

LED芯片稳健增长, 化合物半导体前景可观

投资要点

- **事件:** 公司全资子公司厦门市三安集成电路以自有资金2000万美元在香港成立全资子公司, 主要从事滤波器研发、生产及销售; 并将以香港公司为投资主体, 在日本以自有货币资金9000万日元设立全资子公司, 主要从事化合物半导体研发工作。
- **三安光电迎来LED向上大周期, 全球龙头畅享成长与周期共振:** 经历长达7年的行业洗牌和去产能, LED行业开启新一轮景气周期。公司作为芯片行业龙头, 将高度受益行业景气。公司在多年的竞争中不断调整产品和客户结构, 降低成本, 提升良率, 在经历最初期的毛利率大幅下跌后, 毛利已经稳定, 且在供不应求背景下, 迎来涨价大周期, 毛利率和盈利能力的提升有望超出市场预期。
- **LED行业各板块多点开花, 全面景气:** LED照明受益于白炽灯的全面停产禁用, 市场将以每年不少于20%的速度增长; 小间距LED于2016年爆发, 未来三年行业复合增速有望达60%以上; Micro LED可能创造LED显示的下一个大时代。
- **三安化合物已正式量产, 出货爆发可期:** 公司化合物半导体已经正式量产, 2016年已经实现千万级别收入, 表明公司化合物半导体产品已经正式获得了客户的认可, 后续放量爆发指日可待。目前公司在射频、功率半导体以及汽车电子领域认证顺利, 已经在各个领域积累了众多知名客户, 在汽车电子领域已进入博世供应链, 未来公司化合物半导体产品将涉及自动驾驶各个环节如汽车无线通信、车用雷达、车用功率半导体和各种传感器等, 三安光电将深度受益自动驾驶浪潮, 成长空间广阔。
- **汽车照明空间巨大:** 汽车照明市场空间2000亿规模, 公司2015年汽车照明开始放量, 2016年汽车照明业务收入规模达到5.1亿元。公司目前客户已经涵盖沃尔沃、吉利、北汽和上汽等诸多优质客户, 正在认证更多合资品牌, 预计公司汽车照明业务未来几年将连续翻翻增长, 汽车照明业务有望成为三安光电未来一大重要的增长动力。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2017-2019年EPS分别为0.75元、1.05元、1.42元, 复合增速39%, 公司未来增速较高、确定性较大, 且未来化合物半导体前景可观, 综合考虑, 给予37倍估值, 对应股价28元。给予“买入”评级。
- **风险提示:** 芯片价格或不达预期、化合物半导体产能或不达预期、竞争加剧。

| 指标/年度 | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|---------------|---------|---------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 6272.60 | 8938.11 | 12455.88 | 16584.08 |
| 增长率 | 29.11% | 42.49% | 39.36% | 33.14% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 2166.65 | 3060.94 | 4274.31 | 5781.57 |
| 增长率 | 27.86% | 41.28% | 39.64% | 35.26% |
| 每股收益EPS(元) | 0.53 | 0.75 | 1.05 | 1.42 |
| 净资产收益率ROE | 12.43% | 15.52% | 18.65% | 21.28% |
| PE | 37 | 26 | 19 | 14 |
| PB | 4.60 | 4.07 | 3.50 | 2.95 |

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 刘言
执业证号: S1250515070002
电话: 023-67791663
邮箱: liuyan@swsc.com.cn
联系人: 王国勋
电话: 13386018512
邮箱: wgx@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

| | |
|-------------|------------|
| 总股本(亿股) | 40.78 |
| 流通A股(亿股) | 40.78 |
| 52周内股价区间(元) | 11.6-20.97 |
| 总市值(亿元) | 802.63 |
| 总资产(亿元) | 243.18 |
| 每股净资产(元) | 4.46 |

相关研究

关键假设：

假设 1：公司在化合物半导体业务在 2017 年将会带来亿元级营收，参考同行业其他公司的业绩，毛利率约为 45%；

假设 2：公司目前 MOCVD 台数已经达到 300 台，预计公司 2017 年将持续扩产，年底有望达到 450 台，为公司业绩增长提供持续动力；

假设 3：LED 芯片价格稳定。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

| 单位：亿元 | | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|--------|-----|--------|--------|--------|--------|
| LED 芯片 | 收入 | 56.12 | 82.77 | 117.95 | 159.23 |
| | 增速 | 24.66% | 47.50% | 42.50% | 35.00% |
| | 毛利率 | 36.73% | 39.00% | 40.00% | 41.00% |
| 材料销售 | 收入 | 5.93 | 5.93 | 5.93 | 5.93 |
| | 增速 | | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| | 毛利率 | 89.19% | 89.19% | 89.19% | 89.19% |
| 租金服务等 | 收入 | 0.68 | 0.68 | 0.68 | 0.68 |
| | 增速 | | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| | 毛利率 | 32.75% | 32.75% | 32.75% | 32.75% |
| 合计 | 收入 | 62.73 | 89.38 | 124.56 | 165.84 |
| | 增速 | 29.11% | 42.49% | 39.36% | 33.14% |
| | 毛利率 | 41.65% | 42.43% | 42.76% | 43.65% |

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

| 利润表 (百万元) | | | | | 现金流量表 (百万元) | | | | |
|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E | | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
| 营业收入 | 6272.60 | 8938.11 | 12455.88 | 16584.08 | 净利润 | 2166.67 | 3060.94 | 4274.31 | 5781.57 |
| 营业成本 | 3660.29 | 5145.70 | 7129.44 | 9504.19 | 折旧与摊销 | 1049.54 | 1312.81 | 1504.59 | 1661.10 |
| 营业税金及附加 | 96.65 | 126.92 | 186.84 | 232.18 | 财务费用 | -106.77 | -81.19 | -127.18 | -159.99 |
| 销售费用 | 60.05 | 77.76 | 112.10 | 135.99 | 资产减值损失 | 29.77 | 30.00 | 30.00 | 30.00 |
| 管理费用 | 428.24 | 572.04 | 871.91 | 1077.97 | 经营营运资本变动 | -1176.35 | -1568.66 | -2302.42 | -2705.19 |
| 财务费用 | -106.77 | -81.19 | -127.18 | -159.99 | 其他 | 93.24 | -42.36 | -41.75 | -44.66 |
| 资产减值损失 | 29.77 | 30.00 | 30.00 | 30.00 | 经营活动现金流净额 | 2056.11 | 2711.55 | 3337.55 | 4562.82 |
| 投资收益 | 8.45 | 10.00 | 12.00 | 15.00 | 资本支出 | -550.90 | -2000.00 | -1500.00 | -1000.00 |
| 公允价值变动损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 其他 | -1162.97 | 10.00 | 12.00 | 15.00 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 投资活动现金流净额 | -1713.87 | -1990.00 | -1488.00 | -985.00 |
| 营业利润 | 2112.82 | 3076.88 | 4264.77 | 5778.74 | 短期借款 | -101.00 | -200.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非经营损益 | 503.92 | 611.00 | 885.00 | 1187.00 | 长期借款 | -252.69 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 2616.74 | 3687.88 | 5149.77 | 6965.74 | 股权融资 | -21.97 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 所得税 | 450.07 | 626.94 | 875.46 | 1184.18 | 支付股利 | -637.25 | -755.00 | -1083.98 | -1521.22 |
| 净利润 | 2166.67 | 3060.94 | 4274.31 | 5781.57 | 其他 | 1475.13 | -190.89 | 132.18 | 164.99 |
| 少数股东损益 | 0.02 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 筹资活动现金流净额 | 462.21 | -1145.89 | -951.80 | -1356.23 |
| 归属母公司股东净利润 | 2166.65 | 3060.94 | 4274.31 | 5781.57 | 现金流量净额 | 811.13 | -424.34 | 897.75 | 2221.59 |
| | | | | | | | | | |
| 资产负债表 (百万元) | | | | | 财务分析指标 | | | | |
| | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E | | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
| 货币资金 | 6049.42 | 5625.08 | 6522.83 | 8744.42 | 成长能力 | | | | |
| 应收和预付款项 | 3523.54 | 4856.04 | 6797.08 | 9093.22 | 销售收入增长率 | 29.11% | 42.49% | 39.36% | 33.14% |
| 存货 | 1168.09 | 1649.57 | 2289.19 | 3054.84 | 营业利润增长率 | 40.36% | 45.63% | 38.61% | 35.50% |
| 其他流动资产 | 902.74 | 1286.36 | 1792.63 | 2386.75 | 净利润增长率 | 23.99% | 41.27% | 39.64% | 35.26% |
| 长期股权投资 | 93.17 | 93.17 | 93.17 | 93.17 | EBITDA 增长率 | 32.60% | 41.00% | 30.95% | 29.03% |
| 投资性房地产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 获利能力 | | | | |
| 固定资产和在建工程 | 8706.55 | 9627.75 | 9857.19 | 9430.10 | 毛利率 | 41.65% | 42.43% | 42.76% | 42.69% |
| 无形资产和开发支出 | 2095.85 | 1863.69 | 1631.53 | 1399.36 | 三费率 | 6.08% | 6.36% | 6.88% | 6.36% |
| 其他非流动资产 | 1033.90 | 1032.04 | 1030.19 | 1028.33 | 净利率 | 34.54% | 34.25% | 34.32% | 34.86% |
| 资产总计 | 23573.25 | 26033.70 | 30013.79 | 35230.19 | ROE | 12.43% | 15.52% | 18.65% | 21.28% |
| 短期借款 | 400.00 | 200.00 | 200.00 | 200.00 | ROA | 9.19% | 11.76% | 14.24% | 16.41% |
| 应付和预收款项 | 1395.26 | 2003.84 | 2764.55 | 3686.82 | ROIC | 13.75% | 18.26% | 21.28% | 25.05% |
| 长期借款 | 946.85 | 946.85 | 946.85 | 946.85 | EBITDA/销售收入 | 48.71% | 48.20% | 45.30% | 43.90% |
| 其他负债 | 3395.32 | 3160.62 | 3189.67 | 3223.46 | 营运能力 | | | | |
| 负债合计 | 6137.44 | 6311.31 | 7101.07 | 8057.13 | 总资产周转率 | 0.28 | 0.36 | 0.44 | 0.51 |
| 股本 | 4078.42 | 4078.42 | 4078.42 | 4078.42 | 固定资产周转率 | 1.05 | 1.28 | 1.60 | 2.07 |
| 资本公积 | 7077.58 | 7077.58 | 7077.58 | 7077.58 | 应收账款周转率 | 3.83 | 4.04 | 4.10 | 3.98 |
| 留存收益 | 6260.43 | 8566.38 | 11756.71 | 16017.06 | 存货周转率 | 3.05 | 3.62 | 3.60 | 3.54 |
| 归属母公司股东权益 | 17435.81 | 19722.39 | 22912.71 | 27173.07 | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 77.65% | — | — | — |
| 少数股东权益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 资本结构 | | | | |
| 股东权益合计 | 17435.81 | 19722.39 | 22912.71 | 27173.07 | 资产负债率 | 26.04% | 24.24% | 23.66% | 22.87% |
| 负债和股东权益合计 | 23573.25 | 26033.70 | 30013.79 | 35230.19 | 带息债务/总负债 | 21.94% | 18.17% | 16.15% | 14.23% |
| | | | | | 流动比率 | 5.55 | 5.92 | 5.70 | 5.82 |
| | | | | | 速动比率 | 4.99 | 5.19 | 4.95 | 5.05 |
| | | | | | 股利支付率 | 29.41% | 24.67% | 25.36% | 26.31% |
| 业绩和估值指标 | | | | | 每股指标 | | | | |
| | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E | | | | | |
| EBITDA | 3055.59 | 4308.50 | 5642.17 | 7279.85 | 每股收益 | 0.53 | 0.75 | 1.05 | 1.42 |
| PE | 37.04 | 26.22 | 18.78 | 13.88 | 每股净资产 | 4.28 | 4.84 | 5.62 | 6.66 |
| PB | 4.60 | 4.07 | 3.50 | 2.95 | 每股经营现金 | 0.50 | 0.66 | 0.82 | 1.12 |
| PS | 12.80 | 8.98 | 6.44 | 4.84 | 每股股利 | 0.16 | 0.19 | 0.27 | 0.37 |
| EV/EBITDA | 24.48 | 17.35 | 13.09 | 9.84 | | | | | |
| 股息率 | 0.79% | 0.94% | 1.35% | 1.90% | | | | | |

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

| | |
|------|--|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上 |
| | 增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 |
| | 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 |
| | 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下 |
| 行业评级 | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上 |
| | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 |
| | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下 |

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名 | 职务 | 座机 | 手机 | 邮箱 |
|----|---------|---------|---------------|-------------|-----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽 | 地区销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn |
| | 张方毅 | 机构销售 | 021-68413959 | 15821376156 | zfyi@swsc.com.cn |
| | 邵亚杰 | 机构销售 | 02168416206 | 15067116612 | syj@swsc.com.cn |
| | 郎珈艺 | 机构销售 | 021-68416921 | 18801762801 | langjiayi@swsc.com.cn |
| | 黄丽娟 | 机构销售 | 021-68411030 | 15900516330 | hlj@swsc.com.cn |
| | 欧阳倩威 | 机构销售 | 021-68416206 | 15601822016 | oyqw@swsc.com.cn |
| 北京 | 蒋诗烽 | 地区销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn |
| | 赵佳 | 地区销售副总监 | 010-57631179 | 18611796242 | zjia@swsc.com.cn |
| | 王雨珩 | 机构销售 | 010-88091748 | 18811181031 | wyheng@swsc.com.cn |
| | 任骁 | 机构销售 | 010-57758566 | 18682101747 | rxiao@swsc.com.cn |
| 广深 | 张婷 | 地区销售总监 | 0755-26673231 | 13530267171 | zhangt@swsc.com.cn |
| | 刘宁 | 机构销售 | 0755-26676257 | 18688956684 | liun@swsc.com.cn |
| | 王湘杰 | 机构销售 | 0755-26671517 | 13480920685 | wxj@swsc.com.cn |
| | 熊亮 | 机构销售 | 0755-26820395 | 18666824496 | xl@swsc.com.cn |
| | 刘雨阳 | 机构销售 | 0755-26892550 | 18665911353 | liuyuy@swsc.com.cn |
| | 刘予鑫(广州) | 机构销售 | 0755-26833581 | 13720220576 | lyxin@swsc.com.cn |