

公司研究

LED 上行周期需求旺盛，集成电路业务增长迅速

——三安光电（600703.SH）2021年半年报点评

买入（维持）

当前价：37.30元

作者

分析师：刘凯

执业证书编号：S0930517100002

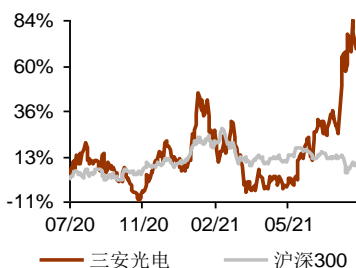
021-52523849

kailiu@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	44.79
总市值(亿元)	1670.67
一年最低/最高(元)	21.44/45.14
近3月换手率	179.29%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-3.58	-2.28	-9.44
绝对	-8.98	-8.98	-8.98

资料来源：Wind

要点

事件：

公司发布2021年半年报,公司2021H1实现营业收入61.14亿元,同比增长71.38%;归母净利润为8.84亿元,同比增长39.18%;三安集成2021H1实现营收10.16亿元(不包含泉州三安滤波器实现的销售收入1,242.60万元),同比增长170.57%。

点评：

2021H1 业绩表现超预期，经营逐季向好。公司2021H1实现营业收入61.14亿元,同比增长71.38%;归母净利润为8.84亿元,同比增长39.18%;扣非后归母净利润3.07亿元,同比增长2.14%。非经常性损益主要为政府补助,金额约5.84亿元。经营性现金净流入10.2亿元,同比增长120.89%。逐季角度来看,公司2021Q2单季实现营收33.97亿元,环比增长25.01%;归母净利润为3.27亿元,环比减少41.26%;扣非后归母净利润为2.52亿元,环比增长358.18%。

需求旺盛、库存下降，传统LED迎来周期拐点。2021H1LED照明产品出口额为209.88亿美元,同比增长50.83%,LED照明产品出口额达到传统年份上半年出口历史新高。LED市场需求旺盛,部分低端LED芯片价格从2021年3月开始持续上调,行业景气度逐渐向好。在此背景下,公司去库存策略效果显著,库存水位实现有效下降。2021H1整体库存商品金额比2020年末减少约6.60亿元(-22.42%),其中LED芯片库存商品金额减少约6.88亿元;2021Q2LED芯片的库存商品金额比2021Q1减少4.64亿元。展望未来,公司预计部分LED芯片产品价格还将继续上调,传统LED业务盈利能力有望逐步提升。

积极推进产品结构升级，高端LED成长空间广阔。公司积极优化产品结构,积极推进高端LED产品的市场应用,提升高端产品的销售占比。高端LED业务主要分为新型LED和Mini/Micro LED。

新型LED：新型应用加速推进，业务收入大幅增长。由于北美部分地区大麻商用合法化和食物、药品供应短缺等因素,植物照明产品在全球的销售成倍增长,2020年中国LED植物灯具出口金额超过5亿美元,同比增长超过4倍。植物照明市场迎来快速发展,公司与中科院植物所于2015年共同发起植物工厂,“植物所的生物学技术+三安的LED芯片全产业链布局”,竞争优势明显。2021H1植物照明产品收入实现大幅增长,未来有望继续保持高增长态势。此外,公司在细分领域红外、紫外、车用产品等市场渗透率进一步提升。

Mini LED：终端产品相继推出，芯片出货量逐月递增。三星、LG、TCL、小米等企业相继推出Mini LED背光电视,苹果推出搭载Mini-LED背光屏iPad Pro产品,Mini LED在2021年或迎来大规模应用。除电视市场之外,Mini LED在平板电脑、笔记本电脑和车载屏幕等显示领域也在广泛应用。公司于2018年开始布局Mini/Micro LED业务,多年持续推进其研发及市场应用。客户方面,公司是三星Mini/Micro LED芯片的首要供应商,已签署供货协议并实现批量供货;2020年底,公司与TCL华兴成立Micro LED研发产业化联合实验室。产能方面,湖北三安Mini/Micro显示芯片产业化项目部分产能已投产运行。随着产能逐步释放,公司将在Mini LED市场应用放量进程中持续受益。

