

分析师: 顾敏豪

执业证书编号: S0730512100001

gumh00@ccnew.com 021-50588666-8012

研究助理: 傅翀

fuchong@ccnew.com 021-50588666-8059

## 业绩符合预期, 智能芯片业务增长较快

——紫光国芯(002049)中报点评

### 证券研究报告-中报点评

增持(首次)

市场数据(2017-09-13)

发布日期: 2017年09月13日

收盘价(元)	29.16
一年内最高/最低(元)	38.30/23.68
沪深300指数	3842.61
市净率(倍)	5.64
流通市值(亿元)	178.83

基础数据(2017-6-30)

每股净资产(元)	5.42
每股经营现金流(元)	0.34
毛利率(%)	32.83
净资产收益率-摊薄(%)	3.75
资产负债率(%)	28.58
总股本/流通股(万股)	60681.8/60271.51
B股/H股(万股)	0/0

个股相对沪深300指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

相关报告

联系人: 李琳琳

电话: 021-50588666-8045

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

报告关键要素:

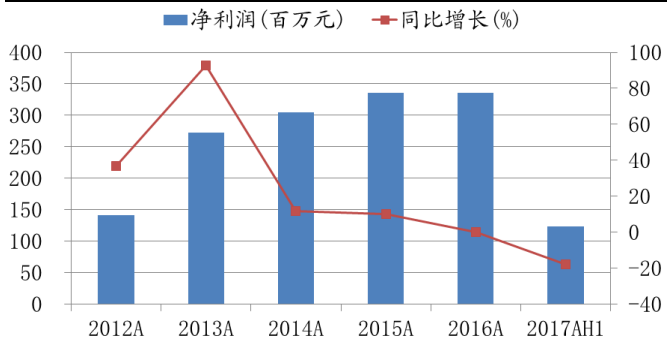
- **事件:** 紫光国芯(002049)公布2017年半年报。
- **点评: 业绩符合预期。** 17年上半年, 公司实现营业利润1.39亿元, 同比增长13.55%; 实现净利润1.23亿元, 同比减少17.86%, 主要因16年同期集成电路业务将15年度多缴纳所得税冲减, 因而所得税费用为负所致。17年上半年, 公司基本每股收益0.20元。
- **收入增速加快, 预计将保持较快增长。** 17年上半年, 公司实现营业收入8.01亿元, 同比增长24.01%。收入增长主要得益于公司积极开拓存储器芯片、智能芯片等集成电路产品相关应用市场。公司智能芯片业务营收占比42.36%, 为公司第一大业务; 该业务17年上半年营收3.39亿元, 同比增长35.77%。公司二代身份证芯片保持稳定供货, 城市通卡、公交卡和居住证等应用项目全面推广, 所占市场份额逐步提高; 交通部标准的交通卡市场份额持续扩大, 正成为公司新的业务增长点; THD88芯片已经入围农行等国有银行, 市场份额逐步提升。公司USB-Key主控芯片产品具有高性价比、高安全性的优势, 已成为市场主流产品, 随着公司针对蓝牙key市场定制的芯片的量产, 未来市场份额将进一步提升。因此, 预计公司17年下半年和18年营收仍将保持较快增长。
- **毛利率显著回落, 预计将企稳回升。** 17年上半年, 公司毛利率为32.83%, 同比回落8.44个百分点, 主要由于特种集成电路、存储器芯片业务毛利率大幅回落所致。分业务毛利率显示: 智能芯片业务毛利率27.80%, 同比提升3.35个百分点; 特种集成电路业务毛利率60.85%, 同比回落7.10个百分点; 存储器芯片业务毛利率9.58%, 同比回落19.88个百分点; 晶体业务毛利率17.47%, 同比提升7.08个百分点。分季度毛利率显示: 公司17A1Q1毛利率29.91%, 同比回落17.93个百分点, 环比回落2.26个百分点; 17A2Q2毛利率35.78, 同比降幅缩窄到0.40个百分点, 环比提升5.87个百分点。考虑到17A2Q2毛利率已显著好转, 预计公司17年下半年和18年毛利率将企稳回升。
- **终止筹划重大资产重组。** 公司于17年7月17日发布公告, 终止对长江存储的收购。由于长江存储的存储器芯片工厂项目投资规模较大, 目前尚处于建设初期, 短期内无法产生销售收入, 公司认为收购的条件尚不够成熟, 同意终止本次股权收购。本次重组的终止, 不会对公司现有生产经营活动和财务状况造成重大不利影响, 也不会影响公司既定的战略规划。
- **盈利预测与投资建议:** 预测公司2017-18年全面摊薄后EPS分别为0.62与0.76元, 按9月13日29.16元收盘价计算, 对应的PE分别为46.7倍与38.2倍。目前估值相对电子行业水平合理, 首次给予“增持”的投资评级。

**风险提示:** 存储器芯片业务毛利率进一步回落、系统性风险。

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,249.8	1,418.6	1,692.4	2,022.4	2,420.8
增长比率	15.0%	13.5%	19.3%	19.5%	19.7%
净利润(百万元)	335.5	336.1	378.7	463.2	555.6
增长比率	10.2%	0.2%	12.7%	22.3%	19.9%
每股收益(元)	0.55	0.55	0.62	0.76	0.92
市盈率(倍)	52.7	52.6	46.7	38.2	31.8

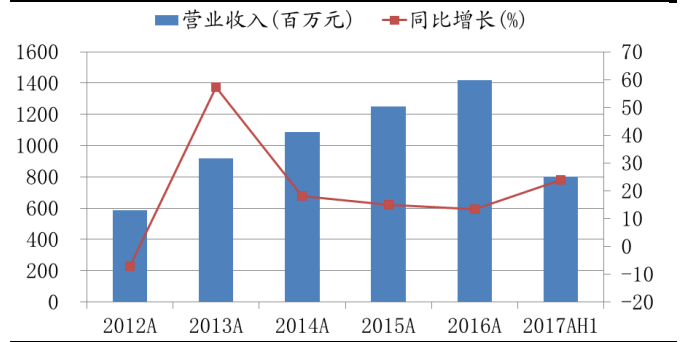
资料来源: 贝格数据, 中原证券

图 1: 2012-17 年公司净利润及增速



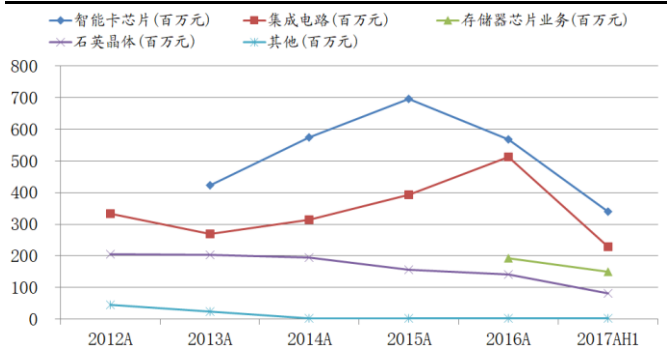
资料来源: Wind、中原证券

图 2: 2012-17 年公司营收及增速



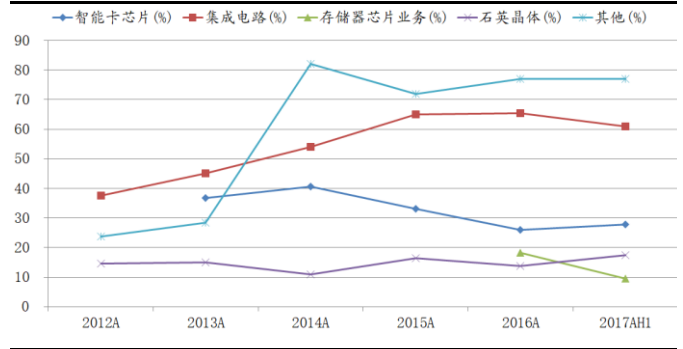
资料来源: Wind、中原证券

图 3: 2012-17 年公司分业务营收



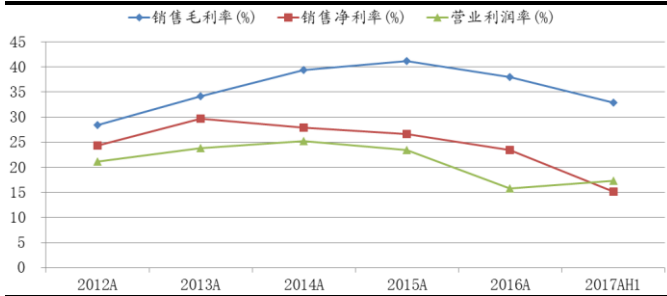
资料来源: Wind、中原证券

图 4: 2012-17 年公司分业务毛利率



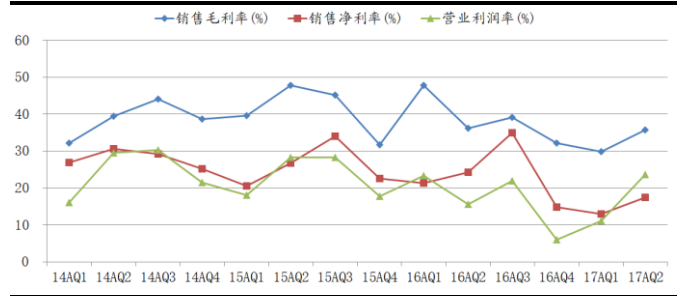
资料来源: Wind、中原证券

图 5: 2012-17 年公司盈利能力



资料来源: Wind、中原证券

图 6: 2014-17 年公司单季度盈利能力



资料来源: Wind、中原证券

### 财务报表预测和估值数据汇总 (百万元)

利润表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	财务指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>1,249.8</b>	<b>1,418.6</b>	<b>1,692.4</b>	<b>2,022.4</b>	<b>2,420.8</b>	<b>成长性</b>					
减: 营业成本	734.7	879.2	1,100.0	1,294.3	1,525.1	营业收入增长率	15.0%	13.5%	19.3%	19.5%	19.7%
营业税费	8.5	14.1	16.9	20.2	24.2	营业利润增长率	7.2%	-23.4%	26.7%	32.7%	30.6%
销售费用	64.1	79.3	76.2	89.0	104.1	净利润增长率	10.2%	0.2%	12.7%	22.3%	19.9%
管理费用	166.5	231.8	217.8	251.8	289.8	EBITDA 增长率	8.6%	-10.6%	21.7%	22.5%	23.7%
财务费用	-18.3	-13.0	-4.8	-11.6	-15.7	EBIT 增长率	8.0%	-23.0%	32.2%	30.8%	30.4%
资产减值损失	1.0	4.8	4.1	3.6	3.1	NOPLAT 增长率	0.9%	-13.8%	26.6%	29.8%	27.1%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	16.5%	12.5%	-5.8%	2.9%	4.5%
投资和汇兑收益	-	2.4	2.6	2.9	3.3	净资产增长率	11.8%	11.6%	12.2%	12.8%	13.6%
<b>营业利润</b>	<b>293.4</b>	<b>224.7</b>	<b>284.8</b>	<b>377.9</b>	<b>493.6</b>	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	100.3	127.5	127.9	130.9	133.6	毛利率	41.2%	38.0%	35.0%	36.0%	37.0%
<b>利润总额</b>	<b>393.6</b>	<b>352.2</b>	<b>412.6</b>	<b>508.8</b>	<b>627.2</b>	营业利润率	23.5%	15.8%	16.8%	18.7%	20.4%
减: 所得税	61.3	19.4	39.2	51.9	78.4	净利润率	26.8%	23.7%	22.4%	22.9%	23.0%
<b>净利润</b>	<b>335.5</b>	<b>336.1</b>	<b>378.7</b>	<b>463.2</b>	<b>555.6</b>	EBITDA/营业收入	28.2%	22.2%	22.7%	23.3%	24.0%
<b>资产负债表</b>	<b>2015A</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	EBIT/营业收入	22.0%	14.9%	16.5%	18.1%	19.7%
货币资金	737.4	715.4	937.4	1,310.4	1,743.2	<b>运营效率</b>					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	96	85	62	42	27
应收账款	643.0	656.5	753.8	875.3	967.1	<b>流动营业资本周转天数</b>	200	234	233	216	211
应收票据	157.9	302.5	355.7	430.8	510.6	流动资产周转天数	553	548	521	532	545
预付账款	32.9	24.8	30.2	34.5	37.5	应收账款周转天数	167	165	150	145	137
存货	504.9	533.6	570.2	657.6	734.3	存货周转天数	121	132	117	109	103
其他流动资产	2.9	5.7	10.0	11.0	12.0	总资产周转天数	1,097	1,091	1,000	932	870
可供出售金融资产	68.2	83.0	98.1	113.0	128.0	投资资本周转天数	483	487	419	345	299
持有至到期投资	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	11.7%	10.5%	10.5%	11.4%	12.0%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	8.0%	7.5%	7.6%	8.2%	8.9%
固定资产	348.7	320.5	263.6	206.7	149.8	ROIC	15.0%	11.1%	12.5%	17.2%	21.2%
在建工程	4.5	1.4	1.4	1.4	1.4	<b>费用率</b>					
无形资产	467.7	428.9	381.9	335.0	288.0	销售费用率	5.1%	5.6%	4.5%	4.4%	4.3%
其他非流动资产	1,161.3	1,394.3	1,535.3	1,563.5	1,591.7	管理费用率	13.3%	16.3%	12.9%	12.5%	12.0%
<b>资产总额</b>	<b>4,129.4</b>	<b>4,466.6</b>	<b>4,937.5</b>	<b>5,539.3</b>	<b>6,163.6</b>	财务费用率	-1.5%	-0.9%	-0.3%	-0.6%	-0.6%
短期债务	30.0	130.0	-	-	-	三费/营业收入	17.0%	21.0%	17.1%	16.3%	15.6%
应付账款	163.0	167.5	198.0	226.9	229.3	<b>偿债能力</b>					
应付票据	283.5	148.2	249.0	300.1	305.8	资产负债率	28.9%	26.7%	25.5%	25.1%	23.6%
其他流动负债	121.7	135.5	154.2	174.1	196.6	负债权益比	40.7%	36.4%	34.3%	33.5%	30.8%
长期借款	-	10.0	-	-	-	流动比率	3.48	3.85	4.42	4.73	5.47
其他非流动负债	597.0	599.6	660.0	690.0	720.0	速动比率	2.63	2.93	3.47	3.80	4.47
<b>负债总额</b>	<b>1,195.2</b>	<b>1,190.8</b>	<b>1,261.3</b>	<b>1,391.2</b>	<b>1,451.7</b>	利息保障倍数	-15.03	-16.31	-58.88	-31.65	-30.39
少数股东权益	59.1	83.0	77.8	71.5	64.7	<b>分红指标</b>					
股本	606.8	606.8	606.8	606.8	606.8	DPS (元)	0.06	0.06	-	-	-
留存收益	2,295.9	2,598.0	2,991.7	3,469.8	4,040.5	分红比率	10.1%	10.1%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>股东权益</b>	<b>2,934.3</b>	<b>3,275.8</b>	<b>3,676.3</b>	<b>4,148.1</b>	<b>4,711.9</b>	股息收益率	0.2%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>现金流量表</b>	<b>2015A</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2015A</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
净利润	332.4	332.9	378.7	463.2	555.6	EPS (元)	0.55	0.55	0.62	0.76	0.92
加: 折旧和摊销	79.0	105.5	103.9	103.9	103.9	BVPS (元)	4.74	5.26	5.93	6.72	7.66
资产减值准备	1.0	4.8	4.1	3.6	3.1	PE (X)	52.7	52.6	46.7	38.2	31.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB (X)	6.2	5.5	4.9	4.3	3.8
财务费用	-5.1	-4.5	-1.6	-4.0	-5.4	P/FCF	162.1	80.3	49.7	43.4	37.8
投资收益	-	-2.4	-2.6	-2.9	-3.3	P/S	14.2	12.5	10.5	8.7	7.3
少数股东损益	-3.1	-3.2	-5.2	-6.3	-6.8	EV/EBITDA	47.1	52.4	41.7	33.1	26.0
营运资金的变动	21.9	-527.1	-134.6	-198.9	-233.3	CAGR (%)	11.2%	18.1%	7.1%	11.2%	18.1%
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>403.0</b>	<b>130.0</b>	<b>342.5</b>	<b>358.6</b>	<b>413.8</b>	PEG	4.7	2.9	6.6	3.4	1.8
投资活动产生现金流量	-421.5	-259.7	-12.4	-12.1	-11.7	ROIC/WACC	1.4	1.1	1.2	1.6	2.0
融资活动产生现金流量	-22.8	104.3	-108.1	26.5	30.7	REP	6.4	7.7	7.0	4.8	3.6

资料来源: 贝格数据, 中原证券

### 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

### 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

### 分析师声明：

本报告署名分析师声明：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明：

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。

证券研究报告属于专业性报告，请在投资顾问指导下谨慎使用。投资者应当充分了解证券证券投资的高风险性，独立做出投资决定并自行承担投资风险。

本报告由中原证券股份有限公司制作，本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称中原证券）所有，未经中原证券书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。

获得中原证券书面授权的刊载、转发、引用，需要注明报告的出处为“中原证券股份有限公司”，且不得对刊载、转发的报告进行任何有悖原意的删节和修改，引用报告内容不得断章取义有悖原意。

本公司授权刊载转发机构名单在公司网站www.ccnew.com披露。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载信息、建议及推测不一致的报告，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

报告观点、结论和建议仅供投资者参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

### 特别声明：

在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。