



2018 年 04 月 22 日

增持(首次评级)

当前价: 21.78 元

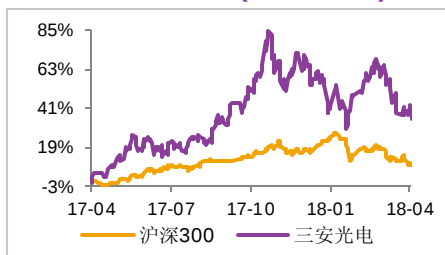
分析师: 王凤华

执业编号: S0300516060001
邮箱: wangfenghua@lxsec.com

研究助理: 彭星煜

电话: 15901194401
邮箱: pengxingyu@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源: 聚源

盈利预测

百万元	2017A	2018E	2019E	2020E
主营收入	8,394	11,577	14,745	18,455
(+/-)	33.8%	37.9%	27.4%	25.2%
归母净利润	3.164	4.038	5.105	6.447
(+/-)	46.0%	27.6%	26.4%	26.3%
EPS(元)	0.78	0.99	1.25	1.58
P/E	33	22	17	14

资料来源: 联讯证券研究院

相关研究

LED

证券研究报告 | 公司研究

三安光电(600703.SH)

【联讯电子年报点评】三安光电：规模与技术持续提升，积极扩大市场份额

投资要点

✧ 事件

三安光电发布 2017 年年报。2017 年公司实现营业收入 83.94 亿元，同比增长 34%。公司实现归属于母公司股东的净利润 31.64 亿元，实现扣非归母净利润 26.53 亿元，同比分别增长 46%、52%。

✧ 营收、净利润快速增长，毛利率、净利率创新高

2017 年三安光电实现营业收入 83.94 亿元，同比增长 34%。各季度营业收入均保持增长，Q1 增速达到近年来最高点，随后逐季度下滑，但增速仍然较高。

公司实现归母净利润 31.64 亿元，同比增长 46%，实现扣非归母净利润 26.53 亿元，同比增长 36%。非经常性损益 5.11 亿元，同比增长 0.84 亿元。前三季度归母净利润保持较快增长，同时增速有所提升，Q4 增速有所下滑。

公司管理费用率 6.23%，同比下降 0.6 个百分点。销售费用率 1.16%，同比增长 0.2 个百分点。财务费用率 0.86%，同比增长 2.56 个百分点。期间费用率 8.26%，同比增长 2.18 个百分点，主要来自财务费用率的上升。

近年来公司毛利率、净利率总体呈现上升趋势，2017 年达到 48.79%，同比上升 7.14 个百分点。净利率 37.7%，同比上升 3.16 个百分点，2017 年公司毛利率和净利率均创下近年来新高。ROE（加权）17.13%，同比增长 4.18 个百分点。

✧ 规模与技术持续提升，积极扩大市场份额

全球 LED 需求不断增长，市场空间仍然很大。LED 汽车照明市场规模在不断扩大。光医疗、安全、杀菌消毒等将成为新的增长点。MiniLED 和 MicroLED 一旦规模化应用，市场空间将成倍扩大。国内厂商与国际大厂技术差距越来越小，全球 LED 产能向中国转移，市场份额向领先厂商集中。

2017 年公司募投项目厦门三安光电有限公司（二期）MOCVD 设备逐步到厂并且释放产能；全资子公司安瑞光电的汽车灯业务增长迅速，同时也在扩充产能；在海外成立全资子公司，主要从事研发工作；化合物集成电路业务获得部分客户认证通过，进入小量产阶段，产量已在逐月累加。

公司将推进 LED 新产品研发和生产，加快南安项目建设，推进化合物集成电路客户认证和产品销售，扩大原材料规模，提升盈利能力。公司作为行业龙头企业，具备领先的研发能力和规模优势，未来目标是将市占率至少提升至目前的两倍，为此将积极开拓国内外市场。



✧ 盈利预测与投资建议

预测 2018~2020 年公司实现归母净利润分别为 40.38、51.05、64.47 亿元，同比分别增长 28%、26%、26%。EPS 分别为 0.99、1.25、1.58 元，分别对应 22X、17X、14X PE，首次覆盖给予“增持”评级。

✧ 风险提示

研发进度不及预期的风险；价格下滑的风险；汇率波动的风险。



目 录

一、事件	4
二、营收、净利润快速增长，毛利率、净利率创新高	4
三、规模与技术持续提升，积极扩大市场份额	5
四、盈利预测与投资建议	6
五、风险提示	6

图表目录

图表 1: 2013~2017 年三安光电营业收入及增长率	4
图表 2: 2015Q1~2017Q4 三安光电营业收入及增长率	4
图表 3: 2013~2017 年三安光电归母净利润、扣非归母净利润及增长率	4
图表 4: 2015Q1~2017Q4 年三安光电归母净利润、扣非归母净利润、非经常性损益	4
图表 5: 2013~2017 年三安光电各项费用率	5
图表 6: 2015Q1~2017Q4 三安光电各项费用率	5
图表 7: 2013~2017 年三安光电毛利率、净利率、ROE(加权)	5
图表 8: 2015Q1~2017Q4 年三安光电毛利率、净利率、ROE	5
图表 9: 三安光电 PE Band	6
图表 10: 三安光电 PB Band	6



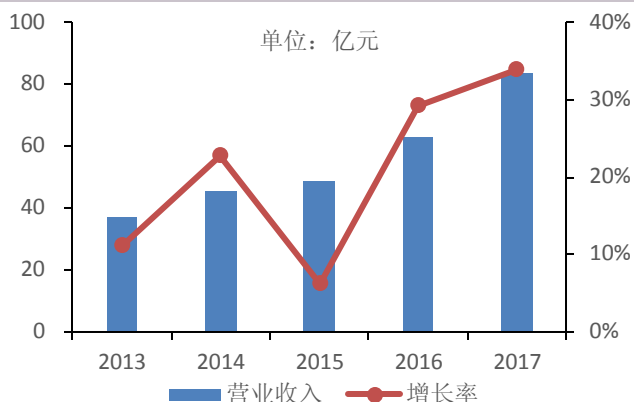
一、事件

三安光电发布 2017 年年报。2017 年公司实现营业收入 83.94 亿元,同比增长 34%。公司实现归属于母公司股东的净利润 31.64 亿元,实现扣非归母净利润 26.53 亿元,同比分别增长 46%、52%。

二、营收、净利润快速增长,毛利率、净利率创新高

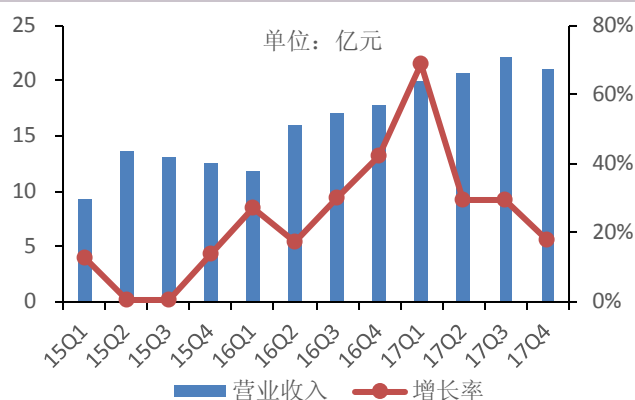
2017 年三安光电实现营业收入 83.94 亿元,同比增长 34%,主要系芯片整体价格相对稳定,生产规模扩大,产销量上涨所致。各季度营业收入均保持增长,Q1 增速达到近年来最高点,随后逐季度下滑,但增速仍然较高。

图表1: 2013~2017 年三安光电营业收入及增长率



资料来源: Wind、联讯证券

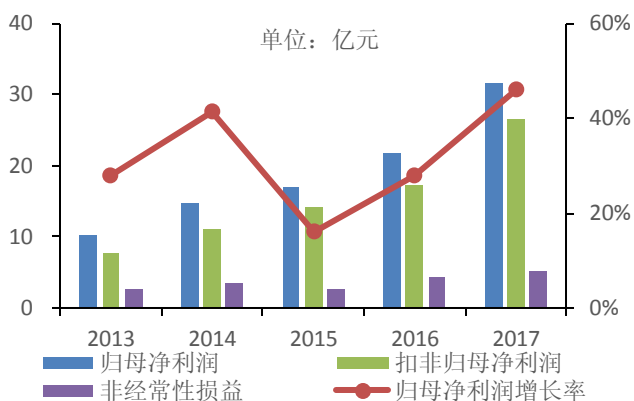
图表2: 2015Q1~2017Q4 三安光电营业收入及增长率



资料来源: Wind、联讯证券

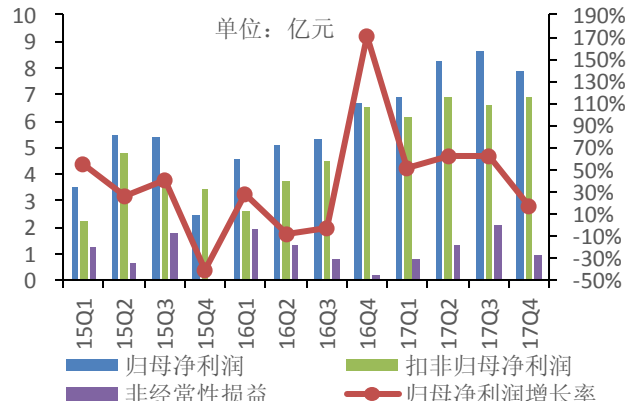
2017 年公司实现归母净利润 31.64 亿元,同比增长 46%,实现扣非归母净利润 26.53 亿元,同比增长 36%。非经常性损益 5.11 亿元,同比增长 0.84 亿元。前三季度归母净利润保持较快增长,同时增速有所提升,Q4 增速有所下滑。

图表3: 2013~2017 年三安光电归母净利润、扣非归母净利润及增长率



资料来源: Wind、联讯证券

图表4: 2015Q1~2017Q4 年三安光电归母净利润、扣非归母净利润、非经常性损益



资料来源: Wind、联讯证券

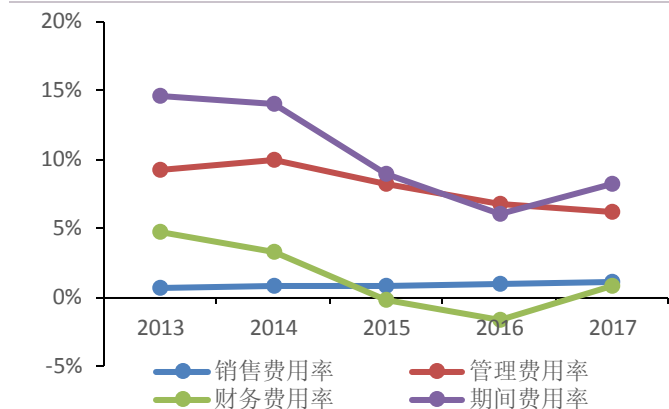
2017 年公司管理费用率 6.23%,同比下降 0.6 个百分点,管理费用增加主要系职工薪酬、技术开发费增加。销售费用率 1.16%,同比增长 0.2 个百分点,销售费用增长主要系车灯销售增长导致产品质量保证费用增加。财务费用率 0.86%,同比增长 2.56 个百分点,财务费用增加主要系费用化利息支出增加和汇率变动致使汇兑损失增加。期间费用



