

公司点评
三安光电 (600703)
电子 | 光学光电子
LED 行业逐步触底，新业务增长可期

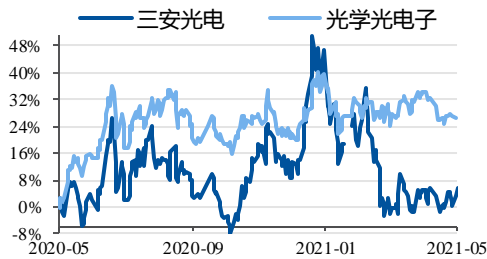
2021 年 05 月 27 日

评级 谨慎推荐

评级变动 首次

合理区间 26.56-29.05 元
交易数据

当前价格 (元)	24.71
52 周价格区间 (元)	21.44-36.44
总市值 (百万)	112252.29
流通市值 (百万)	102205.33
总股本 (万股)	447934.13
流通股 (万股)	407842.49

涨跌幅比较


%	1M	3M	12M
三安光电	-1.76	-16.0	1.52
光学光电子	-5.95	-1.56	26.7

何晨

 执业证书编号: S0530513080001
 hechen@cfzq.com

邓果一

denggy@cfzq.com

分析师

0731-84779574

研究助理
相关报告

预测指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入 (百万元)	7460.01	8453.88	12004.51	16806.32	21848.21
净利润 (百万元)	1298.47	1016.28	1864.60	2782.07	3697.89
每股收益 (元)	0.29	0.23	0.42	0.62	0.83
每股净资产 (元)	4.85	6.62	6.87	7.20	7.60
P/E	85.76	109.57	59.72	40.03	30.11
P/B	5.12	3.75	3.62	3.45	3.27

资料来源: 贝格数据, 财信证券

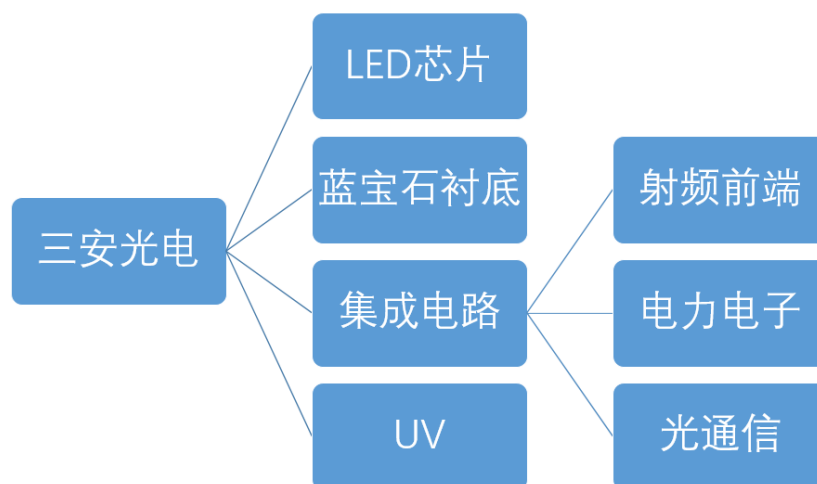
投资要点:

- 国内化合物半导体龙头:** 公司成立于 2000 年, 于 2008 年借壳上市。产业基地广泛分布于厦门、天津、芜湖、泉州、长沙等多个区域。公司主要从事化合物半导体所涉及的部分核心原材料、外延片生长和芯片制造。公司专注于以碳化硅、砷化镓、氮化镓、磷化铟、氮化铝、蓝宝石等半导体新材料所涉及到的核心主业研发、生产和销售, 为国内 LED 芯片企业龙头, 致力于将化合物半导体集成电路业务发展至全球行业领先水平。
- LED 新型应用趋势加速演进:** 目前, 随着 LED 照明领域的增长速度逐渐放缓, 传统 LED 行业已经接近周期的底部。但是由于行业的产能依然充足, 利润空间短期依然难以回到前几年的水平。公司对 LED 业务近几年进行调整, 主要深耕以下五个方向: Mini LED、LED 车灯、植物照明、红外 LED、紫外 LED 领域。根据前瞻产业研究院数据, 2019 年中国 Mini LED 市场规模为 16 亿元, 预计 2026 年中国 Mini LED 市场规模有望突破 400 亿元。2020 年以来, Mini LED 相关扩产项目达 15 个以上, 产业链上中下游纷纷加大投资力度, 行业景气度较高。公司在该领域有布局时间长, 资产投入重, 技术和经验沉淀较强, 在国内竞争力非常强, 目前已经批量供货三星, 并在其他客户验证。
- 化合物半导体打开新的增长空间:** 2020 年, 三安集成涉及的射频、电力电子、光通讯、滤波器业务取得重大突破, 产能逐季爬坡, 全年实现销售收入 9.74 亿元, 同比增长 304.83%。LED 芯片采用的衬底材料也是砷化镓、氮化镓等, 相对于其他企业, 公司对化合物半导体技术的理解更为深刻。同时, 公司广泛布局材料到芯片再到封装, 有望打造衬底到器件的闭环化合物半导体产业链。
- 盈利预测:** 预计 2021-2023 年公司净利润分别为 18.65 亿元、27.82 亿元和 36.98 亿元, EPS 分别为 0.42 元、0.62 元和 0.83 元, 对应 PE 倍数为 60、40 和 30 倍。考虑到公司在化合物半导体产业链的龙头地位, 给予公司 2023 年 32-35 倍 PE 估值, 对应价格区间 26.56-29.05 元, 给予“谨慎推荐”评级。
- 风险提示:** 公司经营不及预期, 业务拓展不及预期, 宏观经济风险。

1 国内化合物半导体龙头

公司成立于 2000 年，于 2008 年借壳上市。产业基地广泛分布于厦门、天津、芜湖、泉州、长沙等多个区域。公司主要从事化合物半导体所涉及的部分核心原材料、外延片生长和芯片制造。公司专注于以碳化硅、砷化镓、氮化镓、磷化铟、氮化铝、蓝宝石等半导体新材料所涉及到的核心主业研发、生产和销售，力促光电业的发展，致力于将化合物半导体集成电路业务发展至全球行业领先水平。

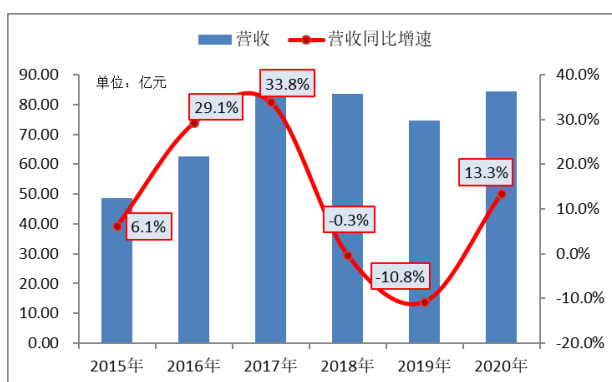
图 1：三安光电业务



资料来源：三安光电，财信证券

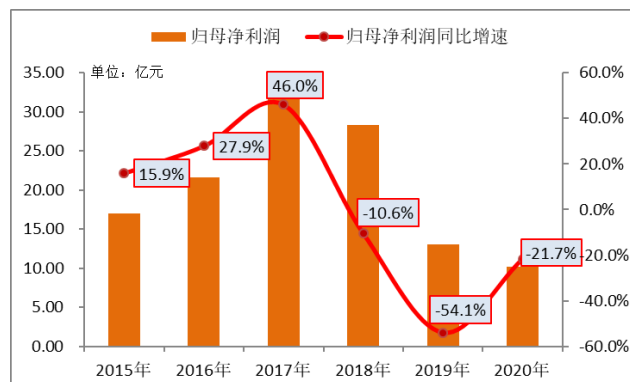
公司 2020 年营业收入 84.54 亿元，同比增长 13.32%；归属于上市公司股东的净利润 10.16 亿元，同比下降 21.73%。主要原因是上半年公司积极复工复产，市场需求平淡，至年底需求才开始逐步回暖。由于部分原材料价格大幅上涨，公司产品价格同比降价幅度偏大，全年销售数量增加而整体经营情况偏弱。

图 2：三安光电营收



资料来源：wind，财信证券

图 3：三安光电归母净利润



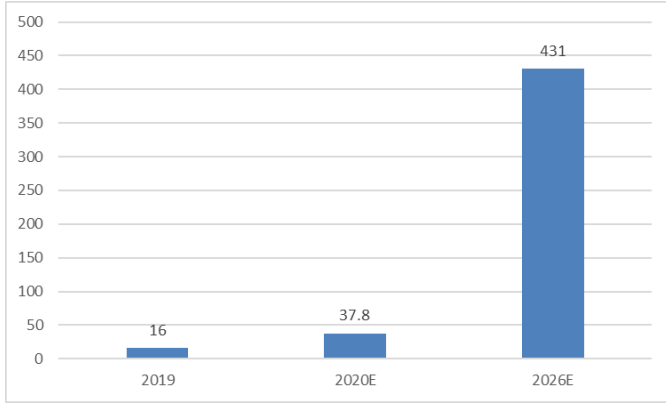
资料来源：wind，财信证券

2 LED 新型应用趋势加速演进

目前，随着 LED 照明领域的增长速度逐渐放缓，传统 LED 行业已经接近周期的底

部。但是由于行业的产能依然充足，利润空间短期依然难以回到前几年的水平。公司 LED 业务近几年进行调整，主要深耕以下五个方向：Mini LED、LED 车灯、植物照明、红外 LED、紫外 LED 领域。在超高清显示时代对画质和分辨率等规格提出更高要求的背景下，Mini LED 被寄予厚望。根据前瞻产业研究院数据，2019 年中国 Mini LED 市场规模为 16 亿元，预计 2026 年中国 Mini LED 市场规模有望突破 400 亿元。根据 LEDinside 统计，2020 年以来，Mini LED 相关扩产项目达 15 个以上，产业链上中下游纷纷加大投资力度。公司在该领域有布局时间长，资产投入重，技术和经验沉淀较强，在国内竞争力非常强，目前已经批量供货三星，并在其他客户验证。

图 4：中国 Mini LED 行业市场规模及预测（亿元）



资料来源：前瞻产业研究院，财信证券

图 5：Mini LED 部分扩产项目

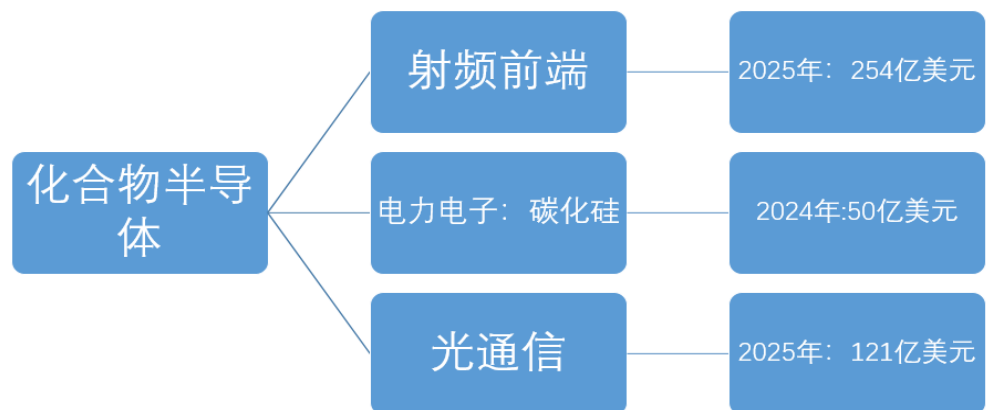
投资主体	项目	投资金额
聚灿光电	高光效LED芯片扩产升级项目	9.5亿
国星光电	国星光电吉利产业园项目	19亿
华灿光电	Mini/Micro LED研发与制造项目	14亿
晶电	Mini LED产能规划与建设	12.5亿
洲明科技	大亚湾LED显示屏智能化项目	9.6亿

资料来源：LED inside，财信证券

3 化合物半导体打开新的增长空间

化合物半导体材料以其具有的节能、高效、稳定等优势，产品被广泛应用于光通信、工业生产、电力电子器件、光通信等领域。2020 年，三安集成涉及的射频、电力电子、光通讯、滤波器业务取得重大突破，产能逐季爬坡，全年实现销售收入 9.74 亿元，同比增长 304.83%。LED 芯片采用的衬底材料也是砷化镓、氮化镓等，相对于其他企业，公司对化合物半导体技术的理解更为深刻。同时，公司广泛布局材料到芯片再到封装，有望打造衬底到器件的闭环化合物半导体产业链。

图 6：三安光电化合物半导体细分领域市场规模



资料来源：三安光电、Cree、Yole、财信证券

4 盈利预测

预计 2021-2023 年公司净利润分别为 18.65 亿元、27.82 亿元和 36.98 亿元，EPS 分别为 0.42 元、0.62 元和 0.83 元，对应 PE 倍数为 60、40 和 30 倍。考虑到公司在化合物半导体产业链的龙头地位，给予公司 2023 年 32-35 倍 PE 估值，对应价格区间 26.56-29.05 元，给予“谨慎推荐”评级。

5 风险提示

公司经营不及预期，业务拓展不及预期，宏观经济风险。

财务预测摘要

利润表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	7460.01	8453.88	12004.51	16806.32	21848.21	成长性					
减:营业成本	5,268.90	6,385.25	8,403.16	11,596.36	15,075.27	营业收入增长率	-10.8%	13.3%	42.0%	40.0%	30.0%
营业税费	106.97	105.30	144.05	217.33	272.28	营业利润增长率	-50.9%	-34.3%	98.7%	49.6%	32.9%
销售费用	109.17	148.38	183.03	265.72	354.00	净利润增长率	-54.1%	-21.7%	83.5%	49.2%	32.9%
管理费用	701.10	1,078.00	1,200.45	1,680.63	2,184.82	EBITDA 增长率	-28.0%	-9.9%	52.0%	30.2%	18.4%
财务费用	114.29	83.61	94.25	99.00	-	EBIT 增长率	-48.3%	-32.3%	119.6%	47.7%	28.8%
资产减值损失	-174.66	-252.27	-74.89	-167.27	-164.81	NOPLAT 增长率	-51.5%	-29.0%	93.3%	47.7%	28.8%
加:公允价值变动收益	-	-	16.83	-11.22	1.87	投资资本增长率	9.6%	19.7%	13.3%	2.1%	3.2%
投资和汇兑收益	12.39	0.32	7.23	6.65	4.73	净资产增长率	2.3%	36.5%	3.6%	4.8%	5.6%
营业利润	1,591.52	1,045.80	2,078.51	3,109.98	4,133.25	利润率					
加:营业外净收支	-0.80	114.83	40.32	51.45	68.87	毛利率	29.4%	24.5%	30.0%	31.0%	31.0%
利润总额	1,590.72	1,160.63	2,118.83	3,161.43	4,202.12	营业利润率	21.3%	12.4%	17.3%	18.5%	18.9%
减:所得税	292.25	144.35	254.26	379.37	504.25	净利润率	17.4%	12.0%	15.5%	16.6%	16.9%
净利润	1298.47	1016.28	1864.60	2782.07	3697.89	EBITDA/营业收入	41.2%	32.7%	35.0%	32.6%	29.7%
资产负债表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	EBIT/营业收入	19.6%	11.7%	18.1%	19.1%	18.9%
货币资金	2,318.32	7,126.49	3,063.81	4,331.92	5,170.78	运营效率					
交易性金融资产	-	-	16.83	5.61	7.48	固定资产周转天数	439	454	383	287	207
应收账款	2,395.45	2,324.85	4,877.85	5,274.19	7,561.06	流动营业资本周转天数	264	221	228	223	215
应收票据	-	1,471.20	2,590.18	2,245.48	3,581.27	流动资产周转天数	565	563	507	423	409
预付账款	290.23	495.30	952.56	890.74	1,392.05	应收账款周转天数	118	101	108	109	106
存货	3,141.57	4,162.30	5,174.54	7,812.59	9,146.63	存货周转天数	140	156	140	139	140
其他流动资产	2,117.56	603.34	984.90	1,235.27	941.17	总资产周转天数	1,459	1,462	1,181	876	724
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	877	889	727	558	440
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	121.04	122.34	122.34	122.34	122.34	ROE	6.0%	3.4%	6.1%	8.6%	10.9%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	4.4%	2.6%	4.7%	6.6%	8.1%
固定资产	9,264.76	12,078.24	13,484.08	13,283.58	11,896.36	ROIC	8.0%	5.2%	8.4%	11.0%	13.8%
在建工程	4,861.55	4,211.27	2,526.76	1,516.06	909.63	费用率					
无形资产	3,419.20	4,036.31	3,683.44	3,330.58	2,977.71	销售费用率	1.5%	1.8%	1.5%	1.6%	1.6%
其他非流动资产	1,750.92	2,343.80	2,282.83	1,981.19	2,082.45	管理费用率	9.4%	12.8%	10.0%	10.0%	10.0%
资产总额	29,680.60	38,975.45	39,760.13	42,029.52	45,788.93	财务费用率	1.5%	1.0%	0.8%	0.6%	0.0%
短期债务	913.50	1,240.63	-	-	-	三费/营业收入	12.4%	15.5%	12.3%	12.2%	11.6%
应付账款	1,839.12	1,508.02	2,690.30	3,325.83	4,425.89	偿债能力					
应付票据	1,118.17	683.89	1,635.25	1,929.93	2,420.02	资产负债率	26.7%	23.9%	22.7%	23.3%	25.7%
其他流动负债	732.76	1,335.81	1,129.36	1,069.71	1,364.52	负债权益比	36.5%	31.4%	29.3%	30.4%	34.6%
长期借款	120.00	905.25	-	-	-	流动比率	2.23	3.39	3.24	3.45	3.39
其他非流动负债	3,211.80	3,629.78	3,553.22	3,464.93	3,549.31	速动比率	1.55	2.52	2.29	2.21	2.27
负债总额	7,935.34	9,303.39	9,008.13	9,790.41	11,759.75	利息保障倍数	12.78	11.84	23.05	32.41	
少数股东权益	-	-	-0.02	-0.04	-0.06	分红指标					
股本	4,078.42	4,479.34	4,479.34	4,479.34	4,479.34	DPS(元)	0.09	0.15	0.18	0.29	0.43
留存收益	17,987.25	25,193.36	26,272.69	27,759.81	29,549.90	分红比率	31.4%	66.1%	42.1%	46.5%	51.6%
股东权益	21,745.26	29,672.06	30,752.00	32,239.12	34,029.19	股息收益率	0.4%	0.6%	0.7%	1.2%	1.7%
现金流量表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	业绩和估值指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	1,298.47	1,016.28	1,864.60	2,782.07	3,697.89	EPS(元)	0.29	0.23	0.42	0.62	0.83
加:折旧和摊销	1,675.35	1,880.66	2,031.53	2,264.07	2,346.51	BVPS(元)	4.85	6.62	6.87	7.20	7.60
资产减值准备	239.15	252.27	-	-	-	PE(X)	85.76	109.57	59.72	40.03	30.11
公允价值变动损失	-	-	16.83	-11.22	1.87	PB(X)	5.12	3.75	3.62	3.45	3.27
财务费用	159.28	107.99	94.25	99.00	-	P/FCF	-44.39	-69.95	-33.52	49.49	39.07
投资收益	-12.39	-0.32	-7.23	-6.65	-4.73	P/S	14.93	13.17	9.28	6.63	5.10
少数股东损益	-	-	-0.02	-0.01	-0.02	EV/EBITDA	32.12	37.75	25.30	19.26	16.12
营运资金的变动	-1,884.21	807.12	-3,592.17	-1,801.70	-3,297.34	CAGR(%)	28.9%	53.8%	-13.0%	28.9%	53.8%
经营活动产生现金流量	2,789.32	1,934.54	407.79	3,325.57	2,744.17	PEG	2.97	2.04	-4.60	1.38	0.56
投资活动产生现金流量	-1,571.34	-4,575.18	-1,426.43	-670.92	0.99	ROIC/WACC	0.77	0.50	0.80	1.05	1.32
融资活动产生现金流量	-3,726.75	7,565.65	-3,044.04	-1,386.55	-1,906.30	REP	6.77	9.24	5.14	3.83	2.91

资料来源: 贝格数据, 财信证券

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438