

投资评级 优于大市 维持

签署战略采购意向协议，推动 SiC 器件 车用进程

股票数据

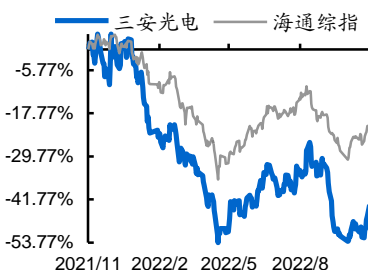
| | |
|---------------|-------------|
| 11月09日收盘价(元) | 20.06 |
| 52周股价波动(元) | 16.10-38.36 |
| 总股本/流通A股(百万股) | 4479/4078 |
| 总市值/流通市值(百万元) | 89856/81813 |

相关研究

《高端 LED 营收同比快速增长，电力电子业务持续突破》2022.08.29

《聚焦集成电路、Mini LED 拓展，产能扩张有望推动营收快速增长》2022.04.28

《Mini LED 芯片重大订单落地，滤波器进入智能机供应链》2022.03.10

市场表现


| 沪深 300 对比 | 1M | 2M | 3M |
|-----------|------|-------|-------|
| 绝对涨幅 (%) | 14.8 | -19.0 | -16.8 |
| 相对涨幅 (%) | 17.1 | -9.7 | -6.2 |

资料来源：海通证券研究所

分析师:郑宏达

Tel:(021)23219392

Email:zhd10834@htsec.com

证书:S0850516050002

分析师:薛逸民

Tel:(021)23219963

Email:xym13863@htsec.com

证书:S0850522080003

投资要点:

- 事件:** 2022年11月8日,公司发布关于《全资子公司签署<战略采购意向协议>的公告》,公司全资子公司湖南三安与需求方签署《战略采购意向协议》。
- 签署战略采购意向协议,奠定碳化硅业务发展基础。** 协议约定供方按照一定的价格向需方提供产品和服务,需方根据实际需求向供方下立采购订单,基于2022年市场价格感知,包含2023年产生的研发业务需求,至2027年预估该金额总数为人民币38亿元(含税)。三安集成本次向需方供应的碳化硅芯片将应用于新能源车主驱,有利于进一步提高公司产品市场占有率,提升公司知名度,为公司碳化硅业务的长远发展奠定坚实基础。
- 持续布局碳化硅产品,推动车用进程。** 2022年9月2日,湖南三安发布了1200V碳化硅MOSFET系列,包含1200V 80mΩ/20mΩ/16mΩ,湖南三安的碳化硅二极管系列已经深入光伏、服务器电源和充电桩等领域的头部企业供应链,累计客户超过600家,已实现国内外客户的大规模出货。湖南三安发布的碳化硅MOSFET系列旨在2023年实现整车和新能源汽车零部件的全面突破。2022年8月,湖南三安与理想汽车合资打造碳化硅功率半导体研发和生产基地在江苏苏州启动建设,建成后将有助于芯片制造与整车应用的全链打通,建立领先优势,确保供应链安全可靠。
- 碳化硅功率半导体市场快速成长。** 根据半导体材料行业分会援引Yole预测,2021年全球碳化硅功率器件的市场规模约为10.9亿美金,而到2027年全球碳化硅功率器件的市场规模将增长至62.97亿美金,年均复合增长率约为34%。根据三安集成官网援引Yole数据显示,碳化硅功率半导体市场在新能源汽车良好发展态势的推动下,将在2025年突破30亿美元,且车用碳化硅功率器件的需求仅占全部碳化硅功率应用需求的60%。对比EV Tank发布的2025年新能源汽车销量预估和碳化硅功率芯片的公开产能数据,保守估计仍有超过219万片的产能缺口。
- 盈利预测及投资评级。** 我们预计公司2022-2024年营业收入分别为140.02/193.93/275.51亿元,2022-2024年公司归母净利润分别为11.79/22.47/36.82亿元,对应EPS分别为0.26/0.50/0.82元/股。基于PE、PB两种估值法,我们认为公司的合理价值区间为25.61~29.27元/股,维持“优于大市”评级。
- 风险提示:** LED芯片价格大幅度下降;行业竞争加剧;公司产能保障不及预期。

主要财务数据及预测

| | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------|--------|-------|--------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 8454 | 12572 | 14002 | 19393 | 27551 |
| (+/-)YoY(%) | 13.3% | 48.7% | 11.4% | 38.5% | 42.1% |
| 净利润(百万元) | 1016 | 1313 | 1179 | 2247 | 3682 |
| (+/-)YoY(%) | -21.7% | 29.2% | -10.2% | 90.5% | 63.9% |
| 全面摊薄EPS(元) | 0.23 | 0.29 | 0.26 | 0.50 | 0.82 |
| 毛利率(%) | 24.3% | 22.2% | 19.2% | 21.9% | 23.6% |
| 净资产收益率(%) | 3.4% | 4.3% | 3.9% | 6.9% | 10.1% |

 资料来源:公司年报(2020-2021),海通证券研究所
 备注:净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

