

2015年07月20日

公司研究•证券研究报告

三安光电 (600703.SH)

军民合作协议明确公司化合物半导体发展方向

投资要点

- ◆ **战略合作协议**：公司公告与上海航天电子通讯设备研究所签订《战略合作协议》，协议约定双方共同开发并推广室内外 LED 智能照明通讯 (LiFi) 产品、车联网系统产品、光电智能监控产品等各种集成电路应用领域，产品所需的芯片将从本公司采购；航天研究所保证本公司作为砷化镓、氮化镓集成电路芯片领域最重要的流片平台，在同等竞争力和技术水平条件下，绝大部分砷化镓、氮化镓集成电路芯片流片优先选择本公司。
- ◆ **合作协议签订为公司明确了化合物半导体发展方向**：化合物半导体相对于硅基半导体而言，在电子迁移率、击穿电场、漏电流等物理特性的优越性，使得其在高速移动通信网络、雷达通信、卫星通信、光纤通信等领域有着广泛的应用前景，本次公司与上海航天电子通讯设备研究所签订 10 年的合作协议，明确了公司产品在国内军工市场的应用前景，既获得了研发上的支持，也明确了未来的销售方向。
- ◆ **国家集成电路基金的入股为公司带来了内生外延扩张中的资源保障**：公司与集成电路产业基金展开了全面的合作，大股东向产业基金转让部分股权，使其成为公司第二大股东，而产业基金、国开行与公司订立合作协议，成立 25 亿美元专项基金以及获得国开行提供 200 亿优惠利率贷款额度，为公司内生外延两方面共同拓展化合物半导体的业务提供了包括资金在内各项资源的保障。
- ◆ **LED 照明市场持续向好，公司龙头地位带来竞争优势**：随着 LED 灯泡价格的持续与节能灯价格接近，在消费端和工业应用端的需求预计将会显著提升，公司作为 LED 芯片的龙头企业，通过资本市场定增和地方政府补贴双重渠道助力产能扩张，从而能够获益于市场需求的快速增长。
- ◆ **投资建议**：我们公司预测 2015 年至 2017 年每股收益分别为 0.91 、 1.18 和 1.58 元。净资产收益率分别为 17.3% 、 18.0% 和 20.5% ，给予买入-A 评级， 6 个月目标价为 32.70 元，相当于 2015 年至 2017 年 35.9 、 27.7 、 20.7 倍的动态市盈率。
- ◆ **风险提示**：化合物半导体项目进展低于预期、 LED 产能扩张达产速度低于预期、产品市场需求不及预期。

公司快报

电子元器件 | 半导体 III

投资评级

买入-A(首次)

6 个月目标价

32.70 元

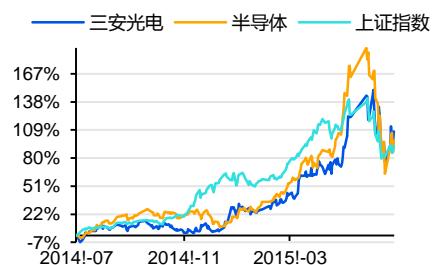
股价(2015-07-17)

27.86 元

交易数据

总市值 (百万元)	66,671.34
流通市值 (百万元)	66,038.74
总股本 (百万股)	2,393.08
流通股本 (百万股)	2,370.38
12 个月价格区间	12.57/33.89 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	2.41	33.36	-4.87
绝对收益	-14.89	26.72	89.5

分析师

 谭志勇
 SAC 执业证书编号：S0910515050002
 tanzhiyong@huajinsc.cn

报告联系人

caijingyan@huajinsc.cn

相关报告

财务数据与估值

会计年度	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营收入(百万元)	3,732.1	4,579.7	6,144.1	8,251.7	11,475.0
同比增长(%)	11.0%	22.7%	34.2%	34.3%	39.1%
营业利润(百万元)	807.2	1,332.9	2,367.1	3,157.5	4,333.0
同比增长(%)	58.3%	65.1%	77.6%	33.4%	37.2%
净利润(百万元)	1,036.0	1,462.3	2,175.9	2,834.0	3,791.5
同比增长(%)	27.9%	41.2%	48.8%	30.2%	33.8%
每股收益(元)	0.43	0.61	0.91	1.18	1.58
PE	64.4	45.6	30.6	23.5	17.6
PB	9.6	5.9	5.3	4.2	3.6

数据来源: Wind 资讯 华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

利润表

(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	3,732.1	4,579.7	6,144.1	8,251.7	11,475.0
减: 营业成本	2,379.4	2,516.7	3,174.6	4,275.6	5,972.7
营业税费	11.3	16.3	18.1	26.2	37.0
销售费用	26.1	36.0	46.9	61.8	87.9
管理费用	344.9	459.4	539.3	771.5	1,077.1
财务费用	174.6	149.3	-10.7	-44.6	-41.3
资产减值损失	-6.4	18.4	13.9	8.6	13.6
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	5.0	-50.7	5.0	5.0	5.0
营业利润	807.2	1,332.9	2,367.1	3,157.5	4,333.0
加: 营业外净收支	456.8	495.7	303.6	322.5	352.1
利润总额	1,264.0	1,828.6	2,670.7	3,480.0	4,685.1
减: 所得税	233.8	318.1	467.4	609.0	819.9
净利润	1,036.0	1,462.3	2,175.9	2,834.0	3,791.5

财务指标

(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
年增长率					
营业收入增长率	11.0%	22.7%	34.2%	34.3%	39.1%
营业利润增长率	58.3%	65.1%	77.6%	33.4%	37.2%
净利润增长率	27.9%	41.2%	48.8%	30.2%	33.8%
EBITDA 增长率	57.2%	40.8%	44.6%	26.4%	31.1%
EBIT 增长率	59.4%	51.0%	59.0%	32.1%	37.9%
NOPLAT 增长率	60.9%	53.0%	58.8%	32.1%	37.9%
投资资本增长率	23.0%	6.5%	-7.1%	40.2%	4.4%
净资产增长率	11.3%	63.6%	11.0%	25.3%	17.5%

资产负债表

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	853.7	3,481.2	3,072.1	4,125.8	5,737.5
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	1,080.8	2,026.7	2,069.4	3,431.7	4,218.3
应收票据	780.8	1,192.9	950.8	2,255.7	2,213.6
预付帐款	773.3	1,296.8	978.9	2,165.9	2,363.2
存货	1,148.4	1,073.8	1,571.7	1,991.3	2,986.0
其他流动资产	5.5	53.0	22.7	27.1	34.2
可供出售金融资产	-	433.3	144.4	192.6	256.8
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	618.8	79.4	79.4	79.4	79.4
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	5,067.6	4,680.8	4,593.6	4,398.4	4,095.3
在建工程	1,545.5	1,131.6	1,131.6	1,131.6	1,131.6
无形资产	1,420.5	1,404.9	1,324.5	1,244.1	1,163.7
其他非流动资产	51.1	162.3	82.6	97.9	113.9
资产总额	13,346.1	17,016.6	16,021.5	21,141.4	24,393.4
短期债务	1,162.7	610.0	6.2	1,182.6	1,292.6
应付帐款	581.6	402.4	828.2	928.1	1,439.9
应付票据	274.6	38.9	356.5	191.4	559.7
其他流动负债	710.5	1,195.9	623.1	850.5	926.7
长期借款	2,055.0	1,947.0	-	576.1	-
其他非流动负债	1,558.7	1,362.9	1,484.8	1,468.8	1,438.8
负债总额	6,343.1	5,557.1	3,298.9	5,197.5	5,657.6
少数股东权益	35.5	140.1	167.4	204.5	278.1
股本	1,444.0	2,393.1	2,393.1	2,393.1	2,393.1
留存收益	5,526.9	8,927.9	10,162.1	13,346.3	16,064.6
股东权益	7,003.0	11,459.6	12,722.7	15,943.9	18,735.8

盈利能力

毛利率	36.2%	45.0%	48.3%	48.2%	47.9%
营业利润率	21.6%	29.1%	38.5%	38.3%	37.8%
净利润率	27.8%	31.9%	35.4%	34.3%	33.0%
EBITDA/营业收入	43.1%	49.4%	53.3%	50.2%	47.3%
EBIT/营业收入	26.3%	32.4%	38.4%	37.7%	37.4%

偿债能力

资产负债率	47.5%	32.7%	20.6%	24.6%	23.2%
负债权益比	90.6%	48.5%	25.9%	32.6%	30.2%
流动比率	1.70	4.06	4.78	4.44	4.16
速动比率	1.28	3.58	3.91	3.81	3.45
利息保障倍数	5.62	9.93	-220.35	-69.83	-103.90

营运能力

固定资产周转天数	457	383	272	196	133
流动营业资本周转天数	284	307	268	282	285
流动资产周转天数	454	541	521	494	495
应收帐款周转天数	94	122	120	120	120
存货周转天数	100	87	78	78	78
总资产周转天数	1,205	1,193	968	811	714
投资资本周转天数	883	820	608	524	449

费用率

销售费用率	0.7%	0.8%	0.8%	0.7%	0.8%
管理费用率	9.2%	10.0%	8.8%	9.4%	9.4%
财务费用率	4.7%	3.3%	-0.2%	-0.5%	-0.4%
三费/营业收入	14.6%	14.1%	9.4%	9.6%	9.8%

投资回报率

ROE	14.9%	12.9%	17.3%	18.0%	20.5%
ROA	7.7%	8.9%	13.8%	13.6%	15.8%
ROIC	9.7%	12.1%	18.1%	25.7%	25.3%
分红指标					
DPS(元)	0.13	0.20	0.27	0.36	0.48

股息收益率

股息收益率	0.5%	0.7%	1.0%	1.3%	1.7%
-------	------	------	------	------	------

现金流量表

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	1,030.2	1,510.5	2,175.9	2,834.0	3,791.5
加: 折旧和摊销	632.9	783.5	917.6	1,025.6	1,133.5
资产减值准备	-6.4	18.4	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	196.4	180.5	-10.7	-44.6	-41.3
投资损失	-5.0	50.7	-5.0	-5.0	-5.0
少数股东损益	-5.8	48.1	27.4	37.0	73.7
营运资金的变动	-958.4	-1,670.7	674.4	-4,305.4	-1,012.2
经营活动产生现金流量	765.3	665.3	3,779.7	-458.4	3,940.2
投资活动产生现金流量	-1,414.5	-1,456.6	-457.7	-792.4	-809.3
融资活动产生现金流量	-65.4	3,472.4	-3,731.2	2,304.5	-1,519.3

业绩和估值指标

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
EPS(元)	0.43	0.61	0.91	1.18	1.58
BVPS(元)	2.91	4.73	5.25	6.58	7.71
PE(X)	64.4	45.6	30.6	23.5	17.6
PB(X)	9.6	5.9	5.3	4.2	3.6
P/FCF	-215.9	376.2	487.8	91.4	24.8
P/S	17.9	14.6	10.9	8.1	5.8
EV/EBITDA	24.2	14.8	19.6	15.7	11.6
CAGR(%)	40.7%	36.8%	39.1%	40.7%	36.8%
PEG	1.6	1.2	0.8	0.6	0.5
ROIC/WACC	0.9	1.2	1.7	2.5	2.4

资料来源: Wind 资讯 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

谭志勇声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

谭志勇声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券有限责任公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券有限责任公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券有限责任公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券有限责任公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn