

证券研究报告—动态报告

信息技术

IT 硬件与设备

三安光电(600703)

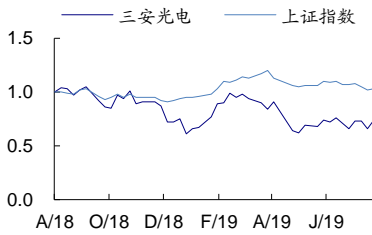
增持

2019 年中报点评

(维持评级)

2019 年 08 月 22 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	4,078/4,078
总市值/流通(百万元)	49,308/49,308
上证综指/深圳成指	2,880/9,329
12 个月最高/最低(元)	16.99/8.97

相关研究报告:

- 《三安光电-600703-2018 年 3 季度: 芯片价格承压, 业绩低于预期》——2018-10-31
- 《三安光电-600703-2018 年半年报点评: 价格压力导致收入增速承压, 化合物半导体及汽车照明发展较快》——2018-08-23
- 《国信证券-三安光电-600703-动态点评: 大股东完成增持彰显坚定信心》——2018-08-02
- 《三安光电-600703-1 季报点评: 净利润同比增长 40%, 扣非净利润增长 5%, 静待二季度迎旺季》——2018-04-26
- 《三安光电-600703-2017 年年报点评: 引领“芯”潮流, 持续高增长》——2018-04-20

证券分析师: 欧阳仕华

电话: 0755-81981821  
E-MAIL: ouyangsh1@guosen.com.cn  
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980517080002  
证券分析师: 唐泓翼  
电话: 021-60875135  
E-MAIL: tanghy@guosen.com.cn  
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980516080001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

行业持续低迷, 去库存压力较大

● 19H1 营收下降 19%, 归母净利润下降 52%, 低于市场预期

19H1 公司营收 33.88 亿元, 同比下降 19%, 归母净利润 8.83 亿元, 同比下降 52%, 毛利率 35.17%, 下滑 13.71pct, 净利率 26.07%, 净利率下滑 18.33pct。由于宏观环境及国际贸易形势影响, LED 行业整体需求下行, 公司盈利下滑。

19Q2 营收 16.59 亿, 同比下滑 26%; 净利润 2.62 亿, 同比下滑 70%; 毛利率 33.33%, 下降 13.60pct; 净利率 15.79%, 下降 23.91pct。Q2 由于终端产品价格持续下降, 影响盈利能力下滑较多。

● 财务指标显现压力, 存货周转天数进一步上升

公司净利率下滑较多, 主要因素系产品价格下滑导致毛利率下降较多, 同时公司研发费用资本化率小幅下降为 75%(18 年为 82%), 折旧费用同比增加 22%, 资产减值同比增加 93%(存货计提减值比例从年初 5.52%提升至 6.72%), 因此公司各项费用率均有所提升, 导致净利率下滑。

公司半年报存货 32.38 亿元, 相比 Q1 增加 2.8 亿元。存货周转天数在 243 天, 为近 10 年最高, 短期内去库存压力仍在。

● 汽车 LED 有所下滑, 化合物半导体获得重要客户认证

19H1 三安集成营收 0.48 亿元, 同比下降 28%, 公司取得国内重要客户的合格供应商认证, 未来期待与国内龙头客户全面合作。公司射频业务 HBT、pHEMT 代工工艺线已小批量供货, 电力电子、光通讯、滤波器业务均稳步推进。芜湖安瑞光电主要推进汽车 LED 业务板块, 19H1 营收同比-20%, 净利润同比-70%, 主要系今年汽车市场销量整体下滑, 导致汽车 LED 盈利能力下滑。

● 公司行业地位稳固, 长期竞争力较强, 维持“增持”评级

短期行业价格下降导致盈利能力下降。考虑到短期行业价格压力, 预计公司 2019-2021 年 17.72/18.98/21.59 亿元, 对应 PE 28/26/23 倍。公司在 LED 芯片领域龙头地位稳固, 整体竞争实力较优, 继续维持“增持”评级。

● 风险提示

LED 行业需求持续不及预期, 行业去库存周期拉长导致公司盈利能力下降。

盈利预测和财务指标

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	8,364	7,110	7,465	8,212
(+/-%)	-0.3%	-15.0%	5.0%	10.0%
净利润(百万元)	2830	1772	1898	2159
(+/-%)	-10.6%	-37.4%	7.1%	13.8%
摊薄每股收益(元)	0.69	0.43	0.47	0.53
EBIT Margin	36.1%	25.2%	25.7%	26.8%
净资产收益率(ROE)	13.3%	7.9%	7.9%	8.5%
市盈率(PE)	27.0	27.8	26.0	22.8
EV/EBITDA	17.5	19.7	17.9	16.1
市净率(PB)	4.30	2.19	2.06	1.94

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

**公司过去 5 年主要财务数据情况**

由于行业景气度下行，公司营收及净利润呈现下滑。

**表 1：公司过去 5 年主要财务数据情况**

	2019-06-30	2018-12-31	2017-12-31	2016-12-31	2015-12-31	2014-12-31
报告期	中报	年报	年报	年报	年报	年报
数据来源	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表
利润表摘要						
营业总收入	33.88	83.64	83.94	62.73	48.58	45.80
同比(%)	-18.82	-0.35	33.82	29.11	6.08	22.71
营业总成本	27.90	57.46	51.32	41.68	33.56	31.96
营业利润	10.23	32.41	38.56	21.13	15.05	13.33
同比(%)	-50.18	-15.98	82.50	40.36	12.94	65.13
利润总额	10.23	32.48	38.54	26.17	21.00	18.29
同比(%)	-50.20	-15.74	47.30	24.58	14.87	44.67
净利润	8.83	28.30	31.64	21.67	17.48	15.10
归属母公司股东的净利润	8.83	28.30	31.64	21.67	16.95	14.62
同比(%)	-52.34	-10.56	46.04	27.86	15.88	41.15
非经常性损益	4.02	5.82	5.11	4.27	2.75	3.38
扣非后归属母公司股东的净利润	4.81	22.48	26.53	17.40	14.20	11.24
同比(%)	-66.51	-15.28	52.49	22.55	26.29	48.09
研发支出	0.80	8.07	5.33	4.43	3.35	3.67
EBIT		32.86	38.17	19.98	17.35	14.40
EBITDA		47.66	50.71	30.47	25.45	22.23
现金流量表摘要						
销售商品提供劳务收到的现金	35.67	68.27	59.50	48.70	40.89	36.06
经营活动现金净流量	16.76	33.39	25.61	20.56	23.91	6.65
购建固定无形长期资产支付的现金	22.12	52.96	33.63	14.12	28.04	20.48
投资支付的现金		1.56	7.30	8.80		0.00
投资活动现金净流量	-7.87	-49.26	-22.52	-17.14	-24.89	-14.57
吸收投资收到的现金			0.03		35.91	33.24
取得借款收到的现金		29.24	0.02	19.54	9.44	27.82
筹资活动现金净流量	-15.43	9.93	-16.14	4.62	18.20	34.72
现金净增加额	-6.54	-5.75	-13.22	8.11	17.28	26.80
期末现金余额	34.53	41.07	46.82	60.04	51.92	34.64
折旧与摊销	8.44	14.80	12.55	10.50	8.10	7.84
关键比率						
ROE(摊薄)(%)	4.14	13.32	16.01	12.43	10.65	12.92
ROE(加权)(%)	4.07	13.43	17.13	12.95	14.21	13.88
扣非后 ROE(摊薄)(%)	2.25	10.58	13.42	9.98	8.92	9.93
ROA(%)	2.89	10.10	12.96	9.77	9.25	9.95
ROIC(%)	3.85	12.69	15.98	11.57	10.79	12.47
销售毛利率(%)	35.17	44.71	48.79	41.65	46.14	45.05
销售净利率(%)	26.07	33.83	37.70	34.54	35.97	32.98
EBIT Margin	32.19	39.55	46.11	41.15	43.70	42.56
EBITDA Margin(%)	57.09	57.24	61.06	57.88	60.37	59.67
资产负债率(%)	29.71	30.99	21.65	26.04	23.10	32.66
资产周转率(倍)	0.11	0.30	0.34	0.28	0.26	0.30
销售商品和劳务收到现金/营业收入(%)	105.30	81.62	70.89	77.65	84.17	78.75

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

按季度财务显现，公司营收及净利润均呈现下滑态势。

表 2：按季度财务显现

	2019-06-30	2019-03-31	2018-12-31	2018-09-30	2018-06-30	2018-03-31
报告类型	第二季度	第一季度	第四季度	第三季度	第二季度	第一季度
报表类型	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表
利润表摘要						
营业总收入	16.59	17.29	19.71	22.20	22.28	19.45
增长率	-25.56	-11.10	-6.64	0.19	7.30	-2.26
营业总成本	14.04	13.86	17.47	14.36	13.92	11.70
营业利润	3.30	6.93	3.18	8.71	9.39	11.14
增长率	-64.89	-37.78	-64.77	-18.40	-8.70	29.57
利润总额	3.29	6.94	3.22	8.71	9.43	11.12
净利润	2.62	6.21	2.37	7.41	8.85	9.68
增长率	-70.39	-35.85	-69.93	-14.15	7.39	40.13
归属母公司股东的净利润	2.62	6.21	2.37	7.41	8.85	9.68
增长率	-70.39	-35.85	-69.93	-14.14	7.38	40.14
扣非后归属母公司股东的净利润	1.97	2.83	1.49	6.64	7.92	6.43
增长率	-75.10	-55.94	-78.49	1.02	14.43	5.18
EPS	0.06	0.15	0.06	0.18	0.22	0.24
现金流量表摘要						
销售商品提供劳务收到的现金	18.48	17.20	17.14	16.33	18.55	16.26
经营活动现金净流量	8.70	8.05	3.84	10.97	9.13	9.45
购建固定无形长期资产支付的现金	7.16	14.96	8.61	21.17	12.32	10.86
投资支付的现金			0.50	0.00	0.00	1.06
投资活动现金净流量	0.84	-8.71	-8.66	-29.19	-9.00	-2.41
吸收投资收到的现金						
取得借款收到的现金			11.20	17.80	0.24	
筹资活动现金净流量	-11.21	-4.22	5.58	17.91	-11.48	-2.08
现金流量净额	-1.64	-4.90	0.75	-0.16	-11.06	4.73
关键比率						
ROE(%)	1.21	2.88	1.11	3.53	4.28	4.78
扣非后 ROE(%)	0.91	1.31	0.70	3.16	3.83	3.18
ROA(%)	0.85	2.00	0.78	2.62	3.29	3.72
销售毛利率(%)	33.32	36.94	36.15	44.46	46.92	51.13
销售净利率(%)	15.79	35.93	12.00	33.36	39.70	49.78

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表 3：可比公司一致性预测 PE

证券代码	证券简称	预测 PE 2019	预测 PE2020
603679.SH	华体科技*	28.57	19.41
300102.SZ	乾照光电*	24.09	23.71
300241.SZ	瑞丰光电*	21.91	14.90
603515.SH	欧普照明*	20.91	17.47
300303.SZ	聚飞光电*	20.69	15.85
300632.SZ	光箭股份*	20.41	15.00
002587.SZ	奥拓电子*	18.19	14.04
002745.SZ	木林森*	15.16	12.66
600703.SH	三安光电*	14.97	11.88
603303.SH	得邦照明*	14.92	12.91
300232.SZ	洲明科技*	14.62	11.38
002449.SZ	国星光电*	12.50	10.10
300296.SZ	利亚德*	10.96	8.81
300389.SZ	艾比森*	10.68	8.44
600261.SH	阳光照明*	9.57	9.88
300219.SZ	鸿利智汇*	8.78	7.04

资料来源：标\*为 wind 一直预期，国信证券经济研究所整理

**表 4: 公司过去资产负债率情况**

	2019-06-30	2018-12-31	2017-12-31	2016-12-31	2015-12-31	2014-12-31
报告期	中报	年报	年报	年报	年报	年报
数据来源	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表
利润表摘要						
资产负债表摘要						
流动资产	116.26	131.35	114.98	116.44	94.40	91.24
固定资产	89.77	89.12	82.19	64.34	55.11	46.81
长期股权投资	1.24	1.24	1.16	0.93	0.79	0.79
资产总计	303.37	307.89	252.37	235.73	207.80	170.17
同比(%)	12.82	22.00	7.06	13.44	22.11	27.50
流动负债	57.45	54.20	15.98	20.97	19.58	22.47
非流动负债	32.68	41.20	38.66	40.40	28.43	33.10
负债合计	90.13	95.40	54.64	61.37	48.01	55.57
同比(%)	43.57	74.60	-10.97	27.84	-13.61	-12.39
股东权益	213.23	212.49	197.72	174.36	159.79	114.60
归属母公司股东的权益	213.23	212.49	197.69	174.36	159.19	113.19
同比(%)	3.47	7.49	13.38	9.53	40.63	62.46
资本公积金	70.79	70.79	70.78	70.78	86.29	54.13
盈余公积金	6.51	6.51	5.03	3.73	2.87	2.20
未分配利润	98.40	97.68	81.06	58.88	44.44	32.95
关键比率						
资产负债率(%)	29.71	30.99	21.65	26.04	23.10	32.66
资产周转率(倍)	0.11	0.30	0.34	0.28	0.26	0.30
销售商品和劳务收到现金/营业收入(%)	105.30	81.62	70.89	77.65	84.17	78.75

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	4406	5298	6241	7223	营业收入	8364	7110	7465	8212
应收款项	5147	4998	5248	5773	营业成本	4625	4372	4591	4968
存货净额	2680	2634	2671	2907	营业税金及附加	105	93	69	76
其他流动资产	852	615	645	710	销售费用	113	159	167	184
<b>流动资产合计</b>	<b>13135</b>	<b>13595</b>	<b>14856</b>	<b>16664</b>	管理费用	501	693	722	782
固定资产	11646	11430	11367	10997	财务费用	56	114	93	76
无形资产及其他	2960	2843	2726	2608	投资收益	9	1	1	1
投资性房地产	2923	2923	2923	2923	资产减值及公允价值变动	(202)	(23)	(23)	(23)
长期股权投资	124	124	124	124	其他收入	469	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>30789</b>	<b>30916</b>	<b>31996</b>	<b>33317</b>	营业利润	3241	1656	1802	2105
短期借款及交易性金融负债	3158	2684	2255	1984	营业外净收支	7	400	400	400
应付款项	1767	1188	1205	1311	<b>利润总额</b>	<b>3248</b>	<b>2056</b>	<b>2202</b>	<b>2505</b>
其他流动负债	495	530	541	590	所得税费用	418	284	304	346
<b>流动负债合计</b>	<b>5420</b>	<b>4402</b>	<b>4000</b>	<b>3885</b>	少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)
长期借款及应付债券	302	302	302	302	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2830</b>	<b>1772</b>	<b>1898</b>	<b>2159</b>
其他长期负债	3818	3818	3818	3818					
<b>长期负债合计</b>	<b>4120</b>	<b>4120</b>	<b>4120</b>	<b>4120</b>					
<b>负债合计</b>	<b>9540</b>	<b>8522</b>	<b>8121</b>	<b>8005</b>					
少数股东权益	0	(0)	(0)	(0)					
股东权益	21249	22518	23877	25422					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>30789</b>	<b>31040</b>	<b>31997</b>	<b>33428</b>					

现金流量表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	2830	1772	1898	2159
资产减值准备	179	49	(1)	(3)
折旧摊销	1439	1138	1284	1359
公允价值变动损失	202	23	23	23
财务费用	56	114	93	76
营运资本变动	(2182)	(63)	(292)	(673)
其它	(180)	(49)	1	3
<b>经营活动现金流</b>	<b>2289</b>	<b>2870</b>	<b>2913</b>	<b>2867</b>
资本开支	(2251)	(1001)	(1001)	(1001)
其它投资现金流	(50)	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(2310)</b>	<b>(1001)</b>	<b>(1001)</b>	<b>(1001)</b>
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	(350)	0	0	0
支付股利、利息	(1108)	(503)	(539)	(613)
其它融资现金流	2602	(474)	(429)	(271)
<b>融资活动现金流</b>	<b>(313)</b>	<b>(977)</b>	<b>(969)</b>	<b>(884)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>(334)</b>	<b>892</b>	<b>943</b>	<b>982</b>
货币资金的期初余额	4740	4406	5298	6241
货币资金的期末余额	4406	5298	6241	7223
企业自由现金流	(362)	1618	1643	1583
权益自由现金流	1890	1046	1133	1247

关键财务与估值指标				
	2018	2019E	2020E	2021E
每股收益	0.69	0.43	0.47	0.53
每股红利	0.27	0.12	0.13	0.15
每股净资产	5.21	5.52	5.85	6.23
ROIC	12%	7%	7%	9%
ROE	13%	8%	8%	8%
毛利率	45%	39%	39%	40%
EBIT Margin	36%	25%	26%	27%
EBITDA Margin	53%	41%	43%	43%
收入增长	0%	-15%	5%	10%
净利润增长率	-11%	-37%	7%	14%
资产负债率	31%	27%	25%	24%
息率	2.2%	1.0%	1.1%	1.2%
P/E	27	27.8	26.0	22.8
P/B	4.3	2.2	2.1	1.9
EV/EBITDA	17.5	19.7	17.9	16.1

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032