

上海贝岭 (600171)

公司研究/简评报告

三大业务产品结构优化，毛利率提升

—上海贝岭 (600171) 2016 年年报点评

简评报告/电子元器件

2017 年 03 月 28 日

一、事件概述

近期，上海贝岭发布 2016 年年报、利润分配及资本公积金转增股本方案：1) 2016 年实现营收 50909.39 万元，同比增长 4.06%，归属于上市公司股东的净利润 3785.39 万元，同比下降 25.98%，扣非净利润 3046.00 万元，同比下降 22.03%，基本每股收益为 0.06 元，扣非每股收益为 0.05 元；2) 拟每 10 股派发现金股利 0.2 元 (含税)。

二、分析与判断

➤ 2016 年业绩符合预期，三大产品结构持续优化，毛利率提升

1、年报业绩符合市场预期。(1) 公司综合毛利率为 25.90%，同比提升 0.84 个百分点。(2) 两大主营业务集成电路产品和集成电路贸易，收入分别占比 63.77% 和 35.89%，同比增速分别为 -2.40% 和 17.69%，毛利率分别为 30.19% 和 5.77%，毛利率分别增加 1.48 个百分点、0.50 个百分点；集成电路产品中，智能计量/通用模拟/电源管理，营收同比增速分别为 -17.23%/-2.48%/5.22%，收入占比为 10.77%/26.01%/26.98%，毛利率分别为 41.09%/21.83%/33.89%，毛利率分别提升 3.64/0.78/1.66 个百分点。(4) 期间费用率为 15.40%，同比下降 2.98 个百分点，销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 4.79%/17.79%/-7.18%，分别下降 0.09/0.83/2.07 个百分点。

2、2016 年公司营收稳定增长，受益集成电路贸易业务规模扩大和电源管理产品销售增加，扣非归母净利润下降的原因是计提可供出售金融资产减值准备 1750 万元。报告期内，公司持续研发和推广新产品，围绕优势业务优化产品结构，三大业务毛利率均有提升，持续向客户提供高性价比产品。我们认为，公司正在布局的新技术和新产品将为公司长期成长打下基础，随着产品线技术实力加强和市场不断拓展，将成为国内模拟集成电路及解决方案的一流供应商。

➤ 积极推动智能计量产品更新换代，为下一代国网标准做准备，应用领域拓展

1、报告期内，智能计量业务加强新产品的推广力度，应用领域持续拓展至智能插座、光伏检测等领域，积极推动智能计量产品升级换代，实现营收 5004.81 万元，同比下降 17.23%，毛利率为 41.09%，同比提升 3.64 个百分点。公司主要提供普通单相/三相计量芯片、国网单相多功能计量芯片及智能单相电表主要周边集成电路器件，同时覆盖非招标市场的普通单相和三相市场。

2、公司报告期内完成多项智能计量芯片研发，包括国网单相升级版、单相\三相普通计量芯片升级版、智能插座计量芯片等，并启动海外表 SoC 研发项目，积极研发电网检测与控制设备用 SoC 芯片及智能表计电流传感器芯片。同时，公司开发了符合国网新标准的有极性/无极性 RS485 芯片和 15KV RS-232 接口芯片。

3、我们认为，公司智能计量产品技术实力较强，是国内智能电表领域品种最全的集成电路供应商，具备为客户提供智能电表集成电路整体解决方案的能力，有望在下一代智能电表标准中占领技术高地，发展前景好。

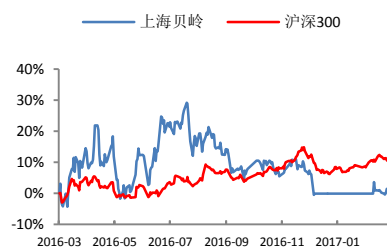
谨慎推荐 维持评级

合理估值：15—16 元

交易数据 2017-3-27

收盘价 (元)	13.81
近 12 个月最高/最低	18.16/13.75
总股本 (百万股)	674
流通股本 (百万股)	674
流通股比例 (%)	100.00
总市值 (亿元)	93
流通市值 (亿元)	93

该股与沪深 300 走势比较



分析师：郑平

执业证号：S0100516050001

电话：(8610)8512 7605

邮箱：zhengping@mszq.com

研究助理：胡独巍

执业证号：S0100116080101

电话：(8610)8512 7605

邮箱：huduwei@mszq.com

相关研究

1.《上海贝岭 (600171) 公司点评：拟收购锐能微，夯实智能计量业务》
20170213

➤ **通用模拟业务持续优化产品结构，聚焦 AC/DC 和接口驱动，实现应用领域拓展**

1、报告期内，通用模拟业务实现营业收入 12085.43 万元，同比下降 2.48%，毛利率 21.83%，同比增加 0.78 个百分点。公司持续优化产品结构，将 AC/DC 和接口驱动作为两大重点业务方向，并持续投入 ADC 业务。目前针对机顶盒和小家电的通用 SSR AC/DC 电源控制芯片、隔离高 PF LED 驱动芯片已实现量产销售；485 接口驱动产品性能达到 18KV ESD 接触放电防护标准并拓展至工控领域，已量产销售；开发完成多款高速高精度 ADC 产品，并在北斗导航、医疗设备领域实现小批量销售。公司后续将持续研发高端 ADC 产品系列。

2、我们认为，通用模拟产品结构持续优化，新产品研发持续进行，应用领域不断拓展，将成为业绩的主要增长点之一。

➤ **电源管理业务布局逐渐完善，持续研发新产品，突破多家知名客户**

1、报告期内，公司电源管理产品实现营收 12537.33 万元，同比增长 5.22%，毛利率为 33.89%，同比增长 1.66 个百分点。公司瞄准 LDO、DC/DC、Driver 三大业务方向，重点拓展消费电子市场、通信领域以及工控领域，产品线深度和广度不断完善，其中，多种中高端 DC/DC 及继电器驱动产品研发完毕并实现多家知名客户的认证及采用，实现销售，部分产品性能达到国际领先水平。

2、我们认为，电源管理业务产品线布局完善，研发持续投入，发展前景广阔。

➤ **重申观点：锐能微与公司协同效应明显，将增强智能计量芯片竞争力**

1、锐能微从事智能电表计量芯片的研发、设计和销售，其产品主要包括单相、三相计量芯片、控制类 MCU 及 SoC 芯片，其客户主要是国内电能表厂商，最终用户主要包括南方电网和国家电网。公司 IC 产品主要包括智能计量、通用模拟、电源管理三大业务，智能计量芯片为公司的传统优势业务，2015 年该业务实现营收 6047 万元。2015 年，上海贝岭、锐能微、炬泉光电三家公司在国内智能电表计量芯片领域的市场份额合计超过 75%。

2、我们认为，锐能微在国内计量芯片领域拥有领先的行业地位及完善的上下游产业配套，收购锐能微将有助于增强公司智能计量业务在技术、产品、品牌、供应链方面的市场竞争力，提升公司在大客户中的市场份额，推动公司成为国内一流的模拟 IC 及解决方案供应商。

三、盈利预测与投资建议

公司是国内领先的模拟 IC 供应商，形成了智能电量芯片、电源管理、通用模拟产品三大业务，正积极布局接口电路和非挥发存储器，受益国家智能电网建设带来的电表更新换代需求及模拟集成电路的进口替代需求。

考虑收购锐能微的影响，预计 2017~2019 年 EPS 为 0.10、0.13、0.16 元。公司是中国电子信息产业集团旗下的重点上市平台，国企改革的重点对象，可给予公司 2017 年 150 倍~160 倍 PE，未来 6 个月的合理估值为 15 元~16 元，维持公司“谨慎推荐”评级。

四、风险提示：

1、行业竞争加剧；2、下游行业景气度下滑。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	509	683	901	1,100
增长率 (%)	4.1%	34.2%	31.9%	22.1%
归属母公司股东净利润 (百万元)	38	65	90	114
增长率 (%)	-26.0%	71.5%	38.8%	26.4%
每股收益 (元)	0.06	0.10	0.13	0.16
PE (现价)	245.8	143.4	109.9	87.0
PB	5.0	4.9	3.8	3.7

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	509	683	901	1,100
营业成本	377	500	666	818
营业税金及附加	5	6	8	10
销售费用	24	25	31	33
管理费用	91	96	113	132
EBIT	12	56	84	107
财务费用	(37)	2	0	0
资产减值损失	18	4	4	4
投资收益	4	7	6	6
营业利润	34	58	86	110
营业外收支	6	0	0	0
利润总额	40	67	94	118
所得税	(0)	(2)	(2)	(3)
净利润	41	69	96	121
归属于母公司净利润	38	65	90	114
EBITDA	33	75	100	122

资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1279	1287	1961	2070
应收账款及票据	128	193	249	306
预付款项	5	7	10	12
存货	84	94	127	155
其他流动资产	126	126	126	126
流动资产合计	1625	1713	2480	2678
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	80	73	66	59
无形资产	53	45	37	30
非流动资产合计	480	447	415	386
资产合计	2105	2160	2896	3064
短期借款	55	0	0	0
应付账款及票据	85	115	153	188
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	170	156	206	253
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	60	60	60	60
非流动负债合计	60	60	60	60
负债合计	230	216	266	313
股本	674	674	717	717
少数股东权益	26	30	36	43
股东权益合计	1875	1944	2630	2751
负债和股东权益合计	2105	2160	2896	3064

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入增长率	4.1%	34.2%	31.9%	22.1%
EBIT 增长率	135.0%	374.9%	48.5%	28.3%
净利润增长率	-26.0%	71.5%	38.8%	26.4%
盈利能力				
毛利率	25.9%	26.8%	26.1%	25.6%
净利润率	7.4%	9.5%	10.0%	10.3%
总资产收益率 ROA	1.8%	3.0%	3.1%	3.7%
净资产收益率 ROE	2.0%	3.4%	3.5%	4.2%
偿债能力				
流动比率	9.6	11.0	12.1	10.6
速动比率	9.1	10.4	11.4	10.0
现金比率	7.5	8.3	9.5	8.2
资产负债率	0.1	0.1	0.1	0.1
经营效率				
应收账款周转天数	75.1	78.3	77.3	77.6
存货周转天数	72.0	68.3	69.5	69.1
总资产周转率	0.2	0.3	0.4	0.4
每股指标 (元)				
每股收益	0.06	0.10	0.13	0.16
每股净资产	2.74	2.84	3.62	3.78
每股经营现金流	0.09	0.06	0.08	0.11
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	245.8	143.4	109.9	87.0
PB	5.0	4.9	3.8	3.7
EV/EBITDA	241.4	107.4	73.5	59.5
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	41	69	96	121
折旧和摊销	40	22	20	18
营运资金变动	(16)	(39)	(43)	(42)
经营活动现金流	60	38	59	82
资本开支	4	(20)	(19)	(20)
投资	47	0	0	0
投资活动现金流	46	27	25	26
股权募资	0	0	590	0
债务募资	13	0	0	0
筹资活动现金流	(10)	(57)	590	0
现金净流量	95	8	675	108

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师与研究助理简介

郑平，TMT组组长。中国人民大学管理学博士，中国石油大学商学院MBA导师，中央民族大学创业导师；拥有近十年TMT领域研究经验，2016年加盟民生证券。

胡独巍，电子行业研究助理。北京大学微电子学与固体电子学硕士，北京大学微电子学学士，2016年加盟民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101； 200122

深圳：深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座 28 层； 525000

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。