

千亿市值开启

投资要点

- **业绩总结：**公司2019年上半年实现营业收入114.3亿元，同比增长110.7%；实现归母净利润1.9亿元，去年同期亏损1.7亿元，扣非净利润1.4亿元，去年同期亏损1.9亿元。
- **营收，利润和盈利预测均超出市场预期。**2019年上半年公司营收114.3亿元，市场预期上半年营收在104亿元至109亿元之间。其次公司上半年财务费用2.1亿元，同比增加119.4%，主要来自并购安世半导体借款的利息费用所致，如果加回这部分费用，公司上半年利润在3.5亿元以上，之前市场预期主营净利润是2.8亿元，超出了市场预期。同时公司给出2019年第三季度的盈利预测，归属上市公司净利润区间在4.3亿元至5.1亿元，市场之前预期是4.4亿元，再次超出市场预期。
- **客户结构调整持续成功，手机ODM业务营收大幅增长。**我们多次强调公司在2018年上半年开始的客户结构调整对公司未来长期高速的发展意义重大。公司2018年上半年开始客户逐渐增加海外客户以及海外订单的占比，由于海外客户的采购比例通常在50%以上，生产比例基本都在80%以上，更多的物料交由上市公司来采购，这对于营收的提升非常明显。
- **并购安世半导体顺利推进，资金盈余充沛。**公司近期陆续通过了菲律宾以及中国台湾省的审批，至此海外所有前置审批全部完成。同时海外部分的并购贷款推进也非常顺利，利率水平显著低于国内部分。我们预计安世半导体有望今年三季度实现并表，并且2020年有望100%股权完全并表。由于ODM业务经营持续向好，公司经营活动现金流充沛，有能力覆盖并购带来的利息费用和资本支出。
- **协同效应明显。**闻泰通讯协助安世半导体加速国产替代进程，迅速加大在消费电子领域里功率器件的市占率。安世半导体协助闻泰通讯拓展海外市场和客户，加大海外品牌影响力。
- **盈利预测与投资建议。**暂不考虑安世半导体并购影响，考虑到手机ODM业务物料采购比例持续提升，预计2019-2021年EPS分别为1.48元、2.25元、2.88元。维持“买入”评级。
- **风险提示：**采购物料价格大幅波动风险、5G进程推进缓慢的风险、收购进度不达预期的风险、房地产业务剥离进度不及预期的风险。

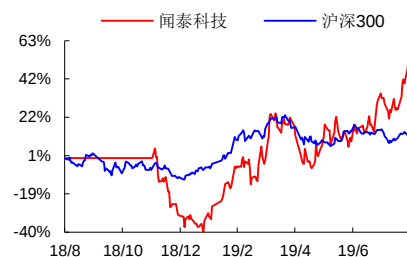
指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	17335.11	36638.34	54918.82	74113.32
增长率	2.48%	111.35%	49.89%	34.95%
归属母公司净利润（百万元）	61.02	946.04	1432.97	1838.03
增长率	-81.47%	1450.40%	51.47%	28.27%
每股收益EPS（元）	0.10	1.48	2.25	2.88
净资产收益率ROE	1.93%	20.27%	23.94%	24.02%
PE	525	34	22	17
PB	8.91	7.07	5.48	4.26

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：陈杭
 执业证号：S1250519060004
 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)	18.43-49.6
总市值(亿元)	291.29
总资产(亿元)	295.36
每股净资产(元)	5.96

相关研究

1. 闻泰科技（600745）：MOSFET涨价，安世半导体受益（2019-07-10）
2. 闻泰科技（600745）：扬帆起航（2019-06-26）
3. 闻泰科技（600745）：资金盈余充沛（2019-06-22）
4. 闻泰科技（600745）：即将起航（2019-06-10）
5. 闻泰科技（600745）：一季报符合预期，并购安世顺利推进（2019-04-30）
6. 闻泰科技（600745）：年报业绩符合预期，收购安世进军汽车半导体（2019-04-09）

关键假设：

假设 1：通信设备制造业务：随着海外客户占比提升，物料采购比例相应大幅提升，比如三星手机 ODM 业务，之前预计采购比例 30%，现在根据第三方产业链验证预计在 60%以上，出货量在 2000 万部手机，所以单三星一家客户贡献营收在 100 亿以上，整体来看 2018 年公司 ODM 业务手机出货量 9000 万部，今年预计在 1.2 亿部以上，明年手机出货量 1.4-1.5 亿部区间，而采购比例整体会从去年的 20%提升到今年的 40%以上，翻倍的增长，明年也有望采购比例在 50%以上。另一方面验证，根据 2018 年上半年营收占比 31.2%来计算，2019 年上半年营收 114 亿元规模，2019 年全年预计在 360 亿元以上；

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

单位：百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
通信设备制造业	收入	16618.62	36560.96	54841.44	74035.94
	增速	3.74%	120.00%	50.00%	35.00%
	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	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	36,638.34	54,918.82	74,113.32
	增速	2.48%	111.35%	49.89%	34.95%
	毛利率	9.06%	10.19%	10.12%	10.09%

数据来源：Wind，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	36638.34	54918.82	74113.32	净利润	72.14	946.04	1432.97	1838.03
营业成本	15764.00	32906.41	49358.84	66633.90	折旧与摊销	327.91	102.38	145.40	202.91
营业税金及附加	62.29	208.84	247.13	333.51	财务费用	211.84	436.00	615.09	793.01
销售费用	150.56	355.39	549.19	629.96	资产减值损失	96.79	65.00	30.00	15.00
管理费用	295.49	2015.11	2965.62	4150.35	经营营运资本变动	1472.81	1276.71	2217.20	2434.41
财务费用	211.84	436.00	615.09	793.01	其他	1090.47	-545.34	-553.05	-608.42
资产减值损失	96.79	65.00	30.00	15.00	经营活动现金流净额	3271.95	2280.79	3887.61	4674.94
投资收益	-10.30	462.00	528.00	594.00	资本支出	102.64	-320.00	-320.00	-320.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-1741.82	452.00	518.00	584.00
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	132.00	198.00	264.00
营业利润	69.14	1113.59	1680.95	2151.59	短期借款	1141.04	-1914.79	-83.02	1.00
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	1112.99	1685.85	2162.39	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	-8.49	166.95	252.88	324.36	支付股利	-12.75	-7.32	-113.53	-171.96
净利润	72.14	946.04	1432.97	1838.03	其他	-2552.36	-561.97	-614.09	-791.61
少数股东损益	11.12	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-1424.07	-2484.08	-810.63	-962.57
归属母公司股东净利润	61.02	946.04	1432.97	1838.03	现金流量净额	162.94	-71.29	3274.97	3976.38
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	1831.92	5106.89	9083.27	成长能力				
应收和预付款项	5166.04	6163.29	9763.74	13699.45	销售收入增长率	2.48%	111.35%	49.89%	34.95%
存货	1625.26	9799.48	12262.32	16580.50	营业利润增长率	-81.83%	1510.53%	50.95%	28.00%
其他流动资产	3129.51	500.51	777.37	1036.86	净利润增长率	-78.46%	1211.40%	51.47%	28.27%
长期股权投资	1176.00	1176.00	1176.00	1176.00	EBITDA 增长率	-18.96%	171.31%	47.79%	28.92%
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	576.97	553.22	528.37	502.50	毛利率	9.06%	10.19%	10.12%	10.09%
无形资产和开发支出	1973.14	2218.54	2463.94	2709.33	三费率	3.80%	7.66%	7.52%	7.52%
其他非流动资产	1392.08	1817.04	2346.09	3015.65	净利率	0.42%	2.58%	2.61%	2.48%
资产总计	16942.19	24059.99	34424.71	47803.56	ROE	1.93%	20.27%	23.94%	24.02%
短期借款	1999.81	85.02	2.00	3.00	ROA	0.43%	3.93%	4.16%	3.84%
应付和预收款项	8969.27	17253.39	25393.54	36067.41	ROIC	9.96%	58.43%	116.55%	497.70%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	3.51%	4.51%	4.45%	4.25%
其他负债	2242.17	2055.53	3043.67	4081.58	营运能力				
负债合计	13211.25	19393.93	28439.21	40151.98	总资产周转率	1.24	1.79	1.88	1.80
股本	637.27	637.27	637.27	637.27	固定资产周转率	21.78	68.41	106.43	150.32
资本公积	2381.60	2381.60	2381.60	2381.60	应收账款周转率	5.08	7.64	8.82	7.88
留存收益	572.15	1510.87	2830.31	4496.39	存货周转率	6.35	5.68	4.44	4.60
归属母公司股东权益	3594.62	4529.74	5849.18	7515.26	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	136.32	136.32	136.32	资本结构				
股东权益合计	3730.94	4666.06	5985.50	7651.58	资产负债率	77.98%	80.61%	82.61%	83.99%
负债和股东权益合计	16942.19	24059.99	34424.71	47803.56	带息债务/总负债	15.14%	0.44%	0.01%	0.02%
					流动比率	0.90	0.95	0.98	1.01
					速动比率	0.78	0.44	0.55	0.59
					股利支付率	20.89%	0.77%	7.92%	9.36%
					每股指标				
					每股收益	0.10	1.48	2.25	2.88
					每股净资产	5.64	7.11	9.18	11.79
					每股经营现金	5.13	3.58	6.10	7.34
					每股股利	0.02	0.01	0.18	0.27
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	608.89	1651.97	2441.44	3147.51					
PE	525.11	33.87	22.36	17.43					
PB	8.91	7.07	5.48	4.26					
PS	1.85	0.87	0.58	0.43					
EV/EBITDA	50.76	17.51	10.47	6.86					
股息率	0.04%	0.02%	0.35%	0.54%					

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。

本报告及附录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”，且不得对本报告及附录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及附录的，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：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

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
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@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	yyl@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn