

IDM 模式稀缺, MEMS 传感器制造封测升级

投资要点

- **事件:** 公司发布《2016 年度非公开发行股票预案》, 拟以不低于 6.13 元/股的价格向不超过十名符合规定的特定投资者非公开发行股票数量不超过 1.3 亿股, 募集资金总额不超过人民币 8 亿元, 扣除发行费用后将全部用于年产能 8.9 亿只 MEMS 传感器扩产项目的建设。
- **投资 MEMS 传感器扩产项目, 打造 MEMS 传感器制造封测一体化能力。** 本次募投项目包括 MEMS 传感器芯片制造扩产、MEMS 传感器封装、以及 MEMS 传感器测试能力提升。项目建设期 2 年, 达产后预计为公司带来年销售收入 8.7 亿元、年均税后利润 9849 万元的贡献。项目实施后, 公司的 MEMS 传感器业务将延伸至制造封测领域, 产品结构得以优化, 核心竞争力得到进一步提升, 将为公司带来持续的盈利增长。
- **MEMS 传感器应用前景良好, 国产化进程提速带来新机遇。** MEMS 下游市场主要包括智能手机、汽车电子、物联网等领域。到 2018 年, 仅国内手机的 MEMS 器件市场需求将达到 47 亿件; 家用汽车的传感器超过 100 个, 且汽车传感器有向小型化集成化的 MEMS 元件发展的趋势; 作为物联网数据采集的入口, MEMS 传感器也正逐步取代传统传感器的主导地位。我国已成为全球 MEMS 器件需求最大的市场, 但目前 MEMS 器件进口占比近 80%, 国产化替代空间巨大。我国 MEMS 企业规模和产品应用领域较小, 大多竞争力不强, 在 MEMS 器件国产化提速背景下, 具备自行设计、制造及封测能力的企业有望获取更多的市场份额。
- **A 股稀缺的半导体 IDM 标的, 将受益国内半导体行业快速发展。** 公司是国内少有的半导体 IDM 企业, 搭建了集成电路芯片设计和制造平台, 并延伸至功率器件、功率模块和 MEMS 传感器的封装领域。公司拥有 6 英寸芯片产线, 月产量约 19 万片, 8 英寸芯片产线目前建设顺利推进, 预计 2017 年一季度投入试产。通过本次投资, 公司将进一步扩大集成电路产品产能和市场占有率, 享受 MEMS 器件市场集中度提升带来的红利。
- **盈利预测与投资建议。** 公司作为 IDM 企业具备稀缺性, MEMS、功率器件等布局有望从国内半导体快速发展中受益。我们预计公司未来三年净利润将保持 21% 的复合增长率。首次覆盖, 给予“增持”评级。
- **风险提示:** 8 英寸芯片产线投产或不及预期; 募投项目达产或不及预期。

指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	1926.41	2233.04	2634.95	3244.66
增长率	3.02%	15.92%	18.00%	23.14%
归属母公司净利润 (百万元)	39.88	45.49	57.10	70.94
增长率	-75.74%	14.07%	25.52%	24.24%
每股收益 EPS (元)	0.03	0.04	0.05	0.06
净资产收益率 ROE	1.72%	1.91%	1.78%	2.17%
PE	209	183	146	117
PB	3.44	3.39	2.52	2.47

数据来源: Wind, 西南证券

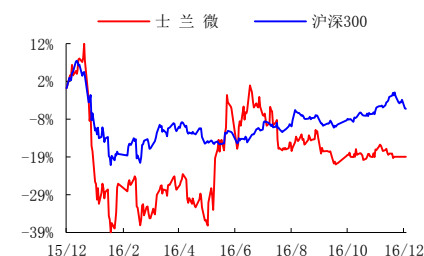
西南证券研究发展中心

分析师: 刘言
执业证号: S1250515070002
电话: 023-67791663
邮箱: liuyan@swsc.com.cn

联系人: 杨镇宇
电话: 023-67563924
邮箱: yzyu@swsc.com.cn

联系人: 赵琦
电话: 021-68415379
邮箱: zhaoq@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	12.47
流通 A 股(亿股)	12.47
52 周内股价区间(元)	5.0-9.21
总市值(亿元)	83.31
总资产(亿元)	49.76
每股净资产(元)	1.97

相关研究

关键假设：

假设 1：未来 5 年国内半导体产业销售收入年均增速 20%左右；

假设 2：公司 8 英寸芯片产线投产顺利，预计 2018 年产能逐步爬升；

假设 3：子公司士兰明芯产能释放销量提升，盈利能力逐渐好转。

基于以上假设，我们预测公司 2016-2018 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2015A	2016E	2017E	2018E
器件	收入	828.44	960.99	1,133.97	1,417.46
	增速	5.23%	16.00%	18.00%	25.00%
	毛利率	23.95%	24.00%	25.00%	26.00%
集成电路	收入	767.50	905.65	1,086.78	1,358.47
	增速	13.21%	18.00%	20.00%	25.00%
	毛利率	29.87%	31.00%	32.00%	33.00%
发光二极管	收入	300.72	321.77	353.95	396.42
	增速	-23.40%	7.00%	10.00%	12.00%
	毛利率	24.45%	2.00%	8.00%	14.00%
其他	收入	29.76	44.64	60.26	72.31
	增速	142.33%	50.00%	35.00%	20.00%
	毛利率	75.57%	92.00%	90.00%	88.00%
合计	收入	1,926.41	2,233.04	2,634.95	3,244.66
	增速	3.02%	15.92%	18.00%	23.14%
	毛利率	27.19%	25.03%	27.09%	28.85%

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	现金流量表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	1926.41	2233.04	2634.95	3244.66	净利润	41.57	46.89	58.94	73.31
营业成本	1412.59	1674.16	1921.14	2308.70	折旧与摊销	195.75	306.36	347.77	397.07
营业税金及附加	12.21	13.74	16.37	20.09	财务费用	29.82	33.50	42.16	55.16
销售费用	54.49	66.99	84.32	110.32	资产减值损失	103.07	25.00	27.00	29.00
管理费用	377.14	446.61	553.34	707.34	经营营运资本变动	-203.69	480.78	-394.64	-173.20
财务费用	29.82	33.50	42.16	55.16	其他	34.98	-64.09	-30.23	-29.74
资产减值损失	103.07	25.00	27.00	29.00	经营活动现金流净额	201.51	828.43	50.99	351.60
投资收益	21.01	10.00	8.00	5.00	资本支出	-252.27	-160.00	-515.00	-530.00
公允价值变动损益	0.84	-1.20	-1.34	-0.93	其他	-197.14	16.18	2.60	-0.31
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-449.41	-143.82	-512.40	-530.31
营业利润	-41.05	-18.15	-2.72	18.13	短期借款	-20.00	-505.00	0.00	0.00
其他非经营损益	69.09	67.50	68.20	68.12	长期借款	120.13	0.00	0.00	0.00
利润总额	28.04	49.35	65.48	86.24	股权融资	1.07	0.00	800.00	0.00
所得税	-13.53	2.47	6.55	12.94	支付股利	-31.18	-3.78	-5.03	-6.77
净利润	41.57	46.89	58.94	73.31	其他	159.09	-407.16	-42.31	-55.26
少数股东损益	1.69	1.40	1.84	2.37	筹资活动现金流净额	229.12	-915.94	752.66	-62.03
归属母公司股东净利润	39.88	45.49	57.10	70.94	现金流量净额	-8.79	-231.34	291.24	-240.74
资产负债表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	财务分析指标	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	409.46	178.13	469.37	228.63	成长能力				
应收和预付款项	799.20	319.94	612.26	654.96	销售收入增长率	3.02%	15.92%	18.00%	23.14%
存货	724.67	869.29	1012.58	1217.24	营业利润增长率	-135.25%	-144.20%	-114.99%	566.60%
其他流动资产	317.46	372.23	435.77	538.02	净利润增长率	-75.12%	12.79%	25.70%	24.39%
长期股权投资	81.04	81.04	81.04	81.04	EBITDA 增长率	-48.44%	74.35%	20.36%	21.48%
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	1748.33	1628.52	1822.31	1981.79	毛利率	26.67%	25.03%	27.09%	28.85%
无形资产和开发支出	120.40	94.47	68.54	42.62	三费率	23.95%	24.50%	25.80%	26.90%
其他非流动资产	140.44	136.35	139.79	143.54	净利率	2.16%	2.10%	2.24%	2.26%
资产总计	4341.00	3679.97	4641.66	4887.85	ROE	1.72%	1.91%	1.78%	2.17%
短期借款	505.00	0.00	0.00	0.00	ROA	0.96%	1.27%	1.27%	1.50%
应付和预收款项	537.86	642.46	736.84	885.56	ROIC	-0.61%	0.55%	1.35%	2.01%
长期借款	120.13	120.13	120.13	120.13	EBITDA/销售收入	9.58%	14.41%	14.69%	14.50%
其他负债	759.08	462.69	476.11	507.04	营运能力				
负债合计	1922.08	1225.29	1333.08	1512.73	总资产周转率	0.46	0.56	0.63	0.68
股本	1247.17	1247.17	1377.68	1377.68	固定资产周转率	1.70	1.84	2.09	2.44
资本公积	171.99	171.99	841.48	841.48	应收账款周转率	3.67	8.10	20.15	14.07
留存收益	975.22	1016.93	1068.99	1133.16	存货周转率	1.94	1.96	1.96	1.99
归属母公司股东权益	2401.73	2436.09	3288.15	3352.32	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	109.93%	—	—	—
少数股东权益	17.20	18.59	20.43	22.80	资本结构				
股东权益合计	2418.93	2454.68	3308.58	3375.12	资产负债率	44.28%	33.30%	28.72%	30.95%
负债和股东权益合计	4341.00	3679.97	4641.66	4887.85	带息债务/总负债	32.52%	9.80%	9.01%	7.94%
					流动比率	1.49	2.15	2.76	2.41
					速动比率	1.01	1.08	1.65	1.30
					股利支付率	78.19%	8.32%	8.82%	9.54%
业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E	每股指标				
EBITDA	184.53	321.71	387.20	470.36	每股收益	0.03	0.04	0.05	0.06
PE	208.92	183.15	145.91	117.44	每股净资产	1.94	1.97	2.65	2.71
PB	3.44	3.39	2.52	2.47	每股经营现金	0.16	0.66	0.04	0.28
PS	4.32	3.73	3.16	2.57	每股股利	0.03	0.00	0.00	0.01
EV/EBITDA	47.57	25.31	22.52	19.04					
股息率	0.37%	0.05%	0.06%	0.08%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	沈怡蓉	机构销售	021-68415897	18351306226	syrong@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416926	15821921712	zcy@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任晓	机构销售	0755-26820395	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn