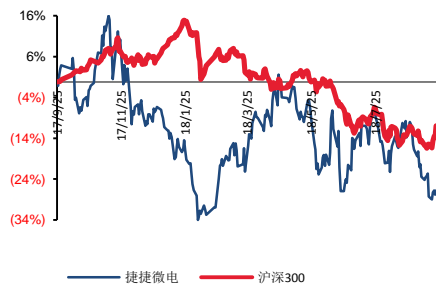


信息技术 半导体与半导体生产设备

产能与产品扩张齐头并进，成长脉络清晰

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	180/70
总市值/流通(百万元)	5,304/2,077
12 个月最高/最低(元)	89.00/28.64

相关研究报告:

捷捷微电 (300623)《季报点评: 募投项目开始试产, 2018 展望乐观》—2017/10/31

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

联系人: 刘尚

E-MAIL: liushang@tpyzq.com

报告摘要

晶闸管国产龙头，盈利能力优异。公司成立二十余年，专注于半导体功率器件，尤其是晶闸管与防护器件细分领域。其中晶闸管营收占比在 60% 以上，在国产市场占有率在 45% 以上仅次于 ST、NXP。公司自 2017 年上市后进入发展快车道，难得的是公司毛利率在业内遥遥领先，一直在 50% 以上，得益于公司优秀的技术、精湛的工艺与良好的成本管控。在 ROE 与人均净利方面，公司亦领先于同行。

技术实力优秀，迎进口替代良机。公司在晶闸管领域已经获得市场承认，技术与国际巨头看齐，未来将持续扩大国内与国际市场份额。目前功率半导体持续景气，国际巨头正进行经营策略与战略布局的调整，这给了捷捷这样的国产功率器件企业扩张的机会，公司抓住时机扩充产能，以期享受进口替代的红利。

产能与产品线扩张，成长脉络清晰。公司以晶闸管起家，不断扩充产品结构，以满足下游客户需求，同时实现公司成长。公司 IPO 募投两大项目：功率半导体器件、半导体防护器件均在今明两年建成投产，同时公司发布非公开发行股票预案，拟募集资金不超过（含）9.11 亿人民币投向电力电子芯片与新型片式元器件、光电混合集成电路封测项目。目前公司形成短期看传统电力电子器件/电子元器件、中期看 MOSFET 与 IGBT、远期看 SiC/GaN 器件的产品扩张战略，成长脉络清晰。

盈利预测与投资评级：首次覆盖，给予“买入”评级。考虑到公司细分领域稀缺性与龙头溢价，以及未来年度的高增长预期，给予 2019 年 35 倍 PE，目标价 40.6 元。我们预计公司 2018~2020 年营业收入分别为 5.42/6.96/9.04 亿元，归母净利润为 1.68/2.09/2.76 亿元，不考虑定增摊薄，对应 PE 分别为 31.6/25.4/19.2X。

风险提示：募投项目进展不及预期；国产替代不及预期；行业景气下滑。

■ 盈利预测和财务指标:

	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	430.8	541.9	695.9	904.0
(+/-%)	29.91%	25.80%	28.40%	29.91%
归母净利润(百万元)	144.1	167.6	209.0	275.8
(+/-%)	23.81%	16.29%	24.66%	31.99%
摊薄每股收益(元)	1.50	0.93	1.16	1.53
市盈率(PE)	43.9	31.6	25.4	19.2

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

目录

一、晶闸管国产龙头，盈利能力优异.....	4
(一)成立二十余载，专注于功率器件.....	4
(二)小而美且快，盈利能力出众.....	5
二、晶闸管与防护器件专家，迎进口替代迎良机.....	7
(一)以晶闸管起家，从国内市场走向国际市场.....	7
(二)技术实力优秀，享受进口替代红利.....	10
三、募投项目进展顺利，产品扩张战略稳步执行.....	12
(一)募投项目明后年即将陆续完成.....	12
(二)非公开发行募投项目奠定长期发展基础.....	13
(三)品类扩张战略既定，长期成长可期.....	15
四、盈利预测及估值.....	16
(一)盈利预测.....	16
(二)估值及投资建议.....	17
五、风险提示.....	18

图表目录

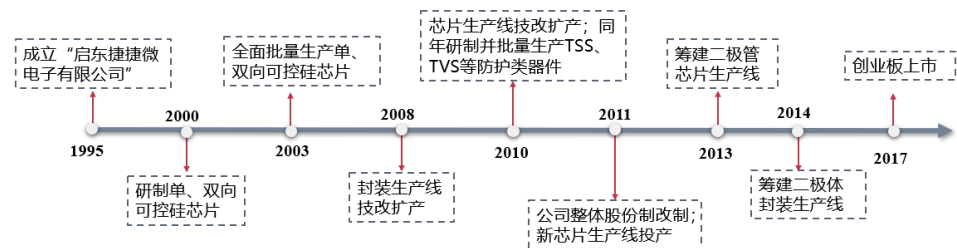
图表 1: 公司发展历程	4
图表 2: 公司主要产品	4
图表 3: 2017 年公司营收按业务分	5
图表 4: 2017 年公司营收按产品分	5
图表 5: 营收增长进入快车道	5
图表 6: 净利润同步增长	5
图表 7: 捷捷微电毛利率遥遥领先同行	6
图表 8: 捷捷微电净利率遥遥领先同行	6
图表 9: 捷捷微电 ROE (加权) 属行业佼佼者	6
图表 10: 捷捷微电人均净利润排行第一	6
图表 11: 电力电子器件始于晶闸管之发明	7
图表 12: 晶闸管之后, 电力电子器件输出功率密度逐步提升	7
图表 13: 晶闸管应用领域广泛	8
图表 14: 晶闸管、模块、IGBT 及功率 MOSFET 对比	8
图表 15: 公司晶闸管产品涵盖大部分种类	9
图表 16: 用 TVS 器件实现的板级 ESD 防护设计	10
图表 17: 不同接口与频率环境下的 ESD 防护器件选择-ST	10
图表 18: 公司晶闸管和防护器件客户分布广泛	10
图表 19: 2017 年全球功率器件和模组市场份额	11
图表 20: 2017 年中国功率半导体十强排名	11
图表 21: IPO 募集资金投资项目逐步达产	12
图表 22: 公司募投项目 2017 年下半年开始转固 (单位: 亿元)	13
图表 23: 公司折旧与摊销增加使得毛利率下降	13
图表 24: 非公开发行股票募投项目奠定长期发展基础 (单位: 万元)	14
图表 25: 公司产能布局衔接有序	14
图表 26: 公司主营产品种类营收占比	15
图表 27: 公司未来产品结构	15
图表 28: 公司产品扩张战略清晰	16
图表 29: 公司分业务营收与毛利率预测 (单位: 亿元)	16
图表 30: 盈利预测和财务指标	17
图表 31: 功率半导体可比公司估值	17

一、晶闸管国产龙头，盈利能力优异

(一) 成立二十余载，专注于功率器件

捷捷微电是集功率半导体芯片和器件的研发、设计、生产和销售为一体的企业，成立于1995年，于2017年3月在创业板上市。公司以功率器件中的晶闸管作为主打产品，逐渐成为国内晶闸管龙头，相关产品占到国产晶闸管市场的45%以上，市占率仅次于海外巨头ST、NXP。

图表 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，太平洋证券整理

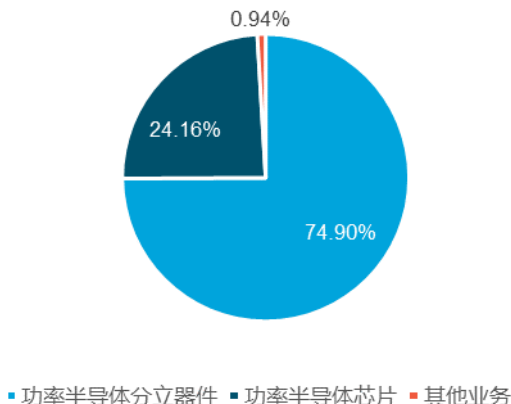
通过二十余年的发展，公司形成了功率半导体芯片和封装器件两大业务。功率半导体芯片是决定功率半导体分立器件性能的核心，在经过后道工序封装后，成为功率半导体分立器件成品。公司一部分芯片自用封装成器件，一部分芯片对外销售。公司的功率半导体器件产品主要包括晶闸管、防护器件和二极管，其中晶闸管营收占比60%以上。

图表 2：公司主要产品

公司产品	实现功能	应用领域
晶闸管	电力变换与控制，小电流控制大电流	<ul style="list-style-type: none"> 工业 交通运输 民用
防护器件	防浪涌冲击、防静电	<ul style="list-style-type: none"> 工业控制 汽车电子 安防
二极管	整流、稳压、开关等	<ul style="list-style-type: none"> 几乎所有电路应用

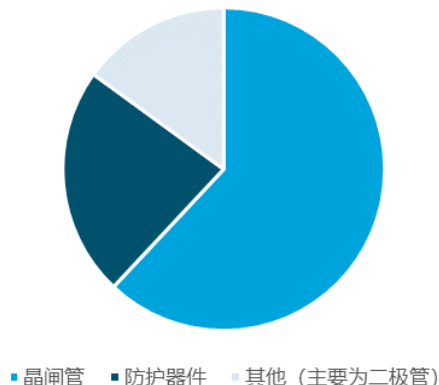
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表 3：2017 年公司营收按业务分



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 4：2017 年公司营收按产品分

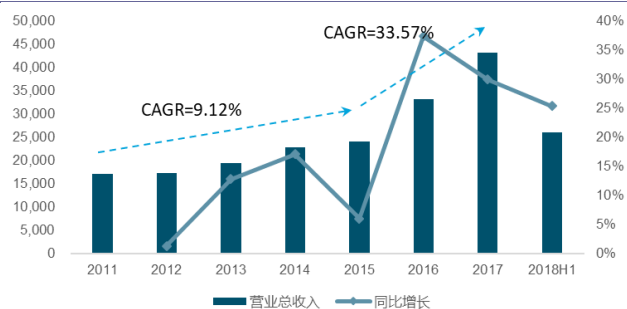


资料来源：WIND，太平洋证券整理

(二) 小而美且快，盈利能力出众

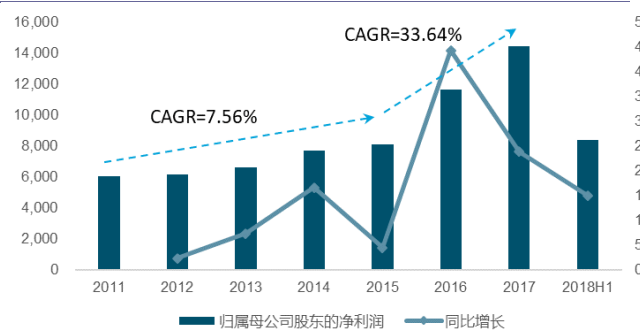
2015 年以前，公司增长平稳，四年间营收年复合增长率为 9.12% (2011~2015)，2015~2016 年，公司发展走向快车道，年复合增速达到 33.57%，2018 年上半年营收增速仍保持在 25.37%。利润端则保持了同步的增长。公司 2017 年实现营收 4.31 亿，体量仍小，但是潜力十足。

图表 5：营收增长进入快车道



资料来源：公司年报，太平洋证券整理

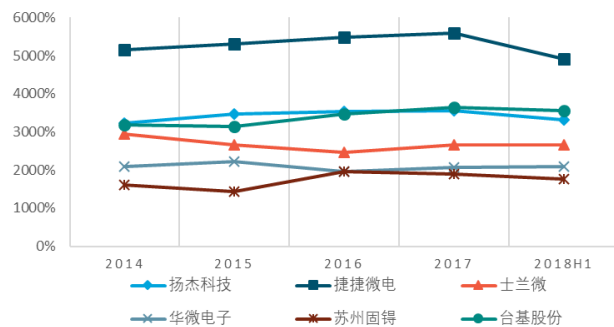
图表 6：净利润同步增长



资料来源：公司年报，太平洋证券整理

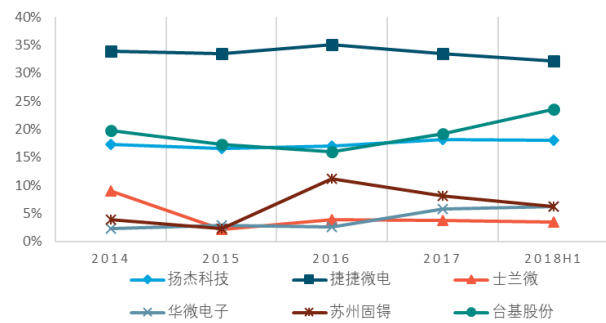
从盈利能力方面看，公司更是表现出众。公司产品毛利率一直保持在 50%以上，远超功率半导体同行业平均利润水平。2018 年上半年，公司受募投项目产能爬坡的影响，单位运营成本和折旧率较高，在一定程度上影响了毛利率，但上半年综合毛利率仍高达 48%，遥遥领先同行业其他公司。

图表 7：捷捷微电毛利率遥遥领先同行



资料来源：公司年报，太平洋证券整理

图表 8：捷捷微电净利率遥遥领先同行

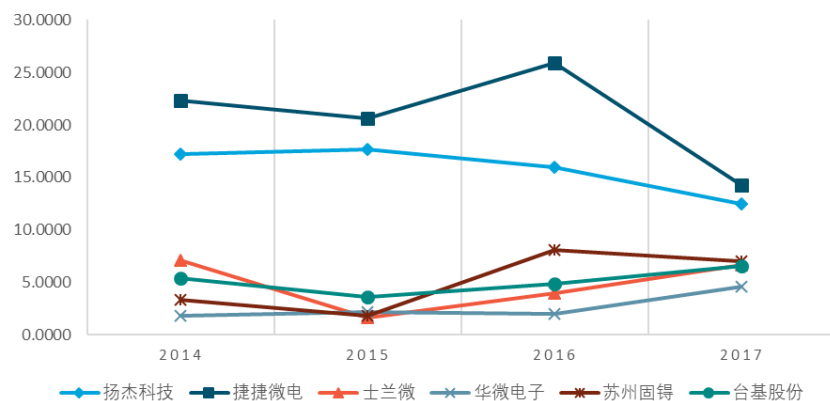


资料来源：公司年报，太平洋证券整理

捷捷微电长期保持 50% 以上销售毛利率的原因主要在于公司产品定位中高端，生产工艺比较复杂。经过多年技术沉淀，已形成成熟的自主知识产权体系和研发机制，具有替代国外同类产品的实力，公司也因此具有一定的定价能力。在定价保持高毛利的前提下，价格也仍只为国外同类产品的 2/3，在市场上具有强大的竞争力。

从 ROE 的角度，捷捷在行业中也属佼佼者，过往年度一般在 20% 以上，2017 年由于公司大规模扩产还未产生效益，投入产出时间差使得 ROE 下滑至 15% 左右，仍较为优秀。

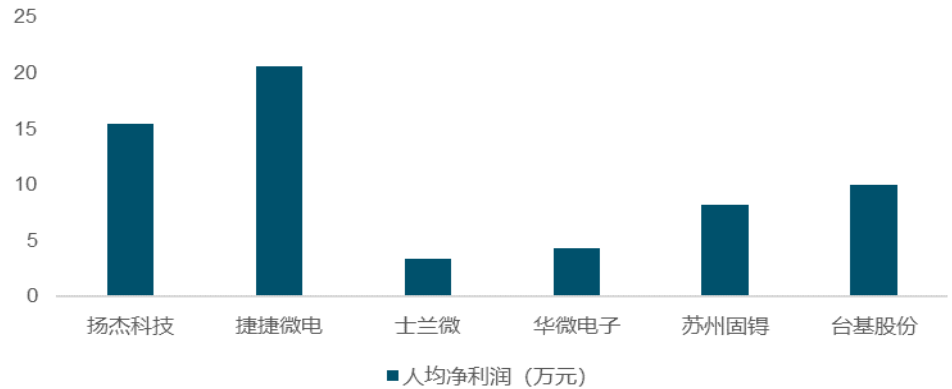
图表 9：捷捷微电 ROE（加权）属行业佼佼者



资料来源：公司年报，太平洋证券整理

从人均净利润的角度，公司 2017 年人均净利润约 20 万元，在功率半导体行业排名第一，体现出公司优秀的经营效率。

图表 10：捷捷微电人均净利润排行第一



资料来源：各公司 2017 年年报，太平洋证券整理

捷捷微电以领先的技术、精湛的工艺获得了高毛利率，同时以良好的经营效率获得了高额的投资回报，实属行业典范。公司目前体量仍较小，但是优良的质地为未来高质高速成长打下坚实的基础。

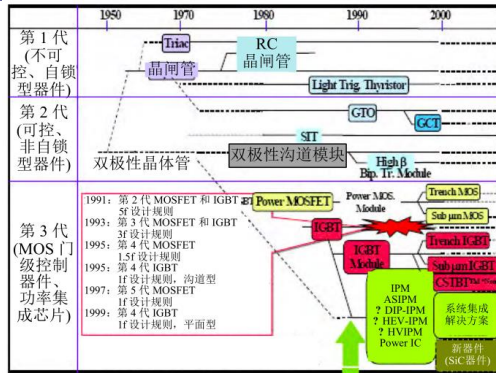
二、晶闸管与防护器件专家，迎进口替代迎良机

(一) 以晶闸管起家，从国内市场走向国际市场

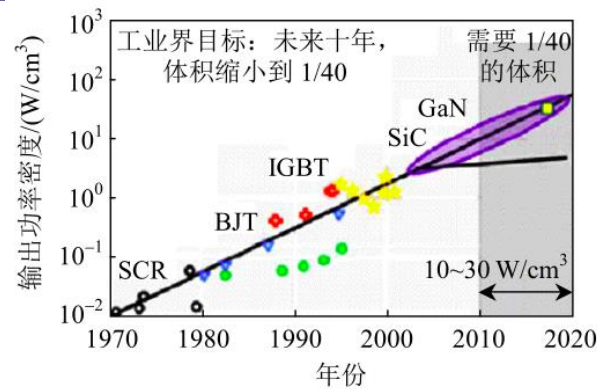
晶闸管又称可控硅、闸流晶体管，英文名 Thyristor。顾名思义就是一种可以控制的硅器件。它的出现，说明了电子元件不仅可以控制小电流、小功率，而且能控制大电流、大功率。晶闸管应用广泛，在可控整流、交流调压、保护、无触点电子开关、逆变及变频领域，都得到了广泛应用。晶闸管的出现，使半导体技术从弱电领域进入了强电领域，成为工业、交通运输、军事科研以至商业、民用电器等方面广泛采用的电子元器件，可以说，晶闸管的发明打开了电力电子器件领域的大门，后续 BJT、MOSFET、IGBT、GaN/SiC 器件皆是在晶闸管之后电力电子器件功率密度提升的产物。

