

2016年4月20日

朱吉翔

C0044@capital.com.tw

目标价(元)

25.0

**公司基本资讯**

产业别	电子
A 股价(2016/4/20)	19.11
上证综指(2016/4/20)	2972.58
股价 12 个月高/低	33.89/17.95
总发行股数(百万)	2549.02
A 股数(百万)	2370.38
A 市值(亿元)	458.91
主要股东	厦门三安电子有限公司(29.76%)
每股净值(元)	6.42
股价/账面净值	3.02
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-4.0 3.8 -15.2

**近期评等**

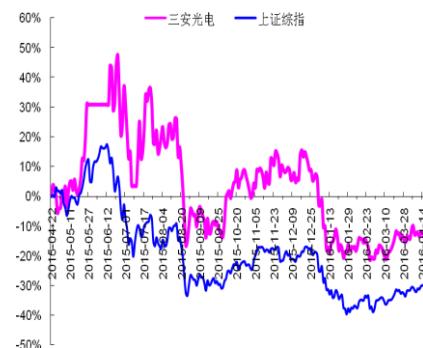
出刊日期	前日收盘	评等
2015-10-28	24.38	买入
2016-1-15	19.24	买入

**产品组合**

芯片、LED 产品	92.0%
材料销售	6.5%
高倍聚光太阳能	1.4%

**机构投资者占流通 A 股比例**

基金	3.3%
一般法人	51.8%

**股价相对大盘走势**

**三安光电(600703.SH)**
**买入 (Buy)**
**关注长期价值，静待估值修复**
**结论与建议：**

尽管LED行业持续调整，芯片行业产值增速回到个位数，但公司2015年业绩依然录得扣非后26%的增长，表现靓丽，远超同侪，反映其的生产控制能力及规模效应。长期来看，LED芯片行业随着晶电等行业企业逐步减产，竞争格局有望趋于稳定，公司LED芯片龙头地位将进一步稳固。

公司目前积极布局化合物半导体业务，同时获得大基金、国开行助力、近期又收购环宇通讯半导体，资金技术实力进一步增强。预计2016年公司该业务有望逐步对业绩形成贡献。

我们预计公司2016-2017年可实现净利润22.1亿元和29亿元，YOY分别增长30%和31%，EPS为0.87元和1.14元；目前股价对应2016-17年PE分别为21.9倍和16.7倍，考虑到化合物半导体业务技术壁垒高，部分产品将应用于军工行业对于公司盈利能力及估值水平均有较强的提升作用，目前估值水平偏低，公司拟每十股转增6股派2.5元。维持“买入”的投资建议。

- **2015年业绩大幅增长，毛利率逆市提升：**2015公司实现营收48.6亿元, YOY增长6.1%;实现净利润16.9亿元, YOY增长15.9%, EPS0.71元,扣非后公司净利润增长26.3%，表现靓丽。分季度来看，第4季度单季公司实现营收12.6亿元, YOY增长14.1%，创历史同期新高，4Q15公司处置晶元光电股权资产减值2.4亿元，致使当期净利润下降4成至2.5亿元，扣非后净利润增速约15%。从毛利率来看，2015年公司综合毛利率46.1%，较上年同期上升1.1个百分点，考虑到2015年中国LED价格大幅下降，公司毛利率逆市上行，业绩表现远超同侪。另外，受益于规模效应提升，公司期间费用率8.9%，较上年同期下降5.1个百分点。公司LED业务增长动能将来自于厦门光电二期项目，目前53台套4寸MOCVD设备正逐步释放产能，预计项目完全达产后，产值40亿元，净利润6亿元，综合判断，我们预估公司LED业务利润未来3年复合增长率约11%，亦将好于同侪。
- **1Q16业绩继续快速增长：**1Q16公司实现收入11.8亿元，YOY增长27.2%，归属于上市公司净利润4.6亿元，同比增长29.2%。受销售结构变化导致毛利结构变化及LED芯片毛利下降影响，公司当季综合毛利率39.1%，较上年同期下降约9.3个百分点，未来随着产能逐步释放，公司毛利率有望逐步恢复。
- **LED行业竞争格局长期将趋于稳固：**2015年，中国LED芯片行业市场规模预计达到130亿元，同比增长8.3%，LED芯片产量增长达60%，反应供需面均增长迅猛，超过10芯片企业现已停产或退出。展望未来，LED芯片行业供给收缩明显，竞争格局趋于稳定，公司LED芯片龙头地位亦更为稳固。
- **积极布局化合物半导体业务：**砷化镓、氮化镓器件作为5G、下游需求空间巨大，对应市场空间超过百亿美金，国内严重依赖进口。公司获得大基金（入股9.1%）、国开行助力，近期又以2.3亿美元收购环宇通讯半导体，资金技术能力进一步加强。公司投入化合物半导体规划产能3万片/月，目前已到位产能4000片/月，设备备试生产已完成，部分送样产品已经获得认证通过，未来有望形成业绩新的增长动力。
- **盈利预测与投资建议：**我们维持此前盈利预测，预计公司2016-2017年可实现净利润22.1亿元和29亿元，YOY分别增长30%和31%，EPS为0.87元和1.14元；目前股价对应2016-17年PE分别为21.9倍和16.7倍，考虑到化合物半导体业务技术壁垒高，部分产品将应用于军工行业对于公司盈利能力及估值水平均有较强的提升作用，目前估值水平偏低，维持“买入”的投资建议。

.....接续下页.....

年度截止 12 月 31 日		2013	2014	2015F	2016F	2017F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	1036	1462	1695	2210	2903
同比增减	%	27.89	41.15	15.88	30.39	31.38
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.41	0.57	0.66	0.87	1.14
同比增减	%	27.89	41.15	15.88	30.39	31.38
市盈率(P/E)	X	48.64	34.46	29.74	21.90	16.70
股利 (DPS)	RMB 元	0.30	0.20	0.25	0.30	0.30
股息率 (Yield)	%	1.52	1.01	1.26	1.52	1.52

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy ( $ER \geq 30\%$ ); 买入 Buy ( $30\% > ER \geq 10\%$ )

中性 Neutral ( $10\% > ER > -10\%$ )

卖出 Sell ( $-30\% < ER \leq -10\%$ ); 强力卖出 Strong Sell ( $ER \leq -30\%$ )

**附一：合并损益表**

百万元	2013	2014	2015	2016F	2017F
营业收入	3732	4580	4858	6539	8867
经营成本	2379	2517	2617	3871	5161
营业税金及附加	11	16	45	20	27
销售费用	26	36	43	52	71
管理费用	345	459	401	549	630
财务费用	175	149	-10	33	133
资产减值损失	-6	18	260	10	10
投资收益	5	-51	3	0	0
营业利润	807	1333	1505	2004	2836
营业外收入	459	516	598	680	690
营业外支出	2	20	2	0	0
利润总额	1264	1829	2100	2684	3526
所得税	234	318	353	429	564
少数股东损益	-6	48	53	45	59
归属于母公司所有者的净利润	1036	1462	1695	2210	2903

**附二：合并资产负债表 6**

百万元	2013	2014	2015	2016F	2017F
货币资金	854	3481	5218	5816	5814
应收账款	906	1165	1370	1671	2022
存货	1148	1074	1209	1451	1741
流动资产合计	4643	9124	9440	11988	15477
长期股权投资	619	79	79	83	87
固定资产	5068	4681	5511	6613	7936
在建工程	1546	1132	2915	3789	4926
非流动资产合计	8704	7892	11340	14061	17436
资产总计	13346	17017	20780	26050	32913
流动负债合计	2729	2247	1958	2447	3426
非流动负债合计	3614	3310	2843	3469	4648
负债合计	6343	5557	4801	5916	8074
少数股东权益	35	140	60	105	526
股东权益合计	6968	11319	15919	20029	24313
负债及股东权益合计	13346	17017	20780	26050	32913

**附三：合并现金流量表**

百万元	2013	2014	2015	2016F	2017F
经营活动产生的现金流量净额	765	665	2391	992	692
投资活动产生的现金流量净额	-1415	-1457	-2489	-1510	-1010
筹资活动产生的现金流量净额	-65	3472	1820	1116	316
现金及现金等价物净增加额	-713	2680	1728	598	-2

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务，不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证券持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证券。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。