

上海贝岭 (600171)

公司研究/简评报告

中报业绩符合预期，新品研发打开增长空间

简评报告/电子元器件

2017 年 08 月 15 日

一、事件概述

近期，上海贝岭发布 2017 年半年报：实现营收 24478.42 万元，同比下降 1.46%；归属于上市公司股东的净利润 13366.05 万元，同比增长 382.96%；扣非净利润为 2966.24 万元，同比增长 21.79%；EPS 为 0.198 元；扣非 EPS 为 0.044 元。

二、分析与判断

➤ 中报业绩符合预期，投资收益贡献业绩，产品结构实现优化

1、(1)公司在业绩预告中预测，2017 年上半年归母净利润比上年同期上升 381% 左右，本次业绩基本符合预测；(2)公司综合毛利率为 22.06%，同比下降 1.36 个百分点。(3)公司三大主营业务：集成电路产品、集成电路贸易、测试加工营收分别变化-8.92%/11.86%/35.84%，毛利率分别为 32.81%/6.65%/-5.16%，毛利率分别增加 3.51/1.37/12.41 个百分点；集成电路产品中，电源管理产品、通用模拟产品、智能计量产品营收分别下降 8.59%/2.55%/25.33%，毛利率分别为 36.74%/26.62%/41.18%，毛利率分别增加 2.43/6.70/0.81 个百分点。(3)期间费用率为 13.65%，同比下降 1.29 个百分点。销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 5.24%/19.64%/-11.23%，分别上升 0.87 个百分点、上升 1.72 个百分点、下降 3.88 个百分点。

2、公司二季度营业收入 13154.39 万元，同比下降 1.98%，归母净利润为 11871.08 万元，同比提升 598.56%，综合毛利率为 27.02%，同比上升 0.30 个百分点。期间费用率为 10.34%，同比下降 3.33 个百分点，其中销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 5.36%/19.75%/-14.77%，分别上升 1.17 个百分点、上升 2.39 个百分点、下降 6.88 个百分点。

3、公司业绩增长的主要原因：1)公司以华鑫证券 2%股权参与上海华鑫股份重大资产重组事项，换股实现投资收益，影响 2017 年归母净利润 10073.47 万元；2)新增存储器、高速高精度 ADC 业务，产品结构优化提升 IC 毛利率。

4、我们认为，公司正在进行产品结构调整及外延并购，主业进一步强化，存储器、ADC 等新产品进入收获期，业绩有望持续增长。

➤ EEPROM、高速高精度 ADC、DCDC 产品研发、销售顺利，新产品取得新进展

1、报告期内，公司 EEPROM 产品销售同比增长约 9%，在 LCD 屏、智能电表、摄像头模组、MCU 应用中重点销售，并实现国网中标，摄像头模组 CSP 封装用 EEPROM 产品实现销售突破，预计下半年将形成批量销售。

2、报告期内，公司高精度 ADC 第一二代产品已经在北斗导航、信号接收等领域实现小批量销售；用于核磁共振中频接收机芯片成功流片；第三代射频采样高速 ADC 也立项研发。DCDC 产品销售同比增长 29%，研发取得较大进展，公司推出的系列 DCDC 产品，具备完善保护机制、极高转换效率，轻松通过电磁兼容性、干扰测试。

3、我们认为，公司 EEPROM 和高速高精度 ADC 业务研发进展顺利，客户持续突破，新业务将打开公司未来业绩发展新空间。同时原有电源管理产品不断向高端迈进，该系列将为公司持续贡献业绩，提升盈利能力。

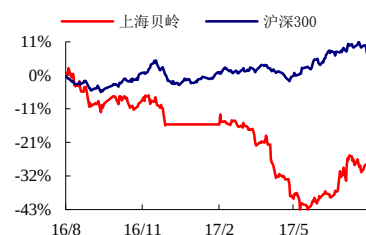
谨慎推荐 维持评级

合理估值： 13.5—14.85 元

交易数据 2017-8-14

收盘价(元)	11.86
近 12 个月最高/最低	17.07/9.47
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)	80
流通市值(亿元)	80

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：郑平

执业证号： S0100516050001
 电话： (8610)8512 7512
 邮箱： zhengping@mszq.com

研究助理：胡独巍

执业证号： S0100116080101
 电话： (8610)8512 7512
 邮箱： huduwei@mszq.com

相关研究

1.《上海贝岭 (600171) 公司点评：购买资产方案获批复，看好公司中长期发展》20170519

1.《上海贝岭 (600171) 公司点评：17Q1 业绩大幅增长，盈利能力持续提升》20170420

➤ **通用模拟业务市场范围扩张，新品项目研发顺利**

1、报告期内，公司通用模拟业务在手机指纹模组、电源产品、充电识别芯片取得销售增量；SSR ACDC 电源控制芯片已在多家电视板卡客户测试通过；稳步拓展移动电源、电动自行车等领域客户，电动车控制芯片已量产销售；积极布局新的 MTP MCU 产品、M-BUS 接口电路；LED 照明海外市场有所增长。同时，公司在 ACDC 和接口两个领域开发了多款新品，包括 6 级能效 PSR 控制芯片、同步整流芯片，符合国网新标准的 485 接口产品。

2、我们认为，公司通用模拟电路业务范围广泛，客户资源丰富，具备较强研发实力，未来将为公司持续稳定贡献业绩。

➤ **智能计量产品形成完整解决方案，受招标需求影响销售额下降**

1、报告期内，2017 年国家电网智能电表第一标招标数量同比下降 30%，液晶驱动产品销售下降 40%；继电器驱动芯片市场提升；新版的国网单相计量产品被 3 家表厂应用并中标国网项目，市场份额有所回升；非招标市场的普通计量产品业务同比回升。

2、我们认为，公司已经建立了智能电表领域完整的计量核心及周边配套产品，能够满足国家电网、南方电网的招标市场需求。随着新一轮智能电表改造升级以及海外智能电表市场回暖，智能计量业务将有望重回增长轨道。

➤ **重申观点：购买资产获国资委批复，锐能微协同效应明显，定增事项持续推进**

1、根据公告，公司拟以 5.9 亿元购买锐能微 100% 股权，其中，交易对价的 40% 以现金方式支付，交易对价的 60% 以发行股份方式支付，发行股份价格为 13.74 元/股。公司拟非公开发行股份募集不超过 2.45 亿元的配套资金，用于支付本次收购的现金对价部分以及支付中介机构费用。方案已获得国资委批复。

2、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%。

3、我们认为，购买资产方案取得国资委批复将有助于公司加快推进定增事项。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、供应链方面的市场竞争力，提升公司市场品牌价值，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。

考虑收购锐能微和投资收益确认的影响，预计 2017~2019 年备考 EPS 为 0.27、0.17、0.20 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 50 倍~55 倍 PE，未来 12 个月的合理估值为 13.5 元~14.85 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；3、收购进度不及预期。

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	827	992
增长率 (%)	4.1%	34.2%	21.1%	20.0%
归属母公司股东净利润 (百万元)	38	191	117	137
增长率 (%)	-26.0%	404.7%	-38.6%	16.6%
每股收益 (元)	0.06	0.27	0.17	0.20
PE (现价)	211.1	43.4	70.7	60.7
PB	4.3	3.5	3.3	3.1

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	827	992
营业成本	377	470	576	698
营业税金及附加	5	6	7	9
销售费用	24	25	28	30
管理费用	91	96	103	124
EBIT	12	86	112	132
财务费用	(37)	1	0	0
资产减值损失	18	4	4	4
投资收益	4	107	6	6
营业利润	34	188	114	134
营业外收支	6	0	0	0
利润总额	40	197	122	142
所得税	(0)	(6)	(3)	(3)
净利润	41	203	125	146
归属于母公司净利润	38	191	117	137
EBITDA	33	105	128	146

资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1279	1769	1898	2037
应收账款及票据	128	193	228	276
预付款项	5	7	8	10
存货	84	88	110	132
其他流动资产	126	126	126	126
流动资产合计	1625	2189	2377	2590
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	2636	2793	2976
短期借款	55	0	0	0
应付账款及票据	85	108	132	160
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	170	147	179	217
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	208	239	277
股本	674	700	700	700
少数股东权益	26	38	46	54
股东权益合计	1875	2428	2553	2699
负债和股东权益合计	2105	2636	2793	2976

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%	21.1%	20.0%
EBIT 增长率	135.0%	627.5%	29.8%	17.3%
净利润增长率	-26.0%	404.7%	-38.6%	16.6%
盈利能力				
毛利率	25.9%	31.2%	30.4%	29.6%
净利润率	7.4%	28.0%	14.2%	13.8%
总资产收益率 ROA	1.8%	7.2%	4.2%	4.6%
净资产收益率 ROE	2.0%	8.0%	4.7%	5.2%
偿债能力				
流动比率	9.6	14.9	13.3	11.9
速动比率	9.1	14.3	12.7	11.3
现金比率	7.5	12.0	10.6	9.4
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	0.3	0.3
每股指标 (元)				
每股收益	0.06	0.27	0.17	0.20
每股净资产	2.74	3.42	3.58	3.78
每股经营现金流	0.09	0.10	0.15	0.16
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	211.1	43.4	70.7	60.7
PB	4.3	3.5	3.3	3.1
EV/EBITDA	202.2	59.4	47.5	40.9
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	203	125	146
折旧和摊销	40	22	20	18
营运资金变动	(16)	(41)	(28)	(35)
经营活动现金流	60	69	103	114
资本开支	4	(20)	(19)	(20)
投资	47	0	0	0
投资活动现金流	46	127	25	26
股权募资	0	351	0	0
债务募资	13	0	0	0
筹资活动现金流	(10)	294	0	0
现金净流量	95	490	129	139

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。