

北京君正 (300223)

证券研究报告

2019年08月04日

收购 ISSI 草案发布, “处理+存储” 抓国产替代机会

事件: 公司发布收购北京矽成 (ISSI) 草案, 拟作价 72 亿元收购北京矽成 100% 的股权。其中约 56 亿元的对价采用股份支付, 发行数量约 2.5 亿股, 发行价为 22.46 元/股; 16 亿元采用现金支付, 募集配套资金不超 15 亿元。ISSI 承诺在 2019-2021 年扣非归母净利润不低于 4900、6400、7900 万美元, 按 6.8 的汇率折合人民币约 3.33、4.35、5.37 亿元。

本次收购协同效应显著, 国产替代主题下布局“处理器+存储器”两大类关键芯片。 处理器芯片及存储器芯片是贸易战导致国产替代进程加速下的两大类关键芯片; 从华为供应链来看, 处理器芯片及存储芯片主要供应商分别为美国的 Intel 及美光。若本次收购成功, 公司自主研制处理器芯片的优势与标的公司 ISSI 在存储器芯片领域的强大竞争力相结合, 将形成“处理器+存储器”的技术和产品格局, 面临的将是产品竞争力协同加强及国产替代主题下广阔的市场空间的机会; 同时利用 ISSI 多年积累的优质国际客户资源, 形成“海外+国内”并进的市场布局, 拓展公司规模, 提升国际影响力。

公司扣非净利润有望扭亏为盈。 由于公司近年的研发支出一直处于高位, 扣非归母净利润从 14 年开始已经连续 5 年为负, 每年亏损约 0.2 亿元。而北京矽成在草案中给出业绩承诺, 2019-2021 年扣非归母净利润不低于 4900、6400、7900 万美元, 按 6.8 的汇率折合人民币约 3.33、4.35、5.37 亿元, 是公司目前亏损水平的 17-27 倍。据草案测算, 若重组完成, 公司 2019 年的归母净利润约 0.7 亿元; 我们假设今年非经常性损益与前三年差不多, 为 0.3 亿元, 则公司的扣非归母净利润约 0.4 亿元, 同比增加 0.6 亿元。

国产替代和存储周期明年有望复苏是公司未来加速成长的强劲动力。 2018 年全球存储芯片市场规模为 1620 亿美元, 其中 DRAM 的占比最高, 为 59.2%; 但行业高度垄断, 主要参与者为韩国和欧美企业。ISSI 作为一家原在纳斯达克上市后被中资私有化的公司, 其存储芯片产品在 DRAM、SRAM 领域保持全球领先地位, 同时拥有包括 Panasonic、Siemens 等在内的优质客户, 是存储芯片国产替代进程中竞争力最强的企业之一。另外, DRAM 现货价从今年 7 月初以来大涨 24%, 并且随着 5G 推进对存储芯片需求大规模的拉升, 存储周期明年有望复苏。“行业复苏红利+国产替代加持”是公司业绩持续增长的动力。

投资建议: 我们预计北京君正 2019-2021 年不考虑本次收购的净利润为 0.6、0.8、0.9 亿元, 对应的 PE 为 122、91、81。若考虑本次收购, 算入公司承诺利润, 备考净利润为 3.93、5.15、6.27; 公司增发股本 2.5 亿, 另外加上募投资金 15 亿, 预计公司的股本将扩大到 5 亿左右, 对应备考市值 170 多亿, 对应 PE 为 43、33、27。维持买入评级。

风险提示: 收购不及预期; 存储芯片需求不及预期; 业绩承诺不达标

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	184.47	259.67	389.51	545.32	736.19
增长率(%)	65.17	40.77	50.00	40.00	35.00
EBITDA(百万元)	(1.70)	77.09	48.64	84.60	95.80
净利润(百万元)	6.50	13.52	59.96	79.99	89.95
增长率(%)	(7.81)	107.89	343.65	33.41	12.44
EPS(元/股)	0.03	0.07	0.30	0.40	0.45
市盈率(P/E)	1,127.55	542.37	121.85	91.33	81.23
市净率(P/B)	6.52	6.42	6.17	5.94	5.69
市销率(P/S)	39.74	28.23	18.76	13.40	9.92
EV/EBITDA	(3,346.77)	43.14	147.97	83.58	77.56

资料来源: wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	电子/半导体
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	36.41 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	201.33
流通 A 股股本(百万股)	127.44
A 股总市值(百万元)	7,330.34
流通 A 股市值(百万元)	4,639.92
每股净资产(元)	5.93
资产负债率(%)	4.24
一年内最高/最低(元)	36.41/16.48

作者

潘暕	分析师
SAC 执业证书编号: S1110517070005	
panjian@tfzq.com	
陈俊杰	分析师
SAC 执业证书编号: S1110517070009	
chenjunjie@tfzq.com	

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 1 《北京君正-首次覆盖报告: 处理器+存储器”业务协同, 积极布局及拓展业务》2019-03-12
- 2 《北京君正-公司点评: 复牌点评: 收购 OV, 推荐关注 CIS 领域》2016-12-18



财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	40.80	160.60	31.16	59.73	58.89	营业收入	184.47	259.67	389.51	545.32	736.19
应收票据及应收账款	13.24	22.32	43.34	10.48	62.18	营业成本	116.20	156.16	210.33	272.66	369.57
预付账款	6.24	3.90	27.80	5.00	36.38	营业税金及附加	4.71	4.30	5.84	10.38	12.41
存货	105.30	80.25	277.58	133.52	480.91	营业费用	7.34	10.68	7.79	10.91	14.72
其他	688.29	648.94	635.11	659.65	654.64	管理费用	83.80	30.73	38.99	46.90	66.26
流动资产合计	853.88	916.01	1,015.00	868.37	1,293.00	研发费用	56.74	73.96	105.17	147.24	206.13
长期股权投资	1.98	1.84	1.84	1.84	1.84	财务费用	(0.25)	(0.85)	(0.64)	(0.30)	(0.40)
固定资产	36.19	36.30	70.64	119.02	162.82	资产减值损失	3.37	13.79	4.62	7.26	8.55
在建工程	24.96	35.14	57.08	82.25	79.35	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	33.66	32.70	31.76	30.82	29.88	投资净收益	24.14	29.01	27.22	27.22	27.22
其他	206.09	176.00	175.57	175.42	175.12	其他	(118.30)	(73.72)	(54.44)	(54.44)	(54.44)
非流动资产合计	302.88	281.97	336.89	409.34	449.01	营业利润	6.72	15.62	44.62	77.51	86.16
资产总计	1,156.76	1,197.98	1,351.89	1,277.71	1,742.01	营业外收入	0.39	0.09	17.32	5.94	7.78
短期借款	0.00	0.00	81.14	0.00	293.32	营业外支出	0.27	1.89	0.76	0.97	1.21
应付票据及应付账款	3.40	5.85	17.28	5.86	25.43	利润总额	6.84	13.82	61.19	82.47	92.73
其他	13.80	17.37	32.65	19.48	49.48	所得税	0.34	0.30	1.22	2.47	2.78
流动负债合计	17.20	23.22	131.06	25.34	368.24	净利润	6.50	13.52	59.96	79.99	89.95
长期借款	0.00	0.00	15.85	0.00	64.48	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	6.50	13.52	59.96	79.99	89.95
其他	14.73	32.84	21.44	23.00	25.76	每股收益(元)	0.03	0.07	0.30	0.40	0.45
非流动负债合计	14.73	32.84	37.30	23.00	90.24						
负债合计	31.93	56.05	168.36	48.35	458.48	主要财务比率					
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		2017	2018	2019E	2020E	2021E
股本	167.05	200.66	200.66	200.66	200.66	成长能力					
资本公积	759.54	732.82	732.82	732.82	732.82	营业收入	65.17%	40.77%	50.00%	40.00%	35.00%
留存收益	958.65	942.10	982.86	1,028.70	1,082.86	营业利润	-217.09%	132.37%	185.73%	73.70%	11.16%
其他	(760.40)	(733.65)	(732.82)	(732.82)	(732.82)	归属于母公司净利润	-7.81%	107.89%	343.65%	33.41%	12.44%
股东权益合计	1,124.83	1,141.93	1,183.52	1,229.37	1,283.53	获利能力					
负债和股东权益总	1,156.76	1,197.98	1,351.89	1,277.71	1,742.01	毛利率	37.01%	39.86%	46.00%	50.00%	49.80%
						净利率	3.52%	5.20%	15.39%	14.67%	12.22%
						ROE	0.58%	1.18%	5.07%	6.51%	7.01%
						ROIC	0.87%	1.65%	5.35%	6.97%	8.37%
						偿债能力					
						资产负债率	2.76%	4.68%	12.45%	3.78%	26.32%
						净负债率	-3.63%	-14.06%	5.56%	-4.86%	23.29%
						流动比率	49.63	39.45	7.74	34.26	3.51
						速动比率	43.51	36.00	5.63	28.99	2.21
						营运能力					
						应收账款周转率	12.72	14.60	11.86	20.26	20.26
						存货周转率	1.94	2.80	2.18	2.65	2.40
						总资产周转率	0.16	0.22	0.31	0.41	0.49
						每股指标(元)					
						每股收益	0.03	0.07	0.30	0.40	0.45
						每股经营现金流	-0.15	0.18	-0.87	1.05	-1.49
						每股净资产	5.59	5.67	5.90	6.13	6.40
						估值比率					
						市盈率	1,127.55	542.37	121.85	91.33	81.23
						市净率	6.52	6.42	6.17	5.94	5.69
						EV/EBITDA	-3,346.77	43.14	147.97	83.58	77.56
						EV/EBIT	-833.77	45.54	163.62	91.59	86.64

现金流量表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	6.50	13.52	59.96	79.99	89.95
折旧摊销	5.92	4.89	4.65	7.40	10.04
财务费用	0.22	(0.21)	(0.64)	(0.30)	(0.40)
投资损失	(24.14)	(29.01)	(27.22)	(27.22)	(27.22)
营运资金变动	(166.32)	96.51	(212.69)	152.32	(372.83)
其它	147.13	(49.33)	0.00	0.00	(0.00)
经营活动现金流	(30.69)	36.37	(175.93)	212.19	(300.45)
资本支出	26.51	(4.86)	71.39	78.44	47.24
长期投资	(0.18)	(0.15)	0.00	0.00	0.00
其他	(172.90)	83.95	(104.17)	(131.22)	(70.02)
投资活动现金流	(146.57)	78.94	(32.78)	(52.78)	(22.78)
债权融资	0.00	0.00	96.99	0.00	357.80
股权融资	20.98	7.77	1.48	0.30	0.40
其他	(7.74)	(3.52)	(19.20)	(131.15)	(35.79)
筹资活动现金流	13.24	4.25	79.27	(130.84)	322.40
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(164.02)	119.56	(129.44)	28.57	(0.83)

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com