



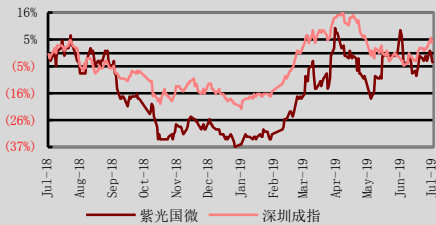
002049.SZ

买入

市场价格：人民币 44.01

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	51.7	(10.0)	(10.8)	(3.6)
相对深证成指	19.9	(16.3)	(1.9)	(5.7)

发行股数(百万)	607
流通股(%)	100
总市值(人民币 百万)	26,706
3个月日均交易额(人民币 百万)	1,091
净负债比率(%) (2019E)	净现金
主要股东(%)	
西藏紫光春华投资有限公司	36

资料来源：公司公告，聚源，中银国际证券  
以2019年7月4日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

电子

赵琦

021-20328313  
qi.zhao@bocichina.com  
证券投资咨询业务证书编号：S1300518080001

王达婷

021-20328284  
dating.wang@bocichina.com  
证券投资咨询业务证书编号：S1300519060001

## 紫光国微

### 智能安全芯片技术领先，拟收购紫光联盛协同效应明显

公司在智能安全芯片领域技术领先，拟收购标的资产紫光联盛与公司智能安全芯片协同效应明显，同时考虑公司在FPGA领域具有较深布局，成长空间较大，首次覆盖，给予“买入”评级。

#### 支撑评级的要点

- 智能安全芯片技术领先，拟收购紫光联盛，协同效应明显。公司在智能安全芯片领域技术领先，2018年实现销售额10.36亿元，多款先进工艺产品实现量产，并且安全芯片射频技术、安全算法和防攻击技术等进一步的提升。近期，公司公告拟发行股份购买紫光联盛100%股权，标的资产的价格初步定价180亿元。紫光联盛为持股型公司，旗下核心资产为Linxens。Linxens主业为设计与生产智能安全芯片微连接器等，销售规模全球领先，与公司智能安全芯片业务协同效应明显。
- FPGA芯片全面开拓通信和工控市场，受益国产替代。子公司紫光同创主要从事通用FPGA的研发和销售，已经完成3大系列产品的开发，可满足通信、工业控制等市场需求，预计2019年能够实现小批量的销售出货。FPGA的国产化率较低，在外部环境存在不确定性的背景下，国产替代有望加速，公司将受益。
- 拟剥离存储器业务，减轻利润拖累。公司存储器业务2018年实现营收6.45亿元，同比增长超过93%，但DRAM存储器芯片需求第四季度开始急剧回落，影响公司盈利。根据公司公告，拟将西安紫光国芯76%股权转让给控股股东紫光集团全资子公司紫光存储，转让价为1.68亿元。股权转让完成后，西安紫光国芯将不再纳入合并报表。

#### 估值

- 预计公司2019~2021年的EPS分别为0.64、0.83、1.03元，当前股价对应PE分别为69X、53X、43X。考虑公司在智能安全芯片和FPGA芯片领域的领先优势，首次覆盖，给予“买入”评级。

#### 评级面临的主要风险

- 存储业务剥离进度不及预期；资产重组进度不及预期；GPGA芯片市场开拓不及预期。

#### 投资摘要

年结日：12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入(人民币 百万)	1,829	2,458	3,073	3,995	5,114
变动(%)	29	34	25	30	28
净利润(人民币 百万)	280	348	388	505	623
全面摊薄每股收益(人民币)	0.461	0.573	0.640	0.832	1.027
变动(%)	(16.7)	24.3	11.5	30.1	23.4
全面摊薄市盈率(倍)	95.4	76.7	68.8	52.9	42.9
价格/每股现金流量(倍)	45.7	83.8	20.8	(94.9)	16.6
每股现金流量(人民币)	0.96	0.53	2.11	(0.46)	2.65
企业价值/息税折旧前利润(倍)	64.3	68.7	44.8	35.0	26.9
每股股息(人民币)	0.050	0.058	0.066	0.087	0.106
股息率(%)	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2

资料来源：公司公告，中银国际证券预测

### 损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	1,829	2,458	3,073	3,995	5,114
销售成本	(1,239)	(1,732)	(2,170)	(2,812)	(3,605)
经营费用	(187)	(354)	(350)	(458)	(619)
息税折旧前利润	403	372	553	724	889
折旧及摊销	(134)	(162)	(201)	(247)	(288)
经营利润 (息税前利润)	269	211	353	477	601
净利息收入/(费用)	(29)	0	11	12	15
其他收益/(损失)	76	162	50	50	50
税前利润	316	373	414	539	666
所得税	(37)	(24)	(25)	(33)	(42)
少数股东权益	(1)	1	1	1	1
净利润	280	348	388	505	623
核心净利润	280	348	388	505	623
每股收益 (人民币)	0.461	0.573	0.640	0.832	1.027
核心每股收益 (人民币)	0.462	0.573	0.640	0.832	1.027
每股股息 (人民币)	0.050	0.058	0.066	0.087	0.106
收入增长(%)	29	34	25	30	28
息税前利润增长(%)	29	(22)	67	35	26
息税折旧前利润增长(%)	28	(8)	49	31	23
每股收益增长(%)	(17)	24	12	30	23
核心每股收益增长(%)	(18)	24	12	30	23

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

### 现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	316	373	414	539	666
折旧与摊销	134	162	201	247	288
净利息费用	29	(0)	(11)	(12)	(15)
运营资本变动	216	69	1,503	(246)	244
税金	(39)	(24)	(25)	(33)	(42)
其他经营现金流	(72)	(261)	(799)	(776)	467
经营活动产生的现金流	584	319	1,283	(281)	1,608
购买固定资产净值	220	(266)	411	259	137
投资减少/增加	3	(67)	0	0	0
其他投资现金流	(516)	90	(821)	(518)	(273)
投资活动产生的现金流	(293)	(243)	(411)	(259)	(137)
净增权益	(30)	(35)	(40)	(53)	(64)
净增债务	115	(232)	(23)	61	(61)
支付股息	30	35	40	53	64
其他融资现金流	(117)	212	(61)	(41)	(49)
融资活动产生的现金流	(2)	(21)	(84)	20	(111)
现金变动	289	55	788	(520)	1,361
期初现金	715	1,015	1,130	1,919	1,398
公司自由现金流	291	76	872	(540)	1,471
权益自由现金流	434	(156)	838	(491)	1,396

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

### 资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	1,015	1,130	1,919	1,398	2,759
应收帐款	1,091	1,425	190	305	741
库存	601	789	347	1,125	660
其他流动资产	29	55	4	7	61
流动资产总计	2,743	3,405	2,960	3,334	4,721
固定资产	277	260	522	639	663
无形资产	1,217	951	902	800	626
其他长期资产	7	196	194	253	332
长期资产总计	1,501	1,407	1,617	1,692	1,622
总资产	5,207	5,726	5,487	5,873	7,106
应付帐款	487	737	492	670	1,160
短期债务	245	13	0	55	0
其他流动负债	179	279	531	224	468
流动负债总计	911	1,028	1,023	949	1,628
长期借款	10	300	300	306	300
其他长期负债	752	597	47	48	48
股本	607	607	607	607	607
储备	2,837	3,155	3,503	3,955	4,514
股东权益	3,444	3,762	4,110	4,562	5,121
少数股东权益	40	7	7	8	9
总负债及权益	5,207	5,726	5,487	5,873	7,106
每股帐面价值 (人民币)	5.68	6.20	6.77	7.52	8.44
每股有形资产 (人民币)	3.67	4.63	5.29	6.20	7.41
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.25)	(1.84)	(3.16)	(2.20)	(4.55)

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

### 主要比率

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	22.1	15.2	18.0	18.1	17.4
息税前利润率(%)	14.7	8.6	11.5	11.9	11.8
税前利润率(%)	17.3	15.2	13.5	13.5	13.0
净利率(%)	15.3	14.2	12.6	12.6	12.2
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	3.0	3.3	2.9	3.5	2.9
利息覆盖率(倍)	9.4	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	2.4	2.5	2.6	2.3	2.5
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	95.4	76.7	68.8	52.9	42.9
核心业务市盈率(倍)	95.3	76.7	68.8	52.9	42.9
市净率(倍)	7.7	7.1	6.5	5.9	5.2
价格/现金流(倍)	45.7	83.8	20.8	(94.9)	16.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	64.3	68.7	44.8	35.0	26.9
<b>周转率</b>					
存货周转天数	167.0	146.4	95.5	95.5	90.3
应收帐款周转天数	204.6	186.8	96.0	22.6	37.3
应付帐款周转天数	79.6	90.8	73.0	53.1	65.3
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	10.8	10.1	10.4	10.4	10.3
净资产收益率(%)	8.4	9.7	9.9	11.6	12.9
资产收益率(%)	4.9	3.6	5.9	7.9	8.7
已运用资本收益率(%)	2.0	2.2	2.3	2.7	3.0

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测