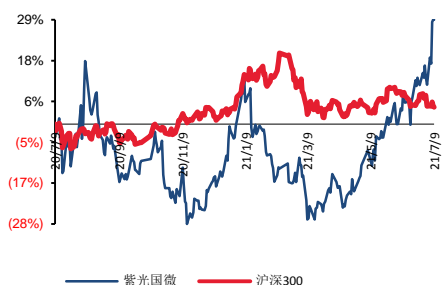


信息技术 半导体与半导体生产设备

紫光集团配合司法审查, 对紫光国微基本无影响

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	607/607
总市值/流通(百万元)	103,875/103,875
12个月最高/最低(元)	171.18/95.38

相关研究报告:

紫光国微(002049)《超级SIM卡获大订单,或成5G时代“超级”安全入口》--2021/05/28

紫光国微(002049)《上修半年度业绩预告,特种集成电路业务增长超预期》--2020/07/15

紫光国微(002049)《终止收购不改长期价值,利好公司价值聚焦芯片领域》--2020/07/09

证券分析师: 李宏涛

电话: 18910525201

E-MAIL: liht@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190520010002

证券分析师: 李仁波

电话: 18822886673

E-MAIL: lirb@tpyzq.com

事件: 2021年7月9日,紫光集团称收到北京市第一中级人民法院送达的《通知书》,相关债权人以集团不能清偿到期债务,资产不足以清偿全部债务且明显缺乏清偿能力,具备重整价值和重整可行性为由向法院申请对紫光集团进行破产重组。

■ 点评:

司法重整是专业选择和正常流程,对紫光系子公司影响较小。司法重整是专业选择和正常流程。司法重整是一种市场化、法治化的债务化解方式,有利于用法律形式固化前期与战略投资者的沟通成果,保护债权人权益;也有利于化解债务人的债务风险,改善资产负债结构。目前,国内司法重整流程已较为成熟。

由于紫光集团债务规模大,境内外债权人多,债务关系比较复杂,采用一般的协商手段必然会出现耗时长、效率低的情况。因此,启动司法重整是一种专业选择,有利于加快促成不同债权人诉求达成一致。

通过司法重整确定债权人的权益,一方面便于尽快和投资人一起达成最终方案;另一方面也便于投资人方案的确定。

不会减持子公司股份:司法重整对子公司基本无影响。重整集中在集团:紫光国微具有单独治理架构,紫光集团只是股东之一,且只持有32%的股份。因此,紫光国微的正常生产经营活动和员工权益都不会受到此次司法重整的直接影响。

不会减持子公司股份:首先,紫光集团债务规模较大,卖股票回笼资金可谓杯水车薪,故减持子公司股份的方案并不可取。更为可行的解决的方向是在工作组牵头下引进战略投资人。再者,重整期间不能变动资产,流程上也不允许减持子公司股份。

集团不会资不抵债:国家级工作组主导+投资人基本接洽完毕+资产潜在价值大。工作组主导:2020年11月,紫光集团引入专门工作团队,通过国家级力量的介入,协调多方力量稳住企业基本面。至此,紫光集团债务风险化解工作迎来重要转机。“雷”已经基本预示解除。

资产价值大:紫光集团旗下的紫光国微、紫光股份核心团队稳定,生产经营稳定向好。紫光国微2020年报利润同比增长100%,21Q1同比增长>70%。此外,集团多项业务为国字号业务(特种芯片(国微电子)、FPGA芯片(紫光同创)、存储芯片(长江存储)、手机芯片(展锐))承担国家使命。虽然其负债规模加大,但是资产多为优质资产,资产质量高、价值大。

投资人意愿强烈:工作组入驻的8个月,与多家投资人进行了接洽,

执业资格证书编码: S1190520040002

投资人参与意向浓厚。据悉可能将会有地方国资委和大型产业资金参与集团改制。

投资建议: 此次紫光集团司法重整对紫光国微影响甚微,公司是特种芯片龙头,订单有望迎来快速增长,同时超级SIM业务快速放量,预测公司2021-2023年归母净利润分别为13.3亿/18.0亿/23.7亿元,对应EPS分别为2.19/2.96/3.90,公司价值被显著低估,维持“买入”评级。

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:

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3270.26	4184.43	5345.25	6745.80
(+/-%)	-4.67%	27.95%	27.74%	26.20%
净利润(百万元)	806.42	1326.03	1797.24	2365.40
(+/-%)	98.74%	64.43%	35.54%	31.61%
摊薄每股收益(元)	1.33	2.19	2.96	3.90
市盈率(PE)	128	78	58	45

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	3270.26	4184.43	5345.25	6745.80
营业成本	1558.91	1950.13	2331.98	2783.09
营业税金及附加	28.76	37.66	48.11	60.71
销售费用	190.04	209.22	267.26	337.29
管理费用	130.97	167.38	213.81	269.83
财务费用	0.68	41.84	53.45	67.46
资产减值损失	-25.17	-20.00	-20.00	-30.00
投资收益	-95.05	100.00	100.00	100.00
公允价值变动损益	3.40	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	1009.49	1541.59	2089.57	2750.30
其他非经营损益	-72.96	2.09	2.67	3.37
利润总额	936.53	1543.69	2092.24	2753.67
所得税	134.96	216.12	292.91	385.51
净利润	801.57	1327.57	1799.33	2368.16
少数股东损益	-4.85	1.54	2.09	2.75
归属母公司股东净利润	806.42	1326.03	1797.24	2365.40
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1485.55	1558.62	2451.97	3706.75
应收和预付款项	2902.41	3536.70	4556.14	5738.16
存货	890.71	1083.53	1302.99	1565.22
其他流动资产	10.12	12.95	16.54	20.87
长期股权投资	287.16	287.16	287.16	287.16
投资性房地产	466.44	466.44	466.44	466.44
固定资产和在建工程	237.14	196.60	155.39	113.51
无形资产和开发支出	1428.54	1371.92	1315.30	1258.68
其他非流动资产	-80.34	-105.99	-105.99	-105.99
资产总计	7627.73	8407.93	10445.94	13050.81
短期借款	297.53	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	1352.29	1393.10	1727.72	2103.06
长期借款	117.47	127.47	137.47	147.47
其他负债	892.11	670.21	699.12	733.26
负债合计	2659.41	2190.78	2564.31	2983.79
股本	606.82	606.82	606.82	606.82
资本公积	648.99	648.99	648.99	648.99
留存收益	3709.60	4953.62	6616.01	8798.64
归属母公司股东权益	4962.14	6209.43	7871.81	10054.45
少数股东权益	6.18	7.72	9.82	12.57
股东权益合计	4968.32	6217.15	7881.63	10067.02
负债和股东权益合计	7627.73	8407.93	10445.94	13050.81
业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
EBITDA	1206.70	1716.25	2250.85	2926.25
PE	88.12	53.59	39.54	30.04
PB	14.30	11.43	9.02	7.06
PS	21.73	16.98	13.29	10.53
EV/EBITDA	57.11	39.89	30.02	22.67

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	801.57	1327.57	1799.33	2368.16
折旧与摊销	196.52	132.81	107.83	108.50
财务费用	0.68	41.84	53.45	67.46
资产减值损失	-25.17	-20.00	-20.00	-30.00
经营营运资本变动	-302.97	-941.53	-877.67	-1034.62
其他	-252.96	-49.29	-81.29	-74.48
经营活动现金流净额	417.67	491.41	981.65	1405.01
资本支出	137.26	-10.00	-10.00	-10.00
其他	-374.91	100.00	100.00	100.00
投资活动现金流净额	-237.65	90.00	90.00	90.00
短期借款	39.56	-297.53	0.00	0.00
长期借款	46.27	10.00	10.00	10.00
股权融资	29.97	0.00	0.00	0.00
支付股利	-41.26	-82.01	-134.85	-182.77
其他	-103.19	-138.80	-53.45	-67.46
筹资活动现金流净额	-28.66	-508.34	-178.30	-240.23
现金流量净额	140.38	73.07	893.35	1254.78
财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
销售收入增长率	-4.67%	27.95%	27.74%	26.20%
营业利润增长率	48.27%	52.71%	35.55%	31.62%
净利润增长率	100.12%	65.62%	35.54%	31.61%
EBITDA 增长率	43.19%	42.23%	31.15%	30.01%
获利能力				
毛利率	52.33%	53.40%	56.37%	58.74%
三费率	20.44%	19.00%	19.00%	19.00%
净利率	24.51%	31.73%	33.66%	35.11%
ROE	16.13%	21.35%	22.83%	23.52%
ROA	10.51%	15.79%	17.23%	18.15%
ROIC	20.67%	28.35%	31.73%	35.00%
EBITDA/销售收入	36.90%	41.02%	42.11%	43.38%
营运能力				
总资产周转率	0.47	0.52	0.57	0.57
固定资产周转率	17.40	21.61	34.99	60.66
应收账款周转率	2.20	2.34	2.44	2.40
存货周转率	1.70	1.95	1.91	1.90
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	80.62%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	34.86%	26.06%	24.55%	22.86%
带息债务/总负债	26.89%	19.51%	17.06%	15.00%
流动比率	2.62	4.02	4.37	4.77
速动比率	2.18	3.32	3.69	4.09
每股指标				
每股收益	1.33	2.19	2.96	3.90
每股净资产	8.19	10.25	12.99	16.59
每股经营现金	0.69	0.81	1.62	2.32

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
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	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
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售副总监	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售总助	杨晶	18616086730	yangjinga@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
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@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。