

表 1：重组前后公司股权情况

	重组前股份比例	重组后股份比例
公司实控人及其一致行动人	29.96%	15.64%
云南省城投及其一致行动人	12.85%	10.07%
鹏欣智澎及其一致行动人	--	6.74%
上海矽胤及其一致行动人	5.51%	3.70%
华富瑞兴及其一致行动人	--	1%
格力电器及其一致行动人	--	10.51%
国联集成电路	--	9.96%
港盛建设	--	3.32%
智则兆纬	--	0.27%
德信盛弘	--	1.38%
配套融资方	--	10.44%
其他股东	51.68%	26.98%
合计	100.00%	100.00%
	重组前	重组后
总股本（亿股）	6.37	12.21

资料来源：闻泰科技公告，中信证券研究部

安世半导体为原 NXP（恩智浦）标准产品部门，2017 年收入 94 亿元，归母净利润约 8.2 亿元。安世半导体于 2017 年从 NXP 独立出来，并由国内建广资本以 27.5 亿美元收购，收购资产包括设计部门，英国和德国的两座晶圆制造厂和中国、马来西亚、菲律宾的三座封测厂，荷兰的恩智浦工业技术设备中心，以及标准产品业务的全部相关专利和技术储备。公司主营业务为逻辑、分立器件以及 MOSFET，业务模式为 IDM（Integrated Device Manufacture，集成器件制造），覆盖半导体设计、制造、封测的全部环节，2016/17 年实现营收 77/94 亿元，归母净利润 8.0/8.2 亿元。

表 2：建广资本与 NXP 三次资本合作

时间	标的公司	主营业务	备注
2016.1	瑞能半导体	二极管、三极管、可控硅以及碳化硅二极管等	建广（51%）与 NXP（49%）成立的合资公司
2015.11	Ampleon（NXP 原射频业务部门）	移动通信基站中的射频功率放大器，以及航天、照明、能量传输等无线传输领域的射频功率器件	建广资本以 18 亿美元收购
2016.6	安世半导体（NXP 原标准产品业务）	逻辑器件、分立器件和 MOSFET 器件	建广资本和智路资本以 27.5 亿美元收购

资料来源：Wind，中信证券研究部

表 3：建广资本收购安世半导体资产情况

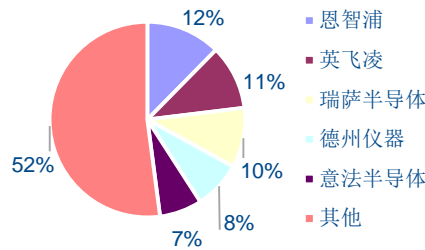
产业链环节	部门	主要业务
设计	设计部门	半导体设计
制造	德国汉堡厂	每月产能超 35,000 片晶圆（8 英寸当量），主要指向小信号和二极分管分立式器件。
	曼彻斯特厂	主要生产 6 英寸 TrenchMOS，产品指向功率 MOSFET 吗，目前每月产能 24,000 片晶圆（8 英寸当量）。
封测	广东厂	全球规模最大的小信号组件工厂，年产量超过 500 亿件。支持高功率和中等功率 SMD 封装，以及 DFN 和晶圆级选项。
	马来西亚厂	主要为多引脚和高度多元化封装，年产量超 200 亿小信号和二极分管器件。支持日式 SMD、FlatPower 及 XSON 封装。
	菲律宾厂	支持贴片粘合/功率封装功能（TO-220、DPAK、D2PAK、LFAK），年产品量约 10 亿件产品。

资料来源：安世半导体官网，中信证券研究部

安世产品定位功率半导体，下游行业聚焦涵盖汽车、工业、消费电子。公司业务方向主要为功率半导体器件，根据 WSTS 数据，2018 年市场规模约为 230 亿美元市场，其中晶体管约为 150 亿美元（细分 MOSFET 约为 60 亿美元），二极管约为 40 亿美元。公司产品主要包括逻辑器件（20 亿元）、分立器件（55 亿元）、MOSFET（20 亿元）等。此外，根据 IHS 数据，2017 年 NXP 在车用半导体领域市场占比达到 12%，为全球首位，而公司承接产品下游正是以汽车为主要应用，看好公司未来在汽车领域的持续增长。总体来看，公司目前标准

