

日期: 2013 年 3 月 22 日

行业: 电子设备制造业



张涛

021-53519888-1967



zhangtao@shzq.com

执业证书编号: S0870510120023



单佩韦

021-53519888-1950



shanpeiwei@shzq.com

从业证书编号: S0870112020002

基础数据(2013/3/21)

报告日股价(元)	14.21
12mth A 股价格区间(元)	16.81/10.05
总股本(百万股)	1,444.01
无限售 A 股/总股本	88.46%
流通市值(百万元)	18,150.54
每股净资产(元)	4.18
PBR(X)	3.48
DPS(Y12,元)	0.2

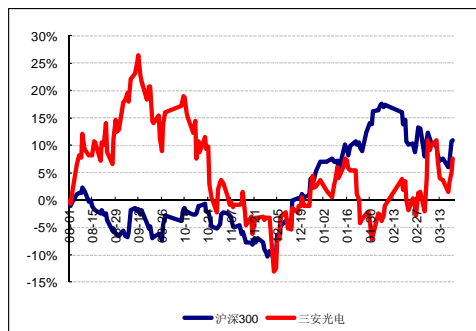
主要股东(2012)

厦门三安电子有限公司	35.02%
福建三安集团有限公司	17.00%
王正荣	3.91%
华安基金公司-工行-江西国际信	3.05%
中国建设银行-银华核心价值优选	2.92%

收入结构(2012)

LED 应用产品	76.85%
高倍聚光太阳能	15.16%
材料销售	7.02%

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



主营放量、盈利能力开始改善

■ 动态事项:

公司发布 2012 年报, 全年实现营业收入 33.63 亿元, 同比增长 92.48%; 归属母公司股东的净利润为 8.19 亿元, 同比减少 13.47%, 每股收益为 0.56 元。公司 12 年扣非净利润为 5.49 亿元, 同比增长 18.94%, 拟每 10 股派 2 元(含税)。

■ 事项点评:

主营放量启动

公司 LED 应用产品和聚光光伏业务的营收大幅增长, 分别同比增加 61.72% 和 1631.66%, 达到 25.84 亿元和 5.09 亿元, 主要系芜湖(一期)项目陆续投产(103 台 MOCVD 已有 92 台进行投产), 日芯光伏的产能增加, 使得销售规模迅速扩大。

Q4 盈利能力有所改善, 规模效应显现

Q3 由于行业产能过剩, 三安实行了低价芯片策略(降价 40% 以上)以淘汰行业落后产能, 使得产品毛利率大幅下滑。随着中大功率芯片的占比提升, 公司盈利能力开始恢复, Q4 单季毛利率回升至 26.34%, 环比提升 7.55 个 pt。聚光光伏业务由于产线磨合问题, 12 年处于亏损状态, 毛利率为 -4.34%, 随着生产工艺优化成本降低, 预期 13 年将开始贡献业绩。公司 12 年的管理费用占营收比例大幅下降至 7.06%, 规模效应逐渐显现, 未来公司的盈利能力会不断改善。

行业需求好转, 龙头优势将加大

目前 LED 行业的需求正逐渐回暖, 三安作为国内 LED 芯片龙头, 已率先完成垂直整合一体化, 产品核心技术向国际水平看齐, 在 LED 照明产品上具备芯片成本优势(中小功率已与晶元相当, 中大功率三安便宜 5%~10%), 营销渠道的先期布局将进一步提升市场份额(瑞丰、鸿利、国星都已开始采用三安芯片), 国内 LED 芯片的地位不可撼动。

应收款项较高存坏账风险, 存货水平偏高

报告期三安的应收账款+应收票据金额高达 14.44 亿元, 占营收比例达到 42.93%, 坏账风险较高, 存货达到 9.27 亿元, 较 1~9 月略降 4.23%, 占营收比重为 27.56%, 前三季在 20 家国内 LED 上市公司中居首, 库存水位较高。

■ 风险提示:

芯片价格持续下降、聚光光伏业务继续亏损、政府补贴大幅减少、应收款项和存货较高风险

■ 投资建议

我们认为公司中大功率芯片的良率爬坡和聚光光伏业务短期会对业绩产生影响，随着 LED 行业逐渐淘汰良莠不齐的落后产能，公司将享受规模效应、领先技术和垂直一体化带来的集中优势，盈利能力将不断改善，向国际一流厂商迈进。

我们预计 2013-15 年公司可实现营业收入同比增长 51.64%、36.88% 和 27.73%；分别实现归属于母公司的净利润同比增长 29.63%、19.86% 和 18.78%；摊薄后 EPS 为 0.73 元、0.87 元和 1.04 元，目前价格对应 13-15 年动态 PE 为 19.54 倍、16.30 倍和 13.73 倍。前期股价的弱势已反映市场对公司业绩不及预期的悲观态度，目前风险已释放，维持三安光电未来 6 个月“跑赢大市”的评级。

■ 数据预测与估值：

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E
营业总收入	3,363.16	5,099.73	6,980.43	8,915.89
年增长率 (%)	92.48%	51.64%	36.88%	27.73%
归属于母公司所有者的净利润	819.05	1,050.08	1,258.64	1,495.04
年增长率 (%)	-13.47%	29.63%	19.86%	18.78%
每股收益 (最新股本摊薄, 元)	0.56	0.73	0.87	1.04
PER (X)	25.33	19.54	16.30	13.73

数据来源：上海证券研究所（股价为 2013 年 3 月 21 日收盘价）

附录：公司利润表预测（单位：万元）

项目（单位：万元）	2012A	2013E	2014E	2015E
一、营业收入	336,316	509,973	698,043	891,589
二、营业总成本	287,121	435,269	589,872	749,808
营业成本	246,335	382,333	520,277	663,591
营业税金及附加	762	1,020	1,396	1,783
销售费用	2,703	4,335	5,864	7,489
管理费用	23,737	32,128	41,883	51,712
财务费用	10,622	12,749	16,753	20,507
资产减值损失	2,963	2,703	3,700	4,725
三、其他经营收益	0	2,040	2,234	2,853
投资净收益	0	2,040	2,234	2,853
四、营业利润	50,983	76,744	110,405	144,634
加：营业外收入	50,603	56,097	48,863	44,579
减：营业外支出	130	255	349	446
五、利润总额	101,456	132,586	158,919	188,768
减：所得税	19,551	26,517	31,784	37,754
六、净利润	81,905	106,069	127,135	151,014
减：少数股东损益	901	1,061	1,271	1,510
归属于母公司所有者的净利润	81,004	105,008	125,864	149,504
七、摊薄 EPS（元）	0.56	0.73	0.87	1.04

数据来源：上海证券研究所

分析师承诺

分析师 张涛 单佩韦

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。