

中國：IC 設計

2021 年 01 月 20 日

**投資建議：**
**持有-超越大盤 (維持評等)**

 目標價隱含漲/跌幅：**12.2%**

 日期 **2021/01/19**

收盤價	<b>RMB314.89</b>
十二個月目標價	<b>RMB353.4</b>
前次目標價	<b>RMB250.4</b>
上海 A 股指數	<b>3,738.3</b>

**資訊更新：**

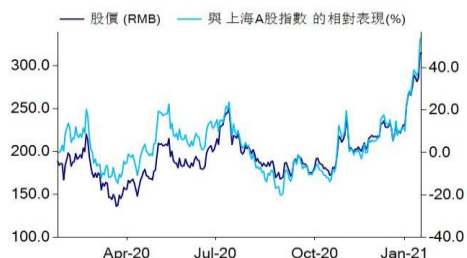
- ▶ 韋爾股份預告全年實現淨利潤 24.5~29.5 億，同比 +426%~533%。
- ▶ 手機/汽車 CIS 缺貨漲價，帶動產品量價齊升。

**本中心觀點：**

- ▶ 汽車電動化智能化速度快於預期，車用 CIS 出貨加速。
- ▶ 汽車 CIS 打開市值空間、稀缺龍頭享估值溢價，調升 2020F-2022F EPS 至 3.16/4.59/5.83 元，以及目標價至 353.4 元。

公司簡介：韋爾股份從事半導體產品生產。

股價相對上海 A 股指數表現



市值	<b>RMB273,198.4 百萬</b>
六個月平均日成交量	<b>RMB1,656.0 百萬元</b>
總股本股數 (百萬股)	<b>868.0</b>
流通 A 股股數比例	<b>90.3%</b>
自由流通股數比例	<b>53.46%</b>
大股東：持股比率	<b>虞仁榮 31.5%</b>
淨負債比率 (2021F)	<b>4.7%</b>
每股淨值 (2021F)	<b>RMB14.22</b>
股價淨值比 (2021F)	<b>22.14 倍</b>

簡明損益表(RMB 百萬元)

年初至 12 月	2019A	2020F	2021F	2022F
營業收入	13,632	20,647	28,318	35,938
營業利益 **	1,278	3,387	4,514	5,549
稅後純益 *	465	2,744	3,984	5,057
每股盈餘(元)	0.54	3.16	4.59	5.83
每股盈餘年增率 (%)	76.7	487.4	45.2	26.9
本益比 (倍)	585.0	99.6	68.6	54.1
股東權益報酬率 (%)	5.9%	28.0%	32.3%	32.4%
殖利率 (%)	0.4	0.5	0.6	0.6
每股股利(元)	1.15	1.42	1.84	2.04

\* 歸屬母公司稅後純益

\*\* 經研究員調整

張 亞文 CFA FRM

Alvinzhang@yuanta.com

Bloomberg code : YUTA

## 韋爾股份 (603501 SH)

### 2020Q4 業績再超預期，CIS 缺貨漲價景氣度提升

**Q4 業績再超預期，CIS 維持高景氣：**韋爾股份預告全年實現淨利潤 24.5~29.5 億，同比+426%~533%；扣非後同比+498%~+648%。其中 20Q4 單季度實現淨利潤 7.23~12.23 億，同比+118.9%~270.2%。繼 Q3 超預期後再超預期凸顯行業高景氣，作為龍頭韋爾業績大增或與出貨量高於預期、產品量價齊升等因素有關。

**中低端手機/汽車 CIS 供不應求，產品結構優化量價齊升：**全球 8 英寸晶圓廠產能吃緊，汽車缺芯、漲價潮不斷。2020H1 因疫情影響對需求悲觀並砍單，而 H2 因車市回暖、車用急單湧現，部分台系上游電子零組件廠商產能滿載、供不應求，且目前接單趨勢持續，印證客戶拉貨積極。不僅是車用，據 Omdia 報告稱，應用在中低端的 500 萬及 800 萬像素嚴重短缺，此報告稱三星從 2020/12 起將其 CIS 價格提升 40%、而其他 CIS 供應商價格也提升了 20% 左右。韋爾（豪威）作為全球 Top3 CIS 供應商有望享景氣度提升以及產業結構優化帶來的量價齊升。

**CIS 龍頭地位穩固，多點開花市佔率再提高：**手機方面 20Q4 其 OV64B 產品成為重要增量，未來將推出 108M/0.6μm 產品，穩固 OV 等客戶地位。全球車用 CIS 市場規模有望從當前 10 億美金增至 2025 年的 50 億美金，韋爾車規級 CIS 市場份額已經升至 50%，在歐洲/中國獲得半數以上份額，有望繼續切入海內外車企進一步提升市佔率。其他業務多頭並進，如收購的 TDDI 明年將開始貢獻千萬美金級別利潤、醫療/安防穩步發展。汽車電動化、智能化發展快於預期，不過仍需考慮缺芯對於整車廠 Q1-Q2 產銷的影響。總體而言，韋爾全球 CIS 地位穩固、汽車 CIS 打開市值想像空間，尤其資金抱團效應應給與稀缺龍頭股估值溢價，調升公司 2020F-2022F EPS 至 3.16/4.59/5.83 元，以及目標價至 353.4 元。

**分析師聲明及重要披露事項請參見附錄 A。**

元大與其研究報告所載之公司行號可能於目前或未來有業務往來，投資人應瞭解本公司可能因此有利益衝突而影響本報告之客觀性。投資人於做出投資決策時，應僅將本報告視為其中一項考量因素。

圖 1：預測變動表

		2020F	2021F	2022F
前次預測	營業收入	19,912	26,023	33,378
	稅後純益	2,414	3,433	4,314
	每股盈餘(元)	2.80	3.97	5.00
此次預測	營業收入	20,647	28,318	35,938
	變動	4%	9%	8%
	稅後純益	2,744	3,984	5,057
	變動	14%	16%	17%
	每股盈餘(元)	3.16	4.59	5.83
	變動	13%	16%	17%

資料來源：Wind、元大

## 資產負債表

年初至 12 月 (RMB 百萬元)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
現金與短期投資	441	3,161	5,206	6,745	7,578
存貨	919	4,366	1,752	4,562	4,319
應收帳款及票據	978	2,551	4,237	5,073	6,742
其他流動資產	246	803	600	800	1,000
<b>流動資產</b>	<b>2,584</b>	<b>10,881</b>	<b>11,795</b>	<b>17,180</b>	<b>19,640</b>
長期投資	639	342	342	342	342
固定資產	215	1,680	2,433	3,278	3,923
什項資產	1,161	4,574	4,897	5,448	6,209
<b>其他資產</b>	<b>2,016</b>	<b>6,596</b>	<b>7,672</b>	<b>9,068</b>	<b>10,474</b>
<b>資產總額</b>	<b>4,600</b>	<b>17,476</b>	<b>19,466</b>	<b>26,248</b>	<b>30,113</b>
應付帳款及票據	380	1,882	1,560	3,176	2,290
短期借款	1,614	4,101	4,701	5,501	7,001
什項負債	914	1,623	1,652	2,832	2,875
<b>流動負債</b>	<b>2,908</b>	<b>7,606</b>	<b>7,912</b>	<b>11,508</b>	<b>12,166</b>
長期借款	42	928	1,328	1,828	2,428
其他負債及準備	5	987	413	566	719
<b>長期負債</b>	<b>47</b>	<b>1,915</b>	<b>1,741</b>	<b>2,394</b>	<b>3,147</b>
<b>負債總額</b>	<b>2,955</b>	<b>9,521</b>	<b>9,653</b>	<b>13,903</b>	<b>15,313</b>
股本	456	864	864	864	864
資本公積	502	6,000	6,000	6,000	6,000
保留盈餘	662	1,044	2,747	5,379	8,735
換算調整數	16	18	200	100	0
<b>歸屬母公司之權益</b>	<b>1,636</b>	<b>7,926</b>	<b>9,811</b>	<b>12,343</b>	<b>15,599</b>
<b>少數股權</b>	<b>9</b>	<b>29</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>
<b>股東權益總額</b>	<b>1,644</b>	<b>7,955</b>	<b>9,813</b>	<b>12,345</b>	<b>15,601</b>

資料來源：公司資料、元大證券(香港)

## 現金流量表

年初至 12 月 (RMB 百萬元)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
本期純益	116	704	2,696	3,868	4,949
折舊及攤提	40	544	291	324	324
本期營運資金變動	(319)	(3,367)	838	(1,051)	(2,469)
其他營業資產	170	2,924	0	0	0
<b>營運活動之現金流量</b>	<b>5</b>	<b>805</b>	<b>3,825</b>	<b>3,141</b>	<b>2,804</b>
資本支出	(88)	(743)	(1,000)	(1,000)	(800)
本期長期投資變動	(576)	298	0	0	0
其他資產變動	(882)	(1,282)	(367)	(720)	(930)
<b>投資活動之現金流量</b>	<b>(1,546)</b>	<b>(1,728)</b>	<b>(1,367)</b>	<b>(1,720)</b>	<b>(1,730)</b>
股本變動	9	380	0	0	0
本期負債變動	1,096	3,373	1,000	1,300	1,300
其他調整數	57	(2,633)	(1,413)	(1,181)	(1,541)
<b>融資活動之現金流量</b>	<b>1,163</b>	<b>1,120</b>	<b>(413)</b>	<b>119</b>	<b>(241)</b>
<b>匯率影響數</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>本期產生現金流量</b>	<b>(377)</b>	<b>199</b>	<b>2,045</b>	<b>1,540</b>	<b>833</b>
<b>自由現金流量</b>	<b>(1,540)</b>	<b>(923)</b>	<b>2,458</b>	<b>1,421</b>	<b>1,074</b>

資料來源：公司資料、元大證券(香港)

## 損益表

年初至 12 月 (RMB 百萬元)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
<b>營業收入</b>	<b>3,964</b>	<b>13,632</b>	<b>20,647</b>	<b>28,318</b>	<b>35,938</b>
銷貨成本	(3,036)	(9,898)	(13,958)	(19,205)	(24,937)
<b>營業毛利</b>	<b>928</b>	<b>3,734</b>	<b>6,689</b>	<b>9,113</b>	<b>11,001</b>
營業費用	(671)	(2,456)	(3,302)	(4,599)	(5,452)
<b>營業利益</b>	<b>257</b>	<b>1,278</b>	<b>3,387</b>	<b>4,514</b>	<b>5,549</b>
利息收入	0	36	0	0	0
利息費用	(53)	(285)	(311)	(311)	(311)
利息收入淨額	(53)	(250)	(311)	(311)	(311)
投資利益(損失)淨額	7	77	18	17	18
其他業外收入(支出)淨額	(88)	(321)	(106)	82	86
非常項目淨額	0	0	0	0	0
稅前純益	123	784	2,987	4,302	5,341
所得稅費用	(7)	(79)	(292)	(434)	(392)
<b>稅後純益</b>	<b>116</b>	<b>704</b>	<b>2,696</b>	<b>3,868</b>	<b>4,949</b>
少數股權淨利	23	(240)	49	116	108
歸屬母公司之淨利	139	465	2,744	3,984	5,057
稅前息前折舊攤銷前淨利	297	1,822	3,678	4,838	5,873
每股盈餘 (RMB)	0.3	0.5	3.2	4.6	5.8
每股盈餘 - 調整員工分紅 (RMB)	0.3	0.5	3.2	4.6	5.8

資料來源：公司資料、元大證券(香港)

## 主要財務報表分析

年初至 12 月	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
<b>年成長率 (%)</b>					
營業收入	64.7	243.9	51.5	37.2	26.9
營業利益	31.3	397.2	165.0	33.3	22.9
稅前息前折舊攤銷前	34.4	514.2	101.9	31.5	21.4
稅後純益	1.2	234.9	490.3	45.2	26.9
每股盈餘	1.2	76.7	487.4	45.2	26.9
<b>獲利能力分析 (%)</b>					
營業毛利率	23.4	27.4	32.4	32.2	30.6
營業利益率	6.5	9.4	16.4	15.9	15.4
稅前息前折舊攤銷前淨利率	7.5	13.4	17.8	17.1	16.3
稅後純益率	3.5	3.4	13.3	14.1	14.1
資產報酬率	3.1	6.4	14.6	16.9	17.6
股東權益報酬率	8.5	5.9	28.0	32.3	32.4
<b>穩定/償債能力分析</b>					
負債權益比 (%)	100.7	63.2	61.4	59.4	60.4
淨負債比率 (%)	73.9	23.5	8.4	4.7	11.9
利息保障倍數 (倍)	3.3	3.7	10.6	14.8	18.1
利息及短期債	0.1	0.2	0.7	0.8	0.8
現金流量對利息保障倍數 (倍)	0.1	2.8	12.3	10.1	9.0
現金流量對利息及短期債保障倍數 (倍)	0.0	0.2	0.8	0.5	0.4
流動比率 (倍)	0.9	1.4	1.5	1.5	1.6
速動比率 (倍)	0.6	0.9	1.3	1.1	1.3
淨負債 (RMB 百萬)	1,214.96	1,868.15	823.21	583.67	1,850.65
每股淨值 (RMB)	3.59	9.18	11.30	14.22	17.97
<b>評價指標 (倍)</b>					
本益比	1,034.0	585.0	99.6	68.6	54.1
股價自由現金流量比	(93.2)	(294.8)	111.2	192.3	254.5
股價淨值比	87.8	34.3	27.9	22.1	17.5
股價稅前息前折舊攤銷前淨利比	483.9	149.3	74.3	56.5	46.5
股價營收比	36.2	20.0	13.2	9.7	7.6

