

三安光电 (600703) /

营收有所恢复，存货维持稳定，乐观展望明年

评级：增持(维持)

市场价格：

分析师：刘翔

执业证书编号：S0740519090001

Email: liuxiang@r.qlzq.com.cn

分析师：刘尚

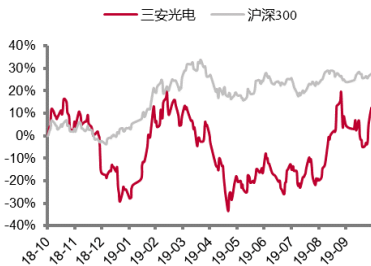
执业证书编号：S0740519090006

Email: liushang@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)
流通股本(百万股)
市价(元)
市值(百万元)
流通市值(百万元)

股价与行业-市场走势对比



相关报告

1 大股东股权质押风险下降，公司经营有望逐步好转

公司盈利预测及估值

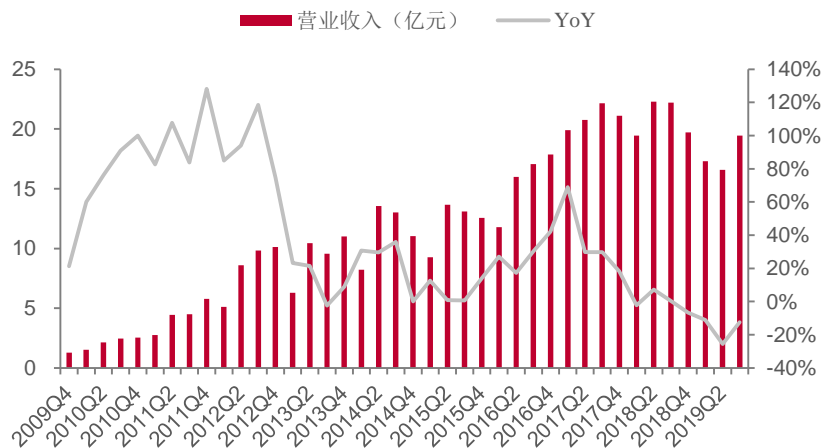
指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	8,394	8,364	7,230.55	8,837.28	10,430.97
增长率 yoy%	33.82	-0.35	-13.56	22.22	18.03
归母净利润(百万元)	3164	2830	1498	1987	2569
增长率 yoy%	46.04	-10.56	-47.06	32.61	29.28
每股收益(元)	0.78	0.69	0.37	0.49	0.63
每股现金流量	0.73	0.82	0.78	0.20	0.41
净资产收益率	16.01%	13.32%	6.57%	7.73%	8.87%
P/E	32.73	16.30	41.32	31.16	24.10
PEG	0.71	—	—	0.96	0.82
P/B	5.24	2.17	2.72	2.50	2.27

备注：

投资要点

- **事件：**2019年前三季度，公司实现营收53.32亿元，同比下降16.60%；归母净利润11.52亿元，同比-55.57%。其中第三季度实现营收19.45亿元，同比-12.39%，归母净利润2.69亿，同比-63.63%；扣非后归母2.08亿，同比-68.68%。现金流方面，前三季度经营性现金净流量为24.67亿元，同比-16.53%。存货方面，三季度末公司存货为32.68亿元，半年度末为32.38亿元，相比略增0.3亿元。
- **营收有所恢复，预计未来两到三个季度内回归正增长。**Q3单季营收19.45亿，环比Q2增加17.24%，同比降幅收窄到-12.39%。从历史情况来看，公司还未出现过连续四个季度的负增长；从三季度情况来看，营收恢复主要来自量的增加。量的增加是景气恢复的第一步，在LED芯片价格基本稳定的背景下，我们认为公司营收恢复之势将持续，未来两到三个季度营收进入正增长。

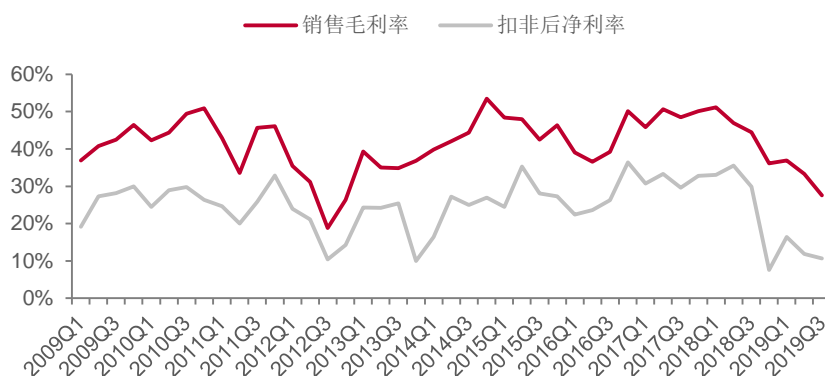
图1：三安光电营收降幅有收窄之势



资料来源：三安光电财报，中泰证券研究所

- **毛利率继续探底，净利率基本稳定，费用率有所改善。**Q3毛利率为27.56%，环比-5.76%，同比-16.90%。毛利率的大幅下降主要来自产品价格的下滑，按照我们测算，目前毛利率费用率方面，Q3期间费用率均有所下滑，需要注意的是研发费用率今年一直保持较高的水平，前三季度研发费用1.21亿，同比增加38.79%，主要系新增研发人员薪酬支出等。

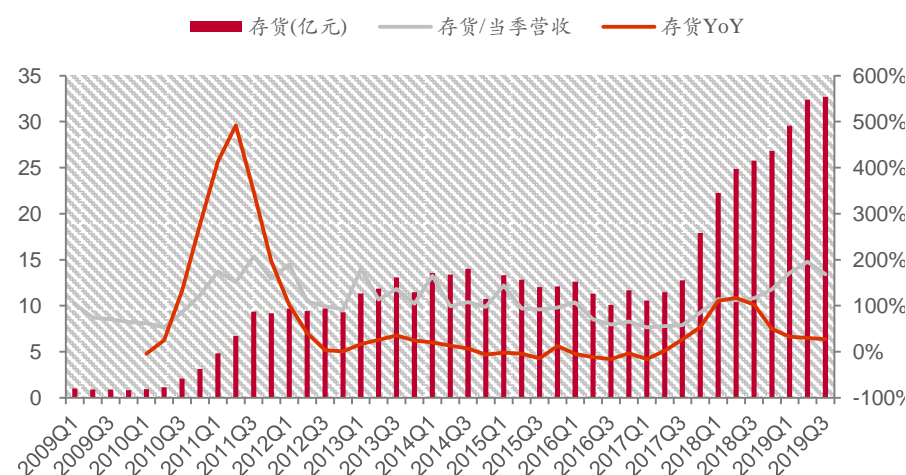
图2：毛利率继续下探，净利率基本稳定



资料来源：三安光电财报，中泰证券研究所

- **存货微增，周转天数有所下降。**三季度末公司存货为 32.68 亿元，环比微增，但是同比增幅放缓至 26.78%，存货与 Q3 当季营收比值也下降至 168.02%，存货周转天数由上半年 243 天降为 223 天，说明存货问题正在好转当中。今年公司以降库存为经营目标之一，随着库存增速放缓转跌与营收增速恢复，预计存货周转天数将继续下降。

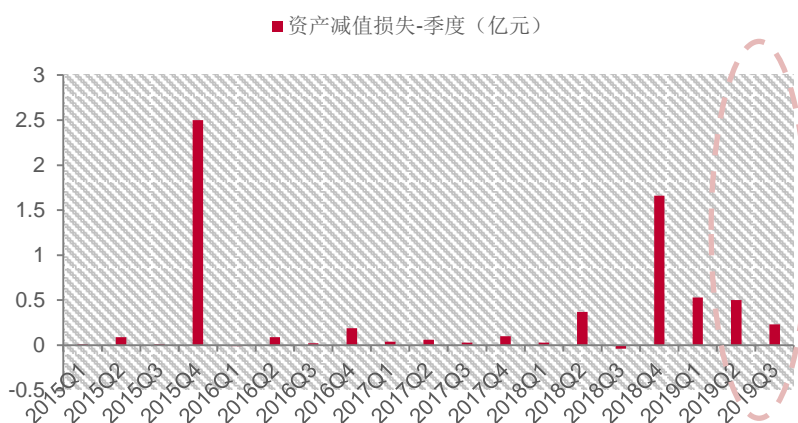
图 3：存货增加速度有所放缓



资料来源：三安光电财报，中泰证券研究所

- **资产减值损失继续计提，关注存货跌价风险。**前三季度资产减值损失 1.26 亿，去年同期仅为 341 万，主要系本期存货跌价准备计提增加所致。其中 Q3 计提 2306 万，预计 Q4 仍有较大存货跌价准备计提可能性，对全年业绩造成负面影响。

图 4：存货减值有较大风险



资料来源：三安光电财报，中泰证券研究所

- **现金流保持健康，应收账款控制较好。**公司前三季度经营性现金净流量 24.67 亿，Q3 单季经营性现金净流量为 7.91 亿，均远高于净利润，说明公司经营质量较高，经营风险可控。在行业低谷期，公司通过其产业链地位仍然保持了较好的现金流，这也是竞争力的体现。Q3 在营收环比增长 17.24% 的情况下，应收账款仅增长 2.16%。

图 5：现金流保持健康



资料来源：三安光电财报，中泰证券研究所

- **维持“增持”评级。**我们认为随着供给端持续出清，未来两到三个季度，LED 芯片供需格局有望看到明显恢复，同时公司主业有望重回正增长轨道。展望明年，MiniLED 芯片带来较大营收与利润增量，化合物半导体进展顺利，我们预计公司未来三年归母净利润为 14.98 亿/19.87 亿/25.69 亿，对应 PE 为 44.16/34.60/27.49，维持为“增持”评级。
- **风险提示事件：**LED 存货减值风险；MiniLED 芯片销售不及预期；化合物业务开拓不及预期。

财务报表预测

利润表 (百万元)

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	8364	7231	8837	10431
营业成本	4625	4729	5677	6444
毛利	3740	2501	3161	3986
%营业收入	45%	35%	36%	38%
税金及附加	105	94	113	134
%营业收入	1%	1%	1%	1%
销售费用	113	93	116	136
%营业收入	1%	1%	1%	1%
管理费用	501	403	504	591
%营业收入	6%	6%	6%	6%
研发费用	144	120	148	174
%营业收入	2%	2%	2%	2%
财务费用	56	38	-31	-41
%营业收入	1%	1%	0%	0%
资产减值损失	202	0	0	0
信用减值损失	0	0	0	0
其他收益	612	0	0	0
投资收益	9	0	0	0
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
资产处置收益	1	0	0	0
营业利润	3241	1753	2310	2992
%营业收入	39%	24%	26%	29%
营业外收支	7	0	0	0
利润总额	3248	1753	2310	2992
%营业收入	39%	24%	26%	29%
所得税费用	418	255	323	424
净利润	2830	1498	1987	2568
归属于母公司的净利润	2830	1498	1987	2569
少数股东损益	0	0	0	0
EPS (元/股)	0.69	0.37	0.49	0.63

现金流量表 (百万元)

	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流净额	3339	3199	824	1679
投资	0	0	0	0
资本性支出	-186	-186	-329	-282
其他	-4740	0	0	0
投资活动现金流净额	-4926	-186	-329	-282
债权融资	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
银行贷款增加(减少)	2499	-2900	0	0
筹资成本	-1108	-83	-18	-18
其他	-399	-19	0	0
筹资活动现金流净额	993	-3003	-18	-18
现金净流量	-594	10	476	1379

资料来源: Wind, 中泰证券研究所

资产负债表 (百万元)

	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	4406	4416	4893	6272
交易性金融资产	50	50	50	50
应收账款及应收票据	5099	3612	4523	5296
存货	2680	2067	2568	2883
预付账款	666	570	729	810
其他流动资产	234	227	238	249
流动资产合计	13135	10943	13002	15561
可供出售金融资产	0	0	0	0
持有至到期投资	0	0	0	0
长期股权投资	124	124	124	124
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	8912	8912	8912	8912
无形资产	2960	2960	2960	2960
商誉	12	12	12	12
递延所得税资产	207	207	207	207
其他非流动资产	5438	5625	5954	6236
资产总计	30789	28783	31171	34012
短期借款	2900	0	0	0
应付票据及应付账款	1767	1248	1545	1736
预收账款	127	79	109	124
应付职工薪酬	119	97	126	140
应交税费	162	179	203	246
其他流动负债	345	332	353	364
流动负债合计	5420	1935	2337	2609
长期借款	302	302	302	302
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	0	0	0	0
其他非流动负债	3818	3818	3818	3818
负债合计	9540	6055	6457	6729
归属于母公司的所有者权益	21249	22728	24715	27283
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	21249	22728	24715	27283
负债及股东权益	30789	28783	31171	34012

基本指标

	2018	2019E	2020E	2021E
EPS	0.69	0.37	0.49	0.63
BVPS	5.21	5.57	6.06	6.69
PE	16.30	41.32	31.16	24.10
PEG	—	—	0.96	0.82
PB	2.17	2.72	2.50	2.27
EV/EBITDA	10.37	32.40	25.27	19.04
ROE	13%	7%	8%	9%

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。