

国民技术(300077.sz)

产业结构进一步优化，业绩增长迅速

惠毓伦 研究员

电话: 010-68058657

eMail: hyl6@gf.com.cn

徐博卷 研究助理

电话: 010-68058790

eMail: xbj@gf.com.cn

营业收入与净利润高速增长

上半年公司实现营业收入 3.84 亿元，较去年同期增长 141.68%；实现净利润 1.06 亿元，较去年同期增加 196.45%；上半年全面摊薄每股收益达到 0.97 元，比去年增长 163.64%；综合毛利率比去年同期增长 5.13%至 47.65%。

产品结构进一步优化

2010 年上半年公司安全芯片类产品实现营业收入 3.39 亿元，占总营业收入比例为 88.30%，比 2009 年提高 7.28%。较上年同期，毛利率较高的安全芯片类产品营业收入占比提高，毛利率较低的通信类产品和合类类产品营业收入占比有所下降，产品结构得到优化。

盈利预测与投资评级

我们预计 2010-2012 年公司净利润分别为 2.22 亿元、3.62 亿元和 4.76 亿元，全面摊薄后的每股收益分别为 2.04 元、3.33 元和 4.38 元。截止 2010 年 7 月 30 日公司收盘价为 121.10 元，对应 2010 年预测业绩的 PE 为 59.95 倍，处在较高的估值水平，我们给予公司“持有”评级，目标价 120 元。

风险提示

行业景气度下降的风险和移动支付市场开拓低于预期的风险。

预测及评估

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	218.74	465.85	848.13	1305.93	1794.60
EBITDA(百万元)	31.40	121.54	217.66	360.33	510.65
净利润(百万元)	24.12	116.94	221.83	362.05	476.17
净利润增长率	77.49%	384.83%	89.69%	63.21%	31.52%
每股收益(元)	0.222	1.075	2.039	3.328	4.377
市盈率	0.00	0.00	59.39	36.39	27.67
市净率	0.00	0.00	4.80	4.24	3.68
EV/EBITDA	0.00	0.00	50.64	30.06	20.64
每股红利(元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股息率(%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源: 国民技术股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

持有

当前价格(元)	121.10
目标价格(元)	120.00
前次评级	无评级

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	8.47%	-19.02%	-19.02%
沪深 300	11.03%	-5.95%	-19.12%

股票数据

总股本(万股) 10,880.00

流通 A 股(万股) 2,176.00

主要股东:

