

## 定增建设产能，深耕功率景气赛道

■事件：3月2日，公司发布定增预案，拟募集不超过35亿元。其中，20亿元用于高压特色工艺功率芯片和SiC芯片研发及产业化项目；7亿元用于功率半导体模块生产线自动化改造项目；8亿元用于补充流动资金。

■卡位功率半导体优质赛道，抢占IGBT国产替代高地：公司主要产品为IGBT模块，占营收95%以上。以IGBT模块、SiC模块为代表的功率半导体模块广泛应用于电机节能、新能源、新能源汽车、智能电网、轨道交通、白色家电等领域。根据智研咨询，目前中国的功率半导体市场规模占全球市场规模35%左右，是全球最大的功率半导体市场，约为940.8亿元。根据集邦咨询统计，中国也是最大的IGBT市场，预计到2025年，中国IGBT市场规模将达到522亿人民币。而新能源汽车方面，据Yole统计，2018年全球新能源汽车用IGBT模组市场规模达9.09亿美元，预计到2024年将增长到19.10亿美元。目前IGBT市场主要被国外巨头垄断，模块市场中英飞凌常年领先，而当前由于海外缺货以及对未来供应链安全需求，部分终端客户转单，国产供应商进入大客户难度降低，给国内厂商带来加速追赶机遇。

### ■建设功率芯片制造产线与功率模块产线，克服产能供应不足瓶颈。

募投项目中，1) 拟投入20亿元，新建厂房及仓库等配套设施，购置光刻机、显影机、刻蚀机、PECVD、退火炉、电子显微镜等设备，实现高压特色工艺功率芯片和SiC芯片研发及产业化。项目建设期3年，达产后，预计将形成年产36万片功率半导体芯片的生产能力。2) 拟投入7亿元，利用现有厂房实施生产线自动化改造项目，购置全自动划片机、在线式全自动印刷机、在线式全自动贴片机、在线式全自动真空回流炉、在线式全自动清洗机等设备，实施功率半导体模块生产线自动化改造项目。项目建设周期3年，达产后，预计将形成新增年产400万片的功率半导体模块的生产能力。我们认为，功率半导体器件相比逻辑芯片更注重芯片设计与制造协同。公司积极扩张芯片制造产能，不仅能够更充分的发挥设计上的优势，也能逐步解决功率半导体晶圆代工供需失衡的核心矛盾。

■布局第三代半导体业务，新能源产业需求增长助力公司腾飞。现代电力电子对功率器件的要求是高功率密度、高转换效率、小型化，而SiC作为半导体材料的特性满足了这些要求，SiC二极管、晶体管以及模组已替代部分硅基产品。根据IHS数据，2018年SiC功率器件市场规模约3.9亿美元，受新能源汽车行业庞大的需求驱动，以及光伏风电和充电桩等领域对于效率和功耗要求提升的影响，预计到2027

投资评级 **买入-A**

维持评级

股价 (2021-03-02) **250.18元**

#### 交易数据

总市值(百万元)	40,028.80
流通市值(百万元)	19,753.52
总股本(百万股)	160.00
流通股本(百万股)	78.96
12个月价格区间	109.70/298.50元

#### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	11.8	7.51	123.69
绝对收益	11.89	9.15	145.5

**马良**

分析师

SAC 执业证书编号: S1450518060001  
maliang2@essence.com.cn  
021-35082935

**薛辉蓉**

分析师

SAC 执业证书编号: S1450520080002  
xuehr@essence.com.cn

#### 相关报告

斯达半导: Q1 符合预期, 新基建助力公司不断前行/马良	2020-05-08
斯达半导: 国产 IGBT 龙头进入增长通道/马良	2020-04-08
斯达半导: 国产 IGBT 龙头, 新能源自主先驱/马良	2020-02-14

年碳化硅功率器件的市场规模将超过 100 亿美元，2018-2027 年的复合增速接近 40%。但目前因衬底制备难度高导致全球产能不足，SiC 相较于 Si 基器件的平均价格仍在 4-5 倍左右，现多采用两种材料混合使用。随着产业的发展，4 寸线向 6 寸、8 寸线过渡，规模效应渐显，价格有望下降达到普及前的甜蜜点。我们认为，全球 SiC 产业仍处在起步阶段，目前还不存在某一家厂商在 IP、设计、制造、封测全产业链具有绝对领先优势。公司瞄准 SiC 赛道，2020 年已披露投资 2.29 亿元建设年产 8 万颗车规级全碳化硅功率模组生产线和研发测试中心，并与宇通客车等建立了深度合作，此次募投项目将进一步提高公司 SiC 技术和竞争壁垒，增强供货能力，为公司拓展新能源汽车市场、提高市场占有率打下坚实的基础。

■投资建议：我们预计公司 2020 年~2022 年收入分别为 9.82 亿元、13.06 亿元、17.31 亿元，归母净利润分别为 1.99 亿元、2.98 亿元、4.17 亿元，维持评级，予以“买入-A”投资评级。

■风险提示：募投项目不及预期的风险；国产替代不及预期的风险；IGBT 市场竞争加剧的风险等。

(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	675.4	779.4	982.1	1,306.2	1,730.7
净利润	96.7	135.3	199.4	297.8	416.8
每股收益(元)	0.60	0.85	1.25	1.86	2.60
每股净资产(元)	2.71	3.50	5.00	6.86	9.47

盈利和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
市盈率(倍)	413.8	295.9	200.7	134.4	96.0
市净率(倍)	92.2	71.5	50.0	36.5	26.4
净利润率	14.3%	17.4%	20.3%	22.8%	24.1%
净资产收益率	22.3%	24.2%	24.9%	27.1%	27.5%
股息收益率	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	26.3%	34.1%	37.6%	43.8%	50.9%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	675.4	779.4	982.1	1,306.2	1,730.7	成长性					
减:营业成本	476.7	540.8	682.6	885.3	1,150.9	营业收入增长率	54.2%	15.4%	26.0%	33.0%	32.5%
营业税费	3.7	3.7	6.7	8.9	11.8	营业利润增长率	85.3%	32.8%	46.4%	49.2%	40.0%
销售费用	15.1	15.3	26.5	35.1	46.6	净利润增长率	83.5%	39.8%	47.4%	49.3%	39.9%
管理费用	21.9	23.9	51.9	60.6	78.9	EBITDA 增长率	54.9%	23.8%	9.5%	45.2%	38.6%
财务费用	9.2	10.3	2.4	-0.3	-0.6	EBIT 增长率	59.3%	24.3%	9.0%	47.4%	39.9%
资产减值损失	-0.0	-0.5	-	-	-	NOPLAT 增长率	81.1%	39.0%	38.7%	47.5%	39.9%
加:公允价值变动收益	-	0.1	-	-	-	投资资本增长率	7.3%	26.1%	26.5%	20.3%	35.8%
投资和汇兑收益	0.3	0.3	-	-	-	净资产增长率	26.7%	29.3%	43.2%	37.4%	38.1%
营业利润	109.1	144.9	212.1	316.6	443.1	利润率					
加:营业外净收支	-0.1	-0.0	-0.1	-0.1	-0.1	毛利率	29.4%	30.6%	30.5%	32.2%	33.5%
利润总额	109.1	144.8	212.0	316.5	443.0	营业利润率	16.2%	18.6%	21.6%	24.2%	25.6%
减:所得税	12.6	9.0	12.6	18.7	26.2	净利润率	14.3%	17.4%	20.3%	22.8%	24.1%
净利润	96.7	135.3	199.4	297.8	416.8	EBITDA/营业收入	26.9%	28.9%	25.1%	27.4%	28.7%
						EBIT/营业收入	23.4%	25.2%	21.8%	24.2%	25.6%
						运营效率					
						固定资产周转天数	98	104	93	78	68
						流动资产周转天数	142	143	150	144	144
						流动资产周转天数	217	233	233	238	254
						应收帐款周转天数	75	81	70	70	70
						存货周转天数	69	79	75	72	73
						总资产周转天数	355	366	345	330	333
						投资资本周转天数	219	223	223	206	200
						投资回报率					
						ROE	22.3%	24.2%	24.9%	27.1%	27.5%
						ROA	13.3%	15.8%	19.5%	21.7%	22.8%
						ROIC	26.3%	34.1%	37.6%	43.8%	50.9%
						费用率					
						销售费用率	2.2%	2.0%	2.7%	2.7%	2.7%
						管理费用率	3.2%	3.1%	5.3%	4.6%	4.6%
						财务费用率	1.4%	1.3%	0.2%	0.0%	0.0%
						三费/营业收入	6.8%	6.3%	8.2%	7.3%	7.2%
						偿债能力					
						资产负债率	40.6%	35.3%	22.2%	20.2%	17.4%
						负债权益比	68.2%	54.7%	28.6%	25.3%	21.0%
						流动比率	2.33	2.77	5.52	5.75	6.58
						速动比率	1.58	1.79	3.86	3.99	4.78
						利息保障倍数	17.21	19.11	90.56	-916.58	-731.63
						分红指标					
						DPS(元)	-	0.25	-	-	-
						分红比率	0.0%	30.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						股息收益率	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%

## 现金流量表

现金流量表						业绩和估值指标					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	96.5	135.8	199.4	297.8	416.8	EPS(元)	0.60	0.85	1.25	1.86	2.60
加:折旧和摊销	23.4	28.2	31.9	41.5	53.4	BVPS(元)	2.71	3.50	5.00	6.86	9.47
资产减值准备	-0.0	5.4	-	-	-	PE(X)	413.8	295.9	200.7	134.4	96.0
公允价值变动损失	-	-0.1	-	-	-	PB(X)	92.2	71.5	50.0	36.5	26.4
财务费用	9.2	8.7	2.4	-0.3	-0.6	P/FCF	659.2	2,405.3	-1,435.1	250.2	321.6
投资损失	-0.3	-0.3	-	-	-	P/S	59.3	51.4	40.8	30.6	23.1
少数股东损益	-0.2	0.5	-	-	-	EV/EBITDA	-	-	162.0	111.1	79.9
营运资金的变动	26.4	-145.5	-122.2	-99.9	-245.9	CAGR(%)	45.6%	45.3%	57.3%	45.6%	45.3%
经营活动产生现金流量	120.0	88.3	111.5	239.0	223.7	PEG	9.1	6.5	3.5	2.9	2.1
投资活动产生现金流量	-44.9	-49.1	-50.0	-80.0	-100.0	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	-19.4	-26.1	-46.7	0.3	0.6	REP					

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## ■ 分析师声明

马良、薛辉蓉声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn	
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn	
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn	
	徐逸岑	18019221980	xuyc@essence.com.cn	
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn	
	陈盈怡	021-35082737	chenyy6@essence.com.cn	
	北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
张莹		010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
游倬源			youzy1@essence.com.cn	
王帅		010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn	
欧阳亚群				
刘晓萱		010-83321365	liuxx1@essence.com.cn	
张杨		15801879050	zhangyang4@essence.com.cn	
侯宇彤		18210869281	houyt1@essence.com.cn	
深圳联系人		胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
		范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	0755-23919631	niexin1@essence.com.cn	
	马田田	18318054097	matt@essence.com.cn	
	张秀红		zhangxh1@essence.com.cn	
	黄秋琪	0755-23987069	huangqq@essence.com.cn	
	杨萍	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn	
	喻聪	18503038620	yucong@essence.com.cn	

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034