

## 扬杰科技(300373)/半导体

## 业绩持续攀升, 产品结构步入优化期

**评级: 买入(维持)**

市场价格: 20.30

目标价格: 28.80

分析师: 李伟

执业证书编号: S0740516110001

电话: 021-20315180

Email: liwei@r.qlzq.com.cn

联系人: 耿琛

电话: 0755-22660860

Email: gengchen@r.qlzq.com.cn

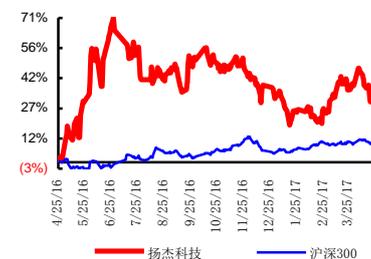
联系人: 周梦缘

电话: 0755-22660861

Email: zhoumy@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	472
流通股本(百万股)	180
市价(元)	20.3
市值(百万元)	9,592
流通市值(百万元)	3,654

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 1 业绩持续高增长, 聚焦主业成就功率器件龙头地位
- 2 专业深耕战略成效显著, 分立器件龙头再次起航

**公司盈利预测及估值**

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	833.9	1,190.2	1,582.9	2,136.9	2,884.9
增长率 yoy%	28.7%	42.7%	33.0%	35.0%	35.0%
净利润	137.8	201.8	304.0	439.9	593.4
增长率 yoy%	22.8%	46.5%	50.6%	44.7%	34.9%
每股收益(元)	0.29	0.43	0.64	0.93	1.26
每股现金流量	0.18	0.54	1.65	0.42	0.69
净资产收益率	16.31%	9.99%	12.81%	15.83%	17.92%
P/E	69.6	47.5	31.6	21.8	16.2
PEG	3.05	1.02	0.62	0.49	0.46
P/B	11.36	4.75	4.04	3.45	2.90

备注:

**投资要点**

- **事件:** 公司发布 2017 一季度公告, 实现营业收入 3.02 亿元, 同比上升 21.20%; 实现归属于上市公司股东的净利润 5462.17 万元, 同比上升 37.95%。
- **Q1 业绩持续攀升, 双品牌联动营销优势尽显。** 公司 2017Q1 营收、净利再创新高, 其中净利润上升近 38% 接近业绩预告上限 (20-40%), 我们认为公司 ① 精准化营销、聚焦标杆客户成效显著, 新客户拓展及老客户维护顺利进行; ② 海外营收占比持续提升, 国际化战略布局稳步推进, “扬杰”和 “MCC” 双品牌营销联动效应愈发凸显, 公司业绩具备长期稳健保障。
- **产能扩充提速, 产品结构步入优化期。** 沿硅基 4 寸/6 寸/8 寸晶圆工厂及对应的中高端二极管/MOSFET/IGBT 封装工厂建设路径, 同时并行 SiC 基同类晶圆和封装产线建设, 公司技术升级路线规划清晰步步为营, 彰显管理层优秀战略眼光。我们预计: ① 4 寸产能争取年底翻倍, 由当前 50 万片/月扩产至年底 100 万片/月; ② 6 寸产能逐步释放, 有望由目前 5000 片/月爬升至年底 2 万片/月, 预计下半年步入盈利期; ③ 8 寸产线已在规划之中, 有望进一步改善升级中高端器件市场结构, 公司产品品质与毛利水平将再上台阶。
- **并购 MCC 获得海外市场支点, 联姻建厂打开外延预期空间。** 独特的 “IDM 模式+渠道自主可控” 发展战略提升了公司的成本控制能力, 公司毛利率显著高于同行。① 并购 MCC, 强化营销渠道, 海外市场拓展更具话语权; ② 出资 2.34 亿元 (占比 90%) 投资建厂资本旗下广盟半导体产业投资中心, 有望借此对接全球优质分立器件标的, 加速外延收购及产业链布局, 进一步强化核心竞争实力。
- **第三代功率半导体研制顺利, 新能源汽车、军工电子领域潜力可期。** 公司第三代宽禁带半导体项目的研发及产业化项目进展顺利, 自主封装碳化硅产品客户反馈良好, 已形成批量订单和贡献销售收入; 碳化硅芯片制造工艺正在稳定验证中, 将为后续碳化硅 MOSFET 和碳化硅功率模块的研发生产奠定扎实基础。碳化硅产品应用领域覆盖新能源汽车、军工电子等市场, 未来成长动能充沛。
- **投资建议:** 我们预计 2017~2019 年公司归母净利润分别为 3.04 亿/4.40 亿/5.93 亿元, 对应 EPS 为 0.64/0.93/1.26, 考虑到公司的产业稀缺性和潜在突破领域市场广阔以及较强的外延预期, 给予 2017 年 45 倍估值, 目标价 28.8 元, “买入” 评级。
- **风险提示:** 高端功率器件市场拓展不及预期, 第三代半导体布局不及预期。

