

多款芯片完成研发开始生产销售

增持 首次

目标价格：7.20 元

事件：

2012 年公司实现营业收入 1.6 亿元，较去年同期下降 9.85%；实现营业利润 2833 万元，较去年同期下降 23.84%；归属上市公司股东净利润 2533 万元，同比下降 22.09%。
 年报披露分红预案：每 10 股派 0.25 元。

报告摘要：

- 2012 年公司营业收入和净利润同比下降，主要原因有：收入规模减少、毛利率下滑以及期间费用率的提高等。系统集成类产品销售收入同比下降 42.2%；SoC 芯片类产品毛利率从 2011 年的 53.51% 下降到 43.20%，为上市以来最低的一年；期间费用率从 2011 年的 15.59% 上升到 2012 年的 20.85%，为历年最高水平。作为研发型公司，2012 年研发投入占营业收入的 11.08%，远高于 2011 年 5.69% 的水平。
- 公司在我国航空航天 SOC 市场的占有率位居国内厂商首位，众多产品完成研发设计进入投产销售阶段。嵌入式 SoC 芯片：已经完成 S698PM 多核处理器的研发工作，已进入投产阶段，这改变了我国高端嵌入式处理器芯片长期给国外产品垄断的局面，在空间信息处理及复杂控制系统应用中起到不可替代的作用。公司已经完成 EMBC2000/3000/4000 系列产品以及 EIPC3000 系列产品的研发设计工作，并进入生产销售阶段。
- 公司未来展望：随着募投资金项目在今年年内达到预期目标，公司在嵌入式 SOC 芯片、系统集成及 SIP 等领域的技术领先优势及市场优势将得到巩固，公司产能和营销服务水平的提高将转化为成长性、核心竞争力以及盈利能力。
- 投资建议：公司是 SPARC 架构 SoC 芯片技术引导者和标准倡导者，技术壁垒高，行业具有特殊性。预计从今年起募投资金项目效果开始体现业绩，初步测算 2013/2014/2015 年 EPS 分别为 0.17/0.23/0.28 元，对应 PE 分别为 37/28.5/23.3 倍，给予“增持”评级。

数据摘要	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	178.1	160.5	210.0	280.0	350.0
YoY	1.2%	-9.9%	30.8%	33.3%	25.0%
毛利率	39.1%	37.8%	40.0%	40.0%	40.0%
净利润	32.8	25.7	35.2	45.4	55.6
YoY	9.0%	-21.8%	37.0%	29.3%	22.3%
EPS(元/股)	0.16	0.13	0.17	0.23	0.28
P/E(x)	39.6	50.8	37.0	28.5	23.3
P/B(x)	2.2	2.1	2.0	1.9	1.7

中小市值研究组

首席分析师：

王风华(S1180511010001)

电话：010-88013568

Email: wangfenghua@hysec.com

资深分析师：

李坤阳(S1180511030001)

电话：010-88013558

Email: Likunyang@hysec.com

研究助理：

史余森

电话：010-88013570

Email: shiyusen@hysec.com

岳苗

电话：010-88013564

Email: yuemiao@hysec.com

邓锐

电话：010-88085986

Email: dengrui@hysec.com

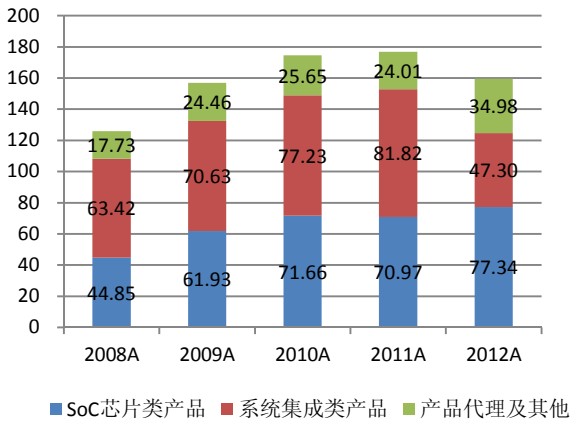
市场表现



相关研究

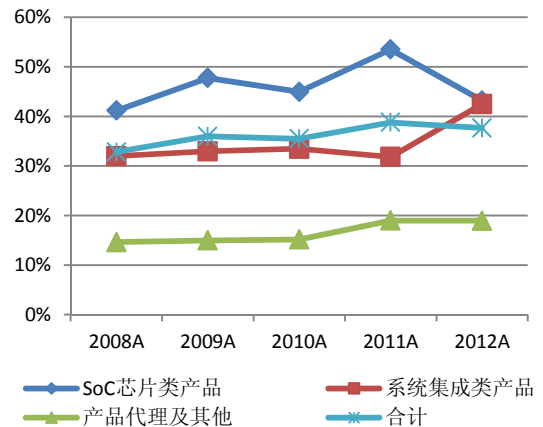
- 《海南海药：产品升级，耳蜗发力，进军单抗》
2013/4/19
- 《山大华特：依托渠道和品牌，伊可新模式可复制》
2013/4/18
- 《长信科技：产能释放带来业绩确定性成长》
2013/3/29

图 1: 营业收入分产品分析



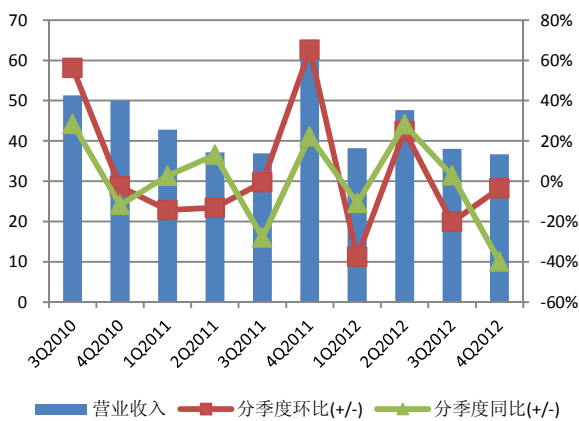
资料来源: 宏源证券, 公司公告

图 2: 毛利率分产品分析



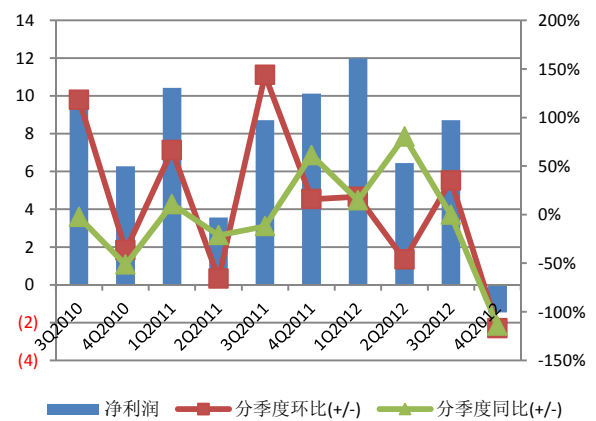
资料来源: 宏源证券, 公司公告

图 3: 营业收入季度分析



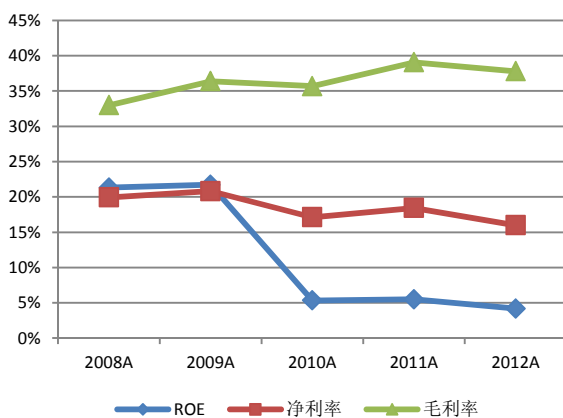
资料来源: 宏源证券, 公司公告

图 4: 净利润季度分析



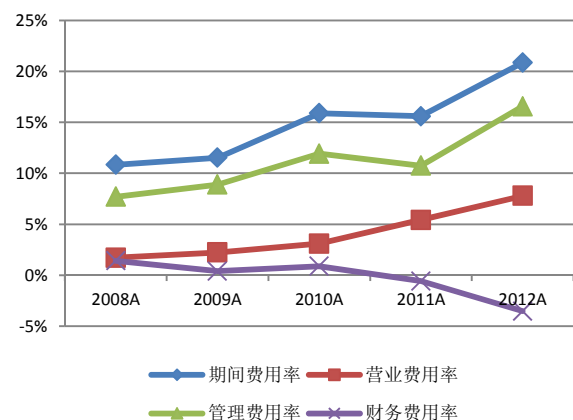
资料来源: 宏源证券, 公司公告

图 5: 公司盈利能力趋势分析



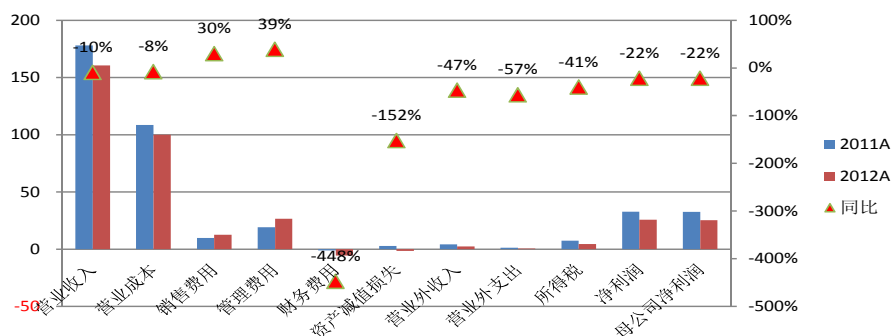
资料来源: 宏源证券, 公司公告

图 6: 公司期间费用率趋势分析



资料来源: 宏源证券, 公司公告

图 7: 公司 2012 年业绩驱动力分析



资料来源: 宏源证券, 公司公告

表 1: 公司财务预测表

单位: 百万元									
利润表	2012A	2013E	2014E	2015E	现金流量表	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	161	210	280	350	经营活动现金流				
YoY	-10%	31%	33%	25%	净利润	26	35	45	56
营业成本	100	126	168	210	折旧与摊销	14	22	23	25
营业税金及附加	0	0	1	1	财务费用	0	-1	-1	0
销售费用	13	13	17	21	非经常性/非经营性损益	-3	-3	-3	-3
管理费用	27	34	45	56	营运资金的减少	-9	-49	-78	-78
EBITDA	36	59	73	88	长期经营性负债的增加	0	1	0	0
YoY	-29%	66%	24%	20%	经营活动现金流净额	29	5	-13	0
EBIT	21	37	50	62	投资活动现金流				
财务费用	(6)	(1)	(1)	(0)	固定资产购建	-61	-20	-20	-20
非经营性/经常性损益	3	3	3	3	无形资产购建	0	-10	-10	-10
利润总和	30	41	53	65	非经常性或非经营性损益	0	3	3	3
所得税费用	4	6	8	10	非核心资产的减少	0	-1	0	0
净利润	26	35	45	56	投资活动现金流量净额	-62	-28	-27	-27
YoY	-22%	37%	29%	22%	筹资活动现金流				
少数股东损益	0	0	0	0	短期借款增加	0	3	1	2
归属母公司所有者净利润	25	35	45	55	长期借款增加	0	2	3	9
YoY	-22%	37%	30%	23%	股本及资本公积增加	0	0	0	0
					财务费用及红利等	-10	1	1	0
					筹资活动现金流量净额	-10	6	5	11
					现金及现金等价物净增加额	-43	-17	-35	-16
					现金及现金等价物期末余额	227	210	175	159
资产负债表	2012A	2013E	2014E	2015E	主要财务指标	2012A	2013E	2014E	2015E
资产					盈利能力				
货币资金	228	210	175	159	ROE	4.2%	5.4%	6.5%	7.4%
应收款项	95	126	168	210	净利率	16.0%	16.7%	16.2%	15.9%
预付款项	30	42	58	74	毛利率	37.8%	40.0%	40.0%	40.0%
存货	53	63	87	111	营业费用率	7.8%	6.0%	6.0%	6.0%
其他流动资产	0	0	0	0	管理费用率	16.6%	16.0%	16.0%	16.0%
流动资产合计	405	440	487	554	财务费用率	-3.5%	-0.5%	-0.2%	0.0%
固定资产	94	96	100	104	资本结构				
在建工程	4	12	16	18	资产负债率	2.4%	3.7%	4.6%	6.1%
无形资产	117	116	114	113	权益乘数	1.02	1.04	1.05	1.06
