

三安光电 (600703.SH) 元件行业

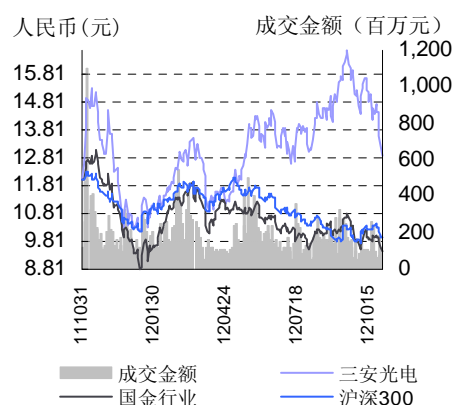
评级: 增持 维持评级
业绩点评

市价 (人民币): 12.90 元

目标 (人民币): 14.30 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)	690.82
总市值(百万元)	186.28
年内股价最高最低(元)	16.69/10.25
沪深 300 指数	2235.85
上证指数	2058.94


相关报告

1. 《收入增长提速,芯片毛利率下滑》, 2012.8.10
2. 《业绩快速增长展现龙头本色》, 2012.7.16
3. 《产能释放带动业绩快速增长》, 2012.4.18

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

LED 芯片业务稳定, 聚光光伏带动营收增长

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	0.654	0.789	0.969
每股净资产(元)	7.40	3.92	2.05	2.41	2.85
每股经营性现金流(元)	0.46	0.60	0.26	0.34	0.39
市盈率(倍)	71.80	16.86	19.72	16.36	13.31
行业优化市盈率(倍)	55.54	22.72	28.69	28.69	28.69
净利润增长率(%)	132.73%	123.29%	0.92%	20.55%	22.88%
净资产收益率(%)	8.63%	16.53%	14.50%	14.88%	15.46%
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 年三季报: 实现营业收入 23.5 亿元, 同比增长 101%; 实现营业利润 4.32 亿元, 同比增长 26%; 归属于上市公司股东净利润 6.67 亿元, 同比增长 14%, 对应 EPS 为 0.46 元。

经营分析

- **营业收入保持快速增长, LED 路灯确认低于预期:** 公司三季度实现销售收入 9.8 亿元, 同比增长 118%, 环比增长 14%, 三季度销售进一步增长的主要原因是聚光光伏产品实现销售约 2.3 亿元, 而 LED 芯片销售约为 6.3 亿元, 基本保持稳定的增长, 而 LED 路灯收入确认低于预期使得利润增速放缓;
- **三季度毛利率大幅变动源于产品结构的变化, LED 芯片毛利率稳定:** 公司三季度单季毛利率仅为 18.8%, 较上半年 32.8% 的毛利率大幅下滑 14%, 下滑主要源自于三季度产品销售结构的变化, 其中高毛利率的 LED 路灯产品销售规模约为 5000-6000 万元左右, 而负毛利的聚光光伏产品销售规模为 2.3 亿元, 按照三季度的收入构成估算, LED 芯片产品的毛利率维持在 17%-18% 的稳定水平, 加上材料回收后的 LED 芯片业务毛利率控制在 30% 左右的正常水平;
- **4 季度收入增速将进一步提升:** 公司目前 110 台左右 MOCVD 设备稳定量产中。公司三季度 LED 路灯产品销售低于预期, 而根据合同公司 2012 年约有 6.4 亿的路灯产品执行销售, 同时 50MW 聚光光伏产品将在年内确认销售, 因此我们预计公司 4 季度公司的收入确认将进一步提速;
- **公司经营现金流有待改善:** 前三季度公司经营现金流为-2.27 亿元, 而应收账款和应收票据合计较年初增加了 10.27 亿, 尽管 6.7 亿元为应收票据, 但那时考虑到下游 LED 封装厂较为分散且竞争激烈, 我们认为公司存在一定的坏账风险。

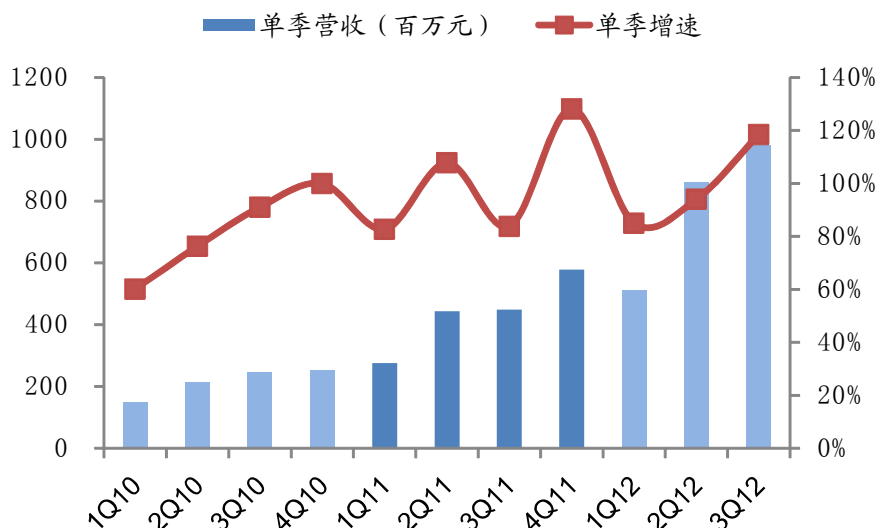
盈利调整与投资建议

- 由于公司 LED 芯片业务毛利率未见明显回升, 我们调整公司 2012-2014 年的盈利预测分别为 0.65 元、0.79 元和 0.97 元, 目前股价对应 2012 年的 19 倍和 2013 年的 16 倍, 维持“增持”评级;

财务数据分析

- **三季度销售继续保持快速增长：**公司三季度单季实现营业收入 9.8 亿元，较去年同期增长 118%，环比增长 14%，三季度收入增速进一步提升的主要原因在于子公司聚光光伏产品开始销售，预计三季度实现销售收入 2.3 亿元；

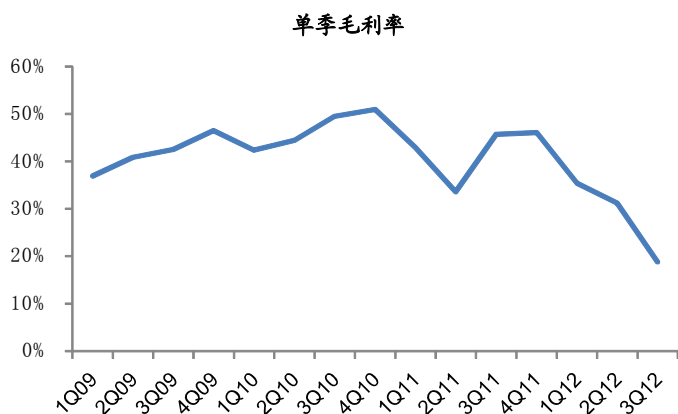
图表1：公司主营业务收入增长



来源：公司公告，国金证券研究所

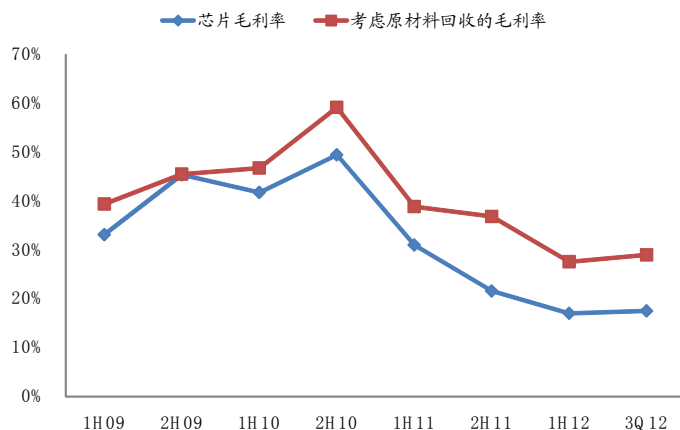
- **毛利率大幅下滑源于产品结构的变化：**公司三季度毛利率仅为 18.8%，较 2012 年上半年的 32.8% 大幅下滑 14 个百分点，我们判断公司毛利率下滑的主要原因是高毛利的 LED 路灯确认比例减少以及低毛利的聚光光伏产品出货增加。
- **前三季度公司收到政府补助较上半年多了 1 亿，**其中公告金额为 0.72 亿元，我们判断 2800 万元的差额主要来自于聚光光伏的销售补贴，按照协议公司每销售 1W 聚光光伏组件将享受 1.4 元的政府补助，公司聚光光伏产品不含税售价约为 11.62 元/W，我们判断公司三季度实现聚光光伏销售 20 MW 左右，对应销售金额约为 2.3 亿元；芯片产品按照一台 MOCVD 每年 2500 万元的产值，我们预计公司三季度芯片销售规模在 6.3 亿左右，而按照 12% 左右的芯片成本比重，对应的材料销售约为 6000~7000 万左右，由此预计三季度确认的 LED 路灯订单约为 5000~6000 万。
- **LED 芯片毛利率企稳：**上半年公司 LED 芯片的毛利率在 17% 左右，由于材料销售和 LED 路灯的毛利率相对稳定，在 98% 和 65% 左右，而聚光光伏产品虽然上半年毛利率为 3%，但是考虑到量产后前期的费用的摊销，我们预计毛利率在 -15% 左右，按照三季度的收入构成估算，LED 芯片的毛利率维持在 17%~18% 的水平，考虑材料回收后 LED 芯片业务的毛利率在 30% 左右的正常水平。

图表2：综合毛利率变化



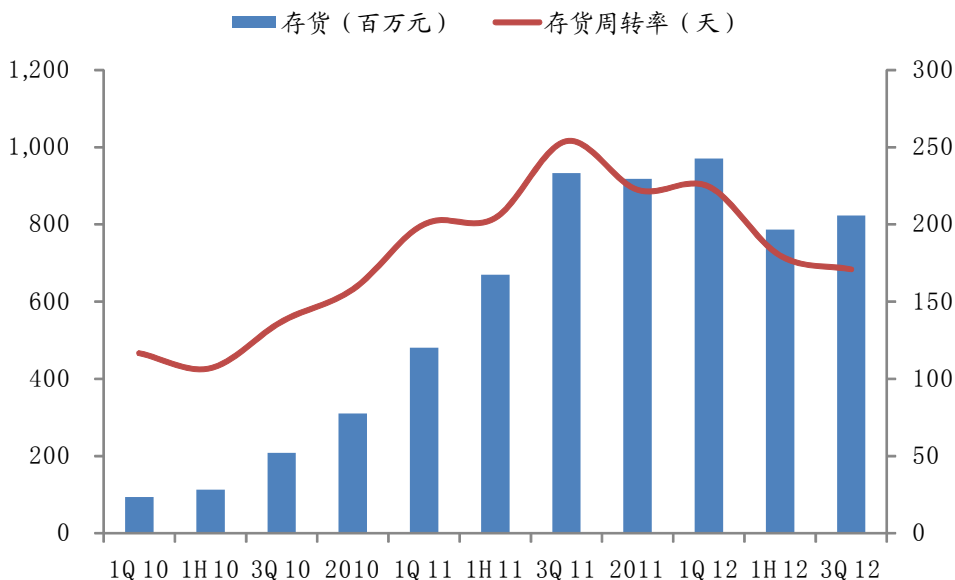
来源：公司公告，国金证券研究所

图表3：芯片毛利率变化



- **存货水平稳定：**上半年公司存货 9.67 亿元，较上半年小幅增长 2600 万元，增加幅度有限，按照 LED 存货占比 85%计算，LED 存货约为 8.2 亿元，而假设 LED 库存商品仍旧占存货的 40%左右计算，目前的库存约为一个半月的销量，存货风险不大。

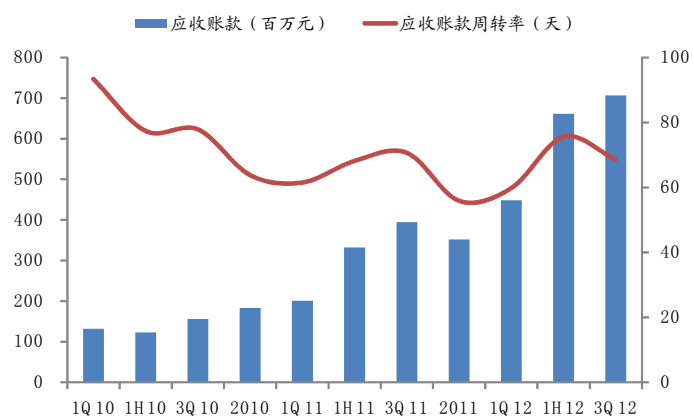
图表4：LED 存货估计



来源：国金证券研究所

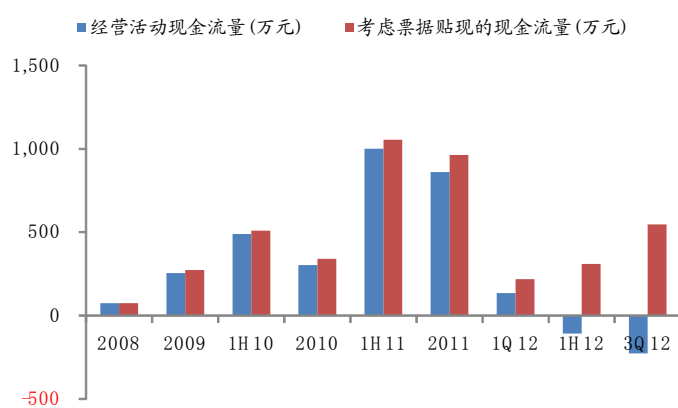
- **经营现金流有待改善：**随着公司 LED 芯片业务的快速扩大，应收项目同样快速增长，前三季度公司经营现金流为-2.27 亿元，而应收账款和应收票据合计数较年初增加了 10.27 亿，尽管其中 6.7 亿为应收票据，风险相对较小，但是考虑到下游 LED 封装厂较为分散且竞争激烈，我们认为公司存在一定的坏账风险。

图表5: 应收账款周转率



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表6: 经营活动现金流量



盈利预测调整

- 2012 年 LED 芯片价格下跌幅度仍然较大，规模效应形成后公司 LED 芯片业务毛利率未见大幅提升，考虑到加上材料回收业务后公司芯片业务毛利率仍然在 30%左右的正常水平，我们调整公司今年 LED 芯片业务的毛利率至 18%，明年毛利率假设为 20%；
- 上半年公司聚光光伏产品毛利率为 3%，但计入前期的费用后 3 季度毛利率在-15%左右，我们调整今年聚光光伏业务毛利率至-12%；
- 公司前三季度营业外收入 4.32 亿元，其中直接的政府补助为 2.32 亿元，比我们之前预期的多了 1 亿元，我们调整了营业外收入至 5.4 亿元；
- 我们调整公司 2012-2014 年的盈利预测分别为 0.65 元、0.79 元和 0.97 元，扣非后 EPS 分别为 0.34 元、0.55 元和 0.72 元，但是考虑到在可预见的未来几年公司设备补贴款递延收益确认具有持续性，我们认为这一部分补贴可以计入扣非后 EPS，因此扣非后 EPS 分别为 0.44 元、0.69 元和 0.85 元，目前股价对应 2012 年的 19 倍和 2013 年的 16 倍，维持“增持”评级；

图表7：营业外收入预测

营业外收入(百万元)	540.33	539.85	823.96
营业外收入	2012E	2013E	2014E
三安光电	147.19	181.25	181.25
科技三项补助	30.00	25.00	25.00
折旧——递延收入确认	117.19	156.25	156.25
三安泉州蓝宝石项目	232.15	0.00	
日芯光伏	160.99	358.60	642.71
科技三项补助			
折旧——递延收入确认	47.35	74.50	74.50
税收优惠&组件销售补贴	113.64	284.10	568.21
合计(百万元)	540.33	539.85	823.96

来源：公司公告，国金证券研究所

图表8: 盈利预测

项 目	2009	2010	2011	1H12	2012E	2013E	2014E
芯片销售							
销售收入(百万元)	421.29	591.32	1,017.80	949.68	2,245.93	3,222.88	3,273.92
增长率(YOY)	953.22%	40.36%	72.12%	92.46%	120.67%	43.50%	1.58%
毛利率	40.50%	46.26%	26.15%	17.00%	18.00%	20.00%	20.00%
销售成本(百万元)	250.65	317.78	751.64	788.24	1,841.66	2,578.30	2,619.14
增长率(YOY)	713.16%	26.78%	136.53%	131.48%	133.64%	40.00%	1.58%
毛利(百万元)	170.64	273.53	266.15	161.45	404.27	644.58	654.78
增长率(YOY)	1759.61%	60.30%	-2.70%	5.57%	150.40%	59.44%	1.58%
占总销售额比重	89.62%	68.55%	58.25%	69.28%	58.16%	55.10%	43.67%
占主营业务利润比重	86.47%	66.92%	36.00%	35.61%	41.27%	42.98%	34.85%
LED应用产品							
销售收入(百万元)	33.57	222.89	580.32	310.00	641.00	495.00	342.00
增长率(YOY)	17571.01%	563.86%	160.36%	65.97%	106.77%	-22.78%	-30.91%
毛利率	41.83%	40.28%	63.39%	60.00%	60.00%	60.00%	40.00%
销售成本(百万元)	19.53	133.11	212.46	124.00	256.40	198.00	205.20
增长率(YOY)	13672.10%	581.53%	59.61%	11.91%	106.77%	-22.78%	3.64%
毛利(百万元)	14.04	89.78	367.87	186.00	384.60	297.00	136.80
增长率(YOY)	29046.38%	539.29%	309.74%	144.79%	106.77%	-22.78%	-53.94%
占总销售额比重	7.14%	25.84%	33.21%	22.61%	16.60%	8.46%	4.56%
占主营业务利润比重	7.12%	21.97%	49.76%	41.03%	39.26%	19.80%	7.28%
聚光光伏产品							
销售收入(百万元)			29.44	5.30	697.44	1,743.59	3,487.18
增长率(YOY)						150.00%	100.00%
毛利率			-40.89%	3.05%	-12.00%	10.00%	20.00%
销售成本(百万元)			41.48	5.14	781.13	1,569.23	2,789.74
增长率(YOY)						100.89%	77.78%
毛利(百万元)			-12.04	0.16	-83.69	174.36	697.44
增长率(YOY)						-308.33%	300.00%
占总销售额比重			1.69%	0.39%	18.06%	29.81%	46.51%
占主营业务利润比重			-1.63%	0.04%	-8.54%	11.63%	37.12%
材料销售							
销售收入(百万元)	11.45	45.89	118.79	105.26	276.25	386.75	392.87
增长率(YOY)	5926.96%	300.75%	158.84%	171.14%	162.45%	40.00%	1.58%
毛利率	86.43%	96.29%	97.95%	99.88%	99.00%	99.00%	99.00%
销售成本(百万元)	1.55	1.70	2.44	0.13	2.76	3.87	3.93
增长率(YOY)	995.98%	9.54%	43.03%	-82.78%	2087.12%	40.00%	1.58%
毛利(百万元)	9.90	44.19	116.35	105.13	273.49	382.88	388.94
增长率(YOY)	20439.90%	346.49%	163.31%	176.03%	160.14%	40.00%	1.58%
占总销售额比重	2.44%	5.32%	6.80%	7.68%	7.15%	6.61%	5.24%
占主营业务利润比重	5.02%	10.81%	15.74%	23.19%	27.92%	25.53%	20.70%
销售总收入(百万元)	470.07	862.61	1747.31	1370.85	3861.61	5849.21	7497.33
销售总成本(百万元)	272.75	453.88	1008.08	917.54	2882.01	4349.46	5618.31
毛利(百万元)	197.33	408.73	739.23	453.31	979.60	1499.75	1879.02
平均毛利率	41.98%	47.38%	42.31%	33.07%	25.37%	25.64%	25.06%

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	二个月内	三月内	六月内
买入	0	1	3	12	17
增持	0	0	1	8	9
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	1.00	1.20	1.36	1.35

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
4 2012-08-10	增持	14.43	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