

署名人: 李超

S0960210070012

021-62178345

lichao@cjis.cn

达华智能

002512

推荐

## 业绩基本符合预期、期待高频卡恢复增长

公司公布 2010 年报: 营业收入 2.6 亿, 同比增长 4.5%; 营业利润 4992 万, 同比增长 7.2%; 净利润 4655 万, 同比增长 12.7%。基本每股收益 0.40 元, 业绩基本符合预期。分红方案: 拟每 10 股转 8 股并派现 2.8 元 (含税)。

### 投资要点:

- **低频卡增长迅速, 但高频卡出现较大幅度降低, 公司整体增速缓慢。** 2010 年公司低频卡的销售额增长了 3789 万元, 增幅 63.3%。高频卡的销售额大幅减少 3730 万元、降幅高达 22.7%, 主要原因是公安部第一研究所订单接近完成, 公司对第一研究所的销售额比 2009 年大幅减少 6266 万元。虽然电子标签和 COB 模块的销售有较大增幅, 但在公司收入中的占比还较小, 公司主营业务收入仅增长了 4.7%。
- **主营业务毛利率稳中有升, 管理费用、营业费用和补贴均有较大增长。** 2010 年主营业务毛利率提高了 1.78 个百分点, 具体而言, 除高频卡的毛利率出现了 1.1 个百分点的下滑外, 其他各类产品的毛利率都有较大提升。受企业上市费用和人工成本增加影响, 管理费用增加 519 万元、增幅 29.5%。受运输费用、广告和人工成本增加影响, 营业费用增加 229 万、增幅 53%。此外, 公司 2010 年还获得了各类政府补助 424 万元, 同比 2009 年增长 47.4%, 绝对增量主要来自上市奖励。
- **非接触式 IC 卡作为 RFID 行业最成熟应用仍将快速增长。** ①RFID 行业进入快速发展阶段、短期内将保持 20%以上的增速: 近年来, 随着大规模集成电路等技术的发展, 尤其是随着电子产品代码、物联网等概念的提出和统一标准的推进, RFID 行业开始进入快速发展阶段。近年全球 RFID 市场规模年均增长接近 30%, 我国短期内的增速也有望保持在 20%以上。②非接触 IC 卡在我国 RFID 产业链中应用最为成熟广泛: 目前我国 RFID 行业 70% 以上的应用主要集中在身份识别、公共交通安全管理、公共安全、物流与供应链等领域, 而身份识别、公共交通安全管理和公共安全领域主要体现为非接触式 IC 卡, 仅物流与供应链领域更多表现为各种电子标签。
- **给予“推荐”评级。** 我们预测公司 2011-2013 年净利润分别为 5534 万、6606 万和 8336 万, 年均增长 21.4%; 每股收益分别为 0.47、0.56 和 0.71 元。目前公司估值对应 2011 年 64 倍 PE, 考虑到公司所处的 RFID 行业, 给予“推荐”评级, 暂不设定目标价格, 后续再予以跟踪调整。

**风险提示:** 市场竞争加剧、原材料价格波动、税收优惠政策变化

### 6-12 个月目标价:

当前股价: 29.88 元

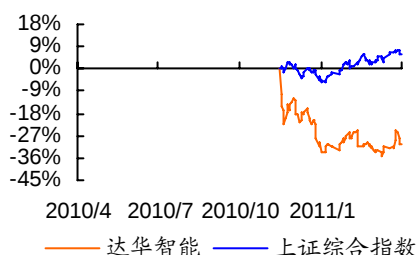
评级调整: 首次

### 基本资料

|           |         |
|-----------|---------|
| 上证综合指数    | 3007.04 |
| 总股本(百万)   | 118     |
| 流通股本(百万)  | 30      |
| 流通市值(亿)   | 9       |
| EPS (TTM) | 0.40    |
| 每股净资产 (元) | 1.15    |
| 资产负债率     | 45.5%   |

### 股价表现

| (%)    | 1M   | 3M    | 6M     |
|--------|------|-------|--------|
| 达华智能   | 3.64 | 4.66  | -30.54 |
| 上证综合指数 | 3.37 | 10.74 | 5.79   |



### 相关报告

《达华智能-RFID 行业非接触式 IC 卡的领跑者》2010-12-3

### 主要财务指标

| 单位: 百万元       | 2010  | 2011E | 2012E | 2013E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)     | 261   | 298   | 350   | 425   |
| 同比(%)         | 5%    | 14%   | 17%   | 21%   |
| 归属母公司净利润(百万元) | 47    | 55    | 66    | 83    |
| 同比(%)         | 13%   | 19%   | 19%   | 26%   |
| 毛利率(%)        | 30.5% | 30.9% | 31.0% | 31.2% |
| ROE(%)        | 5.2%  | 5.8%  | 6.6%  | 7.8%  |
| 每股收益(元)       | 0.40  | 0.47  | 0.56  | 0.71  |
| P/E           | 75.74 | 63.71 | 53.37 | 42.30 |
| P/B           | 3.93  | 3.70  | 3.52  | 3.31  |
| EV/EBITDA     | 49    | 42    | 34    | 26    |

资料来源: 公司报表、中投证券研究所预测

## 一、公司收入结构和毛利率变化情况

表 1: 公司主营收入结构变化

| 产品     | 2009 年    |        | 2010 年    |        | YOY     |
|--------|-----------|--------|-----------|--------|---------|
|        | 金额(万元)    | 比重     | 金额(万元)    | 比重     |         |
| 低频卡    | 5,987.19  | 24.15% | 9,776.66  | 37.68% | 63.29%  |
| 高频卡    | 16,427.09 | 66.26% | 12,697.10 | 48.93% | -22.71% |
| 超高频卡   | 760.11    | 3.07%  | 309.94    | 1.19%  | -59.22% |
| 电子标签   | 1,169.94  | 4.72%  | 1,458.17  | 5.62%  | 24.64%  |
| COB 模块 | 445.98    | 1.80%  | 1,706.25  | 6.58%  | 282.58% |
| 合计     | 24,790.31 | 100%   | 25,948.12 | 100%   | 4.67%   |

资料来源: 公司报表

表 2: 公司产品毛利率变化

| 产品     | 2009 年 | 2010 年 | YOY    |
|--------|--------|--------|--------|
| 低频卡    | 24.59% | 32.20% | 7.61%  |
| 高频卡    | 30.01% | 28.90% | -1.11% |
| 超高频卡   | 43.04% | 53.49% | 10.45% |
| 电子标签   | 26.39% | 35.10% | 8.70%  |
| COB 模块 | 3.84%  | 20.62% | 16.77% |
| 合计     | 28.46% | 30.24% | 1.78%  |

资料来源: 公司报表

## 二、行业估值水平比较

目前 A 股市场可比公司主要是从事 RFID 读写器与标签业务的远望谷、从事 EAS 防盗标签业务的中瑞思创、以及从事电信卡和银行卡业务的东信和平与恒宝股份。根据 Wind 提供的一致盈利预测数据, 这 4 家企业的估值中枢对应 2011 年 51-53 倍、2012 年 37-39 倍 PE 之间。

表 3: A 股电子标签卡类公司估值比较

| 股票代码      | 公司名称 | 股价<br>2011/4/20 | EPS   |       |       |       | P/E   |       |       |       |
|-----------|------|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|           |      |                 | 2009A | 2010A | 2011E | 2012E | 2009A | 2010A | 2011E | 2012E |
| 002161.SZ | 远望谷  | 23.13           | 0.18  | 0.30  | 0.43  | 0.58  | 128.1 | 75.9  | 53.6  | 39.6  |
| 300078.SZ | 中瑞思创 | 92.90           | 0.91  | 1.27  | 1.78  | 2.39  | 102.5 | 73.0  | 52.1  | 38.9  |
| 002017.SZ | 东信和平 | 21.74           | 0.16  | 0.17  | 0.36  | 0.55  | 137.1 | 129.0 | 59.9  | 39.4  |
| 002104.SZ | 恒宝股份 | 16.27           | 0.21  | 0.24  | 0.40  | 0.52  | 76.4  | 68.9  | 40.9  | 31.3  |
| 中值        |      |                 |       |       |       |       | 115.3 | 74.4  | 52.9  | 39.2  |
| 均值        |      |                 |       |       |       |       | 111.0 | 86.7  | 51.6  | 37.3  |

资料来源: Wind

附：财务预测表

单位：百万元

| 资产负债表          |      |       |       |       |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| 会计年度           | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
| <b>流动资产</b>    | 874  | 824   | 824   | 886   |
| 现金             | 790  | 736   | 722   | 762   |
| 应收账款           | 17   | 19    | 23    | 28    |
| 其它应收款          | 2    | 3     | 3     | 4     |
| 预付账款           | 3    | 3     | 4     | 4     |
| 存货             | 59   | 62    | 72    | 88    |
| 其他             | 3    | 0     | 0     | 0     |
| <b>非流动资产</b>   | 87   | 178   | 234   | 247   |
| 长期投资           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 固定资产           | 77   | 170   | 226   | 238   |
| 无形资产           | 8    | 8     | 8     | 8     |
| 其他             | 2    | 0     | 0     | 0     |
| <b>资产总计</b>    | 961  | 1001  | 1058  | 1133  |
| <b>流动负债</b>    | 61   | 46    | 54    | 64    |
| 短期借款           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 应付账款           | 33   | 31    | 36    | 44    |
| 其他             | 28   | 15    | 17    | 21    |
| <b>非流动负债</b>   | 2    | 2     | 2     | 2     |
| 长期借款           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 其他             | 2    | 2     | 2     | 2     |
| <b>负债合计</b>    | 63   | 48    | 56    | 67    |
| 少数股东权益         | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 股本             | 118  | 118   | 118   | 118   |
| 资本公积           | 702  | 702   | 702   | 702   |
| 留存收益           | 78   | 133   | 183   | 246   |
| 归属母公司股东权益      | 898  | 953   | 1003  | 1066  |
| <b>负债和股东权益</b> | 961  | 1001  | 1058  | 1133  |

| 现金流量表          |      |       |       |       |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| 会计年度           | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
| <b>经营活动现金流</b> | 54   | 39    | 65    | 82    |
| 净利润            | 47   | 55    | 66    | 83    |
| 折旧摊销           | 7    | 6     | 10    | 13    |
| 财务费用           | -1   | -4    | -4    | -4    |
| 投资损失           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 营运资金变动         | 2    | -20   | -7    | -11   |
| 其它             | 0    | 1     | 0     | 0     |
| <b>投资活动现金流</b> | -10  | -97   | -67   | -25   |
| 资本支出           | 10   | 98    | 67    | 25    |
| 长期投资           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 其他             | 0    | 1     | 0     | 0     |
| <b>筹资活动现金流</b> | 672  | 4     | -13   | -16   |
| 短期借款           | -22  | 0     | 0     | 0     |
| 长期借款           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 普通股增加          | 30   | 0     | 0     | 0     |
| 资本公积增加         | 685  | 0     | 0     | 0     |
| 其他             | -21  | 4     | -13   | -16   |
| <b>现金净增加额</b>  | 716  | -54   | -14   | 41    |

| 利润表             |      |       |       |       |
|-----------------|------|-------|-------|-------|
| 会计年度            | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
| <b>营业收入</b>     | 261  | 298   | 350   | 425   |
| 营业成本            | 181  | 206   | 241   | 292   |
| 营业税金及附加         | 1    | 1     | 2     | 2     |
| 营业费用            | 7    | 7     | 8     | 9     |
| 管理费用            | 23   | 25    | 28    | 30    |
| 财务费用            | -1   | -4    | -4    | -4    |
| 资产减值损失          | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 公允价值变动收益        | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 投资净收益           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>营业利润</b>     | 50   | 62    | 75    | 95    |
| 营业外收入           | 4    | 3     | 3     | 3     |
| 营业外支出           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>利润总额</b>     | 54   | 65    | 78    | 98    |
| 所得税             | 8    | 10    | 12    | 15    |
| <b>净利润</b>      | 47   | 55    | 66    | 83    |
| 少数股东损益          | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>归属母公司净利润</b> | 47   | 55    | 66    | 83    |
| EBITDA          | 56   | 65    | 82    | 104   |
| EPS (元)         | 0.40 | 0.47  | 0.56  | 0.71  |

| 主要财务比率          |       |       |       |       |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 会计年度            | 2010  | 2011E | 2012E | 2013E |
| <b>成长能力</b>     |       |       |       |       |
| 营业收入            | 4.5%  | 14.4% | 17.3% | 21.4% |
| 营业利润            | 7.2%  | 24.4% | 20.3% | 27.2% |
| 归属于母公司净利润       | 12.7% | 18.9% | 19.4% | 26.2% |
| <b>获利能力</b>     |       |       |       |       |
| 毛利率             | 30.5% | 30.9% | 31.0% | 31.2% |
| 净利率             | 17.9% | 18.6% | 18.9% | 19.6% |
| ROE             | 5.2%  | 5.8%  | 6.6%  | 7.8%  |
| ROIC            | 39.2% | 22.6% | 21.3% | 25.4% |
| <b>偿债能力</b>     |       |       |       |       |
| 资产负债率           | 6.6%  | 4.8%  | 5.3%  | 5.9%  |
| 净负债比率           | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| 流动比率            | 14.35 | 17.91 | 15.40 | 13.76 |
| 速动比率            | 13.38 | 16.56 | 14.04 | 12.40 |
| <b>营运能力</b>     |       |       |       |       |
| 总资产周转率          | 0.43  | 0.30  | 0.34  | 0.39  |
| 应收账款周转率         | 13    | 16    | 17    | 17    |
| 应付账款周转率         | 6.33  | 6.50  | 7.19  | 7.30  |
| <b>每股指标 (元)</b> |       |       |       |       |
| 每股收益(最新摊薄)      | 0.40  | 0.47  | 0.56  | 0.71  |
| 每股经营现金流(最新摊薄)   | 0.46  | 0.33  | 0.55  | 0.69  |
| 每股净资产(最新摊薄)     | 7.61  | 8.08  | 8.50  | 9.03  |
| <b>估值比率</b>     |       |       |       |       |
| P/E             | 75.74 | 63.71 | 53.37 | 42.30 |
| P/B             | 3.93  | 3.70  | 3.52  | 3.31  |
| EV/EBITDA       | 49    | 42    | 34    | 26    |

资料来源：公司报表，中投证券研究所预测

## 投资评级定义

### 公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上  
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%  
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在  $\pm 10\%$  以内  
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

### 行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上  
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平  
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 研究团队简介

李超, 电子行业分析师, 南京大学管理学硕士, 拥有大型合资通信设备公司多年实业经验。

2008.7-2010.10 任中投证券研究所交通运输行业分析师, 先后挖掘了铁龙物流、澳洋顺昌等个股的投资机会, 获今日投资 2009 年“交通运输行业最佳分析师入围奖”、朝阳永续 2010 年“行业研究领先奖”。

## 免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本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。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

## 中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

| 深圳                                                                   | 北京                                                                 | 上海                                                            |
|----------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------|
| 深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼<br>邮编: 518048<br>传真: (0755) 82026711 | 北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层<br>邮编: 100031<br>传真: (010) 66276939 | 上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼<br>邮编: 200041<br>传真: (021) 62171434 |