



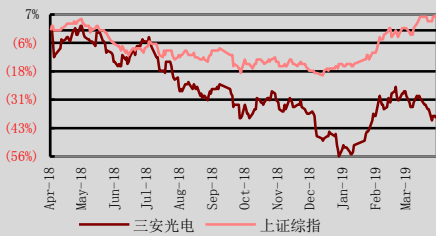
600703.SH

买入

市场价格：人民币 13.15

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	18.1	(15.5)	37.8	(42.4)
相对上证指数	(14.5)	(21.3)	11.9	(47.3)

发行股数(百万)	4,078
流通股(%)	100
总市值(人民币 百万)	53,631
3个月日均交易额(人民币 百万)	1,352
净负债比率(%) (2019E)	净现金
主要股东(%)	
厦门三安电子有限公司	30

资料来源：公司公告，聚源，中银国际证券
以2019年4月19日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

电子

赵琦

021-20328313

qi.zhao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300518080001

三安光电

LED 新应用注入增长动能，化合物半导体带来成长机遇

公司是 LED 芯片领域领军企业，Mini LED、Micro LED 等新应用的兴起，将推动 LED 行业进入新的成长阶段，为公司业绩增长带来机遇。另一方面，公司也在积极布局化合物半导体业务，寻找新的增长动能。看好公司未来的长期发展，首次覆盖，给予“买入”评级。

支撑评级的要点

- **LED 芯片技术优势明显，Mini LED、Micro LED 注入成长新动能。**公司是 LED 芯片行业领军企业，致力于以技术推动成本降低，毛利率水平显著高于竞争对手。从 LED 行业看，尽管 LED 照明市场增速放缓，但 Mini LED、Micro LED 等新应用的兴起，将推动 LED 行业进入新的成长阶段。公司凭借技术优势有望快速抢占市场份额，为未来业绩增长注入新动能。
- **布局化合物半导体，把握 5G 机遇。**公司全资子公司三安集成主要从事化合物半导体集成电路业务，涵盖 PA 射频、电力电子、光通讯和滤波器等领域的芯片，目前，已拥有 6 寸的 GaAs 和 GaN 产线，产品应用包括 2G、3G、4G 手机功率放大器、无线网用的功率放大器、基站等。手机终端方面，在 4G 时代，手机 PA 较多采用 GaAs，而 5G 由于频段较高，特别是毫米波频段，手机 PA 或转向 GaN。在基站 PA 市场，5G 时代，GaN 或将取代原有的硅 LDMOS 技术。我们认为，公司作为 GaAs、GaN 等化合物半导体领域的新进入者，有望在 5G 推动的技术变革中受益。

估值

- 预计公司 2018-2020 年的 EPS 分别为 0.79 元、0.91 元和 1.04 元，当前股价对应的 PE 分别为 17 倍、15 倍和 13 倍。考虑公司是 LED 芯片行业龙头，相较于竞争对手技术和成本优势明显，首次覆盖，给予“买入”评级。

评级面临的主要风险

- 化合物半导体推进不及预期、LED 芯片价格大幅下行。

投资摘要

年结日：12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入(人民币 百万)	6,273	8,394	8,981	10,553	12,474
变动(%)	29	34	7	18	18
净利润(人民币 百万)	2,167	3,164	3,222	3,703	4,256
全面摊薄每股收益(人民币)	0.531	0.776	0.790	0.908	1.043
变动(%)	(20.1)	46.0	1.8	14.9	14.9
全面摊薄市盈率(倍)	24.8	16.9	16.6	14.5	12.6
价格/每股现金流量(倍)	26.1	20.9	12.8	13.1	10.6
每股现金流量(人民币)	0.50	0.63	1.03	1.00	1.24
企业价值/息税折旧前利润(倍)	16.1	10.8	9.7	8.0	6.6
每股股息(人民币)	0.200	0.250	0.284	0.327	0.376
股息率(%)	1.5	1.9	2.2	2.5	2.9

资料来源：公司公告，中银国际证券预测

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	6,273	8,394	8,981	10,553	12,474
销售成本	(3,757)	(4,416)	(4,828)	(5,744)	(6,886)
经营费用	531	611	772	911	982
息税折旧前利润	3,047	4,589	4,925	5,720	6,569
折旧及摊销	(1,050)	(1,255)	(1,426)	(1,647)	(1,840)
经营利润 (息税前利润)	1,998	3,334	3,500	4,074	4,730
净利息收入/(费用)	107	(72)	(6)	(4)	17
其他收益/(损失)	512	593	403	408	408
税前利润	2,617	3,854	3,897	4,478	5,154
所得税	(450)	(690)	(675)	(775)	(899)
少数股东权益	0	(0)	(0)	(0)	(0)
净利润	2,167	3,164	3,222	3,703	4,256
核心净利润	2,253	3,164	3,222	3,704	4,257
每股收益 (人民币)	0.531	0.776	0.790	0.908	1.043
核心每股收益 (人民币)	0.552	0.776	0.790	0.908	1.044
每股股息 (人民币)	0.200	0.250	0.284	0.327	0.376
收入增长(%)	29	34	7	18	18
息税前利润增长(%)	34	67	5	16	16
息税折旧前利润增长(%)	32	51	7	16	15
每股收益增长(%)	(20)	46	2	15	15
核心每股收益增长(%)	(22)	40	2	15	15

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	2,617	3,854	3,897	4,478	5,154
折旧与摊销	1,050	1,255	1,426	1,647	1,840
净利息费用	(107)	72	6	4	(17)
运营资本变动	(1,217)	(1,280)	(373)	(286)	(911)
税金	(450)	(691)	(675)	(775)	(899)
其他经营现金流	163	(650)	(95)	(983)	(93)
经营活动产生的现金流	2,056	2,561	4,185	4,084	5,074
购买固定资产净值	494	229	853	1,042	1,091
投资减少/增加	(6)	92	100	100	100
其他投资现金流	(2,202)	(2,572)	(1,705)	(2,084)	(2,182)
投资活动产生的现金流	(1,714)	(2,252)	(753)	(942)	(991)
净增权益	(816)	(1,020)	(1,160)	(1,333)	(1,532)
净增债务	(330)	(663)	258	0	0
支付股息	816	1,020	1,160	1,333	1,532
其他融资现金流	792	(952)	(1,170)	(1,337)	(1,515)
融资活动产生的现金流	462	(1,614)	(912)	(1,337)	(1,515)
现金变动	804	(1,304)	2,521	1,805	2,568
期初现金	5,218	6,049	4,740	7,261	9,066
公司自由现金流	342	310	3,432	3,142	4,083
权益自由现金流	(95)	(281)	3,696	3,145	4,066

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	6,049	4,740	7,261	9,066	11,633
应收帐款	3,317	3,920	4,528	4,893	6,086
库存	1,168	1,791	1,495	2,341	2,290
其他流动资产	207	316	473	400	594
流动资产总计	11,644	11,498	14,507	17,449	21,353
固定资产	8,708	10,596	9,962	9,296	8,574
无形资产	2,084	2,313	2,407	2,513	2,546
其他长期资产	920	733	766	778	790
长期资产总计	11,711	13,642	13,136	12,588	11,910
总资产	23,573	25,237	27,734	30,109	33,309
应付帐款	931	905	1,127	1,296	1,590
短期债务	400	0	500	500	500
其他流动负债	767	693	578	413	595
流动负债总计	2,097	1,598	2,204	2,210	2,685
长期借款	947	652	700	700	700
其他长期负债	3,093	3,214	3,000	3,000	3,000
股本	4,078	4,078	4,078	4,078	4,078
储备	13,338	15,686	17,749	20,119	22,842
股东权益	17,416	19,765	21,827	24,197	26,921
少数股东权益	0	3	3	3	3
总负债及权益	23,573	25,237	27,734	30,109	33,309
每股帐面价值 (人民币)	4.27	4.85	5.35	5.93	6.60
每股有形资产 (人民币)	3.76	4.28	4.76	5.32	5.98
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.15)	(1.00)	(1.49)	(1.93)	(2.56)

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

主要比率

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	48.6	54.7	54.8	54.2	52.7
息税前利润率(%)	31.8	39.7	39.0	38.6	37.9
税前利润率(%)	41.7	45.9	43.4	42.4	41.3
净利率(%)	34.5	37.7	35.9	35.1	34.1
流动性					
流动比率(倍)	5.6	7.2	6.6	7.9	8.0
利息覆盖率(倍)	n.a.	46.1	617.3	1,086.8	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	5.0	6.1	5.9	6.8	7.1
估值					
市盈率(倍)	24.8	16.9	16.6	14.5	12.6
核心业务市盈率(倍)	23.8	17.0	16.6	14.5	12.6
市净率(倍)	3.1	2.7	2.5	2.2	2.0
价格/现金流(倍)	26.1	20.9	12.8	13.1	10.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	16.1	10.8	9.7	8.0	6.6
周转率					
存货周转天数	115.5	122.3	124.2	121.9	122.7
应收帐款周转天数	171.9	157.3	171.7	162.9	160.6
应付帐款周转天数	46.7	39.9	41.3	41.9	42.2
回报率					
股息支付率(%)	37.6	32.2	36.0	36.0	36.0
净资产收益率(%)	13.0	17.0	15.5	16.1	16.6
资产收益率(%)	7.5	11.2	10.9	11.6	12.3
已运用资本收益率(%)	3.0	4.0	3.7	3.8	4.0

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测