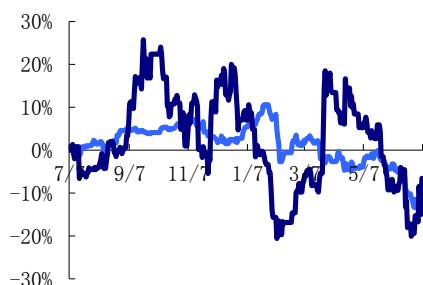




信息技术 半导体与半导体生产设备

分立器件营收增长, 等待8寸线放量大展身手

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,312/1,247
总市值/流通(百万元)	14,931/14,193
12个月最高/最低(元)	17.24/6.07

相关研究报告:

士兰微 (600460)《太平洋证券-士兰微: 战略合作绘制未来发展蓝图, 功率半导体巨头迈向新征程》
--2017/12/19

证券分析师: 刘翔

电话: 021-61376547

E-MAIL: liuxiang@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517060001

事件:公司 2018 年上半年营业收入 14.37 亿元, 同比增长 10.70%, 归属于上市公司股东的净利润 9531.26 万元, 同比增长 12.9%。归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 6710.10 万元, 同比增长 7.16%。

短期营收利润受拖累, 长期向好基本趋势有保证。2018 年上半年公司营业利润为 6165 万元, 比 2017 年同期减少 32.63%; 公司利润总额为 6200 万元, 比 2017 年同期减少 31.84%。利润下滑的原因一方面是由于公司 8 寸线尚未实现盈亏平衡。但随着公司对 8 寸线建设的增资, 8 寸线加速放量, 更快完成项目建设。公司长期向好的基本趋势有保证。另一方面受到 LED 板块需求波动的影响, 公司集成电路的营收和 LED 的利润均出现了下滑。

功率半导体涨价势不可挡, 分立器件营收增长。功率半导体上游 8 寸晶圆厂供给端收缩, 下游光伏、新能源汽车、变频家电、军工产品等市场需求爆发, 引发供给端缺货, 一时的缺货引发下游渠道商囤货, 这又加剧了上游晶圆供应的不足, 原本脆弱的供应链更加紧张。

MOSFET 从 2017 年 Q3 开始已经连续涨价四个季度 (2018Q2), 且在数次涨价的背景下, 交货期仍在继续延长。MOSFET、整流管和晶闸管的交货周期一般是 8-12 周左右, 但现在部分 MOSFET、整流管和晶闸管交期已进一步延长到 20 至 40 周。

在市场如此爆发的行业背景下, 士兰微的分立器件营业收入大幅增长, 较去年同期增长 26.67%。

8 寸线放量正当时, A 股公司中仅此一家。目前市场紧缺的 MOSFET、IGBT 这些功率器件产品, 国际上主流是采用 8 寸线进行生产, 使用 6 寸线进行生产市场竞争力不如 8 寸线。

而士兰微是目前 A 股公司中唯一一家 8 寸线已经开始量产的公司。士兰微的 8 寸线于 2017Q4 开始量产, 目前产能 2W/月, 计划今年年末或 2019Q1 产能达到 4W/月。而且公司 8 寸线是 IDM 模式, 产能将全部用于本公司的产品。在当前产能供不应求的行业背景下, 拥有一条量产的 8 寸线, 使得士兰微在这轮涨价浪潮中握有主动权。

面对 8 寸线产品的紧缺行情, 其他功率半导体公司虽然也有建设 8 寸线的项目或规划, 但 8 寸线的设备采购目前较为困难, 而且人才储备也非一朝一夕之功, 预计 8 寸线项目从建设到投产大约需要 3 年时间。因此士兰微在当下就拥有量产 8 寸线, 不仅意味着士兰微技术

水平更接近国际厂商，更意味着在这波景气中一马当先，深深受益。

进入高端白电市场，国产替代大空间。功率半导体应用端来按照难度系数排序分别为电动玩具、小家电、家电、医疗电子、汽车电子、轨道交通和航空电子。当前国产功率半导体在家电市场的国产替代正在逐步实现，预计在未来三年，国产功率半导体在家电市场的占有率将由现在的3%-4%增加至30%-50%，替代空间极大。

2017年，公司IPM功率模块产品在国内白色家电（主要是空、冰、洗）、工业变频器等市场持续取得突破。应用于变频空调的士兰IPM模块年销售额超过200万颗。2018年上半年，公司IPM功率块产品的出货量继续保持较快增长，目前已覆盖国内主要的白电整机厂商。

布局建设12寸线，规划汽车封装厂。目前厦门士兰集科正在积极进行第一条12英寸特色工艺芯片生产线项目的设计等相关工作，预计第四季度即将开工建设。下游需求的快速增长，使得公司在新产线的规划方面十分积极。长期来看，受益于行业涨价和国产替代，12寸项目的投入将成为公司未来的一大看点。

同时，公司拟投资2亿元建设一条汽车级功率模块的全自动封装线，为开拓新能源汽车市场加快步伐。新能源汽车电控系统中逆变器（主要部件是IGBT功率模块）占整车成本约10%，新能源汽车配套的充电桩更是有望进一步拉动功率半导体的需求。公司在汽车功率模块的抢先布局，为未来打开新能源汽车市场做铺垫。

盈利预测与投资评级。我们预计公司2018~2020年营业收入分别为31.72/37.41/45.99亿元，净利润为2.60/3.10/3.78亿元，对应PE分别为54.6/45.8/37.5X，给予“买入”评级。

风险提示。功率半导体需求不及预期；8寸线扩产低于预期。

■ 盈利预测和财务指标：

	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	2,742	3,173	3,741	4,599
(+/-)	15.4%	15.7%	17.9%	22.9%
净利润(百万元)	169	260	310	378
(+/-)	76.7%	53.5%	19.0%	22.2%
摊薄每股收益(元)	0.1	0.2	0.2	0.3
市盈率(PE)	83.7	54.6	45.8	37.5

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	672	560	582	590	营业收入	2742	3173	3741	4599
应收款项	1052	1219	1431	1763	营业成本	2010	2294	2608	3222
存货净额	795	919	996	1254	营业税金及附加	33	31	37	47
其他流动资产	206	422	22	28	销售费用	89	102	121	149
流动资产合计	2731	3125	3037	3639	管理费用	462	542	630	774
固定资产	2978	3579	4163	4692	财务费用	78	(15)	89	105
无形资产及其他	112	108	103	99	投资收益	13	0	0	0
投资性房地产	350	350	350	350	资产减值及公允价值变动	(42)	(55)	(55)	(55)
长期股权投资	83	80	80	81	其他收入	78	0	0	0
资产总计	6254	7242	7733	8861	营业利润	119	164	202	247
短期借款及交易性金融负债	1308	2080	2234	2847	营业外净收支	(0)	(0)	(0)	(0)
应付款项	705	712	793	987	利润总额	119	164	202	247
其他流动负债	346	358	411	514	所得税费用	16	(4)	6	7
流动负债合计	2358	3150	3438	4348	少数股东损益	(67)	(92)	(113)	(138)
长期借款及应付债券	110	110	110	110	归属于母公司净利润	169	260	310	378
其他长期负债	610	781	976	1189					
长期负债合计	720	891	1086	1299	现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
负债合计	3078	4040	4524	5647	净利润	169	260	310	378
少数股东权益	551	537	458	361	资产减值准备	(10)	25	10	10
股东权益	2626	2665	2752	2854	折旧摊销	254	265	351	415
负债和股东权益总计	6254	7242	7733	8861	公允价值变动损失	42	55	55	55
					财务费用	78	(15)	89	105
关键财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2020E	营运资本变动	452	(290)	450	(75)
每股收益	0.14	0.21	0.25	0.30	其它	(22)	(39)	(90)	(107)
每股红利	0.07	0.18	0.18	0.22	经营活动现金流	886	276	1086	677
每股净资产	2.11	2.14	2.21	2.29	资本开支	(906)	(943)	(995)	(1005)
ROIC	3%	4%	6%	7%	其它投资现金流	(5)	0	0	0
ROE	6%	10%	11%	13%	投资活动现金流	(908)	(939)	(995)	(1005)
毛利率	27%	28%	30%	30%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	5%	6%	9%	9%	负债净变化	(140)	0	0	0
EBITDA Margin	15%	15%	19%	18%	支付股利、利息	(89)	(221)	(223)	(276)
收入增长	15%	16%	18%	23%	其它融资现金流	684	772	154	613
净利润增长率	77%	53%	19%	22%	融资活动现金流	227	551	(69)	337
资产负债率	58%	63%	64%	68%	现金净变动	205	(112)	22	8
息率	0.6%	1.6%	1.6%	1.9%	货币资金的期初余额	468	672	560	582
P/E	83.7	54.6	45.8	37.5	货币资金的期末余额	672	560	582	590
P/B	5.4	5.3	5.2	5.0	企业自由现金流	(72)	(759)	142	(268)
EV/EBITDA	43.0	38.9	26.9	24.1	权益自由现金流	472	29	210	242

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
北京销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
北京销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
上海销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
上海销售	黄小芳	15221694319	huangxf@tpyzq.com
上海销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
上海销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
广深销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
广深销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
广深销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
广深销售	查方龙	18520786811	zhafli@tpyzq.com

广深销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq. com
广深销售	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq. com
广深销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq. com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话: (8610) 88321761

传真: (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。