

需求有所回暖

--三安光电 (600703) 2011 年报点评



爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO.,LTD.

事件：2011 年公司实现营业收入17.47 亿元，同比上升102.56%。毛利率由去年同期的47.39%下降到42.31%；实现归属于上市公司股东的净利润9.36亿元，同比增加123.29%。

投资要点：

1、业绩高速增长

公司自重组上市以来规模扩张迅速，在国内的LED芯片领域公司规模优势显现，具有较强的抗风险能力，从单季度看营业收入和营业利润增速持续高速增长，净利润受政府补贴时段影响波动较大。公司近年来政府补贴占净利润比重较大。2010、2011年非经常损益占比分别为42.91%、50.66%，近几年这种情况将持续。但占比应该下降。

虽然政府补贴是公司的重要组成部分，但是公司营业收入和营业利润的快速增长是我们不能忽视的。公司近几年来的大举扩张，在经历此轮行业调整后，规模优势将更加明显，未来增长看好。

2、毛利率下降明显

由于行业的过度投资，产能大幅扩张，同时受经济发展的不确定影响。公司主要产品的价格下降明显，虽然成本也有大幅下降但是公司芯片产品毛利率还是大幅下降。行业毛利率下降有利于行业的整合，具有规模优势、技术优势的企业，将显现出竞争优势。同时产品价格的下降，有利于LED照明的普及。有利于行业的发展。随着未来LED通用照明的启动公司的产品需求将加大，产能利用率提升。公司芯片毛利将有所回升。但从长期看芯片毛利下降是大趋势。盈利更多的体现在收入规模的增长。

公司LED应用产品收入规模大幅增加规模优势显现，毛利也大幅增长。随着LED照明应用的增长，公司相关产品增长趋势应能延续。而聚光太阳能产品目前属于初期，盈利需要等待。

3、需求有所回暖

目前LED上下游芯片与封装受面板订单增加，产能利用率已回升超过7成。LED背光渗透率的提升带动了背光LED芯片的需求，同时LED照明的需求也在增加。总体看需求回暖公司产能应能渐渐得到释放。

4、投资建议

综合前面分析，我们预计公司12、13年EPS分别为0.74、0.83元。比较行业以及相关上市公司估值情况，我们认为对应12年20倍PE左右区间较为合理。合理目标价为14.86元。给予推荐评级。

财务和估值数据摘要

单位:百万元	2010A	2011A	2012E	2013E
营业收入	862.61	1747.31	3372.31	4552.62
归属母公司股东净利润	419.26	936.17	1073.26	1199.93
每股收益(EPS)	0.290	0.648	0.743	0.831
市盈率(P/E)	42.60	19.08	16.64	14.89

三安光电 600703

2012-2-23

评级 推荐

目标价格 14.86

当前价格 12.37

基础数据

总市值(百万) 17862.45

总股本/流通股本 (百万) 1444.01/1205.11

流通市值 (百万) 14907.17

每股净资产 3.92

净资产收益率 17.83%

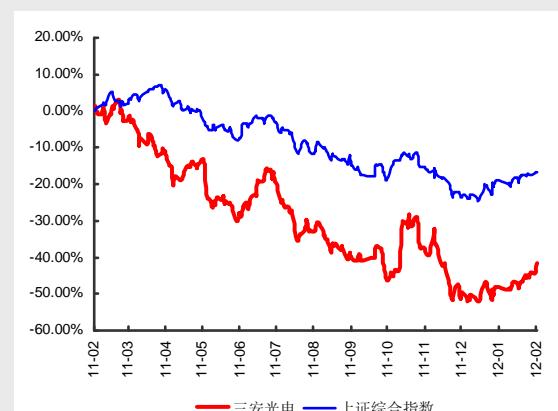
交易数据

52 周内股价区间 10.05/50.89

11 年市盈率 19.08

市净率 3.16

一年期走势图



联系人：

行业研究员：朱志勇

证书编号 S0820209120022

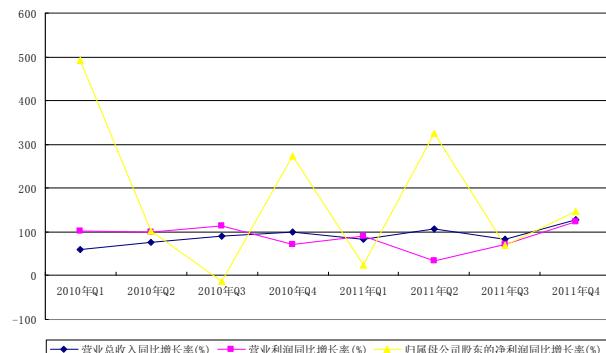
电话 021-32229888-25509

E-mail zhuzhiyong@ajzq.com

相关报告

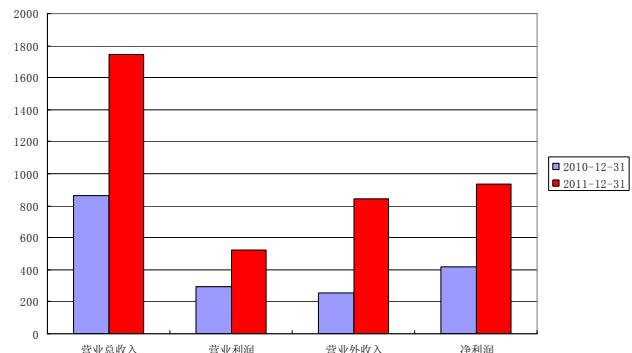
公司研究

图 1 2010 年以来公司单季度收入利润增速情况



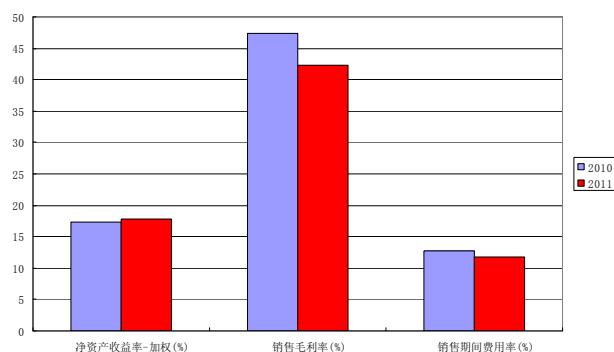
数据来源: WIND 爱建证券研究发展总部

图 2 2010, 2011 年公司收入情况 (单位: 百万元)



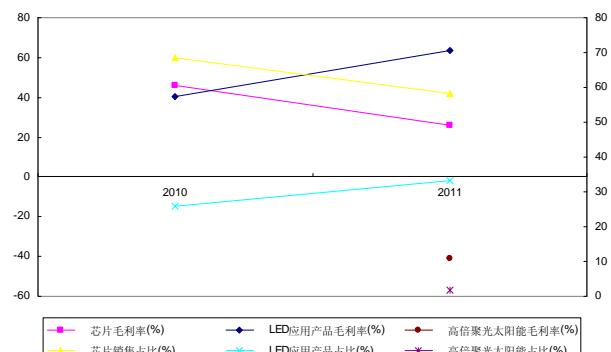
数据来源: WIND 爱建证券研究发展总部

图 3 2010、2011 年盈利能力情况



数据来源: WIND 爱建证券研究发展总部

图 4 公司分产品销售占比和毛利率情况



数据来源: WIND 爱建证券研究发展总部

图 5 我国和全球淘汰白炽灯时间表

大陆发展和改革委员会建议淘汰白炽灯之政策

时间	内容
2012年10月	禁止进口、贩卖100瓦以上之白炽灯
2014年10月	禁止进口、贩卖60瓦以上之白炽灯
2015年10月~2016年9月底	中期评估，调整后续政策
2016年10月	禁止进口、贩卖15瓦以上之白炽灯

