

2016年10月25日

# 紫光国芯 (002049.SZ)

## 公司快报

### 三季度报传统业务稳定，等待存储器业务实施

#### 投资要点

公司发布 2016 年三季度报披露前三季度营业收入实现 10.0 亿元，同比上升 6.0%，毛利率 40.5%，同比下降 3.9 个百分点，2016 年前三季度归属于上市公司股东的净利润 2.8 亿元，同比上升 4.6%。第三季度单季度公司销售收入 3.5 亿元，同比下降 8.3%，毛利率 39.1%，同比下降 6.0 个百分点，第三季度归属上市公司股东的净利润 1.3 亿元，同比下降 3.7%。

公司预计 2016 年全年归属于上市公司股东的净利润为 3.0~4.0 亿，变动幅度为 -10%~20%。

#### ◆ 点评：

- 市场需求放缓至季度营收小幅下滑：**公司 2016 年前三季度销售收入同比增长 6.0%，第三季度单季同比下降 8.3%，国内智能 IC 卡市场主要需求主体包括银行、运营商、公安部、卫计委等国家部委或者国有企业的需求增长放缓，而市场产品价格竞争仍然持续，使得公司营收出现了小幅度下降，未来相关产品市场仍然能够维持稳定。
  - 市场竞争带来盈利能力下降：**公司第三季度单季度毛利率水平同比下降 6.0 个百分点，前三季度整体下降 3.9 个百分点，产品招投标市场的价格竞争限制了公司盈利能力，与海外厂商的竞争中成本方面尚无优势，使得毛利率出现了下滑，营业外收入的增长以及税收方面的优惠使得公司的净利润率仍然保持。
  - 依托紫光集团推进存储器领域扩张，进而打造集成电路龙头：**公司目前的主要关注点来自于其作为母公司紫光集团的存储器业务的实施平台，伴随着紫光集团与武汉新芯合并后成立了长江存储，公司定增披露的存储器项目有了明确的实施计划，公司有望成为国内集成电路存储器行业的龙头企业，进而参与全球市场的竞争。
- ◆ **投资建议：**对于公司的估值预测分两部分，原先业务我们预计能够在 2016 年~2018 年分别贡献 3.8 亿、4.6 亿及 5.0 亿元净利润，对应 2016 年动态 PE 估值 50.0 倍。存储器芯片业务以达产净利润 87.5 亿，对应动态 PE 估值 15 倍，收购台湾力成及产业链投资暂不测算增值，仍基于投资额 200 亿估值，因此整体给予 1,703 亿市值预期，对应股份数 35.7 亿股，目标价 47.70 元。

由于存储器芯片厂达产预计要到 2018 年，之前业绩部分释放，我们公司预测 2016 年至 2018 年每股收益分别为 0.62、0.82 和 2.10 元。给予买入-A 建议，6 个月目标价为 47.70 元。

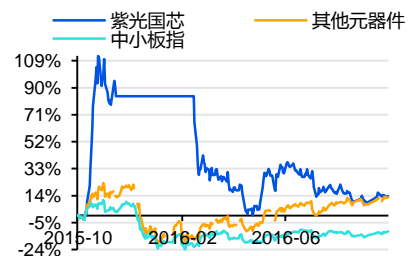
电子元器件 | 其他元器件 III

投资评级	买入-A(维持)
6 个月目标价	47.70 元
股价(2016-10-24)	37.11 元

#### 交易数据

总市值 (百万元)	22,519.01
流通市值 (百万元)	22,134.63
总股本 (百万股)	606.82
流通股本 (百万股)	596.46
12 个月价格区间	32.00/73.29 元

#### 一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-3.0	-11.61	24.98
绝对收益	-0.32	-11.58	14.51

#### 分析师

谭志勇  
 SAC 执业证书编号：S0910515050002  
 tanzhiyong@huajinsec.cn  
 021-20655640

#### 报告联系人

蔡景彦  
 caijingyan@huajinsec.cn  
 021-20655612

#### 相关报告

- 紫光国芯：第一季度业绩平稳增长，符合预期 2016-04-21
- 紫光国芯：传统业务稳健成长，并购投资打造行业龙头 2016-04-13
- 紫光国芯：大额定增加码投资存储器芯片及产业链上下游 2015-11-25
- 紫光国芯：特种集成电路与智能卡双轮驱动，国安之“芯” 2015-10-26
- 紫光国芯：拟收购西安华芯半导体，完善产业布局 2015-07-27

