

间接参与收购紫光股权，借力海外上市平台加速转型



事件描述

- 紫光控股（00365）今日发布公告，17日与芯鼎及北京紫光资本签订股份购买协议，北京紫光将出让紫光控股股权给芯鼎及其一致行动人，共计9.87亿股，占已发行股本约67.82%，总对价9.9亿港元。

核心观点

- 芯鼎为本次收购方主体，上海半导体装备材料基金是其重要股东之一，该基金由万业企业参与设立。根据紫光控股公告显示，芯鼎是由上海青芯全资控股，注册资本8.6亿，主要股东包括中青芯鑫、上海半导体装备材料基金及河南战兴基金。其中上海半导体装备材料基金持有28%股权，万业持有该基金19.8%股权。本次收购后，万业企业将间接持有紫光控股3.76%股权。
- 紫光控股主营SMT装备制造，海外上市平台具备并购优势，万业企业有望受益。紫光控股是清华紫光旗下唯一的海外上市平台，主营业务分为三大部分：工业产品的生产与销售，融资租赁及保理，证券投资。公司以SMT装备制造及相关业务为核心。根据公告披露，紫光控股2019上半年实现收入9600万港币。我们认为，万业企业向集成电路装备整线龙头转型的步伐正在加快，其参与设立的上​​海半导体装备材料基金未来将投资于更多的优质半导体装备资产，而公司将从中充分受益。此次装备材料基金参与控股紫光控股，一方面可通过资金介入帮助提升装备制造能力，另一方面可借助海外上市平台的优势推进并购整合，为打造中国版“应用材料”做好充足准备。
- 以基金形式增资入股上海精测，装备集团协同能力有望提升。9月初武汉精测发布公告，上海半导体装备材料基金连同国家大基金等机构向上海精测增资5.5亿元。此次引入战略投资方有望借助产业资本加快优质资源整合，推动中国半导体设备行业加速发展，万业企业作为间接持股方有望从中受益并实现发展协同。

财务预测与投资建议

- 维持增持评级，维持目标价12.45元。我们预测公司2019-2021年每股收益分别为0.83、0.92与1.19元，根据可比公司估值水平，我们认为目前公司的合理估值水平为19年的15倍，维持目标为12.45元，维持增持评级。

风险提示

地产销售低于预期，凯世通销售低于预期

公司主要财务信息					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,096	2,679	1,756	1,868	2,056
同比增长(%)	-34.3%	27.8%	-34.5%	6.4%	10.1%
营业利润(百万元)	2,229	1,301	892	981	1,272
同比增长(%)	144.0%	-41.7%	-31.4%	10.0%	29.7%
归属母公司净利润(百万元)	1,699	972	673	740	959
同比增长(%)	136.5%	-42.8%	-30.8%	10.0%	29.6%
每股收益(元)	2.11	1.21	0.83	0.92	1.19
毛利率(%)	63.0%	55.0%	55.5%	58.1%	59.5%
净利率(%)	81.0%	36.3%	38.3%	39.6%	46.7%
净资产收益率(%)	33.2%	16.1%	10.3%	10.2%	11.9%
市盈率	5.2	9.1	13.1	11.9	9.2
市净率	1.5	1.4	1.3	1.2	1.0

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价(2019年09月18日)	12.11元
目标价格	12.45元
52周最高价/最低价	13.39/8.09元
总股本/流通A股(万股)	80,616/80,616
A股市值(百万元)	9,763
国家/地区	中国
行业	中小市值
报告发布日期	2019年09月18日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-1.38	16.67	17	20.5
相对表现	0.87	-11.29	-10.39	-0.9
沪深300	-0.51	5.38	6.61	19.6



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 陈宇哲
021-63325888*3139
chenyuzhe@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860516120001

相关报告

- 房地产业务发展平稳，公司持续深化战略转型： 2019-08-29
- 牵手中科微电子所，拟设立集成电路装备集团，转型之路更进一步： 2019-06-25
- 地产+投资协同发展，收购凯世通转型集成电路： 2019-05-31

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	3,674	4,225	2,634	3,409	4,405	营业收入	2,096	2,679	1,756	1,868	2,056
应收账款	1	57	38	40	44	营业成本	775	1,205	781	783	832
预付账款	16	9	6	6	7	营业税金及附加	177	196	172	161	80
存货	2,159	1,361	882	884	940	营业费用	36	31	34	37	20
其他	2,357	968	3,340	3,343	3,346	管理费用	83	94	72	84	73
流动资产合计	8,207	6,621	6,899	7,682	8,743	财务费用	(73)	(118)	(154)	(135)	(176)
长期股权投资	8	8	8	8	8	资产减值损失	5	4	(4)	(1)	(1)
固定资产	3	68	59	53	47	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	0	22	22	22	22	投资净收益	1,134	32	36	39	43
无形资产	1	53	50	46	42	其他	(0)	2	2	2	2
其他	597	1,239	1,139	1,139	1,139	营业利润	2,229	1,301	892	981	1,272
非流动资产合计	608	1,391	1,277	1,267	1,258	营业外收入	1	6	7	8	9
资产总计	8,815	8,011	8,177	8,950	10,001	营业外支出	0	1	2	2	2
短期借款	0	2	17	2	2	利润总额	2,230	1,305	897	987	1,279
应付账款	394	280	181	182	193	所得税	531	333	224	247	320
其他	2,523	1,441	1,048	1,096	1,176	净利润	1,699	973	673	740	959
流动负债合计	2,917	1,723	1,247	1,280	1,371	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	1,699	972	673	740	959
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	2.11	1.21	0.83	0.92	1.19
其他	26	107	77	77	77						
非流动负债合计	26	107	77	77	77	主要财务比率					
负债合计	2,943	1,831	1,323	1,357	1,448		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	0	2	2	2	2	成长能力					
股本	806	806	806	806	806	营业收入	-34.3%	27.8%	-34.5%	6.4%	10.1%
资本公积	191	46	46	46	46	营业利润	144.0%	-41.7%	-31.4%	10.0%	29.7%
留存收益	4,811	5,273	5,946	6,686	7,645	归属于母公司净利润	136.5%	-42.8%	-30.8%	10.0%	29.6%
其他	63	53	53	53	53	获利能力					
股东权益合计	5,872	6,181	6,853	7,593	8,553	毛利率	63.0%	55.0%	55.5%	58.1%	59.5%
负债和股东权益总计	8,815	8,011	8,177	8,950	10,001	净利率	81.0%	36.3%	38.3%	39.6%	46.7%
						ROE	33.2%	16.1%	10.3%	10.2%	11.9%
						ROIC	32.1%	14.6%	8.5%	8.8%	10.2%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	资产负债率	33.4%	22.8%	16.2%	15.2%	14.5%
净利润	1,699	973	673	740	959	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	0	8	14	11	11	流动比率	2.81	3.84	5.53	6.00	6.38
财务费用	(73)	(118)	(154)	(135)	(176)	速动比率	2.07	3.05	4.83	5.31	5.69
投资损失	(1,134)	(32)	(36)	(39)	(43)	营运能力					
营运资金变动	(334)	910	34	41	26	应收账款周转率	2,800.1	81.4	32.8	42.7	43.4
其它	573	(1,177)	64	(1)	(1)	存货周转率	0.3	0.7	0.7	0.9	0.9
经营活动现金流	730	563	595	617	777	总资产周转率	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
资本支出	(3)	(155)	0	0	0	每股指标(元)					
长期投资	(316)	(433)	0	0	0	每股收益	2.11	1.21	0.83	0.92	1.19
其他	587	1,246	(2,356)	39	43	每股经营现金流	0.91	0.70	0.74	0.76	0.96
投资活动现金流	268	657	(2,356)	39	43	每股净资产	7.29	7.67	8.50	9.42	10.61
债权融资	0	0	0	0	0	估值比率					
股权融资	0	0	0	0	0	市盈率	5.2	9.1	13.1	11.9	9.2
其他	(218)	(663)	169	120	176	市净率	1.5	1.4	1.3	1.2	1.0
筹资活动现金流	(218)	(663)	169	120	176	EV/EBITDA	1.6	2.9	4.5	4.0	3.1
汇率变动影响	0	(1)	0	0	0	EV/EBIT	1.6	2.9	4.6	4.0	3.1
现金净增加额	780	556	(1,592)	776	996						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

