民生证券 MINSHENG SECURITIES

上海贝岭（600171）

公司研究/简评报告

定位模拟和数模 IC 设计，转型升级取得突破

简评报告/电子元器件　　2017 年 11 月 14 日

一、事件概述

11 月 10 日，上海贝岭发布公告：全资子公司上海贝岭微电子制造有限公司（以下简称“贝岭微”）申请破产清算事项进展，贝岭微近日收到上海市徐汇区人民法院《民事裁定书》，裁定“宣告上海贝岭微电子制造有限公司破产。本裁定自即日起生效。”

二、分析与判断

- **子公司贝岭微破产清算取得裁定，对公司 2017 年度合并报表无实质性影响**

  根据 2016 年年报，公司对贝岭微的长期股权投资和应收账款已经全额计提资产减值准备。贝岭微的破产清算对公司 2017 年度合并报表无实质性影响，表明公司从集成电路制造企业向集成电路设计企业取得重大突破。

- **定位模拟和数模混合 IC 设计供应商，转型升级迈出重要步伐**

  公司是国内模拟和数模混合集成电路及系统解决方案的领先供应商，重点拓展智能计量及 SOC、电源管理、接口电路、非挥发存储器、模数转换器等产品，受益芯片国产化率提升和半导体行业高景气度。公司将借助集成电路国产化发展机遇，加大研发投入，通过内生增长和外延并购实现快速成长，提升消费电子和工业控制芯片领域市场竞争力。

- **购买资产取得中国证监会核准批复，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 13.72 元/股（除息后）。公司拟定增募集不超过 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。定增方案已获得核准批复。

  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。

  3、根据业绩承诺，锐能微将在 2017~2019 年实现净利润分别不低于 2,388 万元、3,006 万元及 4,506 万元，累计不低于 9,900 万元。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，形成了通用模拟、智能计量、电源管理、非挥发存储器、高速高精度 ADC 五大产品线，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。

谨慎推荐　维持评级

合理估值：　15.3—16.15 元

交易数据	2017-11-13
收盘价（元）	14.68
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）	99
流通市值（亿元）	99

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

考虑收购锐能微和投资收益确认（以华鑫证券 2%股权参与上海华鑫股份重大资产重组事项，换股实现的投资收益影响 2017 年归母净利润 10073.47 万元）的影响，预计 2017～2019 年备考 EPS 为 0.27 元、0.17 元、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 2018 年 90 倍~95 倍 PE，未来 12 个月的合理估值为 15.30 元～16.15 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）	261.3	53.8	87.5	75.1
PB	5.4	4.3	4.1	3.9

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	261.3	53.8	87.5	75.1
PB	5.4	4.3	4.1	3.9
EV/EBITDA	259.0	77.6	62.3	53.9
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。