

国民技术 (300077.SZ)

集成电路行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

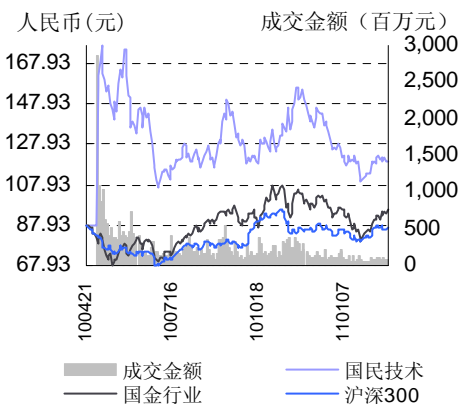
市价(人民币): 119.95元

目标(人民币): 158.00元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	27.20
总市值(百万元)	13,050.56
年内股价最高最低(元)	177.00/87.50
沪深300指数	3197.62



相关报告

1. 《Q3 是业绩低点,看好中长期投资机会》, 2010.10.22
2. 《市场传言不实,基本面明确向好》, 2010.9.15
3. 《2.4G 移动支付有望国标》, 2010.9.1

陈运红 分析师 SAC 执业编号: S1130208030230
(8621)61038242
chenyh@gjzq.com.cn

公司将在一年内走出 RF-SIM 困境

公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.297	1.433	1.627	2.198	3.166
每股净资产(元)	1.15	2.72	23.74	25.21	27.53
每股经营性现金流(元)	0.40	1.15	1.05	1.81	2.49
市盈率(倍)	N/A	N/A	79.21	54.58	37.89
行业优化市盈率(倍)	14.18	46.89	46.89	46.89	46.89
净利润增长率(%)	71.94%	432.07%	51.37%	35.08%	44.05%
净资产收益率(%)	25.80%	52.71%	6.85%	9.16%	12.10%
总股本(百万股)	74.00	81.60	108.80	108.80	108.80

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 国民技术公布业绩快报: 2010 年收入 7.02 亿, 同比增长 50.77%, 实现净利润 1.77 亿 (增长 51%), EPS 为 1.63 元, 低于市场预期 (1.80 元)。

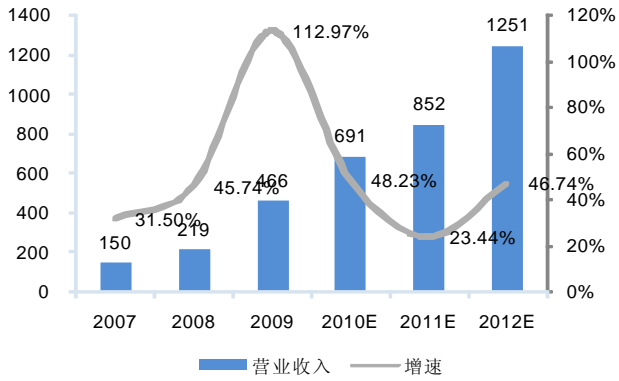
经营分析

- 业绩低于预期的关键在 RF-SIM: 2010 年上半年公司 RF-SIM 收入 1.2 亿多, 而下半年 RF-SIM 受移动支付战略调整的影响, 出货大幅下降, 不足上半年的一半的量 (约 70 万片左右), 收入只有 5000 多万; RF-SIM 收入大幅下降是业绩低于市场预期的关键因素。
- RF-SIM 前景在下半年较为明朗: 目前 RF-SIM 短期虽然中移动没有从集团层面推动, 但各地移动的推广仍在进行中, 不过移动采购量出现了明显下滑, 2011 年每月出货约 6-7 万片左右, 2011 年 RF-SIM 全年出货量存在较大的不确定性, 一方面与移动合作前景不明朗, 另外, 今年 7 月与移动的独家合作协议到期后, 公司很可能推进与电信和联通的合作机会, 最悲观的情况可能全年发货在 100 万片以内, 乐观的话可能大幅超预期, 下半年形式更明朗。
- 公司新产品研发进展: 公司重点培育的 CMMB 移动电视芯片以及可信计算等新产品有望为公司贡献一定的收入; TD-LTE 射频收发模块、PA (射频功放) 试片非常成功, EMV 中的安全芯片公司也在国际标准验证之中, 预计 2011 年内出来。
- 密切关注移动支付市场开拓进展状况: 尽管在移动支付解决方案推广上存在挑战, 但公司仍然在自主创新的 2.4G 移动支付领域坚持不断投入, 研发具有领先性的技术、产品解决方案, 并不断推进公司三个方向上的业务拓展。公司产品技术如 RF-SD 支付产品正在不断的技术成熟和商务拓展过程中, 我们认同公司的发展思路, 并将密切关注公司在这些领域的商务拓展。

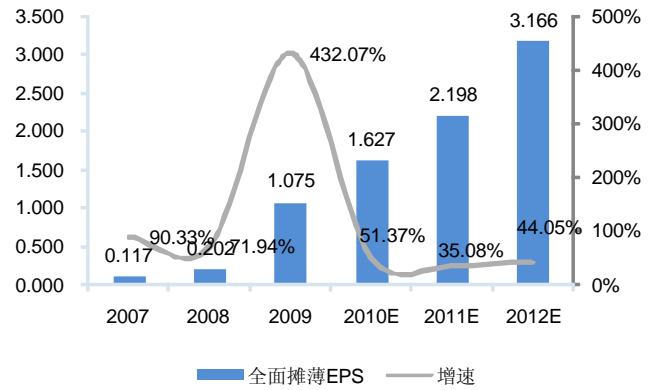
投资建议

- 维持“买入”评级: 出于谨慎考虑, 我们下调了 11-12 年公司 EPS, 最新预测分别为 2.20 元 (上次为 2.57 元) 和 3.17 元 (上次为 3.29 元), 维持对公司的买入评级。公司将长期致力于自主的业务创新, 做世界领先的 IC 公司, 我们认同公司的宏伟目标和核心竞争力, 坚定看好公司长期前景。

图表 1: 公司业务收入状况 (百万元)



图表 2: 公司 EPS 预测 (元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 3: 公司业务收入及毛利率预测

项 目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
安全芯片类						
销售收入 (百万元)	68.35	158.94	372.79	597.64	688.58	1,005.21
增长率 (YOY)	#DIV/0!	132.53%	134.55%	60.31%	15.22%	45.98%
毛利率	40.92%	45.74%	51.23%	51.63%	52.00%	52.00%
销售成本 (百万元)	40.39	86.25	181.82	289.06	330.52	482.50
增长率 (YOY)	#DIV/0!	113.56%	110.81%	58.98%	14.34%	45.98%
毛利 (百万元)	27.97	72.69	190.98	308.58	358.06	522.71
增长率 (YOY)	#DIV/0!	159.92%	162.72%	61.58%	16.04%	45.98%
占总销售额比重	45.54%	72.66%	80.02%	86.55%	80.78%	80.36%
占主营业务利润比重	64.49%	85.91%	93.27%	95.50%	90.11%	89.87%
通讯芯片类						
销售收入 (百万元)	27.05	37.75	41.65	49.15	98.30	147.45
增长率 (YOY)	#DIV/0!	39.56%	10.33%	18.00%	100.00%	50.00%
毛利率	36.56%	25.43%	23.69%	23.00%	30.00%	30.00%
销售成本 (百万元)	17.16	28.15	31.78	37.84	68.81	103.21
增长率 (YOY)	#DIV/0!	64.03%	12.90%	19.07%	81.82%	50.00%
毛利 (百万元)	9.89	9.60	9.87	11.30	29.49	44.23
增长率 (YOY)	#DIV/0!	-2.91%	2.77%	14.55%	160.87%	50.00%
占总销售额比重	18.02%	17.26%	8.94%	7.12%	11.53%	11.79%
占主营业务利润比重	22.80%	11.35%	4.82%	3.50%	7.42%	7.61%
合作类及其他						
销售收入 (百万元)	53.41	20.73	51.22	43.53	65.30	97.95
增长率 (YOY)	#DIV/0!	-61.19%	147.11%	-15.00%	50.00%	50.00%
毛利率	9.25%	7.28%	7.62%	7.40%	15.00%	15.00%
销售成本 (百万元)	48.47	19.22	47.31	40.31	55.50	83.26
增长率 (YOY)	#DIV/0!	-60.35%	146.19%	-14.79%	37.69%	50.00%
毛利 (百万元)	4.94	1.51	3.90	3.22	9.79	14.69
增长率 (YOY)	#DIV/0!	-69.47%	158.83%	-17.49%	204.05%	50.00%
占总销售额比重	35.58%	9.48%	10.99%	6.30%	7.66%	7.83%
占主营业务利润比重	11.39%	1.78%	1.91%	1.00%	2.47%	2.53%
技术服务收入						
销售收入 (百万元)	1.28	1.32	0.19	0.20	0.20	0.20
增长率 (YOY)	#DIV/0!	3.29%	-85.85%	7.15%	0.00%	0.00%
毛利率	44.79%	61.37%	2.51%	2.51%	2.51%	2.51%
销售成本 (百万元)	0.70	0.51	0.18	0.19	0.19	0.19
增长率 (YOY)	#DIV/0!	-27.72%	-64.28%	7.15%	0.00%	0.00%
毛利 (百万元)	0.57	0.81	0.00	0.01	0.01	0.01
增长率 (YOY)	#DIV/0!	41.51%	-99.42%	7.15%	0.00%	0.00%
占总销售额比重	0.85%	0.60%	0.04%	0.03%	0.02%	0.02%
占主营业务利润比重	1.32%	0.96%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
销售总收入 (百万元)	150.09	218.74	465.85	690.52	852.38	1250.81
销售总成本 (百万元)	106.72	134.12	261.09	367.41	455.03	669.17
毛利 (百万元)	43.37	84.61	204.76	323.11	397.35	581.64
平均毛利率	28.90%	38.68%	43.95%	46.79%	46.62%	46.50%

来源: 国金证券研究所

附录：三张报表摘要预测

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	150	219	466	691	852	1,251
增长率		45.7%	113.0%	48.2%	23.4%	46.7%
主营业务成本	-106	-135	-261	-367	-455	-669
%销售收入	70.9%	61.9%	56.0%	53.2%	53.4%	53.5%
毛利	44	83	205	323	397	582
%销售收入	29.1%	38.1%	44.0%	46.8%	46.6%	46.5%
营业税金及附加	0	0	-1	-2	-2	-4
%销售收入	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	-6	-10	-19	-29	-35	-51
%销售收入	4.2%	4.4%	4.2%	4.2%	4.2%	4.1%
管理费用	-28	-55	-94	-139	-164	-235
%销售收入	18.7%	25.2%	20.2%	20.2%	19.2%	18.8%
息税前利润 (EBIT)	9	18	90	152	196	292
%销售收入	6.0%	8.2%	19.4%	22.1%	23.0%	23.3%
财务费用	-1	-2	-1	16	36	55
%销售收入	0.5%	0.7%	0.2%	-2.3%	-4.3%	-4.4%
资产减值损失	0	0	-2	-3	-1	-2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	8	16	87	166	232	346
营业利润率	5.5%	7.3%	18.7%	24.0%	27.2%	27.6%
营业外收支	5	6	30	33	40	48
税前利润	13	22	117	199	272	394
利润率	8.5%	10.0%	25.1%	28.8%	31.9%	31.5%
所得税	0	0	0	-22	-33	-49
所得税率	0.0%	0.0%	0.0%	11.0%	12.0%	12.5%
净利润	13	22	117	177	239	344
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	13	22	117	177	239	344
净利率	8.5%	10.0%	25.1%	25.6%	28.1%	27.5%

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	0	22	117	177	239	344
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	0	6	7	6	9	13
非经营收益	0	2	1	-34	-40	-48
营运资金变动	0	0	-32	-36	-23	-56
经营活动现金净流	0	30	94	114	185	253
资本开支	-2	-4	-11	-46	-9	43
投资	0	0	0	-1	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-2	-4	-11	-47	-9	43
股权募资	0	11	17	2,249	0	0
债权募资	-2	-4	-24	0	0	1
其他	-1	18	-1	0	-65	-91
筹资活动现金净流	-3	25	-9	2,249	-65	-90
现金净流量	-5	51	74	2,316	111	206

来源：国金证券研究所

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	15	66	140	2,456	2,567	2,773
应收款项	35	23	90	129	160	234
存货	44	37	88	121	150	220
其他流动资产	9	30	4	6	7	9
流动资产	104	156	322	2,712	2,883	3,236
%总资产	89.4%	93.6%	94.4%	96.6%	95.5%	96.1%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	9	10	15	83	117	104
%总资产	8.0%	6.1%	4.4%	3.0%	3.9%	3.1%
无形资产	3	1	4	9	17	23
非流动资产	12	11	19	96	136	130
%总资产	10.6%	6.4%	5.6%	3.4%	4.5%	3.9%
资产总计	116	167	341	2,808	3,019	3,366
短期借款	8	4	0	0	0	0
应付款项	37	31	68	98	121	178
其他流动负债	5	46	52	127	168	222
流动负债	50	82	120	225	289	400
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	14	0	0	0	0	0
负债	64	82	120	225	289	401
普通股股东权益	52	85	222	2,583	2,731	2,966
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	116	167	341	2,808	3,019	3,366

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	0.200	0.297	1.433	1.627	2.198	3.166
每股净资产	0.818	1.151	2.719	23.741	25.099	27.257
每股经营现金净流	0.136	0.405	1.147	1.045	1.702	2.330
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.600	0.840	1.008
回报率						
净资产收益率	24.42%	25.80%	52.71%	6.85%	8.76%	11.62%
总资产收益率	10.98%	13.17%	34.25%	6.30%	7.92%	10.23%
投入资本收益率	15.03%	20.16%	40.64%	5.25%	6.31%	8.61%
增长率						
主营业务收入增长率	31.50%	45.74%	112.97%	48.23%	23.44%	46.74%
EBIT增长率	40.89%	98.45%	400.78%	69.02%	28.58%	48.99%
净利润增长率	90.33%	71.94%	432.07%	51.37%	35.08%	44.05%
总资产增长率	32.48%	43.42%	104.56%	722.39%	7.54%	11.48%
资产管理能力						
应收账款周转天数	50.6	17.9	30.2	60.0	60.0	60.0
存货周转天数	131.5	109.2	87.3	120.0	120.0	120.0
应付账款周转天数	52.1	58.4	62.8	85.0	85.0	85.0
固定资产周转天数	22.7	16.9	11.9	27.7	37.0	25.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-14.15%	-72.91%	-63.14%	-95.10%	-94.01%	-93.49%
EBIT利息保障倍数	11.4	11.5	86.5	-9.5	-5.4	-5.3
资产负债率	55.02%	48.95%	35.02%	8.00%	9.56%	11.90%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	0	0	0
买入	0	0	0	0	6
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	0	0	0	2.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2010-04-19	减持		62.25 ~ 68.73
2 2010-07-29	买入	127.39	130.61 ~ 162.75
3 2010-07-30	买入	121.10	130.61 ~ 162.75
4 2010-09-01	买入	128.00	180.00 ~ 180.00
5 2010-09-15	买入	131.01	180.00 ~ 180.00
6 2010-10-22	买入	128.70	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
- 持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
- 卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。国金证券及其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、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61356534	电话: (8610)-66215599-8792	电话: (86755)-33089915
传真: (8621)-61038200	传真: (8610)-61038200	传真: (86755)-61038200
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 921 室