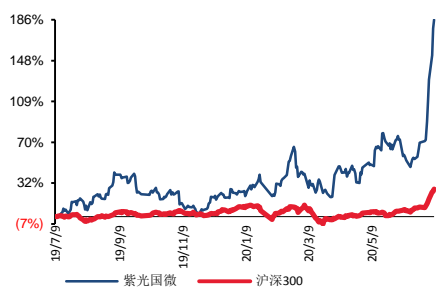


信息技术 半导体与半导体生产设备

## 终止收购不改长期价值，利好公司价值聚焦芯片领域

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	607/606
总市值/流通(百万元)	73,182/73,112
12个月最高/最低(元)	120.60/41.86

### 相关研究报告:

紫光国微 (002049) 《5G 超级 SIM 卡进展顺利, 2020Q1 奠定全年高增长》--2020/04/02

紫光国微 (002049) 《超级 SIM 卡与 FPGA 实现突破, 打造 5G 中国“芯”》--2020/02/23

证券分析师: 李宏涛

E-MAIL: liht@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190520010002

证券分析师: 赵晖

E-MAIL: zhaohui@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190520010003

证券分析师: 李仁波

E-MAIL: lirb@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190520040002

**事件:** 7月8日, 公司发布关于终止发行股份购买资产暨关联交易事项的公告, 公司董事会决定终止发行股份购买北京紫光联盛科技有限公司 100% 股权事项。

**终止收购是合理决策, 有利于公司估值提升。** 本次收购方案中紫光联盛股东全部权益的交易价格约 180 亿元, 发行股份数量约 5 亿股, 发行价格为 35.51 元/股。当前股价 120.6 元, 5 亿股对应约 600 亿市值, 已经远超方案初期的估值范围, 终止收购是合理决策。紫光联盛 2018、2019 年利润约 5-6 亿, 如果按照 600 亿来算, PE 为 100-120 倍, 估值较高。紫光联盛的产品载带 (聚酯玻璃纤维) 属于成熟产品, 有一定技术门槛, 但是仍不足以和核心芯片的高估值相媲美。

**聚焦芯片领域, 业绩估值具有持续成长性。** 特种集采电路业务拓展顺利, 为业绩高成长奠定基础。公司现有核心业务发展良好, 仍将聚焦现有芯片设计业务。特种集成电路业务受疫情影响较小, FPGA 在通信、工控和消费类市场都有重要进展, 并且有望保持高毛利率水平。5G 超级 SIM 卡加快导入, 伴随 5G 换机潮打开成长空间。疫情期间由于客户无法到运营商门店办理 SIM 卡业务, 超级 SIM 导入较慢, 当前疫情影响消除, 客户可以重新到店办理, 超级 SIM 卡导入有望加快。

**收购终止不影响协同关。** 收购终止不影响紫光国微与紫光联盛的协同关系, 仍旧可以通过市场化的方式协同供货和拓展市场, 关系更简单。预计公告出来后, 集团会重新包装收购方案, 寻找新的买方, 预计收购会持续比较长时间。

**投资建议:** 我们预测公司 2020-2022 年归母净利润分别为 8.47 亿/12.77 亿/16.98 亿元, 对应 EPS 分别为 1.40/2.10/2.80 元, 维持“买入”评级, 目标价 145 元。

**风险提示:** 特种芯片、超级 SIM 卡增长不及预期, FPGA 研发不及预期;

### ■ 盈利预测和财务指标:

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3430.41	3782.15	5360.97	7237.96
(+/-%)	39.54%	10.25%	41.74%	35.01%
净利润(百万元)	405.76	846.52	1276.77	1697.53
(+/-%)	16.61%	108.62%	50.83%	32.95%
摊薄每股收益(元)	0.67	1.40	2.10	2.80
市盈率(PE)	180	86	57	43

资料来源: Wind, 太平洋证券注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	3430.41	3782.15	5360.97	7237.96
营业成本	2204.13	2015.09	2760.03	3737.34
营业税金及附加	22.22	30.26	42.89	57.90
销售费用	140.48	155.07	219.80	296.76
管理费用	205.01	378.22	536.10	723.80
财务费用	29.08	40.22	46.39	58.42
资产减值损失	-100.48	5.00	5.00	5.00
投资收益	-95.52	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.95	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>680.83</b>	<b>943.55</b>	<b>1425.50</b>	<b>1902.08</b>
其他非经营损益	-224.66	0.86	-0.08	0.00
<b>利润总额</b>	<b>456.17</b>	<b>944.41</b>	<b>1425.42</b>	<b>1902.08</b>
所得税	55.62	96.89	146.65	201.55
净利润	400.55	847.52	1278.77	1700.53
少数股东损益	-5.21	1.00	2.00	3.00
归属母公司股东净利润	405.76	846.52	1276.77	1697.53
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1179.25	1585.98	2036.52	2694.07
应收和预付款项	2251.28	2444.00	3465.88	4685.62
存货	863.98	819.70	1133.20	1551.06
其他流动资产	109.88	113.99	132.45	154.40
长期股权投资	287.16	287.16	287.16	287.16
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	435.41	395.58	355.09	313.93
无形资产和开发支出	1723.99	1626.59	1529.18	1431.78
其他非流动资产	-64.48	-69.33	-69.33	-69.33
<b>资产总计</b>	<b>6786.47</b>	<b>7203.67</b>	<b>8870.15</b>	<b>11048.68</b>
短期借款	257.97	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	1228.58	1130.17	1555.73	2103.32
长期借款	71.20	81.20	91.20	101.20
其他负债	1035.96	1006.38	1044.14	1093.68
<b>负债合计</b>	<b>2593.71</b>	<b>2217.74</b>	<b>2691.06</b>	<b>3298.20</b>
股本	606.82	606.82	606.82	606.82
资本公积	619.02	619.02	619.02	619.02
留存收益	2949.08	3754.55	4945.71	6514.10
归属母公司股东权益	4188.22	4980.39	6171.55	7739.94
少数股东权益	4.53	5.53	7.53	10.53
<b>股东权益合计</b>	<b>4192.76</b>	<b>4985.93</b>	<b>6179.08</b>	<b>7750.48</b>
负债和股东权益合计	6786.47	7203.67	8870.15	11048.68
业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
EBITDA	842.71	1135.85	1619.79	2109.07
PE	180.36	86.45	57.32	43.11
PB	17.45	14.68	11.84	9.44
PS	21.33	19.35	13.65	10.11
EV/EBITDA	85.98	63.19	44.04	33.52

资料来源: WIND, 太平洋证券

现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	400.55	847.52	1278.77	1700.53
折旧与摊销	132.80	152.08	147.90	148.57
财务费用	29.08	40.22	46.39	58.42
资产减值损失	-100.48	5.00	5.00	5.00
经营营运资本变动	-611.27	-223.49	-897.55	-1065.07
其他	415.25	-42.06	2.03	-2.34
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>265.93</b>	<b>779.27</b>	<b>582.55</b>	<b>845.11</b>
资本支出	-563.14	-10.00	-10.00	-10.00
其他	80.96	0.00	0.00	0.00
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-482.19</b>	<b>-10.00</b>	<b>-10.00</b>	<b>-10.00</b>
短期借款	245.46	-257.97	0.00	0.00
长期借款	71.20	10.00	10.00	10.00
股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
支付股利	-35.20	-41.04	-85.62	-129.14
其他	-20.88	-73.53	-46.39	-58.42
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>260.58</b>	<b>-362.54</b>	<b>-122.01</b>	<b>-177.56</b>
<b>现金流量净额</b>	<b>38.63</b>	<b>406.73</b>	<b>450.54</b>	<b>657.55</b>
财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
销售收入增长率	39.54%	10.25%	41.74%	35.01%
营业利润增长率	82.53%	38.59%	51.08%	33.43%
净利润增长率	14.92%	111.59%	50.88%	32.98%
EBITDA 增长率	57.61%	34.79%	42.61%	30.21%
获利能力				
毛利率	35.75%	46.72%	48.52%	48.36%
三费率	16.80%	22.16%	21.97%	21.91%
净利率	11.68%	22.41%	23.85%	23.49%
ROE	9.55%	17.00%	20.70%	21.94%
ROA	5.90%	11.77%	14.42%	15.39%
ROIC	17.19%	21.23%	27.57%	29.35%
EBITDA/销售收入	24.57%	30.03%	30.21%	29.14%
营运能力				
总资产周转率	0.55	0.54	0.67	0.73
固定资产周转率	18.35	24.68	47.41	100.19
应收账款周转率	2.86	2.63	2.86	2.82
存货周转率	2.52	2.22	2.69	2.67
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	89.56%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	38.22%	30.79%	30.34%	29.85%
带息债务/总负债	24.26%	17.19%	14.54%	12.16%
流动比率	2.72	4.03	3.99	3.96
速动比率	2.19	3.36	3.32	3.29
每股指标				
每股收益	0.67	1.40	2.10	2.80
每股净资产	6.91	8.22	10.18	12.77
每股经营现金	0.44	1.28	0.96	1.39

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

### 2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。