

年报业绩符合预期，收购安世进军汽车半导体

投资要点

- **业绩总结：**公司2018年实现营业收入173.35亿元，同比增长2.48%；实现归母净利润0.61亿元。
- **积极面对外部不利条件，提升盈利能力。**2018年外部环境变化比较大，首先公司上半年主要以国内客户为主，汇率波动对公司影响比较大，其次被动元器件涨幅超预期，这两项不可控因素导致公司成本压力比较大，对此公司及时的做出调整，成功引进多家优质国际客户和国内领先品牌，三季度营收超过上半年营收总和；第四季度营收再次刷新单季度营收最高值，使全年营收创历史最高。
- **携手高通积极推进5G领域研发，掌握未来先机。**公司是高通“5G领航”计划中唯一的手机ODM厂商，并且也是唯一做高通平台手机的ODM厂商，其他的竞争对手只是对接联发科或者展讯平台。公司已经拿到高通5G平台相关技术文档，在即将到来的5G时代，公司拥有巨大的领先优势。
- **优化客户和产品结构，逐步提升生产比例和采购比例。**我们预计公司2018年采购比例15%，生产比例30%。由于公司是ODM形式，采购和生产比例之前都比较的低，主要是向客户收研发费的模式，比如小米的红米基本是零采购比例，后续公司提升国际大客户的产能分配，从而提升零部件的采购比例，其次做同一客户的采购和生产比例高的产品，即使出货量下降，但是销售额会显著增加。我们预计公司未来产品的采购比例会在50%以上，生产比例会大于70%。
- **拟并购安世半导体，进军汽车半导体领域。**目前单车用的半导体器件价值约350美元，未来随着新能源汽车渗透率的提升，5G时代车联网的普及，单车价值会在1500美元以上，空间非常的巨大。目前公司车规级产品通过AEC的相关认证，所涉及的产品ESD保护、TVS以及MOSFET应用在车辆安全、动力、照明、转向等系统领域。竞争对手主要是国家一流公司，比如英飞凌，意法半导体等，客户覆盖国际主流Tier1厂商以及国内主流车企。
- **盈利预测与评级。**在不考虑收购的情况下，我们预计公司2019-2021年EPS为0.97、1.32、1.83元。考虑到公司收购安世半导体后，闻泰通讯和安世半导体在5G通讯，消费电子以及汽车半导体等领域客户相关度高，协同效应明显，维持“买入”评级。
- **风险提示：**5G移动终端产品研发不及预期的风险；收购进度不达预期的风险。

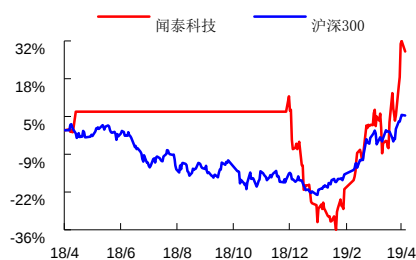
指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	17335.11	24174.38	35018.02	48994.28
增长率	2.48%	39.45%	44.86%	39.91%
归属母公司净利润（百万元）	61.02	616.18	844.29	1164.82
增长率	-81.47%	909.82%	37.02%	37.96%
每股收益EPS（元）	0.10	0.97	1.32	1.83
净资产收益率ROE	1.93%	16.31%	18.52%	20.66%
PE	382	38	28	20
PB	6.25	5.25	4.35	3.52

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：刘言
 执业证号：S1250515070002
 电话：023-67791663
 邮箱：liuyan@swsc.com.cn
 联系人：陈杭
 电话：021-68415309
 邮箱：chenhang@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	6.37
流通A股(亿股)	6.37
52周内股价区间(元)	18.43-37.68
总市值(亿元)	233.24
总资产(亿元)	169.42
每股净资产(元)	5.64

相关研究

1. 闻泰科技（600745）：ODM行业龙头优势确立，并购安世布局产业链（2019-04-04）

关键假设：

假设 1：通信设备制造板块：目前公司出货产品中 90%以上是手机客户，由于公司市占率提升，手机客户产品出货量逐渐增加。假设 2019-2021 年手机出货量 1.1 亿部、1.6 亿部、2.2 亿部。2018 年由于 MLCC 等元器件大幅涨价导致公司毛利率下滑，而目前 MLCC 价格已经大幅下跌，并且 2018 年人民币大幅贬值存在汇率影响，而目前汇率已经相对稳定，后续叠加客户结构改善，更加偏向做高毛利客户的产品，所以假设 2019 年、2020 年、2021 年毛利率 10%左右。

假设 2：房地产和服务业务：并购草案中明确未来剥离，目前房地产业务连续三年亏损，后续完全剥离，假设 2019 年和 2020 年不考虑营收贡献。

基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

业务分拆（单位：百万元）		2018A	2019E	2020E	2021E
通信设备制造业	收入	16618.62	24097.00	34940.64	48916.90
	增速	3.74%	45.00%	45.00%	40.00%
	毛利率	7.56%	10.00%	10.00%	10.00%
房地产业	收入	534.23	0.00	0.00	0.00
	增速	-31.17%	-100.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	32.30%	21.25%	0.00%	0.00%
服务业	收入	104.88	0.00	0.00	0.00
	增速	48.67%	-100.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	61.89%	20.00%	0.00%	0.00%
其他业务	收入	77.38	77.38	77.38	77.38
	增速	2.13%	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	100.00%	98.00%	98.00%	98.00%
合计	收入	17,335.11	24,174.38	35,018.02	48,994.28
	增速	26.03%	39.45%	44.86%	39.91%
	毛利率	9.06%	10.28%	10.19%	10.14%

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	17335.11	24174.38	35018.02	48994.28	净利润	72.14	724.92	993.28	1370.38
营业成本	15764.00	21688.84	31448.13	44026.76	折旧与摊销	327.91	36.53	37.09	37.82
营业税金及附加	62.29	137.79	157.58	220.47	财务费用	211.84	19.34	17.51	48.99
销售费用	150.56	222.40	280.14	391.95	资产减值损失	96.79	70.00	30.00	20.00
管理费用	295.49	1184.54	1925.99	2694.69	经营营运资本变动	1563.60	-4383.67	-1520.59	-1825.86
财务费用	211.84	19.34	17.51	48.99	其他	999.69	-44.95	-37.62	-33.20
资产减值损失	96.79	70.00	30.00	20.00	经营活动现金流净额	3271.95	-3577.83	-480.32	-381.86
投资收益	-10.30	2.00	5.00	10.00	资本支出	679.60	-320.00	-320.00	-320.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-2318.79	-8.00	-5.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1639.19	-328.00	-325.00	-320.00
营业利润	69.14	853.45	1163.67	1601.41	短期借款	1141.04	3363.98	1437.95	1549.58
其他非经营损益	-5.50	-0.60	4.90	10.80	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	63.65	852.85	1168.57	1612.21	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	-8.49	127.93	175.29	241.83	支付股利	0.00	-7.32	-73.94	-101.32
净利润	72.14	724.92	993.28	1370.38	其他	-2565.10	-145.31	-16.51	-47.59
少数股东损益	11.12	108.74	148.99	205.56	筹资活动现金流净额	-1424.07	3211.34	1347.50	1400.67
归属母公司股东净利润	61.02	616.18	844.29	1164.82	现金流量净额	162.94	-694.49	542.18	698.81
资产负债表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1903.21	1208.72	1750.90	2449.71	成长能力				
应收和预付款项	5123.36	4036.78	6175.32	8980.88	销售收入增长率	2.48%	39.45%	44.86%	39.91%
存货	1625.26	4310.72	6265.19	8784.12	营业利润增长率	-81.83%	1134.30%	36.35%	37.62%
其他流动资产	3172.19	330.24	495.68	685.44	净利润增长率	-78.46%	904.89%	37.02%	37.96%
长期股权投资	1176.00	1176.00	1176.00	1176.00	EBITDA 增长率	-18.96%	49.34%	33.98%	38.58%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	0.00	19.78	38.99	57.47	毛利率	9.06%	10.28%	10.19%	10.14%
无形资产和开发支出	1973.14	2240.87	2508.61	2776.34	三费率	3.80%	5.90%	6.35%	6.40%
其他非流动资产	1969.04	1975.00	1980.96	1986.92	净利率	0.42%	3.00%	2.84%	2.80%
资产总计	16942.19	15298.10	20391.64	26896.88	ROE	1.93%	16.31%	18.52%	20.66%
短期借款	1999.81	5363.79	6801.74	8351.33	ROA	0.43%	4.74%	4.87%	5.09%
应付和预收款项	881.32	4106.91	6256.59	9187.06	ROIC	10.95%	17.64%	12.75%	13.41%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	3.51%	3.76%	3.48%	3.45%
其他负债	10330.13	1382.47	1969.03	2725.15	营运能力				
负债合计	13211.25	10853.17	15027.36	20263.53	总资产周转率	1.24	1.50	1.96	2.07
股本	637.27	637.27	637.27	637.27	固定资产周转率	33.09	4946.16	2074.37	1532.12
资本公积	2381.60	2381.60	2381.60	2381.60	应收账款周转率	5.08	6.06	8.71	8.00
留存收益	572.15	1181.01	1951.36	3014.87	存货周转率	6.47	7.27	5.92	5.83
归属母公司股东权益	3594.62	4199.88	4970.23	6033.74	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	84.75%	—	—	—
少数股东权益	136.32	245.06	394.05	599.61	资本结构				
股东权益合计	3730.94	4444.94	5364.28	6633.35	资产负债率	77.98%	70.94%	73.69%	75.34%
负债和股东权益合计	16942.19	15298.10	20391.64	26896.88	带息债务/总负债	15.14%	49.43%	45.27%	41.23%
					流动比率	0.90	0.92	0.98	1.04
					速动比率	0.78	0.52	0.56	0.60
					股利支付率	0.00%	1.19%	8.76%	8.70%
					每股指标				
					每股收益	0.10	0.97	1.32	1.83
					每股净资产	5.85	6.98	8.42	10.41
					每股经营现金	5.13	-5.61	-0.75	-0.60
					每股股利	0.00	0.01	0.12	0.16
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	608.89	909.32	1218.27	1688.23					
PE	382.24	37.85	27.63	20.02					
PB	6.25	5.25	4.35	3.52					
PS	1.35	0.96	0.67	0.48					
EV/EBITDA	35.50	28.09	21.69	16.15					
股息率	0.00%	0.03%	0.32%	0.43%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn