



东兴证券
DONGXING SECURITIES

平板和智能手机市场或下半年爆发，实现高端芯片进口替代

——北京君正（300223）2011年中报点评

2011年8月25日

强烈推荐/首次

北京君正

财报点评

王玉泉

计算机行业分析师

执业证书编号：S1480210100001

唐敏

电子元器件行业分析师 010-66554040

事件：

公司公布2011年半年报，营业收入102,12.6万元，同比降9.43%，公司营业利润4083万，同期减少14.13%，归属于上市公司股东的净利润5006.5万，同期增加0.29%，摊薄后的eps为0.625元。

评论

- **收入下滑源于传统应用市场下滑，平板电脑和智能手机市场刚刚开局。**。上半年，电子书市场低迷，对应的便携式教育电子CPU芯片同比下滑33.31%，为3471万元，如果按照18元价格测算，上半年教育电子芯片的出货量在190万片。传统的便携式消费电子PMP市场也有一定程度的下滑，不过由于公司新兴两大市场平板电脑和智能手机已经开局，目前平板电脑芯片和智能手机用芯片销售量在100万片和5万左右，因此，新增市场一定程度上弥补了便携式消费电子的下滑，便携式消费电子市场收入在6187.4万，同比微增了3.6%。
- **毛利率稳定运行，盈利能力较高。**公司教育电子芯片毛利率继续维持在60%，同比增加了1.93%，略有上升。我们认为，尽管价格有一定的下降，但销售的是成熟产品，没有了初始流片需要的昂贵的掩膜成本，仍可以保持较高的毛利率。便携消费电子CPU芯片毛利率55.25%，同期降低了2.42%，源于智能手机和平板电脑芯片还没完全上量，单位成本略增加了，随着下半年产品的大量销售，毛利率有提高的趋势。
- **业绩微滑不掩公司技术实力。**论技术和产品，公司在国内位于前列，特别是在处理器领域，公司是真正完全自主设计开发CPU芯片，虽然IC行业外人士很难理解架构授权是什么概念，但内行还比较认同，就像媒体仍旧在评论神州龙芯的cpu仍没有自主知识产权，但其实业界都认为二者都是基于mips架构完全自主开发的，类似AMD基于x86架构开发CPU芯片一样。正是公司有这样的人和技术储备，因此开发出的芯片得到了业界的认可，也具备一定的面积、功耗、成本优势。目前公司主卖产品是600M芯片，1G芯片已经小批量生产，约100万片，下半年公司将拿到64位CPU指令集架构的授权，研制新一代Xburst CPU。重要的是，这些都不是停留在规划层面，而是量产和销售，彰显公司的技术水平和开发实力。
- **平板或智能手机市场或将在下半年爆发。**公司重要的看点是这两个市场，基于J4760 600M芯片已经在平板和智能手机出货。但预计中低端产品在下半年和明年，1G的配置应是主流。基于1G的Android 2.2的智能手机方案和Android3.2的平板电脑方案研发工作预计在下半年完成，同时1G的量产工作也将在下半年完成，下半年公司大力开拓平板电脑和智能手机两个移动互联网市场，因此拭目以待公司下半年这两大市场的爆发
- **长期来看，公司最有望实现高端芯片进口替代。**国家一直在推行“核高基”项目，“核高基”就是“核心电子器件、高端通用芯片及基础软件产品”。其中高端通用芯片最重要的就是CPU，PC市场由于wintel

联盟，我们很难突破。现在移动互联终端的繁荣以及 android 的开源给了国产芯片的机会，业界多数观点认为技术进步的希望真正在于在残酷的市场竞争下脱颖而出的企业，国家应该大力鼓励和扶持这样的企业做大做强。北京君正就是这样的企业，完全自主开发 cpu 芯片，而且进行了量产和销售，达到了国际中端水平，而不是像国内部分企业只是买 cpu 内核然后集成，从长远来看，更有持续发展的能力，而不是受制于他人，因此，更有希望逐渐实现高端芯片的进口替代。

- **业绩在明年有巨大弹性，给予“强烈推荐”评级。**中性预测，我们预计公司今年平板电脑芯片出货量在 200 万片，智能手机出货量在 50 万片，明年出货量分别为 300 万片和 200 万片。对应的 11-12 的 eps 分别为 1.39 元，1.97 元，对应的 PE 分别为 35.5 倍，25 倍。事实上，如果在下半年，公司的 1G 芯片得到市场的广泛认可，很容易在这两个市场出货量达到 1000 万片，对应的业绩是 2.8 元。因此下半年目标价是 $1.97 \times 30 = 59.1$ 元，等到下半年信号明确，再调高目标价到 $2.8 \times 30 = 84$ 元。同时鉴于公司在国内 460 家芯片设计公司的人才、技术、资金优势，我们长期看好公司未来的发展，给予“强烈推荐”评级。
- **风险：**平板电脑市场需求低于预期，智能手机处理器竞争加剧！

表 1：盈利预测和估值

盈利预测及市场数据	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	206	250	355	448
(+/-%)	7.2%	21.3%	41.8%	26.3%
净利润(百万元)	89	111	158	195
(+/-%)	27.1%	25.4%	41.8%	23.7%
每股收益(元)	1.48	1.39	1.97	2.44
市盈率(P/E)	33.4	35.5	25.0	20.2
市净率(P/B)	15.2	2.6	2.4	2.2
PEG	4.61	1.66	0.60	0.77
EV/EBITDA	38.2	30.1	20.9	16.5
息率(%)	1.2%	1.5%	2.1%	2.6%

资料来源：公司资料、东兴证券研究所

附表 1：财务预测与估值

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	206	250	355	448	现金及现金等价物	143	1084	1159	1260
营业成本	88	108	145	182	应收款项	32	38	54	69
营业税金及附加	2	2	2	3	存货净额	22	26	36	45
销售费用	5	9	13	14	其他流动资产	25	31	44	55
管理费用	34	33	50	65	流动资产合计	222	1179	1292	1428
财务费用	0	(7)	(13)	(15)	固定资产	2	2	2	2
投资收益	0	0	0	0	无形资产及其他	0	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(0)	0	0	0	投资性房地产	1	1	1	1
其他收入	0	0	0	0	长期股权投资	0	0	0	0
营业利润	77	107	157	198	资产总计	225	1183	1296	1431
营业外净收支	20	15	15	15	短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0
利润总额	97	122	172	213	应付款项	8	10	13	16
所得税费用	8	10	14	18	其他流动负债	7	8	12	14
少数股东损益	0	0	0	0	流动负债合计	15	18	25	31
归属于母公司净利润	89	111	158	195	长期借款及应付债券	0	0	0	0
					其他长期负债	15	27	39	51
					长期负债合计	15	27	39	51
					负债合计	30	45	64	82
					少数股东权益	0	0	0	0
					股东权益	194	1137	1232	1349
					负债和股东权益总计	225	1183	1296	1431
现金流量表（百万元）					关键财务与估值指标				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
净利润	89	111	158	195	每股收益	1.48	1.39	1.97	2.44
资产减值准备	0	(0)	0	0	每股红利	0.60	0.56	0.79	0.98
折旧摊销	1	1	1	1	每股净资产	3.24	14.21	15.40	16.86
公允价值变动损失	0	0	0	0	ROS	43%	45%	45%	44%
财务费用	0	(7)	(13)	(15)	ROE	46%	10%	13%	14%
营运资本变动	(31)	(2)	(19)	(17)	毛利率	57%	56%	58%	59%
其它	36	0	0	0	EBIT Margin	38%	40%	41%	41%
经营活动现金流	94	110	140	180	EBITDA Margin	38%	40%	41%	41%
资本开支	(1)	(1)	(1)	(1)	收入增长	7%	21%	42%	26%
其它投资现金流	0	0	0	0	净利润增长率	27%	25%	42%	24%
投资活动现金流	(1)	(1)	(1)	(1)	资产负债率	14%	4%	5%	6%
权益性融资	0	876	0	0	息率	1.2%	1.5%	2.1%	2.6%
负债净变化	0	0	0	0	P/E	33.4	35.5	25.0	20.2
支付股利、利息	(36)	(45)	(63)	(78)	P/B	15.2	2.6	2.4	2.2
其它融资现金流	20	0	0	0	EV/EBITDA	38.2	30.1	20.9	16.5
融资活动现金流	(51)	831	(63)	(78)					
现金净变动	42	940	75	101					
货币资金的期初余额	101	143	1084	1159					
货币资金的期末余额	143	1084	1159	1260					
企业自由现金流	45	88	112	152					
权益自由现金流	66	95	125	165					

资料来源：公司资料、东兴证券研究所

分析师简介

王玉泉

清华大学计算机博士，2008年加盟东兴证券研究所，从事计算机行业研究，TMT 研究小组组长

联系人简介

唐敏

中科院半导体研究所硕士，两年电子行业从业经验，2010年加盟东兴证券研究所，从事电子元器件行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。