



新股投资价值分析报告

研究报告
电子元器件

谨慎申购

国腾电子(300101)

2010年7月23日

股票价格

发行价格	32元
合理价格	28元
网下发行数量	350万股
网上发行数量	1400万股

股本结构

总股本(万股)	6950
流通A股(万股)	1750
B股/H股(万股)	0/0

重要日期

网下申购日	2010年7月26日
网上申购日	2010年7月26日

相关研究

电子及行业分析师

邱春城

SAC执业证书编号: S0850208110575
电话: 021-23219413
Email: qiucc@htsec.com

联系人

张孝达

电话: 021-23219697
Email: zhangxd@htsec.com

立足北斗卫星导航应用蓝海, 前景广阔

公司拥有完整的“元器件-终端-系统”北斗卫星导航应用产业链, 是国内唯一能够提供全系列基带、射频、天线、功率放大器、低噪放等北斗终端关键元器件的厂商和国内最大的北斗终端供应商。预期未来三年收入和利润成长较快, 但公司发行定价较高, 建议谨慎申购。

主要财务数据及预测

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入增长率(%)	28.07	36.67	35.00	40.00
净利润增长率(%)	34.54	35.32	37.12	21.20
毛利率(%)	63.66	62.00	61.00	60.00
每股收益(元)	0.57	0.77	1.06	1.28

资料来源: 招股说明书, 海通证券研究所

- **产品。**公司围绕北斗卫星导航应用的“元器件-终端-系统”产业链提供产品和服务, 主要从事北斗卫星导航应用关键元器件、特种行业高性能集成电路、北斗卫星导航终端的设计、开发、生产和销售, 以及北斗卫星导航定位应用系统的开发和建设。2009年, IC设计服务、元器件、北斗终端占营业收入比重分别为22.79%、5.38%、71.46%。
- **行业地位和竞争。**公司是国内最大的北斗终端供应商, 市场占有率为40%左右; 同时, 公司是国内唯一能够提供全系列基带、射频、天线、功率放大器、低噪放等北斗终端关键元器件的厂商。
- **收入和利润。**2007年-2009年, 公司营业收入分别为0.63亿、1.37亿和1.76亿, 收入年复合增长率为67.35%; 净利润分别为1641万元、2945万元和3962万元, 年复合增长率为55.35%。
- **毛利率。**公司过去三年综合毛利率分别为34.25%、67.28%和63.78%。2008年, 北斗终端占营业收入的比重大幅上升, 由于北斗终端毛利率较高, 致使综合毛利率显著改善。
- **募投项目分析。**IPO募集资金将投入北斗卫星导航定位用户终端关键元器件技改及产业化项目、北斗卫星导航应用服务中心技改及产业化推广项目、视频/图像处理芯片技改及产业化项目、高性能频率合成器技改及产业化应用项目、北斗/惯导(BD/INS)组合导航技术改造及产业化项目等五个项目。
- **盈利预测与投资建议。**预计2010~2012年EPS分别为0.77元、1.06元、1.28元, 目前发行价对应未来三年动态PE分别为41×、30×和25×左右, 估值水平偏高, 建议投资者谨慎申购, 未来6个月合理目标价在28元左右。

1. 打造北斗卫星导航应用的“元器件-终端-系统”产业链

公司围绕北斗卫星导航应用的“元器件-终端-系统”产业链提供产品和服务，主要从事北斗卫星导航应用关键元器件、特种行业高性能集成电路、北斗卫星导航终端的设计、开发、生产和销售，以及北斗卫星导航定位应用系统的开发和建设。目前，公司主营业务和主导产品结构如表 1 所示。

表 1 国腾电子主营业务和主导产品结构

北斗关键元器件及特种行业高性能集成电路	北斗终端	北斗应用系统
北斗射频收发芯片、北斗基带处理芯片、北斗功率放大器、北斗天线、视频/图像处理电路、频率合成器、通信和计算机接口等	手持型、车载型、船载型、指挥型、授时型、海上救生型、数据传输型各种授时定位模块	公安、安全、交通、电力、水利、海洋、林业、农业、旅游、石油、铁路等行业应用系统开发、建设、维护以及北斗运营服务

资料来源：招股说明书，海通证券研究所

(1) 北斗关键元器件及特种行业高性能集成电路领域

公司是国内综合实力最强、产品系列最全、技术水平领先的北斗关键元器件研发和生产企业之一，公司研发的北斗天线、功率放大器以及低噪放等产品已率先在北斗终端中得到应用，基带和射频芯片也已研制完成并将开始大规模应用，同时承担了“北斗卫星导航定位用户终端射频前端芯片”、“北斗卫星导航定位用户终端基带处理”，“北斗天线”、“北斗射频模块”等多项国家重点科研项目，掌握了基带、射频、功率放大器、天线等北斗关键元器件研发的核心技术。

在行业高性能集成电路领域，公司成功成为兵器、船舶、航空、航天及电子科技集团等特大型工业企业的合格供应商。根据军用电子元器件主管单位对立项目的统计以及用户的实际反馈，公司在特种行业应用视频/图像处理领域处于国内领先地位。

(2) 北斗终端领域

子公司国星通信从 1999 年开始从事北斗卫星导航终端的研发，是最早开展北斗终端研制的厂商之一。目前国星通信是拥有北斗终端产品系列最全、品种最多、销量最大的企业，是我国国防领域北斗终端最大的供应商，且在国防领域的地位仍在不断增强中。根据中国卫星导航定位应用管理中心对北斗终端累计入网数量的统计，国星通信生产的北斗终端占有率在 40% 左右，为供货量最大的厂商。

在 2009 年度全军卫星导航定位用户设备 11 个型号的集中采购招标活动中，国星通信所投的 10 个型号均中标，其中手持型、手持双模型、小型化手持型、分体车载型、一体车载双模型、分体车载双模型、单向授时型等 7 个型号排名第一；指挥型、一体车载型排名第二；中心式指挥型排名第三。

(3) 应用系统领域

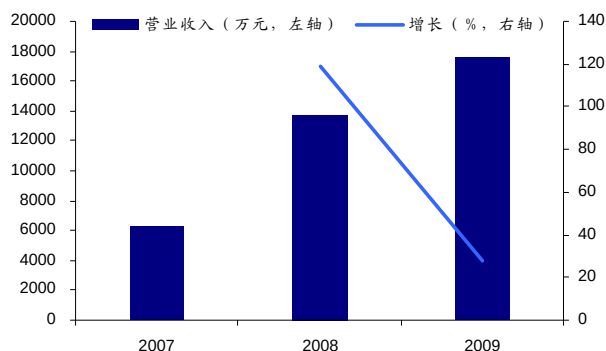
在该领域公司主导参与了国防和民用多个试点项目的工作，包括“边防管控系统”、“石油管线智能巡检系统”、“消防通信指挥系统”、“移动目标监控系统”、“车辆监控跟踪指挥管理系统”等。

2. 国星通信推动公司营业收入快速增长

2007 年-2009 年，公司主营业务收入分别为 6273.24 万元、13450.40 万元、17503.08 万元，2008 年同比增长率为 118.67%，增速较快，主要是由于：公司 2007 年 12 月收购国星通信 50.27% 股权后，自 2008 年 1 月开始将国星通信纳入合并范围；由于国星通信的贡献，2008 年营业收入较 2007 年增加 7444.52 万元。

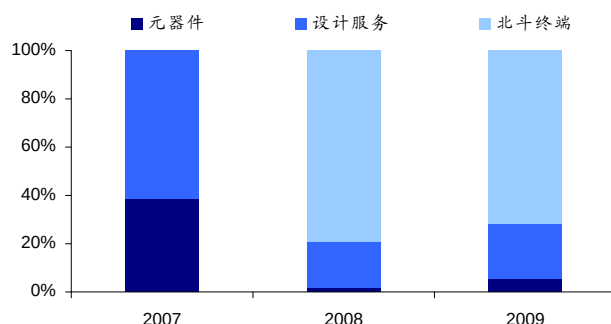
从收入结构上看，2007 年，由于国星通信未纳入合并范围，公司营业收入仅包括设计服务收入和元器件销售收入。2008 年将国星通信纳入合并报表范围后，北斗终端成为公司营业收入的主要来源。2009 年，IC 设计服务、元器件、北斗终端占营业收入比重分别为 22.79%、5.38%、71.46%。

图 1 国腾电子营业收入及增长率 (2007-2009)



资料来源：招股说明书，海通证券研究所

图 2 国腾电子收入结构变化 (2007-2009)

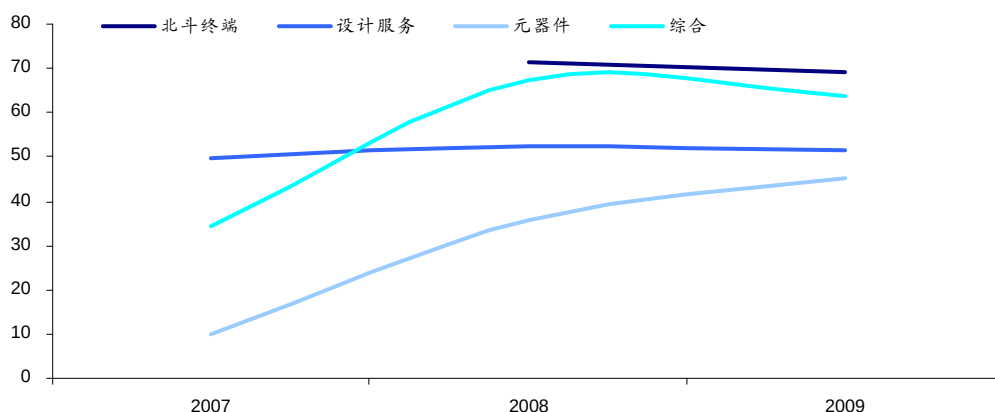


资料来源：招股说明书，海通证券研究所

3. 北斗终端业务显著改善公司综合毛利率

公司产品和服务中，北斗终端毛利率最高，由于 2007 年国星通信未纳入合并报表范围，公司综合毛利率相对较低，为 34.25%。2008 年以后，由于北斗终端占营业收入的比重大幅上升，直接引起综合毛利率显著改善。2008 年和 2009 年公司综合毛利率分别为 67.28%、63.78%。

图 3 国腾电子主要产品及综合毛利率 (%)



资料来源：招股说明书，海通证券研究所

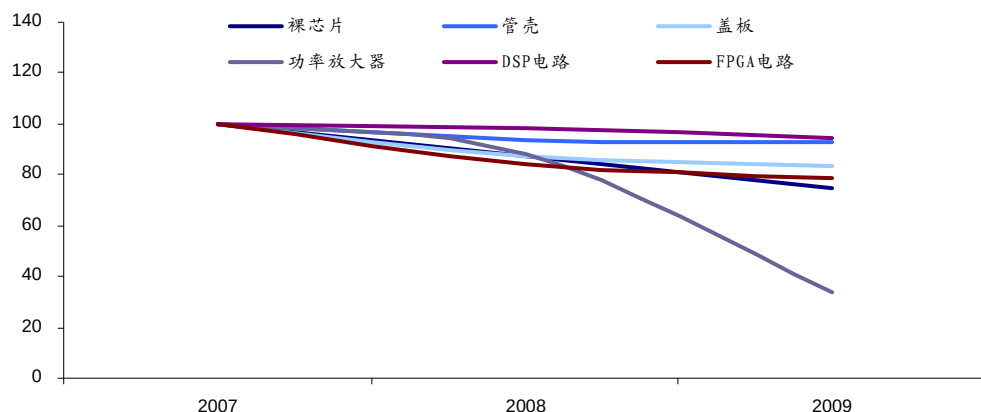
北斗终端销售毛利率较高，主要是因为拥有完整的“元器件-终端-系统”北斗卫星导航应用产业链，能够自主研制核心关键元器件，具有很强的产品成本控制能力；北斗终端产品技术含量高，主要满足行业高端用户需求，附加值较高，产业竞争优势明显。

设计服务业务主要面向特种行业用户，业务领域和技术方向比较明确，公司自成立以来就专注于北斗关键元器件及特种行业高性能集成电路的研发，在此领域积累了丰富的开发经验和坚实的技术基础，研发成本控制能力较强，同时，为确保公司能在客户组织的研发合同招标中争取主动，公司会根据涉及领域未来技术发展方向以及对客户需求的预测，而预先进行研发投入，近三年设计服务毛利率较高且波动较小。

元器件毛利率近三年来逐年上升，主要是公司研发实力逐年增强，元器件技术升级速度加快，促进了产品结构进一步优化，公司不断推出新产品，新产品毛利率较高；同时，原材料采购成本下降，元器件产品生产成本呈逐年下降趋势。

2007 年-2009 年公司所需主要原材料价格下降主要因为以下几方面原因：一是公司所采购的原材料主要为电子元器件，随着技术的不断进步和电子元器件生产的规模经济特性，全球电子元器件价格一直呈下降趋势；二是随着北斗产业链发展的逐步成熟，相关原材料的供应日益充足，市场竞争更加激烈，且功率放大器、低噪放等元器件由国内厂商供应的比重逐步提高；三是公司处于快速成长期，原材料采购数量呈现高速增长，从而增强了对供应商的议价能力。

图 4 国腾电子主要原材料价格趋势（2007-2009）



资料来源：招股说明书，海通证券研究所

4. 公司募投项目分析

公司本次拟公开发行人 1750 万股社会公众股，发行价是 32 元，募集资金 5.6 亿，投入于北斗卫星导航定位用户终端关键元器件技改及产业化项目、北斗卫星导航应用服务中心技改及产业化推广项目、视频/图像处理芯片技改及产业化项目、高性能频率合成器技改及产业化应用项目、北斗/惯导（BD/INS）组合导航技术改造及产业化项目等五个项目。

其中：北斗卫星导航定位用户终端关键元器件技改及产业化项目将降低北斗终端的生产成本和功耗，缩小整机体积，增强北斗终端的市场竞争力；北斗卫星导航应用服务中心技改及产业化推广项目将全面解决民用用户以及各种行业信息系统获取北斗卫星导航系统应用服务的通信接入问题，并同时提供多项系统增值服务，基本满足消防、交通运输、城市应急移动指挥、管线巡检等行业对北斗卫星导航系统应用服务的需求；视频/图像处理芯片技改及产业化项目将使公司全面掌握技术先进、性能可靠的视频/图像压缩、编解码、传输、显示驱动及其它图像处理类等全系列产品和应用技术方案，基本满足国内特种行业对高性能视频/图像处理芯片技术和产品的需求；高性能频率合成器技改及产业化应用项目将使公司形成技术先进、性能可靠的整数、小数分频频率合成器等全系列产品和应用技术方案，基本满足国内航空、航天、电子等特种行业对高性能频率合成器关键芯片系列技术和产品的需求；北斗/惯导（BD/INS）组合导航技术改造及产业化项目将使公司的优势技术得到更充分的利用，并通过研制出具有自主知识产权的北斗组合导航和 MEMS 惯性器件产品。

表 2 募投项目

项目名称	拟投入募集资金金额（万元）
北斗卫星导航定位用户终端关键元器件技改及产业化项目	3630
北斗卫星导航应用服务中心技改及产业化推广项目	3612
视频/图像处理芯片技改及产业化项目	2710
高性能频率合成器技改及产业化应用项目	2849
北斗/惯导（BD/INS）组合导航技术改造及产业化项目	4710
合计	17511

资料来源：招股说明书，海通证券研究所

5. 风险分析

（1）技术更新换代的风险

公司所从事的北斗关键元器件、特种行业高性能集成电路研发设计以及北斗终端研发都属于高新技术领域，技术进步和更新较快，如不能根据行业发展状况和技术发展趋势适时调整自身的研发策略和布局，则有可能被竞争对手所超越，并因而丧失市场和客户。

（2）税收优惠政策变动的风险

若公司所享受的增值税、营业税、所得税优惠政策发生变化，将对公司业绩产生一定的不利影响，

6. 建议谨慎申购

我们预测 2010~2012 年，公司 EPS 分别为 0.77 元、1.06 元和 1.28 元。公司在北斗终端占有率在 40%左右，为供货量最大的厂商，也是国内唯一能够提供全系列基带、射频、天线、功率放大器、低噪放等北斗终端关键元器件的厂商。公司发行价为 32 元，对应 2010、2011 和 2012 年动态 PE 分别为 $41\times$ 、 $30\times$ 和 $25\times$ 左右，公司估值水平偏高，建议投资者谨慎申购，未来 6 个月合理目标价在 28 元左右。

表 3 国腾电子利润表预测 (万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	6273	13718	17569	24011	32415	45381
YoY (%)	-	118.67	28.07	36.67	35.00	40.00
减: 营业成本	4124	4532	6384	9124	12642	18153
毛利	2149	9186	11185	14887	19773	27229
毛利率 (%)	34.25	66.97	63.66	62.00	61.00	60.00
主营业务税金及附加	9	100	66	96	130	182
营业费用 (销售费用)	32	981	1140	1561	2075	2859
营业费用/收入 (%)	0.51	7.15	6.49	6.50	6.40	6.30
管理费用	196	3712	3912	5282	7131	9984
管理费用/收入 (%)	3.13	27.06	22.26	22.00	22.00	22.00
财务费用	2	-18	58	-615	-1289	0
资产减值损失	20	78	132	100	100	100
加: 公允价值变动收益	-64	79	0	0	0	0
投资收益	-	-	-	-	-	-
营业利润	1824	4412	5878	8463	11627	14104
营业外收入	2	147	250	100	100	100
减: 营业外支出	0	0	0	40	40	40
利润总额	1825	4559	6128	8523	11687	14164
减: 所得税	184	459	769	1278	1753	2125
减: 少数股东损益	0	1155	1397	1884	2583	3130
净利润	1641	2945	3962	5361	7351	8909
EPS (元)	0.24	0.42	0.57	0.77	1.06	1.28

资料来源: 招股说明书, 海通证券研究所

信息披露

分析师负责的股票研究范围

邱春城：电子行业分析师

重点研究上市公司：三安光电、法拉电子、横店东磁、生益科技、超声电子、华微电子、长电科技、振华科技、东信和平、中科三环、格力电器、青岛海尔、美的电器、海信电器、苏泊尔、九阳股份等

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级,这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为:

公司评级

买入: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅在15%以上;

增持: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间;

中性: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;

卖出: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报高于市场整体水平5%以上;

中性: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 海通证券研究所力求准确可靠, 但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证, 据此投资, 责任自负。本报告不构成个人投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券及其所属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, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所授权许可, 任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。