

签订重大合同，导电型 SiC 衬底持续突破

2022 年 07 月 25 日

► **事件：**7 月 21 日，天岳先进发布关于签订重大合同的公告，2023 年至 2025 年，公司及公司全资子公司上海天岳向合同对方销售 6 英寸导电型碳化硅衬底产品，按照合同约定年度基准单价测算（美元兑人民币汇率以 6.7 折算），预计含税销售三年合计金额为人民币 13.93 亿元。

► **SiC 需求持续快速增长，蓝海市场空间广阔。**由于 SiC 材料禁带宽度较宽，以其制作的器件具有耐高温、耐高压、高频、大功率、抗辐射等特点，且相对于硅基器件具有开关速度快、效率高的优势，因此 SiC 材料是制造高压功率器件、射频器件的理想材料。随着下游电动汽车、射频、工业、能源等市场需求持续强劲，SiC 行业市场规模有望持续快速增长。根据 Yole 的预测，2021 年全球 SiC 功率器件市场规模为 10.90 亿美元，2027 年市场规模有望增长至 62.97 亿美元，2021-2027 年 CAGR 达 34%。

► **国产 SiC 衬底龙头公司，导电型 SiC 扩产带来强劲增长动力。**在半绝缘型 SiC 衬底方面，2019-2021 年天岳先进半绝缘型 SiC 衬底全球市占率连续三年位居全球前三，是我国碳化硅衬底领域的领军企业。在导电型 SiC 衬底方面，公司规划在上海扩产 30 万片/年 6 英寸 SiC 导电型衬底，根据公司招股说明书，项目预计 2022 年试生产，2026 年达产。此次公司发布关于签订重大合同的公告，彰显公司导电型 SiC 衬底实力同样强劲，上海天岳导电型 SiC 衬底的扩产有望推动公司持续高速增长。

► **电动汽车是 SiC 最大下游需求市场，车企战略持股天岳先进优势明显。**根据 Yole 的数据，2021 年全球碳化硅功率器件市场规模为 10.90 亿美元，其中应用于汽车市场的碳化硅功率器件市场规模为 6.85 亿美元，占比约为 63%；而 2027 年汽车市场碳化硅功率器件规模有望达 49.86 亿美元，占比达 79.2%，汽车仍为碳化硅功率器件下游第一大应用市场。宁德时代以及小鹏、上汽、广汽等龙头车企均是天岳先进控股股东，公司有望凭借股东优势，进一步拓展公司产品在新能源汽车市场的应用，从而实现盈利快速增长。

► **投资建议：**我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为 1.05/1.77/2.56 亿元，对应 2022-2024 年 PE 分别为 330/197/136 倍。6 英寸导电型碳化硅衬底对公司业务贡献增量主要从 23 年开始，考虑到公司在半绝缘型碳化硅衬底领域的龙头地位，以及导电型碳化硅衬底有望顺利进行扩产，公司 2023 年之后有望维持高速增长，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**行业竞争加剧；下游需求不及预期；扩产进度不及预期。

推荐

维持评级

当前价格：

81.00 元


分析师 方竞

执业证书：S0100521120004

邮箱：fangjing@mszq.com

相关研究

1.天岳先进（688234）深度报告:SiC 业务景气向上，国内龙头突围在即-2022/01/19

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	494	670	1,123	1,575
增长率（%）	16.3	35.7	67.5	40.3
归属母公司股东净利润（百万元）	90	105	177	256
增长率（%）	114.0	17.1	67.8	44.6
每股收益（元）	0.21	0.25	0.41	0.59
PE	387	330	197	136
PB	15.7	5.9	5.7	5.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 07 月 22 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	494	670	1,123	1,575
营业成本	353	478	837	1,176
营业税金及附加	4	6	10	14
销售费用	10	13	22	32
管理费用	57	67	90	95
研发费用	74	80	90	95
EBIT	77	25	74	165
财务费用	-6	-10	-32	-24
资产减值损失	-5	0	0	0
投资收益	0	0	1	0
营业利润	82	117	196	284
营业外收支	2	0	0	0
利润总额	84	117	196	284
所得税	-6	12	20	28
净利润	90	105	177	256
归属于母公司净利润	90	105	177	256
EBITDA	209	159	237	348

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	344	3,571	2,766	2,039
应收账款及票据	167	152	320	446
预付款项	12	27	57	62
存货	386	329	661	1,007
其他流动资产	82	112	165	184
流动资产合计	990	4,192	3,969	3,738
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1,027	1,407	1,761	2,091
无形资产	254	339	452	516
非流动资产合计	1,628	2,193	2,761	3,356
资产合计	2,618	6,385	6,730	7,094
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	52	139	239	283
其他流动负债	72	88	157	221
流动负债合计	124	227	395	503
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	272	272	272	272
非流动负债合计	272	272	272	272
负债合计	396	499	668	776
股本	387	430	430	430
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	2,222	5,885	6,062	6,318
负债和股东权益合计	2,618	6,385	6,730	7,094

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	16.25	35.67	67.54	40.31
EBIT 增长率	112.51	-66.79	190.69	122.85
净利润增长率	114.02	17.10	67.80	44.57
盈利能力 (%)				
毛利率	28.43	28.66	25.45	25.32
净利率	18.21	15.73	15.75	16.23
总资产收益率 ROA	3.44	1.65	2.63	3.60
净资产收益率 ROE	4.05	1.79	2.92	4.04
偿债能力				
流动比率	8.01	18.48	10.04	7.42
速动比率	4.80	16.91	8.23	5.30
现金比率	2.78	15.74	7.00	4.05
资产负债率 (%)	15.12	7.82	9.92	10.94
经营效率				
应收账款周转天数	42.71	38.52	45.01	42.08
存货周转天数	398.17	251.36	288.30	312.61
总资产周转率	0.19	0.10	0.17	0.22
每股指标 (元)				
每股收益	0.21	0.25	0.41	0.59
每股净资产	5.17	13.70	14.11	14.70
每股经营现金流	0.26	0.86	-0.17	0.12
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	387	330	197	136
PB	15.7	5.9	5.7	5.5
EV/EBITDA	164.88	195.87	134.95	94.17
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	90	105	177	256
折旧和摊销	132	134	164	183
营运资金变动	-94	129	-414	-388
经营活动现金流	111	368	-74	50
资本开支	-336	-699	-731	-778
投资	-2	0	0	0
投资活动现金流	-339	-699	-731	-777
股权募资	0	3,558	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	-1	3,558	-0	-0
现金净流量	-230	3,228	-805	-728

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026