資料來源：公司資料、元大證券(香港)

## 附錄 A：重要披露事項

### 分析師聲明

主要負責撰寫本研究報告全文或部分內容之分析師，茲針對本報告所載證券或證券發行機構，於此聲明：(1) 文中所述觀點皆準確反映其個人對各證券或證券發行機構之看法；(2) 研究部分析師於本研究報告中所提出之特定投資建議或觀點，與其過去、現在、未來薪酬的任何部份皆無直接或間接關聯。

### 韋爾股份 (603501 SH) - 投資建議與目標價三年歷史趨勢



#	日期	收盤價 (A)	目標價 (B)	調整後目標價 (C)	評等	分析師
1	2020/12/14	232.75	250.40	250.40	持有-超越大盤	張亞文

資料來源：Bloomberg、元大證券(香港)

註：A = 依據股票股利與現金股利調整後之股價；B = 未調整之目標價；C = 依據股票股利與現金股利調整後之目標價。員工分紅稀釋影響未反映於 A、B 或 C。

### 投資評等說明

**買進：**根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持正面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價信息以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中增持該股。

**持有-超越大盤：**本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力高於大盤。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

**持有-落後大盤：**本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力低於大盤。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

**賣出：**根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持負面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價信息以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中減持該股。

**評估中：**本中心之預估、評等、目標價尚在評估中，但仍積極追蹤該個股。

**限制評等：**為遵循相關法令規章及/或元大之政策，暫不給予評等及目標價。

註：元大給予個股之目標價係依 12 個月投資期間計算。大中華探索系列報告並無正式之 12 個月目標價，其投資建議乃根據分析師報告中之指定期間分析而得。

### 總聲明

© 2021 元大版權所有。本報告之內容取材自本公司認可之資料來源，但並不保證其完整性或正確性。報告內容並非任何證券之銷售要約或邀請。報告中所有的意見及預估，皆基於本公司於特定日期所做之判斷，如有變更恕不另行通知。

本報告僅提供一般資訊，文中所載資訊或任何意見，並不構成任何買賣證券或其他投資標的之要約或要約之引誘。報告資料之刊發僅供客戶一般傳閱用途，並非意欲提供專屬之投資建議，亦無考慮任何可能收取本報告之人士之個別財務狀況與目標。對於投資本報告所討論或建議之任何證券、投資標的，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身而諮詢財務顧問的意見。本報告之內容取材自據信為可靠之資料來源，但概不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性或正確性作出任何陳述或保證。本報告並非（且不應解釋為）在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券經紀或交易之人士或公司，為於該管轄區內從事證券經紀或交易之遊說。

元大研究報告於美國僅發送予美國主要投資法人（依據 1934 年《證券交易法》15a-6 號規則及其修正條文與美國證券交易委員會詮釋定義）。美國投資人若欲進行與本報告所載證券相關之交易，皆必須透過依照 1934 年《證券交易法》第 15 條及其修正條文登記註冊之券商為之。元大研究報告在台灣由元大證券投資顧問股份有限公司發佈，在香港則由元大證券(香港)有限公司發佈。元大證券(香港)係獲香港證券及期貨事務監察委員會核准註冊之券商，並獲許從事受規管活動，包括第 4 類規管活動（就證券提供意見）。非經元大證券(香港)有限公司書面明示同意，本研究報告全文或部份，不得以任何形式或方式轉載、轉寄或披露。

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之香港人士，應透過下列方式聯絡元大證券(香港)有限公司：

致：研究部  
元大證券(香港)有限公司

香港夏愨道 18 號  
海富中心 1 座 23 樓