

三安光电 (600703.SH) 元件行业

评级：买入 维持评级

公司点评

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

三安光电非公开增发预案点评

事件

公司公告非公开增发预案：拟向不超过 10 名特定对象非公开发行不超过 20,860 万股，定增价格不低于 15.82 元，募集资金不超过 33 亿元用于芜湖光电产业化二期项目和补充流动资金，其中三安集团以现金方式认购增发股票数量的 10%。

评论

LED 芯片紧俏，供应出现瓶颈：LED 照明需求的启动使得 LED 照明芯片出现供给的瓶颈，目前晶电、璨圆、三安等一线厂商都已经满产，但是 5 月份仍然出现订单倒挂的现象，加上下游封装厂基于现有订单正在加速扩产，我们认为 LED 芯片需求具备持续性；

非公开增发支撑公司成长性：公司拥有 2 寸片 MOCVD 设备 141 台，有效产能约 130 台，目前除少数技改设备以外已经全部满产；本次定增方案规划新建 LED 外延片产能 122.3 万片（以 4 寸外延计算），即新增 100 台 4 寸片 MOCVD 设备（产能约为 54 片机的 1.25 倍），如果本次定增方案顺利实施，公司的 LED 芯片产能将新增一倍；考虑到短期内 LED 照明芯片紧俏，我们认为公司不排除利用自有资金率先采购设备，由于芜湖基地的厂房已经准备就绪，我们认为部分新增产能在今年就有望陆续贡献业绩；

技术比肩台湾一线厂商，公司芯片销售无忧：经过多年研发投入，公司 LED 芯片技术已经达到台湾一线厂商的水平，从 2012 年开始公司 LED 芯片产品逐步受到国内一线上市封装厂的认可，2013 年开始无论照明、背光封装厂商的芯片采购加速向公司转移，公司 LED 芯片的市占率快速提升，公司芜湖二期 4 寸片项目将进一步提升公司的成本优势，巩固 LED 芯片龙头地位；

积极推进国际化进程：本次增发方案除了募资用于扩充产能外，同时补充 5 亿元流动资金用于公司国际化的战略，公司 2012 年底公告了拟使用 23.52 亿新台币（约合 4.8 亿人民币）收购台湾第二大 LED 外延厂璨圆光电，通过国际化的战略公司有望进一步提升自身的技术实力同时绕过专利壁垒，使得公司跻身国际 LED 大厂的行列；

盈利调整

不考虑增发：由于短期芯片紧俏且 LED 照明需求确立，我们认为今年 LED 芯片的价格到 3 季度都将保持相对稳定，在不考虑公司定增的情况下，我们认为公司也将利用自有资金扩充产能，我们上调公司 2013/2014 年业绩分别为 0.744 元和 0.960 元；

考虑增发：假设公司定增价 15.82 元，公司定增项目在 2014 年和 2015 年分别贡献有效产能 30 台和 70 台，预测公司 2013-2015 年摊薄后 EPS 分别为 0.744 元、0.859 元和 1.129 元，对应三年复合增速为 32%；

投资建议

我们维持公司“买入”评级，6-12 个月目标价位上调至 26 元，对应 $35 \times 13PE$ 。

公司盈利预测及说明

图表1：盈利预测

项 目	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
芯片销售						
销售收入（百万元）	591.32	1,017.80	2,134.00	3,135.70	4,072.96	5,133.11
增长率 (YOY)	40.36%	72.12%	109.67%	46.94%	29.89%	26.03%
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	2,398.81	3,115.81	3,926.83
毛利（百万元）	273.53	266.15	373.45	736.89	957.15	1,206.28
占总销售额比重	68.55%	58.25%	63.81%	65.86%	61.53%	58.79%
占主营业务利润比重	66.92%	36.00%	43.65%	51.21%	51.63%	49.20%
LED应用产品						
销售收入（百万元）	222.89	580.32	450.00	645.00	999.75	1,499.63
增长率 (YOY)	563.86%	160.36%	-22.46%	43.33%	55.00%	50.00%
毛利率	40.28%	63.39%	60.00%	60.00%	40.00%	35.00%
销售成本（百万元）	133.11	212.46	180.00	258.00	599.85	974.76
毛利（百万元）	89.78	367.87	270.00	387.00	399.90	524.87
占总销售额比重	25.84%	33.21%	13.46%	13.55%	15.10%	17.17%
占主营业务利润比重	21.97%	49.76%	31.56%	26.89%	21.57%	21.41%
聚光光伏产品						
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%	14.65%	17.56%	18.50%
占主营业务利润比重		-1.63%	-2.65%	2.42%	6.27%	9.89%
材料销售						
销售收入（百万元）	45.89	118.79	236.22	282.11	383.36	481.97
增长率 (YOY)	300.75%	158.84%	98.86%	19.43%	35.89%	25.72%
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	2.82	3.83	4.82
毛利（百万元）	44.19	116.35	233.86	279.29	379.53	477.15
占总销售额比重	5.32%	6.80%	7.06%	5.93%	5.79%	5.52%
占主营业务利润比重	10.81%	15.74%	27.33%	19.41%	20.47%	19.46%
销售总收入（百万元）	862.61	1747.31	3344.30	4761.25	6619.82	8731.55
销售总成本（百万元）	453.88	1008.08	2488.75	3322.26	4765.95	6279.86
毛利（百万元）	408.73	739.23	855.55	1438.99	1853.87	2451.70
平均毛利率	47.38%	42.31%	25.58%	30.22%	28.00%	28.08%

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

图表2：三张报表

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	4,761	6,676	8,806							
增长率		102.6%	92.5%	41.6%	40.2%	31.9%							
主营业务成本	-454	-1,008	-2,463	-3,322	-4,809	-6,337							
%销售收入	52.6%	57.7%	73.2%	69.8%	72.0%	72.0%							
毛利	409	739	900	1,439	1,867	2,469							
%销售收入	47.4%	42.3%	26.8%	30.2%	28.0%	28.0%							
营业税金及附加	-5	-5	-8	-12	-17	-22							
%销售收入	0.6%	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%							
营业费用	-6	-12	-27	-38	-53	-70							
%销售收入	0.7%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%							
管理费用	-77	-172	-237	-286	-387	-493							
%销售收入	8.9%	9.8%	7.1%	6.0%	5.8%	5.6%							
息税前利润(EBIT)	321	551	628	1,103	1,410	1,884							
%销售收入	37.2%	31.6%	18.7%	23.2%	21.1%	21.4%							
财务费用	-27	-22	-106	-147	-68	-17							
%销售收入	3.1%	1.2%	3.2%	3.1%	1.0%	0.2%							
资产减值损失	-1	-10	-30	-5	-7	-8							
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%	0.8%	0.6%							
息税前利润	321	551	628	1,103	1,410	1,884							
营业利润	291	522	510	967	1,350	1,873							
营业利润率	33.8%	29.9%	15.2%	20.3%	20.2%	21.3%							
营业外收支	254	845	505	369	445	519							
税前利润	545	1,367	1,015	1,336	1,795	2,392							
利润率	63.2%	78.2%	30.2%	28.1%	26.9%	27.2%							
所得税	-114	-306	-196	-216	-296	-401							
所得税率	21.0%	22.4%	19.3%	16.1%	16.5%	16.7%							
净利润	431	1,060	819	1,120	1,500	1,992							
少数股东损益	11	124	9	46	79	126							
归属于母公司的净	419	936	810	1,074	1,420	1,866							
净利润	48.6%	53.6%	24.1%	22.6%	21.3%	21.2%							
现金流量表（人民币百万元）							比率分析						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	431	1,060	819	1,120	1,500	1,992	每股指标						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股收益	0.639	0.648	0.561	0.744	0.859	1.129
非现金支出	102	245	441	568	691	829	每股净资产	7.404	3.923	4.184	4.728	6.950	8.079
非经营收益	31	13	89	-167	-307	-381	每股经营现金流	0.461	0.596	0.280	0.661	0.330	0.709
营运资金变动	-261	-457	-944	-567	-1,338	-1,268	每股股利	0.000	0.200	0.300	0.200	0.000	0.000
经营活动现金净流	302	861	405	955	545	1,172	回报率						
资本开支	-2,837	-3,655	-1,405	157	-584	-511	净资产收益率	8.63%	16.53%	13.41%	15.73%	12.37%	13.98%
投资	0	-47	-4	-1	0	0	总资产收益率	6.97%	9.95%	6.96%	9.46%	8.99%	10.51%
其他	542	1,031	113	15	15	15	投入资本收益率	4.78%	5.49%	5.20%	9.96%	8.39%	9.79%
投资活动现金净流	-2,295	-2,672	-1,296	171	-569	-496	增长率						
股权募资	3,019	78	0	0	3,238	0	主营业务收入增长率	83.42%	102.56%	92.48%	41.57%	40.21%	31.91%
债权募资	-99	1,488	1,566	-1,309	-150	-249	EBIT增长率	96.82%	71.77%	13.88%	75.75%	27.77%	33.62%
其他	-40	-205	-632	-193	-442	-153	净利润增长率	132.73%	123.29%	-13.47%	32.61%	32.23%	31.37%
筹资活动现金净流	2,879	1,361	934	-1,502	2,647	-402	总资产增长率	191.89%	56.34%	23.73%	-2.44%	39.03%	12.42%
现金净流量	886	-450	43	-376	2,623	274	资产管理能力						
							应收账款周转天数	63.8	55.8	61.7	60.0	60.0	60.0
							存货周转天数	157.9	222.3	136.6	130.0	120.0	110.0
							应付账款周转天数	88.7	78.4	54.9	40.0	30.0	30.0
							固定资产周转天数	380.2	515.9	478.0	351.2	297.3	234.4
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-30.71%	7.29%	31.04%	14.72%	-13.27%	-13.33%
							EBIT利息保障倍数	11.9	25.3	5.9	7.5	20.8	109.8
							资产负债率	18.41%	37.22%	45.95%	37.28%	24.88%	21.96%

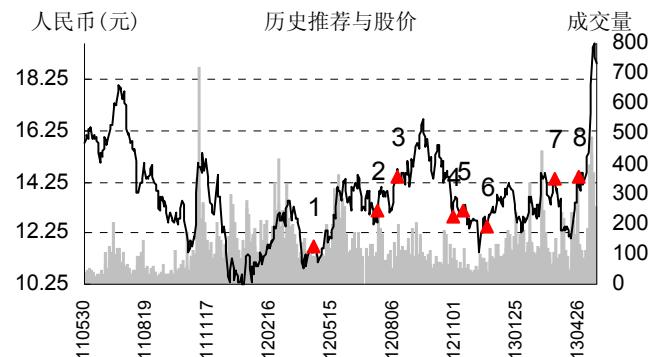
来源：国金证券研究所

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2012-04-18	增持	11.75	14.00 ~ 15.30
2	2012-07-16	增持	13.14	14.00 ~ 15.30
3	2012-08-10	增持	14.43	14.00 ~ 15.30
4	2012-10-29	增持	12.90	N/A
5	2012-11-12	增持	13.10	N/A
6	2012-12-13	增持	12.50	N/A
7	2013-03-23	增持	14.41	14.90 ~ 14.90
8	2013-04-25	买入	14.43	17.30 ~ 17.30

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

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