润欣科技(300493.SZ)

国内 IC 技术型分销商领航者

评级： 买入 前次：

目标价（元）： 37.10—42.40

分析师 李振亚 S0740514120001 0210-20315087 lizy@r.qlzq.com.cn

联系人 李和瑞 021-20315135 lihr@r.qlzq.com.cn

2015 年 11 月 29 日

基本状况

总股本(百万股)	90
流通股本(百万股)	0
市价(元)	6.87
市值(百万元)	618
流通市值(百万元)	0

股价与行业-市场走势对比

业绩预测

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入（百万元）	996.05	1,010.6	1,185.0	1,555.0	1,995.0
营业收入增速	5.82%	1.46%	17.26%	31.22%	28.30%
净利润增长率	-8.57%	-3.92%	24.82%	29.85%	25.18%
摊薄每股收益（元）	0.44	0.43	0.53	0.69	0.86
前次预测每股收益（元）					
市场预测每股收益（元）					
偏差率（本次-市场/市场）					
市盈率（倍	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
PEG	—	—	0.00	0.00	0.00
每股净资产（元）	2.68	2.89	3.42	4.11	4.97
每股现金流量	0.86	-0.05	0.47	-0.05	-0.02
净资产收益率	16.53%	14.75%	15.55%	16.80%	17.37%
市净率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
总股本（百万股）	90.00	90.00	90.00	90.00	90.00

备注：市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- **润欣科技是国内领先的半导体芯片和方案商，在产业链中处于分销环节，属于技术型分销。**公司分销的产品包括无线连接芯片、WiFi 及网络处理器芯片、传感器芯片、微处理器芯片等，主要应用领域包括：移动通讯领域、宽带接入领域、消费电子领域和工业控制领域。2014 年移动通讯和宽带接入领域是核心，营收占比达将近 75%，未来公司在稳定核心业务的同时，积极加大消费电子和工业控制的布局，未来物联网和车联网的预期将继续驱动公司业绩加速成长。**公司具备一定的供应商资源优势、客户资源优势和技术优势。**合作的供应商包括高通创行、锐讯、AVX/京瓷、普思、新思、思佳讯、恩智浦等，客户资源有中兴康讯、共进电子等。这些优势使得公司在产品竞争力、盈利能力方面较其他中小型分销商具有较大的优势。

- **IC 行业空间大，IC 分销作用举足轻重。IC 设计执掌 IC 产业增速最快环节，CAGR=29%，**从 2004 年全球 IC 产业保持 5%的增速，但是基数大，而中国的 IC 产业虽然基础低，却发展迅速。2014 年中国 IC 产业销售额达到 3015 亿元，除去 2008 年，2009 年受全球经济危机的影响，年均平均增长率达 20%，具有较高的增长水平。预计 2015 年 IC 设计销售额为 1630 亿元，增速为 30%。同时，IC 设计销售额占整个行业的比重逐渐增加，最近两年的比重已经突破 30%，预计未来五年仍是 IC 设计高速发展的黄金时期。IC 分销服务于上下游，1）**IC 产业链上下游的不对称性**产生了大量的 IC 应用技术缺口；2）**IC 应用领域迅速拓展及客户产品多样化**产生了大量的 IC 应用技术缺口；3）IC 授权分销商已经成为产业链中 **IC 应用技术的重要提供方。中国的技术型分销商占比达 77%，**未来中国 IC 分销商将继续沿着这个模式发展。

- **宽带接入、消费电子和工业控制将成为增速较快的领域。**2015 年互联网宽带端口将增加一倍，产生 2 亿台 EPOM/GPON 设备光网络单元（ONU），2 亿片的 IC 芯片需求；在 EOC 宽带接入方面的市场规模也

将超过 2 亿多片；物联网的工业控制应用、智能家居应用和安防监控及 2015 年基本实现 WLAN 在公共区域数据覆盖，规模超过 80 万个，AP 规模超过 400 万个，**我们预计在宽带接入方面未来 3 年增速平均在 25%以上。**预计 2016 年国内智能电视领域多媒体芯片和 WiFi 模组市场规模将达到 3900 万套，未来车载多媒体将是消费电子类的重要终端设备，再加上公司在物联网和智能家居方面的储备，**我们预计公司在消费电子和工业控制方面的营收增速平均在 40%以上。**

- 我们预计 2015-2017 年润欣科技实现营业收入 1185、1555 和 1995 百万元，同比增长 17.3%、31.2%和 28.3%。实现归属于母公司净利润 48、62 和 78 百万元，同比增长 24.82%、29.85%和 25.18%，对应 2015-2017 年 EPS 分别为 0.53、0.69 和 0.86 元。如果按照新增发股数 3000 万股，发行价 6.87 元，市场估值为 25-30 倍。参考行业平均估值，公司上市后资金实力增强、受益于整个 IC 产业以及新技术扩张带来的成长性，**合理相对估值为 70-80X2015PE，目标价 37.10-42.40 元。**

- **风险提示：公司募投项目建设不及预期、宏观经济低迷风险、市场结构风险、产业政策不达预期风险。**

内容目录

国内领先的半导体芯片和方案提供商 - 5 -
公司具备一定的供应商、客户及技术优势 - 5 -
IC 行业空间大，IC 分销作用举足轻重 - 9 -
IC 设计行业增速最快 - 9 -
IC 设计分销在产业链中作用举足轻重 - 11 -
中国分销商将主要沿着技术型分销商的模式发展：占比 77% - 11 -
IC 分销商市场具有较高的壁垒 - 12 -
产品分析：抓住增速最快的领域 - 13 -
移动通讯：出口需求和 4G 手机开拓 IC 设计分销商市场空间 - 13 -
宽带接入：国内仍处于低速水平，高速发展驱动业绩增长 - 13 -
消费电子和工业控制：物联网、车联网的预期将接替智能手机的高增长 - 14 -
募集资金用途 - 14 -
盈利预测和估值：目标价 37.10-42.40 元 - 15 -
风险提示 - 16 -

图表目录

图表 1：IT 产业链 - 5 -
图表 2：润欣科技在产业链中作用 - 5 -
图表 3：公司代理的 IC 产品应用领域 - 6 -
图表 4：公司主要供应商 - 6 -
图表 5：公司主要客户情况 - 6 -
图表 6：移动通信和宽带接入占比达 73% - 7 -
图表 7：移动通信和宽带接入毛利占比达 75% - 7 -
图表 8：2011-2014 年公司各主营业务增长（百万） - 7 -
图表 9：2011-2014 年公司毛利率情况 - 7 -
图表 10：公司股权结构图 - 7 -
图表 11：公司业务流程 - 8 -
图表 12：全球集成电路销售额 - 9 -
图表 13：中国集成电路销售额 - 9 -
图表 14：我国 IC 产业销售收入结构 - 10 -
图表 15： IC 设计销售额及同比增幅 - 10 -
图表 16：设计销售额占 IC 行业比重 - 10 -
图表 17：IC 产业链构成示意图 - 11 -
图表 18：中国分销商以技术分销型为主 - 12 -
图表 19：海外和本土分销商对比 - 12 -
图表 20：IC 分销商行业壁垒 - 13 -

图表 21：全球智能手机出货量 ..... - 13 -
图表 22：中国智能手机出货量 ..... - 13 -
图表 23：宽带接入主要终端设备类型 ..... - 14 -
图表 24：宽带接入市场空间 ..... - 14 -
图表 25：募集资金按轻重缓急应用项目 ..... - 15 -
图表 26：公司分项业务收入预测（百万元） ..... - 15 -
图表 27：润欣科技财务报表 ..... - 17 -

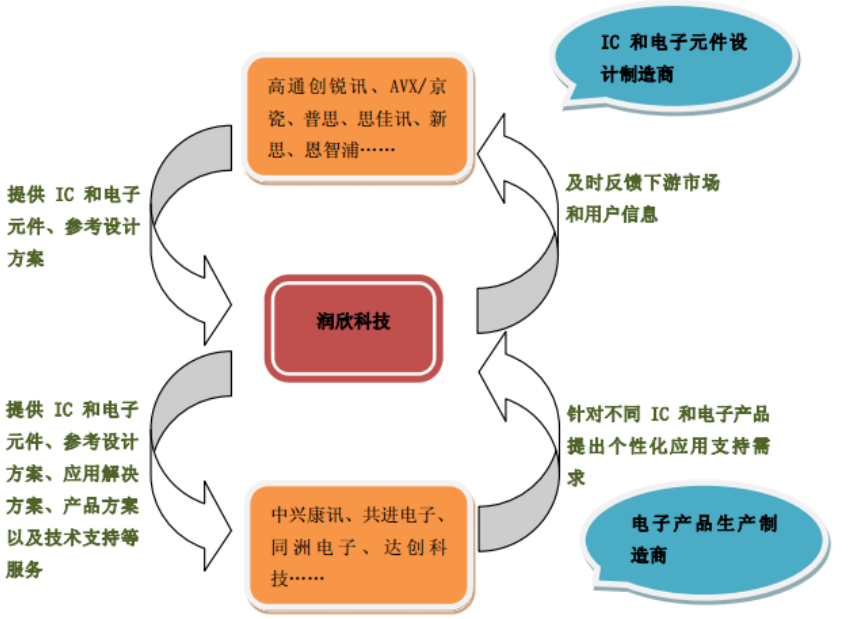
国内领先的半导体芯片和方案提供商

- **公司是国内领先的 IC 和电子元件及增值服务提供商，在产业链中处于分销环节。**润欣科技成立于 2000 年，分销的**产品包括无线连接芯片、WiFi 及网络处理器芯片、传感器芯片、微处理器芯片**等，**主要应用领域包括：移动通讯领域、宽带接入领域、消费电子领域和工业控制领域。**以通讯行业所应用的 IC 为主，基本业务特点为**技术型分销**，是 IT 硬件产业链中连接上下游的重要纽带。公司所从事的，是在产业链上对技术的转移和实施。主要有方面：一是对 IC 设计制造端（IC 设计制造商）所研发的技术向应用端（电子产品制造商）的转移和实施；二是公司自身技术向 IC 设计制造端（IC 设计制造商）和应用端（电子产品制造商）的转移和实施。

图表 1：IT 产业链

来源：招股说明书，中泰证券研究所

图表 2：润欣科技在产业链中作用



来源：招股说明书，中泰证券研究所

公司具备一定的供应商、客户及技术优势

- **移动通讯和宽带接入领域是核心，占比达将近 75%。**根据所分销产品的具体应用及公司所提供的增值服务，公司的客户主要有四大领域：移动通讯领域、宽带接入领域、消费电子领域和工业控制领域。目前公司业

务收入主要来自移动通讯领域和宽带接入领域，2011 年、2012 年、2013 年两者销售收入合计占比分别为：63.91%、75.65%和 77.16%。2011 年，公司在 AVX/京瓷亚洲分销商中出货量排名第一；2011、2012、2013 年，公司在 Pulse 中国区分销商中出货排名第一。

图表 3：公司代理的 IC 产品应用领域

公司代理的产品	下游应用	应用领域	下游产品图例	主要客户
AR6102 WiFi 模组 AR6003 WiFi 芯片	MIFI 无线数据卡	移动通讯		中兴康讯，TCL，龙旗科技
AR6003 WiFi 芯片 AR6005 WiFi 芯片 AQ02 WiFi/BT/FM 三合一模组	智能手机 WiFi 芯片和模组	移动通讯		中兴康讯、辉烨国际、华勤通讯、TCL
S2202：4 寸电容屏驱动 IC S3202：5.5 寸电容屏驱动 IC S7020：5-8 寸电容屏驱动 IC S7300：12 寸电容屏驱动 IC	智能手机多点触控屏传感器及驱动设计	移动通讯		中兴康讯、宇龙通信、海尔集团、华勤通讯、壹人壹本
INT6400+1400 电力线宽带接入芯片 INT7400+1500 广电同轴电缆接入芯片	PLC 技术的 IPTV 应用	宽带接入		共进电子
AR7240+9283WiFi 路由器套片 AR7161+AR9223+AR9220 WiFi 路由器套片 AR9344+AR9382+8035 WiFi 路由器套片	热点覆盖大功率 AP 和路由器	宽带接入		中兴康讯、傲天动联、寰创电子
AR6003 WiFi 芯片 AR1021 WiFi 模组	Smart TV，OTT 智能电视显示和遥控技术	消费电子		TCL、创维等
i.MX51 多媒体芯片组 i.MX61 多媒体芯片组	多媒体平板电脑及行业应用	消费电子		壹人壹本、好记星、乐投科技
AR4004 芯片 AR4004+MCU 模组	物联网的低功耗 WiFi 连接和控制技术，智能照明，智能家居	工业控制		美的，古北电子

