



贸易谈判缓和与行业拐点临近强化三安光电估值修复预期

分析师: 张涛

Tel: 021-53686152

E-mail: zhangtao@shzq.com

SAC 证书编号: S0870510120023

研究助理: 袁威津

Tel: 021-53686157

E-mail: yuanweijin@shzq.com

SAC 证书编号: S0870118010021

基本数据 (2018Q3)

报告日股价 (元)	13.40
12mth A 股价格区间 (元)	9.23-27.59
总股本 (亿股)	40.78
无限售 A 股/总股本 (%)	100
流通市值 (亿元)	555
每股净资产 (元)	5.24
PBR (X)	2.76

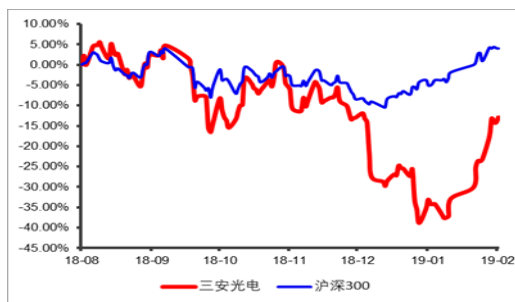
主要股东 (2018Q3)

厦门三安	29.76%
集成电路产业投资基金	11.30%
福建三安	8.61%

收入结构 (2017)

芯片、LED 产品	83.93%
其他业务	16.07%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



报告编号:

首次报告日期:

相关报告:

■ 公司动态事项

截至2019年2月22日, 公司春节后股价上涨29.29%, 相较于前期低点上涨50.05%。同时据新华社报道, 美国当地时间2月24日下午, 第七轮中美经贸高级别磋商在美国首都华盛顿结束, 美国总统特朗普表示将延后原定于3月1日对中国产品加征关税的措施。

■ 事项点评

LED 芯片产业存周期, 2019-2020 年产业盈利能力或筑底

2018 年国内 LED 芯片产能增长约 30%, 对应产值提升 4%, 粗略估计 2018 年 LED 芯片价格下降约 20%。2018 年 3 季度 LED 芯片价格接近盈亏平衡点, 结合历史的复盘数据, 我们认为 2018-2019 年产业盈利能力有望筑底, 三安光电作为市场龙头, 有望进一步加速市占率提升的步伐, 后续的产品价格企稳或回暖将带来较强的业绩拐点。

中美贸易谈判缓和助推行业回暖

根据第七轮中美经贸高级别磋商, 税率上调的时间节点将再次后延。总体来看, 中美贸易谈判缓和助推 LED 产业出现边际改善, 后续仍需持续跟踪事件发展。

公司化合物半导体业务打开未来 10 年成长空间

III-V 族化合物半导体是光通讯器件、射频与滤波器、功率型半导体的重要原材料, 应用涵盖 5G 射频器件、汽车电子、军用通信等。2018 年上半年, 相关业务 0.67 亿元, 第三季度单季达到上半年总和, 虽然体量仍较小, 但发展势头迅猛。我们预期 2019 年相关业务营收在 4-5 亿元。按照 2022-2024 年实现 200 亿元以上营收规模预期, 化合物半导体业务将是三安光电未来成长的重要驱动力。

■ 盈利预测与估值

预期2018-2020年将实现营业收入92.27亿元、106.92亿元、134.43亿元, 同比增长分别为9.93%、15.88%和25.73%; 归属于母公司股东净利润为31.41亿元、37.36亿元和45.65亿元, 同比增长分别为-0.73%、18.93%和22.19%; EPS分别为0.77元、0.92元和1.12元, 对应PE为17.40、14.63和11.97。考虑到公司业绩拐点临近以及化合物半导体业务推升整体估值, 我们预期2019年给与公司20-21X估值。未来六个月内, 维持“谨慎增持”评级。

■ 风险提示

(1) 贸易谈判出现恶化; (2) LED下游需求持续低迷等。

■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日(¥.百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	8,393.73	9,227.08	10,692.07	13,442.97
年增长率	33.82%	9.93%	15.88%	25.73%
归属于母公司的净利润	3,164.21	3,141.19	3,735.97	4,565.05
年增长率	46.04%	-0.73%	18.93%	22.19%
每股收益 (元)	0.78	0.77	0.92	1.12
PER (X)	19.13	17.40	14.63	11.97

资料来源: Wind 上海证券研究所

一、公司动态事项

截至2019年2月22日，公司春节后股价上涨29.29%，相较于前期低点上涨50.05%。同时据新华社报道，美国当地时间2月24日下午，第七轮中美经贸高级别磋商在美国首都华盛顿结束，美国总统特朗普表示将延后原定于3月1日对中国产品加征关税的措施。

