

上海贝岭（600171）：“变形记”之初见资产整合曙光

中性（维持）

元器件行业

证券分析师：邹高 执业证书编号：A0140511010002

【电话】010-66045559 【邮箱】zoug@txsec.com

联系人：刘宁

【电话】010-66045589 【邮箱】liuning@txsec.com

服务热线 010-66045555 服务邮箱 service@txsec.com

报告日期：2011年1月6日

事件描述：

公司晚间发布公告：为了解决与控股股东中国电子信息产业集团有限公司旗下企业同业竞争问题，审议通过“公司终止非挥发存储器产品研发业务，并出售相关无形资产（知识产权）给上海华虹集成电路有限责任公司。”

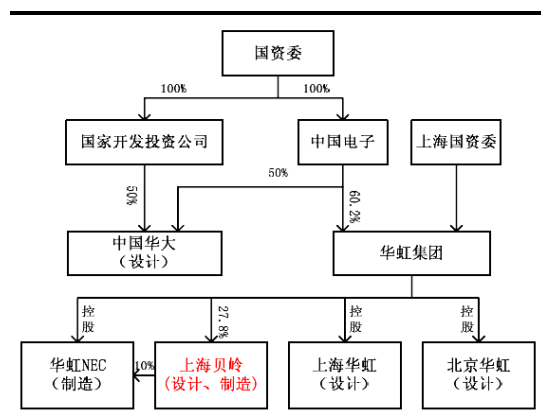
评论：

作为IC设计和制造的老牌企业，随着上海国资委的退出和CEC的入主，上海贝岭的“变形记”帷幕徐徐拉开。09年我们曾发表一篇深度报告《有望成为CEC旗下IC设计资产的整合平台》包含了我们的前期假设，但随着跟踪公司的发展，基本整合思路是解决集团内同业竞争问题（和之前的判断一致），整合方向为CEC旗下三大IC设计平台之一（和之前的判断有出入，我们曾认为IC设计是CEC的定位，而制造是华虹集团的定位），随着国民技术的IPO我们重新理清思路。

一、CEC按专业方向整合IC设计三大平台

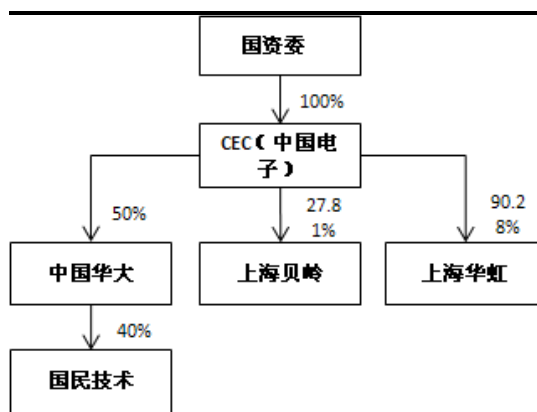
根据09年3月上海贝岭的公告：“华虹集团将直接持有的上海贝岭27.8%的股份以及其他资产分立由中国电子持有，相应的，按照分立出的资产减少中国电子在华虹集团中的出资额”。由于上海华虹和北京华虹均未上市，因此我们09年时无法准确知道它们是否已同时从华虹集团中分立，上市公司公告中的其他资产有可能指华虹集团持有的这两家公司的股权，这也使得我们后面的推测成为可能。此外，考虑到中国电子之前持有华虹集团60%的股权，仅分立出上海贝岭尚不足以使华虹集团回购该部分股权，因此若想彻底斩断中国电子与华虹集团的联系，上海华虹和北京华虹的股份应该是华虹集团用来回购中国电子所持股权的重要资产。根据最新公告，上海华虹已经从华虹集团中分立，CEC持有上海华虹90.28%的股权，那么CEC持有的华虹集团股权应该比较少了，实现了上海国资委和CEC集团的产权明晰。

图表 1：2009 年 3 月 24 日分立前的股权结构



资料来源：公司公告、天相投顾

图表 2：目前的股权结构



资料来源：公司公告、天相投顾

二、CEC按专业方向整合IC设计三大平台

公司曾解释解决同业竞争的思路：CEC对中国华大的定位为智能卡、无线通信芯片、安防芯片；对上海贝岭的定位为模拟器件的设计和制造（电源管理、电能计量电路、通讯产品三大产品平台，并在电力电子器件、TFT-LCD驱动芯片、高速AD/DA等领域寻求新的核心竞争力和利润增长点）；对上海华虹的定位为二代身份证芯片、SIM卡芯片、社保卡芯片。因此，下一步整合思路推测为涉及电源管理的资产给上海贝岭，RFID给上海华虹，出于我们的预测仍有不确定性，这里没有列出三大平台下的资产。

我们仍维持此前的盈利预测，维持“中性”评级，还将跟踪后续发展。

图表 3：上海贝岭盈利预测（单位：万元）

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	51,254	59,763	64,847	70,843
营业收入增长（%）	0.05%	16.60%	8.51%	9.25%
营业总成本	70,262	56,740	61,049	66,310
主营业务成本	47,993	46,839	50,783	55,414
毛利率（%）	6.36%	21.62%	21.69%	21.78%
营业税金及附加	47	54	59	65
资产减值损失	11,018	64	73	84
期间费用	11,204	9,782	10,134	10,748
其中：销售费用	2,907	2,372	2,446	2,725
管理费用	8,825	7,717	7,955	8,256
财务费用	-528	-308	-267	-233
期间费用率（%）	21.86%	16.37%	15.63%	15.17%
加：公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	-3	500	500	500
营业利润	-19,010	3,523	4,298	5,032
营业利润增长（%）	4600.06%	-118.53%	22.02%	17.08%
营业利润率（%）	-37.09%	5.89%	6.63%	7.10%
加：营业外收入	545	300	500	500
减：营业外支出	249	100	200	200
利润总额	-18,713	3,723	4,598	5,332
利润总额增长（%）	-1957.38%	-119.89%	23.53%	15.96%
减：所得税	-839	558	690	800
实际所得税率（%）	4.49%	15.00%	15.00%	15.00%
净利润	-17,874	3,164	3,909	4,532
净利润增长（%）	-2838.82%	-117.70%	23.53%	15.96%
其中：归属母公司所有者净利润	-18,525	2,578	3,322	3,946
母公司净利润增长（%）	-2866.10%	-113.91%	28.88%	18.78%
净利润率（%）	-36.14%	4.31%	5.12%	5.57%
少数股东损益	652	586	586	586
基本每股收益（元/股）	-0.27	0.04	0.05	0.06
全面摊薄每股收益（元/股）	-0.27	0.04	0.05	0.06

资料来源：公司公告，天相投顾



三、风险提示

(1) 资产整合的不确定性和进度；(2) 大盘系统性风险。

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 5%--- (-) 15%
5	卖出	< (-) 15%

重要免责声明

天相投顾是经中国证监会核准的证券投资咨询机构,具有从事发布证券研究报告业务资格 (业务许可证编号:ZX0157)。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料和合法渠道,天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正,但不对所引用资料和数据本身的真实性、准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议,仅供阅读者参考,不构成对证券买卖的出价或询价,也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果,概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有,为非公开资料,仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权,任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址:北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话:010-66045566 传真:010-66573918 邮编:100140
北京新盛	地址:北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话:010-66045566; 66045577 传真:010-66045500 邮编:100140
北京德胜园	地址:北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话:010-66045566 传真:010-66045700 邮编:100088
上海天相	地址:上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话:021-58824282 传真:021-58824283 邮编:200120
深圳天相	地址:深圳市福田区深南大道6033号金运世纪大厦22A 电话:0755-83234800 传真:0755-83234800 邮编:518040