

董事李军辞职无关公司基本面， 市场过度反应带来长期买入机会

中创信测（600485.SZ）

推荐 维持评级

分析师：王国平 电话：(8610) 6656 8758 邮箱：wangguoping@chinastock.com.cn 执业证书编号：S0130200010339

联系人：朱劲松 电话：(8610) 8357 4072 邮箱：zhujingsong@chinastock.com.cn

1. 事件

中创信测5月28日（周六）发布公告，公司第四届董事会董事李军先生因个人原因，于2011年5月27日下午向董事会递交了辞职报告，辞去公司第四届董事会董事及第四届董事会战略委员会委员、第四届董事会薪酬与考核委员会委员职务。

2. 我们的分析与判断

李军先生自2009年下半年辞去公司副总以来，就已基本不介入公司的日常经营和管理决策，我们认为其离职对公司经营现状和基本面不产生任何实际影响。

5月30日，公司股价大幅下跌6.01%，超过通信设备指数-1.94%的跌幅，我们认为市场对李军先生离职，可能会减持公司股份的过度反应。

根据证监会《上市公司董事、监事和高级管理人员所持本公司股份及其变动管理规则》相关规定，李军先生任职公司高管期间，每年可减持公司股份不超过其所持股份总额的25%；而其离职半年内，不得减持其持有的中创信测股份。

根据公司一季报披露，李军先生现持有公司股份485万股（占公司总股本的3.50%）。目前除清算过程中的英诺维所持股份外，公司实际控制人贾林仅通过智多维公司间接持有中创信测5.89%的股份，加上李军先生所持股份（李军为公司董事长贾林的一致行动人），合计仅9.39%。

当前，影响股价短期走势的，除了整个通信板块的系统性风险之外，主要是公司大股东清算进程。

根据公司此前2011年2月18日的公告，大股东英诺维清算方案中规定自清算组成立日1月7日起，半年内清算完毕；如遇“特殊情况”，由清算组申请法院延期。从目前情况判断，7月7日前大股东英诺维清算完成，我们认为仍属于大概率事件。

3. 投资建议

我们维持此前业绩预测, 预计公司 2011~2013 年收入分别为 3.96 亿、5.81 亿、8.08 亿, 增速分别为 41.2%、46.8%、38.9%; 归属于上市公司股东的净利润为 0.82 亿、1.30、1.80 亿; 增速分别为 107.6%、59.1%、38.5%; EPS 分别为 0.56 元、0.88 元、1.20 元。

目前股价对应 2011~2013 年 PE 分别为 24 倍、15 倍、11 倍, 相对第一次股权激励计划的行权价 12.95 元, 已具有足够安全边际, 并已低于公司待批复的第二次股权激励计划的价格 16.19 元, 建议买入, 维持“推荐”评级。

4. 风险

- 1) 大股东英诺维公司清算进展。
- 2) 大盘的系统性风险。

表 1: 中创信测 (600485.SH) 财务预测

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E		2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	145.9	223.4	342.0	441.1	605.1	营业收入	234.7	280.7	396.2	581.6	807.8
应收票据	0.0	1.0	0.0	0.0	0.0	营业成本	113.5	137.9	192.3	274.8	382.1
应收账款	122.2	121.0	153.7	203.1	253.8	营业税金及附加	3.5	4.0	0.0	0.0	0.0
预付款项	34.4	33.9	44.6	59.8	80.9	销售费用	32.2	29.4	48.5	68.3	94.8
其他应收款	17.1	4.3	6.0	8.8	12.2	管理费用	63.4	81.6	86.3	128.5	178.5
存货	187.1	208.4	261.4	336.2	420.8	财务费用	-1.7	-1.6	-3.7	-5.2	-7.0
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.1	0.2	资产减值损失	10.6	4.1	5.7	8.4	11.7
长期股权投资	2.7	2.0	2.0	2.0	2.0	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	64.3	65.1	62.7	64.6	65.0	投资收益	-5.5	0.6	-1.0	1.3	1.9
在建工程	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营业利润	7.6	25.9	66.1	108.0	149.4
无形资产	0.0	0.7	0.7	0.7	0.7	营业外收支净额	21.1	18.5	26.2	38.7	53.9
长期待摊费用	3.0	2.8	2.9	2.7	2.6	税前利润	28.7	44.4	92.2	146.8	203.3
资产总计	621.3	703.7	915.6	1149.6	1463.6	减: 所得税	2.4	5.1	10.7	17.0	23.5
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润	26.3	39.3	81.6	129.8	179.8
应付票据	11.5	3.8	5.3	7.6	10.6	归属于母公司的净利润	26.3	39.3	81.6	129.8	179.8
应付账款	37.6	43.1	61.3	87.5	121.7	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
预收款项	133.9	142.7	167.9	208.5	270.6	基本每股收益	0.19	0.28	0.56	0.88	1.20
应付职工薪酬	5.4	10.3	10.3	10.3	10.3	稀释每股收益	0.19	0.28	0.56	0.88	1.20
应交税费	8.5	5.2	5.2	5.2	5.2	财务指标					
其他应付款	3.1	4.7	4.7	4.7	4.7	成长性					
其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营收增长率	-16.2%	19.6%	41.2%	46.8%	38.9%
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	EBIT 增长率	-53.1%	26.8%	148.4%	59.3%	38.4%
预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润增长率	-53.6%	49.2%	107.6%	59.1%	38.5%
负债合计	225.9	239.2	284.0	353.2	452.5	盈利性					
股东权益合计	395.4	464.5	631.6	796.4	1011.1	销售毛利率	51.6%	50.9%	51.5%	52.8%	52.7%
现金流量表 (百万元)						销售净利率	11.2%	14.0%	20.6%	22.3%	22.3%
净利润	26	39	82	130	180	ROE	6.7%	8.5%	12.9%	16.3%	17.8%
折旧与摊销	6	8	10	13	15	ROIC	5.09%	5.29%	9.67%	12.22%	13.32%
经营活动现金流	-5	59	43	71	137	估值倍数					
投资活动现金流	-14	-6	-13	-12	-15	PE	92.7	63.1	31.8	20.3	14.9
融资活动现金流	-3	30	89	40	42	P/S	10.4	8.8	6.6	4.5	3.3
现金净变动	-21	84	119	99	164	P/B	6.2	5.3	4.1	3.3	2.6
期初现金余额	170	146	223	510	441	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
期末现金余额	149	229	342	609	605	EV/EBITDA	81.2	62.8	28.3	17.9	12.3

资料来源: 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

王国平，通信行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，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受到任何形式的补偿。

覆盖股票范围：

A 股：中兴通讯（000063.SZ）、烽火通信（600498.SH）、中创信测（600485.SH）、世纪鼎利（300050.SZ）、大富科技（300134.SZ）、武汉凡谷（002194.SZ）、光讯科技（002281.SZ）、三维通信（002115.SZ）、中国联通（600050）等。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100033

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908