图表 11：电力电子器件始于晶闸管之发明

图表 12：晶闸管之后，电力电子器件输出功率密度逐步提升



资料来源：太平洋证券整理



资料来源：太平洋证券整理

图表 13：晶闸管应用领域广泛



资料来源：Renesas，太平洋证券整理

晶闸管是基础型功率半导体分立器件，尽管后期全控型、高频率、集成化、模块化功率半导体分立器件逐步产生并迅速发展，晶闸管仍然是迄今为止能承受的电压和电流容量相对较高的功率半导体分立器件，同时，在可靠性与制造成本方面，晶闸管相对于 Mosfet、IGBT 仍有优势。

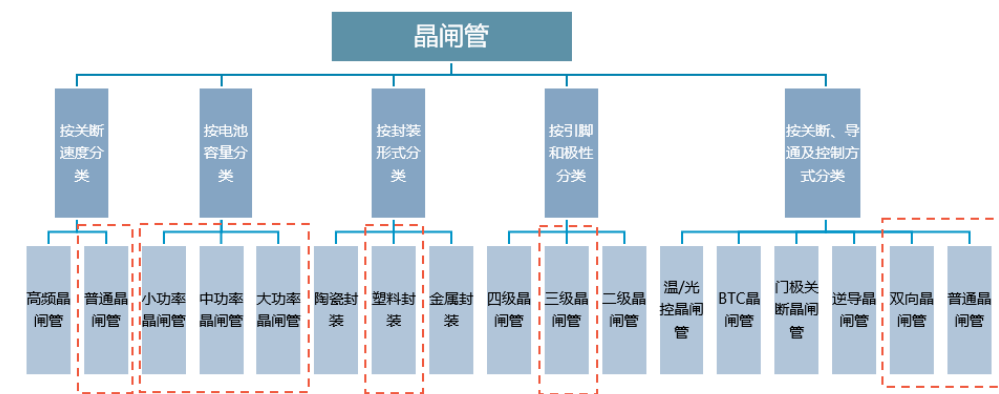
图表 14：晶闸管、模块、IGBT 及功率 MOSFET 对比

器件类型	电压范围	功率范围	频率范围	可靠性	应用难易	成本	主要应用领域
晶闸管	400-12000V	>100KW	10KHZ 以下	高	简单	低	钢铁冶金、电力、机械制造、轨道交通、环保、石油、化工、汽车电子、网络通信控、特高压直流输电、高压变频、交流传动机车等
晶闸管及整流模块	400-4000V	7.5-350KW	<1KHZ	高	简单	低	变频器、电焊机、风力发电设备、UPS 电源等
IGBT、功率 MOSFET	100-1700V	1.5-200KW	>10KHZ	较低	复杂	高	

资料来源：太平洋证券整理

公司晶闸管产品全面而技术领先，经过十几年的技术累积，现已形成成熟的自主知识产权体系和研发机制，技术水平和性能指标对标国际功率半导体巨头同类产品的水平，具备替代进口同类产品的实力。公司自主研发的“门极灵敏触发单向晶闸管”、“低结电容过压保护晶闸管器件”、“T0-220A、T0-3P 型内绝缘塑封晶闸管器件”经专家鉴定，产品技术指标处于同类产品国际先进、国内领先水平；“边门极结构的高压大电流单向晶闸管器件芯片”、“台面工艺结构可控硅芯片”、“具有 150°C 高结温性能双向晶闸管芯片”等 18 个产品被评定为江苏省高新技术产品；“低结电容过压保护晶闸管器件”获得南通市科学技术进步二等奖、“新型门极灵敏触发单向可控硅芯片”获得南通市科学技术进步三等奖。

图表 15：公司晶闸管产品涵盖大部分种类

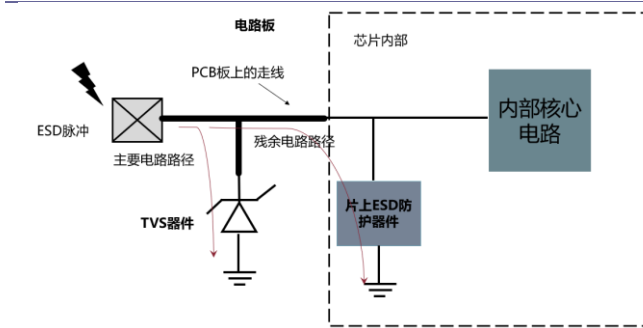


资料来源：公司官网，太平洋证券整理

公司另一大类产品是防护器件。防护器件分为过压保护和过流保护，过压保护产品主要有半导体放电管(TSS)、瞬态抑制二极管(TVS)、陶瓷气体放电管(GDT)、压敏电阻(MOV)、玻璃气体放电管(SPG)等，过流保护产品主要保险丝(FUSE)、自恢复保险丝(PTC)等。捷捷微电在防护器件领域，立足于半导体类过压防护器件的设计、制造、应用及服务，主要产品涵盖 TSS 系列、

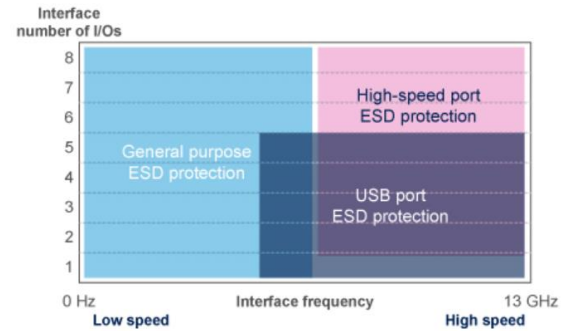
TVS 系列、SIDAC（高压触发管）、集成防护器件等。

图表 16：用 TVS 器件实现的板级 ESD 防护设计



资料来源：《新型 ESD 防护器件研究》，太平洋证券整理

图表 17：不同接口与频率环境下的 ESD 防护器件选择-ST



资料来源：NXP，太平洋证券整理

目前公司晶闸管产品在国产晶闸管市场市占率达到 45%以上，公司生产的中高端产品实现替代进口及对外出口上升的趋势，打破了中国电子元器件领域晶闸管、二极管、防护类器件市场受制于国外技术制约的局面。依靠优异的品质与良好的成本管控，公司产品具备性价比优势，同时获得了良好的口碑与美誉度。公司现有国内外知名客户如浙江德力西电器、西班牙法格电子、罗姆半导体等，客户结构逐步向大型化、国际化方向发展，品牌知名度和市场影响力也逐步加强。

图表 18：公司晶闸管和防护器件客户分布广泛



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

(二) 技术实力优秀，享受进口替代红利

功率半导体是最易实现进口替代的环节。从制造环节上来说，国内外并无差异，除德国英飞

凌拥有 12 寸产线外，全球大多数功率半导体产线为 6 寸/8 寸，甚至 4 寸/5 寸线仍在运营，包括捷捷微电在内的国产功率半导体企业在制造水平上与国外巨头相差并不大，国内功率器件封装测试配套产业链亦较为完备。从技术水平上来说，国内功率器件水平，特别是通用标准型产品已经接近国际一流水平，例如功率芯片制造商华虹半导体的沟槽型 SJNFET 工艺技术水平已经可与龙头头英飞凌比肩；捷捷微电的门极灵敏触发单向晶闸管技术水平和性能指标已经达到了国际大型半导体公司同类产品的水平。另外，中国工程师的崛起也使得国产功率半导体企业拉平与国际巨头的技术鸿沟。据国内华润微电子估计，全球功率半导体技术人才约 20% 是华人，人才的流动使得国内功率半导体技术与国外巨头没有明显的代际差。

国产功率半导体企业体量普遍偏小，成长空间巨大。目前功率半导体行业仍由国际巨头把持，2017 年全球功率半导体市场约 187 亿美金，其中英飞凌、安森美、意法半导体等前十家功率半导体企业占据了接近 60% 的市场份额，相比之下国内功率半导体企业实在太小，前十名企业营业收入之和仅为 82.2 亿元人民币，不及英飞凌下属工业功率控制部门一年的收入（12.06 亿欧元，2017 年）。捷捷微电 2017 年营收略低于前十名线，随着公司上市以来产能与产品扩张计划逐步推进，公司有望快速迈入前十名之列，对标海外行业巨头，长期发展空间暂无天花板。

图表 19：2017 年全球功率器件和模组市场份额

公司	市场份额	营业总收入 (亿美元, 含非 功率产品)
Infineon	18.6%	83.26
ON Semi	8.9%	55.43
STMicroelectronics	5.0%	83.47
Mitsubishi	4.9%	416.24
Toshiba	4.6%	370.81
Vishay	4.3%	26.04
Renesas	4.0%	69.12
Fuji	3.7%	43.85
Rohm	2.5%	37.3
Semikron	2.4%	/
Others	41.1%	

资料来源：IHS, Infineon, 太平洋证券整理

图表 20：2017 年中国功率半导体十强排名

排名	公司	营收 (亿元)
1	华微电子	16.4
2	扬杰科技	14.7
3	苏州固锟	10.1
4	无锡华润华晶	9.4
5	瑞能半导体	6.9
6	常州银河世纪	6.1
7	无锡新洁能	5.0
8	杭州立昂微	4.61
9	北京燕东	4.56
10	深圳深爱半导体	4.4
	合计	82.2

资料来源：CSIA, 太平洋证券整理

晶闸管与防护器件作为利基市场，捷捷微电迎来进口替代良机。首先从经营策略上，国外大型功率半导体公司以销售标准化产品为主，较少为客户生产定制产品，并且在为客户定制产品时，开发周期相对较长。国产功率半导体企业可以利用小而灵活的优势，逐步占领巨头无暇顾及、或

者战略放弃的市场，传统的晶闸管及防护器件即是这样的利基市场。其次从战略方向上，近年来新能源汽车市场爆发式发展，汽车电子化如火如荼，国际功率器件巨头普遍转向高毛利的汽车市场及其他新领域，传统功率器件反而在收缩，这也使得像捷捷微电这样的国内传统功率器件生产企业抓住机遇发展壮大。就捷捷所在的晶闸管的行业而言，整体行业规模大概在 60 亿人民币左右，国内晶闸管的行业规模大概在 30 亿人民币左右，其中 45A 以下约 20 亿人民币，公司市占率约为 10%。目前 70% 以上的晶闸管产品需要进口，捷捷所能享受到的国产替代进口的空间仍相当大，抢占国外竞争对手份额，是捷捷接下来发展的主题。

三、募投项目进展顺利，产品扩张战略稳步执行

(一) 募投项目明后年即将陆续完成

捷捷微电于 2017 年 3 月在创业板上市，公开发行新股 2360 万股，占发行后总股本的 25.21%，募集资金 6.157 亿元，主要用于功率半导体器件项目、半导体防护器项目和工程器件研制中心这三个投资项目。目前功率半导体器件项目投资进度 95.84%，预计在今年年内完成试生产，明年投产，在 2020 年预计达到实际的产能。半导体防护器项目目前投资进度 87.80%，今年已经投产，由于 IDM 的投资大、周期长等原因，目前单位运营成本和折旧率比较高。工程器件研制中心完成投资进度 63.93%，预计今年或者明年上半年整个项目基本完成。这也就意味着在接下去的两年时间，三个募投项目都将陆续完成，释放产量，公司产品结构进一步完善。

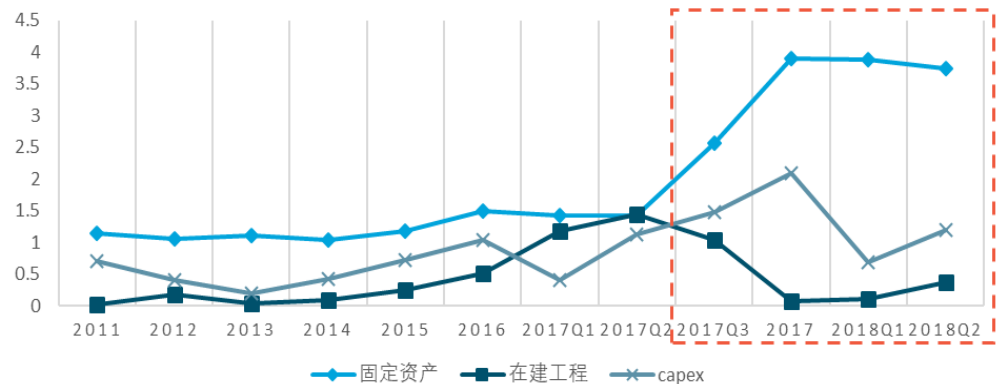
图表 21：IPO 募集资金投资项目逐步达产

项目名称	投资总额 (万元)	项目简介	投资进度
功率半导体器件生产线建设项目	18,696.00	新建功率半导体器件芯片生产线 1 条，配套器件封装线 1 条，建设期 2 年。达产后年产出 4 英寸圆片 42 万片，用于公司生产各类电力电子器件芯片 4.585 亿只，自封装电力电子器件 4.28 亿只。	95.84%
半导体防护器件生产线建设项目	15,774.40	新建半导体防护器件芯片生产线 1 条，配套器件封装线 1 条，建设期 2 年。达产后年产出 4 英寸圆片 48 万片，用于公司生产各类半导体防护器件芯片 7.66 亿只，自封装半导体防护器件 7.2 亿只。	87.80%
工程技术研究中心项目	4,500.00	建设三条新产品研发实验线和一个产品性能检测和试验站，包括超快恢复功率二极管研发试验线、功率 MOSFET、IGBT 研发试验线、碳化硅器件研发试验线。研发试验用于公司新产品、新工艺和新工装的研究开发工作，同时承担公司的产学研联合和对外合作交流的任务，吸引高端技术人才加入公司研发团队。	63.93%

资料来源：招股说明书，太平洋证券整理

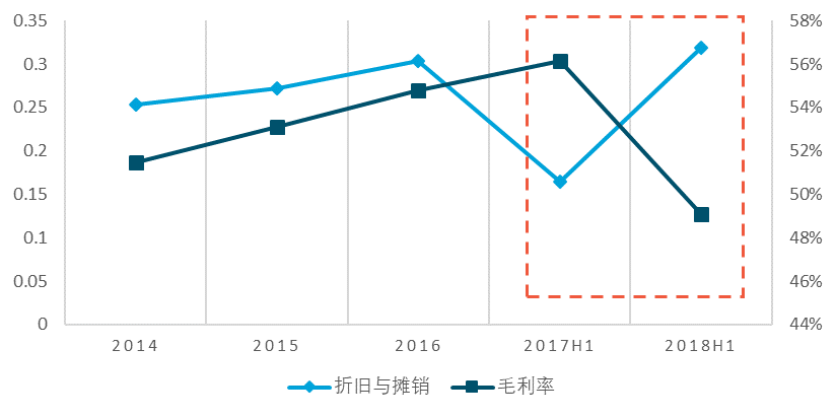
公司两大募投项目于 2017 年下半年开始逐步转固，使得公司固定资产大幅提升，在建工程同时下降。从资本性支出来看，2014~2017 年分别是 4161 万、7270 万、1.04 亿、2.09 亿，2018H1 为 1.20 亿，呈逐步上升的趋势。上市之后，公司进入大举扩张时期，保证公司长期的发展基础。同时在建工程转固也使得公司折旧成本增加，在产能利用率打满之前，毛利率存在一定压力。

图表 22：公司募投项目 2017 年下半年开始转固（单位：亿元）



资料来源：wind，太平洋证券整理

图表 23：公司折旧与摊销增加使得毛利率下降



资料来源：wind，太平洋证券整理

(二) 非公开发行募投项目奠定长期发展基础

2018 年 9 月，公司发布非公开发行股票预案，拟定增募集资金总额不超过人民币 91,113.27 万元（含 91,113.27 万元），主要投向两大项目：电力电子器件生产线建设项目与新型片式元器件、

光电混合集成电路封测生产线建设项目，继续扩充产能与产品线。项目建成后，公司预计新增营收 8.21 亿，新增税后净利润 1.69 亿。

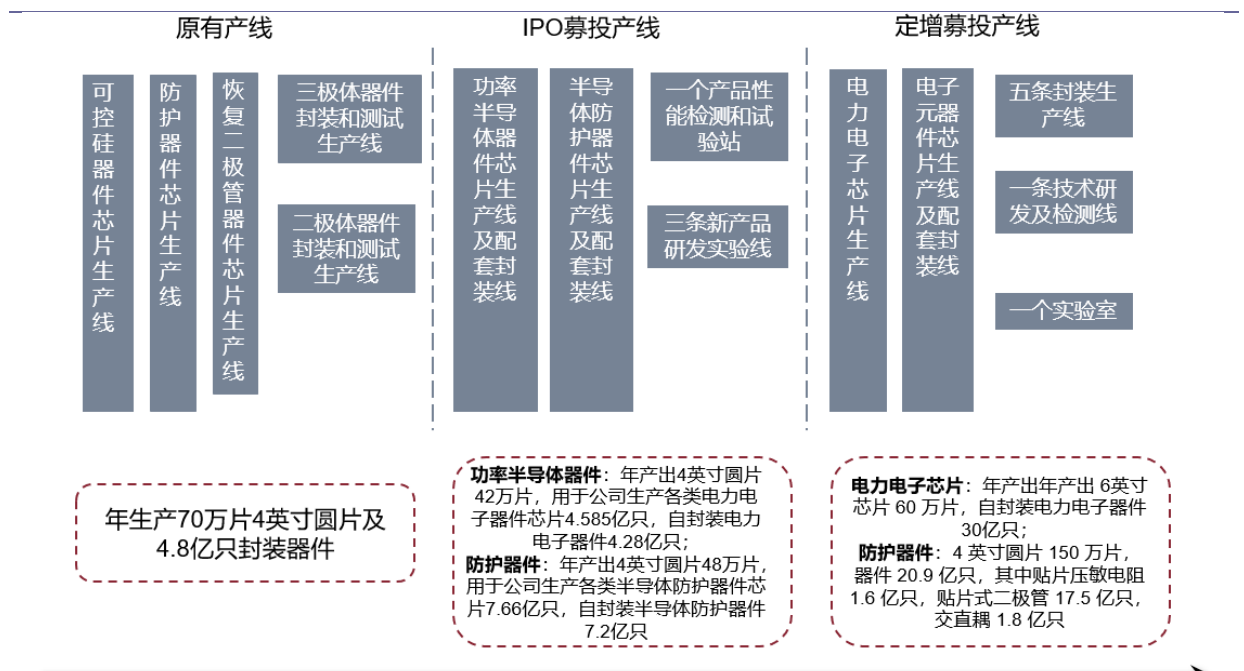
图表 24：非公开发行股票募投项目奠定长期发展基础（单位：万元）

项目名称	投资总额	拟投入募集资金金额	产品	建设期	达产后产值	达产后税后净利润
电力电子器件生产线建设项目	55,136.00	53,101.05	MOSFET、IGBT、FRD、SCR 等	24 个月	62,100	12,262.73
捷捷半导体有限公司新型片式元器件、光电混合集成电路封测生产线建设项目	23,000.00	19,012.22	贴片式压敏电阻、贴片式二极管和交、直流光电耦合混合电路，封装形式有 SMX 系列产品、引线插件型 Leaded，表面贴装型 SMD，光电混合集成式厚膜保护模块 Module 及保护电路 Protect IC	24 个月	20,000	4,592.43
补充流动资金	19,000.00	19,000.00				
合计	97,136.00	91,113.27			82,100.00	16,855.16

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

定增募投项目既充实了现有的电力电子器件产品线，也进一步拓展了产品领域，带来公司电子元器件产品的多元化、便利化以及标准化，与现有产品实现销售协同作用。两大项目的建设 with IPO 募投项目建设衔接有序，承上启下，为未来长期 MOSFET 与 IGBT 布局做好过渡，保证公司稳定的成长速度。

图表 25：公司产能布局衔接有序

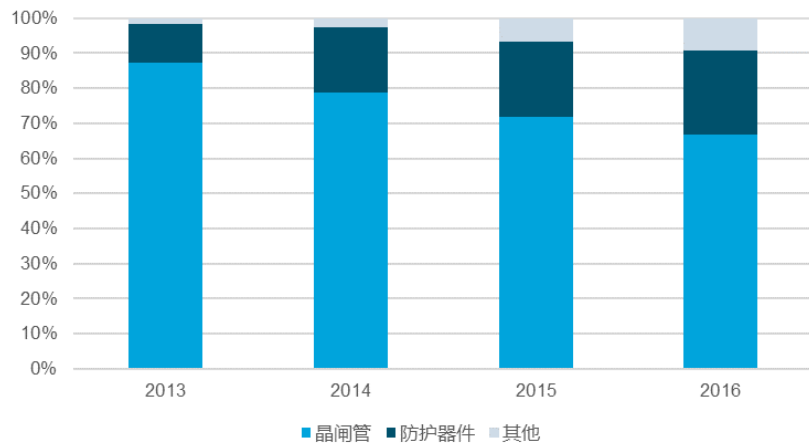


资料来源：公司官网、公司公告，太平洋证券整理

(三) 品类扩张战略既定，长期成长可期

捷捷以晶闸管起家，但是晶闸管毕竟是利基市场，企业要发展壮大，产品线拓展是必然之路。公司首先选择具有一定技术复用性的防护器件产品扩张，IPO 募投项目之一便是投向防护器件产品。从公司产品结构中可以看出，防护器件营收占比不断提高，从 2013 年的 11.17% 上升到 2016 年的 23.89%，对应的晶闸管营收占比从 2013 年的 87.32% 下降到 2016 年的 66.77%。

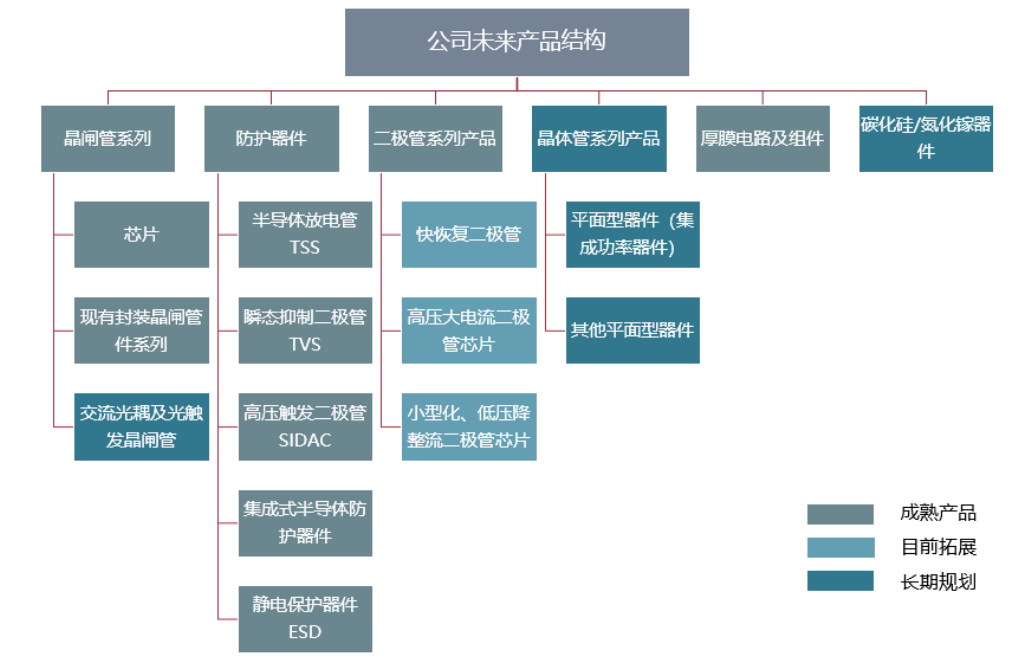
图表 26：公司主营产品种类营收占比



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

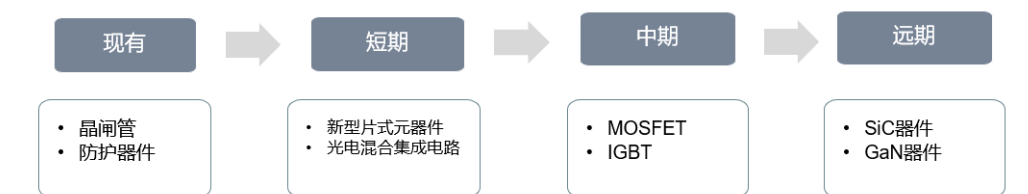
公司做为晶闸管龙头，除了在晶闸管市场精耕细作，不断开拓之外，还考虑产品结构的合理多样化，体现出管理层的高瞻远瞩。目前公司产品线覆盖了从晶闸管、半导体防护器件到快恢复二极管，未来短期内公司通过定增项目进入新型片式元器件、光电混合集成电路领域，中期公司将进一步布局功率 MOSFET、IGBT，并跟踪研究功率半导体分立器件发展的热点碳化硅器件，充分利用公司在功率半导体分立器件领域的技术、渠道、品牌优势，使公司产品系列形成互补，公司的发展战略脉络清晰，合乎自身与产业发展逻辑。

图表 27：公司未来产品结构



资料来源：招股说明书，太平洋证券整理

图表 28：公司产品扩张战略清晰



资料来源：太平洋证券整理

四、盈利预测及估值

(一) 盈利预测

1、公司 IPO 募投项目与定增募投项目保证了未来的成长速度。其中功率半导体器件项目与防护器件项目将在今明两年内陆续建成投产，我们预计 2018~2020 年器件类业务与芯片类业务营收增速分别为 26%/28%/30%、25%/30%/30%。

2、由于受转固与原材料成本上升影响，公司毛利率有所下滑，但保持在 50% 左右。我们预计未来三年整体毛利率分别为 50.33%/50.08%/49.31%。

整体分业务营收预测如下表：

图表 29：公司分业务营收与毛利率预测（单位：亿元）

分项业务收入	2017	2018E	2019E	2020E
功率半导体分立器件	3.23	4.07	5.20	6.77
增速	35.01%	26%	28%	30%
毛利率	53.43%	48%	48%	47%
功率半导体芯片	1.04	1.30	1.69	2.20
增速	15.21%	25.00%	30.00%	30.00%
毛利率	62.13%	56.00%	55.00%	55.00%
其他业务	0.04	0.05	0.06	0.08
增速	79.20%	30.00%	20.00%	20.00%
毛利率	90.62%	90.00%	90.00%	90.00%
总营收	4.31	5.42	6.96	9.04
增速	29.91%	25.80%	28.40%	29.91%
毛利率	55.88%	50.33%	50.08%	49.31%

资料来源: wind, 太平洋证券整理

(二) 估值及投资建议

首次覆盖，给予“买入”评级。考虑到公司业务稀缺性与龙头溢价，以及未来年度的高增长预期，给予 2019 年 35 倍 PE，目标价 40.6 元。我们预计公司 2018~2020 年营业收入分别为 5.42/6.96/9.04 亿元，归母净利润为 1.68/2.09/2.76 亿元，不考虑定增摊薄，对应 PE 分别为 31.6/25.4/19.2X。

图表 30: 盈利预测和财务指标

	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	430.8	541.9	695.9	904.0
(+/-%)	29.91%	25.80%	28.40%	29.91%
归母净利润(百万元)	144.1	167.6	209.0	275.8
(+/-%)	23.81%	16.29%	24.66%	31.99%
摊薄每股收益(元)	1.50	0.93	1.16	1.53
市盈率(PE)	43.9	31.6	25.4	19.2

资料来源: wind, 摊薄每股收益按最新总股本计算, 太平洋证券整理

图表 31: 功率半导体可比公司估值

代码	证券简称	总市值	市盈率 PE				股价
			TTM	2018E	2019E	2020E	
600460.SH	士兰微	131.99	73.18	54.76	41.79	33.44	10.06
300373.SZ	扬杰科技	101.77	35.45	28.54	21.79	17.08	21.55
600360.SH	华微电子	46.00	41.43	31.84	23.56	18.52	6.12
002079.SZ	苏州固锟	38.22	42.22	--	--	--	5.25
300046.SZ	台基股份	31.75	43.19	--	--	--	14.90
	平均值	67.13	44.95	36.18	27.70	22.28	
300623.SZ	捷捷微电	53.04	34.21	29.58	23.67	20.07	29.51

资料来源：wind，太平洋证券整理

五、风险提示

募投项目进展不及预期；国产替代不及预期；功率半导体行业景气度下滑。

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	126	412	397	382	126	营业收入	332	431	542	696	904
应收和预付款项	91	113	129	165	91	营业成本	150	190	269	347	443
存货	54	75	90	117	54	营业税金及附加	5	8	9	11	15
其他流动资产	40	301	313	335	40	销售费用	16	24	27	36	47
流动资产合计	311	901	929	999	311	管理费用	33	43	54	69	90
长期股权投资	0	0	0	0	0	财务费用	-8	0	-9	-9	-9
投资性房地产	0	0	0	0	0	资产减值损失	4	5	0	0	0
固定资产	149	390	546	669	149	投资收益	0	1	0	0	0
在建工程	52	8	-13	-41	52	公允价值变动	0	0	0	0	0
无形资产开发支出	35	45	51	57	35	营业利润	131	166	192	241	319
长期待摊费用	0	0	0	0	0	其他非经营损益	5	2	3	3	3
其他非流动资产	261	460	602	703	261	利润总额	136	168	195	244	322
资产总计	571	1361	1530	1702	571	所得税	19	24	28	35	46
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	116	144	168	209	276
应付和预收款项	38	88	78	105	38	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归母股东净利润	116	144	168	209	276
其他负债	34	53	142	160	34						
负债合计	72	141	220	265	72	预测指标					
股本	70	94	180	180	70		2016	2017	2018E	2019E	2020E
资本公积	135	716	716	716	135	毛利率	54.79%	55.88%	50.33%	50.08%	51.05%
留存收益	295	411	501	628	295	销售净利率	35.11%	33.46%	30.93%	30.03%	30.51%
归母公司股东权益	499	1221	1397	1524	499	销售收入增长率	37.33%	29.91%	25.80%	28.40%	29.91%
少数股东权益	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	38.23%	31.15%	10.89%	26.07%	33.12%
股东权益合计	499	1221	1397	1524	499	净利润增长率	44.24%	23.81%	16.29%	24.66%	31.99%
负债和股东权益	571	1361	1616	1788	571	ROE	23.32%	11.81%	12.00%	13.72%	16.05%
现金流量表(百万)						ROA	20.39%	10.59%	10.37%	11.69%	13.62%
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	ROIC	29.43%	17.82%	15.99%	17.64%	21.10%
经营性现金流	136	123	209	280	368	EPS(X)	1.66	1.64	0.93	1.16	1.53
投资性现金流	-104	-634	-224	-218	-220	PE(X)	0.00	43.90	31.64	25.38	19.23
融资性现金流	-27	587	0	-78	-82	PB(X)	0.00	5.52	3.80	3.48	3.09
现金增加额	0	-2	0	0	0	PS(X)	0.00	15.64	9.79	7.62	5.87
						EV/EBITDA(X)	-0.79	30.65	18.01	13.88	10.25

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	liyew@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。