

三季度环比好转，化合物半导体潜力大



核心观点

- **多项财务指标改善：**三季度单季实现 19.5 亿元营收，环比增长 17%，走出过去 1 年的环比持续下滑的趋势。单季归母净利润 2.7 亿元，环比增长 3%。三季度末的存货为 32.7 亿元，与二季度末持平，停止了 2017 年以来的环比持续快速上升的趋势。在过去三个季度，净利润跌至 3 亿元以下，但经营性净现金流持续维持在 7.9 亿元以上，主要因为公司今年以来更为注重货款回收，应收账款和应收款项融资（应收票据）从 2018 年底的近 51 亿元降至三季度末的 35 亿元，低于 2017 年一季度末的水平。
- **LED 芯片行业逐步企稳，受益于 miniLED 趋势：**LED 行业经历了 2 年的不景气，部分厂商逐步退出，德豪润达在三季度已关闭芯片工厂，美国 Cree 预期 LED 毛利率将在本季度环比上升。友达公司已推出 miniLED 电竞显示器，TCL 的 miniLED 电视已开始销售，价格已降到大众可接受范围。苹果已发布采用类 miniLED 背光的 Pro Display XDR 显示屏，采用 576 颗 LED 芯片单独控制分区以实现高对比度，媒体报道苹果将在 iPad 和 MacBook 上也采用 miniLED 背光，芯片数量将高达上万颗。miniLED 的上量将带来行业需求的大幅提升。
- **化合物半导体潜力巨大：**化合物半导体主要用于射频前端和功率器件，将受益于 5G 和电动汽车的大发展。5G 通信频段复杂，单部手机所需射频前端数量将显著提升，Qorvo 预测单部 5G 手机射频半导体用量将达 25 美元，相比 4G 手机近乎翻倍增长。三安的 GaAs 产品可用于 2-5G 手机、WiFi、路由器等，GaN 产品可用于基站。在贸易摩擦背景下，化合物半导体国产化需求强烈，国内制造龙头三安有望受益。

财务预测与投资建议

- 因为产品价格下滑，我们下调 2019-2021 年盈利预测至每股收益分别为 0.38/0.57/0.8 元(原预测 19-20 年分别为 1.06 和 1.37 元)，根据可比公司，给以公司 20 年 34 倍 PE 估值，对应目标价 19.38 元，维持买入评级。

风险提示

存货减值风险、LED 需求不达预期、miniLED 和化合物半导体发展不及预期。

公司主要财务信息

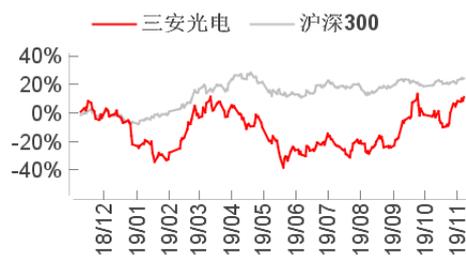
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	8,394	8,364	7,598	9,407	11,612
同比增长(%)	33.8%	-0.3%	-9.2%	23.8%	23.4%
营业利润(百万元)	3,856	3,241	1,791	2,685	3,759
同比增长(%)	82.5%	-15.9%	-44.7%	49.9%	40.0%
归属母公司净利润(百万元)	3,164	2,830	1,558	2,335	3,270
同比增长(%)	46.0%	-10.6%	-45.0%	49.9%	40.1%
每股收益(元)	0.78	0.69	0.38	0.57	0.80
毛利率(%)	48.8%	44.7%	30.2%	33.6%	37.7%
净利率(%)	37.7%	33.8%	20.5%	24.8%	28.2%
净资产收益率(%)	17.0%	13.8%	7.0%	9.8%	12.6%
市盈率	20.4	22.8	41.5	27.7	19.8
市净率	3.3	3.0	2.8	2.6	2.4

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价(2019年11月07日)	15.84 元
目标价格	19.38 元
52周最高价/最低价	16.16/8.97 元
总股本/流通A股(万股)	407,842/407,842
A股市值(百万元)	64,602
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2019年11月08日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	4.21	12.5	51.15	7.98
相对表现	-1.51	-7.85	-40.92	15.92
沪深300	2.7	4.65	10.23	23.9



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师

蒯剑

021-63325888-8514

kuaijian@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860514050005

证券分析师

马天翼

021-63325888*6115

matianyi@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860518090001

联系人

唐权喜

021-63325888-6086

tangquanxi@orientsec.com.cn

相关报告

大股东引入战投： 2019-01-22

mini LED 和半导体业务进展顺利： 2019-01-07

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

投资建议

公司主要从事超高亮度 LED 外延片、芯片、III-V 族化合物半导体材料、微波通讯集成电路与功率器件、光通讯元器件等的研发、生产与销售。过去几个季度，由于 LED 芯片供应过剩，导致产品单价下滑，因此毛利率随之下滑，同时营收增速放缓。因此我们下调 2019-2021 年盈利预测至每股收益分别为 0.38/0.57/0.8 元(原预测 19-20 年分别为 1.06 和 1.37 元)。

未来随着市场产能出清，公司营收和利润有望进一步增长。

图 1：核心假设及盈利预测变动分析表

核心假设及盈利预测变动分析表						
人民币百万元（标注除外）						
	调整前			调整后		
	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
LED						
销售收入	9,845	12,302	13,705	5,299	6,171	6,689
变动幅度				-46.2%	-49.8%	-51.2%
毛利率	42.1%	41.8%	41.7%	16.6%	19.9%	20.2%
变动幅度				-25.5%	-21.9%	-21.5%
其他业务						
销售收入	1,147	1,376	1,651	2,094	2,513	3,015
变动幅度				82.6%	82.6%	82.6%
毛利率	88.7%	88.7%	88.7%	65.6%	65.6%	65.6%
变动幅度				-23.1%	-23.1%	-23.1%
化合物半导体						
销售收入	682.6	1,806.9	3,623.9	205	723	1,907
变动幅度				-70.0%	-60.0%	-47.4%
毛利率	55.0%	55.0%	55.0%	20.0%	40.0%	55.0%
变动幅度				-35.0%	-15.0%	0.0%
总收入	11,675	15,485	18,980	7,598	9,407	11,612
变动幅度				-34.9%	-39.3%	-38.8%
综合毛利率	47.4%	47.5%	48.3%	30.2%	33.6%	37.7%
变动幅度				-17.2%	-13.8%	-10.7%

数据来源：东方证券研究所

图 2：主要财务数据变动分析表

主要财务数据变动分析表						
	人民币百万元（标注除外）			调整后		
	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
营业收入	11,675	15,485	18,980	7,598	9,407	11,612
变动幅度				-34.9%	-39.3%	-38.8%
营业利润	5,198	6,735	8,311	1,791	2,685	3,759
变动幅度				-65.5%	-60.1%	-54.8%
归属母公司净利润	4,314	5,589	6,898	1,558	2,335	3,270
变动幅度				-63.9%	-58.2%	-52.6%
每股收益（元）	1.06	1.37	1.69	0.38	0.57	0.80
变动幅度				-63.9%	-58.2%	-52.6%
毛利率(%)	47.40%	47.47%	48.34%	30.2%	33.6%	37.7%
变动幅度				-17.2%	-13.8%	-10.7%
净利率(%)	37.0%	36.1%	36.3%	20.50%	24.82%	28.16%
变动幅度				-16.5%	-11.3%	-8.2%

数据来源：东方证券研究所

我们预测公司 19-21 年 EPS 分别为 0.38/0.57/0.8 元，根据可比公司，给予公司 20 年 34 倍 P/E，对应目标价为 19.38 元，维持买入评级。

图 3：可比公司估值情况

公司	代码	最新价格(元) 2019/11/6	每股收益(元)				市盈率			
			2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
长电科技	600584	18.51	-0.59	0.08	0.37	0.68	-31.59	226.01	49.41	27.18
扬杰科技	300373	15.06	0.40	0.48	0.62	0.81	37.94	31.38	24.29	18.59
兆易创新	603986	169.52	1.26	2.00	2.86	3.72	134.41	84.56	59.23	45.54
聚飞光电	300303	3.97	0.13	0.23	0.30	0.31	31.76	17.34	13.30	12.87
信维通信	300136	40.80	1.02	1.12	1.48	1.94	40.01	36.51	27.49	21.02
	最大值						134.41	226.01	59.23	45.54
	最小值						(31.59)	17.34	13.30	12.87
	平均数						42.51	79.16	34.74	25.04
	调整后平均						36.57	50.82	33.73	22.26

数据来源：朝阳永续、东方证券研究所

风险提示

存货减值风险、LED 需求不达预期、miniLED 和化合物半导体发展不及预期。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	4,740	4,406	7,159	8,232	10,643	营业收入	8,394	8,364	7,598	9,407	11,612
应收账款	2,390	2,482	1,520	1,787	2,206	营业成本	4,298	4,625	5,306	6,244	7,236
预付账款	316	666	152	188	232	营业税金及附加	118	105	91	113	139
存货	1,791	2,680	3,077	3,434	3,256	营业费用	98	113	103	127	157
其他	2,261	2,902	2,384	2,687	3,150	管理费用	523	501	456	564	697
流动资产合计	11,498	13,135	14,292	16,329	19,488	财务费用	72	56	114	112	112
长期股权投资	116	124	80	80	80	资产减值损失	23	202	214	39	(12)
固定资产	8,219	8,912	10,749	11,891	12,081	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	2,377	2,733	2,871	1,629	1,131	投资净收益	114	9	8	8	8
无形资产	2,102	2,960	2,819	2,678	2,538	其他	480	469	469	469	469
其他	925	2,924	1,484	1,183	1,182	营业利润	3,856	3,241	1,791	2,685	3,759
非流动资产合计	13,739	17,654	18,004	17,462	17,012	营业外收入	10	10	10	10	10
资产总计	25,237	30,789	32,296	33,790	36,500	营业外支出	11	3	11	11	11
短期借款	0	2,900	2,900	2,900	2,900	利润总额	3,854	3,248	1,790	2,684	3,758
应付账款	866	967	1,061	1,249	1,447	所得税	690	418	233	349	489
其他	732	1,553	1,089	877	934	净利润	3,164	2,830	1,558	2,335	3,270
流动负债合计	1,598	5,420	5,050	5,026	5,282	少数股东损益	(0)	(0)	0	0	0
长期借款	652	302	302	302	302	归属于母公司净利润	3,164	2,830	1,558	2,335	3,270
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.78	0.69	0.38	0.57	0.80
其他	3,214	3,818	3,809	3,809	3,809						
非流动负债合计	3,866	4,120	4,111	4,111	4,111	主要财务比率					
负债合计	5,464	9,540	9,161	9,137	9,392		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	3	0	0	0	0	成长能力					
股本	4,078	4,078	4,078	4,078	4,078	营业收入	33.8%	-0.3%	-9.2%	23.8%	23.4%
资本公积	7,078	6,729	7,079	7,079	7,079	营业利润	82.5%	-15.9%	-44.7%	49.9%	40.0%
留存收益	8,609	10,420	11,977	13,496	15,950	归属于母公司净利润	46.0%	-10.6%	-45.0%	49.9%	40.1%
其他	4	22	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	19,772	21,249	23,135	24,654	27,108	毛利率	48.8%	44.7%	30.2%	33.6%	37.7%
负债和股东权益总计	25,237	30,789	32,296	33,790	36,500	净利率	37.7%	33.8%	20.5%	24.8%	28.2%
						ROE	17.0%	13.8%	7.0%	9.8%	12.6%
						ROIC	16.2%	12.6%	6.5%	8.9%	11.5%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	资产负债率	21.7%	31.0%	28.4%	27.0%	25.7%
净利润	3,164	2,830	1,558	2,335	3,270	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	1,189	1,334	1,177	1,442	1,649	流动比率	7.20	2.42	2.83	3.25	3.69
财务费用	72	56	114	112	112	速动比率	6.07	1.91	2.16	2.50	3.01
投资损失	(114)	(9)	(8)	(8)	(8)	营运能力					
营运资金变动	(1,297)	(1,073)	1,028	(1,028)	(480)	应收账款周转率	3.9	3.4	3.8	5.6	5.8
其它	(453)	202	1,975	339	(12)	存货周转率	2.9	2.0	1.7	1.7	2.0
经营活动现金流	2,561	3,339	5,842	3,192	4,531	总资产周转率	0.3	0.3	0.2	0.3	0.3
资本支出	(3,141)	(3,122)	(3,010)	(1,200)	(1,200)	每股指标(元)					
长期投资	165	(8)	44	0	0	每股收益	0.78	0.69	0.38	0.57	0.80
其他	725	(1,796)	74	8	8	每股经营现金流	0.63	0.82	1.43	0.78	1.11
投资活动现金流	(2,252)	(4,926)	(2,891)	(1,192)	(1,192)	每股净资产	4.85	5.21	5.67	6.05	6.65
债权融资	(279)	(397)	(62)	0	0	估值比率					
股权融资	(0)	2	0	0	0	市盈率	20.4	22.8	41.5	27.7	19.8
其他	(1,335)	1,389	(135)	(928)	(928)	市净率	3.3	3.0	2.8	2.6	2.4
筹资活动现金流	(1,614)	993	(197)	(928)	(928)	EV/EBITDA	12.4	13.7	20.7	15.0	11.5
汇率变动影响	(17)	19	0	0	0	EV/EBIT	16.2	19.3	33.4	22.8	16.4
现金净增加额	(1,322)	(575)	2,754	1,072	2,411						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

