

三安光电 (600703)

证券研究报告

2021年12月09日

集成电路业务进入收获期、盈利能力迅速提升

事件: 公司发布公告, 前三季度厦门三安集成实现营收 16.69 亿元, 同比增长 152.1%, 净利润 3.96 亿元, 实现同比扭亏为盈。泉州三安半导体前三季度实现营收 14.12 亿元, 同比增长 421.74%, 净利润 4.7 亿元, 同比增长 495.08%。

点评: 公司的集成电路业务已经进入收获期, 盈利能力提升显著。在盈利能力方面, 厦门三安集成毛利率 36.22%, 同比增长 16.48pct, 净利率为 28.20% 同比增长 16.25pct。泉州三安半导体毛利率 25.22%, 净利率为 28.05% 双双实现同比扭亏为盈。这体现出公司在产品结构优化方面已经取得了突破性进展, 公司在碳化硅、射频等集成电路领域的重点布局价值已经充分展现。今年九月公司已发布第四期员工持股计划, 有助于激励员工帮助公司抓住关键机遇。同时也展示了公司对未来发展的强烈信心。公司今年在化合物第三代半导体的扩产节奏显著加快, 对下游市场实现多点突破。公司在射频领域的产能布局、市场开拓进展顺利, 已推出在滤波器领域具有关键价值的四工器产品, 这标志着三安集成在滤波器领域走到行业前沿, 未来公司的成长逻辑清晰。

碳化硅下游市场多点突破, 长沙工厂计划月产三万片。 公司今年上半年在碳化硅二极管业务领域新开拓客户 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、充电桩、车载充电机、家电等细分应用市场标杆客户实现稳定供货, 借助在欧美日韩等国家和地区的技术和销售布局, 已与国际标杆客户实现战略合作, 海外市场已有所突破。碳化硅二极管已有 2 款产品通过车载认证并送样行业标杆客户, 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。在硅基氮化镓产品方面, 完成约 60 家客户工程送样及系统验证, 24 家进入量产。三安长沙项目已于 6 月点火, 计划月产三万片 6 寸碳化硅晶圆, 该项目致力于全产业链的垂直整合, 实现从原材料到器件封装的全面把控, 将在产品可靠性、一致性和交付期等方面具有更显著的竞争优势。

射频业务进展顺利, 实现滤波器关键产品突破。 公司的砷化镓射频扩产设备在上半年已逐步到位, 产能达到 8000 片/月, 出货产品全面覆盖 2G-5G 手机 PA、WIFI 等应用领域, 国内外客户累计近 100 家, 已成为国内领先射频设计公司的主力供应商。滤波器 SAW 和 TC-SAW 产品已开拓客户 41 家, 其中 17 家为国内手机和通信模块主要客户, 产品已成功导入手机模块产业供应链。今年上半年公司推出可量产的小尺寸 Band 1+Band 3 四工器, 实现 Band 1 TX 与 Band 3 RX 之间的高隔离, 同时达到国际一流水平的低插损值, 温漂系数可以达到 -20ppm/°C 或更低。该四工器的发布标志着三安集成在滤波器领域走到行业前沿, 成为国内首个能全套提供 Phase V NR 架构所需四工器和双工器产品的企业。

投资建议: 看好公司化合物半导体业务产能爬坡快速增长, 射频业务未来潜力, 认为未来三年公司有望迎来快速增长, 21-22 年预计实现归母净利润 24.69 和 32.53 亿元, 维持“买入”评级。

风险提示: 新产能爬坡不及预期、碳化硅需求不及预期、射频需求不及预期

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	3,290.06	4,310.26	5,323.97
净利润(百万元)	1,298.47	1,016.28	2,468.90	3,252.73	4,199.02
增长率(%)	(54.12)	(21.73)	142.94	31.75	29.09
EPS(元/股)	0.29	0.23	0.55	0.73	0.94
市盈率(P/E)	119.36	152.50	62.77	47.65	36.91
市净率(P/B)	7.13	5.22	4.98	4.72	4.44
市销率(P/S)	20.78	18.33	12.91	9.93	8.28
EV/EBITDA	22.22	36.17	43.92	33.98	25.98

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	34.6 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)	154,985.21
流通 A 股市值(百万元)	141,113.50
每股净资产(元)	6.79
资产负债率(%)	32.71
一年内最高/最低(元)	44.92/22.76

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:收入持续创新高, 存货周转天数显著下降》
2021-10-30
- 2 《三安光电-公司点评:扩产+持股计划展现信心, MiniLED 行业快速渗透》
2021-09-30
- 3 《三安光电-半年报点评:MiniLED 与集成电路接棒, 回归成长通道》
2021-07-30

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	10,499.87	8,369.89	16,133.83
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	19,860.00	21,552.40	26,356.14
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	41,857.52	42,352.47	46,292.97
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	26,625.47	28,367.53	30,403.34
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	31,104.78	32,846.82	34,882.61
负债和股东权益总计	29,680.60	38,975.45	41,857.52	42,352.47	46,292.97

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1,298.47	1,016.28	2,468.90	3,252.73	4,199.02
折旧摊销	1,675.35	1,880.66	904.36	957.22	989.93
财务费用	159.28	107.99	46.11	(1.45)	(52.37)
投资损失	(12.39)	(0.32)	(58.00)	(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	5,256.46	(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)	(172.22)	(216.85)	(10.36)
投资活动现金流	(1,571.34)	(4,575.18)	(35.65)	(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)	1.45	52.37
其他	(4,937.75)	(2,111.99)	(3,482.13)	(3,190.84)	(3,350.78)
筹资活动现金流	(3,726.75)	7,565.65	(1,847.42)	(2,001.82)	(2,409.34)
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	3,373.38	(2,129.98)	7,763.95

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	46.11	(1.45)	(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	58.00	9.00	9.00
其他	(269.63)	(141.45)	(149.65)	4.44	(21.74)
营业利润	1,591.52	1,045.80	2,339.58	3,354.49	4,386.42
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	2,654.70	3,497.54	4,515.05
所得税	292.25	144.35	185.83	244.83	316.05
净利润	1,298.47	1,016.28	2,468.87	3,252.71	4,199.00
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	2,468.90	3,252.73	4,199.02
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%	123.71%	43.38%	30.76%
归属于母公司净利润	-54.12%	-21.73%	142.94%	31.75%	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%	20.57%	20.84%	22.42%
ROE	5.97%	3.43%	7.94%	9.90%	12.04%
ROIC	7.82%	5.08%	9.49%	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%	-21.87%	-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	119.36	152.50	62.77	47.65	36.91
市净率	7.13	5.22	4.98	4.72	4.44
EV/EBITDA	22.22	36.17	43.92	33.98	25.98
EV/EBIT	43.79	82.26	60.56	43.68	31.91

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 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com