

三安光电 (600703)

证券研究报告

2019年10月31日

去库存实现进展，集成电路业务加速国产化

事件：2019年10月28日，公司发布2019年三季度报告，2019前三季度，公司实现营业收入53.32亿元，同比下滑16.60%，实现归母净利润11.52亿元，同比下滑55.57%，实现扣非后归母净利润6.89亿元，同比下滑67.20%。

点评：看好公司去库存实现进展，产品结构逐步优化，三安集团获得长沙建芯和长江安芯增资，有望缓解财务压力；公司集成电路业务进展顺利，看好公司第三代化合物半导体受益国产替代催化，加速替代海外供应商。单季度来看，公司实现营业收入19.45亿元，同比下滑12.41%，较2019Q2，公司营收同比下滑收窄，环比增长17.24%。利润方面，2019Q3公司实现归母净利润2.69亿元，同比下滑63.63%，环比增长2.84%。

存货维持稳定，产品结构调整。2019年前三季度，公司存货为32.68亿元，环比增长0.93%，公司存货小幅增长预示公司供需关系得以缓解，存货周转天数为222.70天，同比增长42.14天，环比减少19.82天，较2019H1有所好转，公司通过合理降低产品价格，有效引导库存商品销售，去库存初步实现效果，市占率进一步提升；毛利率方面，2019前三季度，公司实现毛利率32.38%，同比下滑14.97pct，单季度来看，2019Q3实现毛利率27.52%，主要因行业供过于求，公司部分产品降价，同时，公司为加快度过行业周期底部，对产品结构进行调整，对高端Mini/Micro LED等方面加大投入，在产品结构调整中，阶段成本提升导致毛利率有所下滑，预计未来将逐季回暖。资产负债表方面，公司本期偿还大额短债，短期借款由24亿下降至11.85亿元，资产负债率由29.71%下降至25.64%。

引入战略投资者、参股大基金，看好第三代化合物半导体业务发展。2019年10月30日，公司发布解除质押公告，公司控股股东办理解除质押手续，质押比例由前次72.21%下降至51.82%，质押比例大幅降低。此外，公司三季度获得长江安芯和长沙建芯分别增资59.60亿元和70亿元，公司获得战略投资者加入；同时，集团公司参股大基金二期，显示了大基金对公司集成电路发展的支持力度，看好公司集成电路业务受益国产替代催化，加速替代海外供应链厂商。公司在射频端实现突破，目前射频业务HBT、pHEMT代工工艺线已经批量供货并得到客户一致好评，产品涵盖2G-5G手机射频功放WiFi、物联网、路由器、通信基站射频信号功放、卫星通讯等市场应用。

投资建议：由于LED芯片价格竞争，公司主动调整产品结构，引导库存销售等策略，下调前次盈利预测，19-21年预计实现净利润由20.17/31.03/39.14亿元下调至15.51/25.33/34.96亿元。后续，看好公司受益LED行业供需回暖，公司产品结构调整顺利，MINI LED成本下降打开市场空间；同时，看好公司集成电路业务受益国产替代催化，加速替代海外供应链厂商，上调至“买入”评级，目标价19.22元。

风险提示：LED景气度不及预期、集成电路不及预期

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	8,393.73	8,364.37	7,527.94	9,334.64	12,135.03
增长率(%)	33.82	(0.35)	(10.00)	24.00	30.00
EBITDA(百万元)	4,687.39	4,266.94	2,304.64	3,418.09	4,445.31
净利润(百万元)	3,164.21	2,830.16	1,550.80	2,533.17	3,496.40
增长率(%)	46.04	(10.56)	(45.20)	63.35	38.02
EPS(元/股)	0.78	0.69	0.38	0.62	0.86
市盈率(P/E)	19.59	21.90	39.97	24.47	17.73
市净率(P/B)	3.14	2.92	2.74	2.54	2.32
市销率(P/S)	7.39	7.41	8.23	6.64	5.11
EV/EBITDA	21.13	10.00	23.14	16.57	11.32

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	电子/光学光电子
6个月评级	买入(调高评级)
当前价格	15.2元
目标价格	19.22元

基本数据

A股总股本(百万股)	4,078.42
流通A股股本(百万股)	4,078.42
A股总市值(百万元)	61,992.06
流通A股市值(百万元)	61,992.06
每股净资产(元)	5.30
资产负债率(%)	25.64
一年内最高/最低(元)	16.99/8.97

作者

潘暕 分析师
SAC执业证书编号：S1110517070005
panjian@tfzq.com

陈俊杰 分析师
SAC执业证书编号：S1110517070009
chenjunjie@tfzq.com

张健 分析师
SAC执业证书编号：S1110518010002
zjian@tfzq.com

许俊峰 联系人
xujunfeng@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《三安光电-公司点评:LED降价接近尾声，5G第三代半导体加速国产化》2019-09-19
- 《三安光电-公司点评:联手美的集团，加速导入白电市场》2019-03-27
- 《三安光电-首次覆盖报告:从LED周期到半导体成长，二次腾飞的起点》2019-02-26



投资建议：由于 LED 芯片价格竞争，公司主动调整产品结构，引导库存销售等策略，下调前次盈利预测，19-21 年预计实现净利润由 20.17/31.03/39.14 亿元下调至 15.51/25.33/34.96 亿元。

看好公司受益 LED 行业供需回暖，公司产品结构调整顺利，MINI LED 成本下降打开市场空间；同时，看好公司集成电路业务受益国产替代催化，加速替代海外供应链厂商。公司 333 亿投入第三代化合物半导体芯片业务，主要从事生产砷化镓半导体芯片及氮化镓高功率半导体芯片产品，包含第二代（砷化镓（GaAs）和磷化铟（InP））、第三代（碳化硅（SiC）和氮化镓（GaN））。下游应用主要于移动通讯手机、基站、新能源汽车、光通信等，第三代化合物半导体是 5G 的核心材料。

选择相关 5G 受益标的作为可比对象，2020 年平均 PE 为 30.57 倍，给予公司 2020 年 31 倍 PE，目标价 19.22 元，上调至“买入”评级。

表 1：可比公司（Wind 一致预期）

证券代码	证券简称	2020E 营收	2020E 利润	2020E PE
002916.SZ	深南电路	132.89	15.11	33.74
600183.SH	生益科技	155.91	17.10	30.63
002463.SZ	信维通信	72.57	14.78	27.34
600703.SH	三安光电	91.85	23.61	

资料来源：Wind、天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	4,739.85	4,405.93	8,622.75	4,958.80	11,357.08
应收票据及应收账款	3,872.09	5,099.34	2,066.69	6,366.13	4,596.53
预付账款	315.71	666.29	29.31	866.09	345.08
存货	1,791.47	2,679.60	1,195.27	3,404.72	2,152.45
其他	778.79	284.29	661.00	597.88	543.43
流动资产合计	11,497.91	13,135.46	12,575.02	16,193.61	18,994.57
长期股权投资	116.17	124.33	124.33	124.33	124.33
固定资产	8,218.60	8,911.94	9,562.68	9,763.28	9,680.79
在建工程	2,377.02	2,733.88	1,676.33	1,053.80	662.28
无形资产	2,312.96	3,429.71	3,171.89	2,914.07	2,656.25
其他	713.99	2,454.00	1,396.15	1,468.33	1,654.20
非流动资产合计	13,738.75	17,653.87	15,931.39	15,323.82	14,777.86
资产总计	25,236.66	30,789.33	28,506.41	31,517.43	33,772.43
短期借款	0.00	2,900.00	1,000.00	700.00	1,000.00
应付票据及应付账款	905.26	1,767.26	659.43	2,161.35	1,548.26
其他	692.61	753.10	752.94	726.24	793.78
流动负债合计	1,597.86	5,420.37	2,412.36	3,587.59	3,342.04
长期借款	652.00	302.00	100.00	100.00	100.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	3,214.46	3,818.08	3,375.26	3,469.27	3,554.20
非流动负债合计	3,866.46	4,120.08	3,475.26	3,569.27	3,654.20
负债合计	5,464.32	9,540.45	5,887.62	7,156.86	6,996.25
少数股东权益	3.18	0.00	(0.04)	(0.14)	(0.26)
股本	4,078.42	4,078.42	4,078.42	4,078.42	4,078.42
资本公积	7,077.53	7,079.37	7,079.37	7,079.37	7,079.37
留存收益	15,686.49	17,498.88	18,540.41	20,282.29	22,698.02
其他	(7,073.28)	(7,407.80)	(7,079.37)	(7,079.37)	(7,079.37)
股东权益合计	19,772.34	21,248.88	22,618.79	24,360.58	26,776.18
负债和股东权益总	25,236.66	30,789.33	28,506.41	31,517.43	33,772.43

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	3,164.04	2,830.04	1,550.80	2,533.17	3,496.40
折旧摊销	1,254.78	1,480.24	724.63	759.75	781.83
财务费用	66.23	106.88	52.73	(16.71)	(30.68)
投资损失	(114.02)	(8.97)	(35.00)	52.00	52.00
营运资金变动	(1,507.21)	(1,780.80)	4,240.06	(5,783.51)	2,964.26
其它	(302.48)	712.08	(33.70)	5.51	7.35
经营活动现金流	2,561.35	3,339.47	6,499.52	(2,449.78)	7,271.16
资本支出	3,257.39	3,011.20	502.82	(14.01)	(34.94)
长期投资	23.01	8.16	0.00	0.00	0.00
其他	(5,531.99)	(7,945.77)	(460.51)	(129.21)	(82.02)
投资活动现金流	(2,251.59)	(4,926.41)	42.31	(143.22)	(116.96)
债权融资	942.00	3,460.00	1,368.57	1,072.19	1,366.25
股权融资	(87.45)	(386.53)	275.70	16.71	30.68
其他	(2,468.76)	(2,080.48)	(3,969.27)	(2,159.85)	(2,152.86)
筹资活动现金流	(1,614.22)	992.99	(2,325.00)	(1,070.95)	(755.92)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(1,304.46)	(593.95)	4,216.83	(3,663.95)	6,398.28

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	8,393.73	8,364.37	7,527.94	9,334.64	12,135.03
营业成本	4,298.40	4,624.81	5,043.72	5,694.13	7,159.67
营业税金及附加	117.71	104.50	94.10	121.40	153.71
营业费用	97.74	113.38	150.56	116.68	182.03
管理费用	523.00	501.08	466.73	537.68	667.43
研发费用	126.65	144.39	150.56	140.02	242.70
财务费用	72.28	55.69	52.73	(16.71)	(30.68)
资产减值损失	22.80	202.27	43.60	20.00	21.50
公允价值变动收益	0.00	0.48	(33.65)	5.61	7.48
投资净收益	114.02	8.97	35.00	(52.00)	(52.00)
其他	(834.38)	(631.96)	(2.69)	92.78	89.04
营业利润	3,855.51	3,240.76	1,527.29	2,675.05	3,694.16
营业外收入	10.33	10.39	150.00	56.91	72.43
营业外支出	11.41	3.45	9.81	8.22	7.16
利润总额	3,854.43	3,247.70	1,667.48	2,723.73	3,759.43
所得税	690.38	417.66	116.72	190.66	263.16
净利润	3,164.04	2,830.04	1,550.75	2,533.07	3,496.27
少数股东损益	(0.17)	(0.11)	(0.04)	(0.10)	(0.13)
归属于母公司净利润	3,164.21	2,830.16	1,550.80	2,533.17	3,496.40
每股收益(元)	0.78	0.69	0.38	0.62	0.86

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	33.82%	-0.35%	-10.00%	24.00%	30.00%
营业利润	82.48%	-15.94%	-52.87%	75.15%	38.10%
归属于母公司净利润	46.04%	-10.56%	-45.20%	63.35%	38.02%
获利能力					
毛利率	48.79%	44.71%	33.00%	39.00%	41.00%
净利率	37.70%	33.84%	20.60%	27.14%	28.81%
ROE	16.01%	13.32%	6.86%	10.40%	13.06%
ROIC	26.96%	18.81%	8.25%	17.71%	17.94%
偿债能力					
资产负债率	21.65%	30.99%	20.65%	22.71%	20.72%
净负债率	-19.21%	-4.45%	-32.07%	-15.95%	-37.31%
流动比率	7.20	2.42	5.21	4.51	5.68
速动比率	6.07	1.93	4.72	3.56	5.04
营运能力					
应收账款周转率	2.35	1.86	2.10	2.21	2.21
存货周转率	5.67	3.74	3.89	4.06	4.37
总资产周转率	0.34	0.30	0.25	0.31	0.37
每股指标(元)					
每股收益	0.78	0.69	0.38	0.62	0.86
每股经营现金流	0.63	0.82	1.59	-0.60	1.78
每股净资产	4.85	5.21	5.55	5.97	6.57
估值比率					
市盈率	19.59	21.90	39.97	24.47	17.73
市净率	3.14	2.92	2.74	2.54	2.32
EV/EBITDA	21.13	10.00	23.14	16.57	11.32
EV/EBIT	28.73	15.10	33.76	21.30	13.74

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com