

曾斌
021-68407809
zengb@cmschina.com.cn

2010年2月22日

北斗星通(002151.SZ)/35.98元

北斗芯片及军品等募投项目是未来主要看点

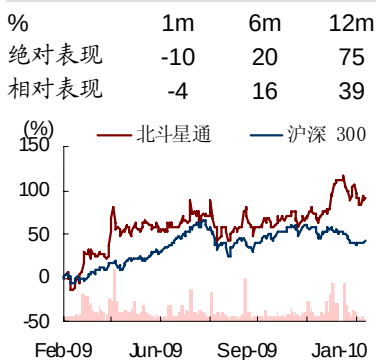
工业·航天军工

审慎推荐-A(首次)

基础数据

上证综指	3018
总股本(万股)	9095
已上市流通股(万股)	2295
总市值(亿元)	33
流通市值(亿元)	8
每股净资产(MRQ)	3.5
ROE(TTM)	15.9
资产负债率	30.4%
主要股东	周儒欣
主要股东持股比例	57.3%

股价表现



相关报告

本文分析了公司 09 年报, 由于卫星导航定位市场竞争加剧, 原有测绘板卡业务收入同比下降, 但海洋渔业与装备业务收入增长迅速, 整体收入仍保持增长。北斗芯片及军品等募投项目是未来主要看点。10 年预测 EPS 0.70 元, 目前股价约 52 倍 PE, 公司前景看好但估值过高, 给予“审慎推荐”评级, 暂不给予目标价。

- **09 年收入、净利为 2.95 亿、0.51 亿, 同比增长 29%、11%, EPS0.56 元:** 08、09 年, 公司整体毛利率由 40%降至 37%, 净利率由 20%降至 17%; 09 年卫星导航定位市场竞争加剧, 公司与国际合作的 GNSS 产品与技术业务收入 1 亿, 同比降 23%; 但公司自主的产品与技术业务发展势头良好, 北斗海洋渔业业务收入约 0.7 亿, 毛利率由 14%升至 25%; 军品首年大幅度贡献收入达 0.46 亿, 毛利率 46%; 逐步形成规模、北斗装备业务取得了新突破, 其经营业绩大幅提高;
- **募投的北斗芯片和军品项目将是未来主要看点:** 公司定向增发预案中, 我们认为潜力较大的是“高性能 SoC 芯片”、“高性能 GNSS 模块与终端”两个募投项目, 前者面向大众消费市场, 后者针对国防特定应用领域和定位定向领域; 据公司自行估算, 这两个项目建成后, 有望实现年均收入 3 亿元、1 亿元, 如能实现, 公司将进入两个新业务领域, 收入、利润规模大幅增长;
- **我们预测公司 2010 年收入增速约 11%, 净利润增速约 24%:** 预计海洋渔业和军品收入将同比增长, 测绘业务将稳定或略有下降; 由于军品的高毛利率, 整体毛利率将略有提高;
- **中国今明两年内拟发射 10 颗北斗二号卫星, 此类事件可能带来交易性机会:** 我国正在实施北斗卫星导航系统建设工作, 计划 2015 年建成一个由三十几颗卫星组成的全球导航定位系统。北斗卫星发射这一类事件可能为公司股价带来交易性机会;
- **给予“审慎推荐-A”评级, 暂不给予目标价:** 预测 10、11 年 EPS 0.70、0.85 元, 短期估值过高, 但公司值得长期看好, 且未来两年有北斗卫星发射带来的事件性刺激, 给予“审慎推荐-A”评级。

财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	229	295	327	396	480
同比增长	52%	29%	11%	21%	21%
营业利润(百万元)	52	57	76	92	118
同比增长	27%	11%	32%	22%	29%
净利润(百万元)	46	51	63	77	99
同比增长	22%	11%	24%	22%	29%
每股收益(元)	0.50	0.56	0.70	0.85	1.09
PE	71.4	64.1	51.6	42.4	33.0
PB	11.4	10.2	9.1	8.1	7.0

资料来源: 招商证券

表 1: 07 - 09 各季度业绩回顾

(百万元)	07Q1	07Q2	07Q3	07Q4	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4
营业收入	30	42	35	43	37	67	49	76	80	67	55	94
营业毛利	12	17	15	17	18	28	21	25	22	26	19	43
营业费用	2	2	2	3	4	3	4	7	4	5	5	8
管理费用	3	4	3	0	5	4	4	6	6	6	6	9
财务费用	0	0	(0)	(1)	(0)	(1)	(1)	0	0	(0)	0	(0)
投资收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
营业利润	7	10	10	13	9	19	13	10	11	14	7	26
归属母公司净利润	6	9	9	14	8	14	10	13	10	13	6	22
EPS (元)	0.12	0.16	0.16	0.26	0.09	0.15	0.11	0.15	0.11	0.14	0.07	0.24
主要比率												
毛利率	41%	40%	44%	40%	48%	42%	43%	32%	28%	38%	34%	46%
营业费用率	6%	4%	6%	6%	10%	5%	7%	9%	5%	7%	9%	8%
管理费用率	10%	10%	9%	1%	15%	6%	8%	8%	8%	9%	11%	10%
营业利润率	24%	24%	29%	31%	24%	29%	27%	14%	13%	21%	13%	27%
有效税率	15%	15%	15%	14%	16%	27%	23%	-12%	16%	14%	19%	16%
净利率	21%	21%	25%	32%	22%	21%	21%	18%	12%	19%	11%	24%
YoY												
收入	N/A	N/A	58%	32%	23%	60%	39%	77%	113%	0%	12%	23%
净利润	N/A	N/A	31%	59%	29%	60%	20%	-4%	18%	-7%	-41%	66%

资料来源: 招商证券

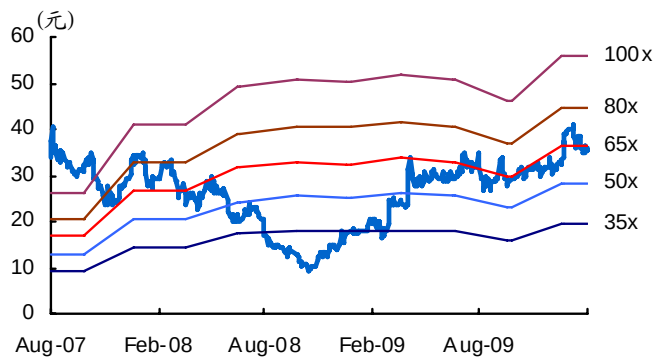
表 2: 通信设备商估值对比表

公司	代码	EPS			盈利增长率			PE			PB	PS	ROE	市值	股价
		08	09E	10E	08	09E	10E	08	09E	10E	MRQ	09E	TTM	亿元	(元)
中兴 A 股	000063	1.24	1.41	1.83	33	48	14	34	30	23	5.2	1.3	13	803	42.5
中兴 H 股	0763	1.24	1.41	1.83	33	48	14	33	29	22	5.0	1.2	12	805	46.1
武汉凡谷	002194	0.77	0.69	0.86	44	17	25	26	29	23	6.0	6.4	21	112	20.2
烽火通信	600498	0.43	0.65	0.91	66	52	41	67	44	31	3.4	2.6	8	126	28.5
中天科技	600522	0.54	1.01	1.20	73	121	19	45	24	20	5.1	2.1	19	79	24.5
大唐电信	600198	0.10	0.14	0.27	44	39	159	170	126	67	16.6	2.2	12	78	17.9
亿阳信通	600289	0.21	0.53	0.73	(41)	152	38	75	30	21	4.0	5.1	6	55	15.7
国脉科技	002093	0.29	0.40	0.56	36	36	42	68	50	35	10.7	7.9	18	53	19.7
亨通光电	600487	0.64	1.06	1.30	34	61	25	52	32	26	4.5	2.7	13	56	33.6
恒宝股份	002104	0.28	0.33	0.44	32	21	31	68	57	43	10.9	12.1	18	56	18.9
新海宜	002089	0.20	0.38	0.57	20	145	25	81	44	29	7.1	7.1	16	36	16.6
中创信测	600485	0.42	0.46	0.65	111	11	40	42	38	27	6.1	6.9	14	24	17.4
三维通信	002115	0.47	0.83	1.09	35	40	39	57	33	25	6.0	4.7	11	36	27.1
长江通信	600345	0.10	0.21	0.20	(43)	0	0	147	71	75	3.0	5.3	3	30	15.0
东信和平	002017	0.27	0.23	0.31	3	10	33	66	78	59	7.2	4.1	7	36	18.1
动力源	600405	0.02	0.20	0.30	45	0	0	403	49	33	5.4	2.9	13	21	9.8
奥维通信	002231	0.19	0.24	0.29	(43)	30	17	91	70	60	4.8	9.9	7	18	17.1
拓维信息	002261	0.98	0.81	1.03	24	16	27	43	52	41	8.0	15.2	14	47	42.2
北纬通信	002148	0.46	0.47	0.54	8	18	46	73	71	62	6.5	15.2	9	25	33.5
平均					24	49	35	101	54	40	7	6	12		

资料来源: Wind, 招商证券

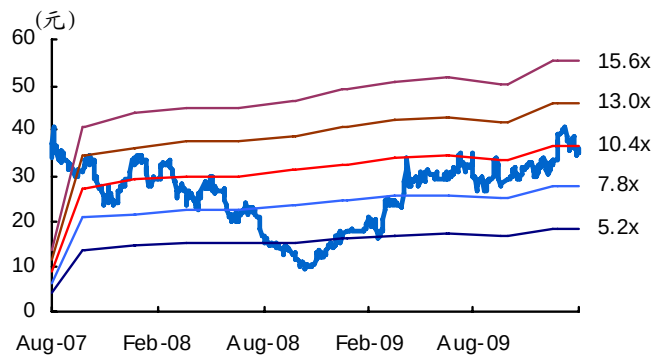
注: 股价为 10 年 2 月 12 日收盘价; 中兴 H 股股价和市值单位为港币, 其余均为人民币;

图 1: 北斗星通历史 PE Band



资料来源: 招商证券研发中心

图 2: 北斗星通历史 PB Band



资料来源: 招商证券研发中心

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	289	295	318	372	434
现金	159	169	198	230	262
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	4	5	6	7
应收款项	72	96	96	113	137
其它应收款	6	2	3	3	4
存货	39	22	15	19	22
其他	13	1	1	2	2
非流动资产	79	188	200	210	225
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	43	57	81	100	124
无形资产	1	110	99	89	80
其他	34	21	21	20	20
资产总计	368	483	519	582	659
流动负债	55	114	112	128	146
短期借款	0	0	10	11	12
应付账款	22	47	49	59	71
预收账款	26	21	22	27	32
其他	7	46	31	31	31
长期负债	26	33	33	33	33
长期借款	0	0	0	0	0
其他	26	33	33	33	33
负债合计	81	147	144	161	179
股本	91	91	91	91	91
资本公积金	101	108	108	108	108
留存收益	94	123	161	207	266
少数股东权益	0	15	15	15	15
母公司所有者权益	286	321	359	406	465
负债及权益合计	368	483	519	582	659

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	(8)	111	78	86	101
净利润	46	51	63	77	99
折旧摊销	0	0	15	15	15
财务费用	(2)	(0)	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营运资金变动	0	0	13	(10)	(18)
其它	(52)	61	(13)	4	5
投资活动现金流	(40)	(76)	(18)	(24)	(30)
资本支出	0	0	(18)	(24)	(30)
其他投资	(40)	(76)	0	0	0
筹资活动现金流	0	(24)	(31)	(30)	(39)
借款变动	0	0	(5)	1	1
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	0	0	(25)	(31)	(40)
其他	0	(24)	(0)	(0)	(0)
现金净增加额	(48)	12	30	32	32

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	229	295	327	396	480
营业成本	138	185	192	234	279
营业税金及附加	2	3	3	4	5
营业费用	18	22	24	29	35
管理费用	20	27	29	34	40
财务费用	(2)	(0)	0	0	0
资产减值损失	3	2	2	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	52	57	76	92	118
营业外收入	3	4	0	0	0
营业外支出	0	1	0	0	0
利润总额	54	61	76	92	118
所得税	8	10	12	15	19
净利润	46	51	63	77	99
少数股东损益	0	(0)	0	0	0
母公司所有者净利润	46	51	63	77	99
EPS (元)	0.50	0.56	0.70	0.85	1.09

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	52%	29%	11%	21%	21%
营业利润	27%	11%	32%	22%	29%
净利润	22%	11%	24%	22%	29%
获利能力					
毛利率	39.9%	37.3%	41.2%	40.8%	41.8%
净利率	20.0%	17.3%	19.4%	19.5%	20.7%
ROE	16.0%	15.9%	17.7%	19.0%	21.3%
ROIC	14.6%	13.6%	16.6%	17.9%	20.2%
偿债能力					
资产负债率	22.2%	30.4%	27.8%	27.7%	27.1%
净负债比率	0.0%	3.1%	1.9%	1.9%	1.8%
流动比率	5.2	2.6	2.8	2.9	3.0
速动比率	4.5	2.4	2.7	2.8	2.8
营运能力					
资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7
存货周转率	4.1	6.1	10.2	13.7	13.6
应收帐款周转率	4.7	3.5	3.4	3.8	3.9
应付帐款周转率	5.8	5.3	4.0	4.3	4.3
每股资料(元)					
每股收益	0.50	0.56	0.70	0.85	1.09
每股经营现金	-0.09	1.22	0.86	0.94	1.11
每股净资产	3.15	3.53	3.95	4.46	5.12
每股股利	0.20	0.25	0.28	0.34	0.44
估值比率					
PE	71.4	64.1	51.6	42.4	33.0
PB	11.4	10.2	9.1	8.1	7.0
EV/EBITDA	50.9	43.8	29.0	24.7	19.8

分析师简介

曾斌: 6 年通信行业从业经历, 目前为招商证券通信行业分析师。

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。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内, 公司股价相对同期市场基准 (沪深 300 指数) 的表现为标准:

- 强烈推荐: 公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐: 公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性: 公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间
- 回避: 公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A: 公司长期竞争力高于行业平均水平
- B: 公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C: 公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准 (沪深 300 指数) 的表现为标准:

- 推荐: 行业基本面向好, 行业指数将跑赢基准指数
- 中性: 行业基本面稳定, 行业指数跟随基准指数
- 回避: 行业基本面向淡, 行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有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。

本报告仅向特定客户传送, 版权归招商证券所有。未经我公司书面许可, 任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。