

北斗星通（002151）：北斗系统建设全面展开 迎来发展良机

增持（上调）

通信

2010年03月10日

天相资讯科技组

联系人：郑常斌 010-66045587 zhengcb@txsec.com

事件描述：

近日，我们调研了北斗星通，就国内卫星导航产业发展、公司经营现状及未来发展、定向增发项目等相关事宜与公司高管进行了交流和沟通，并参观了公司海洋渔业运营服务系统及主要产品。

评论：

1、北斗二代建设全面展开 国内卫星导航产业迎来发展良机

全球有四大卫星定位系统，即美国的GPS（全球定位系统）系统、俄罗斯的GLONASS（格洛纳斯）、欧洲的GALILEO（伽利略）系统和中国的COMPASS（北斗）系统。目前，美国GPS系统最早建成，应用也最为广泛的；俄罗斯GLONASS系统正在进行修复，能覆盖全球85%的地区；欧洲GALILEO系统正在大规模建设，预计将于2013年建成后达到全球覆盖。基于战略考虑，我国正在大力建设自主的全球卫星定位系统——北斗系统。

我国的北斗系统有北斗一代和北斗二代。已经建成的北斗一代为试验系统，可覆盖中国大陆及周边亚太地区。目前，我国正在大力建设的全球卫星定位系统为北斗二代，该系统包括5颗地球同步静止轨道卫星和30颗非静止轨道卫星，建成后将达到全球覆盖的能力。

根据国家对北斗二代的发展规划：到2012年，初步建成覆盖亚太区域的北斗卫星导航系统，促进卫星导航应用产业的发展；到2020年，全面建成由5颗静止轨道和30颗非静止轨道卫星组成的全球卫星导航系统，使我国真正成为卫星导航产业的应用强国。目前，我国已经于2010年1月7日成功发射了第3颗同步卫星，未来两年将是北斗系统组网和卫星发射的高峰期，预计2012年之前将发射卫星超过10颗。

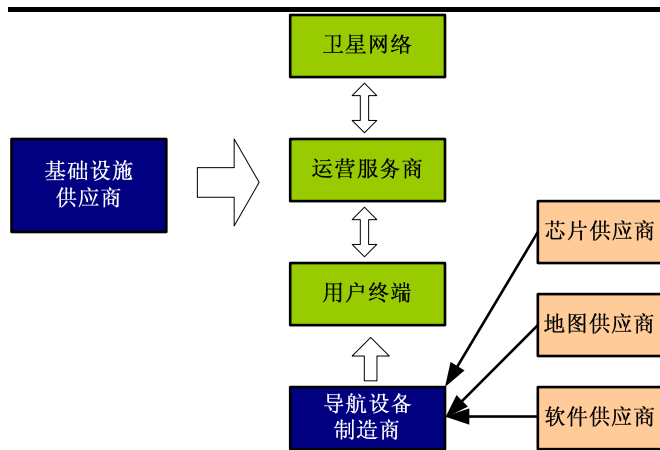
受金融危机的影响，全球卫星导航产业发展速度有所下降，增速由原来的20%放缓至15%左右。但受益于国内良好的宏观经济环境和政府的大力支持，中国的卫星导航产业正迎来快速发展的时期，预计未来几年行业需求仍将保持25%左右的速度增长。

2、公司处于卫星导航产业链核心环节 各细分业务均有望快速增长

整个卫星导航产业主要由卫星网络、运营服务商、终端设备制造商构成。其中，导航设备制造商包括芯片供应商、地图供应商和软件供应商等。通常，卫星网络由各国政府主导建设，而产业应用市场则由企业主导开发。

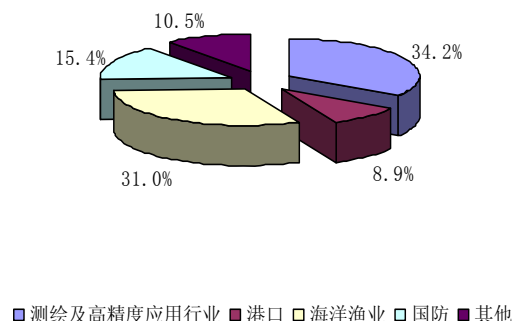
公司处于卫星导航产业，始终坚持“产品+系统应用+运营服务”的经营模式，业务囊括导航设备、用户终端和运营服务三大产业环节。从应用领域来看，公司业务主要分布于测绘及高精度应用、港口、海洋渔业及国防等四大领域。其中，测绘及高精度应用和海洋渔业领域是公司主要营收来源。

图表 1：卫星导航产业链



资料来源：天相投顾

图表 2：公司各细分应用领域 09 年营收占比



在行业快速增长的背景下，未来两年公司四大领域的业务都将有望迎来快速增长。

（1）测绘及高精度行业应用

测绘及高精度行业应用领域，是公司的传统市场。该市场公司主要提供基于GNSS系统的产品，下游客户为中海达和南方测绘等专业公司。09年，该领域实现营业收入10,080万元，毛利贡献3,800万元，毛利占比为35%，为公司重要的营收和利润点。

由于下游客户受宏观环境影响后再传导至上游需要一定时间，该业务受宏观经济环境的影响有半年左右的滞后期。全球金融危机对该业务的不利影响在09年充分显现，使得公司09年测绘及高精度行业应用领域收入同比下降了23%。

卫星导航技术在测绘领域的应用已经较为成熟，整体需求增长较为平缓。2010年，受益于国内良好的宏观经济环境，预计该业务将出现明显的恢复性增长。

（2）港口及海洋渔业

港口及海洋渔业终端业务是公司07年IPO时募集资金所推动的业务，两者均在09年实现规模效益。

港口业务：受金融危机的影响，09年实现营收26,00万元，同比略降1%。目前，公司在全国近15个港口集装箱码头开展有相关业务，未来将积极向其他地区拓展。伴随宏观经济向好趋势，预计该业务未来将迎来稳步增长。

海洋渔业业务：主要客户是中远海作业渔船和沿海渔业局或渔业公司。公司向中远海渔船销售渔业导航终端，向渔业局或渔业公司销售监测管理系统，同时为它们提供导航运营服务。目前，渔业导航终端的价格在1万元/台左右，毛利率略高于10%；监测管理系统价格为30万-100万元/台；运营服务收费以包年形式，价格为500-800元/年。该业务，公司并不以销售渔业导航终端为主要盈利渠道，而主要通过为客户提供卫星导航网络运营服务实现盈利。09年，公司运营服务收入近1,300万元，毛利率达75%。目前，公司的入网用户已超过1万个（市场占有率超过60%），未来目标市场达6万只中远海渔船，有一定的成长空间。09年，公司整个海洋渔业业务实现爆发性增长，营收达到9,100万元，同比增长227%。

近年来，国家正大力扶持和引导北斗卫星导航定位系统在海洋渔业领域的应用。公司海洋渔业业务正是基于我国自主的北斗系统，因此获得了国家的大力扶持。在政府大力支持的背景下，公司海洋渔业



业务未来两年将保持高速增长的态势。

(3) 国防领域

国防业务是公司国防单位提供基于我国北斗系统的卫星导航产品。基于国防安全考虑，应使用基于北斗系统的卫星定位产品。近年来，国防单位对北斗系统的导航产品需求不断增长。

09年，公司国防业务实现销售收入4,550万元，同比增长达126%。鉴于信息化建设的日益重视，对北斗导航定位产品的需求也将继续快速增长，我们预计公司2010年国防业务收入增长将超过50%。

3、定向增发项目盈利前景看好 北斗SOC芯片研发将大幅提升公司核心竞争力

目前，公司正积极筹备定向增发。公司拟以不低于32.21元/股的价格，发行不超过1,500万股，募集资金约3.1亿元，用于四大项目建设，如图表3。若增发成功，将有助于公司抓住北斗系统全面建设带来的行业发展良机。募投项目将用于满足快速增长的下游需求，盈利前景看好。

尤其值得一提的是，北斗SOC芯片研发将大幅提升公司核心竞争力。芯片是卫星导航产业链上最具壁垒、也最体现公司竞争力的环节。公司北斗SOC芯片研发团队由在卫星导航技术领域颇有造诣的韩绍伟博士带领。鉴于韩绍伟在卫星导航领域突出的历史成绩，我们认为，公司SOC芯片研发成功的可能性将非常大。尽管北斗全球系统的加速建设，但短期内基于北斗的芯片的市场启动尚需时日，因此该项目短期内尚难以贡献业绩。

附韩绍伟博士简介：2000年加入美国麦哲伦公司 (Magellan) 任首席研究员、技术研发团队经理，2003年加入美国Centrality通信公司任总工、副总裁，负责管理全球的技术研究和产品开发部门，包括对其上海子公司（上海掌微电子科技有限公司）的管理。2007年，韩绍伟加入美国SiRF公司（美商瑟孚科技股份有限公司）任副总裁，主要负责GPS技术创新、系统集成芯片的研制和开发。韩绍伟是多项卫星导航定位技术专利的发明人。

图表 3：公司定向增发项目情况

序号	项目名称	实施主体	总投资额 (万元)	拟用募集资金投入 金额 (万元)	效益分析 (建设期均为两年)
1	北斗/GPS海洋渔业生产安全保障与信息服务规模化应用高技术产业化示范工程项目	北斗海南 (全资子公司)	6,720.00	5,720.00	运营期内预计可实现年均销售收入15,247.21万元，年均税后净利润3,873.60万元，内部报酬率（税后）为40.59%，投资回收期（税后）为4.98年。
2	高性能GNSS模块与终端研制及批产化项目	北斗星通	6,682.10	6,682.10	项目建设期为2010年7月到2012年6月，建设投资2010年投入44.24%，2011年投入29.44%，2012年投入26.32%。运营期内预计可实现年均销售收入11,738.46万元，年均税后净利润3,327.96万元，内部报酬率（税后）为34.02%，投资回收期（税后）为4.52年。
3	高性能SoC芯片及应用解决方案研发与产业化项目	和芯星通 (控股子公司，占70%)	10,580.34	10,580.34	预计运营期内可实现年均销售收入18,600万元，年均税后净利润6,913.26万元，内部报酬率（税后）35.04%，投资回收期（税后）4.86年。
4	北斗星通导航产业基地建设项目	北斗星通	17,880.00	7,713.56	项目不单独核算效益，主要目的是满足上述三个募投项目的场地需求以及公司未来发展的场地需求，为公司的长远发展提供保障。
合计			41,862.44	30,696.00	

资料来源：公司公告、天相投顾

4、盈利预测与评级

盈利预测假设：



(1) 测绘及高精度应用业务销售收入将随着国内宏观经济好转后恢复稳定增长，而来自国防业务和海洋渔业业务的收入在政府政策支持下将保持高速增长态势；

(2) 未来几年公司业绩均能达到股权激励的业绩条件（2010-2011年扣除非经常性损益后的净利润较2007年分别同比增长60%和80%），股权激励费用摊销使公司成本和费用率有所加大；

(3) 随着国家对北斗卫星定位系统应用领域的支持力度加大，未来两年公司从政府获得各类研发资金或补贴显著增加。

我们小幅上调公司的盈利预测，按9,095万股本计算，预计公司2010-2012年每股收益分别为0.72元、1.00元和1.29元。公司3月9日收盘价40.90元，对应2011年动态PE为41倍。我们认为，鉴于公司所处行业——北斗卫星导航产业具有独特的战略意义，以及未来业绩将稳步快速增长的发展前景，理应给予公司较高的估值，上调公司投资评级为“增持”。

5、风险提示

(1) 国内北斗二代系统建设与产业应用发展速度慢于预期；(2) 公司基于北斗系统的SOC芯片研发进展缓慢。



图表 4: 北斗星通 (002151) 盈利预测表

单位: 万元	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业收入	22,886	29,498	39,400	51,000	62,000
增长率 (%)	52.20%	28.89%	33.57%	29.44%	21.57%
减: 营业成本	13,752	18,491	25,400	32,500	38,800
毛利率 (%)	39.91%	37.32%	35.53%	36.27%	37.42%
减: 营业税金及附加	192	304	400	500	600
销售费用	1,752	2,153	2,800	3,500	4,100
管理费用	1,957	2,654	3,600	4,500	5,300
财务费用	-201	-31	-200	-50	-50
期间费用率 (%)	15.33%	16.19%	15.74%	15.59%	15.08%
资产减值损失	281	199	200	200	200
加: 公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
二、营业利润	5,154	5,728	7,200	9,850	13,050
增长率 (%)	26.75%	11.14%	25.69%	36.81%	32.49%
加: 营业外收入	271	390	500	800	800
减: 营业外支出	5	56	0	0	0
三、利润总额	5,420	6,063	7,700	10,650	13,850
增长率 (%)	23.09%	11.85%	27.01%	38.31%	30.05%
利润率 (%)	23.68%	20.55%	19.54%	20.88%	22.34%
减: 所得税	835	979	1,200	1,600	2,100
实际税负比例 (%)	15.41%	16.16%	15.58%	15.02%	15.16%
四、净利润	4,585	5,083	6,500	9,050	11,750
归属母公司所有者净利润	4,585	5,104	6,510	9,050	11,725
增长率 (%)	21.91%	11.32%	27.55%	39.02%	29.56%
净利润率 (%)	20.03%	17.30%	16.52%	17.75%	18.91%
少数股东损益	0	-21	-10	0	25
基本每股收益 (元)	0.50	0.56	0.72	1.00	1.29
每股净资产 (元)	3.15	3.53	4.25	5.24	6.53
净资产收益率 (%)	16.02	15.90	16.86	18.99	19.74

资料来源: 公司财报、天相投顾



天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街 19 号富凯大厦 B 座 701 室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100032
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 4 层 电话：010-66045566；66045577 传真：010-66045500 邮编：100034
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街 28 号 A 座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路 379 号金穗大厦 12 楼 D 座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区深南大道 6033 号金运世纪大厦 22A 电话：0755-83234800 传真：0755-83234800 邮编：518040
山东天相	地址：济南市舜耕路 28 号舜花园小区朝 3C 电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250014