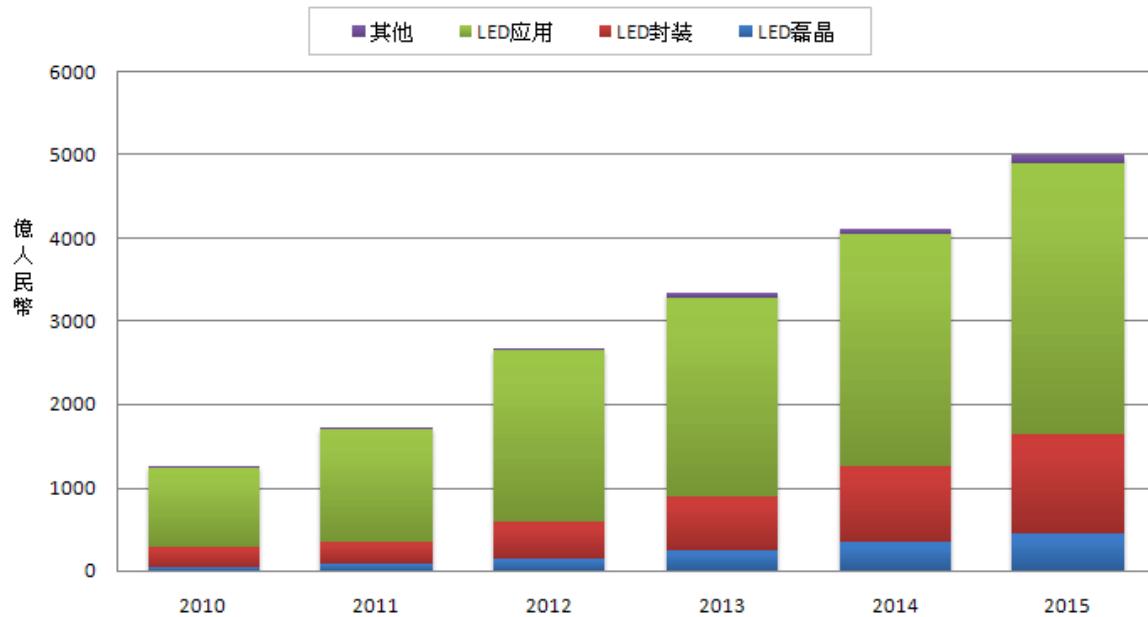
各国禁用白炽灯时间表

年度	国家	内容
2008	泰国	2008~2030年，提供低价荧光灯3千万颗给消费者
	葡萄牙	增加进口白炽灯税赋0.5欧元
	瑞士	禁止贩卖发光效率差的F、G类灯泡
2009	澳洲	2008~2009年逐步禁止进口与贩卖白炽灯
	爱尔兰	2009年禁止贩卖低效率白炽灯
2010	菲律宾	执行白炽灯禁令
	巴西	2010年1月起淘汰白炽灯
2011	英国	淘汰白炽灯
	古巴	2011年3月底启动「古巴灯泡方案」，全国有280万节能灯
2012	台湾	禁止使用白炽灯
	日本	禁止使用白炽灯
	加拿大	禁止贩卖白炽灯
	美国	2012~2014年逐步禁止使用白炽灯
	印度	2012年前计划以节能灯替换4亿颗白炽灯
2013	韩国	禁止使用白炽灯
2014	马来西亚	1月起禁止白炽灯生产、进口及贩卖

数据来源：嘉实资讯

图 6 十二五规划 LED 蚕丝预测

2010~2015年十二五规划LED产值预估

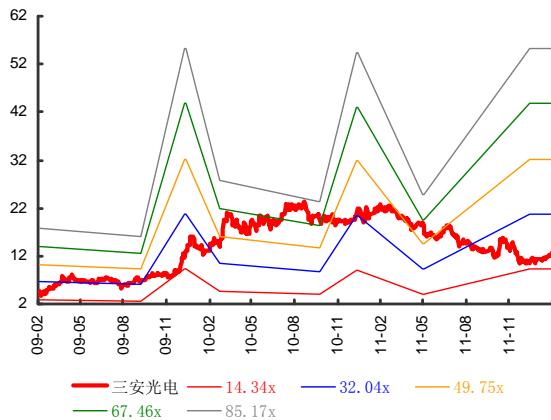


整理时间：2011年12月

数据来源：嘉实资讯

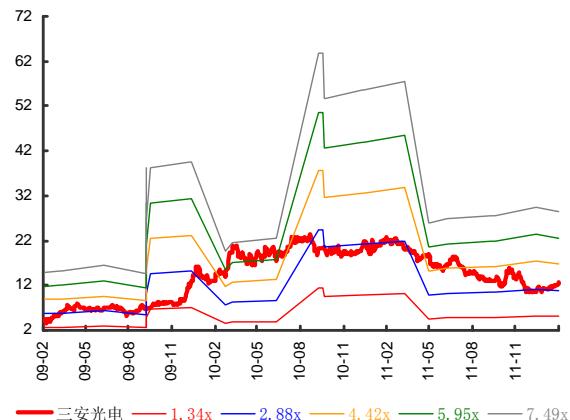
公司研究

图 7 PE BAND



数据来源: WIND

图 8 PB BAND



数据来源: WIND

报表预测

利润表

	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E
营业收入	470.29	862.61	1747.31	3372.31	4552.62
减: 营业成本	272.71	453.84	1008.08	1854.77	2640.52
营业税金及附加	4.83	5.18	4.85	9.36	12.63
营业费用	4.26	6.08	11.55	22.29	30.09
管理费用	25.42	76.56	171.54	331.07	446.94
财务费用	13.94	27.04	21.76	34.45	10.82
资产减值损失	0.19	1.29	9.86	0.00	0.00
加: 投资收益	-0.06	-1.45	2.23	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	148.89	291.19	521.91	1120.37	1411.61
加: 其他非经营损益	55.79	253.73	844.60	500.00	400.00
利润总额	204.68	544.92	1366.51	1620.37	1811.61
减: 所得税	24.53	114.32	306.46	405.09	452.90
净利润	180.15	430.60	1060.05	1215.28	1358.71
减: 少数股东损益	0.00	11.33	123.88	142.02	158.78
归属母公司股东净利润	180.15	419.26	936.17	1073.26	1199.93

资产负债表

	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E
货币资金	1001.82	1950.94	1692.94	3339.10	3159.21
应收和预付款项	197.64	373.27	1292.43	1185.23	2234.76
存货	82.41	310.20	917.80	958.68	1712.75
其他流动资产	2.50	2.15	5.02	5.02	5.02
长期股权投资	9.94	58.13	106.91	106.91	106.91
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	623.23	2926.40	4814.21	4579.78	4345.35
无形资产和开发支出	118.52	420.50	794.26	781.67	769.07
其他非流动资产	6.05	10.43	6.20	3.10	0.00

请务必阅读正文之后的重要声明

公司研究

	2042.12	6052.02	9629.76	10959.49	12333.06
短期借款	20.00	0.00	268.70	0.00	0.00
应付和预收款项	77.06	197.52	294.18	677.32	692.18
长期借款	476.00	396.67	1457.08	1457.08	1457.08
其他负债	8.00	547.37	1702.77	1702.77	1702.77
负债合计	581.06	1141.56	3722.72	3837.16	3852.03
股本	277.68	656.37	1444.01	1444.01	1444.01
资本公积	1159.72	3760.63	2972.99	2972.99	2972.99
留存收益	23.66	442.93	1247.83	2321.09	3521.02
归属母公司股东权益	1461.06	4859.93	5664.83	6738.09	7938.02
少数股东权益	0.00	50.53	242.22	384.24	543.02
股东权益合计	1461.06	4910.46	5907.05	7122.33	8481.04
负债和股东权益合计	2042.12	6052.02	9629.76	10959.49	12333.06
	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E
现金流量表					
经营性现金净流量	255.56	306.73	865.30	1574.32	-469.07
投资性现金净流量	-325.07	-2295.11	-2671.59	375.00	300.00
筹资性现金净流量	980.82	2879.15	1362.37	-303.15	-10.82
现金流量净额	911.31	890.76	-445.77	1646.17	-179.89

数据来源: WIND 爱建证券研究发展总部

分析师承诺：

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级说明

报告发布日后的6个月内,公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

● 公司评级

强烈推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅15%以上

推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅5%~15%

中性: 预期未来6个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内

回避: 预期未来6个月内, 个股相对大盘跌幅5%以上

● 行业评级

强于大市: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅5%以上

同步大市: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间

弱于大市: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘跌幅5%以上

重要声明

爱建证券有限责任公司具有证券投资咨询资格, 本报告的产生基于爱建证券有限责任公司(以下简称“爱建证券”)及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 爱建证券及其研究人员对上述信息的准确性和完整性不作任何保证。对由于该等问题产生的一切责任, 爱建证券不作任何担保。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, 在不作事先通知的情况下, 可能会随时调整。本报告中的观点、结论和建议仅供参考, 并不构成所述证券的买卖出价或征价, 爱建证券不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在法律允许的情况下, 我公司及其所属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, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为“爱建证券有限责任公司”所有, 未经书面许可, 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。经过书面授权的引用、刊发, 需注明出处为“爱建证券有限责任公司”, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。