

紫光国芯 (002049)

强烈推荐

行业：集成电路

全面布局存储业务，IC产业旗舰起航

事件：

公司发布中报，2016年上半年公司实现营业收入6.46亿元，同比增长15.76%；实现归属上市公司股东净利润1.50亿，同比增长12.76%。其中存储器芯片业务营收增幅超过30%。公司2016年1~9月预计净利润2.64~3.43亿，同比增长0~30%。

中投电子观点：

公司是国内IC设计龙头企业，主要产品包括智能芯片、特种集成电路及存储芯片。公司技术积累雄厚，市场优势突出，是国内稀缺的IC设计、制造平台型公司。2015年11月，公司通过800亿定增预案，用于存储芯片工厂建设、台湾力成25%股份收购以及芯片产业链上下游公司收购。公司全面布局存储器设计，制造及封测，打造国内存储器IDM龙头。国内存储器市场规模巨大，自主可控需求不断提升，同时恰逢存储器3D NAND Flash技术升级变革，公司有望利用存储器技术变革机遇期，实现弯道超车，打破外资厂商存储器市场垄断。我们认为公司传统业务优势持续巩固，新增存储业务空间巨大，即将打开成长快车道，成为下一个千亿市值科技领航者。

投资要点：

- ◇ **存储器市场规模巨大，行业保持高速增长。**随着互联网进一步渗透以及数据数字化进程加快，全球数据量呈现爆炸式增长并直接推动了存储器行业成长。目前存储器芯片已经成为半导体行业最重要的板块，2014年全球存储器芯片市场规模达到792亿美元，占整个半导体市场规模的23.5%。国内存储器市场保持同步高速增长。2015年，国内存储器市场规模已达2842.7亿元，2011~2015年复合增速达17.66%，领先于半导体整体行业增速。我们认为，大数据、物联网、可穿戴设备等新兴行业将进一步提升存储器需求并提供行业增长全新市场空间，存储器行业将继续保持高景气度，实现高速增长。
- ◇ **大陆存储器市场外资垄断，国产替代需求强烈，空间巨大。**大陆地区是全球最大的存储器芯片市场，据TrendForce统计，2015年大陆DRAM采购规模预计为120亿美元，NAND Flash采购规模为66.7亿美元，分别占全球DRAM和NAND市场供货量的21.6%和29.1%。目前，我国存储器芯片依赖进口，市场被三星、海力士、美光等外资存储巨头垄断，存储器行业发展远远滞后于市场，常年面对“缺芯”的市场窘境。我们认为行业大幅度落后于市场不具备长期性，随着国内自主可控需求的提升以及相关政策、资金的支持，存储器行业必将逐步实现国产替代，打破外资技术垄断并诞生能够与世界一流厂商同台竞争的优秀存储企业。

作者

署名：孙远峰

S0960516020001

010-63222585

sunyuanfeng@china-invs.cn

参与人：张磊

S0960116030023

010-63222985

zhanglei6@china-invs.cn

参与人：耿琛

S0960115100022

0755-82026571

gengchen@china-invs.cn

参与人：张雷

S0960116060029

021-52340810

zhanglei5@china-invs.cn

6-12个月目标价： 52

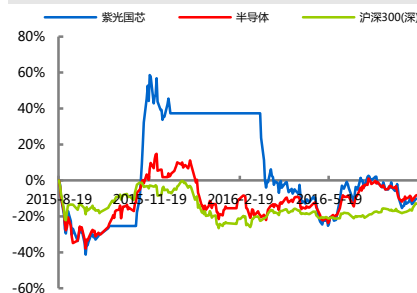
当前股价： 39.71

评级调整： 首次

基本资料

总股本(百万股)	607
流通股本(百万股)	593
总市值(亿元)	241
流通市值(亿元)	235
成交量(百万股)	7.69
成交额(百万元)	304.08

股价表现



相关报告

- ◇ **3D NAND Flash 技术升级,国内厂商有望实现弯道超车。**3D NAND Flash 具有高容量、低功耗、寿命长的优势,市场需求不断提升。与 2D Nand Flash 微缩技术工艺不同,3D Nand Flash 采用高复杂度刻蚀和薄膜工艺,两者技术工艺差别较大。目前,美光、SK 海力士等在 3D Nand Flash 技术积累并不成熟,国内外厂商技术差距相对较小。我们认为国内企业有望通过技术合作,发挥资本与规模优势,快速切入 3D NAND Flash 技术领域,实现存储器芯片行业弯道超车。
- ◇ **全面布局存储器产业链,打造 IDM 平台,存储芯片业务实现快速增长。**公司全面布局存储器设计,制造,封测领域,战略规划清晰。设计领域,公司于 2015 年 9 月收购西安华芯,成为国内唯一具有世界主流大容量存储器核心设计开发技术的公司。制造领域,公司计划投资 932 亿建造存储器工厂。封测领域,公司拟收购力成科技和南茂科技各 25% 股份,有望共享客户及技术相关资源。公司通过大规模投资和收购迅速增强存储器产业实力,快速切入存储器行业并构建完整 IDM 平台。**目前,公司 DRAM 存储器芯片和内存模组系列产品批量稳定出货,新推出的内嵌 ECC DRAM 产品已实现高可靠工业领域销售。**NAND Flash 和下一代 DRAM 产品开发稳步推进。**报告期内,公司存储器芯片业务营收增幅超过 30%。**我们预计公司将保持资本投入力度并进一步寻求与世界领先厂商的技术合作,率先突破存储器技术垄断,实现国产替代的历史使命。
- ◇ **紫光集团旗下重要上市平台,有望整合资源,实现存储产业深度合作。**近年来,紫光集团通过全球外延并购布局半导体行业。集团先后收购 lattice 6.07% 股份,Imagination Technologies 3% 股份,跨国半导体集团已初具雏形。公司是紫光集团旗下重要上市平台,预计有望借助紫光集团内部产业资源,优先获得国外先进技术,实现存储器技术弯道超车。国内产业合作方面,**7 月 26 日,长江存储科技有限公司正式成立,武汉新芯成为其全资子公司。**长江存储由紫光集团、大基金与湖北国芯产业基金等共同出资,公司成立标志着紫光集团正式入股武汉新芯。预计未来公司将通过国内外产业深度合作,整合优势资源,不断加强公司技术、市场以及资本方面优势,加快存储器技术研发进程并进一步加强公司存储器平台优势。
- ◇ **传统业务优势巩固,市场地位持续提升。**公司智能卡芯片业务、智能终端芯片、特种集成电路业务及可重构集成电路业务优势巩固。**智能卡芯片方面,**公司积极开拓高端产品市场,金融 IC 卡、居民健康卡双轮驱动:目前,金融 IC 卡已在国内多家商业银行开展试点发放并实现海外金融 IC 卡市场突破;居民健康卡发放地区不断扩展,保持行业领军地位。**特种集成电路方面,**公司不断加大研发和市场开拓力度,在研产品项目中已有 18 项顺利投片,新研制四代特种 FPGA 已通过用户试用并形成小批量供货。**报告期内,公司特种集成电路业务营收增速达 94.5%,实现业务高速增长。****可重构集成电路方面,**公司推出采用完全自主知识产权体系结构的 Titan 系列高性能 FPGA,是国内第一款千万门级高性能 FPGA 产品,主要技术指标达到国际同类产品水平,下游市场一片蓝海。公司在传统业务方面具有较强的人才与

技术优势，管理团队具有平均超过 20 年的集成电路从业经历，芯片技术积累丰富。同时，公司市场、渠道优势突出，智能卡芯片业务客户包括法国金雅拓、德国捷德在内的全球前六大智能卡商；特种芯片业务客户覆盖多家国家重点特种装备研制单位。我们认为公司将持续巩固传统业务相关领域，不断加大相关业务领先优势，保持业务稳定增长。

- ◇ **给予“强烈推荐”评级。**公司传统业务优势稳固，市场地位持续提升；存储器业务全面布局，战略清晰。公司肩负半导体国产替代历史使命，在国家政策和资金的持续支持下，公司将深度整合国内外存储产业资源，打破外资厂商市场垄断，实现存储器国产替代。我们认为公司是国内存储行业领军平台型公司，背靠紫光集团，产业优势明显，未来有望实现业绩跨越成长。在不考虑股本摊薄及并表，仅考虑传统业务内生增长前提下，预计 16~18 年净利润 4.01/4.87/5.97 亿元，对应 EPS 0.66/0.80/0.98 元，同比增速 20%/21%/23%。给予 17 年 65 倍 PE，第一目标价 52 元。在考虑增发预案的前提下，综合考虑市值，主营业务类型，选择美光，海力士以及台湾华亚科、南亚科四家存储公司作为对标公司，并利用 PB 对公司进行价值重估。4 家公司当前平均 PB 为 1.39，考虑国内半导体行业高速增长性，给予公司合理 PB 为 2 倍。公司存储业务战略投资 1132 亿，对应市值 2264 亿元，传统 IC 业务对应市值 315 亿，合计市值 2579 亿，考虑增发后股份 35.67 亿股，长期对应股价 72.30 元/股。

主要存储厂商估值情况汇总

上市公司	已发行普通股 (亿股)	股价美 元/股)	当前市 值 (亿美元)	每股净资 产 (美元)	当前 PB	近一年 最高 PB	PE-TM
美光	10.38	15.49	160.79	11.73	1.32	1.65	44.1
海力士	7.28	30.73	223.71	27.68	1.11	1.26	6.96
华亚科	65.86	0.85	55.98	0.66	1.29	1.42	9.70
南亚科	27.49	1.18	32.44	0.64	1.85	2.89	5.90
平均					1.39	1.81	16.67

资料来源：WIND，参考 2016 年 8 月 17 日收盘价，中国中投证券研究总部

- ◇ **风险提示：**并购进度低于预期，存储业务推进进度低于预期，宏观经济下滑

主要财务指标

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1250	1526	1881	2392
收入同比(%)	15%	22%	23%	27%
归属母公司净利润	335	401	487	597
净利润同比(%)	10%	20%	21%	23%
毛利率(%)	41.2%	41.0%	41.4%	41.7%
ROE(%)	11.7%	12.4%	13.3%	14.2%
每股收益(元)	0.55	0.66	0.80	0.98
P/E	71.83	60.06	49.45	40.34
P/B	8.38	7.43	6.56	5.72
EV/EBITDA	66	54	45	36

资料来源：中国中投证券研究总部

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	2079	2350	2792	3463
现金	737	900	940	1085
应收账款	630	751	933	1183
其它应收款	13	16	20	25
预付账款	33	50	59	74
存货	505	466	628	825
其他	161	167	211	271
非流动资产	2050	2104	2160	2210
长期投资	0	0	0	0
固定资产	349	303	257	209
无形资产	468	566	668	763
其他	1234	1234	1236	1238
资产总计	4129	4454	4952	5673
流动负债	598	652	697	871
短期借款	30	96	2	0
应付账款	161	192	233	297
其他	407	364	463	574
非流动负债	597	504	528	543
长期借款	0	0	0	0
其他	597	504	528	543
负债合计	1195	1156	1225	1414
少数股东权益	59	56	51	46
股本	607	607	607	607
资本公积	625	625	625	625
留存收益	1670	2010	2444	2981
归属母公司股东权益	2875	3242	3676	4213
负债和股东权益	4129	4454	4952	5673

现金流量表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	403	250	310	317
净利润	332	398	483	592
折旧摊销	79	73	74	74
财务费用	-18	-5	-7	-10
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-9	-124	-268	-358
其它	19	-92	27	19
投资活动现金流	-421	-125	-128	-121
资本支出	249	0	0	0
长期投资	-14	0	0	0
其他	-186	-125	-128	-121
筹资活动现金流	-23	38	-141	-52
短期借款	30	66	-95	-2
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	2	0	0	0
其他	-55	-29	-47	-50
现金净增加额	-36	163	40	145

利润表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1250	1526	1881	2392
营业成本	735	900	1102	1394
营业税金及附加	9	10	13	16
营业费用	64	68	90	110
管理费用	166	187	229	292
财务费用	-18	-5	-7	-10
资产减值损失	1	2	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	-0	-0	-0
营业利润	293	364	452	587
营业外收入	101	85	92	91
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	394	448	544	678
所得税	61	50	61	86
净利润	332	398	483	592
少数股东损益	-3	-4	-4	-5
归属母公司净利润	335	401	487	597
EBITDA	354	432	520	651
EPS (元)	0.55	0.66	0.80	0.98

主要财务比率

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入	15.0%	22.1%	23.2%	27.2%
营业利润	7.2%	24.0%	24.4%	29.8%
归属于母公司净利润	10.2%	19.6%	21.4%	22.6%
获利能力				
毛利率	41.2%	41.0%	41.4%	41.7%
净利率	26.8%	26.3%	25.9%	25.0%
ROE	11.7%	12.4%	13.3%	14.2%
ROIC	8.5%	10.9%	12.2%	13.9%
偿债能力				
资产负债率	28.9%	26.0%	24.7%	24.9%
净负债比率	2.54%	8.37%	0.17%	0.03%
流动比率	3.48	3.60	4.00	3.98
速动比率	2.63	2.89	3.10	3.03
营运能力				
总资产周转率	0.33	0.36	0.40	0.45
应收账款周转率	2	2	2	2
应付账款周转率	5.13	5.10	5.19	5.26
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.55	0.66	0.80	0.98
每股经营现金流(最新摊薄)	0.66	0.41	0.51	0.52
每股净资产(最新摊薄)	4.74	5.34	6.06	6.94
估值比率				
P/E	71.83	60.06	49.45	40.34
P/B	8.38	7.43	6.56	5.72
EV/EBITDA	66	54	45	36

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

相关报告

报告日期	报告标题
------	------

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：** 预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：** 预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：** 预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：** 预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：** 预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：** 预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：** 预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

孙远峰，电子行业首席分析师，哈尔滨工业大学工学学士，清华大学工学博士，近 3 年电子实业工作经验，2013-2015 年新财富团队核心成员。

张磊，电子行业分析师，北京大学理学学士，工学硕士，近 3 年商业银行总行科技管理工作经历。

耿琛，电子行业分析师，哈尔滨工业大学工学/金融学士，美国新墨西哥大学计算机硕士，新加坡国立大学计算机学院助理研究员。

张雷，电子行业分析师，西北工业大学理学学士，北京大学集成电路设计与工程系硕士，近 3 年军工研究所工作经验。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中国中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及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，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编：518000
传真：(0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编：100032
传真：(010) 63222939

上海市

上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼
邮编：200082
传真：(021) 62171434