

加码微波射频芯片，硅片龙头打开盈利新空间

买入|上调

事件：

公司发布公告称，根据公司整体经营发展战略规划，公司与浙江省海宁市人民政府、浙江省海宁经济开发区管理委员会于2020年12月24日在浙江省海宁市签订《关于微波射频集成电路芯片项目投资协议书》，投资项目名称为“微波射频集成电路芯片项目”。为此，公司拟在浙江省海宁经济开发区注册设立海宁立昂东芯微电子有限公司(暂定名，以市场监管部门核定为准)，注册资本为5亿元人民币，专项负责推进、实施所投资项目。

点评：

● 加码微波射频芯片，5G时代打开公司新盈利空间

公司一直将砷化镓射频芯片作为未来重点发展方向之一。此前公司砷化镓射频芯片产线已建成年产3万片产能，计划将于2021年6月底前完成年产7万片的产能建设。公司此次投资将扩大射频芯片生产能力，海宁公司全部建成后将形成年产36万片6英寸砷化镓/氮化镓微波射频集成电路芯片：其中包括年产18万片砷化镓HBT和pHEMT芯片，年产12万片垂直腔面发射激光器VCSEL芯片，年产6万片氮化镓HEMT芯片，预计将于五年内分阶段建设完成。5G时代，射频芯片进入蓬勃发展时期，公司建有“浙江省射频集成电路制造技术省级重点企业研究院”，在此业务领域拥有专业人才团队，研发实力强。随着此次投产建成，公司有望快速提升自身市场占比以及在射频芯片领域市场地位。

● 缺货行情引发上游硅片涨价，行业龙头优先受益

全球硅片市场需求旺盛，处于高景气度周期。目前全球8寸硅片市场在工业、汽车电子以及物联网等下游带动下需求激增，全球市场接近满产，而国内市场因8寸片供不应求导致客户转而选择更小尺寸，6寸硅片产线吃紧，部分厂商5寸、6寸产品已经涨价。12寸市场在5G智能手机渗透率提升，以及AI、数据中心建设带来服务器需求增长的情况下，市场需求火热。在硅片领域，公司具备全系列8英寸硅单晶锭、硅抛光片和硅外延片大批量生产制造能力，同时12寸硅片已进入客户验证阶段，未来即将量产出货。在此次硅片高景气度周期以及涨价热潮下，公司业绩有望高速增长。

● 三大业务共振，公司龙头地位稳固

公司是国内稀缺的具备半导体硅片、分立器件以及射频芯片生产能力的制造企业，形成了一条相对完整的半导体产业链，可以从原材料端进行产品质量控制。同时公司硅片产品尺寸完整，技术积累深厚，工艺水平行业领先，重掺硅片技术位于全球前列，客户优质。在国产替代进程加速进程下，公司作为行业龙头将会优先受益。

● 投资建议与盈利预测

预计2020-2022年公司将实现营收14.99、18.08、22.85亿元，整体将分别实现净利润1.98、2.96、3.9亿元，当前市值对应PE分别为259、173、132倍，考虑到公司作为所处行业龙头，12寸半导体硅片技术领先，有望发挥国产替代优势，因此给予公司“买入”评级。

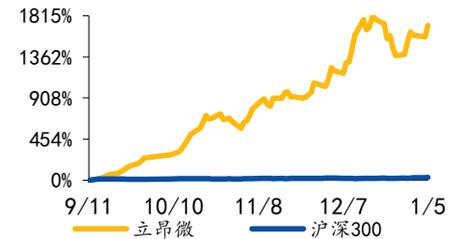
● 风险提示

1) 下游行业的市场需求量不及预期；2) 公司技术研发与革新速度不及预期；3) 公司生产线产能扩大不及预期；4) 上游原材料价格波动。

基本数据

52周最高/最低价(元):	135.61 / 7.08
A股流通股(百万股):	40.58
A股总股本(百万股):	400.58
流通市值(百万元):	5200.33
总市值(百万元):	51334.33

过去一年股价走势



资料来源: Wind

相关研究报告

报告作者

分析师	贺茂飞
执业证书编号	S0020520060001
电话	021-51097188-1937
邮箱	hemaofei@gyzq.com.cn
联系人	李雪峰
电话	021-68869125
邮箱	lixuefeng@gyzq.com.cn

附表：盈利预测

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1222.67	1191.69	1498.93	1807.54	2285.08
收入同比(%)	31.18	-2.53	25.78	20.59	26.42
归母净利润(百万元)	180.76	128.19	197.93	296.30	390.08
归母净利润同比(%)	71.16	-29.08	54.41	49.69	31.65
ROE(%)	12.59	8.47	10.41	13.48	15.07
每股收益(元)	0.45	0.32	0.49	0.74	0.97
市盈率(P/E)	283.99	400.46	259.35	173.25	131.60

资料来源：Wind，国元证券研究所

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	1770.78	1796.48	2762.73	3674.10	4789.67
现金	848.18	658.50	1495.10	2210.14	2974.98
应收账款	355.89	412.60	518.98	625.83	791.17
其他应收款	23.87	16.54	20.80	25.08	31.71
预付账款	11.49	7.78	9.26	10.51	13.32
存货	340.66	429.99	511.50	580.47	735.64
其他流动资产	190.69	271.08	207.10	222.08	242.85
非流动资产	2120.29	2960.98	2786.38	2595.46	2394.63
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1151.09	2169.48	2264.11	2187.65	2025.66
无形资产	37.72	74.33	107.99	141.65	175.31
其他非流动资产	931.48	717.17	414.28	266.16	193.66
资产总计	3891.07	4757.46	5549.11	6269.56	7184.30
流动负债	1158.79	1674.15	1748.85	1812.11	1953.98
短期借款	774.73	1173.10	1173.10	1173.10	1173.10
应付账款	272.85	339.29	403.60	458.02	580.47
其他流动负债	111.21	161.76	172.14	180.99	200.41
非流动负债	867.62	1124.24	1418.05	1725.75	2038.50
长期借款	194.10	502.02	809.93	1117.84	1425.75
其他非流动负债	673.52	622.23	608.12	607.90	612.75
负债合计	2026.42	2798.40	3166.90	3537.86	3992.48
少数股东权益	428.54	445.16	480.70	533.90	603.93
股本	360.00	360.00	400.58	400.58	400.58
资本公积	609.35	609.35	758.44	758.44	758.44
留存收益	466.77	544.55	742.49	1038.79	1428.86
归属母公司股东权益	1436.11	1513.90	1901.51	2197.81	2587.88
负债和股东权益	3891.07	4757.46	5549.11	6269.56	7184.30

现金流量表

单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	373.64	383.33	497.25	573.95	633.07
净利润	208.98	151.20	233.47	349.50	460.11
折旧摊销	110.71	162.64	211.46	231.66	241.76
财务费用	59.97	89.93	120.34	128.93	138.24
投资损失	-0.40	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
营运资金变动	6.10	-33.55	-57.15	-135.27	-211.06
其他经营现金流	-11.71	13.21	-10.78	-0.77	4.10
投资活动现金流	-734.58	-1084.10	-37.89	-37.89	-37.89
资本支出	824.29	1084.10	0.00	0.00	0.00
长期投资	5.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	94.71	0.00	-37.89	-37.89	-37.89
筹资活动现金流	917.98	391.52	377.25	178.98	169.67
短期借款	307.34	398.37	0.00	0.00	0.00
长期借款	117.13	307.91	307.91	307.91	307.91
普通股增加	0.00	0.00	40.58	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	0.00	149.09	0.00	0.00
其他筹资现金流	493.51	-314.77	-120.34	-128.93	-138.24
现金净增加额	557.42	-314.11	836.60	715.04	764.85

利润表

单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1222.67	1191.69	1498.93	1807.54	2285.08
营业成本	761.84	747.02	888.62	1008.44	1278.02
营业税金及附加	14.84	15.62	19.65	23.70	29.96
营业费用	11.07	10.25	12.89	15.55	19.66
管理费用	52.18	51.63	64.94	78.31	98.99
研发费用	86.61	96.99	122.00	147.12	185.99
财务费用	59.97	89.93	120.34	128.93	138.24
资产减值损失	32.79	46.13	46.13	46.13	46.13
公允价值变动收益	-0.19	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.40	0.10	0.10	0.10	0.10
营业利润	236.48	173.90	269.63	404.64	533.36
营业外收入	1.46	3.29	3.29	3.29	3.29
营业外支出	0.95	1.24	1.24	1.24	1.24
利润总额	236.99	175.95	271.68	406.69	535.41
所得税	28.01	24.74	38.21	57.19	75.30
净利润	208.98	151.20	233.47	349.50	460.11
少数股东损益	28.22	23.02	35.54	53.20	70.04
归属母公司净利润	180.76	128.19	197.93	296.30	390.08
EBITDA	407.17	426.47	601.43	765.23	913.37
EPS (元)	0.50	0.36	0.49	0.74	0.97

主要财务比率

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	31.18	-2.53	25.78	20.59	26.42
营业利润(%)	92.47	-26.46	55.05	50.07	31.81
归属母公司净利润(%)	71.16	-29.08	54.41	49.69	31.65
获利能力					
毛利率(%)	37.69	37.31	40.72	44.21	44.07
净利率(%)	14.78	10.76	13.21	16.39	17.07
ROE(%)	12.59	8.47	10.41	13.48	15.07
ROIC(%)	14.92	7.53	11.56	16.13	20.24
偿债能力					
资产负债率(%)	52.08	58.82	57.07	56.43	55.57
净负债比率(%)	48.30	61.17	63.78	65.79	66.01
流动比率	1.53	1.07	1.58	2.03	2.45
速动比率	1.23	0.82	1.29	1.71	2.07
营运能力					
总资产周转率	0.38	0.28	0.29	0.31	0.34
应收账款周转率	3.64	3.10	3.22	3.16	3.23
应付账款周转率	3.33	2.44	2.39	2.34	2.46
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.45	0.32	0.49	0.74	0.97
每股经营现金流(最新摊薄)	0.93	0.96	1.24	1.43	1.58
每股净资产(最新摊薄)	3.59	3.78	4.75	5.49	6.46
估值比率					
P/E	283.99	400.46	259.35	173.25	131.60
P/B	35.75	33.91	27.00	23.36	19.84
EV/EBITDA	129.63	123.76	87.76	68.97	57.79

投资评级说明

(1) 公司评级定义

买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20% 以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20% 之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5% 之间
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5% 以上

(2) 行业评级定义

推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10% 之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10% 以上

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、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告或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：

www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥
 地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心
 A 座国元证券
 邮编：230000
 传真：(0551) 62207952

上海
 地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼
 国元证券
 邮编：200135
 传真：(021) 68869125
 电话：(021) 51097188