

LED 行业持续整固，化合物半导体蓄势待发

投资要点

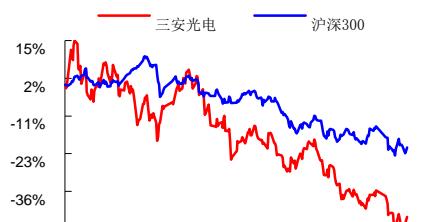
- 业绩总结:**公司发布2018年第三季度报告,2018年前三季度实现营业收入63.9亿元,同比增长1.8%;归母净利润25.9亿元,同比增长9.1%;扣非归母净利润21.0亿元,同比增长7.1%。公司2018年Q3实现营业收入22.2亿,基本与上一年同期持平,实现归母净利润7.4亿,同比下滑16%。
- LED行业持续整固,公司持续扩产有望加速行业产能出清。**公司近期业绩承压的主要原因来自于LED产品价格的下滑,在此环境下,公司依然持续增加产能,存货期末账面价值较期初账面价值增长43.89%,同时公司本期预付材料款增加,预付款项期末余额较期初余额增长122.54%。三安光电作为LED行业龙头,现拥有MOCVD设备产能规模居首位,规模采购优势促进了较强市场议价能力,能够通过批量生产降低产品成本。因此我们认为三安的持续扩产会加速中小型LED企业的产能出清,进一步稳固公司LED芯片的龙头地位。
- Mini LED、Micro LED等新兴应用崛起,公司业绩增长动能充足。**厦门三安和三星电子将持续讨论Micro LED战略合作,待厦门三安达到大规模量产产能时,三星电子将考虑厦门三安作为首要供应方,并协商探讨一个双方都可以接受的供应协议。到三季度末,公司由于预收三星电子货款导致预收款项增加0.98亿元。厦门三安与三星电子开展合作,是公司将技术转化为实际应用的重要体现,进一步打开了国际市场空间,有利于继续提升公司市场占有率。
- 三安集成盈利能力凸显,后续发展势头持续稳健。**三安集成主要从事化合物半导体IC业务,涵盖PA射频、电力电子光通讯及滤波器等芯片,主要应用于通讯基站、云计算、大数据等领域。2018年前三季度三安集成共实现销售收入1.2亿元,占营业总收入的1.9%,特别是电力电子产品的研发和销售均取得了实质性进展,为公司集成电路业务后续发展奠定了坚实的基础。在研发方面,公司持续增加研发投入新产品,开发支出期末余额较期初余额增长189.33%,有利于推进化合物半导体产能的提升,确保三安集成经营业绩稳步增长。
- 盈利预测与评级。**预计2018-2020年EPS分别为0.85元、0.96元、1.19元,考虑公司为LED行业的龙头叠加MiniLED、MicroLED以及化合物半导体等新型业务的顺利推进,维持“买入”评级。
- 风险提示:**LED下游产品降价和化合物半导体研发及量产不及预期的风险。

西南证券研究发展中心

分析师: 刘言
执业证号: S1250515070002
电话: 023-67791663
邮箱: liuyan@swsc.com.cn

联系人: 陈杭
电话: 021-68415309
邮箱: chenhang@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	40.78
流通A股(亿股)	40.78
52周内股价区间(元)	13.03-29.68
总市值(亿元)	562.76
总资产(亿元)	296.14
每股净资产(元)	5.24

相关研究

- 三安光电(600703):正在崛起的中国化合物半导体巨头 (2018-08-17)

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	8393.73	9385.13	11767.94	14884.93
增长率	33.82%	11.81%	25.39%	26.49%
归属母公司净利润(百万元)	3164.21	3473.93	3921.04	4839.41
增长率	46.04%	9.79%	12.87%	23.42%
每股收益EPS(元)	0.78	0.85	0.96	1.19
净资产收益率ROE	16.00%	15.73%	15.87%	17.23%
PE	18	16	14	12
PB	2.85	2.55	2.28	2.00

数据来源: Wind, 西南证券

关键假设：

假设 1：2018 下半年及以后众多小规模 LED 厂家被清洗出局，下游 LED 芯片价格有望企稳。公司作为 LED 龙头，下游客户优质且稳定，规模化生产有望进一步降低成本，叠加 18-20 化合物半导体处于小规模量产阶段，盈利能力有限，因此我们认为未来几年芯片、LED 产品毛利率基本与 17 年持平或略有小幅下降趋势；

假设 2：公司目前砷化镓出货客户累计 58 家，14 家客户已量产，氮化镓射频已实现客户送样，预计未来 2019-2020 年化合物半导体营收可以提升至总营收的 10% 左右；

假设 3：新兴产品 Mini LED、Micro LED 等在 LED 行业渗透率逐渐提高，公司与三星电子在 Micro LED 方面的战略合作也逐步深化。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

业务分拆（单位：百万元）		2017A	2018E	2019E	2020E
芯片、LED 产品	收入	7,044.97	7361.99	8834.39	10777.96
	增速	25.53%	4.50%	20.00%	22.00%
	毛利率 (%)	45.35	45.50	44.00	43.00
其他收入	收入	1,348.76	2023.14	2933.55	4106.97
	增速	104.05%	50.00%	45.00%	40.00%
	毛利率 (%)	66.78	70.00	68.00	66.00
合计	收入	8,393.73	9,385.13	11,767.95	14,884.93
	增速	33.81%	11.81%	25.39%	26.49%
	毛利率 (%)	48.80%	50.78%	49.98%	49.35%

