

# 三安光电 (600703.SH) 元件行业

评级：增持 维持评级

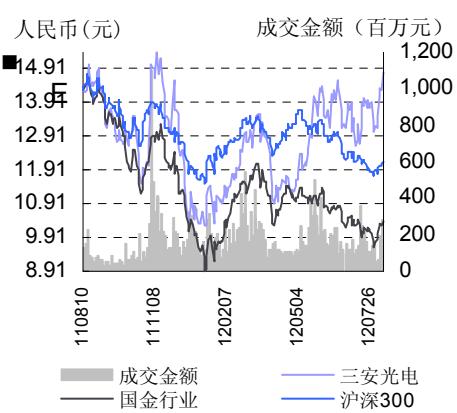
业绩点评

市价（人民币）：14.80元  
目标（人民币）：14.00-15.30元

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)	213.71
年内股价最高最低(元)	15.36/10.25
沪深300指数	2411.70
上证指数	2174.10



## 相关报告

- 《业绩快速增长展现龙头本色》，2012.7.16
- 《产能释放带动业绩快速增长》，2012.4.18
- 《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

## 收入增长提速，芯片毛利率下滑

### 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	1.167
每股净资产(元)	7.40	3.92	2.07	2.49	3.02
每股经营性现金流(元)	0.46	0.60	0.36	0.48	0.40
市盈率(倍)	71.80	16.86	21.09	16.29	12.69
行业优化市盈率(倍)	55.54	22.72	31.14	31.14	31.14
净利润增长率(%)	132.73%	123.29%	8.27%	29.46%	28.38%
净资产收益率(%)	8.63%	16.53%	15.40%	16.62%	17.58%
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

- 公司发布2012年上半年报：2012年上半年实现营业收入13.7亿元，同比增长90.53%；归属于上市公司股东净利润4.66亿元，同比增长1.55%；实现扣非后净利润3.04亿元，同比增长94%；2012年上半年EPS为0.32元，扣非后EPS为0.21元。

### 经营分析

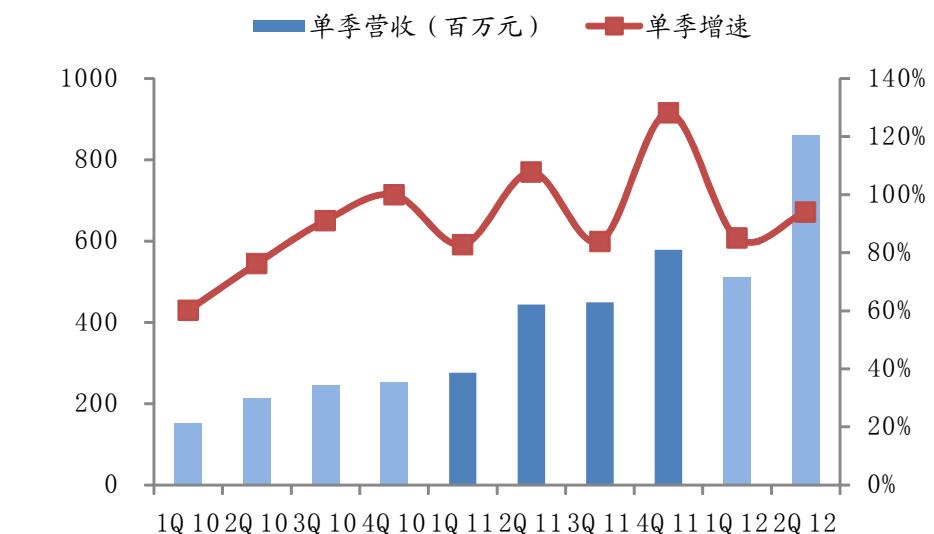
- **产能释放带动收入快速增长：**二季度公司实现营业收入8.6亿元，环比增长68%，同比增长94%，增长呈现加速趋势，随着芜湖基地产能的逐步释放，目前公司达产的MOCVD数量合计已经达到100台，下半年公司仍有30台MOCVD将陆续开出，由于去年下半年芯片业务受价格下跌影响收入规模和上半年持平，我们认为下半年公司收入增速将进一步提升；
- **新产品处于导入期，芯片毛利率持续下降：**LED芯片价格下滑和新规格芯片产品良率的不稳定导致公司LED芯片毛利率继续下滑，剔除高毛利的LED路灯产品，我们预计LED芯片的毛利率在17%左右，较2011年下半年下滑了5个百分点，考虑材料回收的因素，LED芯片业务的毛利率在28%左右，我们认为随着新产品工艺的逐步稳定，公司芯片业务的毛利率在下半年有望小幅回升；
- **需求旺盛，LED芯片存货下降：**公司LED芯片技术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，上半年LED存货下降1.3亿至7.87亿，其中LED库存产品下滑了8千万左右至3.43亿，按照二季度2.2亿/月的销售情况计算，公司的芯片库存下降的1.5个月的正常水平；
- **下游客户资金短缺或影响公司现金流：**二季度公司新增应收票据和应收账款分别为3.5亿元和2.2亿元，目前下游封装行业竞争激烈，部分企业资金状况不佳或影响公司的收入质量。

### 投资建议

- 我们维持公司2012年和2013年实现净利润10.14亿元、13.12亿元的盈利预测，对应EPS分别为0.70元、0.91元，扣非后EPS分别为0.51元、0.70元；目前股价对应PE为2012年的21倍和2013年的16倍，维持“增持”评级；

- **产能开启，营业收入快速增长：**公司 2 季度实现营业收入 8.6 亿元，同比增长 94%，环比增长 68%；随着公司芜湖基地产能的逐步释放，公司目前达产的 MOCVD 数量达到 100 台左右，单月的产能在 2.5 亿元左右，芜湖基地仍有 30 台 MOCVD 产能在陆续释放中，三季度的同比增速有望进一步提升；

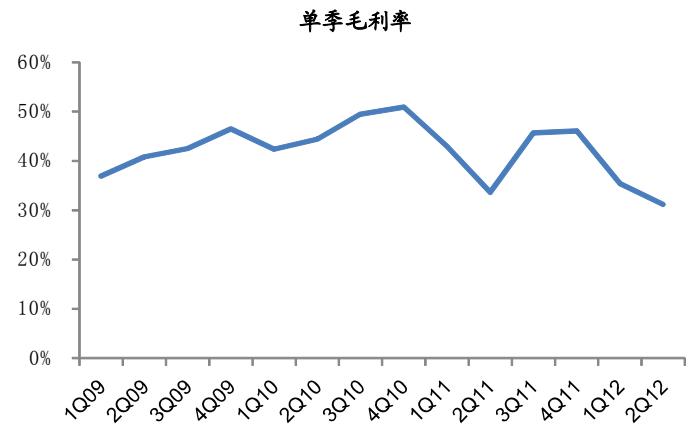
图表1：公司主营业务收入增长



来源：公司公告，国金证券研究所

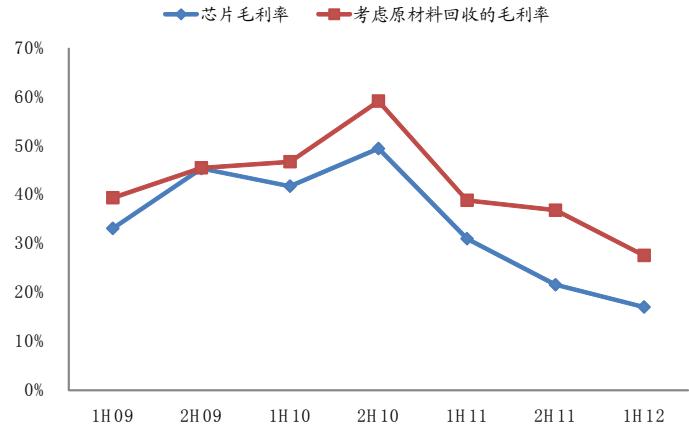
- **LED 芯片毛利率持续下滑：**公司 2012 年上半年 LED 业务毛利率为 27.24%，剔除高毛利的 LED 路灯产品，我们预计 LED 芯片的毛利率在 17% 左右，较 2011 年下半年仍有一定幅度的下滑，而加上原材料回收的利润，LED 芯片业务的实际毛利率在 28% 左右的水平，毛利率下滑一方面源于 LED 芯片价格仍有一定幅度的下滑，另一方面公司新规格的产品良率尚未达到稳定水平，我们认为新产品导入后期芯片的毛利率有望企稳回升；

图表2：综合毛利率变化



来源：公司公告，国金证券研究所

图表3：芯片毛利率变化



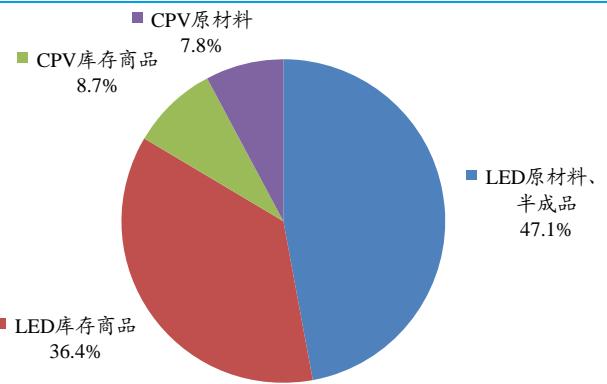
- **LED 存货明显改善：**上半年公司存货 9.42 亿元，其中 LED 存货为 7.87 亿元，相比于 2011 年底下降了 1.3 亿，其中 LED 库存商品为 3.43 亿元，较

2011年底下降了8千万；目前LED库存相当于一个半月的销售量，存货风险大幅降低。

图表4：LED存货变化



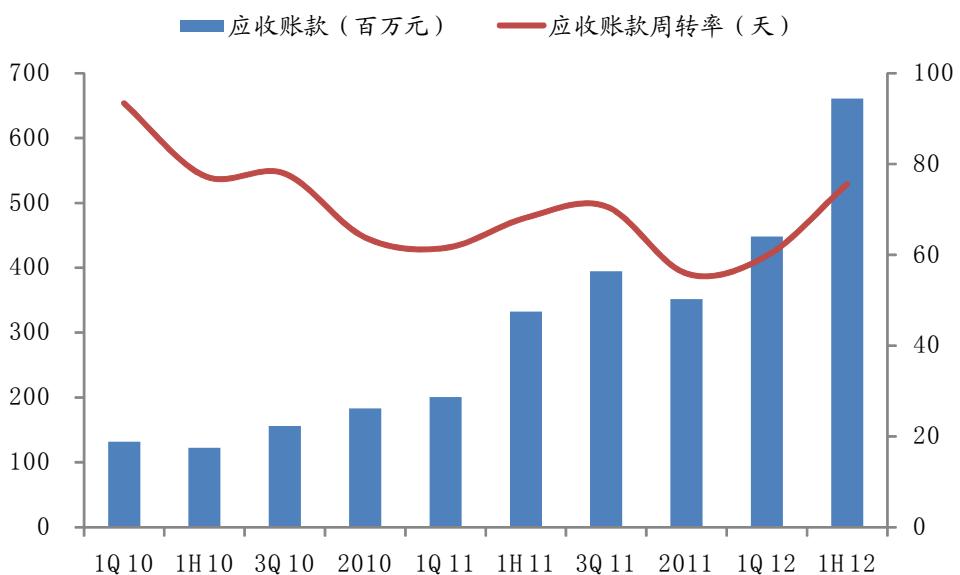
图表5：存货分类比例



来源：公司公告，国金证券研究所

- 随着公司LED芯片业务的快速扩大，应收账款同样快速增长，2季度末公司应收账款6.61亿元，较一季度增长2.22亿元，应收账款周转天数有明显的提升。

图表6：应收账款周转率



来源：公司公告，国金证券研究所

图表7：三张报表

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	4,327	6,349	8,321		货币资金	1,018	1,904	1,454	500	852	2,565
增长率		83.4%	102.6%	147.6%	46.7%	31.1%		应收款项	153	242	479	1,215	1,651	2,266
主营业务成本	-273	-454	-1,008	-2,976	-4,438	-6,063		存货	82	310	918	1,088	1,315	1,628
%销售收入	58.0%	52.6%	57.7%	68.8%	69.9%	72.9%		其他流动资产	47	141	818	895	1,333	1,821
毛利	198	409	739	1,351	1,911	2,258		流动资产	1,301	2,597	3,669	3,698	5,151	8,280
%销售收入	42.0%	47.4%	42.3%	31.2%	30.1%	27.1%		%总资产	63.1%	43.1%	39.0%	32.6%	39.3%	53.4%
营业税金及附加	-5	-5	-5	-12	-18	-23		长期投资	10	58	107	108	107	107
%销售收入	1.0%	0.6%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%		固定资产	623	2,926	4,814	6,844	7,173	6,421
营业费用	-4	-6	-12	-30	-44	-58		%总资产	30.2%	48.6%	51.2%	60.4%	54.7%	41.4%
%销售收入	0.9%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%		无形资产	125	431	800	681	684	686
管理费用	-25	-77	-172	-290	-419	-541		非流动资产	761	3,422	5,740	7,635	7,965	7,215
%销售收入	5.4%	8.9%	9.8%	6.7%	6.6%	6.5%		%总资产	36.9%	56.9%	61.0%	67.4%	60.7%	46.6%
息税前利润(EBIT)	163	321	551	1,018	1,430	1,635		<b>资产总计</b>	<b>2,062</b>	<b>6,019</b>	<b>9,410</b>	<b>11,333</b>	<b>13,117</b>	<b>15,496</b>
%销售收入	34.7%	37.2%	31.6%	23.5%	22.5%	19.7%		短期借款	20	0	427	401	0	0
财务费用	-14	-27	-22	-90	-92	-43		应付款项	77	198	294	1,016	1,510	2,044
%销售收入	3.0%	3.1%	1.2%	2.1%	1.5%	0.5%		其他流动负债	20	-33	-220	68	406	537
资产减值损失	0	-1	-10	-22	-18	-28		流动负债	117	164	502	1,485	1,916	2,582
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0		长期贷款	476	397	1,457	1,457	1,457	1,458
投资收益	0	-1	2	15	5	5		其他长期负债	8	547	1,544	1,500	1,350	1,100
%销售收入	n.a	n.a	0.2%	1.1%	0.3%	0.2%		<b>负债</b>	<b>601</b>	<b>1,108</b>	<b>3,503</b>	<b>4,442</b>	<b>4,723</b>	<b>5,140</b>
营业利润	149	291	522	921	1,325	1,570		<b>普通股股东权益</b>	<b>1,461</b>	<b>4,860</b>	<b>5,665</b>	<b>6,583</b>	<b>7,895</b>	<b>9,580</b>
营业利润率	31.7%	33.8%	29.9%	21.3%	20.9%	18.9%		<b>少数股东权益</b>	<b>0</b>	<b>51</b>	<b>242</b>	<b>307</b>	<b>498</b>	<b>776</b>
营业外收支	56	254	845	400	528	812		<b>负债股东权益合计</b>	<b>2,062</b>	<b>6,019</b>	<b>9,410</b>	<b>11,333</b>	<b>13,117</b>	<b>15,496</b>
税前利润	205	545	1,367	1,321	1,852	2,382								
利润率	43.5%	63.2%	78.2%	30.5%	29.2%	28.6%								
所得税	-25	-114	-306	-242	-349	-419								
所得税率	12.0%	21.0%	22.4%	18.3%	18.9%	17.6%								
净利润	180	431	1,060	1,079	1,503	1,962								
少数股东损益	0	11	124	65	191	278								
归属于母公司的净；	180	419	936	1,014	1,312	1,685								
净利润	38.3%	48.6%	53.6%	23.4%	20.7%	20.2%								
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	
净利润	180	431	1,060	1,079	1,503	1,962	每股指标							
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股收益	0.649	0.639	0.648	0.702	0.909	1.167	
非现金支出	68	102	245	413	617	808	每股净资产	5.262	7.404	3.923	2.072	2.485	3.016	
非经营收益	11	31	13	-272	-417	-714	每股经营现金流	0.914	0.461	0.596	0.356	0.475	0.402	
营运资金变动	-5	-261	-457	-88	-193	-778	每股股利	0.000	0.200	0.300	0.030	0.000	0.000	
经营活动现金净流	254	302	861	1,132	1,510	1,278	回报率							
资本开支	-315	-2,837	-3,655	-1,905	-401	782	净资产收益率	12.33%	8.63%	16.53%	15.40%	16.62%	17.58%	
投资	-10	0	-47	-1	0	0	总资产收益率	8.74%	6.97%	9.95%	8.94%	10.00%	10.87%	
其他	0	542	1,031	15	5	5	投入资本收益率	7.33%	4.78%	5.49%	9.51%	11.78%	11.41%	
投资活动现金净流	-325	-2,295	-2,672	-1,891	-396	787	增长率							
股权募资	801	3,019	78	0	0	0	主营业务收入增长率	120.63%	83.42%	102.56%	147.64%	46.74%	31.06%	
债权募资	198	-99	1,488	-71	-551	-249	EBIT增长率	129.36%	96.82%	71.77%	84.72%	40.43%	14.34%	
其他	-18	-40	-205	-125	-211	-103	净利润增长率	246.11%	132.73%	123.29%	8.27%	29.46%	28.38%	
筹资活动现金净流	981	2,879	1,361	-195	-762	-352	总资产增长率	139.48%	191.89%	56.34%	20.44%	15.74%	18.14%	
现金净流量	910	886	-450	-954	352	1,713	资产管理能力							
							应收账款周转天数	100.6	63.8	55.8	70.0	70.0	75.0	
							存货周转天数	132.9	157.9	222.3	135.0	110.0	100.0	
							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	295.7	249.2	222.9	
偿债能力							偿债能力							
							净负债/股东权益	-35.74%	-30.71%	7.29%	19.71%	7.21%	-10.69%	
							EBIT利息保障倍数	11.7	11.9	25.3	11.3	15.5	38.1	
							资产负债率	29.14%	18.41%	37.22%	39.20%	36.01%	33.17%	

来源：国金证券研究所

### 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	3	4	5	10
增持	0	1	1	1	4
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	1.25	1.22	1.20	1.24

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	增持	12.08	14.00 ~ 15.30
2	2012-04-18	增持	11.75	14.00 ~ 15.30
3	2012-07-16	增持	13.14	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“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



### 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