

2017年09月06日

中颖电子 (300327.SZ)

动态分析

家电控制芯片驱动上半年，未来看好新品拓展

投资要点

- 公司动态：**公司发布 2017 年中期业绩报告，上半年实现营业收入 3.12 亿元，同比上升 30.7%，毛利率 43.1%，同比下降 0.4 个百分点，归属于上市公司股东的净利润 6,208 万元，同比上升 61.8%，每股收益 0.2988 元，同比上升 48.36%。第二季度单季度实现销售收入 1.55 亿元，同比上升 19.8%，归属上市公司股东净利润 3,548 万元，同比上升 49.3%。
- 点评：**
 - 下游家电市场驱动公司控制芯片需求大增：**2017 年上半年度公司销售收入同比大幅增长 30.7%，作为家电控制芯片行业国内的龙头企业之一，在国内家电厂商智能化升级、国外家电厂商代工规模增加，以及国内芯片产业链成熟带来的竞争优势提升后，公司在家用电器尤其是大家电的控制芯片需求显著增加，相关产品收入约占总收入的 2/3，推动了收入的有效提升。公司锂电池电源管理芯片产品和 LCD 显示驱动芯片产品则保持了稳健的市场开拓步伐。
 - 毛利率受上游材料影响略有下降，盈利能力收益规模效应：**公司 2017 年上半年综合毛利率同比小幅下降 0.4 个百分点为 43.1%。2017 年以来，上游硅晶圆原材料价格出现了持续性的上升趋势，由此带来的代工企业价格上升使得公司在成本方面有所增加。但是，公司在费用率方面获得了良好的控制，在向芯颖科技持续大幅投入研发费用的基础上，公司仍然在三项费用率总体获得了 2.1 个百分点的下降为 24.4%，有出货量增加带来的规模效应体现，使得净利润的增长幅度高于收入增幅。
 - 家电仍然值得期待，新产品带来长期增量看点：**国内家用电器产品市场的升级仍然将会继续推进，作为本土企业拥有产品和服务的一体化竞争优势，行业需求仍然值得期待。其他方面，锂电池电源管理芯片已经通过了主要厂商的认证，有望迅速进入笔记本电脑大厂的供应链并形成稳定供货，而 LCD 显示驱动控制芯片则在与外部技术人员共同设立芯颖科技后，一款非量产 Full HD AMOLED 柔性屏芯片也是通过了产品验证，未来随着 OLED 成为逐步成为显示行业的主流方向，公司有望迎来中长期新的业务增长亮点。
- 投资建议：**我们预测公司 2017 年至 2019 年每股收益分别为 0.62、0.95 和 1.21 元。净资产收益率分别为 15.3%、18.9%和 20.3%，给予增持-A 建议，6 个月目标价为 36.30 元，相当于 2017 年至 2019 年 58.5、38.2 和 30.0 倍的动态市盈率。
- 风险提示：**代工厂商产能不足导致公司产品出货不及预期；新产品市场拓展速度不及预期；研发投入后产品认证试样过程存在不确定性。

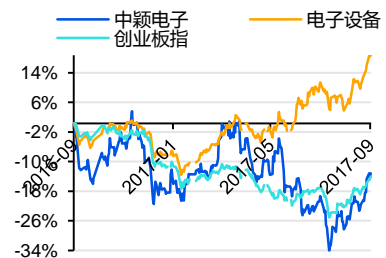
电子元器件 | 电子设备 III

投资评级	增持-A(首次)
6 个月目标价	36.30 元
股价(2017-09-06)	31.94 元

交易数据

总市值 (百万元)	6,709.22
流通市值 (百万元)	6,609.21
总股本 (百万股)	210.06
流通股本 (百万股)	206.93
12 个月价格区间	26.36/43.32 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	8.08	-2.85	0.51
绝对收益	18.74	5.19	-12.31

分析师

蔡景彦
 SAC 执业证书编号：S0910516110001
 caijingyan@huajinsc.cn
 021-20377068

报告联系人

陈韵迷
 chenyunmi@huajinsc.cn
 021-20377060

相关报告

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	411.4	517.7	725.7	979.4	1,175.1
同比增长(%)	10.9%	25.8%	40.2%	35.0%	20.0%
营业利润(百万元)	53.3	101.4	144.1	221.7	281.8
同比增长(%)	108.2%	90.3%	42.2%	53.9%	27.1%
净利润(百万元)	49.8	107.6	131.6	200.2	254.5
同比增长(%)	59.5%	116.2%	22.3%	52.1%	27.1%
每股收益(元)	0.24	0.51	0.62	0.95	1.21
PE	134.8	62.3	51.1	33.6	26.4
PB	10.9	9.6	7.8	6.3	5.4

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

内容目录

一、季度业绩点评：营收利润大幅增长，规模效应显现.....	4
二、经营状况点评：家电控制驱动上半年业绩，未来期待新品.....	5
（一）家电控制芯片驱动业务扩张.....	5
（二）业绩指导：关注新产品市场的拓展进度.....	5
三、投资建议.....	6
四、风险提示.....	6

图表目录

图 1：过往 12 个季度营业收入变动	4
图 2：过往 12 个季度盈利变动	4
图 3：过往 12 个季度毛利率及净利率变动.....	4
图 4：过往 12 个季度主要费用率变动.....	4
图 5：收入按产品细分（2017 H1 v.s. 2016 H1）	5
图 6：毛利率按产品细分（2017 H1 v.s. 2016 H1）	5

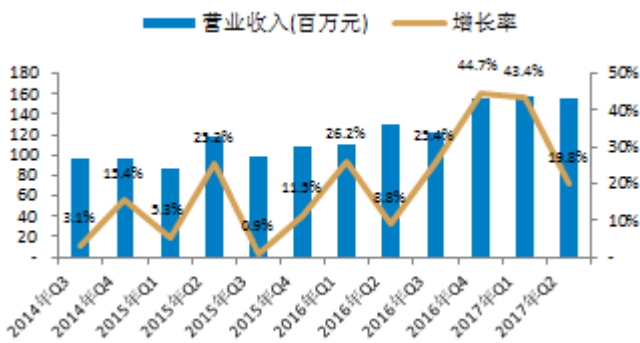
未找到图形项目表。

一、季度业绩点评：营收利润大幅增长，规模效应显现

公司 2017 年上半年销售收入实现 3.12 亿元，同比上升 30.7%，其中第二季度的销售收入为 1.55 亿元，同比上升 19.8%。2017 年上半年，公司主要下游市场之一的家用电器行业对于芯片的市场需求强劲，在传统家电厂商纷纷向智能化产品转型的过程中，公司作为国内家电控制类芯片的领导企业之一，充分享受了规模扩张和份额提升的双重优势，在大家电市场收获了增长的主要动力来源。锂电池电源管理芯片和 LCD 显示驱动模块的产品市场拓展也竞争顺利，其中公司通过设立芯颖科技专注 OLED 显示驱动市场，在产品研发和市场推广方面进度逐步加快。

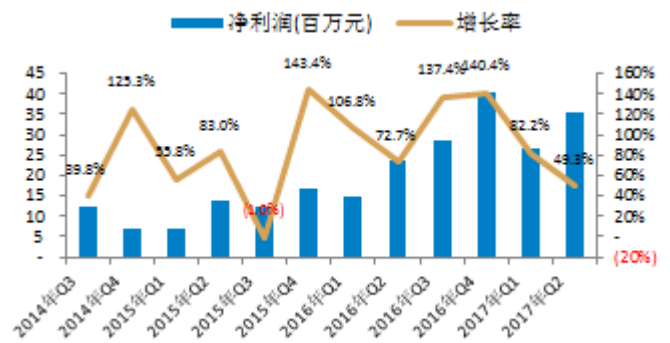
公司 2017 年上半年实现归属母公司股东净利润 6,208 万元，同比上升 61.8%，随着产品出货量的持续增加，公司作为 IC 设计企业的边际成本持续降低，使得盈利的增长速度高于收入增速。其中第二季度的归属母公司股东净利润为 3,548 万元，同比上升 49.3%。

图 1：过往 12 个季度营业收入变动



资料来源：Wind，华金证券研究所

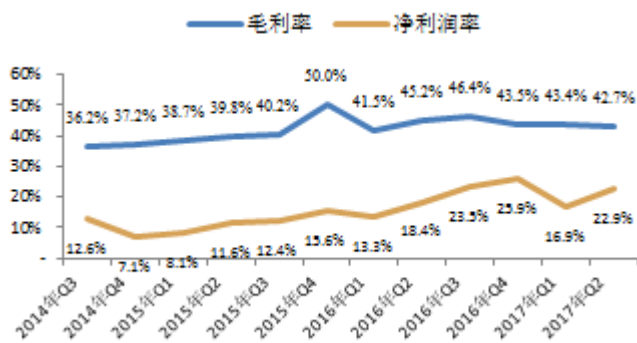
图 2：过往 12 个季度盈利变动



资料来源：Wind，华金证券研究所

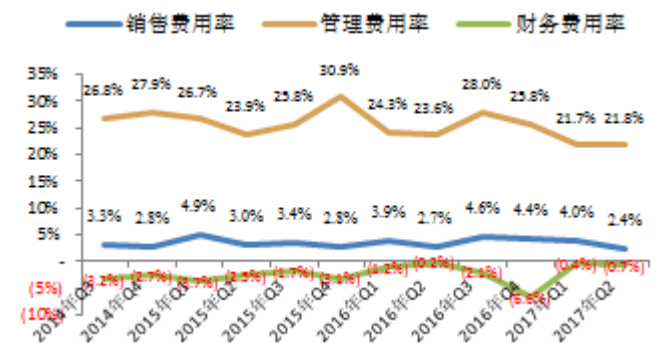
公司 2017 年上半年主营业务毛利率为 43.1%，同比小幅下降 0.4 个百分点，其中第二季度的毛利率为 42.7%，同比下降 2.5 个百分点，经营费用方面，上半年销售费用、管理费用、财务费用占收比分别为 3.2%、21.8%、-0.5%，三项费用率合计下降 2.1 个百分点为 24.4%，其中第二季度的分别为 2.4%、12.5%、2.3%。公司上半年三费较去年同期下降主要是由于收入增速较快而使得占收比下降，从公司的费用数值上看，仍然保持了稳定的投入，其中研发费用 2017 年上半年为 5,633 万元，同比上升 30.7%。

图 3：过往 12 个季度毛利率及净利率变动



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：过往 12 个季度主要费用率变动



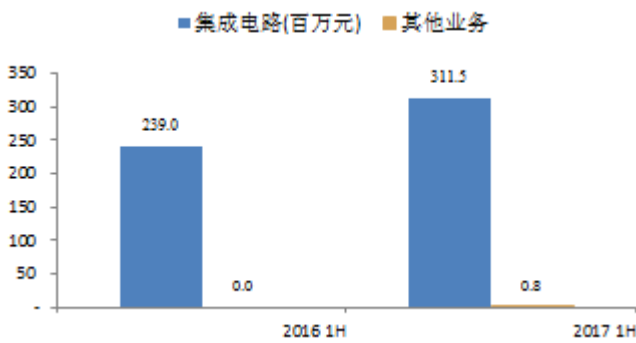
资料来源：Wind，华金证券研究所

二、经营状况点评：家电控制驱动上半年业绩，未来期待新品

（一）家电控制芯片驱动业务扩张

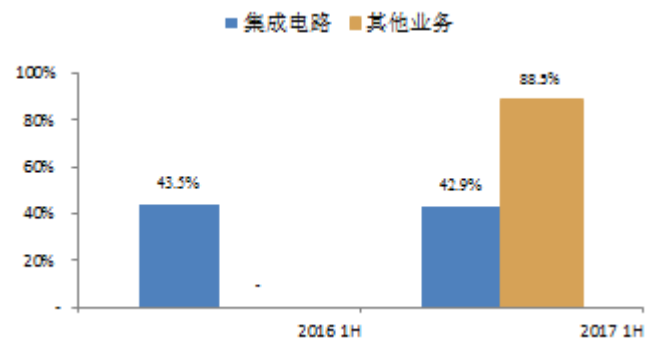
公司主要业务为集成电路芯片设计，其产品涵盖了主要三个部分，家用电器控制芯片、锂电池电源管理芯片以及 LCD 驱动显示控制芯片。从 2017 年上半年的情况看，家用电器控制芯片的需求增长尤其是大家电最为显著，销售收入占比接近 2/3，我们认为主要原因包括：1) 国内家电产业从传统产品向智能产品升级的过程中，对于 MCU 类控制芯片的技术要求持续提升，使得单片的成本有所增加；2) 海外家电厂商的国内代工规模日趋增加；3) 国内半导体产业链上下游的成熟度提升后，产业整体在产品性价比尤其是相对较为成熟产品的竞争优势体现，而包括公司在内的国内供应商在客户服务方面的本土化优势也是海外供应商难以比拟的。因此，公司上半年销售收入实现了有效的成长。

图 5：收入按产品细分（2017 H1 v.s. 2016 H1）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 6：毛利率按产品细分（2017 H1 v.s. 2016 H1）



资料来源：Wind，华金证券研究所

毛利率方面，公司的集成电路业务毛利率出现了 0.6 个点的下降，主要是由于代工厂商在上游硅晶圆原材料价格持续上升的情况下，提升了代工价格，使得公司的成本有所上升。由于原材料成本上升速度较快，以及晶圆代工企业的产能利用率高企，公司下半年仍然有成本方面的压力。

（二）业绩指导：关注新产品市场的拓展进度

公司未披露 2017 年前三季度的业绩指引，对于下半年我们认为公司新产品开拓值得期待。首先，在锂电池电源管理芯片方面，公司已经通过多年的研发投入和市场开拓取得了国内外大客户的认证，有望打开笔记本电脑大厂展开商务合作。LCD 驱动芯片方面，公司在 PMOLED 和 AMOLED 均实现了有效的产品线开发和出货，而与外部的技术团队共同设立芯颖科技也在上半年顺利完成了一款非量产的 FULL HD AMOLED 柔性屏的产品验收，为未来持续产品推出投放市场奠定了良好的基础。另外，公司也在积极研发物联网相关芯片，为未来的成长打开空间。

三、投资建议

我们预测公司 2017 年至 2019 年每股收益分别为 0.62、0.95 和 1.21 元。净资产收益率分别为 15.3%、18.9%和 20.3%，给予增持-A 建议，6 个月目标价为 36.30 元，相当于 2017 年至 2019 年 58.5、38.2 和 30.0 倍的动态市盈率。

四、风险提示

代工厂商产能不足导致公司产品出货不及预期；

新产品市场拓展速度不及预期；

研发投入后产品认证试样过程存在不确定性。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	411.4	517.7	725.7	979.4	1,175.1	年增长率					
减:营业成本	237.3	288.9	413.2	552.9	663.4	营业收入增长率	10.9%	25.8%	40.2%	35.0%	20.0%
营业税费	0.3	1.1	0.7	1.2	1.7	营业利润增长率	108.2%	90.3%	42.2%	53.9%	27.1%
销售费用	14.1	20.2	23.2	34.4	41.6	净利润增长率	59.5%	116.2%	22.3%	52.1%	27.1%
管理费用	110.0	131.7	157.9	182.4	202.0	EBITDA 增长率	106.6%	87.5%	58.0%	51.6%	23.9%
财务费用	-11.2	-14.3	-2.4	-3.9	-4.9	EBIT 增长率	205.7%	107.0%	62.8%	53.8%	27.1%
资产减值损失	14.6	3.0	1.4	1.8	2.1	NOPLAT 增长率	172.3%	115.5%	48.6%	53.8%	27.1%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	261.7%	15.0%	-24.4%	33.3%	-1.0%
投资和汇兑收益	6.9	14.2	12.4	11.2	12.6	净资产增长率	6.1%	16.2%	23.0%	22.6%	17.6%
营业利润	53.3	101.4	144.1	221.7	281.8						
加:营业外净收支	0.8	10.1	5.2	5.4	6.9	盈利能力					
利润总额	54.1	111.4	149.3	227.1	288.6	毛利率	42.3%	44.2%	43.1%	43.5%	43.5%
减:所得税	4.3	4.6	18.7	28.4	36.1	营业利润率	12.9%	19.6%	19.9%	22.6%	24.0%
净利润	49.8	107.6	131.6	200.2	254.5	净利润率	12.1%	20.8%	18.1%	20.4%	21.7%
						EBITDA/营业收入	12.8%	19.0%	21.4%	24.1%	24.8%
						EBIT/营业收入	10.2%	16.8%	19.5%	22.2%	23.6%
资产负债表						偿债能力					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	17.0%	13.6%	17.6%	15.4%	16.4%
货币资金	127.7	150.6	453.4	512.6	706.2	负债权益比	20.5%	15.7%	21.3%	18.3%	19.7%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	5.50	6.97	5.48	6.33	6.00
应收帐款	86.6	96.0	145.9	180.6	211.1	速动比率	4.84	6.18	4.72	5.46	5.16
应收票据	0.3	2.9	0.2	4.2	1.6	利息保障倍数	-3.76	-6.09	-58.66	-56.39	-56.80
预付帐款	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4	营运能力					
存货	81.5	87.4	142.3	171.1	206.5	固定资产周转天数	30	22	14	9	6
其他流动资产	384.1	434.0	276.2	364.8	358.3	流动营业资本周转天数	222	326	221	166	162
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	550	505	444	414	416
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	70	64	60	60	60
长期股权投资	-	-	-	-	-	存货周转天数	58	59	57	58	58
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	603	544	469	430	427
固定资产	33.3	29.9	25.7	21.5	17.4	投资资本周转天数	268	359	241	179	170
在建工程	-	-	-	-	-	费用率					
无形资产	20.4	13.9	14.3	10.8	5.0	销售费用率	3.4%	3.9%	3.2%	3.5%	3.5%
其他非流动资产	6.0	10.4	6.5	6.8	7.5	管理费用率	26.7%	25.4%	21.8%	18.6%	17.2%
资产总额	740.2	825.2	1,064.8	1,272.7	1,514.1	财务费用率	-2.7%	-2.8%	-0.3%	-0.4%	-0.4%
短期债务	-	-	-	-	-	三费/营业收入	27.5%	26.6%	24.6%	21.7%	20.3%
应付帐款	98.7	64.6	158.5	160.5	211.4	投资回报率					
应付票据	-	-	-	-	-	ROE	8.1%	15.5%	15.3%	18.9%	20.3%
其他流动负债	25.0	46.0	27.2	34.2	36.0	ROA	6.7%	12.9%	12.3%	15.6%	16.7%
长期借款	-	-	-	-	-	ROIC	29.2%	17.4%	22.4%	45.7%	43.5%
其他非流动负债	2.4	1.3	1.6	1.8	1.5	分红指标					
负债总额	126.2	111.9	187.3	196.5	249.0	DPS(元)	0.17	0.32	-	-	0.30
少数股东权益	-	16.7	15.7	14.1	12.2	分红比率	69.6%	61.8%	0.0%	0.0%	25.0%
股本	173.3	190.7	210.6	210.6	210.6	股息收益率	0.5%	1.0%	0.0%	0.0%	0.9%
留存收益	464.1	523.6	651.2	851.4	1,042.3						
股东权益	614.1	713.3	877.5	1,076.2	1,265.1						
						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	EPS(元)	0.24	0.51	0.62	0.95	1.21
净利润	49.8	106.8	131.6	200.2	254.5	BVPS(元)	2.92	3.32	4.09	5.04	5.95
加:折旧和摊销	11.1	11.7	13.7	17.7	14.9	PE(X)	134.8	62.3	51.1	33.6	26.4
资产减值准备	14.6	3.0	-	-	-	PB(X)	10.9	9.6	7.8	6.3	5.4
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	-22.5	188.5	25.3	110.2	25.9
财务费用	-6.8	-2.4	-2.4	-3.9	-4.9	P/S	16.3	13.0	9.3	6.9	5.7
投资损失	-6.9	-14.2	-12.4	-11.2	-12.6	EV/EBITDA	128.6	63.3	40.4	26.4	20.6
少数股东损益	-	-0.8	-1.0	-1.5	-1.9	CAGR(%)	58.6%	33.2%	61.2%	58.6%	33.2%
营运资金的变动	-373.2	-52.3	134.9	-147.2	-5.3	PEG	2.3	1.9	0.8	0.6	0.8
经营活动产生现金流量	44.0	84.6	264.4	54.1	244.8	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-182.3	-17.7	2.4	1.2	7.6						
融资活动产生现金流量	7.9	-21.5	36.0	3.9	-58.8						

资料来源: 贝格数据, 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

蔡景彦声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn