

工控功率半导体 IDM 龙头，积极布局 IGBT 器件

投资要点

- **老牌功率器件 IDM 厂商，50 年历史积淀。**公司 1966 年建厂成立，是国内大功率半导体器件领域为数不多的掌握前道(扩散)技术、中道(芯片制成)技术、后道(封装测试)技术，并掌握大功率半导体器件设计、制造核心技术并形成规模化生产的企业。具有制水系统、散热器生产线、芯片生产线、胶囊装置生产线、模块装配生产线。公司产销量连续多年位居国内同行业第一，预计公司半导体业务未来几年将保持 30% 左右的增长。
- **公司财务指标健康，经营积极稳健。**近几年来，台基股份的营业总收入保持一个较快水平的增长。2018 年营业收入 4.18 亿元，较之 2017 年的 2.79 亿元同比增长 50.1%。公司净利润逐年增长，2018 年实现净利润 8577 万元，同比增长 60.7%，较之 2015 年净利润增长近两倍。公司具有自主品牌“TECHSEM”牌和“岷峰”牌晶闸管和模块，在业内具有很高的知名度和美誉度。
- **高功率脉冲开关保持领先，高端产品实现国产替代。**公司持续在高功率脉冲开关组件技术领域保持领先，在特种电源和新能源领域呈现迅速增长态势。2018 年以来，中美两国贸易摩擦不断加深，考虑到国家安全，国产替代或将迎来发展契机，公司有望受益于国产替代，实现进一步的增长。
- **对外投资 IGBT 项目，加快外延布局。**台基海德基金与天津锐芯签署《关于 IGBT 模块项目合作协议》，合资设立浦密半导体(上海)有限公司，开展 IGBT 业务。致力于成为拥有自主核心设计技术、知识产权和自主品牌的新一代功率器件芯片和模块的一流半导体产品公司。本次对外投资有利于提升公司现有 IGBT 模块生产线的工艺水平，有利于延伸与完善公司产业链。预计公司模块业务的出货量将会显著增长。
- **盈利预测与投资建议。**我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.66 元、0.79 元、1.00 元。采用分部估值法。考虑到半导体行业行业已进入景气周期，公司持续进行的研发均取得了突破性的进展，给予公司半导体业务 40 倍估值；影视文化行业的蓬勃发展，公司各种 IP 剧集在各大平台逐步上线，给予公司泛文化业务 20 倍估值，对应目标价 22.90 元。首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**影视业务不及预期的风险，以及对应的商誉减值的风险；IGBT 相关产品研发、量产进度不达预期的风险。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	418.11	551.43	729.18	969.51
增长率	50.05%	31.89%	32.23%	32.96%
归属母公司净利润(百万元)	85.77	141.28	168.84	213.21
增长率	60.66%	64.72%	19.51%	26.28%
每股收益 EPS(元)	0.40	0.66	0.79	1.00
净资产收益率 ROE	9.58%	13.76%	14.33%	15.55%
PE	45	27	23	18
PB	4.32	3.77	3.28	2.82

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: 陈杭
电话: 021-68415309
邮箱: chenhang@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)	2.13
流通 A 股(亿股)	2.13
52 周内股价区间(元)	10.38-19.25
总市值(亿元)	38.68
总资产(亿元)	10.68
每股净资产(元)	4.31

相关研究

目 录

1 台基股份：国内最具竞争力的功率半导体制造商之一	1
2 公司财务基本面健康，经营稳健	2
3 聚焦半导体，积极布局 IGBT 功率器件	3
3.1 公司主打晶闸管产品，具有性价比优势	4
3.2 高功率脉冲开关保持领先，高端产品实现国产替代.....	5
3.3 定增助力 IGBT 项目量产，打造功率半导体龙头企业	6
4 谋求跨界进军影视，寻找公司新增长点	8
5 盈利预测与估值	11
5.1 盈利预测	11
5.2 相对估值	12
6 风险提示	13

图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 公司主要产品.....	2
图 3: 营业总收入及增长率.....	2
图 4: 净利润及增长率.....	2
图 5: 2015-2018 年主营业务构成.....	3
图 6: 2018 年主营业务占比.....	3
图 7: 全球半导体市场规模.....	4
图 8: 全球功率半导体应用市场分布.....	4
图 9: 晶闸管产品示意图.....	4
图 10: 公司晶闸管及模块年销量.....	4
图 11: 主导产品年销售量.....	6
图 12: 全球功率器件市场规模.....	6
图 13: 全球 IGBT 市场规模.....	6
图 14: 中国 IGBT 市场规模.....	6
图 15: 全球 IGBT 厂商份额.....	7
图 16: 中国 IGBT 厂商份额.....	7
图 17: 公司 IGBT 产品.....	7
图 18: 公司 IGBT 模块产品.....	7
图 19: 虚拟 IDM 是国内企业突破 IGBT 的最佳路径.....	8
图 20: 网络视频与影院观众用户规模.....	9
图 21: 近年来中国与北美影视市场规模变动.....	9
图 22: 泛文化业务营业收入及占营业收入比重.....	9
图 23: 泛文化业务净利润.....	9
图 24: 北京彼岸春天 2016-2018 业绩承诺累计实现情况.....	11
图 25: 北京彼岸春天 2016-2018 业绩承诺完成率情况.....	11

表 目 录

表 1: 公司主要晶闸管产品及技术规格.....	5
表 2: 脉冲功率技术重要应用技术.....	5
表 3: 占公司主营业务收入前五的影视作品.....	10
表 4: 彼岸春天 2016-2018 年取得的影视 IP 情况.....	10
表 5: 分业务收入及毛利率.....	12
表 6: 可比公司估值情况.....	13
附表: 财务预测与估值.....	14

1 台基股份：国内最具竞争力的功率半导体制造商之一

湖北台基半导体股份有限公司，初创于 1966 年，于 2010 年 1 月在深圳证券交易所创业板上市，发起股东富华远东为台资半导体产业投资人。2018 年末，公司总资产 10.5 亿元，净资产 8.96 亿元，现有员工 500 余人。公司连续多年保持高速增长，产销量连续多年位居国内同行业第一，是国内最具竞争力的功率半导体器件制造商之一。

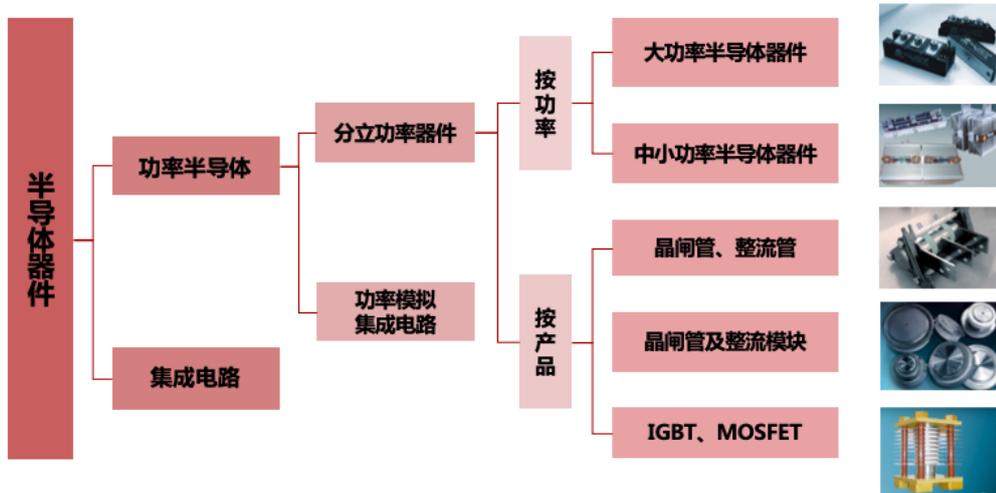
公司 1966 年建厂，有超过 50 年电子器件制造经验。1980 年，建立生产专用 IC 和大功率晶体管的新工厂；1988 年成功开发功率半导体模块；2003 年，公司完成民营化改造，引进富华远东，成立襄樊台基半导体有限公司；2008 年，公司整合重组成立湖北台基半导体股份有限公司，完成股份制改造；2010 年在深圳证券交易所创业板上市；2015 年建成 IGBT 模块生产线，完成 IRIS 认证；2017 年引入战略投资人，及新的管理层并入上市公司，优化上市公司股权结构；2018 年，台基海德新兴产业基金正式成立，总规模 30 亿元，联合天津锐芯发起设立上海浦奕半导体，开展 IGBT 业务；与亦庄国投、海德资本达成战略合作并联合投资天津安普德半导体公司落户北京亦庄开展 Wifi 双频芯片业务。

图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

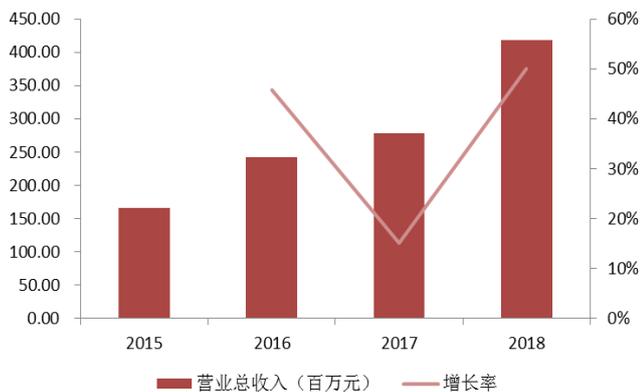
公司是国内大功率半导体器件领域为数不多的掌握前道（扩散）技术、中道（芯片制成）技术、后道（封装测试）技术，并掌握大功率半导体器件设计、制造核心技术并形成规模化生产的企业。主营产品包括晶闸管、整流管、IGBT 模块、电力半导体模块等。公司拥有“TECHSEM”和“岷峰”两个自主品牌，产品广泛应用于冶金铸造、电机驱动、大功率电源、输配电、轨道交通、电焊机、新能源、军民融合等行业和领域。目前公司拥有晶闸管和模块晶圆厂及 IGBT 封测线，是国内大功率半导体龙头企业。

图 2：公司主要产品


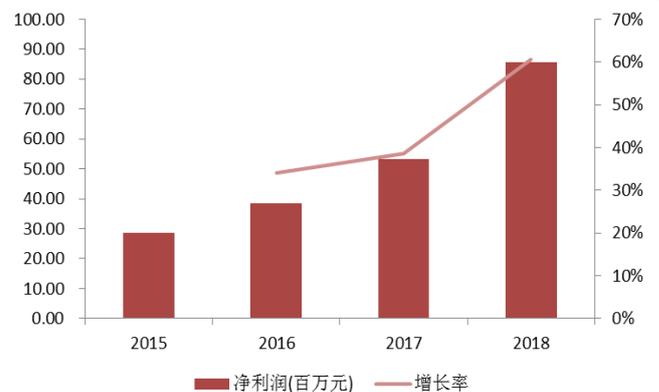
数据来源：公司官网，西南证券整理

2 公司财务基本面健康，经营稳健

近几年来，台基股份的营业总收入保持一个较快水平的增长。2015 年营收 1.66 亿元，2016 年增长 45.7%，达 2.42 亿元；2018 年营业收入 4.18 亿元，较之 2017 年的 2.79 亿元同比增长 50.1%。公司净利润逐年增长，2018 年实现净利润 8577 万元，同比增长 60.7%，较之 2015 年净利润增长近两倍。

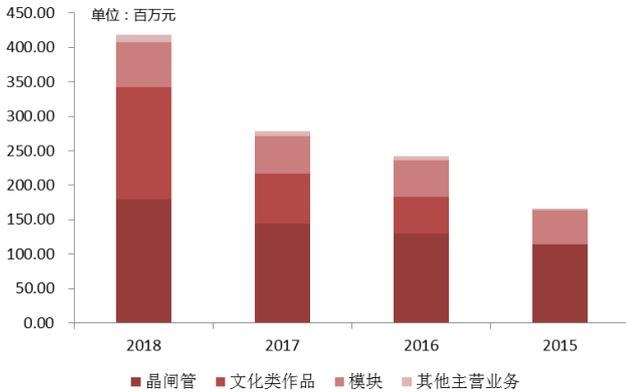
图 3：营业总收入及增长率


数据来源：Wind，西南证券整理

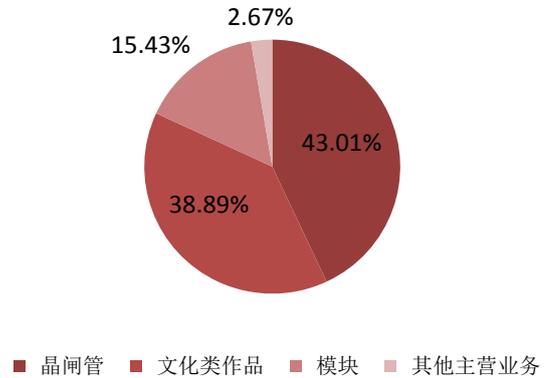
图 4：净利润及增长率


数据来源：Wind，西南证券整理

公司业务集中于晶闸管、文化类作品、模块以及其他四个领域。其中，晶闸管业务是公司的最主要的收入来源，2017 年晶闸管业务收入 1.44 亿元；2018 年收入 1.80 亿元，同比增长 24.5%，占 2018 年总营收的 43.0%。2016 年公司进军文化类作品产业，该业务迅速成为公司营收的第二大业务，2017 年收入 0.72 亿元；2018 年收入 1.62 亿元，同比增长 125.8%，占 2018 年总营收的 38.9%。模块业务 2017 年营收 5401 万元，2018 年收入 6450 万元，同比增长 19.4%，占 2018 年总营收的 15.4%。其他主营业务的营收近几年规模也在逐渐扩大，2018 年占比达总营收的 2.7%。

图 5：2015-2018 年主营业务构成


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 6：2018 年主营业务占比


数据来源: Wind, 西南证券整理

公司披露的资产负债表中长期借款、短期借款一直为零，意味着公司没有向金融机构的中长期借款和短期借款。而在没有借款的情况下能够持续经营的很好，说明企业的现金流充沛，不需要借款支持。公司近年资产负债率呈下降趋势，2018 年资产负债率为 14.73%，杠杆极低。公司股东无质押情况，无论上市公司还是控股股东层面，几乎没有债务压力。

3 聚焦半导体，积极布局 IGBT 功率器件

功率半导体几乎用于所有的电子制造业，包括计算机领域、网络通信、消费电子、工业控制等传统电子产业。此外，随着全球节能环保意识以及新技术的发展，新能源汽车、光伏发电、LED 照明灯领域逐渐成为功率半导体的重要需求市场。

2017 年全球半导体市场规模突破 4000 亿美元，行业进入景气周期。分立器件占整个半导体行业比重稳定，过去十年保持在 6%-7%，2017 年全球分立器件市场规模为 215 亿美金，较 2016 年增长 10.8%，根据 WSTS 预测，2018 年全球分立器件市场规模将达到 231 亿美金，较 2017 年增长 7.4%。我国分立器件市场增速高于全球市场，2008-2016 年市场规模持续增长，平均增速超过 10%。

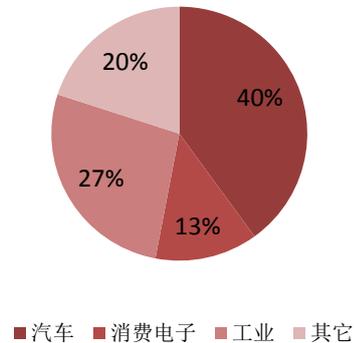
功率器件的市场规模近三年一直呈上升趋势，作为一个从 1956 年发展至今的成熟产业，功率半导体行业每年的市场空间可以从两个方面体现：折旧带来的替换市场以及电气化程度加深带来的新增市场。随着我国自动化、智能化进程加快，受清洁能源行业、电动汽车行业以及物联网行业等下游行业对半导体应用扩展加深的带动，国内功率半导体新增市场规模快速增长。但是目前功率器件领域长期被欧美日企业垄断，英飞凌、三菱、富士电机、安森美、赛米控等厂商占全球超过 7 成的市场份额，国内功率半导体企业市场占有率不到 3 成，而中国功率半导体用量占全球的 40%，可替代空间巨大。2019 年中美两国贸易摩擦继续加剧，考虑到国家安全，国产替代或将迎来发展契机，公司有望受益于国产替代，实现进一步的增长。

图 7: 全球半导体市场规模



数据来源: WSTS, 西南证券整理

图 8: 全球功率半导体应用市场分布



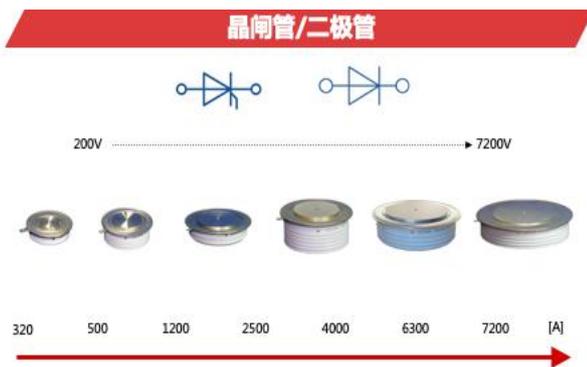
数据来源: Gartner, 西南证券整理

3.1 公司主打晶闸管产品, 具有性价比优势

晶闸管, 简称可控硅, 是基础性的功率半导体器件, 四层 PN 结半导体结构, 它有三个极: 阳极, 阴极和控制极; 晶闸管具有硅整流器件的特性, 能在高电压、大电流条件下工作, 且其工作过程可以控制、被广泛应用于可控整流、交流调压、无触点电子开关、逆变及变频等电子电路中。晶闸管仍然是迄今为止能承受的电压和电流容量相对较高的功率半导体分立器件。

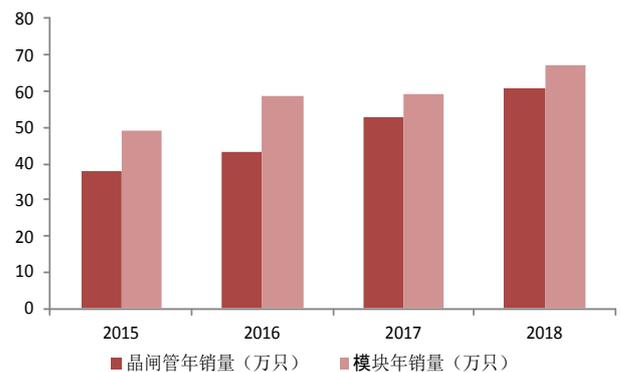
目前大部分晶闸管产品需要进口, 未来几年国产替代空间很大。全球晶闸管市场规模大约 60 亿元, 国内晶闸管的市场规模大约 30 亿元, 占全球规模的 50% 左右。

图 9: 晶闸管产品示意图



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

图 10: 公司晶闸管及模块年销量



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

公司全年销售各类功率半导体器件 161.77 万只 (包括晶闸管、模块、芯片、组件、散热器等), 同比增长 26.45%, 其中晶闸管销售 60.68 万只, 同比增长 14.58%; 模块销售 67.22 万只, 同比增长 14.03%。在冶金铸造和电机控制领域, 公司强化销售和服务, 巩固领先优势, 高压功率器件销量持续上扬。在军民融合领域, 公司潜心开发部分高端客户, 脉冲功率器件销量大幅增加, 成为公司新的增长点。经过坚持不懈的努力, 公司产品进入多家国内外知名客户, 高压器件成功应用于电力系统大型装备项目。

公司晶闸管产品具有技术成熟性。高功率脉冲开关组件应用于军民融合高端装备和新能源技术，以高脉冲功率晶闸管研发为载体，开展多项新技术的研究和应用，满足国家重大项目需求。器件技术水平和脉冲功率开关组件得到推广应用，研发完成组件的触发、均压系统等成套方案。2018 年公司持续在该产品技术领域保持领先，在特种电源和新能源领域呈现迅速增长态势。

表 1：公司主要晶闸管产品及技术规格

品类	技术规格
快速关断晶闸管	200A-5000A, 800V-5000V, 1" to 4"
相位控制晶闸管	200A-5000A, 400V- 7200V, 1" to 5"
高频晶闸管	100A-1600A, 600v-1600V, 1" to 2.5"
双向晶闸管	100A-1600A, 600v-1600V, 1" to 2.5"
二极管	200A-7200A, 400V-7200V, 1" to 5"
快恢复二极管	200A-5000A, 400V- 5000V, 1" to 4"

数据来源：公司官网，西南证券整理

3.2 高功率脉冲开关保持领先，高端产品实现国产替代

脉冲功率技术是当前一门前沿科学，就是将缓慢储存起来的具有较高密度的能量，进行快速压缩，转换或者直接释放给负载的电物理技术，其实质是将脉冲能量在时间尺度上进行压缩，以获得在极短时间内的高峰值功率输出，它是高新技术研究的重要技术基础之一，有着非常广泛的发展和前景。脉冲功率技术已经在科学研究、国防工业以及工业、民用等众多领域有着极为重要的应用。

高功率半导体脉冲功率开关是公司一大高端产品，开关元件的参数直接影响整个脉冲功率系统的性能，是脉冲功率技术中一个重要的关键技术，主要应用于核能及军工领域，具有技术壁垒高、毛利高等特点，目前市场主要被外资巨头（ABB、英飞凌、西门子等）把控。公司持续在高功率脉冲开关组件技术领域保持领先，在特种电源和新能源领域呈现迅速增长态势。目前，国内龙头企业已实现脉冲功率技术的突破，所生产脉冲功率产品已可用于军用及民用等领域。

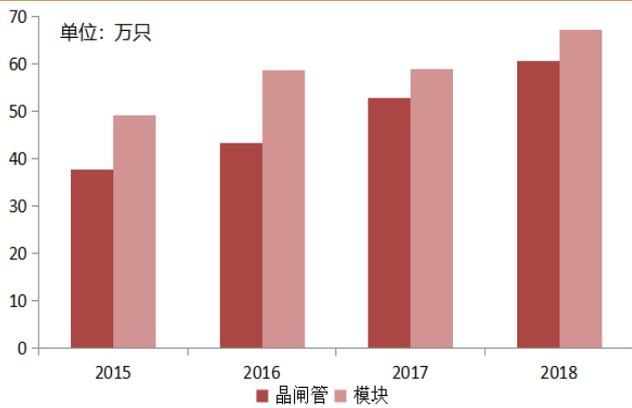
表 2：脉冲功率技术重要应用技术

军民融合领域	民用领域
可控核聚变	生物工程
高能强激光	医疗设备
高能电子与粒子加速器	环境科学
电磁脉冲	烟气净化
国防军工	新能源

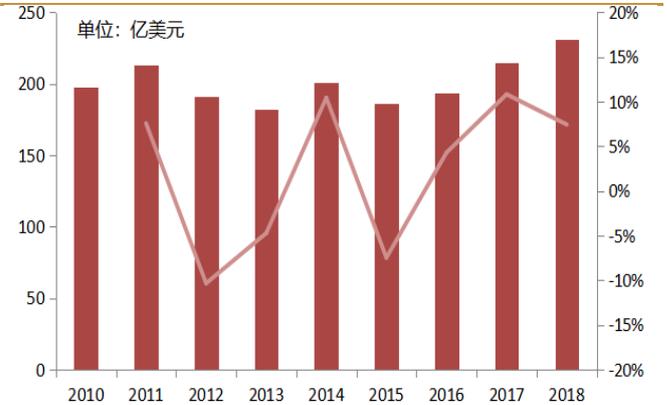
数据来源：电子发烧友，西南证券整理

公司在产品研发方面深耕已久，致力于打造 IDM 生产模式，创立以来自主研发出晶闸管、RSD、SSD、功率模块、RBDT、脉冲晶闸管、IGBT、ETO 等一系列产品，具有去离子水系统、IGBT 模块生产线、芯片生产线、胶囊装置生产线、模块装配生产线、晶闸管封装生产线、模块封装生产线等一套完整的设施，公司的晶闸管、功率模块等主导产品的销量在细

分行业遥遥领先，连续多年保持国内第一，高端产品的技术、产量已经达到国际领先水平，具有实现国产替代的潜力。

图 11: 主导产品年销售量


数据来源: WSTS, 西南证券整理

图 12: 全球功率器件市场规模


数据来源: WSTS, 西南证券整理

3.3 定增助力 IGBT 项目量产，打造功率半导体龙头企业

2018 年 9 月 19 日，台基海德基金与天津锐芯签署《关于 IGBT 模块项目合作协议》，合资设立浦峦半导体（上海）有限公司，开展 IGBT 业务，浦峦半导体注册资本 3000 万元，其中产业基金出资 1200 万元，占比 40%，天津锐芯作为浦峦半导体的管理层及技术团队持股平台，出资 1800 万元，占比 60%。

浦峦半导体致力于成为拥有自主核心设计技术、知识产权和自主品牌的新一代功率器件芯片和模块的一流半导体产品公司。本次对外投资能够借助技术团队的丰富经验，使用合资企业的专利技术，有利于提升公司现有 IGBT 模块生产线的工艺水平，有利于延伸与完善公司产业链，对提高公司竞争力有积极作用。

图 13: 全球 IGBT 市场规模

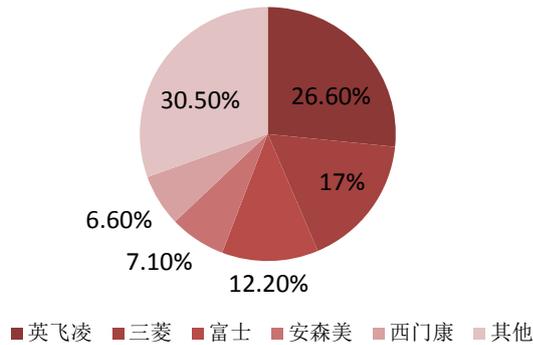

数据来源: Yole, 西南证券整理

图 14: 中国 IGBT 市场规模


数据来源: Yole, 西南证券整理

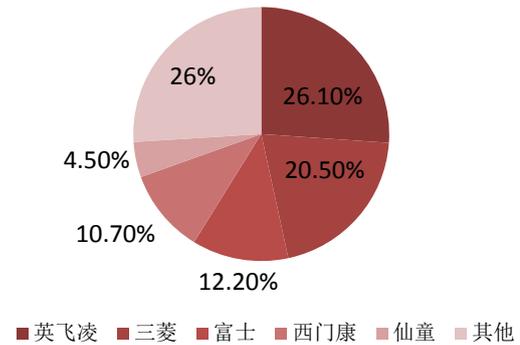
国内 IGBT 设计领域已有一定基础，但与国际水平仍有很大差距，目前国内 IGBT 设计厂商体量偏小，主要有中科君芯、嘉兴斯达、吉林华微斯帕克、台基股份、南京银茂、宁波达新、上海浦佺等。国内 IGBT 设计技术的主要来源有两条途径：其一，来源于外企人员的回流，如斯达、南京银茂、普佺半导体等；其二，来源于国外合作，如比亚迪、吉林华微等。

图 15: 全球 IGBT 厂商份额



数据来源: 英飞凌年报, 西南证券整理

图 16: 中国 IGBT 厂商份额



数据来源: 英飞凌年报, 西南证券整理

公司已具备 IGBT 业务基础，公司 5 年前完成了 IGBT 模块研发，具备量产能力。通过自主研发、国外专家交流、专业团队技术合作等方式，公司已具备 IGBT 设计能力。

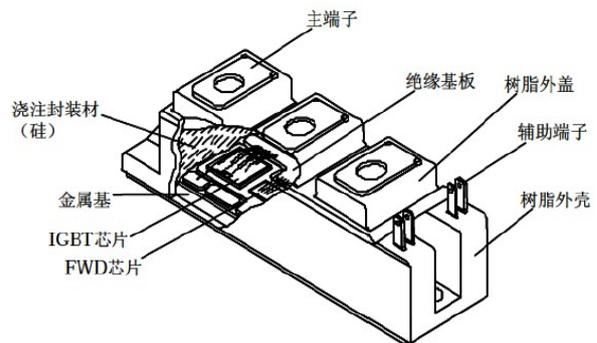
公司将定增助力 IGBT 项目量产, 提供增量爆发。公司日前已发布非公开发行提示公告, 拟通过非公开发行股份进行融资, 并在北京市经济技术开发区及襄阳落地“新型高功率半导体器件产业升级项目”, 其中包含了月产 4 万只 IGBT 模块 (兼容 MOSFET 等) 封测线, 兼容月产 1.5 万只 SiC 等宽禁带半导体功率器件封测项目。此次非公开募投项目将为公司进一步发展 IGBT 业务, 实现 IGBT 量产与爆发提供有力支持。此次非公开发行完成后, 公司将融合内外部资金资源, 落地产业升级项目, 打造功率半导体龙头企业。

图 17: 公司 IGBT 产品



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

图 18: 公司 IGBT 模块产品

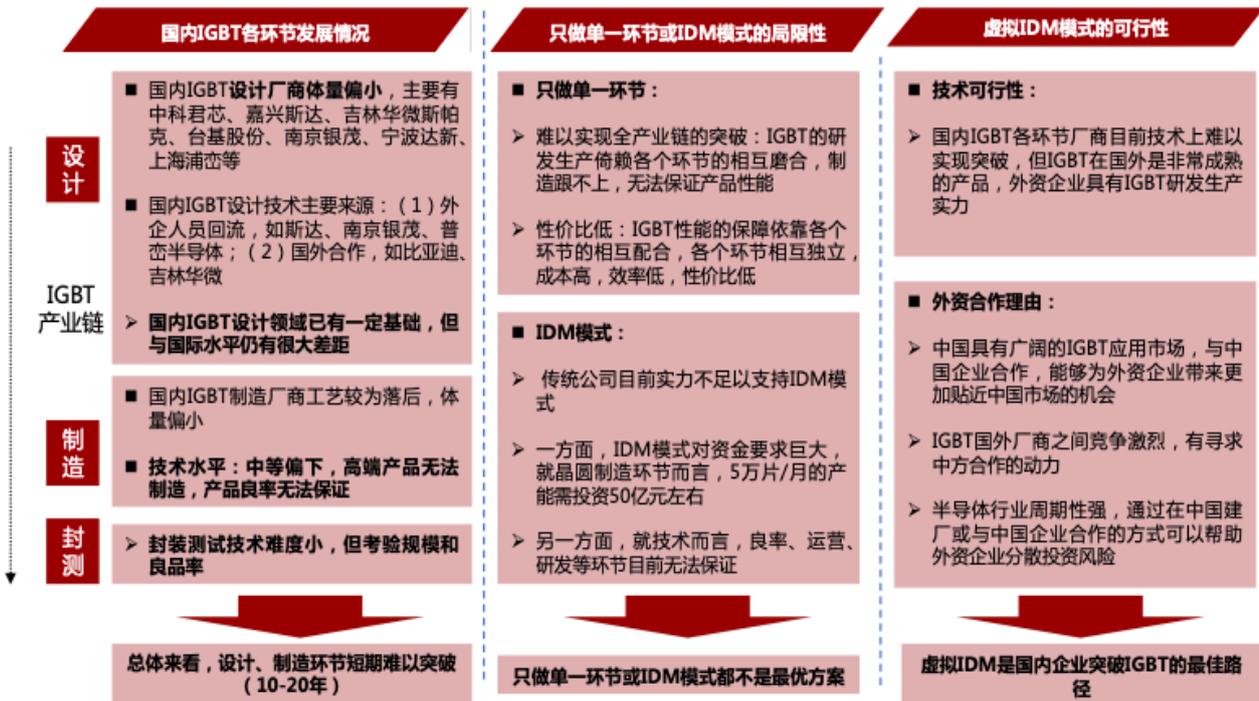


数据来源: 公司官网, 西南证券整理

台基股份计划以虚拟 IDM 来突破 IGBT 业务。由于传统公司目前实力不足以支持 IDM 模式, 一方面, IDM 模式对资金要求巨大, 例如晶圆制造环节, 5 万片/月的产能需投资 50 亿元左右; 另一方面, 就技术而言, 良率、运营、研发等环目前无法保证。国内 IGBT 各环节厂商目前技术上难以实现突破, 但 IGBT 在国外是非常成熟的产品, 外资企业具有 IGBT

研发生产实力。同时，中国具有广阔的 IGBT 应用市场，与中国企业合作，能够为外资企业带来更加贴近中国市场的机会 IGBT 国外厂商之间竞争激烈，有寻求中方合作的动力半导体行业周期性较强，通过在中国建厂或与中国企业合作的方式可以帮助外资企业分散投资风险。**虚拟 IDM 是国内企业突破 IGBT 的最佳路径。**

图 19：虚拟 IDM 是国内企业突破 IGBT 的最佳路径

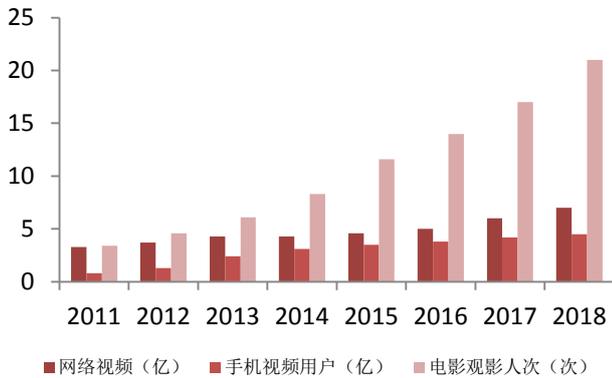


数据来源：公司公告，西南证券整理

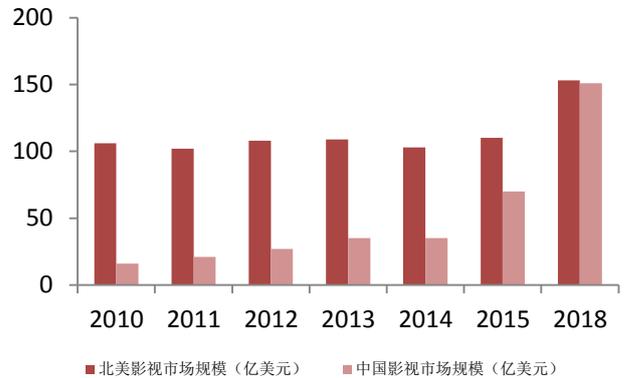
4 谋求跨界进军影视，寻找公司新增长点

2016年，台基股份发布公告，使用超募资金及利息3.8亿元收购樟树市睿圣投资管理中心（有限合伙）及姜培枫持有的北京彼岸春天影视有限公司100%股权，进入影视传媒业。此次收购的溢价达3.58亿元，收购溢价率为17倍。台基股份此举打响了谋求跨界的第一枪。本次交易完成后，影视传媒业务将在台基股份的收入及净利润中占到较大的比例，公司将形成“半导体+泛文化”双主业的形态，有利于公司拓宽业务，实现多元化发展。

近年来，网络视频PC端用户持续增长，在2015年6月达到4.6亿，与影院的观影人数基本一致。来自于视频网站、影院端口的增长量从单一的用户增量转变为消费模式、消费频次、消费渠道的综合增长，目前视频付费用户已超过2000万。随着市场的快速增长、跨国资本合作趋势、各国的政策引导以及互联网拉近全球用户消费体验将合力促进互联网影视产业向全球化方向发展。

图 20: 网络视频与影院观众用户规模


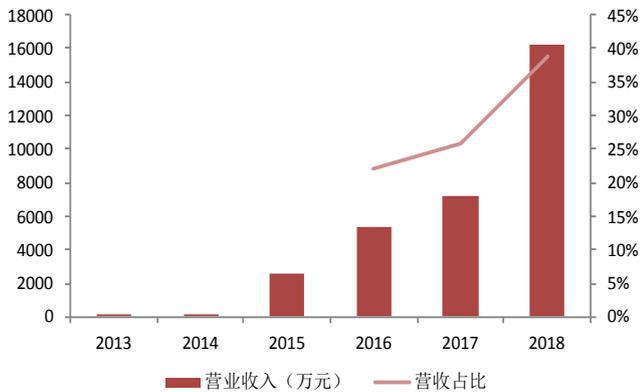
数据来源: CNNIC, 西南证券整理

图 21: 近年来中国与北美影视市场规模变动


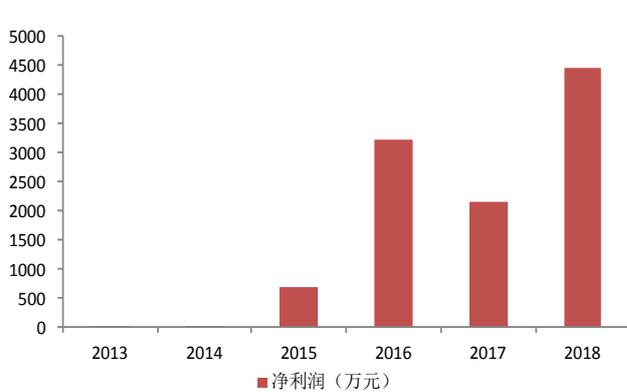
数据来源: CNNIC, 西南证券整理

彼岸春天成立于 2006 年, 其前身为北京红色观念传媒广告有限公司, 法人为张强。自 2013 年起, 姜培枫向北京红色观念传媒广告有限公司注资 300 万元, 成为唯一自然人股东。姜培枫为“前搜狐整合营销主编”。在姜培枫首次注资的 2013 年度, 红色观念公司的主营收入为 212 万元, 净利润为 2 万。2014 年, 红色观念的主营业务收入下降到 145 万元, 净利润为 7.8 万元。2015 年, 红色观念改名彼岸春天后, 营业收入 2622 万元, 同比增长 1708%; 净利润 701 万元。

2016 年, 台基股份收购彼岸春天。此后三年, 彼岸春天制作完成多部网络剧, 对外投资电视剧, 研发转让 IP 版权等, 营业收入和利润同比增长。

图 22: 泛文化业务营业收入及占营业收入比重


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 23: 泛文化业务净利润


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

彼岸春天的核心业务是互联网影视制作与投资, 重点 IP 开发和定制网络剧。目前影视制作业务以网络剧为主, 销售模式主要为定制模式, 即网络播映平台委托彼岸春天拍摄其特定需求的网络剧, 并以买断的形式获取网络剧的版权。公司与国内主要视频平台保持长期紧密合作关系, 是爱奇艺的主要供应商之一。

自 2013 年以来, 彼岸春天公司涉足影视作品, 共参与制作两部网剧:《人生需要揭穿》以及《会痛的十七岁》。其中《人生需要揭穿》截至 2016 年 6 月, 在独播网站爱奇艺上的点击量为 1.17 亿。《会痛的十七岁》截至 2016 年 6 月, 在独播网站优酷土豆上的点击量共计 2.31 亿。

表 3: 占公司主营业务收入前五的影视作品

时间	影视作品名称	合计收入 (元)	占公司营业收入的比例
2018	《如果可以，绝不爱你》《强风吹拂》《朕的刺客女友》《艳势番》 《《宠妃生存记》》	122, 681, 424.52	29.34%
2017	《秘果》《坏女孩的春天》《遇见男友 KIMO》《智能男仆》《狗眼看阴阳 3, 4》	38, 937, 967.95	13.97%
2016	《极品男友第一季》《极品男友第二季》《我的机器人男友》《人鱼传说》《武林大会》	29, 528, 300.88	12.2%

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

网剧制作并不是彼岸春天的唯一业务, 公司还有其他产品业务。彼岸春天已经组建了一个 IP 极具互联思维的研发团队, 在制作此前储备的 IP 作品的同时, 已经在进行原创 IP 的孵化, 从剧本、小说、漫画到影剧联动, 再到后续的营销推广, 已经逐渐搭建一条完整的互联网内容产业链, 这种模式或许成为互联网影视行业的下一个风口。

表 4: 彼岸春天 2016-2018 年取得的影视 IP 情况

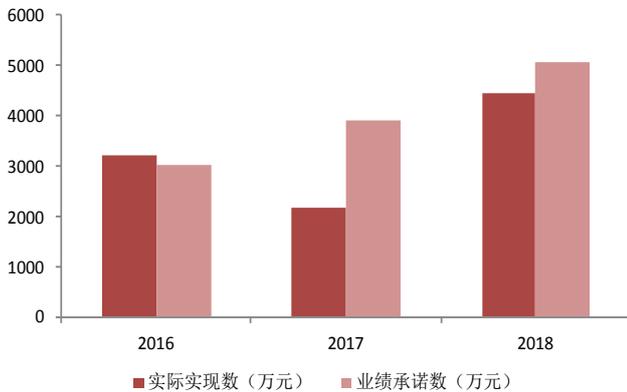
时间	剧名	题材	取得时间	期限
2018	《高校晋升法则》	都市言情	2018/4	已转让
	《双星物语》	都市言情	2018 (原创)	永久
	《戏精学院》	都市言情	2018 (原创)	永久
2017	《钦天阁》	穿越 悬疑	2017/11	永久
	《邪魅王妃俏王爷》	穿越 爱情	2017/11	6 年
	《公子不要啊》	古装 二次元	2017/11	3 年
2016	《秘果》	青春 情感	2015/6	3 年
	《古代生存手册》	古代 情感	2016/4	5 年
	《明月曾照江东寒》	古代 情感	2016/12	5 年

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

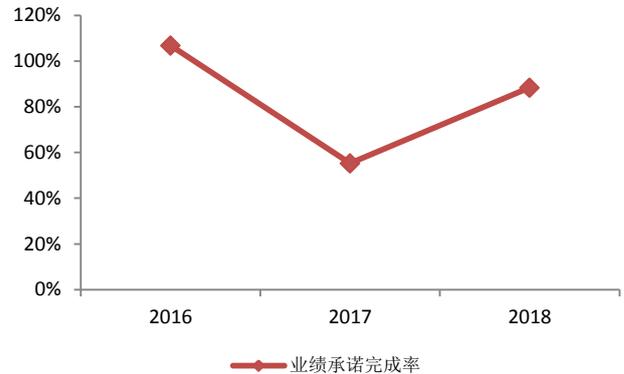
公司与北京彼岸原股东在股权转让之时, 曾协议约定业绩对赌期, 承诺 2016 年实现净利润不低于 3000 万元; 2017 年实现净利润不低于 3900 万元; 2018 年实现净利润不低于 5070 万元。

同时收购形成较大金额的商誉, 该等商誉不作摊销处理, 但需要在未来每年会计年末进行减值测试。北京彼岸 2016 年度实现净利润 3204.61 万元, 业绩承诺完成率达 106.82%。2017 年净利润下降至 2155.51 万元, 业绩承诺完成率 55.27%。由于未完成业绩承诺, 商誉减值风险显现, 计提商誉减值准备 3977.62 万元。2018 年净利润有所改善, 达到了 4478.84 万元, 业绩承诺完成率达 88.34%。总的来说, 三年累计业绩承诺完成率达 82.2%, 基本达到了收购前预期。

彼岸春天将重点发展网络剧业务, 以制作发行为核心, 强化 IP 开发、项目策划能力, 提升网络剧核心竞争力。同时加强与知名影视公司合作, 扩展公司泛文化业务, 加强对彼岸春天的管理, 以确保公司投资效果和收益, 降低商誉减值风险。

图 24: 北京彼岸春天 2016-2018 业绩承诺累计实现情况


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 25: 北京彼岸春天 2016-2018 业绩承诺完成率情况


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

由于台基股份和彼岸春天实际经营的业务不同且不属于同一行业或关联行业, 所以在企业文化、企业制度、人力资源等各个方面双方存在差异, 如果双方不能实现有效的融合, 将可能导致双方产生割裂, 给公司的经营带来风险。除此之外, 彼岸春天属于影视传媒业, 是资金人才密集型企业。随着影视传媒行业的发展和变化, 不排除彼岸春天由于核心技术人才流失等因素导致公司竞争力下降的影响。因此, 收购彼岸春天存在一定风险, 此风险也在近三年净利润不稳定中有所体现。

2018 年, 公司与睿圣投资、姜培枫签订了《现金购买资产协议之补充协议》, 在 2017 年、2018 年承诺业绩金额和业绩补偿机制不变以及上市公司未额外支付成本的前提下, 将彼岸春天的业绩对赌期延长至 2020 年, 承诺 2019 年、2020 年净利润不低于 5000 万元, 以确保上市公司泛文化业务经营的长期稳定。

在公司目前主营的半导体行业面临激烈的国内外市场竞争环境, 公司通过收购谋求新的外延式发展机会, 增加新的利润增长点, 提高公司抵抗市场风险的能力, 努力实现下一阶段的快速发展。

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

关键假设:

假设 1: 晶闸管业务: 作为公司营收中占比最大的业务, 假设公司晶闸管价格保持稳定, 预计公司未来三年里晶闸管出货量增长率稳步提升; 该业务毛利率保持稳定, 2019-2021 年保持 44%。

假设 2: 文化类作品业务: 近年来影视产品市场发展迅速, 影视作品参差不齐。预计公司未来几年的文化类作品基本符合市场预期, 增长率缓步下降; 2018 年影视行业政策变化较大, 该业务毛利率有所下降, 预计 2019-2021 年该业务毛利率缓步下降, 为 30%、28%、25%。

假设 3: 模块业务: 2017 年开始, 全球半导体市场行业进入景气周期, 而我国分立器件市场增速高于全球市场。受益于此, 预计公司模块业务的出货量将会在未来几年显著增长; 毛利率保持稳定, 2019-2021 年维持 19%。

假设 4: 其他主营业务: 随着公司业务的拓展以及精细化, 预计该项业务的产品出货量在未来三年增长 35%、32%、30%; 毛利率保持稳定, 2019-2021 年保持在 9%。

基于此, 我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表:

表 5: 分业务收入及毛利率

业务分拆 (单位: 百万元)		2018A	2019E	2020E	2021E
晶闸管	收入	179.85	239.20	322.92	445.63
	增速	24.52%	33.00%	35.00%	38.00%
	毛利率	44.05%	44.00%	44.00%	44.00%
文化类作品	收入	162.60	211.38	270.57	338.21
	增速	125.81%	30.00%	28.00%	25.00%
	毛利率	34.82%	30.00%	28.00%	25.00%
模块	收入	64.50	85.79	115.81	159.82
	增速	19.41%	33.00%	35.00%	38.00%
	毛利率	19.49%	19.00%	19.00%	19.00%
其他主营业务	收入	11.16	15.06	19.88	25.84
	增速	36.09%	35.00%	32.00%	30.00%
	毛利率	8.66%	9.00%	9.00%	9.00%
合计	收入	418.11	551.43	729.18	969.51
	增速	57.06%	31.89%	32.23%	32.96%
	毛利率	35.73%	33.79%	33.14%	32.32%

数据来源: 公司公告, 西南证券

5.2 相对估值

考虑到公司半导体与泛文化业务的多元发展, 我们采用分部估值法。我们选取了公司所在电子设备制造行业的相关公司作为半导体业务估值参考, 分别为士兰微、华微电子、扬杰科技、捷捷微电、闻泰科技, 行业 2019 年 PE 平均值为 40.06 倍。考虑到半导体行业市场快速增长, 空间巨大, 行业已进入景气周期, 公司持续进行的研发均取得了突破性的进展, 成为新的增长点, 我们给予公司半导体业务 40 倍估值。随着互联网的发展和大众休闲娱乐方式的变化, 各类文化创新产品应运而生, 影视行业特别是网络剧及其衍生品持续增长, 未来发展空间广阔。预计公司 2019 年泛文化业务目标净利润 5000 万元, 完成度 75%, 为 3750 万元, 给予公司泛文化业务 20 倍估值。预计公司 2019 年 EPS 为 0.66 元, 对应目标价 22.90 元。首次覆盖, 给予“买入”评级。

表 6: 可比公司估值情况

公司	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
		2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
士兰微	17.44	0.21	0.29	0.35	84.02	60.94	49.21
华微电子	6.53	0.17	0.22	0.25	38.68	29.90	26.07
扬杰科技	16.24	0.66	0.81	0.94	24.51	19.99	17.31
捷捷微电	19.59	0.74	0.91	1.09	26.42	21.60	17.94
闻泰科技	32.39	1.07	1.48	1.43	26.67	19.30	20.06
平均值					40.06	30.35	26.12

数据来源: Wind, 西南证券整理 (截止到 2019 年 5 月 28 日)

6 风险提示

影视业务不及预期的风险, 以及对应的商誉减值的风险; IGBT 相关产品研发及量产进度不达预期的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	418.11	551.43	729.18	969.51	净利润	85.77	141.28	168.84	213.21
营业成本	268.73	365.11	487.54	656.18	折旧与摊销	18.36	13.93	14.49	15.23
营业税金及附加	4.45	3.14	4.38	6.11	财务费用	-1.23	-5.15	0.29	8.82
销售费用	13.82	11.03	14.58	19.39	资产减值损失	30.02	0.00	0.00	0.00
管理费用	29.63	33.09	43.75	58.17	经营营运资本变动	-65.71	40.46	-30.34	-68.76
财务费用	-1.23	-5.15	0.29	8.82	其他	-72.76	-2.16	-4.97	-9.99
资产减值损失	30.02	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	-5.54	188.35	148.32	158.51
投资收益	11.53	2.00	5.00	10.00	资本支出	38.23	-320.00	-320.00	-320.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	21.58	-8.00	-5.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	59.81	-328.00	-325.00	-320.00
营业利润	77.47	146.21	183.63	230.84	短期借款	0.00	1.00	91.55	201.19
其他非经营损益	19.69	20.00	15.00	20.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	97.16	166.21	198.63	250.84	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	11.39	24.93	29.80	37.63	支付股利	-28.42	-10.29	-16.95	-20.26
净利润	85.77	141.28	168.84	213.21	其他	0.00	6.04	0.71	-7.42
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-28.42	-3.25	75.31	173.51
归属母公司股东净利润	85.77	141.28	168.84	213.21	现金流量净额	25.85	-142.90	-101.38	12.02
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	280.74	137.84	36.46	48.48	成长能力				
应收和预付款项	226.77	203.70	280.19	384.85	销售收入增长率	50.05%	31.89%	32.23%	32.96%
存货	93.34	72.65	97.10	130.82	营业利润增长率	371.16%	88.72%	25.60%	25.70%
其他流动资产	8.91	56.66	55.13	82.07	净利润增长率	60.66%	64.72%	19.51%	26.28%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	230.04%	63.83%	28.02%	28.45%
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	131.31	138.68	145.48	151.55	毛利率	35.73%	33.79%	33.14%	32.32%
无形资产和开发支出	300.04	598.77	897.50	1196.23	三费率	10.10%	7.07%	8.04%	8.91%
其他非流动资产	9.28	19.25	29.23	39.20	净利率	20.51%	25.62%	23.15%	21.99%
资产总计	1050.39	1227.55	1541.10	2033.21	ROE	9.58%	13.76%	14.33%	15.55%
短期借款	0.00	1.00	92.55	293.74	ROA	8.17%	11.51%	10.96%	10.49%
应付和预收款项	88.64	174.40	236.16	322.62	ROIC	11.04%	15.71%	14.59%	14.18%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	22.63%	28.11%	27.21%	26.29%
其他负债	66.04	25.46	33.81	45.33	营运能力				
负债合计	154.69	200.86	362.52	661.68	总资产周转率	0.40	0.48	0.53	0.54
股本	213.12	213.12	213.12	213.12	固定资产周转率	3.03	4.24	5.63	7.33
资本公积	492.44	492.44	492.44	492.44	应收账款周转率	4.65	5.76	8.39	7.83
留存收益	190.15	321.13	473.02	665.97	存货周转率	2.76	4.38	5.72	5.74
归属母公司股东权益	895.70	1026.69	1178.58	1371.53	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	64.33%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	895.70	1026.69	1178.58	1371.53	资产负债率	14.73%	16.36%	23.52%	32.54%
负债和股东权益合计	1050.39	1227.55	1541.10	2033.21	带息债务/总负债	0.00%	0.94%	26.05%	44.89%
					流动比率	4.01	2.38	1.30	0.98
					速动比率	3.40	2.01	1.03	0.78
					股利支付率	33.13%	7.29%	10.04%	9.50%
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E	每股指标				
EBITDA	94.60	154.99	198.42	254.88	每股收益	0.40	0.66	0.79	1.00
PE	45.10	27.38	22.91	18.14	每股净资产	4.20	4.82	5.53	6.44
PB	4.32	3.77	3.28	2.82	每股经营现金	-0.03	0.88	0.70	0.74
PS	9.25	7.01	5.30	3.99	每股股利	0.13	0.05	0.08	0.10
EV/EBITDA	37.82	23.96	19.64	16.00					
股息率	0.73%	0.27%	0.44%	0.52%					

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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。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。

本报告及附录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”，且不得对本报告及附录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及附录的，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 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

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
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn