

三安光电 (600703)

证券研究报告

2021年04月29日

化合物半导体快速起量，营收结构优化

事件：2020年实现营业收入84.54亿元，同比增长13.32%；归属于母公司股东的净利润为10.16亿元，同比下降21.73%；2021年一季度，公司实现营业收入27.17亿元，同比增长61.60%，实现归母净利润5.57亿元，同比增长42.14%。

点评：坚定看好公司长期发展，公司产品结构逐步优化，集成电路业务进展顺利，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，同时公司Mini LED产品由技术推进阶段进入市场化阶段，预计今年将实现快速放量，驱动公司业绩反转。2020Q4公司实现营业收入25.54亿元，同比增长20.01%，环比增长9.47%，实现归母净利润0.78亿元，同比减少46.71%，环比减少74.37%；2021Q1实现营业收入27.17亿元，环比增长6.42%，实现归母净利润5.57亿元，扣非后归母净利润0.55亿元，环比实现扭亏，公司积极推进降库存策略，对部分产品进行降价销售，同时上游材料涨价，导致公司盈利能力下滑。2021年3月部分芯片的售价已开始上调，同时随着产品结构升级的占比逐步提高，预计公司后续经营性盈利能力将会逐季提升。

LED芯片库存减少，固定资产同比快速增长。2020年底存货金额41.62亿元比去年同期增加10.21亿元，环比三季度减少0.61亿元。2021年一季度存货金额为43.25亿元，环比2020年四季度增加1.63亿元，主要受因为LED原材料增加2.44亿元和集成电路业务存货增加1.66亿元，LED芯片库存商品环比减少2.24亿元。固定资产方面，公司近些年积极投入Mini LED/Micro LED业务和化合物半导体业务，固定资产快速增长，由2020Q1的98.56亿元，增长至2021Q1的122.99亿元，随着公司产能释放，公司营收结构将逐步由传统的LED芯片为主转向高附加值的Mini/Micro LED芯片和化合物半导体。

设备到位产能将持续释放，看好化合物半导体业务放量。2020年度，公司集成电路业务实现销售收入9.74亿元，同比增长304.83%。砷化镓射频产品出货以2G-5G手机、WIFI为主，客户累计近100家，客户地区涵盖国内外。2020年底由于产能严重不足，订单交付处于分货状态。滤波器产品开发性能优越，在上半年实现小批量出货基础上，透过模块客户实现通讯上的应用，得到市场认可并不断提升出货量，2020年第四季度实现双工器出货突破1,000万颗；已有10家新客户导入测试，其中4家客户已经开始批量出货，其余6家客户的需求将随着公司新增产能逐步释放导入。2021Q1，三安集成实现销售收入4.09亿元，同比增长约146.39%；目前，三安光电各下属子公司生产设备逐渐完善，稳步进入生产阶段。泉州三安与湖北三安(Mini/Micro LED)均有设备到厂，且完成设备安装调试，将逐步释放产能；湖南长沙三安(Sic)设备也正陆续到厂，预计二季度试产运行。

投资建议：看好公司受益LED行业回暖，MINILED快速放量，化合物半导体业务产能爬坡快速增长，认为未来三年公司将迎来快速增长，因行业景气度回暖，盈利能力仍需时间回升，调整21-22年盈利预测，预计实现归母净利润由24.69/41.06亿元调整为24.69和32.53亿元；维持“买入”评级。

风险提示：Mini LED景气度不及预期、产能释放不及预期、化合物半导体研发不及预期

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	7,460.01	8,453.88	12,004.51	15,605.87	18,727.04
增长率(%)	(10.81)	13.32	42.00	30.00	20.00
EBITDA(百万元)	3,268.36	3,170.79	3,288.06	4,302.26	5,323.97
净利润(百万元)	1,298.47	1,016.28	2,469.18	3,253.30	4,217.30
增长率(%)	(54.12)	(21.73)	142.96	31.76	29.63
EPS(元/股)	0.29	0.23	0.55	0.73	0.94
市盈率(P/E)	82.48	105.39	43.38	32.92	25.40
市净率(P/B)	4.93	3.61	3.38	3.12	2.82
市销率(P/S)	14.36	12.67	8.92	6.86	5.72
EV/EBITDA	22.22	36.17	29.21	22.56	16.39

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(维持评级)
当前价格	24.42元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	4,479.34
流通A股股本(百万股)	4,078.42
A股总市值(百万元)	109,385.51
流通A股市值(百万元)	99,595.14
每股净资产(元)	6.76
资产负债率(%)	25.75
一年内最高/最低(元)	36.44/19.30

作者

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

许俊峰 分析师
SAC执业证书编号：S1110520110003
xujunfeng@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《三安光电-公司点评:持股计划完成, mini 和集成电路开启高增长》 2020-11-27
- 2 《三安光电-季报点评:盈利环比增长, 看好 mini LED 和集成电路快速发展》 2020-10-30
- 3 《三安光电-公司点评:联合成立实验室, 加速高端 LED 业务进度》 2020-06-08

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	2,318.32	7,126.49	11,044.19	9,870.46	19,295.55
应收票据及应收账款	2,355.24	3,772.40	3,363.62	5,999.90	5,236.32
预付账款	290.23	495.30	909.12	728.09	1,086.79
存货	3,141.57	4,162.30	3,988.76	5,166.68	2,823.53
其他	2,157.77	627.00	1,098.62	1,287.84	1,075.67
流动资产合计	10,263.13	16,183.49	20,404.31	23,052.97	29,517.86
长期股权投资	121.04	122.34	122.34	122.34	122.34
固定资产	9,264.76	12,078.24	13,238.09	13,693.67	13,713.71
在建工程	4,861.55	4,211.27	2,562.76	1,585.66	981.39
无形资产	3,889.17	4,672.29	4,316.59	3,960.89	3,605.19
其他	1,280.95	1,707.82	1,757.75	1,437.51	1,514.21
非流动资产合计	19,417.47	22,791.96	21,997.53	20,800.07	19,936.83
资产总计	29,680.60	38,975.45	42,401.84	43,853.04	49,454.69
短期借款	913.50	1,240.63	800.00	500.00	300.00
应付票据及应付账款	2,535.70	2,118.88	4,220.84	3,756.10	5,357.55
其他	1,154.34	1,408.85	1,578.69	1,384.61	1,903.50
流动负债合计	4,603.54	4,768.36	6,599.53	5,640.71	7,561.05
长期借款	120.00	905.25	600.00	400.00	300.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	3,211.80	3,629.78	3,553.22	3,464.93	3,549.31
非流动负债合计	3,331.80	4,535.03	4,153.22	3,864.93	3,849.31
负债合计	7,935.34	9,303.39	10,752.75	9,505.64	11,410.36
少数股东权益	0.00	0.00	(0.03)	(0.05)	(0.07)
股本	4,078.42	4,479.34	4,479.34	4,479.34	4,479.34
资本公积	7,080.06	13,675.28	13,675.28	13,675.28	13,675.28
留存收益	17,987.25	25,193.36	27,169.78	29,868.10	33,565.06
其他	(7,400.47)	(13,675.92)	(13,675.28)	(13,675.28)	(13,675.28)
股东权益合计	21,745.26	29,672.06	31,649.09	34,347.40	38,044.33
负债和股东权益总计	29,680.60	38,975.45	42,401.84	43,853.04	49,454.69

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1,298.47	1,016.28	2,469.18	3,253.30	4,217.30
折旧摊销	1,675.35	1,880.66	904.36	957.22	989.93
财务费用	159.28	107.99	43.82	(10.07)	(72.03)
投资损失	(12.39)	(0.32)	(56.00)	(9.00)	(9.00)
营运资金变动	(1,856.03)	976.22	1,878.28	(4,267.86)	5,088.60
其它	1,524.65	(2,046.29)	16.79	(11.23)	1.84
经营活动现金流	2,789.32	1,934.54	5,256.44	(87.64)	10,216.65
资本支出	5,153.51	4,388.62	136.56	168.29	(34.38)
长期投资	(3.30)	1.30	0.00	0.00	0.00
其他	(6,721.55)	(8,965.10)	(174.22)	(216.85)	(10.36)
投资活动现金流	(1,571.34)	(4,575.18)	(37.65)	(48.56)	(44.74)
债权融资	1,316.59	2,445.33	1,680.18	1,187.57	889.07
股权融资	(105.59)	7,232.31	(43.18)	10.07	72.03
其他	(4,937.75)	(2,111.99)	(2,938.09)	(2,235.16)	(1,707.92)
筹资活动现金流	(3,726.75)	7,565.65	(1,301.09)	(1,037.52)	(746.82)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(2,508.77)	4,925.01	3,917.70	(1,173.73)	9,425.09

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	7,460.01	8,453.88	12,004.51	15,605.87	18,727.04
营业成本	5,268.90	6,385.25	8,151.06	10,299.87	11,985.31
营业税金及附加	106.97	105.30	150.06	218.48	224.72
营业费用	109.17	148.38	132.05	171.66	206.00
管理费用	504.05	673.25	720.27	858.32	1,029.99
研发费用	197.00	405.69	540.20	702.26	936.35
财务费用	114.29	83.61	43.82	(10.07)	(72.03)
资产减值损失	(174.66)	(252.27)	0.00	8.00	21.50
公允价值变动收益	0.00	0.00	16.83	(11.22)	1.87
投资净收益	12.39	0.32	56.00	9.00	9.00
其他	(269.63)	(141.45)	(145.65)	4.44	(21.74)
营业利润	1,591.52	1,045.80	2,339.88	3,355.11	4,406.08
营业外收入	4.54	147.69	329.00	160.41	150.00
营业外支出	5.35	32.86	13.88	17.36	21.37
利润总额	1,590.72	1,160.63	2,654.99	3,498.16	4,534.71
所得税	292.25	144.35	185.85	244.87	317.43
净利润	1,298.47	1,016.28	2,469.14	3,253.29	4,217.28
少数股东损益	0.00	0.00	(0.03)	(0.01)	(0.03)
归属于母公司净利润	1,298.47	1,016.28	2,469.18	3,253.30	4,217.30
每股收益(元)	0.29	0.23	0.55	0.73	0.94

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	-10.81%	13.32%	42.00%	30.00%	20.00%
营业利润	-50.89%	-34.29%	123.74%	43.39%	31.32%
归属于母公司净利润	-54.12%	-21.73%	142.96%	31.76%	29.63%
获利能力					
毛利率	29.37%	24.47%	32.10%	34.00%	36.00%
净利率	17.41%	12.02%	20.57%	20.85%	22.52%
ROE	5.97%	3.43%	7.80%	9.47%	11.09%
ROIC	7.82%	5.08%	9.48%	15.10%	16.58%
偿债能力					
资产负债率	26.74%	23.87%	25.36%	21.68%	23.07%
净负债率	-4.61%	-15.78%	-29.59%	-25.28%	-48.38%
流动比率	2.23	3.39	3.09	4.09	3.90
速动比率	1.55	2.52	2.49	3.17	3.53
营运能力					
应收账款周转率	2.00	2.76	3.36	3.33	3.33
存货周转率	2.56	2.31	2.95	3.41	4.69
总资产周转率	0.25	0.25	0.30	0.36	0.40
每股指标(元)					
每股收益	0.29	0.23	0.55	0.73	0.94
每股经营现金流	0.62	0.43	1.17	-0.02	2.28
每股净资产	4.85	6.62	7.07	7.67	8.49
估值比率					
市盈率	82.48	105.39	43.38	32.92	25.40
市净率	4.93	3.61	3.38	3.12	2.82
EV/EBITDA	22.22	36.17	29.21	22.56	16.39
EV/EBIT	43.79	82.26	40.30	29.02	20.14

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