

LED

署名人: 王鹏

S0960511020004

0755-82026733

wangpeng@cjis.cn

参与人: 王国勋

S0960110110068

075582026707

wangguoxun@cjis.cn

6-12个月目标价: 19.25元

当前股价: 12.84元

评级调整: 调高

基本资料

上证综合指数	2344.52
总股本(百万)	1444
流通股本(百万)	1205
流通市值(亿)	154
EPS	0.65
每股净资产(元)	3.92
资产负债率	37.22%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
三安光电	11.46	11.74	-4.31
电子元器件	-1.26	-1.67	-17.21
沪深300指数	1.26	1.45	-3.31


相关报告
三安光电
600703
强烈推荐
业绩拐点至,牛股归来
投资要点:

- **三安光电投资大背景---LED 行业景气度持续回暖---2012年以来随着 LED 芯片行业产能释放高峰过去, 下游应用 LED 背光源和 LED 照明启动超预期, 行业景气度在迅速回暖, 台湾 LED 芯片龙头晶电目前已经满产;**
- **三安规模先行, 品质已跟上---借力资本市场, 三安规模已经跻身全球一线厂商, 近期我们对 LED 下游封装应用厂商进行了密集电话调研, 显示近来三安芯片品质确实有较大提高, 已基本接近台湾厂商, 并且价格比台湾厂商低 10%~20%;**
- **三安股价底部区域, 公司大股东+高管密集增持---去年 10 月份和 12 月公司股价底部区域, 公司股东和高管密集增持, 增持价格为 10~12 元之间, 目前股价仅 12.8 元, 下跌空间有限**
- **我们认为三安光电业绩弹性大, 毛利率水平也有望随着产能利用率回升而回升, 我们判断二季度三安将迎来业绩拐点, 预计 2012~2013 年公司实际 EPS 为 0.55 和 0.89 元, 目前 PE 仅 23 倍, 考虑补贴则 EPS 为 0.84、1.03 元, PE 仅为 15 倍, 公司作为传统牛股, 已沉寂较长时间, 随着二季度公司业绩拐点到来, 公司也有望实现牛股归来;**
- **风险提示: 欧债危机影响全球经济, 导致行业景气度低于预期**

主要财务指标

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	1747	3217	6040	8637
收入同比(%)	103%	84%	88%	43%
归属母公司净利润	936	1207	1492	1751
净利润同比(%)	123%	29%	24%	17%
毛利率(%)	42.3%	40.0%	37.0%	35.0%
ROE(%)	16.5%	18.8%	18.8%	18.1%
每股收益(元)	0.65	0.84	1.03	1.21
P/E	19.81	15.36	12.43	10.59
P/B	3.27	2.88	2.34	1.92
EV/EBITDA	25	14	9	7

资料来源: 中投证券研究所

目 录

一、三安光电投资逻辑——业绩拐点至，牛股归去来.....	3
二、投资大背景：LED 行业景气度持续回暖——照明+背光源	4
2.1、LED 照明市场初步启动——政策支持、技术进步和成本下降推动	4
2.1.1、国家政策支持	4
2.1.2、价格逐步接近消费者能接受范围	5
2.1.3、LED 照明市场已经初步启动，未来将持续高增长.....	5
2.2、受益直下式 LED 背光技术推广，LED 背光渗透率将大幅提升.....	6
2.2、LED 照明+LED 背光源，LED 行业景气度持续向上.....	7
三、LED 供给分析——一季度产能释放高峰已过	7
3.1、LED 供给分析——一季度产能释放高峰期已过.....	7
3.2、LED 供给分析——11 年 Q4 以来，MOCVD 设备龙头厂商 Axtrion 收入大幅下降.....	9
四、三安光电——规模先行，品质已赶上.....	10
4.1、三安规模先行——跻身世界 LED 芯片一线厂商	10
4.2、三安芯片品质已跟上——经过不断技术攻关，三安芯片品质已有较大突破	10
4.2.1、经过两年来不断技术攻关，三安光电芯片品质已有较大突破	10
4.2.2、近期对下游企业密集调研显示，三安光电芯片品质确有较大提高	11
4.2.3、三安光电客户已经覆盖国内主要封装厂商，照明+背光源芯片占比快速提升	11
六、三安股价底部区域，公司大股东+高管密集增持.....	12
七、科技部发布《LED 照明十二五规划意见稿》，利好三安等国内龙头企业	13
八、如何计算三安光电真实业绩——营业利润+MOCVD 设备 3/5 折旧冲回	13
九、盈利预测——庞大产能，业绩弹性大	14
9.1、庞大产能，业绩弹性大	14
9.2、08—11 年公司高成长神话，还将延续.....	15
十、投资建议——业绩拐点至，牛股归去来.....	16
十一、风险提示	16

一、三安光电投资逻辑---业绩拐点至，牛股归来

1、三安光电投资大背景---LED 行业景气度持续回暖：随着 2012 年一季度 LED 芯片行业产能释放高峰过去，下游两大主要应用 LED 背光源和 LED 照明启动超预期，行业景气度在迅速回暖，**台湾 LED 芯片龙头企业晶电一季度产能利用率仅 50%，目前已经满产**，并且订单供不应求；国内各大主要封装厂如瑞丰和鸿利目前也已满产，订单供不应求；

2、经历两年规模扩张和技术攻关，三安光电芯片品质已经较大提升：近期我们对 LED 下游封装应用厂商进行了密集电话调研，如瑞丰光电、洲明科技、鸿利光电、长方照明、万邦光电、雷曼光电和国星光电等，**显示近来三安芯片品质确实有较大提高，基本接近台湾厂商，并且价格比台湾厂商低 10%~20%，**三安光电也已经基本成为瑞丰光电、长方照明、万邦光电、国星光电和洲明科技等公司主力供应商；鸿利光电方面今年以来三安光电供应份额有明显提升，雷曼光电刚刚开始使用三安光电芯片，应用领域已经涵盖照明、背光源和显示屏等主要领域；

并且从 LED 下游封装应用厂商调研显示，LED 芯片经历去年大幅下跌后，**目前价格已经企稳，并且下降空间有限；**

3、三安光电芜湖产能逐步释放：三安光电做为国内 LED 芯片龙头企业，一季度芜湖基地 MOCVD 开机台数仅 40 台，目前已经达到 70 台，并预计二季度末 103 台将全部开满；

4、三安股价底部区域，公司股东和高管密集增持：去年 10 月份和 12 月份公司股价底部区域，公司股东和高管密集增持，增持价格为 10~12 元之间，目前股价仅 12.8 元，下跌空间有限；

5、近期中国科技部发布了《半导体照明科技发展“十二五”专项规划(征求意见稿)》，其中明确提出要重点培育 20-30 家龙头企业，并且**还重点指出“十二五”芯片国产化率要达到 80%，三安做为国内 LED 芯片龙头企业，将最为受益；**

6、我们认为在 LED 行业景气度持续回暖大背景下，**三安光电**产能将提供非常大的业绩弹性，其毛利率水平也有望随着产能利用率回升而回升，我们判断二季度三安将迎来业绩拐点，并且看好三安光电长期表现，预计 2012~2013 年公司实际 EPS 为 0.55 和 0.89 元，目前 PE 仅 23 倍，公司作为传统牛股，已沉寂较长时间，**随着二季度公司业绩拐点到来，公司也有望实现牛股归来！**

二、投资大背景：LED 行业景气度持续回暖---

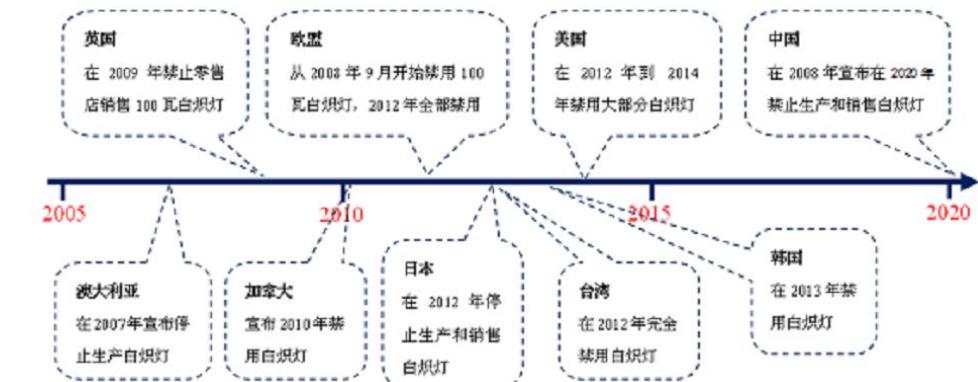
照明+背光源

2.1、LED 照明市场初步启动---政策支持、技术进步和成本下降推动

2.1.1、国家政策支持

1、2011.08 国家发改委发布淘汰白炽灯路线图

图表 1 全球各国淘汰白炽灯路线图



资料来源：中投证券研究所

2、2012.03 国家三部委统一对 LED 照明招标，包含 200 万盏 LED 筒灯、射灯、和 5 万盏路灯、隧道灯等；

3、近期中国科技部发布了《半导体照明科技发展“十二五”专项规划(征求意见稿)》，其中明确提出要重点培育 20-30 家龙头企业，并且还重点指出“十二五”芯片国产化率要达到 80%，**三安做为国内 LED 芯片龙头企业，将最为受益。**

2.1.2、价格逐步接近消费者能接受范围

随着 LED 技术不断进步、规模效应，LED 照明上游各零部件价格不断下降：

图表 2 2012 年二季度 LED 芯片价格跌幅基本稳定

主流白光LED報價 (US\$)						
應用	封裝類別	驅動電流	電壓 (Typical)	光通量(lm)	2012第二季價格 (US\$美元)	
					高點	低點
電視	7030	120	6.8	55-70	0.24	0.18
	3228/3528	250	3.75	50-60	0.42	0.35
顯示器	3020	20	3.2	5.3-7.0	0.05	0.03
	3014	20	3.2	5.3-7.0	0.05	0.03
筆電	0.8t	20	3.2	5.5-6.8	0.07	0.04
	3014	20	3.2	5.9-7.0	0.06	0.03
手機	0.6t	20	3.2	6.0-7.5	0.09	0.04
	0.6t	20	3.2	7.5-8.7	0.15	0.08
高功率	Cool white	350	3.2	90-100	0.58	0.33
	Cool white	350	3.2	100-120	0.79	0.44
	Cool white	350	3.2	120-140	1.00	0.75

资料来源：LED inside, 中投证券研究所

图表 3 2011 年三季度 LED 芯片价格跌幅较大

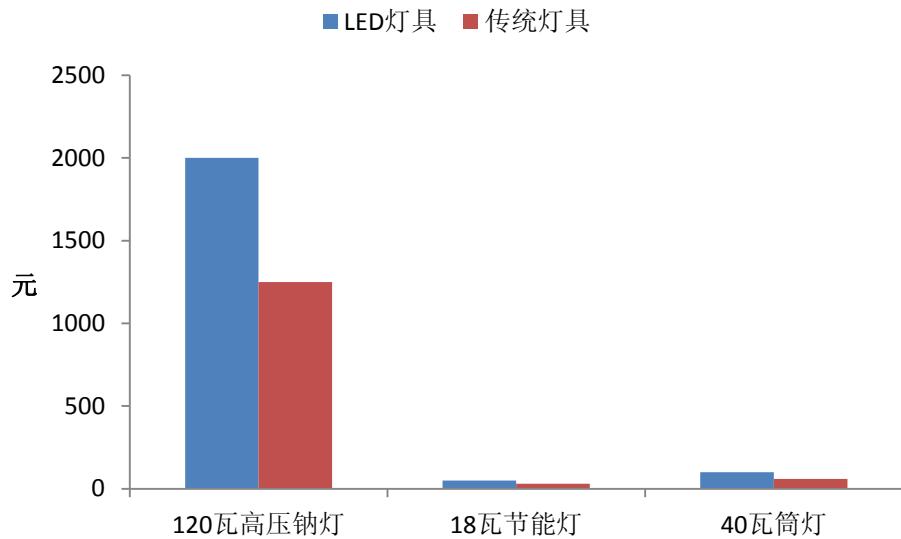
主流白光 LED 报价 (US\$ 美元)

应用	光强度 // 光效	2011第三季度价格		
		高点	低点	涨跌
电视	28-34lm	0.13	0.09	-12%
	1800-2000mcd	0.06	0.03	-5%
显示屏	1900-2200mcd	0.07	0.03	-5%
	2000-2300mcd	0.08	0.04	-8%
笔记本	2200-3000mcd	0.15	0.07	-7%
	1400-1800mcd	0.07	0.05	-8%
手机	100-120lm	0.85	0.50	-8%

资料来源：LED inside, 中投证券研究所

目前 LED 照明产品价格，也随着技术进步、零部件价格下降，规模效应，在逐渐接近消费者能够接受的范围。

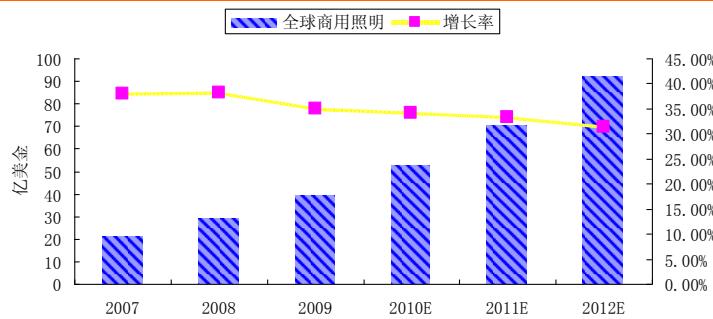
图 1：目前 LED 灯具和同等光效传统灯具价格比



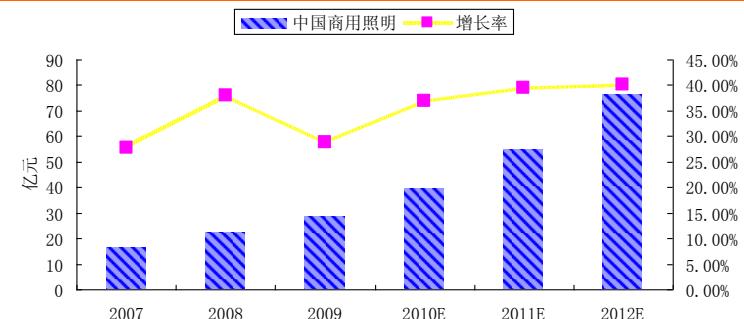
资料来源：ZOL, 中投证券研究所

2.1.3、LED 照明市场已经初步启动，未来将持续高增长

在国家政策扶持、LED 照明技术不断进步、价格不断下降，LED 照明市场已经初步启动，我们认为 LED 照明未来几年将持续高增长，并将成为 LED 行业景气度向上主要动力。

图 2 2007 年~2012 年全球 LED 商用照明市场规模


资料来源：中国光学光电子协会，中投证券研究所

图 3 2007 年~2012 年中国 LED 商用照明市场规模


资料来源：中国光学光电子协会，中投证券研究所

2.2、受益直下式 LED 背光技术推广，LED 背光渗透率将大幅提升

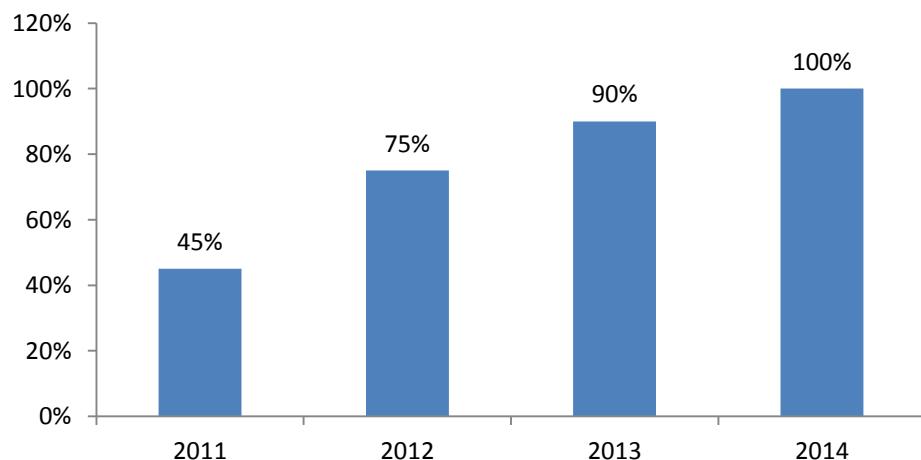
2011 年 LED 背光源渗透率仅为 45%，低于预期，而目前三星等主流厂商已经推出低价方案---直下式 LED TV，其成本已经相当于传统 CCFL TV，我们预计 2012 年 LED TV 渗透率将快速提升，预计达到 75%。

图 4：目前 LED 灯具和同等光效传统灯具价格比


资料来源：Display search，中投证券研究所

图 5：2011~2014 年 LED 背光源渗透率

LED 背光渗透率



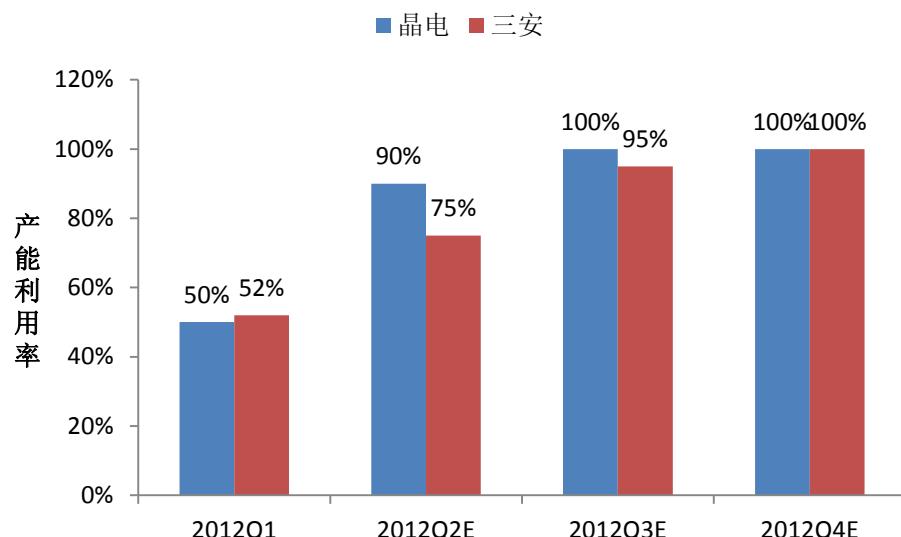
资料来源：中投证券研究所

2.2、LED 照明+LED 背光源，LED 行业景气度持续向上

随着 2012 年一季度 LED 芯片行业产能释放高峰过去，下游两大主要应用 LED 背光源和 LED 照明启动超预期，行业景气度在迅速回暖，台湾 LED 芯片龙头企业晶电一季度产能利用率仅 50%，目前已经满产，并且订单供不应求；国内各大主要封装厂如瑞丰和鸿利目前也已满产，订单供不应求；

三安光电芜湖产能逐步释放：三安光电做为国内 LED 芯片龙头企业，一季度芜湖基地 MOCVD 开机台数仅 40 台，目前已经达到 70 台，并预计二季度末 103 台将全部开满；

图 6：2012Q1~2012Q4 晶电和三安光电产能利用率



资料来源：公司资料，中投证券研究所

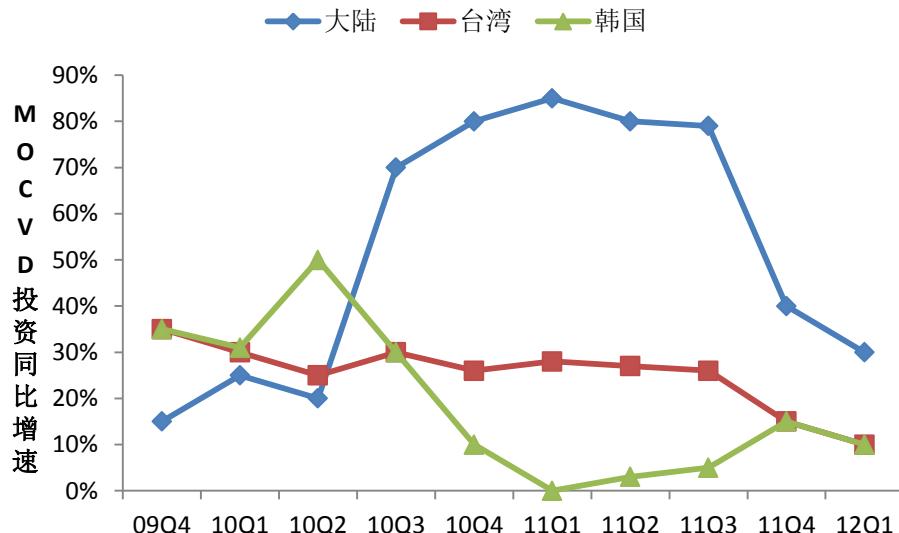
三、LED 供给分析---一季度产能释放高峰已过

3.1、LED 供给分析---一季度产能释放高峰期已过

2009 年以来，LED 行业产能扩张最积极的主要来自于台湾、韩国和大陆，各地 MOCVD 数量增长如下所示，其中台湾和韩国扩产期主要在 2009~2010 年，产能释放期在 2011 年上半年，这也是去年下半年 LED 行业供求关系迅速恶化的一大原因；而大陆扩产期主要集中在 2011 年，

产能释放期集中在 2011 年四季度和 2012 年一季度，目前产能释放高峰期基本已经过去；

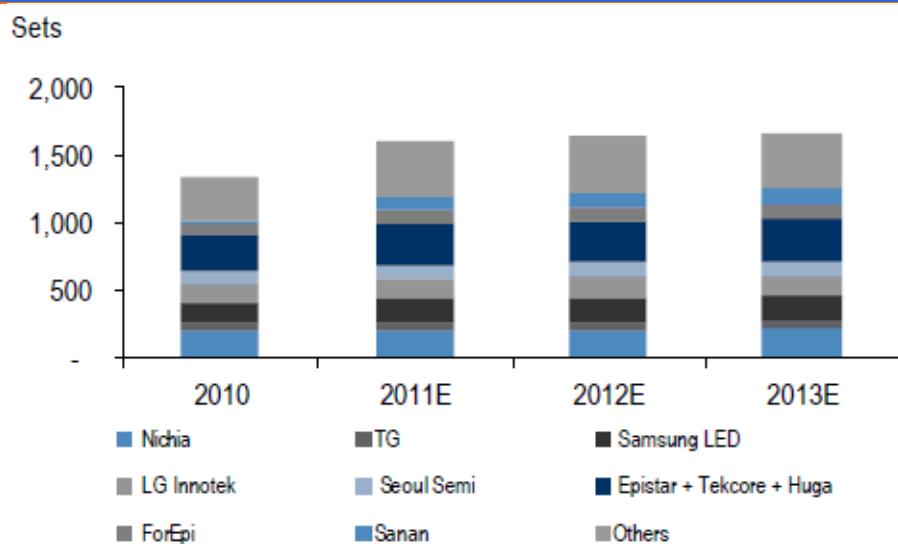
图 7：09Q4~12Q1 年大陆、台湾和韩国 MOCVD 投资增速情况



资料来源：IEK，中投证券研究所

此外从全球主要芯片厂商 MOCVD 设备投资规划来看，从 12 年开始基本没有新增投资：

图 8：2010~2013 年全球主要 LED 芯片厂商 MOCVD 设备数量

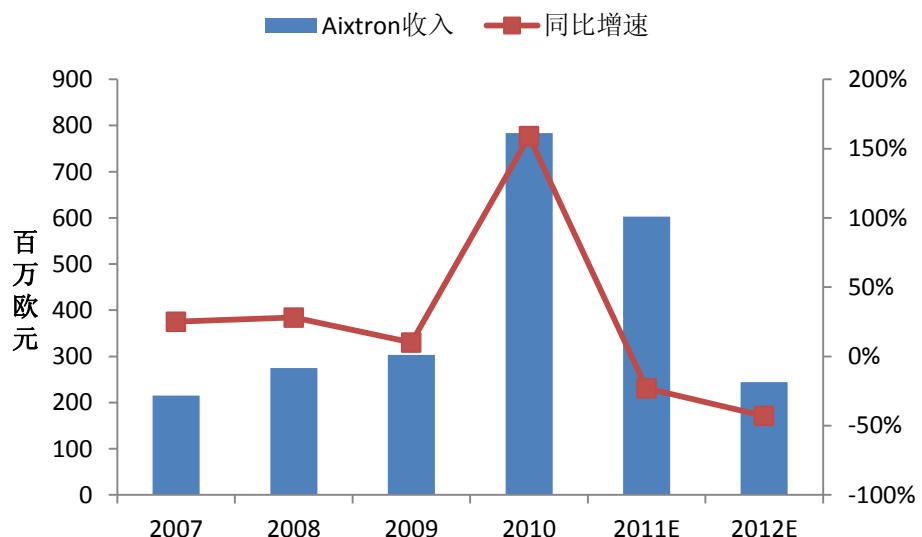


资料来源：中投证券研究所

3.2、LED 供给分析--11 年 Q4 以来, MOCVD 设备龙头厂商 Aixtron 收入大幅下降

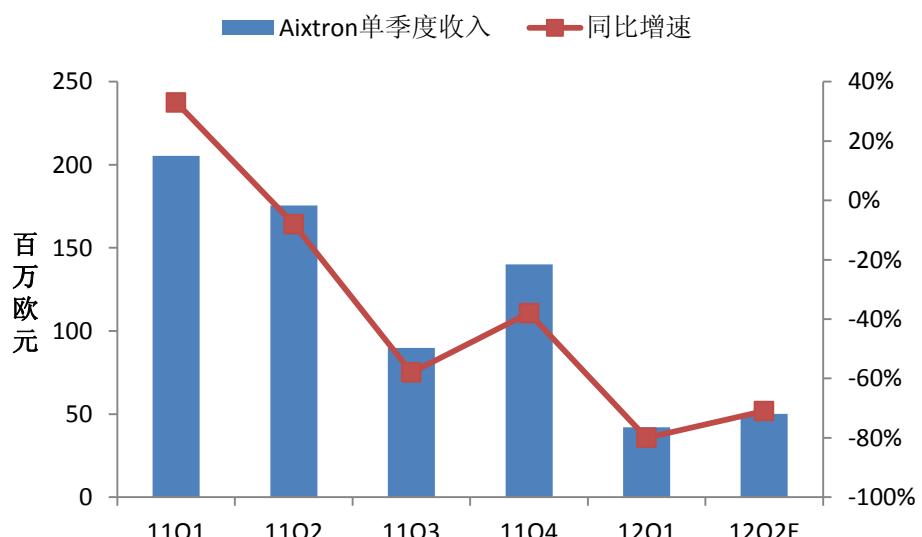
此外由于德国 Aixtron 公司占据全球 MOCVD 70% 份额, 所以其出货量和收入也能很好的监测 LED 行业产能扩张情况, 从下图可以看出, 2011 年三季度 Aixtron 出货量环比大幅下降, 证明 2011 年三季度 LED 行业扩产已经基本结束。

图 9: 2007~2012 年 Aixtron 收入增长



资料来源: 公司年报, JP Morgan, 中投证券研究所

图 10: 2011Q1~2012Q2 年 Aixtron 单季度收入增长



资料来源: 公司年报, JP Morgan, 中投证券研究所

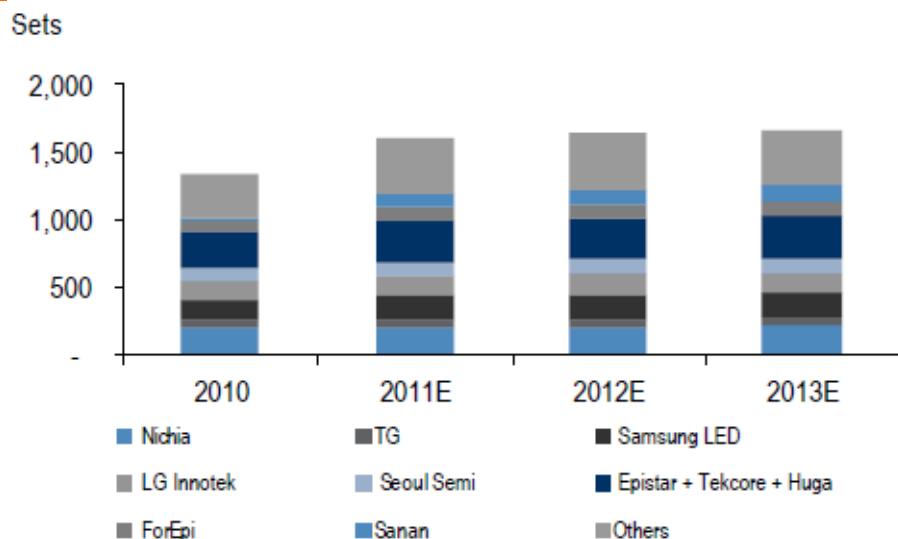
四、三安光电---规模先行，品质已赶上

4.1、三安规模先行---跻身世界 LED 芯片一线厂商

目前在 LED 芯片以海外为主导，主要芯片厂商有 Nichia (日亚) 、 SEMCO 、 Cree 、 LG 和 Epistar (晶电) 等，可以看到 2011 年这些主要厂商 MOCVD 数量基本都在 100 台以上，其中晶电近 270 台；

而三安光电成功借力资本市场和各地政府支持，在两年之内将规模扩充到 140 台 MOCVD ，其中厦门 18 台、天津 19 台、芜湖 103 台，在规模上迅速跻身全球 LED 芯片行业第一阵营，占据市场份额约 12% ；

图 11：借力资本市场和各地政府支持，三安在规模上已经跻身全球第一阵营



资料来源：公司年报， JP Morgan，中投证券研究所

4.2、三安芯片品质已跟上---经过不断技术攻关，三安芯片品质已有较大突破

近两年来，公司规模爆发性扩张，而随着公司规模扩张到一定程度，公司开始着力进行技术攻关，去年公司从海外某龙头企业陆续引进数十名技术骨干，并成立多个技术小组进行多项关键技术攻关，目前三安芯片品质已经取得较大突破：

- **发光效率**: 公司小功率芯片发光效率达到 140~150LM/W, 大功率芯片发光效率达到 130LM/W, 基本接近台湾厂商;
- **驱动电压**: 公司驱动电压目前已经降低到 3V(电流为 20MA), 基本接近台湾厂商;
- **良品率**: 目前公司良品率达到 80%, 略低于台湾厂商

4.2.2、近期对下游企业密集调研显示，三安光电芯片品质确有较大提高

近期我们对 LED 下游封装应用厂商进行了密集电话调研, 如瑞丰光电、洲明科技、鸿利光电、长方照明、万邦光电、雷曼光电和国星光电等, 显示近来三安芯片品质确实有较大提高, 基本接近台湾厂商, 并且价格比台湾厂商低 10%~20%, 三安光电也已经基本成为瑞丰光电、长方照明、万邦光电、国星光电和洲明科技等公司主力供应商; 鸿利光电方面今年以来三安光电供应份额有明显提升, 雷曼光电刚刚开始使用三安光电芯片, 应用领域已经涵盖照明、背光源和显示屏等主要领域。

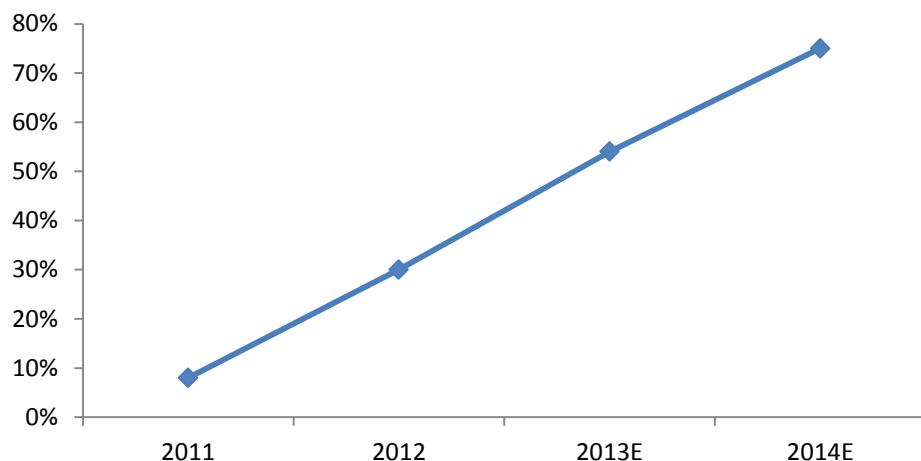
并且从 LED 下游封装应用厂商调研显示, LED 芯片经历去年大幅下跌后, 三安光电芯片业务一季度毛利率已经下降到 26.8%, 目前价格已经企稳, 并且下降空间有限;

4.2.3、三安光电客户已经覆盖国内主要封装厂商, 照明+背光源芯片占比快速提升

目前公司主要客户有万润科技、鸿利光电、瑞丰光电、国星光电、长方照明和亿光等, 其中公司 LED 照明芯片和背光源芯片销售占比在逐渐提升, 从去年的不足 10%, 目前已经提升至 30%以上;

图 12: 三安光电照明+LED 背光源芯片占比快速提升

三安照明+背光源芯片销售占比



资料来源：公司年报，中投证券研究所

六、三安股价底部区域，公司大股东+高管密集

增持

去年10月份和12月份公司股价底部区域，公司大股东和高管密集增持四次，增持价格为10~12元之间，目前股价仅12.8元，下跌空间有限；

图 13：2011.10.24号公司股价底部区域，高管增持

姓名	职务	购入数量(股)	买入价格区间(元)	目前持有数量(股)
阙宏柱	董事	202,641	11.80-11.90	202,641
黄智俊	财务总监	120,000	11.75-11.80	120,000
郭志刚	副总经理	106,200	11.70-11.80	154,160
林海	副总经理	100,000	11.70-11.80	100,000

资料来源：公司公告，中投证券研究所

图 14：2011.12.15号公司股价底部区域，高管增持

姓名	职务	购入数量(股)	买入价格区间(元)	目前持有数量(股)
阚宏柱	董事	326,300	10.95-11.05	528,941
韦大曼	董事、副总经理	216,500	11.10	216,500
黄智俊	财务总监	86,400	10.78-10.98	206,400
林海	副总经理	50,000	10.87-11.01	150,000

资料来源：公司公告，中投证券研究所

七、科技部发布《LED 照明十二五规划意见稿》， 利好三安等国内龙头企业

近期中国科技部发布了《半导体照明科技发展“十二五”专项规划(征求意见稿)》，其中明确提出要重点培育 20-30 家龙头企业，并且还重点指出“十二五”芯片国有化率要达到 80%，三安做为国内 LED 芯片龙头企业，将最为受益；

八、如何计算三安光电真实业绩---营业利润 +MOCVD 设备 3/5 折旧冲回

如何计算公司真实业绩？这是困扰市场一个问题；
由于公司政府补贴众多，所以市场对公司真实业绩计算非常混淆，
我们经过和公司详细沟通，建立一个合理模型：

- 首先计算公司营业利润；
- 其次将公司补贴中对应折旧部分加回营业利润，详情见下详细分析；
- 再根据所得税率计算公司实际净利润；

附详细分析：根据会计准则，公司 MOCVD 设备折旧按照 2000 万计算，其实 1200 万由政府补贴，所以公司每台 MOCVD 折旧中有 3/5

是非真实性折旧，并将在政府补贴中冲回，所以我们计算公司实际业绩时，也需要将公司政府补贴中的设备折旧补贴冲回；

2012年按照公司芜湖基地80台MOCVD折旧计算，需冲回利润=80台*1200万/8年=1.2亿元。

九、盈利预测---庞大产能，业绩弹性大

9.1、庞大产能，业绩弹性大

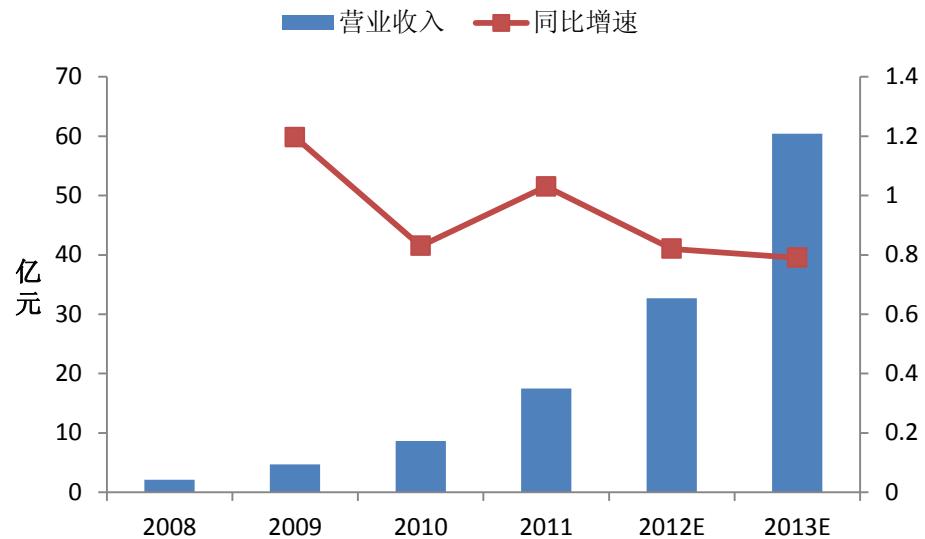
图 15: 盈利预测

	2012E	2013E
LED 芯片		
MOCVD 台数	140.00	160.00
产能利用率	65.00%	90.00%
出炉数(炉/年)	800.00	950.00
产量(2寸片/台MOCVD)	43.00	54.00
单价(元/2寸片)	900.00	750.00
LED 芯片收入/亿元	28.17	55.40
LED 芯片净利率	18.50%	17.00%
LED 芯片净利润/亿元	5.21	9.42
折旧冲回/亿元	0.96	1.2
LED 芯片真实净利润/亿元	6.17	10.62
LED 应用产品		
LED 应用产品收入/亿元	4	5
LED 应用产品净利率	45%	45%
LED 应用产品净利润/亿元	1.8	2.25
合计		
营业收入合计/亿元	32.17	60.40
净利润合计/亿元	7.97	12.87
EPS/元	0.55	0.89

资料来源：中投证券研究所

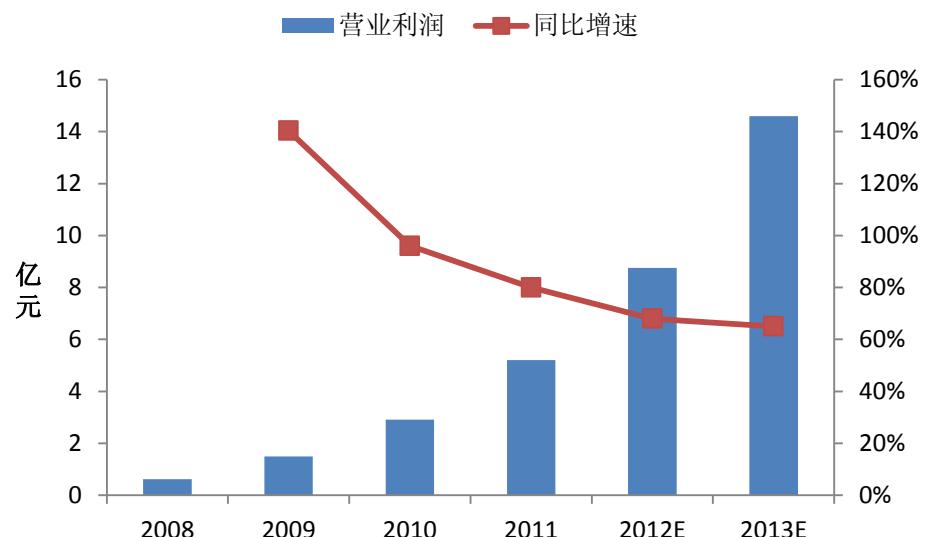
9.2、08~11 年公司高成长神话，还将延续

图 16: 2008~2013 年三安光电营业收入增长



资料来源：公司年报，中投证券研究所

图 17: 2008~2013 年三安光电营业利润增长



资料来源：公司年报，中投证券研究所

十、投资建议---业绩拐点至，牛股归去来

- ◆ 经历两年规模扩张和技术攻关，三安光电芯片品质已经较大提升：**近期我们对 LED 下游封装应用厂商进行了密集电话调研，显示近来三安芯片品质确实有较大提高，基本接近台湾厂商，并且价格比台湾厂商低 10%~20%，三安光电也已经基本成为瑞丰光电、长方照明、万邦光电、国星光电和洲明科技等公司主力供应商；鸿利光电方面今年以来三安光电供应份额有明显提升；**
- ◆ **三安股价底部区域，公司股东和高管密集增持：**去年 10 月份和 12 月份公司股价底部区域，公司股东和高管密集增持，**增持价格为 10~12 元之间，目前股价仅 12.8 元，下跌空间有限；**
- ◆ 近期中国科技部发布了《半导体照明科技发展“十二五”专项规划(征求意见稿)》，其中明确提出要重点培育 20-30 家龙头企业，并且**还重点指出“十二五”芯片国产化率要达到 80%，三安做为国内 LED 芯片龙头企业，将最为受益；**
- ◆ 我们认为在 LED 行业景气度持续回暖大背景下，**三安光电庞大产能将提供非常大的业绩弹性，其毛利率水平也有望随着产能利用率回升而回升，我们判断二季度三安将迎来业绩拐点，**并且看好三安光电长期表现，预计 2012~2013 年公司实际 EPS 为 0.55 和 0.87 元，目前 PE 仅 22 倍，公司作为传统牛股，已沉寂较长时间，**随着二季度公司业绩拐点到来，公司也有望实现牛股归来！**

十一、风险提示

- 1、欧债危机恶化，影响全球经济；
- 2、公司市场开拓低于预期。

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	3669	3770	6200	8899
现金	1454	2625	4032	5779
应收账款	352	936	1758	2513
其他应收款	14	0	0	0
预付账款	813	19	38	56
存货	918	189	373	550
其他流动资产	119	0	0	0
非流动资产	5740	5133	4826	4556
长期投资	107	3	3	3
固定资产	2470	3257	3444	3365
无形资产	668	668	668	668
其他非流动资产	2495	1205	711	520
资产总计	9410	8903	11026	13456
流动负债	502	612	1054	1511
短期借款	269	0	0	0
应付账款	280	483	951	1404
其他流动负债	-47	129	103	107
非流动负债	3001	1457	1457	1457
长期借款	1457	1457	1457	1457
其他非流动负债	1544	0	0	0
负债合计	3503	2069	2511	2968
少数股东权益	242	395	584	806
股本	1444	1444	1444	1444
资本公积	2973	2973	2973	2973
留存收益	1248	2022	3514	5264
归属母公司股东权益	5665	6439	7931	9681
负债和股东权益	9410	8903	11026	13456

现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	861	1924	1657	2067
净利润	1060	1360	1681	1973
折旧摊销	235	382	498	571
财务费用	22	137	60	28
投资损失	-2	-9	-9	-9
营运资金变动	-457	1582	-611	-522
其他经营现金流	3	-1527	39	25
投资活动现金流	-2672	244	-191	-291
资本支出	3655	0	200	300
长期投资	-47	-104	0	0
其他投资现金流	937	140	9	9
筹资活动现金流	1362	-997	-60	-28
短期借款	269	-269	0	0
长期借款	1060	0	0	0
普通股增加	788	0	0	0
资本公积增加	-788	0	0	0
其他筹资现金流	33	-728	-60	-28
现金净增加额	-450	1171	1407	1748

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	1747	3217	6040	8637
营业成本	1008	1930	3805	5614
营业税金及附加	5	3	9	17
营业费用	12	16	30	43
管理费用	172	290	544	777
财务费用	22	137	60	28
资产减值损失	10	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	2	9	9	9
营业利润	522	850	1601	2166
营业外收入	845	850	500	300
营业外支出	1	0	0	0
利润总额	1367	1700	2101	2466
所得税	306	340	420	493
净利润	1060	1360	1681	1973
少数股东损益	124	153	189	222
归属母公司净利润	936	1207	1492	1751
EBITDA	779	1369	2159	2765
EPS (元)	0.65	0.84	1.03	1.21

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	102.6	84.1%	87.8%	43.0%
营业利润	79.2%	62.9%	88.3%	35.3%
归属于母公司净利润	123.3	29.0%	23.6%	17.4%
盈利能力				
毛利率	42.3%	40.0%	37.0%	35.0%
净利率	53.6%	37.5%	24.7%	20.3%
ROE	16.5%	18.8%	18.8%	18.1%
ROIC	5.4%	14.0%	22.4%	28.5%
偿债能力				
资产负债率	37.2%	23.2%	22.8%	22.1%
净负债比率	53.80	70.43%	58.02	49.09%
流动比率	7.32	6.16	5.88	5.89
速动比率	5.47	5.85	5.52	5.52
营运能力				
总资产周转率	0.23	0.35	0.61	0.71
应收账款周转率	6	5	4	4
应付账款周转率	4.66	5.06	5.31	4.77
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.65	0.84	1.03	1.21
每股经营现金流(最新摊薄)	0.60	1.33	1.15	1.43
每股净资产(最新摊薄)	3.92	4.46	5.49	6.70
估值比率				
P/E	19.81	15.36	12.43	10.59
P/B	3.27	2.88	2.34	1.92
EV/EBITDA	25	14	9	7

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上

推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%

中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内

回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上

中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平

看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

王鹏, 中投证券研究所副所长, 研究主管。

王国勋, 中投证券研究所电子行业分析师, 复旦大学微电子系学士, 复旦大学微电子系硕士, 2010 年加入中投证券研究所, 7 年微电子专业学历背景+2 年电子行业从业经验。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司 (以下简称“中投证券”) 提供, 旨为派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们将对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的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、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务 中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际 大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434