

细分行业龙头 长期投资价值显现

——台基股份（300046）调研快报

2012年1月12日

推荐/首次

电子

调研快报

王玉泉

计算机行业分析师

执业证书编号：S1480510120008

联系人：唐敏

010-66554040

事件：

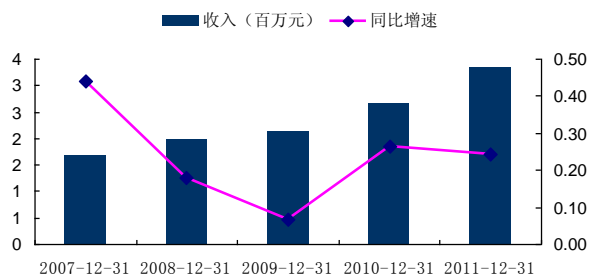
我们近日调研了台基股份，就行业情况和公司经营与公司高管进行了交流。

点评：

1、公司是国内大功率半导体行业龙头企业，行业地位逐步提升

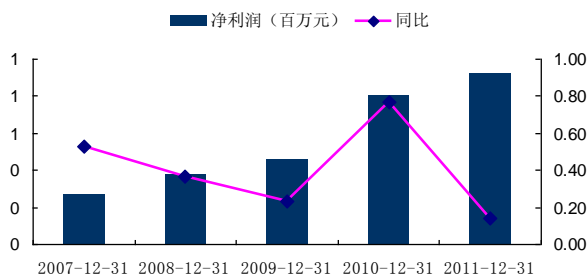
公司一直专注于大功率晶闸管的研发、制造和销售，是我国最大的大功率半导体器件供应商，通过持续的技术引进和自主研发，公司已经掌握了大功率晶闸管的核心技术。公司品牌享誉全国，拥有 850 家直营客户（整机设备制造商）、拥有 49 家特约经销商，5 家一般经销商，产品广泛用于感应加热、软启动、变频器、电机调速、电焊机、机车牵引、电力稳压器、UPS、无功补偿、励磁电源、静电除尘、风电变流器等电源装置。公司国内销售额位居同行业第一位，其中在感应加热应用领域的市场占有率超过 50%。近几年公司把握机会，发展势头良好，公司销售额快速增长，过去 5 年收入复合增长率超过 20%，行业地位逐步提升。

图 1：销售收入和增速



资料来源：公司财报 东兴证券

图 2：净利润和增速



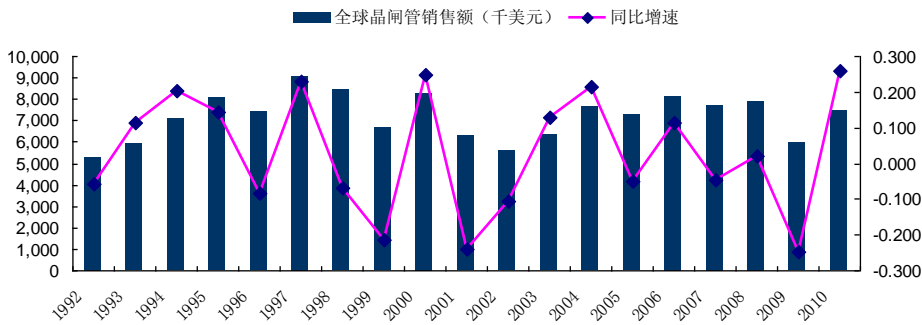
资料来源：公司财报 东兴证券

2、需求：产品具备耗材特征，国内增速远大于全球增速

晶闸管一般应用于高电压大电流环境，下游主要是感应加热、软启动、变频器、电机调速、电焊机、机车牵引、电力稳压器、UPS、无功补偿、励磁电源、静电除尘、风电变流器等电源装置。

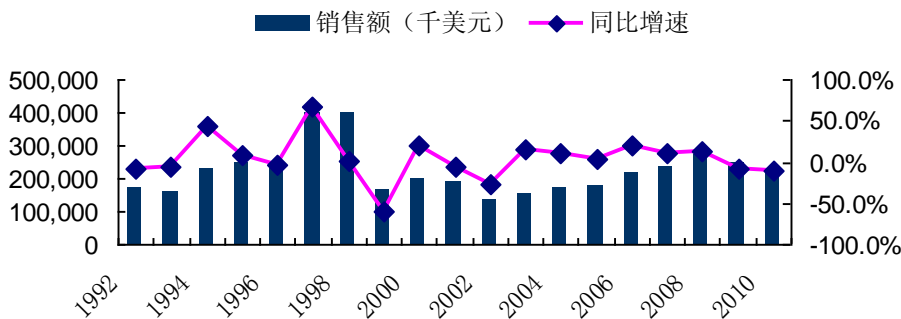
按照 WSTS 的统计，2010 年全球晶闸管销售收入 7.5 亿美金，50A 以上的大功率晶闸管 2.24 亿美金。全球晶闸管收入近十年增速以个位数增长，价格自 2010 年 7 月开始稳中有升。

图 3: 全球晶闸管销售额和同比增速



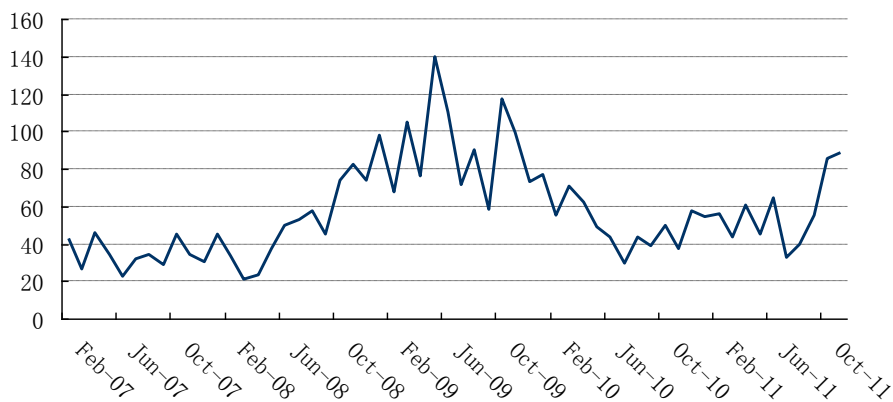
资料来源: WSTS 东兴证券

图 4: 50A 以上大电流晶闸管销售额和同比增速



资料来源: wsts 东兴证券

图 5: 50A 以上大电流竞争光销售价格趋势



资料来源: wsts 东兴证券

尽管从全球市场来看,收入同比增速不高,但是从近两年国内的发展来看,大功率半导体器件下游增速明显高于全球增速,而且我们认为一些领域的需求没有统计在上述数据内,比如国内废钢冶炼对晶闸管的需求。从台基股份历年销售情况来看,国内该领域的需求增长应该在 20%-30% 的速度。被大家容易忽略的是,由于晶闸管应用环境恶劣,一般是高电压、大电流,器件受冲击较大,寿命普遍远低于其它电子产品,低到 3

个月，长也不过 1 年，一些轨道机车甚至定期强制更换该器件，因此该器件具有明显的耗材特征，存量市场的存在保证了需求量稳定增长。国内下游各领域对半导体的需求如下表所示，但这些数据包含了所有大功率半导体器件，比如大功率 IGBT、整流器、MOSFET 等等，这从一个侧面说明了国内市场需求增速大于全球的增速。

表 1：大功率半导体器件下游需求

应用领域	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
输变电	1.79	2.05	2.38	2.73	3.12	3.70
钢铁冶炼	8.33	9.58	10.95	12.89	14.86	16.91
马达驱动	3.87	4.77	5.79	7.10	8.76	10.93
轨道交通	6.55	7.92	9.73	11.80	14.54	18.35
大功率电源	3.57	4.30	5.25	6.45	8.07	10.00
电焊机	3.87	4.54	5.34	6.27	7.45	8.97
其他领域	1.79	2.34	3.12	4.11	5.28	6.81
合计	29.77	35.5	42.56	51.35	62.08	75.67

资料来源：公司资料

3、供给与竞争格局：高端领域国外企业仍旧处于优势地位，国内优势企业从中低端加速替代外企产品，且竞争格局良好，不会产生恶性竞争，行业盈利稳定

在大功率半导体市场中，国外进口销售额占中国市场 70% 的份额，集中在轨道交通、输变电等高端应用领域，产品也集中在大功率 IGBT、MOSFET，特大功率晶闸管。晶闸管属于第二代功率开关器件，技术比较成熟，国内一批半导体企业不断积累技术和工艺，与国外企业的差距越来越小，具备成本和市场两重区域比较优势，近年来在中低端市场不断替代国外 SEMIKRON、ABB、IXYS、英飞凌的产品。因此在这一产能转移背景下，国内实力考前的公司将迎来中长期的增长空间。

国内的大功率半导体企业约有 80 余家，第一梯队，销售额上 1 亿的有三家，分别是台基股份、西电所、南车时代电气；第二梯队，7 到 8 家，销售额 3000 万-1 亿；剩下的是第三梯队。在产能转移的历史潮流中，只有已经具备了技术、规模、品牌、渠道优势的企业才能逐渐做大做强。在第一梯队中，台基股份是民营企业，又在 2009 年上市，具备一定的体制、上市带来的资金和品牌优势，因此将在这一浪潮中渐渐做大做强。

另外，该行业还有一很好的特征，即市场不大，低于 100 亿人民币，国外大企业不愿意再大力投入和扩张，而且也不像太阳能和 LED 那样火热吸引太多的新进入者，因此，该行业竞争格局一直比较健康，图 5 稳定上涨的价格和台基股份稳定的销售价格和毛利都是一个佐证。

4、产品结构和市场结构不断优化，新客户不断增加，工艺提升空间较大，未来存在较多的新增长点

公司新开发的大电流器件市场占有率快速提升，6500V 高压器件基本完成系列化开发，已经开始批量投放市场，已经成为国内第 3 家可以提供 6500V 器件的公司。5 英寸大功率器件、60T 感应加热专用器件、机车和超大功率脉冲电源专用器件、高压模块、焊接模块等一批新产品都已经推出，逐步进入软启动器、变频器、电能质量控制、轨道交通、风力发电等市场。

2011年新开发客户66家，美国PWEREX公司经过多年观察、评估和认证，与公司签订了采购框架协议，其中模块类产品已经批量下单，VISAHY半导体已经基本完成对公司的芯片评价和验证，低压芯片已经批量订货。

与国际领先的企业相比，公司产品的品质、良率、效率都存在一定的差距，公司也看到了这种差距，未来将通过与国外大企业的合作，不断学习，提高公司的管理水平，提升产品品质、良率、一致性和效率，有效承接欧美日订单转移，提升公司产品市场占有率。同时，公司将加快新产品的研发和生产，拓展新的客户市场，不断形成公司新的增长点。

6、募投项目进展顺利，或将提前半年达产

公司募投项目投资已经达到1.92亿元，其中工艺检测实验设备投入1.03亿，新增450台套，高标准2号净化厂房和6inch晶圆生产线建成投产，研发检测中心进入装修阶段，高标准现代化的功率半导体工艺条件基本形成，125万只大功率半导体器件技术升级及改扩建项目将提前半年于今年年中达产，届时公司产能将跨入200万只量级。

7、目标：尽快穿越5亿规模、跨入10亿平台

公司在过去的几年，技术水平从3inch提升到5inch，马上进入6inch，电压从2000v提升到了6500v高压，销售收入也高速增长到了3亿左右，产品销售数量从不到50万只增加到150万只，马上进入200万只级别。在未来的几年，公司的目标是尽快穿越5亿元规模，跨入10亿元，成为中国最具竞争力的功率半导体提供者。

8、盈利预测与投资建议

综合判断，我们看好该细分行业的投资价值 and 公司的成长路径，公司未来在技术、产品、市场、品质都有很大的提升空间。我们预计公司11-13年eps分别为0.67元、0.8元、1元，对应的pe分别为22.8倍、18.9倍、15.2倍，首次给予“推荐”的投资评级。

9、风险提示

经济继续下滑，对公司需求的影响或大于我们的预期。

表 1：盈利预测

盈利预测及市场数据	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	267	347	437	565
(+/-%)	26.5%	29.6%	26.1%	29.3%
净利润(百万元)	81	95	114	142
(+/-%)	76.6%	17.5%	20.4%	24.9%
每股收益(元)	0.57	0.67	0.80	1.00
市盈率(P/E)	26.8	22.8	18.9	15.2
市净率(P/B)	2.6	2.4	2.3	2.1
PEG	1.01	0.77	0.72	0.52
EV/EBITDA	25.3	19.9	15.9	12.6

资料来源：公司资料，东兴证券研究所

利润表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	267	347	437	565
营业成本	154	204	261	341
营业税金及附加	0	0	0	0
销售费用	8	10	13	17
管理费用	23	28	35	46
财务费用	(13)	(7)	(7)	(7)
投资收益	0	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(0)	0	0	0
其他收入	0	0	0	0
营业利润	95	111	134	167
营业外净收支	(0)	0	0	0
利润总额	95	111	134	167
所得税费用	14	17	20	25
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	81	95	114	142

现金流量表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	81	95	114	142
资产减值准备	0	(0)	0	0
折旧摊销	5	9	15	21
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	(13)	(7)	(7)	(7)
营运资本变动	(70)	(30)	(33)	(46)
其它	15	0	0	0
经营活动现金流	32	74	96	117
资本开支	(30)	(103)	(87)	(60)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(30)	(103)	(87)	(60)
权益性融资	595	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(24)	(38)	(46)	(57)
其它融资现金流	2	0	0	0
融资活动现金流	549	(38)	(46)	(57)
现金净变动	551	(67)	(36)	0
货币资金的期初余额	101	653	585	549
货币资金的期末余额	653	585	549	550
企业自由现金流	(12)	(36)	4	52
权益自由现金流	(10)	(29)	9	57

资产负债表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	653	585	549	550
应收款项	60	77	98	126
存货净额	53	69	87	113
其他流动资产	46	59	74	96
流动资产合计	811	791	808	885
固定资产	67	162	234	273
无形资产及其他	14	14	13	13
投资性房地产	2	2	2	2
长期股权投资	1	1	1	1
资产总计	895	970	1058	1174
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0
应付款项	37	49	62	80
其他流动负债	27	35	44	57
流动负债合计	64	84	106	137
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	5	3	2	0
长期负债合计	5	3	2	0
负债合计	69	87	107	137
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	826	883	951	1037
负债和股东权益总计	895	970	1058	1174

关键财务与估值指标	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	0.57	0.67	0.80	1.00
每股红利	0.17	0.27	0.32	0.40
每股净资产	5.82	6.22	6.70	7.30
ROS	30%	27%	26%	25%
ROE	10%	11%	12%	14%
毛利率	42%	41%	40%	40%
EBIT Margin	31%	30%	29%	28%
EBITDA Margin	33%	32%	33%	32%
收入增长	27%	30%	26%	29%
净利润增长率	77%	17%	20%	25%
资产负债率	8%	9%	10%	12%
息率	1.1%	1.8%	2.1%	2.6%
P/E	26.8	22.8	18.9	15.2
P/B	2.6	2.4	2.3	2.1
EV/EBITDA	25.3	19.9	15.9	12.6

资料来源: 公司资料, 东兴证券研究所

分析师简介

王玉泉

清华大学计算机博士，2008年加盟东兴证券研究所，从事计算机行业研究，TMT 研究小组组长

联系人简介

唐敏

中科院半导体研究所硕士，两年电子行业从业经验，2010年加盟东兴证券研究所，从事电子元器件行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。