

2017年08月11日

捷捷微电 (300623.SZ)

动态分析

产能扩张规模效应推动经营业绩持续增长

投资要点

◆ **公司动态**：公司发布 2017 年中期业绩报告，上半年实现营业收入 2.07 亿元，同比上升 38.1%，毛利率为 56.2%，同比上升 3.4 个百分点，归属于上市公司股东的净利润 7,267.4 万元，同比上升 49.3%，每股收益 0.78 元，同比上升 11.6%。第二季度单季度实现销售收入 1.13 亿元，同比上升 36.8%，归属上市公司股东净利润为 4,157.5 万元，同比上升 33.8%。

◆ 点评：

➢ **产能规模带来收入提升，分立器件市场需求开拓**：公司上半年销售收入同比上升 38.1% 达到 2.07 亿元，产品细分方面功率半导体分立器件收入同比上升 41.9%，占总收入达到 73.4%，成为公司营收增长的主要来源。目前在中国功率半导体分立器件市场中，公司具备了与国际厂商在细分市场的竞争力，并且着重发展半导体防护器件的不同类型，随着产能的持续扩张，销售收入规模也获得了有效的提升。未封装的功率半导体芯片收入 5,307.3 万元，也获得了同比 26.2% 的增长幅度，保持稳健成长。

➢ **规模效应推升毛利率，经营效用稳步提升**：公司的毛利率在 2017 年上半年同比上升 3.4 个百分点达到 38.1%，产能的扩张带来的规模效应使得公司的毛利率实现了稳步的提升。尽管加大了研发费用和渠道开拓的规模，但是公司上半年销售费用、管理费用、财务费用占收比分别为 4.8%、9.3%、-0.4%，整体的经营费用率保持了基本的稳定，使得净利润水平有所提升。

➢ **核心竞争力突出，深耕功率半导体行业**：公司二十余年专业从事功率半导体芯片和器件的研发、设计、生产和销售，形成了以芯片设计制造为核心竞争力的业务体系。技术方面拥有多项研发专利，细分市场在国内企业处于领先地位，经过二十多年的发展，形成了有效的品牌影响力。未来，随着上市后获得资本市场的资金支持，公司在技术研发和产能扩张同时获得推进，凭借细分领域内与国际厂商可比的技术能力，深耕功率半导体行业，实现有效的国产化替代过程。

◆ **投资建议**：我们预测公司 2017 年至 2019 年每股收益分别为 1.77、2.40 和 2.79 元。净资产收益率分别为 12.9%、15.4% 和 15.6%，给予买入-B 建议，6 个月目标价为 72.00 元，相当于 2017 年至 2019 年 40.7、30.0 和 25.8 倍的动态市盈率。

◆ **风险提示**：产能扩张推进及良率提升速度不及预期；产品市场竞争带来盈利能力风险；新功率管器件产品的市场拓展速度不及预期。

电子元器件 | 半导体 III

 投资评级 **买入-B(首次)**

6 个月目标价 72.00 元

股价(2017-08-10) 62.61 元

交易数据

总市值 (百万元) 5,860.30

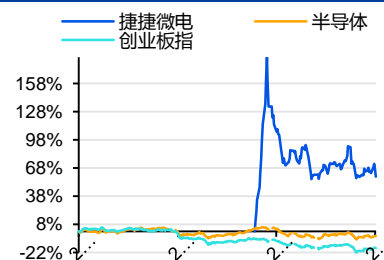
流通市值 (百万元) 1,477.60

总股本 (百万股) 93.60

流通股本 (百万股) 23.60

12 个月价格区间 33.16/113.56 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-3.58	-8.32	18.6
绝对收益	-8.03	-11.03	

分析师

蔡景彦

SAC 执业证书编号：S0910516110001

caijingyan@huajinsec.cn

021-20655612

相关报告

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	241.5	331.6	434.9	593.4	710.2
同比增长(%)	6.0%	37.3%	31.2%	36.4%	19.7%
营业利润(百万元)	91.5	131.0	189.7	258.6	300.4
同比增长(%)	6.3%	43.2%	44.8%	36.4%	16.1%
净利润(百万元)	80.7	116.4	165.9	225.0	261.2
同比增长(%)	4.5%	44.2%	42.5%	35.6%	16.1%
每股收益(元)	0.86	1.24	1.77	2.40	2.79
PE	77.2	53.6	37.6	27.7	23.9
PB	14.9	12.5	4.9	4.3	3.7

