

与意法半导体合资建设碳化硅工厂

核心观点

- **与意法半导体合资建设碳化硅工厂。**6月7日，三安光电通过全资子公司湖南三安与国际半导体巨头意法半导体共同签署合资协议成立合资公司，该公司将由湖南三安控股。双方预计在重庆共同投资32亿美元建设碳化硅芯片工厂，本次合资项目将采用意法半导体的碳化硅专利制造工艺技术，达产后可生产8寸碳化硅晶圆10000片/周。该项目计划于2025年第四季度开始生产，预计将于2028年全面落成。同时，公司将在重庆独资建立一个8英寸碳化硅衬底工厂作为配套，预计投资总额70亿元人民币，首期出资5-10亿元人民币，达产后可生产8寸碳化硅衬底48万片/年。22年湖南三安实现销售收入6.4亿元，同比增长909%。湖南三安作为国内为数不多的碳化硅垂直产业链制造平台，碳化硅产能已达12,000片/月，二期工程将于2023年贯通，达产后配套年产能将达到36万片。公司碳化硅各环节业务顺利推进，衬底已通过几家国际大客户验证。
- **LED行业需求逐步恢复。**22年由于传统LED市场需求低迷，公司传统LED业务同比下降28%，而Mini/Micro LED、植物照明、车用照明、紫外、红外等LED高端产品业务规模进一步扩大，销售收入同比增长47%。今年5月以来多家LED封装企业和终端厂商宣布涨价。TrendForce指出，LED照明等部分市场已步入复苏的阶段，预计第二季度末，行业终端库存有望朝向正常水位发展，并且将带动订单增长。公司LED芯片业务有望受益于行业需求恢复。
- **射频业务客户数量增加。**公司提供射频功放/低噪放、滤波器、SIP封装等差异化解决方案，产品主要应用于手机射频功放、WiFi、物联网等市场，终端客户包含三星、OPPO、VIVO、小米、荣耀、传音等及通讯模块大厂移远、广和通等。公司目前砷化镓射频产能15,000片/月，能够为客户提供高品质的HBT、pHEMT等先进工艺芯片代工服务。氮化镓射频大功率单频产品于22年6月顺利起量，并已导入大功率宽频产品。

盈利预测与投资建议

- 我们预测公司23-25年归母净利润分别为17.9/25.2/31.5亿元（原23-24年预测分别为32.2/42.3亿元，主要根据市场状况下调收入和毛利率预测），根据可比公司23年58倍PE估值，对应目标价20.88元，维持给予买入评级。

风险提示

- 存货减值风险；LED需求不及预期；MiniLED和化合物半导体进展不及预期。

公司主要财务信息

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	12,572	13,222	18,914	22,511	28,023
同比增长(%)	49%	5%	43%	19%	24%
营业利润(百万元)	1,752	858	2,107	2,963	3,707
同比增长(%)	67%	-51%	146%	41%	25%
归属母公司净利润(百万元)	1,313	685	1,791	2,519	3,151
同比增长(%)	29%	-48%	161%	41%	25%
每股收益(元)	0.26	0.14	0.36	0.50	0.63
毛利率(%)	22.2%	17.8%	22.1%	24.0%	24.4%
净利率(%)	10.4%	5.2%	9.5%	11.2%	11.2%
净资产收益率(%)	4.4%	2.0%	4.6%	6.1%	7.3%
市盈率	68	129	50	35	28
市净率	2.9	2.3	2.2	2.1	2.0

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

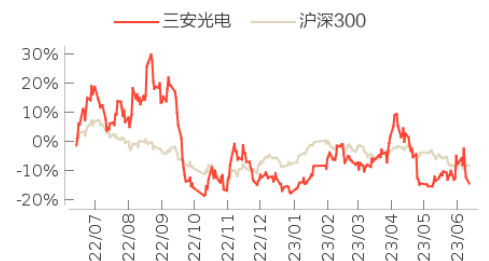
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

投资评级 买入（维持）

股价（2023年06月12日）	17.78元
目标价格	20.88元
52周最高价/最低价	27.6/16.1元
总股本/流通A股（万股）	498,902/407,842
A股市值（百万元）	88,705
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2023年06月14日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-9.19	-1.06	-7.01	-14.13
相对表现	-9.19	1.31	-3.92	-4.82
沪深300	0	-2.37	-3.09	-9.31



证券分析师

证券分析师	蒯剑
	021-63325888*8514
	kuaijian@orientsec.com.cn
	执业证书编号：S0860514050005
	香港证监会牌照：BPT856
证券分析师	李庭旭
	litingxu@orientsec.com.cn
	执业证书编号：S0860522090002

联系人

联系人	杨宇轩
	yangyuxuan@orientsec.com.cn
联系人	韩潇锐
	hanxiaorui@orientsec.com.cn
联系人	张释文
	zhangshiwen@orientsec.com.cn
联系人	薛宏伟
	xuehongwei@orientsec.com.cn

相关报告

Mini LED需求放量，集成电路业务迈上新台阶	2022-07-26
二季度快速增长，存货持续减少	2021-07-30

盈利预测与投资建议

我们预测公司 23-25 年归母净利润分别为 17.9/25.2/31.5 亿元（原 23-24 年预测分别为 32.2/42.3 亿元，主要根据市场状况下调收入和毛利率预测），根据可比公司 23 年 58 倍 PE 估值，对应目标价 20.88 元，维持给予买入评级。

表 1：可比公司估值

公司	代码	最新价格(元)	每股收益 (元)				市盈率			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
		2023/6/12								
中微公司	688012	151.75	1.89	2.31	2.93	3.62	80.19	65.67	51.73	41.91
赛微电子	300456	23.16	-0.10	0.04	0.18	0.40	-231.83	641.55	125.53	58.16
斯达半导	603290	213.05	4.79	6.57	8.85	11.24	44.51	32.44	24.07	18.95
捷捷微电	300623	18.22	0.49	0.64	0.86	1.10	37.33	28.29	21.08	16.57
南大光电	300346	33.93	0.34	0.45	0.55	0.69	98.81	74.88	61.74	49.09
	最大值						98.81	641.55	125.53	58.16
	最小值						-231.83	28.29	21.08	16.57
	平均数						5.80	168.57	56.83	36.94
	调整后平均						54.01	57.67	45.85	36.65

数据来源：Wind、东方证券研究所

表 2：主要财务数据变动分析表

主要财务信息	调整前		调整后	
	2023E	2024E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	21,983	26,577	18,914	22,511
变动幅度			-14.0%	-15.3%
营业利润(百万元)	3,784	4,981	2,107	2,963
变动幅度			-44.3%	-40.5%
归属母公司净利润(百万元)	3,217	4,234	1,791	2,519
变动幅度			-44.3%	-40.5%
每股收益 (元)	0.72	0.95	0.36	0.50
变动幅度			-50.1%	-46.9%
毛利率(%)	27.6%	29.2%	22.1%	24.0%
变动幅度			-5.5%	-5.2%
净利率(%)	14.6%	15.9%	9.5%	11.2%
变动幅度			-5.1%	-4.7%

数据来源：东方证券研究所

表 3：核心假设及盈利预测变动分析表

	调整前		调整后	
	2023E	2024E	2023E	2024E
化合物半导体行业				
销售收入 (百万元)	18,101	22,093	14,988	17,985

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

变动幅度			-17.2%	-18.6%
毛利率	31.5%	33.2%	25.9%	28.1%
变动幅度			-5.6%	-5.1%
其他				
销售收入（百万元）	3,882	4,484	3,926	4,526
变动幅度			1.1%	0.9%
毛利率	9.5%	9.9%	7.7%	7.8%
变动幅度			-1.8%	-2.1%
合计	21,983	26,577	18,914	22,511
变动幅度			-14.0%	-15.3%
综合毛利率	27.6%	29.2%	22.1%	24.0%
变动幅度			-5.5%	-5.2%

数据来源：东方证券研究所

风险提示

存货减值风险；LED 需求不及预期；MiniLED 和化合物半导体进展不及预期。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	3,288	9,526	5,303	4,502	5,605	营业收入	12,572	13,222	18,914	22,511	28,023
应收票据及应收账款	4,769	5,580	7,633	9,085	11,309	营业成本	9,779	10,865	14,729	17,104	21,173
预付账款	568	491	702	835	1,040	营业税金及附加	147	164	227	270	336
存货	4,618	5,807	7,873	9,142	11,317	营业费用	147	167	227	270	336
其他	1,741	731	795	836	898	管理费用及研发费用	1,353	1,348	1,816	2,071	2,522
流动资产合计	14,983	22,135	22,306	24,400	30,169	财务费用	137	377	365	425	525
长期股权投资	399	439	439	439	439	资产减值损失	335	574	523	417	433
固定资产	17,784	22,685	26,056	29,192	31,811	公允价值变动收益	8	15	10	10	10
在建工程	6,693	5,265	6,237	6,724	6,967	投资净收益	133	39	50	30	30
无形资产	4,455	4,852	4,479	4,106	3,733	其他	937	1,077	1,020	970	970
其他	3,208	3,014	3,070	3,191	3,424	营业利润	1,752	858	2,107	2,963	3,707
非流动资产合计	32,538	36,255	40,281	43,651	46,373	营业外收入	20	33	50	50	50
资产总计	47,522	58,389	62,587	68,051	76,542	营业外支出	106	37	50	50	50
短期借款	2,314	3,981	4,000	5,994	9,815	利润总额	1,666	854	2,107	2,963	3,707
应付票据及应付账款	3,517	4,765	6,459	7,501	9,285	所得税	353	169	316	444	556
其他	2,830	2,942	2,879	2,906	2,934	净利润	1,313	685	1,791	2,519	3,151
流动负债合计	8,661	11,687	13,339	16,400	22,033	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	2,600	3,350	3,350	3,350	3,350	归属于母公司净利润	1,313	685	1,791	2,519	3,151
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.26	0.14	0.36	0.50	0.63
其他	5,806	5,406	5,745	6,166	6,628						
非流动负债合计	8,406	8,755	9,095	9,515	9,978	主要财务比率					
负债合计	17,067	20,443	22,433	25,916	32,011		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	0	0	0	0	0	成长能力					
股本	4,479	4,989	4,989	4,989	4,989	营业收入	49%	5%	43%	19%	24%
资本公积	13,832	20,521	21,221	21,221	21,221	营业利润	67%	-51%	146%	41%	25%
留存收益	12,162	12,403	13,944	15,926	18,321	归属于母公司净利润	29%	-48%	161%	41%	25%
其他	(19)	34	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	30,454	37,947	40,154	42,135	44,530	毛利率	22.2%	17.8%	22.1%	24.0%	24.4%
负债和股东权益总计	47,522	58,389	62,587	68,051	76,542	净利率	10.4%	5.2%	9.5%	11.2%	11.2%
						ROE	4.4%	2.0%	4.6%	6.1%	7.3%
						ROIC	4.4%	2.4%	4.4%	5.6%	6.4%
						偿债能力					
						资产负债率	35.9%	35.0%	35.8%	38.1%	41.8%
						净负债率	7.7%	0.0%	9.6%	15.8%	21.0%
						流动比率	1.73	1.89	1.67	1.49	1.37
						速动比率	1.16	1.33	0.99	0.83	0.76
						营运能力					
						应收账款周转率	4.9	4.4	4.7	4.4	4.5
						存货周转率	2.1	1.9	1.9	1.7	1.7
						总资产周转率	0.3	0.2	0.3	0.3	0.4
						每股指标(元)					
						每股收益	0.26	0.14	0.36	0.50	0.63
						每股经营现金流	0.36	0.16	0.57	1.07	1.15
						每股净资产	6.10	7.61	8.05	8.45	8.93
						估值比率					
						市盈率	67.6	129.5	49.5	35.2	28.2
						市净率	2.9	2.3	2.2	2.1	2.0
						EV/EBITDA	24.9	24.2	15.3	12.0	9.9
						EV/EBIT	47.1	72.1	36.0	26.3	21.0

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。