

三安光电 (600703.SH) 元件行业

评级：买入 维持评级

业绩点评

市价（人民币）：11.51元

产能释放带动业绩快速增长

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	690.77
总市值(百万元)	16,620.60
年内股价最高最低(元)	19.26/10.25
沪深300指数	2901.22
上证指数	2612.19



相关报告

- 1.《LED布局未来，CPV迎接曙光》，2012.2.21

公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.639	0.648	0.702	0.909	1.163
每股净资产(元)	7.40	3.92	4.59	5.44	6.60
每股经营性现金流(元)	0.46	0.60	0.50	1.20	0.93
市盈率(倍)	71.80	16.86	16.40	12.66	9.90
行业优化市盈率(倍)	60.49	50.89	50.89	50.89	50.89
净利润增长率(%)	132.73%	123.29%	8.27%	29.50%	27.96%
净资产收益率(%)	8.63%	16.53%	15.28%	16.71%	17.61%
总股本(百万股)	656.37	1,444.01	1,444.01	1,444.01	1,444.01

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司公告一季报：2012年一季度实现营业收入5.10亿元，同比增长85%；实现净利润1.97亿元，同比增长19.41%；扣除非经常性损益的净利润约为0.89亿元，同比增长约36%；

经营分析

- **产能逐步释放带动收入快速增长：**公司增发募投的芜湖107台MOCVD设备以大约10台/月的速度逐步投产，目前已有70台设备正式投产，预计剩余的37台设备也将于今年上半年正式投产，我们预计所有设备投产后公司LED芯片的产能将比2011年的平均产能提升一倍以上，带动公司业绩快速增长；
- **毛利率下滑源于产品结构调整，下滑幅度符合预期：**公司一季度综合毛利率较2011年下滑6.9%个百分点至35.4%，我们认为毛利率下滑的主要原因是随着公司芯片产能扩大导致高毛利的路灯产品占比下降，另外子公司日芯光伏投产初期处于亏损阶段，一定程度上也影响了综合毛利率水平，剔除产品结构变化的影响，我们预计公司芯片产品的毛利率水平维持在27%~28%的水平，而随着新设备投产带动成本的下降，我们预计公司芯片业务的毛利率有望维持；
- **下游需求转暖推动公司库存状况改善：**二月份以来LED下游需求逐步回暖使得公司库存情况逐步好转，一季度公司存货9.71亿元，较2011年末小幅上涨5,200万元，考虑到子公司日芯光伏100MW聚光光伏的投产带来的存货增加，我们预计公司LED业务的存货实际有所下降；
- **聚光产品正式投产将成为未来业绩的增长点：**子公司日芯光伏100MW聚光光伏已正式投产，目前已签订的合同约为60MW，金额约为7亿左右，我们认为虽然2012年聚光产品尚不能贡献利润，但是随着产能规模扩大和成本的下降，聚光产品将成为公司未来新的利润增长点；

投资建议

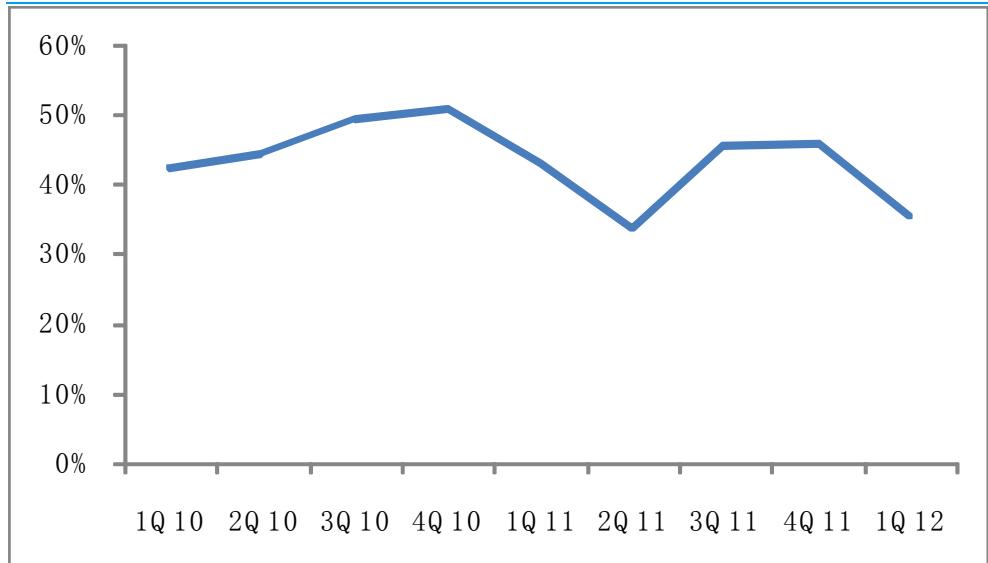
- 我们预测公司2012年和2013年分别实现净利润10.1亿、13.1亿，同比增长8.3%和29.5%，折合EPS为0.70元和0.91元，当前股价对应的估值为16倍和13倍，维持“买入”评级；

张帅 分析师 SAC 执业编号：S1130511030009
(8621)61038279
zhangshuai@gjzq.com.cn

宋佳 联系人
(8621)60753905
songjia@gjzq.com.cn

- 公司一季度综合毛利率 35.4%，较 2011 年全年下滑 6.9 个百分点，毛利率下滑的主要原因是公司产品结构的调整，按照 2012 年路灯订单执行 6.4 亿元左右估算，我们预计一季度 LED 路灯的收入约为 1 亿元左右，占比营业收入的 20%，较 2011 年全年占比 33% 有较大幅度的下滑，由于路灯产品毛利率高达 70% 左右，比例下降导致公司毛利率有较大幅度的下滑；

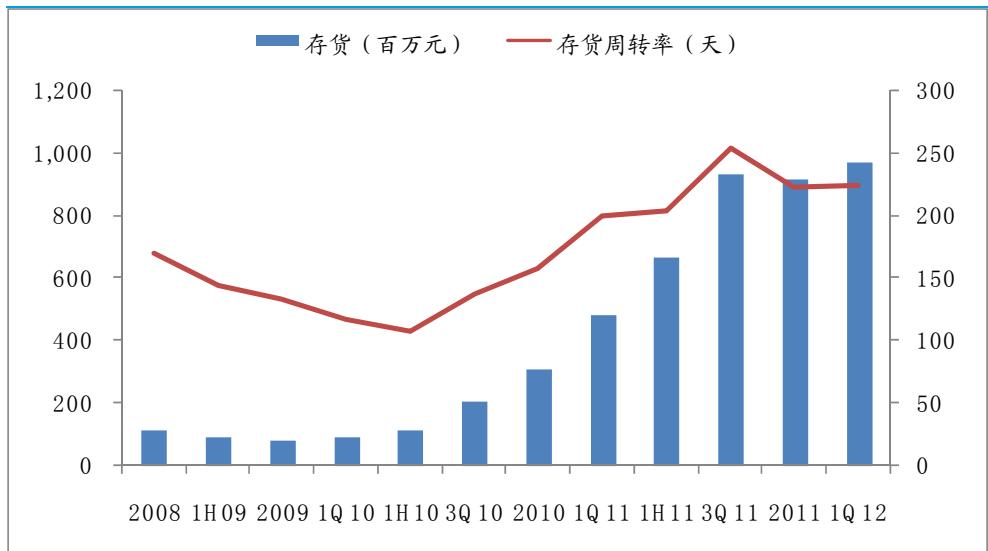
图表1：单季度综合毛利率



来源：公司公告，国金证券研究所

- 公司一季度存货小幅增加 5200 万，较 2011 年的情况明显好转，而考虑到日芯光伏 100 MW 聚光芯片产能投产后带来的存货的增加，我们预计公司 LED 业务的存货在一季度有所下降，公司库存状况逐步好转；

图表2：存货周转天数



来源：公司公告，国金证券研究所

图表3：三张报表

损益表（人民币百万元）							资产负债表（人民币百万元）						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	470	863	1,747	4,207	6,176	8,120							
增长率	83.4%	102.6%	140.8%	46.8%	31.5%								
主营业务成本	-273	-454	-1,008	-2,761	-4,192	-5,751							
%销售收入	58.0%	52.6%	57.7%	65.6%	67.9%	70.8%							
毛利	198	409	739	1,446	1,985	2,369							
%销售收入	42.0%	47.4%	42.3%	34.4%	32.1%	29.2%							
营业税金及附加	-5	-5	-5	-13	-19	-24							
%销售收入	1.0%	0.6%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%							
营业费用	-4	-6	-12	-29	-43	-57							
%销售收入	0.9%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%							
管理费用	-25	-77	-172	-362	-494	-650							
%销售收入	5.4%	8.9%	9.8%	8.6%	8.0%	8.0%							
息税前利润(EBIT)	163	321	551	1,042	1,429	1,638							
%销售收入	34.7%	37.2%	31.6%	24.8%	23.1%	20.2%							
财务费用	-14	-27	-22	-91	-83	-56							
%销售收入	3.0%	3.1%	1.2%	2.2%	1.3%	0.7%							
资产减值损失	0	-1	-10	-40	-11	-12							
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0							
投资收益	0	-1	2	5	10	10							
%税前利润	n.a	n.a	0.2%	0.4%	0.5%	0.4%							
营业利润	149	291	522	916	1,345	1,580							
营业利润率	31.7%	33.8%	29.9%	21.8%	21.8%	19.5%							
营业外收支	56	254	845	400	504	788							
税前利润	205	545	1,367	1,316	1,849	2,368							
利润率	43.5%	63.2%	78.2%	31.3%	29.9%	29.2%							
所得税	-25	-114	-306	-247	-352	-417							
所得税率	12.0%	21.0%	22.4%	18.7%	19.1%	17.6%							
净利润	180	431	1,060	1,069	1,497	1,951							
少数股东损益	0	11	124	56	184	272							
归属于母公司的净利润	180	419	936	1,014	1,313	1,680							
净利率	38.3%	48.6%	53.6%	24.1%	21.3%	20.7%							
现金流量表（人民币百万元）							比率分析						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金净流	254	302	861	717	1,726	1,338	每股指标						
资本开支	-315	-2,837	-3,655	-1,055	-525	758	每股收益	0.649	0.639	0.648	0.702	0.909	1.163
投资	-10	0	-47	-1	0	0	每股净资产	5.262	7.404	3.923	4.595	5.441	6.604
其他	0	542	1,031	5	10	10	每股经营现金流	0.914	0.461	0.596	0.497	1.195	0.927
投资活动现金净流	-325	-2,295	-2,672	-1,051	-515	768	每股股利	0.000	0.200	0.300	0.030	0.000	0.000
股权募资	801	3,019	78	0	-91	0	回报率						
债权募资	198	-99	1,488	-471	-150	-249	净资产收益率	12.33%	8.63%	16.53%	15.28%	16.71%	17.61%
其他	-18	-40	-205	-112	-146	-103	总资产收益率	8.74%	6.97%	9.95%	9.44%	10.12%	10.96%
筹资活动现金净流	981	2,879	1,361	-583	-387	-352	投入资本收益率	7.33%	4.78%	5.49%	10.09%	11.81%	11.49%
现金净流量	910	886	-450	-916	824	1,754	增长率						
来源：国金证券研究所							主营业务收入增长率	120.63%	83.42%	102.56%	140.79%	46.80%	31.47%
							EBIT增长率	129.36%	96.82%	71.77%	89.05%	37.08%	14.65%
							净利润增长率	246.11%	132.73%	123.29%	8.27%	29.50%	27.96%
							总资产增长率	139.48%	191.89%	56.34%	14.06%	20.90%	18.09%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	100.6	63.8	55.8	55.0	55.0	55.0
							存货周转天数	132.9	157.9	222.3	180.0	140.0	120.0
							应付账款周转天数	81.3	88.7	78.4	90.0	90.0	90.0
							固定资产周转天数	297.7	380.2	515.9	234.6	223.9	211.7
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-35.74%	-30.71%	7.29%	13.26%	1.14%	-16.12%
							EBIT利息保障倍数	11.7	11.9	25.3	11.5	17.2	29.0
							资产负债率	29.14%	18.41%	37.22%	35.40%	35.74%	32.84%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	3	3	4
买入	0	0	2	2	3
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	0	1.40	1.40	1.41

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2012-02-21	买入	12.08	14.00~15.30

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
- 持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
- 卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝，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“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可靠的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：(8621)-61038271
传真：(8621)-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-6621 6979
传真：010-6621 5599-8803
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100032
地址：中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话：0755-33516015
传真：0755-33516020
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518026
地址：深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B