

# 三安光电 (600703.SH) 元件行业

评级：买入 维持评级

业绩点评

市价（人民币）：14.13元  
目标（人民币）：17.30元

长期竞争力评级：高于行业均值

## 市场数据(人民币)

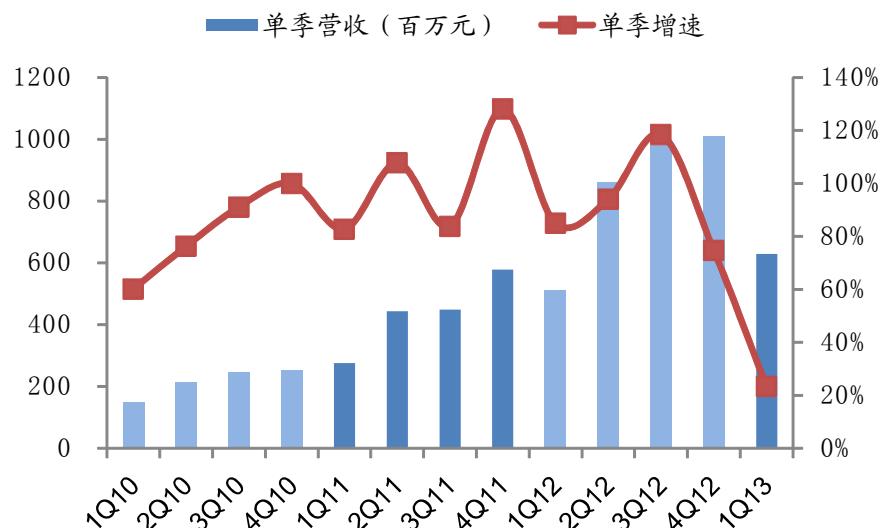
已上市流通A股(百万股)	1,277.31
总市值(百万元)	204.04
年内股价最高最低(元)	16.69/11.25
沪深300指数	2495.58
上证指数	2218.32



## 经营分析

- **产能建设完成，营收稳定增长：**公司芜湖基地产能从 2012 年一季度开始逐季释放，至 2013 年一季度 98 台设备已经投产，产能扩充基本完成，一季度公司营收同比增长 23.3%，扣除应用产品的收入，LED 芯片业务增速约为 30%；

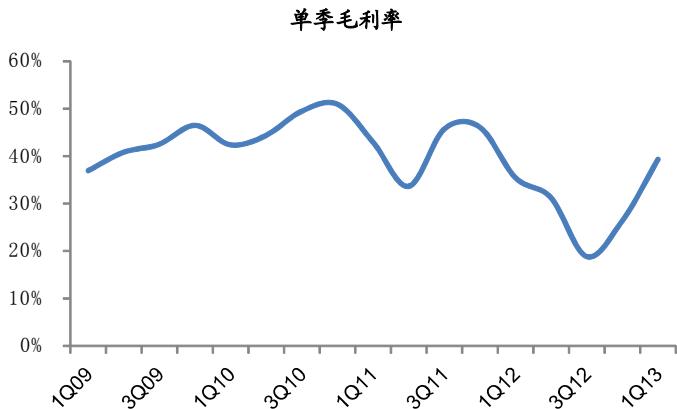
图表1：公司主营业务收入增长



来源：公司公告，国金证券研究所

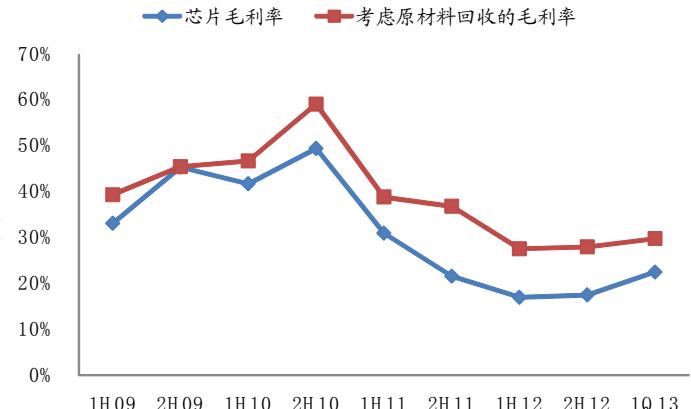
- **产品结构升级，LED 芯片毛利率开始回升：**公司一季度综合毛利率为 39.3%，剔除高毛利的 LED 路灯产品，我们预计 LED 芯片的毛利率在 22% 左右，较 2012 年下半年提升约 3 个百分点，而加上原材料回收的利润，LED 芯片业务的实际毛利率提升至 30% 以上；我们认为公司毛利率提升主要源于规模效应开始显现和产品结构的升级，随着公司下游客户开始逐步渗透 TV 背光市场，高毛利率的背光 LED 芯片比例提升使得公司毛利率开始回升；
- **一季度是 LED 行业的淡季，中小功率白光芯片的价格降幅约为 6%-7%，**随着 2 季度开始照明应用的启动，LED 芯片开始走俏，目前芯片价格已经稳定，由于芯片厂一年 20% 左右的成本降幅可以保障，随着芯片价格的稳定，我们预期公司 LED 芯片业务毛利率将进一步提升；

图表2：综合毛利率变化

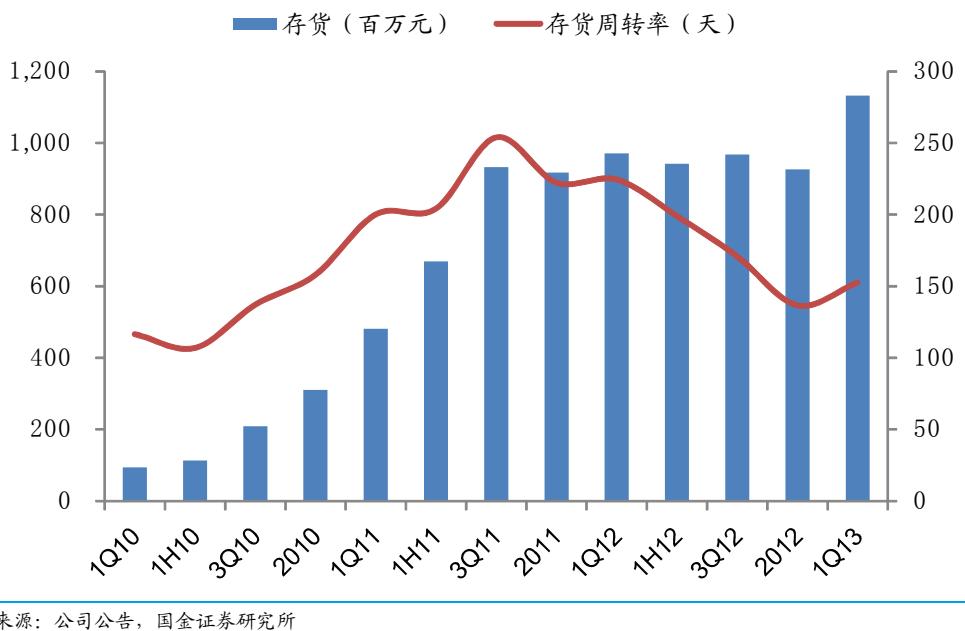


来源：公司公告，国金证券研究所

图表3：芯片毛利率变化

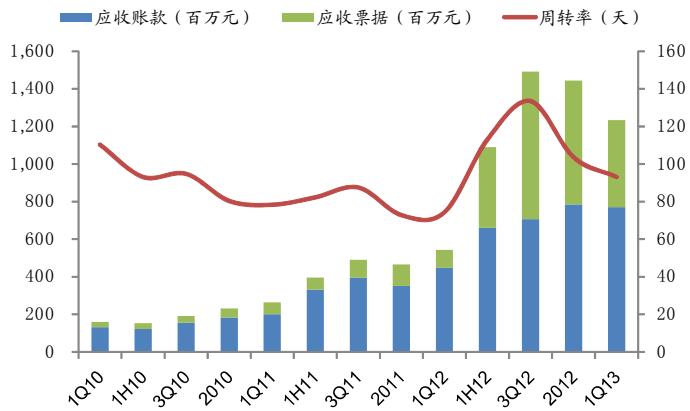


- **一季度存货有所提升：**公司一季度末存货为 11.32 亿，较年底增加了 2 亿，我们认为存货的增加一方面是公司聚光产品受气候影响未能及时安装，我们看到去年聚光产品的出货也集中在下半年，按照一年 50 MW 的产量，预计一季度新增库存 1 亿多元；同时一季度是 LED 行业的淡季，也导致公司 LED 芯片库存有所增加，目前存货周转天数为 150 天左右；

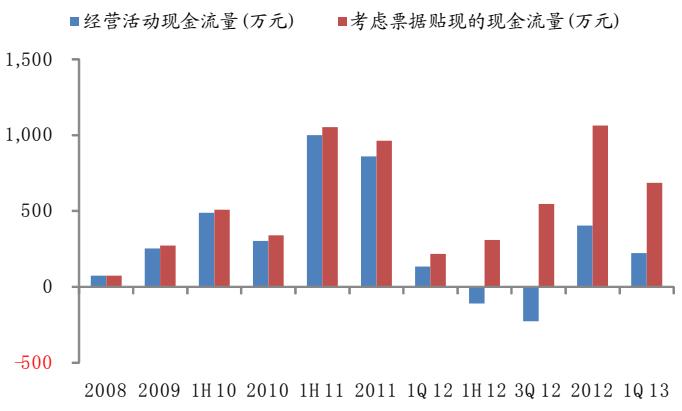
**图表4：LED 存货估计**


来源：公司公告，国金证券研究所

- **应收账款保持稳定，现金流有所改善：**一季度末公司应收账款 7.7 亿元，相比于 2012 年底减少了 1500 万元，基本保持稳定；一季度末公司应收票据为 4.63 亿元，较 2012 年末减少了 2 亿元，应收项目周转率为 93 天，符合行业 3-6 个月账期水平；

**图表5：应收账款和应收票据**


来源：国金证券研究所

**图表6：经营活动现金流量**


## 盈利调整

- 考虑到 2 季度照明用 LED 芯片走俏价格企稳，以及黄金价格的下跌，我们调整了公司 LED 芯片产品的毛利率 1.5 个百分点至 23.5%。（我们预测黄金价格下跌 10%对公司）
- 同时考虑到黄金价格下跌对材料回收业务的影响，调整 2013-2015 年材料回收业务收入分别为 2.55 亿元、3.30 亿元和 3.88 亿元；

图表7：盈利预测

项 目	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>芯片销售</b>						
销售收入（百万元）	591.32	1,017.80	2,134.00	2,880.96	3,580.85	4,113.74
增长率 (YOY)	40.36%	72.12%	109.67%	35.00%	24.29%	14.88%
毛利率	46.26%	26.15%	17.50%	23.50%	23.50%	23.50%
销售成本（百万元）	317.78	751.64	1,760.55	2,203.94	2,739.35	3,147.01
毛利（百万元）	273.53	266.15	373.45	677.03	841.50	966.73
占总销售额比重	68.55%	58.25%	63.81%	64.31%	59.90%	55.72%
占主营业务利润比重	66.92%	36.00%	43.65%	50.05%	52.52%	48.36%
<b>LED应用产品</b>						
销售收入（百万元）	222.89	580.32	450.00	645.00	903.00	1,264.20
增长率 (YOY)	563.86%	160.36%	-22.46%	43.33%	40.00%	40.00%
毛利率	40.28%	63.39%	60.00%	60.00%	35.00%	32.00%
销售成本（百万元）	133.11	212.46	180.00	258.00	586.95	859.66
增长率 (YOY)	581.53%	59.61%	-15.28%	43.33%	127.50%	46.46%
毛利（百万元）	89.78	367.87	270.00	387.00	316.05	404.54
增长率 (YOY)	539.29%	309.74%	-26.60%	43.33%	-18.33%	28.00%
占总销售额比重	25.84%	33.21%	13.46%	14.40%	15.10%	17.12%
占主营业务利润比重	21.97%	49.76%	31.56%	28.61%	19.73%	20.24%
<b>聚光光伏产品</b>						
销售收入（百万元）	29.44	523.08	697.44	1,162.39	1,615.73	
增长率 (YOY)			33.33%	66.67%	39.00%	
毛利率	-40.89%	-4.34%	5.00%	10.00%	15.00%	
销售成本（百万元）	41.48	545.78	662.56	1,046.15	1,373.37	
毛利（百万元）	-12.04	-22.70	34.87	116.24	242.36	
占总销售额比重	1.69%	15.64%	15.57%	19.44%	21.88%	
占主营业务利润比重	-1.63%	-2.65%	2.58%	7.25%	12.12%	
<b>材料销售</b>						
销售收入（百万元）	45.89	118.79	236.22	255.46	330.67	388.29
增长率 (YOY)	300.75%	158.84%	98.86%	8.15%	29.44%	17.43%
毛利率	96.29%	97.95%	99.00%	99.00%	99.00%	99.00%
销售成本（百万元）	1.70	2.44	2.36	2.55	3.31	3.88
毛利（百万元）	44.19	116.35	233.86	252.91	327.36	384.40
占总销售额比重	5.32%	6.80%	7.06%	5.70%	5.53%	5.26%
占主营业务利润比重	10.81%	15.74%	27.33%	18.70%	20.43%	19.23%
销售总收入（百万元）	862.61	1747.31	3344.30	4479.86	5978.26	7383.07
销售总成本（百万元）	453.88	1008.08	2488.75	3127.12	4376.06	5384.00
毛利（百万元）	408.73	739.23	855.55	1352.75	1602.20	1999.07
平均毛利率	47.38%	42.31%	25.58%	30.20%	26.80%	27.08%

来源：国金证券研究所

图表8：三张报表

损益表（人民币百万元）							资产负债表（人民币百万元）						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	863	1,747	3,363	4,480	5,978	7,383							
增长率		102.6%	92.5%	33.2%	33.4%	23.5%							
主营业务成本	-454	-1,008	-2,463	-3,127	-4,376	-5,384							
%销售收入	52.6%	57.7%	73.2%	69.8%	73.2%	72.9%							
毛利	409	739	900	1,353	1,602	1,999							
%销售收入	47.4%	42.3%	26.8%	30.2%	26.8%	27.1%							
营业税金及附加	-5	-5	-8	-11	-15	-18							
%销售收入	0.6%	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%							
营业费用	-6	-12	-27	-36	-48	-59							
%销售收入	0.7%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%							
管理费用	-77	-172	-237	-291	-377	-465							
%销售收入	8.9%	9.8%	7.1%	6.5%	6.3%	6.3%							
息税前利润(EBIT)	321	551	628	1,015	1,163	1,456							
%销售收入	37.2%	31.6%	18.7%	22.6%	19.5%	19.7%							
财务费用	-27	-22	-106	-145	-98	-74							
%销售收入	3.1%	1.2%	3.2%	3.2%	1.6%	1.0%							
资产减值损失	-1	-10	-30	-5	-6	-6							
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0							
投资收益	-1	2	18	15	15	15							
%销售收入	n.a	0.2%	1.8%	1.2%	1.0%	0.8%							
息税前利润													
营业利润	291	522	510	880	1,074	1,391							
营业利润率	33.8%	29.9%	15.2%	19.7%	18.0%	18.8%							
营业外收支	254	845	505	369	445	519							
税前利润	545	1,367	1,015	1,250	1,519	1,910							
利润率	63.2%	78.2%	30.2%	27.9%	25.4%	25.9%							
所得税	-114	-306	-196	-203	-254	-328							
所得税率	21.0%	22.4%	19.3%	16.2%	16.7%	17.2%							
净利润	431	1,060	819	1,047	1,265	1,582							
少数股东损益	11	124	9	46	79	126							
归属于母公司的净	419	936	810	1,001	1,186	1,456							
净利润	48.6%	53.6%	24.1%	22.3%	19.8%	19.7%							
现金流量表（人民币百万元）													
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E							
净利润	431	1,060	819	1,047	1,265	1,582							
少数股东损益	0	0	0	0	0	0							
非现金支出	102	245	441	568	635	690							
非经营收益	31	13	89	-167	-307	-381							
营运资金变动	-261	-457	-944	-363	-1,076	-787							
经营活动现金净流	302	861	405	1,085	516	1,103							
资本开支	-2,837	-3,655	-1,405	157	416	-11							
投资	0	-47	-4	-1	0	0							
其他	542	1,031	113	15	15	15							
投资活动现金净流	-2,295	-2,672	-1,296	171	431	4							
股权募资	3,019	78	0	0	0	0							
债权募资	-99	1,488	1,566	-1,309	-150	-249							
其他	-40	-205	-632	-193	-153	-153							
筹资活动现金净流	2,879	1,361	934	-1,502	-303	-402							
现金净流量	886	-450	43	-246	645	705							

来源：国金证券研究所

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

**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	1	1	5	8	19
增持	0	7	10	11	33
中性	0	0	0	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	<b>1.00</b>	<b>1.78</b>	<b>1.71</b>	<b>1.68</b>	<b>1.67</b>

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
3 2012-07-16	增持	13.14	14.00 ~ 15.30
4 2012-08-10	增持	14.43	14.00 ~ 15.30
5 2012-10-29	增持	12.90	N/A
6 2012-11-12	增持	13.10	N/A
7 2012-12-13	增持	12.50	N/A
8 2013-03-23	增持	14.41	14.90 ~ 14.90

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。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

**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 6793  
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn  
邮编：100053  
地址：中国北京西城区长椿街 3 号 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

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

[www.jztzw.net](http://www.jztzw.net)