

公司研究

签署 38 亿元碳化硅采购协议，碳化硅全产业链龙头地位领先

——三安光电（600703.SH）跟踪报告之四

要点

事件：

2022年11月7日发布关于全资子公司签署《战略采购意向协议》的公告。

点评：

公司全资子公司湖南三安半导体有限责任公司（以下简称“湖南三安”或“供方”）与需求方（以下简称“需方”）签署《战略采购意向协议》。需方（主要从事新能源汽车业务的公司）承诺自2024年至2027年确保向湖南三安每年采购碳化硅芯片，超出部分由双方协商确定。基于2022年市场价格感知（供方提供），包含2023年产生的研发业务需求，预估该金额总数为人民币38亿元（含税）。此协议的签署，进一步表明公司在国内碳化硅芯片领域的领先地位。

公司碳化硅产品主要为高功率密度碳化硅二极管及碳化硅 MOSFET。湖南三安碳化硅产业链包括长晶—衬底制作—外延生长—芯片制备—封装，碳化硅衬底已向多家国际大厂送样验证，已获得客户的验证通过并实现销售。碳化硅二极管产品已覆盖 PFC 电源、车载充电机、光伏逆变器、家电等应用领域，主要客户包括国内某知名客户、威迈斯、弗迪动力（比亚迪）、阳光电源、古瑞瓦特、固德威、上能、德业、维谛、比特、长城、英飞源、科华、英威腾、格力等客户；碳化硅 MOSFET 产品已送样数十家客户验证，代工业务已与龙头新能源汽车配套企业合作；车规级产品与新能源汽车重点客户的合作已取得重大突破，业务合作意向深度及广度不断延伸。

公司其他集成电路业务涉及射频前端、电力电子、光技术等，均按照规划推进产能逐步扩张。截至2022年二季度末，碳化硅射频产能已扩充到12,000片/月、光技术产能2,000片/月、湖南三安电力电子碳化硅产能6,000片/月、电力电子硅基氮化镓产能1,000片/月。

盈利预测、估值与评级：考虑到LED行业处于下行期，我们下调公司2022-2024年营业收入为144.83（业绩下修-15.25%，下同）、211.23（-12.06%）、239.26（-15.23%）亿元，下调公司2022-2024年净利润为16.59（-21.34%）、31.25（-11.15%）、36.61（-14.50%）亿元，对应PE分别为56x、30x、25x。

考虑到公司在SiC领域进展较快，未来受新能源汽车、5G等应用驱动，客户导入顺利，收入规模增长迅速，我们维持“买入”评级。

风险提示：LED芯片价格下行，Mini LED应用、化合物半导体产能不及预期等。

表1：公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	8,454	12,572	14,483	21,123	23,926
营业收入增长率	13.32%	48.71%	15.20%	45.85%	13.27%
净利润（百万元）	1,016	1,313	1,659	3,125	3,661
净利润增长率	-21.73%	29.20%	26.31%	88.44%	17.15%
EPS（元）	0.23	0.29	0.37	0.70	0.82
ROE（归属母公司）（摊薄）	3.43%	4.31%	5.24%	9.14%	9.96%
P/E	91	70	56	30	25
P/B	3.1	3.0	2.9	2.7	2.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-11-07

买入（维持）

当前价：20.60元

作者

分析师：刘凯

执业证书编号：S0930517100002

021-52523849

kailiu@ebsec.com

分析师：于文龙

执业证书编号：S0930522100002

021-52523873

yuwenlong@ebsec.com

市场数据

总股本(亿股)	44.79
总市值(亿元)	922.74
一年最低/最高(元)	16.10/38.18
近3月换手率	98.41%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	17.81	-6.21	-19.82
绝对	18.57	-15.83	-42.22

资料来源：Wind

相关研报

碳化硅全产业链龙头发布 MOSFET 新品，携手理想打造苏州生产基地——三安光电

（600703.SH）跟踪报告之三（2022-09-04）

半导体化合物 22H1 快速增长，Miniled 营收逐步提升——三安光电（600703.SH）跟踪报告之二（2022-08-29）

化合物半导体和 Mini LED 快速增长，国产 LED 龙头蓄力远航——三安光电（600703.SH）投资价值分析报告（2022-07-12）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	8,454	12,572	14,483	21,123	23,926
营业成本	6,385	9,779	10,741	14,836	16,586
折旧和摊销	1,776	2,106	2,034	2,443	2,702
税金及附加	105	147	174	232	215
销售费用	148	147	217	368	359
管理费用	673	823	956	1,432	1,522
研发费用	406	530	724	1,267	1,077
财务费用	84	137	-1	174	225
投资收益	0	133	20	20	20
营业利润	1,046	1,752	1,885	3,511	4,307
利润总额	1,161	1,666	1,885	3,512	4,307
所得税	144	353	226	386	646
净利润	1,016	1,313	1,659	3,125	3,661
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	1,016	1,313	1,659	3,125	3,661
EPS(元)	0.23	0.29	0.37	0.70	0.82

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1,935	1,608	1,690	1,638	4,824
净利润	1,016	1,313	1,659	3,125	3,661
折旧摊销	1,776	2,106	2,034	2,443	2,702
净营运资金增加	1,539	584	2,957	5,744	2,444
其他	-2,398	-2,395	-4,959	-9,674	-3,983
投资活动产生现金流	-4,575	-8,607	-6,474	-2,605	-1,080
净资本支出	-4,200	-8,452	-6,444	-2,550	-1,050
长期投资变化	122	399	0	0	0
其他资产变化	-498	-554	-31	-55	-30
融资活动现金流	7,566	2,192	5,117	2,627	-3,044
股本变化	401	0	0	0	0
债务净变化	1,129	3,174	5,182	2,053	-2,285
无息负债变化	239	4,590	297	2,924	1,170
净现金流	4,913	-4,845	333	1,660	701

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	24.5%	22.2%	25.8%	29.8%	30.7%
EBITDA 率	42.0%	36.9%	28.8%	30.3%	31.1%
EBIT 率	19.7%	19.0%	14.7%	18.7%	19.8%
税前净利润率	13.7%	13.2%	13.0%	16.6%	18.0%
归母净利润率	12.0%	10.4%	11.5%	14.8%	15.3%
ROA	2.6%	2.8%	3.1%	5.1%	5.8%
ROE (摊薄)	3.4%	4.3%	5.2%	9.1%	10.0%
经营性 ROIC	5.4%	5.4%	4.5%	7.5%	8.6%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	24%	36%	42%	45%	42%
流动比率	3.39	1.73	1.24	1.40	1.75
速动比率	2.52	1.20	0.81	0.93	1.16
归母权益/有息债务	12.13	5.42	2.93	2.66	3.48
有形资产/有息债务	13.77	7.46	4.60	4.45	5.56

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	38,975	47,522	54,212	61,733	63,185
货币资金	7,126	3,288	3,621	5,281	5,981
交易性金融资产	0	613	40	40	40
应收账款	2,301	2,483	3,440	5,017	5,682
应收票据	1,471	2,074	2,172	3,169	3,589
其他应收款 (合计)	24	138	29	42	48
存货	4,162	4,618	5,945	8,301	9,251
其他流动资产	603	1,144	1,297	1,828	2,053
流动资产合计	16,183	14,983	17,081	24,420	27,474
其他权益工具	13	13	13	13	13
长期股权投资	122	399	399	399	399
固定资产	12,078	17,784	21,188	22,061	21,646
在建工程	4,211	6,693	7,645	6,671	5,378
无形资产	4,036	4,455	4,415	4,376	4,338
商誉	94	94	94	94	94
其他非流动资产	1,070	2,051	2,624	2,624	2,624
非流动资产合计	22,792	32,538	37,131	37,313	35,711
总负债	9,303	17,067	22,547	27,524	26,408
短期借款	1,241	2,314	8,201	10,254	7,969
应付账款	1,435	2,726	2,685	3,709	4,146
应付票据	684	792	644	742	663
预收账款	0	648	724	1,056	1,196
其他流动负债	616	790	790	790	790
流动负债合计	4,768	8,661	13,760	17,409	15,733
长期借款	905	2,600	2,600	2,600	2,600
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	2,659	3,826	4,209	5,537	6,097
非流动负债合计	4,535	8,406	8,787	10,115	10,675
股东权益	29,672	30,454	31,665	34,210	36,777
股本	4,479	4,479	4,479	4,479	4,479
公积金	14,507	14,711	14,877	15,190	15,556
未分配利润	10,686	11,282	12,327	14,559	16,761
归属母公司权益	29,672	30,454	31,665	34,210	36,777
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	1.76%	1.17%	1.50%	1.74%	1.50%
管理费用率	7.96%	6.55%	6.60%	6.78%	6.36%
财务费用率	0.99%	1.09%	-0.01%	0.82%	0.94%
研发费用率	4.80%	4.22%	5.00%	6.00%	4.50%
所得税率	12%	21%	12%	11%	15%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.15	0.10	0.13	0.24	0.29
每股经营现金流	0.43	0.36	0.38	0.37	1.08
每股净资产	6.62	6.80	7.07	7.64	8.21
每股销售收入	1.89	2.81	3.23	4.72	5.34

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	91	70	56	30	25
PB	3.1	3.0	2.9	2.7	2.5
EV/EBITDA	26.0	21.5	24.6	16.4	13.7
股息率	0.7%	0.5%	0.6%	1.2%	1.4%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE