

年报预告符合预期，LED有望触底反弹

投资要点

- **事件：**三安光电发布2019年年报业绩预告，预计2019年实现归母净利润12.74-15.57亿元，同比下滑45-55%；实现扣非净利润亿元6.7-9亿元，同比下滑60-70%。
- **LED有望触底反弹。**2019年是LED芯片调整的一年，前三季度因为供过于求，芯片价格大幅下跌，这导致三安光电收入毛利率齐下滑，经营业绩下滑。到四季度价格开始趋于稳定。同时，公司集成电路业务前三季度实现销售规模较小，从第四季度才开始上量，减亏幅度有限，集成电路业务全年继续亏损。LED行业经历了两年的下行周期，LED芯片价格已经跌到不少厂商的现金成本线，三安光电前期定增扩产也吹响了行业筑底的号角，同时在接下来的周期复苏阶段，三安光电有望最先受益。
- **LED芯片行业集中度提升，Mini/Micro LED技术成为竞争优势。**一方面，LED芯片产能向中国大陆转移的趋势已明显；另一方面大陆LED芯片行业由于价格持续下跌面临洗牌格局，行业集中度提升。Mini/Micro LED技术成为竞争优势，各厂商纷纷布局。三安光电积极布局的MINI LED等中高端产品，有望打开市场新需求。近期mini LED利好不断，CES展上mini LED大放异彩，不少终端厂商计划于2020年推出mini LED背光或显示产品；三星the wall销量超预期，2020年有望成为mini LED爆发元年。从供求关系上看，全球能做出mini LED芯片的企业屈指可数，三安光电具备高端技术实力，将极大受益于mini LED需求爆发。
- **三安集成：布局化合物半导体产业，四业务板块协同发展。**公司不断布局化合物半导体，加大投入成立新项目以适应未来5G环境下增长的射频器件的需求。同时不断的贸易冲突使得国家对于半导体国产化越来越重视，公司有望获得射频前端器件自给率提高带来的红利。三安光电是化合物半导体国产替代龙头标的，在射频芯片、光通讯和电力电子各个方向进展良好。公司四季度开始已经实现批量出货，2020年集成电路业务有望实现爆发式增长。
- **盈利预测与投资建议。**预计2019-2021年归母净利润分别为14.4亿元、24.3亿元、30.8亿元，对应PE为56/33/26倍，给予公司2020年40倍PE，对应目标价24元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**LED芯片价格下降，mini LED需求不及预期。

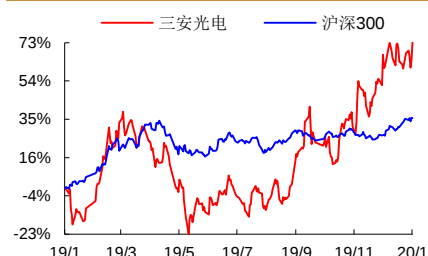
指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	8364.37	7028.15	10672.73	13236.51
增长率	-0.35%	-15.98%	51.86%	24.02%
归属母公司净利润（百万元）	2830.16	1441.19	2432.35	3076.16
增长率	-10.56%	-49.08%	68.77%	26.47%
每股收益EPS（元）	0.69	0.35	0.60	0.75
净资产收益率ROE	13.32%	6.36%	9.54%	10.63%
PE	29	56	33	26
PB	3.81	3.57	3.17	2.79

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：仇文妍
 执业证号：S1250519010003
 电话：021-68415409
 邮箱：cwz@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)	8.97-19.84
总市值(亿元)	809.16
总资产(亿元)	290.53
每股净资产(元)	5.30