客户进展顺利，化合物半导体业务增长迅速。公司化合物半导体业务主要由三安集成承接，2021H1 实现收入 10.16 亿元，同比增长 170.6%，叠加滤波器收入 0.12 亿元，三安集成收入约 10.28 亿元。三安集成 2021 年上半年营收已超过 2020 年全年 9.74 亿元营收。

三安集成主要提供射频、光技术、电力电子化合物半导体研发生产制造服务，各项业务在客户进展方面均取得了重大突破，分业务来看：

射频方面，砷化镓产能已达 8000 片/月，覆盖 2G-5G 手机 PA、WIFI 领域，客户数量累计近 100 家。滤波器 SAW 和 TC-SAW 产品已开拓客户数 41 家，其中 17 家为国内手机和通信模块主要厂商，产品已成功导入手机模块产业供应链。

光技术方面，公司保持及扩大在现有中低速 PD/MPD 市场领先份额，高端产品如 10G APD/25G PD、以及 10G/25G VCSEL 和 DFB 发射端产品均已在行业重要客户通过验证并进入实质性批量供货阶段，其中 PD 量产客户 104 家，VCSEL 量产客户 55 家，DFB 发射端产品今年上半年持续放量。

电力电子产品主要为高功率密度碳化硅二极管、MOSFET 及硅基氮化镓产品。碳化硅二极管上半年新开拓客户 518 家，出货客户超过 180 家，超过 60 种产品已进入量产阶段，在服务器电源、通信电源、光伏逆变器等领域已实现稳定供货，2 款产品通过车载认证，处于小批量生产阶段。碳化硅 MOSFET 工业级产品已送样客户验证，车规级产品正配合多家车企做流片设计及测试。硅基氮化镓产品在 24 家客户处进入量产阶段。

公司集成电路产品客户信赖度大幅提升，已接收累计到明年的客户订单，前期新扩充产能已进入量产阶段，有效产能将在第三季度逐步释放，产能不足问题得到缓解。我们认为，随着产能逐步释放，加上产品交付能力的大幅提升，公司规模将会持续扩大。

盈利预测、估值与评级：三安光电是国内 LED 龙头企业，深度受益 LED 高景气周期，并积极优化产品结构，推进高端 LED 产品的市场应用，包括 MINI LED、植物照明、红外紫外等。此外，公司全面布局化合物半导体业务，该业务规模增长迅速并得到众多客户认可。化合物半导体业务有望乘第三代半导体东风，打造新三安，我们看好公司未来广阔的发展前景。我们维持公司 21-22 年归母净利润为 24.83、32.65 亿元，预计 23 年公司归母净利润为 39.07 亿元，当前股价对应 PE 分别为 67x、51x、43x，维持“买入”评级。

风险提示：化合物半导体产能爬坡不及预期；LED 价格下行；MiniLED 需求不及预期。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	7,460.01	8,453.88	12,163.43	15,501.74	19,407.37
营业收入增长率	-10.81%	13.32%	43.88%	27.45%	25.19%
净利润 (百万元)	1,298.47	1,016.28	2,482.76	3,265.34	3,906.90
净利润增长率	-54.12%	-21.73%	144.30%	31.52%	19.65%
EPS (元)	0.32	0.23	0.55	0.73	0.87
ROE (归属母公司) (摊薄)	5.97%	3.43%	7.89%	9.64%	10.67%
P/E	117	164	67	51	43
P/B	7.0	5.6	5.3	4.9	4.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-08-17；19-20 年股本分别为 40.78/44.79。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	7,460	8,454	12,163	15,502	19,407
营业成本	5,269	6,385	8,708	10,661	13,321
折旧和摊销	1,610	1,776	2117	2479	2729
税金及附加	107	105	97	109	136
销售费用	109	148	146	186	233
管理费用	504	673	665	718	873
财务费用	114	84	-170	-138	-108
研发费用	197	406	321	310	388
投资收益	12	0	0	0	0
营业利润	1,592	1,046	2,855	3,734	4,664
利润总额	1,591	1,161	2,846	3,725	4,655
所得税	292	144	313	410	698
净利润	1,298	1,016	2,533	3,315	3,957
少数股东损益	0	0	50	50	50
归属母公司净利润	1,298	1,016	2,483	3,265	3,907
EPS(元)	0.32	0.23	0.55	0.73	0.87

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	2,789	1,935	1,307	1,828	2,035
净利润	1,298	1,016	2,483	3,265	3,907
折旧摊销	1,610	1,776	117	179	229
净营运资金增加	-2,105	1,539	2,100	2,364	3,019
其他	1,985	-2,398	-3,392	-3,981	-5,120
投资活动产生现金流	-1,571	-4,575	-1,438	-220	-220
净资本支出	-2,997	-4,200	416	-220	-220
长期投资变化	121	122	0	0	0
其他资产变化	1,305	-498	-1,854	0	0
融资活动现金流	-3,727	7,566	-1,557	-582	-857
股本变化	0	401	0	0	0
债务净变化	-2,143	1,129	-1,241	0	0
无息负债变化	538	239	1,563	1,421	1,664
净现金流	-2,505	4,913	-1,689	1,026	958

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	29.4%	24.5%	28.4%	31.2%	31.4%
EBITDA 率	50.7%	42.0%	17.5%	24.6%	24.8%
EBIT 率	28.2%	19.7%	16.6%	23.4%	23.7%
税前净利润率	21.3%	13.7%	23.4%	24.0%	24.0%
归母净利润率	17.4%	12.0%	20.4%	21.1%	20.1%
ROA	4.4%	2.6%	6.2%	7.4%	8.0%
ROE (摊薄)	6.0%	3.4%	7.9%	9.6%	10.7%
经营性 ROIC	7.6%	5.4%	5.9%	9.9%	11.1%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	27%	24%	23%	25%	26%
流动比率	2.23	3.39	3.47	3.39	3.32
速动比率	1.55	2.52	2.41	2.35	2.27
归母权益/有息债务	16.52	12.13	26.13	28.11	30.39
有形资产/有息债务	19.21	13.77	30.35	33.59	37.34

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	29,681	38,975	41,158	45,009	49,469
货币资金	2,318	7,126	5,438	6,464	7,421
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	2,355	2,301	3,540	4,511	5,648
应收票据	0	1,471	1,216	1,550	1,941
其他应收款 (合计)	43	24	243	310	388
存货	3,142	4,162	5,215	6,387	7,983
其他流动资产	2,115	603	696	780	877
流动资产合计	10,263	16,183	17,044	20,854	25,324
其他权益工具	0	13	13	13	13
长期股权投资	121	122	122	122	122
固定资产	9,265	12,078	13,170	13,962	14,524
在建工程	4,862	4,211	3,263	2,553	2,019
无形资产	3,419	4,036	3,975	3,916	3,857
商誉	12	94	94	94	94
其他非流动资产	780	1,070	2,925	2,925	2,925
非流动资产合计	19,417	22,792	24,114	24,155	24,146
总负债	7,935	9,303	9,626	11,047	12,711
短期借款	914	1,241	0	0	0
应付账款	1,418	1,435	2,177	2,665	3,330
应付票据	1,118	684	87	107	133
预收账款	137	0	608	775	970
其他流动负债	0	616	1,098	1,532	2,040
流动负债合计	4,604	4,768	4,905	6,160	7,628
长期借款	120	905	905	905	905
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	1,971	2,659	2,844	3,011	3,206
非流动负债合计	3,332	4,535	4,721	4,887	5,083
股东权益	21,745	29,672	31,533	33,962	36,758
股本	4,078	4,479	4,479	4,479	4,479
公积金	7,855	14,507	14,755	15,082	15,473
未分配利润	10,132	10,686	12,249	14,301	16,657
归属母公司权益	21,745	29,672	31,483	33,862	36,608
少数股东权益	0	0	50	100	150

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	1%	2%	1%	1%	1%
管理费用率	7%	8%	5%	5%	5%
财务费用率	2%	1%	-1%	-1%	-1%
研发费用率	3%	5%	3%	2%	2%
所得税率	18%	12%	11%	11%	15%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.10	0.15	0.20	0.26	0.31
每股经营现金流	0.68	0.43	0.29	0.41	0.45
每股净资产	5.33	6.62	7.03	7.56	8.17
每股销售收入	1.83	1.89	2.72	3.46	4.33

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	117	164	67	51	43
PB	7.0	5.6	5.3	4.9	4.6
EV/EBITDA	41	48	78	44	34
股息率	0%	0%	1%	1%	1%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE