



2019-04-28

公司点评报告

买入/维持

三安光电(600703)

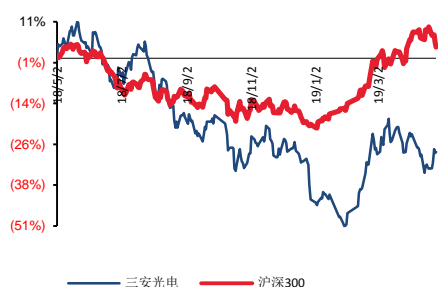
目标价:

昨收盘: 14.16

信息技术 半导体与半导体生产设备

行业低迷，公司抵御风险能力较强

■ 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)	57,750/57,750
12个月最高/最低(元)	22.23/9.73

■ 相关研究报告:

三安光电(600703)《大股东引入战略投资者，获得流动性支持》

--2019/01/23

三安光电(600703)《三季报点评：营收增速放缓，去库存进行时》

--2018/10/31

三安光电(600703)《半年报点评：盈利能力仍在、库存待消化、化合物半导体是亮点》--2018/08/24

■ 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

■ 证券分析师：刘尚

电话：021-61375790

E-MAIL: liushang@tpyzq.com

事件：发布 2018 年年报，实现营收 83.64 亿，同比下滑 0.35%；归母净利润 28.30 亿，同比下滑 10.56%；扣非后归母净利润 22.48 亿，同比下滑 15.28%；经营性现金流量净额 33.39 亿，同比增加 12.89%。

2、发布 2019 年一季报，实现营收 17.29 亿，同比下滑 11.10%；归母净利润 6.21 亿，同比下滑 35.85%；扣非后归母净利润 2.83 亿，同比下滑 55.94%。经营性现金净流量 8.05 亿，同比下滑 47.24%。

3、同时公告签署《项目投资合同》，拟在湖北省葛店经济技术开发区投资 120 亿元（具体以项目最终可研报告为准），兴办 III-V 族化合物半导体项目，主要生产经营 Mini/Micro LED 外延与芯片产品及相关应用的研发、生产、销售。

营收负增长持续，量增无法弥补价跌。根据公司年报，2018 年 LED 芯片销售量比 2017 年增加 50.75%，营收（仅考虑 LED 芯片收入）下滑约 10%，全年降幅显著，使得整体营收略有下滑，同时今年一季度延续下滑趋势。考虑到公司暂无较大幅度的新增产能释放，我们预计未来几个季度内营收很难有明显的恢复。

行业下行期仍保持盈利，抗风险能力显著优于同行。从各家芯片厂一季报情况来看，只有三安是盈利的，可见三安竞争优势和抗风险能力是其他企业无法比拟的。待行业出清后，三安的领先优势将更加无法撼动。2018Q4/2019Q1 扣非后净利润只有 1.49 亿/2.83 亿，下降明显。四季度行业价格跌幅较深，公司毛利率受损明显，从 45%~50% 的水平下滑至 36% 左右。费用率方面，四季度管理费用率+研发费用率 12.52%，环比+5.93pct，同比+2.77pct，也侵蚀了净利润。

存货向上与毛利率向下并行，预计存货消化需要更长时间。2018 年年底存货 26.80 亿，2019 年 Q1 底存货为 29.58 亿，维持累积的状态。目前存货已经是一个季度收入的 1.5 倍以上，看三安历史情况，这不是第一次出现，在 2011Q1~2012Q1 之间，公司存货一直在单季收入 1.5 倍以上，花了一年多才回归到正常水平。此次存货重新超过 1.5 倍线，我们预计同样会持续较长时间。

资产减值损失计提具备一定风险，预计对全年利润负面影响持续。2018 年计提资产减值准备及核销部分应收账款事项影响公司归母净利润 2.02 亿元（其中计提存货跌价准备 1.03 亿元），其中 2018Q4 计提 1.66 亿元，2019Q1 继续计提 0.53 亿元，均处于公司历史较高水平。考虑到行业下行期，公司应收账款与存货计提减值风险将加大，

执业资格证书编码：S1190518090005

对全年利润带来一定影响。

研发投入与 capex 仍然处于高水位，Mini&Micro 等新技术进展顺利。2018 年研发投入 8.07 亿，较上年同期数增长 51.45%，占营收比例也达到历史最高的 9.64%。Capex2018Q4/2019Q1 仍然达到 8.61 亿/14.96 亿，在行业低迷之时加大新产品研发投入与维持 Capex 支出，才能占领先机，赢得未来。在 Mini&Micro 等 LED 前沿技术方面，公司也领先业界，其中 MiniLED 已于一年前量产，MicroLED 研发顺利，同时公司新增 120 亿湖北投资，专注于 Mini&MicroLED，为行业爆发作准备。

化合物半导体业务迎来诸多进展，是三安未来希望所在。三安集成是国内首个进入实质性量产的商业化 6 英寸化合物半导体集成电路制造平台。**射频代工、电力电子、光通讯、滤波器**业务为三安集成的产业支柱。在**射频代工**领域，三安集成在国内市场已崭露头角，随着工艺及客户端产品认证的不断成熟，市场占有率逐步提升。在**电力电子**领域，已推出成熟的 650V/1200V SiC 器件工艺，并已获得包括北美客户在内的行业客户的认证及订单；GaN 器件相关工艺将于 2019 年第三季度完成所有工艺可靠性认证并推向市场。**光通讯**领域在发射及接收端，面向传统通信市场以及新兴的 5G 相关市场、数据中心及消费类市场，均已推出成套解决方案，激光器芯片垂直空腔表面发射激光器 VCSEL 已完成产品验证进入小批量出货。**滤波器**产品的研发和可靠性验证已取得了实质性进展，进入客户送样验证阶段，客户反馈初步测试产品性能已优于业界同类产品，有望在今年第二季度形成产品销售。

看好三安的长期价值。短期内三安依靠盈利能力优势扩大市占率，长期看行业回暖后利润恢复，叠加化合物半导体稀缺性与长期利润贡献，三安长期价值未变。我们预计公司 2019~2021 年营收分别达 81.01/92.03/104.68 亿元，归母净利润分别为 25.40/29.16/32.81 亿，对应 PE 分别为 22.6/19.7/17.5，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：

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	8,364.4	8,101.2	9,203.5	10,468.4
(+/-%)	-0.35%	-3.15%	13.61%	13.74%
净利润(百万元)	2830.2	2540.0	2916.4	3281.1
(+/-%)	-10.56%	-10.25%	14.82%	12.50%
摊薄每股收益(元)	0.54	0.62	0.72	0.80
市盈率(PE)	20.8	22.6	19.7	17.5

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)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	4740	4406	4894	5852	7553
应收和预付款项	2706	3148	2855	3313	3732
存货	1791	2680	2143	2482	2769
其他流动资产	2261	2902	2447	2888	3200
流动资产合计	11498	13135	12340	14535	17254
长期股权投资	116	124	124	124	124
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	8219	8912	8613	8053	7394
在建工程	2377	2733	3005	3305	3596
无形资产开发支出	2313	3430	3704	4139	4480
长期待摊费用	0	0			
其他非流动资产	13739	17654	17855	18045	18014
资产总计	25237	30789	30195	32581	35268
短期借款	0	2900	0	0	0
应付和预收款项	885	1094	1070	1208	1361
长期借款	652	302	302	302	302
其他负债	3927	5244	5918	6110	6233
负债合计	5464	9540	7290	7620	7896
股本	4078	4078	4078	4078	4078
资本公积	7078	7079	7079	7079	7079
留存收益	8609	10420	12076	14131	16544
归母公司股东权益	19769	21249	22905	24961	27373
少数股东权益	3	0	0	0	0
股东权益合计	19772	21249	22905	24960	27373
负债和股东权益	25237	30789	30195	32581	35268

现金流量表(百万)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营性现金流	2561	3339	4657	3217	3881
投资性现金流	-2252	-4926	-1188	-1357	-1301
融资性现金流	-1614	993	-2981	-902	-879
现金增加额	-17	19	0	0	0

利润表(百万)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	8394	8364	8101	9204	10468
营业成本	4298	4625	4904	5486	6191
营业税金及附加	118	105	105	118	135
销售费用	98	113	105	121	137
管理费用	523	645	585	680	768
财务费用	72	56	74	41	52
资产减值损失	23	202	0	0	0
投资收益	114	9	44	32	36
公允价值变动	0	0	0	0	0
营业利润	3856	3241	2372	2790	3223
其他非经营损益	-1	7	600	600	600
利润总额	3854	3248	2972	3390	3823
所得税	690	418	432	474	542
净利润	3164	2830	2540	2916	3281
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母股东净利润	3164	2830	2540	2916	3281

预测指标					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
毛利率	48.79%	44.71%	39.46%	40.39%	40.86%
销售净利率	37.70%	33.84%	31.35%	31.69%	31.34%
销售收入增长率	33.82%	-0.35%	-3.15%	13.61%	13.74%
EBIT 增长率	56.44%	-15.87%	-7.80%	12.65%	12.93%
净利润增长率	46.04%	-10.56%	-10.25%	14.82%	12.50%
ROE	16.01%	13.32%	11.09%	11.68%	11.99%
ROA	12.54%	9.19%	8.41%	8.95%	9.30%
ROIC	20.33%	14.30%	14.15%	15.14%	16.46%
EPS(X)	0.78	0.69	0.62	0.72	0.80
PE(X)	32.55	16.39	22.64	19.72	17.53
PB(X)	5.24	2.17	2.51	2.30	2.10
PS(X)	12.34	5.51	7.10	6.25	5.49
EV/EBITDA(X)	19.25	9.44	11.37	9.98	8.65

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
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
华东销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com

华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@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。