

润欣科技(300493.SZ)

IC 设计技术型分销，先发资源优势

评级：**买入** 前次：**买入**
 目标价(元)：**70**
 分析师 联系人
 李振亚 李和瑞
 S0740514120001
 021-20315087 021-20315135
 lizy@r.qlzq.com.cn lihr@r.qlzq.com.cn
 2016年05月03日

基本状况

总股本(百万股)	120
流通股本(百万股)	30
市价(元)	48.64
市值(百万元)	5,837
流通市值(百万元)	1,459

业绩预测

指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1,010.6	1,143.4	1,445.1	1,934.3	2,576.2
营业收入增速	1.46%	13.14%	26.39%	33.85%	33.19%
净利润增长率	-3.92%	7.54%	43.34%	32.48%	31.39%
摊薄每股收益(元)	0.43	0.34	0.49	0.65	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	120.40	98.83	74.60	56.77
PEG	—	15.96	2.28	2.30	1.81
每股净资产(元)	2.83	3.78	3.98	4.63	5.49
每股现金流量	-0.05	-0.29	0.22	-0.25	-0.32
净资产收益率	15.03%	9.07%	12.38%	14.09%	15.62%
市净率	0.00	10.92	12.23	10.51	8.87
总股本(百万股)	90.00	120.00	120.00	120.00	120.00

备注：市场预测取 聚源一致预期

股价与行业-市场走势对比



投资要点

- **事件：**我们于近期对公司组织了联合调研，观点如下：
- **点评：**1，公司作为 A 股仅有的几家技术型 IC 授权分销商，在半导体 IC 产业链中起到了承上启下的作用，公司是全球著名芯片设计巨头高通、恩智浦等公司的授权分销商，拥有网络通讯、智能手机、工业控制、消费电子行业的一大批尤其企业客户：如美的电器、中兴康讯、乐视 TV、共进电子、TCL、DJI 大疆。公司专注于无线连接芯片，和传感器芯片，广泛应用于移动支付、金融安全、智能家居、智能汽车、VR 虚拟现实等领域。
- 2，公司深耕中国市场，了解 IC 产业发展趋势，未来有做产业外延式并购，向上下游产业链做规模扩张的预期。
- 3，在国家建立半导体产业基金，大力推进中国本土的 IC 产业发展的背景下，公司有望借助资本市场，遇到高速发展的机会。
- 4，公司优势的业务无线连接芯片，和传感器芯片业务，是构成物联网发展的两大基础技术，有着非常好的产品和市场定位。
- **投资建议：**我们预计公司 2016-2018 年主营业务收入 14.45、19.34 和 25.76 亿元，分别同比增长 16.39%、33.85%和 33.19%，实现归属于母公司净利润 5900、7800 和 10300 万元，分别同比增长 43.34%、32.48%和 31.39%，EPS 分别为 0.49、0.65 和 0.86，给予目标价 70 元，84 亿市值，“买入”评级。
- **风险提示：**物联网不达预期风险，客户流失风险，系统性风险。

■ 公司介绍：

图表 1：润欣科技介绍



来源：公司资料，中泰证券研究所

图表 2：公司定位



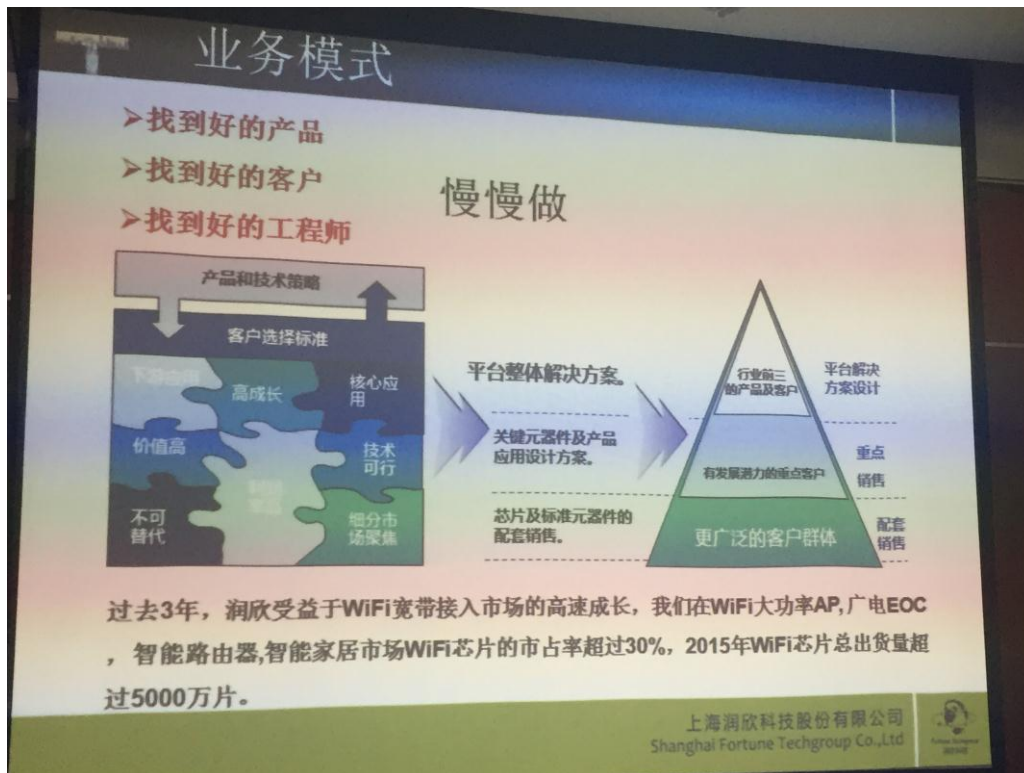
来源：公司资料，中泰证券研究所

图表 3：公司的客户



来源：公司资料，中泰证券研究所

图表 4：业务模式



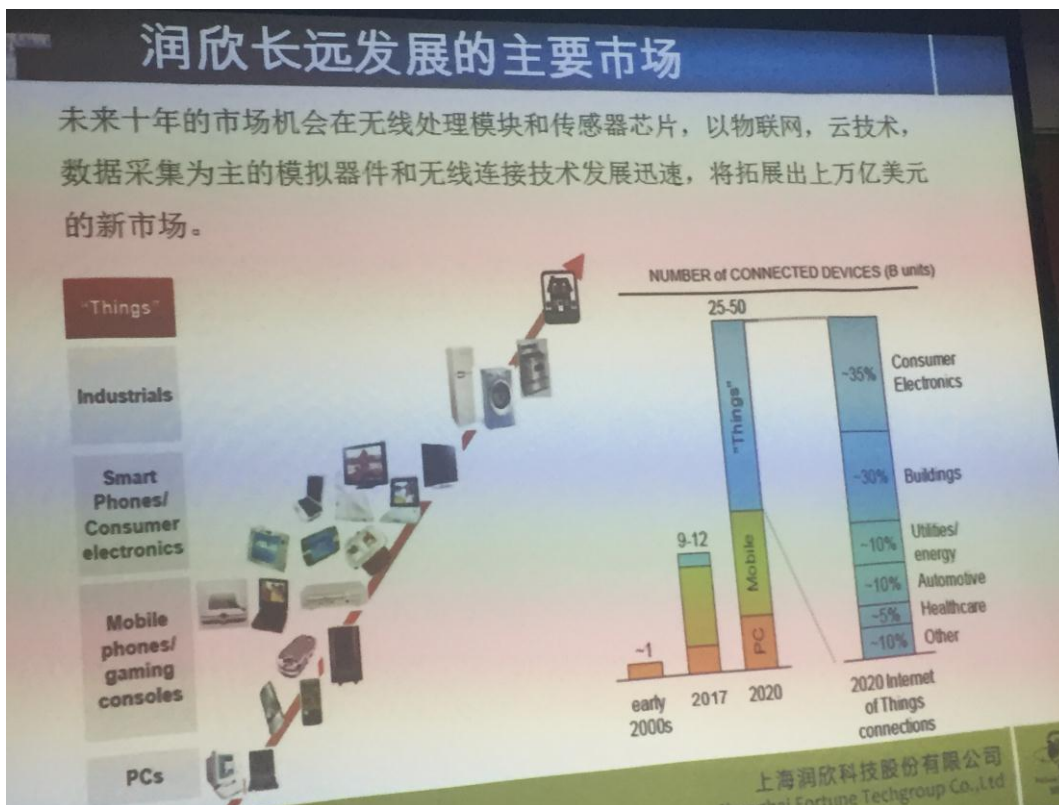
来源：公司资料，中泰证券研究所

图表 5: 专注、专业化



来源: 公司资料, 中泰证券研究所

图表 6: 长远发展的主要市场



来源: 公司资料, 中泰证券研究所

图表 7: 产品应用


来源：公司资料，中泰证券研究所

Q: 对无线连接芯片和物联网发展增速的预期

最早的无线通讯连接开始于 80 年代，从 PC 到个人移动通讯，到互联网，智能手机，这几年开始进入智能家电、照明、无人机、移动 POS、智能穿戴、智能汽车、环境监测。据统计，2015 年全球销售的 WiFi、BLE、NFC 等无线连接芯片的总量超过 50 亿片，预计到 2020 年这个数量可以增长到 300~350 亿片，大部分的无线连接芯片都有连接传感器收集数据的需求，都有安全芯片的需求，增长空间惊人。

谈到物联网的发展比预期的要慢，润欣认为物联网是个生态环境，和传统的互联网相比，互联网的端是人，是智能的，会自己产生内容，归纳、传递、交互产生价值。但物联网的端是物，目前只能采集少量的数据，还不能自行产生内容，需要智能干预，从生态链角度，需要一个 3~5 年的连接期，从连接，到激活，到交互，最终产生价值。

Q: 国内除了润欣科技做芯片分销外，还有力源信息。有什么差异？

力源信息上市时，做的是目录分销，润欣科技是授权分销商，只分销少数有实力的芯片设计公司，芯片方案和客户集中，单芯片，单客户销量大(通常在几十万美元)。力源信息通过目录销售非常多的芯片种类，客户数超过十万，单个订单的销售额低。近期我们也在关注力源信息，通过资本购并，向技术分销商的方向发展和转型。

Q: 公司的订单有多少是客户指定型号，也即不需要设计的，有多少订单是由于功能需要客户采购的，也即需要设计的？

公司需要提供设计方案的芯片销售占整个公司销售额的70%以上。目前国内客户真正具备研发设计能力而完全不需要代理商技术支持的只有少数几家大客户。芯片技术每年更新换代，没有相应的芯片应用方案和技术支持无法直接使用。

Q: 公司每年11亿的销售有多少来自于技术支持?

公司的销售额中绝大多数需要我们的技术人员提供技术支持,以具体的项目为例,需要经历产品推广、design in、design win 和量产等阶段,技术人员在各个阶段都需要提供技术支持。

Q: 公司未来的发展趋势,是坚持目前的技术分销模式,还是会走规模扩张之路?

IC 分销行业有一定的规模经济效应,综合来看,公司近几年基本稳定在中国本土十大 IC 分销商的领先地位;我们也在观察研究,看国内是否会存在类似于 Arrow、大联大集团等发展的扩张路径;IC 分销行业体量上万亿,借助于资本市场的巨大力量,会比较容易进行规模的扩张,相比润欣更加关注公司实力的增强。

Q: 公司的人员构成情况?

公司目前有 180 多员工,AE、FAE 工程师一共 60 人左右。在上海、台湾、深圳三地设有研发中心

图表 8: 润欣科技财务报表

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	996	1,011	1,143	1,445	1,934	2,576	货币资金	144	116	120	94	33	-2
增长率	5.82%	1.5%	13.1%	26.4%	33.9%	33.2%	应收款项	206	205	280	321	430	572
营业成本	-874	-891	-1,008	-1,276	-1,708	-2,274	存货	85	111	132	154	206	274
% 销售收入	87.7%	88.2%	88.1%	88.3%	88.3%	88.3%	其他流动资产	2	2	110	111	113	114
毛利	122	119	136	169	226	302	流动资产	436	435	642	680	781	959
% 销售收入	12.3%	11.8%	11.9%	11.7%	11.7%	11.7%	% 总资产	98.7%	98.9%	99.0%	99.3%	99.6%	99.8%
营业税金及附加	-1	0	-1	-1	-1	-2	长期投资	0	0	0	0	0	0
% 销售收入	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	固定资产	2	2	2	0	-1	-2
营业费用	-33	-32	-37	-46	-62	-82	% 总资产	0.5%	0.4%	0.3%	0.1%	-0.1%	-0.2%
% 销售收入	3.3%	3.1%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	无形资产	3	2	1	1	0	0
管理费用	-41	-42	-45	-57	-77	-102	非流动资产	6	5	7	5	3	2
% 销售收入	4.1%	4.1%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	% 总资产	1.3%	1.1%	1.0%	0.7%	0.4%	0.2%
息税前利润 (EBIT)	48	46	53	64	86	116	资产总计	442	440	648	685	784	961
% 销售收入	4.8%	4.5%	4.6%	4.5%	4.5%	4.5%	短期借款	60	61	55	0	0	0
财务费用	-1	-1	-3	4	5	5	应付款项	125	107	125	155	207	276
% 销售收入	0.1%	0.1%	0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	其他流动负债	16	14	10	48	16	21
资产减值损失	-5	-3	-4	0	0	0	流动负债	201	181	189	203	223	297
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	1	1	1	1	1	其他长期负债	2	2	3	3	3	3
% 税前利润	0.0%	1.6%	1.2%	0.9%	0.7%	0.5%	负债	203	183	192	206	226	300
营业利润	42	42	47	69	92	122	普通股股东权益	237	255	454	477	555	658
营业利润率	4.2%	4.1%	4.1%	4.7%	4.7%	4.7%	少数股东权益	2	2	2	2	2	2
营业外收支	5	3	3	3	3	3	负债股东权益合计	442	440	648	685	784	960
税前利润	46	45	50	72	95	125	比率分析						
利润率	4.7%	4.4%	4.4%	5.0%	4.9%	4.8%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-6	-6	-9	-13	-17	-22	每股指标						
所得税率	13.4%	14.1%	17.5%	17.6%	17.6%	17.6%	每股收益(元)	0.443	0.426	0.343	0.492	0.652	0.857
净利润	40	38	41	59	78	103	每股净资产(元)	2.629	2.833	3.784	3.976	4.628	5.485
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流(元)	0.855	-0.053	-0.285	0.215	-0.252	-0.324
归属于母公司的净利润	40	38	41	59	78	103	每股股利(元)	0.000	0.000	0.300	0.300	0.000	0.000
净利率	4.0%	3.8%	3.6%	4.1%	4.0%	4.0%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	16.85%	15.03%	9.07%	12.38%	14.09%	15.62%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	总资产收益率	9.03%	8.71%	6.35%	8.62%	9.98%	10.70%
净利润	40	38	41	59	78	103	投入资本收益率	26.30%	19.34%	11.06%	13.68%	13.49%	14.32%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	6	5	6	1	1	1	营业总收入增长率	5.82%	1.46%	13.14%	26.39%	33.85%	33.19%
非经营收益	3	2	4	-3	-4	-4	EBIT 增长率	-5.26%	-4.33%	15.84%	21.73%	34.16%	33.72%
营运资金变动	28	-50	-86	-31	-106	-139	净利润增长率	-8.57%	-3.92%	7.54%	43.34%	32.48%	31.39%
经营活动现金净流	77	-5	-34	26	-30	-39	总资产增长率	12.09%	-0.40%	47.37%	5.64%	14.41%	22.60%
资本开支	2	1	4	-4	-4	-4	资产管理能力						
投资	0	0	-105	0	0	0	应收账款周转天数	48.3	53.3	58.4	58.0	58.0	58.0
其他	0	1	1	1	1	1	存货周转天数	38.1	40.2	44.0	44.0	44.0	44.0
投资活动现金净流	-2	0	-108	4	4	4	应付账款周转天数	41.6	43.0	38.0	39.0	39.0	39.0
股权募资	0	0	183	0	0	0	固定资产周转天数	0.7	0.7	0.5	0.3	0.0	-0.2
债权募资	-9	0	-7	-55	0	0	偿债能力						
其他	-21	-17	-68	-1	-36	0	净负债/股东权益	-34.82%	-21.76%	-14.19%	-19.68%	-5.84%	0.30%
筹资活动现金净流	-29	-17	107	-56	-36	0	EBIT 利息保障倍数	34.0	39.2	21.0	-18.2	-18.0	-21.1
现金净流量	46	-21	-35	-25	-62	-34	资产负债率	45.98%	41.58%	29.66%	30.04%	28.86%	31.24%

来源: 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。