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

内容目录

一、季度业绩点评：规模效应带来营收毛利率增长明显.....	4
二、经营状况点评：分立器件占比增加，规模效应推升毛利率.....	5
（一）功率半导体分立器件是主要收入来源，毛利率全面提升.....	5
（二）核心竞争力突出，深耕功率半导体行业.....	5
三、投资建议.....	7
四、风险提示.....	7

图表目录

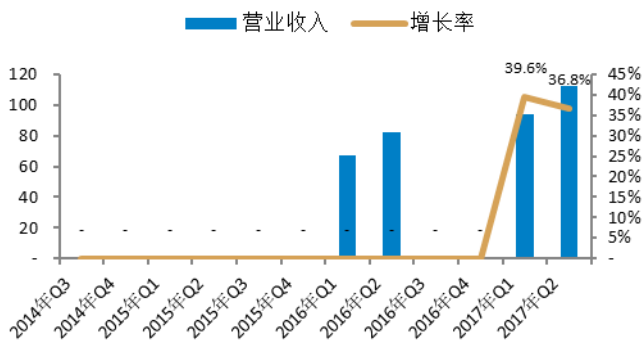
图 1：过往 12 个季度营业收入变动	4
图 2：过往 12 个季度盈利变动	4
图 3：过往 12 个季度毛利率及净利率变动.....	4
图 4：过往 12 个季度主要费用率变动.....	4
图 5：收入按产品细分（2017 H1 v.s. 2016 H1）	5
图 6：毛利率按产品细分（2017 H1 v.s. 2016 H1）	5

一、季度业绩点评：规模效应带来营收毛利率增长明显

公司 2017 年上半年销售收入实现 2.07 亿元，同比上升 38.1%，其中第二季度的销售收入为 1.13 亿元，同比上升 36.8%。国内晶闸管行业下游应用广泛、市场需求旺盛，公司拥有从晶闸管研发到销售完整产业链，并能为客户提供定制化产品服务，是其营收增长的保证。作为第一家将塑封晶闸管投放市场的内资企业，公司生产的塑封晶闸管市场占有率达到 40%以上，以替代进口为目标，为公司营收带来上升空间。公司募投的 4 条生产线投产之后，产能将明显扩大，新的产品如超快功率恢复二极管、MOSFET、压敏电阻将陆续问世，为公司的营收增长提供新的来源。

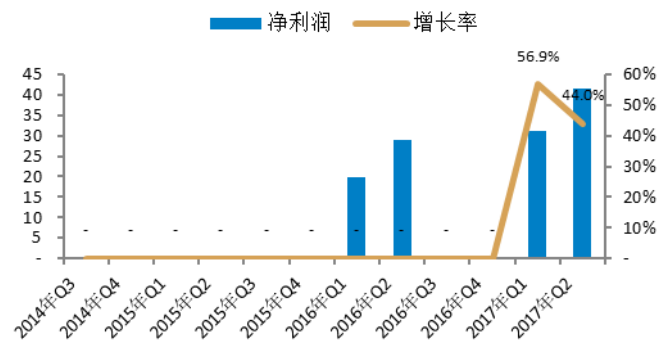
公司 2017 年上半年实现归属母公司股东净利润 7,267.4 万元，同比上升 49.3%，其中第二季度的归属母公司股东净利润为 4,157.5 万元，同比上升 33.8%。随着销售规模的扩张，公司提升费用控制能力和经营效率，使得公司净利润增速高于收入增速。

图 1：过往 12 个季度营业收入变动



资料来源：Wind，华金证券研究所

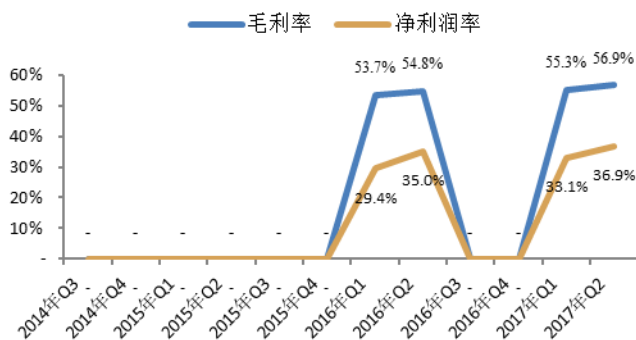
图 2：过往 12 个季度盈利变动



资料来源：Wind，华金证券研究所

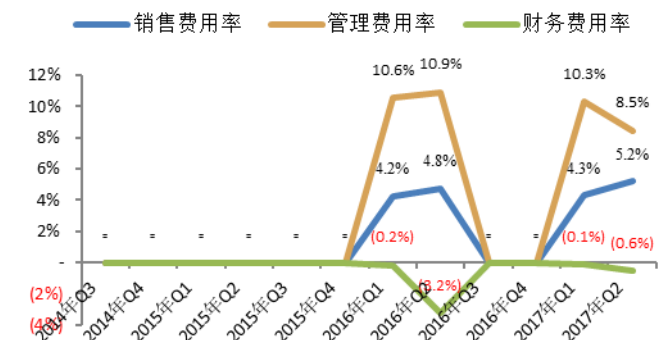
公司 2017 年上半年主营业务毛利率为 56.2%，同比上升 3.4 个百分点，其中第二季度的毛利率为 56.9%，同比上升 3.7 个百分点，公司毛利率从 2016 年开始稳步上升，由于主营业务增长带来的规模效应使得毛利率逐渐提高。经营费用方面，公司上半年销售费用、管理费用、财务费用占收比分别为 4.8%、9.3%、-0.4%，其中第二季度的分别为 5.2%、8.5%、-0.6%，尽管在在渠道开拓和研发费用方面的投入增加，但是公司的管理效用和规模效应使得是费用率水平整体维持平稳，净利润率与毛利率同步提升。

图 3：过往 12 个季度毛利率及净利率变动



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：过往 12 个季度主要费用率变动



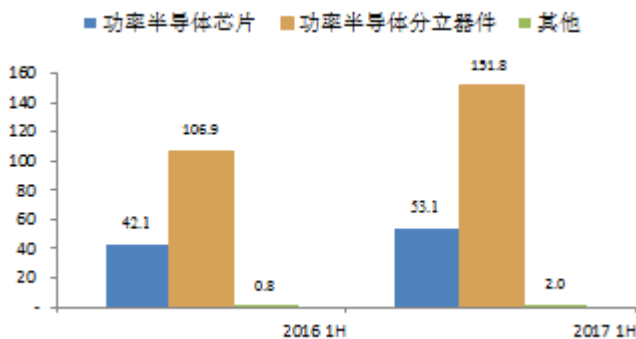
资料来源：Wind，华金证券研究所

二、经营状况点评：分立器件占比增加，规模效应推升毛利率

（一）功率半导体分立器件是主要收入来源，毛利率全面提升

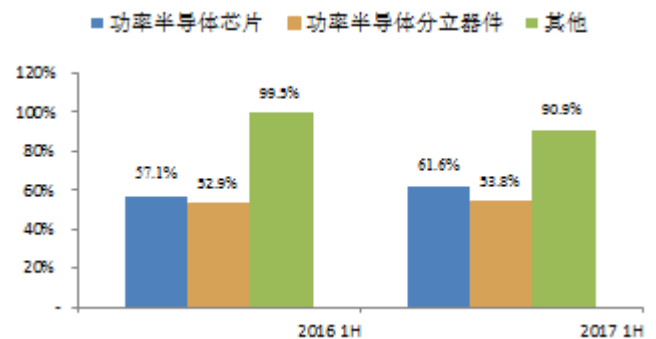
产品细分看，功率半导体芯片收入 5,307.3 万元，同比上升 26.2%，占总收入 25.7%，功率半导体分立器件收入 1.52 亿元，同比上升 41.9%，占总收入 73.4%，是公司营业收入的主要来源。分立器件是经过封装后形成的独立芯片产品，随着不同客户的需求差异，以及公司根据相应的差异来调整自身产能的布局，使得公司的产品收入结构产生了重要的变化。未来公司仍然将着重发展半导体防护器件，分立器件的占比有望持续提升，产品线也将持续丰富，公司战略布局初见成效。

图 5：收入按产品细分（2017 H1 v.s. 2016 H1）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 6：毛利率按产品细分（2017 H1 v.s. 2016 H1）



资料来源：Wind，华金证券研究所

毛利率按产品细分来看，功率半导体芯片和功率半导体分立器件呈现了上升的趋势，毛利率分别上升 4.5、0.9 个百分点，随着产能和销售收入的规模扩张，规模效应带来了盈利能力的增长。

（二）核心竞争力突出，深耕功率半导体行业

公司未披露 2017 年前三季度的业绩预期，但是其通过自主研发获得核心竞争力，使得其在国内功率半导体行业内有着值得期待的竞争力：

公司二十余年专业从事功率半导体芯片和器件的研发、设计、生产和销售，形成了以芯片设计制造为核心竞争力的业务体系，拥有多项研发专利，并且在过去 20 多年的市场竞争中逐步获得了客户对公司技术、产品的认可，收获了可靠的品牌影响力。

技术领先战略和产能提升同步推进。目前，公司立足于功率半导体分立器件技术及产品，以市场需求为准则，不断研发、生产市场需要的产品，积极创造条件涉足新的产品领域。6 月 28 日股东大会通过的“电力电子器件封测器件生产线”和“新型片式元器件、光电混合集成电路”两个新项目有望大幅度扩大公司产能。

另外，目前公司正拓宽中高端客户群，为其提供高端定制化产品服务。公司正与主要应用领域的知名企业建立销售关系，希望通过具有影响力的客户采购带动公司市场份额的提升。拥有紧

密配合的销售和研发部门，能够快速捕捉客户的个性化需求进行产品定制，定制产品销售高达60%。定制化产品利润率较普通产品更高，公司的营收增长一部分归功于此。

三、投资建议

我们预测公司 2017 年至 2019 年每股收益分别为 1.77、2.40 和 2.79 元。净资产收益率分别为 12.9%、15.4%和 15.6%，给予买入-B 建议，6 个月目标价为 72.00 元，相当于 2017 年至 2019 年 40.7、30.0 和 25.8 倍的动态市盈率。

四、风险提示

- 产能扩张推进及良率提升速度不及预期；
- 产品市场竞争带来盈利能力风险；
- 新功率管器件产品的市场拓展速度不及预期。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	241.5	331.6	434.9	593.4	710.2	年增长率					
减:营业成本	113.2	149.9	200.4	283.0	345.7	营业收入增长率	6.0%	37.3%	31.2%	36.4%	19.7%
营业税费	3.0	5.1	6.2	8.3	10.3	营业利润增长率	6.3%	43.2%	44.8%	36.4%	16.1%
销售费用	9.1	16.0	16.8	24.6	30.4	净利润增长率	4.5%	44.2%	42.5%	35.6%	16.1%
管理费用	24.3	33.0	42.4	57.8	69.7	EBITDA 增长率	6.5%	31.1%	37.6%	37.9%	17.6%
财务费用	-1.4	-7.6	-22.7	-41.7	-49.3	EBIT 增长率	6.3%	37.0%	35.3%	29.9%	15.7%
资产减值损失	1.8	4.2	2.2	2.7	3.0	NOPLAT 增长率	6.4%	37.1%	35.2%	30.0%	15.7%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	26.4%	20.3%	59.3%	8.9%	5.1%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	12.3%	19.5%	157.2%	14.0%	14.3%
营业利润	91.5	131.0	189.7	258.6	300.4	盈利能力					
加:营业外净收支	2.6	4.6	3.8	3.7	4.0	毛利率	53.1%	54.8%	53.9%	52.3%	51.3%
利润总额	94.1	135.7	193.5	262.3	304.4	营业利润率	37.9%	39.5%	43.6%	43.6%	42.3%
减:所得税	13.4	19.2	27.5	37.3	43.3	净利润率	33.4%	35.1%	38.1%	37.9%	36.8%
净利润	80.7	116.4	165.9	225.0	261.2	EBITDA/营业收入	48.5%	46.4%	48.6%	49.1%	48.3%
						EBIT/营业收入	37.3%	37.2%	38.4%	36.6%	35.4%
资产负债表						偿债能力					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	8.7%	12.6%	5.4%	6.2%	4.7%
货币资金	123.9	125.8	731.5	844.6	1,018.9	负债权益比	9.5%	14.4%	5.7%	6.6%	5.0%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	7.43	4.84	20.93	13.10	18.70
应收帐款	64.0	91.4	117.2	168.3	170.1	速动比率	6.24	4.00	19.04	11.89	16.98
应收票据	43.0	37.9	95.9	83.4	118.8	利息保障倍数	-64.04	-16.27	-7.37	-5.20	-5.10
预付帐款	0.5	1.4	1.2	2.3	2.1	营运能力					
存货	44.4	53.8	93.7	111.1	132.5	固定资产周转天数	165	144	138	131	122
其他流动资产	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	流动营业资本周转天数	168	128	157	161	157
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	404	318	559	682	672
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	89	84	86	87	86
长期股权投资	-	-	-	-	-	存货周转天数	66	53	61	62	62
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	646	558	798	885	841
固定资产	117.1	148.8	185.1	247.2	234.0	投资资本周转天数	386	346	374	351	314
在建工程	24.6	51.7	81.7	55.9	27.9	费用率					
无形资产	35.4	34.6	33.8	33.0	32.1	销售费用率	3.8%	4.8%	3.9%	4.1%	4.3%
其他非流动资产	4.7	25.4	16.9	15.7	19.3	管理费用率	10.1%	9.9%	9.7%	9.7%	9.8%
资产总额	457.7	571.1	1,357.2	1,561.5	1,756.0	财务费用率	-0.6%	-2.3%	-5.2%	-7.0%	-6.9%
短期债务	-	-	-	-	-	三费/营业收入	13.2%	12.5%	8.4%	6.9%	7.1%
应付帐款	21.7	37.9	30.4	71.6	55.0	投资回报率					
应付票据	-	-	-	-	-	ROE	19.3%	23.3%	12.9%	15.4%	15.6%
其他流动负债	15.4	26.2	19.3	20.8	22.1	ROA	17.6%	20.4%	12.2%	14.4%	14.9%
长期借款	-	-	18.8	-	-	ROIC	33.8%	36.6%	41.1%	33.6%	35.7%
其他非流动负债	2.7	7.6	4.6	5.0	5.7	分红指标					
负债总额	39.8	71.8	73.0	97.4	82.9	DPS(元)	-	0.30	0.35	0.48	0.56
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红比率	0.0%	24.1%	20.0%	20.0%	20.0%
股本	70.0	70.0	93.6	93.6	93.6	股息收益率	0.0%	0.5%	0.5%	0.7%	0.8%
留存收益	347.9	429.3	1,190.5	1,370.6	1,579.5						
股东权益	417.9	499.3	1,284.1	1,464.2	1,673.1						
						业绩和估值指标					
现金流量表							2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	80.7	116.4	165.9	225.0	261.2	EPS(元)	0.86	1.24	1.77	2.40	2.79
加:折旧和摊销	27.2	30.3	44.5	74.6	91.9	BVPS(元)	4.46	5.33	13.72	15.64	17.87
资产减值准备	1.8	4.2	-	-	-	PE(X)	77.2	53.6	37.6	27.7	23.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	14.9	12.5	4.9	4.3	3.7
财务费用	-	-	-22.7	-41.7	-49.3	P/FCF	307.4	108.2	-288.0	39.7	27.1
投资损失	-	-	-	-	-	P/S	25.8	18.8	14.3	10.5	8.8
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	-	-	26.0	18.4	15.1
营运资金的变动	13.2	-17.2	-132.4	-12.8	-76.5	CAGR(%)	40.7%	30.9%	29.0%	40.7%	30.9%
经营活动产生现金流量	107.9	135.7	55.3	245.2	227.3	PEG	1.9	1.7	1.3	0.7	0.8
投资活动产生现金流量	-71.6	-104.0	-110.0	-110.0	-50.0	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	-35.0	-27.3	660.3	-22.1	-2.9						

资料来源: 贝格数据, 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

蔡景彦声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn