



上市公司调研简评研究报告

业绩较快增长，发展空间巨大

国腾电子（300101）

调研目的

公司前三季度收入基本持平，净利润同比增长 20.32%。调研公司最近的经营情况，尤其是北斗相关业务、芯片研制业务等。

调研结论

国内领先的北斗终端供应商、高端特种器件研发企业

公司的主营业务包括北斗相关业务（元器件、终端以及运营服务业务）、关键元器件业务、以及设计服务业务。

公司在北斗卫星应用领域已构建了“元器件-终端-运营服务”完整产业链，在产品盈利能力、研发能力、供货能力、掌握客户需求及售后服务方面具有独特优势。公司五年来为北斗终端最大供应商（市场综合占有率在 40%左右），被列为国家重点支持的北斗系列终端产业化基地。

在元器件设计领域，公司为国家特种元器件重点骨干企业，是国家高新技术工程和“核高基”重大专项的研制单位，核心产品在卫星应用终端及国防重点工程中替代进口器件；两项募投项目（视频/图像芯片产业化项目、高性能频率合成器产业化项目）将打破国外同类芯片对我国国防应用的技术封锁、市场空间巨大。

北斗业务将加快发展、视频/图像处理业务发展超出预期

虽然公司前三季度收入同比持平，但是由于国防用户对北斗终端采购的季节性特征将导致北斗终端的四季度收入比例较高；公司的北斗终端产品在民用行业中拓展较好，尤其在气象、水利、危化品监测等领域拓展较快：

- （1）整体上，我们预计 2010 年北斗终端业务收入将实现 1.5 亿元，同比增长 23%；
- （2）随着北斗二代系统组网加快、2012 年实现亚太区域覆盖，我们预计 2011 年北斗终端业务增长将加快，预测北斗终端相关收入达 2.16 亿元。
- （3）北斗运营服务方面，公司依托芯片、终端和运营服务的一体化产业链优势，在石化运输和检测领域的客户拓展较快，我们预测 2011 年运营服务相关新增年收入将达到 1200 万元。
- （4）公司的北斗芯片研发进程较好。公司的北斗一代射频芯片已经量产供应到北斗一代终端，有效提升了

首次评级

不评级

戴春荣

daichunrong@csc.com.cn

010-85130981

执业证书编号：S1440206070047

袁兵兵

yuanbingbing@csc.com.cn

010-85130903

执业证书编号：S1440110060100

当前股价：91.17 元

调研日期：2010 年 11 月 09 日

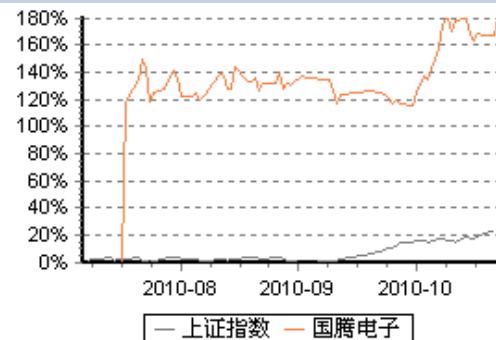
发布日期：2010 年 11 月 11 日

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
24.0/9.5	19.8/-1.0	0.0/1.4
12 月最高/最低价（元）		93.98/0
总股本（万股）		6,950
流通 A 股（万股）		1,750
总市值（亿元）		62.47
流通市值（亿元）		15.73
近 3 月日均成交量（万）		112
主要股东		
中国农业银行-景顺长城内需增		1.04%
长贰号股票型证券投资基金		

股价表现



相关研究报告

2010.07.12 国腾电子投资价值报告：北斗导航产业
元器件及终端研制的领军企业
HTTP://RESEARCH.CSC.COM.CN 由主导产业



终端的可靠性、便携性，并降低了成本。公司的二代芯片已经多次流片，随着北斗二代组网完成，公司的二代终端也将采用量产的基带和射频芯片，进一步提升北斗在导航产业的竞争力、加快北斗终端的推广步伐。

公司的视频/图像处理业务发展速度超出预期。公司该类产品原定位客户为高端国防客户，在分辨率、实时性、可靠性等技术指标上领先。由于城市安防监控领域的需求对视频监控设备巨大、公司开发的图像视频监控产品技术与价格上具备核心竞争力（图像编解码处理技术、数据传输技术为公司自主核心技术，相应芯片由公司自主研发，因此具有低成本、高性能特点），图像/视频监控系统产品在城市安防监控领域扩展加快。根据对市场空间的估计、公司市场份额的分析，我们预计图像/视频监控系统产品在一年内有实现新增收入 3000-4000 万元左右，远远超出募投项目 18 个月的建设期进度。

11 年后业绩大幅增长是大概率事件

受益于北斗产业将爆发性发展（请参见我们对北斗产业的深度研究报告《北斗产业——我国自主导航产业将冉冉升起》，我们预计十年内行业复合增长率将达到 50%）、公司处于行业龙头地位，我们预测公司从 2011 年开始业绩将保持高速增长。**我们调高对公司的 2010-2012 年盈利预测：**预测 2010-2012 年 EPS 分别为 0.83 元、1.30 元、2.10 元。

目前公司估值较行业其他公司较高，但基于公司在行业的龙头地位，我们认为该估值具备合理性，主要基于以下原因：

- (1) 公司为北斗产业龙头企业，公司业绩增速有望超过行业平均增速从而可给予较高估值；
- (2) 公司所处行业将得到国家政策的大力扶持。在国家最新颁布的战略新兴产业决定以及国家十二五规划的建议中明确提到：
 - a) 积极推进空间基础设施建设，促进卫星及其应用产业发展；
 - b) 持军民融合式发展路子，完善武器装备科研生产体系。
- (3) 根据公司招股说明书披露，公司控股股东下的子公司国恒空间从事卫星通信、卫星遥感、卫星广播业务，我们认为该业务将具有广阔发展前景。卫星通信业务具备替代国际海事卫星的能力、卫星遥感业务将伴随我国对地理测绘、数字地图的需求大规模发展、卫星广播将在农村电视广播领域具有较好发展前景。我们预测，上市公司的关联公司国恒空间将在业务和资产发展成熟以后具备注入上市公司的可能性。

预测和比率

	2009A	2010F	2011F	2012F
主营收入（百万）	175.69	243.32	380.11	600.42
主营收入增长率	28.1%	38.5%	56.2%	58.0%
净利润（百万）	39.62	57.50	90.45	146.17
净利润增长率	34.5%	45.1%	57.3%	61.6%
EPS（元）	0.57	0.83	1.30	2.10
P/E	159.94	110.20	70.06	43.35



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、 $K_d = \text{债务成本} = \text{债务利率} (1 - \text{税率})$
- 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。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

基金研究服务部行政负责人、执行总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 (010) 85130892 pengyanping@csc.com.cn

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 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 (021) 68825001 daiyuefang@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 (010) 85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任 威 (010) 85130923 renwei@csc.com.cn

张 娅 (010) 85130230 zhangya@csc.com.cn

周 李 (0755) 23942904 zhouli@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。本报告清晰准确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。

[HTTP://RESEARCH.CSC.COM.CN](http://RESEARCH.CSC.COM.CN)