**资产负债表**

单位:百万元

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	1758	2264	2860	3650
现金	217	1101	1302	1610
应收账款	363	527	729	994
其他应收款	10	11	15	22
预付账款	6	6	7	10
存货	124	188	243	332
其他流动资产	1038	431	564	681
<b>非流动资产</b>	731	612	569	527
长期投资	19	9	11	14
固定资产	420	427	394	343
无形资产	42	48	55	64
其他非流动资产	250	129	108	106
<b>资产总计</b>	2489	2876	3429	4177
<b>流动负债</b>	402	429	564	762
短期借款	50	16	20	25
应付账款	223	329	440	611
其他流动负债	129	84	104	126
<b>非流动负债</b>	62	67	81	98
长期借款	42	52	65	81
其他非流动负债	20	15	16	17
<b>负债合计</b>	464	497	645	860
少数股东权益	4	5	5	5
股本	472	472	472	472
资本公积	992	992	992	992
留存收益	608	910	1315	1848
归属母公司股东权益	2021	2374	2779	3312
<b>负债和股东权益</b>	2489	2876	3429	4177

**现金流量表**

单位:百万元

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	254	780	199	324
净利润	202	305	440	593
折旧摊销	52	62	69	73
财务费用	-7	-21	-44	-53
投资损失	-2	-3	-4	-4
营运资金变动	-25	428	-282	-312
其他经营现金流	33	8	20	27
<b>投资活动现金流</b>	-1157	58	-23	-30
资本支出	227	0	0	0
长期投资	0	-9	2	3
其他投资现金流	-930	49	-21	-27
<b>筹资活动现金流</b>	935	46	26	13
短期借款	37	-34	4	5
长期借款	-56	10	13	16
普通股增加	53	0	0	0
资本公积增加	958	0	0	0
其他筹资现金流	-58	70	9	-8
<b>现金净增加额</b>	34	884	201	308

**利润表**

单位:百万元

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	1190	1583	2137	2885
营业成本	769	1008	1346	1803
营业税金及附加	7	10	15	18
营业费用	50	54	76	107
管理费用	140	182	235	317
财务费用	-7	-21	-44	-53
资产减值损失	8	5	6	7
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	2	3	4	4
<b>营业利润</b>	225	347	507	688
营业外收入	14	14	13	13
营业外支出	2	2	2	2
<b>利润总额</b>	237	359	518	699
所得税	35	54	78	105
<b>净利润</b>	202	305	440	593
少数股东损益	0	1	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	202	304	440	593
<b>EBITDA</b>	271	388	532	708
<b>EPS (元)</b>	0.43	0.64	0.93	1.26

**主要财务比率**

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>				
营业收入	42.7%	33.0%	35.0%	35.0%
营业利润	43.8%	54.0%	46.1%	35.8%
归属于母公司净利润	46.5%	50.6%	44.7%	34.9%
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	35.4%	36.3%	37.0%	37.5%
净利率(%)	17.0%	19.2%	20.6%	20.6%
ROE(%)	10.0%	12.8%	15.8%	17.9%
ROIC(%)	9.8%	20.5%	25.1%	29.8%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	18.6%	17.3%	18.8%	20.6%
净负债比率(%)	19.76%	13.64%	13.14%	12.31%
流动比率	4.37	5.27	5.08	4.79
速动比率	4.03	4.80	4.61	4.31
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.62	0.59	0.68	0.76
应收账款周转率	3	3	3	3
应付账款周转率	3.43	3.65	3.50	3.43
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.43	0.64	0.93	1.26
每股经营现金流(最新摊薄)	0.54	1.65	0.42	0.69
每股净资产(最新摊薄)	4.28	5.02	5.88	7.01
<b>估值比率</b>				
P/E	47.53	31.55	21.80	16.16
P/B	4.75	4.04	3.45	2.90
EV/EBITDA	35	24	18	13

**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。