参考行业可比公司估值情况, 基于 PE 估值法, 我们给予公司 2022 年 PE 55-60x, 对应合理价值区间 27.59~30.09 元/股, 基于 PB 估值法, 我们给予公司 2022 年 PB 3.5~4.0x, 对应合理价值区间 25.61~29.27 元/股。综合两种估值方法, 我们认为公司的合理价值区间为 25.61~29.27 元/股, 维持“优于大市”评级。

表 1 可比公司盈利预测与估值表 (PE)

| 代码 | 简称 | EPS (元) | | | PE (倍) | | |
|--------|------|---------|-------|-------|--------|-------|-------|
| | | 2021 | 2022E | 2023E | 2021 | 2022E | 2023E |
| 300373 | 扬杰科技 | 1.50 | 2.22 | 2.81 | 36.4 | 24.6 | 19.5 |
| 300782 | 卓胜微 | 6.43 | 2.85 | 3.52 | 16.1 | 36.3 | 29.4 |
| 300708 | 聚灿光电 | 0.33 | 0.37 | 0.53 | 31.9 | 28.1 | 19.7 |
| | 均值 | 2.75 | 1.81 | 2.28 | 28.1 | 29.6 | 22.8 |
| 600703 | 三安光电 | 0.29 | 0.26 | 0.50 | 68.4 | 76.2 | 40.0 |

资料来源: Wind, 海通证券研究所, 除三安光电外, 其余公司为 wind 一致预期, PE 对应股价为 2022 年 11 月 9 日。

表 2 可比公司盈利预测与估值表 (PB)

| 代码 | 简称 | BPS (元) | | | PB (倍) | | |
|--------|------|---------|-------|-------|--------|-------|-------|
| | | 2021 | 2022E | 2023E | 2021 | 2022E | 2023E |
| 300373 | 扬杰科技 | 9.92 | 12.12 | 14.71 | 5.5 | 4.5 | 3.7 |
| 300782 | 卓胜微 | 22.91 | 14.98 | 17.44 | 4.5 | 6.9 | 5.9 |
| 300708 | 聚灿光电 | 3.04 | 3.42 | 3.97 | 3.4 | 3.0 | 2.6 |
| | 均值 | 11.96 | 10.17 | 12.04 | 4.5 | 4.8 | 4.1 |
| 600703 | 三安光电 | 6.80 | 6.82 | 7.32 | 3.0 | 2.9 | 2.7 |

资料来源: Wind, 海通证券研究所, 除三安光电外, 其余公司为 wind 一致预期, PB 对应股价为 2022 年 11 月 9 日。

财务报表分析和预测

| 主要财务指标 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | 利润表 (百万元) | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 每股指标 (元) | | | | | 营业总收入 | 12572 | 14002 | 19393 | 27551 |
| 每股收益 | 0.29 | 0.26 | 0.50 | 0.82 | 营业成本 | 9779 | 11309 | 15153 | 21058 |
| 每股净资产 | 6.80 | 6.82 | 7.32 | 8.14 | 毛利率% | 22.2% | 19.2% | 21.9% | 23.6% |
| 每股经营现金流 | 0.36 | 1.09 | 1.84 | 2.28 | 营业税金及附加 | 147 | 180 | 233 | 331 |
| 每股股利 | 0.10 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 营业税金率% | 1.2% | 1.3% | 1.2% | 1.2% |
| 价值评估 (倍) | | | | | 营业费用 | 147 | 195 | 252 | 358 |
| P/E | 68.43 | 76.20 | 40.00 | 24.40 | 营业费用率% | 1.2% | 1.4% | 1.3% | 1.3% |
| P/B | 2.95 | 2.94 | 2.74 | 2.46 | 管理费用 | 823 | 993 | 1358 | 1929 |
| P/S | 7.15 | 6.42 | 4.63 | 3.26 | 管理费用率% | 6.5% | 7.1% | 7.0% | 7.0% |
| EV/EBITDA | 42.85 | 19.05 | 13.60 | 9.99 | EBIT | 1732 | 1396 | 2689 | 4289 |
| 股息率% | 0.5% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 财务费用 | 137 | 79 | 142 | 98 |
| 盈利能力指标 (%) | | | | | 财务费用率% | 1.1% | 0.6% | 0.7% | 0.4% |
| 毛利率 | 22.2% | 19.2% | 21.9% | 23.6% | 资产减值损失 | -324 | 0 | 0 | 3 |
| 净利润率 | 10.4% | 8.4% | 11.6% | 13.4% | 投资收益 | 133 | 42 | 58 | 83 |
| 净资产收益率 | 4.3% | 3.9% | 6.9% | 10.1% | 营业利润 | 1752 | 1387 | 2643 | 4332 |
| 资产回报率 | 2.8% | 2.4% | 4.2% | 6.0% | 营业外收支 | -86 | 0 | 0 | 0 |
| 投资回报率 | 3.8% | 3.2% | 5.7% | 8.2% | 利润总额 | 1666 | 1387 | 2643 | 4332 |
| 盈利增长 (%) | | | | | EBITDA | 3981 | 4923 | 6810 | 9029 |
| 营业收入增长率 | 48.7% | 11.4% | 38.5% | 42.1% | 所得税 | 353 | 208 | 396 | 650 |
| EBIT 增长率 | 53.4% | -19.4% | 92.5% | 59.5% | 有效所得税率% | 21.2% | 15.0% | 15.0% | 15.0% |
| 净利润增长率 | 29.2% | -10.2% | 90.5% | 63.9% | 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 偿债能力指标 | | | | | 归属母公司所有者净利润 | 1313 | 1179 | 2247 | 3682 |
| 资产负债率 | 35.9% | 38.0% | 39.0% | 40.7% | | | | | |
| 流动比率 | 1.73 | 1.41 | 1.29 | 1.26 | 资产负债表 (百万元) | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
| 速动比率 | 1.02 | 0.78 | 0.83 | 0.84 | 货币资金 | 3288 | 2405 | 4280 | 7486 |
| 现金比率 | 0.38 | 0.23 | 0.34 | 0.45 | 应收账款及应收票据 | 4557 | 5167 | 5607 | 5872 |
| 经营效率指标 | | | | | 存货 | 4618 | 5434 | 4668 | 5861 |
| 应收账款周转天数 | 68.50 | 70.00 | 55.00 | 40.00 | 其它流动资产 | 2521 | 1482 | 1607 | 1766 |
| 存货周转天数 | 161.62 | 160.00 | 120.00 | 90.00 | 流动资产合计 | 14983 | 14488 | 16162 | 20985 |
| 总资产周转率 | 0.29 | 0.29 | 0.38 | 0.48 | 长期股权投资 | 399 | 490 | 613 | 777 |
| 固定资产周转率 | 0.84 | 0.75 | 0.94 | 1.23 | 固定资产 | 17784 | 19542 | 21582 | 23373 |
| | | | | | 在建工程 | 6693 | 6554 | 6624 | 7125 |
| | | | | | 无形资产 | 4455 | 4953 | 5464 | 5940 |
| | | | | | 非流动资产合计 | 32538 | 34756 | 37538 | 40492 |
| 现金流量表 (百万元) | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | 资产总计 | 47522 | 49243 | 53700 | 61478 |
| 净利润 | 1313 | 1179 | 2247 | 3682 | 短期借款 | 2314 | 3015 | 3715 | 4540 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 应付票据及应付账款 | 3517 | 4474 | 5678 | 8030 |
| 非现金支出 | 2583 | 3527 | 4121 | 4737 | 预收账款 | 648 | 326 | 484 | 917 |
| 非经营收益 | 136 | 141 | 142 | 131 | 其它流动负债 | 2182 | 2495 | 2643 | 3129 |
| 营运资金变动 | -2424 | 41 | 1711 | 1653 | 流动负债合计 | 8661 | 10310 | 12520 | 16616 |
| 经营活动现金流 | 1608 | 4888 | 8221 | 10204 | 长期借款 | 2600 | 2600 | 2600 | 2600 |
| 资产 | -8452 | -5645 | -6742 | -7472 | 其它长期负债 | 5806 | 5806 | 5806 | 5806 |
| 投资 | -156 | 409 | -123 | -164 | 非流动负债合计 | 8406 | 8406 | 8406 | 8406 |
| 其他 | 0 | 62 | 58 | 83 | 负债总计 | 17067 | 18716 | 20926 | 25021 |
| 投资活动现金流 | -8607 | -5174 | -6807 | -7553 | 实收资本 | 4479 | 4479 | 4479 | 4479 |
| 债权募资 | 4236 | 720 | 700 | 825 | 归属于母公司所有者权益 | 30454 | 30527 | 32774 | 36456 |
| 股权募资 | 0 | -662 | 0 | 0 | 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | -2044 | -655 | -239 | -269 | 负债和所有者权益合计 | 47522 | 49243 | 53700 | 61478 |
| 融资活动现金流 | 2192 | -596 | 462 | 556 | | | | | |
| 现金净流量 | -4845 | -883 | 1876 | 3206 | | | | | |

备注: (1)表中计算估值指标的收盘价日期为11月09日; (2)以上各表均为简表

资料来源: 公司年报(2021), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

郑宏达 电子、计算机行业
薛逸民 电子行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：利亚德,易华录,歌尔股份,顺络电子,中颖电子,四维图新,木林森,佳都科技,闻泰科技,浪潮国际,创业慧康,视源股份,芯海科技,航天宏图,立昂微,敏芯股份,传音控股,骏成科技,晶赛科技,云从科技-UW,广联达,用友网络,鼎龙股份,蓝思科技,商汤-W,金溢科技,长川科技,晶晨股份,芯朋微,芯原股份-U

投资评级说明

| | 类别 | 评级 | 说明 |
|--|--------|------|-------------------------------|
| 1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; | 股票投资评级 | 优于大市 | 预期个股相对基准指数涨幅在10%以上; |
| | | 中性 | 预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间; |
| | | 弱于大市 | 预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下; |
| | | 无评级 | 对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。 |
| 2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。 | 行业投资评级 | 优于大市 | 预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上; |
| | | 中性 | 预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间; |
| | | 弱于大市 | 预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。 |

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通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。