

国腾电子 (300101.SZ)

器件行业

评级：持有 维持评级

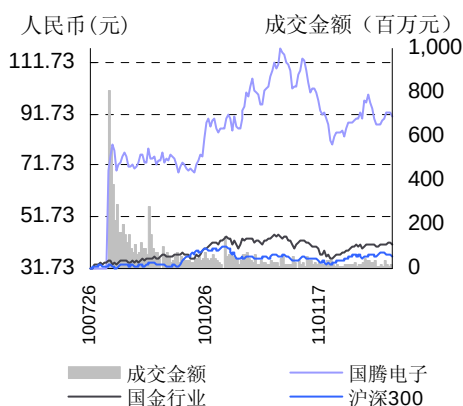
业绩点评

市价(人民币)：90.77元

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	17.50
总市值(百万元)	6,308.52
年内股价最高最低(元)	116.90/31.91
沪深 300 指数	3203.96



相关报告

1. 《北斗导航设备龙头,分享行业高成长》, 2010.8.4

程兵

分析师 SAC 执业编号: S1130208120262
 (8621)61038265
 chengb@gjzq.com.cn

盈利符合预期, 北斗龙头蓄势待发

公司基本情况(人民币)

项 目	2008	2009	2010	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.566	0.762	0.900	1.198	1.546
每股净资产(元)	2.37	2.91	10.26	13.60	14.99
每股经营性现金流(元)	0.54	0.69	0.71	1.61	2.18
市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
行业优化市盈率(倍)	24.34	53.82	53.82	53.82	53.82
净利润增长率(%)	79.40%	34.54%	42.37%	58.53%	29.09%
净资产收益率(%)	23.89%	26.14%	14.37%	8.81%	10.32%
总股本(百万股)	52.00	52.00	69.50	69.50	69.50

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 国腾电子 2010 年全年实现营业收入 200.56 百万元, 同比增长 14.16%; 归属于上市公司股东的净利润 56.40 百万元, 同比增长 42.37%; 折合每股收益 0.95 元。

经营分析

- **净利润增长符合预期, 营业收入增长低于预期:** 公司全年实现净利润 56.40 百万元, 同比增长 42.37%, 略超我们之前预计的 55.00 百万元, 基本符合预期; 实现营业收入 200.56 百万元, 低于我们预期的 223.00 百万元, 主要系北斗终端产品营收增长 5.49%, 低于我们此前预期, 而随着 2012 年前北斗系统完成亚太区覆盖, 终端产品市场有望进一步打开。
- **行业高壁垒确保公司高毛利率水平:** 公司实现综合毛利率 64.50%, 主要产品-卫星定位终端、设计服务、元器件分别实现毛利率 68.89%、56.35%和 54.86%; 公司已经获得国家军用产品生产技术能力、质量管理和信息保密等各方面的资质认证, 并与兵器、船舶、航空航天等大型工业企业建立了良好的长期合作关系, 从而确保公司维持高收益。
- **以技术打造北斗导航龙头, 未来盈利能力将进一步提升:** 围绕北斗完整产业链, 公司全年完成 53 项科研项目, 北斗导航用户终端及系统完成科研任务 31 项, 主要包括“北斗一号”产品持续开发、“北斗二号”通用型终端研制、“北斗二号”关键技术研究等; 公司创新性研发的“北斗/惯导(BD/INS)组合导航模块”, 具备更高精度和更强可靠性, 创新程度极高, 将在精确制导、无人机、机器人、舰船等领域产生具有极大的需求; “北斗卫星导航应用服务中心一期工程”通过相关验收, 使公司具备北斗导航民用服务资质, 形成公司新的利润增长点。

盈利调整

- 我们略微上调公司盈利预测, 预测 2011~2012 年公司实现净利润 83.00 和 107.00 百万元, 同比分别增长 58.53%和 29.09%, EPS 分别为 1.198 和 1.546 元。

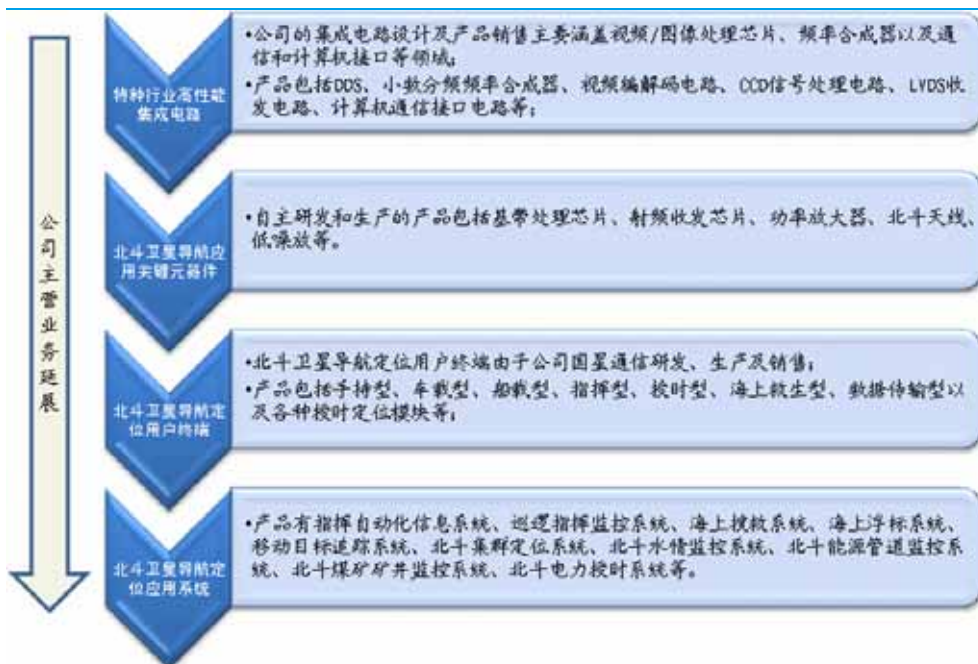
投资建议

- 在北斗关键元器件领域, 国腾电子是国内综合实力最完整, 产品系列最全, 技术水平领先的生产企业, 核心竞争优势明显, 在北斗导航系统建设加速的情况下, 其“元器件+终端+系统”的经营模式将确保公司充分享受行业高成长。我们维持“持有”评级。

公司受益于北斗导航系统建设最深

- 国腾电子借助北斗导航领域完整的核心元器件研发与制造能力，向导航终端制造延伸，形成了“元器件—导航终端—系统”产业链完整的经营模式，这确保了公司充分享受北斗系统建设带来的市场高成长，成为其未来核心的投资逻辑。
- 公司成立初一直专注于高性能集成电路研发，后随着我国北斗卫星导航系统的建设及应用的开展，公司凭借自身积累的技术，开始研发设计北斗导航系统关键元器件，是国内唯一能提供基带、射频、功放、低噪放、天线等全系列北斗终端关键元器件的厂商。多次承担国家科研项目，以技术研发为核心的公司战略使公司在关键元器件领域一直处于国内领先。
- 08年，公司控股国星通信56.84%的股份，从上游元器件向下游北斗导航终端领域延伸；在北斗终端领域，公司开发的产品在09年全军卫星导航定位用户设备11个型号的采购招标中，国星通信7个型号排名第一，2个型号排名第二，1个型号排名第三。
- 09年2月，公司成为西部地区唯一一家（国内第3家）获得运营服务资质的企业，未来将进入北斗应用系统领域，从而覆盖“元器件—终端—系统”北斗产业链。

图表1：公司主营业务发展状况



来源：国金证券研究所整理

- 公司是最大的北斗终端供应商，核心优势明显。
- 公司一直以研发为核心，是承担国家“核高基”重大专项的唯一民营企业。尤其在上游北斗关键元器件以及特种行业高性能集成电路方面，公司拥有国内综合实力最强的核心元器件制造能力。公司研发的北斗天线、功放以及低噪放等产品已在北斗终端有较好的使用，基带和射频芯片也已在研发中。
- 公司在国内率先投入“北斗/惯导组合导航模块”的研发，该产品技术创新程度极高，是一种独特的、精度更高、可靠性更强的导航方式，尤其是在精确制导、无人机、机器人、舰船等关乎国家安全的领域具有极大的需求，预计未来5~7年国内每年需求量在数万套，金额达数十亿。

- 由于公司产品客户为军方或者特种行业，均涉及国家国防和经济安全，所以目前该行业准入壁垒高。公司目前已获得“军用电子元器件合格供应商证书”、“二级保密资格单位证书”（国星通信）、“三级保密资格单位证书”（国腾电子）、“武器装备科研生产许可证”、“装备承制单位注册证书”、“军工产品质量体系认证证书”等资质，为长期发展奠定基础。

图表2：公司各领域行业地位

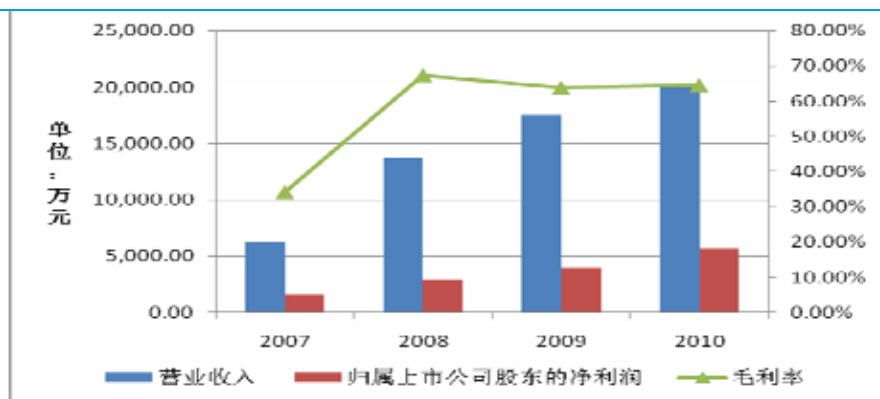
北斗关键元器件领域	■ 本公司是国内综合实力最强、产品系列最全、技术水平领先的北斗关键元器件研发和生产企业之一，本公司研发的北斗天线、功率放大器以及低噪放等产品已率先在北斗终端中得到应用，基带和射频芯片也已研制完成并将开始大规模应用。
特种行业高性能集成电路领域	■ 根据军用电子元器件主管单位对立项项目的统计，公司每年在研项目数和投产产品数均居于前列，是混合集成电路研制的排头兵，技术能力和产品质量获得客户的广泛认可，并成功成为兵器、船舶、航空、航天及电子科技集团等特大型工业企业的合格供应商。 ■ 是国内提供LVDS（低压差分信号传输）产品系列最全、品种最多的厂商，也是国内DDS（直接数字式频率合成器）研制水平最高的单位。
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，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，北斗终端占有率在40%左右。
北斗应用系统	■ 目前为我国西部地区唯一获得北斗运营服务资质的企业，虽然本公司在应用系统领域的业务开展较晚，但基于在北斗关键元器件和北斗终端领域的技术优势，公司的技术能力获得快速提升。

来源：国腾电子招股说明书

盈利调整及投资建议

- 我们略微上调公司盈利预测，预测 2011~2012 年公司实现净利润 83.00 和 107.00 百万元，同比分别增长 58.53%和 29.09%，EPS 分别为 1.198 和 1.546 元。
- 在北斗关键元器件领域，国腾电子是国内综合实力最完整，产品系列最全，技术水平领先的生产企业，核心竞争优势明显，在北斗导航系统建设加速的情况下，其“元器件+终端+系统”的经营模式将确保公司充分享受行业高成长。我们维持“持有”评级。

图表3：国腾电子营收与净利润稳步上升



来源：国金证券研究所整理

图表4：国腾电子销售收入预测

项 目	2008	2009	2010	2011E	2012E
IC设计服务					
销售收入（百万元）	25.62	40.05	51.43	63.00	82.00
增长率（YOY）	N/A	56.30%	28.43%	22.50%	30.16%
毛利率	52.48%	51.69%	56.35%	56.50%	56.50%
销售成本（百万元）	12.17	19.35	22.45	27.41	35.67
增长率（YOY）	N/A	58.90%	16.04%	22.08%	30.16%
毛利（百万元）	13.45	20.70	28.98	35.60	46.33
增长率（YOY）	N/A	53.95%	40.01%	22.82%	30.16%
占总销售额比重	18.68%	22.79%	25.64%	20.72%	20.05%
占主营业务利润比重	14.43%	18.44%	22.40%	17.82%	17.25%
北斗终端					
销售收入（百万元）	106.70	125.54	132.43	199.00	265.00
增长率（YOY）	N/A	17.66%	5.49%	50.27%	33.17%
毛利率	71.49%	69.02%	68.89%	70.00%	70.00%
销售成本（百万元）	30.42	38.89	41.20	59.70	79.50
增长率（YOY）	N/A	27.85%	5.93%	44.91%	33.17%
毛利（百万元）	76.28	86.65	91.23	139.30	185.50
增长率（YOY）	N/A	13.59%	5.29%	52.69%	33.17%
占总销售额比重	77.79%	71.46%	66.03%	65.46%	64.79%
占主营业务利润比重	81.87%	77.17%	70.52%	69.72%	69.07%
元器件					
销售收入（百万元）	2.18	9.45	16.70	27.00	40.00
增长率（YOY）	N/A	333.49%	76.72%	61.68%	48.15%
毛利率	35.50%	45.29%	54.86%	55.00%	55.00%
销售成本（百万元）	1.41	5.17	7.54	12.15	18.00
增长率（YOY）	N/A	267.69%	45.81%	61.18%	48.15%
毛利（百万元）	0.77	4.28	9.16	14.85	22.00
增长率（YOY）	N/A	453.03%	114.06%	62.09%	48.15%
占总销售额比重	1.59%	5.38%	8.33%	8.88%	9.78%
占主营业务利润比重	0.83%	3.81%	7.08%	7.43%	8.19%
其他（10年后为运营服务）					
销售收入（百万元）	2.67	0.65	0.00	15.00	22.00
增长率（YOY）	N/A	-75.66%	-100.00%	N/A	46.67%
毛利率	100.00%	100.00%	32.35%	67.00%	67.00%
销售成本（百万元）	0.00	0.00	0.00	4.95	7.26
增长率（YOY）	N/A	N/A	N/A	N/A	46.67%
毛利（百万元）	2.67	0.65	0.00	10.05	14.74
增长率（YOY）	N/A	-75.66%	-100.00%	N/A	46.67%
占总销售额比重	1.95%	0.37%	0.00%	4.93%	5.38%
占主营业务利润比重	2.87%	0.58%	0.00%	5.03%	5.49%
销售总收入（百万元）	137.17	175.69	200.56	304.00	409.00
销售总成本（百万元）	44.00	63.41	71.19	104.21	140.43
毛利（百万元）	93.17	112.28	129.37	199.80	268.57
平均毛利率	67.92%	63.91%	64.51%	65.72%	65.67%

来源：国金证券研究所整理

风险提示

- 由于募集资金到账推迟，使得公司募集资金投资项目实施进度受到影响，其中北斗终端关键元器件项目、北斗导航应用服务项目、视频/图像处理芯片项目、高性能频率合成器项目达到预定可使用状态日期推迟至 2011 年 12 月；北斗/惯导组合导航技术项目达到预定可使用状态日期推迟至 2012 年 12 月。

附录：三张报表预测摘要
损益表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E
主营业务收入	63	137	176	201	304	409
增长率		118.7%	28.1%	14.2%	51.6%	34.5%
主营业务成本	-41	-45	-64	-71	-104	-140
% 销售收入	65.7%	33.0%	36.3%	35.5%	34.3%	34.3%
毛利	21	92	112	129	200	269
% 销售收入	34.3%	67.0%	63.7%	64.5%	65.7%	65.7%
营业税金及附加	0	-1	-1	-1	-2	-2
% 销售收入	0.1%	0.7%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	0	-10	-11	-14	-23	-32
% 销售收入	0.5%	7.1%	6.5%	7.0%	7.5%	7.8%
管理费用	-2	-37	-39	-45	-70	-95
% 销售收入	3.1%	27.1%	22.3%	22.5%	23.0%	23.2%
息税前利润 (EBIT)	19	44	61	69	106	140
% 销售收入	30.5%	32.0%	34.5%	34.5%	34.7%	34.2%
财务费用	0	0	-1	7	15	17
% 销售收入	0.0%	-0.1%	0.3%	-3.5%	-4.8%	-4.1%
资产减值损失	0	-1	-1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-1	1	0	0	0	0
% 税前利润	n.a	1.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	18	44	59	76	120	156
营业利润率	29.1%	32.2%	33.5%	38.0%	39.5%	38.2%
营业外收支	0	1	3	1	1	1
税前利润	18	46	61	77	121	157
利润率	29.1%	33.2%	34.9%	38.5%	39.9%	38.5%
所得税	-2	-5	-8	-10	-16	-20
所得税率	10.1%	10.1%	12.6%	13.0%	13.0%	13.0%
净利润	16	41	54	67	105	137
少数股东损益	0	12	14	15	22	29
归属于母公司净利润	16	29	40	53	83	107
净利率	26.2%	21.5%	22.5%	26.2%	27.4%	26.3%

现金流量表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E
净利润	16	41	54	67	105	137
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	1	4	6	24	28	30
非经营收益	1	-1	1	0	-1	-1
营运资金变动	3	-16	-25	-19	-21	-15
经营活动现金流	20	28	36	73	112	151
资本开支	-1	-88	-7	-149	-27	-9
投资	0	1	-5	-1	0	0
其他	32	0	0	0	0	0
投资活动现金流	31	-87	-12	-150	-27	-9
股权募资	27	46	0	680	-5	0
债权募资	0	23	0	-27	0	1
其他	0	6	-25	-1	-7	-10
筹资活动现金流	27	74	-25	652	-12	-9
现金净流量	78	16	-1	574	73	133

资产负债表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E
货币资金	79	118	94	668	742	875
应收款项	64	17	30	35	53	71
存货	45	68	40	68	100	135
其他流动资产	8	6	5	9	12	16
流动资产	196	211	170	781	907	1,097
% 总资产	96.7%	69.7%	64.6%	78.1%	80.6%	84.7%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	6	90	92	191	193	174
% 总资产	2.9%	30.0%	34.9%	19.1%	17.2%	13.4%
无形资产	0	0	0	25	24	23
非流动资产	7	91	93	219	219	199
% 总资产	3.3%	30.3%	35.4%	21.9%	19.4%	15.3%
资产总计	202	302	262	1,000	1,125	1,295
短期借款	0	23	0	0	0	0
应付款项	126	125	39	54	82	118
其他流动负债	3	4	9	17	25	31
流动负债	129	152	47	71	106	149
长期贷款	0	0	23	0	0	1
其他长期负债	0	0	4	0	0	0
负债	129	152	74	71	106	150
普通股股东权益	53	123	152	877	945	1,042
少数股东权益	20	27	37	51	74	103
负债股东权益	202	302	263	1,000	1,125	1,295

比率分析

	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	0.444	0.566	0.762	0.756	1.198	1.546
每股净资产	1.433	2.370	2.915	12.614	13.603	14.989
每股经营现	0.553	0.539	0.688	1.045	1.608	2.176
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.100	0.140	0.160
回报率						
净资产收益	30.96%	23.89%	26.14%	5.99%	8.81%	10.32%
总资产收益	8.11%	9.76%	15.08%	5.25%	7.40%	8.30%
投入资本收	23.52%	22.80%	25.11%	6.49%	9.01%	10.61%
增长率						
主营业务收入	N/A	118.67%	28.07%	14.16%	51.58%	34.54%
EBIT增长率	N/A	129.90%	38.12%	14.05%	52.52%	32.38%
净利润增长	N/A	79.40%	34.54%	32.56%	58.53%	29.09%
总资产增长	N/A	49.08%	-12.97%	280.86%	12.59%	15.10%
资产管理能力						
应收账款周	77.6	54.4	40.4	50.0	50.0	50.0
存货周转天	200.0	457.3	310.5	350.0	350.0	350.0
应付账款周	114.3	168.8	66.5	70.0	70.0	70.0
固定资产周	34.7	240.6	191.0	346.8	230.9	154.5
偿债能力						
净负债/股	-108.68%	-63.38%	-37.80%	-72.02%	-72.77%	-76.34%
EBIT利息保	786.4	-245.7	103.9	-9.8	-7.2	-8.4
资产负债率	63.91%	50.23%	28.31%	7.14%	9.45%	11.61%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	1	1	1
买入	0	0	0	0	2
持有	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	0	1.00	1.00	1.67

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8792

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-33089915

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 921 室