

三安光电(600703)

三安光电：LED 芯片龙头地位巩固，需求强劲业绩高增长

买入(维持)

2017 年 08 月 10 日

证券分析师 王 莉

执业证书编号：S0600517060002

yjs_wangli@dwzq.com.cn

研究助理 张立新

zhanglx@dwzq.com.cn

021-60199793

事件：2017 年 8 月 10 日晚，三安发布 2017 半年报，实现营收 40.67 亿元，同比增长 46.37%，实现归母净利润 15.15 亿元，同比增长 56.76%，扣非后归母净利润 13.04 亿，同比增长 103.04%。

投资要点

■ **需求强劲，LED 芯片量价齐升。**受益 LED 芯片价格上调，以及 MOCVD 机台扩产，上半年公司实现营收 40.67 亿元，同比增长 46.37%；下游通用照明等应用市场需求旺盛，LED 芯片供不应求，产能利用率达到历史较高水平，本期毛利率达 48.26%，同比增加 10.61pct，环比增加 2.45pct，净利率达 37.25%，同比增加 2.47pct，环比增加 2.53pct。

■ **费用增长合理，营运控制力强悍。**本期实现三费 2.81 亿，同比增长 34.6%，低于营收 46.37% 的销售增速。分拆来看，管理费用 1.91 亿，与去年同期 2.06 亿基本持平；销售费用 0.66 亿，同比增长 56.1%，与销售规模扩张同步；财务费用 0.24 亿，同比增长 161.49%，主要是利息支出增加以及汇兑损益导致，虽然增速较快，但绝对数额并不高，资产负债率 24.71%，处于历史较低水平。

■ **下游市场需求增速恢复，持续性强。**受益地产销售增长，以及 LED 照明灯市场渗透率的提升，集邦咨询预计 2017 年国内照明市场规模将可达到 280 亿人民币，2020 年将达到 364 亿人民币，2015-2020 年复合增长率达 9%；同时考虑到东南亚和北美等海外市场的快速渗透，以及小间距、汽车照明、Micro-LED 和 UV-LED 等新兴下游市场的兴起，LED 下游应用市场将持续放大。

■ **格局向好，产业集中度不断提升。**由于 LED 产业推广补贴的退坡，国内没有规模优势和技术优势的芯片企业，已不再能够适应激烈的市场竞争，退出迹象明显；国外同类企业，由于缺乏中国内地的成本优势，以及上下游全产业链配套优势，扩产意愿很弱，行业向国内优势龙头企业集中的趋势明显，三安显著受益。公司 2017H1 资本开支 20.34 亿元，超过上一轮扩张周期的同期水平（2015H1/18.73 亿），2017Q2 单季度达 13.33 亿，接近去年全年资本开支总额（2016A/ 14.12 亿），扩张力度强劲，龙头地位将进一步巩固。

■ **布局化合物半导体，拓展滤波器和 Micro-LED 新领域。**公司卡位 5G、物联网等通讯射频市场，战略布局 GaAs/GaN 化合物半导体，目前产品已经进入多家客户验证阶段，并且有少量出货；投资 9000 万日元成立日本子公司，利用当地优势资源，从事滤波器方向的研发工作；积极研发 Micro-LED 转移技术，一旦产业链成熟，将为行业打开新的应用空间。

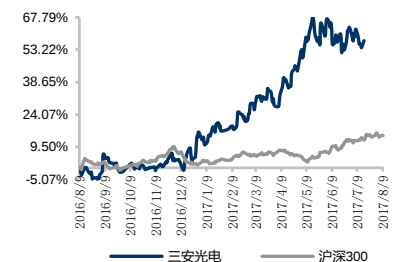
盈利预测及投资建议

我们看好 LED 芯片行业持续高景气，以及行业集中度加速提升的发展态势，随着投资力度的增强，进一步扩产产能，继续提升市场占有率，巩固 LED 芯片龙头地位。另外，化合物半导体、滤波器和 Micro-LED 等新领域，有望为公司打开新的更大的发展空间。我们预计公司 2017~2019 年 EPS 分别为 0.75、1.04 和 1.36 元，对应 PE 为 26/19/14，维持“买入”评级。

风险提示

LED 芯片行业景气度下降，芯片短期出现供给过剩。化合物半导体的技术与工艺要求高，产能爬坡不及预期，客户验证进展不顺利。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	19.70
一年最低/最高价	11.32/20.37
市净率(倍)	4.43
流通 A 股市值(百万元)	8034.50

基础数据

每股净资产(元)	4.45
资本负债率(%)	24.71
总股本(百万股)	4078.42
流通 A 股(百万股)	4078.42

相关研究

1. 三安光电：公司发布半年报业绩快报，持续高增长超预期-20170720
2. 三安光电：行业格局优化，龙头深度受益-20170413

三安光电三大财务预测表

单位:百万元	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	6272.60	8875.34	12504.29	16860.75	收益率				
增长率(%)	29.11%	41.49%	40.89%	34.84%	毛利率	41.65%	46.37%	46.94%	45.81%
归属母公司股东净利润	2166.65	3055.29	4259.59	5564.68	三费/销售收入	6.08%	5.28%	4.34%	3.51%
增长率(%)	27.86%	41.01%	39.42%	30.64%	EBIT/销售收入	41.15%	45.43%	44.68%	43.13%
每股收益(EPS)	0.531	0.749	1.044	1.364	EBITDA/销售收入	57.88%	62.23%	56.60%	51.92%
每股股利(DPS)	0.156	0.198	0.277	0.361	销售净利率	34.54%	34.42%	34.07%	33.00%
每股经营现金流	0.487	0.172	1.038	0.513	资产获利率				
销售毛利率	41.65%	46.37%	46.94%	45.81%	ROE	12.43%	15.52%	18.67%	20.68%
销售净利率	34.54%	34.42%	34.07%	33.00%	ROA	11.80%	16.77%	20.14%	22.43%
净资产收益率(ROE)	12.43%	15.52%	18.67%	20.68%	ROIC	12.89%	18.58%	23.76%	32.57%
投入资本回报率(ROIC)	12.89%	18.58%	23.76%	32.57%	增长率				
市盈率(P/E)	36.78	26.08	18.71	14.32	销售收入增长率	29.11%	41.49%	40.89%	34.84%
市净率(P/B)	4.57	4.05	3.49	2.96	EBIT 增长率	21.56%	56.21%	38.56%	30.18%
股息率(分红/股价)	0.008	0.010	0.014	0.018	EBITDA 增长率	23.79%	52.12%	28.15%	23.69%
利润表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	净利润增长率	23.99%	41.01%	39.42%	30.64%
营业收入	6272.60	8875.34	12504.29	16860.75	总资产增长率	13.79%	9.89%	15.34%	16.94%
减: 营业成本	3660.29	4759.65	6634.87	9137.54	股东权益增长率	9.53%	12.88%	15.91%	17.93%
营业税金及附加	96.65	136.76	192.67	259.80	经营营运资本增长率	38.83%	77.67%	13.57%	50.15%
营业费用	60.05	74.55	102.54	134.89	资本结构				
管理费用	428.24	512.99	580.20	620.48	资产负债率	20.31%	18.14%	17.74%	17.04%
财务费用	-106.77	-119.01	-139.45	-162.86	投资资本/总资产	64.10%	66.31%	55.94%	56.99%
资产减值损失	29.77	10.00	10.00	10.00	带息债务/总负债	30.31%	21.71%	19.25%	17.14%
加: 投资收益	8.45	10.00	12.00	14.00	流动比率	6.20	8.86	8.98	9.24
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	4.95	6.65	7.32	7.26
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	股利支付率	29.41%	26.49%	26.49%	26.49%
营业利润	2112.82	3510.39	5135.46	6874.91	收益留存率	70.59%	73.51%	73.51%	73.51%
加: 其他非经营损益	503.92	560.00	540.00	540.00	资产管理效率				
利润总额	2616.74	4070.39	5675.46	7414.91	总资产周转率	0.29	0.37	0.45	0.52
减: 所得税	450.07	1015.10	1415.86	1850.23	固定资产周转率	0.97	1.19	2.01	3.39
净利润	2166.67	3055.29	4259.59	5564.68	应收账款周转率	1.91	1.76	1.87	1.84
减: 少数股东损益	0.02	0.00	0.00	0.00	存货周转率	3.13	1.85	2.51	2.01
归属母公司股东净利润	2166.65	3055.29	4259.59	5564.68	业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E
资产负债表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	EBIT	2581.09	4031.85	5586.35	7272.19
货币资金	4633.04	4585.24	8183.18	9350.91	EBITDA	3630.63	5522.92	7077.43	8753.99
应收和预付款项	3523.54	5822.93	7331.51	10442.60	NOPLAT	1762.00	2606.38	3787.76	5052.64
存货	1168.09	2571.57	2641.46	4537.92	净利润	2166.65	3055.29	4259.59	5564.68
其他流动资产	883.67	883.67	883.67	883.67	EPS	0.53	0.75	1.04	1.36
长期股权投资	93.17	103.17	115.17	129.17	BPS	4.28	4.83	5.59	6.60
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	PE	36.78	26.08	18.71	14.32
固定资产和在建工程	8707.56	7464.89	6222.23	4979.57	PB	4.57	4.05	3.49	2.96
无形资产和开发支出	2095.85	1846.71	1597.57	1348.43	PS	12.70	8.98	6.37	4.73
其他非流动资产	775.16	765.88	756.60	756.60	PCF	40.15	113.35	18.83	38.05
资产总计	21880.07	24044.06	27731.39	32428.86	EV/EBIT	29.55	18.84	12.96	9.80
短期借款	400.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	21.01	13.75	10.23	8.14
应付和预收款项	988.70	1306.80	1862.99	2469.98	EV/NOPLAT	43.29	29.14	19.11	14.11
长期借款	946.85	946.85	946.85	946.85	EV/IC	5.44	4.76	4.67	3.86
其他负债	2108.71	2108.71	2108.71	2108.71	ROIC-WACC	12.89%	18.24%	23.40%	32.27%
负债合计	4444.26	4362.36	4918.55	5525.54	股息率	0.008	0.010	0.014	0.018
股本	4078.42	4078.42	4078.42	4078.42	现金流量表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
资本公积	7077.58	7077.58	7077.58	7077.58	经营性现金净流量	1984.99	703.07	4232.28	2094.20
留存收益	6279.81	8525.69	11656.83	15747.31	投资性现金净流量	-1713.87	420.00	405.00	405.00
归属母公司股东权益	17435.81	19681.70	22812.84	26903.32	筹资性现金净流量	462.21	-1170.86	-1039.35	-1331.48
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	现金流量净额	740.01	-47.80	3597.94	1167.73
股东权益合计	17435.81	19681.70	22812.84	26903.32					
负债和股东权益合计	21880.07	24044.06	27731.39	32428.86					

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，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、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>