

三安光电 (600703.SH)

有效产能逐步释放，业绩维持高速增长

核心观点:

- 公司发布 2021 年三季报，2021 年前三季度实现营业收入 95.32 亿元，同比增长 61.54%；归母净利润 12.86 亿元，同比增长 37.04%，扣非后归母净利润 6.15 亿元，同比增长 18.03%；其中第三季度实现营业收入 34.17 亿元，同比增长 46.49%，归母净利润 4.02 亿元，同比增长 32.56%，扣非后归母净利润 3.08 亿元，同比增长 39.68%。
- 收入结构持续向好，集成业务快速扩张。今年以来 LED 市场需求旺盛，价格趋势上行，MINI LED 终端产品接连发布，公司 LED 业务恢复强势。公司子公司三安集成前三季度实现销售收入 16.69 亿元，其中单三季度实现收入 6.53 亿元，业务快速突破。受益于 LED 芯片和集成电路产品销量快速增长，公司 2021 年前三季度营业收入提升显著。
- MINI LED 及集成业务进展显著，有效产能逐步释放。Mini LED 相较传统背光产品价值量大幅提升，公司在客户端不断突破，打开 LED 业务新的成长空间；公司化合物半导体业务涉及的射频、电力电子、光通讯、滤波器等产品均取得进展；公司子公司湖南三安、湖北三安、泉州三安、三安集成产能正在扩张，部分产能正逐步释放，公司营收规模将继续快速扩大，盈利能力也将会逐步体现，为公司长期持续发展提供充足的增长动力。
- 盈利预测与投资建议。预计公司 2021-2023 年归母净利润为 19.08/33.37/43.27 亿元，对应 EPS 为 0.43/0.74/0.97 元/股，我们看好公司在 LED 行业的龙头地位，以及在化合物半导体业务上的快速发展，给予三安光电 22 年 55 倍 PE，合理价值为 40.97 元/股，给予“买入”评级。
- 风险提示。产品价格下滑风险；原材料价格上涨风险；新业务进展不及预期风险。

盈利预测:

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	7,460	8,454	12,903	18,321	23,982
增长率 (%)	-10.8	13.3	52.6	42.0	30.9
EBITDA (百万元)	3,432	3,054	5,341	7,693	9,494
归母净利润 (百万元)	1,298	1,016	1,908	3,337	4,327
增长率 (%)	-54.1	-21.7	87.8	74.8	29.7
EPS (元/股)	0.32	0.23	0.43	0.74	0.97
市盈率 (P/E)	57.67	119.05	78.87	45.11	34.78
ROE (%)	6.0	3.4	6.0	9.6	11.0
EV/EBITDA	21.53	38.08	27.36	19.25	15.74

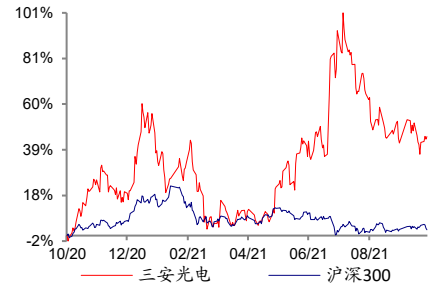
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	33.60 元
合理价值	40.97 元
前次评级	买入
报告日期	2021-10-29

相对市场表现



分析师:

许兴军



SAC 执证号: S0260514050002



021-60750532



xuxingjun@gf.com.cn

分析师:

王亮



SAC 执证号: S0260519060001



SFC CE No. BFS478



021-38003658



gfwangliang@gf.com.cn

分析师:

耿正



SAC 执证号: S0260520090002



021-38003656



gengzheng@gf.com.cn

请注意，许兴军、耿正并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

联系人:

邰正林 010-56571867

huanzhenglin@gf.com.cn

资产负债表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	10,263	16,183	21,531	26,316	30,561
货币资金	2,318	7,126	10,482	11,524	11,351
应收及预付	2,645	4,268	5,442	7,680	10,043
存货	3,142	4,162	4,638	5,905	7,712
其他流动资产	2,158	627	969	1,207	1,455
非流动资产	19,417	22,792	25,743	28,134	29,966
长期股权投资	121	122	122	122	122
固定资产	9,265	12,078	14,649	16,711	18,262
在建工程	4,862	4,211	4,611	5,011	5,411
无形资产	3,419	4,036	4,036	3,986	3,886
其他长期资产	1,751	2,344	2,324	2,304	2,284
资产总计	29,681	38,975	47,274	54,451	60,527
流动负债	4,604	4,768	9,767	13,107	14,356
短期借款	914	1,241	3,526	6,032	6,677
应付及预收	2,673	2,119	2,969	3,938	5,087
其他流动负债	1,017	1,409	3,272	3,137	2,591
非流动负债	3,332	4,535	5,927	6,427	6,927
长期借款	120	905	2,297	2,797	3,297
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	3,212	3,630	3,630	3,630	3,630
负债合计	7,935	9,303	15,693	19,534	21,283
股本	4,078	4,479	4,479	4,479	4,479
资本公积	7,080	13,675	13,675	13,675	13,675
留存收益	10,907	11,518	13,426	16,763	21,090
归属母公司股东权益	21,745	29,672	31,580	34,917	39,244
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	29,681	38,975	47,274	54,451	60,527