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	8393.73	9385.13	11767.94	14884.93	净利润	3164.04	3473.82	3920.88	4839.23
营业成本	4298.40	4619.23	5885.99	7539.80	折旧与摊销	1254.78	1521.95	1521.95	1521.95
营业税金及附加	117.71	116.69	155.17	198.71	财务费用	72.28	62.88	70.61	89.31
销售费用	97.74	94.36	122.67	159.38	资产减值损失	22.80	50.00	25.00	30.00
管理费用	523.00	600.65	764.92	982.41	经营营运资本变动	-1358.13	-866.06	-1738.58	-1488.19
财务费用	72.28	62.88	70.61	89.31	其他	-594.42	-52.06	-35.20	-40.22
资产减值损失	22.80	50.00	25.00	30.00	经营活动现金流净额	2561.35	4190.53	3764.66	4952.08
投资收益	114.02	4.00	10.00	10.00	资本支出	-2545.30	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	293.70	4.00	10.00	10.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-2251.59	4.00	10.00	10.00
营业利润	3855.51	3845.32	4753.59	5895.32	短期借款	-400.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-1.08	340.00	-1.00	-1.00	长期借款	-294.85	0.00	0.00	0.00
利润总额	3854.43	4185.32	4752.59	5894.32	股权融资	-0.05	0.00	0.00	0.00
所得税	690.38	711.51	831.70	1055.08	支付股利	-815.68	-1164.87	-1293.13	-1456.97
净利润	3164.04	3473.82	3920.88	4839.23	其他	-103.63	92.87	129.39	110.69
少数股东损益	-0.17	-0.11	-0.15	-0.18	筹资活动现金流净额	-1614.22	-1072.00	-1163.73	-1346.28
归属母公司股东净利润	3164.21	3473.93	3921.04	4839.41	现金流量净额	-1321.56	3122.53	2610.93	3615.80
资产负债表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	4739.85	7862.38	10473.31	14089.11	成长能力				
应收和预付款项	4235.37	5502.84	6802.30	8001.54	销售收入增长率	33.82%	11.81%	25.39%	26.49%
存货	1791.47	1701.95	2312.96	2875.25	营业利润增长率	82.48%	-0.26%	23.62%	24.02%
其他流动资产	731.23	817.60	1025.18	1296.72	净利润增长率	46.03%	9.79%	12.87%	23.42%
长期股权投资	116.17	116.17	116.17	116.17	EBITDA 增长率	69.61%	4.78%	16.87%	18.29%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	10595.62	9350.53	8105.45	6860.37	毛利率	48.79%	50.78%	49.98%	49.35%
无形资产和开发支出	2324.09	2055.81	1787.52	1519.24	三费率	8.26%	8.08%	8.14%	8.27%
其他非流动资产	702.86	694.28	685.70	677.11	净利率	37.70%	37.01%	33.32%	32.51%
资产总计	25236.66	28101.56	31308.60	35435.51	ROE	16.00%	15.73%	15.87%	17.23%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	12.54%	12.36%	12.52%	13.66%
应付和预收款项	1267.07	1664.23	2031.49	2560.44	ROIC	22.79%	20.89%	26.10%	31.97%
长期借款	652.00	652.00	652.00	652.00	EBITDA/销售收入	61.74%	57.86%	53.93%	50.43%
其他负债	3545.24	3708.29	3920.31	4136.00	营运能力				
负债合计	5464.32	6024.52	6603.80	7348.45	总资产周转率	0.34	0.35	0.40	0.45
股本	4078.42	4078.42	4078.42	4078.42	固定资产周转率	1.15	1.24	1.85	2.92
资本公积	7077.53	7077.53	7077.53	7077.53	应收账款周转率	3.91	3.89	4.28	4.30
留存收益	8608.96	10918.02	13545.93	16928.37	存货周转率	2.88	2.63	2.92	2.90
归属母公司股东权益	19769.17	22073.97	24701.88	28084.33	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	70.89%	—	—	—
少数股东权益	3.18	3.06	2.91	2.74	资本结构				
股东权益合计	19772.34	22077.04	24704.80	28087.06	资产负债率	21.65%	21.44%	21.09%	20.74%
负债和股东权益合计	25236.66	28101.56	31308.60	35435.51	带息债务/总负债	11.93%	10.82%	9.87%	8.87%
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E	流动比率	7.20	8.11	8.82	9.11
EBITDA	5182.57	5430.16	6346.15	7506.58	速动比率	6.07	7.24	7.83	8.12
PE	17.79	16.20	14.35	11.63	股利支付率	25.78%	33.53%	32.98%	30.11%
PB	2.85	2.55	2.28	2.00	每股指标				
PS	6.71	6.00	4.78	3.78	每股收益	0.78	0.85	0.96	1.19
EV/EBITDA	10.01	8.97	7.26	5.66	每股净资产	4.85	5.41	6.06	6.89
股息率	1.45%	2.07%	2.30%	2.59%	每股经营现金	0.63	1.03	0.92	1.21
					每股股利	0.20	0.29	0.32	0.36

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在20%以上

增持：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于10%与20%之间

中性：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-10%与10%之间

回避：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上

跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间

弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权归西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzhiy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyl@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn