

公司研究

评级：持有

信达证券股份有限公司

北京市西城区南闹市口大街九号院
院一号楼六层信达证券研发中心

边铁城

证书编号：S1500210020005

010-63081253

Biantiecheng@cindasc.com

最新价：38.29

目标价：待定

基本数据

52 周内股价波动区间 (元)	26.31-46.88
最近一月涨跌幅 (%)	-17.48
总股本 (亿股)	0.91
流通 A 股比例 (%)	25.23
总市值 (亿元)	34.82
总资产 (亿元)	3.54
十大流通股东 (%)	5.00

最近一年市场表现



北斗星通：短期业绩有压力 长期看好

--公司调研简报

2010 年 5 月 21 日

投资要点：

- ◆ 公司专门从事卫星导航定位产品、基于位置的信息系统和运营服务业务。目前公司已确立在海洋渔业、国防、测绘、港口等高端专业市场中的领先地位。
- ◆ 短期内来自海洋渔业的业务是公司业绩增长的主要动力。目前该业务收入主要来自船载终端产品的销售，主要面向 50 吨以上的中远海作业渔船，截至 09 年底已在 9000 多渔船（浙江 8000、南海 1000 多）安装使用，截至 09 年底已在 9000 多渔船（浙江 8000、南海 1000 多）安装使用。据统计，我国现有具备中远海作业能力的渔船约 5 万艘。除终端销售外，随着公司北斗终端产品销售增长客户自然增多，运营服务费也将成为一项重要收入来源。
- ◆ 除海洋渔业外，国防业务也将保持稳定较快增长；测绘及高精度应用产品销售业务是公司目前最大业务，但成长性不足。主要因为市场成熟而增速放缓，并且竞争加剧；由于港口对应用卫星导航技术实现码头堆场自动化需求与港口吞吐量和主管人员认识程度有关，因此预计来自港口的业务将呈缓慢增长态势。
- ◆ 2009 年公司投资设立的和芯星通在基于北斗的芯片开发方面取得了阶段性成果，目前正在进行最后的验证。通常芯片的开发周期需要 2-3 年。因此在比较顺利情况下，预计到 2012 年才会产生收益。
- ◆ 我们预测公司未来三年收入的增速保持在 25%左右，由于 2010 年股权激励成本较大，2010 年业绩有一定压力。预计 2010-2012 年每股收益分别为 0.61 元、0.85 元和 1.09 元，估值水平相对偏高，给予“持有”投资评级。

公司专门从事卫星导航定位产品、基于位置的信息系统和运营服务业务。目前公司已确立在海洋渔业、国防、测绘、港口等高端专业市场中的领先地位，其中在国内机械控制的港口集装箱作业应用领域市场占有率有 100%，在测绘领域高精度接收机核心部件市场占有率有超过 90%。公司也是经授权专门从事北斗系统运营服务业务的机构。

1. 短期内来自海洋渔业的业务是公司业绩增长动力

关于海洋渔业的业务是公司上市募投项目之一，主要市场需求来自渔业船舶。目前渔船的通信方式不能在远距离、恶劣气候条件下使用，或费用较高。北斗系统兼具有导航和报文通信的特点，因此使用北斗系统不仅可以满足渔船的自我定位和通信的需要，而且还可以实现对渔船的监控管理，非常适合在海洋渔业应用。

2008 年公司的海洋渔业业务开始贡献收入，2009 年该业务收入实现大幅增长，同比增长 227%。**该项业务收入来源有三：船载终端产品销售、船位监测系统销售和运营服务。**目前收入主要来自船载终端产品的销售，主要面向 50 吨以上的中远海作业渔船，截至 09 年底已在 9000 多渔船（浙江 8000、南海 1000 多）安装使用。据统计，我国现有具备中远海作业能力的渔船约 5 万艘，但渔业船舶总数超过 28 万艘。按照公司测算，以每台船载终端的加权平均价格为 8000 元/台计算（根据不同等级渔船使用不同功能与配置的终端产品计算，目前产品价格一般在 1.6 万元左右），则终端销售就有 22.4 亿元的市场规模。

除终端销售外，运营服务费也是一项重要收入。目前运营服务采用包年或半年的模式，费用大约 400-800 元。现处于推广阶段，运营服务收入还比较少，09 年仅 1284 万元。尽管如此，但长远来看运营服务在公司业务中占有重要地位。公司是具有北斗系统运营服务资质的七家机构之一，随着公司北斗终端产品销售增长客户自然增多。根据公司最新非公开发行募集资金运用可行性分析报告，预计系统建成后运营服务市场每年可达 5 亿元。此外，为了推广产品目前监测系统免费提供。

由于海洋渔业是高风险、事故高发的行业，而且容易产生涉外事件，因此沿海各地政府为了保障安全生产和便于监控管理，鼓励渔船安装船载终端产品并提供财政补贴（60%-70%）。**目前该业务主要通过与各地政府洽谈，然后与渔民签订合同。**由于各地资金到位情况不一致，加之对此重视程度不同，因此各地进度差异比较。目前在浙江进展比较快，因为中日水域争议比较多。公司正在大力推进该项业务，在各地布设营业网点，负责船载终端产品销售和运营服务。

2. 其他业务情况

除海洋渔业外，国防业务也是保持稳定较快增长。由于北斗系统是我国自主建设的卫星导航系统，在我国军事领域的应用领先于民用领域，而且军队信息化建设对卫星导航产品的需求越来越多。因此预计公司国防业务保持 30% 以上的增

速。目前在军队装备的主要是一代产品，但北斗二代兼容一代产品，因此不会影响相关产品销售。

测绘及高精度应用产品销售业务是公司目前最大业务，但成长性不足。该业务主要是销售代理 NovAtel 或合作的产品。由于该专业市场日益成熟，近年来增速有所放缓。同时一些新的厂商正在进入，市场竞争有所加剧，预计 2010 年与上年持平。

港口业务主要是为港口提供集装箱码头堆场生产自动化、可视化管理系统，通过使用该系统可以提高港口作业效率。根据公司在天津港的示范系统运营来看，可提高效率 10%，降低生产成本 8% 左右。国内现有港口集装箱码头 175 个（07 数据），已有 20 多个采用了该系统。但由于港口对应用卫星导航技术实现码头堆场自动化需求与港口吞吐量和主管人员认识程度有关，因此预计该业务将呈缓慢增长态势。

此外，为了达成股权激励的业绩条件，在一些新领域的公司业务有可能实现较快增长。从需求来看，也是有可能的，因为卫星导航技术应用领域非常广。据美国统计，GPS 比较成熟的应用就有上百种。

3. 基于北斗的芯片期待 2012 年

2009 年公司投资设立的和芯星通在基于北斗的芯片开发方面取得了阶段性成果，目前正在进行最后的验证。通常芯片的开发周期需要 2-3 年。**因此在比较顺利情况下，预计到 2012 年才会产生收益。**

关于开发基于北斗的芯片有利条件是北斗系统是我国自主建设的，对国外的公司不开放。但为了保证北斗系统建设成功，国家支持民营企业的参与。芯片作为产业链的上游，芯片研制必须的。不利的条件是目前北斗系统还处于建设之中，存在一些技术标准或接口还没有确定，而且目前进行芯片研制的企业和科研院所比较多。总的来看，芯片开发的风险和收益并存，风险大，未来的收益也大。

4. 北斗系统建设进入重要阶段

2010 年 5 月 19 日第一届中国卫星导航学术年会在北京召开，北斗卫星导航系统建设“三步走”发展路线更加明确，即 2012 年前覆盖我国及周边地区，2020 年左右形成全球覆盖能力。目前，北斗卫星导航系统已进入发射组网的重要阶段，组网效果关系着系统建设进度。

由于北斗系统具有导航和通信相结合的优势，正在逐步为国内用户所认可，在渔业、交通、电力和国家安全等领域得到了应用。未来随着北斗系统的发展，其用户的范围越来越广，有望带动整个北斗产业的发展。短期内对公司业务影响不明显。

5. 盈利预测

2010 年公司业绩增长存在一定压力。因为除海洋渔业和国防业务能够实现较快增长外，暂时还没有发现新业务弥补测绘、港口业务增长不足。而且 2010 年需要分摊约 2500 万元的股权激励成本。

我们预测 2010-2012 年公司的每股收益分别为 0.61 元、0.85 元和 1.09 元，目前股价对应的动态市盈率分别为 63X、45X 和 35X，估值水平相对偏高，给予“持有”投资评级。

表1: 相关公司估值对比

简称	最新价格 (元)	市盈率PE		
		TTM	10E	11E
航天电子	11.19	45.87	36.22	29.13
合众思壮	57.83	86.66	65.17	51.38
中国卫星	15.23	53.18	43.31	35.30
四创电子	34.87	123.17	85.70	71.13
四维图新	31.31	88.34	68.20	48.80
北斗星通	38.29	71.98	58.26	44.78