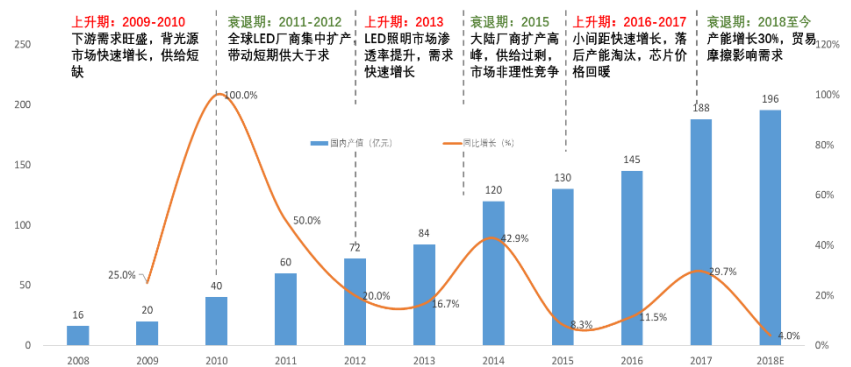
二、事项点评

在迎来电子板块估值修复股价普涨以及中美贸易谈判出现缓和的背景下，公司未来基本面变化以及对公司估值的影响成为我们思考的重点。复盘前期股价下跌的主要因素包括 LED 芯片价格下降、中美贸易摩擦以及市场对公司的财务疑云，我们结合以上估值下跌的原因以及公司布局的化合物半导体业务重新思考公司未来的合理估值。

2.1 2019-2020 年 LED 芯片产业盈利能力或筑底

依据国内 LED 芯片产值同比增长的数据来看，产业随着供给和下游需求之间的不断调整呈现周期波动。具体来看，2009-2010 年，LED 下游背光市场快速增长推动芯片产业高景气，随着行业内产能扩张，产业进入两年的调整期。2013 年，在经历前期价格下行后，LED 灯类产品凭借价格以及性能优势形成较快的照明市场渗透，LED 芯片产业景气度回升。随后再次由于产能扩张带来产业调整。2016-2017 年产业回暖主要受益于芯片价格下跌带来小间距产品的快速增长。从 2017 年 4 季度开始，LED 芯片产业再次由于供给宽松引起价格下跌，叠加中美贸易摩擦，产业进入调整阶段。

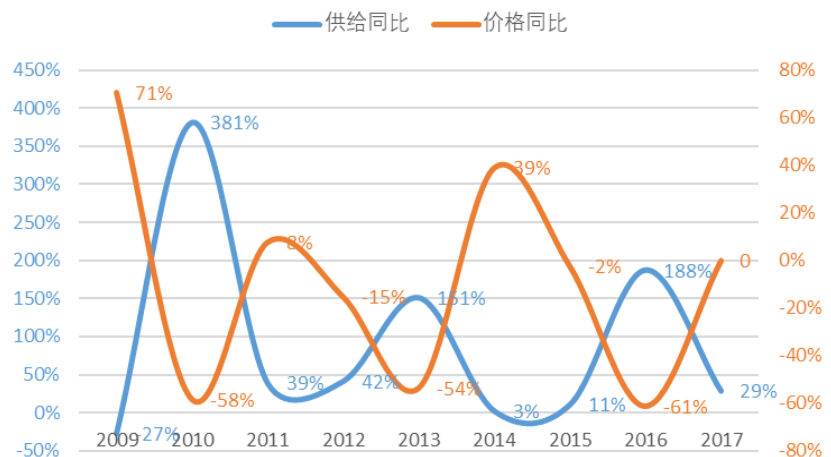
图 1 国内 LED 芯片产值及同比



数据来源：Wind 上海证券研究所

从行业供给和 LED 芯片均价来看，两者数据存在明显的负相关。并且依据历史数据来看，价格变动出现“一涨两跌”的规律，也就是价格上升（或者跌幅收窄）一年后，将迎来两年的价格下行。我们结合华灿光电年报、聚灿光电招股说明书同样发现公司 LED 芯片价格变动趋势与产业均价趋势一致。

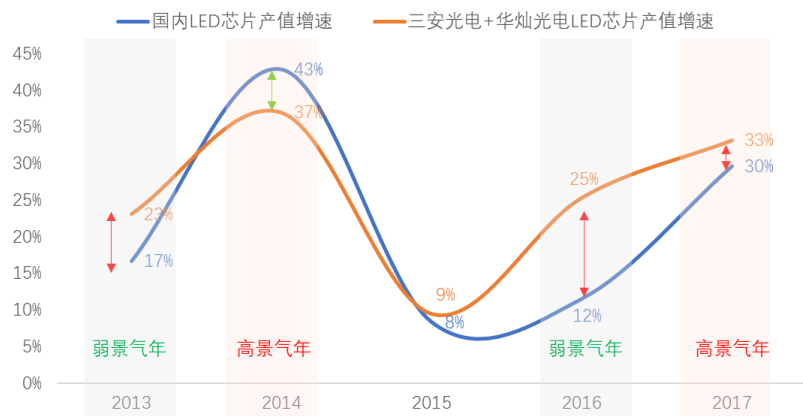
图 2 国内 LED 芯片供给同比以及均价同比



数据来源：Wind 上海证券研究所

我们取三安光电和华灿光电的 LED 芯片产值合计同比增速与大陆 LED 芯片产值增速进行对比，时间节点取 2013-2017 年，结果显示 5 年中有 4 年出现两家公司增速高于行业整体增速，这说明整个产业在不断的周期反复中，产能与市场在向头部企业集中。更重要的是，2013 年和 2016 年是数据统计内行业景气度低点年份，而这两年为行业龙头业绩增速与产业增速差额最大的年份，这也说明弱景气的年份往往带来更强的产业集中效果。

图 3 弱景气年份带来更强的产业集中效果



数据来源：Wind 上海证券研究所

根据统计，2018 年国内产能增长约 30%，对应产值提升 4%，粗略

估计 2018 年 LED 芯片价格下降约 20%，LED 芯片重启下行通道。按照产业内的扩产规划，2019 年 LED 芯片产能或将继续增加 10-13%，2019 年芯片价格仍然存在压力。LED 芯片价格下跌对行业内企业营收业绩形成较大考验。从 2018 年业绩预告来看，乾照光电、华灿光电、聚灿光电营收同比下降达 19%、52%、81%，三安光电三季报扣非归母净利润同比增长 7.05%，而去年同期增长 79.87%。结合 LED Inside 数据分析，2018 年 3 季度 LED 芯片价格已经接近盈亏平衡点，结合历史的复盘数据，我们认为在 2018-2019 年产业景气度下降的期间内，产业产能清退、集中度提升等剧情将重现。而随着价格达到新低，小间距、miniLED、车用 LED 等高成长的应用将重新带动产业进入新的景气周期。总体来看，我们预期 LED 芯片价格在 2019 年降幅收窄，产业整体盈利水平有望在 2019-2020 年筑底。而在此轮市场调整中，三安光电作为市场龙头，有望进一步加速市占率提升的步伐，后续的产品价格企稳或回暖将带来较强的业绩拐点。

2.2 中美贸易谈判缓和助推行业回暖

从中美贸易摩擦来看，美国在 2018 年 6 月 15 日公布 340 亿额度的清单，7 月 6 日实施征收 25% 关税，清单暂不涉及 LED 产品。8 月 8 日公布 160 亿清单，8 月 23 日实施征收 25% 关税，清单中包括发光二极管（美国税号 85414020），二极管、晶体管、类似半导体器件、LED 和已装配的压电晶体的零件（美国税号 85419000）。大陆的相关产品出口主要这对韩国、台湾地区，对美出口额小于 2 亿美元，影响非常有限。但从第二阶段 2000 亿的征税清单中包含了发光二极管（LED）显示板（美国税号 85312000）、平板显示器背光的冷阴极管荧光灯（美国税号 85393910），以及多种类的灯具（其实暂未包含 LED 灯产品）。2000 亿清单中目前已经实施征税 10%，根据第七轮中美经贸高级别磋商，税率上调至 25% 的时间节点再次后延。总体来看，中美贸易谈判缓和助推 LED 产业出现边际改善。

2.3 公司化合物半导体业务打开未来 10 年成长空间

2014 年，公司成立全资子公司三安集成电路，聚焦化合物半导体芯片产业。2015 年，三安光电通讯微电子器件（一期）项目通过三安集成落实，内容包括建 30 万片/年 6 寸的砷化镓产线和 6 万片/年 6 寸的氮化镓产线，预计一期项目达产后将实现销售收入 40 亿元，净利润 6 亿。2017 年底，三安光电开始在福建泉州开启 III-V 族化合物相关的七大产业化项目，包括 1. 高端氮化镓 LED 衬底、外延、芯片的研发与制造、2. 高端砷化镓 LED 外延、芯片的研发与制

造、3.大功率氮化镓激光器的研发与制造、4.光通讯器件的研发与制造、5.射频、滤波器的研发与制造、6.功率型半导体（电力电子）的研发与制造；7.特种衬底材料研发与制造、特种封装产品应用研发与制造。项目投资总额 333 亿元，全部项目五年内实现投产，七年内实现全部达产，经营期限不少于 25 年，预期年收在 200 亿元以上。

公司 III-V 族化合物半导体材料的应用领域从原有的 LED 外延片、芯片，延伸到了光通讯器件、射频与滤波器、功率型半导体等领域，随着 5G 商用以及汽车电子化提升，III-V 族化合物半导体材料及器件需求将迅速提升。同时从军用领域来看，GaN、SiC 材料在大功率、高频领域应用的性能优异，在军事通信、军用雷达等方面对国家战略意义重大。2018 年上半年，三安光电化合物半导体业务体量 0.67 亿元，虽然体量仍较小，但已经达到 2017 年全年的 1.5 倍，第三季度单季达到上半年总和，发展势头迅猛。我们预期 2019 年相关业务营收在 4-5 亿元。按照 2022-2024 年实现 200 亿元以上营收规模预期，化合物半导体业务将是三安光电未来成长的重要驱动力，也是三安光电作为 LED 芯片龙头的同时享有高于行业估值平均水平的底气所在。

三、盈利预测与估值

我们认为，LED 芯片产业的周期拐点或将在 2019-2020 年出现，业绩反转将带来公司估值的继续提升。从财务质疑来看，市场正在消化对公司负面消息的影响，股价已经恢复到媒体报道事件前的水平。而中美贸易谈判结果缓和为产业带来边际改善预期。整体来看，公司前期股价下行的负面消息在逐一化解，而化合物半导体业绩规模逐步释放将助推公司估值进一步提升。

由于今年 LED 芯片价格下跌带来营收业绩下降，我们调低今年营收规模预期至 92.27 亿元。具体来看，预期 2018-2020 年将实现营业收入 92.27 亿元、106.92 亿元、134.43 亿元，同比增长分别为 9.93%、15.88% 和 25.73%；归属于母公司股东净利润为 31.41 亿元、37.36 亿元和 45.65 亿元，同比增长分别为 -0.73%、18.93% 和 22.19%；EPS 分别为 0.77 元、0.92 元和 1.12 元，对应 PE 为 17.40、14.63 和 11.97。未来六个月内，维持“谨慎增持”评级。

四、风险提示

(1) 贸易谈判出现恶化；(2) LED 下游需求持续低迷等。

附表

资产负债表（单位：百万元）

指标	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	4740	4870	6297	7689
存货	1791	1708	2274	2749
应收账款及票据	3872	1708	2274	2749
其他	48	719	719	719
流动资产合计	11498	12347	14986	18973
长期股权投资	116	719	719	719
固定资产	8219	9074	9353	9432
在建工程	2377	2000	2000	2000
无形资产	2102	2035	1745	1456
其他	420	463	420	420
非流动资产合计	13739	13688	13634	13424
资产总计	25237	26035	28621	32397
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	905	1239	1256	1871
其他	37	290	290	290
流动负债合计	1598	4019	4035	4651
长期借款和应付债券	652	652	652	652
其他	0	2128	2128	2128
非流动负债合计	3866	2490	2490	2490
负债合计	5464	4019	4035	4651
少数股东权益	3	3	3	3
股东权益合计	19769	22016	24685	27946
负债和股东权益总计	25237	26035	28721	32597

现金流量表（单位：百万元）

指标	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	3164	3141	3636	4465
折旧和摊销	1255	1854	2054	2211
营运资本变动	6401			
经营活动现金流	2561	4200	0	0
资本支出	3363			
投资收益	1375			
投资活动现金流	-2252	-1625	-1625	-1625
股权融资				
负债变化				
股息支出				
融资活动现金流	-1614	-843	-979	-1184
净现金流	-1322	1644	1427	1392

数据来源：WIND 上海证券研究所

利润表（单位：百万元）

指标	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	8394	9227	10692	13443
营业成本	5132	4827	5492	6928
营业税金及附加	118	119	138	173
营业费用	98	93	107	135
管理费用	523	461	535	672
财务费用	72	39	72	82
资产减值损失	23	0	0	0
投资收益	114	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	3856	2766	3261	4090
营业外收支净额	10	500	500	500
利润总额	3854	3688	4348	5453
所得税	690	922	1087	1363
净利润	3164	2766	3261	4090
少数股东损益		0	0	0
归属母公司股东净利润	3164	3141	3736	4565

财务比率分析

指标	2017	2018E	2019E	2020E
总收入增长率	34%	10%	16%	26%
EBITDA 增长率	28%	29%	15%	18%
EBIT 增长率	31%	22%	18%	22%
净利润增长率	32%	10%	19%	22%
毛利率	22%	49%	48%	49%
EBITDA/总收入	55%	65%	65%	61%
EBIT/总收入	40%	45%	45%	44%
净利润率	34%	34%	35%	34%
资产负债率	16%	15%	14%	14%
流动比率	797%	808%	970%	878%
速动比率	596%	649%	776%	717%
总资产回报率（ROA）	14%	16%	17%	18%
净资产收益率（ROE）	14%	14%	15%	16%
EV/营业收入	6	5	5	4
EV/EBITDA	11	8	7	6
PE	19	17	15	12
PB	3	2	2	2

分析师承诺

张涛 袁威津

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。