

投资评级 优于大市 维持

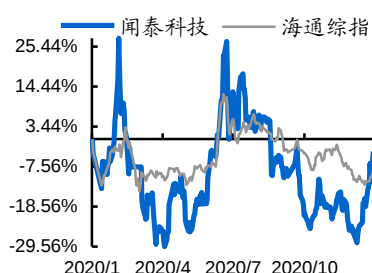
股票数据

01 月 20 日收盘价 (元) 128.70
52 周股价波动 (元) 90.18-171.88
总股本/流通 A 股 (百万股) 1245/820
总市值/流通市值 (百万元) 160223/105496

相关研究

《推出大额股权激励计划, 绑定员工利益》
2020.05.11

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	32.0	21.8	20.7
相对涨幅 (%)	22.5	11.0	6.5

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 周旭辉

Tel: (021) 23210907

Email: zhx12382@htsec.com

证书: S0850518090001

分析师: 张向伟

Tel: (021) 23154141

Email: zwx10402@htsec.com

证书: S0850517070011

汽车功率半导体主流厂商, ODM+功率平台持续发力

投资要点:

- **安世半导体: 全球分立器件主流厂商。**安世半导体 (Nexperia) 是全球半导体行业分立器件龙头之一, 业界享有盛名, 历史超过 60 年, 2017 年从 NXP 集团 (恩智浦) 内部分离出来, 主要承接了原 NXP 标准业务部门的分立器件、逻辑器件和 Power MOS 芯片业务。公司 40% 以上营收来自汽车功率半导体, 功率 MOS 产品主要包括汽车用 MOS 管和 12-200V 低 R 沟道 MOSFET 器件, 产品种类约 300 种。其中, 车用低压 Power MOS 的市场占有率为世界第二位。
- **汽车功率半导体: 短期汽车芯片紧缺, 景气度高启。**据凤凰网科技报道, 海外受疫情影响, “缺芯”蔓延, 汽车领域亦受到影响。据腾讯网报道, 中汽协副秘书长陈士华表示: “芯片短缺从 12 月份下旬开始, 对 2021 年一季度的生产造成很大影响, 有可能会对二季度产生影响。”
- **汽车功率半导体: 长赛道, 大空间。**电动汽车在传动体系与传统燃油车有显著差异, 其对于 Mosfet、IGBT、SiC 等功率半导体需求都有较大提升; 根据 Infineon 数据, 相较传统燃油汽车, 48V/MHEV、FHEV/PHEV、及 BEV 在功率器件上单车价值量分别提升 90、305 和 350 美元。同时, 自动驾驶也会带动半导体需求, 根据 Infineon 数据, L3、L4/5 单车的半导体应用在 630 和 970 美元, 而 L2 为 160 美元, 提升非常明显。
- **创新布局: 第三代半导体及 SiP 封装。**安世氮化镓功率器件已经通过车规级认证, 开始向客户供货, 碳化硅技术研发也进展顺利, 有望在第三代半导体浪潮抢得先机。SiP 封装方面, 结合安世系统级封装测试能力和闻泰 SMT、系统集成设计能力, 公司有望实现 SiP 封装能力的领先, 并快速导入客户。
- **长期看好“ODM+功率半导体平台型企业”保持长期高成长。**根据公司 2019 年年报, 强劲增长的通讯 ODM 是公司的 Beta 业务, 稳健增长、稳定客户、稳定现金流的安世半导体是公司的 Alpha 业务。现在公司已经形成通讯和半导体双翼齐飞的发展格局。公司将会充分利用 5G 的高速发展时期, 推动安世半导体 Alpha 业务增加强劲增长的 Beta 业务。
- **盈利预测与投资建议。**我们预计公司 2020-2022 年分别实现归母净利润 28.0、41.3 和 59.3 亿元, 同比增速分别为 123.7%、47.4% 和 43.6%; 分别实现每股收益 2.25、3.32 和 4.77 元。我们给予 2021 年 PE 45-50X, 对应合理价值区间 149.40-166.00 元/股, 给予优于大市评级。
- **风险提示。**智能手机市场需求不及预期。

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	17335	41578	60396	80658	104215
(+/-)YoY(%)	2.5%	139.8%	45.3%	33.5%	29.2%
净利润(百万元)	61	1254	2804	4133	5933
(+/-)YoY(%)	-81.5%	1954.4%	123.7%	47.4%	43.6%
全面摊薄 EPS(元)	0.05	1.01	2.25	3.32	4.77
毛利率(%)	9.1%	10.3%	13.8%	14.2%	14.3%
净资产收益率(%)	1.7%	5.9%	9.1%	11.8%	14.5%

资料来源: 公司年报 (2018-2019), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

表 1 公司主要业务预计

业务	项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
移动终端	收入（百万元）	16618.4	39786.0	49732.6	67636.3	87927.1
	YOY		139.4%	25.0%	36.0%	30.0%
	毛利率	7.6%	9.4%	9.6%	10.5%	10.5%
半导体	收入（百万元）	0.0	1590.4	10500.0	12810.0	16012.5
	YOY		100.0%	560.2%	22.0%	25.0%
	毛利率		27.7%	33.0%	33.0%	35.0%
其他	收入（百万元）	639.1	125.4	163.0	211.9	275.5
	YOY		51.7%	30.0%	30.0%	30.0%
	毛利率	37.2%	42.5%	40.0%	40.0%	40.0%
合计	收入（百万元）	17257.5	41501.8	60395.6	80658.2	104215.2
	YOY		140.49%	45.53%	33.55%	29.21%
	毛利率	8.66%	10.16%	13.77%	14.15%	14.34%

资料来源：Wind，海通证券研究所

表 2 公司分业务部门营收、利润预测

		2020E	2021E	2022E
闻泰科技（本部）	收入（百万元）	49895.6	67848.2	88202.7
	毛利率	9.7%	10.6%	10.6%
	净利率	2.9%	3.3%	3.5%
	净利润	1439.0	2211.1	3050.5
安世半导体	收入（百万元）	10500.0	12810.0	16012.5
	毛利率	33.0%	33.0%	35.0%
	净利率	13%	15%	18%
	净利润	1365.0	1921.5	2882.3

资料来源：Wind，海通证券研究所

表 3 可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS（元）			PE（倍）			PS（倍）	PB（倍）
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2020E	2020E
002475.SZ	立讯精密	3,935	0.88	1.03	1.44	63.31	54.26	38.56	4.18	13.92
002371.SZ	北方华创	1129	0.67	0.96	1.40	344.38	239.81	164.50	20.13	17.87
300661.SZ	圣邦股份	509	1.70	1.80	2.57	184.46	174.37	122.21	42.02	35.49
603501.SH	韦尔股份	2785	0.76	2.84	4.16	414.33	110.74	75.65	13.70	25.27
均值						251.62	144.79	100.23	20.01	23.14

注：收盘价为 2021 年 1 月 20 日价格，EPS 为 wind 一致预期

资料来源：Wind，海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标（元）					营业总收入	41578	60396	80658	104215
每股收益	1.01	2.25	3.32	4.77	营业成本	37286	52081	69244	89268
每股净资产	17.02	24.70	28.02	32.78	毛利率%	10.3%	13.8%	14.2%	14.3%
每股经营现金流	3.71	3.20	5.01	6.77	营业税金及附加	74	108	144	186
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
价值评估（倍）					营业费用	484	1389	1774	2084
P/E	124.74	55.77	37.84	26.36	营业费用率%	1.2%	2.3%	2.2%	2.0%
P/B	7.38	5.09	4.48	3.83	管理费用	615	1329	1694	2084
P/S	3.40	2.59	1.94	1.50	管理费用率%	1.5%	2.2%	2.1%	2.0%
EV/EBITDA	45.83	39.08	23.62	15.16	EBIT	1799	3073	4818	6945
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	556	0	0	0
盈利能力指标（%）					财务费用率%	1.3%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	10.3%	13.8%	14.2%	14.3%	资产减值损失	-360	0	0	0
净利率	3.0%	4.6%	5.1%	5.7%	投资收益	564	242	81	104
净资产收益率	5.9%	9.1%	11.8%	14.5%	营业利润	1537	3406	5020	7207
资产回报率	1.9%	3.4%	4.2%	5.0%	营业外收支	-64	0	0	0
投资回报率	4.5%	5.8%	8.3%	10.7%	利润总额	1473	3406	5020	7207
盈利增长（%）					EBITDA	2450	3073	4818	6945
营业收入增长率	139.8%	45.3%	33.5%	29.2%	所得税	94	545	803	1153
EBIT 增长率	444.1%	70.8%	56.8%	44.2%	有效所得税率%	6.4%	16.0%	16.0%	16.0%
净利润增长率	1954.4%	123.7%	47.4%	43.6%	少数股东损益	126	57	84	121
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	1254	2804	4133	5933
资产负债率	67.1%	62.4%	64.3%	65.3%					
流动比率	0.99	1.25	1.28	1.31	资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
速动比率	0.79	1.03	1.06	1.09	货币资金	7714	16405	22719	31247
现金比率	0.25	0.42	0.45	0.48	应收账款及应收票据	14022	20368	27201	35146
经营效率指标					存货	5678	7931	10544	13593
应收账款周转天数	123.09	123.09	123.09	123.09	其它流动资产	3410	3958	4553	5246
存货周转天数	55.58	55.58	55.58	55.58	流动资产合计	30823	48661	65018	85232
总资产周转率	0.64	0.73	0.82	0.88	长期股权投资	42	42	42	42
固定资产周转率	8.12	11.80	15.76	20.36	固定资产	5118	5118	5118	5118
					在建工程	487	487	487	487
					无形资产	4075	4075	4075	4075
					非流动资产合计	34308	33813	33813	33813
现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E	资产总计	65132	82474	98830	119045
净利润	1254	2804	4133	5933	短期借款	2778	0	0	0
少数股东损益	126	57	84	121	应付票据及应付账款	21693	30301	40287	51937
非现金支出	1003	0	0	0	预收账款	437	634	847	1094
非经营收益	-46	-240	-78	-101	其它流动负债	6161	7860	9801	12064
营运资金变动	2283	1357	2097	2474	流动负债合计	31069	38795	50934	65095
经营活动现金流	4620	3978	6236	8427	长期借款	11306	11306	11306	11306
资产	-921	494	-2	-3	其它长期负债	1335	1335	1335	1335
投资	-11971	0	0	0	非流动负债合计	12641	12641	12641	12641
其他	588	242	81	104	负债总计	43710	51436	63575	77736
投资活动现金流	-12304	735	78	101	实收资本	1124	1245	1245	1245
债权募资	13296	-2778	0	0	归属于母公司所有者权益	21189	30748	34881	40814
股权募资	6358	121	0	0	少数股东权益	233	290	374	495
其他	-5932	6634	0	0	负债和所有者权益合计	65132	82474	98830	119045
融资活动现金流	13722	3977	0	0					
现金净流量	6021	8690	6314	8528					

备注：（1）表中计算估值指标的收盘价日期为 01 月 20 日；（2）以上各表均为简表

资料来源：公司年报（2019），海通证券研究所

信息披露

分析师声明

周旭辉 电子行业
张向伟 策略研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：丘钛科技,浪潮国际,西部水泥,立昂微,瑞声科技,农夫山泉,李宁,比亚迪电子,舜宇光学科技,波司登,颐海国际,JS 环球生活,禾赛科技,敏华控股,百奥家庭互动,平安好医生,微盟集团,天能动力,敏实集团,FIT HON TENG,阅文集团

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以海通综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类 别	评 级	说 明
	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上；
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下；
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“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。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。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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。