



中航证券金融研究所
分析师: 张超
证券执业证书号: S0640519070001
电话: 010-64818451
邮箱: songzh@avicsec.com

紫光国微 (002049)

主营规模扩大, 三季度保持高速增长

行业分类: 电子

2019年10月25日

投资评级

买入

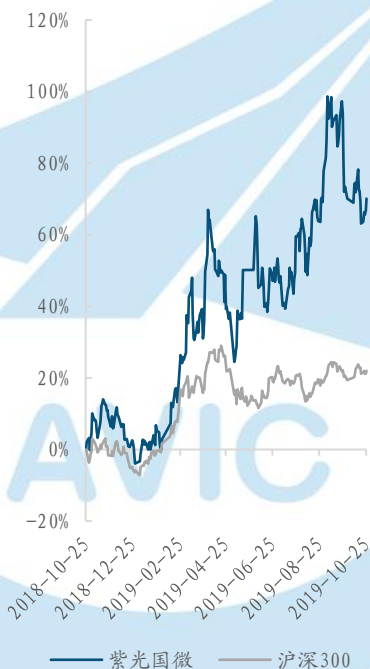
当前价格

51.09

基本数据 (2019/10/25)

总市值 (亿元)	310.02
流通市值 (亿元)	309.72
总股本 (百万股)	606.82
流通股本 (百万股)	606.23
12个月价格区间	28.86/59.66

近一年公司与上证指数走势对比图



◆ **事件:** 公司发布 2019 年三季报, 单季营收 (9.30 亿元, +41.38%), 年初至三季度末营收 (24.90 亿元, +45.48%), 单季归母净利润 (1.72 亿元, +2.54%), 年初至三季度末归母净利润 (3.65 亿元, +26.88%)。

◆ 投资要点:

公司集成电路业务经营规模扩大, 营收增长, 四季度有望持续发力。 公司的主要业务为集成电路芯片设计与销售, 包括智能安全芯片、特种集成电路和存储器芯片。受益于公司主业的规模扩张, 第三季度公司营收 (9.30 亿元, +41.38%), 归母净利润 (1.72 亿元, +2.54%), 毛利率今年大幅上升, 半年报为 35.72% (+8.68pcts), 三季度末依旧保持较高水平, 达到 35.83%, 相比上半年仍有小幅上涨。三费方面, 公司销售费用占比 (3.39%, -0.35pcts), 管理费用占比 (12.24%, +0.49pcts), 财务费用占比 (0.52%, +0.73pcts), 财务费用占比增加主要由于上年同期美元兑人民币汇率增加汇兑收益较大, 同时本期现金折扣大幅增加所致。另外, 公司研发费用为 1.4 亿元, 较上年同期增长 25.01%。由于集成电路经营规模增长, 为扩大市场份额以及增加备货, 公司延长客户账期, 应收票据余额较年初增长 50.64%, 应收账款余额较年初增长 53.13%。另外由于预付货款和服务费增加, 公司预付款余额较年初增长 117.74%。现金流方面, 经营活动产生的现金流量净额为 -2.39 亿元, 较上年同期下降 126.82%。公司存货 7.72 亿元, 较中报增加 0.49 亿元, 存货周转率较中报有所好转。预计公司四季度集成电路芯片业务出货量稳定, 有望维持较高增速, 且部分应收账款的回款也可加强公司现金流。

公司智能芯片低端市场出货稳定, 高端市场出货量大幅提高。 公司智能安全芯片业务主要包括智能卡安全芯片和智能终端安全芯片。其中, 智能卡安全芯片中中低端电信卡竞争激烈, 公司在保证中低端卡稳定出货的基础上, 大幅提高高端卡市场出货, 占领市场。从市场需求端分析, 银行卡芯片在国产化率要求的带动下, 产品销量实现了跨越式增长, 市场占有率持续提高。二代身份证芯片仍处于十年换发高峰期, 预计全年发卡量与去年持平。另外, 公司新推出的高性能安全芯片市场推广顺利, 获得更多客户认可, 在 POS 市场和扫码支付等市场逐步放量出货。在智能终端安全芯片领域, USB-Key 芯片整体市场规模略有下降, 公司通过与客户的良好合作, 抢占市场份额, 产品出货量获得逆势增长。

股市有风险 入市须谨慎

中航证券金融研究所发布证券研究报告

请务必阅读正文后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航
资本大厦中航证券有限公司
公司网址: www.avicsec.com
联系电话: 010-59562524
传 真: 010-59562637

FPGA 系列产品研制成功，帮助公司强化特种集成电路领域龙头地位。公司新一代的大规模可编程器件 FPGA 系列产品已经研制完成，该产品是用户国产化替代的核心器件之一，其顺利推出将进一步强化公司在该产品领域的龙头地位。公司在持续完善扩充 Logos 系列高性价比和 Compact 系列价比和 Compact 系列 CPLD 的产品型号的同时积极推动 Titan、Logos、Compact 三个系列产品的应用及产业化工作，正在通信、工控和消费类市场陆续批量出货。

存储器芯片行业进入下行周期，公司出货量依旧保持稳定。根据中报披露内容，2019 年存储芯片产品价格持续大幅走低，行业进入下行周期。公司 DRAM 存储器芯片和内存模组系列产品继续在服务器、个人计算机、机顶盒、电视机等方面出货保持稳定，在国产计算机应用市场稳定增长。公司内嵌 ECC DRAM 存储器产品，在有安全和高可靠性要求的工控、电力、安防、通讯和汽车电子等领域供货稳定，DDR4 模组等产品实现小批量销售，新开发的产品和方案进展顺利。专用集成电路设计和测试服务业务积极拓展集团内部客户，业务规模稳定。

晶体业务持续受到行业产能扩张影响，公司积极拓展市场新领域。受国内压电晶体行业扩张产能释放的持续影响，SMD3225 产品依然供过于求，产品价格加速下滑。另外，国际贸易摩擦也对石英晶体产品的出口产生不利影响。公司加大新品的开发，进一步开拓 5G 移动通讯、车用电子、工业控制、智能电表等新市场领域，积极对接国内通讯厂商频率组件国产化需求。

公司拟收购紫光联盛 100% 股权，其全资子公司 Linxens 是全球销售规模最大的智能安全芯片组件生产厂商之一，助力公司开拓海外市场。Linxens 主营业务为设计与生产智能安全芯片微连接器、RFID 嵌体及天线，与公司业务联系密切。通过本次资产重组，公司将获得安全、稳定的微连接器供应源，并拓宽海外渠道，提升全球竞争力。

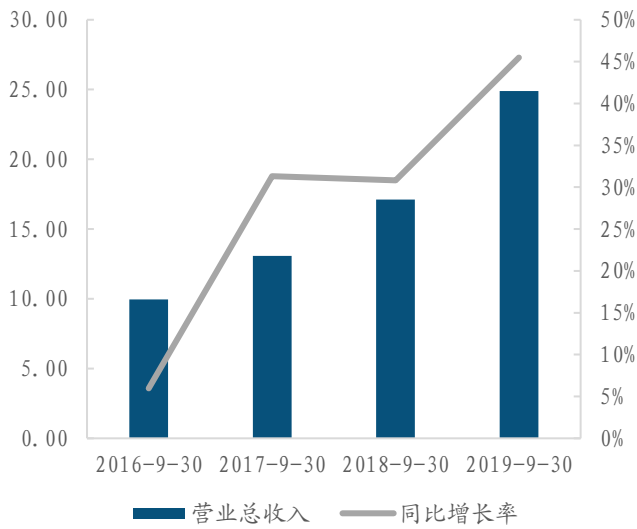
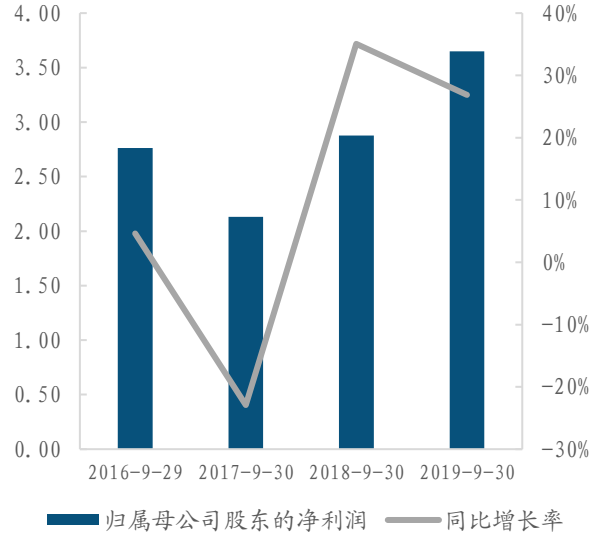
◆ 投资建议

我们预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 4.29 亿，5.49 亿和 7.03 亿，EPS 为 0.71 元，0.90 元和 1.16 元，对应 PE 分别为 72、56、44 倍。按照 2020 年 60 倍 PE，对应目标价 54.00 元/股，给予“买入”评级。

◆ **风险提示：**公司拥有大量外销产品，存在汇率波动风险；公司应收账款逐年增大，存在回款不及时，现金流承压风险；公司存在重大资产重组预案，需关注相关风险

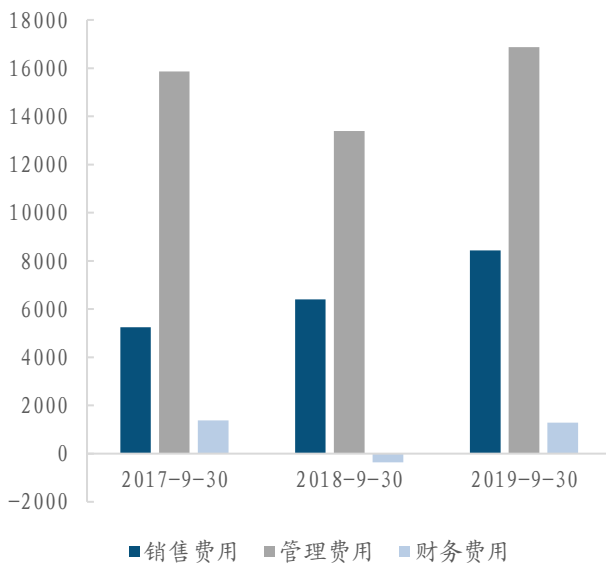
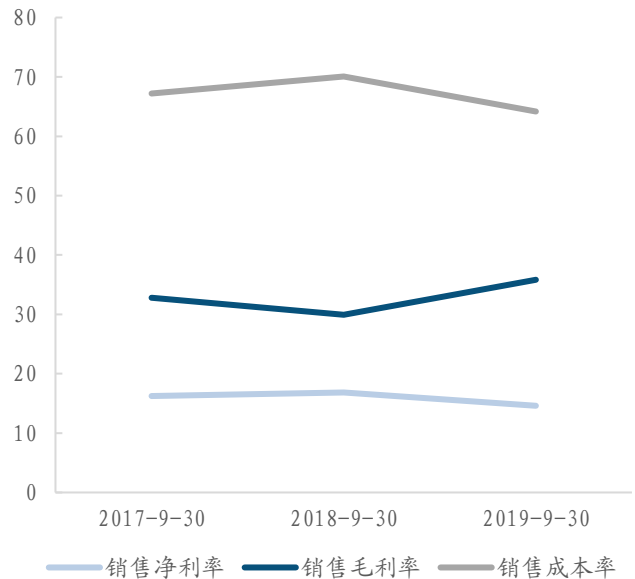
指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（亿元）	24.58	33.22	41.36	52.65
增长率	34.41%	35.12%	24.52%	27.29%
归属母公司净利润（亿元）	3.48	4.29	5.49	7.03
增长率	24.33%	23.24%	27.99%	28.10%
每股收益 EPS（元）	0.57	0.71	0.90	1.16
净资产收益率 ROE	9.17%	10.31%	11.77%	13.25%
PE	89	72	56	44
PB	8.13	7.43	6.63	5.83

资料来源：Wind，中航证券金融研究所

图 1: 2016-2019 营业总收入及增速 (单位: 亿元, %)

图 2: 2016-2019 归母净利润及增速 (单位: 亿元, %)


数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

图 3: 2015-2019 三费情况 (单位: 万元)

图 4: 2015-2019 销售毛利率、净利率、成本率 (%)


数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

图表 5: 财务报表预测 (单位: 亿元)

利润表					现金流量表				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	24.58	33.22	41.36	52.65	净利润	3.49	4.29	5.49	7.03
营业成本	17.17	21.91	28.23	35.53	折旧与摊销	1.62	2.44	3.34	4.21
营业税金及附加	0.15	0.24	0.28	0.37	财务费用	0.00	0.07	0.08	0.11
销售费用	0.92	1.77	1.70	2.34	资产减值损失	0.62	0.62	0.62	0.62
管理费用	2.32	4.05	4.60	6.18	经营营运资本变动	-2.20	-6.74	-6.25	-7.94
财务费用	0.00	0.07	0.08	0.11	其他	-0.33	-0.65	-0.64	-0.64
资产减值损失	0.62	0.62	0.62	0.62	经营性现金流净额	3.19	0.03	2.64	3.38
投资收益	1.12	0.03	0.02	0.02	资本支出	1.86	-1.80	-1.70	-1.40
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-4.29	-0.08	-0.09	-0.09
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资性现金流净额	-2.43	-1.88	-1.79	-1.49
营业利润	3.73	4.59	5.87	7.53	短期借款	-2.32	-0.13	0.00	0.00
其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	长期借款	-0.10	0.02	0.02	0.03
利润总额	3.73	4.59	5.87	7.52	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	0.24	0.30	0.39	0.49	支付股利	-0.30	-0.38	-0.46	-0.60
净利润	3.49	4.29	5.49	7.03	其他	2.52	4.61	5.04	4.97
少数股东损益	0.01	0.00	0.00	0.00	筹资性现金流净额	-0.21	4.12	4.60	4.41
归属母公司股东净利润	3.48	4.29	5.49	7.03	现金流量净额	0.67	2.27	5.45	6.30
资产负债表					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	11.30	13.57	19.02	25.32	成长能力				
应收和预付款项	14.81	19.96	24.89	31.67	销售收入增长率	34.41%	35.12%	24.52%	27.29%
存货	7.89	10.10	13.06	16.48	营业利润增长率	18.99%	23.03%	27.99%	28.10%
其他流动资产	0.06	0.08	0.09	0.12	净利润增长率	25.05%	23.03%	27.99%	28.10%
长期股权投资	1.79	1.79	1.79	1.79	EBITDA 增长率	12.26%	32.73%	31.00%	27.30%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	2.60	2.26	1.57	0.74	毛利率	30.15%	34.05%	31.75%	32.52%
无形资产和开发支出	17.58	17.31	17.05	16.43	三费率	13.20%	17.73%	15.42%	16.38%
其他非流动资产	1.25	3.33	4.74	5.49	净利率	14.18%	12.91%	13.27%	13.35%
资产总计	57.26	68.40	82.21	98.04	ROE	9.17%	10.31%	11.77%	13.25%
短期借款	0.13	0.00	0.00	0.00	ROA	6.09%	6.27%	6.68%	7.17%
应付和预收款项	9.68	12.42	15.95	20.10	ROIC	11.69%	13.66%	16.43%	19.69%
长期借款	0.00	0.02	0.04	0.07	EBITDA/销售收入	21.75%	21.37%	22.48%	22.48%
其他负债	9.44	14.36	19.60	24.81	营运能力				
负债合计	19.25	26.80	35.59	44.98	总资产周转率	0.45	0.53	0.55	0.58
股本	6.07	6.07	6.07	6.07	固定资产周转率	10.35	17.91	29.58	75.63
资本公积	6.19	6.19	6.19	6.19	应收账款周转率	2.58	2.59	2.50	2.53
留存收益	25.36	29.27	34.30	40.73	存货周转率	2.45	2.39	2.41	2.38
归属母公司股东权益	37.94	41.53	46.55	52.99	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	97.30%	—	—	—
少数股东权益	0.07	0.07	0.07	0.07	资本结构				
股东权益合计	38.01	41.60	46.62	53.06	资产负债率	33.62%	39.18%	43.29%	45.88%
负债和股东权益合计	57.26	68.40	82.21	98.04	带息债务/总负债	16.23%	11.64%	9.16%	7.49%
					流动比率	3.31	3.41	3.44	3.51
					速动比率	2.55	2.62	2.65	2.73
					股利支付率	8.72%	8.80%	8.47%	8.46%
业绩和估值指标					每股指标				
EBITDA	5.35	7.10	9.30	11.84	每股收益	0.57	0.71	0.90	1.16
PE	88.85	72.10	56.33	43.97	每股净资产	6.26	6.85	7.68	8.74
PB	8.13	7.43	6.63	5.83	每股经营现金	0.525	0.004	0.435	0.557
PS	12.58	9.31	7.47	5.87	每股股利	0.050	0.062	0.077	0.098
EV/EBITDA	56.088	41.908	31.408	24.141					
股息率	0.001	0.001	0.002	0.002					

数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。
持有：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。
卖出：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
中性：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
减持：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

分析师简介

张超（证券执业证书号：S0640519070001），中航证券首席分析师，负责军工、机械、电子、通信、计算机、传媒等行业；毕业于清华大学精仪系，空军装备部门服役八年，有一线飞行部队航空保障经验，后在空装某部从事总体论证工作，熟悉飞机、雷达、导弹、卫星等空、天、海相关领域，熟悉武器装备科研生产体系及国内外军工产业和政策变化；2016-2017年新财富第一团队核心成员，2016-2018年水晶球第一团队核心成员。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

免责声明：

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。