

闻泰科技 (600745)

迎接5G手机换机潮，联手安世开拓新未来

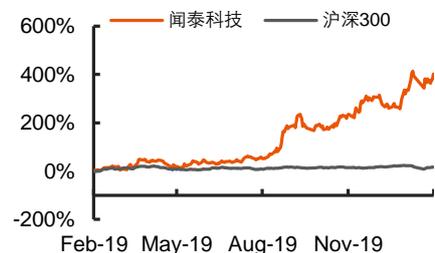
推荐 (首次)

现价: 126.98 元

主要数据

| | |
|---------------|---------------------------|
| 行业 | 电子 |
| 公司网址 | www.wingtech.com |
| 大股东/持股 | 拉萨经济技术开发区闻天下投资有限公司/13.70% |
| 实际控制人 | 张学政 |
| 总股本(百万股) | 1,124 |
| 流通 A 股(百万股) | 637 |
| 流通 B/H 股(百万股) | 0 |
| 总市值 (亿元) | 1,427.30 |
| 流通 A 股市值(亿元) | 809.20 |
| 每股净资产(元) | 19.08 |
| 资产负债率(%) | 49.7 |

行情走势图



证券分析师

刘舜逢 投资咨询资格编号
S1060514060002
0755-22625254
LIUSHUNFENG669@PINGAN.COM.CN

徐勇 投资咨询资格编号
S1060519090004
0755-33547378
XUYONG318@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

- **大浪淘沙，5G 时代闻泰 ODM 市场份额进一步扩大：**ODM 市场马太效应愈加明显。根据 IHS 数据，2018 年全球智能手机市场 ODM 企业 CR3 达到了 55%，闻泰科技出货 9000 余万部，排名 ODM 行业第一。三星 ODM 需求释放有望进一步提升闻泰科技的出货量，目前闻泰科技是三星最大的 ODM 供应商，出货量约 4000 万台，占三星整个 ODM 机型的三分之二。我们认为，未来闻泰科技会继续保持 ODM 行业的领军地位。对于 5G 商用初期来说，手机厂商更看重产品面世速度，闻泰科技研发实力优秀，是高通重要的合作伙伴。预计 2019 年、2020 年、2021 年闻泰科技 ODM 智能手机出货量分别为 1.1 亿、1.4 亿、1.65 亿部。
- **收购安世，切入功率半导体市场：**安世半导体是全球功率半导体器件龙头。短期基本面逻辑在于 5G 商用带来整个半导体行业景气度上行，产能利用率维持在高位。目前安世产能利用率平均在 90% 左右，业绩提升的关键在于打破产能瓶颈，预计 2020 年安世会采取入股其他晶圆厂、外包低端产品等方式扩充产能。长期逻辑是新能源汽车爆发刺激车用半导体器件的需求。特斯拉降价标志着新能源汽车将会以更快的速度代替燃油汽车，预计未来五年新能源汽车都将保持较高的增长，汽车电子成本比重也有望在 2030 年达到 50%，安世在车用 MOSFET、功率二极管、功率逻辑器件等多个细分领域处于行业领先。未来有望推出 IGBT 模块，进一步提升公司在车用半导体的竞争力。
- **盈利预测及估值：**预计 2019-2021 年闻泰 ODM 业务营收分别为 315、630、905 亿元，净利润分别为 12.18、20.34、31.67 亿元；安世半导体营收分别为 17 (只合并 11、12 两个月收入)、129、144 亿元，备考归母净利润分别为：1.8 亿元 (只合并 11、12 两个月收入)、14.51、16.84 亿元；预计 2019-2021 年合并营收分别为：333、759、1049 亿元，合并归母净利润分别为：13.99 亿元、34.86 亿元、48.51 亿元。基于 2020 年盈利预测，对 ODM 业务给予 40 倍估值，对安世部分给予 60 倍估值，总市值为 1684 亿元，首次覆盖，给予“推荐”评级。
- **风险提示：**1) 5G 手机单机利润不及预期；2) 并购安世半导体未设置盈利补偿机制的风险；3) 并购安世发生的贷款导致公司负债及财务费用上升、现金流紧张的风险；4) 商誉较高的风险；5) 减持压力。

| | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------|-------|--------|--------|-------|--------|
| 营业收入(百万元) | 16916 | 17335 | 33271 | 75874 | 104887 |
| YoY(%) | 26.1 | 2.5 | 91.9 | 128.0 | 38.2 |
| 净利润(百万元) | 329 | 61 | 1399 | 3486 | 4851 |
| YoY(%) | 586.5 | -81.5 | 2192.9 | 149.1 | 39.2 |
| 毛利率(%) | 9.0 | 9.1 | 10.8 | 12.7 | 11.9 |
| 净利率(%) | 1.9 | 0.4 | 4.2 | 4.6 | 4.6 |
| ROE(%) | 9.1 | 1.9 | 6.7 | 15.1 | 17.1 |
| EPS(摊薄/元) | 0.29 | 0.05 | 1.24 | 3.10 | 4.32 |
| P/E(倍) | 433.3 | 2339.1 | 102.0 | 40.9 | 29.4 |
| P/B(倍) | 40.3 | 39.7 | 6.7 | 5.7 | 4.8 |

正文目录

| | | |
|-----------|-----------------------------------|-----------|
| 一、 | 闻泰是全球出货量第一的手机 ODM 企业 | 5 |
| 1.1 | 从 IDH 走向 ODM，拓宽业务边界 | 5 |
| 1.2 | 两次资产重组实现上市，并购安世切入半导体领域 | 5 |
| 1.3 | 业绩加速增长，盈利进入上升通道 | 6 |
| 二、 | 大浪淘沙，5G 时代闻泰 ODM 市场份额进一步扩大 | 8 |
| 2.1 | 5G 换机周期启动，智能手机出货量将迎来拐点 | 8 |
| 2.2 | 公司作为 ODM 产业龙头，率先享受换机潮红利 | 9 |
| 三、 | 收购安世，切入半导体市场 | 11 |
| 3.1 | 安世半导体是全球标准器件领先公司 | 11 |
| 3.2 | 借力功率半导体，安世进入快速发展阶段 | 14 |
| 四、 | 盈利预测及估值 | 17 |
| 4.1 | 盈利预测 | 17 |
| 4.2 | 估值 | 18 |
| 五、 | 风险提示 | 19 |
| | 附录、闻泰并购安世历程 | 20 |

图表目录

| | | |
|-------|------------------------------|----|
| 图表 1 | 闻泰科技历史沿革 | 5 |
| 图表 2 | 闻泰科技主要股东 | 6 |
| 图表 3 | 2016-2019Q3 营收情况 | 6 |
| 图表 4 | 2016-2019Q3 归母净利润情况 | 6 |
| 图表 5 | 2015-2018 公司主营业务收入 单位：百万元 | 7 |
| 图表 6 | 2018 公司主营业务占比 单位：% | 7 |
| 图表 7 | 2016-2019Q3 公司费用情况 | 7 |
| 图表 8 | 2016-2019Q3 公司研发费用 单位：百万元 | 7 |
| 图表 9 | 2016-2019Q3 公司营运质量情况 | 8 |
| 图表 10 | 2016-2019Q3 公司营收与现金流 单位：百万元 | 8 |
| 图表 11 | 2016-2019Q3 公司 ROE 情况 | 8 |
| 图表 12 | 2016-2019Q3 公司 ROE 拆分情况 | 8 |
| 图表 13 | 高通、MTK 5G 芯片推出时间 | 9 |
| 图表 14 | 2010-2019Q3 全球智能手机出货情况 | 9 |
| 图表 15 | 2015-2021E 全球智能手机出货情况 | 10 |
| 图表 16 | 2017-2021E 全球主要智能手机厂商 ODM 比例 | 10 |
| 图表 17 | 2018 年 ODM 出货量排名 | 10 |
| 图表 18 | 全球主要手机厂商 ODM 比例情况 | 11 |
| 图表 19 | 安世半导体全球机构分布 | 11 |
| 图表 20 | 安世半导体主要工厂及工艺介绍 | 12 |
| 图表 21 | 安世半导体主要客户情况 | 12 |
| 图表 22 | 安世半导体历年收入情况 | 13 |
| 图表 23 | 安世及主要竞争对手营收对比（百万美元） | 13 |
| 图表 24 | 安世及主要竞争对手毛利率对比 | 13 |
| 图表 25 | 安世及主要竞争对手净利润（百万美元） | 14 |
| 图表 26 | 安世及主要竞争对手净利润率对比 | 14 |
| 图表 27 | 2017-2018 安世半导体产能利用率情况 | 14 |
| 图表 28 | 2017-2018 安世半导体产销率情况 | 14 |
| 图表 29 | 安世产品分类 | 15 |
| 图表 30 | 2017-2022 全球功率半导体分立器件市场规模 | 15 |
| 图表 31 | 新能源汽车功率器件市场规模变化 | 16 |
| 图表 32 | 2018 年安世产品销售按行业分类 | 16 |
| 图表 33 | 2018 年安世产品销售按地区分类 | 16 |
| 图表 34 | 2018 年功率半导体产品销售额占比 | 17 |
| 图表 35 | 2018 年功率半导体市场份额 | 17 |

| | | |
|---------|-----------------------------|---------|
| 图表 36 | 2019-2021 年闻泰 ODM 业务收入及盈利预测 | |
| 单位: 百万元 | | 17 |
| 图表 37 | 2019-2021 年安世半导体收入及盈利预测 | 单位: 百 |
| 万元 | 18 | |
| 图表 38 | 闻泰 ODM 业务可比公司估值情况 |18 |
| 图表 39 | 闻泰 ODM 业务可比公司估值情况 |19 |
| 图表 40 | 建广资产收购 NXP 标准半导体部门时间线 |20 |
| 图表 41 | 闻泰科技分步收购安世半导体时间线 |21 |
| 图表 42 | 闻泰并购安世募集资金情况 |21 |