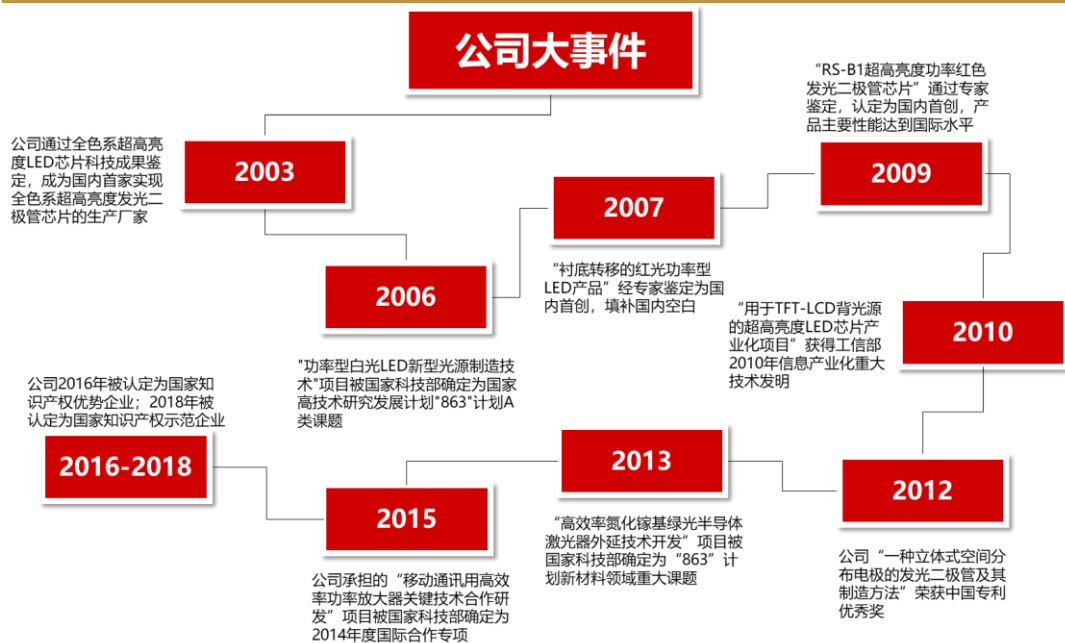
相关研究

1. 三安光电（600703）：LED业绩短期承压，射频业务前景广阔（2019-04-29）

1 LED 行业龙头，积极发展发展集成电路

公司主要从事Ⅲ-V族化合物半导体材料的研发与应用，着重于砷化镓、氮化镓、碳化硅、磷化铟、氮化铝、蓝宝石等半导体新材料所涉及外延、芯片为核心主业。销售模式以直销为主，产品主要应用于照明、显示、背光、农业、医疗、微波射频、激光通讯、功率器件、光通讯、感应传感等领域。公司业务可分为LED、射频、电力电子、滤波器与光通讯五大板块。

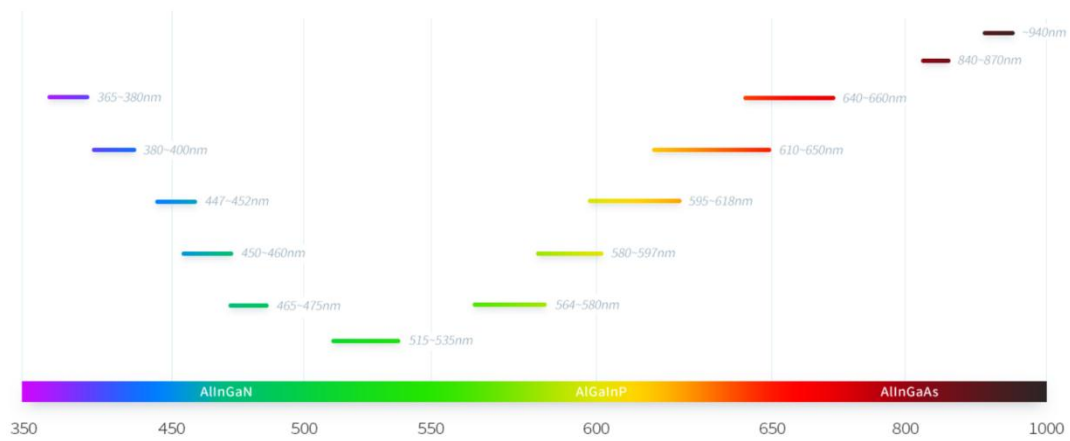
图 1：三安光电公司大事件



数据来源：公司官网，西南证券整理

LED 板块是三安光电长期发展的主业，2018 年公司主营业务中 LED 行业收入占比为 80.5%。LED 业务收入主要包含了 LED 芯片和 LED 汽车灯业务。公司能够提供全波长范围的 LED 芯片，产品可覆盖全部可见光和不可见光谱，性能稳定，品质优异。产品应用领域包括监控、照明、显示、TV、手机、计算机等。

图 2：三安光电 LED 产品覆盖



数据来源：公司官网，西南证券整理

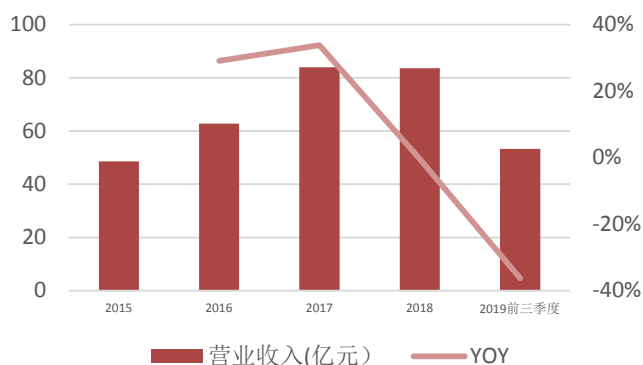
公司同时积极布局化合物半导体业务。从市场前景看，未来汽车雷达、光纤通讯、定位和通讯等领域应用增长可期，而这些领域的高速高频器件也将主要由化合物半导体满足，砷化镓半导体器件身处移动通讯、无线网络升级和物联网发展趋势之中，需求不断爆发，市场空间将持续增长。电力电子主要涉及碳化硅和氮化镓半导体材料的应用。公司 4 吋与 6 吋碳化硅衬底材料性能良好，生产的电力电子芯片，其良率、电特性、封装体各方面已达到国际一流水平，已经实现销售，并与国内大客户展开量产工作的协商，为后续市场开拓做好铺垫。光通讯领域公司具备研发和生产光通讯用光电探测器芯片的能力。滤波器板块公司购置的设备正在逐步到厂，预计今年产线全面组建完成投产。

表 1：三安集成电路技术服务

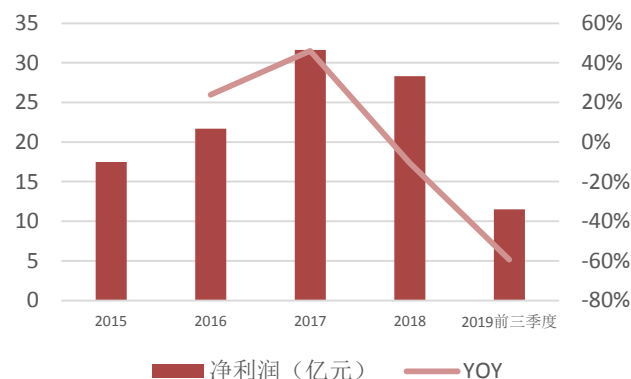
板块		目前进展
微波射频		在微波射频领域，当前已推出具有国际竞争力的 GaAs HBT、PHEMT 等面向射频应用的先进制程工艺，已建成专业化、规模化的 4 吋、6 吋化合物晶圆制造产线
电力电子		在电力电子领域，现已推出高可靠性，高功率密度的 SiC 功率二极管及硅基氮化镓功率器件
光通讯		在光通讯领域，已具备生产 DFB、VCSEL、PD、APD 等数通产品的能力，并面向 3D sensing, 红外 LiDAR 等消费应用领域开发出高功率可见波段，红外波段 VCSEL，及端面发光激光器(EEL) 等应用产品。

数据来源：厦门市三安集成电路有限公司官网，西南证券整理

2019 年受各种不确定性因素的影响，LED 照明市场整体较弱，同时行业竞争加剧，整体价格下降幅度较大，行业经营状况偏弱。2019 年实现归母净利润 12.74-15.57 亿元，同比下滑 45-55%；实现扣非净利润亿元 6.7-9 亿元，同比下滑 60-70%。2019 年是 LED 芯片调整的一年，前三季度因为供过于求，芯片价格大幅下跌，这导致三安光电收入毛利率齐下滑，经营业绩下滑。到四季度价格开始趋于稳定。同时，公司集成电路业务前三季度实现销售规模较小，从第四季度才开始上量，减亏幅度有限，集成电路业务全年继续亏损。LED 行业经历了两年的下行周期，LED 芯片价格已经跌到不少厂商的现金成本线，三安光电前期定增扩产也吹响了行业筑底的号角，同时在接下来的周期复苏阶段，三安光电有望最先受益。

图 3：公司营业收入及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：公司净利润及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司现拥有 MOCVD 设备产能规模居国内首位，围绕的外延芯片产业链和辅助系统配套比较齐全，规模优势明显，市场议价能力强，产品成本相对较低，加上不断开发新的量产技术和工艺和拥有的广泛客户基础，在产量、产能利用率、产品单位成本上拥有的优势更加明显。

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：LED 下游需求好转，未来 3 年 LED 芯片出货量复合增速 30%；

假设 2：公司化合物半导体相关产品产能稳步提升，19 年增长 30%，2020、2021 年产能增长加速，到 2021 年实现产能翻倍。

表 2：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
芯片、LED 产品	收入	6733.0	5723.0	8584.5	10730.7
	增速		-15.00%	50.00%	25.00%
	毛利率	37.1%	25.00%	30.00%	30.00%
其他业务	收入	1631.4	1305.1	2088.2	2505.8
	增速		-20.00%	60.00%	20.00%
	毛利率	76.2%	55.00%	55.00%	55.00%
合计	收入	8364.4	7028.1	10672.7	13236.5
	增速		-16.0%	51.9%	24.0%
	毛利率	44.7%	30.6%	34.9%	34.7%

数据来源：Wind，西南证券

2.2 相对估值

考虑到公司的主营产品为 LED 芯片，我们选取了与三安光电业务相近的三家公司：澳洋顺昌、兆驰股份和光莆股份，2020 年这三家公司的平均 PE 为 26 倍。考虑到三安光电是 LED 芯片龙头企业，且深度布局 mini LED 和化合物半导体等方向，未来市场空间广阔，近期进展良好，给予公司 2020 年 40 倍 PE，对应目标价 24 元，维持“买入”评级。

表 3：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）		
			18A	19E	20E	18A	19E	20E
002245	澳洋顺昌	4.36	0.23	0.14	0.24	17	32	18
002429	兆驰股份	3.60	0.10	0.16	0.19	36	23	19
300632	光莆股份	25.53	0.79	1.04	1.49	32	23	25
平均值						28	26	21

