

上市公司调研简报

通信设备

09 年业绩增长放缓 10 年预期大幅增长

中创信测 (600485)

调研目的

公司前三季度收入同比增长 9.1%，净利润下降 7.8%；调研公司业绩经营情况，尤其是公司网络监测维护系统类产品的销售情况。

调研结论

公司是监测网络系统产品的领先企业 客户集中度高

公司所处行业为电信网络运营维护设备子行业，产品主要分为两大类：网络监测维护系统类产品（在 09 年上半年销售收入占比达 67%），主要客户为运营商，市场份额达到 60%-70%，主要竞争对手为中兴通讯；测试仪器仪表类产品（09 年上半年销售收入占比达 30%），主要客户为设备商和运营商，主要竞争对手为安捷伦和泰克。公司产品优势在于通过硬件设备系统对电信网络中的信令和数据进行监测。

公司主要客户为运营商，客户集中度比较高。截至 09 年 10 月底，对中国移动的销售收入占总收入比例较高，产品前期在中国移动的 TD 一期和二期网络建设中占有了优势份额；对中国联通和中国电信的销售收入也呈上升趋势。

随着运营商重组完成并开始全业务经营，我们认为该转变从长期看对公司购成利好，能够有助于改变公司业绩过渡依赖中国移动在监测网络方面的投入和部署。公司的产品开发已经能够支持 3G 三个不同标准网络，随着运营商在 09 年初步完成 3G 网络建设、10 年 3G 用户及网络数据流量的爆发性增长，我们认为 10 年和 11 年运营商将加强在 3G 网络监测和性能维护方面的投入，公司 10 年和 11 年业绩有望获得较好增长。

近期受中国移动监测网络平台整治影响 收入确认可能延迟

由于行业特点体现为运营商占相对主导地位，公司的网络监测维护系统类产品收入确认周期较长（从合同签订至产品完成初步验收的间隔达半年）。而且，中国移动 09 年开展的“监测网络平台整治”对公司收入确认有一定影响。目前公司在抓紧时间全力配合完成中国移动的平台整治，但短期可能仍然会对公司 09 年收入确认造成一定影响。

从长期看，由于中国移动的“平台整治”在 10 年将会进一步延续、并且会扩展到移动业务数据分析系统等其他方面，我们认为公司此次从 09 年中国移动“平台整治”项目中所积累的经验 and 开发的系统解决方案将有助于公司在未来以更高的效率和客户满意度完成中国移动在 10 年以后的更大规模的“平台整治”工作，从而在公司业绩上得到进一步提升。

首次评级

增持

戴春荣

daichunrong@csc.com.cn

010-85130981

袁兵兵

yuanbingbing@csc.com.cn

010-85130903

当前股价：17.01 元

目标价格 6 个月：19.30 元

调研日期：2009 年 12 月 25 日

分析日期：2009 年 12 月 27 日

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
5.0/9.5	14.1/3.4	49.2/-20.4
12 月最高/最低价 (元)		18.96/0
总股本 (万股)		13,663
流通 A 股 (万股)		13,663
总市值 (亿元)		23.24
流通市值 (亿元)		23.24
近 3 月日均成交量 (万)		476
主要股东		
北京英诺维电子技术有限公司		25.92%

股价表现



相关研究报告

毛利率趋于稳定、管理费用率 11 年以后有望降低

公司的监测维护系统类产品相对占优势地位，竞争者较少，毛利率保持相对稳定；而仪表类产品的销售方式由于向外部渠道拓展，上半年毛利率同比下降 25.2%，但销售收入在 09 年上半年增长 57%。我们预期公司产品的毛利率随着销售渠道拓展的完成，将趋于稳定。

由于股权激励费用摊销的影响，公司 09 年的管理费用率同比 08 年有了较大上升（从 08 年前三季度的 30.7% 上升到 09 年同期 37.5%），考虑到公司 09 年的股权激励费用摊销达 1600 万，10 年达 1200 万，我们预计随着公司销售收入增长和股权激励费用摊销的减少，公司的管理费用率将在 11 年以后得到降低。

表 1：09/1-9 月与 08/1-9 月期间费用率比较

	08/1-9 月	09/1-9 月	同比增长
期间费用占收入的比重	47.3%	50.8%	3.50%
销售费用占收入的比重	16.9%	13.9%	-3.0%
管理费用占收入的比重	30.7%	37.5%	6.8%
财务费用占收入的比重	-0.2%	-0.6%	-0.4%

资料来源：公司公告、中信建投研发部

09 年业绩增长放缓 10 年业绩大幅增长是大概率事件

09 年受中国移动“平台整治”很可能导致公司收入确认延迟、公司管理费用率由于股权激励费用摊销而相对较高的影响，我们预测公司 09 年业绩将只能实现小幅增长，公司 09 年的股权激励行权条件（营业收入同比增长 10%，净利润增长 30%）较难实现；但是 10 年考虑到公司研制的监测网络新平台与中国移动网络运行平台磨合完成、09 年延迟确认的收入将在 10 年得到体现、运营商随着 3G 用户和数据流量增长对网络监测相关产品需求将大幅增加，我们预计 10 年公司的业绩将得到较好增长，达到公司 10 年的股权激励行权条件（营业收入同比增长 10%，净利润增长 30%）可能性非常大。我们预测公司 09-11 年 EPS 分别为 0.43 元、0.64 元、0.78 元。按照 10 年 30 倍 PE 计算，我们给予公司六个月 19.3 元目标价，并给予“增持”（谨慎）评级。

表 2：预测和比率

	2008A	2009E	2010E	2011E
主营收入（百万）	280.0	309.2	445.5	535.0
主营收入增长率	44.0%	10.4%	44.1%	20.1%
净利润（百万）	56.7	58.4	87.80	107.0
净利润增长率	110.6%	3.0%	50.4%	21.9%
EPS（元）	0.42	0.43	0.64	0.78
P/E	41	40	27	22

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

- 1、 $EV = \text{股权价值} + \text{债权价值} - \text{现金}$
- 2、 $EBIT = \text{营业利润} + \text{财务费用}$
- 3、 $EBITDA = EBIT + \text{折旧} + \text{摊销}$
- 4、 $NOPLAT = EBIT \times (1 - \text{所得税率}) = EBIT - \text{所得税}$ （只考虑核心业务，扣除非经常性损益）
- 5、 $IC (\text{invested capital}) = \text{股东权益} + \text{长期借款} + \text{短期借款} + \text{应付债券} + \text{少数股东权益} - \text{现金} - \text{短期投资} - \text{长期投资}$
- 6、 $ROIC = NOPLAT / IC \times 100\%$
- 7、 $OPFCF = EBITDA - \text{税收} - \text{净资本性支出} - \text{营运资本的增加}$
- 8、 $WACC = [(K_e \times V_e) + (K_d \times V_d)] / (V_e + V_d)$
- 9、 $K_d = \text{债务成本} = \text{债务利率} \times (1 - \text{税率})$
- 10、 $V_e = \text{股本价值} = \text{股价} \times \text{总股本}$ $V_d = \text{债务价值}$
- 11、 $K_e = R_f + \beta (R_m - R_f)$
- 12、 $\text{营运资本} = \text{流动资产} - \text{流动负债}$

分析师介绍

戴春荣：北方交通大学工学硕士，通信、传媒行业首席分析师，11年证券研究经历，曾获《新财富》2006年通信行业最佳分析师第二名、2007年传媒行业最佳分析师入围、2009年通信行业最佳分析师入围。

袁兵兵：清华大学通信专业硕士，通信行业分析师，专注于从通信设备商市场状况、电信运营商需求、技术演进及管理政策等方面分析通信行业，4年通信行业工作经验。

基金研究服务

北京地区销售经理

张博 (010) 85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁昕 (010) 85130318 dingxin@csc.com.cn

张明 (010) 85130232 zhangming@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨明 (010) 85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱律 (010) 85130231 zhuly@csc.com.cn

严非 (021) 68805033 yanfei@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 (010) 85130909 zhaohai@csc.com.cn

任威 (010) 85130923 renwei@csc.com.cn

张娅 (010) 85130230 zhangya@csc.com.cn

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉

追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界

强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断

注重研究、沟通、推介能力的全面发展

发扬敬业精神，发扬团队精神

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街188号4楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道201号渣打银行大厦601室

电话：(8621) 6880-5588

传真：(8621) 6880-5010

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，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。