数据来源: WIND 信达证券

表2: 公司业绩预测及行权业绩条件对比

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	295	370	461	564
增长率	28.9%	25.4%	24.5%	22.4%
净利润	51	56	77	99
增长率	11.3%	8.8%	39.2%	27.8%
净利润(行权条件)	47	53	60	68

数据来源: 公司公告 信达证券

不过，长远来看公司芯片业务、运营服务市场前景不错，而且未来几年是北斗卫星导航系统进入集中建设期，相关政策或事件将会频现，可能存在交易性机会。因此该公司值得投资者长期关注。

风险提示: 虽然公司新产品研制和新业务推广等方面已有足够的技术储备或项目运作经验，但其成败还会受到北斗系统建设及相关政策影响。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	295	432	551	576	营业收入	295	370	461	564
现金	169	326	330	408	营业成本	185	236	294	355
应收账款	96	29	167	73	营业税金及附加	3	4	4	6
其它应收款	2	2	7	3	营业费用	22	27	34	41
预付账款	1	-0	1	-6	管理费用	27	41	41	51
存货	22	72	41	93	财务费用	-0	-0	-0	-0
其他	4	3	4	5	资产减值损失	2	2	2	2
非流动资产	188	177	176	171	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	2	2	2	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	57	54	52	48	营业利润	57	61	86	110
无形资产	110	110	110	110	营业外收入	4	5	6	7
其他	21	12	13	11	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	483	609	727	747	利润总额	61	65	91	116
流动负债	114	0	222	260	所得税	10	10	14	17
短期借款	0	133	164	64	净利润	51	56	77	99
应付账款	47	55	64	83	少数股东损益	-0	0	0	0
其他	67	-189	-6	113	归属于母公司净利润	51	56	77	99
非流动负债	33	240	58	-59	EBITDA	61	64	89	113
长期借款	0	-0	-0	-0	EPS (元)	0.56	0.61	0.85	1.09
其他	33	240	59	-58					
负债合计	147	240	280	201	主要财务比率				
少数股东权益	15	15	15	15	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	91	91	91	91	成长能力				
资本公积	108	108	108	108	营业收入	28.9%	25.4%	24.5%	22.4%
留存收益	122	155	233	331	营业利润	11.1%	6.4%	40.6%	28.2%
归属母公司股东权益合计	321	354	432	530	净利润	11.3%	8.8%	39.2%	27.8%
负债和股东权益	483	609	727	747	获利能力				
					毛利率	37.3%	36.1%	36.2%	37.0%
					净利率	17.3%	15.0%	16.8%	17.5%
					ROE	15.9%	15.7%	17.9%	18.6%
					ROIC	29.8%	32.7%	29.2%	50.8%
					偿债能力				
					资产负债率	30.4%	39.4%	38.6%	27.0%
					净负债比率				
					流动比率	2.59	1.95	2.12	3.24
					速动比率	2.39	1.62	1.96	2.71
					营运能力				
					总资产周转率	0.69	0.68	0.69	0.77
					应收账款周转率	4	6	5	5
					应付账款周转率	5.35	4.62	4.94	4.83
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.56	0.61	0.85	1.09
					每股经营现金流	1.22	0.37	-0.27	1.93
					每股净资产	3.53	3.90	4.75	5.83
					估值比率				
					P/E	68.23	62.73	45.05	35.26
					P/B	10.84	9.83	8.07	6.56
					EV/EBITDA	55	52	38	30

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	111	34	-24	176
净利润	51	56	77	99
折旧摊销	4	3	4	4
财务费用	-0	-0	-0	-0
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	54	10	-107	71
其它	3	-35	2	3
投资活动现金流	111	28	-3	-2
资本支出	76	-10	3	-2
长期投资	0	0	0	0
其他	187	18	0	0
筹资活动现金流	-24	95	31	-100
短期借款	0	133	31	-100
长期借款	0	-0	-0	-0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	7	0	0	0
其他	-31	-38	0	0
现金净增加额	12	157	4	78

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	强烈买入	相对沪深300指数涨幅20%以上
	买入	相对沪深300指数涨幅介于5%~20%之间
	持有	相对沪深300指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对沪深300指数跌幅10%以上
行业投资评级	强于大市	相对沪深300指数涨幅10%以上
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间
	弱于大市	相对沪深300指数跌幅10%以上

免责声明

本报告是基于信达证券股份有限公司（以下简称“本公司”）认为可靠的已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，也不保证分析师作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布当日的判断。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。在任何情况下，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询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。未经本公司书面同意，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

信达证券股份有限公司

地址：北京市西城区闹市口大街9号院1号楼信达金融中心6层研究开发中心
邮编：100031
传真：0086 10 63081102