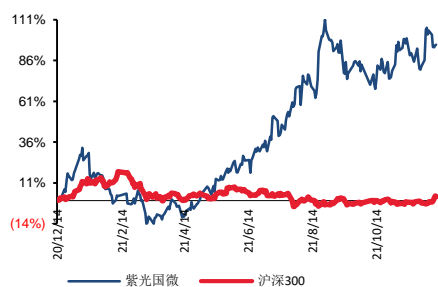


电子 半导体

## 紫光集团重整战投落地，特种芯片龙头扬帆启航

## ■ 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)	133,767/133,767
12个月最高/最低(元)	237.72/97.00

## 相关研究报告:

紫光国微(002049)《盈利接近预告上限，毛利率提升明显》  
--2021/10/26

紫光国微(002049)《下游需求旺盛，Q3业绩保持高速增长》  
--2021/10/13

紫光国微(002049)《业绩超预期，“三牛票”后劲十足》  
--2021/08/24

## 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:** 公司接到间接控股股东紫光集团转发的清华控股《关于清华大学无偿划转清华控股有限公司股权的通知》。拟通过无偿划转方式将所持清华控股 100%股权划转给四川能投。同时紫光集团确定北京智路资产管理有限公司和北京建广资产管理有限公司作为牵头方组成的联合体为紫光集团等七家企业实质合并重整战略投资者。

**集团股权无偿划转给四川能投。** 清华控股有限公司出资人清华大学于 2021 年 12 月 10 日与四川能投签署《国有产权无偿划转协议》，拟通过无偿划转方式将所持清华控股 100%股权划转给四川能投。关于本次划转，需获得教育部批复，四川能投需获得四川省国资委批复，还需通过反垄断局对本次划转事项的经营者集中审查。四川能投是四川省推进能源基础设施建设、加快重大能源项目建设的重要主体。拥有川能动力和四川能投发展股份两家上市公司，集团资产总额突破 1800 亿元。我们判断战投引入过程中可能会增资扩股，以国资为主引入其他小股东保障重组完成，持续跟踪后续事件发展。

**集团战略投资者重整人落地，智路建广联合体中选。** 紫光集团确定北京智路资产管理有限公司和北京建广资产管理有限公司作为牵头方组成的联合体为紫光集团等七家企业实质合并重整战略投资者。智路资本是一家全球化的专业股权投资机构，公司专注于半导体核心技术及其他新兴高端技术投资。近来参与的项目有：收购全球最大的半导体封测厂商日月光旗下四家中国大陆封装工厂；收购全球排名前四的半导体载具供应商——ePAK；与全球最大后端封装设备供应商 ASM PACIFIC 成立 AAMI，为专注于为存储器、模拟芯片、微控制器和汽车芯片等提供引线框架。参与收购恩智浦标准产品事业部，后出售给闻泰科技等。北京建广是一家专注于集成电路产业与战略新兴产业投资并购的私募基金管理公司。近来参与项目有：以 18 亿美元收购恩智浦半导体公司 (NXP) 高性能射频功率放大器部门的业务及相关专利。并购 NXP 标准产品业务项目。牵头高通公司、大唐电信、智路资本发起成立合资公司——瓴盛科技专注于智能手机芯片组业务。收购了德国 ficonTEC 公司 80% 的股权。ficonTEC 公司是全球光电子及半导体自动化封装和测试领域最领先的设备制造商之一。

我们认为：①此次资产重组落地，对紫光国微经营影响不大。建广资产的股权穿透为国资，智路资本是一家全球化的专业股权投资机构，专注于半导体核心技术及其他新兴高端技术。随着重整的逐渐落地，紫光国微有望借助智路、建广等半导体领域的资源，发挥协同效应。②集团战略投资人最后为国资，比原市场判断的上海+浙江国资委更加集中，管理效率

执业资格证书编码: S1190520040002

提升。③同时智路曾经在半导体领域的并购和资本运作经验有助于集团进行后续资本运作。④重组过程中明显能够看到紫光集团聚焦在芯云战略。北京智路、建广对芯片业务群有很强的促进作用；如果有比较头部或资深的云厂商参与，云业务群也获得持久的发展动力。我们将对联合体中云厂商构成做进一步的跟踪。

**投资建议：**紫光国微是特种芯片龙头，订单快速增长，同时超级SIM业务快速放量，以及车载控制器芯片的国产替代机遇，我们看好公司长期成长。维持预测公司2021-2023年归母净利润分别为17.6亿/26.2亿/36.2亿元不变，对应EPS分别为2.90/4.32/5.97，维持“买入”评级，目标价296元。

■ 盈利预测和财务指标:

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3270.26	5023.58	7394.06	10275.78
(+/-%)	-4.67%	53.61%	47.19%	38.97%
净利润(百万元)	806.42	1758.25	2618.70	3622.32
(+/-%)	98.74%	118.03%	48.94%	38.33%
摊薄每股收益(元)	1.33	2.90	4.32	5.97
市盈率(PE)	166	76	51	37

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)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	3270.26	5023.58	7394.06	10275.78
营业成本	1558.91	2211.44	3101.03	4299.94
营业税金及附加	28.76	37.98	57.61	80.99
销售费用	190.04	246.03	374.75	527.67
管理费用	130.97	653.07	924.26	1284.47
财务费用	0.68	48.35	58.01	56.38
资产减值损失	-25.17	0.00	0.00	0.00
投资收益	-95.05	150.00	80.00	80.00
公允价值变动损益	3.40	2.59	2.86	2.77
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>940.30</b>	<b>1979.31</b>	<b>2961.26</b>	<b>4109.09</b>
其他非经营损益	-3.77	-1.97	-2.22	-2.42
<b>利润总额</b>	<b>936.53</b>	<b>1977.34</b>	<b>2959.04</b>	<b>4106.67</b>
所得税	134.96	235.70	360.59	515.47
净利润	801.57	1741.64	2598.44	3591.19
少数股东损益	-4.85	-16.61	-20.26	-31.12
归属母公司股东净利润	806.42	1758.25	2618.70	3622.32
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1485.55	1674.55	2680.02	3794.29
应收和预付款项	2902.41	4234.80	6290.56	8746.44
存货	890.71	1308.00	1932.60	2644.04
其他流动资产	10.12	15.54	22.88	31.79
长期股权投资	101.63	101.63	101.63	101.63
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	203.25	169.36	135.47
无形资产和开发支出	1428.54	1374.75	1320.96	1267.18
其他非流动资产	105.19	102.63	100.06	97.50
资产总计	7627.73	9481.59	13084.51	17284.76
短期借款	297.53	500.00	1000.00	1000.00
应付和预收款项	1352.29	1583.30	2300.73	3247.56
长期借款	117.47	117.47	117.47	117.47
其他负债	892.11	689.99	757.33	848.08
负债合计	2659.41	2890.76	4175.53	5213.10
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	5345.45	7683.86	10877.67
归属母公司股东权益	4962.14	6601.26	8939.67	12133.47
少数股东权益	6.18	-10.43	-30.69	-61.81
股东权益合计	4968.32	6590.83	8908.98	12071.66
负债和股东权益合计	7627.73	9481.59	13084.51	17284.76
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
EBITDA	1137.51	2117.90	3109.52	4255.71
PE	165.88	76.08	51.08	36.93
PB	26.96	20.26	14.96	11.02
PS	40.90	26.63	18.09	13.02
EV/EBITDA	115.71	62.10	42.14	30.53

现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	801.57	1741.64	2598.44	3591.19
折旧与摊销	196.52	90.24	90.24	90.24
财务费用	0.68	48.35	58.01	56.38
资产减值损失	-25.17	0.00	0.00	0.00
经营营运资本变动	-384.80	-1615.80	-1833.30	-2175.17
其他	-171.13	-162.79	-152.48	-46.26
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>417.67</b>	<b>101.64</b>	<b>760.92</b>	<b>1516.39</b>
资本支出	137.26	0.00	0.00	0.00
其他	-374.91	152.59	82.86	82.77
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-237.65</b>	<b>152.59</b>	<b>82.86</b>	<b>82.77</b>
短期借款	39.56	202.47	500.00	0.00
长期借款	46.27	0.00	0.00	0.00
股权融资	29.97	0.00	0.00	0.00
支付股利	-41.26	-122.40	-280.29	-428.51
其他	-103.19	-145.30	-58.01	-56.38
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-28.66</b>	<b>-65.23</b>	<b>161.70</b>	<b>-484.89</b>
<b>现金流量净额</b>	<b>140.38</b>	<b>189.00</b>	<b>1005.47</b>	<b>1114.27</b>
财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
销售收入增长率	-4.67%	53.61%	47.19%	38.97%
营业利润增长率	105.45%	110.50%	49.61%	38.76%
净利润增长率	100.12%	117.28%	49.20%	38.21%
EBITDA 增长率	83.60%	86.19%	46.82%	36.86%
获利能力				
毛利率	52.33%	55.98%	58.06%	58.15%
期间费率	9.84%	18.86%	18.35%	18.18%
净利率	24.51%	34.67%	35.14%	34.95%
ROE	16.13%	26.43%	29.17%	29.75%
ROA	10.51%	18.37%	19.86%	20.78%
ROIC	20.93%	36.94%	39.47%	40.87%
EBITDA/销售收入	34.78%	42.16%	42.05%	41.41%
营运能力				
总资产周转率	0.47	0.59	0.66	0.68
固定资产周转率	17.40	25.51	45.34	79.55
应收账款周转率	2.20	2.54	2.59	2.50
存货周转率	1.62	1.88	1.87	1.86
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%	30.49%	31.91%	30.16%
带息债务/总负债	26.89%	31.74%	33.95%	27.19%
流动比率	2.62	3.21	3.09	3.33
速动比率	2.18	2.63	2.54	2.75
每股指标				
每股收益	1.33	2.90	4.32	5.97
每股净资产	8.18	10.88	14.73	20.00
每股经营现金	0.69	0.17	1.25	2.50

资料来源: WIND, 太平洋证券

## 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
华北销售	刘莹	15152283256	liuyinga@tpyzq.com
华北销售	董英杰	15232179795	dongyj@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	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
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@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

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

## 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。