

# 闻泰科技 (600745)

证券研究报告

2019年11月21日

## 收购接近尾声，整合发力持续超预期

**事件：**2019年11月20日，公司发布董事会决议和境外全资子公司对外提供担保公告，对收购安世半导体境外 GP、LP 份额的方案和境外子公司提供担保进行审议。

**点评：**持续坚定推荐公司，看好公司客户结构优化+5G 换机终端销量提升+自主采购提升+收购安世协同效应下业绩弹性表现。本次公司董事会对安世半导体境外 LP 和 GP 股份收购以及境外子公司香港闻泰对外提供担保进行审议，该事项主要是对安世半导体境外股份的收购进一步推进，并且优化内部借款的成本费用。目前公司已经完成并交割安世半导体境内部分 58.37%的股权，本次事项顺利推进后，将收购境外部分安世 21.61%股份，完成境外部分收购后，公司将合计持有安世 79.98%股权。后续，公司预计将收购剩余 20.02%股份，完成对安世半导体的全资收购。

**收购逐步落地，优化内部费用。**公司对安世半导体国内部分的 58.37%的股权已经顺利交割过户，担保与会议流程也接近完成，将很快完成境外部分 21.61%股份；担保具体为香港闻泰对裕成控股提供担保，担保内容为安世半导体将向其唯一股东裕成控股借款 8.24 亿美元，该借款为本次境外 LP 收购方案的实施环节之一，该担保将优化内部借款的成本费用，后续还款和银团贷款费用将由裕成控股以从安世集团取得的分红款偿还或支付，将不会影响上市公司利益。

**看好协同作用，版图国际化。**收购逐渐落地后，安世半导体中资化将呈现正向作用，闻泰科技拥有海内外知名客户，例如，三星、华为、小米、LG 等，公司下游与安世半导体存在较大重叠，因此将充分发挥协同效应，目前安世半导体快速切入国产供应链，代替海外元器件，主要因闻泰科技现有客户引导导入以及国产替代所致。安世半导体由于产能紧张，在国内外大幅扩充产能，产能开出后将显著提升盈利能力。同时，安世半导体在海外发展多年，闻泰科技将保证安世半导体独立性的同时，进一步实现闻泰科技业务版图的国际化。

**投资建议：**看好公司实现协同作用，业务实现快速增长；主业 ODM 业务受益 ODM 渗透率快速提升，预计自主采购比例提高。上调公司盈利预测，19-21 净利润由 10.06/15.91/20.56 亿元上调至 10.06/20.05/23.20 亿元，并表安世后预计 20-21 实现净利润 40.54/52.96 亿元，上调目标价 155.82 元，维持“买入”评级。

**风险提示：**收购进展不及预期、ODM 渗透率不及预期

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	16,916.23	17,335.11	32,936.71	61,743.15	77,796.37
增长率(%)	26.08	2.48	90.00	87.46	26.00
EBITDA(百万元)	1,453.52	1,238.24	2,305.72	6,335.25	8,218.03
净利润(百万元)	329.39	61.02	1,006.49	4,053.63	5,296.28
增长率(%)	586.49	(81.47)	1,549.47	302.75	30.66
EPS(元/股)	0.32	0.06	0.97	3.90	5.09
市盈率(P/E)	257.14	1,388.08	84.15	20.89	15.99
市净率(P/B)	23.93	23.56	16.98	9.44	5.96
市销率(P/S)	5.01	4.89	2.57	1.37	1.09
EV/EBITDA	14.82	10.04	38.30	11.75	9.79

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	电子/电子制造
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	81.39 元
目标价格	155.82 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	1,040.67
流通 A 股股本(百万股)	637.27
A 股总市值(百万元)	84,699.89
流通 A 股市值(百万元)	51,867.11
每股净资产(元)	6.07
资产负债率(%)	88.17
一年内最高/最低(元)	88.65/17.71

### 作者

**潘暕** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110517070005  
panjian@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 1 《闻泰科技-季报点评:Q3 业绩超指上限，持续超预期可能只是开始》 2019-10-30
- 2 《闻泰科技-公司点评:资产过户顺利，看好公司长期发展》 2019-09-19
- 3 《闻泰科技-半年报点评:客户结构调整大获成功，业绩大超预期持续推荐》 2019-08-31

看好公司实现协同作用，业务实现快速增长；主业 ODM 业务受益 ODM 渗透率快速提升，自主采购比例提高。上调公司盈利预测，19-21 净利润由 10.06/15.91/20.56 亿元上调至 10.06/20.05/23.20 亿元，并表安世后预计 20-21 实现净利润 40.54/52.96 亿元。选取同行可比公司，根据 wind 一致预期，同行可比公司，消费电子平台型公司和 IDM 公司，平均 PE 为 48.59 倍，给予闻泰科技 2020 年 40 倍 PE，上调目标价至 155.82 元，维持“买入”评级。

表 1：同行可比公司情况（wind 一致预期）

证券代码	证券简称	2020E 营收（亿元）	2020E 利润（亿元）	2020E PE
002475.SZ	立讯精密	715.15	54.86	33.83
002241.SZ	歌尔股份	442.90	18.09	36.34
600460.SH	士兰微	37.08	2.67	77.13
002049.SZ	紫光国微	41.17	5.88	47.06

资料来源：Wind、天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	936.03	1,903.21	2,634.94	13,637.29	7,499.07
应收票据及应收账款	2,671.43	5,088.33	6,502.80	13,106.72	11,601.28
预付账款	29.51	35.03	226.85	135.98	295.43
存货	3,185.97	1,625.26	12,961.52	9,311.76	21,946.21
其他	715.11	3,172.19	2,086.14	2,682.97	3,174.04
<b>流动资产合计</b>	<b>7,538.04</b>	<b>11,824.01</b>	<b>24,412.25</b>	<b>38,874.71</b>	<b>44,516.04</b>
长期股权投资	344.50	1,176.00	1,176.00	1,176.00	1,176.00
固定资产	1,047.76	544.23	527.08	524.38	517.35
在建工程	0.17	32.74	55.64	81.39	78.83
无形资产	502.86	672.96	498.66	324.35	150.04
其他	1,469.05	2,692.25	1,829.35	1,962.94	2,141.00
<b>非流动资产合计</b>	<b>3,364.35</b>	<b>5,118.18</b>	<b>4,086.72</b>	<b>4,069.06</b>	<b>4,063.22</b>
<b>资产总计</b>	<b>10,915.35</b>	<b>16,942.19</b>	<b>28,506.18</b>	<b>42,950.49</b>	<b>48,583.90</b>
短期借款	858.77	1,999.81	5,280.34	2,280.34	1,000.00
应付票据及应付账款	4,210.89	8,087.96	10,731.44	23,254.30	21,456.25
其他	2,137.51	3,043.24	6,067.17	6,760.84	8,876.31
<b>流动负债合计</b>	<b>7,207.17</b>	<b>13,131.00</b>	<b>22,078.95</b>	<b>32,295.49</b>	<b>31,332.56</b>
长期借款	0.00	0.00	803.60	303.60	300.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	42.34	80.25	76.39	66.33	74.32
<b>非流动负债合计</b>	<b>42.34</b>	<b>80.25</b>	<b>879.99</b>	<b>369.93</b>	<b>374.32</b>
<b>负债合计</b>	<b>7,249.51</b>	<b>13,211.25</b>	<b>22,958.94</b>	<b>32,665.42</b>	<b>31,706.88</b>
少数股东权益	127.04	136.32	559.32	1,313.23	2,662.03
股本	637.27	637.27	1,040.67	1,040.67	1,040.67
资本公积	2,381.60	2,381.60	2,381.60	2,381.60	2,381.60
留存收益	2,905.48	2,953.75	3,947.26	7,931.18	13,174.33
其他	(2,385.54)	(2,378.00)	(2,381.60)	(2,381.60)	(2,381.60)
<b>股东权益合计</b>	<b>3,665.84</b>	<b>3,730.94</b>	<b>5,547.24</b>	<b>10,285.08</b>	<b>16,877.02</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>10,915.35</b>	<b>16,942.19</b>	<b>28,506.18</b>	<b>42,950.49</b>	<b>48,583.90</b>

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	334.85	72.14	1,006.49	4,053.63	5,296.28
折旧摊销	260.42	327.91	228.55	231.26	233.89
财务费用	116.94	217.90	453.34	436.96	136.15
投资损失	(73.66)	10.30	(219.00)	(172.00)	(139.00)
营运资金变动	1,518.66	334.26	(5,352.73)	9,609.41	(11,622.39)
其它	(763.32)	2,309.45	445.26	766.69	1,379.45
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,393.89</b>	<b>3,271.95</b>	<b>(3,438.08)</b>	<b>14,925.96</b>	<b>(4,715.62)</b>
资本支出	34.19	775.27	63.87	90.06	42.00
长期投资	6.51	831.49	0.00	0.00	0.00
其他	(1,011.50)	(3,245.95)	87.93	2.42	49.08
<b>投资活动现金流</b>	<b>(970.80)</b>	<b>(1,639.19)</b>	<b>151.79</b>	<b>92.48</b>	<b>91.08</b>
债权融资	1,037.46	2,123.07	6,229.88	2,733.25	1,439.50
股权融资	(1,225.93)	(204.23)	(53.48)	(436.90)	(136.08)
其他	(210.78)	(3,342.91)	(2,158.38)	(6,312.44)	(2,817.10)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(399.25)</b>	<b>(1,424.07)</b>	<b>4,018.02</b>	<b>(4,016.09)</b>	<b>(1,513.68)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>23.84</b>	<b>208.70</b>	<b>731.73</b>	<b>11,002.36</b>	<b>(6,138.22)</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>16,916.23</b>	<b>17,335.11</b>	<b>32,936.71</b>	<b>61,743.15</b>	<b>77,796.37</b>
营业成本	15,397.84	15,764.00	29,181.92	51,123.33	64,182.00
营业税金及附加	116.62	62.29	152.87	311.35	344.30
营业费用	141.39	150.56	274.32	975.54	1,166.95
管理费用	26.81	295.49	329.37	1,148.42	1,439.23
研发费用	787.61	732.06	1,050.35	2,161.01	2,722.87
财务费用	110.30	211.84	453.34	436.96	136.15
资产减值损失	83.25	96.79	89.70	91.50	95.87
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	73.66	(10.30)	219.00	172.00	139.00
其他	(201.82)	(36.75)	(438.00)	(344.00)	(278.00)
<b>营业利润</b>	<b>380.59</b>	<b>69.14</b>	<b>1,623.83</b>	<b>5,667.03</b>	<b>7,847.99</b>
营业外收入	5.60	3.91	26.30	11.94	14.05
营业外支出	7.27	9.41	7.31	8.00	8.24
<b>利润总额</b>	<b>378.92</b>	<b>63.65</b>	<b>1,642.81</b>	<b>5,670.97</b>	<b>7,853.80</b>
所得税	44.07	(8.49)	191.06	850.65	1,178.07
<b>净利润</b>	<b>334.85</b>	<b>72.14</b>	<b>1,451.75</b>	<b>4,820.32</b>	<b>6,675.73</b>
少数股东损益	5.46	11.12	445.26	766.69	1,379.45
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>329.39</b>	<b>61.02</b>	<b>1,006.49</b>	<b>4,053.63</b>	<b>5,296.28</b>
每股收益(元)	0.32	0.06	0.97	3.90	5.09

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入	26.08%	2.48%	90.00%	87.46%	26.00%
营业利润	103.15%	-81.83%	2248.45%	248.99%	38.49%
归属于母公司净利润	586.49%	-81.47%	1549.47%	302.75%	30.66%
<b>获利能力</b>					
毛利率	8.98%	9.06%	11.40%	17.20%	17.50%
净利率	1.95%	0.35%	3.06%	6.57%	6.81%
ROE	9.31%	1.70%	20.18%	45.18%	37.26%
ROIC	8.49%	8.88%	71.74%	60.29%	-526.72%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	66.42%	77.98%	80.54%	76.05%	65.26%
净负债率	2.77%	5.89%	64.81%	-106.02%	-35.90%
流动比率	1.05	0.90	1.11	1.20	1.42
速动比率	0.61	0.78	0.52	0.92	0.72
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	6.25	4.47	5.68	6.30	6.30
存货周转率	4.38	7.21	4.52	5.54	4.98
总资产周转率	1.42	1.24	1.45	1.73	1.70
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.32	0.06	0.97	3.90	5.09
每股经营现金流	1.34	3.14	-3.30	14.34	-4.53
每股净资产	3.40	3.45	4.79	8.62	13.66
<b>估值比率</b>					
市盈率	257.14	1,388.08	84.15	20.89	15.99
市净率	23.93	23.56	16.98	9.44	5.96
EV/EBITDA	14.82	10.04	38.30	11.75	9.79
EV/EBIT	17.60	13.01	42.52	12.20	10.08

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com