



三安光电 (600703)

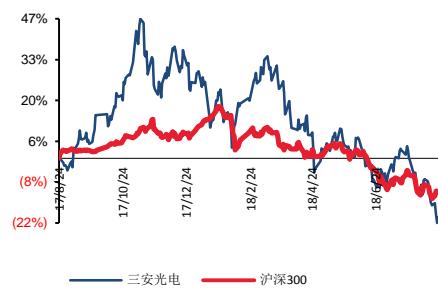
目标价: 23.00

昨收盘: 15.97

信息技术 半导体与半导体生产设备

## 盈利能力仍在、库存待消化、化合物半导体是亮点

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

|               |               |
|---------------|---------------|
| 总股本/流通(百万股)   | 4,078/4,078   |
| 总市值/流通(百万元)   | 65,132/65,132 |
| 12 个月最高/最低(元) | 29.68/15.62   |

#### 相关研究报告:

三安光电 (600703)《一季报点评: 淡季效应明显, 存货增加拖累营收表现》—2018/04/26

三安光电 (600703)《年报点评: 龙头稳健成长, 新业务带来新空间》—2018/04/20

三安光电(600703)《业绩预告点评: 全年保持高增速, 扩产与新业务打开新空间》—2018/01/14

证券分析师: 刘翔

电话: 021-61376547

E-MAIL: liuxiang@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517060001

联系人: 刘尚

电话: 021-61375790

E-MAIL: liushang@tpyzq.com

**事件:** 公司发布 2018 年半年报, 上半年实现销售收入 41.73 亿元、营业利润 20.52 亿元、归属于上市公司股东的净利润 18.53 亿元, 与上年同期相比, 销售收入增长了 2.62%、营业利润增长了 8.73%、归属于上市公司股东的净利润增长了 22.32%。

**盈利能力稳定, 库存增加。**毛利率 48.88%, 与去年同期基本持平。Q2 毛利率 46.92%, 同比-3.69pct, 环比-4.21pct。净利率 44.40%, Q2 单季净利率 39.72%, 回到去年正常水平, 扣非后净利率 35.55%, 环比增长 2.5pct。存货 24.88 亿, 同比增长 117%, 比年初增长 39%, 比一季度末增加 2.63 亿。其中产成品 16.47 亿, 同比增长 239%, 比年初增长 57%。二季度库存仍然是向上的趋势。

**行业景气下行, 等待触底回升。**行业景气向下伴随芯片厂库存积压、封装厂原材料采购降低、芯片厂毛利率下滑的趋势, 符合目前 LED 行业的情况。在此情况下, 中小芯片厂面临巨大的压力, 而三安凭借出众的毛利率和净利率仍然保持稳定的盈利, 经过这一轮周期之后, 三安市占率将得到扩张。同时, 下一轮景气周期来临之后, 三安营收和利润将恢复增长。

**重点关注三安化合物半导体进展。**三安集成砷化镓射频已与 103 家客户有业务接触, 出货客户累计 58 家, 14 家客户已量产, 达 89 种产品。去年同期还只是 47 家公司提交样品, 11 颗芯片进入微量产。电力电子产品已完成国内外客户产品验证并批量供货, 已进入量产阶段; 光通讯芯片已累计送样 26 件, 部分产品实现量产并已实现销售。随着产品品种的增多和客户信耐度的增强, 公司化合物半导体业务将持续增长; 随着 5G 的来临, 公司在这一领域代工的稀缺性将得到重视。

**盈利预测与估值。**由于还未看到行业明显回暖的情况, 公司作为龙头短期利润增长将受到影响。我们下调对公司的盈利预测, 预计公司 2018~2020 年营收分别达 90.73/119.87/151.32 亿元, EPS 分别为 0.92/1.15/1.41, 对应 PE 分别为 17.4/13.9/11.3, 维持“买入”评级。

**风险提示。**LED 下游需求衰退; 行业竞争加剧; 化合物半导体业务进展不达预期。

■ 盈利预测和财务指标:

|           | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 8394  | 9073  | 11987 | 15132 |
| (+/-%)    | 33.81 | 8.09  | 32.12 | 26.24 |
| 净利润(百万元)  | 3164  | 3751  | 4690  | 5763  |
| (+/-%)    | 46.04 | 18.55 | 25.03 | 22.86 |
| 摊薄每股收益(元) | 0.78  | 0.92  | 1.15  | 1.41  |
| 市盈率(PE)   | 32.55 | 17.36 | 13.89 | 11.30 |