来源：招股说明书，中泰证券研究所

图表 4：公司主要供应商

序号	供应商名称	代理产品	是否独家	分销商数量	是否买断式代理
1	高通创锐讯	wifi及网络处理器芯片，无线链接芯片	否	在大陆地区有艾睿电子，中电器材，缘隆有限，润欣科技等四家授权经销商	是
2	AVX/京瓷	电容，射频及功率放大器件，连接器等	否	在大陆及香港地区有艾睿电子，安富利，润欣科技等14家分销商	是
3	普思	连接器，电感，变压器等	否	在大陆及香港地区有润欣科技，开步电子，晓龙国际，贸泽电子，卓伦电子等5家授权分销商	是
4	新思	传感器芯片等	否	在大陆地区有润欣科技，科通集团等6家分销商	是
5	思佳讯	射频及功率放大器件等	否	在大陆地区有安富利，科通，润欣科技等9家分销商	是
6	恩智浦	微处理器，低功率射频芯片和安全芯片等	否	在大陆地区有艾睿电子，润欣科技，安富利，大联大等多家分销商	是
7	瑞声开泰	扬声器，受话器，麦克风等声学产品	否	在大陆地区有润鑫科技，轩盈通等多家授权分销商	是

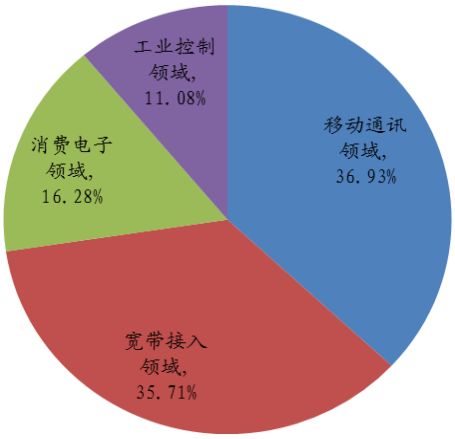
来源：招股说明书，中泰证券研究所

图表 5：公司主要客户情况

公司	销售产品	产品来源
中兴康佳	宽带接入领域和通讯领域	高通创锐讯
共进电子	宽带接入芯片	高通创锐讯、AVX/京瓷等
骏达光电	移动通讯领域芯片	新思
达创科技	宽带接入产品芯片	思佳讯、高通创锐讯和AVX/京瓷
辉烨国际	移动通讯领域芯片	高通创锐讯、思佳讯及恩智浦
大疆创新	消费电子领域芯片	高通创锐讯、思佳讯

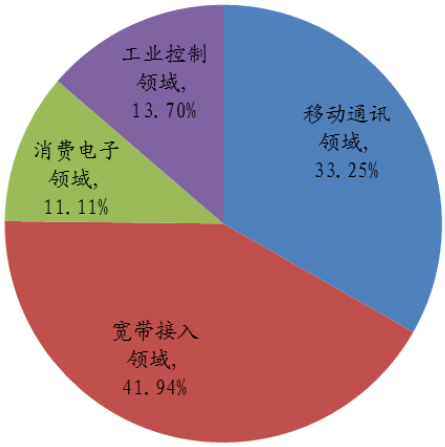
来源：招股说明书，中泰证券研究所

图表 6：移动通信和宽带接入占比达 73%



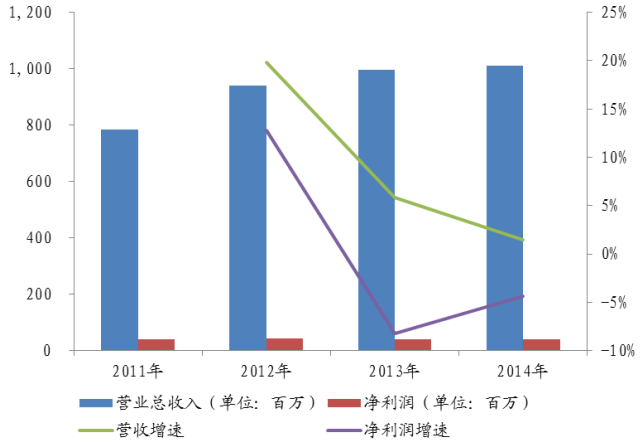
来源：wind，中泰证券研究所

图表 7：移动通信和宽带接入毛利占比达 75%



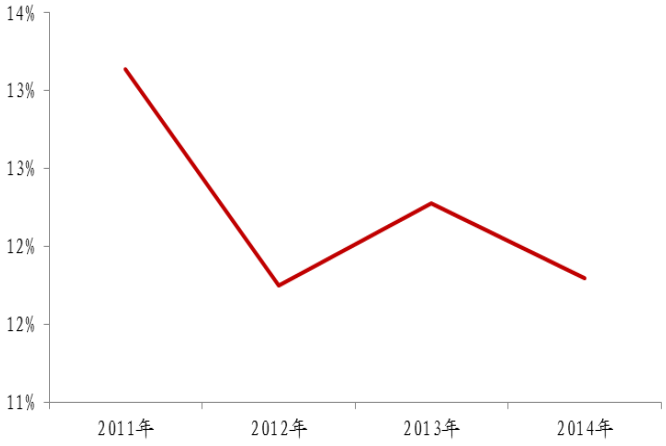
来源：wind，中泰证券研究所

图表 8：2011-2014 年公司各主营业务增长（百万）



来源：wind，中泰证券研究所

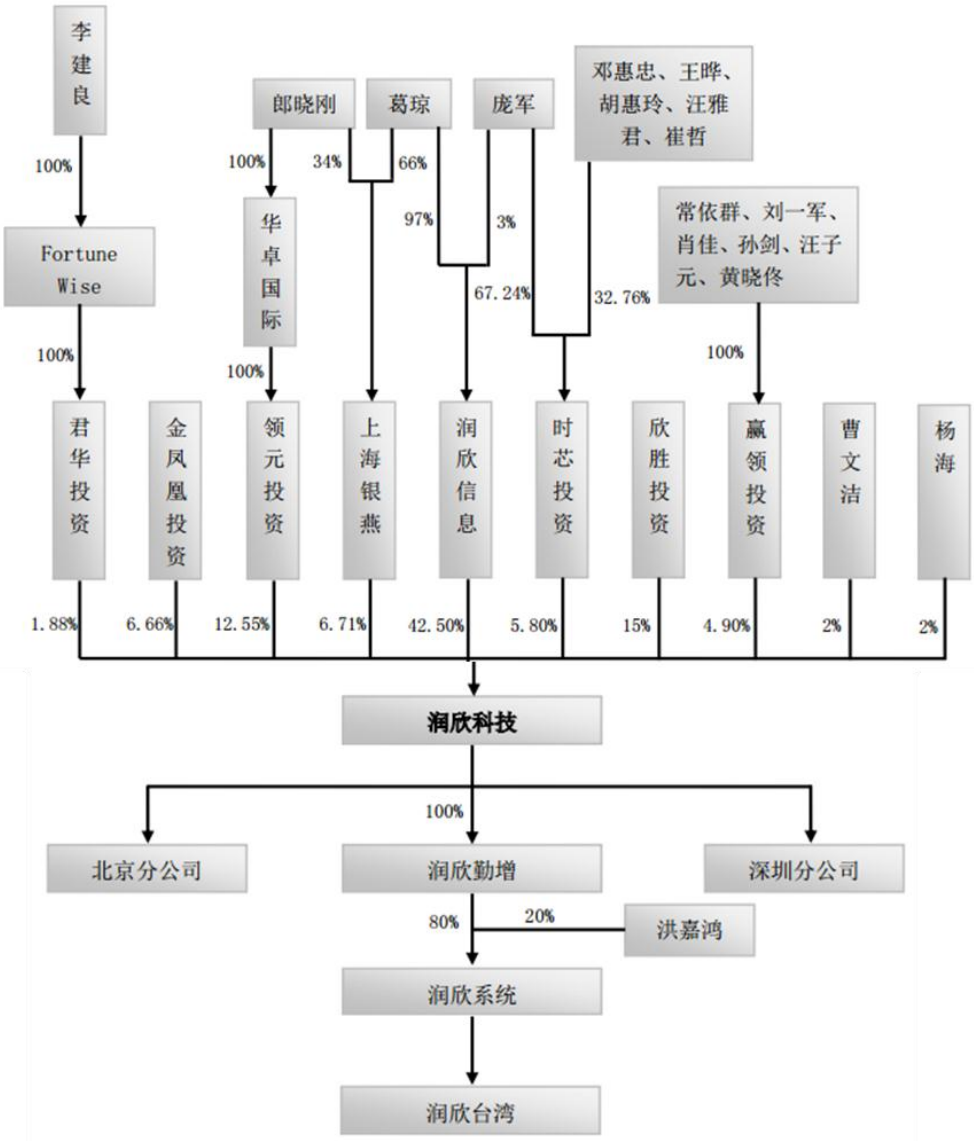
图表 9：2011-2014 年公司毛利率情况



来源：wind，中泰证券研究所

- **股权结构：**根据已披露的招股说明书，公司实际控股人为郎晓刚和葛琼夫妇，**台湾人，IC 设计分销的背景性强，**二人合计持有公司 61.76%的股权。本次公开发行数量不超过 3,000 万股，发行后总股本不超过 12,000 万股，且发行股份数量占公司发行后总股本的比例不低于 25%。

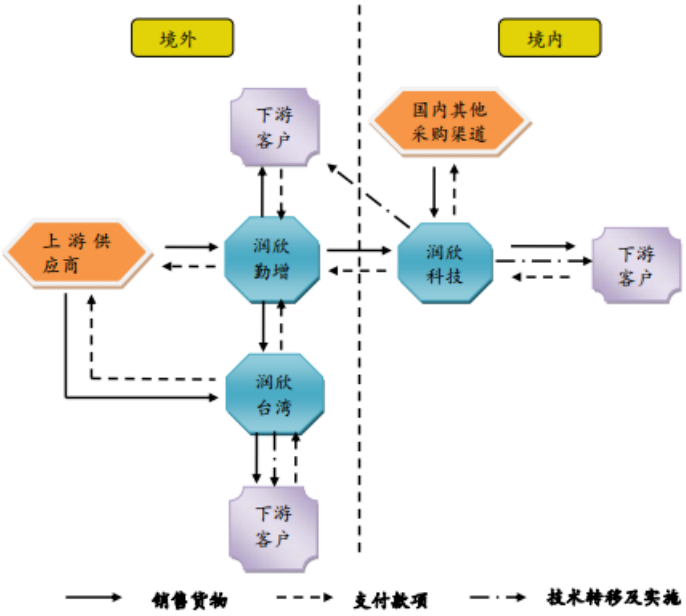
图表 10：公司股权结构图



来源：招股说明书，泰证券研究所

■ **境外代理为主，境内为辅的经营模式。**公司代理的产品主要来自境外 IC 设计制造商，少量来自境内供应商。由于产业链上下游的不对称性及 IC 产品在技术上的复杂性，众多型号的芯片产品推广需要分销商完成。同时，半导体行业的技术特点是电路应用技术和芯片应用软件相结合，分销商协助完成技术在产业链中的转移和实施，帮助客户降低研发周期和技术门槛。此外，国内大多数电子产品制造商单体采购量有限，IC 分销商通过集合众多电子产品采购需求，帮助本土电子产品制造商降低产品成本，提高资金周转效率，增强在国际市场上的竞争力。

图表 11：公司业务流程



来源：招股说明书，中泰证券研究所

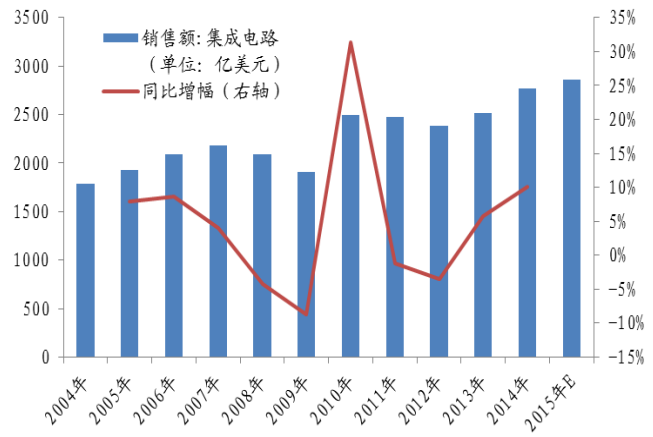
IC 行业空间大，IC 分销作用举足轻重

IC 设计行业增速最快

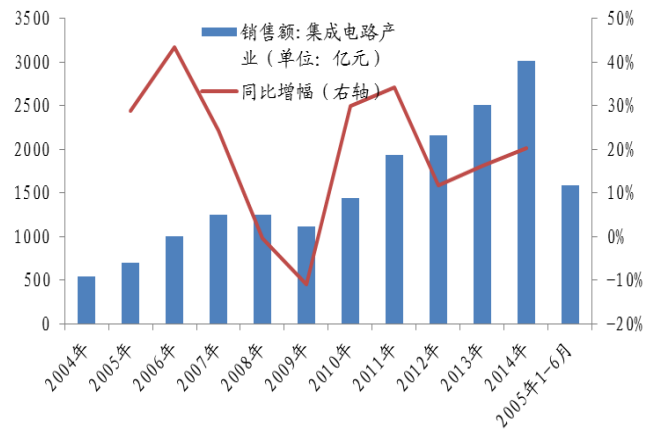
- **IC 设计执掌 IC 产业增速最快环节，CAGR=29%。**从 2004 年全球 IC 产业保持 5%的增速，但是基数大，而中国的 IC 产业虽然基础低，却发展迅速。2014 年中国 IC 产业销售额达到 3015 亿元，除去 2008 年，2009 年受全球经济危机的影响，年均平均增长率达 20%，具有较高的增长水平。2015 年 1-6 月 IC 产业销售额为 1592 亿元，预计 2015 年销售额达到 3610 亿元，增长率为 25%。其中 IC 设计在 2014 年销售额达 1047 亿元，从 2004 年至今复合增长率为 29%，超过整个 IC 行业，预计 2015 年销售额为 1630 亿元，增速为 30%。同时，IC 设计销售额占整个行业的比重逐渐增加，最近两年的比重已经突破 30%，预计未来五年仍是 IC 设计高速发展的黄金时期。

图表 12：全球集成电路销售额

图表 13：中国集成电路销售额

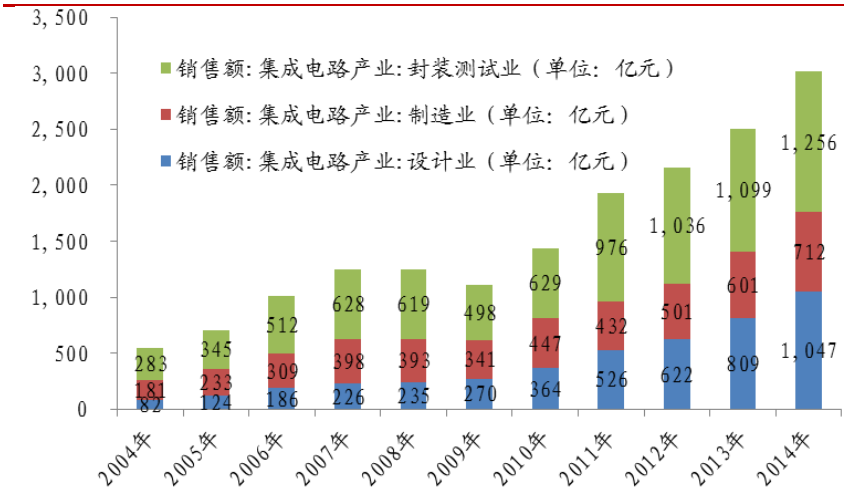


来源：wind，中泰证券研究所



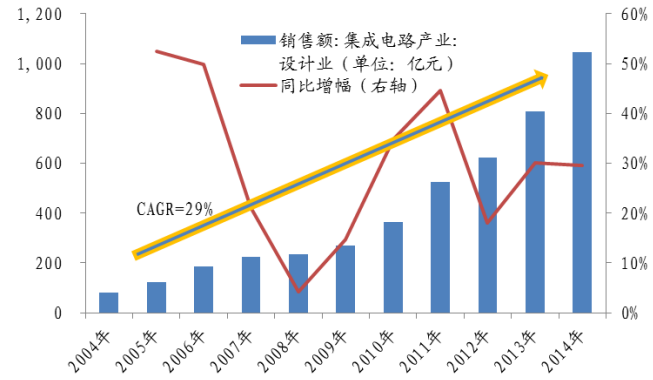
来源：wind，中泰证券研究所

图表 14：我国 IC 产业销售收入结构



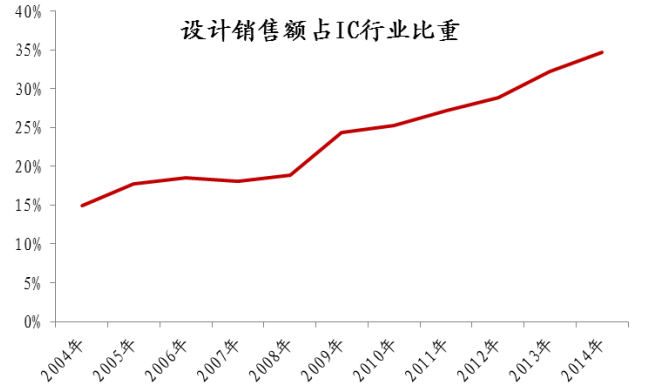
来源：wind，中泰证券研究所

图表 15： IC 设计销售额及同比增幅



来源：wind，中泰证券研究所

图表 16：设计销售额占 IC 行业比重



来源：wind，齐鲁证券研究所

IC 设计分销在产业链中作用举足轻重

- **IC 授权分销商服务于上下游客户，促进 IC 销售。**IC 产品从设计、制造到嵌入在下游电子产品中实现特定的功能，需要在 IC 的兼容性、可量产性等应用解决方案投入大量的开发和技术支持工作。根据工信部数据，截止 2014 年底中国规模以上的电子信息制造业客户 1.87 万家，这样在设计和制造企业之间存在极大的匹配问题，IC 设计分销商能有效解决这些问题，主要作用有：**1）IC 产业链上下游的不对称性产生了大量的 IC 应用技术缺口；2）IC 应用领域迅速拓展及客户产品多样化产生了大量的 IC 应用技术缺口；3）IC 授权分销商已经成为产业链中 IC 应用技术的重要提供方。**

图表 17：IC 产业链构成示意图

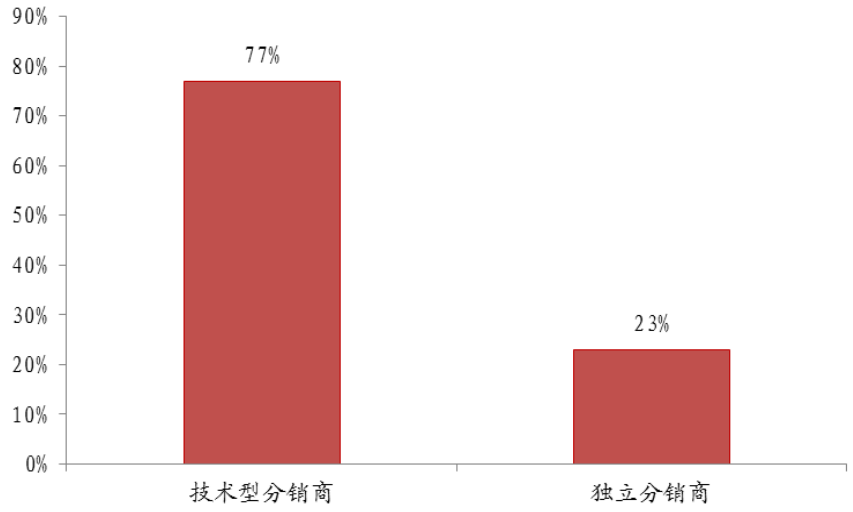
来源：招股说明书，中泰证券研究所

中国分销商将主要沿着技术型分销商的模式发展：占比 77%

- **海外分销商更加侧重产品的物流（实体传递），兼并收购扩大规模。**海外分销商主要致力于为客户全方位解决从产品到技术的绝大部分问题，业务特点为多产品线和产品品种、多领域覆盖、全球化，同时依赖其丰富的供应商资源，客户资源，为其解决产品配送、仓储、账期等一系列问题，并通过兼并收购持续扩大自身规模。代表为艾睿电子、安富利、大联大等。在中国国内市场的海外分销商采取“海外研发+中国生产”模式，提供数量大，资金要求高的 IC 和电子元器件产品。**但是中国本土电子设备制造商品种多、技术需求复杂和产量相对较小的特点，不是海外分销的重点。**
- **中国分销商的两种模式：技术型分销商和独立分销商，技术型分销商占比 77%。技术型分销商**强调自身技术在 IC 产品已有技术上的叠加，突出特点是挑选复合自身技术优势的产品，专注于细分领域，在细分领域深挖积累该上下游的供应商资源、客户资源和技术资源，并在此技术上

进行扩充。**独立分销商**的特点是分散性、全而不精。从实际运营情况看，为客户寻找难寻元器件、小批量供应、帮助客户处理生产计划变更形成的过多库存是独立分销商的主要增值服务。

图表 18：中国分销商以技术分销型为主



来源：招股说明书，中泰证券研究所

图表 19：海外和本土分销商对比

分类		业务专注性	客户情况	客户黏性	技术能力	代表厂商
海外分销商		产品线多达几百条，应用领域覆盖广	主要是国际电子制造企业	客户稳定性较强	以向大型客户提供供应链支持为主	安富利、艾睿电子、富昌电子、大联大、威健实业、文晔科技
本土分销商	授权分销商	专注于某些领域应用及相应的核心产品线	以具有一定规模的电子制造企业为主	客户稳定性较强	技术实施团队规模较大，解决方案丰富，能够对客户提供深入技术支持	科通芯城、中电器材、北高智、润欣科技
	独立分销商	产品系列齐全，但无授权	以中小客户为主	客户稳定性较弱	供应链支持力度较强，技术支持能力较弱	驰创电子、捷创讯科

来源：招股说明书，中泰证券研究所

IC 分销商市场具有较高的壁垒

- 尽管 IC 分销市场空间大，资金密集型和技术密集型的性质决定进入壁垒高。IC 分析的四大壁垒决定了一般性企业难以切入该领域，

图表 20：IC 分销商行业壁垒

技术壁垒	一方面，上游IC设计制造商最看重的市场开拓能力，这是对电子产品市场的发展趋势和对IC设计制造商的产品技术为基础。另一方面，为下游电子产品制造商提供技术支持时，需要及时开发所需的应用解决方案，使产品很快成熟达到量产水平。
专业人才壁垒	产品经理：具备专业的行业分析和市场拓展能力，对产品线做出定价，下单备货，跌价销货等市场判断，加快存货和资金周转，降低经营成本；应用工程师（AE/FAE）：技术研发和售后技术服务。销售工程师：开发和维护客户
资金规模壁垒	采购备货及招聘和培养研发和技术团队以及各种配套的软硬件系统需要一定的资金规模
授权壁垒	考量三方面能力：较强的市场开拓能力，足够的客户资源和技术支持能力，公司信誉和财务能力。IC设计制造商对合作伙伴的数量也严格控制：全球性分销商和区域性大中型分销商。而且过程筛选期长（6~8月），入选者少（个位数）的特点

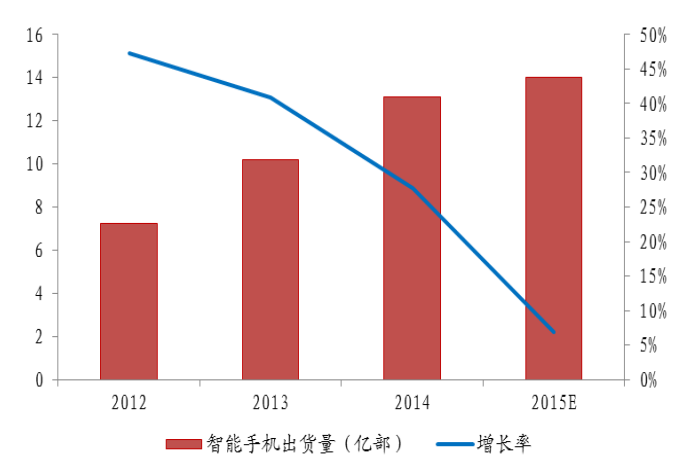
来源：招股说明书，中泰证券研究所

产品分析：抓住增速最快的领域

移动通讯：出口需求和 4G 手机开拓 IC 设计分销商市场空间

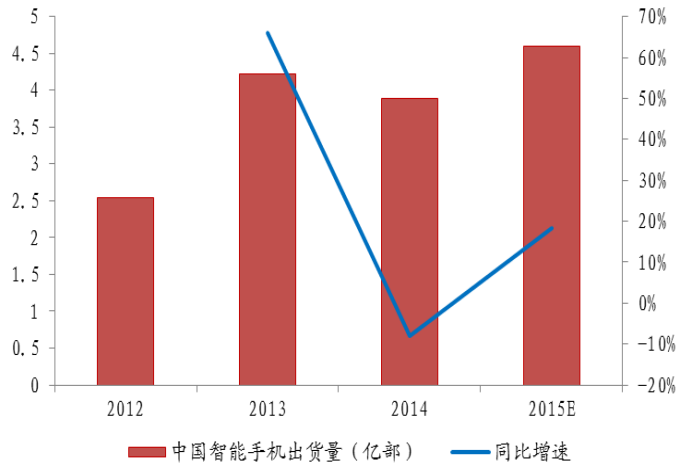
- **出口需求和4G手机更新换代的因素促使国内IC设计制造商和分销商获得更大的业务空间。**IC 芯片在手机等移动通讯终端应用广泛，主要包括手机主芯片、电容屏/触控 IC 及模组、存储器、射频 PA、WiFi 无线连接、MEMS 传感器、摄像头模块、PMU、高清接口（HDMI）及移动电视芯片（CNMB）。2013 年 12 月，工信部正式向三大运营商发放 4G 拍照，中国移动通信业务进入 4G 时代。2013 年中国智能手机出货量达 4.23 亿部，同比增长 64.1%；2014 年出货量为 3.89 亿部，同比下滑 8.04%。据 IDC 预测，2015 年中国智能手机出货量将达到 4.6 亿部，国内 WiFi 无线连接模组的市场容量达到 4.6 亿片。

图表 21：全球智能手机出货量



来源：IC insight，中泰证券研究所

图表 22：中国智能手机出货量



来源：IC insight，中泰证券研究所

宽带接入：国内仍处于低速水平，高速发展驱动业绩增长

■ **宽带接入市场空间巨大。**据工信部统计，2014 年三大运营商宽带接入用户净增 1157.5 万户，总数突破 2 亿户，但用户接入速率在 2M-4M 之间，我国宽带速率水平落后于全球平均水平。中国宽带发展现状与我国全球经济第二大国、电信用户和网络用户第一大国的国际地位形成较大落差，加速宽带发展势在必行。“宽带中国”战略出台后，2014 年我国 8M 以上、20M 以上宽带用户总数占比分别达 40.9%、10.4%，同比增长 18.3% 和 5.9%。

图表 23：宽带接入主要终端设备类型

接入方式		用户终端设备
有线接入	xDSL	调制解调器
	xPON	光网络单元（ONU）
	EOC	EOC 终端设备
	PLC	PLC 终端设备
无线接入	WiFi	无线路由器、大功率 AP

来源：招股说明书，中泰证券研究所

图表 24：宽带接入市场空间

	市场空间
有线接入方式	
xPON	2015年，我国互联网宽带接入端口将增加一倍，达到3.7亿个，光纤入户网络将覆盖2亿个家庭。将产生大约2亿台EPON/GPON用户终端设备光网络单元（ONU）的新增市场规模，产生2亿片的IC芯片需求。
EOC	2013年底，我国有线广播电视用户2.29亿户，若全部更新为EOC宽带接入，需终端设备2亿多部，芯片市场规模超过2亿片。
PLC	未来PLC应用中除只能电网的电能管理外，还包括物联网的工业控制应用、智能家居应用和安防监控等，一片蓝海。
无线接入方式	
	根据美国思科公司的预测，2014年至2019年，全球移动数据流量将扩大10倍左右，增幅超过固定流量增幅的三倍。2014年我国新增WLAN公共运营接入点（AP）30.9万个，总数已达104.5万个。据工信部预测，2015年我国基本实现WLAN在公共区域数据热点的覆盖，规模超过80万个，AP规模超过400万个。

来源：招股说明书，中泰证券研究所

消费电子和工业控制：物联网、车联网的预期将接替智能手机的高增长

■ **物联网、车联网的预期将驱动消费电子继续高速增长。**目前笔记本电脑、彩色电视机等众多消费类电子产品在国内生产规模居全球第一紧接着多媒体平板设备高速增长，2015 年我国平板电脑出货量将达到 2934 万台，预计 2015 年由平板电脑拉动的多媒体芯片和 WiFi 芯片需求将接近 3000 万套。紧接着智能电视是移动互联网快速发展的产物，预计 2016 年国内智能电视领域多媒体芯片和 WiFi 模组市场规模将达到 3900 万套。未来车载多媒体将是消费电子类的重要终端设备，半导体芯片作为汽车电子产业链的上游，不断交叉、融合在整个汽车制造过程中，满足汽车电子产品朝着智能化的发展趋势。

募集资金用途

■ 公司募集资金主要用于项目研发和扩充，推动公司主营业务的快速发展，主要措施如下：1）加快募投项目投资与建设进度，尽快实现募投项目收益；2）加快技术创新，提升服务质量，提高公司竞争能力和持续盈利能力；3）实行积极的利润分配政策。

图表 25：募集资金按轻重缓急应用项目

序号	项目名称	计划总投资（万元）	拟投资募集资金金额（万元）
1	工控MCU与ARM嵌入式系统研发项目	4,502.17	4,502.17
2	智能手机关键元件开发和推广项目	15,671.67	9,840.00
3	现有产品线规模扩充项目	7,000.00	2687.83

来源：招股说明书，中泰证券研究所

盈利预测和估值：目标价 37.10-42.40 元

■ 盈利预测请参考公司分拆业务收入预测，以及后续整体销售预测表内容。

图表 26：公司分项业务收入预测（百万元）

项目	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
宽带接入						
销售收入	363.380	328.570	360.870	420.000	545.000	690.000
增长率（YOY）	42.35%	-9.58%	9.83%	16.39%	29.76%	26.61%
毛利率	12.59%	13.01%	13.86%	12.04%	12.06%	12.08%
销售成本	317.630	285.823	310.853	369.432	479.273	606.648
毛利	45.750	42.747	50.017	50.568	65.727	83.352
移动通讯						
销售收入	348.610	440.010	373.180	350.000	385.000	425.000
增长率（YOY）	41.35%	26.22%	-15.19%	-6.21%	10.00%	10.39%
毛利率	10.62%	11.44%	10.62%	10.80%	10.84%	10.85%
销售成本	311.588	389.673	333.548	312.200	343.266	378.888
毛利	37.022	50.337	39.632	37.800	41.734	46.113
消费电子						
销售收入	100.800	89.860	164.550	240.000	380.000	550.000
增长率（YOY）	-6.23%	-10.85%	83.12%	45.85%	58.33%	44.74%
毛利率	11.39%	10.44%	8.05%	8.10%	8.12%	8.14%
销售成本	89.319	80.479	151.304	220.560	349.144	505.230
毛利	11.481	9.381	13.246	19.440	30.856	44.770
工业控制						
销售收入	128.390	137.590	112.010	175.000	245.000	330.000
增长率（YOY）	-27.01%	7.17%	-18.59%	56.24%	40.00%	34.69%
毛利率	12.72%	14.42%	14.58%	14.56%	14.60%	14.65%
销售成本	112.059	117.750	95.679	149.520	209.230	281.655
毛利	16.331	19.840	16.331	25.480	35.770	48.345

来源：wind，中泰证券研究所

■ 我们预计 2015-2017 年润欣科技实现营业收入 1185、1555 和 1995 百万元，同比增长 17.3%、31.2%和 28.3%。实现归属于母公司净利润 48、

62 和 78 百万元，同比增长 24.82%、29.85%和 25.18%，对应 2015-2017 年 EPS 分别为 0.53、0.69 和 0.86 元。如果按照新增发股数 3000 万股，发行价 6.87 元，市场估值为 25-30 倍。

- 参考行业平均估值，公司上市后资金实力增强、新技术扩张带来的成长性，合理相对估值为 70-80X2015PE，**目标价 37.10-42.40 元。**

风险提示

- 如果宏观经济出现较大波动或者持续低迷，将会影响 IC 行业的发展，包括公司在内的 IC 分销商也会受到不同程度的影响。
- 市场结构变化时，公司面临着客户和供应商变动风险。
- 本次募集资金项目与公司未来发展密切相关。虽然公司在拟定募集项目方案时充分考虑了公司的发展战略和项目的可行性，募集资金项目都是现有业务的延伸和完善，仍存在募集资金到位时间与项目实施计划不一致，项目不能按计划顺利实施，从而达不到预期目标的风险。

图表 27：润欣科技财务报表

损益表（人民币百万元）

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业总收入	**941**	**996**	**1,011**	**1,185**	**1,555**	**1,995**
增长率	*19.84%*	*5.8%*	*1.5%*	*17.3%*	*31.2%*	*28.3%*
营业成本	-831	-874	-891	-1,052	-1,381	-1,772
% 销售收入	*88.2%*	*87.7%*	*88.2%*	*88.8%*	*88.8%*	*88.8%*
毛利	111	122	119	133	174	223
% 销售收入	*11.8%*	*12.3%*	*11.8%*	*11.2%*	*11.2%*	*11.2%*
营业税金及附加	-1	-1	0	-1	-1	-2
% 销售收入	*0.1%*	*0.1%*	*0.0%*	*0.1%*	*0.1%*	*0.1%*
营业费用	-27	-33	-32	-36	-47	-60
% 销售收入	*2.9%*	*3.3%*	*3.1%*	*3.0%*	*3.0%*	*3.0%*
管理费用	-33	-41	-42	-47	-61	-79
% 销售收入	*3.5%*	*4.1%*	*4.1%*	*4.0%*	*4.0%*	*4.0%*
息税前利润（EBIT）	50	48	46	50	65	82
% 销售收入	*5.4%*	*4.8%*	*4.5%*	*4.2%*	*4.2%*	*4.1%*
财务费用	-2	-1	-1	2	4	5
% 销售收入	*0.2%*	*0.1%*	*0.1%*	*-0.2%*	*-0.3%*	*-0.2%*
资产减值损失	-3	-5	-3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	1	1	1	1
% 税前利润	*0.0%*	*0.0%*	*1.6%*	*0.9%*	*0.7%*	*0.5%*
营业利润	45	42	42	52	69	88
营业利润率	*4.8%*	*4.2%*	*4.1%*	*4.4%*	*4.5%*	*4.4%*
营业外收支	6	5	3	4	4	4
税前利润	**51**	**46**	**45**	**56**	**73**	**91**
利润率	*5.4%*	*4.7%*	*4.4%*	*4.7%*	*4.7%*	*4.6%*
所得税	-7	-6	-6	-8	-11	-13
所得税率	*13.4%*	*13.4%*	*14.1%*	*14.5%*	*14.5%*	*14.5%*
净利润	44	40	38	48	62	78
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	**44**	**40**	**38**	**48**	**62**	**78**
净利率	*4.6%*	*4.0%*	*3.8%*	*4.0%*	*4.0%*	*3.9%*

现金流量表（人民币百万元）

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	44	40	38	48	62	78
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	4	6	5	2	1	1
非经营收益	4	3	2	-3	-4	-4
营运资金变动	-37	28	-50	-5	-64	-77
经营活动现金净流	**15**	**77**	**-5**	**43**	**-4**	**-1**
资本开支	2	2	1	-5	-4	-4
投资	0	0	0	0	0	0
其他	0	0	1	1	1	1
投资活动现金净流	**-2**	**-2**	**0**	**5**	**5**	**4**
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	22	-9	0	-61	0	0
其他	-35	-21	-17	-6	0	0
筹资活动现金净流	**-13**	**-29**	**-17**	**-67**	**0**	**0**
现金净流量	**-1**	**46**	**-21**	**-19**	**0**	**3**

资产负债表（人民币百万元）

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	95	144	116	97	97	100
应收款项	190	206	205	224	294	378
存货	97	85	111	101	132	170
其他流动资产	4	2	2	2	2	3
流动资产	386	436	435	425	526	650
% 总资产	*98.7%*	*98.7%*	*98.9%*	*99.4%*	*99.8%*	*100.0%*
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	2	2	2	1	0	-1
% 总资产	*0.5%*	*0.5%*	*0.4%*	*0.1%*	*-0.1%*	*-0.2%*
无形资产	0	3	2	1	1	0
非流动资产	5	6	5	3	1	0
% 总资产	*1.3%*	*1.3%*	*1.1%*	*0.6%*	*0.2%*	*0.0%*
资产总计	**391**	**442**	**440**	**427**	**528**	**650**
短期借款	70	60	61	0	0	0
应付款项	93	125	107	107	140	180
其他流动负债	7	16	14	14	18	23
流动负债	170	201	181	120	158	203
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	2	2	2	2	2	2
负债	**172**	**203**	**183**	**122**	**160**	**205**
普通股股东权益	220	241	260	308	370	447
少数股东权益	2	2	2	2	3	3
负债股东权益合计	**394**	**446**	**445**	**432**	**533**	**655**

比率分析

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标						
每股收益(元)	0.485	0.443	0.426	0.531	0.690	0.864
每股净资产(元)	2.448	2.681	2.887	3.418	4.108	4.972
每股经营现金净流(元)	0.165	0.855	-0.053	0.470	-0.049	-0.018
每股股利(元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	19.80%	16.53%	14.75%	15.55%	16.80%	17.37%
总资产收益率	11.07%	8.93%	8.61%	11.06%	11.66%	11.86%
投入资本收益率	21.90%	25.54%	18.89%	19.93%	20.01%	19.99%
增长率						
营业总收入增长率	19.84%	5.82%	1.46%	17.26%	31.22%	28.30%
EBIT增长率	4.78%	-5.26%	-4.33%	9.43%	29.59%	27.11%
净利润增长率	13.01%	-8.57%	-3.92%	24.82%	29.85%	25.18%
总资产增长率	25.26%	13.28%	-0.36%	-2.88%	23.49%	23.24%
资产管理能力						
应收账款周转天数	34.9	48.3	53.3	44.0	44.0	44.0
存货周转天数	41.1	38.1	40.2	35.0	35.0	35.0
应付账款周转天数	34.7	41.6	43.0	32.0	32.0	32.0
固定资产周转天数	0.6	0.7	0.7	0.4	0.0	-0.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-11.10%	-34.15%	-21.36%	-31.39%	-26.14%	-22.23%
EBIT利息保障倍数	24.0	34.0	39.2	-26.9	-15.9	-16.6
资产负债率	43.65%	45.50%	41.13%	28.27%	30.06%	31.22%

来源：wind，中泰证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6—12 个月内波动幅度在-5%-+5%

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明：

本报告仅供中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。