

受益行业高景气，12英寸硅片有望逐步放量

核心观点

- 事件：**公司发布 2021 年业绩预告，预计 2021 年度实现归母净利润 5.9 到 6.4 亿元，同比增 192%到 217%，预计 2021 年度实现扣非归母净利润 5.47 到 5.97 亿元，同比增 264%到 297%。
- 硅片行业高景气，公司引领国产替代：**2021 年公司各生产线满负荷运转，销售订单饱满，主要产品产销量大幅提升，同时受益产品售价提升。2022 年硅片价格有望维持涨势：SUMCO 和信越等厂商与客户签订的 2022 年长约中 8 英寸硅片涨幅约 10%，12 英寸硅片涨幅为 15%。公司持续扩大与客户合作规模，8 英寸硅片产销量进一步放大，市场占有率进一步提升；12 英寸硅片客户持续开拓，技术能力已覆盖 14nm 以上技术节点逻辑电路，图像传感和功率器件芯片覆盖所有客户的技术节点且已大规模出货。目前 12 英寸硅片国产化率处于低位，公司在重掺硅片方面技术领先，规划在 2021 年底实现 15 万片/月 12 英寸硅片产能，未来还将进一步扩充产能，有望引领大尺寸硅片国产替代。
- 新能源汽车、光伏带动功率器件业绩提升：**公司功率器件产品主要应用于汽车电子及光伏等领域，2021 年公司车规级功率器件芯片、光伏用旁路二极管控制芯片产销量大幅提升。未来汽车电动化持续带动功率半导体需求提升，光伏装机量提升也带动了配套的功率器件需求，功率器件供不应求，交期持续延长，或进一步涨价。公司细分领域竞争力强，占据光伏专用 SBD 全球 35%份额，长期受益下游需求快速增长，短期还将受益价格上涨带来的盈利能力提升。
- 积极布局化合物半导体，进一步打开成长空间：**GaAs 目前主要应用在射频领域，未来在 3D 深感摄像头、汽车激光雷达等领域的应用亦有望逐步放量。公司子公司立昂芯目前已经拥有 7 万片/年的 GaAs 射频芯片代工制造产能。同时公司的海宁基地也在规划中，预计形成 36 万片/年的产能。

盈利预测与投资建议

- 我们上调公司 21-23 年每股收益预测至 1.30、1.97、2.80 元（原 21-23 年预测为 1.27、1.96、2.80 元，主要上调了功率器件收入预测，下调了 21 年政府补助预测），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 161.03 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

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,192	1,502	2,448	3,905	4,984
同比增长(%)	-2.5%	26.0%	63.0%	59.5%	27.6%
营业利润(百万元)	174	239	694	1,053	1,499
同比增长(%)	-26.5%	37.5%	190.3%	51.6%	42.5%
归属母公司净利润(百万元)	128	202	594	900	1,282
同比增长(%)	-29.1%	57.5%	194.3%	51.4%	42.5%
每股收益(元)	0.28	0.44	1.30	1.97	2.80
毛利率(%)	37.3%	35.3%	43.5%	40.1%	42.8%
净利率(%)	10.8%	13.4%	24.3%	23.0%	25.7%
净资产收益率(%)	8.7%	12.0%	12.6%	11.3%	14.4%
市盈率	419.1	266.0	90.4	59.7	41.9
市净率	35.5	29.0	7.1	6.4	5.7

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。

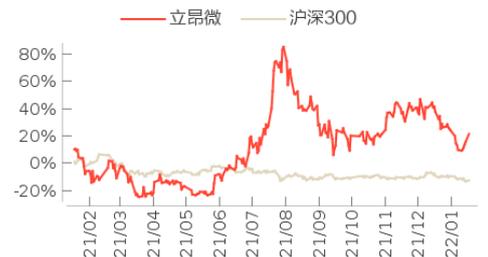
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 买入（维持）

股价（2022年01月17日）	117.46 元
目标价格	161.03 元
52 周最高价/最低价	188.07/70.58 元
总股本/流通 A 股（万股）	45,733/28,276
A 股市值（百万元）	53,718
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2022 年 01 月 17 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	11.23	-11.75	-1.05	21.39
相对表现	9.24	-16.17	3.34	36.63
沪深 300	1.99	4.42	-4.39	-15.24



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
马天翼	021-63325888*6115 matianyi@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860518090001
唐权喜	021-63325888*6086 tangquanxi@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860521070005

联系人

李庭旭	litingxu@orientsec.com.cn
韩潇锐	hanxiaorui@orientsec.com.cn

相关报告

半导体硅片领先企业，功率+射频增添成长动能 2022-01-09

投资建议

我们上调公司 21-23 年每股收益预测至 1.30、1.97、2.80 元（原 21-23 年预测为 1.27、1.96、2.80 元，主要上调了功率器件收入预测，下调了 21 年政府补助预测），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 161.03 目标价，维持买入评级。

图 1：绝对估值核心参数假设

	参数假设
所得税税率 T	25%
永续增长率 Gn(%)	3.00%
无风险利率 Rf	2.81%
无杠杆影响的 β 系数	0.72
市场收益率 Rm	9.40%
债务比率	15%
债务利率	4.65%
WACC	7.50%

数据来源：wind、东方证券研究所

图 2：绝对估值敏感性分析表

		永续增长率 Gn(%)				
		1.50%	2.50%	3.00%	3.50%	4.50%
WACC(%)	161.03					
	5.50%	210.54	273.89	324.57	400.60	780.89
	6.00%	181.86	228.23	263.01	311.70	506.53
	6.50%	159.01	194.11	219.17	252.60	369.60
	7.00%	140.42	167.67	186.41	210.51	287.62
	7.50%	125.01	146.62	161.03	179.05	233.10
	8.00%	112.04	129.48	140.82	154.67	194.27
	8.50%	100.99	115.27	124.35	135.26	165.24
	9.00%	91.47	103.31	110.70	119.44	142.75
9.50%	83.20	93.11	99.21	106.32	124.82	

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	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	658	1,625	3,517	2,273	1,495	营业收入	1,192	1,502	2,448	3,905	4,984
应收票据、账款及款项融资	528	692	1,128	1,799	2,296	营业成本	747	972	1,383	2,340	2,853
预付账款	8	29	47	75	95	营业税金及附加	16	17	27	43	55
存货	430	516	735	1,243	1,516	销售费用	10	9	17	26	31
其他	172	106	111	119	125	管理费用及研发费用	149	169	275	407	509
流动资产合计	1,796	2,968	5,537	5,510	5,527	财务费用	90	94	41	38	65
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	52	63	52	59	32
固定资产	2,169	2,639	5,579	5,755	6,526	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	598	155	870	1,866	3,294	投资净收益	0	0	0	0	0
无形资产	74	126	122	117	113	其他	45	62	42	61	61
其他	119	488	7	5	3	营业利润	174	239	694	1,053	1,499
非流动资产合计	2,961	3,407	6,577	7,743	9,936	营业外收入	3	3	2	0	0
资产总计	4,757	6,375	12,115	13,253	15,463	营业外支出	1	3	1	0	0
短期借款	1,173	1,196	1,196	1,196	2,070	利润总额	176	239	695	1,053	1,499
应付票据及应付账款	391	310	441	747	910	所得税	25	24	70	105	150
其他	110	116	119	124	127	净利润	151	215	626	947	1,349
流动负债合计	1,674	1,622	1,756	2,066	3,107	少数股东损益	23	13	31	47	67
长期借款	502	442	442	442	442	归属于母公司净利润	128	202	594	900	1,282
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.28	0.44	1.30	1.97	2.80
其他	622	1,798	1,670	1,670	1,670						
非流动负债合计	1,124	2,241	2,112	2,112	2,112	主要财务比率					
负债合计	2,798	3,863	3,868	4,178	5,219		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	445	657	689	736	803	成长能力					
实收资本(或股本)	360	401	457	457	457	营业收入	-2.5%	26.0%	63.0%	59.5%	27.6%
资本公积	609	726	5,822	5,822	5,822	营业利润	-26.5%	37.5%	190.3%	51.6%	42.5%
留存收益	545	729	1,279	2,060	3,162	归属于母公司净利润	-29.1%	57.5%	194.3%	51.4%	42.5%
其他	0	0	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	1,959	2,513	8,246	9,075	10,244	毛利率	37.3%	35.3%	43.5%	40.1%	42.8%
负债和股东权益总计	4,757	6,375	12,115	13,253	15,463	净利率	10.8%	13.4%	24.3%	23.0%	25.7%
						ROE	8.7%	12.0%	12.6%	11.3%	14.4%
						ROIC	7.0%	7.6%	9.4%	9.5%	12.0%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	58.8%	60.6%	31.9%	31.5%	33.8%
净利润	151	215	626	947	1,349	净负债率	53.8%	1.9%	0.0%	0.0%	10.3%
折旧摊销	1,051	210	555	835	1,009	流动比率	1.07	1.83	3.15	2.67	1.78
财务费用	90	94	41	38	65	速动比率	0.82	1.47	2.69	2.00	1.23
投资损失	(0)	0	(0)	0	0	营运能力					
营运资金变动	(124)	(338)	(569)	(965)	(661)	应收账款周转率	3.1	3.2	3.4	3.4	3.1
其它	(785)	128	367	59	32	存货周转率	1.9	1.9	2.0	2.1	1.9
经营活动现金流	383	310	1,020	915	1,794	总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
资本支出	(3,263)	(275)	(4,195)	(2,001)	(3,201)	每股指标(元)					
长期投资	(5)	4	0	0	0	每股收益	0.28	0.44	1.30	1.97	2.80
其他	2,184	(433)	0	0	0	每股经营现金流	1.06	0.77	2.23	2.00	3.92
投资活动现金流	(1,084)	(705)	(4,195)	(2,001)	(3,201)	每股净资产	3.31	4.06	16.53	18.23	20.64
债权融资	253	1,082	0	0	0	估值比率					
股权融资	0	157	5,152	0	0	市盈率	419.1	266.0	90.4	59.7	41.9
其他	138	210	(86)	(157)	629	市净率	35.5	29.0	7.1	6.4	5.7
筹资活动现金流	392	1,450	5,067	(157)	629	EV/EBITDA	42.1	101.8	42.9	28.7	21.5
汇率变动影响	(5)	(3)	-0	-0	-0	EV/EBIT	209.6	165.8	75.2	50.7	35.3
现金净增加额	(314)	1,052	1,892	(1,243)	(778)						

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