

三安光电 (600703.SH) 元件行业

评级: 增持 维持评级

业绩点评

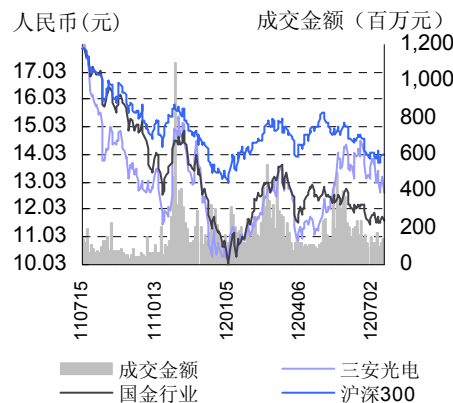
市价(人民币): 12.65 元

业绩快速增长展现龙头本色

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)	182.67
年内股价最高最低(元)	18.01/10.25
沪深 300 指数	2450.63
上证指数	2185.90



相关报告

1. 《产能释放带动业绩快速增长》，2012.4.18
2. 《LED 布局未来, CPV 迎接曙光》，2012.2.21

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	1.165
每股净资产(元)	7.40	3.92	2.07	2.49	3.01
每股经营性现金流(元)	0.46	0.60	0.24	0.60	0.47
市盈率(倍)	71.80	16.86	16.40	12.66	9.88
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%	8.25%	29.51%	28.22%
净资产收益率(%)	8.63%	16.53%	15.39%	16.62%	17.57%
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

- 三安光电发布上半年业绩预告: 预计 2012 年上半年实现归属于母公司所有者净利润为 45,000 万元~47,000 万元, 对应每股收益 0.312 元~0.325 元, 其中扣除非经常性损益的净利润同比增长 90%以上, 对应扣非后 EPS 约为 0.21 元。

经营分析

- 产能释放和 LED 路灯出货带动业绩快速增长: 公司上半年业绩基本与去年同期持平, 扣非净利润同比增长超过 90%, 超出我们的预期, 我们测算公司 2 季度的主营业务收入在 8 亿左右, 环比增速达到 60%;
- 虽然公司芜湖基地已有 90 台 MOCVD 设备投产, 但是考虑生产调试到稳定量存在品质和良率逐步提升的过程, 我们预计公司三个基地的有效产能将在 100 台左右, 按照每台 200 万/月的平均业绩贡献计算, 2 季度芯片销售约为 6 亿, LED 路灯销售约为 2 亿。
- 下半年产能仍将持续释放, 技术提升获认可保障新增产能消化: 公司芜湖基地 107 台 MOCVD 设备以 10 台/月的速度逐步投产, 考虑到从调试生产到稳定量产贡献业绩需 2-3 个月左右的时间, 未来半年公司芯片产能仍将处于持续释放的阶段。
- 《半导体照明科技发展“十二五”专项规划》提出到 2015 年芯片国产化率 80%的约束性目标, 经过多年技术积累目前三安光电的 LED 芯片技术已获得下游封装企业的认可, 逐步成为瑞丰、国星等国内一线封装厂的主力供应商, 为公司产能消化提供有力保障。
- 供需关系逐步扭转, 价格和盈利能力维持稳定: 目前 LED 行业上游设备投资进入低谷, 虽然理论产能仍过剩严重, 但是众多缺乏技术和经验的厂商投产进度远慢于预期, 同时由于上游蓝宝石衬底价格已经没有下跌空间, 我们预计芯片的价格和毛利率都将保持相对稳定, 公司将受益于产能率先释放带来的业绩快速增长。

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 2012 年的 18 倍和 2013 年的 14 倍, 维持“增持”评级, 目标价 14.0-15.3 元。

图表1: 三张报表
损益表 (人民币百万元)

	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	-4,174	-5,751
%销售收入	58.0%	52.6%	57.7%	65.6%	67.6%	70.8%
毛利	198	409	739	1,446	2,002	2,369
%销售收入	42.0%	47.4%	42.3%	34.4%	32.4%	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	-353	-494	-650
%销售收入	5.4%	8.9%	9.8%	8.4%	8.0%	8.0%
息税前利润 (EBIT)	163	321	551	1,051	1,446	1,638
%销售收入	34.7%	37.2%	31.6%	25.0%	23.4%	20.2%
财务费用	-14	-27	-22	-117	-114	-65
%销售收入	3.0%	3.1%	1.2%	2.8%	1.8%	0.8%
资产减值损失	0	-1	-10	-23	-18	-22
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	1,324	1,561
营业利润率	31.7%	33.8%	29.9%	21.8%	21.4%	19.2%
营业外收支	56	254	845	400	528	812
税前利润	205	545	1,367	1,316	1,852	2,373
利润率	43.5%	63.2%	78.2%	31.3%	30.0%	29.2%
所得税	-25	-114	-306	-247	-353	-419
所得税率	12.0%	21.0%	22.4%	18.7%	19.0%	17.7%
净利润	180	431	1,060	1,069	1,500	1,954
少数股东损益	0	11	124	56	187	271
归属于母公司的净利润	180	419	936	1,013	1,312	1,683
净利率	38.3%	48.6%	53.6%	24.1%	21.2%	20.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	180	431	1,060	1,069	1,500	1,954
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	68	102	245	415	616	802
非经营收益	11	31	13	-250	-410	-719
营运资金变动	-5	-261	-457	-460	202	-544
经营活动现金净流	254	302	861	774	1,908	1,493
资本开支	-315	-2,837	-3,655	-1,905	-401	782
投资	-10	0	-47	-1	0	0
其他	0	542	1,031	5	10	10
投资活动现金净流	-325	-2,295	-2,672	-1,901	-391	792
股权募资	801	3,019	78	0	0	0
债权募资	198	-99	1,488	310	-931	-249
其他	-18	-40	-205	-137	-224	-103
筹资活动现金净流	981	2,879	1,361	172	-1,155	-352
现金净流量	910	886	-450	-954	363	1,933

来源: 国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	1,018	1,904	1,454	500	863	2,796
应收款项	153	242	479	926	1,356	1,775
存货	82	310	918	1,345	1,574	1,853
其他流动资产	47	141	818	1,106	1,254	1,727
流动资产	1,301	2,597	3,669	3,878	5,047	8,152
%总资产	63.1%	43.1%	39.0%	33.7%	38.8%	53.0%
长期投资	10	58	107	108	107	107
固定资产	623	2,926	4,814	6,844	7,173	6,421
%总资产	30.2%	48.6%	51.2%	59.4%	55.1%	41.8%
无形资产	125	431	800	681	684	686
非流动资产	761	3,422	5,740	7,635	7,965	7,215
%总资产	36.9%	56.9%	61.0%	66.3%	61.2%	47.0%
资产总计	2,062	6,019	9,410	11,513	13,012	15,367
短期借款	20	0	427	781	0	0
应付款项	77	198	294	954	1,432	1,953
其他流动负债	20	-33	-220	-60	392	521
流动负债	117	164	502	1,675	1,825	2,474
长期贷款	476	397	1,457	1,457	1,457	1,458
其他长期负债	8	547	1,544	1,500	1,350	1,100
负债	601	1,108	3,503	4,632	4,632	5,032
普通股股东权益	1,461	4,860	5,665	6,583	7,895	9,578
少数股东权益	0	51	242	298	485	756
负债股东权益合计	2,062	6,019	9,410	11,513	13,012	15,367

比率分析

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益	0.649	0.639	0.648	0.702	0.909	1.165
每股净资产	5.262	7.404	3.923	2.072	2.485	3.015
每股经营现金净流	0.914	0.461	0.596	0.244	0.601	0.470
每股股利	0.000	0.200	0.300	0.030	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	12.33%	8.63%	16.53%	15.39%	16.62%	17.57%
总资产收益率	8.74%	6.97%	9.95%	8.80%	10.09%	10.95%
投入资本收益率	7.33%	4.78%	5.49%	9.36%	11.90%	11.44%
增长率						
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%	90.58%	37.64%	13.27%
净利润增长率	246.11%	132.73%	123.29%	8.25%	29.51%	28.22%
总资产增长率	139.48%	191.89%	56.34%	22.35%	13.02%	18.10%
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	304.1	256.1	228.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-35.74%	-30.71%	7.29%	25.26%	7.09%	-12.94%
EBIT利息保障倍数	11.7	11.9	25.3	9.0	12.7	25.2
资产负债率	29.14%	18.41%	37.22%	40.24%	35.60%	32.75%

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
买入	0	0	2	4	7
增持	0	0	0	1	3
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	0	1.00	1.14	1.24

来源：朝阳永续

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“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 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 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

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	增持	12.08	14.00 ~ 15.30
2 2012-04-18	增持	11.75	14.00 ~ 15.30

来源：国金证券研究所



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：

买入：预期未来 6 – 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；
增持：预期未来 6 – 12 个月内上涨幅度在 5% – 20%；
中性：预期未来 6 – 12 个月内变动幅度在 -5% – 5%；
减持：预期未来 6 – 12 个月内下跌幅度在 5% 以下。

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方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信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