

天岳先进 (688234.SH)

产能调整业绩承压，长期受益 SiC 需求放量

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	494	417	1,012	1,499	1,985
增长率 yoy (%)	16.3	-15.6	142.6	48.2	32.4
归母净利润(百万元)	90	-175	34	99	203
增长率 yoy (%)	114.0	-294.8	119.5	190.0	104.6
ROE (%)	4.0	-3.3	0.6	1.8	3.6
EPS 最新摊薄(元)	0.21	-0.41	0.08	0.23	0.47
P/E(倍)	381.2	-195.7	1002.1	345.6	168.9
P/B(倍)	15.4	6.5	6.5	6.4	6.1

资料来源: 长城证券产业金融研究院 注: 股价为 2023 年 4 月 28 日收盘价

事件: 公司 4 月 27 日发布 2022 年年度报告及 2023 年一季报, 2022 年实现营收 4.17 亿元, 同比下降 15.56%; 归母净利润-1.75 亿元, 同比由盈转亏; 扣非净利润-2.58 亿元, 同比由盈转亏。2023 年 Q1 实现营收 1.93 亿元, 同比增长 185.44%, 环比增长 30.86%; 归母净利润-0.28 亿元, 亏损同比收窄 35.67%, 环比收窄 51.37%; 扣非净利润-0.46 亿元, 亏损同比收窄 8.76%, 环比收窄 48.60%。

产能调整初见成效, Q1 业绩改善明显: 2022 年, 公司归母净利润由盈转亏, 业绩与盈利能力均持续承压, 主要原因系疫情及国际形势变化对公司新建产能进度造成不利影响, 公司正调整现有工厂产能, 逐步加大导电型衬底产能产量。在主要产品结构调整过程中, 因产线、设备调整等导致临时性产能下滑, 进而导致了销量、营业收入和综合毛利率的下降。此外, 公司为新建产能投产所招聘的人员数量较大, 导致薪酬支出大幅上升, 对净利润影响较大。2023 年 Q1 公司产能调整初见成效, 导电型产品销量增加助力营收实现快速增长, 同时毛利回升明显, 利润亏损减少。22 年毛利率为 -5.75%, 同比下降 34.18pct; 净利率为 -42.02%, 同比下降 60.23pct。23 年 Q1 毛利率为 12.07%, 同比提升 35.50pct, 环比提升 8.83pct; 净利率为 -14.58%, 同比提升 50.12pct, 环比提升 24.66pct。费用方面, Q1 销售、管理、研发、财务费用率分别为 1.14%/18.40%/20.09%/-1.52%, 同比变动分别为 -4.25/-6.40/-8.42/3.56pct, 整体费用率优化明显。

深耕导电型衬底领域, 加快推进产业化布局: 当下具备大规模量产能力和有效产能仍然是碳化硅衬底行业内主要关注的重点。公司将济南工厂的部分设备从生产半绝缘型产品向生产导电型产品转换, 逐步加大导电型衬底产能产量。同时在公司通过前期持续自主扩径, 制备高品质 8 英寸导电型碳化硅衬底的基础上, 加大技术和工艺突破, 积极布局产业化。公司已实现 6 英寸导电型衬底、6 英寸半绝缘型衬底、4 英寸半绝缘衬底等产品的批量供应, 截至 2022 年末, 济南工厂的产能调整已顺利达到预期目标, 上海临港工厂的建设也取得阶段性成果, 产能调整的负面影响得到缓解, 随着上海临港工厂的投产运行和产能产量的持续提升, 公司营收预计将恢复持续稳定增长。

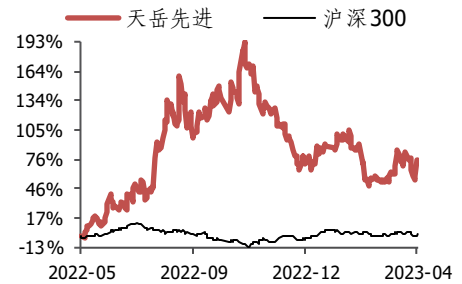
新能源驱动行业快速增长, SiC 需求旺盛助力长远发展: 根据 Yole 报告, 2020

买入 (首次评级)

股票信息

行业	电子
2023 年 4 月 28 日收盘价(元)	80.07
总市值(百万元)	34,406.96
流通市值(百万元)	11,232.08
总股本(百万股)	429.71
流通股本(百万股)	140.28
近 3 月日均成交额(百万元)	197.13

股价走势



作者

分析师 邹兰兰

执业证书编号: S1070518060001

邮箱: zoulalan@cgws.com

相关研究

年 SiC 功率器件的市场规模为 7.31 亿美元，预计 2025 年将增长至 44.67 亿美元，复合年增长率约 43.62%。随着电动汽车、充电桩、新能源发电、储能等行业发展，半导体器件的性能提升需求也日益增长。SiC 衬底需求有望因此获益并快速增长，预计一方面会向 8 英寸 SiC 产品推进，另一方面 6 英寸 SiC 产品仍将在很长一段时间内继续发展。公司在 2022 年 H1 通过了车规级 IATF16949 体系的认证，为公司 SiC 产品进一步开拓全球汽车市场提供了有力保障，加快了产品在下游应用的渗透，并与全球汽车电子知名企业博世集团签署长期协议，为其供应 SiC 衬底片产品，有望为公司营收带来稳定增量。

维持“买入”评级：公司主要从事碳化硅衬底的研发、生产和销售。宽禁带半导体衬底材料在 5G 通信、电动汽车、新能源、国防等领域具有明确且可观的市场前景，是半导体产业重要的发展方向。公司有望受益于新能源市场高景气度带来的碳化硅衬底需求旺盛，导电型衬底扩产助力公司业绩更上新台阶。预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 0.34 亿元、0.99 亿元、2.03 亿元，EPS 分别为 0.08、0.23、0.47 元，PE 分别为 1002X、346X、169X，维持“买入”评级。

风险提示：下游需求不及预期；技术研发不及预期；SiC 渗透率不及预期；产能建设不及预期。

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	990	3314	3056	4255	5217
现金	344	685	1214	1799	2382
应收票据及应收账款	167	152	494	537	774
其他应收款	30	24	102	88	161
预付账款	12	59	58	148	101
存货	386	533	769	1187	1219
其他流动资产	52	1861	420	496	580
非流动资产	1628	2552	4774	6168	7458
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1027	1176	3074	4352	5502
无形资产	254	253	296	315	338
其他非流动资产	347	1123	1404	1501	1617
资产总计	2618	5866	7830	10423	12675
流动负债	124	313	2067	4527	6609
短期借款	0	0	1744	3978	6110
应付票据及应付账款	52	185	183	347	320
其他流动负债	72	128	140	202	180
非流动负债	272	302	478	512	478
长期借款	0	0	191	218	187
其他非流动负债	272	302	287	294	291
负债合计	396	615	2545	5039	7087
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	387	430	430	430	430
资本公积	1904	5065	5065	5065	5065
留存收益	-68	-243	-209	-109	94
归属母公司股东权益	2222	5251	5285	5385	5588
负债和股东权益	2618	5866	7830	10423	12675

现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	111	-59	-440	232	583
净利润	90	-175	34	99	203
折旧摊销	132	143	201	364	507
财务费用	-6	-17	17	121	246
投资损失	0	-2	-1	-1	-1
营运资金变动	-94	-2	-681	-335	-359
其他经营现金流	-12	-5	-11	-16	-13
投资活动现金流	-339	-2780	-982	-1812	-1862
资本支出	336	1034	2427	1756	1798
长期投资	-2	0	0	0	0
其他投资现金流	-1	-1746	1444	-56	-64
筹资活动现金流	-1	3179	208	-69	-271
短期借款	0	0	1744	2234	2132
长期借款	0	0	191	27	-30
普通股增加	0	43	0	0	0
资本公积增加	0	3161	0	0	0
其他筹资现金流	-1	-25	-1726	-2330	-2372
现金净增加额	-230	340	-1215	-1649	-1549

利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	494	417	1012	1499	1985
营业成本	353	441	732	1020	1304
营业税金及附加	4	5	10	17	21
销售费用	10	14	17	26	38
管理费用	57	106	119	145	105
研发费用	74	128	150	157	143
财务费用	-6	-17	17	121	246
资产和信用减值损失	-7	-8	0	1	-7
其他收益	89	52	58	66	59
公允价值变动收益	-0	34	11	15	20
投资净收益	0	2	1	1	1
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	82	-179	36	96	200
营业外收入	2	2	2	2	2
营业外支出	0	0	4	1	2
利润总额	84	-177	33	96	200
所得税	-6	-2	-1	-3	-3
净利润	90	-175	34	99	203
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	90	-175	34	99	203
EBITDA	210	-52	275	609	973
EPS (元/股)	0.21	-0.41	0.08	0.23	0.47

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入 (%)	16.3	-15.6	142.6	48.2	32.4
营业利润 (%)	113.1	-318.7	120.0	167.4	108.7
归属母公司净利润 (%)	114.0	-294.8	119.5	190.0	104.6
获利能力					
毛利率 (%)	28.4	-5.8	27.6	32.0	34.3
净利率 (%)	18.2	-42.0	3.4	6.6	10.2
ROE (%)	4.0	-3.3	0.6	1.8	3.6
ROIC (%)	3.4	-3.5	1.0	2.5	3.9
偿债能力					
资产负债率 (%)	15.1	10.5	32.5	48.3	55.9
净负债比率 (%)	-3.6	-7.6	19.7	51.0	76.4
流动比率	8.0	10.6	1.5	0.9	0.8
速动比率	4.4	8.5	1.0	0.6	0.6
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.1	0.1	0.2	0.2
应收账款周转率	8.2	4.3	6.2	5.2	5.7
应付账款周转率	4.2	3.7	4.0	3.9	3.9
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.21	-0.41	0.08	0.23	0.47
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.26	-0.14	-1.02	0.54	1.36
每股净资产 (最新摊薄)	5.17	12.22	12.30	12.53	13.00
估值比率					
P/E	381.2	-195.7	1002.1	345.6	168.9
P/B	15.4	6.5	6.5	6.4	6.1
EV/EBITDA	162.8	-613.4	127.4	60.1	39.1

资料来源: 长城证券产业金融研究院 注: 股价为 2023 年 4 月 28 日收盘价

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
邮编：518033
传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
邮编：200126
传真：021-31829681
网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
邮编：100044
传真：86-10-88366686