

2021年03月03日

公司研究

评级：买入（维持）

研究所

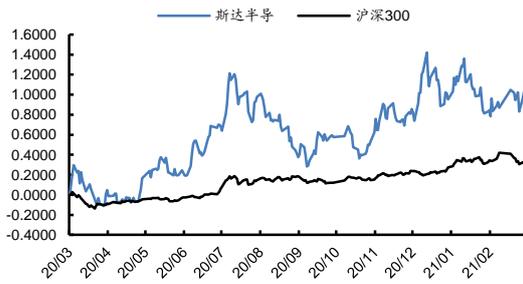
证券分析师： 吴吉森 S0350520050002
wujs01@ghzq.com.cn

联系人： 何昊 S0350120080069
heh@ghzq.com.cn

募投功率半导体芯片产能，IGBT 龙头未来可期

——斯达半导（603290）动态点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
斯达半导	9.9	9.2	123.2
沪深 300	-2.5	5.8	30.8

市场数据

2021-03-02

当前价格（元）	250.18
52 周价格区间（元）	102.13 - 304.11
总市值（百万）	40028.80
流通市值（百万）	19753.52
总股本（万股）	16000.00
流通股（万股）	7895.72
日均成交额（百万）	761.32
近一月换手（%）	55.89

相关报告

《斯达半导（603290）动态点评：投建车规级 SiC 模组，深度拓展新能源汽车市场》——2020-12-20

《斯达半导（603290）季报点评：2020Q3 业绩符合预期，IGBT 龙头快速成长》——2020-11-01

《斯达半导（603290）中报点评：2020H1 业绩符合预期，IGBT 龙头未来发展可期》——2020-08-28

《斯达半导（603290）动态点评：快速崛起的国内 IGBT 领军者》——2020-05-29

事件：

公司 3 月 3 日发布非公开发行 A 股股票预案，拟募集不超过 35 亿元用于以下三个项目：1) 年产 36 万片功率半导体芯片的高压特色工艺功率芯片和 SiC 芯片研发及产业化项目，投资总额 20 亿元；2) 新增年产 400 万片功率半导体模块的生产线自动化改造项目，投资总额 7 亿元；3) 补充流动资金 8 亿元。项目建设期为 3 年。

投资要点：

- 募投高压特色工艺功率芯片和 SiC 芯片研发及产业化项目，横向丰富产品线，纵向突破产能瓶颈，IGBT 功率龙头未来可期。**考虑到新能源汽车、轨道交通、智能电网等下游行业的需求以及技术方向，公司以现有的技术为依托，实施高压特色工艺功率芯片和 SiC 芯片研发及产业化项目。我们认为该项目有利于公司丰富产品线，扩大公司产能，紧跟市场浪潮和政策步伐，稳固公司行业地位。（1）**智能电网、轨道交通：丰富公司产品线，实现智能电网和轨道交通行业高压功率器件的国产化替代。**在智能电网行业，高压 IGBT 是柔性直流换流阀必不可少的核心功率器件，在轨道交通行业，高压 IGBT 是轨道交通列车“牵引变流器”的核心器件，而牵引变流器是驱动轨道交通列车行驶最关键的部件之一，我们认为该项目将加速改变国内 3300V 及以上功率器件基本依赖进口，助力智能电网、轨道交通核心器件的国产化；（2）**新能源汽车：紧跟技术发展方向，把握新能源汽车发展机遇。**与 Si（硅）基的 IGBT 相比，SiC MOSFET 在产品尺寸、功率消耗方面大幅减小，较大地提升了新能源汽车电池的电能转化效率，SiC 功率器件在高端新能源汽车控制器中大批量应用，发展前景广阔。
- 行业高景气度+国产替代提速，IGBT 和 SiC 功率器件市场前景广阔。**IGBT 方面，根据集邦咨询数据，2018 年中国 IGBT 市场规模为 153 亿元，下游主要应用于新能源汽车（~31%）、家电（~27%）、工控（20%）、新能源发电（11%）等领域。受益于新能源汽车、特高压、城际高铁交通等下游需求快速扩张，IGBT 迎来景气周期，预计 2025 年我国 IGBT 市场规模将达 522 亿元，2018-2025 年 CAGR 为 19%。从竞争格局看，行业龙头主要为英飞凌、安森美等国外大厂，我国中高端 IGBT 产品主要依赖进口，整体自给率不足两成，国产替代需求迫切；**SiC 方面**，SiC 因其小体积、低损耗、耐高温高压等特性有望在新能源汽车领域带来革新，市场日渐火热。IHS 数据显示，2018 年全球 SiC 功率半导体市场规模为 3.9 亿美元，受新能源汽车、光伏风电和充电桩等

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

领域对于效率功耗要求提升的影响，SiC 功率器件迎来景气周期，IHS 预计全球 SiC 功率器件市场规模 2027 年将超 100 亿美元，2018-2027 年 CAGR 近 40%。从竞争格局来看，以英飞凌、罗姆等为代表的国外老牌功率大厂具备先发优势，以斯达半导、比亚迪微电子等为代表的国内厂商日渐崛起。

- **盈利预测和投资评级：**公司长期致力于 IGBT、快恢复二极管、SiC 等功率芯片的设计和工艺以及 IGBT、SiC 等功率模块的设计、制造和测试。公司募投项目有助于突破产能瓶颈、丰富产品线，强化在功率半导体产业布局，在下游市场高景气及国产替代加速背景下，将充分受益。暂不考虑增发对公司业绩及股本的影响，我们维持盈利预测不变，预计 2020-2022 年归母净利润分别为 1.97/2.67/3.58 亿元，对应 EPS 分别为 1.23/1.67/2.24 元/股，对应当前 PE 估值分别为 203/150/112 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**下游需求不及预期风险；产品研发不及预期风险；产品导入不及预期风险；募投项目不及预期风险；增发进展不及预期风险。

预测指标	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入（百万元）	779	994	1302	1701
增长率(%)	15%	27%	31%	31%
归母净利润（百万元）	135	197	267	358
增长率(%)	40%	46%	35%	34%
摊薄每股收益（元）	1.13	1.23	1.67	2.24
ROE(%)	24.32%	27.22%	28.08%	28.51%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：斯达半导盈利预测表（暂不考虑增发对公司业绩及股本的影响）

证券代码:	603290.SH				股价:	250.18	投资评级:	买入		日期:	2021-03-02
财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	每股指标与估值	2019	2020E	2021E	2022E		
盈利能力					每股指标						
ROE	24%	27%	28%	29%	EPS	1.13	1.23	1.67	2.24		
毛利率	31%	32%	32%	33%	BVPS	4.66	4.55	5.96	7.87		
期间费率	7%	7%	7%	5%	估值						
销售净利率	17%	20%	21%	21%	P/E	221.92	202.98	149.83	111.81		
成长能力					P/B	53.64	55.04	41.94	31.80		
收入增长率	15%	27%	31%	31%	P/S	38.52	40.29	30.75	23.53		
利润增长率	40%	46%	35%	34%							
营运能力					利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E		
总资产周转率	0.91	0.94	0.98	1.02	营业收入	779	994	1302	1701		
应收账款周转率	3.58	5.21	6.08	6.64	营业成本	541	680	886	1148		
存货周转率	2.74	2.81	2.92	3.04	营业税金及附加	4	5	7	9		
偿债能力					销售费用	15	17	22	29		
资产负债率	35%	32%	28%	25%	管理费用	24	30	39	51		
流动比	2.77	3.24	3.81	4.46	财务费用	10	(10)	(12)	(17)		
速动比	1.79	2.20	2.66	3.22	其他费用/（-收入）	1	(61)	(76)	(101)		
资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E	营业利润	145	210	284	381		
现金及现金等价物	94	263	419	623	营业外净收支	(0)	0	0	0		
应收款项	218	191	214	256	利润总额	145	210	284	381		
存货净额	197	244	306	380	所得税费用	9	13	17	23		
其他流动资产	52	60	78	102	净利润	136	198	267	358		
流动资产合计	561	757	1017	1362	少数股东损益	1	0	0	0		
固定资产	245	250	254	258	归属于母公司净利润	135	197	267	358		
在建工程	18	18	18	18	现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E		
无形资产及其他	27	26	25	25	经营活动现金流	88	237	234	292		
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	136	198	267	358		
资产总计	860	1061	1325	1673	少数股东权益	1	0	0	0		
短期借款	85	85	85	85	折旧摊销	28	36	36	37		
应付款项	95	122	154	190	公允价值变动	0	0	0	0		
预收帐款	2	5	7	9	营运资金变动	(76)	(58)	(137)	(179)		
其他流动负债	21	21	21	21	投资活动现金流	(49)	(5)	(4)	(4)		
流动负债合计	203	233	267	305	资本支出	(30)	(5)	(4)	(4)		
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	0	0	0	0		
其他长期负债	102	104	107	112	其他	(19)	0	0	0		
长期负债合计	102	104	107	112	筹资活动现金流	130	(30)	(40)	(54)		
负债合计	304	337	374	417	债务融资	(7)	0	0	0		
股本	120	160	160	160	权益融资	0	0	0	0		
股东权益	556	724	951	1256	其它	137	(30)	(40)	(54)		
负债和股东权益总计	860	1061	1325	1673	现金净增加额	169	202	189	235		

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【电子元器件组介绍】

吴吉森，电子行业首席分析师。武汉大学金融学硕士，4年证券研究从业经验，2年通信行业经验，专注于科技行业投资机会挖掘以及研究策划工作。曾就职于中泰证券、新时代证券，2020年5月加入国海证券，2018年水晶球、第一财经第一名研究团队核心成员，2019年东方财富百强分析师电子行业第三名。

何昊，研究助理，复旦大学管理学硕士，2020年8月加入国海证券研究所，主要覆盖半导体产业链。

【分析师承诺】

吴吉森，本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。本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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。