

唐月

执业证书编号: S0730512030001

021-50588666-8032

tangyue@ccnew.com

即将度过黎明前的黑暗

——国腾电子（300101）季报点评

证券研究报告-公司点评

增持（首次）

发布日期: 2012 年 10 月 25 日

报告关键要素:

公司3季度受到北斗相关产品销售收入下滑的影响,出现了业绩的大幅下滑。考虑到北斗产业启动后,公司将率先受益,我们仍然对公司13年业绩充满期待。预测12-13年EPS分别为0.25元和0.47元,按24日收盘价14.02元计算,对应市盈率分别为56.68倍和29.65倍,给予公司“增持”评级。

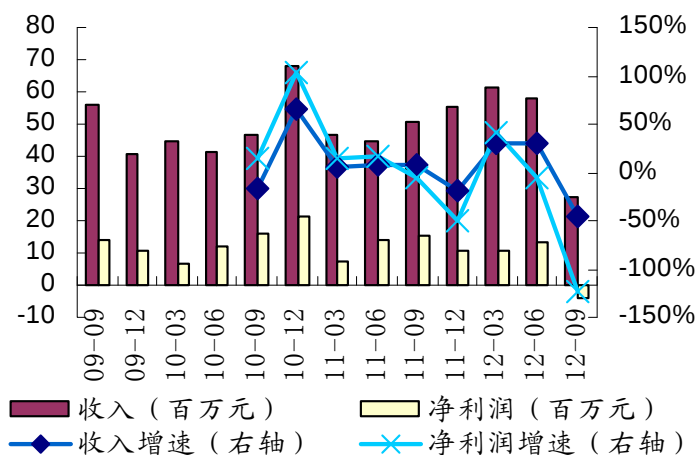
事件:

- 公司公布了2012年3季报。2012年前三季度,公司实现销售收入1.47亿元,同比增长3.27%,实现营业利润2937万元,同比增长-29.94%,实现净利润2043万元,同比减少44.85%,每股收益为0.07元。

点评:

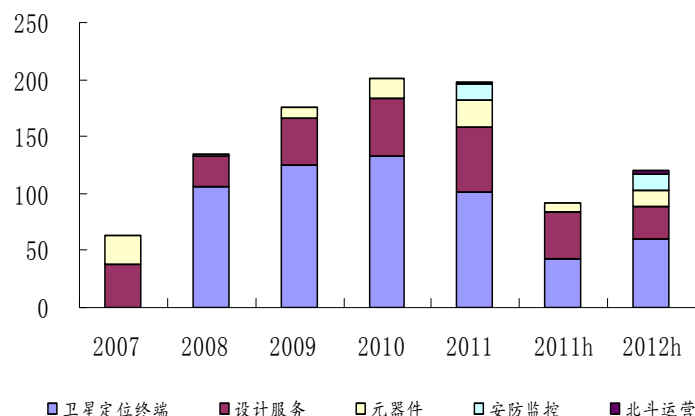
- 北斗产业发展进度不及预期,公司3季度收入下滑明显。12年第三季度,公司实现收入2705万元,同比减少了46.62%,实现净利润-369万元,同比减少了124.25%,业绩恶化较为明显。北斗终端销售下滑是3季度收入下降的主要原因。随着军工产品年底确认收入增加,四季度业绩有望改善。

图 1: 公司单季度销售收入及其增速



资料来源: 中原证券研究所、公司公告

图 2: 2007-2012 年公司分项业务收入情况

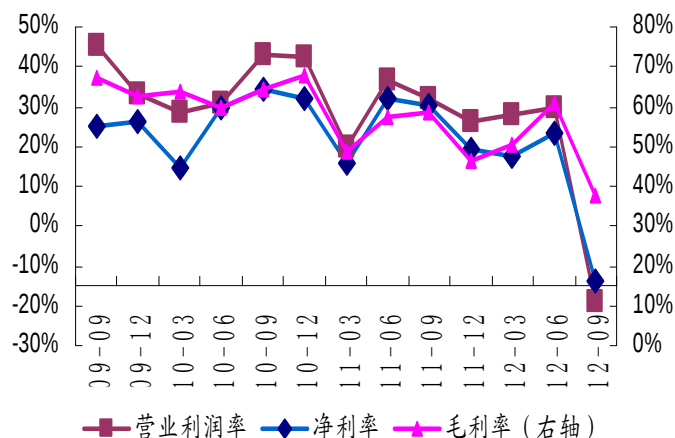


资料来源: 中原证券研究所、公司公告

- 毛利率受到产品结构变化而大幅下滑。12年3季度,公司单季度毛利率为37.4%,同比增长21.17个百分点,环比下降23.25个百分点。毛利率大幅下滑主要因为毛利率较低的安防监控业务收入大幅增长,本期实现销售收入2045万元,占总收入的76%(上半年占比仅13%)。未来随着北斗终端和关键元器件销售收入占比的提升,毛利率将从低位回归。
- 管理费用率和销售费用率持续下降。12年第三季度,公司管理费用率和销售费用率分别为12.45%和50.21%,同比分别上涨了6.05和28.64个百分点。收入下滑是费用率上涨的主要原因。同期公司为巩固产品的竞争优势,加快了“北斗二号”元器件、终端的产品定型和批生产工作以及视频图

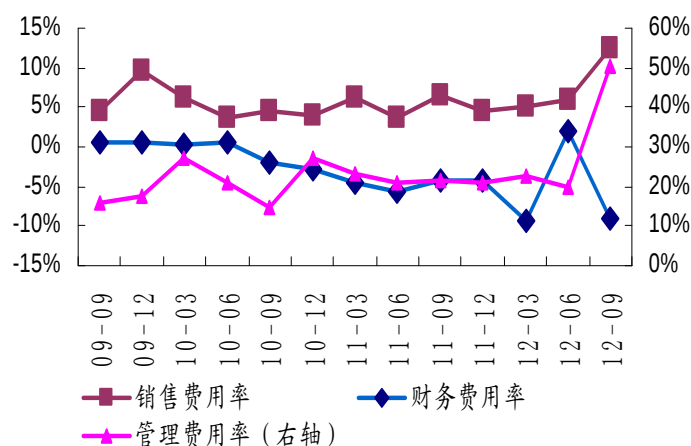
像处理系统及相关终端的研制工作，参与相关北斗系统应用和重大示范工程，也促使了费用率的提高。

图 3：公司单季度利润率情况



资料来源：中原证券研究所、公司公告

图 4：公司单季度费用率变化情况



资料来源：中原证券研究所、公司公告

- **2012 年北斗产业发展低于市场预期，2013 年有望获得转机。**2011 年公司就受到北斗一代产品向二代产品过渡的影响，终端产品销量下滑了 23.63%，进入蓄势阶段。考虑到目前北斗系统还处于试运营时期，系统在覆盖范围和定位精度上还不成熟，相关关键元器件和终端还处于装配联调的阶段，不具备大规模推广使用的条件。按照原计划，2012 年 10 月北斗二号卫星系统还将发射一颗卫星完成亚太地区的卫星组网，而后在年底左右投入正式运营。随着系统与终端日趋成熟，2013 年北斗产业有望迎来快速的增长期。
- **公司是军用北斗终端龙头，技术领先，北斗产业启动后将率先受益。**公司控股的国星通信长期专注于北斗终端研制，与公司在北斗关键元器件领域的优势相结合，成为国内少数在“元器件-终端-系统”全产业链布局的公司。作为北斗军用领域的龙头，公司在北斗一号终端市场占有率达到 40%。公司较早产出了国家北斗二号产品的研发，研制的“北斗二号”双模手持型用户机是国内第一款通过鉴定并投放市场的“北斗二号”终端产品，其产品所使用的基带、射频、天线等核心关键元器件均为公司自主研发。
考虑到北斗和 GPS 终端在性能和价格上的差距，前期推广的领域还是主要以军用和特殊行业应用为主，公司凭借在领域内的先发优势将率先受益。
- **盈利预测与投资建议：**预测 12-13 年 EPS 分别为 0.25 元和 0.47 元，按 24 日收盘价 14.02 元计算，对应市盈率分别为 56.68 倍和 29.65 倍。考虑到北斗产业发展对公司业绩的促进作用和公司业绩的高弹性，给予公司“增持”评级。
- **风险提示：**宏观经济拖累地方经济影响北斗行业应用的推广；北斗系统建设慢于预期。

盈利预测

	2010 年	2011 年	2012E	2013E
营业收入 (亿元)	2.01	1.98	2.86	5.67
增长比率 (%)	14.16%	-1.51%	44.95%	97.96%
净利润 (亿元)	0.56	0.48	0.69	1.31
增长比率 (%)	42.37%	-15.28%	43.92%	91.14%
每股收益 (元)	0.20	0.17	0.25	0.47
市盈率 (倍)	69.10	81.57	56.68	29.65

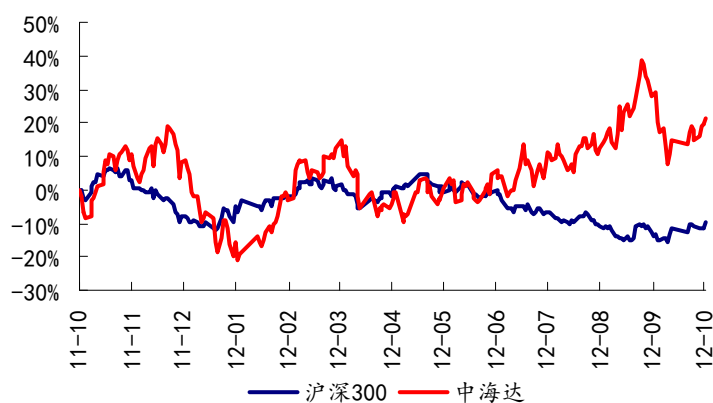
市场数据 (2012年10月18日)

收盘价 (元)	14.02
一年内最高/最低 (元)	37.83/11.73
沪深300 指数	2307.78
市净率 (倍)	5.10
流通市值 (亿元)	22.96

基础数据 (2012年6月30日)

每股净资产 (元)	2.67
每股经营现金流 (元)	-0.15
毛利率 (%)	55.35
净资产收益率 (%)	3.25
资产负债率 (%)	10.89
总股本/流通股 (万股)	27800/16376
B 股/H 股 (万股)	/

个股相对沪深 300 指数走势



行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其所属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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。