利润表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	7,460	8,454	12,903	18,321	23,982
营业成本	5,269	6,385	9,850	13,066	16,881
营业税金及附加	107	105	155	220	312
销售费用	109	148	206	311	480
管理费用	504	673	839	1,282	1,799
研发费用	197	406	387	641	959
财务费用	114	84	119	269	371
资产减值损失	-175	-252	-220	-180	-150
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	12	0	22	0	0
营业利润	1,592	1,046	2,200	3,835	4,974
营业外收支	-1	115	-7	0	0
利润总额	1,591	1,161	2,193	3,835	4,974
所得税	292	144	285	499	647
净利润	1,298	1,016	1,908	3,337	4,327
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	1,298	1,016	1,908	3,337	4,327
EBITDA	3,432	3,054	5,341	7,693	9,494
EPS (元)	0.32	0.23	0.43	0.74	0.97

现金流量表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	2,789	1,935	5,846	4,391	5,138
净利润	1,298	1,016	1,908	3,337	4,327
折旧摊销	1,675	1,881	3,029	3,589	4,149
营运资金变动	-547	-1,296	516	-3,075	-3,949
其它	362	333	393	541	611
投资活动现金流	-1,571	-4,575	-5,960	-5,976	-5,971
资本支出	-2,997	-4,200	-5,888	-5,882	-5,876
投资变动	-35	-375	-15	-15	-15
其他	1,461	0	-58	-80	-80
筹资活动现金流	-3,727	7,566	3,470	2,627	660
银行借款	1,154	2,537	3,677	3,006	1,145
股权融资	0	7,000	0	0	0
其他	-4,880	-1,971	-207	-379	-485
现金净增加额	-2,505	4,913	3,356	1,041	-173
期初现金余额	4,107	1,602	7,126	10,482	11,524
期末现金余额	1,602	6,515	10,482	11,524	11,351

主要财务比率

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	-10.8%	13.3%	52.6%	42.0%	30.9%
营业利润	-50.9%	-34.3%	110.4%	74.3%	29.7%
归母净利润	-54.1%	-21.7%	87.8%	74.8%	29.7%
获利能力					
毛利率	29.4%	24.5%	23.7%	28.7%	29.6%
净利率	17.4%	12.0%	14.8%	18.2%	18.0%
ROE	6.0%	3.4%	6.0%	9.6%	11.0%
ROIC	6.2%	3.2%	5.3%	8.1%	9.4%
偿债能力					
资产负债率	26.7%	23.9%	33.2%	35.9%	35.2%
净负债比率	36.5%	31.4%	49.7%	55.9%	54.2%
流动比率	2.23	3.39	2.20	2.01	2.13
速动比率	1.48	2.42	1.68	1.51	1.53
营运能力					
总资产周转率	0.25	0.22	0.27	0.34	0.40
应收账款周转率	3.17	3.67	4.06	4.06	4.06
存货周转率	2.37	2.03	2.78	3.10	3.11
每股指标 (元)					
每股收益	0.32	0.23	0.43	0.74	0.97
每股经营现金流	1	0	1	1	1
每股净资产	5.33	6.62	7.05	7.80	8.76
估值比率					
P/E	57.67	119.05	78.87	45.11	34.78
P/B	3.44	4.08	4.77	4.31	3.84
EV/EBITDA	21.53	38.08	27.36	19.25	15.74

广发电子元件和半导体研究小组

- 许兴军：首席分析师，浙江大学系统科学与工程学士，浙江大学系统分析与集成硕士，2012年加入广发证券发展研究中心。
- 王亮：联席首席分析师，复旦大学经济学硕士，2014年加入广发证券发展研究中心。
- 叶秀贤：资深分析师，天津大学材料科学与工程学士，天津大学管理科学与工程硕士，2014年加入广发证券发展研究中心。
- 耿正：资深分析师，上海交通大学材料科学与工程学硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。
- 蔡锐帆：高级研究员，北京大学汇丰商学院硕士，2019年加入广发证券发展研究中心。
- 蔡为唯：高级研究员，本科，毕业于中国人民大学。
- 邰正林：中国科学院大学硕士，2020年8月加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北 路429号泰康保险大厦 37楼	香港德辅道中189号李 宝椿大厦29及30楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。