

北京君正 (300223)

公司研究/调研报告

期待新产品的表现

—北京君正 (300223) 调研报告

民生精品---调研报告/电子元器件行业

2011 年 12 月 21 日

一、事件概述

近日我们调研了北京君正 (300223)，与公司董秘交流了公司近期经营情况及未来发展规划。

二、分析与判断

➤ 嵌入式 CPU 下游需求旺盛

在智能手机和平板电脑推动下，嵌入式CPU需求旺盛，据Gartner预计，2015年智能手机出货量将达到11.05亿台，displaysearch预计2015年平板电脑出货量将达到2.5亿台。

➤ 公司 4770 芯片面积、功耗、价格优势较大

公司获得了MIPS公司的指令集授权，相对于只获得CPU核授权的公司，可以自主设计CPU，灵活性较强，公司已经设计出4770芯片，在全球首次搭载安卓4.0系统，相对于同工艺下其他公司同类芯片在性能、面积、功耗上都有很大的优势，公司明年将研发40nm工艺、1.3-1.5GHz双核芯片，预计明年年内会完成。另一方面，MIPS公司在授权费用上面给予了一定的优惠支持，公司的产品具有较大的价格优势。

➤ 主要看点在白牌平板电脑领域，前景值得期待

公司在智能手机市场面临的竞争较激烈，我们预测公司将会把主要精力放在平板电脑领域。苹果IPAD、三星Galaxy tab等高端平板电脑价格较高，CPU在成本里面占的比重比较少，由于ARM架构已经比较成熟，目前基本不会考虑使用MIPS芯片，国内品牌厂商短期不会采用，长期来看随着价格下降压力增大，国内品牌有可能会采用MIPS芯片，国内白牌平板电脑对上游价格比较敏感，是最有可能采用MIPS芯片的客户，Displayserch预测今年白牌平板电脑出货量在800万台左右，按照芯片单价9美元计算，公司目前在平板电脑领域面对7200万美元市场空间。

➤ 公司在努力改善软件生态问题

软件生态问题还是目前公司产品在市场上推广面临的最主要问题，国外小部分应用软件在MIPS平台上没法正常运行，影响到用户体验从而影响销量。公司已经着手改善这一问题，目前已经取得了一定的进展，国内的主流软件已经基本都能运行。同时，公司对应用程序商店里的工具进行筛选，提高用户体验。

三、盈利预测与投资建议

公司具有较强的研发能力，JZ4770 芯片在平板电脑领域的市场开拓值得期待，预计公司2011-2013 年 EPS 分别为 1.00 元、1.72元、2.16 元。维持“谨慎推荐”评级。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	206	172	330	438
增长率 (%)	7.24%	-16.69%	91.92%	32.85%
归属母公司股东净利润 (百万元)	89	80	138	173
增长率 (%)	27.08%	-9.74%	71.63%	25.65%
每股收益 (元)	1.48	1.00	1.72	2.16
PE	33.32	36.91	21.51	17.12
PB	15.23	2.67	2.38	2.09

资料来源：民生证券研究所

四、风险提示

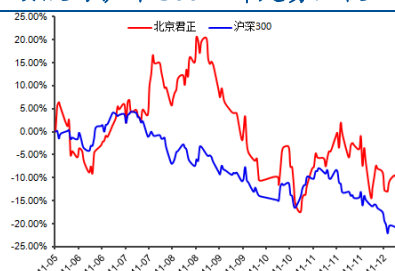
1)智能手机领域竞争太激烈，公司面临的竞争压力较大 2) 4770 市场开拓不如预期 3)明年 4780 芯片研究进展低于预期

谨慎推荐

交易数据 (2011-12-20)

收盘价	36.99
近 12 个月最高/最低	51.3/32.69
总股本 (百万股)	80.00
流通股本 (百万股)	20.00
流通股比例%	25.00
总市值 (亿元)	29.59
流通市值 (亿元)	7.40

该股与沪深 300 一年走势比较



分析师

分析师：李晶

执业证书编号：S0100511070003

电话：(8621)68885157

Email: lijing_yjs@mszq.com

联系人：李国余

电话：(8610)85127785

Email: liguoyu@mszq.com

相关研究

1、移动互联网终端市场规模快速增长

在智能手机和平板电脑的推动下，移动互联网终端发展迅速，今年前三季度全球智能手机出货量 3.24 亿部，较去年同期增长了 60%，预计到 2015 年智能手机出货量达到 11.05 亿台。平板电脑前三季度出货量 3890 万台，较去年同期增长了 363%，预计 2015 年出货量将达到 2.59 亿台。

图 1：智能手机出货量

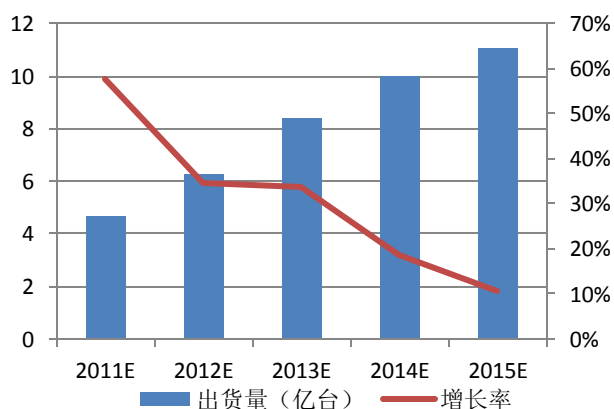
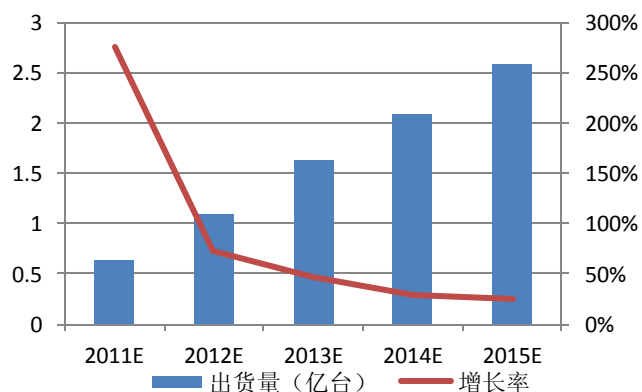


图 2：平板电脑出货量



资料来源：Displaysearch, Gartner, 民生证券研究所

2、公司 4770 芯片面积、功耗、价格优势较大

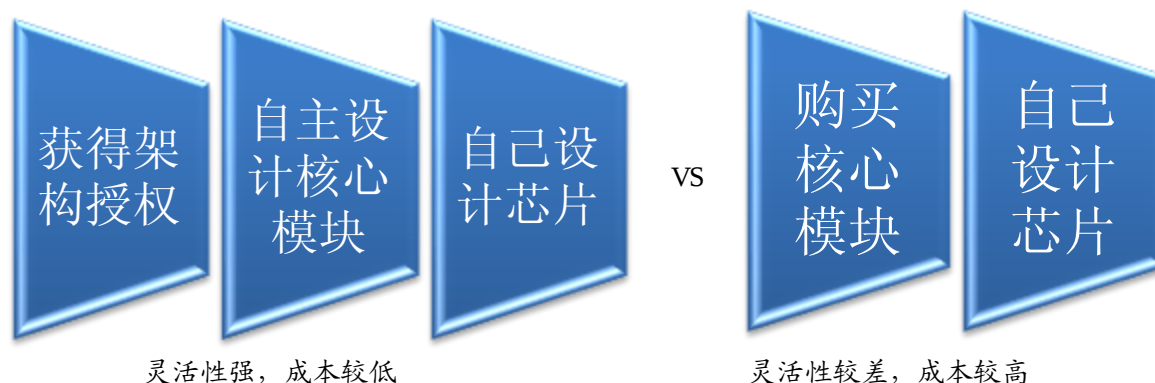
目前主流的处理架构有 X86、ARM、MIPS，公司获得了 MIPS 公司的指令集授权，获得 IP 授权的公司只能在内核的基础上进行开发，灵活性相对较弱，而公司可以自行设计架构，灵活性很强。

表 1：三种架构

	X86	ARM	MIPS
主要应用	PC、笔记本电脑	移动互联网终端	多媒体、机顶盒
指令授权	Intel、AMD	高通、Nvidia、Marwell	君正、龙芯等
IP 授权	-	瑞芯微、TI 等	炬力、北京海尔

资料来源：网上资料，民生证券研究所

图 3：架构授权和内核授权比较



资料来源：民生证券研究所

公司目前有 150 人左右的技术研发团队，注重研发投入。公司已经开发出得 JZ4770 芯片采用了 TSMC65nm 工艺设计，主频 1GHz，相对于同工艺下的产品，主频约为 1.5 倍、面积约为 50%、功耗约为 25%。该 CPU 兼具强大的运算能力、多媒体能力、超低功耗和价格优势，具有同质化严重的其他产品所无法比拟的功能和品质。公司明年将设计 40nm 工艺，1.3-1.5GHz 双核 CPU，预计明年年底将完成设计，公司产品更新换代的快速也证明了公司具有较强的研发能力。

另外，MIPS 公司为了增强 MIPS 处理器在移动互联网终端的市场份额，在授权费用上给予了公司一定支持，授权费用中后续的权利金费用占公司主营业务收入不到 2%，而 ARM 公司除了给高通、Nvidia、Intel、Marvell 指令集授权，其他公司都只有内核授权，需要收取昂贵的一次性授权费用，从而使 ARM 芯片价格较高，公司的产品具有较大的价格优势。

3、主要看点在白牌平板电脑领域，前景值得期待

1、智能手机 AP 竞争激烈

智能手机除了需要 AP（应用处理器），还需要基带处理器，在智能手机处理器市场，由于需要 BB 和 AP 协同工作，因此比平板电脑复杂得多。BB 的技术壁垒比 AP 更高，目前全球 BB 厂商主要有高通、TI、三星、联发科、展讯，联发科已经能提供将 AP 和 BB 集成在同一芯片的方案，集成方案降低了成本，手机厂商的设计也更加容易，而只单一进行 AP 开发的厂商需要和 BB 厂商合作，成本提高使得竞争力会有一定的下降。

公司目前只进行 AP 的开发，与方案商合作，基带芯片从展讯采购，客户主要是 TCL（TD，主要针对国内市场），TCL 方案正在进行测试，如进展顺利，预计不久就可以结束测试。由于智能手机的竞争环境更加复杂（如高通也要向低价智能手机领域进军），我们预计公司会将主要精力放在平板电脑领域。

2、短期主要看点在白牌平板电脑领域

在高端平板电脑市场，有苹果、三星等国际巨头，这些国际巨头都使用比较成熟的 ARM 芯片，短期内基本不会考虑使用 MIPS 芯片。二线平板电脑企业主要有国内的中兴、华为、联想等，这些品牌平板电脑价格在 2500 左右，配置的是基于 ARM 的处理器，我们认为 ARM 处理器的价格目前在 15 美金左右，在这些二线品牌国内品牌平板电脑成本中占的比例还相对较低，因此短期来看采用 MIPS 处理器的可能性较小，随着竞争愈发激烈，价格下降压力增大，有可能会考虑使用 MIPS 处理器，长期来看公司有可能进入国内品牌平板电脑厂商的供应链。白牌平板电脑价格比较便宜，基本在 1000 元以下，对 CPU 的价格比较敏感，采用 MIPS 处理器的可能性较大，我们认为公司短期内主要的客户是国内白牌平板电脑厂商。

国内白牌平板电脑今年 1 季度出货量 190 万部，占一季度全球平板电脑出货量 19.6%，Displaysearch 预测今年全年白牌平板电脑的出货量将在 800 万台左右，按照目前 4770 芯片价格 9 美元计算，该市场规模大约为 7200 万美元。

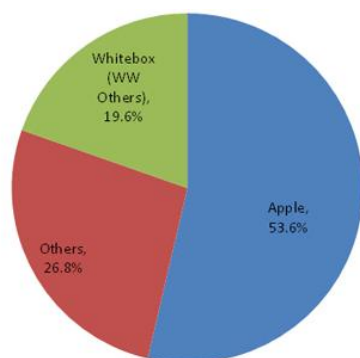
表 2：平板电脑使用的 CPU 芯片

	CPU	价格
IPAD2	A5 双核,1GHz	3688~6288

三星 GALAXY Tab P7500	NVIDIA Tegra 2 双核处理器, 1GHz	4000 左右
Kindle fire	TI OMAP 4 双核, 1.2GHz	1200 左右
Acer W500	AMD C-50 APU, 1GHz	2500-4000
联想乐 pad	高通 Snapdragon 8650A 单核 1.3GHz	2500 左右
华为 Mediapad	高通 1.2GHz 双核处理器	2800 左右
艾诺 7.0 骑士版	JZ4770, 1GHz	499 元、599 元等价格
恒讯得 (山寨平板)	Amlogic 8726, 800MHz	699-999

资料来源：网上资料，民生证券研究所

图 4：2011 年一季度全球平板电脑品牌分布



资料来源：displaysearch，民生证券研究所

4、市场开拓取得一定进展，未来前景值得期待

公司在之前主要销售 4760 芯片，主频 600MHz，性能跟不上平板电脑和智能手机的需求，因此使公司的业绩出现了较大的下降，前三季度营业收入同比下降了 11.4%，净利润同比下降了 8.58%。

公司目前 4770 芯片已经市场推广已经取得了一定的进展，现在 4770 芯片主要客户是艾诺（普及版），其他几个做海外市场的国内平板电脑客户目前还处于方案阶段，预计 2-3 个月完成方案设计。首款搭载了安卓 4.0 系统的艾诺平板电脑已于 12 月中下旬在国内销售。

图 5：艾诺安卓 4.0 平板电脑使用 JZ4770 芯片



资料来源：艾诺官网，民生证券研究所

公司获得了 MIPS 公司的指令集授权，自主设计，避免了同质化竞争，也通过自主设计减小面积从而降低制造成本（硅片）。我们认为，在性能不亚于其他产品的情况下，公

司的 CPU 价格优势较大，随着 MIPS 软件生态的改善，在公司采取先抢占市场份额的战略下，开拓市场的前景值得期待。

5、公司在努力解决软件生态问题

软件生态问题一直是公司产品推广面临的最主要的问题，目前已经上市的搭载了公司 CPU 芯片的艾诺 7.0 普及版平板电脑反馈最多的问题是国外的一些软件无法使用，虽然安卓系统支持 MIPS 平台，但是由于有些软件调用了底层代码，ARM 架构已经比较成熟，终端软件基本是基于 ARM 开发，不兼容 MIPS，导致软件无法运行。

公司已经成立专门的部门，针对应用程序在公司平台上运行出现的问题和应用程序企业一起解决，目前公司已经基本解决了国内主流应用程序的运行问题，国内主流的 QQ、视频、输入法等工具都能正常使用。公司在对应用程序进行筛选，用户可以在指定商店下载应用程序，通过公司的努力，应用的丰富性已经有很大的改善。同时，公司对于应用程序商店里的工具进行了筛选，方便用户下载使用。

财务数据汇总

利润表

项目 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	206	172	330	438
减：营业成本	88	75	147	195
营业税金及附加	2	2	3	4
销售费用	5	4	8	11
管理费用	34	33	46	61
财务费用	0	(12)	(21)	(24)
资产减值损失	0	0	0	0
加：投资收益	0	0	0	0
二、营业利润	77	70	147	189
加：营业外收支净额	20	19	19	19
三、利润总额	97	89	166	208
减：所得税费用	8	8	28	35
四、净利润	89	80	138	173
归属于母公司的利润	89	80	138	173
五、基本每股收益 (元)	1.48	1.00	1.72	2.16

主要财务指标

项目 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
EV/EBITDA	36.28	48.63	22.45	16.98
成长能力:				
营业收入同比	7.24%	-16.69%	91.92%	32.85%
营业利润同比	-0.5%	-9.8%	110.9%	29.0%
净利润同比	27.08%	-9.74%	71.63%	25.65%
营运能力:				
应收账款周转率	13.27	6.07	8.77	7.61
存货周转率	3.01	3.15	3.92	3.49
总资产周转率	1.01	0.25	0.27	0.32
盈利能力与收益质量:				
毛利率	57.54%	56.19%	55.54%	55.37%
净利率	43.08%	46.68%	41.74%	39.48%
总资产净利率 ROA	13.1%	11.9%	11.4%	12.6%
净资产收益率 ROE	45.72%	7.24%	11.05%	12.20%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	14.78	58.35	40.94	36.99
资产负债率	13.6%	1.8%	2.5%	2.8%
长期借款/总负债	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
每股指标:				
每股收益	1.48	1.00	1.72	2.16
每股经营现金流量	1.18	0.70	0.69	1.36
每股净资产	2.43	13.83	15.57	17.71

资料来源：公司公告、民生证券研究所

资产负债表

项目 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	143	1033	1109	1241
应收票据	0	0	0	0
应收账款	31	26	49	66
预付账款	25	29	57	73
其他应收款	1	1	1	2
存货	22	26	49	63
其他流动资产	0	10	10	10
流动资产合计	222	1125	1276	1455
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	2	2	2	2
在建工程	0	0	0	0
无形资产	0	0	0	0
其他非流动资产	1	0	0	0
非流动资产合计	3	2	2	2
资产总计	225	1127	1277	1457
短期借款	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	8	10	20	26
预收账款	0	0	0	0
其他应付款	1	1	1	1
应交税费	6	7	9	12
其他流动负债	1	1	1	1
流动负债合计	15	19	31	39
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	15	1	1	1
非流动负债合计	15	1	1	1
负债合计	30	20	32	40
股本	60	80	80	80
资本公积	14	826	826	826
留存收益	121	201	338	511
少数股东权益	0	0	0	0
所有者权益合计	195	1107	1245	1417
负债和股东权益合计	225	1127	1277	1457

现金流量表

项目 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流量	94	56	55	109
投资活动现金流量	(1)	(10)	0	(1)
筹资活动现金流量	(51)	844	21	24
现金及等价物净增加	42	890	77	132

分析师与行业专家简介

李晶，IT行业分析师，管理学学士，3年证券行业研究经验，2010年《新财富》、“水晶球”计算机最佳分析师第一名研究团队成员。

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和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。

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹塘	北京	010-85127761	18611738655	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guoming@mszq.com
郭楠	北京	010-85127835	15801209146	guonan@mszq.com
杜婵媛	北京	010-85127761	18610531518	duchanyuan@mszq.com
杨平平	北京	010-85127761	15210830789	yangpingping@mszq.com
平珂	上海	021-68885772	13818133101	pingke@mszq.com
张瑜鑫	上海	021-68885790	13810338213	zhangyuxin_jgxs@mszq.com
陈康菲	上海	021-68885792	13917175055	chenkangfei@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	zhuguangyu@mszq.com
汪萍	上海	021-68885167	13402036996	wangping@mszq.com
钟玲	上海	021-68885797	15900782242	zhongling@mszq.com
郑敏	上海	021-68885159	18701944310	zhengmin@mszq.com
万小山	广深	0755-22662056	13902959014	wanxiaoshan@mszq.com
许立平	广深	020-84228173	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	0755-22667772	13701050353	weikejia@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
马炜炎	广深	0755-22662089	18665855545	maweiyan@mszq.com
王仪枫	广深	0755-22662093	13682556787	wangyifeng@mszq.com

民生证券研究所:

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: 浦东新区浦东南路588号(浦发大厦)31楼F室; 518040

深圳: 深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座; 200120

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

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司(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、传播或复印本报告。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。