数据来源：Wind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	8364.37	7028.15	10672.73	13236.51	净利润	2830.04	1443.38	2434.54	3078.35
营业成本	4624.81	4879.58	6948.87	8639.10	折旧与摊销	1480.24	1036.56	1036.56	1036.56
营业税金及附加	104.50	94.81	141.38	91.33	财务费用	55.69	0.52	10.39	5.59
销售费用	113.38	82.40	128.52	161.61	资产减值损失	202.27	30.00	30.00	30.00
管理费用	501.08	453.83	673.35	831.52	经营营运资本变动	-1203.77	529.78	-2938.24	-2072.52
财务费用	55.69	0.52	10.39	5.59	其他	-25.00	-109.69	-117.20	-23.60
资产减值损失	202.27	30.00	30.00	30.00	经营活动现金流净额	3339.47	2930.55	456.05	2054.39
投资收益	8.97	30.00	30.00	30.00	资本支出	-1669.38	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.48	0.24	0.28	0.30	其他	-3257.03	30.24	30.28	30.30
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-4926.41	30.24	30.28	30.30
营业利润	3240.76	1517.26	2770.50	3507.65	短期借款	2900.00	-2900.00	0.00	0.00
其他非经营损益	6.94	171.78	59.79	78.91	长期借款	-350.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	3247.70	1689.04	2830.29	3586.55	股权融资	1.84	286.09	0.00	0.00
所得税	417.66	245.65	395.75	508.20	支付股利	-1019.61	-566.03	-288.24	-486.47
净利润	2830.04	1443.38	2434.54	3078.35	其他	-539.25	24.54	669.04	839.26
少数股东损益	-0.11	2.19	2.19	2.19	筹资活动现金流净额	992.99	-3155.40	380.80	352.79
归属母公司股东净利润	2830.16	1441.19	2432.35	3076.16	现金流量净额	-575.05	-194.60	867.13	2437.47
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	4405.93	4211.32	5078.46	7515.93	成长能力				
应收和预付款项	5813.25	4893.18	7423.11	9196.55	销售收入增长率	-0.35%	-15.98%	51.86%	24.02%
存货	2679.60	2882.64	4186.99	5169.22	营业利润增长率	-15.94%	-53.18%	82.60%	26.61%
其他流动资产	236.68	206.93	288.06	345.13	净利润增长率	-10.56%	-49.00%	68.67%	26.44%
长期股权投资	124.33	124.33	124.33	124.33	EBITDA 增长率	-7.83%	-46.53%	49.45%	19.18%
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	11644.87	10987.60	10330.33	9673.05	毛利率	44.71%	30.57%	34.89%	34.73%
无形资产和开发支出	3441.40	3084.38	2727.36	2370.35	三费率	8.01%	7.64%	7.61%	7.55%
其他非流动资产	2443.26	2421.00	2398.73	2376.46	净利率	33.83%	20.54%	22.81%	23.26%
资产总计	30789.33	28811.38	32557.37	36771.02	ROE	13.32%	6.36%	9.54%	10.63%
短期借款	2900.00	0.00	0.00	0.00	ROA	9.19%	5.01%	7.48%	8.37%
应付和预收款项	2175.33	1904.09	2785.40	3530.51	ROIC	16.50%	7.23%	13.08%	15.00%
长期借款	302.00	302.00	302.00	302.00	EBITDA/销售收入	57.11%	36.34%	35.77%	34.37%
其他负债	4163.12	3909.91	3948.85	3980.66	营运能力				
负债合计	9540.45	6116.00	7036.25	7813.18	总资产周转率	0.30	0.24	0.35	0.38
股本	4078.42	4078.42	4078.42	4078.42	固定资产周转率	0.98	0.82	1.35	1.82
资本公积	7079.37	7365.46	7365.46	7365.46	应收账款周转率	3.43	3.09	4.11	3.77
留存收益	10419.51	11294.68	13438.79	16028.48	存货周转率	2.02	1.70	1.95	1.84
归属母公司股东权益	21248.88	22693.19	25516.74	28951.28	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	81.62%	—	—	—
少数股东权益	0.00	2.19	4.38	6.57	资本结构				
股东权益合计	21248.88	22695.38	25521.12	28957.85	资产负债率	30.99%	21.23%	21.61%	21.25%
负债和股东权益合计	30789.33	28811.38	32557.37	36771.02	带息债务/总负债	33.56%	4.94%	4.29%	3.87%
					流动比率	2.42	6.11	5.82	6.02
					速动比率	1.93	4.67	4.39	4.62
					股利支付率	36.03%	39.28%	11.85%	15.81%
					每股指标				
					每股收益	0.69	0.35	0.60	0.75
					每股净资产	5.21	5.56	6.26	7.10
					每股经营现金	0.82	0.72	0.11	0.50
					每股股利	0.25	0.14	0.07	0.12
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	4776.69	2554.33	3817.46	4549.80					
PE	28.59	56.14	33.26	26.30					
PB	3.81	3.57	3.17	2.79					
PS	9.67	11.51	7.58	6.11					
EV/EBITDA	16.27	29.26	19.35	15.70					
股息率	1.26%	0.70%	0.36%	0.60%					

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
持有：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-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%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。

本报告及附录版权为西南证券所有，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”，且不得对本报告及附录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及附录的，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：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

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
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@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	yyi@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn