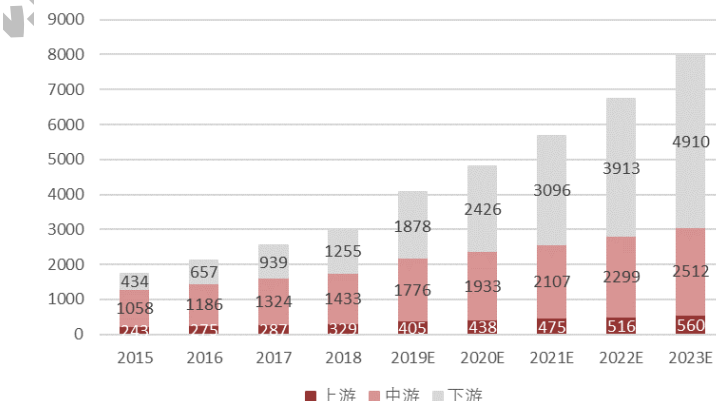
民用方面，北斗正在与新一代移动通信、区块链、人工智能等新技术加速融合，广泛进入各大行业与中国大众消费，新模式、新业态、新经济不断涌现，深刻改变着人们的生产生活方式。北斗已成功应用于交通运输、电力应用、农渔及金融等行业，目前行业市场处于规模化应用发展期，未来增长速度有望加快；大众市场处于标配化应用启动期，未来增长潜力巨大：2020年3月我国国内手机出货量已达2176万部，疫情结束后，或将迎来大规模增长，未来五年预计可保持较快增速；另外我国穿戴式设备产值保持着20%以上的增速，预计2020年产值可达7亿元，并在未来几年保持稳定增长。目前行业应用和大众应用全面打开，民用需求预计将被彻底激活。

图表 22：中国军用北斗市场规模



资料来源：前瞻产业研究院，万联证券研究所

图表 23：中国卫星导航与位置服务产业链产值 (亿元)



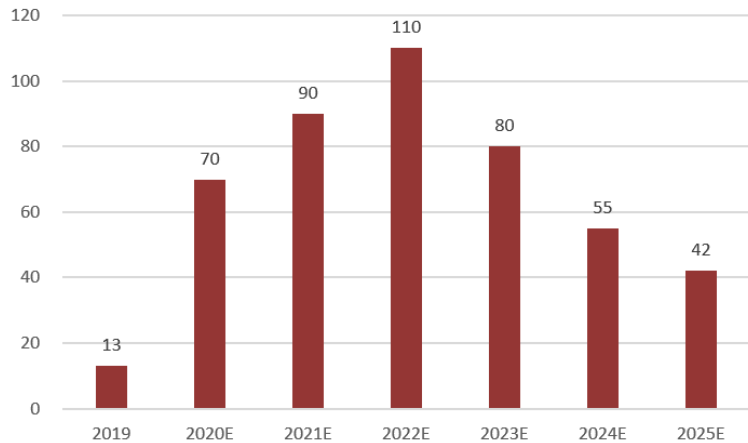
资料来源：公开资料，万联证券研究所

北斗三号将于近期完成全球组网，北斗产业迎来布局良机。北斗三号系统最后一颗卫星将于今年6月发射，全面完成星座部署。随着北斗三号卫星的发射，上游产品配套需求及下游场景应用领域将进一步得到拓展，从而带来行业整体需求持续扩大。公司满足北斗三号技术要求的高精度、低功耗芯片研发进展顺利，保持了国内领先的地位，在无人机、自动驾驶、测量测绘等高精度领域保持了领先的市场份额，并大力拓展车载前装市场。“云+芯/端”的高精度位置服务模式逐步落地，公司完成了采用自主创新设计的HAAS技术验证平台，具备了商业运行的条件

2) 5G启动规模建网，基站相关的元器件和模块需求爆发

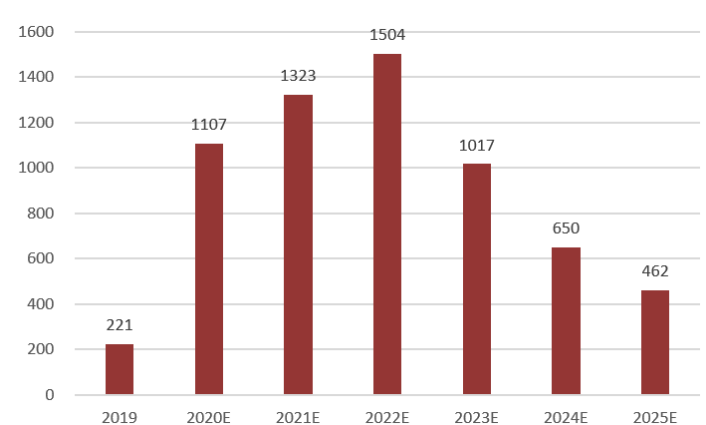
5G启动规模建网，产业新周期拉开大幕。2019年是我国5G元年，2019年10月底正式宣布5G商用，加速了我国乃至全球的5G发展速度。全球截止2019年底有42个运营商在22个国家和地区商用5G。随着5G的快速发展及商用落地，2020年5G将带动万亿级的间接产出，年增长率达20%以上。据信通院及爱立信预测，2025年全球5G用户数将达到26.1亿人，5G流量将占到移动数据流量的45%。2020-2022年为国内运营商5G规模建网期，也是规模投入期。

图表 24：中国 5G 每年新建 5G 基站（万个）



资料来源：前瞻产业研究院，万联证券研究所

图表 25：中国 5G 市场空间预测（亿元）

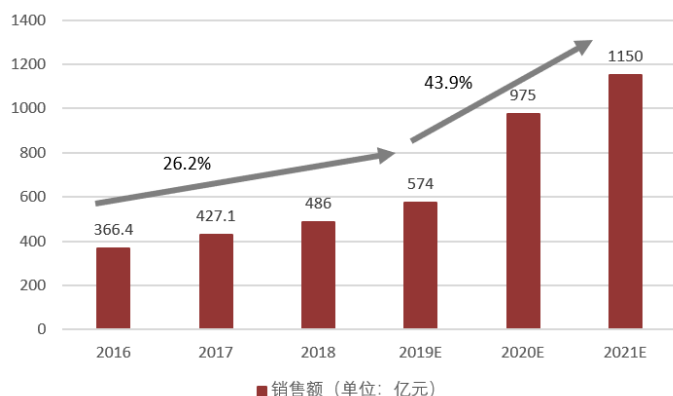


资料来源：公开资料，万联证券研究所

5G基础设施建设的逐步加快，使基站相关的元器件和模块需求爆发，同时相关终端研发和标准化制定的需求也会更加旺盛，物联网的应用规模也随着5G通信速率的改变而加大。未来三年随着5G通信、物联网等行业的快速发展，为公司陶瓷元器件、基站天线、通信模组、基站授时定位模组等业务创造了广阔的市场发展空间。公司紧抓5G基础条件建设机遇，通过5G基站用陶瓷元器件的研发和产能建设，大幅提升了生产工艺、生产条件和生产能力。5G网络基建、运维的增量市场正加速打开，过硬的科技服务能力预计将使北斗星通在5G时代充分受益。

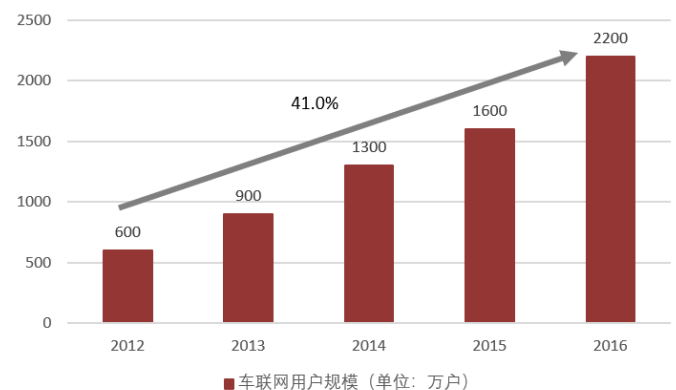
3) 车联网用户规模和市场规模的快速增长，将有效拉动卫星导航与位置服务应用市场的进一步发展。随着我国经济和人民生活水平的不断提升，我国居民汽车保有量增长迅速，同时具有前装导航功能的智能车载终端已经越来越普及，并成为卫星导航在车辆应用的最大领域。据赛迪顾问发布的《车联网产业发展报告（2019）》统计数据，我国车联网产值从2016年366.4亿元上升至2018年的486亿元，年复合增长率为15.17%，预计2021年国内车联网产值将达到1150亿元，2019年-2021年复合增长率达41.54%。2025年前，大部分新车都将联网，同时联网汽车渗透率也将不断提升。

图表 26：中国车联网产业规模及增速



资料来源：赛迪顾问，万联证券研究所

图表 27：中国车联网用户规模



资料来源：《中国卫星导航与位置服务产业发展白皮书（2018）》，万联证券研究所

公司把握汽车电子“智能化、网联化、电动化”发展趋势。2012年，公司收购徐港电

子，进入了汽车电子领域，随后推出北斗汽车导航终端；2017年，收购德国in-tech，加大对汽车电子领域的投入；2019年，公司成立“北斗智联”，公司智能网联相关的业务和资产全部注入北斗智联；同时，与战略合作伙伴华瑞世纪合作，将远特科技注入北斗智联，完成智能网联板块与远科技的合并，获取规模优势，利用3-5年时间将北斗智联打造成“国内领先、国际一流的智能网联电子产品、技术与服务提供商”。同年，公司与华瑞世纪、北京高精尖产业发展基金合作，成立了规模5亿元的海松资本基金，并完成首期出资，该基金将围绕上市公司很早就布局汽车电子这一大众高精度应用领域。

4、投资建议

（一）基础产品：基础产品业务是公司的核心优势业务，是推动公司营业收入增长的主要动力，2019年营收占比达42%。其中优势明显的芯片、天线业务受益于无人机、智能驾驶、特种应用等高精度市场的快速增长，收入同比大幅上升；公司加大了5G基站用陶瓷介质滤波器和LTCC产品的研发投入和产能建设，面临跨越式增长的机遇。我们预计2020-2022年，基础产品业务的营收增长率为-6%、5%和10%，对应毛利率为40.55%、41.97%和41.44%。

（二）国防装备：国防装备业务是公司增速最快的业务，2019年同比营收增速达73%，该业务受益于整体行业需求复苏，北斗产业军品相关订单有望同步加速恢复，为了维持国防安全，稳定增长的国防开支预计将会倾斜于北斗，军用市场在长期将持续扩大规模，公司国防装备板块业务有望实现快速增长。我们预计2020-2022年，国防装备业务的营收增长率为60%、42%和30%，毛利率为49.55%、52.04%和54.99%。

（三）汽车智能网联与工程服务：是公司第一大营收占比业务，面对2019年汽车市场需求下滑，公司汽车智能网联业务与远特科技合并，取得阶段成果并为2020年目标达成奠定了基础，多款自研产品实现SOP，产品成熟度逐步提升，减少对汽车工程服务中未来不确定业务的投入，主要资源聚集在工程测试服务能力的市场开拓和提升上。我们预计2020-2022年，汽车智能网联业务的营收增长率为2%、5%和10%，毛利率为9.63%、8.77%和9.6%。

（四）行业应用与运营：基于位置的行业应用与运营服务主要为海洋渔业安全生产提供信息系统应用解决方案与信息服务，一直以来稳健经营，保持行业第一，市场地位得到巩固和加强，毛利率有望进一步提升。我们预计2020-2022年，行业应用与运营的营收增长率为20%、29%和36%，毛利率为40.81%、47.24%和52.28%。

图表28：公司主营业务预测

主营业务	2019	2020E	2021E	2022E
基础产品				
营业收入(百万)	1251.96	1176.85	1235.69	1359.26
增速	-11.63%	-6.00%	5.00%	10.00%
毛利率	40.55%	40.55%	41.97%	41.44%
国防装备				
营业收入(百万)	167.20	267.53	379.89	493.86
增速	73.11%	60.00%	42.00%	30.00%
毛利率	48.14%	49.55%	52.04%	54.99%
汽车智能网联				
营业收入(百万)	1481.91	1511.55	1587.13	1745.84
增速	1.30%	2.00%	5.00%	10.00%
毛利率	13.04%	9.63%	8.77%	9.60%
行业应用与运营服务				
营业收入(百万)	85.92	103.11	133.01	180.89
增速	14.87%	20.00%	29.00%	36.00%
毛利率	38.24%	40.81%	47.24%	52.28%
合计				
营业收入(百万)	2987.00	3059.03	3335.71	3779.84
增速	-2.10%	2.41%	9.04%	13.31%
毛利率	27.29%	26.07%	27.53%	29.02%

资料来源：公司公告、万联证券研究所

预计 2020、2021、2022 年公司分别实现归母净利润-3.48 亿元、1.96 亿元和 2.34 亿元，对应 EPS 分别为-0.71 元、0.40 元和 0.48 元，对应当前股价的 PE 分别为-48.02 倍、85.29 倍和 71.29 倍。预计 2020 年是一个转折点，公司业绩将在 2021 年开始上扬，5G 基站相关的元器件和模块需求爆发、军民两用市场需求的持续扩大、车联网用户规模和市场规模的快速增长将有效拉动公司的业绩增长。对应公司当前股价，我们认为公司仍属于相对低估标的，故首次覆盖给予公司“增持”评级。

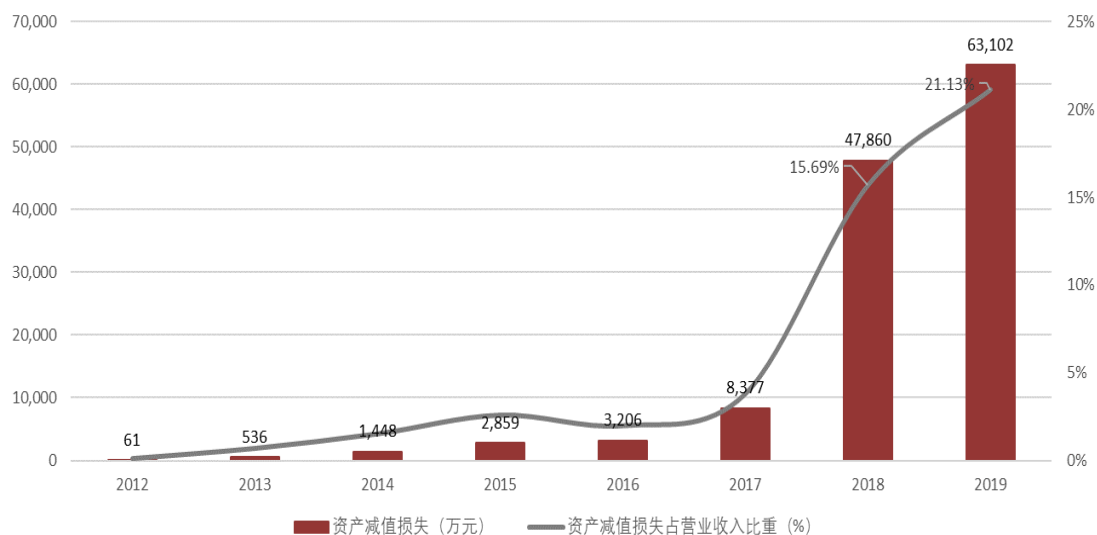
5、风险提示

5.1 净利润下滑：主动缩减非主营业务，计提大量资产减值

净利润由盈转亏，19 年出现大额亏损，主要原因在于非主营业务剥离和大额资产减值计提。公司主动缩减了一部分运营资金需求量大、毛利率低的非主营业务，包括 HUD、TSP、蓝牙模组等短期内难以盈利的项目，降低财务风险的同时也导致核心基础产品业务收入下降。同时出现大量资产减值现象，2015 年至今公司发生大量对外并购，产生巨额商誉，但由于国际贸易摩擦、国内经济下行等因素影响，被并购企业业绩未达预期，本年计提商誉减值 5.53 亿元；应收账款减值 5100 万元，主要原因在于众泰汽车资金链出现问题、博郡汽车因新能源补贴政策变化进入停工状态，二者应收账款减值共计约 4000 万元。2019 年是公司自上市以来发生的第一次亏损，归母净利润大额

亏损 6.51 亿元，且由于受到疫情影响，公司核心业务受到一定冲击，净利润增长存在不确定性。

图表29：公司资产减值损失及占比



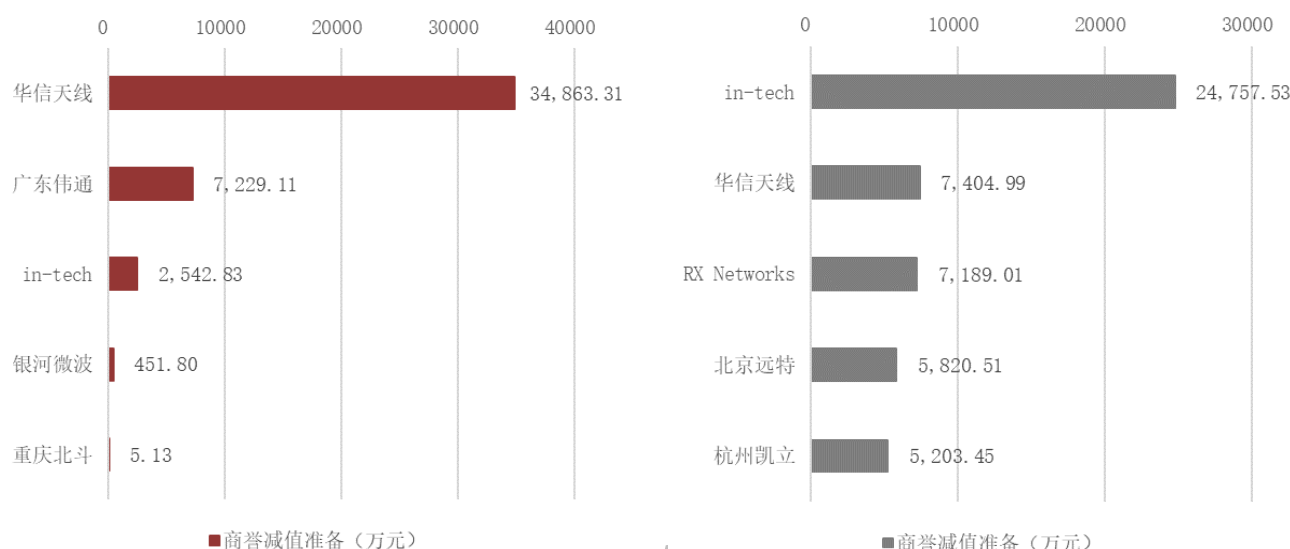
资料来源：公司公告，万联证券研究所

5.2 资产减值风险犹存：积极布局发生大量并购，近期商誉减值明显

积极布局卫星导航定位、5G 通信和智能网联领域，发生大量对外并购事件，产生巨额商誉。2015 年以 10 亿元收购华信天线、3 亿元收购佳利电子，2017 年以 6.26 亿元收购德国 in-tech 公司，2017 年商誉占总资产 29.29%，2014 年商誉仅占总资产 1.66%。商誉减值准备的计提主要发生在 2018、2019 两年，分别提取 4.51 亿元、5.53 亿元。主要计提公司包括华信天线、广东伟通和德国 in-tech，三者累计计提减值总额占比超 80%。截止至 2019 年末，公司商誉减值准备累计计提 10.35 亿元，商誉净值 10.29 亿元，受到行业政策与市场不确定性、研发不及预期等因素的影响，未来存在收购的业务单元业绩不达预期可能，存在公司商誉持续减值的风险。

图表30：2018年主要商誉减值计提情况

图表31：2019年主要商誉减值计提情况



资料来源：公司公告，万联证券研究所

5.3 资金募集结果不确定：近期10亿募资仍处于核准流程

2020年2月公司发布公告，拟向不超过35名特定投资者非公开发行股票募集资金总额不超过10亿元，发行股份总数不超过本次发行前公司总股本的30%。具体募集金额及发行时间目前暂时无法判断，计划用于加大公司研发投入，提升公司整体研发能力和研发条件水平，抓住5G通信基站与终端元器件国产化替代机遇，顺应汽车智能化、网联化发展趋势。目前已收到中国证监会的行政许可申请受理单，对于核准的获得尚存在不确定性。参考历次募集资金用途，主要用于核心业务产业链上下游及公司战略布局产业的并购，以及北斗芯片、辅助平台、5G通信器件、智能网联车载一体化天线等附加值较高产品的研究与开发项目。

基于目前的市场环境、产业政策、技术革新等不确定性较强，外部经济环境受到疫情等非人为因素的冲击，且企业近年利润波动性较强、商誉仍存在减值风险、中短期存在经营性现金流压力等不利因素的影响，募集资金结果存在不确定性。2019年公司研发支出3.33亿元，在研重点项目38项，部分行业产品研发和市场推广应用周期较长，需要较长的研发投入周期才能产生经济效益，同时不能排除研发失败、研发成果转换成产品效率较低等因素的不确定性。一旦资金出现短缺，将导致研发投入持续性无法保持，技术创新竞争优势削弱，新技术和新产品无法预期完成，难以有效转化为客户订单，公司盈利能力出现一定程度下滑。

资产负债表					利润表				
单位：百万元					单位：百万元				
至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E	至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	3,221	3,356	3,481	3,564	营业收入	2,987	3,059	3,336	3,780
货币资金	1,006	1,070	1,327	1,451	营业成本	2,172	2,233	2,435	2,684
应收票据及应收账款	1,268	1,266	1,316	1,346	营业税金及附加	16	13	15	19
其他应收款	37	36	28	24	销售费用	217	232	157	170
预付账款	76	60	44	27	管理费用	443	400	347	397
存货	795	857	667	588	研发费用	220	210	233	227
其他流动资产	38	68	98	128	财务费用	52	59	74	82
非流动资产	2,922	2,710	3,190	3,688	资产减值损失	-631	-485	-100	0
长期股权投资	97	96	96	96	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	593	823	1,203	1,553	投资净收益	24	27	30	33
在建工程	104	179	264	354	资产处置收益	1	1	0	0
无形资产	608	560	590	620	营业利润	-759	-482	68	317
其他长期资产	1,520	1,052	1,037	1,065	营业外收入	6	15	71	0
资产总计	6,143	6,552	7,156	7,737	营业外支出	6	13	0	0
流动负债	1,931	1,390	1,859	2,160	利润总额	-760	-479	139	317
短期借款	580	100	200	300	所得税	-1	-41	18	41
应付票据及应付账款	730	587	754	794	净利润	-759	-438	121	276
预收账款	128	116	137	159	少数股东损益	-108	-90	-75	41
其他流动负债	492	587	769	907	归属母公司净利润	-651	-348	196	234
非流动负债	616	596	636	676	EBITDA	94	20	198	333
长期借款	356	336	376	416	EPS (元)	-1.33	-0.71	0.40	0.48
应付债券	0	0	0	0	主要财务比率				
其他非流动负债	259	259	259	259	至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	2,546	1,986	2,495	2,835	成长能力				
股本	490	490	490	490	营业收入	-2.1%	2.4%	9.0%	13.3%
资本公积	3,048	4,455	4,455	4,455	营业利润	-161.2%	36.6%	114.1%	366.4%
留存收益	-286	-634	-463	-264	归属于母公司净利润	-710.6%	46.6%	156.3%	19.6%
归属母公司股东权益	3,239	4,298	4,469	4,668	获利能力				
少数股东权益	358	268	193	234	毛利率	27.3%	27.0%	27.0%	29.0%
负债和股东权益	6,143	6,552	7,156	7,737	净利率	-25.4%	-14.3%	3.6%	7.3%
现金流量表					ROE	-20.1%	-8.1%	4.4%	5.0%
单位：百万元					ROIC	-1.7%	-0.5%	2.4%	4.3%
至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E	偿债能力				
经营活动现金流	140	-51	678	545	资产负债率	41.5%	32.7%	37.4%	39.1%
净利润	-759	-438	121	276	净负债比率	2.5%	-10.3%	-12.7%	-11.7%
折旧摊销	175	50	50	50	流动比率	1.67	2.41	1.87	1.65
营运资金变动	2	-132	502	241	速动比率	1.22	1.75	1.49	1.37
其它	722	470	6	-21	营运能力				
投资活动现金流	-761	-777	-529	-515	总资产周转率	0.49	0.50	0.50	0.52
资本支出	-216	-805	-549	-540	应收账款周转率	2.87	2.99	3.17	3.61
投资变动	-569	4	-7	-5	存货周转率	2.73	2.61	3.65	4.56
其他	24	24	27	30	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	68	892	108	94	每股收益	-1.33	-0.71	0.40	0.48
银行借款	971	-500	140	140	每股经营现金流	0.29	-0.10	1.38	1.11
债券融资	0	0	0	0	每股净资产	6.61	8.77	9.12	9.53
股权融资	304	0	0	0	估值比率				
其他	-1,208	1,392	-32	-46	P/E	-25.65	-48.02	85.29	71.29
现金净增加额	-551	64	258	123	P/B	5.16	3.89	3.74	3.58
期初现金余额	1,518	1,006	1,070	1,327	EV/EBITDA	132.24	812.03	81.22	48.38
期末现金余额	967	1,070	1,327	1,451					

资料来源：公司公告、万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

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。投资者应阅读整篇报告，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。

证券分析师承诺

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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（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客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中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、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

电话：021-60883482 传真：021-60883484

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场