

## 行业景气度影响 Q1 表现，基本面有望

## 迎来积极变化，长期仍看好

### 事件

扬杰科技预告 2019 年一季度归母净利润为 3187-3825 万元，较去年同期增长-50%~-40%，低于市场预期。报告期内预计非经常损益影响净利润约 800-900 万元。

### 简评

#### 一、需求乏力拖累产能稼动率，布局新品导致费用提升

扬杰科技 2019Q1 净利润增速同比下降，主要与中美贸易摩擦、宏观经济波动以及新品和渠道投入有关。(1) 2019Q1 下游终端需求虽然较 2018Q4 略有恢复，但整体依然乏力。下游客户进出口需求被抑制，考虑到功率器件下游应用广泛，加上 2018Q1 景气度较高，较难实现 2019Q1 订单同比大幅增长；细分应用领域看，消费类、MOSFET、晶圆外卖等受下游需求拖累较大。(2) 2018 年公司 4 寸线有 20 万片/月，6 寸线有 2 万片/月的新增产能开出，但下游订单从 18Q3 开始乏力，导致公司晶圆产线稼动率无法达到理想水平，拖累利润表现。(3) MOSFET/IGBT/小信号/SiC 等项目正大力布局，资本投入较大，研发费用和固定折旧同比增长加快，行业景气度对新品放量也有一定影响。(4) 公司大力布局海内外销售网络，销售费用同比增长较快。

#### 二、基本面迎来积极变化，下半年有望逐步恢复

从 2018Q3 以来，公司采取加大销售渠道布局，积极抢占市场份额等策略，来应对下游需求疲软，营收增速保持较好，利润端有所拖累。中短期看公司基本面有望迎来积极变化：(1) 公司 3 月份较 1/2 月的需求和订单环比有所改善，Q2 乃至下半年的季度恢复值得期待，有望带动稼动率回升。(2) 2019Q1 公司营收占比分别约 20%和 23%的光伏二极管、MCC 业务，营收实现了同比约 10%-15%正增长，光伏/MCC 两块业务表现坚挺，有望贯穿全年。(3) 无锡中环封装基地将在 2019Q2 量产，小信号封装产能提升；宜兴杰芯 6 寸晶圆线在 2019 年也有望扭亏；规划的 8 寸晶圆线新建也正在前期准备中，2020 年有望通线，届时将实现沟槽 SBD/MOS/IGBT 等高端产品晶圆自制。

#### 三、行业景气度中短期有望改善，公司长期逻辑清晰

虽然行业大环境下需求疲弱，但光伏行业景气度向好，海外装机需求强劲，本土需求稳健，2019 年全球装机容量增速预计超 10%，公司光伏二极管市占率全球第一（约 30%），向上动能确定。其他类别功率器件在贸易摩擦逐渐缓和，以及国内刺激经济等背景下，有望逐步恢复，下半年需求向好。公司在销售/封装/晶圆制造/硅片环节 IDM 能力依然具备竞争优势，产品线从二极管整流桥，往小信号/MOS/IGBT 等中高端领域延伸的思路依然清晰，继续看好功率器件国产替代加速下扬杰的长期成长逻辑。

## 扬杰科技 (300373)

调低

增持

黄瑜

0755-82521369

huangyu@csc.com.cn

执业证书编号：S1440517100001

研究助理 季清斌

0755-23953843

jiqingbin@csc.com.cn

发布日期：2019 年 04 月 10 日

当前股价：18.97 元

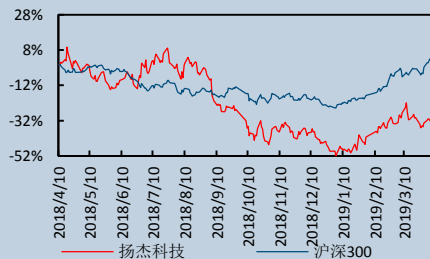
目标价格 6 个月：19.8 元

### 主要数据

#### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	-7.91/-19.34	27.57/-4.81	-34.0/-39.78
12 月最高/最低价 (元)			32.49/13.54
总股本 (万股)			47,226.3
流通 A 股 (万股)			29,305.75
总市值 (亿元)			89.59
流通市值 (亿元)			55.59
近 3 月日均成交量 (万)			1,341.33
主要股东			
江苏扬杰投资有限公司			41.61%

### 股价表现



### 相关研究报告

19.02.28	扬杰科技:18 年快报: 理财计提影响利润表现, 看好 19 年基本面拐点向上
19.01.23	扬杰科技:18 年业绩预告点评: 经营业绩稳健向好, 计提减值符合预期
18.10.31	扬杰科技:三季报基本符合预期, 小信号与 MOSFET 等增量业务值得期待

#### 四、持续推荐，给予“增持”评级

预计 2018-2020 年的归母净利润为 1.95 亿元/3.11 亿元/4.00 亿元，EPS 为 0.41 元/0.66 元/0.85 元，对应 PE 为 46/29/22X，以 2019 年 30xPE 给予 6 个月目标价 19.8 元，给予“增持”评级。

#### 预测和比率

基本指标	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	0.564	0.413	0.658	0.847
BVPS	4.80	5.15	5.71	6.43
PE	33.63	45.93	28.84	22.41
PEG	2.32	3.17	1.99	1.55
PB	3.95	3.68	3.32	2.95
EV/EBITDA	22.78	23.68	16.15	12.77
ROE	11.75%	8.02%	11.52%	13.16%

**风险提示：**全球贸易摩擦、宏观经济波动与政策变化抑制下游消费需求；功率器件下游客户拓展不及预期；产能爬坡和良率问题造成业绩波动；新品布局前期投入造成费用上升等。

**财务报表预测**
**利润表（百万元）**

	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>1470</b>	<b>1852</b>	<b>2137</b>	<b>2662</b>
营业成本	947	1259	1449	1781
<b>毛利</b>	<b>523</b>	<b>592</b>	<b>688</b>	<b>881</b>
%营业收入	35.6%	32.0%	32.2%	33.1%
营业税金及附加	7	9	11	13
%营业收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	64	94	94	109
%营业收入	4.3%	5.1%	4.4%	4.1%
管理费用	172	226	252	306
%营业收入	11.7%	12.2%	11.8%	11.5%
财务费用	16	12	13	21
%营业收入	1.1%	0.6%	0.6%	0.8%
资产减值损失	15	85	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	48	53	33	23
<b>营业利润</b>	<b>297</b>	<b>219</b>	<b>351</b>	<b>454</b>
%营业收入	20.2%	11.8%	16.4%	17.1%
营业外收支	8	7	8	8
<b>利润总额</b>	<b>310</b>	<b>226</b>	<b>359</b>	<b>462</b>
%营业收入	21.1%	12.2%	16.8%	17.4%
所得税费用	43	31	50	64
净利润	267	194	310	399
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>266.6</b>	<b>195.1</b>	<b>310.8</b>	<b>400.0</b>
少数股东损益	1	-1	-1	-1
<b>EPS（元/股）</b>	<b>0.56</b>	<b>0.41</b>	<b>0.66</b>	<b>0.85</b>

**现金流量表（百万元）**

	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>245</b>	<b>138</b>	<b>390</b>	<b>392</b>
取得投资收益收回现金	47	45	25	15
长期股权投资	-2	0	0	0
无形资产投资	0	-20	-20	-20
固定资产投资	-329	-538	-421	-513
其他	246	0	0	0
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-85</b>	<b>-513</b>	<b>-416</b>	<b>-518</b>
债券融资	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
银行贷款增加（减少）	263	-27	114	260
筹资成本	70	-41	-59	-81
其他	-140	0	0	0
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>193</b>	<b>-68</b>	<b>55</b>	<b>179</b>
<b>现金净流量</b>	<b>353</b>	<b>-444</b>	<b>28</b>	<b>53</b>

**资产负债表（百万元）**

	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	629	185	214	266
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	475	598	689	859
存货	217	288	331	407
预付账款	8	11	13	16
其他流动资产	519	705	762	914
<b>流动资产合计</b>	<b>2075</b>	<b>2073</b>	<b>2340</b>	<b>2875</b>
可供出售金融资产	234	234	234	234
持有至到期投资	0	-85	-85	-85
长期股权投资	20	28	36	44
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	777	1164	1384	1641
无形资产	50	67	83	98
商誉	103	103	103	103
递延所得税资产	9	12	0	0
其他非流动资产	22	22	22	22
<b>资产总计</b>	<b>3289</b>	<b>3617</b>	<b>4116</b>	<b>4931</b>
短期贷款	355	728	841	1101
应付款项	521	693	797	980
预收账款	3	3	4	5
应付职工薪酬	41	54	62	76
应交税费	10	8	12	15
其他流动负债	49	66	71	87
<b>流动负债合计</b>	<b>978</b>	<b>1552</b>	<b>1788</b>	<b>2265</b>
长期借款	0	-400	-400	-400
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	11	0	0	0
其他非流动负债	26	26	26	26
<b>负债合计</b>	<b>1016</b>	<b>1178</b>	<b>1414</b>	<b>1891</b>
归属于母公司所有者权益	2269	2435	2699	3039
少数股东权益	5	4	3	2
<b>股东权益</b>	<b>2273</b>	<b>2439</b>	<b>2702</b>	<b>3040</b>
<b>负债及股东权益</b>	<b>3289</b>	<b>3617</b>	<b>4116</b>	<b>4931</b>
<b>基本指标</b>				
EPS	0.564	0.413	0.658	0.847
BVPS	4.80	5.15	5.71	6.43
PE	33.63	45.93	28.84	22.41
PEG	2.32	3.17	1.99	1.55
PB	3.95	3.68	3.32	2.95
EV/EBITDA	22.78	23.68	16.15	12.77
ROE	11.7%	8.0%	11.5%	13.2%

## 分析师介绍

**黄瑜：**电子行业首席分析师，执业证书编号：S1440517100001。复旦大学硕士，7年电子行业研究经验。2014年新财富第二名，水晶球第一名上榜。善于挖掘长期成长型的行业与个股，2017年加入中信建投电子团队。

## 研究助理

**季清斌：**电子行业研究助理。北京大学物理学博士，半导体光电领域6年科研经验。专注于半导体、安防、LED、激光器、射频及功率器件等领域研究。2017年加入中信建投电子团队。

## 研究服务

### 保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn  
郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn  
郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn  
张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn  
高思雨 010-8513-0491 gaosiyu@csc.com.cn  
张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

### 北京公募组

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn  
任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn  
黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn  
赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn  
杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn  
杨洁 010-86451428 yangjiezs@csc.com.cn

### 创新业务组

高雪 -64172825 gaoxue@csc.com.cn  
杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn  
黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn  
王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn

### 上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn  
黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn  
戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn  
翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn  
李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn  
范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn  
李绮绮 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn  
薛姣 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn  
许敏 021-68821600-828 xuminzgs@csc.com.cn

### 深广销售组

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn  
许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn  
程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn  
曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn  
廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn  
陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

## 评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

## 重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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。

股市有风险，入市需谨慎。

## 中信建投证券研究发展部

### 北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）  
电话：(8610) 8513-0588  
传真：(8610) 6560-8446

### 上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）  
电话：(8621) 6882-1612  
传真：(8621) 6882-1622

### 深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）  
电话：(0755) 8252-1369  
传真：(0755) 2395-3859