

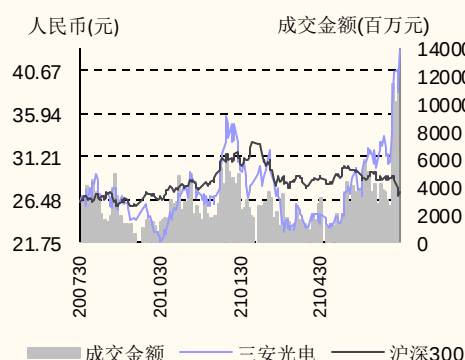
三安光电 (600703.SH) 增持 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 43.12 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	44.79
已上市流通 A 股(亿股)	40.78
总市值(亿元)	1,931.49
年内股价最高最低(元)	43.12/21.75
沪深 300 指数	4850
上证指数	3412



相关报告

1. 《三安光电首次覆盖报告-Mini LED 破局, 化合物半导体成长》, 2020.11.9

郑弼禹 分析师 SAC 执业编号: S1130520010001
zhengbiyu@gjzq.com.cn

库存如期减少, 化合物半导体营收超预期

公司基本情况 (人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	7,460	8,454	12,009	16,507	21,436
营业收入增长率	-10.81%	13.32%	42.05%	37.46%	29.86%
归母净利润(百万元)	1,298	1,016	2,077	2,932	3,616
归母净利润增长率	-54.12%	-21.73%	104.37%	41.14%	23.35%
摊薄每股收益(元)	0.318	0.227	0.464	0.654	0.807
每股经营性现金流净额	0.67	0.31	0.30	0.35	0.64
ROE(归属母公司)(摊薄)	5.97%	3.43%	6.07%	8.15%	9.48%

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

■ 7月29日晚公司发布半年报, 上半年收入同比增长71%, 归母净利润同比增长39%; 扣非归母净利润同比增长2%。

经营分析

- 公司是 Mini led 商用化的主要受益者: 2021 年 Mini led 迎来大规模商用, 三星、TCL、LG、华为、小米等厂商推出 Mini led 背光电视产品; 苹果推出 Mini led 背光的 iPad Pro, 我们预计下半年推出 Mini led 背光的笔记本电脑。我们认为未来 3-5 年随着商业化推进, Mini led 背光成本有望每年下降 10%-20%, 有望在中高端大屏上取得一定份额。公司是三星 Mini LED 背光电视的主要供应商, 有望进入 A 客户供应链, 湖北三安的 Mini 部分产能已投产运行, 我们预计今年 mini led 将贡献公司收入的 10%-15%。
- 化合物半导体营收超预期: 三安集成上半年实现营收 10.2 亿元, 同比增长 171%。国内射频设计公司对砷化镓代工有旺盛需求, 目前公司砷化镓产能达到 8000 片/月, 下半年随着设备就位产能还将继续增长。滤波器 SAW 和 TC-SAW 产品已开拓客户 41 家; 光电子产品已经入实质性供货阶段; 碳化硅二极管的两款车规产品处于小批量生产阶段, MOSFET 工业级产品已经送样, 湖南三安长沙项目已于六月点火, 我们认为公司是国内具有最强全产业链整合能力的碳化硅公司, 后续随着长沙产能的投产, 未来 3-5 年碳化硅将成为公司营收增长的重要来源。
- 库存如期下降, 毛利率仍有提升空间: 3 季度单季度税率有所上升: 二季度末公司存货环比一季度下降 2.2 亿元, 其中 LED 芯片库存环比一季度下降 4.6 亿元, 反映了自 2020 年下半年开始的传统 LED 需求复苏。二季度毛利率环比一季度下降 1.3pct, 我们认为随着传统 LED 需求的持续复苏和 mini led 规模效应体现, 公司毛利率还有较大提升空间。

投资建议

■ 我们上调公司 2021 年和 2022 年的利润至 20.8 亿元 (上调 11.5%) 和 29.3 亿元 (上调 24.5%), 维持“增持”评级。

风险提示

■ 存货减值风险; 废料回收业务毛利率下降的风险; 在建工程转固, 折旧大幅增加的风险; 新技术应用不及预期的风险; 重要客户业务受阻风险

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	8,364	7,460	8,454	12,009	16,507	21,436
增长率		-10.8%	13.3%	42.0%	37.5%	29.9%
主营业务成本	-4,625	-5,269	-6,385	-8,546	-11,600	-15,044
%销售收入	55.3%	70.6%	75.5%	71.2%	70.3%	70.2%
毛利	3,740	2,191	2,069	3,463	4,907	6,393
%销售收入	44.7%	29.4%	24.5%	28.8%	29.7%	29.8%
营业税金及附加	-105	-107	-105	-150	-206	-268
%销售收入	1.2%	1.4%	1.2%	1.3%	1.3%	1.3%
销售费用	-113	-109	-148	-192	-264	-343
%销售收入	1.4%	1.5%	1.8%	1.6%	1.6%	1.6%
管理费用	-501	-504	-673	-793	-1,089	-1,415
%销售收入	6.0%	6.8%	8.0%	6.6%	6.6%	6.6%
研发费用	-144	-197	-406	-480	-627	-815
%销售收入	1.7%	2.6%	4.8%	4.0%	3.8%	3.8%
息税前利润 (EBIT)	2,876	1,274	736	1,848	2,720	3,552
%销售收入	34.4%	17.1%	8.7%	15.4%	16.5%	16.6%
财务费用	-56	-114	-84	-36	-30	-60
%销售收入	0.7%	1.5%	1.0%	0.3%	0.2%	0.3%
资产减值损失	-202	-239	297	-169	-41	-38
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	9	12	0	0	0	0
%税前利润	0.3%	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	3,241	1,592	1,046	2,443	3,449	4,254
营业利润率	38.7%	21.3%	12.4%	20.3%	20.9%	19.8%
营业外收支	7	-1	115	0	0	0
税前利润	3,248	1,591	1,161	2,443	3,449	4,254
利润率	38.8%	21.3%	13.7%	20.3%	20.9%	19.8%
所得税	-418	-292	-144	-367	-517	-638
所得税率	12.9%	18.4%	12.4%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	2,830	1,298	1,016	2,077	2,932	3,616
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	2,830	1,298	1,016	2,077	2,932	3,616
净利率	33.8%	17.4%	12.0%	17.3%	17.8%	16.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	2,830	1,298	1,016	2,077	2,932	3,616
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	1,683	1,850	1,628	2,180	2,351	2,620
非经营收益	89	123	36	476	157	158
营运资金变动	-1,262	-547	-1,296	-3,263	-3,754	-3,266
经营活动现金净流	3,339	2,725	1,385	1,470	1,685	3,129
资本开支	-5,286	-2,997	-4,200	-1,224	-2,580	-2,530
投资	306	-35	-375	0	6	-4
其他	54	1,461	0	0	0	0
投资活动现金净流	-4,926	-1,571	-4,575	-1,224	-2,574	-2,534
股权募资	0	0	7,000	3,306	0	0
债权募资	2,499	-2,683	843	-2,046	202	186
其他	-1,487	-1,040	-289	-1,010	-1,329	-1,604
筹资活动现金净流	1,012	-3,723	7,553	250	-1,128	-1,419
现金净流量	-575	-2,569	4,363	496	-2,016	-824

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	4,406	2,318	7,126	7,622	5,606	4,782
应收款项	5,156	3,981	4,068	6,369	8,754	11,369
存货	2,680	3,142	4,162	5,451	6,782	7,996
其他流动资产	894	822	827	1,029	1,330	1,669
流动资产	13,135	10,263	16,183	20,471	22,472	25,815
%总资产	42.7%	34.6%	41.5%	48.6%	50.6%	54.1%
长期投资	124	121	135	135	129	133
固定资产	11,646	14,126	16,290	16,945	17,013	16,768
%总资产	37.8%	47.6%	41.8%	40.2%	38.3%	35.1%
无形资产	3,664	4,159	4,982	4,609	4,811	5,003
非流动资产	17,654	19,417	22,792	21,689	21,953	21,905
%总资产	57.3%	65.4%	58.5%	51.4%	49.4%	45.9%
资产总计	30,789	29,681	38,975	42,160	44,425	47,720
短期借款	3,158	1,197	1,540	300	378	580
应付款项	1,854	2,963	2,192	3,639	3,733	4,540
其他流动负债	408	444	1,036	287	499	630
流动负债	5,420	4,604	4,768	4,226	4,609	5,750
长期贷款	302	120	905	919	903	887
其他长期负债	3,818	3,212	3,630	2,791	2,931	2,931
负债	9,540	7,935	9,303	7,936	8,443	9,568
普通股股东权益	21,249	21,745	29,672	34,223	35,982	38,152
其中：股本	4,078	4,078	4,479	4,879	4,879	4,879
未分配利润	9,768	10,132	10,686	11,932	13,691	15,861
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	30,789	29,681	38,975	42,160	44,425	47,720

比率分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	0.694	0.318	0.227	0.464	0.654	0.807
每股净资产	5.210	5.332	6.624	7.640	8.033	8.517
每股经营现金净流	0.819	0.668	0.309	0.301	0.345	0.641
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.170	0.240	0.296
回报率						
净资产收益率	13.32%	5.97%	3.43%	6.07%	8.15%	9.48%
总资产收益率	9.19%	4.37%	2.61%	4.93%	6.60%	7.58%
投入资本收益率	10.14%	4.51%	2.01%	4.43%	6.20%	7.62%
增长率						
主营业务收入增长率	-0.35%	-10.81%	13.32%	42.05%	37.46%	29.86%
EBIT增长率	-14.32%	-55.71%	-42.22%	151.04%	47.19%	30.61%
净利润增长率	-10.56%	-54.12%	-21.73%	104.37%	41.14%	23.35%
总资产增长率	22.00%	-3.60%	31.32%	8.17%	5.37%	7.42%
资产管理能力						
应收账款周转天数	106.3	118.3	100.5	120.0	120.0	120.0
存货周转天数	176.4	201.6	208.8	240.0	220.0	200.0
应付账款周转天数	72.3	82.6	81.5	89.0	87.0	87.0
固定资产周转天数	388.9	453.3	521.5	377.9	269.8	198.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-4.69%	-4.61%	-15.78%	-18.71%	-12.02%	-8.69%
EBIT利息保障倍数	51.6	11.1	8.8	51.9	91.9	58.8
资产负债率	30.99%	26.74%	23.87%	18.82%	19.01%	20.05%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	6	8	15	26
增持	0	2	5	8	5
中性	2	2	2	3	5
减持	0	0	0	0	0
评分	2.33	1.60	1.60	1.54	1.42

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-11-09	增持	23.83	27.00 ~ 27.00

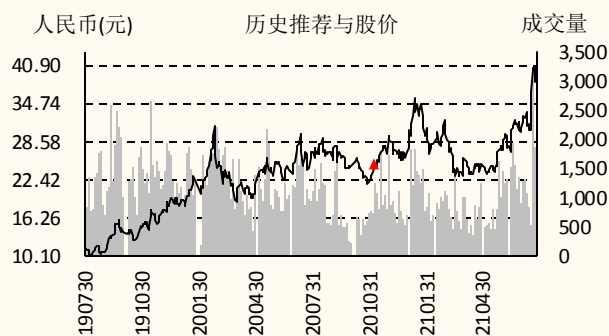
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持


投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

C3 级(含 C3 级)的投资者使用;非国金证券 C3 级以上(含 C3 级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402