非核心资产	9	10	10	10	流动资产/总资产	64.4%	65.4%	67.0%	69.4%
非流动资产合计	224	233	240	244	流动负债/总负债	77.1%	75.2%	72.5%	63.3%
资产总计	629	673	727	798	偿债能力				
负债					流动比率	34.50	23.65	20.13	17.93
短期借款	0	3	4	7	速动比率	29.99	20.29	16.54	14.34
应付款项	8	10	14	18	产权比率	0.02	0.04	0.05	0.07
预收款项	0	1	1	2	归属母公司股东权益/负债	40.11	26.13	20.71	15.31
其他应付款	2	2	2	2	营运能力				
其他流动负债	2	2	2	2	存货周转率	2.16	2.18	2.25	2.12
流动负债合计	12	19	24	31	应收账款周转率	1.53	1.90	1.90	1.85
长期借款	0	2	5	14	流动资产周转率	0.37	0.50	0.60	0.67
长期经营性负债	0	0	0	0	固定资产周转率	1.75	2.22	2.87	3.44
其他非流动负债	4	4	4	4	总资产周转率	0.26	0.32	0.40	0.46
非流动负债合计	4	6	9	18	每股和估值指标				
负债合计	15	25	33	49	EPS(元)	0.13	0.17	0.23	0.28
股本	200	200	200	200	BPS(元)	3.06	3.23	3.46	3.73
资本公积金	295	295	295	295	P/E(x)	50.77	37.00	28.55	23.30
留存收益	116	151	196	251	P/B(x)	2.10	1.99	1.86	1.72
归属母公司股东权益	612	647	692	747					
少数股东权益	2	2	3	3					
股东权益合计	614	649	695	750					
负债和股东权益合计	629	674	728	799					

资料来源: 宏源证券

作者简介:

王风华: 宏源证券研究所首席分析师, 中小市值上市公司研究组组长, 《新财富》2012 年度最佳中小市值研究机构第四名。中国人民大学硕士研究生, 本科毕业于江西财经大学。16 年从业经历, 曾在多家券商任职, 任行业研究员、行业研究主管、所长助理等职, 2010 年加盟宏源证券研究所。主要研究覆盖: 宏观策略研究、区域经济主题、能源行业、煤炭电力行业、新兴产业、主题投资研究、中小市值上市公司研究等。

机构销售团队

区域	姓名	电话	手机	邮箱
华北区域	牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
华东区域	张珺	010-88085978	13801356800	zhangjun3@hysec.com
	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
	孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
	李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
华南区域	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
	罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	赵越	0755-33968162	18682185141	zhaoyue@hysec.com
	孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
QFII	胡玉峰	010-88085843	15810334409	huyufeng@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有, 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, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。