中国华大集成电路设计集团有限公司

主要股东持股比例 27.50%

流通 A 股比例 20.00%

财务比率

ROE 52.71%

ROA 47.07%

资产负债率 35.02%

每股净资产(元) 2.72

2009 年报数据。

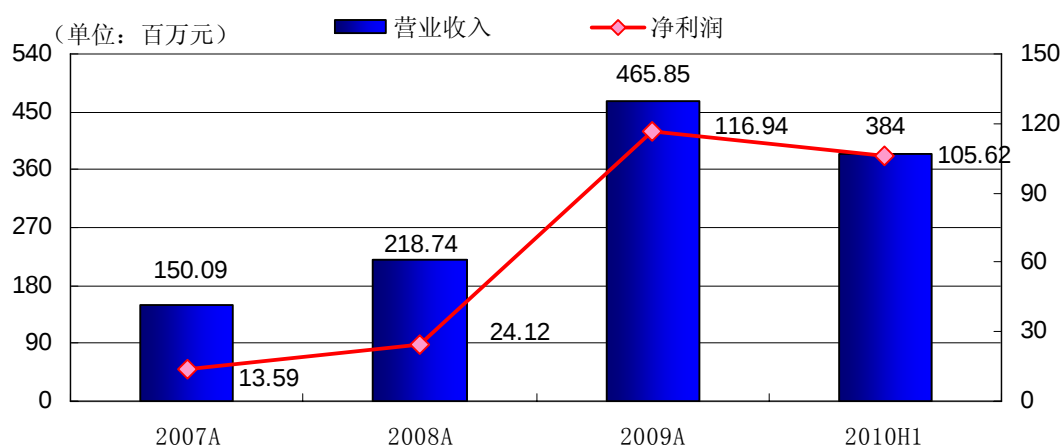
2010年上半年经营回顾

营业收入与净利润高速增长

2010年上半年公司传统优势产品安全芯片类产品销售收入实现大幅增长，处于市场和技术前沿的移动支付芯片及其整体解决方案取得了一定的进展。同时，通讯芯片类产品蓄势待发，在研项目CMMB 移动电视芯片以及TD-LTE 射频终端芯片正成为公司长期业务布局中的重要组成部分。报告期内，公司继续巩固了在信息安全产品领域的传统优势，加大在通讯产品领域的研发投入，并积极探索安全产品和通讯产品交叉应用的市场机会。

2010年上半年公司营业收入和净利润均实现高速增长。上半年公司实现营业收入3.84亿元，较去年同期增长141.68%；实现净利润1.06亿元，较去年同期增加196.45%；上半年全面摊薄每股收益达到0.97元，比去年增长163.64%。

图1：2007年以来公司营业收入及净利润增长变化情况

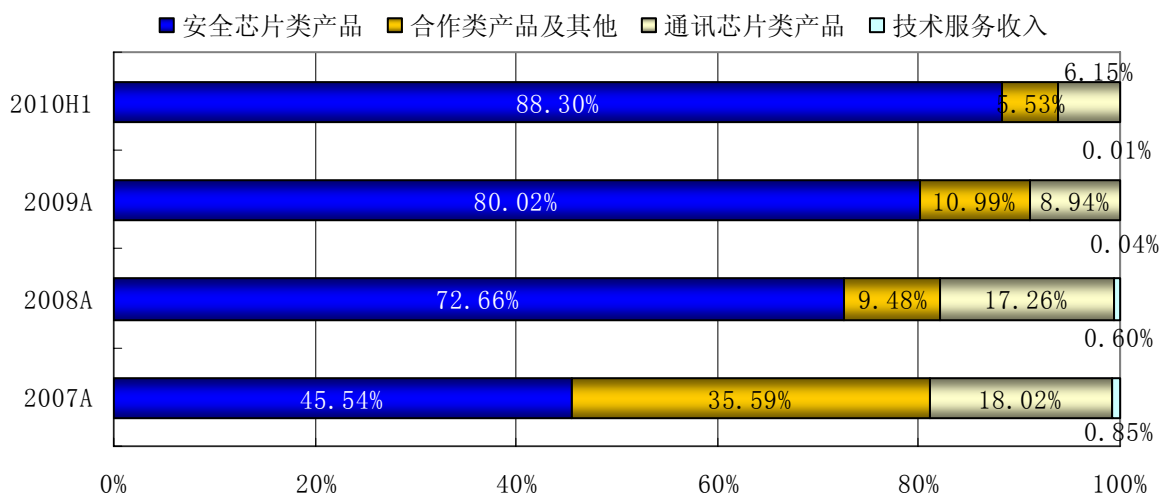


数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

产品结构进一步优化

2010年上半年公司产品结构进一步优化，盈利能力进一步增强。安全芯片类产品实现营业收入3.39亿元，占总营业收入比例为88.30%，比2009年提高7.28%。其中，USBKEY 安全芯片实现营业收入1.95亿元，占营业收入比例为50.68%；移动支付芯片及其整体解决方案实现营业收入1.25亿元，占营业收入比例为32.61%。较上年同期，毛利率较高的安全芯片类产品营业收入占比有所提高。毛利率较低的通信类产品和合类产品营业收入占比有所下降。

图2：近三年一期公司主营业务结构变化情况

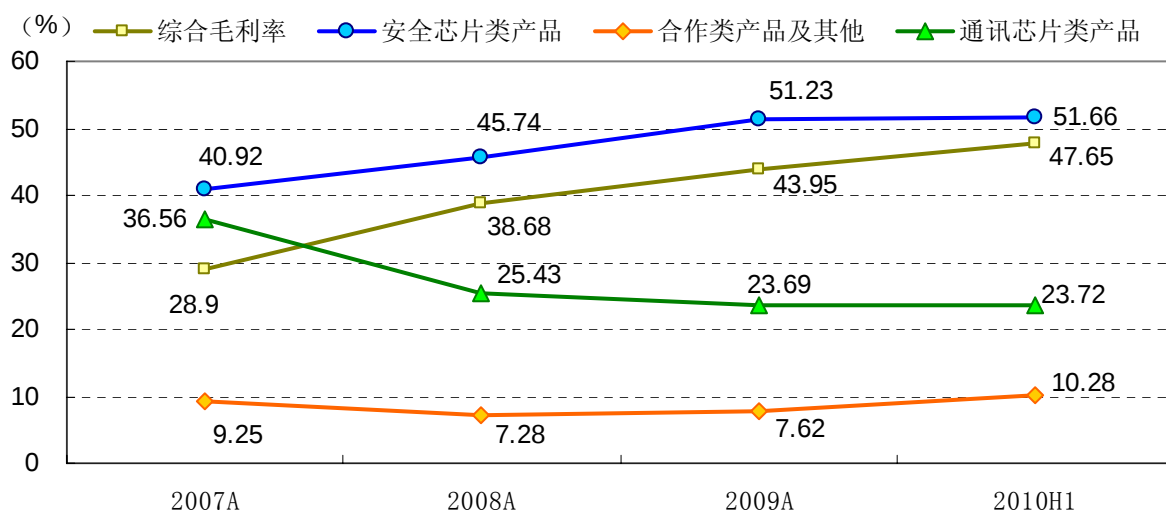


数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

综合毛利率进一步得到提升

公司上半年综合毛利率达到了47.65%，比2009年的43.95%上升了3.70个百分点。其中安全芯片、通讯芯片类产品的毛利率都相对稳定，安全芯片类由2009年的51.23%略升到了51.66%，通讯芯片类产品的毛利率由23.69而至23.72%，合作类产品毛利率由7.62%增长到10.28%。公司综合毛利率大幅提升的主要原因是毛利率高的安全芯片类产品在营业收入结构中的比重有了较大幅度的提升。

图3：近几年来公司主要业务毛利率变化情况

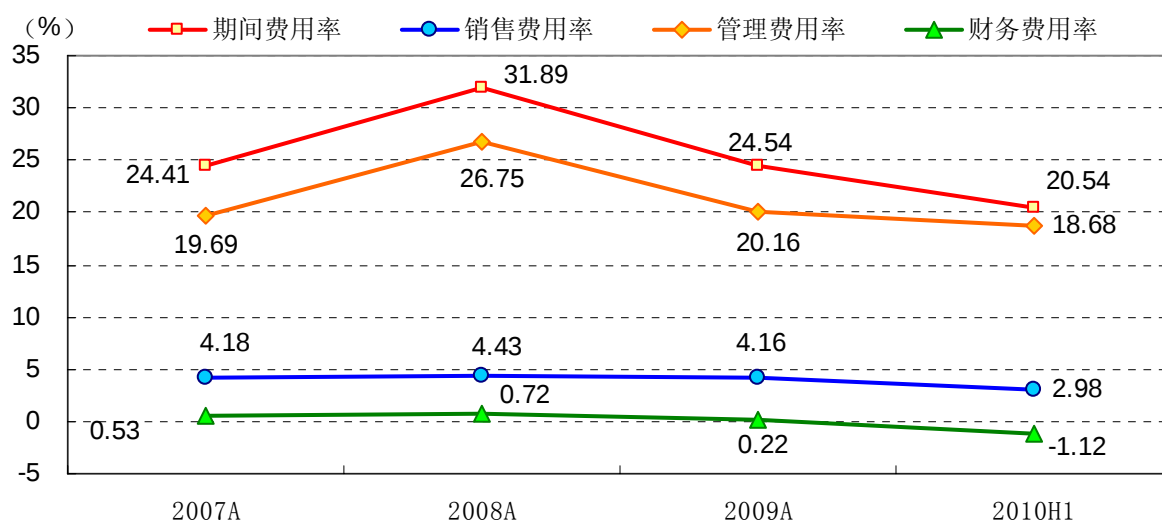


数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

期间费用率呈现大幅下降趋势

近三年来,随着公司产品结构的调整,以及销售规模的提高,公司费用率呈现较快下降的趋势。上半年公司期间费用率由去年的24.54%大幅降低至20.54%,其主要原因是由于随着主营业务的快速增长,公司销售费用、管理费用出现较大幅度的降低,同时由于上市成功,公司现金流非常充沛,公司资产负债率急剧下降,财务费用率也大幅下降。

图4: 近三年一期公司各项费用率情况



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

财务状况处在良好状态

受行业景气度大幅提升,公司上市成功,现金流状况得到大幅度提升。与去年相比公司盈利能力指标、偿债能力指标、营运能力指标等主要运营指标均向好转变。尤其资产负债率已经降到4.20%的低水准,销售净利率已经达到了27.51%的高水平。

表1: 公司近年来主要财务指标变化情况

(单位: %)

财务指标	2007A	2008A	2009A	2010H1
销售净利率	9.05	11.03	25.10	27.51
期间费用率	24.41	31.89	24.54	20.54
资产负债率	52.36	44.97	35.02	4.20
流动比率	1.70	2.07	2.69	23.58
速动比率	1.02	1.60	1.96	22.70
存货周转天数(天)	121.61	99.44	84.45	84.78
应收账款周转天数(天)	49.97	37.47	39.09	45.73

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

盈利预测与估值评级

芯片设计业是集成电路产业链的龙头,也是我国集成电路产业的薄弱环节。在中国市场潜在需求规模庞大的优势以及产业转型政策的大背景下,集成电路行业中技术密集型和高附加值的IC设计企业正在步入一个快速发展期。公司作为安全芯片、移动支付的龙头企业,在未来几年内将会充分引领和分享行业的高速增长。

表2: 国民技术盈利预测假设表

单位: 百万元

产品	项目	2009A	2010H1	2010E	2011E	2012E
安全芯片类	销售收入	372.79	339.08	745.98	1193.56	1670.99
	收入增长率	134.55%	200.19%	100.1%	60.0%	40.0%
	毛利率	51.23%	51.66%	52%	52%	52%
通讯芯片类	销售收入	41.65	23.62	45.815	50.3965	55.43615
	收入增长率	10.33%	-19.20%	10.00%	10.0%	10.0%
	毛利率	23.69%	23.72%	23.50%	23.50%	23.5%
合作类产品	销售收入	51.22	21.25	56	61.9762	68.17382
	收入增长率	147.08%	28.29%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	7.62	10.28	8.00%	8.00%	8.00%
营业收入		465.85	384.00	848.13	1305.93	1794.60
营业收入增长率		112.97%	141.86%	82.06%	53.98%	37.42%
综合毛利率		43.95%	47.65%	47.10%	48.36%	48.98%
销售费用率		4.16%	2.98%	3.00%	2.80%	2.70%
管理费用率		20.16%	18.68%	18.70%	18.50%	18.30%
财务费用率		0.22%	-1.12%	-1.20%	-1.50%	-1.50%
期间费用率		24.54%	20.54%	20.50%	19.80%	19.50%

数据来源: 广发证券发展研究中心

根据我们的估值模型,2010-2012年,公司营业收入分别为8.48亿元、13.06亿元和17.95亿元,归属母公司所有者的净利润分别为2.22亿元、3.62亿元和4.76亿元,全面摊薄后的每股收益分别为2.04元、3.33元和4.38元。根据Wind数据,目前2010年电子元器件行业市盈率为45倍PE,截止2010年7月30日公司收盘价为121.10元,对应2010年预测业绩的PE为59.95倍,处在较高的估值水平,我们给予公司“持有”评级,目标价120元。

风险提示

行业景气度下降的风险

半导体产业具有较强的周期性特征，易受宏观经济的影响。当前全球经济面临诸多不确定因素，未来有可能引起行业景气度下降，将会大幅降低公司盈利能力。

移动支付市场开拓低于预期的风险

移动支付是公司投资规模最大的募集资金项目，是公司未来最重要的利润增长点，但目前移动支付的市场尚处在萌芽状态，未来市场开拓还存在很多不确定性因素，如果未来移动支付被市场接受的进度较缓，市场开拓低于预期，那么公司的盈利增长速度将受较大影响。

资产负债表		单位：百万元		
报表项目	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	99.81	2396.82	2677.85	2933.85
应收账款	92.45	226.65	263.95	409.72
预付款项	-	-	-	-
应收利息	-	-	-	-
应收股利	-	-	-	-
其他应收款	1.49	1.49	1.49	1.49
存货	88.12	160.13	213.02	293.61
流动资产合计	281.88	2,785.09	3,156.32	3,638.67
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	15.16	12.57	63.99	100.41
在建工程	0.00	60.00	50.00	50.00
无形资产	0.00	0.00	0.00	0.00
长期待摊费用	4.09	2.05	0.00	0.00
递延所得税资产	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	19.25	74.62	113.99	150.41
资产总计	301.13	2,859.71	3,270.31	3,789.08
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据	61.49	91.58	138.51	173.88
应付账款	-	-	-	-
预收款项	4.34	11.01	12.63	19.86
应付职工薪酬	-	-	-	-
应交税费	-	-	-	-
应付利息	-	-	-	-
应付股利	-	-	-	-
其他应付款	13.44	13.44	13.44	13.44
流动负债合计	79.28	116.03	164.58	207.18
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00
预计负债	0.00	0.00	0.00	0.00
递延所得税负债	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	79.28	116.03	164.58	207.18
股本	81.60	108.80	108.80	108.80
资本公积	25.18	2,297.98	2,297.98	2,297.98
盈余公积	13.13	115.08	336.91	698.95
未分配利润	116.94	221.83	362.05	476.17
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
负债股东权益总计	301.13	2,859.71	3,270.31	3,789.08
每股净资产(元)	2.039	25.218	28.545	32.922

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

利润简表		单位：百万元		
报表项目	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	465.85	848.13	1305.93	1794.60
营业成本	261.09	448.66	674.38	915.60
营业税金及附加	1.31	2.39	3.68	5.06
销售费用	19.37	25.44	36.57	48.45
管理费用	93.91	158.60	241.60	328.41
财务费用	1.04	-28.09	-57.09	-63.13
资产减值损失	1.79	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	87.32	241.12	406.79	560.20
营业外收入	29.62	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	116.94	241.12	406.79	560.20
所得税费用	0.00	19.29	44.75	84.03
净利润	116.94	221.83	362.05	476.17
归属于母公司净利润	116.94	221.83	362.05	476.17
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
EPS(元)	1.075	2.039	3.328	4.377

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

现金流量简表		单位：百万元		
报表项目	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流量	93.97	28.92	273.94	242.87
投资活动现金流量	-11.01	-60.00	-50.00	-50.00
筹资活动现金流量	-8.58	2328.09	57.09	63.13
现金及现金等价物净增加额	74.38	2297.01	281.03	256.00
期末现金余额	99.81	2396.82	2677.85	2933.85
每股经营活动现金流(元)	0.864	0.266	2.518	2.232

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

主要财务指标		单位：百万元		
指标项目	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入增长率	112.97%	82.06%	53.98%	37.42%
营业利润增长率	359.96%	81.10%	64.15%	42.14%
毛利率	43.95%	47.10%	48.36%	48.98%
营业利润率	25.25%	25.12%	26.78%	27.70%
净利率	25.10%	26.16%	27.72%	26.53%
净资产收益率	52.71%	8.09%	11.66%	13.29%
总资产收益率	39.06%	7.45%	10.69%	13.12%
流动比率	3.56	24.00	19.18	17.56
资产负债率	26.33%	4.06%	5.03%	5.47%
所得税税率	0	8%	11%	15%

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

国民技术(300077)行情走势



相关研究报告

信息技术业 (0107)	徐博卷	2010-07-01
电子行业 2010 年中期投资策略	徐博卷	2010-06-25

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛 大厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518010	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。