

三安光电 (600703)

LED 景气持续，龙头深度受益

增持 (维持)

2017 年 03 月 03 日

市场数据

报告日期	2017-03-03
收盘价(元)	14.85
总股本(百万股)	4078.42
流通股本(百万股)	4078.42
总市值(百万元)	60564.61
流通市值(百万元)	60564.61
净资产(百万元)	16761.36
总资产(百万元)	23000
每股净资产	4.11

主要财务指标

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	4858	6434	7876	10268
同比增长	6.1%	32.4%	22.4%	30.4%
净利润(百万元)	1695	2180	2824	3510
同比增长	15.9%	28.6%	29.6%	24.3%
毛利率	46.1%	42.7%	44.6%	42.6%
净利率	34.9%	33.9%	35.9%	34.2%
净资产收益率(%)	10.6%	12.5%	13.9%	14.8%
每股收益(元)	0.42	0.53	0.69	0.86
每股经营现金流(元)	0.59	0.17	0.79	0.48

相关报告

《三安光电(600703): Q3 业绩低于预期,但主业盈利好转——2016Q3 点评》2016-10-27

《三安光电(600703): LED 主业稳定成长,化合物半导体进展顺利》2016-04-19

《三安光电(600703)公告点评:产业基金继续支持,砷化镓继续看好》2015-12-15

分析师:

刘亮

liuliang@xyzq.com.cn

S0190510110014

研究助理:

廖伟吉

投资要点

- **LED 供给吃紧，芯片价格仍有上升空间：**国际大厂减产且小厂产能退出，LED 供需持续转好，芯片迎来涨价潮。我们预计 2017 年 LED 芯片有效产能约 8328 万片，需求约 9235 万片，考虑到国内大厂商扩产需要一定的时间，预计 LED 行业供不应求的状态将在今年继续保持，后续 LED 芯片仍有一定涨价空间。公司于去年 9 月和今年 1 月进行了两次价格调整，但没有对产品进行全面提价，预计三安产品价格还将上调。
- **产能持续提升，对标国际一线厂商，且积极布局新业务：**为了追赶国际大厂，扩大市场份额，三安近两年来产能维持在 20%-30% 的扩充，2016 年增加设备 80 台，今年预计新增 100 台，产能提升可期。此外，公司积极布局新业务，如汽车电子和可见光新应用领域，并积极拓展光通讯领域，引入 3D 扫描业务。公司之前布局的化合物半导体业务客户认证仍需要一段时间，营业收入有望在明年放量。
- **LED 行业回暖，三安技术持续突破，成本优势显现，维持“增持”评级：**去年下半年以来行业供需情况好转，三安本身技术持续突破，优势远超越国内厂商，相比主要竞争对手晶电有绝对成本优势，三安已由过去低价抢市场的角色，转为以新技术开发为导向之公司。我们判断 LED 涨价周期仍将持续，三安今年业绩持续受益芯片提价因素，未来仍持续投入化合物半导体之开发，提供中长期增长动力。给予公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.53、0.69 和 0.86 元，对应 PE 为 28、21 和 17 倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**LED 价格下跌风险、化合物半导体进展不顺利

报告正文

研究观点

- **LED 供给吃紧，芯片价格上涨成趋势：**LED 快速发展，技术要求随之提高，导致国内一些技术难以突破的中小型企业陆续退出。同时国际大厂产品生产成本难以压缩，在之前的价格大战中失去竞争优势，也陆续退出大陆市场的角逐，LED 芯片的供给端吃紧。相比于供给端的迅速收缩，小间距 LED 和汽车照明市场兴起，照明工程方面有良好的发展机遇，LED 芯片需求端稳定增长，供大于求的状态在去年中被翻转，LED 供不应求的状况明显。

国内芯片厂商纷纷上调 LED 价格，去年 5 月晶电上调部分产品价格 15% 左右，9 月三安将小间距产品价格上调 10%，今年 1 月又对部分产品价格上调 8%。三安虽进行了两次价格调整，但没有对产品进行全面提价，我们预计这次 1 月份价格上调绝不是芯片涨价潮的尾声。我们预计 2017 年 LED 芯片有效产能约 8328 万片，需求约 9235 万片，考虑到国内大厂商扩产需要一定的时间，预计 LED 行业供不应求的状态将在今年继续保持，后续 LED 芯片仍有一定涨价空间。

- **行业影响力增强，公司于芯片定价具话语权：**三安通过前期扩产迅速提升了其市场份额，而台湾晶电在 2015 年至 2016 年累计减产 25% 又进一步出让了部分 LED 芯片市场，这就使得三安在 LED 芯片供给方面占有巨大优势，对价格的调整也由相当大的话语权。总体来说，三安的单位芯片价格较国内其他芯片厂商高出 10%，与晶电价格相当，于全球主要市场中仍享有定价话语权。
- **产能持续扩充，对标国际一线厂家：**几年来 LED 产业已经由最初注重价格竞争到目前的产品质量为重的发展格局，而公司目前是国内唯一一家全色系公司，着重高端产品的技术研发和产品扩展，高端产品占比可达到 20%-30%，部分产品的亮度已经优于国际一线厂家。公司着眼于长期发展，立志成为 LED 芯片的全球龙头，对标国际一线公司日亚、OSRAM 和 CREE 等。

目前公司营收中，照明占比达到 50%-60%，其次是 LED 背光占比约 30%，小间距 LED 占据 10%-20%。所有产品中，可见光占据大部分，不可见光的比重不足 10%。为了追赶国际大厂，扩大市场份额，三安近两年来产能维持在 20%-30% 的扩充，2016 年增加设备 80 台，今年预计新增 100 台，产能提升可期。

- **终端应用亮点多，积极布局汽车照明：**尽管国家大力推进 LED 照明替代白炽灯，但是目前 LED 照明的渗透率仍不到 40%，提升空间巨大，未来需求可观。而小间距市场的发展势头非常强劲，仅去年其成长达到了 50%-100%，预计今年依旧有较大的需求。公司不可见光的应用开始突破，产品主要是有光通

讯、红外波长、紫外光，虽然目前市场不大，但是这一部分的毛利率很高，预期也将成为公司未来盈利的有力支点。在此基础上，公司着重布局汽车照明产业。公司有少量供给汽车大灯产品，有望挤入国际一线品牌。

- **LED 行业回暖，三安技术持续突破，成本优势显现，维持“增持”评级：**去年下半年以来行业供需情况好转，三安本身技术持续突破，优势远超越国内厂商，相比主要国际竞争对手有绝对成本优势，三安已由过去低价抢市场的角色，转为以新技术开发为导向之公司。我们判断 LED 涨价周期仍将持续，三安今年业绩持续受益芯片提价因素，未来仍持续投入化合物半导体之开发，提供中长期增长动力。给予公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.53、0.69 和 0.86 元，对应 PE 为 28、21 和 17 倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**LED 价格下跌风险、化合物半导体进展不顺利

附表

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	9440	10836	14108	17309
货币资金	5218	3526	5283	5823
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	1370	1904	2331	3038
其他应收款	35	119	524	316
存货	1209	1633	1975	2639
非流动资产	11340	10696	10507	10231
可供出售金融资产	190	428	428	428
长期股权投资	79	109	109	109
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	5511	6250	6551	6562
在建工程	2915	1809	1205	783
油气资产	0	0	0	0
无形资产	1424	1579	1702	1836
资产总计	20780	21532	24615	27540
流动负债	1958	1991	2174	2520
短期借款	501	501	501	501
应付票据	55	67	86	111
应付账款	619	737	873	1179
其他	783	685	714	728
非流动负债	2843	1952	1957	939
长期借款	1200	452	-295	-1043
其他	1644	1500	2252	1982
负债合计	4801	3943	4131	3459
股本	2549	4078	4078	4078
资本公积	8629	7100	7100	7100
未分配利润	4444	5900	8600	11956
少数股东权益	60	128	198	285
股东权益合计	15979	17589	20484	24081
负债及权益合计	20780	21532	24615	27540

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	1695	2180	2824	3510
折旧和摊销	810	763	900	1008
资产减值准备	10	21	44	-1
无形资产摊销	103	96	98	97
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	-10	51	-2	-66
投资损失	-3	-3	-2	-4
少数股东损益	53	68	70	87
营运资金的变动	-2247	3525	1374	2314
经营活动产生现金流量	3739	694	3222	1948
投资活动产生现金流量	-2651	-951	-719	-727
融资活动产生现金流量	1478	-1435	-745	-682
现金净变动	2566	-1692	1757	540
现金的期初余额	3481	5218	3526	5283
现金的期末余额	6047	3526	5283	5823

利润表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	4858	6434	7876	10268
营业成本	2617	3687	4367	5896
营业税金及附加	45	20	24	32
销售费用	43	45	55	72
管理费用	401	502	614	770
财务费用	-10	51	-2	-66
资产减值损失	260	10	12	11
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	3	3	2	4
营业利润	1505	2123	2807	3557
营业外收入	598	600	700	800
营业外支出	2	2	3	2
利润总额	2100	2721	3504	4355
所得税	353	474	610	758
净利润	1748	2248	2894	3597
少数股东损益	53	68	70	87
归属母公司净利润	1695	2180	2824	3510
EPS (元)	0.42	0.53	0.69	0.86

主要财务比率

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
成长性				
营业收入增长率	6.1%	32.4%	22.4%	30.4%
营业利润增长率	12.9%	41.1%	32.2%	26.7%
净利润增长率	15.9%	28.6%	29.6%	24.3%
盈利能力				
毛利率	46.1%	42.7%	44.6%	42.6%
净利率	34.9%	33.9%	35.9%	34.2%
ROE	10.6%	12.5%	13.9%	14.8%

偿债能力

资产负债率	23.1%	18.3%	16.8%	12.6%
流动比率	4.82	5.44	6.49	6.87
速动比率	4.20	4.62	5.57	5.81

营运能力

资产周转率	0.26	0.30	0.34	0.39
应收帐款周转率	3.78	3.88	3.67	3.77

每股资料(元)

每股收益	0.42	0.53	0.69	0.86
每股经营现金	0.59	0.17	0.79	0.48
每股净资产	3.90	4.28	4.97	5.83

估值比率(倍)

PE	35.55	27.64	21.33	17.16
PB	3.78	3.45	2.97	2.53

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%;
减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人			邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn
上海地区销售经理					
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn	冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn
			杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
			王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
			胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn
姚丹丹	021-38565451	yaodandan@xyzq.com.cn	罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 （200135）传真：021-38565955					
北京地区销售经理					
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn	朱圣诞	010-66290197	zhushd@xyzq.com.cn
			刘晓洲	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyang@xyzq.com.cn
			吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
			王文凯	010-66290197	wangwenkai@xyzq.com.cn
地址：北京西城区锦什坊街 35 号北楼 601-605 （100033） 传真：010-66290220					
深圳地区销售经理					
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
朱元戡	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn
李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址：福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 （518035） 传真：0755-23826017					
国际机构销售经理					
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
马青岚	021-38565909	maql@xyzq.com.cn	曾雅琪	021-38565451	zengyaqi@xyzq.com.cn
申胜雄	021-20370768	shensx@xyzq.com.cn	陈俊凯	021-38565472	chenjunkai@xyzq.com.cn
俞晓琦	021-38565498	yuxiaoqi@xyzq.com.cn			
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 （200135）传真：021-38565955					
私募及企业客户负责人			刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn
私募销售经理					
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 （200135）传真：021-38565955					

港股机构销售服务团队

机构销售负责人			丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
王文洲	18665987511	petter.wang@xyzq.com.hk	郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk
陈振光	13818288830	chenzg@xyzq.com.hk	周国	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk
孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk			

地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852) 3509-5900

【信息披露】

兴业证券股份有限公司(“本公司”) 在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求, 并以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因, 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收到任何形式的补偿。

【法律声明】

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通, 需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准, 本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使本公司违反当地的法律或法规或可致使本公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民, 包括但不限于美国及美国公民(1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司网站以外的资料, 本公司未有参阅有关网站, 也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的, 纯粹为了收件人的方便及参考, 连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下, 兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此, 投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户, 应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示, 否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权, 本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。