

中国特种集成电路平台型王者

——紫光国微(002049.SZ)跟踪报告之二

公司简报

◆紫光国微子公司国微电子是国内领先的特种集成电路平台型企业。紫光国微的特种集成电路业务由子公司深圳国微电子承担，产品覆盖航空、航天、电子、船舶等重要领域。国微电子是首家启动国家“909”工程的集成电路设计公司，已承接特种装备重点项目200多项和多项国家重大专项项目，是集成电路领域承担国家重大专项项目数最多的民营企业，同时公司为特种FPGA及特种存储芯片的国产主要供应商。国微电子特种集成电路业务的主要产品包括：微处理器、存储器、可编程器件FPGA、总线、接口驱动、电源管理和定制芯片等七大类近400个品种，横跨数字、模拟、存储、功率、FPGA等众多领域。国微电子2019年实现收入10.79亿元，同比增长76.5%；实现净利润5.06亿元，同比增长101.0%。根据20Q1业绩预告，紫光国微2020年上半年净利润同比增长40-60%也由国微电子贡献。

◆特种集成电路业务各个品类发展空间巨大。(1)新一代的大规模可编程器件FPGA系列产品已经研制完成，该产品的市场前景巨大，是用户国产化率提升的核心器件之一，该产品的顺利推出将进一步强化公司在该产品领域的龙头地位；(2)公司的可编程系统集成芯片(SoPC)产品已经成为国内的标杆性产品；(3)公司的高性能电源类产品的用户快速增长，在多个应用领域实现了国产化率提升；(4)3D封装集成存储器产品销售快速增长，产品应用覆盖面逐步扩大。(4)DC/DC电源产品已经被多个用户选型使用，后期将形成批量应用。

◆盈利预测、估值与评级。紫光国微子公司国微电子作为中国特种集成电路平台型龙头公司，有望深度受益于特种集成电路行业高速增长。此外，我们预计紫光国微FPGA子公司紫光同创收入快速增长和同比扭亏。我们上调紫光国微2020-2022年净利润为9.13、11.77和15.38亿元，我们预计国微电子、同方国芯、紫光同创、晶源电子2020年分别贡献8.0、0.7、0.1、0.1亿元净利润；较2019年5.1、0.3、-2.3、0.1同比大幅增长。维持“买入”评级。

◆估值比较：紫光国微估值仍有提升空间。参照A股半导体设计板块各个领域龙头公司，根据Wind市场一致预期和2020年7月5日收盘价，澜起科技(2020年11.5亿元净利润预测、1150亿元市值，2020PE=100x，同下)、韦尔股份(22.6亿元、1800亿元、80x)、卓胜微(7.9亿元、720亿元、90x)、斯达半导(1.8亿元、320亿元、180x)、圣邦股份(2.6亿元、460亿元、175x)，而目前紫光国微(9.1亿元、588亿元、64x)，估值仍有提升空间。

◆风险提示：特种集成电路行业预算支出不及预期风险，毛利率波动风险。

业绩预测与估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,458.42	3,430.41	3,654.81	4,886.88	5,987.43
营业收入增长率	34.41%	39.54%	6.54%	33.71%	22.52%
净利润(百万元)	347.97	405.76	913.24	1,176.90	1,537.84
净利润增长率	24.33%	16.61%	125.07%	28.87%	30.67%
EPS(元)	0.57	0.67	1.50	1.94	2.53
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.17%	9.69%	18.05%	19.15%	20.33%
P/E	169	145	64	50	38
P/B	15.5	14.0	11.6	9.6	7.8

资料来源：Wind、光大证券研究所预测，股价时间为2020年7月5日

买入(维持)

当前价：96.83元

分析师

刘凯(执业证书编号：S0930517100002)

021-52523849

kailiu@ebscn.com

市场数据

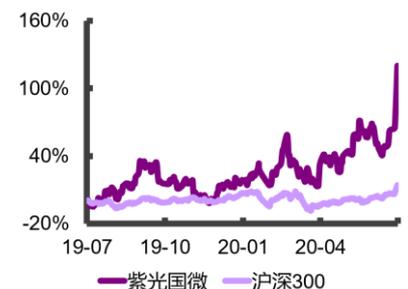
总股本(亿股)：6.07

总市值(亿元)：587.58

一年最低/最高(元)：41.50/96.83

近3月换手率：358.92%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	40.88	69.12	105.91
绝对	52.18	87.20	120.02

资料来源：Wind

相关研报

特种IC快速增长，并购Linxens打造安全芯片全产业链布局——紫光国微(002049.SZ)投资价值分析报告

.....2020-04-20

五问五答，再看国微——紫光国微(002049.SZ)跟踪报告

.....2020-05-18

1、关键假设及盈利预测

图表 1：紫光国微业务拆分预测

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入 (百万元)	2,458.42	3430.41	3654.81	4886.88	5987.43
智能卡安全芯片	1,036.27	1321.23	1717.60	2232.88	2567.81
特种集成电路	615.67	1079.27	1726.83	2417.56	3142.83
存储器芯片	645.05	842.87	0.00	0.00	0.00
石英晶体元器件	156.81	168.45	185.30	203.82	234.40
其他业务	4.63	18.58	25.08	32.61	42.39
收入同比增速 (%)	34.41%	39.54%	6.54%	33.71%	22.52%
智能卡安全芯片	27.41%	27.50%	30.00%	30.00%	15.00%
特种集成电路	19.29%	75.30%	60.00%	40.00%	30.00%
存储器芯片	92.71%	30.67%	--	--	--
石英晶体元器件	-2.83%	7.42%	10.00%	10.00%	15.00%
其他业务	31.16%	301.30%	35.00%	30.00%	30.00%
毛利率 (%)	30.15%	35.75%	48.93%	48.70%	47.68%
智能卡安全芯片	24.60%	22.27%	26.00%	25.00%	23.00%
特种集成电路	66.47%	74.35%	75.00%	73.00%	70.00%
存储器芯片	7.62%	11.27%	0.00%	0.00%	0.00%
石英晶体元器件	15.62%	18.45%	15.00%	16.00%	14.00%
其他业务	73.36%	18.64%	75.00%	74.00%	74.00%

资料来源：Wind、光大证券研究所预测

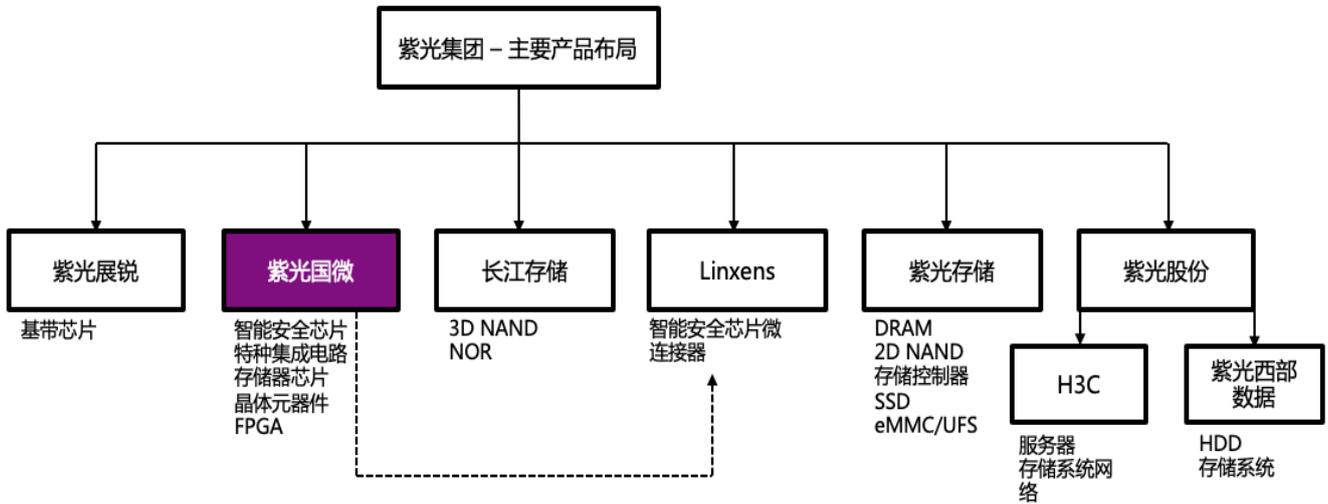
图表 2：重要子公司的收入和利润汇总 (单位：百万元)

子公司及业务	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
同芯微电子 (智能安全芯片)								
营业收入	332.31	422.67	574.24	710.22	548.14	778.43	986.14	1212.17
增速		27.19%	35.86%	23.68%	-22.82%	42.01%	26.68%	22.92%
净利润	128.02	139.80	159.38	165.37	63.13	90.10	36.30	33.12
增速		9.20%	14.01%	3.76%	-61.82%	42.72%	-59.71%	-8.76%
国微电子 (特种集成电路)								
营业收入	192.81	268.63	316.12	396.32	510.13	513.60	611.53	1079.27
增速		39.32%	17.68%	25.37%	28.72%	0.68%	19.07%	76.49%
净利润	83.05	126.50	147.54	183.61	285.71	200.75	251.66	505.82
增速		52.32%	16.63%	24.45%	55.61%	-29.74%	25.36%	100.99%
紫光同创 (FPGA)								
营业收入							9.73	101.82
增速								946.45%
净利润							-8.98	-227.80
增速								NC

资料来源：Wind、光大证券研究所

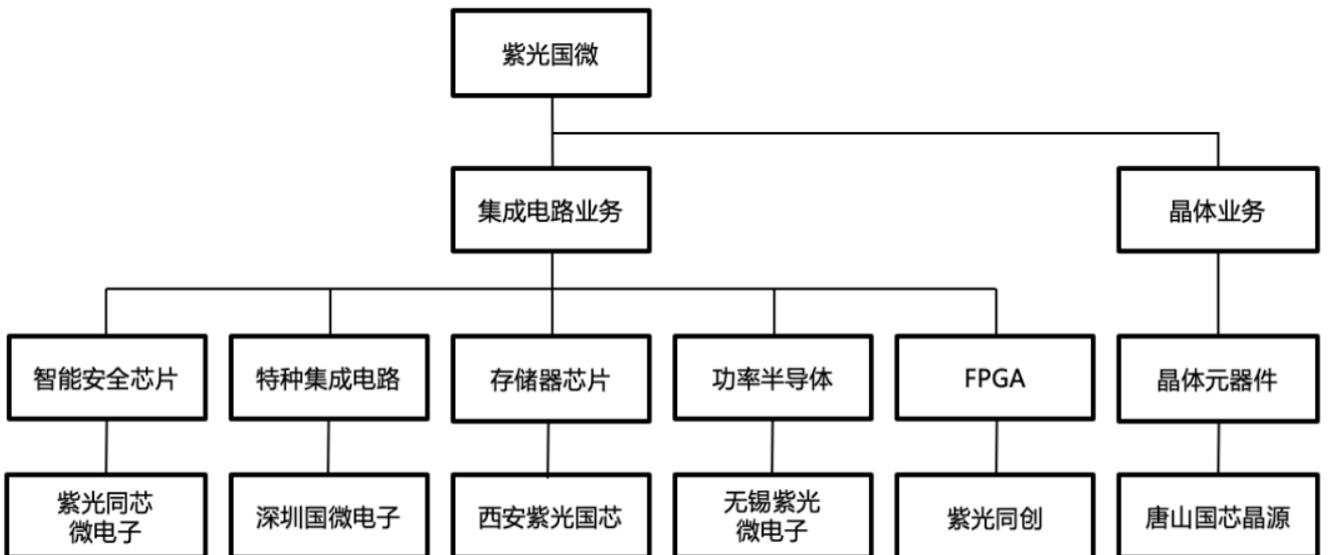
2、附录

图表 3：紫光集团主要布局



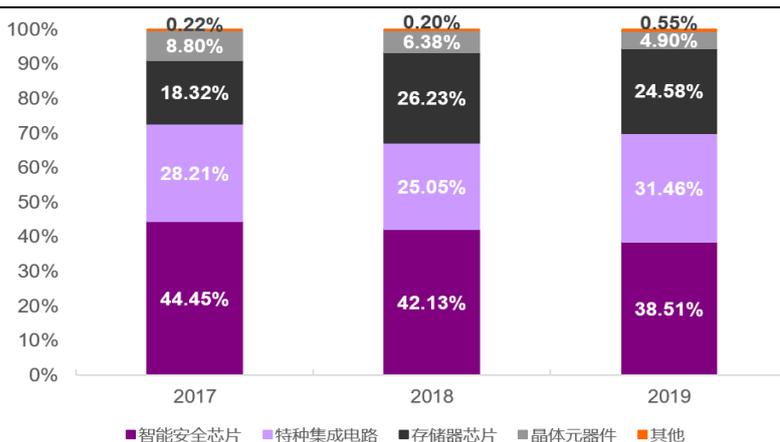
资料来源：紫光集团官网，光大证券研究所整理

图表 4：紫光国微主要业务及其承担子公司



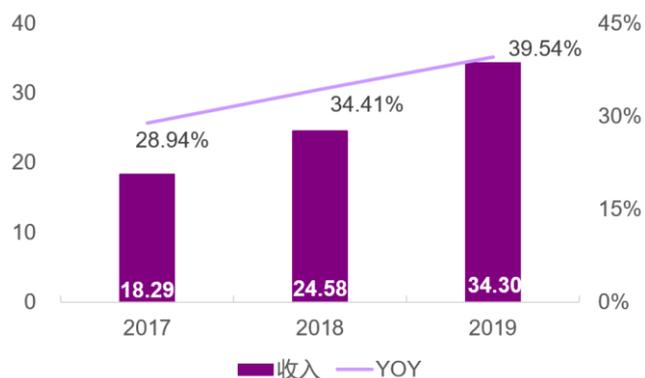
资料来源：公司公告《紫光国微：发行股份购买资产暨关联交易报告书（草案）（修订稿）》，光大证券研究所整理

图表 5: 2017-2019 公司收入结构 (按产品)



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

图表 6: 紫光国微历年收入及增速 (单位: 亿元)



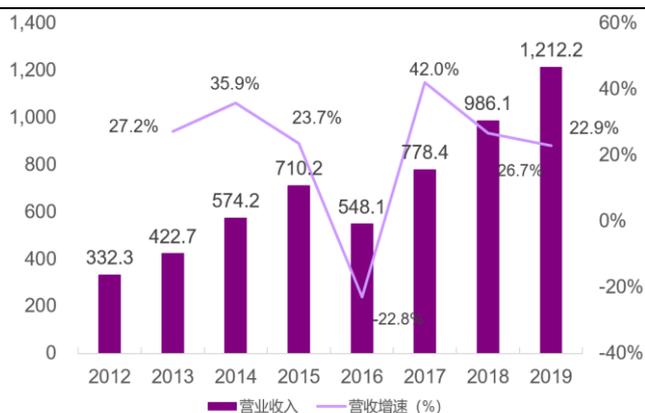
资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

图表 7: 紫光国微历年归母净利润及增速 (单位: 亿元)



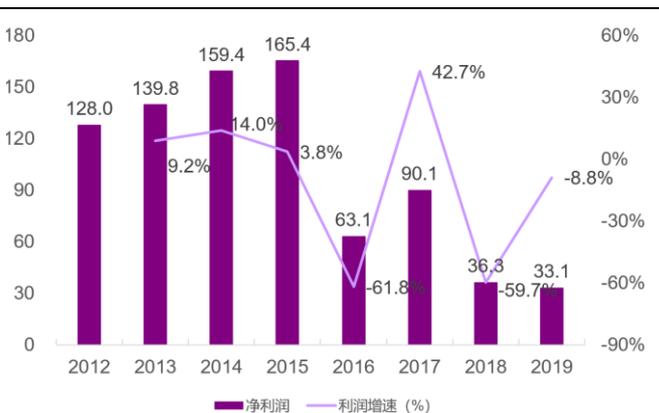
资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

图表 8: 同芯微电子历年收入和增速 (单位: 百万元)



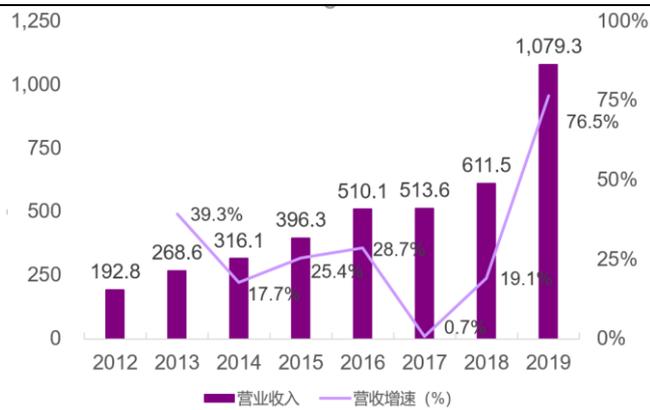
资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

图表 9: 同芯微电子历年净利润和增速 (单位: 百万元)



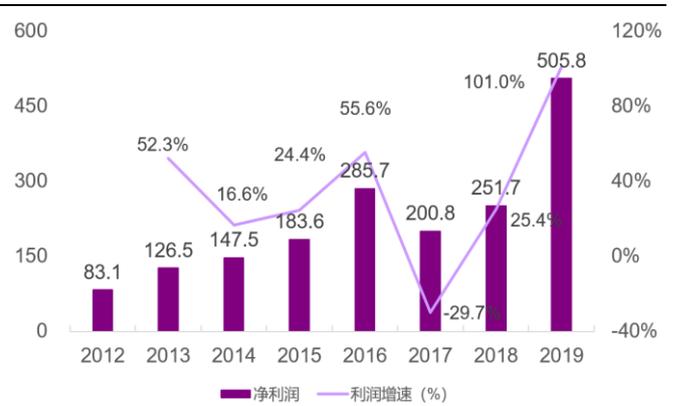
资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

图表 10: 国微电子历年收入和增速 (单位: 百万元)



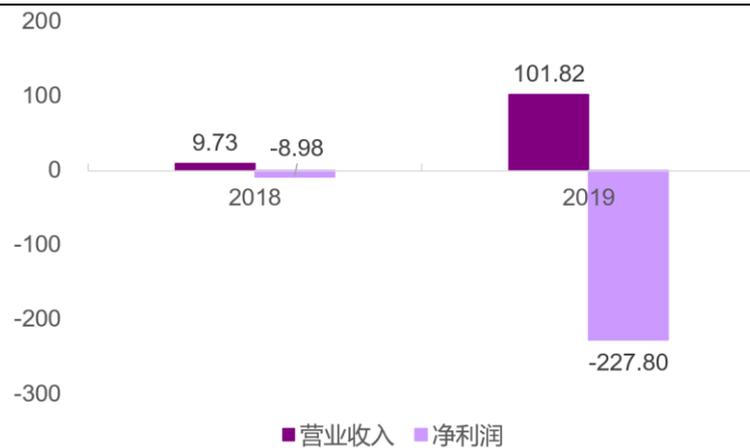
资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

图表 11: 国微电子历年净利润和增速 (单位: 百万元)



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

图表 12: 紫光同创近两年营业收入和净利润 (单位: 百万元)



资料来源: Wind、光大证券研究所整理

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,458	3,430	3,655	4,887	5,987
营业成本	1,717	2,204	1,867	2,507	3,133
折旧和摊销	158	129	143	153	165
税金及附加	15	22	22	29	36
销售费用	92	140	183	293	359
管理费用	232	205	263	352	359
财务费用	0	29	-31	-43	-53
研发费用	129	202	274	391	377
投资收益	112	-96	0	0	0
营业利润	373	458	1,076	1,387	1,811
利润总额	373	456	1,075	1,385	1,810
所得税	24	56	161	208	271
净利润	349	401	914	1,177	1,538
少数股东损益	1	-5	1	1	1
归属母公司净利润	348	406	913	1,177	1,538
EPS(按最新股本计)	0.57	0.67	1.50	1.94	2.53

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	319	266	412	709	847
净利润	348	406	913	1,177	1,538
折旧摊销	158	129	143	153	165
净营运资金增加	239	594	625	640	858
其他	-426	-863	-1,269	-1,260	-1,714
投资活动产生现金流	-243	-482	62	-212	-212
净资本支出	-303	-513	-15	-212	-212
长期投资变化	179	90	0	0	0
其他资产变化	-118	-60	77	0	0
融资活动现金流	-21	261	-277	-38	-56
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	68	327	-268	0	0
无息负债变化	185	342	-198	405	392
净现金流	67	39	197	459	579

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	30.1%	35.7%	48.9%	48.7%	47.7%
EBITDA 率	17.2%	27.3%	33.2%	30.7%	32.2%
EBIT 率	10.6%	23.5%	29.3%	27.6%	29.5%
税前净利润率	15.2%	13.3%	29.4%	28.3%	30.2%
归母净利润率	14.2%	11.8%	25.0%	24.1%	25.7%
ROA	6.1%	5.9%	12.7%	13.6%	14.7%
ROE (摊薄)	9.2%	9.7%	18.0%	19.1%	20.3%
经营性 ROIC	8.6%	19.3%	21.9%	23.6%	26.1%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	34%	38%	30%	29%	28%
流动比率	3.31	2.72	4.30	4.12	4.22
速动比率	2.55	2.19	3.49	3.31	3.41
归母权益/有息债务	11.76	6.45	13.27	16.12	19.85
有形资产/有息债务	12.23	7.75	14.92	18.96	23.83

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	5,726	6,786	7,193	8,684	10,497
货币资金	1,130	1,179	1,376	1,835	2,414
交易性金融资产	0	70	0	0	0
应收账款	1,089	1,313	1,801	2,167	2,655
应收票据	332	607	731	977	1,317
其他应收款(合计)	4	281	15	7	9
存货	789	864	933	1,254	1,566
其他流动资产	6	28	34	62	88
流动资产合计	3,405	4,404	4,945	6,377	8,144
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	179	90	90	90	90
固定资产	201	173	256	348	427
在建工程	59	262	302	316	327
无形资产	722	641	588	541	498
商誉	807	686	686	686	686
其他非流动资产	2	92	95	95	95
非流动资产合计	2,321	2,382	2,248	2,307	2,354
总负债	1,925	2,594	2,128	2,533	2,925
短期借款	13	258	0	0	0
应付账款	404	654	467	627	783
应付票据	332	338	355	476	595
预收账款	25	15	16	21	26
其他流动负债	23	44	49	76	100
流动负债合计	1,028	1,618	1,150	1,546	1,930
长期借款	0	71	71	71	71
应付债券	300	300	300	300	300
其他非流动负债	581	589	591	600	609
非流动负债合计	897	975	977	987	995
股东权益	3,801	4,193	5,065	6,151	7,572
股本	607	607	607	607	607
公积金	737	743	834	922	922
未分配利润	2,418	2,825	3,606	4,603	6,023
归属母公司权益	3,794	4,188	5,060	6,146	7,566
少数股东权益	7	5	5	6	6

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	4%	4%	5%	6%	6%
管理费用率	9%	6%	7%	7%	6%
财务费用率	0%	1%	-1%	-1%	-1%
研发费用率	5%	6%	8%	8%	6%
所得税率	7%	12%	15%	15%	15%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.06	0.07	0.15	0.19	0.25
每股经营现金流	0.53	0.44	0.68	1.17	1.40
每股净资产	6.25	6.90	8.34	10.13	12.47
每股销售收入	4.05	5.65	6.02	8.05	9.87

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	169	145	64	50	38
PB	15.5	14.0	11.6	9.6	7.8
EV/EBITDA	138	62	48	38	30
股息率	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.3%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