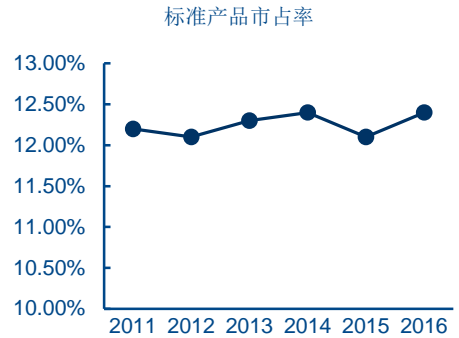
产品（分立器件+车用功率 MOSFET+逻辑器件）年出货量在 850 亿件，全球市占率在 12% 左右。

图 2：2017 年车用半导体市场份额



资料来源：IHS，中信证券研究部

图 3：安世半导体标准产品市占率



资料来源：安世半导体官网，中信证券研究部

ODM 和功率器件龙头强强联合，整合消费电子上下游，拓展汽车电子新领域。 闻泰为国内移动通讯终端设备 ODM 龙头，根据 IHS 数据，2017 年 ODM 手机出货量位居全球第一达 8400 万部，市占率超 10%，下游客户包括小米、华为等国内一线手机厂商。闻泰之于安世，可以协助安世拓展消费电子领域的产品应用，打通上下游产业链。安世之于闻泰，公司通过并购快速获得海外龙头半导体公司的核心技术和工艺，提升我国在高端半导体产品领域的竞争力。同时公司通过安世切入下游 2000 亿汽车半导体领域，提前布局自动驾驶、无人驾驶等先进技术，为公司下一轮业务增长打下坚实基础。

表 4：2017 年智能手机 ODM 厂商出货量

ODM 厂商	2017 年出货 (百万部)	主要客户
闻泰	83.7	小米、华为、联想
华勤	79.1	华为、小米、联想
龙旗	34.2	小米、联想、华为
Wind	17.3	魅族、联想、华硕
TINNO	15.4	Wiko、Sugar、MMX
Ragentek	8.1	
Chino	5.9	华为、联想
CK	4.8	
Arima	2.7	Sony、LG
CCI	2.6	Sony

资料来源：IHS，中信证券研究部

风险因素：

收购事项后续进展具有不确定性；行业竞争加剧导致产品毛利、价格下滑；业务整合不及预期；汽车电子发展不及预期；消费电子领域需求不及预期。

投资建议：

公司是全球智能手机 ODM 领域龙头企业，市占率超 10%，同时通过收购安世半导体 79.97% 股权布局半导体领域。公司通过 ODM 业务和半导体新业务打通消费电子产业上下游，拓宽收购公司产品下游应用，此外借助安世切入 2000 亿车用半导体市场，助力上市公司新一轮成长动力。我们预测公司 2018/19/20 年 EPS 为 -0.28/0.16/0.18 元，假设 2019 年安世收购完成并表，则 2019/20 年备考 EPS 为 0.82/0.94 元。公司目前已就收购事宜已发布交易预案（修订稿），我们根据备考 EPS 进行估值，参考国内半导体领域龙头厂商 2019 年估值水平：中芯国际（33x）、北方华创（46x）、圣邦股份（53x），功率半导体厂商估值

水平：扬杰科技（28x）、士兰微（38x），考虑公司若收购成功将成为国内功率半导体领域绝对龙头，给予目标公司 2019 年 PE45 倍，对应目标价 36.9 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 5：闻泰科技财务数据

项目/年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	13,416.91	16,916.23	14,889.38	16,033.03	17,563.66
营业收入增长率	1773.84%	26.08%	-11.98%	7.68%	9.55%
净利润(百万元)	47.98	329.39	-176.59	103.59	112.55
净利润增长率	N/A	586.50%	-153.61%	N/A	8.65%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.08	0.52	-0.28	0.16	0.18
毛利率%	8.02%	8.98%	7.00%	7.00%	6.93%
净资产收益率(ROE,%)	1.11%	9.31%	-5.27%	2.99%	3.15%
每股净资产 (元)	8.01	5.75	5.50	5.67	5.85
PE (倍)	401	62	-116	197	181
PB (倍)	4	6	6	6	5
备考 EPS (元)	0.08	0.52	-0.28	0.82	0.94
备考 PE (倍)	401	62	-116	39	34

资料来源：中信证券量化投资分析系统

注：股价为 2018 年 12 月 3 日收盘价

利润表（百万元）

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	13,417	16,916	14,889	16,033	17,564
营业成本	12,341	15,398	13,847	14,911	16,346
毛利率	8.02%	8.98%	7.00%	7.00%	6.93%
营业税金及附加	46	117	74	82	100
销售费用	112	141	119	128	141
营业费用率	0.83%	0.84%	0.80%	0.80%	0.80%
管理费用	666	814	744	742	790
管理费用率	4.96%	4.81%	5.00%	4.63%	4.50%
财务费用	63	110	230	68	76
财务费用率	0.47%	0.65%	1.54%	0.43%	0.43%
投资收益	12	74	0	0	0
营业利润	187	381	-140	123	134
营业利润率	1.40%	2.25%	-0.94%	0.77%	0.76%
营业外收入	69	6	6	6	6
营业外支出	5	7	3	4	5
利润总额	251	379	-137	124	134
所得税	60	44	14	19	20
所得税率	23.78%	11.63%	-10.00%	15.00%	15.00%
少数股东损益	144	5	26	2	2
归属于母公司股东的净利润	48	329	-177	104	113
净利率	0.36%	1.95%	-1.19%	0.65%	0.64%

现金流量表（百万元）

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	251	379	-137	124	134
所得税支出	-60	-44	-14	-19	-20
折旧和摊销	221	260	103	108	112
营运资金的变化	430	542	1,926	-2,340	1,100
其他经营现金流	-552	256	244	47	54
经营现金流合计	291	1,394	2,122	-2,080	1,380
资本支出	-286	-190	-100	-50	-50
投资收益	12	74	0	0	0
其他投资现金流	-267	-855	-920	0	0
投资现金流合计	-540	-971	-1,020	-50	-50
发行股票	3	0	0	0	0
负债变化	1,046	2,971	140	1,058	-1,174
股息支出	-510	-13	-13	7	-4
其他融资现金流	-237	-3,357	-230	-68	-76
融资现金流合计	302	-399	-102	996	-1,254
现金及现金等价物净增加额	52	24	1,000	-1,134	77

资料来源：中信证券量化投资分析系统

资产负债表（百万元）

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	478	936	1,936	802	878
存货	4,543	3,186	4,351	4,415	3,560
应收账款	2,575	1,991	3,425	3,527	2,635
其他流动资产	909	1,438	852	888	910
流动资产	8,505	7,551	10,563	9,632	7,983
固定资产	1,392	1,048	1,044	987	924
长期股权投资	338	345	1,265	1,265	1,265
无形资产	287	425	425	425	425
其他长期资产	2,357	1,547	1,547	1,547	1,547
非流动资产	4,374	3,364	4,281	4,223	4,161
资产总计	12,880	10,915	14,844	13,855	12,144
短期借款	425	859	879	1,936	763
应付账款	3,355	2,349	4,154	3,430	2,942
其他流动负债	3,037	4,000	6,147	4,712	4,552
流动负债	6,817	7,207	11,180	10,078	8,257
长期借款	849	0	0	0	0
其他长期负债	107	42	162	162	162
非流动性负债	956	42	162	162	162
负债合计	7,773	7,250	11,342	10,241	8,419
股本	637	637	637	637	637
资本公积	3,492	2,382	2,382	2,382	2,382
归属于母公司所有者权益合计	4,326	3,539	3,349	3,460	3,568
少数股东权益	781	127	153	155	157
股东权益合计	5,107	3,666	3,502	3,615	3,725
负债股东权益总计	12,880	10,915	14,844	13,855	12,144

主要财务指标

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入增长率	1773.84%	26.08%	-11.98%	7.68%	9.55%
营业利润增长率	N/A	103.15%	-136.74%	N/A	8.82%
净利润增长率	N/A	586.50%	-153.61%	N/A	8.65%
毛利率	8.02%	8.98%	7.00%	7.00%	6.93%
EBITDA Margin	1273.47%	50.06%	-77.57%	75.62%	7.55%
净利率	0.36%	1.95%	-1.19%	0.65%	0.64%
净资产收益率	1.11%	9.31%	-5.27%	2.99%	3.15%
总资产收益率	0.37%	3.02%	-1.19%	0.75%	0.93%
资产负债率	60.35%	66.42%	76.41%	73.91%	69.33%
所得税率	23.78%	11.63%	-10.00%	15.00%	15.00%
股利支付率	1062.52%	3.87%	3.87%	3.87%	3.87%

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd. 分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ00001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34、35 及 36 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 071/10/2018。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2018 版权所有。保留一切权利。