

电子元器件

署名人: 李超

S0960210070012

021-62178345

lichao@cjis.cn

国腾电子

300101

推荐

厚积薄发、终将守得山花烂漫时

投资要点:

- 公司构建了“元器件-终端-系统”北斗导航产业链。目前终端是公司收入和利润的主要来源。在2010年公司主营收入和毛利结构中,终端分别占了66%和70%的比重;其次是设计服务,占了主营收入的25.6%、毛利的22.4%;元器件由于主要提供给终端使用,外销不多。
- 北斗区域卫星导航系统即将建成、行业处于高速增长临界点。我国的北斗卫星导航系统发展大致可以分成三个阶段:1994年启动试验系统建设、2000年形成区域有源服务能力,2004年启动北斗系统建设、2012年形成区域无源服务能力,2020年建成北斗系统、形成全球无源服务能力。今年4月我国成功发射了第8颗北斗导航卫星,除部分卫星用于系统试验验证和信号测试外,中国北斗现已构成3颗地球静止轨道卫星加上3颗倾斜地球同步轨道卫星的基本系统,经在轨测试后,即将具备向中国大部分地区提供初始服务的条件。这使我国成为继美、俄之后,世界上第三个具备自主无源卫星导航定位能力的国家,今后两年我国还将陆续发射多颗组网卫星,实现对亚太地区的覆盖。
- 一季度差强人意的业绩无碍公司的长期成长性。今年一季度营业收入4698万、增长5%,营业利润和利润总额均为938万、均降低27%,净利润749万、增长14.5%。一季度毛利率的降低成为营业利润大幅下滑的直接原因,同时少数股东损益大幅减少促使净利润最终实现增长。终端领域表现不佳是影响公司一季度业绩的重要原因,目前是北斗一号系统向北斗二号系统的过渡时期,一季度北斗终端实现销售2805万元,比去年同期下降21.3%。但我们认为以目前公司在北斗领域的强大研发实力,在北斗二号时代,公司有望进入加速成长期。
- 募投项目进一步强化公司的竞争和成长基础。公司去年IPO募集资金主要投资北斗终端关键元器件、北斗导航应用服务中心、视频图像处理芯片、高性能频率合成器、北斗/惯导组合导航五个项目。随着这些项目在今明两年建成,公司研发和应用服务能力将获得显著提高。
- 首次给予“推荐”评级,目标价格42.6元。我们预测公司2011-2013年净利润分别为7525万、9896万和1.35亿,年均增长33.9%,全面摊薄每股收益分别为0.54、0.71和0.97元。首次给予“推荐”评级,6-12个月目标价42.6元/股,对应2012年60倍PE。

风险提示: 市场竞争激烈、销售对象集中、技术更新换代、核心人员流失

6-12个月目标价: 42.6元

当前股价: 33.60元

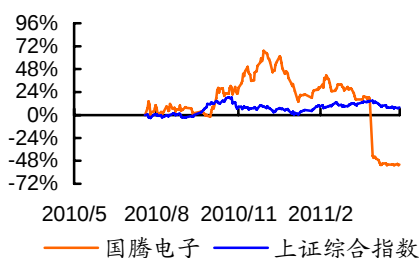
评级调整: 首次

基本资料

上证综合指数	2872.77
总股本(百万)	139
流通股本(百万)	35
流通市值(亿)	12
EPS (TTM)	0.41
每股净资产(元)	5.44
资产负债率	7.6%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
国腾电子	-15.89	-24.82	-21.43
上证综合指数	-6.04	-0.93	0.26



相关报告

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	201	264	383	557
同比(%)	14%	32%	45%	45%
归属母公司净利润(百万元)	56	75	99	135
同比(%)	42%	33%	32%	37%
毛利率(%)	64.5%	57.8%	57.9%	58.0%
ROE(%)	7.9%	9.8%	11.7%	14.3%
每股收益(元)	0.41	0.54	0.71	0.97
P/E	82.81	62.07	47.19	34.51
P/B	6.55	6.08	5.53	4.92
EV/EBITDA	53	47	32	22

资料来源: 公司报表、中投证券研究所预测

一、公司构建了“元器件-终端-系统”北斗导航产业链

公司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。

目前公司研发的北斗基带处理模块、天线、功率放大器、滤波器和低噪放已在“北斗一号”用户终端中得到较多应用，基带和射频芯片已完成产品开发，正进行小批量试制，公司在北斗关键元器件领域取得的这些成果填补了我国在该领域的空白。2009年2月1日，公司获得相关主管机构的批准，可以开展北斗卫星导航运营服务，从而成为目前西部地区唯一一家获得北斗运营服务资质的企业。围绕北斗卫星导航应用，公司已经构建起了“元器件-终端-系统”的完整产业链。

目前，终端是公司收入和利润的主要来源。在2010年公司主营收入和毛利结构中，终端分别占了66%和70%的比重，其次是设计服务，占了主营收入的25.6%、毛利的22.4%。元器件由于主要提供给终端使用，外销不多。

图 1：公司主营收入结构

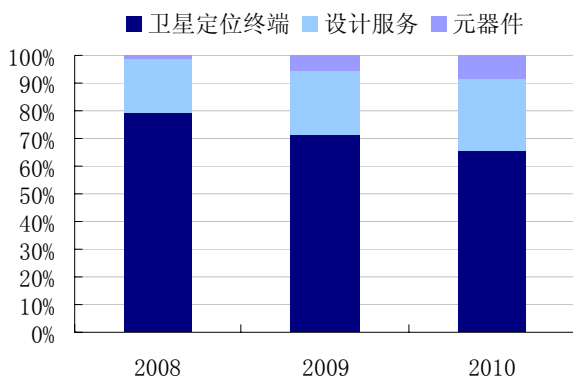
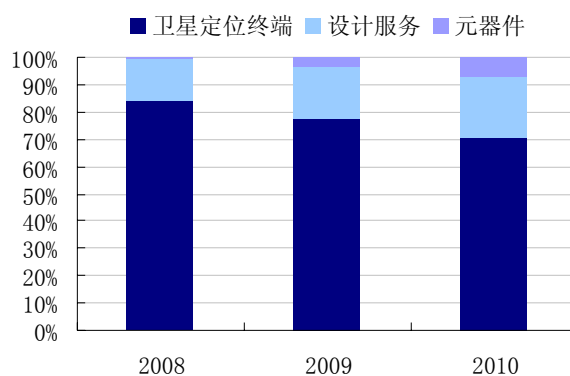


图 2：公司主营毛利结构



资料来源：公司报表

2008-2010年公司主营收入和主营毛利实现了较快增长，收入从1.35亿增长到2亿、年均增长22%，主营毛利从9000万左右增长到1.29亿、年均增长19.6%。期间毛利率一直保持着较高水平，分别为67.3%、63.8%和64.5%。

图 3：公司主营收入及增速

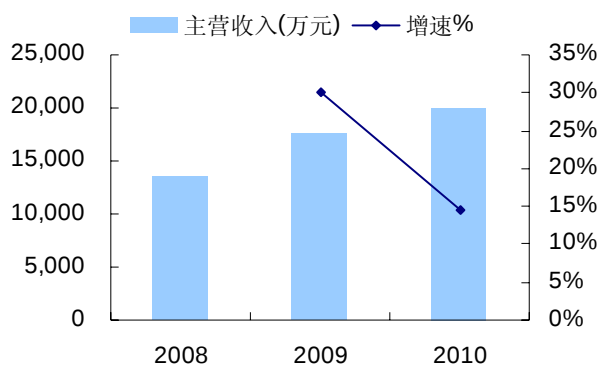
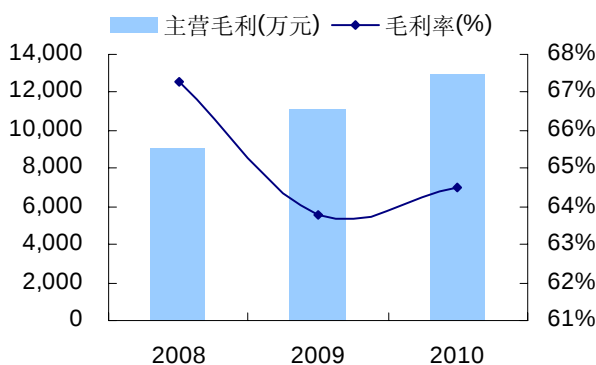


图 4：公司主营毛利及毛利率



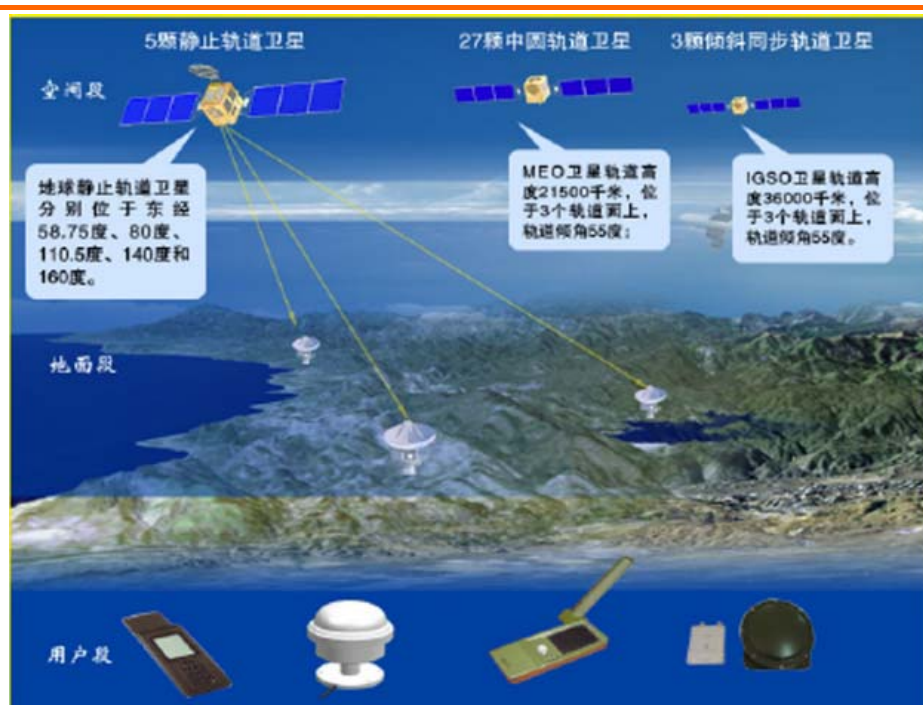
资料来源：公司报表

二、北斗区域卫星导航系统即将建成、行业处于高增长临界点

目前全球范围主要有四大卫星导航系统，美国 GPS、俄罗斯的 GLONASS（格洛纳斯）、欧盟的 Galileo（伽利略）和中国的北斗。GPS 和 GLONASS 已经投入使用，Galileo 和北斗正在积极推进中。

我国的北斗卫星导航系统由空间段、地面段和用户段三部分组成。空间段包括 5 颗静止轨道卫星和 30 颗非静止轨道卫星，其中非静止轨道卫星由 27 颗中圆轨道卫星和 3 颗倾斜同步轨道卫星组成，地面段包括主控站、注入站和监控站等若干个地面站，用户段包括北斗系统用户终端以及与其他卫星导航系统兼容的终端。系统采用卫星无线电测定（RDSS）与卫星无线电导航（RNSS）集成体制，既能像 GPS、GLONASS、Galileo 系统一样，为用户提供卫星无线电导航服务，又具有位置报告及短报文通信功能。

图 5：北斗卫星导航系统的组成



资料来源：Beidou

北斗系统将提供开放服务和授权服务两种服务。开放服务是为全球用户免费提供开放、稳定、可靠的基本定位、测速和授时服务，定位精度 10 米、测速精度 0.2 米/秒、授时精度 20 纳秒。授权服务是为全球用户提供更高性能的定位、导航和授时服务，以及为亚太地区提供广域差分 and 短报文通信服务，其中广域差分定位精度为 1 米。

表 1：北斗卫星导航系统的服务

服务方式	服务区域	服务指标
开放	全球	定位精度 10 米、测速精度 0.2 米/秒、授时精度 20 纳秒
授权	区域	更高性能
差分	区域	定位精度 1 米
短报文	区域	120 个汉字

资料来源：Beidou

按照发展计划，我国的北斗卫星导航系统发展大致可以分成三个阶段。第一步，1994 年启动北斗试验系统建设、2000 年形成区域有源服务能力；第二步，2004 年启动北斗系统建设、2012 年形成区域无源服务能力；第三步，2020 年，建成北斗系统、形成全球无源服务能力。

表 2：北斗卫星导航系统的发展计划

阶段	时间	建设目标	服务能力
第一阶段	1994 年-2000 年	试验系统	区域有源
第二阶段	2004 年-2012 年	区域覆盖	区域无源
第三阶段	-2020 年	全球覆盖	全球无源

资料来源：Beidou

2011 年 4 月 10 日，我国成功发射了第 8 颗北斗导航卫星，除部分卫星用于系统试验验证和信号测试外，中国北斗现已构成“3+3”基本系统，即 3 颗 GEO(地球静止轨道)卫星加上 3 颗 IGSO(倾斜地球同步轨道)卫星，经在轨测试后，即将具备向中国大部分地区提供初始服务的条件。

这标志着北斗卫星导航系统组网计划与应用推广迈出重要一步，使我国成为继美、俄之后，世界上第三个具备自主无源卫星导航定位能力的国家。今明两年，我国还将陆续发射多颗组网卫星，建成覆盖亚太地区的北斗区域卫星导航系统，为我国及周边地区提供统一的时空基准服务，北斗应用有望正式走进各行各业和个人用户。

三、一季度差强人意的业绩无碍公司的长期成长性

2010 年公司营业收入 2 亿、增长 14.2%，营业利润 7418 万、增长 26.2%，利润总额 7770 万、增长 26.8%，净利润 5640 万、增长 42.37%。净利润的超额增长主要来自毛利率的提高和销售费用、财务费用、少数股东损益的大幅降低。

2011 年一季度营业收入 4698 万、同比增长 5%，营业利润和利润总额均为 938 万、均同比降低 27%，净利润 749 万、同比增长 14.5%，基本每股收益 0.11 元。一季度毛利率为 48.9%、同比和环比分别降低了 15.1 和 18.9 个百分点，成为营业利润大幅下滑的主要原因，同时由于少数股东损益仅有 31 万、同比去年减少了 387 万，成为净利润最终增长的主要原因。

终端领域表现不佳是影响公司一季度业绩的重要原因。目前是北斗一号系统向北斗二号系统的过渡时期，一季度北斗终端实现销售 2805 万元，比去年同期下降 21.3%。公司为抢占更多的行业领域和市场份额，继续加大了对民用市场的开拓力度，民品销售同比上升 295.4%，由于市场竞争日趋激烈，产品的综合毛利率逐渐下降。

但我们认为以目前公司在北斗领域的强大研发实力，在北斗二号时代，公司或许可以进入加速成长期。目前公司在北斗终端市场的总体市场占有率在 40%左右，2009 年在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，公司所投的 10 个型号均中标，其中 7 个型号排名第一，2 个型号排名第二，1 个型号排名第三。公司还参与了国家《北斗卫星导航系统授时及应用标准》的研究，是《北斗卫星授时终端技术要求》的制定单位。此外，公司还获得两项“核心电子器件、高端通用芯片及基础软件”重大专项研制任务，是目前国内唯一一家获得两项“核高基”研制任务的民营企业。

表 3: 公司研发投入比例

项目	2008 年	2009 年	2010 年
营业收入 (万元)	13718	17569	20056
研发费用 (万元)	2102	2298	3898
其中: 资本化	--	--	1241
研发费用占比	15.3%	13.1%	19.4%

资料来源: 公司报表

表 4: 公司人员结构 (截止 2009 年底)

专业结构			教育结构		
类别	人数	比例	学历	人数	比例
技术人员	182	50.4%	博士	8	2.2%
市场人员	32	8.9%	硕士	74	20.5%
管理人员	81	22.4%	本科	145	40.2%
生产人员	66	18.3%	其他	134	37.1%
合计	361	100%	合计	361	100%

资料来源: 公司报表

在国家北斗二号终端研制项目招标中, 公司承担了“北斗二号定位测试终端”、“北斗二号定时测试终端”、“北斗二号定时用户终端”、“北斗二号双模用户终端”、“多频多星座导航定位接收终端”和“多频多星座定时接收终端”等六种型号的研发设计任务, 是承担任务最多的企业。

除国防系统外, 公司在民用领域也有相当广阔的发展空间。《国防科技工业“十一五”发展和改革意见》将“军民结合、寓军于民, 促进军民良性互动, 协调发展”作为我国国防科技工业发展和改革的指导思想, 促进了我国军工企业将优势技术应用于民用领域的发展。公司在北斗关键元器件、特种行业高性能集成电路以及北斗终端领域都拥有大量先进的技术和产品, 并在国防领域占据重要地位。随着国家鼓励将军用技术和产品应用于民用领域, 公司已被列为“寓军于民”的示范单位, 未来在民用领域的发展空间也相当广阔。

四、募投项目进一步强化公司的竞争和成长基础

公司去年 8 月份 IPO 时发行了 1750 万股 A 股, 发行价格 32 元/股, 募集资金总额 5.6 亿、净额 5.19 亿, 投资北斗终端关键元器件、北斗导航应用服务中心、视频图像处理芯片、高性能频率合成器、北斗/惯导组合导航五个项目。

表 5: 公司 IPO 募投项目

项目名称	总投资 (万)	使用募集资金 (万)	建成时间
北斗终端关键元器件技改及产业化	6,130	3,630	2011.12
北斗导航应用服务中心技改及产业化	4,612	3,612	2011.12
视频/图像处理芯片技改及产业化	4,210	2,710	2011.12
高性能频率合成器技改及产业化	4,349	2,849	2011.12
北斗/惯导组合导航技术技改及产业化	4,710	4,710	2012.12
合计	24,011	17,511	--

资料来源: 公司报表

随着募投资金的到位，公司的研发获得了显著进展。公司全年完成科研任务 53 项，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和其他完善改进任务等 4 大板块。特种行业高性能集成电路方面，在频综、高速信号处理、视频信号处理、通信、射频以及北斗/惯导组合导航等技术方向，全年完成节点验收 22 项，计划节点完成率达 93.3%。

2010 年 3 月，由国家北斗办公室组织的“北斗二号”用户终端评测中，公司是唯一一家全面达到系统设计指标的单位。4 月份公司研制的“北斗二号”基带芯片在国家组织的评测中与清华大学/复旦大学联合项目组并列第一。

去年下半年募集资金到位以后，公司也加快了“北斗卫星导航应用服务中心”项目的建设进度，“北斗卫星导航应用服务中心一期工程”已经通过了国家主管机关的测试和验收，于 2010 年 12 月 23 日获得了中国卫星导航定位应用管理中心颁发的“北斗导航民用服务资质证书”，具备开展北斗运营服务的软硬件条件。2011 年将在海洋渔政、环境监测、减灾、救灾等行业应用领域开展运营业务推广，有望形成公司新的利润增长点。

同时，运营中心的投入使用，也标志着公司在北斗卫星导航领域具备了“元器件-终端-系统”完整产业链，公司整体竞争实力得到进一步提高。

五、行业估值比较

目前 A 股市场卫星导航领域从事硬件与运营服务的可比公司主要有北斗星通、合众思壮与中海达。根据 Wind 提供的一致盈利预测数据，这三个公司中，与北斗卫星导航业务最为密切的北斗星通估值水平对应 2011 年 64 倍 PE、2012 年 46 倍 PE，而合众思壮与中海达的估值水平对应 2011 年 28 倍 PE、2012 年 20 倍 PE 左右。我们分析，这种较大的估值差异的背后隐含了市场对我国北斗系统未来市场空间的巨大预期。

表 6：A 股卫星导航领域可比公司估值比较

股票代码	公司名称	股价 2011/05/18	EPS				P/E			
			2009A	2010A	2011E	2012E	2009A	2010A	2011E	2012E
002151.SZ	北斗星通	27.63	0.34	0.27	0.43	0.60	82.0	100.9	64.1	46.4
002383.SZ	合众思壮	35.40	0.70	0.44	1.29	1.70	50.6	79.7	27.4	20.8
300177.SZ	中海达	43.39	0.64	0.95	1.52	2.10	67.6	45.9	28.5	20.6
中值							67.6	79.7	28.5	20.8
均值							66.7	75.5	40.0	29.3

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
流动资产	708	637	671	760
现金	597	532	519	539
应收账款	54	38	55	79
其它应收款	1	1	2	3
预付账款	8	11	16	23
存货	43	54	78	113
其他	4	1	2	3
非流动资产	110	238	325	407
长期投资	0	0	0	0
固定资产	92	236	324	406
无形资产	0	0	0	0
其他	17	2	1	0
资产总计	817	875	996	1167
流动负债	56	51	74	107
短期借款	0	0	0	0
应付账款	18	22	32	47
其他	38	29	41	60
非流动负债	5	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	5	0	0	0
负债合计	62	51	74	107
少数股东权益	42	57	78	110
股本	70	139	139	139
资本公积	542	472	472	472
留存收益	102	156	233	338
归属母公司股东权益	713	768	844	950
负债和股东权益	817	875	996	1167

现金流量表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	49	72	92	133
净利润	67	89	120	167
折旧摊销	6	8	14	18
财务费用	-3	-18	-17	-17
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-26	-1	-26	-38
其它	5	-6	2	3
投资活动现金流	-24	-135	-100	-100
资本支出	24	150	100	100
长期投资	0	0	0	0
其他	0	15	0	0
筹资活动现金流	478	-3	-6	-13
短期借款	0	0	0	0
长期借款	-23	0	0	0
普通股增加	18	70	0	0
资本公积增加	502	-70	0	0
其他	-18	-3	-6	-13
现金净增加额	503	-66	-13	20

利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	201	264	383	557
营业成本	71	111	161	234
营业税金及附加	1	1	1	2
营业费用	9	12	17	25
管理费用	46	59	86	125
财务费用	-3	-18	-17	-17
资产减值损失	2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	74	99	134	188
营业外收入	4	4	4	4
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	78	102	137	191
所得税	10	13	17	24
净利润	67	89	120	167
少数股东损益	11	14	21	32
归属母公司净利润	56	75	99	135
EBITDA	77	88	130	189
EPS (元)	0.41	0.54	0.71	0.97

主要财务比率				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	14.2%	31.7%	44.9%	45.5%
营业利润	26.2%	33.1%	35.7%	40.1%
归属于母公司净利润	42.4%	33.4%	31.5%	36.8%
获利能力				
毛利率	64.5%	57.8%	57.9%	58.0%
净利率	28.1%	28.5%	25.9%	24.3%
ROE	7.9%	9.8%	11.7%	14.3%
ROIC	38.9%	24.0%	25.4%	28.7%
偿债能力				
资产负债率	7.6%	5.8%	7.4%	9.2%
净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	12.54	12.50	9.10	7.09
速动比率	11.75	11.41	8.00	6.00
营运能力				
总资产周转率	0.37	0.31	0.41	0.51
应收账款周转率	5	5	8	8
应付账款周转率	5.55	5.47	5.91	5.92
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.41	0.54	0.71	0.97
每股经营现金流(最新摊薄)	0.35	0.52	0.67	0.95
每股净资产(最新摊薄)	5.13	5.52	6.07	6.83
估值比率				
P/E	82.81	62.07	47.19	34.51
P/B	6.55	6.08	5.53	4.92
EV/EBITDA	53	47	32	22

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 邮编: 518048 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 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434