

# 三安光电 (600703)

证券研究报告

2019年03月27日

## 联手美的集团，加速导入白电市场

**事件：**2019年3月26日，国内家电领军企业美的集团宣布与三安光电旗下子公司三安集成战略合作，共同成立第三代半导体联合实验室，并于2019年3月26日在广东佛山举行了揭牌仪式。未来，双方将通过联合实验室联手研发将第三代半导体功率器导入白色家电的合理方式。

**点评：**我们持续推荐公司，看来公司长期发展。此次三安集成与美的集团宣布战略合作，将有效的促进公司化合物芯片业务逐步开展。未来双方合作方向将聚焦在 GaN(氮化镓)、SiC(碳化硅) 半导体功率器件芯片与 IPM(智能功率模块) 的应用电路相关研发，并逐步导入白色家电领域。通过与国内家电龙头企业的合作，标志着公司电力电子产品已获得认可。联合实验室将充分发挥双方各自特长及科研能力来推动第三代半导体功率器件的创新发展。同时，公司产品若顺利通过美的集团验证，导入其白色家电，有望凭借美的集团家电龙头的效应，获得市场广泛认可。

**白电智能化时代来临，化合物半导体有望充分导入。**白色家电主要包括洗衣机、空调、电冰箱等；2017-2018年是白电销售大年，空调销量增速创2010年以来新高，洗衣机增速创2011年以来新高。目前，中国已经是全球最大的白色家电生产基地，约占全球白电产能的60-70%，其中空调约占全球80%的产能，冰箱和洗衣机约占50%。随着物联网、智能家电的概念越来越深入人心，加之国家倡导白电产品节能减排，提升能效，白家电产品将进入智能化时代，对电力器件的要求也随之提高。未来，随着半导体化合物成本的不断下降，碳化硅二极管，以及碳化硅 MOSFET 等器件，将有望逐步导入白电市场。

**引入战略投资者，质押率缓慢下降。**2019年1月21日，三安集团与兴业信托、泉州金控和安芯基金签署《战略合作框架协议》，协议约定以上三位战略合作伙伴拟向三安集团增资不低于54亿，泉州金控向三安集团提供6亿元流动性支持。由于增资事项涉及确定估值体系周期较长，为顺利及时解决三安集团资金需求，公司向兴业信托出售77,143,000股，属于《战略合作框架协议》的组成部分，截至3月5日，公司已收到26亿元，分别为股权转让款10亿元，泉州金控6亿元借款和安芯基金10亿元增资款。公司资金需求得到缓解，逐步解除股权质押，目前三安集团与三安电子质押股份比例由最高的79.38%下降至76.96%，后续公司将逐步降低质押率。

**投资建议：**我们预计18-20年公司实现归母净利润32.70/41.88/50.89亿元，预计18-20年EPS分别为0.80/1.03/1.25元。公司作为LED芯片行业龙头，不论从固定资产规模还是研发投入，都领先同行竞争对手，给予“增持”评级

**风险提示：**存货积压风险；下游应用不及预期风险；研发进度不及预期风险、公司质押率较高、LED芯片需求不及预期、产品导入不及预期

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	6,272.60	8,393.73	9,700.00	11,649.99	14,562.49
增长率(%)	29.11	33.82	15.56	20.10	25.00
EBITDA(百万元)	3,050.14	4,687.39	4,201.35	5,251.54	6,385.55
净利润(百万元)	2,166.65	3,164.21	3,270.32	4,188.30	5,088.77
增长率(%)	27.86	46.04	3.35	28.07	21.50
EPS(元/股)	0.53	0.78	0.80	1.03	1.25
市盈率(P/E)	26.58	18.20	17.61	13.75	11.32
市净率(P/B)	3.30	2.91	2.63	2.34	2.06
市销率(P/S)	9.18	6.86	5.94	4.94	3.95
EV/EBITDA	16.11	21.13	12.63	9.17	7.63

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	增持(维持评级)
当前价格	14.12元
目标价格	元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	4,078.42
流通A股股本(百万股)	4,078.42
A股总市值(百万元)	57,587.36
流通A股市值(百万元)	57,587.36
每股净资产(元)	5.24
资产负债率(%)	27.86
一年内最高/最低(元)	25.80/9.23

### 作者

潘暕 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110517070005  
panjian@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《三安光电-首次覆盖报告:从LED周期到半导体成长，二次腾飞的起点》2019-02-26
- 《三安光电-公司点评:战略合作携手巨头，龙头成长逻辑愈加清晰》2018-02-05
- 《三安光电-公司点评:2017年业绩预增符合预期，龙头效应强者愈强》2018-01-14



## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	6,049.42	4,739.85	5,390.99	9,993.69	9,687.56
应收账款	1,942.73	2,437.53	3,259.37	2,473.22	4,692.52
预付账款	206.53	315.71	939.50	453.91	861.44
存货	1,168.09	1,791.47	2,010.29	2,225.49	3,372.75
其他	2,277.02	2,213.35	3,178.37	2,751.32	4,264.03
<b>流动资产合计</b>	<b>11,643.79</b>	<b>11,497.91</b>	<b>14,778.52</b>	<b>17,897.63</b>	<b>22,878.29</b>
长期股权投资	93.17	116.17	116.17	116.17	116.17
固定资产	6,434.48	8,218.60	8,822.94	9,038.52	9,007.83
在建工程	2,272.14	2,377.02	1,462.21	925.33	585.20
无形资产	2,084.03	2,312.96	2,128.61	1,944.26	1,759.92
其他	1,045.64	713.99	900.19	803.47	754.95
<b>非流动资产合计</b>	<b>11,929.46</b>	<b>13,738.75</b>	<b>13,430.13</b>	<b>12,827.75</b>	<b>12,224.06</b>
<b>资产总计</b>	<b>23,573.25</b>	<b>25,236.66</b>	<b>28,208.65</b>	<b>30,725.38</b>	<b>35,102.35</b>
短期借款	400.00	0.00	1,000.00	600.00	800.00
应付账款	929.74	902.71	1,422.19	1,327.16	2,072.26
其他	767.61	695.15	785.58	735.21	843.66
<b>流动负债合计</b>	<b>2,097.35</b>	<b>1,597.86</b>	<b>3,207.77</b>	<b>2,662.37</b>	<b>3,715.91</b>
长期借款	946.85	652.00	452.00	452.00	452.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	3,093.24	3,214.46	2,650.42	2,986.04	2,950.31
<b>非流动负债合计</b>	<b>4,040.09</b>	<b>3,866.46</b>	<b>3,102.42</b>	<b>3,438.04</b>	<b>3,402.31</b>
<b>负债合计</b>	<b>6,137.44</b>	<b>5,464.32</b>	<b>6,310.19</b>	<b>6,100.41</b>	<b>7,118.22</b>
少数股东权益	0.00	3.18	34.83	48.66	70.96
股本	4,078.42	4,078.42	4,078.42	4,078.42	4,078.42
资本公积	7,077.58	7,077.53	7,077.53	7,077.53	7,077.53
留存收益	13,338.02	15,686.49	17,785.20	20,497.88	23,834.75
其他	(7,058.21)	(7,073.28)	(7,077.53)	(7,077.53)	(7,077.53)
<b>股东权益合计</b>	<b>17,435.81</b>	<b>19,772.34</b>	<b>21,898.46</b>	<b>24,624.97</b>	<b>27,984.14</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>23,573.25</b>	<b>25,236.66</b>	<b>28,208.65</b>	<b>30,725.38</b>	<b>35,102.35</b>

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	2,166.67	3,164.04	3,270.32	4,188.30	5,088.77
折旧摊销	1,049.54	1,254.78	554.81	585.66	605.16
财务费用	52.66	66.23	22.68	11.53	(15.05)
投资损失	(8.45)	(114.02)	(41.94)	(41.94)	(41.94)
营运资金变动	3.85	(1,501.26)	(2,740.39)	1,761.69	(4,424.37)
其它	(1,208.17)	(308.43)	33.32	14.07	22.80
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,056.11</b>	<b>2,561.35</b>	<b>1,098.79</b>	<b>6,519.31</b>	<b>1,235.38</b>
资本支出	383.94	3,257.39	624.03	(255.62)	85.73
长期投资	13.92	23.01	0.00	0.00	0.00
其他	(2,111.73)	(5,531.99)	(642.09)	217.56	(93.79)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,713.87)</b>	<b>(2,251.59)</b>	<b>(18.06)</b>	<b>(38.06)</b>	<b>(8.06)</b>
债权融资	1,604.56	942.00	1,712.60	1,321.44	1,525.35
股权融资	94.60	(87.45)	(26.93)	(11.53)	15.05
其他	(1,236.95)	(2,468.76)	(2,115.27)	(3,188.45)	(3,073.85)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>462.21</b>	<b>(1,614.22)</b>	<b>(429.60)</b>	<b>(1,878.55)</b>	<b>(1,533.45)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>804.44</b>	<b>(1,304.46)</b>	<b>651.14</b>	<b>4,602.70</b>	<b>(306.13)</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>6,272.60</b>	<b>8,393.73</b>	<b>9,700.00</b>	<b>11,649.99</b>	<b>14,562.49</b>
营业成本	3,660.29	4,298.40	5,159.43	6,124.40	7,691.91
营业税金及附加	96.65	117.71	125.02	164.35	199.11
营业费用	60.05	97.74	77.60	58.25	72.81
管理费用	428.24	523.00	629.04	626.77	808.22
财务费用	(106.77)	72.28	22.68	11.53	(15.05)
资产减值损失	29.77	22.80	104.31	52.29	52.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	8.45	114.02	41.94	41.94	41.94
其他	(16.89)	(707.73)	(83.88)	(83.88)	(83.88)
<b>营业利润</b>	<b>2,112.82</b>	<b>3,855.51</b>	<b>3,623.86</b>	<b>4,654.35</b>	<b>5,795.43</b>
营业外收入	518.49	10.33	375.50	301.44	229.09
营业外支出	14.57	11.41	9.48	11.82	10.90
<b>利润总额</b>	<b>2,616.74</b>	<b>3,854.43</b>	<b>3,989.88</b>	<b>4,943.96</b>	<b>6,013.61</b>
所得税	450.07	690.38	686.24	741.59	902.04
<b>净利润</b>	<b>2,166.67</b>	<b>3,164.04</b>	<b>3,303.64</b>	<b>4,202.37</b>	<b>5,111.57</b>
少数股东损益	0.02	(0.17)	33.32	14.07	22.80
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2,166.65</b>	<b>3,164.21</b>	<b>3,270.32</b>	<b>4,188.30</b>	<b>5,088.77</b>
每股收益(元)	0.53	0.78	0.80	1.03	1.25

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力</b>					
营业收入	29.11%	33.82%	15.56%	20.10%	25.00%
营业利润	40.36%	82.48%	-6.01%	28.44%	24.52%
归属于母公司净利润	27.86%	46.04%	3.35%	28.07%	21.50%
<b>获利能力</b>					
毛利率	41.65%	48.79%	46.81%	47.43%	47.18%
净利率	34.54%	37.70%	33.71%	35.95%	34.94%
ROE	12.43%	16.01%	14.96%	17.04%	18.23%
ROIC	14.49%	26.96%	19.77%	22.88%	32.41%

偿债能力	2016	2017	2018E	2019E	2020E
资产负债率	26.04%	21.65%	22.37%	19.85%	20.28%
净负债率	-13.49%	-7.67%	-0.99%	-3.22%	-18.63%
流动比率	5.55	7.20	4.61	6.72	6.16
速动比率	4.99	6.07	3.98	5.89	5.25
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	3.75	3.83	3.41	4.06	4.06
存货周转率	5.28	5.67	5.10	5.50	5.20
总资产周转率	0.28	0.34	0.36	0.40	0.44

每股指标(元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股收益	0.53	0.78	0.80	1.03	1.25
每股经营现金流	0.50	0.63	0.27	1.60	0.30
每股净资产	4.28	4.85	5.36	6.03	6.84
<b>估值比率</b>					
市盈率	26.58	18.20	17.61	13.75	11.32
市净率	3.30	2.91	2.63	2.34	2.06
EV/EBITDA	16.11	21.13	12.63	9.17	7.63
EV/EBIT	24.49	28.73	14.55	10.32	8.43

### 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	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com