

**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:** 20.00元

当前股价: 12.65元

评级调整: 维持

**基本资料**

上证综合指数	2185.90
总股本(百万)	1444
流通股本(百万)	1205
流通市值(亿)	152
EPS	0.65
每股净资产(元)	3.92
资产负债率	37.22%

**股价表现**

**相关报告**

 三安光电深度报告 - 业绩拐点至, 牛股归来  
 2012-05-21

**三安光电**
**600703**
**强烈推荐**
**业绩拐点确认, 牛股正在归来**
**投资要点:**

- **业绩拐点确认, 下半年更好:** 公司中报扣非后净利润同比增长超过90%, 大超市场预期, 而随着二季度末公司达到满产, 下半年公司毛利率将上升, 费用率将下降, 我们预计公司全年收入将达到近34亿元, 主营业务净利润将达到约8亿, **正如我们5月20号《三安光电深度报告——业绩拐点至, 牛股归去来》**所判断, 公司二季度已经正式确认业绩拐点, 下半年将更好;
- **目前放眼四望, 公司在国内已无敌手,** 并且公司已在技术、规模和管理等各方面都进步很大, 和世界级龙头企业如晶电、Cree等差距在不断缩小, 公司目标远大, 未来将继续朝世界龙头企业挺进;
- **以目前形势判断, 三安将成为国家LED芯片80%国产化战略最主要载体;**
- **经过我们不断和下游众多LED应用厂商沟通和确认, 凭借性价比、本土优势和公司对销售和质量越来越重视, 三安光电市场认可度和份额仍在快速提升;**
- 公司通过广东众多LED封装应用厂商间接受益广东LED照明政策;
- **市场无需过度担心公司库存:** 公司库存中, 市场最为担心跌价的芯片库存目前仅有3亿, 相当1个多月的销量, 在正常范围;
- 我们预计2012-2013年公司实际EPS为0.60和0.91元, 目前PE仅22倍, **二季度公司业绩拐点已经确认, 下半年将更好, 公司有望实现牛股归来, 目标价20元, 强烈推荐!**
- **风险提示:** LED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	3417	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

## 三安光电中报大超预期点评——业绩拐点确认，牛股正在归来

公司公告中期净利润 4.5~4.7 亿，扣非后净利润同比增长超过 90%，大超市场预期；

1、**公司中报大超预期，业绩拐点确认，下半年将更好**——公司中报扣非后净利润同比增长超过 90%，大超市场预期，经过我们详细计算，公司上半年收入在 14 亿左右，主营业务净利润在 3 亿左右，而随着二季度末公司达到满产，下半年公司毛利率将上升，费用率将下降，我们预计公司下半年收入将达到近 20 亿元，主营业务净利润将达到约 5 亿，**正如我们 5 月 20 号《三安光电深度报告——业绩拐点至，牛股归去来》所判断，公司二季度已经正式确认业绩拐点，未来向上趋势确定，做为曾经的牛股，有望实现王者归来；**

2、**放眼四望，国内已无敌手，朝世界龙头挺进**——1) 公司借力资本市场和各地政府支持，经历近两年的规模扩张和技术攻关，已经确立国内 LED 芯片绝对龙头地位，放眼四望，国内已无敌手，目前国内其他 LED 芯片企业如德豪润达目前到位 MOCVD 设备仅 20 台左右，下游反馈也不佳，华灿和士兰微等仍以 LED 显示屏芯片为主，并且其中报严重低于预期，和三安在蓝光 LED 芯片领域彪悍的市场风格有关，也进一步证实三安行业地位；2) 近一年来，公司在技术、规模和管理等各方面都进步很大，和世界级龙头企业如晶电、Cree 等差距在不断缩小，公司目标远大，未来将继续朝世界龙头企业挺进；

3、**三安将成为国家 LED 芯片 80% 国产化战略最主要载体**——国家 LED 十二五规划提出国产化芯片率要达到 80%，我们认为以目前形势判断，三安光电将成为这一国家战略的最主要载体，在未来几年时间内，三安在各方面必将继续进步，力争实现这一国家战略，而且可以预期的是，三安必将继续受到各级政府的大力扶持；

4、**三安市场认可度和份额仍在快速提升**——经过我们不断和下游 LED 应用厂商如瑞丰光电、长方照明、聚飞光电、鸿利光电、国星光电和雷曼光电、洲明科技和万邦光电等沟通和确认，凭借性价比、本土优势和公司对销售和质量越来越

- 重视，三安光电市场认可度和份额仍在快速提升，我们后续将重点跟踪三安光电大功率 LED 照明芯片是否能成功突破进入勤上光电供应体系；
- 5、由于公司已经逐渐成为广东众多 LED 封装应用企业芯片主力供应商，公司将间接受益广东 LED 照明大政策；
- 6、目前 LED 照明和背光芯片供应仍然偏紧---目前 LED 照明和背光源芯片供应紧张，晶电产能缺口 20%~30%，三安光电满产后仍然供不应求，我们预计三季度 LED 芯片价格将保持稳定；
- 7、市场无需担心公司库存---二季度公司虽然库存仍在 9 亿，但其中市场最为担心跌价的芯片库存已经下降到 3 亿左右，以公司目前芯片销量计算，仅 1 个多月的库存，属于正常水平，其余库存为 LED 路灯和太阳能产品，基本不存在跌价准备，我们认为市场对公司库存无需过度担心；
- 8、近期受 LED 板块影响，公司股价有所回调，已经接近公司高管此前大举增持价格区间 10~12 元，明显被低估；
- 9、我们预计 2012~2013 年公司实际 EPS 为 0.60 和 0.91 元，目前 PE 仅 22 倍，**二季度公司业绩拐点已经确认，下半年将更好，公司有望实现牛股归来，目标价 20 元，强烈推荐！**

**附：财务预测表**
**资产负债表**

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

**现金流量表**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>经营活动现金流</b>	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
<b>投资活动现金流</b>	-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
<b>筹资活动现金流</b>	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
<b>现金净增加额</b>	-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
<b>营业收入</b>	1747	3417	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
<b>营业利润</b>	522	850	1601	2166
营业外收入	845	850	500	300
营业外支出	1	0	0	0
<b>利润总额</b>	1367	1700	2101	2466
所得税	306	340	420	493
<b>净利润</b>	1060	1360	1681	1973
少数股东损益	124	153	189	222
<b>归属母公司净利润</b>	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
<b>成长能力</b>				
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%
<b>盈利能力</b>				
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%
<b>偿债能力</b>				
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
<b>营运能力</b>				
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
<b>每股指标(元)</b>				
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
<b>估值比率</b>				
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

王国勋, 中投证券电子研究员, 2010 年 7 月加入中投证券

---

### 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