

硅片景气度下半年有望回暖

核心观点

- **公司半导体硅片持续扩产：**截止 22 年 11 月，公司已建成的 12 英寸硅片月产能为 18 万片，其中衢州基地 15 万片（5 万片抛光片和 10 万片外延片）、嘉兴基地 3 万片抛光片，在建的 12 英寸月产能为 27 万片，其中衢州基地可转债项目 15 万片外延片和嘉兴基地 12 万片的抛光片。专注于轻掺的嘉兴基地已大规模出货测试片，12 万片抛光片产能预计将于 24 年初建成，并另有 25 万片的月产能规划将视已建产能的爬坡情况适时开始建设。公司在 22 年 12 月发行可转债募集资金 33.9 亿元用于产能扩充。
- **半导体硅片需求平稳，景气下半年有望回暖：**全球第二大半导体硅片厂 SUMCO 在 2 月中旬表示，预计 12 英寸硅片在 1Q23 整体需求仍有轻微的下降，主要是存储，逻辑芯片的部分因客户需求影响，车用需求则依然强劲。研究机构 TECHCET 预测，12 寸硅片月产能将从 22 年的 780 万片提升至 23 年的 800 万片，产能利用率将在 95-96%，23 年硅片出货面积将增长 1%至约 149 亿平方英寸。随着去库存的推进和下半年行业需求回暖，半导体硅片需求有望回暖。
- **功率半导体侧重工控和汽车市场：**公司的功率器件芯片主要包括肖特基二极管和 MOSFET 芯片，已顺利通过博世（Bosch）、大陆集团（Continental）等国际一流汽车电子客户的 VDA6.3 审核认证。在 22 年上半年光伏类产品占功率器件总发货量的 62%，在全球光伏类芯片销售中占比 45%左右；沟槽芯片发货量同比增幅达 194%；FRD 芯片已进入大批量生产阶段。在 22 年 3 季度，光伏芯片的季节性波动和消费电子的需求下滑对公司的芯片出货有所影响。
- **化合物半导体业务有望保持快速增长：**公司通过子公司立昂东芯拓展了化合物半导体业务，为手机芯片设计客户提供化合物半导体制造能力，产品包括智能手机前端发射芯片、WiFi 等无线网络及激光雷达扫描芯片等，预计 22-23 年有望保持快速增长。

盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 22-24 年归母净利润为 7.5、11.2、15.5 亿元（原 22-24 年预测为 9.3、12.9、17.0 亿元，主要受 22 年下半年行业景气度下滑影响，下调开工率和价格预测），考虑到大尺寸硅片国产化率仍处于较低水平，公司未来成长空间广阔，我们选用绝对估值法（FCFF），给予公司 65.04 元目标价，维持买入评级。

风险提示

- 硅片行业景气度不及预期；功率器件下游需求不及预期；国产化进度不及预期；化合物半导体业务拓展不及预期；产能投放与建设不及预期。

公司主要财务信息

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,502	2,541	3,279	4,552	6,015
同比增长(%)	26%	69%	29%	39%	32%
营业利润(百万元)	239	684	855	1,272	1,757
同比增长(%)	38%	186%	25%	49%	38%
归属母公司净利润(百万元)	202	600	753	1,120	1,547
同比增长(%)	58%	197%	25%	49%	38%
每股收益(元)	0.30	0.89	1.11	1.66	2.29
毛利率(%)	35.3%	44.9%	37.5%	40.4%	41.6%
净利率(%)	13.4%	23.6%	23.0%	24.6%	25.7%
净资产收益率(%)	12.0%	12.8%	9.7%	13.1%	16.0%
市盈率	151.4	50.9	40.6	27.3	19.8
市净率	16.5	4.1	3.8	3.4	3.0

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。

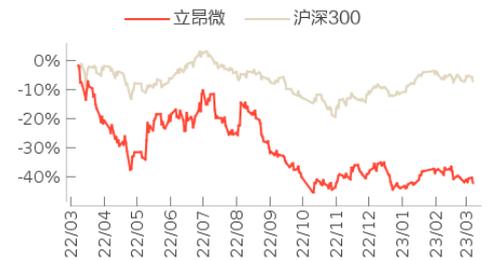
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

投资评级 买入（维持）

股价（2023年03月07日）	43.95元
目标价格	65.04元
52周最高价/最低价	78.16/40.52元
总股本/流通A股（万股）	67,685/50,247
A股市值（百万元）	29,747
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2023年03月08日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-1.46	-5.87	-8.28	-42.2
相对表现	-0.95	-4.76	-10.56	-35.22
沪深300	-0.51	-1.11	2.28	-6.98



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
李庭旭	litingxu@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860522090002

联系人

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

相关报告

12英寸硅片有望快速上量，收购国晶股权推进顺利	2022-03-10
拟控股国晶半导体，轻掺硅片实力有望加强	2022-02-08
受益行业高景气，12英寸硅片有望逐步放量	2022-01-17

盈利预测与投资建议

我们预测公司 22-24 年归母净利润为 7.5、11.2、15.5 亿元（原 22-24 年预测为 9.3、12.9、17.0 亿元，主要受 22 年下半年行业景气下滑影响，下调开工率和价格预测），考虑到大尺寸硅片国产化率仍处于较低水平，公司未来成长空间广阔，我们选用绝对估值法（FCFF），给予公司 65.04 元目标价，维持买入评级。

表 1：绝对估值核心参数假设

	参数假设
所得税税率 T	25.00%
永续增长率 $G_n(\%)$	3.00%
无风险利率 R_f	2.90%
无杠杆影响的 β 系数	0.97
市场收益率 R_m	10.12%
债务比率	15%
债务利率	4.30%
WACC	9.66%

数据来源：Wind、东方证券研究所

表 2：绝对估值敏感性分析表

	65.04	永续增长率 $G_n(\%)$				
		1.50%	2.50%	3.00%	3.50%	4.50%
WACC(%)	7.66%	80.49	93.37	101.87	112.43	143.55
	8.16%	72.72	83.17	89.91	98.09	121.17
	8.66%	66.08	74.67	80.10	86.59	104.24
	9.16%	60.35	67.49	71.94	77.17	90.99
	9.66%	55.35	61.36	65.04	69.32	80.36
	10.16%	50.96	56.06	59.14	62.68	71.65
	10.66%	47.08	51.44	54.04	57.01	64.39
	11.16%	43.63	47.38	49.60	52.11	58.25
	11.66%	40.55	43.79	45.70	47.83	53.00

数据来源：东方证券研究所

风险提示

硅片行业景气度不及预期；功率器件下游需求不及预期；国产化进度不及预期；化合物半导体业务拓展不及预期；产能投放与建设不及预期。

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	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,625	4,237	3,148	1,365	1,805	营业收入	1,502	2,541	3,279	4,552	6,015
应收票据、账款及款项融资	692	1,250	1,612	2,238	2,958	营业成本	972	1,400	2,049	2,711	3,514
预付账款	29	97	125	174	230	营业税金及附加	17	24	30	42	56
存货	516	882	1,291	1,709	2,214	销售费用	9	18	21	29	37
其他	106	158	158	159	160	管理费用及研发费用	169	300	333	458	556
流动资产合计	2,968	6,624	6,336	5,646	7,367	财务费用	94	107	40	68	125
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	63	39	35	35	35
固定资产	2,639	3,953	4,752	6,154	7,617	公允价值变动收益	0	(31)	0	0	0
在建工程	155	1,086	2,007	3,385	3,826	投资净收益	0	0	0	0	0
无形资产	126	50	48	46	43	其他	62	61	85	65	65
其他	488	848	146	144	142	营业利润	239	684	855	1,272	1,757
非流动资产合计	3,407	5,936	6,953	9,729	11,628	营业外收入	3	1	0	0	0
资产总计	6,375	12,561	13,289	15,375	18,996	营业外支出	3	3	0	0	0
短期借款	1,196	945	945	1,700	3,553	利润总额	239	682	855	1,272	1,757
应付票据及应付账款	310	673	984	1,303	1,688	所得税	24	60	75	111	154
其他	116	456	458	460	463	净利润	215	622	780	1,161	1,604
流动负债合计	1,622	2,074	2,387	3,463	5,704	少数股东损益	13	22	28	41	57
长期借款	442	609	609	609	609	归属于母公司净利润	202	600	753	1,120	1,547
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.30	0.89	1.11	1.66	2.29
其他	1,798	1,636	1,522	1,522	1,522						
非流动负债合计	2,241	2,245	2,131	2,131	2,131	主要财务比率					
负债合计	3,863	4,319	4,518	5,594	7,835		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	657	699	727	767	824	成长能力					
实收资本(或股本)	401	457	677	677	677	营业收入	26%	69%	29%	39%	32%
资本公积	726	5,800	5,581	5,581	5,581	营业利润	38%	186%	25%	49%	38%
留存收益	729	1,285	1,786	2,756	4,079	归属于母公司净利润	58%	197%	25%	49%	38%
其他	0	0	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	2,513	8,241	8,770	9,781	11,161	毛利率	35.3%	44.9%	37.5%	40.4%	41.6%
负债和股东权益总计	6,375	12,561	13,289	15,375	18,996	净利率	13.4%	23.6%	23.0%	24.6%	25.7%
						ROE	12.0%	12.8%	9.7%	13.1%	16.0%
						ROIC	7.6%	10.1%	7.9%	10.6%	12.3%
						偿债能力					
						资产负债率	60.6%	34.4%	34.0%	36.4%	41.2%
						净负债率	1.9%	0.0%	0.0%	12.6%	23.7%
						流动比率	1.83	3.19	2.65	1.63	1.29
						速动比率	1.47	2.77	2.11	1.14	0.90
						营运能力					
						应收账款周转率	3.2	4.1	4.1	4.2	4.1
						存货周转率	1.9	1.9	1.9	1.8	1.8
						总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4
						每股指标(元)					
						每股收益	0.30	0.89	1.11	1.66	2.29
						每股经营现金流	0.77	0.96	1.78	1.30	2.12
						每股净资产	2.74	11.14	11.88	13.32	15.27
						估值比率					
						市盈率	151.4	50.9	40.6	27.3	19.8
						市净率	16.5	4.1	3.8	3.4	3.0
						EV/EBITDA	51.8	25.8	23.7	15.9	11.3
						EV/EBIT	84.4	35.6	31.5	21.0	15.0

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 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

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。

本报告仅供本公司的客户使用。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。