

日期: 2015年12月14日
行业: 软件和信息技术服务业



虞婕雯 S0870515070001
王兴林 S0870115070018
021-53686153
021-53686163
yujiewen@shzq.com
wangxinglin@shzq.com

上市合理估值 RMB34.02~41.58元

基本数据 (IPO)

发行数量不超过 (百万股) 30
发行后总股本 (百万股) 120
发行方式 公开发行
保荐机构 国信证券股份有限公司

主要股东 (IPO 前)

润欣信息 42.50%
欣胜投资 15.00%
领元投资 12.55%

收入结构 (2014年) 百万元

宽带接入领域 360.87
移动通讯领域 373.18
消费电子领域 164.55

报告编号: WXL15-NSP05

首次报告日期: 2015年12月14日

领先的 IC 分销商, 成长空间广阔

公司是 IC 分销行业领军企业

公司是国内领先的IC产品授权分销商, 主要通过向客户提供包括IC应用解决方案在内的一系列技术支持服务从而形成IC产品的销售, 分销的IC产品以通讯连接芯片和传感器芯片为主。

公司长期与世界知名供应商合作, 主要代理高通创锐讯、新思、恩智浦、思佳讯、AVX/京瓷、普思等知名IC设计制造公司的产品; 并拥有中兴康讯、共进电子、大疆创新等优质下游客户。

公司立足市场需求, 稳扎稳打自主研发

公司在供应商现有芯片平台基础上, 围绕下游需求, 自主研发或与客户合作研发完成IC应用解决方案。截至目前, 公司已完成IC应用解决方案172项, 共取得专利5项, 计算机软件著作权25项, 主要应用在移动通讯、宽带接入等领域。公司还多次赢得中兴通讯优秀方案提供商、UT斯康达优秀产品提供商等称号。

募资强化公司核心竞争力

公司拟将募集资金投入工控MCU与ARM嵌入式系统研发项目、智能手机关键元件开发和推广项目、现有产品线规模扩产等。募投项目将扩大公司产品范围, 增强公司技术实力, 提高公司客户服务能力, 符合目前市场发展需求。

投资建议

软件和信息技术服务业2016年PE估值为55.86倍。考虑到公司主营业务为IC分销, 技术壁垒和服务壁垒高, 且在市场上具有稀缺性, 我们给予公司2016年70倍的估值。以2016年每股盈利0.54元计算, 股价在37.8元, 上下浮动10%, 公司合理估值区间在34.02~41.58元。

风险提示

下游消费电子市场疲软; 库存芯片过时; 供应商和客户经营状况变化。

数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	996.05	1010.61	1201.77	1559.03
年增长率	5.82%	1.46%	18.92%	9.73%
归属于母公司的净利润	39.88	38.31	4.61	64.35
年增长率	-8.57%	-3.92%	26.89%	32.37%
每股收益 (元)	0.44	0.43	0.41	0.54
PER (X)	15.51	16.14	16.96	12.81

注: 有关指标按当年股本摊薄, 股价按首发价格 6.87 元计算

一、行业背景

1.1 公司所处的行业及其简况

根据中国证监会《上市公司行业分类指引》（2012年修订），公司所属行业为信息传输、软件和信息技术服务业中的软件和信息技术服务业（分类代码：I65）。

公司(润欣科技)是国内领先的IC产品授权分销商，主要通过向客户提供包括IC应用解决方案在内的一系列技术支持服务从而形成IC产品的销售，分销的IC产品以通讯连接芯片和传感器芯片为主。IC授权分销商通过介入产品设计、制造到嵌入在下游电子产品环节以服务上下游客户，促进IC销售，从而构成了IC产业链的重要组成部分。

图 1 公司(润欣科技)在产业链中的位置



数据来源：公司招股说明书 上海证券研究所

IC产业链中上下游的不对称性产生了大量的IC应用技术缺口，且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。IC授权分销商具备IC应用技术开发能力、可高效快速地将IC应用到数量更多、领域更广的客户中，且IC分销商可以提供最新IC技术发展方向，为电子产品制造商提供专业的应用方案和技术服务，使IC授权分销商成为产业链中IC应用技术的重要提供方。

1.2 行业增长前景

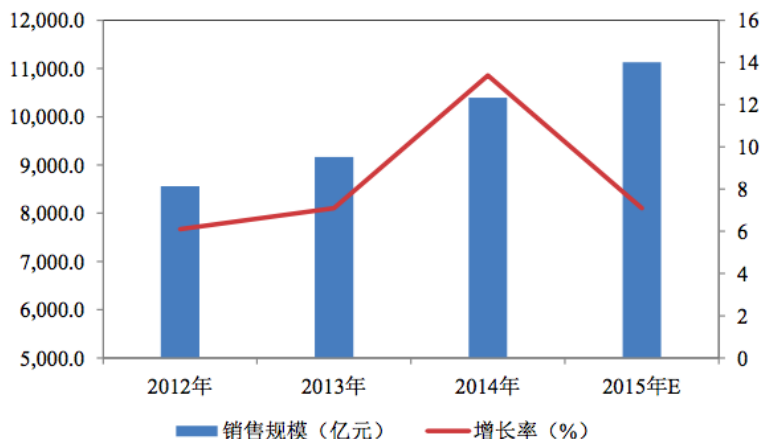
IC是现代工业的基础，IC市场的变化情况与宏观经济的变动情况息息相关，这一特点突出反映在IC产业近年来的波动中。2012年，在全球经济形势持续低迷，电子整机国内市场需求不旺和出口市场连续波动的情况下，中国IC市场在波动中逐渐企稳，并开始

呈现出增长的发展态势。

2014年，我国IC市场规模达到10,393.1亿元，同比增长13.4%。IC卡类集成电路市场后续前景广阔。

图2 中国 IC 市场营业收入

2011年至2015年（预测）中国 IC 市场销售额规模变化趋势图

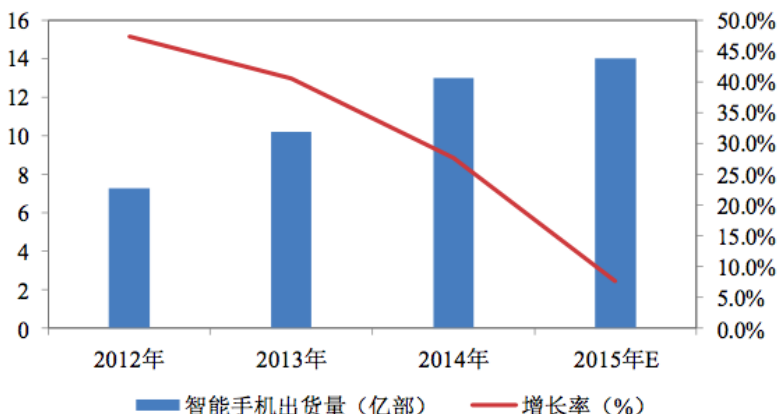


数据来源：赛迪顾问、上海证券研究所

公司所在的移动通讯领域，以智能手机为代表的电子产品保持快速增长，成为驱动移动通讯行业增长的关键因素。根据美国市场研究机构IDC的统计数据，2013年度全球智能手机出货量突破10亿部，达10.19亿部，较2012年增长40.9%，智能手机销量占手机总销量的50%以上；2014年全球智能手机出货量达13.01亿部，同比增长27.7%；IDC预计2015年全球智能手机出货量将达到14亿部。

图3 全球智能手机出货量

2012年至2015年（预测）全球智能手机出货量变化趋势图



数据来源：IDC、上海证券研究所

随着智能手机市场的快速发展，相关IC设计制造商和分销商也将获得更大的业务空间。以手机WiFi芯片市场为例，根据IDC的预测，2015年中国智能手机出货量将达到4.6亿部，按每部智能手机装

载一套WiFi无线连接模组计算，国内WiFi无线连接模组的市场容量达到4.6亿片。

1.3 行业竞争结构及公司的地位

2012年、2013年和2014年，公司在中国IC市场的占有率分别为：0.0110%，0.109%，0.0970%（市场占有率计算方法：公司营业收入/中国IC市场销售总额）。2012年至2014年，公司主营业务收入年均复合增长率达3.62%

公司所在IC分销行业，就整体竞争格局而言，目前我国IC分销行业基本可以划分为海外分销商和本土分销商两大类。

海外分销商主要针对全球性客户，依托资金实力，凭借供应商资源和客户资源优势，通过规模化运营提升自身价值；本土授权分销商通过获取上游供应商授权，依托对细分市场的深入挖掘，通过自身技术实力和IC解决方案提供能力为下游客户解决实际应用问题，与下游客户形成较为稳定的合作关系；独立分销商则主要侧重于为客户寻求难寻元器件、提供小批量供应及解决剩余库存

表1：公司主要竞争对手

企业名称	成立年份	主营业务
安富利	1921年	全球最大的技术行销、分销及服务公司之一。总部位于美国凤凰城，为客户提供半导体、互连、无源和机电等原件，以及工程设计链和供应链服务。
艾睿电子	1935年	总部位于美国纽约，是工业和商业用户电子元件和企业计算解决方案的产品、服务和解决方案全球供应商。
富昌电子	1968年	总部位于加拿大蒙特利尔，为全球近200家电子元件制造厂代销半导体及无源器件等电子产品，是半导体、无源器件、连接器和机电零部件分销及营销领域中的世界级领先公司。
大联大	2005年	总部位于台北，全球最大的电子元器件分销商之一。
威健实业	1977年	总部位于台湾，拥有多家世界知名品牌电子元器件供应商的亚太区代理权。
文晔科技	1993年	总部位于台湾，是一家专业从事电子元器件分销业务的公司。
科通集团(科通芯城前身)	1995年	总部位于深圳，与全球主要的领先半导体供应商紧密合作，为国内的OEM厂商、ODM厂商和EMS厂商提供范围广泛的电子元器件，其应用涉及无线通信、电信设备、企业网络、数字媒体、家庭娱乐、汽车电子、工业控制等等众多领域。

中电器材	1984年	是多家国内外知名半导体供应商的授权分销商，专注于通讯系统、智能电网、安防监控、无线射频、便携设备等领域，通过解决方案、参考设计、技术支持为客户提供专业的设计链服务。
周立功	1999年	总部位于广州，是单片机与ARM嵌入式系统行业的领先企业，代理销售多家半导体供应商的产品。
北高智	2000年	总部位于深圳，销售网络覆盖香港、上海、北京、青岛、西安、成都、厦门、广州等20多个国内主要城市，先后获得诸多国际芯片厂商在中国的授权代理。
力源信息	2001年	是诸多半导体供应商的授权代理或分销商，为客户提供从产品资料、产品方案、产品选型、供应保障及物流服务等一揽子服务。

数据来源：公司招股说明书 上海证券研究所

1.4 公司的竞争优势

公司竞争优势包括：

1. 供应商资源优势

- ✓ 坚持与知名供应商保持合作

优质的供应商资源使得公司在产品竞争力、盈利能力等方面较其他中小型分销商具有较大优势。一方面，公司凭借上游厂商的技术、品牌、规模等优势，可以不断开拓下游中高端产品市场，有利于公司保持核心技术、产品品质的领先，有利于公司形成品牌效应，增强市场影响力和客户忠诚度；另一方面，优质供应商不断开发的新产品、新技术被公司及时了解和吸收，有利于公司整体技术实力和技术水平保持与国际同步，从而能够及时掌握世界IC产业发展的技术趋势，为国内下游客户持续进行高水准、领先性的技术实施工作，对于公司持续发展起到重要保障作用。

2. 客户资源优势

- ✓ 公司主要客户为通讯行业知名电子产品制造商

与公司的上游供应商及公司的主要业务领域相对应，公司的主要客户为通讯行业的知名电子产品制造商，如中兴康讯、共进电子等。经过长期合作，公司和这些行业内的知名厂商建立了稳定的合作关系

3. 技术优势

✓ 技术整合方面围绕下游需求，自主研发

公司的技术整合是在供应商现有芯片平台基础上，围绕下游需求，自主研发或与客户合作研发完成IC应用解决方案。为了不断加强公司在技术整合方面的能力，公司建立起数十人的研发和技术团队。截至目前，公司已完成IC应用解决方案172项，其中自主研发 39项，与高通创锐讯合作完成75项，与新思合作完成17项，与恩智浦合作完成7项，与瑞声科技合作完成5项，大部分都已用于客户大批量生产。

公司共取得专利5项，计算机软件著作权25项，主要应用在移动通信、宽带接入等领域。公司还多次赢得中兴通讯优秀方案提供商、UT斯康达优秀产品提供商等称号。

✓ 通讯连接及传感领域保持行业内较强竞争力水平

在通讯连接及传感领域，经过长期积累，公司拥有 WiFi 全制式、蓝牙、NFC、Zigbee 等不同无线连接 IC 产品全套的软硬件开发工具，应用软件、安全认证和 IP 协议栈，在行业内具有较强的竞争力。随着物联网技术的发展，公司不断开拓智能家居、智能照明和智能医疗领域的市场，在物联网无线连接 IC 产品的基础上，引进传感器芯片、安全芯片等产品，在嵌入式系统架构下，整合多种无线连接和控制技术，可兼容超过数十种的传感器芯片，形成了公司的业务技术特点及竞争优势，为公司未来在物联网产业的发展打下了基础。

4. 细分市场优势

✓ 通讯连接及传感领域产品种类齐全，经验丰富，有明显竞争优势

公司长期专注于通讯连接及传感领域，主要产品包括无线连接芯片、WiFi及网络处理器芯片、传感器芯片、射频及功率放大器器件等，适用于 xPON、EOC、PLC及WiFi不同宽带接入方式，以及 WiFi、NFC(近场通讯)、蓝牙、Zigbee不同的无线连接方式。在通讯连接及传感领域内，公司产品种类齐全，技术经验丰富，积累了深厚的供应商资源及客户资源，具有明显的竞争优势。

二、公司分析及募集资金投向

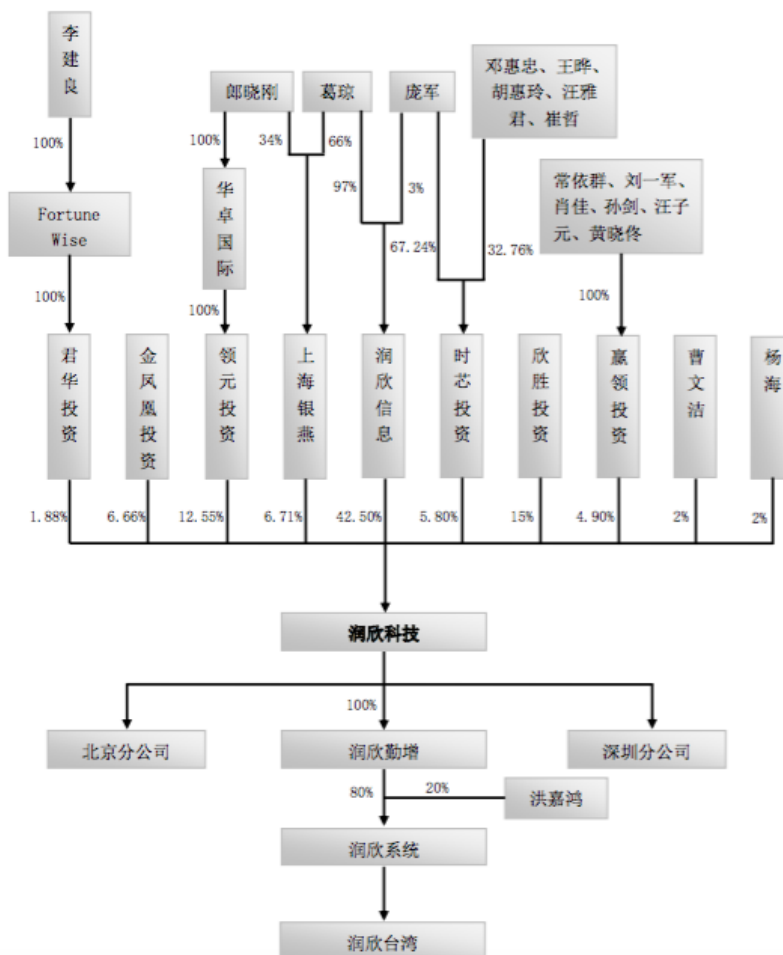
2.1 公司历史沿革及股权结构，实际控制人的简况

公司是由润欣有限整体变更设立的股份有限公司，成立于2000年10月19日。2012年3月21日变更为润欣科技股份有限公司。

润欣信息持有公司 42.50% 的股份，为公司控股股东。

公司实际控制人为郎晓刚、葛琼夫妇，二人合计控制公司 61.76% 的股份。

图 4 公司股权结构图



数据来源：公司招股说明书 上海证券研究所

郎晓刚，男，1967 年出生，中国澳门籍，持有澳门特别行政区永久性居民身份证，大学专科学历。曾任香港利达银行外汇经济员，Eastcom Communication Inc. 商务拓展员，上海丰联经济发展有限公司总经理。2000 年创办润欣有限，目前任公司董事长兼法定代表人。

葛琼，女，1968 年出生，中国国籍，持有澳门特别行政区非永久性居民身份证，大学专科学历。曾任黄埔对外贸易有限公司文员，香港福达实业公司上海办事处首席代表、上海复特贸易有限公司总经理、润欣有限执行副总裁；曾获上海市“三八红旗手”称号、上海市徐汇区“徐光启科技奖”银奖、上海市徐汇区“拔尖人才”称号，

2003 年、2007 年、2012 年三次当选为徐汇区政协委员。200 年创办润欣有限，目前任公司副董事长兼总经理。

表 2: 公司的股东及实际控制人情况

序号	股东名称	发行前		发行后	
		持股数(万股)	持股比例%	持股数(万股)	持股比例%
1	润欣信息	3825.00	42.50	3825.00	31.88
2	欣胜投资	1350.00	15.00	1350.00	11.25
3	领元投资	1129.5	12.55	1129.5	9.41
4	上海银燕	603.9	6.71	603.9	5.03
5	金凤凰投资	599.4	6.66	599.4	5.00
6	时芯投资	522.00	5.80	522.00	4.35
7	赢领投资	441.00	4.90	441.00	3.68
8	曹文洁	180.00	2.00	180.00	1.50
9	杨海	180.00	2.00	180.00	1.50
10	君华投资	169.2	1.88	169.2	1.41
11	本次发行的股份			3000.00	25.00
合计		9,000.00	100.00	12,000.00	100.00

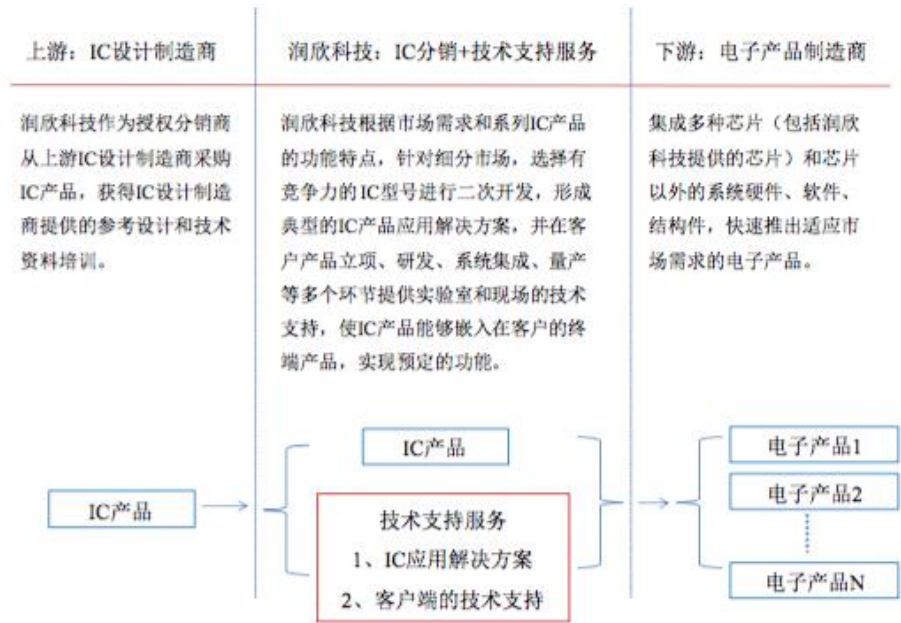
资料来源: 公司招股说明书 上海证券研究所

2.2 公司业务简况及收入利润结构变化

公司所处行业为IC行业，细分行业为IC分销行业。目前公司主要代理高通锐讯、新思、恩智浦、思佳讯、AVX/京瓷、普思等国际 IC 产品设计制造商的产品，产品主要用于移动通讯、宽带接入、消费电子和工业控制等领域。IC设计制造商的授权对IC分销行业的新进入者形成了较高壁垒。

公司基于对IC产品性能和下游电子产品制造商需求的理解，为客户提供包括IC应用解决方案在内的一系列技术支持服务，在客户产品立项、研发、系统集成、量产等多个环节提供实验室和现场的技术支持，使 IC 能够嵌入在客户终端产品中，实现预定的功能，帮助下游客户快速推出适应市场需求的电子产品。公司向客户提供的技术支持服务本身不收取费用，公司的收益主要来源于下游电子产品制造商采购 IC产品所带来的销售收入。

图 5 公司业务开展模式



数据来源：公司招股说明书 上海证券研究所

图 6 公司分销的 IC 产品

产品类型	应用领域	下游应用	下游产品图例	主要客户
无线连接芯片	移动通讯	MIFI 无线数据卡		中兴康讯, TCL, 龙旗科技
无线连接芯片	移动通讯	智能手机		中兴康讯、 辉焯国际、华勤通讯、TCL
传感器芯片	移动通讯	智能手机		中兴康讯、 宇龙通信、海尔集团、 华勤通讯、壹人壹本
WiFi 及网络处理器芯片	宽带接入	PLC 技术的 IPTV 应用		共进电子
WiFi 及网络处理器芯片	宽带接入	大功率 AP 和路由器		中兴康讯、 傲天动联、 寰创通信
无线连接芯片	消费电子	Smart TV, OTT 智能电视显示和遥控设备		TCL、创维
无线连接芯片	消费电子	智能穿戴设备, 智能家居		凌拓、美的

数据来源：公司招股说明书 上海证券研究所

与公司的上游供应商及公司的主要业务领域相对应，公司的主要客户包括中兴康讯、共进电子等。

表 3：公司主要客户

企业名称	成立年份	主营业务
中兴康讯	1921 年	中兴通讯是全球领先的综合通信解决方案提供商之一，拥有完整的、端到端的产品线和融合解决方案；公司向中兴康讯主要销售宽带接入领域和移动通讯领域产品，所销售产品主要来自高通创锐讯。
共进电子	1935 年	从事宽带接入终端、无线通信设备、光通信设备等产品的研发、生产、销售和服务；公司主要向共进电子销售宽带接入领域芯片，所销售芯片主要来自高通创锐讯、AVX/京瓷等。
骏达光电	1968 年	集触控系统的研发、生产和销售于一体的国家高新技术企业；公司向骏达光电主要销售移动通讯领域产品，所销售产品主要来自新思。
达创科技	1989 年	创科技始终致力于网络通讯产品的研发与生产；公司向达创科技主要销售宽带接入领域的产品，所销售的产品主要来自思佳讯、高通创锐讯和 AVX/京瓷。
辉烨国际	2009 年	从事移动通讯产品、研发与生产；公司向辉烨国际主要销售移动通讯领域产品，所销售产品主要来自高通创锐讯、思佳讯及恩智浦。
大疆创新	2006 年	全球领先的无人飞行器 控制系统及无人机解决方案的研发和生产商；公司向大疆创新主要销售消费电子领域产品，所销售产品主要来自高通创锐讯及思佳讯。

数据来源：公司招股说明书 上海证券研究所

公司营收主要分销 IC 产品的主营业务。公司分销的 IC 产品指广义的半导体元器件，包括集成电路芯片和其它电子元件。公司分销的产品主要用于实现通讯连接及传感功能。2012 年、2013 年、2014 年和 2015 年 1-6 月，实现通讯连接及传感功能的产品收入合计占公司主营业务收入的比例分别为 66.87%、68.03%、71.53% 及 69.77%。

表 4：公司按产品类型的分项收入情况(万元)

产品类型	2015 年 1-6 月		2014 年度		2013 年度		2012 年度	
	收入 万元	占比 (%)	收入 (万元)	占比 (%)	收入 (万元)	占比 (%)	收入 (万元)	占比 (%)
无线连接芯片	4,221.79	8.24	19,152.34	18.95	24,269.85	24.37	24,295.31	25.81
WiFi 及网络处理器芯片	20,088.80	39.21	33,454.45	33.1	28,516.75	28.63	29,667.13	31.52
传感器芯片	7,068.31	13.79	13,102.77	12.97	9,868.48	9.91	1,443.12	1.53
微处理器芯片	246.64	0.48	3,619.88	3.58	3,029.20	3.04	4,967.79	4.32
射频及功率放	4,369.11	8.53	6,577.33	6.51	5,101.18	5.12	7,531.64	8.00

大器件								
电容	7,754.14	15.13	15,455.54	15.29	17,686.91	17.76	20,322.98	21.59
连接器	1,539.97	3.01	3,229.94	3.20	5,323.47	5.34	1,710.63	1.82
其他	5,950.17	11.61	6,468.75	6.40	5,807.85	5.83	5,080.47	5.41
合计	51,238.92	100.00	101,061.00	100.00	99,603.69	100.00	94,119.07	100.00

资料来源：公司招股说明书 上海证券研究所

2.3 募集资金投向

经公司股东大会审议批准，公司拟向社会公开发行不超过3000万股新股，募集资金将按照轻重缓急的顺序依次用于以下项目。

表 5：公司营收增长情况(万元)

序号	项目名称	计划投资总额 (万元)	拟投入募集资金 金额 (万元)	静态回收期 (年)
1	工控 MCU 与 ARM 嵌入式系统研发项目	4502.17	4502.17	6.11
2	智能手机关键元件开发和推广项目	15671.67	9840.00	5.24
3	现有产品线规模扩充项目	7000.00	2687.83	-
合计		27,173.84	17,030.00	

资料来源：公司招股说明书 上海证券研究所

工控 MCU 与 ARM 嵌入式系统研发项目：主要专注于三个方向的应用：(1)智能电表、集中器；(2)智能家电；(3)LED 半导体照明。

智能手机关键元件开发和推广项目：围绕智能手机平台扩充产品结构：(1)电容屏触控芯片产品；(2)移动支付和身份识别芯片产品；(3)智能手机功率放大器和射频前端器件。

现有产品线规模扩充项目：包括主要产品如广电 EOC 和电力线载波产品、智能电网产品、高带宽应用产品、智能手机遥控产品；主要上游芯片厂商如高通创锐讯、恩智浦；应用领域如移动通讯、宽带接入领域

三、财务状况和盈利预测

3.1 盈利能力、成长能力及资产周转能力指标的分析

公司营业收入全部来自包括软件开发、技术服务、软件许可在

内的主营业务收入。2012 年度、2013 年度、2014 年度和 2015 年 1-6 月，公司主营业务收入分别为 94, 119.07 万元，99, 603.69 万元、101, 061.00 万元及 51, 238.92 万元，2012 年至 2014 年年均复合增长率为 3.62%，呈现平稳增长。

表 6: 公司营收增长情况(万元)

项目	2015 年 1-6 月	2014 年度	2013 年度	2012 年度
主营业务收入	51, 238.92	101, 061.00	99, 603.69	94, 119.07
其他业务收入	-	-	-	-
营业收入合计	51, 238.92	101, 061.00	99, 603.99	94, 119.07
营业收入增长率	-	+1.46%	+5.83%	-

资料来源: 公司招股说明书 上海证券研究所

表 7: 公司主营业务按应用领域划分及增速(万元)

领域	2015 年 1-6 月		2014 年度		增幅 (%)	2013 年度		增幅 (%)	2012 年度	
	金额 (万元)	占比 (%)	金额 (万元)	占比 (%)		金额 (万元)	占比 (%)		金额 (万元)	占比 (%)
移动通讯	11,221.85	21.9	37,317.71	36.93	-15.19	44,000.76	44.18	+26.22	34,861.30	37.04
宽带接入	21,035.75	41.05	36,087.18	35.71	+9.83	32,857.41	32.99	-9.58	36,338.44	38.61
消费电子	10,729.48	20.94	16,454.65	16.28	+83.11	8,986.05	9.02	-10.86	10,080.49	10.71
工业控制	8,251.85	16.10	11,201.46	11.08	-18.59	13,759.47	13.81	+7.17	12,838.84	13.64
合计	51,238.92	100.00	101,061.00	100.00		99,603.69	100.00		94,119.07	100.00

资料来源: 公司招股说明书 上海证券研究所

3.2 分业务收入和毛利预测、利润表预测

详见附表 1 和附表 2。

四、风险因素

4.1 市场风险

IC 产品下游应用行业广泛，因此 IC 市场不可避免地会受到宏观经济波动的影响。2012 年欧债危机导致全球净增长放缓，全球 IC 行业受较大负面影响；国内市场方面，2012 年上半年电子整机国内外市场消费需求低迷，IC 市场同样受到抑制，增速放缓至 4.3%。因此，未来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。

除此之外，IC 行业也受技术变革及市场结构变动风险影响。未来 IC 技术日益发展，IC 产品集成度不断提高，如发行人不能及时根

据行业变化有效应对,将会对发行人的经营业绩造成重大不利影响。且发行人目前业务收入主要来源于授权分销,未来,随着市场竞争环境的变化,若授权分销模式在产业链中所占的比例出现大幅下降,或者整个IC分销环节在IC销售中所占的比例出现大幅下降,将对发行人的经营业绩造成重大不利影响。

4.2 存货风险

IC产品为公司销售的主要产品,IC产品存货占公司资产总额比例较大。2012年末、2013年末、2014年末和2015年6月存货跌价准备余额分别为399.75万元、349.60万元、221.08万元和247.07万元,期末存货账面净值分别为9,726.79万元、8,525.94万元、11,112.08万元和11,914.72万元,期末存货净值占总资产的比例分别为24.87%、19.30%、25.25%和25.44%。IC行业的发展和技术进步使其产品升级换代周期逐渐缩短,产品更新速度不断加快,产品种类不断丰富,细分市场领域对产品的需求变化愈加迅速,市场竞争日趋激烈等特点。因此,如果未来出现由于公司未及时掌握下游行业变化或其他难以预计的原因导致存货无法顺利实现销售,且其价格出现迅速下跌的情况,则该部分存货需要计提跌价准备,将对公司经营产生不利影响。

4.3 供应商变动风险

公司的上游供应商是IC产品设计制造商,其实力及与公司合作关系的稳定性对于公司的持续发展意义重大。2012年至2015年1-6月,公司对前五大供应商的采购额占公司采购总额的比例达93.54%、93.78%、90.46%和81.93%,公司对高通创锐讯等主要IC产品设计商的采购依赖较大,如果公司与上游设计制造商的合作授权关系出现变化,如供应商改变和公司的合作模式或供应商自身经营情况出现较大波动,而公司未能在短期内与新的供应商建立良好的合作关系;都将会对公司的经营业绩造成重大不利影响。

4.4 客户变动风险

公司的下游客户主要为电子产品设计制造商。2012年至2015年1-6月,公司对前五大客户的销售收入占公司营业收入的比例分别为38.40%、29.51%、27.95%和28.66%。未来,如果因市场环境变化导致公司目前的优势业务领域出现较大波动,或公司主要客户自身经营情况出现较大波动而减少对发行人有关产品的采购,导致发行人的主要客户结构发生重大变化,或者其他竞争对手出现导致公司主要客户群体出现不利于公司的变化,或公司下游客户调整采购策略,由向分销商采购转为直接向上游制造厂商直接采购,将使公司面临客户重大变动的风险,从而对公司业绩造成重大不利影响。

4.5 人力资源风险

公司业务模式的特点之一，是在向客户销售IC产品的同时，基于IC产品提供包括IC应用解决方案在内的一系列技术服务，并以此来获得新客户的认可和保持现有客户的忠诚度。因此，公司对于专业人才的要求相对较高，需要拥有大量既熟悉IC芯片平台，又熟悉IC应用产品软硬件设计的专业技术人员，以及熟悉细分市场发展趋势、IC芯片性能、客户需求的产品工程师和销售工程师。如果公司不能及时获取相应的人才团队，或者现有人才团队出现流失，都将会导致公司技术服务能力、研发能力和销售能力的下降，从而对公司经营与发展造成不利影响。

五、估值及定价分析

5.1 国内/国际同类公司比较分析

当前 A 股市场并没有与公司业务类似的标的，我们采用公司所属行业整体估值进行比较。选用“软件和信息技术服务业”的整体估值，2015 年市盈率为 79.72 倍，2016 年为 55.86 倍，2017 年为 40.51 倍。

表 8：公司所在行业整体估值

板块名称	市盈率(TTM)	市盈率(整体法)		
		2015E	2016E	2017E
软件和信息技术服务业	117.03	79.72	55.86	40.51

资料来源：Wind、上海证券研究所

5.2 公司可给的估值水平及价格区间

考虑到公司主营业务为 IC 分销，技术壁垒和服务壁垒高，且在市场上具有稀缺性，我们给予公司 2016 年 70 倍的估值。以 2016 年每股盈利 0.54 元计算，股价在 37.8 元，上下浮动 10%，公司合理估值区间在 34.02~41.58 元。

六、附表

附表 1 损益简表及预测 (单位：百万元人民币)

指标名称	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
一、营业总收入	996.05	1,010.61	1,201.77	1,559.03	1,960.48
二、营业总成本	954.41	969.40	1,149.15	1,488.74	1,870.86
营业成本	873.73	891.39	1,058.97	1,372.94	1,728.33
营业税金及附加	1.28	-0.06	0.77	0.97	0.79

销售费用	32.58	31.78	37.61	48.37	61.99
管理费用	40.71	41.82	48.07	60.80	72.54
财务费用	1.41	1.17	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	4.70	3.30	3.73	5.66	7.21
三、其他经营收益					
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.72	0.00	0.00	0.00
汇兑净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
四、营业利润	41.63	41.93	52.63	70.30	89.62
加：营业外收入	4.79	2.86	3.89	4.30	3.96
减：营业外支出	0.02	0.02	0.00	0.00	0.00
五、利润总额	46.40	44.77	56.51	74.59	93.58
减：所得税	6.21	6.32	7.90	10.24	12.92
加：未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
六、净利润	40.20	38.45	48.61	64.35	80.66
减：少数股东损益	0.32	0.14	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者 的净利润	39.88	38.31	48.61	64.35	80.66
七、摊薄每股收益(元)	0.44	0.43	0.41	0.54	0.67
总股本(百万股)	90.00	90.00	120.00	120.00	120.00

资料来源：Wind 上海证券研究所

附表 2 公司分业务增速与毛利预测 (单位：百万元人民币)

分业务主营收入测算	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
宽带接入领域	328.57	360.87	396.96	516.04	645.06
移动通讯领域	440.01	373.18	384.38	442.03	486.23
消费电子领域	89.86	164.55	246.83	357.90	501.05
工业控制领域	137.59	112.01	173.62	243.06	328.13
合计	996.03	1010.61	1201.77	1559.03	1960.48
分业务主营成本测算	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
宽带接入领域	285.82	310.87	344.75	447.21	558.30
移动通讯领域	389.67	333.54	342.50	393.47	433.56
消费电子领域	80.48	151.30	222.24	323.96	455.13
工业控制领域	117.76	95.68	149.48	208.31	281.34
合计	873.73	891.39	1058.97	1372.94	1728.33
分业务增速	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
宽带接入领域	-9.58%	9.83%	10.00%	30.00%	25.00%
移动通讯领域	26.22%	-15.19%	3.00%	15.00%	10.00%
消费电子领域	-10.85%	83.12%	50.00%	45.00%	40.00%
工业控制领域	7.17%	-18.59%	55.00%	40.00%	35.00%
合计	5.83%	1.46%	18.92%	29.73%	25.75%
毛利率	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
宽带接入领域	13.01%	13.86%	13.15%	13.34%	13.45%
移动通讯领域	11.44%	10.62%	10.89%	10.99%	10.83%

消费电子领域	10.44%	8.05%	9.96%	9.48%	9.17%
工业控制领域	14.41%	14.58%	13.90%	14.30%	14.26%
合计	12.28%	11.80%	11.88%	11.94%	11.84%

资料来源: Wind 上海证券研究所

分析师承诺

分析师 虞婕雯 王兴林

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。