资料来源: Wind, 太平洋证券注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

| 资产负债表(百万) |              |              |              |              | 利润表(百万)      |              |             |             |             |              |              |
|-----------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|
|           | 2016A        | 2017A        | 2018E        | 2019E        | 2020E        |              | 2016A       | 2017A       | 2018E       | 2019E        | 2020E        |
| 货币资金      | 6049         | 4740         | 8665         | 10887        | 14370        | 营业收入         | <b>6273</b> | <b>8394</b> | <b>9073</b> | <b>11987</b> | <b>15132</b> |
| 应收和预付款项   | 2114         | 2706         | 2645         | 3510         | 4429         | 营业成本         | 3660        | 4298        | 4527        | 6125         | 7745         |
| 存货        | 1168         | 1791         | 1529         | 2082         | 2627         | 营业税金及附加      | 97          | 118         | 131         | 172          | 218          |
| 其他流动资产    | 2312         | 2261         | 2508         | 3022         | 3647         | 销售费用         | 60          | 98          | 99          | 134          | 168          |
| 流动资产合计    | <b>11644</b> | <b>11498</b> | <b>15348</b> | <b>19500</b> | <b>25073</b> | 管理费用         | 428         | 523         | 565         | 747          | 943          |
| 长期股权投资    | 93           | 116          | 116          | 116          | 116          | 财务费用         | -107        | 72          | -128        | -202         | -259         |
| 投资性房地产    | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 资产减值损失       | 30          | 23          | 0           | 0            | 0            |
| 固定资产      | 6434         | 8219         | 8387         | 8433         | 8211         | 投资收益         | 8           | 114         | 79          | 91           | 87           |
| 在建工程      | 2272         | 2377         | 2233         | 2171         | 2082         | 公允价值变动       | 0           | 0           | 0           | 0            | 0            |
| 无形资产开发支出  | 2084         | 2313         | 2403         | 2468         | 2533         | 营业利润         | <b>2113</b> | <b>3856</b> | <b>3956</b> | <b>5102</b>  | <b>6404</b>  |
| 长期待摊费用    | 0            | 0            |              |              |              | 其他非经营损益      | 504         | -1          | 600         | 600          | 600          |
| 其他非流动资产   | 11929        | 13739        | 13831        | 13888        | 13640        | 利润总额         | <b>2617</b> | <b>3854</b> | <b>4556</b> | <b>5702</b>  | <b>7004</b>  |
| 资产总计      | <b>23573</b> | <b>25237</b> | <b>29179</b> | <b>33387</b> | <b>38713</b> | 所得税          | 450         | 690         | 805         | 1012         | 1242         |
| 短期借款      | 400          | 0            | 0            | 0            | 0            | 净利润          | <b>2167</b> | <b>3164</b> | <b>3751</b> | <b>4690</b>  | <b>5762</b>  |
| 应付和预收款项   | 909          | 885          | 950          | 1283         | 1623         | 少数股东损益       | 0           | 0           | 0           | 0            | 0            |
| 长期借款      | 947          | 652          | 652          | 652          | 652          | 归母股东净利润      | <b>2167</b> | <b>3164</b> | <b>3751</b> | <b>4690</b>  | <b>5763</b>  |
| 其他负债      | 3882         | 3927         | 5005         | 5165         | 5355         |              |             |             |             |              |              |
| 负债合计      | <b>6137</b>  | <b>5464</b>  | <b>6608</b>  | <b>7100</b>  | <b>7630</b>  |              |             |             |             |              |              |
| 股本        | 4078         | 4078         | 4078         | 4078         | 4078         |              |             |             |             |              |              |
| 资本公积      | 7078         | 7078         | 7078         | 7078         | 7078         |              |             |             |             |              |              |
| 留存收益      | 6260         | 8609         | 11409        | 15125        | 19920        |              |             |             |             |              |              |
| 归母公司股东权益  | 17436        | 19769        | 22569        | 26285        | 31081        |              |             |             |             |              |              |
| 少数股东权益    | 0            | 3            | 3            | 3            | 3            |              |             |             |             |              |              |
| 股东权益合计    | <b>17436</b> | <b>19772</b> | <b>22572</b> | <b>26288</b> | <b>31083</b> |              |             |             |             |              |              |
| 负债和股东权益   | <b>23573</b> | <b>25237</b> | <b>29179</b> | <b>33387</b> | <b>38713</b> |              |             |             |             |              |              |
| 现金流量表(百万) |              |              |              |              | 预测指标         |              |             |             |             |              |              |
|           | 2016A        | 2017A        | 2018E        | 2019E        | 2020E        |              | 2016A       | 2017A       | 2018E       | 2019E        | 2020E        |
| 经营性现金流    | 2056         | 2561         | 4852         | 4281         | 5505         | 毛利率          | 41.65%      | 48.79%      | 50.10%      | 48.91%       | 48.82%       |
| 投资性现金流    | -1714        | -2252        | -927         | -1108        | -1048        | 销售净利率        | 34.54%      | 37.70%      | 41.35%      | 39.13%       | 38.08%       |
| 融资性现金流    | 462          | -1614        | 0            | -952         | -974         | 销售收入增长率      | 29.11%      | 33.82%      | 8.09%       | 32.13%       | 26.23%       |
| 现金增加额     | 7            | -17          | 0            | 0            | 0            | EBIT 增长率     | 20.09%      | 56.44%      | 12.77%      | 24.22%       | 22.62%       |
|           |              |              |              |              |              | 净利润增长率       | 27.86%      | 46.04%      | 18.55%      | 25.03%       | 22.86%       |
|           |              |              |              |              |              | ROE          | 12.43%      | 16.01%      | 16.62%      | 17.84%       | 18.54%       |
|           |              |              |              |              |              | ROA          | 9.19%       | 12.54%      | 12.86%      | 14.05%       | 14.89%       |
|           |              |              |              |              |              | ROIC         | 16.35%      | 20.33%      | 24.75%      | 27.88%       | 31.64%       |
|           |              |              |              |              |              | EPS(X)       | 0.53        | 0.78        | 0.92        | 1.15         | 1.41         |
|           |              |              |              |              |              | PE(X)        | 25.26       | 32.55       | 17.36       | 13.89        | 11.30        |
|           |              |              |              |              |              | PB(X)        | 3.13        | 5.24        | 2.89        | 2.48         | 2.10         |
|           |              |              |              |              |              | PS(X)        | 8.71        | 12.34       | 7.18        | 5.43         | 4.30         |
|           |              |              |              |              |              | EV/EBITDA(X) | 14.09       | 19.25       | 9.66        | 7.62         | 5.92         |

资料来源: WIND, 太平洋证券

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

### 2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

## 销售团队

| 职务      | 姓名  | 手机          | 邮箱                   |
|---------|-----|-------------|----------------------|
| 销售负责人   | 王方群 | 13810908467 | wangfq@tpyzq.com     |
| 北京销售总监  | 王均丽 | 13910596682 | wangjl@tpyzq.com     |
| 北京销售    | 袁进  | 15715268999 | yuanjin@tpyzq.com    |
| 北京销售    | 成小勇 | 18519233712 | chengxy@tpyzq.com    |
| 北京销售    | 李英文 | 18910735258 | liyw@tpyzq.com       |
| 北京销售    | 孟超  | 13581759033 | mengchao@tpyzq.com   |
| 北京销售    | 付禹璇 | 18515222902 | fuyx@tpyzq.com       |
| 上海销售副总监 | 陈辉弥 | 13564966111 | chenhm@tpyzq.com     |
| 上海销售    | 洪绚  | 13916720672 | hongxuan@tpyzq.com   |
| 上海销售    | 李洋洋 | 18616341722 | liyangyang@tpyzq.com |
| 上海销售    | 宋悦  | 13764661684 | songyue@tpyzq.com    |
| 上海销售    | 张梦莹 | 18605881577 | zhangmy@tpyzq.com    |
| 上海销售    | 黄小芳 | 15221694319 | huangxf@tpyzq.com    |
| 上海销售    | 梁金萍 | 15999569845 | liangjp@tpyzq.com    |
| 上海销售    | 杨海萍 | 17717461796 | yanghp@tpyzq.com     |
| 广深销售总监  | 张茜萍 | 13923766888 | zhangqp@tpyzq.com    |
| 广深销售    | 王佳美 | 18271801566 | wangjm@tpyzq.com     |
| 广深销售    | 胡博涵 | 18566223256 | hubh@tpyzq.com       |
| 广深销售    | 查方龙 | 18520786811 | zhafli@tpyzq.com     |

|      |     |             |                    |
|------|-----|-------------|--------------------|
| 广深销售 | 张卓粤 | 13554982912 | zhangzy@tpyzq. com |
| 广深销售 | 杨帆  | 13925264660 | yangf@tpyzq. com   |
| 广深销售 | 陈婷婷 | 18566247668 | chentt@tpyzq. com  |



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话: (8610) 88321761

传真: (8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。