LED 行业持续承压，关注三五族化合物布局

三安光电（600703）2019 年年报暨 2020 年一季报点评 | 2020.5.21

中信证券研究部

徐涛
首席电子分析师
S1010517080003

胡叶倩雯
电子分析师
S1010517100004

三安光电	600703
评级	增持（维持）
当前价	26.04 元
总股本	4,078 百万股
流通股本	4,078 百万股
52 周最高/最低价	31.5/8.97 元
近 1 月绝对涨幅	21.00%
近 6 月绝对涨幅	52.19%
近 12 月绝对涨幅	166.01%

核心观点

公司 2019 年实现营收 74.60 亿元，同比-10.81%，归母净利润 12.98 亿元，同比-54.12%；2020 年 Q1 实现营收 16.81 亿元，同比-2.74%；归母净利润 3.92 亿元，同比-36.95%。我们认为 LED 芯片行业已处于周期底部，持续看好公司布局三五族化合物半导体。目前受疫情影响，需警惕全球下游需求下滑风险。但公司作为全球龙头相对竞争优势仍在，维持“增持”评级。

- **受芯片持续跌价影响，公司 2019 年全年年归母净利润同比下滑 54.12%。**公司 2019 全年实现营业总收入 74.60 亿元，同比-10.81%；实现归母净利润 12.98 亿元，同比-54.12%，扣非后归母净利润 6.90 亿元，同比-69.30%。行业产能供给侧过剩使得公司所在的 LED 芯片价格前三季度持续下跌，致使公司全年在实现销量增长的情况下收入端持续下滑，Q4 产品价格趋于稳定；利润端来看，公司 2019 年毛利率下滑 15.34pcts 至 29.37%，净利率下滑 16.42pcts 至 17.41%，主要系产品大幅跌价；费用端全年支出增加，其中销售/管理/财务/研发费用同比-3.71/0.59/105.24/36.44%，费用率分别达 1.46%/9.40%/2.64%/1.53%，合计同比+2.63pcts，主要为研发项目增加及利息费用增长所致。

- **受海内外疫情影响，公司 2020 年 Q1 年归母净利润同比下滑 36.95%。**公司 2020 年 Q1 实现营业总收入 16.81 亿元，同比-2.74%；实现归母净利润 3.92 亿元，同比-36.95%，扣非后归母净利润 1.21 亿元，同比-57.35%，销售收入受疫情影响有所下滑，同时政府补助有所减少。利润端来看，Q1 公司毛利率同比+6.40pcts 至 28.24%，净利率同比+16.43pcts 至 23.29%；费用端支出增加，其中财务/研发费用同比-87.50%/34.16%，主要系集成电路业务研发项目增加以及银行借款平均余额减少。展望未来，我们认为 LED 行业经过去年的跌价态势，目前已处于相对稳定的周期底部；疫情影响下，今年下游整体需求以及 LED 产品出口或将承压，行业供需失衡或将持续，但公司作为全球龙头相对竞争优势仍在。

- **传统 LED 芯片竞争激烈，Mini/Micro LED 有望成为新动能。**2019 年，LED 芯片竞争激烈，杀价严重，目前价格趋于稳定，未来有望触底反弹。同时，行业集中度越来越高，小间距、Mini/MicroLED 等高技术壁垒产品成为厂商竞争优势。公司积极调整产品结构，主推高端产品如 Mini LED、Micro LED、高光效、紫外、红外、植物照明等的应用，已与三星、科锐、格力电器、美的集团等国内外下游大厂建立合作关系，其中 Mini LED 已批量出货，Micro LED 持续推进，紫外产品受疫情影响需求看增。在项目建设方面，湖北三安 Mini/Micro 显示芯片产业化项目已完成土地摘牌正在建设中。我们认为 2020 年有望成为 Mini LED 元年，公司在该领域深耕多年，技术处于行业领先地位，将极大受益于 Mini LED 的需求爆发。

- **国产化趋势叠加 5G 商用，化合物半导体新业务有望接棒成长。**2019 年，三安集成业务全年实现销售收入 2.41 亿元，同比+40.67%。其中射频业务产品，砷化镓射频出货客户累计超过 90 家；氮化镓射频产品重要客户已实现量产，产能逐步爬坡；我们认为，公司集成产品的认可度和行业趋势已现，发展空间广阔。同时受贸易摩擦影响，公司作为国内半导体行业龙头，有望率先受惠于半导体元件国产化，5G 商用加速渗透亦为三五族化合物射频业务增添红利。

风险因素：行业下滑；存货减值风险；新项目进展不及预期；国际争端加剧等。

投资建议：根据公司财报及考虑疫情影响，我们下调公司 2020-2021 年 EPS 预测为 0.35/0.50 元（原预测为 0.56/0.63 元），新增 2021 年 EPS 预测为 0.68 元，维持“增持”评级。

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	8,364.37	7,460.01	8,255.68	9,768.61	11,568.44
营业收入增长率	0%	-11%	11%	18%	18%
净利润(百万元)	2,830.16	1,298.47	1,426.25	2,041.62	2,774.34
净利润增长率	-11%	-54%	10%	43%	36%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.69	0.32	0.35	0.50	0.68
毛利率%	45%	29%	30%	35%	38%
净资产收益率 ROE%	13.32%	5.97%	6.27%	8.38%	10.46%
每股净资产（元）	5.21	5.33	5.58	5.97	6.50
PE	38	81	74	52	38
PB	5	5	5	4	4

资料来源：Wind，中信证券研究部预测　　注：股价为 2020 年 5 月 20 日收盘价

利润表（百万元）

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	8,364	7,460	8,256	9,769	11,568
营业成本	4,625	5,269	5,751	6,343	7,127
毛利率	44.71%	29.37%	30.34%	35.07%	38.39%
营业税金及附加	105	107	112	132	160
销售费用	113	109	110	135	161
营业费用率	1.36%	1.46%	1.33%	1.38%	1.39%
管理费用	501	504	522	621	750
管理费用率	5.99%	6.76%	6.33%	6.36%	6.48%
财务费用	56	114	43	66	(8)
财务费用率	0.67%	1.53%	0.52%	0.68%	-0.07%
投资收益	9	12	45	22	27
营业利润	3,241	1,592	1,704	2,424	3,336
营业利润率	38.74%	21.33%	20.64%	24.82%	28.84%
营业外收入	10	5	8	8	7
营业外支出	3	5	7	5	6
利润总额	3,248	1,591	1,706	2,427	3,337
所得税	418	292	279	385	563
所得税率	12.86%	18.37%	16.38%	15.87%	16.88%
少数股东损益	(0)	0	(0)	(0)	(0)
归属于母公司股东的净利润	2,830	1,298	1,426	2,042	2,774
净利率	33.84%	17.41%	17.28%	20.90%	23.98%

资产负债表（百万元）

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	4,406	2,318	3,859	4,249	4,678
存货	2,680	3,142	3,056	3,610	4,030
应收账款	5,099	2,355	3,816	4,518	4,783
其他流动资产	951	2,448	2,691	2,790	2,763
流动资产	13,135	10,263	13,422	15,167	16,255
固定资产	8,912	9,265	9,328	9,012	8,435
长期股权投资	124	121	121	121	121
无形资产	2,960	3,419	3,419	3,419	3,419
其他长期资产	5,657	6,612	6,612	6,612	6,612
非流动资产	17,654	19,417	19,481	19,165	18,588
资产总计	30,789	29,681	32,903	34,332	34,843
短期借款	2,900	914	3,627	2,870	791
应付账款	1,767	2,536	2,059	2,582	2,961
其他流动负债	753	1,154	1,122	1,182	1,239
流动负债	5,420	4,604	6,808	6,634	4,991
长期借款	302	120	120	120	120
其他长期负债	3,818	3,212	3,212	3,212	3,212
非流动性负债	4,120	3,332	3,332	3,332	3,332
负债合计	9,540	7,935	10,140	9,966	8,323
股本	4,078	4,078	4,078	4,078	4,078
资本公积	7,079	7,080	7,080	7,080	7,080
归属于母公司所有者权益合计	21,249	21,745	22,764	24,366	26,520
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	21,249	21,745	22,764	24,366	26,520
负债股东权益总计	30,789	29,681	32,903	34,332	34,843

现金流量表（百万元）

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	3,248	1,591	1,706	2,427	3,337
所得税支出	-418	-292	-279	-385	-563
折旧和摊销	1,480	1,675	1,036	1,116	1,176
营运资金的变化	-1,262	-547	-2,173	-792	-202
其他经营现金流	291	362	42	65	-56
经营现金流合计	3,339	2,789	332	2,431	3,693
资本支出	-5,296	-2,997	-1,100	-800	-600
投资收益	9	12	45	22	27
其他投资现金流	361	1,414	0	0	0
投资现金流合计	-4,926	-1,571	-1,055	-778	-573
发行股票	0	0	0	0	0
负债变化	3,349	4,990	2,713	-757	-2,079
股息支出	-816	-408	-408	-440	-620
其他融资现金流	-1,541	-8,309	-43	-66	8
融资现金流合计	993	-3,727	2,263	-1,263	-2,691
现金及现金等价物净增加额	-594	-2,509	1,540	390	429

主要财务指标

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	-0.35%	-10.81%	10.67%	18.33%	18.42%
营业利润增长率	-15.94%	-50.89%	7.06%	42.27%	37.63%
净利润增长率	-10.56%	-54.12%	9.84%	43.15%	35.89%
毛利率	44.71%	29.37%	30.34%	35.07%	38.39%
EBITDA Margin	57.24%	45.34%	33.73%	36.95%	38.95%
净利率	33.84%	17.41%	17.28%	20.90%	23.98%
净资产收益率	13.32%	5.97%	6.27%	8.38%	10.46%
总资产收益率	9.19%	4.37%	4.33%	5.95%	7.96%
资产负债率	30.99%	26.74%	30.82%	29.03%	23.89%
所得税率	12.86%	18.37%	16.38%	15.87%	16.88%
股利支付率	28.82%	31.41%	30.82%	30.35%	30.86%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：（i）本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；（ii）该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%～20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%～5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%～10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA （UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalamal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA （UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA （UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。