

2011-03-24

通信行业

中海达 300177.SZ

业务布局合理，静待行业爆发

◇ 事件：公司公布 2010 年年报

◆新业务增长迅速，第四季度业绩优异

公司公布 2010 年报，全年实现营业收入 2.5 亿元，较 09 年同期增长 37.9%；完成归属于母公司净利润 4727 万元，同比快速上升 47.3%，对应摊薄后 EPS0.95 元。其中，公司第四季度业绩表现抢眼，实现收入 8775 万元，同比大幅上升 69.9%，完成净利润 1747 万元，同比增幅达 146.4%。

2010 年，公司传统业务稳步增长，新兴业务飞速发展，收入构成进一步优化。其中，占公司收入比重最大的测量型 GNSS 产品增长了 24.6%，表现稳定。受益于行业需求的迅速增长，公司 GIS 数据采集器成为继传统专业测量型 GPS 之后的新一代产品，取得同比 193.6% 的销售增长。同时 GNSS 系统工程因涉及防灾减灾、社会民生等重要领域，市场增长迅速，带动该业务取得 92.9% 的增长。

◆毛利率略有下滑，期间费用率下降 1.5 个百分点

报告期内，公司整体毛利率较去年同期下滑 0.3 个百分点至 41.4%，其中对净利润贡献最大的 GNSS 产品毛利率下滑 1.66 个百分点，属于合理波动范畴。升级维护业务因配件成本增加，毛利率下滑 24.1 个百分点，但考虑到其收入占比仅为 2%，对整体影响不大。此外，公司全年期间费用率同比下降 1.5 个百分点，其中拓展市场渠道建设使销售费用率上升 0.9 个百分点，管理费用率和财务费用率则受益于公司收入规模的快速增长而呈下降趋势，同比分别减少 2 个百分点和 0.4 个百分点。我们认为，随着公司募集资金的到位，2011 财务费用率或将进一步下降。

◆构建三层盈利模式，深耕四大业务领域

公司产业链布局已初具雏形，“产品+系统工程+服务”的三层盈利模式有望使其在未来的竞争格局中占据有利地位。我们认为，国内的导航测绘业起步较晚，业内企业能否结合行业的差异化需求，快速找到应用切入点是未来成功的关键所在。北斗二代导航系统的推广也必将沿着先专业后通用，先国防后民用的路线进行，因此，在多个行业领域实现应用布局的企业将优先受益。公司目前在测绘勘探、海洋探测、GIS、系统工程方面已具有一定规模，将来拓展新兴应用领域具备坚实基础。

◆公司成长潜力巨大，给予“买入”评级

公司有望凭借原有的行业积累，抓住未来 1-2 年北斗二代布局的发展良机，进一步提升市场份额。经测算，公司 2011-2012 年 EPS 分别为 1.57 元和 2.08 元，给予“买入”评级，目标价 65 元，建议投资者积极关注。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	179	246	377	502	669
营业收入增长率	27.48%	37.92%	53.09%	33.23%	33.19%
净利润（百万元）	32	47	79	104	136
净利润增长率	31.14%	47.30%	66.57%	32.37%	30.59%
EPS（元）	0.64	0.95	1.57	2.08	2.72
P/E	89	60	36	27	21

首次

买入

当前价格	56.90 元
目标价格	65.00 元
目标期限	6 个月

分析师：

周励谦

（执业证书编号：S0930510120024）

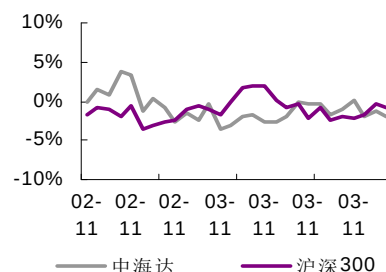
021-22169175

zhouliqian@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股)	50
总市值(百万元)	2,845
流通比例(%)	20.00%
12 个月最高/最低(元)	65.00/54.93
近 3 月日均成交量(百万股)	1.04
主要股东	廖定海

股价表现(12 个月)

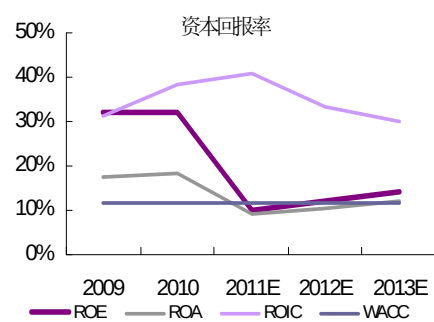
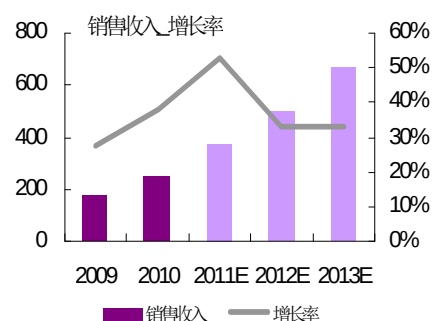
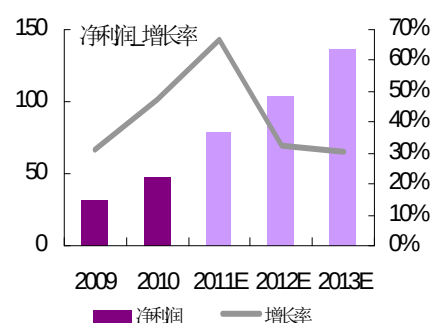
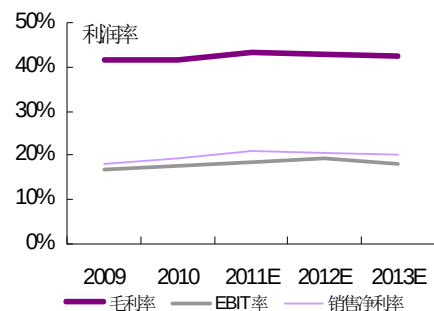


%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-7.49	0.00	0.00
绝对收益	-4.24	0.00	0.00

相关报告：

国内领先的高精度 GNSS 供应商
..... 2011-01-24

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	179	246	377	502	669
营业成本	104	144	215	286	384
折旧和摊销	1	3	1	3	7
营业税费	1	2	3	3	5
销售费用	14	22	34	45	62
管理费用	28	34	55	71	97
财务费用	1	0	-6	-9	-16
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	29	43	76	105	137
利润总额	36	53	89	118	154
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	32.09	47.27	78.73	104.22	136.10

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	182	258	876	989	1,141
流动资产	143	219	819	854	943
货币资金	48	85	668	661	685
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	42	57	56	75	99
应收票据	0	2	0	1	1
其他应收款	3	7	5	6	8
存货	42	60	82	100	134
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	37	37	52	115	168
无形资产	1	1	0	0	0
总负债	81	110	103	136	183
无息负债	71	105	103	136	183
有息负债	11	5	0	0	0
股东权益	101	148	772	853	958
股本	38	38	50	50	50
公积金	51	55	606	616	630
未分配利润	12	55	116	186	278
少数股东权益	0	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	18	47	56	88	109
净利润	32	47	79	104	136
折旧摊销	1	3	1	3	7
净营运资金增加	20	14	37	26	40
其他	-34	-16	-60	-45	-74
投资活动产生现金流	-25	-4	-20	-81	-70
净资本支出	25	4	20	81	70
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-49	-7	-40	-162	-140
融资活动现金流	-7	8	547	-14	-15
股本变化	28	0	13	0	0
债务净变化	5	-6	-5	0	0
无息负债变化	12	35	-2	32	47
净现金流	-13	52	583	-7	24

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	27.48%	37.92%	53.09%	33.23%	33.19%
净利润增长率	31.14%	47.30%	66.57%	32.37%	30.59%
EBITDA 增长率	27.58%	47.13%	54.99%	40.12%	29.49%
EBIT 增长率	27.13%	44.50%	62.84%	36.93%	26.49%
估值指标					
PE	89	60	36	27	21
PB	28	19	4	3	3
EV/EBITDA	68	46	31	23	18
EV/EBIT	71	48	32	23	18
EV/NOPLAT	79	55	36	26	21
EV/Sales	12	8	6	4	3
EV/IC	25	21	15	9	6
盈利能力 (%)					
毛利率	41.77%	41.45%	43.08%	43.05%	42.59%
EBITDA 率	17.36%	18.52%	18.75%	19.72%	19.18%
EBIT 率	16.71%	17.50%	18.62%	19.14%	18.17%
税前净利润率	20.07%	21.68%	23.60%	23.45%	22.99%
税后净利润率 (归属母公司)	17.97%	19.20%	20.89%	20.75%	20.35%
ROA	17.63%	18.31%	8.99%	10.54%	11.93%
ROE (归属母公司) (摊薄)	31.90%	31.97%	10.19%	12.22%	14.21%
经营性 ROIC	31.12%	38.53%	40.72%	33.22%	30.00%
偿债能力					
流动比率	2.02	1.99	7.98	6.35	5.20
速动比率	141.91%	144.84%	718.75%	560.54%	446.00%
归属母公司权益/有息债务	9.26	29.57	-	-	-
有形资产/有息债务	16.53	51.08	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.64	0.95	1.57	2.08	2.72
每股红利	0.00	0.20	0.47	0.63	0.82
每股经营现金流	0.37	0.94	1.12	1.76	2.17
每股自由现金流(FCFF)	-0.31	0.49	0.13	-0.37	0.10
每股净资产	2.01	2.96	15.45	17.06	19.16
每股销售收入	3.57	4.92	7.54	10.04	13.38

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

周励谦，北京理工大学，通信与信息系统专业硕士学位。2007 年加入光大证券研究所，现为 TMT 研究团队负责人，主要从事电信服务和通信设备制造行业的研究。2010 年获新财富最佳分析师第一名，2009 年同时获新财富及水晶球最佳分析师第一名，2008 年分别获新财富及水晶球最佳分析师第三名、第一名。2010 年带领团队荣获首届中国证券分析师金牛奖 TMT 第二名。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实地反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
市场基准指数为沪深 300 指数。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebscn.com
上海				
	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
深圳				
	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixy1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
专题				
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

风险提示及免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

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。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。

特别声明

光大证券股份有限公司创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。

经营业务许可证编号：z22831000

已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑与光大证券及其附属机构可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。