

三安光电 (600703)

滤波器产品获客户认可，集成电路业务多轮驱动

事件：三安集成官方新闻发布平台称三安集成取得全球知名手机代工厂商富智康集团的声表面波（SAW）滤波器订单。

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，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。

1、公司产品结构逐步优化，滤波器出货量迅速攀升

本次与富智康集团的合作方案中，涵盖诺基亚 2 款、运营商 3 款，共计 5 款 4G 机型。富智康集团为全球多个国家和地区提供手机产品，覆盖全球主流 LTE 频段，预估全年仅分立式滤波器用量近 6 亿颗，这次与富智康合作，也标志着公司滤波器产品的突破，产品得到下游客户认可，有望持续增长。自去年 4 季度开始，三安集成 SAW 和 TC-SAW 滤波器出货量迅速攀升，从季度出货 10kk 到今年二季度一跃至单月出货超过 10kk。目前三安集成的滤波器产品已积极开拓客户 41 家，其中 17 家手机和通信模块客户，如富智康、合宙、天珑等已经成功导入三安产品；包含广和通在内 24 家潜在客户已经进入产品验证阶段，将于近期转为正式客户。看好在新客户资源被不断开发的背景下，公司滤波器业务的长期增长趋势。

2、5G 趋势拉动 SAW 滤波器放量，铌酸锂、钽酸锂海外替代前最大

与 4G 手机相比，5G 手机射频前端的滤波器从 30-50 个增加至 70-100 个。正是看好这一市场前景，近年来，中国涌现出一批 SAW 滤波器的设计制造企业。目前全球 90% 的 SAW 器件使用了钽酸锂、铌酸锂压电材料，信越化学、住友金属工业等企业长年占据高端铌酸锂、钽酸锂衬底 95% 以上的份额。公司的全资子公司晶安光电于 2016 年投产超薄化、超平坦化的高质量 4 寸钽酸锂衬底，在三安集成滤波器产品已得到广泛应用和验证。看好公司对海外铌酸锂、钽酸锂衬底供应商的替代趋势。

3、首条碳化硅垂直整合生产线投产，集成电路业务多轮驱动

此外，在今年 6 月 23 日，公司投资 160 亿元的一座全产业链超级工厂正式投产，月产量可达 30,000 片 6 寸碳化硅晶圆。公司长沙工厂具备由上游衬底至下游器件的能力，当下拥有碳化硅晶圆制造能力的工厂数量也屈指可数。公司建成了国内首条碳化硅垂直整合产业链，对下游企业的议价能力较强，在新能源汽车快速提高渗透率的浪潮中，碳化硅市场将快速成长，公司预计将显著受益。

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，我们认为未来三年公司将迎来快速增长预计 21-22 年实现盈利 24.67 和 32.53 亿元；维持“买入”评级

风险提示：SAW 滤波器销量不及预期、新工厂良品率爬坡不及预期、Mini LED 市场化进度不及预期

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	4,310.26	5,323.97
净利润(百万元)	1,298.47	1,016.28	2,467.04	3,252.72	4,199.01
增长率(%)	(54.12)	(21.73)	142.75	31.85	29.09
EPS(元/股)	0.29	0.23	0.55	0.73	0.94
市盈率(P/E)	106.84	136.50	56.23	42.65	33.04
市净率(P/B)	6.38	4.68	4.46	4.22	3.98
市销率(P/S)	18.60	16.41	11.56	8.89	7.41
EV/EBITDA	22.22	36.17	39.00	30.21	22.93

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	30.97 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)	138,725.20
流通 A 股市值(百万元)	126,308.82
每股净资产(元)	6.76
资产负债率(%)	25.75
一年内最高/最低(元)	36.44/21.44

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-季报点评:化合物半导体快速起量，营收结构优化》2021-04-29
- 2 《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
- 3 《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

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	10,498.79	8,368.80	16,132.74
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	19,858.92	21,551.31	26,355.05
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	41,856.44	42,351.38	46,291.88
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	26,624.38	28,366.44	30,402.25
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	31,103.69	32,845.74	34,881.52
负债和股东权益总计	29,680.60	38,975.45	41,856.44	42,351.38	46,291.88

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1,298.47	1,016.28	2,467.04	3,252.72	4,199.01
折旧摊销	1,675.35	1,880.66	904.36	957.22	989.93
财务费用	159.28	107.99	46.12	(1.44)	(52.37)
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	5,256.60	(79.60)	10,218.03
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	(45.48)	1.44	52.37
其他	(4,937.75)	(2,111.99)	(3,481.35)	(3,190.84)	(3,350.78)
筹资活动现金流	(3,726.75)	7,565.65	(1,846.65)	(2,001.83)	(2,409.35)
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	3,372.30	(2,129.99)	7,763.94

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	46.12	(1.44)	(52.37)
资产减值损失	(174.66)	(252.27)	0.00	0.00	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	2,337.58	3,354.48	4,386.41
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	2,652.69	3,497.53	4,515.04
所得税	292.25	144.35	185.69	244.83	316.05
净利润	1,298.47	1,016.28	2,467.01	3,252.70	4,198.99
少数股东损益	0.00	0.00	(0.03)	(0.01)	(0.02)
归属于母公司净利润	1,298.47	1,016.28	2,467.04	3,252.72	4,199.01
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%	123.52%	43.50%	30.76%
归属于母公司净利润	-54.12%	-21.73%	142.75%	31.85%	29.09%
获利能力					
毛利率	29.37%	24.47%	32.10%	34.00%	36.00%
净利率	17.41%	12.02%	20.55%	20.84%	22.42%
ROE	5.97%	3.43%	7.93%	9.90%	12.04%
ROIC	7.82%	5.08%	9.48%	15.13%	16.58%
偿债能力					
资产负债率	26.74%	23.87%	25.69%	22.44%	24.65%
净负债率	-4.61%	-15.78%	-28.35%	-21.86%	-43.70%
流动比率	2.23	3.39	3.01	3.82	3.49
速动比率	1.55	2.52	2.40	2.90	3.11
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	0.37	0.42
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	6.94	7.33	7.79
估值比率					
市盈率	106.84	136.50	56.23	42.65	33.04
市净率	6.38	4.68	4.46	4.22	3.98
EV/EBITDA	22.22	36.17	39.00	30.21	22.93
EV/EBIT	43.79	82.26	53.79	38.83	28.16

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