

北京君正 (300223.SZ)

集成电路行业

评级: 持有 下调评级

业绩点评

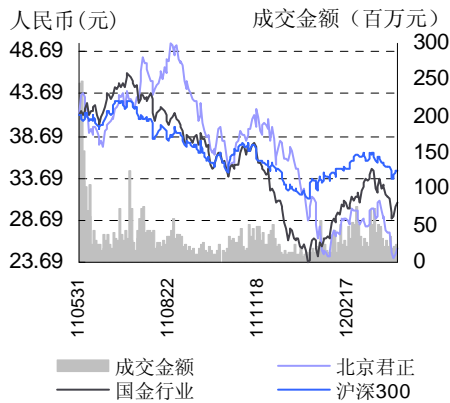
市价(人民币): 25.41元

目标(人民币): 23.40元

长期竞争力评级: 低于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	20.00
总市值(百万元)	2,032.80
年内股价最高最低(元)	49.70/24.13
沪深300指数	2901.22



相关报告

1.《国内嵌入式CPU自主创新并市场化领军者》，2011.5.26

沈建锋 联系人
(8621)61357589
shenj@gjzq.com.cn

高诗 联系人
(8621)60893120
gaoshi@gjzq.com.cn

程兵 分析师 SAC 执业编号: S1130511030015
(8621)61038265
chengb@gjzq.com.cn

公司仍在技术转向移动市场的探索道路上

公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	1.480	0.803	0.597	0.777	1.022
每股净资产(元)	3.24	13.55	10.43	11.03	11.55
每股经营性现金流(元)	1.57	0.51	0.59	0.56	0.78
市盈率(倍)	N/A	40.30	42.54	32.68	24.87
行业优化市盈率(倍)	77.28	57.27	57.27	57.27	57.27
净利润增长率(%)	27.08%	-27.64%	-3.33%	30.15%	31.41%
净资产收益率(%)	45.72%	5.93%	5.73%	7.05%	8.84%
总股本(百万股)	60.00	80.00	104.00	104.00	104.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 北京君正发布 2011 年年度报告: 全年实现营业收入 1.68 亿元, 同比下滑 18.39%; 实现归属于上市公司股东的净利润 6427 万元, 同比下滑 27.64%, 对应最新股本的 EPS 为 0.80 元, 大幅低于市场预期。
- 公司还发布了 2012 年一季度业绩预告: 预计 2012 年一季度实现归属于上市公司股东的净利润 1410-1154 万元, 同比大幅下滑 45%-55%。

经营分析

- 公司 2011 年业绩大幅下滑验证了我们在新股报告中提及的“挑战”。1、智能手机和平板电脑正侵蚀 PMP 等消费电子市场: 公司主营收入中的大部分来自便携媒体播放器 (PMP) 和电子书, 这类产品正在被智能手机、平板电脑等创新产品所取代, 2011 年公司消费电子类芯片的收入同比大幅下滑 40%。2、以 MIPS 架构和 AP 单核去开拓移动互联网终端市场将举步维艰: 受以下因素影响, 公司开拓移动互联网终端芯片市场进程缓慢, 2011 年公司来自该领域的收入仅 440 万元, 大幅低于市场预期。(1) MIPS 架构将受软件生态环境的影响: 目前全球主流移动终端方案商均采用 ARM 架构, 整个产业链环境下的“马太效应”使得 ARM 的开发环境越发成熟、便捷; (2) 公司仅提供 AP 的模式可能难以为继: 我们认为高度集成自主多功能 IP 将成为移动芯片发展的方向, 公司缺乏在移动终端领域的核心 IP, 仅能提供 AP 将被动依附于系统集成商, 存在被替代的风险; (3) 该市场已被几家寡头所垄断: 移动芯片市场竞争异常激烈, 随着 ST、TI 等厂商退出市场走向集中, 低端市场基本上被 MTK 所占领, 价格竞争惨烈; 高端市场高通依靠其专利优势占有绝对优势, 国内企业难越专利、资金壁垒。
- 但我们认为移动互联网终端芯片广阔的市场将带给公司业绩高弹性: CCID 预计未来五年, 国内移动互联网终端芯片市场规模年复合增长 38.0%; 到 2014 年将达到 277.3 亿元。公司 2011 年营业收入仅 1.68 亿元, 目前公司芯片性能已接近市场主流, 软件生态环境也在改善, 一旦在平板电脑、智能手机市场有所突破, 业绩弹性非常大。

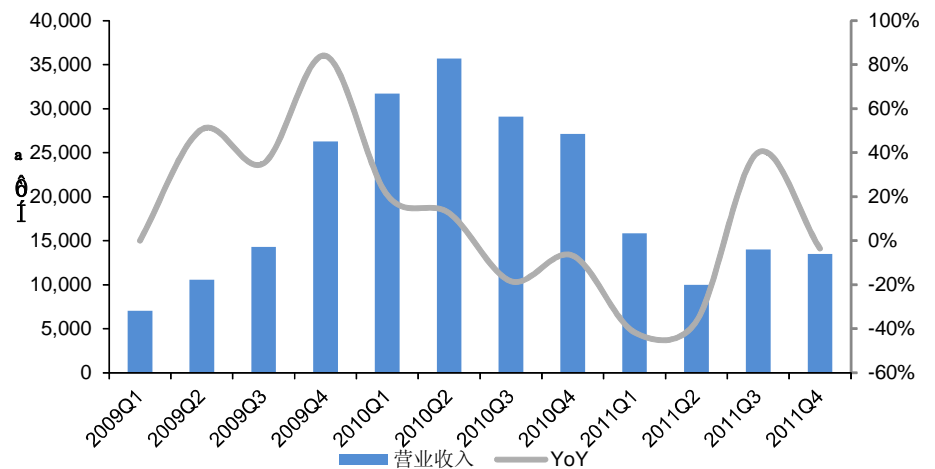
下调盈利预测, 给予“持有”评级

- 预计 2012-2014 年公司实现净利润 62、81 和 106 百万元, 3 年复合增长 18%, 对应最新股本的 EPS 为 0.78、1.01 和 1.33 元。公司目前股价对应 2012 年 33 倍 PE, 相比 A 股同类公司有 23% 的溢价, 并考虑到公司短期在移动互联网终端市场仍难有表现, 给予公司“持有”评级。

公司传统消费电子类芯片市场受到智能终端侵蚀

- 创新电子产品往往将侵蚀原有产品的市场，甚至淘汰原有产品，公司主营收入中的大部分来自便携媒体播放器（PMP）和电子书，这两个产品的市场正在面临智能手机、平板电脑等创新产品的挑战。
- PMP 市场正在面临智能手机等同样具有多媒体功能的其它电子产品的强烈竞争，2010 年 PMP 出货量同比有所下降，2009 年似乎成了一个阶段性顶峰。iSuppli 认为 PMP 市场正日趋成熟，增长速度将放缓。
- 电子书市场也在面临以苹果 iPad 为代表的平板电脑的挑战。平板电脑吸引了一些需求更多元化的消费者，消化了大部分电子书的潜在市场；而 iPad 的降价，更是严重影响了电子书的销售。以电子书为主营业务的汉王科技在 2011 年营业收入出现大幅下滑。

图表1：汉王科技单季营业收入及增速



来源：同花顺，国金证券研究所

以 MIPS 架构和 AP 单核去开拓移动终端市场将举步维艰

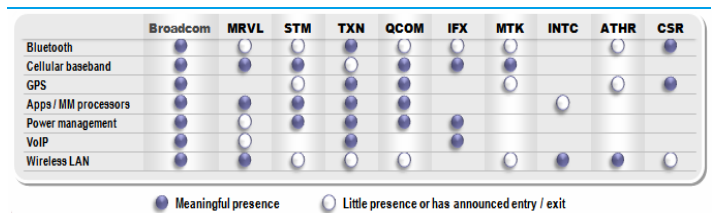
- 同时我们认为公司缺乏在移动终端领域的核心 IP，单纯依靠 CP 将难以开拓移动互联网终端市场；在单芯片内集成多种功能将是未来移动终端芯片发展的方向，而能够集成众多自有 IP 将是芯片设计企业最终能否胜出的关键因素。
- 公司目前仅提供 AP 的模式难以为继。由于公司缺乏诸如通信协议等核心 IP，因此公司通过绕开 IP 专利，给终端方案商（如展讯）提供 AP 的模式进行市场推广；但是由于方案商也具备芯片设计能力（如展讯、高通均自主设计 CP），因此公司存在最终被替代的风险。虽然目前如英飞凌等方案商也没有自己的 AP，但我认为这在国内芯片市场将不会存在这种情况。
- 公司缺乏核心 IP 便是失去竞争力。目前国际知名芯片设计企业纷纷通过自主研发或收购的方式获得众多核心 IP，未来集成多种功能、功耗体积更小的单芯片将是芯片设计的最终方向，而具有众多核心 IP，并且具备集成能力的芯片设计企业将最终胜出。

图表2: Broadcom 在移动终端领域的主要IP 收购

移动终端相关IP	被收购公司	收购年份	核心技术
Baseband	Zyray Wireless	2004	UMTS基带协处理器
	M-Stream	2004	终端信号信噪比改善算法
	Beceem	2010	LTE及WiMAX 4G解决方案
	Provigent	2011	宽带无线回程技术
蓝牙	Innovent	2000	蓝牙芯片解决方案
	Widcomm	2004	蓝牙协议栈软件实现
WiFi	Athena	2005	WiFi、移动数字电视方案
GPS	Global Locate	2007	GPS芯片解决方案
PLC	Gigle Networks	2010	PLC家庭互联芯片解决方案
多媒体	Sand Video	2004	H.264解码器
	Alphamosaic	2004	多媒体协处理器
	Octalica	2007	多媒体传输技术

来源: Broadcom 公司, 国金证券研究所

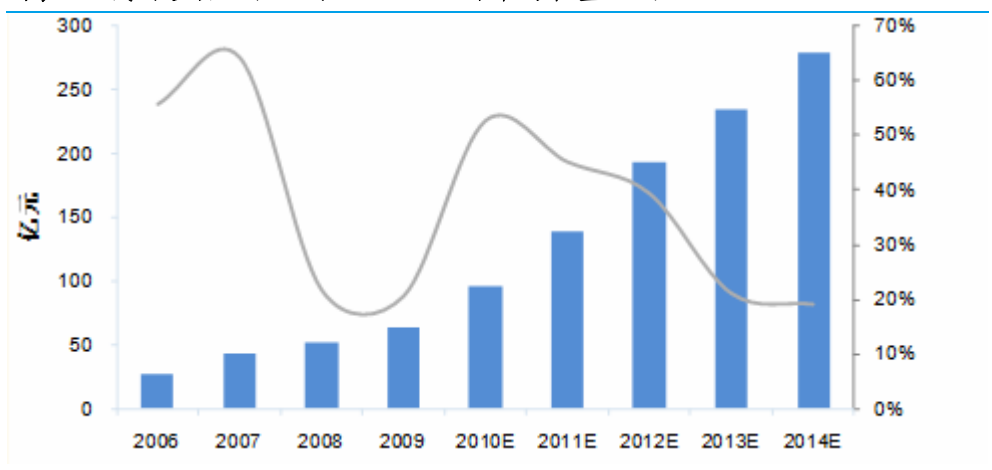
图表3: 国际知名芯片设计企业在移动终端领域的IP



移动互联网终端芯片广阔的市场将带给公司业绩高弹性

- 2009 年, 我国移动互联网终端 CPU 芯片市场规模达到 7000 万颗, 销售额达到 62.5 亿元。CCID 预计到 2014 年, 国内移动互联网终端芯片市场规模将达到 35000 万颗, 销售额达到 277.3 亿元, 年复合增长率将保持在 38.0%。公司一旦在平板电脑、智能手机等移动终端市场有所突破, 业绩弹性非常大, 到时公司股价将有非常不错的表现。
- 智能手机、平板电脑等产品的爆发式增长将推动国内移动互联网 CPU 芯片市场保持快速增长态势, Gartner 预测 2011 年全球智能手机的销售量将达 4.68 亿台, 2015 年更将高达 11 亿台; 2011 年平板电脑销售量将达 7000 万台, 到 2014 年全球平板电脑将达到 2.08 亿台。
- 目前公司芯片性能已接近市场主流, 软件生态环境也在改善。2011 年公司推出 65 纳米工艺的产品, 芯片主频达到 1GHz, 并实现了产品的量产销售; 并通过与国内主要应用市场运营商和应用开发商合作, 完成了国内主流应用的移植适配和推广工作, 其中与主要应用开发商签署授权使用协议和产品预装协议近 70 份, 涉及主流应用软件 100 多个, 基本解决了国内的软件生态问题。同时, 公司与美国 MIPS 公司密切配合, 积极推进国外软件生态的改善。

图表4: 我国移动互联网终端 CPU 芯片市场容量预测



来源: CCID, 国金证券研究所

下调盈利预测，给予“持有”评级

- 未来三年利润复合增速 18%，13 年 EPS 为 1.01 元：预计 2012-2014 年公司将实现净利润 62、81 和 106 百万元，同比增长-3.33%、30%和 31%，对应 2011 年底总股本的 EPS 分别为 0.78、1.01 和 1.33 元。

图表5：公司主营产品收入和毛利率预测

项 目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
移动互联网终端CPU芯片					
销售收入（百万元）	0.00	4.40	13.50	35.57	78.13
毛利率	0.00%	41.82%	45.00%	50.00%	55.00%
占总销售额比重	0.00%		7.27%	14.76%	25.61%
占主营业务利润比重	0.00%		5.93%	13.59%	25.88%
便携消费电子CPU芯片					
销售收入（百万元）	129.49	78.05	64.98	74.96	76.69
毛利率	55.88%	55.20%	54.00%	53.00%	52.00%
占总销售额比重	62.81%	46.39%	34.99%	31.11%	25.14%
占主营业务利润比重	61.01%	44.32%	34.24%	30.35%	24.01%
便携教育电子CPU芯片					
销售收入（百万元）	74.11	77.26	98.26	119.44	137.27
毛利率	59.52%	56.68%	56.00%	55.00%	54.00%
占总销售额比重	35.95%	45.93%	52.90%	49.57%	44.99%
占主营业务利润比重	37.19%	45.05%	53.69%	50.18%	44.63%
其他					
销售收入（百万元）	2.54	8.52	9.00	11.00	13.00
毛利率	83.89%	69.53%	70.00%	70.00%	70.00%
占总销售额比重	1.23%	5.07%	4.85%	4.56%	4.26%
占主营业务利润比重	1.80%	6.10%	6.15%	5.88%	5.48%
销售总收入（百万元）	206.14	168.23	185.73	240.97	305.10
销售总成本（百万元）	87.54	71.03	83.25	110.07	139.02
毛利（百万元）	118.60	97.20	102.49	130.91	166.08
平均毛利率	57.54%	57.78%	55.18%	54.32%	54.44%

来源：国金证券研究所

- 给予“持有”评级，目标价 23.40 元：公司目前股价对应 2012 年 33 倍 PE，相比 A 股上市的国内集成电路设计公司的平均估值有 23%的溢价，并考虑到公司短期在移动互联网终端市场仍难有表现，给予公司“持有”评级。但后续一旦公司在智能手机和平板电脑市场有几十万片的出货量，预示着公司在移动市场已迈出最难的一步，可“买入”。

图表6：国内集成电路行业上市公司的估值水平和盈利能力

公司名称	收盘价	EPS预测（元）				PE			PB	ROE	净利率	毛利率	总市值 亿元
	2011/5/25	2010	2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011		2011Q3		
国民技术	25.09	0.65	0.40	0.64	0.86	63.36	38.97	29.08	2.48	2.51%	18.85%	42.63%	68
欧比特	8.18	0.15	0.18	0.42	0.60	45.48	19.48	13.63	2.72	4.10%	21.10%	35.17%	16
福星晓程	53.55	1.10	1.39	1.79	2.47	38.52	29.86	21.72	2.63	5.43%	31.68%	56.77%	29
东软载波	60.09	1.04	2.04	2.73	3.26	29.44	22.01	18.43	4.41	9.59%	54.13%	64.83%	60
晶源电子	18.47	0.28	0.23	0.83	1.09	81.13	22.23	16.92	5.37	6.07%	12.71%	23.35%	25
平均						51.59	26.51	21.54	3.52	5.54%	27.69%	44.55%	
北京君正	25.41	1.11	0.80	0.78	1.01	31.63	32.72	25.14	1.88	5.74%	46.54%	58.28%	20

来源：聚源，国金证券研究所，航天电器和中航光电的 EPS 采用市场一致预测

图表7: 三张报告摘要

损益表 (人民币百万元)

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	206	168	186	241	305
增长率	7.2%	-18.4%	10.4%	29.7%	26.6%
主营业务成本	-88	-74	-83	-110	-139
% 销售收入	42.5%	43.7%	44.8%	45.7%	45.6%
毛利	119	95	102	131	166
% 销售收入	57.5%	56.3%	55.2%	54.3%	54.4%
营业税金及附加	-2	-2	-2	-2	-3
% 销售收入	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	-5	-5	-5	-7	-8
% 销售收入	2.4%	2.7%	2.9%	2.7%	2.6%
管理费用	-34	-55	-60	-66	-72
% 销售收入	16.4%	33.0%	32.3%	27.3%	23.6%
息税前利润 (EBIT)	78	33	35	56	83
% 销售收入	37.7%	19.6%	19.0%	23.3%	27.3%
财务费用	0	14	19	18	18
% 销售收入	0.2%	-8.0%	-10.5%	-7.5%	-5.9%
资产减值损失	0	0	0	0	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	77	46	54	74	101
营业利润率	37.4%	27.5%	29.3%	30.6%	33.0%
营业外收支	20	21	19	21	24
税前利润	97	67	73	95	125
利润率	47.0%	39.8%	39.3%	39.5%	41.0%
所得税	-8	-3	-11	-14	-19
所得税率	8.4%	4.1%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	89	64	62	81	106
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	89	64	62	81	106
净利率	43.1%	38.2%	33.4%	33.6%	34.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	89	64	62	81	106
少数股东损益	0	0	0	0	0
非现金支出	1	2	5	10	11
非经营收益	0	-3	-16	-21	-24
营运资金变动	5	-22	10	-11	-12
经营活动现金净流	94	41	61	58	81
资本开支	-1	-26	-128	-28	-26
投资	0	0	-1	0	0
其他	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-1	-26	-129	-28	-26
股权募资	0	835	0	-18	0
债权募资	-15	0	-23	0	1
其他	-36	-9	1	-62	0
筹资活动现金净流	-51	826	-22	-80	1
现金净流量	42	841	-90	-50	56

来源: 国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	143	985	894	845	901
应收款项	32	33	31	34	38
存货	22	36	30	36	41
其他流动资产	25	21	19	24	30
流动资产	222	1,075	974	938	1,010
% 总资产	98.7%	96.0%	84.1%	80.7%	79.3%
长期投资	0	0	1	0	0
固定资产	2	2	129	150	169
% 总资产	0.8%	0.2%	11.1%	12.9%	13.3%
无形资产	0	39	53	73	93
非流动资产	3	45	185	224	264
% 总资产	1.3%	4.0%	15.9%	19.3%	20.7%
资产总计	225	1,120	1,158	1,162	1,274
短期借款	0	0	0	0	0
应付款项	9	9	10	13	16
其他流动负债	6	4	64	2	55
流动负债	15	13	74	15	71
长期贷款	0	0	0	0	1
其他长期负债	15	23	0	0	0
负债	30	36	74	15	72
普通股股东权益	194	1,084	1,084	1,147	1,202
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	225	1,120	1,158	1,162	1,274

比率分析

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标					
每股收益	1.480	0.803	0.597	0.777	1.022
每股净资产	3.237	13.546	10.426	11.031	11.553
每股经营现金净流	1.572	0.513	0.590	0.560	0.776
每股股利	0.000	0.000	0.600	0.000	0.500
回报率					
净资产收益率	45.72%	5.93%	5.73%	7.05%	8.84%
总资产收益率	39.52%	5.74%	5.36%	6.96%	8.34%
投入资本收益率	36.64%	2.91%	2.76%	4.16%	5.88%
增长率					
主营业务收入增长率	7.24%	-18.39%	10.40%	29.74%	26.61%
EBIT增长率	1.43%	-57.65%	7.03%	59.58%	47.95%
净利润增长率	27.08%	-27.64%	-3.33%	30.15%	31.41%
总资产增长率	21.27%	398.44%	3.40%	0.36%	9.57%
资产管理能力					
应收账款周转天数	27.5	68.3	60.0	50.0	45.0
存货周转天数	121.3	143.5	130.0	120.0	110.0
应付账款周转天数	55.1	42.3	40.0	40.0	40.0
固定资产周转天数	3.1	5.1	231.9	195.0	165.2
偿债能力					
净负债/股东权益	-73.70%	-90.86%	-82.48%	-73.61%	-74.87%
EBIT利息保障倍数	170.3	-2.4	-1.8	-3.1	-4.6
资产负债率	13.56%	3.25%	6.38%	1.31%	5.66%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	0	0	1
买入	0	0	1	3	7
持有	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	0	2.00	2.00	2.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B