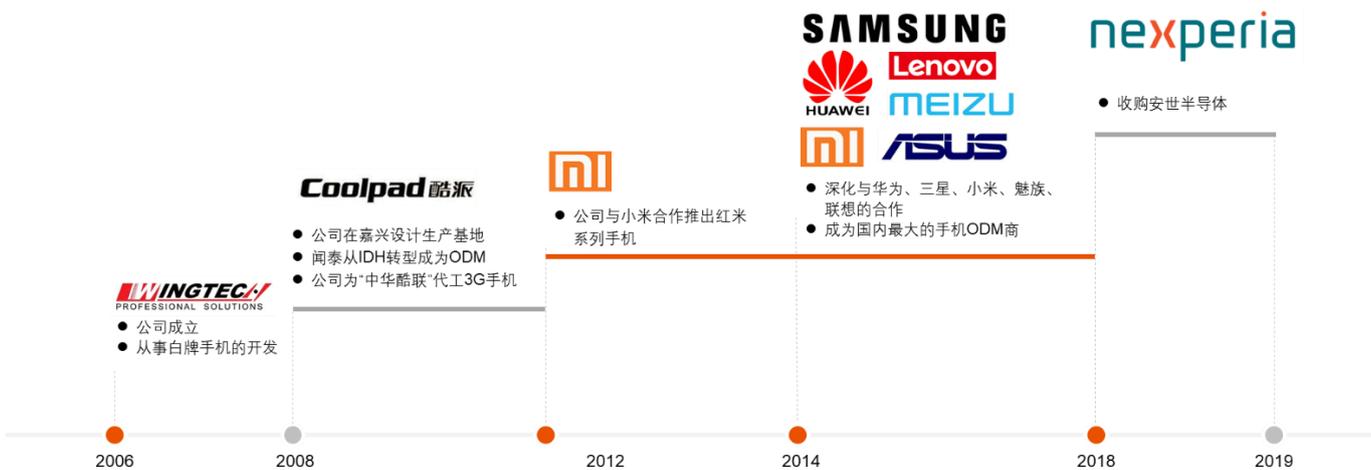
一、 闻泰是全球出货量第一的手机 ODM 企业

闻泰是全球出货量第一的手机 ODM 企业，为全球主流品牌提供移动终端、智能硬件、虚拟现实和车联网模块等产品的研发设计和生产制造服务。公司提供新产品开发、ID 设计、结构设计、硬件研发、软件研发、生产制造、供应链管理等服务，客户群遍及全球各地，与行业知名品牌保持深度的合作关系。

1.1 从 IDH 走向 ODM，拓宽业务边界

闻泰科技成立于 2006 年 12 月，早期从事白牌手机的开发。随着联发科推出 TurnKey（交钥匙）方案，国内 IDH 公司如雨后春笋般涌现，IDH 行业进入快速发展时期。闻泰作为其中的佼佼者之一，为华为、中兴、TCL 等品牌提供设计方案。2008 年，闻泰科技在浙江嘉兴建立生产基地，从 IDH 转型为 ODM。2009 年，3G 时代来临，国内三大运营商不遗余力地补贴终端，造就了红极一时的“中华酷联”。而“中华酷联”的迅速崛起，正是凭借以闻泰为代表的众多 ODM 公司的鼎力支持。2012 年，小米手机凭借着极高的性价比和互联网营销方式迅速成长，打破了“中华酷联”格局。闻泰与小米合作，开发推出红米系列低价智能手机，进一步稳固了闻泰在 ODM 行业的地位。2014 年进入 4G 时代，运营商大幅降低移动终端补贴，闻泰与华为、魅族开始深度合作，推出多款低价畅销机型。2016 年，闻泰成为国内最大的 ODM 厂商。2018 年公司公告并购安世半导体，标志着公司打破传统 ODM 企业发展的天花板，迈向新阶段。

图表1 闻泰科技历史沿革



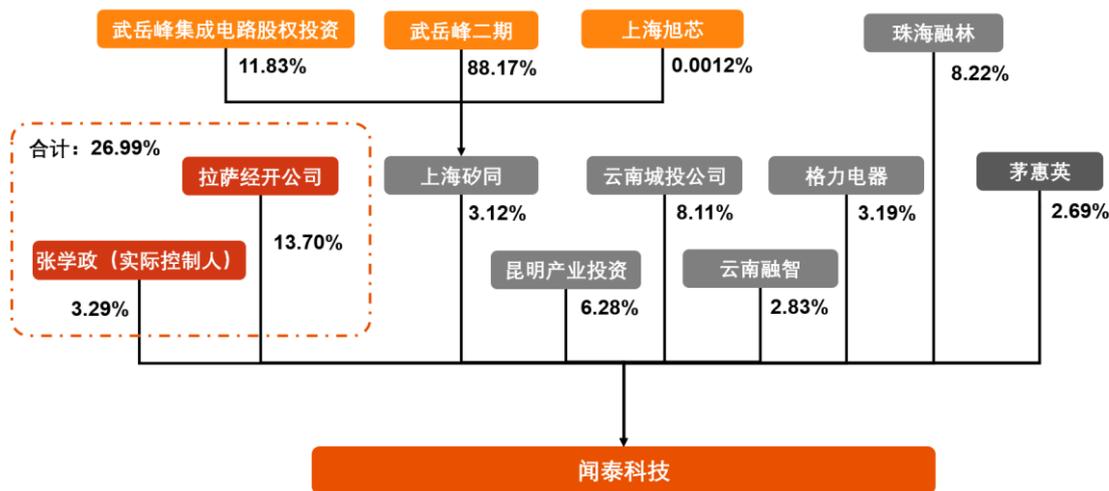
资料来源：公司网站，平安证券研究所

1.2 两次资产重组实现上市，并购安世切入半导体领域

闻泰科技通过两次资产重组实现上市。2015 年 4 月中茵股份发布资产收购预案，收购闻泰 51% 的股份。2015 年 8 月，收购预案获得中国证监会上市公司并购重组审核委员会审核通过；2015 年 12 月 25 日完成标的资产过户；2015 年 11 月中茵股份发布公告，以资产置换+现金的方式收购闻泰剩余 49% 股权；2017 年 1 月中茵股份办理完毕闻泰 49% 股权过户工作，中茵股份完成了对闻泰 100% 控股；2017 年 3 月公司董事会进行改选，公司管理层完成交接；2017 年 7 月公司公告完成工商变更登记，工商登记由“中茵股份有限公司”变更为“闻泰科技股份有限公司”；2017 年 8 月公司证

券简称改为“闻泰科技”；2019年11月1日公司公告了《发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易实施情况暨新增股份上市报告书》，共计发行4.03亿股，发行价格为24.68元/股，用于收购安世半导体股权，定增完成后，股本由6.37亿股增至10.41亿股；2019年12月20日，闻泰科技完成配套融资方案，定向发行8336.67万股，发行价格为77.93元/股。上述方案完成后，公司总股本为11.24亿股，主要股东及其持股比例如下：

图表2 闻泰科技主要股东



资料来源：公司公告，平安证券研究所

*公司股权为20191220配套融资完后的比例

1.3 业绩加速增长，盈利进入上升通道

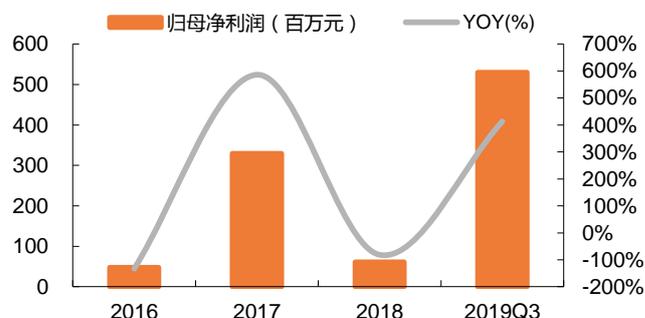
2016-2018年，公司营业收入从134.17亿元增长至173.35亿元，年均复合增长率为14%。2019年前三季度，公司实现营业收入218.74亿元，同比增长99%。公司2016-2018年归属于上市公司股东净利润分别为0.48亿元、3.29亿元、0.61亿元。2019年前三季度，公司实现归属于上市公司股东净利润5.3亿元，同比增长413%。2018年公司客户结构调整，导致经营成本增加，加之智能手机市场下滑等因素导致公司2018年利润下滑幅度较大。2019年公司调整客户结构效果显著，经营状况明显改善。

图表3 2016-2019Q3 营收情况



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表4 2016-2019Q3 归母净利润情况



资料来源：Wind，平安证券研究所

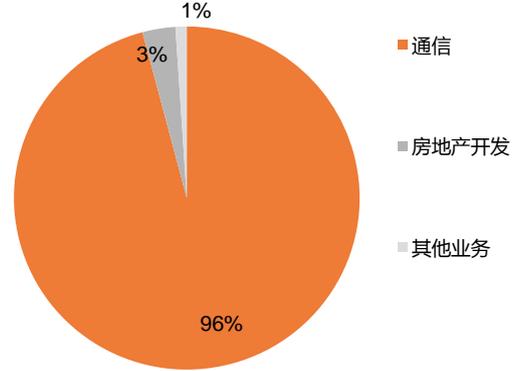
公司通过两次资产重组后，逐渐剥离其房地产开发、采矿以及服务业，公司通信业务营收从 2016 年的 126.52 亿元，上升至 2018 年的 166.19 亿元，通信业务收入占比已经达到 96%。2018 年 7 月 24 日，公司以 14.83 亿元的价格将房地产业务相关全部资产出售给云南城投及其子公司，完全剥离房地产及相关业务。

图表5 2015-2018 公司主营业务收入 单位:百万元



资料来源: Wind, 平安证券研究所

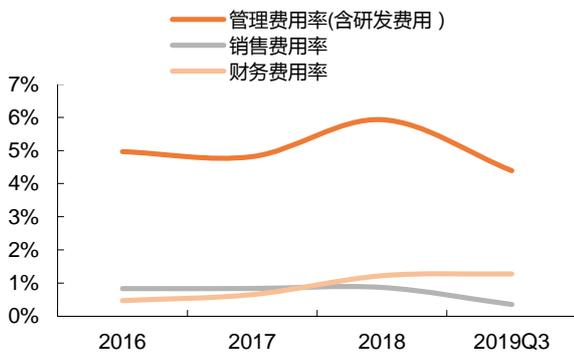
图表6 2018 公司主营业务占比 单位: %



资料来源: Wind, 平安证券研究所

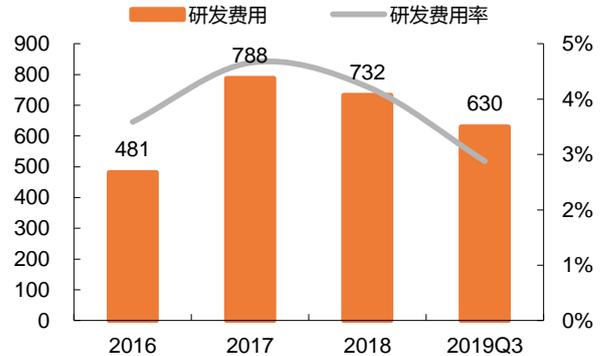
公司费用率保持稳定。2016-2018 年，管理费用率维持在 5%到 6%之间，由于 ODM 公司业务特点影响，公司销售费用率维持在 0.85%之间；公司主要客户集中在国内，受汇率波动较小，财务费用率维持在 1%左右，预计 2019 年并购安世半导体后，负债增多，未来财务费用会有一定幅度上升；研发费用率维持在 4.5%左右，2018 年研发费用率降低与客户结构调整以及手机市场低迷有关，预计未来随着公司大客户比例的上升和 5G 手机换机潮的来临，研发费用率会上升。

图表7 2016-2019Q3 公司费用情况



资料来源: Wind, 平安证券研究所

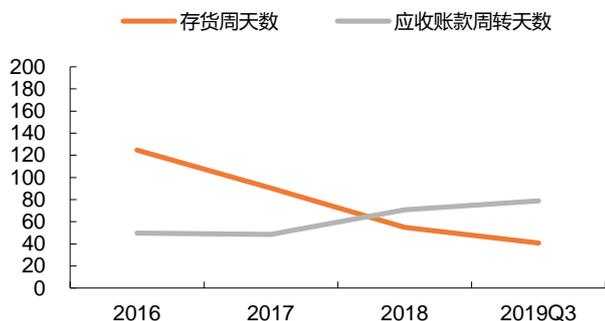
图表8 2016-2019Q3 公司研发费用 单位:百万元



资料来源: Wind, 平安证券研究所

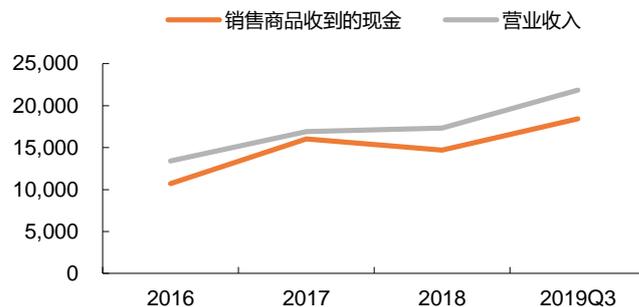
公司营运能力持续提升，存货周转天数逐年下降。2016 年存货周转天数 120 天，2018 年存货周转天数下降到 40 天。应收款方面，2016 年应收账款周转天数 50 天，到 2018 年上升到 71 天，2019 年前三季度进一步上升到 79 天，闻泰的客户主要为三星、华为、小米等全球主要手机厂商，回款周期保持在 90 天以内。公司销售商品收到的现金和营收一致性较高。

图表9 2016-2019Q3 公司营运质量情况



资料来源: Wind, 平安证券研究所

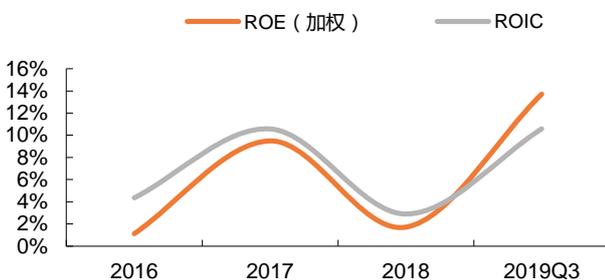
图表10 2016-2019Q3 公司营收与现金流 单位: 百万元



资料来源: Wind, 平安证券研究所

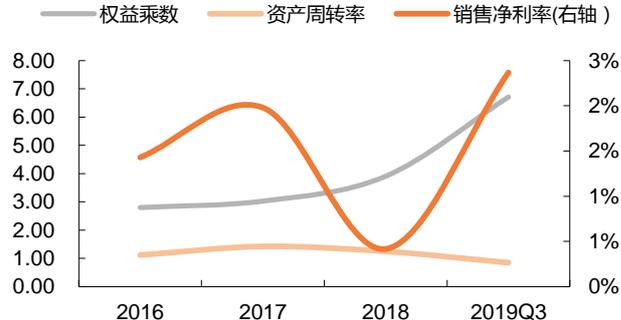
过去三年公司 ROE 波动较大, 2016-2018 年, ROE 分别为 1.12%、9.49%和 1.71%。2016 年 ROE 较低的主要是由于公司资产重组尚未完成, 49%的股权尚未过户。而 2018 年受手机市场低迷影响, 公司的净利率从 2017 年的 1.98%下降到 0.42%, ROE 从 2017 年的 9.49%下降到 1.71%。公司客户结构调整之后, ROE 进入上升轨道。2019 年前三季度公司 ROE 为 13.71%, 其中销售净利率为 2.37%, 较 2018 年上升 1.95 个百分点。权益乘数从 2018 年的 3.91 上升到 6.71, 对 ROE 贡献较大。权益乘数的上升主要由于流动负债的增加, 从 2018 年的 131.31 亿元上升到 284.51 亿元, 其中应付账款和收购安世半导体的剩余款项占比最大。

图表11 2016-2019Q3 公司 ROE 情况



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表12 2016-2019Q3 公司 ROE 拆分情况



资料来源: Wind, 平安证券研究所

根据产业链调研, 近两年公司大客户占比逐年提高, 自行采购比例逐年加大。2019 年, 三星关闭惠州工厂, 计划中低端手机采用 ODM 模式外包。闻泰是三星重要的合作伙伴, 三星中低端手机 ODM 业务绝大部份份额由公司承担。从 2019H2 开始, 公司出货量迅速攀升, 与行业第二、第三的差距开始拉大。同时公司现金流良好, 供应商回款速度较快。

二、大浪淘沙, 5G 时代闻泰 ODM 市场份额进一步扩大

2.1 5G 换机周期启动, 智能手机出货量将迎来拐点

高通、MTK 蓄势待发, 5G soc 新品频出: Soc 是手机中最重要的芯片, BOM 占比在 15%-20%之间, Soc 的价格通常决定了手机的价格。MTK 在 2019 年 11 月 26 日发布了天玑 1000 Soc 芯片,

预计首款搭载天玑 1000 Soc 的终端将于 2020 年第一季度上市。高通在 2019 年 12 月 3 日发布了 865、765 两款 5G Soc，预计低价版的 6 系会在 2020 年 Q2 发布。MTK 在 2020 年 Q2 发布的天玑 800 Soc 将进一步降低 5G 入门机型的 Soc 价格。

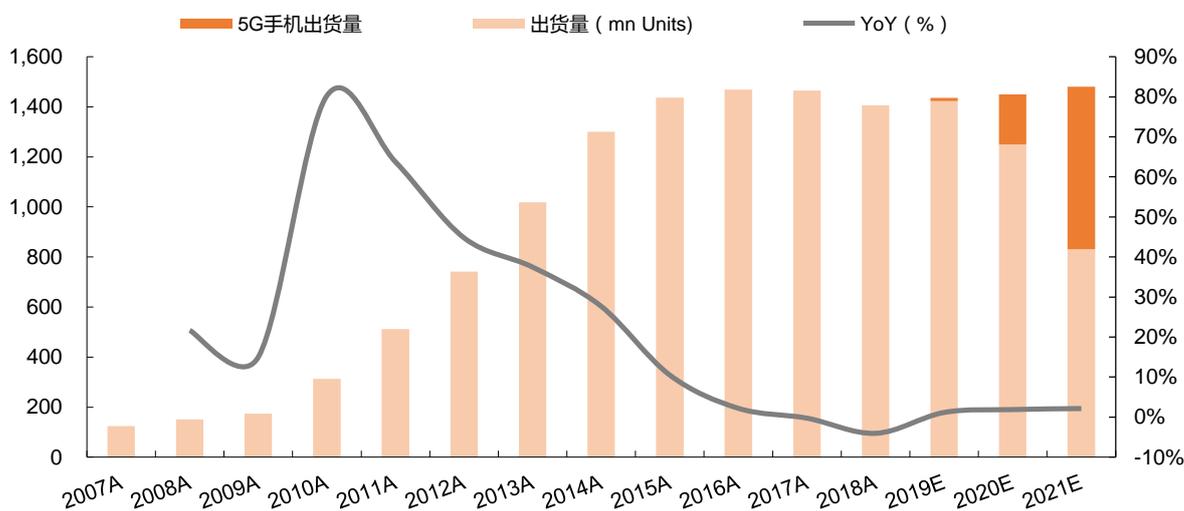
图表13 高通、MTK 5G 芯片推出时间

| 品牌 | 型号 | 基带 | 发布时间 | 量产时间 | 适配机型 |
|----------|----------|-----|------------|--------|------|
| Qualcomm | 865 | X55 | 2019.12.3 | 2020Q1 | 旗舰机型 |
| | 765 | X52 | 2019.12.3 | 2020Q1 | 中高端 |
| | 6 Series | 待定 | 2020Q3 | 2020Q4 | 中低端 |
| MEDIATEK | 天玑 1000 | M70 | 2019.11.26 | 2020Q1 | 中高端 |
| | 天玑 1000L | M70 | 2019.11.26 | 2020Q1 | 中低端 |
| | 天玑 800 | M70 | 2020.1.8 | 2020Q2 | 低端 |

资料来源：高通、MTK 官网平安证券研究所

根据 IDC 数据，2018 年全球智能手机出货量为 14.04 亿部，同比下降 4%。智能手机市场连续第五个季度下滑。主要原因是 4G 手机渗透率已经接近极限，加之创新有限使得用户换机意愿降低。随着 5G 在全球范围内商用，智能手机行业有望迎来拐点。根据 Canalys 发布的 2019 年第三季度全球智能手机市场报告，全球智能手机市场两年来首次增长，全球智能手机出货量在 2019 年第三季度为 3.52 亿部，相比去年同期的 3.49 亿部增长了 1%，摆脱了连续两年的下降。根据产业链调研，2020 年华为、小米、Oppo、Vivo 新款手机以 5G 为主。预计 5G 智能手机价格在 2020 年一季度进入 2000 元区间，在 2020 年第三季度进入 1500 元区间，当 5G 手机价格下探到 1500 元时，意味着有望对 4G 手机实现完全替代。

图表14 2010-2019Q3 全球智能手机出货情况



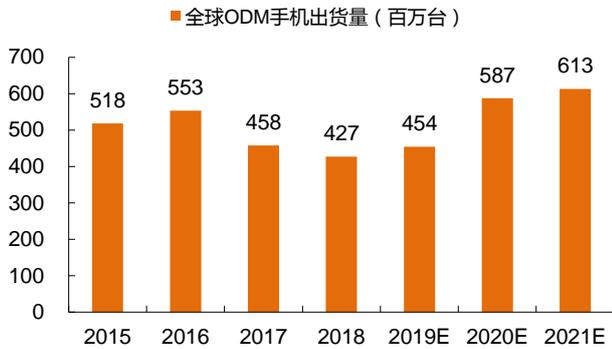
资料来源：IDC, Canalys, 平安证券研究所

2.2 公司作为 ODM 产业龙头，率先享受换机潮红利

ODM 公司是智能手机产业链的重要组成部分。根据 IHS Markit 数据，2018 年全球 ODM 厂商出货 4.27 亿部，占整个手机市场出货量的 30%。在智能手机市场存量竞争的时代，成本控制与外观和功

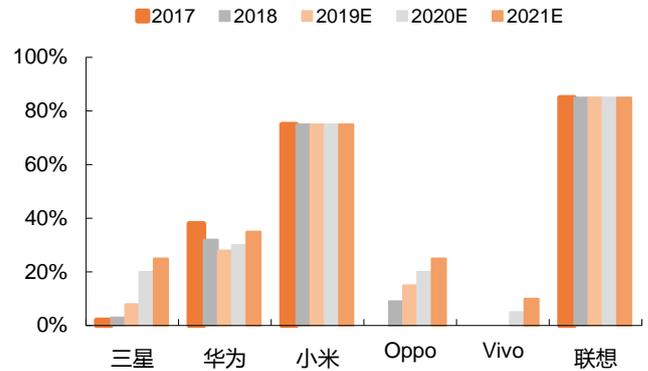
能的创新将成为智能机厂商在存量市场的核心竞争力。智能手机市场具有快速迭代和精品化特征，具体表现为高端手机赚口碑，中低端手机占市场。除苹果外，大部分主流手机厂商采用高端机型自研，中低端产品 ODM 的方式。自研与 ODM 组合的方式能够降低研发和生产成本，保证了各产品线新机型的快速上市。

图表15 2015-2021E 全球智能手机出货情况



资料来源: IHS Markit, 平安证券研究所

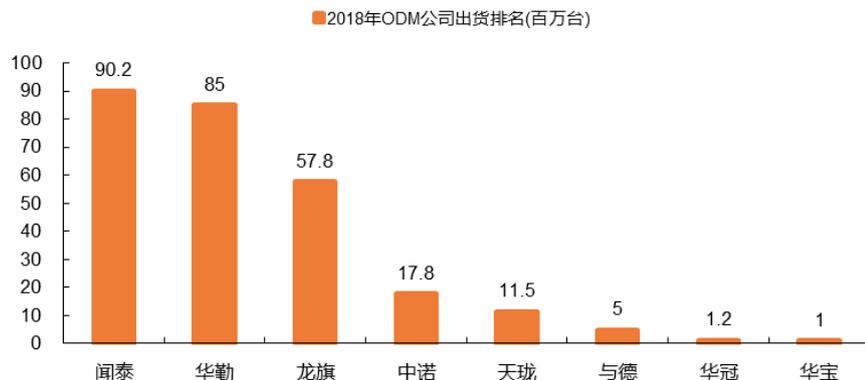
图表16 2017-2021E 全球主要智能手机厂商 ODM 比例



资料来源: IHS Markit, 平安证券研究所

我们认为，闻泰的出货量和采购成本直接决定其利润空间，公司凭借稳定的大客户订单和规模采购优势有效降低成本，而小型 ODM 厂商在出货量低、议价权弱的双重压力下，利润空间被进一步压缩，加速淘汰。市场需求会持续向龙头 ODM 集中。根据 IHS 数据，闻泰 2018 年手机共出货 9000 余万部，ODM 出货量全球第一。目前 ODM 市场马太效应愈加明显，2018 年全球智能手机市场 ODM 企业 CR3 达到了 55%。闻泰研发实力突出，制造规模和质量有保证，赢得了众多知名客户的认可。在国内，闻泰的主要客户群为华为、小米、联想、MOTO、魅族、LG、华硕、中国移动等知名客户，在海外，闻泰通讯的主要客户群为当地重要品牌厂商，如印度排名前列的手机品牌商 Micromax、Karbonn、Lava 等，未来公司将继续实施大客户战略，积极致力于和国内外知名手机品牌商与通信运营商进行合作，以扩大行业市场份额。

图表17 2018 年 ODM 出货量排名



资料来源: IHS Markit, 平安证券研究所

三星的 ODM 需求释放有望进一步提升闻泰的出货量，闻泰是三星最大的 ODM 供应商，出货量达到 4000 万台，占三星整个 ODM 机型的三分之二。我们认为，未来闻泰科技会继续保持 ODM 行业的

领军地位。对于 5G 商用初期来说，手机厂商更看重产品面世速度，闻泰研发实力优秀，也是高通重要的合作伙伴。预计 2019 年、2020 年、2021 年闻泰 ODM 智能手机出货量分别为 1.1 亿、1.4 亿、1.65 亿部。

图表18 全球主要手机厂商 ODM 比例情况

| 品牌 | ODM 比例 2018 | ODM 比例 2019E | ODM 比例 2020E | ODM 供应商 |
|------|----------------|-----------------|-----------------|----------------|
| 三星 | 3% | 8% | 15% | 闻泰、华勤 |
| 华为 | 32% | 18% | 20% | 闻泰、华勤、龙旗、Chino |
| 小米 | 75% | 75% | 75% | 龙旗、闻泰、华勤 |
| Oppo | 9% | 18% | 20% | 闻泰、华勤 |
| 联想 | 85% | 85% | 85% | 华勤、闻泰、龙旗、Chino |
| LG | 30% | 50% | 50% | 华勤、闻泰、龙旗 |
| TCL | 20% | 20% | 30% | 闻泰、Wind |
| 魅族 | 70% | 30% | 20% | 闻泰、Wind |
| 诺基亚 | 0% | 40% | 50% | 闻泰、华勤、龙旗、Chino |
| Vivo | 0% | 0% | 0% | 无 |
| 苹果 | 0% | 0% | 0% | 无 |

资料来源：IHS Markit，平安证券研究所

三、收购安世，切入半导体市场

3.1 安世半导体是全球标准器件领先公司

安世半导体是全球半导体标准器件龙头，前身是 NXP 标准产品事业部，拥有 60 余年 IDM 经验。公司于 2017 年开始独立运营，安世销售网络遍布全球，拥有销售办事处 16 个，主要客户包括博世、华为、苹果、三星、华硕等全球领先制造商。

图表19 安世半导体全球机构分布



资料来源：公司 2019/06/26 公告，平安证券研究所

安世半导体总部位于荷兰奈梅亨，拥有两家晶圆加工厂，分别位于德国汉堡和英国曼彻斯特。德国汉堡的晶圆加工厂主要从事分立器件晶圆加工，是全球最大的晶体管、二极管晶圆加工厂之一；英国曼彻斯特晶圆加工厂是公司 MOSFET 器件的生产基地；三家封测工厂分别位于中国广东东莞、马来西亚芙蓉市以及菲律宾卡布尧。东莞工厂是规模最大的小信号器件封测工厂；马来西亚芙蓉工厂主要从事分立器件的封装、测试；菲律宾工厂主要为公司提供 MOSFET 器件的封测；另外，公司在荷兰 ITEC 研发中心专注于后端封测设备的研发；安世在亚洲、欧洲和美洲拥有研发、销售、技术支持团队，全球雇员超过 11,000 人。

图表20 安世半导体主要工厂及工艺介绍

| 部门 | 地区 | 产品 | 产能 |
|-----------|------|---|------------------|
| 制造 | 德国 | 分立功率器件 | 3.5 万片/月 (8 寸等价) |
| 制造 | 英国 | Power MOSFET 6 寸 | 2.4 万片/月 (8 寸等价) |
| 封测 | 东莞 | 小信号器件封装, 工艺: SMD、DFN | 500 亿件/年 |
| 封测 | 马来西亚 | 多引脚高密度封装, 工艺: SMD、FlatPower、XSON | 200 亿件/年 |
| 封测 | 菲律宾 | power MOSFET 封装, 工艺: clip bond TO-220, DPAK, D2PAK, LFPACK) | 10 亿件/年 |
| ITEC 研发中心 | 荷兰 | 后端封测设备的研发 | |

资料来源: 安世官网, 平安证券研究所

公司的分立器件、逻辑器件、MOSFET 器件的市场占有率位于全球前三, 已形成全球化的销售网络。下游合作伙伴涵盖汽车、工业与动力、移动及可穿戴设备、消费及计算机等多个行业的全球顶尖制造商。汽车领域客户有博世 (Bosch)、比亚迪、大陆 (Continental)、德尔福 (Delphi)、电装 (Denso) 等; 工业与动力领域客户包括艾默生 (Emerson)、思科 (Cisco)、台达、施耐德 (Schneider) 等; 移动及可穿戴设备领域客户包括苹果 (Apple)、谷歌 (Google)、乐活 (Fitbit)、华为、三星 (Samsung)、小米等; 消费领域客户包括亚马逊 (Amazon)、大疆、戴森 (Dyson)、LG 等; 计算机领域客户包括华硕、戴尔 (Dell)、惠普 (HP) 等。

图表21 安世半导体主要客户情况

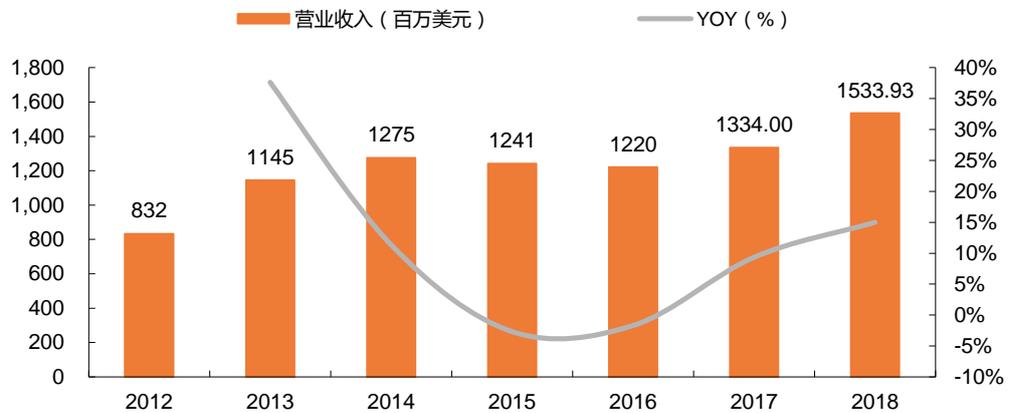


资料来源: 公司 2019/06/26 公告, 平安证券研究所

半导体标准器件是工业、汽车、消费电子、网络通信、计算机等应用领域最基础的元器件。客户的核心需求在于能持续稳健取得大量的供应, 这对供应商的工艺稳定性、工艺成本控制、量产能力都

提出了挑战。安世专注于半导体标准器件的设计、生产、制造，为全球客户提供大批量高可靠性的半导体标准器件，公司业绩表现稳定，2018 年公司营业收入为 15.34 亿美元，约 107.38 亿人民币，2010-2018 年营收年均复合增长率达到 6.25%。

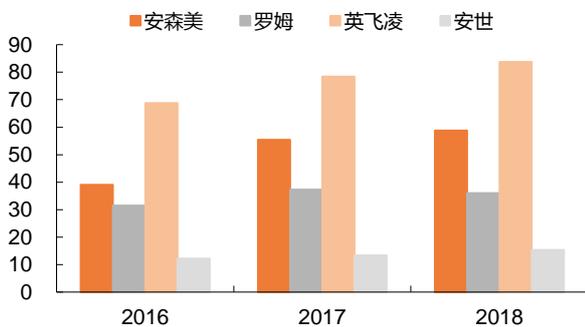
图表22 安世半导体历年收入情况



资料来源：NXP 年报，公司 2019/06/26 公告，平安证券研究所

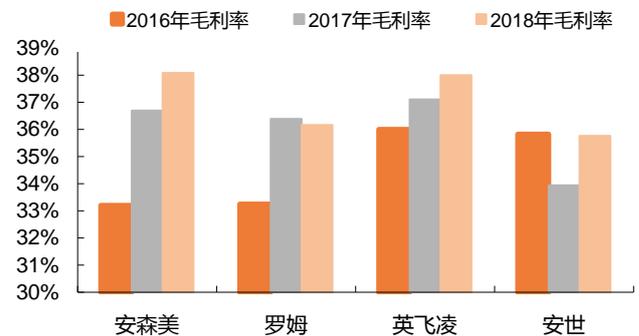
安世毛利率水平自 2016 年独立以来稳步提升，盈利能力持续增强，2016-2018 年毛利率分别为 35.82%、33.94%和 35.76%；公司采用多年的 IDM 模式有助于降低成本，实现高毛利率水平。

图表23 安世及主要竞争对手营收对比 (百万美元)



资料来源：《闻泰科技股份有限公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书》20190626，平安证券研究所

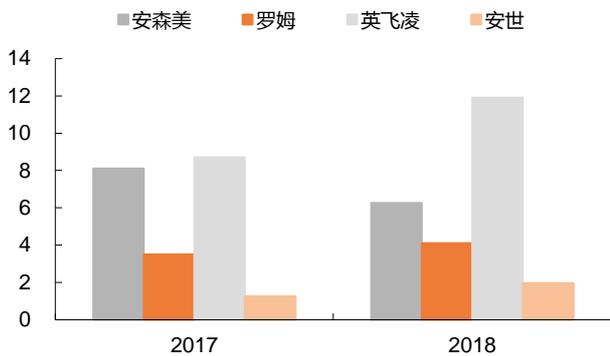
图表24 安世及主要竞争对手毛利率对比



资料来源：《闻泰科技股份有限公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书》20190626，平安证券研究所

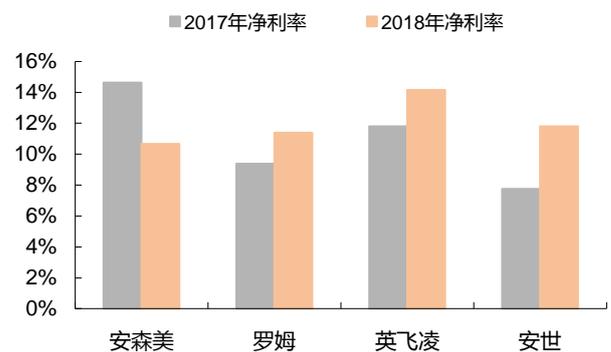
相比英飞凌、安森美、罗姆等几家海外公司的产品线，安世半导体专攻功率器件、ESD 保护、小信号器件等标准半导体器件，与竞争对手相比，产品类型相对较少。因此安世的营收、利润规模与竞争对手差距较大。安世的净利率与竞争对手基本处于同一水平，2018 年净利率为 11.81%。

图25 安世及主要竞争对手净利润(百万美元)



资料来源:《闻泰科技股份有限公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书》20190626, 平安证券研究所

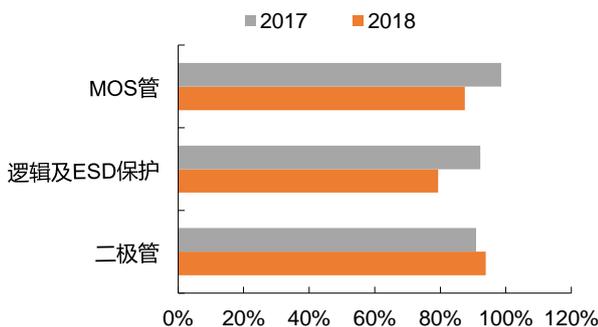
图26 安世及主要竞争对手净利润率对比



资料来源:《闻泰科技股份有限公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书》20190626, 平安证券研究所

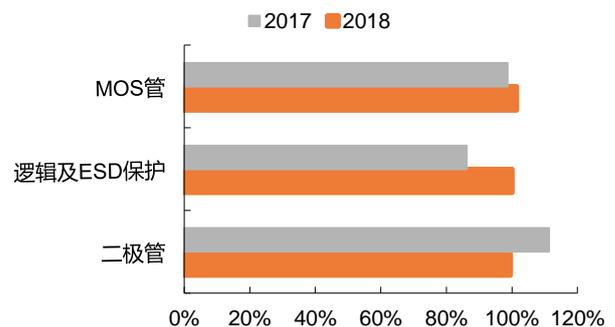
公司产能利用率和产销率维持在较高水平, 2017-2018年, 公司平均产能利用率分别为: 93.91%、86.93%; 2017-2018年, 公司加权平均产销率分别为: 100.08%、100.17%。产能利率的满载是公司未来营收增长的主要瓶颈, 预计闻泰收购安世后, 会采取入股其他晶圆厂、新建产能、外包部分低毛利产品等方式扩充产能。

图27 2017-2018 安世半导体产能利用率情况



资料来源:《闻泰科技股份有限公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书》20190626, 平安证券研究所

图28 2017-2018 安世半导体产销率情况



资料来源:《闻泰科技股份有限公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书》20190626, 平安证券研究所

3.2 借力功率半导体, 安世进入快速发展阶段

功率半导体器件(Power Semiconductor Device)是电力电子装置实现电能转换、电源管理的核心器件。主要功能有变频、变压、整流、功率转换等。功率半导体器件广泛应用于移动通讯、消费电子、电动车、轨道交通、工业控制、发电与配电等行业。从集成度来说, 主要分为分立器件、集成电路(Power IC)和模组三类。安世的产品主要为功率半导体分立器件: 有 MOS 管、晶体管、二极管、ESD 保护器件、氮化镓场效应管六大类。

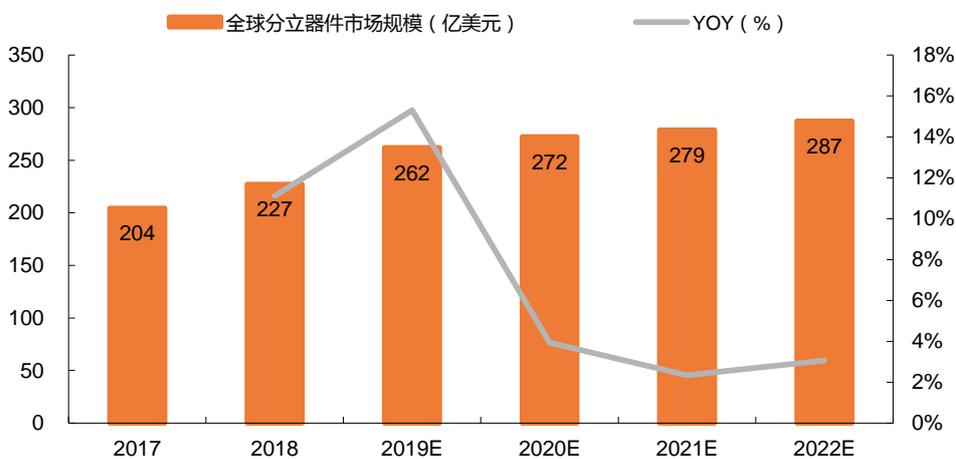
图表29 安世产品分类



资料来源：安世官网，平安证券研究所

根据 Gartner 数据，2018 年功率半导体分立器件市场规模为 227 亿美金，预计未来数年将保持稳步增长，至 2022 年将达到 287 亿美金的规模。功率半导体器件主要用于电力设备的电能变换和电路控制，更是弱电控制与强电运行之间的沟通桥梁，对设备正常运行起到关键作用。

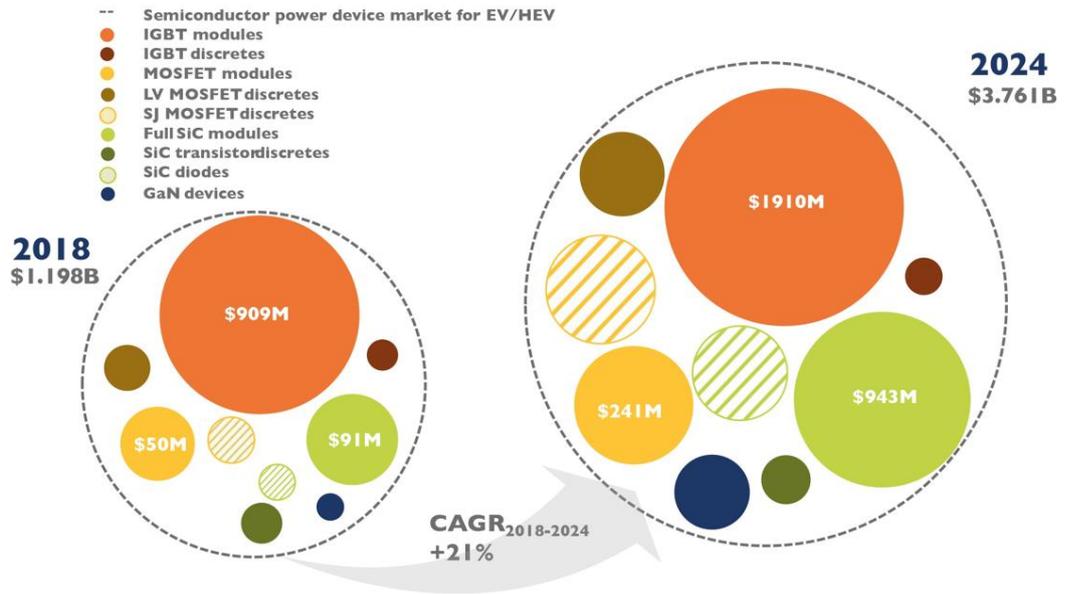
图表30 2017-2022 全球功率半导体分立器件市场规模



资料来源：Gartner，平安证券研究所

功率半导体市场最大的驱动力来自汽车电子，与传统燃油车相比，电动汽车的功率半导体用量将大幅提高。根据 Yole 数据，传统燃油车单车半导体器件价值为 355 美元，纯电动、混合动力汽车半导体器件价值为 695 美元，增幅为 96%。其中功率半导体用量约为：传统燃油汽车 17 美元，轻混车 (MHEV) 90 美元、混动车 (HEV) 305 美元、纯电动车 (BEV) 350 美元。2018 年车用功率半导体市场规模为 11.98 亿美金，至 2024 年有望达到 37.61 亿美金，年均复合增速为 21%。

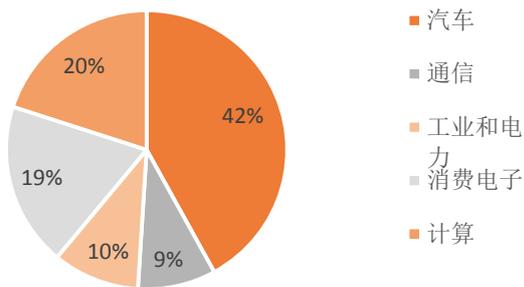
图表31 新能源汽车功率器件市场规模变化



资料来源: Yole, 平安证券研究所

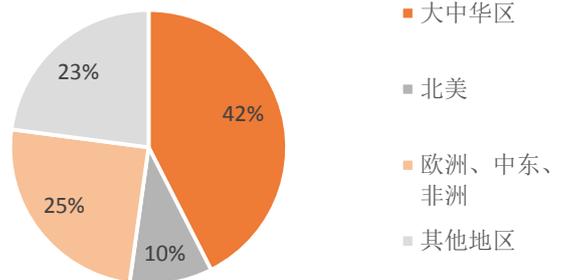
安世的产品主要应用于汽车、工业电力、移动和可穿戴设备、消费及计算机领域，其中汽车领域占比最大。2018年安世在汽车领域实现收入44.07亿元，占比42%。收购完成后，安世将是国内体量最大、品类最多、技术储备最丰富的功率半导体厂商。2018年安世大中华区实现收入44.4亿元，占比42.5%，大中华区也是安世业务占比最高的地区，闻泰收购安世后有望进一步拓宽大陆市场渠道，提升大陆地区业务占比。

图表32 2018年安世产品销售按行业分类



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

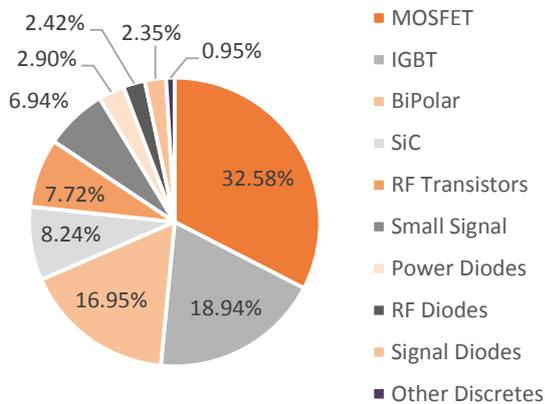
图表33 2018年安世产品销售按地区分类



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

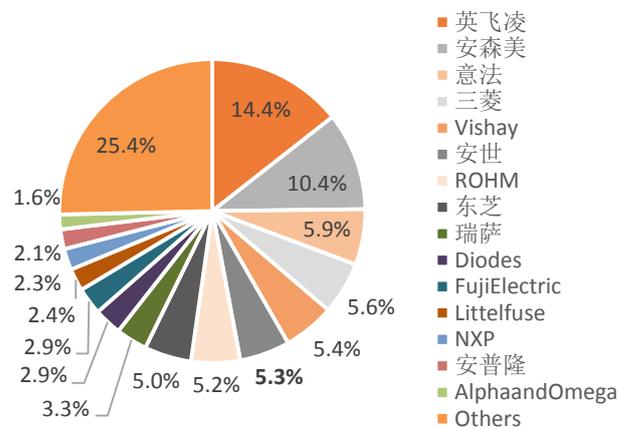
全球功率半导体产能主要集中在欧洲、美国、日本三个国家和地区，拥有最先进的技术和生产制造工艺，是IGBT、中高压MOSFET等高端器件的主要提供方，长期占据全球70%的市场份额。从产品分类来看，2018年全球功率半导体市场MOSFET份额最大，其次分别是IGBT、BiPolar晶体管。安世市场份额5.3%，位列全球第五。从行业走势看，由于国际大厂渐渐往新能源汽车等高端领域发展，对低端市场的投入将会逐渐下降，给了中国大陆本土功率半导体器件企业良好的替代发展机会。

图表34 2018年功率半导体产品销售额占比



资料来源: Gartner, 平安证券研究所

图表35 2018年功率半导体市场份额



资料来源: Gartner, 平安证券研究所

我们认为, 安世丰富的产品线、优秀的产品性能和强大的研发实力是公司的核心竞争力, 早在 NXP 时期, 安世的大量产品已经通过欧洲主流车厂验证, 形成稳定销售, 安世在汽车、电子等领域与客户建立了长期良好的合作关系。闻泰收购安世后, 将成为国内少数拥有完整芯片设计、制造、封测能力的大型 IDM 企业, 填补了国内高端功率半导体器件的空白。安世和闻泰处于产业链的上下游, 客户资源可实现优势互补, 安世有望借助闻泰的平台, 进一步提高自身在消费电子领域的市场份额。

四、盈利预测及估值

4.1 盈利预测

对闻泰科技 ODM 业务, 考虑到 2020 年 5G 手机换机周期启动, 推动整个手机行业景气度回暖, 公司开拓新客户将大幅提升采购份额, 从而促进公司毛利率的提升。我们预计闻泰 2019-2021 年 ODM 出货量分别为 1.1、1.4 和 1.65 亿部, 对应 ODM 业务的收入分别为 315、630 和 905 亿元, 营收增速分别为 90%、100%和 44%; 预计来三年归母净利润分别为 12.18 (含投资收益)、20.34 和 31.67 亿元, 对应增速分别为: 1896%、67%、56%。

图表36 2019-2021 年闻泰 ODM 业务收入及盈利预测

单位: 百万元

| 闻泰 ODM 业务 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 出货量 (百万台) | 66 | 83 | 90 | 110 | 140 | 165 |
| 营业收入 | 12,652 | 16,020 | 16,619 | 31,544 | 63,000 | 90,500 |
| 营业成本 | 11,821 | 14,798 | 15,362 | 28,547 | 57,834 | 83,170 |
| 毛利率 (%) | 6.57% | 7.63% | 7.56% | 9.5% | 8.2% | 8.1% |
| 净利润 | 192 | 335 | 72 | 1,218 | 2,034 | 3,167 |

资料来源: Wind, 平安证券研究所

安世半导体主要产品分为二极管、逻辑和 ESD、MOS 管三大类, 公司产品出货量较为稳定, 预计闻泰收购安世后, 会对安世产品打开国内市场有正面意义, 出货量逐年增加; 公司毛利率波动较小, 我们预计, 2019-2021 年安世半导体收入分别为 17 (2019 年只合并 11、12 两个月)、129 和 144 亿元; 预计未来三年毛利率分别为 35.4%、35%和 35.7%; 归母净利润分别为 1.81 (2019 年只合并 11、12 两个月)、14.52 和 16.84 亿元。

图表37 2019-2021 年安世半导体收入及盈利预测 单位：百万元

| 安世 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 二极管 | 3838 | 4232 | 4455 | 4768 | 5053 |
| 逻辑和 ESD | 3166 | 3473 | 3929 | 4349 | 4890 |
| MOS 管 | 2440 | 2726 | 3134 | 3756 | 4444 |
| 营业收入 | 9,443 | 10,431 | 11,518 | 12,874 | 14,387 |
| 营业成本 | 6,220 | 6,701 | 7,438 | 8,370 | 9,252 |
| 毛利率 (%) | 34.1% | 35.8% | 35.4% | 35.0% | 35.7% |
| 净利润 | 819 | 1,340 | 1,506 | 1,815 | 2,106 |
| 备考营收 | - | - | 1727 | 12,874 | 14,387 |
| 备考归母净利润 | - | - | 181 | 1,452 | 1,684 |

资料来源：Wind，平安证券研究所

2019 年备考营收和备考归母净利润只合并 11、12 月两个月

4.2 估值

4.2.1 闻泰 ODM 业务估值

我们对闻泰科技 ODM 业务和安世半导体分开估值。考虑到 ODM 行业的特殊属性，国内市场缺乏业务模式完全一致的可比标的。因此从业务模式、市场份额、行业地位角度三个角度综合考虑，选取了立讯精密、东山精密、传音控股、比亚迪、蓝思科技、歌尔股份作为可比公司。传统 ODM 企业低毛利率的情况有望在行业集中度进一步提升的背景下得到改善，闻泰作为全球最大的 ODM 企业，市场份额逐年提升，公司拥有众多优质的客户资源，对大客户依赖程度低于其他行业竞争者。在 5G 部署初期，各大手机厂商以快为主的前提下，公司凭借较强的研发实力、优秀的供应链管理能力和提升盈利表现。以 2020 年 2 月 13 日收盘价来看，可比公司 2020 年平均 PE 为 36.91 倍，中值为 34.25 倍。我们认为，1) 闻泰是全球最大的手机 ODM 厂商，对下游供应商议价能力强，成本控制能力优秀；2) 闻泰研发实力优秀，对 5G 部署初期来说，手机厂商更看重产品面世速度，闻泰市占率有望进一步提升；3) 公司开拓新客户将大幅提升采购份额，盈利进入上升通道。综上，基于 2020 年盈利预测归母净利润 20.34 亿，给予闻泰 ODM 业务 40 倍估值，对应市值 813 亿元。

图表38 闻泰 ODM 业务可比公司估值情况

| 代码 | 公司 | 股价 | 市值 | EPS | | | PE | | |
|--------|------|---------------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | 2020/2/13 收盘价 | (亿元) | 2019E | 2020E | 2021E | 2019E | 2020E | 2021E |
| 002475 | 立讯精密 | 44.1 | 2358.91 | 0.76 | 1.05 | 1.34 | 57.78 | 42.20 | 32.96 |
| 002384 | 东山精密 | 28.7 | 461.09 | 0.71 | 1.07 | 1.38 | 40.34 | 26.72 | 20.83 |
| 688036 | 传音控股 | 68.5 | 548.00 | 2.17 | 2.48 | 2.70 | 31.63 | 27.67 | 25.33 |
| 002594 | 比亚迪 | 57.55 | 1570.05 | 0.79 | 1.02 | 1.33 | 72.42 | 56.36 | 43.38 |
| 300433 | 蓝思科技 | 20.79 | 883.79 | 0.51 | 0.73 | 0.90 | 40.39 | 28.46 | 23.14 |
| 002241 | 歌尔股份 | 23.12 | 750.27 | 0.39 | 0.58 | 0.74 | 58.74 | 40.05 | 31.34 |
| 平均值 | | | | | | | 50.22 | 36.91 | 29.50 |
| 中位数 | | | | | | | 49.08 | 34.25 | 28.33 |

资料来源：wind，平安证券研究所

闻泰科技部分只考虑 ODM 业务

■ 4.2.2 安世半导体部分估值

根据前述安世半导体盈利预测部分，安世的主要产品是功率半导体器件，我们选取 6 家海外功率半导体器件公司：英飞凌、安森美、NXP、意法半导体、瑞萨电子、罗姆作为海外可比公司，海外公司 2020 年 PE 平均 27.5 倍，中值 22.01 倍。半导体产业在欧美国家发展较早，属于成熟产业，半导体产业在国内尚属于新兴产业，处于起步阶段，未来有广阔的进口替代空间，应当给予高于海外市场的估值。国内可比公司中，士兰微、扬杰科技、捷捷微电 2020 年平均 PE 为 83.85 倍，中值 58.56 倍，安世营收规模、盈利能力显著优于国内同类可比公司，我们认为：**1）**闻泰科技收购安世半导体后，有望帮助安世打开国内半导体市场，在国产替代大趋势下，业绩增速有望超出预期；**2）**闻泰合并安世后，融资渠道进一步拓宽，有助于扩大产能，提高盈利表现；**3）**高端车用半导体公司在 A 股属于稀缺标的，在新能源汽车渗透率逐渐提高的大趋势下，未来业绩成长将进入加速上升通道；基于安世 2020 年预测归母净利润 14.51 亿元，给予安世 60 倍估值，对应市值 871 亿元。

综上，闻泰科技合并安世半导体后总体市值为 1684 亿元。首次覆盖，给予“推荐”评级。

图表39 闻泰 ODM 业务可比公司估值情况

| 海外公司 | 名称 | 股价 | 市值 | EPS | | | PE | | |
|--------|------|---------------|-----------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 代码 | | 2020/2/12 收盘价 | (亿元) | 2019E | 2020E | 2021E | 2019E | 2020E | 2021E |
| IFX.DF | 英飞凌 | 173.93 | 2061.4 | 7.03 | 6.80 | 7.95 | 24.75 | 25.56 | 21.89 |
| On.O | 安森美 | 147.21 | 707.6 | 10.42 | 11.00 | 13.51 | 14.12 | 13.38 | 10.89 |
| NXPI.O | NXP | 923.65 | 2582.1 | 52.36 | 58.26 | 66.11 | 17.64 | 15.85 | 13.97 |
| STM.N | 意法 | 190.75 | 1705.8 | 7.45 | 9.38 | 11.45 | 25.62 | 20.33 | 16.65 |
| 6723.T | 瑞萨电子 | 49.47 | 843.0 | 0.70 | 0.75 | 0.98 | 70.63 | 66.16 | 50.67 |
| 6963.T | 罗姆 | 540.41 | 608.8 | 15.34 | 22.80 | 29.94 | 35.24 | 23.70 | 18.05 |
| 平均值 | | | | | | | 31.33 | 27.50 | 22.02 |
| 中位数 | | | | | | | 25.18 | 22.01 | 17.35 |
| 国内公司 | 名称 | 股价 | 市值 | EPS | | | PE | | |
| 代码 | | 2020/2/12 收盘价 | (亿 CNY) | 2019E | 2020E | 2021E | 2019E | 2020E | 2021E |
| 600460 | 士兰微 | 17.28 | 226.72 | 0.10 | 0.12 | 0.14 | 174.55 | 146.94 | 122.81 |
| 300373 | 扬杰科技 | 29.68 | 140.13 | 0.48 | 0.64 | 0.82 | 62.20 | 46.05 | 36.12 |
| 300623 | 捷捷微电 | 44.02 | 134.37 | 0.62 | 0.75 | 0.92 | 71.14 | 58.56 | 47.87 |
| 平均值 | | | | | | | 102.63 | 83.85 | 68.93 |
| 中位数 | | | | | | | 71.14 | 58.56 | 47.87 |

资料来源：wind，平安证券研究所

可比公司 EPS 来自万德一致预测

五、 风险提示

1、5G 手机单机利润不及预期：我们认为 2020 年 5G 手机会出现第一波换机潮，但各大手机厂商面临手机出货量下滑的压力，可能会采取低价策略推动用户换机，从而挤压 ODM 厂商的利润空间。

2、并购安世半导体未设置盈利补偿机制的风险：闻泰并购安世半导体，根据与交易各方签署的《重组协议》，并未设置盈利补偿机制，加之半导体行业的周期属性，可能存在因宏观经济、市场竞争而导致公司经营业绩出现下滑。

3、并购安世发生的贷款导致公司负债及财务费用上升、现金流紧张的风险：公司收购安世，预计利息费用合计约为人民币 4 亿元/年，利息费用及贷款本金的偿还会对上市公司盈利能力及财务稳健性产生一定的影响。

4、商誉占比较高的风险：假设本次交易于 2018 年初完成，闻泰科技备考合并资产负债表中商誉规模将达到 249.63 亿元，分别占 2018 年初闻泰科技备考合并总资产及净资产的 45.65%及 169.40%。

5、减持风险

截止报告发布日，本次收购共新增发行股份 4.03 亿股，发行价格 24.68 元/股，其中 9906.8 万股解禁期 12 个月，占总股本的 9.52%，2020 年 10 月 30 日之后会面临较大减持压力。

附录、闻泰并购安世历程

- 2016 年 6 月 14 日，NXP 宣布将旗下标准产品部门出售给北京建广资产管理与私募基金 Wise Road Capital（智路资本）组成的投资联合体；
- 2016 年 12 月，建广资产与智路资本合资成立裕成控股，裕成控股在荷兰成立全资子公司安世集团。同时，建广资产在境内设立了 SPV——合肥裕芯，作为持有收购标的资产的境内运营主体。合肥裕芯和 JW CAPITAL 共同在港设立了境外 SPV 裕成控股；
- 2017 年 2 月 7 日，建广资产和 NXP 共同宣布，恩智浦半导体旗下的标准产品业务部门正式完成交割，交易金额为 27.6 亿美元，约合 181 亿元人民币。建广资产投入约 16.3 亿美元，智路资本管理的基金投入约 4.5 亿美元，合计约 20.8 亿美元全部投资到裕成控股，其余资金为境外银团贷款；
- 2018 年 4 月，合肥广芯公开发布转让公告，出售合肥广芯 100% 股权。合肥广芯持有合肥裕芯 42.94% 的股权，合肥裕芯则持有裕成控股 78.39% 的股权，裕成控股持有安世半导体的 100% 股权。也就是说，合肥广芯间接持有安世半导体约 33.66% 的股权。

图表40 建广资产收购 NXP 标准半导体部门时间线



资料来源：公司公告，平安证券研究所

- 2018 年 4 月 24 日，闻泰孙公司合肥中间金泰与其联合体以 114.35 亿元中标合肥广芯持有的 33.66% 安世半导体股份；

- 2018年12月1日，闻泰发布重组预案，拟以现金支付及发行股份支付的方式收购安世半导体79.97%的股权；
- 2019年6月26日，闻泰发布重组草案修订稿，拟向全体交易对方以发行股份及支付现金相结合的方式购买其持有的标的资产，交易对价199.25亿元。现金支付99.69亿元，以每股24.68元（扣除分红后）的价格非公开发行A股股票4.03亿股支付交易对价99.56亿元；
- 2019年11月1日，重组方案获得证监会审批通过，标的资产过户完成。闻泰收购安世半导体79.97%股权，最终交易对价为264.32亿。从登记完成之日计算，其中9900万股将于一年后解禁，其余股票限售期为三年。通过本次交易，闻泰实现了对安世的间接控制，并表后持有安世79.97%股权。

图表41 闻泰科技分步收购安世半导体时间线



资料来源：公司公告，平安证券研究所

2019年11月公司发布公告，最终重组方案的现金收购部分资金来源主要有：自有资金、募集配套资金和借款，分别为17.05亿元，65亿元（已扣除2.5亿中介费）和82.71亿元。借款由四部分组成：闻天下、兴业银行、云南城投以及境外借款组成。分别为6.45亿元、35亿元、10.15亿元和31.11亿元。

图表42 闻泰并购安世募集资金情况

| 支付方式 | 金额（亿元） |
|--------|------------------------------|
| 股份支付 | 发行4.03亿股，每股定价24.68元 99.56 |
| 募集配套资金 | 募集66亿配套资金 65 |
| 自有资金 | 17.05 |
| 借款 | 闻天下 6.45 |
| | 兴业银行 35.00 |
| | 云南城投 10.15 |
| | 境外借款 31.11 |
| 合计 | 264.32 |

资料来源：《闻泰科技股份有限公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书》20190626，平安证券研究所

资产负债表

单位:百万元

| 会计年度 | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 11824 | 12220 | 24549 | 23961 |
| 现金 | 1903 | 201 | 9575 | 4302 |
| 应收票据及应收账款 | 5088 | 1566 | 4504 | 9587 |
| 其他应收款 | 43 | 621 | 640 | 855 |
| 预付账款 | 35 | 48 | 142 | 121 |
| 存货 | 1625 | 9783 | 9688 | 9096 |
| 其他流动资产 | 3130 | 0 | 0 | 0 |
| 非流动资产 | 5118 | 30786 | 32699 | 33036 |
| 长期投资 | 1176 | 250 | 250 | 250 |
| 固定资产 | 544 | 3791 | 3796 | 3780 |
| 无形资产 | 673 | 2579 | 3523 | 3842 |
| 其他非流动资产 | 2725 | 24166 | 25130 | 25163 |
| 资产总计 | 16942 | 43006 | 57249 | 56997 |
| 流动负债 | 13131 | 12378 | 23772 | 19247 |
| 短期借款 | 2000 | 1429 | 1715 | 1572 |
| 应付票据及应付账款 | 8088 | 6743 | 12172 | 10933 |
| 其他流动负债 | 3043 | 4205 | 9885 | 6742 |
| 非流动负债 | 80 | 9000 | 8000 | 7000 |
| 长期借款 | 0 | 9000 | 8000 | 7000 |
| 其他非流动负债 | 80 | 0 | 0 | 0 |
| 负债合计 | 13211 | 21378 | 31772 | 26247 |
| 少数股东权益 | 136 | 181 | 544 | 966 |
| 股本 | 637 | 1124 | 1124 | 1124 |
| 资本公积 | 2382 | 18348 | 18348 | 18348 |
| 留存收益 | 572 | 2005 | 5818 | 11032 |
| 归属母公司股东权益 | 3595 | 21447 | 24932 | 29783 |
| 负债和股东权益 | 16942 | 43006 | 57249 | 56997 |

现金流量表

单位:百万元

| 会计年度 | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 3272 | -943 | 13430 | -2167 |
| 净利润 | 72 | 1444 | 3849 | 5273 |
| 折旧摊销 | 328 | 582 | 905 | 1061 |
| 财务费用 | 212 | 375 | 522 | 567 |
| 投资损失 | 10 | -250 | 0 | 0 |
| 营运资金变动 | 2813 | -3157 | 8154 | -9067 |
| 其他经营现金流 | -163 | 63 | 0 | 0 |
| 投资活动现金流 | -1639 | -2420 | -2819 | -1397 |
| 资本支出 | 180 | 27915 | 1913 | 336 |
| 长期投资 | -1822 | 926 | 0 | 0 |
| 其他投资现金流 | -3282 | 26421 | -905 | -1061 |
| 筹资活动现金流 | -1424 | 25324 | -1237 | -1710 |
| 短期借款 | 1141 | -571 | 285 | -143 |
| 长期借款 | 0 | 9000 | -1000 | -1000 |
| 普通股增加 | 0 | 487 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 0 | 15966 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -2565 | 441 | -522 | -567 |
| 现金净增加额 | 163 | -1702 | 9374 | -5273 |

利润表

单位:百万元

| 会计年度 | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------------|-------|-------|-------|--------|
| 营业收入 | 17335 | 33271 | 75874 | 104887 |
| 营业成本 | 15764 | 29663 | 66204 | 92422 |
| 营业税金及附加 | 62 | 122 | 361 | 471 |
| 营业费用 | 151 | 309 | 1018 | 1162 |
| 管理费用 | 295 | 408 | 1084 | 1301 |
| 研发费用 | 732 | 857 | 1522 | 1947 |
| 财务费用 | 212 | 375 | 522 | 567 |
| 资产减值损失 | 97 | 113 | 200 | 250 |
| 其他收益 | 60 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | -10 | 250 | 0 | 0 |
| 资产处置收益 | -3 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 69 | 1674 | 4962 | 6767 |
| 营业外收入 | 4 | 60 | 0 | 0 |
| 营业外支出 | 9 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 64 | 1734 | 4962 | 6767 |
| 所得税 | -8 | 290 | 1113 | 1494 |
| 净利润 | 72 | 1444 | 3849 | 5273 |
| 少数股东损益 | 11 | 45 | 363 | 422 |
| 归属母公司净利润 | 61 | 1399 | 3486 | 4851 |
| EBITDA | 513 | 2566 | 6244 | 8133 |
| EPS (元) | 0.05 | 1.24 | 3.10 | 4.32 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|--------|--------|-------|-------|
| 成长能力 | - | - | - | - |
| 营业收入(%) | 2.5 | 91.9 | 128.0 | 38.2 |
| 营业利润(%) | -81.8 | 2320.8 | 196.4 | 36.4 |
| 归属于母公司净利润(%) | -81.5 | 2192.9 | 149.1 | 39.2 |
| 获利能力 | - | - | - | - |
| 毛利率(%) | 9.1 | 10.8 | 12.7 | 11.9 |
| 净利率(%) | 0.4 | 4.2 | 4.6 | 4.6 |
| ROE(%) | 1.9 | 6.7 | 15.1 | 17.1 |
| ROIC(%) | 3.6 | 5.0 | 11.6 | 14.0 |
| 偿债能力 | - | - | - | - |
| 资产负债率(%) | 78.0 | 49.7 | 55.5 | 46.1 |
| 净负债比率(%) | 7.5 | 51.9 | 4.5 | 17.1 |
| 流动比率 | 0.9 | 1.0 | 1.0 | 1.2 |
| 速动比率 | 0.5 | 0.2 | 0.6 | 0.8 |
| 营运能力 | - | - | - | - |
| 总资产周转率 | 1.2 | 1.1 | 1.5 | 1.8 |
| 应收账款周转率 | 4.5 | 10.0 | 25.0 | 14.9 |
| 应付账款周转率 | 2.6 | 4.0 | 7.0 | 8.0 |
| 每股指标(元) | - | - | - | - |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.05 | 1.24 | 3.10 | 4.32 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 1.91 | -0.84 | 11.95 | -1.93 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 3.20 | 19.08 | 22.18 | 26.50 |
| 估值比率 | - | - | - | - |
| P/E | 2339.1 | 102.0 | 40.9 | 29.4 |
| P/B | 39.7 | 6.7 | 5.7 | 4.8 |
| EV/EBITDA | 279.2 | 60.1 | 23.1 | 18.3 |

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2020 版权所有。保留一切权利。



平安证券
PING AN SECURITIES

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

上海

北京

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编：100033