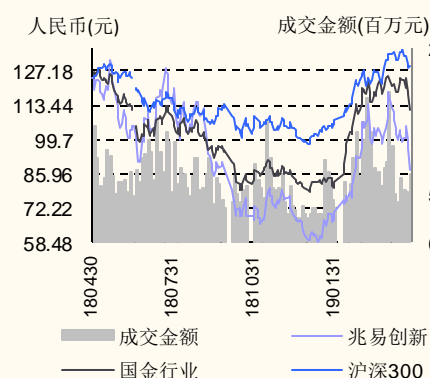


市场价格 (人民币): 87.14 元

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股)	207.40
总市值 (百万元)	24,825.71
年内股价最高最低 (元)	131.35/58.48
沪深 300 指数	3900.33
上证指数	3062.50



2018 年财报符合预期, 2019Q1 业绩受到存储价格与研发费用拖累

公司基本情况 (人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益 (元)	1.961	1.423	1.075	1.316	1.668
每股净资产 (元)	8.67	6.67	7.64	8.84	11.07
每股经营性现金流 (元)	0.98	2.18	0.71	1.58	1.92
市盈率 (倍)	83.19	43.80	81.09	66.24	52.25
净利润增长率 (%)	125.26%	1.91%	-24.41%	22.42%	26.78%
净资产收益率 (%)	22.63%	21.35%	14.08%	14.90%	15.08%
总股本 (百万股)	202.68	284.64	284.89	284.89	284.89

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 2018 年度, 公司实现营业总收入 22.46 亿元, 同比增长 10.65%; 归属于上市公司股东的净利润 4.05 亿元, 同比+2%; 2018 Q4 单季营收 5.25 亿, 同比增长 2.35%; 归母净利润 0.38 亿, 同比-35%。
- 2019Q1, 营收 4.56 亿, 同比-15.73%; 归母净利润 0.4 亿, 同比-55.58%。

经营分析

- 2018 业绩分析: 公司 2018 全年营收符合我们之前报告预期, 业绩比我们预计低 7.5%。主要原因还是 MCU 产品毛利率 (43.72%) 低于我们预期 (47%)。预计主要原因在于中美贸易战以及下游终端需求减弱带来 ASP 的降低。
- 存储价格下跌与研发费用大幅增加拖累 2019Q1 业绩。1) 单季度研发费用从 3945 万增加到 6400 万, 同比增加 64%。预计公司 2019 全年研发费用仍将保持高速增长。2) 下游由于存储周期性波动, 价格下跌对于公司存储产品营收造成影响。3) MCU 方面, 预计 2019Q1MCU 毛利率维持 Q4 状况, 与 2018H1 相比有所下滑。
- 对外合作方面进展顺利: 公司公告与合肥长鑫集成签署《可转债债券投资协议》, 继续推进与合肥长鑫关于 12 英寸晶圆存储器的项目。同时公司收购思立微重大资产重组案获有条件通过。
- 未来产品方面公司将继续加大研发布局, 主营业务有望环比改善。1) 公司将推出低功耗宽电压产品并布局车用存储 2) 公司在 MCU 领域将继续拓展物联网应用, 并布局车用 MCU。

盈利调整与投资建议

- 基于对于公司产品价格与毛利率的评估, 我们调公司 2019/2020 归母净利润至 3.06/3.75 亿, 下调幅度 45%, 55%。参照半导体行业平均估值与成长性预期, 给予未来 12 个月目标价 95 元, 对应 2020 年 PE=72x。以上盈利预测没有考虑未来思立微并购案带来的影响。

风险提示

存储跌价幅度超过预期; MCU 下游需求不达预期; 竞争导致毛利率下滑。

相关报告

1. 《MCU 与存储双轮驱动 IoT 物联网战略-《2018-11-21...》, 2018.11.22

宋敬祎 分析师 SAC 执业编号: S1130519010001
 songjingyi@gjzq.com.cn

图表 1：公司财务数据与预期对比

	2018Q4			2019Q1		
	公司公告	市场一致性预期	国金分析师预期	公司公告	市场一致性预期	国金分析师预期
营收（百万元）	524.66	629.10	522.87	456.34	698.78	631.03
归母净利润 （百万元）	37.67	98.41	64.66	39.68	130.65	124.40

来源：wind 国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	1,489	2,030	2,246	2,145	2,511	3,070	货币资金	872	587	934	1,079	1,410	1,960
增长率		36.3%	10.6%	-4.5%	17.1%	22.2%	应收账款	129	173	137	170	199	243
主营业务成本	-1,091	-1,235	-1,387	-1,346	-1,549	-1,871	存货	407	627	629	631	630	683
%销售收入	73.3%	60.8%	61.7%	62.7%	61.7%	61.0%	其他流动资产	28	43	69	77	98	119
毛利	398	795	859	799	963	1,198	流动资产	1,435	1,431	1,770	1,956	2,337	3,006
%销售收入	26.7%	39.2%	38.3%	37.3%	38.3%	39.0%	%总资产	86.0%	55.6%	61.9%	61.3%	62.7%	66.3%
营业税金及附加	-6	-3	-11	-4	-5	-6	长期投资	110	804	532	532	532	532
%销售收入	0.4%	0.1%	0.5%	0.2%	0.2%	0.2%	固定资产	94	165	449	576	720	850
营业费用	-53	-72	-77	-71	-83	-101	%总资产	5.6%	6.4%	15.7%	18.1%	19.3%	18.7%
%销售收入	3.5%	3.6%	3.4%	3.3%	3.3%	3.3%	无形资产	12	45	72	81	92	100
管理费用	-188	-260	-334	-397	-465	-568	非流动资产	235	1,144	1,092	1,233	1,388	1,526
%销售收入	12.6%	12.8%	14.9%	18.5%	18.5%	18.5%	%总资产	14.0%	44.4%	38.1%	38.7%	37.3%	33.7%
息税前利润 (EBIT)	151	460	436	327	410	523	资产总计	1,670	2,574	2,861	3,189	3,725	4,532
%销售收入	10.2%	22.7%	19.4%	15.3%	16.3%	17.0%	短期借款	0	45	78	211	334	391
财务费用	25	-27	24	-3	-7	-4	应付款项	275	422	466	395	456	551
%销售收入	-1.7%	1.3%	-1.1%	0.2%	0.3%	0.1%	其他流动负债	41	87	83	71	84	103
资产减值损失	-15	-57	-73	-33	-37	-41	流动负债	316	554	627	678	873	1,045
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	184	213	213	213	213
投资收益	1	54	3	30	30	30	其他长期负债	74	80	123	123	123	123
%税前利润	0.4%	12.1%	0.6%	8.8%	7.2%	5.7%	负债	391	817	964	1,014	1,209	1,381
营业利润	162	437	417	320	396	508	普通股股东权益	1,279	1,756	1,897	2,175	2,516	3,151
营业利润率	10.9%	21.5%	18.6%	14.9%	15.8%	16.5%	少数股东权益	1	1	0	0	0	0
营业外收支	24	13	19	20	20	20	负债股东权益合计	1,670	2,574	2,861	3,189	3,725	4,532
税前利润	186	449	436	340	416	528	比率分析						
利润率	12.5%	22.1%	19.4%	15.9%	16.6%	17.2%		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
所得税	-11	-52	-32	-34	-42	-53	每股指标						
所得税率	6.0%	11.5%	7.4%	10.0%	10.0%	10.0%	每股收益	1.764	1.961	1.423	1.075	1.316	1.668
净利润	175	398	404	306	375	475	每股净资产	12.785	8.666	6.665	7.641	8.837	11.069
少数股东损益	-2	0	-1	0	0	0	每股经营现金净流	0.836	0.975	2.177	0.713	1.582	1.918
归属于母公司的净利润	176	397	405	306	375	475	每股股利	0.530	0.390	0.290	0.100	0.120	0.140
净利率	11.8%	19.6%	18.0%	14.3%	14.9%	15.5%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	13.80%	22.63%	21.35%	14.08%	14.90%	15.08%
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	总资产收益率	10.57%	15.44%	14.16%	9.60%	10.06%	10.49%
净利润	175	398	404	306	375	475	投入资本收益率	11.12%	20.43%	18.40%	11.29%	12.02%	12.51%
少数股东损益	-2	0	-1	0	0	0	增长率						
非现金支出	44	96	135	87	107	128	主营业务收入增长率	25.25%	36.32%	10.65%	-4.49%	17.08%	22.23%
非经营收益	-5	-37	-10	-33	-17	-11	EBIT增长率	-3.54%	204.03%	-5.15%	-25.03%	25.41%	27.49%
营运资金变动	-130	-258	91	-157	-14	-46	净利润增长率	11.82%	125.26%	1.91%	-24.41%	22.42%	26.78%
经营活动现金净流	84	198	620	203	450	546	总资产增长率	85.56%	54.19%	11.13%	11.46%	16.80%	21.67%
资本开支	-79	-233	-297	-168	-205	-205	资产管理能力						
投资	-87	-569	6	0	0	0	应收账款周转天数	28.2	17.7	16.0	20.0	20.0	20.0
其他	5	20	7	30	30	30	存货周转天数	104.8	152.9	165.4	180.0	165.0	155.0
投资活动现金净流	-161	-782	-285	-138	-175	-175	应付账款周转天数	70.7	76.4	71.3	73.0	73.0	73.0
股权募资	535	121	48	0	0	0	固定资产周转天数	18.5	18.3	40.8	47.3	46.9	41.8
债权募资	0	235	54	133	122	57	偿债能力						
其他	-6	-57	-90	-53	-67	122	净负债/股东权益	-68.14%	-20.41%	-33.86%	-30.09%	-34.30%	-43.02%
筹资活动现金净流	529	300	12	80	56	179	EBIT利息保障倍数	-6.1	16.8	-18.1	94.7	59.3	141.0
现金净流量	452	-285	347	145	331	550	资产负债率	23.39%	31.74%	33.68%	31.80%	32.46%	30.47%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	3	5	8	17
增持	1	4	4	5	10
中性	0	1	1	1	2
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	1.75	1.60	1.50	1.48

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

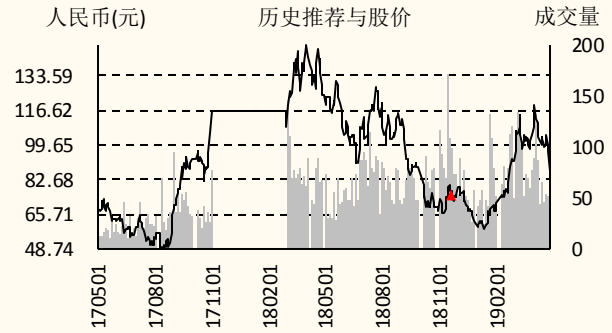
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2018-11-22	买入	76.96	88.00~98.00

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-66216979	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	传真：010-66216793	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100053	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号 时代金融中心 7GH