

## 主营高增长，结构优化拉升毛利率

### ——紫光国微 (002049) 点评报告

买入 (维持)

日期: 2019年10月31日

**事件:** 紫光国微发布 2019 年三季报, 报告期内实现营收 24.9 亿元, 同比增长 45.5%; 实现归母净利润 3.7 亿元, 同比增长 26.9%; 实现扣非后归母净利润 3.8 亿元, 同比增长 147.0%。

#### 投资要点:

- **收入、费用向好, 特种集成电路拉动毛利率攀升。** 1) 收入端来看, 前三季度营收同比增速 45.5%, 同比提升 14.7 个百分点, 而毛利率高达 35.8%, 同比提升 5.9 个百分点。营收与毛利率同步上升的原因在特种集成电路和智能安全芯片两项业务扩张带来的业务结构优化, 其中特种集成电路对毛利的拉动作用尤为明显。2) 费用端来看, 营收增长带来规模效应, 导致销售费用率下降 0.4 个百分点至 3.4%, 管理费用率也下降 1.1 个百分点至 6.8%。但财务费用率上升 0.7 个百分点至 0.5%, 主要系美元兑人民币汇率波动导致的汇兑损益所致。另一方面, 公司加大研发投入, 前三季度研发费用率提升 1.5 个百分点至 5.5%。
- **市场扩张需求导致客户账期延长, 现金流趋紧。** 截至前三季度末, 应收账款余额较年初增长 53.1%, 主要是公司为扩大集成电路市场份额以及增加备货, 适度延长了客户账期。此外, 预付款项余额较年初增长 117.7%, 预付货款和服务费呈现增长趋势。对应至现金流层面, 前三季度经营性现金流净额为 -2.4 亿元, 较去年同期下降 126.8%。整体来看, 集成电路芯片的稳定出货有望在四季度延续, 部分应收账款的逐步回款可加强公司现金流。
- **FPGA & 5G SIM 双轮驱动, 市场空间广阔。** 公司在前三季度进一步强化 FPGA 领域优势, 旗下 Titan、Logos、Compact 等系列继续推进产业化, 已在通信、工控和消费类市场陆续批量出货; 同时基于 28nm 工艺的新一代 FPGA 产品研发顺利, 已完成功能与性能验证工作, 国产替代前景广阔。另一方面, 当前市场上已经推出超过 18 款 5G 终端, 5G 换机潮临近的背景下, 公司正加码 SIM 卡安全芯片研发, 巩固龙头地位以迎接 5G 超级 SIM 卡放量。
- **盈利预测与投资建议:** 预计公司 2019-2020 年的 EPS 分别为 0.80、1.17 元, 对应的 PE 分别为 63.70 倍、43.56 倍, 维持“买入”评级。
- **风险因素:** 5G 商用不及预期, 半导体国产化不及预期。

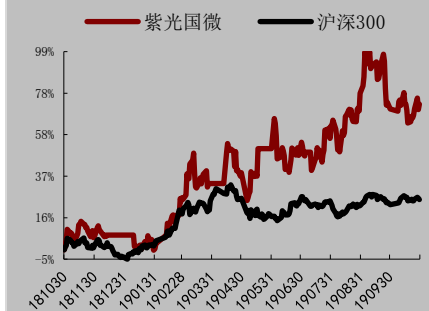
	2017年	2018年	2019E	2020E
营业收入(亿元)	18.29	24.58	35.73	48.42
增长比率(%)	28.94	34.41	45.33	35.53
净利润(亿元)	2.80	3.48	4.83	7.07
增长比率(%)	-16.73	24.33	38.72	46.55
每股收益(元)	0.46	0.57	0.80	1.17
市盈率(倍)			63.70	43.56

数据来源: WIND, 万联证券研究所

#### 基础数据

行业	电子
公司网址	
大股东/持股	西藏紫光春华投资有限公司/36.39%
实际控制人/持股	
总股本(百万股)	606.82
流通A股(百万股)	606.23
收盘价(元)	51.77
总市值(亿元)	314.15
流通A股市值(亿元)	313.85

#### 个股相对沪深 300 指数表现



数据来源: WIND, 万联证券研究所  
数据截止日期: 2019年10月30日

#### 相关研究

万联证券研究所 20190822\_公司半年报点评\_AAA\_紫光国微 (002049) 2019 年中报点评\_受益国产替代, 扣非归母净利润翻倍  
万联证券研究所 20190411\_公司年报点评\_AAA\_紫光国微 (002049) 2018 年报点评\_毛利率下滑, 剥离存储业务有望改善  
万联证券研究所 20181029\_公司点评报告\_AAA\_紫光国微 (002049) 2018 三季报点评

分析师: 宋江波

执业证书编号: S0270516070001

电话: 02160883490

邮箱: songjb@wlzq.com.cn

研究助理: 孔文彬

电话: 13501696124

邮箱: kongwb@wlzq.com.cn

资产负债表

单位：百万元

至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	3405.02	3916.71	4915.01	6402.80
货币资金	1130.32	675.33	834.93	1057.78
应收及预付	1476.87	2286.58	2711.83	3606.50
存货	788.59	942.56	1355.35	1721.76
其他流动资产	9.24	12.23	12.90	16.76
<b>非流动资产</b>	2321.00	2377.24	2401.43	2080.78
长期股权投资	178.51	178.51	178.51	178.51
固定资产	200.78	60.17	379.69	100.90
在建工程	59.31	259.31	0.00	0.00
无形资产	722.41	623.41	820.17	778.31
其他长期资产	1160.00	1255.84	1023.05	1023.05
<b>资产总计</b>	5726.02	6293.95	7316.44	8483.58
<b>流动负债</b>	1027.92	1168.70	1565.21	1922.87
短期借款	12.52	0.00	0.00	0.00
应付及预收	761.52	914.81	1311.33	1668.98
其他流动负债	253.89	253.89	253.89	253.89
<b>非流动负债</b>	897.18	897.18	897.18	897.18
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	300.00	300.00	300.00	300.00
其他非流动负债	597.18	597.18	597.18	597.18
<b>负债合计</b>	1925.10	2065.88	2462.40	2820.05
股本	606.82	606.82	606.82	606.82
资本公积	619.02	619.02	619.02	619.02
留存收益	2536.10	2994.77	3619.39	4427.14
归属母公司股东权益	3794.38	4220.61	4845.23	5652.98
少数股东权益	6.54	7.46	8.81	10.55
<b>负债和股东权益</b>	5726.02	6293.95	7316.44	8483.58

现金流量表

单位：百万元

至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	318.64	-79.11	650.47	436.07
净利润	348.55	481.27	706.39	914.18
折旧摊销	161.77	145.51	206.34	212.18
营运资金变动	-141.63	-813.38	-442.18	-907.29
其它	-50.06	107.49	179.92	217.00
<b>投资活动现金流</b>	-242.68	-297.63	-397.63	-97.63
资本支出	-303.21	-200.00	-300.00	0.00
投资变动	31.41	0.00	0.00	0.00
其他	29.12	-97.63	-97.63	-97.63
<b>筹资活动现金流</b>	-20.71	-78.25	-93.24	-115.60
银行借款	-232.32	-12.52	0.00	0.00
债券融资	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	211.61	-65.74	-93.24	-115.60
<b>汇率变动对现金的影响</b>	11.80	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	67.06	-454.99	159.60	222.85

利润表

单位：百万元

至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	2458.42	3572.76	4842.07	6414.42
营业成本	1717.27	2302.43	3056.23	4092.57
营业税金及附加	14.80	26.80	36.32	48.11
销售费用	92.46	133.98	181.58	240.54
管理费用	232.12	335.84	422.71	559.98
研发费用	129.22	142.91	193.68	256.58
财务费用	-0.10	-1.38	-3.95	-10.54
资产减值损失	61.87	98.25	169.47	208.47
公允价值变动收益	0.00	2.37	2.37	2.37
投资净收益	111.69	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	373.08	538.94	791.03	1023.72
营业外收入	0.13	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.18	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	373.03	541.31	793.40	1026.09
所得税	24.48	57.67	84.64	109.54
<b>净利润</b>	348.55	483.64	708.76	916.55
少数股东损益	0.58	0.92	1.35	1.74
<b>归属母公司净利润</b>	347.97	482.72	707.41	914.81
EBITDA	534.76	683.07	993.42	1225.36
EPS (元)	0.57	0.80	1.17	1.51

主要财务比率

至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>				
营业收入	34.41%	45.33%	35.53%	32.47%
营业利润	18.99%	44.46%	46.78%	29.42%
归属于母公司净利润	24.33%	38.72%	46.55%	29.32%
<b>获利能力</b>				
毛利率	30.15%	35.56%	36.88%	36.20%
净利率	14.18%	13.54%	14.64%	14.29%
ROE	9.55%	12.05%	15.61%	17.43%
ROIC	8.47%	10.61%	13.64%	15.18%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	33.62%	32.82%	33.66%	33.24%
流动比率	438.71%	426.81%	373.83%	382.63%
速动比率	336.83%	323.77%	270.47%	279.47%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	44.97%	59.45%	71.15%	81.20%
应收账款周转率	189.61%	189.87%	193.74%	203.04%
存货周转率	247.24%	266.00%	266.00%	266.00%
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.57	0.80	1.17	1.51
每股经营现金流	0.53	-0.13	1.07	0.72
每股净资产	6.26	6.97	8.00	9.33
<b>估值比率</b>				
P/E		63.70	43.56	33.75
P/B		7.31	6.37	5.46
EV/EBITDA		48.30	33.61	27.54

资料来源：Wind，万联证券研究所

## 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。

基准指数：沪深300指数

## 风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其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、财务顾问或类似的金融服务。本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。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。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。研究员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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

## 万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场