◆ **风险提示**：存储器芯片项目投资收益不及预期；现有业务民用 FPGA 投放市场不及预期；传统智能卡业务受到市场竞争压力盈利能力降低。

#### 财务数据与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业收入(百万元)	1,086.6	1,249.8	1,454.7	11,397.7	29,649.2
同比增长(%)	18.1%	15.0%	16.4%	683.5%	160.1%
营业利润(百万元)	273.7	293.4	330.3	3,118.6	8,141.3
同比增长(%)	24.9%	7.2%	12.6%	844.1%	161.1%
净利润(百万元)	304.4	335.5	376.9	2,927.6	7,483.3
同比增长(%)	11.7%	10.2%	12.3%	676.8%	155.6%
每股收益(元)	0.50	0.55	0.62	0.82	2.10
PE	74.0	67.1	59.8	45.2	17.7
PB	8.6	7.8	7.1	1.5	1.4

数据来源：贝格数据华金证券研究所

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1,086.6	1,249.8	1,454.7	11,397.7	29,649.2	年增长率					
减:营业成本	659.1	734.7	880.1	7,126.1	18,061.0	营业收入增长率	18.1%	15.0%	16.4%	683.5%	160.1%
营业税费	6.4	8.5	9.6	73.2	196.0	营业利润增长率	24.9%	7.2%	12.6%	844.1%	161.1%
销售费用	41.0	64.1	60.4	495.9	1,346.6	净利润增长率	11.7%	10.2%	12.3%	676.8%	155.6%
管理费用	121.6	166.5	185.0	937.6	2,382.0	EBITDA 增长率	29.8%	8.6%	9.0%	1180.9	184.3%
财务费用	-19.1	-18.3	-14.7	-356.5	-480.4	EBIT 增长率	27.8%	8.0%	14.7%	775.2%	177.4%
资产减值损失	3.8	1.0	4.0	2.9	2.6	NOPLAT 增长率	26.1%	0.9%	18.9%	800.2%	177.4%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	22.4%	21.4%	-13.6%	1621.8	131.1%
投资和汇兑收益	-0.1	-	-	-	-	净资产增长率	11.6%	11.8%	10.6%	2537.0	6.9%
营业利润	273.7	293.4	330.3	3,118.6	8,141.3	盈利能力					
加:营业外净收支	62.1	100.3	99.3	119.4	128.1	毛利率	39.3%	41.2%	39.5%	37.5%	39.1%
利润总额	335.8	393.6	429.6	3,237.9	8,269.4	营业利润率	25.2%	23.5%	22.7%	27.4%	27.5%
减:所得税	32.1	61.3	53.7	323.8	826.9	净利润率	28.0%	26.8%	25.9%	25.7%	25.2%
净利润	304.4	335.5	376.9	2,927.6	7,483.3	EBITDA/营业收入	29.9%	28.2%	26.5%	43.2%	47.3%
						EBIT/营业收入	23.4%	22.0%	21.7%	24.2%	25.8%
资产负债表						偿债能力					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	资产负债率	24.8%	28.9%	22.4%	21.0%	11.5%
货币资金	767.6	737.4	1,332.7	69,690.2	18,403.5	负债权益比	33.0%	40.7%	28.9%	26.6%	13.0%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	4.60	3.48	4.65	13.16	3.94
应收帐款	519.8	643.0	326.8	7,271.7	12,494.4	速动比率	3.73	2.63	4.13	12.28	3.11
应收票据	96.2	157.9	84.6	1,815.1	3,126.5	利息保障倍数	-13.30	-15.03	-21.44	-7.75	-15.95
预付帐款	44.5	32.9	66.1	747.5	1,252.0	营运能力					
存货	332.9	504.9	228.5	5,709.9	9,340.9	固定资产周转天数	103	96	82	307	447
其他流动资产	2.2	2.9	1.7	2.3	2.3	流动营业资本周转天数	178	200	129	148	145
可供出售金融资产	86.5	68.2	51.6	68.7	62.8	流动资产周转天数	569	553	510	1,378	788
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	157	167	120	120	120
长期股权投资	-	-	-	3,798.3	3,798.3	存货周转天数	91	121	91	94	91
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	1,088	1,097	1,029	1,778	1,286
固定资产	315.5	348.7	317.2	19,093.4	54,579.5	投资资本周转天数	527	558	490	528	635
在建工程	41.9	4.5	4.5	-	-	费用率					
无形资产	575.1	787.2	937.9	1,102.2	1,252.1	销售费用率	3.8%	5.1%	4.1%	4.4%	4.5%
其他非流动资产	707.8	841.8	833.3	-909.2	-909.4	管理费用率	11.2%	13.3%	12.7%	8.2%	8.0%
资产总额	3,490.0	4,129.4	4,184.8	108,390.0	103,403.0	财务费用率	-1.8%	-1.5%	-1.0%	-3.1%	-1.6%
短期债务	-	30.0	-	-	-	三费/营业收入	13.2%	17.0%	15.9%	9.4%	11.0%
应付帐款	126.0	163.0	216.3	2,802.9	4,872.2	投资回报率					
应付票据	177.2	283.5	126.8	3,487.6	6,146.8	ROE	11.6%	11.7%	11.8%	3.4%	8.2%
其他流动负债	80.3	121.7	96.0	184.9	311.6	ROA	8.7%	8.0%	9.0%	2.7%	7.2%
长期借款	-	-	-	15,796.8	-	ROIC	16.1%	13.3%	13.0%	135.4%	21.8%
其他非流动负债	481.7	597.0	499.9	526.2	541.1	分红指标					
负债总额	865.2	1,195.2	939.1	22,798.5	11,871.6	DPS(元)	0.10	0.06	0.12	0.16	0.42
少数股东权益	8.4	59.1	58.2	44.7	3.9	分红比率	19.9%	10.1%	20.0%	20.0%	20.0%
股本	606.8	606.8	606.8	3,565.4	3,565.4	股息收益率	0.3%	0.2%	0.3%	0.4%	1.1%
留存收益	2,019.0	2,295.9	2,580.7	81,981.4	87,962.2						
股东权益	2,624.8	2,934.3	3,245.7	85,591.5	91,531.4						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	303.8	332.4	376.9	2,927.6	7,483.3	EPS(元)	0.50	0.55	0.62	0.82	2.10
加:折旧和摊销	71.1	79.0	69.2	2,167.1	6,353.5	BVPS(元)	4.31	4.74	5.25	23.99	25.67
资产减值准备	3.8	1.0	-	-	-	PE(X)	74.0	67.1	59.8	45.2	17.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	8.6	7.8	7.1	1.5	1.4
财务费用	-0.1	-5.1	-14.7	-356.5	-480.4	P/FCF	-1,448.	-2,397.	35.4	-12.0	-2.7
投资损失	0.1	-	-	-	-	P/S	20.7	18.0	15.5	11.6	4.5
少数股东损益	-0.6	-3.1	-0.9	-13.5	-40.9	EV/EBITDA	42.2	101.3	55.0	15.9	8.1
营运资金的变动	-44.7	140.5	416.3	-8,776.7	-5,799.6	CAGR(%)	112.5%	181.9%	11.2%	112.5%	181.9%
经营活动产生现金流量	253.3	403.0	846.7	-4,052.0	7,516.0	PEG	0.7	0.4	5.3	0.4	0.1
投资活动产生现金流量	-363.9	-421.5	-171.8	-23,175.5	-41,983.6	ROIC/WACC	1.5	1.3	1.2	12.9	2.1
融资活动产生现金流量	-29.0	-22.8	-79.6	95,584.9	-16,819.0						

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

## 公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

谭志勇声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券有限责任公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券有限责任公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券有限责任公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券有限责任公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn