



上市公司半年报点评

证券研究报告
电子—IC 设计

中性 首次

福星晓程 (300139)

2011 年 8 月 10 日

业绩回落，募投项目进展顺利

电子行业核心分析师：邱春城
SAC 执业证书编号：S0850208110575
qiucc@htsec.com
021-23219413

2011 年 8 月 9 日收盘价：45.35 元。未来 6 个月目标价位：42 元。

联系人：张孝达
zhangxd@htsec.com
021-23219697

事件

2011 年 8 月 10 日,福星晓程公布了 2011 年半年报:公司在 2011 年上半年实现营业收入 11081.93 万元,同比增长 2.0%;实现利润总额 4288.88 万元,比去年同期增长了 8.1%;实现归属于上市公司股东的净利润 3728.06 万元,同比增长 10.28%。

投资要点

在 2011 年上半年营收同比增速为 2.0%,增长低于市场预期,毛利率为 49.4%,相对于 2011Q1 的 41.17%环比有明显的提升,最近公司积极拓展海外市场,市场重点偏向海外,我们认为其政局风险值得权衡。

我们预测 2011~2012 年 EPS 分别为 1.40 元、1.61 元,按照 2011 年 8 月 9 日 45.35 元的收盘价计算,对应未来二年动态 PE 分别为 32×、28×。给予公司“中性”评级,目标价为 42 元,对应 30 倍 2011 年 PE。

风险提示:海外市场的政局风险;电力行业政策风险;人力成本稳定上升,产品价格下滑。

点评

收入增速回落。公司在 2011 年上半年营收同比增速为 2.0%,增长低于市场预期,毛利率为 49.4%,相对于 2011Q1 的 41.17%环比有明显的提升。分产品来看,同比增速最大的是集成电路芯片,增长幅度达到 42.0%,与公司上半年加大集成电路芯片研发与销售,提高核心竞争力相关;集成电路模块同比下降 22.6%,且毛利率同比下降 14.1%,主要原因是今年销售数量稳定,但单价由于市场竞争下降,直接导致收入与毛利率都有所下降;载波抄表集中器同比下降 79.3%,毛利率同比下降 7.5%,原因在于去年同期地区集中改配集抄系统,今年装配量明显减少;电能表合并抵消前收入同比下降 15.7%,毛利率同比下降 12.1%,主要是高毛利的出口产品减少。

表 1 福星晓程各产品收入及增长情况(合并抵消前)(万元)

	2011H1	2010H2	HoH(%)	2010H1	YoY(%)	2010	2009
集成电路芯片	4644	4722	-1.7	3271	42.0	7993	4638
集成电路模块	2902	4069	-28.7	3748	-22.6	7817	7124
电能表	5505	6051	-9.0	6534	-15.7	12585	15908
载波抄表集中器	231	507	-54.4	1116	-79.3	1623	2071
其他载波产品	136	732	-81.4	82	65.8	815	191

资料来源:wind、海通证券研究所整理

管理费用增速较高。公司报告期内销售费用同比减少约 44.2%，这是由于报告期内新招投标项目尚未开展，招标费用及售后费用减少所致，预计下半年增幅将上升；财务费用同比减少 9017.0%，主要是由于募集资金定期存款利息收入增加所致，随着募投项目的投入，未来几年利息收入将减少，财务费用逐步提高；管理费用同比增长了 65.2%，这是由于公司为增强核心竞争力，引进人才，调整薪资结构，导致员工工资支出增加，加大研发投入，报告期内发生研发费用 866.78 万元，占营业收入的 7.82%，募投项目“数字互感产业化项目”和“中国极光芯片 PL4000 项目”分别投入 604.24 万元和 262.53 万元。

表 2 福星晓程近期三项费用（万元）

	2011H1	2010H2	HoH(%)	2010H1	YoY(%)	2010	2009
销售费用	391	746	-47.6	701	-44.2	1447	1237
管理费用	1671	1171	42.8	1011	65.2	2182	2182
财务费用	-966	-145	571.2	11	-9017.1	-134	67

资料来源：上市公司公告、海通证券研究所整理

表 3 福星晓程管理费用明细（万元）

	2011H1	2010H1	YoY(%)
职工薪酬	249	204	21.8
办公费	31	24	26.0
差旅费	33	27	20.8
会议费	5	5	-7.2
汽车费用	28	22	27.9
房租	26	27	-3.3
折旧	132	123	7.9
摊销	11	11	0.0
董事会费	33	11	193.0
中介费	75	44	72.1
招待费	63	39	61.1
税金	33	31	4.6
研发费用	904	430	110.4
材料费	3	0	3321.5
其他	46	13	247.4

资料来源：上市公司公告、海通证券研究所整理

募投项目进展顺利。公司 IPO 募投项目“数字互感器产业化项目”及“中国极光芯片 PL4000”项目均在顺利推进过程中，技术优势、产业背景和本土化优势有利于公司募投项目的成功实施，提升核心竞争力：

- 1、“数字互感器产业化项目”研发接近尾声，并完成了两次流片验证，一次是对高精度小信号放大器以及高阶 Sigma-Delta 调制的关键模拟 IP 的硅验证及物理性能/指标测试；一次是完成了对电源解决方案、信号传输方式以及改进的高性能 FIR 数字滤波器的验证，取得了较好的测试结果，目前所有技术细节已经全部确定，预计 2011 年 9 月中旬开始小批量试做最终的工程样片。数字互感器是检测电力设备的关键部件，尤其是针对超高压和大电流领域的应用设备，将广泛应用于国家智能电网建设。据赛迪顾问预测，2010 年我国互感器市场规模为 1.63 亿块，数字互感器市场规模为 0.31 亿块，2010 年至 2014 年数字互感器复合增长率达 58.16%，2014 年中国数字互感器销量达到 1.94

亿块，占总销量 77.6%的市场比重，销售额达到 10.67 亿元。公司项目达产后将年产 4000 万块，每年新增 2 亿销售收入，由于技术门槛较高，也会对公司毛利率带来极大提升。

- 2、“中国极光芯片 PL4000”项目的研发已于 2011 年 7 月份全部结束。最终版本工程样片的试做过程已经开始，预计 2011 年 10 月中旬封装好的样片可以交付测试。PL4000 经过 0.35um 与 0.13um 两个工艺版本的流片与测试，量产芯片在 2011 年底基本开始陆续交付客户使用。随着中国智能电网建设的不断深入，PLC 通信解决方案在用电侧终端数据采集和用电管理领域应用广泛，为电力线载波芯片带来巨大的市场空间。PL4000 芯片预计 2014 年达产后可生产 2437 万片芯片，广泛应用于物联网中。

投资加纳 CB 公司，开拓海外市场。公司积极开拓海外市场，继先后在朝鲜设立合营公司后，投资 4000 万元控股非洲加纳 CB 公司 65%股权，资金到位后 6 个月内将在加纳首都再安装不少于 15 万只预付费电表和相关设备，并于 BOT 合同期间参与 CB 公司经营管理，目前已经装表 13 万只，因此项目实施完后将达到 28 万只。项目对公司打开非洲市场具有标杆意义，有利于提升公司销售收入与毛利率。

盈利预测与投资评级。

公司中报业绩有所回落，但我们仍看好随着国家智能电网建设带来的电力载波芯片市场空间，公司作为该领域领先的芯片设计及应用公司，并具有为电力公司、电能表供应商等行业用户提供相关技术服务和完整的解决方案，数字互感器有望成为未来新利润增长点，积极开拓海外市场将带来新的市场空间。

我们预测 2011~2012 年 EPS 分别为 1.40 元、1.61 元，按照 2011 年 8 月 9 日 45.35 元的收盘价计算，对应未来二年动态 PE 分别为 32×、28×。给予公司“中性”评级，目标价为 42 元，对应 30 倍 2011 年 PE。

风险提示。

海外市场风险；电力行业政策风险；人力成本稳定上升，市场价格下滑。

表 4 福星晓程利润预测（万元）

	2009	2010	2011H1	2011E	2012E
营业收入	22073	23608	11082	24788	30986
营收增长率(%)	268.85	6.95		5.00	25.00
减：营业成本	10816	12234	5612	12518	15803
毛利	11257	11374	5470	12270	15183
毛利率(%)	51.00	48.18	49.36	49.50	49.00
营业税金及附加	190	173	109	210	246
销售费用	1237	1447	391	1289	1611
销售费用占比(%)	5.60	6.13	3.53	5.20	5.20
管理费用	2082	2182	1671	2975	3408
管理费用占比(%)	9.43	9.24	15.08	12.00	11.00
财务费用	67	-134	-966	-1600	-900
资产减值损失	194	1226	160	200	200
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	7487	6480	4105	9197	10617
加：营业外收入	288	602	185	200	200
减：营业外支出	29	38	1	30	30
利润总额	7746	7044	4289	9367	10787
减：所得税	1182	1267	654	1405	1618
少数股东损益	184	-232	-94	300	350
归属于母公司所有者净利润	6380	6009	3729	7662	8819
摊薄每股收益(元)	1.16	1.10	0.68	1.40	1.61

资料来源：上市公司公告，海通证券研究所预测

信息披露

分析师声明

邱春城：电子行业核心分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：三安光电、士兰微、国星光电、莱宝高科、欧菲光、长盈精密、法拉电子、横店东磁、生益科技、超声电子等。

投资评级说明

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。