

**证券研究报告—动态报告/公司快评**
**信息技术**
**IT 硬件与设备**
**北京君正 (300223)**

重大事件快评

**买入**

(维持评级)

2019 年 09 月 06 日

# 国产替代先锋，打造“处理器+存储器”双平台

证券分析师： 欧阳仕华	0755-81981821	ouyangsh1@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码： S0980517080002
证券分析师： 高峰	010-88005310	gaofeng1@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码： S0980518070004

## 事项：

公司 2019 年 9 月 3 日发布收购资产重组预案修订稿。

## 评论：

### ■ 优秀的嵌入式 CPU 芯片及解决方案提供商，致力自主创新，

公司 2005 年由国产微处理器的最早倡导者在业内著名风投资金的支持下发起，致力于基于 MIPS 架构，研制自主创新的 CPU 技术和产品。主营业务为微处理器芯片、智能视频芯片等产品及整体解决方案的研发和销售。目前已发展成为一家国内外领先的嵌入式 CPU 芯片及解决方案提供商。

公司拥有全球领先的 32 位嵌入式 CPU 技术和低功耗技术，基于自主创新的 MIPS32 兼容的 XBurst CPU 和视频编解码等核心技术，推出了一系列具有高性价比的微处理器芯片产品和智能视频芯片产品，其中微处理器芯片主要面向智能家居、智能家电、二维码、智能穿戴、智能门锁等物联网市场和生物识别等市场，智能视频芯片主要面向商用和家用消费类智能摄像头及泛视频类市场。

全球处理三大架构 X86、ARM、MIPS 的演化过程中，X86 和 ARM 商业生态的崛起，使得 MIPS 生态发展有所挤压，兼容性的问题导致公司在移动互联网时代逐步退出平板和智能手机，营收也有所下滑。但是伴随着智能视频芯片的量产以及在智能家居、可穿戴等产品上的突破和快速发展，公司重回增长。

公司 2019 年上半年营收 1.44 亿，同比+40.3%，归母净利润 0.37 亿元，同比+211.61%。主要产品微处理器芯片、智能视频芯片，营收分别同比增加 20.72%、76.06%，毛利率则同比增加 4.5、7.24 个百分点。期间费用率大幅减少，整体净利率和毛利率大幅提升。受益于 IOT 市场的爆发，主要芯片产品营收和利润均呈现大幅改善态势，各系列的芯片产品在音频处理、多媒体性能、视频编解码性能以及智能化处理等拥有性价比和功耗上的突出优势，成为国产替代的主要受益者之一。

公司持续加大技术研发，优化 XBurst2 CPU 的相关技术面向物联网类市场中的中高端应用，展开了 RISC-V CPU 的研发工作，有望成为中国在处理器上打破两项垄断的领航者，持续开发智能视频领域的新产品，面向深度学习领域的协处理芯片也完成了小批量投产，电池类 IPC 市场取得突破。

### ■ 打造“处理器+存储”双平台，拥抱国产替代大趋势

公司发布了收购北京矽成的方案，合计交易作价 72 亿元，其中通过支付股份对价金额为 55.8 亿元，通过以每股价格 22.46 元发行 2.49 亿股支付，而剩余不超过 15 亿元则以配套融资以及公司的结余募集资金和超募资金及部分募集资金利息支付部分现金对价的方式。目前整体方案还需股东大会审议。业绩承诺方面，北京矽成在 2019 年度、2020 年度和 2021 年度经审计的扣除非经常性损益后归属于母公司的净利润分别不低于 4,900 万美元、6,400 万美元、7,900 万美元。

北京矽成成为控股型公司，自身暂未开展业务，其业务由全资子公司 ISSI、ISSICayman 以及 SI EN Cayman 等经营。

北京矽成自成立以来，一直专注集成电路存储芯片、模拟芯片的研发和销售，主要客户均来自于专业领域行业，包括汽车行业、工业级医疗行业以及通讯、消费电子等行业，主要产品包含 DRAM/SRAM/FLASH/ANALOG 等几类产品。18年北京矽成 DRAM 产品收入位列全球第七、SRAM 产品收入位列第二，拥有较强的竞争优势。

**表 1: 北京矽成的主要产品营收情况 (万元)**

	17 年	18 年	19 年 1-5 月
DRAM	164081.94	168067.42	68994.95
SRAM	54642.67	56407.63	20866.77
FLASH	19541.48	35216.17	15675.67
ANALOG	12940.34	28033.2	10983.52

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

若重组成功，双方各自在研发和市场上的优势，实现研发技术、客户资源和销售渠道的共享，有效降低技术开发成本和销售费用，从而进一步提升主营业务利润空间，有效增强彼此竞争力，形成上市公司与北京矽成相辅相成、相互促进的协同效应，进而增强整体的盈利能力和持续竞争力，形成“处理器+存储器”双平台。

北京矽成的下游产品应用以汽车类产品为主，其周期性小，主要客户均为全球知名的汽车电子经销商或整机厂商，客户相对集中且较为稳定，与北京矽成形成了长期稳定的合作关系。受智能驾驶升级和新能源车普及推动，全球汽车电子市场推动的存储类市场有望迎来快速增长，半导体在汽车中的应用可达年均 11.9% 的增长率。

在研发上，北京矽成形成了相对完整的自主知识产权成果，并打造了面向专用领域存储芯片的丰富产品业务体系。同时，北京矽成的产品主要面向专业领域行业，包括汽车行业、工业级医疗行业以及通讯等领域都有较强竞争力。公司有望充分发挥质量管控、技术研发、产品类型、客户及市场规模等多方面的协同效应，进一步强化上市公司的行业地位。

#### ■ 国内优秀的半导体设计公司，打造“处理器+存储器”双平台，维持“买入”评级

公司作为国内优秀的嵌入式 CPU 芯片及解决方案提供商，致力于自主研发自主创新 CPU 技术和产品，充分受益国产替代红利。收购北京矽成后打造“处理器+存储器”双平台，进一步增强自身竞争力。

如果不考虑并购，我们预计 19/20/21 年公司归母净利润 0.69/0.87/1.06 亿元，若考虑重组预计 19/20/21 年备考归母净利润分别为 4.12/5.35/6.59 亿元。若增发股本 2.49 亿股，增发配资 0.47 亿股，则总股本 4.97 亿股，对应 19/20/21 年 EPS 为 0.83/1.08/1.33 元，当前股价对应 PE 为 70/54/44 倍，对比同行业兆易创新、汇顶科技等公司估值处于中游，考虑到存储器周期明年触底回升的可能，以及公司自身业绩的高速增长，维持“买入”评级。

#### 风险提示

- 一， 并购重组进展不达预期。
- 二， 存储器价格下滑，下游需求萎缩，至北京矽成业绩不达预期
- 三， 公司自身芯片业务增长不达预期

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2008	2009E	2010E	2011E
现金及现金等价物	161	200	200	200
应收款项	25	35	48	65
存货净额	80	121	164	224
其他流动资产	651	1097	1492	2039
<b>流动资产合计</b>	<b>916</b>	<b>1453</b>	<b>1904</b>	<b>2528</b>
固定资产	71	58	50	41
无形资产及其他	33	32	32	32
投资性房地产	176	176	176	176
长期股权投资	2	2	2	2
<b>资产总计</b>	<b>1198</b>	<b>1720</b>	<b>2163</b>	<b>2779</b>
短期借款及交易性金融负债	0	675	1029	1537
应付款项	6	10	13	18
其他流动负债	17	29	39	53
<b>流动负债合计</b>	<b>23</b>	<b>714</b>	<b>1081</b>	<b>1608</b>
长期借款及应付债券	0	(230)	(230)	(230)
其他长期负债	33	43	53	63
<b>长期负债合计</b>	<b>33</b>	<b>(187)</b>	<b>(177)</b>	<b>(167)</b>
<b>负债合计</b>	<b>56</b>	<b>526</b>	<b>904</b>	<b>1441</b>
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	1142	1194	1259	1338
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1198</b>	<b>1720</b>	<b>2163</b>	<b>2779</b>

关键财务与估值指标	2008	2009E	2010E	2011E
每股收益	0.07	0.34	0.43	0.52
每股红利	0.02	0.09	0.11	0.13
每股净资产	5.69	5.93	6.25	6.65
ROIC	5%	4%	5%	6%
ROE	1%	6%	7%	8%
毛利率	40%	40%	40%	40%
EBIT Margin	22%	18%	20%	20%
EBITDA Margin	24%	20%	22%	22%
收入增长	41%	41%	36%	37%
净利润增长率	108%	413%	25%	22%
资产负债率	5%	31%	42%	52%
息率	0.0%	0.1%	0.2%	0.2%
P/E	863.8	168.8	134.9	110.9
P/B	10.2	9.8	9.3	8.8
EV/EBITDA	189.6	169.6	116.4	88.9

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2008	2009E	2010E	2011E
<b>营业收入</b>	<b>260</b>	<b>366</b>	<b>497</b>	<b>680</b>
营业成本	156	221	299	407
营业税金及附加	4	6	8	11
销售费用	11	15	20	27
管理费用	31	60	71	96
财务费用	(1)	5	21	41
投资收益	29	25	25	25
资产减值及公允价值变动	(14)	(14)	(14)	(14)
其他收入	(58)	0	0	0
营业利润	16	71	89	108
营业外净收支	(2)	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>14</b>	<b>71</b>	<b>89</b>	<b>108</b>
所得税费用	0	2	2	2
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>14</b>	<b>69</b>	<b>87</b>	<b>106</b>

现金流量表 (百万元)	2008	2009E	2010E	2011E
<b>净利润</b>	<b>14</b>	<b>69</b>	<b>87</b>	<b>106</b>
资产减值准备	10	6	(2)	(3)
折旧摊销	4	8	9	10
公允价值变动损失	14	14	14	14
财务费用	(1)	5	21	41
营运资本变动	122	(466)	(430)	(598)
其它	(10)	(6)	2	3
<b>经营活动现金流</b>	<b>154</b>	<b>(375)</b>	<b>(320)</b>	<b>(468)</b>
资本开支	(10)	(13)	(13)	(13)
其它投资现金流	0	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(10)</b>	<b>(13)</b>	<b>(13)</b>	<b>(13)</b>
权益性融资	8	0	0	0
负债净变化	0	(230)	0	0
支付股利、利息	(3)	(17)	(22)	(26)
其它融资现金流	(25)	675	355	508
<b>融资活动现金流</b>	<b>(24)</b>	<b>427</b>	<b>333</b>	<b>481</b>
<b>现金净变动</b>	<b>120</b>	<b>39</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
货币资金的期初余额	41	161	200	200
货币资金的期末余额	161	200	200	200
企业自由现金流	173	(408)	(337)	(466)
权益自由现金流	148	32	(3)	2

## 相关研究报告

《北京君正-300223-进军可穿戴领域，打开新的成长空间》——2013-12-18

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编: 518001 总机: 0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编: 200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编: 100032