率 8.26%，同比增长 2.18 个百分点，主要来自财务费用率的上升。

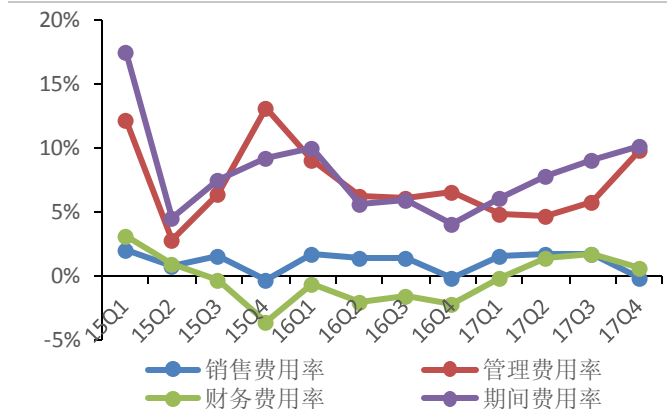
就各季度而言，公司期间费用逐渐上升，前三季度主要来自财务费用率和销售费用率的增长，Q4 主要来自管理费用率的增长。

图表5： 2013~2017 年三安光电各项费用率



资料来源：Wind、联讯证券

图表6： 2015Q1~2017Q4 三安光电各项费用率

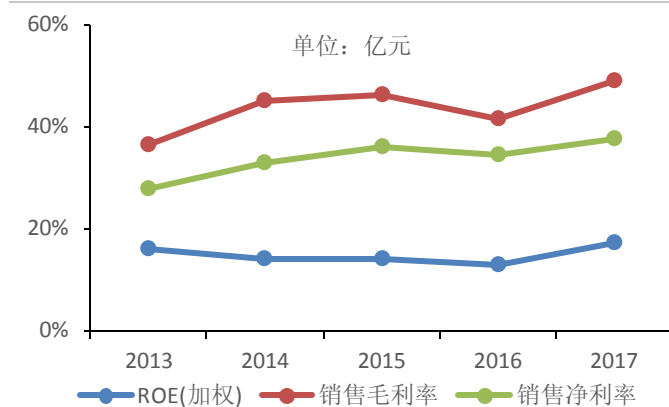


资料来源：Wind、联讯证券

近年来公司毛利率、净利率总体呈现上升趋势，2017 年达到 48.79%，同比上升 7.14 个百分点。净利率 37.7%，同比上升 3.16 个百分点，2017 年公司毛利率和净利率均创下近年来新高。ROE（加权）17.13%，同比增长 4.18 个百分点。

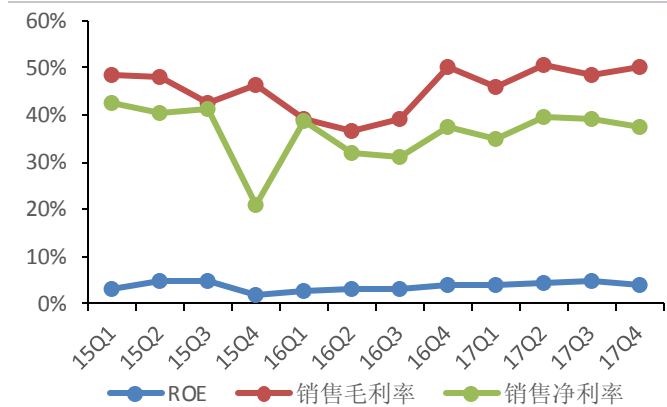
从各季度数据来看，2017 年公司毛利率呈现逐步上升趋势。净利率则在 Q2 上升，Q3、Q4 下滑，但依旧高于 Q1。

图表7： 2013~2017 年三安光电毛利率、净利率、ROE(加权)



资料来源：Wind、联讯证券

图表8： 2015Q1~2017Q4 年三安光电毛利率、净利率、ROE



资料来源：Wind、联讯证券

三、规模与技术持续提升，积极扩大市场份额

全球 LED 需求不断增长，市场空间仍然很大。LED 汽车照明市场规模在不断扩大。光医疗、安全、杀菌消毒等将成为新的增长点。MiniLED 和 MicroLED 一旦规模化应用，市场空间将成倍扩大。国内厂商与国际大厂技术差距越来越小，全球 LED 产能向中国转移，市场份额向领先厂商集中。



2017 年公司募投项目厦门三安光电有限公司（二期）MOCVD 设备逐步到厂并且释放产能；全资子公司安瑞光电的汽车灯业务增长迅速，同时也在扩充产能；在海外成立全资子公司，主要从事研发工作；化合物集成电路业务获得部分客户认证通过，进入小量产阶段，产量已在逐月累加。

公司将推进 LED 新产品研发和生产，加快南安项目建设，推进化合物集成电路客户认证和产品销售，扩大原材料规模，提升盈利能力。公司作为行业龙头企业，具备领先的研发能力和规模优势，未来目标是将市占率至少提升至目前的两倍，为此将积极开拓国内外市场。

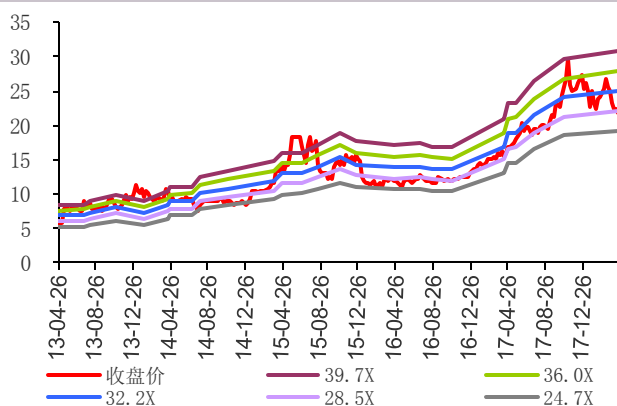
四、盈利预测与投资建议

预测 2018~2020 年公司实现归母净利润分别为 40.38、51.05、64.47 亿元，同比分别增长 28%、26%、26%。EPS 分别为 0.99、1.25、1.58 元，分别对应 22X、17X、14X PE，首次覆盖给予“增持”评级。

五、风险提示

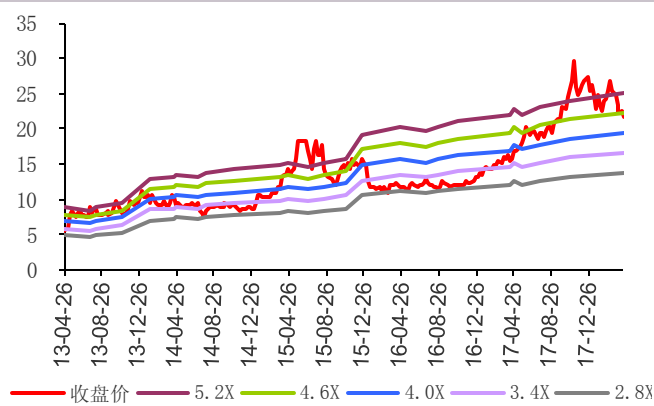
研发进度不及预期的风险；价格下滑的风险；汇率波动的风险。

图表9： 三安光电 PE Band



资料来源：Wind、联讯证券

图表10： 三安光电 PB Band



资料来源：Wind、联讯证券



附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表	2017	2018E	2019E	2020E	现金流量表	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	11,498	12,648	15,177	16,695	经营活动现金流	2,561	3,458	4,322	5,403
货币资金	4,740	4,884	5,224	5,310	净利润	3,164	4,038	5,105	6,447
应收账款	2,390	3,226	4,033	5,041	折旧摊销	1,255	1,882	2,070	2,277
其它应收款	48	64	80	100	财务费用	72	23	29	37
预付账款	316	426	533	666	投资损失	-114	0	0	0
存货	1,791	2,418	3,023	3,779	营运资金变动	354	830	2,146	1,288
其他	2,213	1,628	2,284	1,798	其它	-2,169	-3,316	-5,028	-4,646
非流动资产	13,739	16,486	18,135	19,042	投资活动现金流	-2,252	-3,152	-2,207	-1,765
长期股权投资	116	139	153	169	资本支出	3,363	3,363	2,018	1,009
固定资产	8,219	10,684	11,753	12,928	长期投资	116	139	153	169
无形资产	2,102	2,312	2,543	2,671	其他	1,228	351	-35	-588
其他	3,302	3,351	3,686	3,275	筹资活动现金流	-1,614	-161	-1,776	-3,551
资产总计	25,237	29,134	33,312	35,737	短期借款	0	0	0	0
流动负债	1,598	1,917	2,301	2,531	长期借款	652	652	652	652
短期借款	0	0	0	0	其他	-2,266	-813	-2,428	-4,203
应付账款	866	1,169	1,461	1,826	现金净增加额	-1,304	144	340	86
其他	732	749	840	705					
非流动负债	3,866	3,866	3,866	3,866	主要财务比率	2017	2018E	2019E	2020E
长期借款	652	652	652	652	成长能力				
其他	3,214	3,214	3,214	3,214	营业收入	33.82%	37.93%	27.36%	25.16%
负债合计	5,464	5,784	6,167	6,397	营业利润	82.5%	26.1%	26.51%	25.78%
少数股东权益	3	4	5	5	归属母公司净利润	46.04%	27.61%	26.42%	26.30%
归属母公司股东权益	19,769	23,346	27,140	29,334	获利能力				
负债和股东权益	25,237	29,134	33,312	35,737	毛利率	48.79%	46.85%	47.33%	48.19%
利润表	2017	2018E	2019E	2020E	净利率	37.70%	34.88%	34.62%	34.94%
营业收入	8,394	11,577	14,745	18,455	ROE	17.01%	18.73%	20.22%	22.83%
营业成本	4,298	6,153	7,766	9,561	偿债能力				
营业税金及附加	118	159	199	248	资产负债率	21.65%	19.85%	18.51%	17.90%
销售费用	98	134	170	212	流动比率	719.58%	659.62%	659.62%	659.62%
管理费用	523	718	899	1,126	速动比率	607.46%	533.48%	528.23%	510.31%
财务费用	72	23	29	37	营运能力				
资产减值损失	23	27	36	43	总资产周转率	0.34	0.43	0.47	0.53
公允价值变动收益	0	0	0	0	应收帐款周转率	3.91	4.12	4.06	4.07
投资净收益	114	17	22	27	应付帐款周转率	4.90	6.05	5.91	5.82
其他收益	483	483	483	483					
营业利润	3,856	4,862	6,151	7,737	每股指标(元)				
营业外收入	10	21	27	32	每股收益	0.78	0.99	1.25	1.58
营业外支出	11	11	11	11	每股经营现金	0.63	0.85	1.06	1.32
利润总额	3,854	4,871	6,166	7,758	每股净资产	4.85	5.73	6.66	7.19
所得税	690	834	1,062	1,310	估值比率				
净利润	3,164	4,038	5,105	6,447	P/E	32.73	22.00	17.40	13.78
少数股东损益	0	0	0	0	P/B	5.24	3.80	3.27	3.03
归属母公司净利润	3,164	4,038	5,105	6,447	EV/EBITDA	22.72	13.30	10.92	8.98
EBITDA	4,589	6,744	8,221	10,014					

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



分析师简介

王风华：中国人民大学硕士研究生，现任联讯证券研究院执行院长。从业 20 年，在卖方研究领域先后任民生证券研究所所长助理、宏源证券中小市值首席分析师、申万宏源研究所中小盘研究部负责人，2012~2014 年连续三年获得新财富最佳中小市值分析师，实地调研数百家上市企业，擅长挖掘中长线成长股。

研究院销售团队

北京	周之音	010-66235704	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com