

2015年03月24日

证券研究报告·公司研究·电子

三安光电(600703) 2014年年报点评

增持(维持)

当前价: 19.51元

目标价: 24.00元



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

持续扩大LED芯片产能，切入半导体器件领域

西南证券研究发展中心

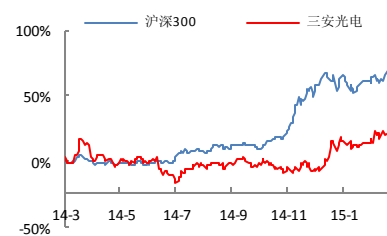
分析师: 李孝林

执业证号: S1250513090002

电话: 023-63786247

邮箱: lixl@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

基础数据

| | |
|-------------|-------------|
| 总股本(亿股) | 23.93 |
| 流通A股(亿股) | 23.7 |
| 52周内股价区间(元) | 12.43-19.85 |
| 总市值(亿元) | 466.89 |
| 总资产(亿元) | 170.17 |
| 每股净资产(元) | 4.73 |

相关研究

1. 三安光电(600703): 紫金矿业大单, 进一步强化下游应用 (2013-12-27)

- **业绩总结:** 2014年, 公司实现营业收入45.8亿元, 同比增长22.7%; 归属于上市公司股东的净利润14.6亿元, 同比增长41.1%; 扣非后的净利润11.2亿元, 同比增长48.1%; 基本每股收益0.61元。公司拟向全体股东每10股派发现金股利2元(含税)。同时, 公司发布了定增预案, 拟发行股份不超过2.35亿股, 募集资金不超过39亿元, 用于厦门光电产业化(二期)和通讯微电子器件(一期)项目, 其中三安集团承诺以现金认购10%的股份, 锁三年。
- **业绩快速增长, 盈利能力持续提升。** 2014年, 受益于下游LED照明的快速放量, LED芯片产业格局的稳定, 公司产能得到充分释放, MOCVD设备基本处于满产状态, 带来销售收入的快速增长。同时, 随着LED芯片价格降幅收窄, 以及公司利用自身技术改善产品结构, 提高设备运转效率, 降低生产成本, 公司毛利率水平持续上升, 14年综合毛利率水平45%, 较去年上升9个百分点, 导致净利润增速明显高于营收。
- **持续扩充LED芯片产能, 直逼全球龙头。** 厦门光电产业化(二期)项目总投资36.5亿元, 为持续扩充公司LED芯片产能。目前, 公司MOCVD设备170台, 除研发机台外全部满产。14年下半年, 公司分别向VEECO和AXITRON订购了50台新型MOCVD设备, 折合2英寸54片机相当于200台, 在现有产能上进一步翻番。项目建成后, 将形成超高亮度LED蓝、绿光外延片产能122.3万片/年(4英寸计), 达产后年销售收入31.7亿元, 净利润6.6亿元。届时, 公司MOCVD设备将达到370台, 直逼全球龙头晶电。
- **基于半导体材料技术积累, 切入半导体器件领域。** 公司通讯微电子器件(一期)项目总投资30亿元, 主要从事砷化镓高速半导体器件和氮化镓高功率半导体器件的生产, 项目将形成通讯用外延片36万片/年(6英寸)的产能。砷化镓/氮化镓属于半导体器件主要应用于微波集成电路及其他高压、高功率领域, 如手机基站、WIFI、GPS导航、光纤通讯、相阵雷达等, 未来进口替代空间大。
- **盈利预测及评级:** 预计公司2015-16年EPS分别为0.80元、1.05元, 对应PE为24倍、19倍。考虑公司在国内LED芯片行业的龙头地位, 积极扩充产能, 同时向半导体器件领域延伸, 维持公司“增持”评级。
- **风险提示:** 下游LED照明渗透率不及预期的风险; LED芯片价格下跌的风险; 定增项目进展不及预期的风险。

| 指标年度 | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 4579.67 | 5724.58 | 7441.96 | 9674.54 |
| 增长率 | 22.71% | 25.00% | 30.00% | 30.00% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 1462.33 | 1910.57 | 2502.72 | 3087.87 |
| 增长率 | 41.15% | 30.65% | 30.99% | 23.38% |
| 每股收益EPS(元) | 0.61 | 0.80 | 1.05 | 1.29 |
| 净资产收益率ROE | 12.92% | 11.60% | 13.82% | 15.33% |
| PE | 31.93 | 24.44 | 18.66 | 15.12 |
| PB | 4.12 | 2.83 | 2.58 | 2.32 |

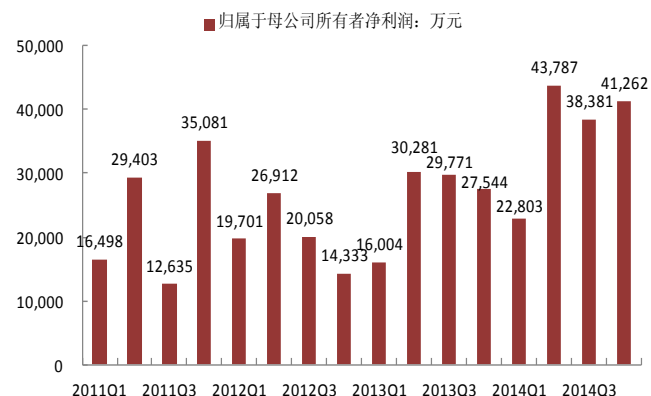
数据来源: 公司公告, 西南证券

图 1：公司单季度营业收入情况



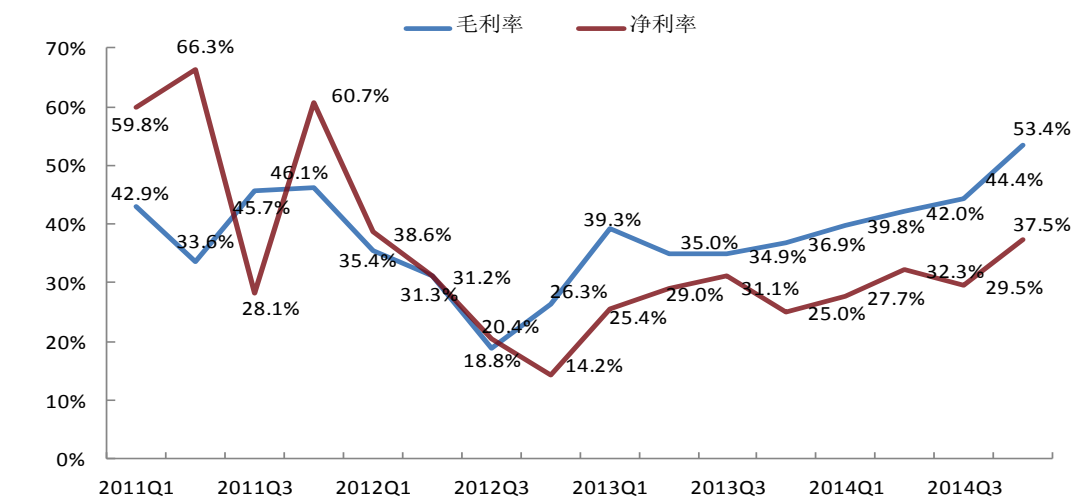
数据来源: Wind,西南证券

图 2：公司单季度净利润情况



数据来源: Wind,西南证券

图 3：公司单季度毛利率与净利率走势



数据来源: Wind,西南证券

附表：财务预测与估值

| 利润表（百万元） | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E | 现金流量表（百万元） | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E |
|---------------|----------|----------|----------|----------|--------------------|----------|----------|---------|----------|
| 营业收入 | 4579.67 | 5724.58 | 7441.96 | 9674.54 | 净利润 | 1510.46 | 1973.45 | 2585.10 | 3189.51 |
| 营业成本 | 2516.74 | 3148.52 | 4093.08 | 5321.00 | 折旧与摊销 | 783.51 | 446.53 | 446.53 | 521.13 |
| 营业税金及附加 | 16.26 | 20.32 | 26.42 | 34.34 | 财务费用 | 149.34 | 69.46 | 17.74 | -9.23 |
| 销售费用 | 35.96 | 44.65 | 53.58 | 65.79 | 资产减值损失 | 18.37 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 管理费用 | 459.43 | 549.56 | 617.68 | 696.57 | 经营营运资本变动 | -2244.35 | -446.03 | -234.17 | -265.33 |
| 财务费用 | 149.34 | 69.46 | 17.74 | -9.23 | 其他 | 476.86 | -401.05 | -395.33 | -225.17 |
| 资产减值损失 | 18.37 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 经营活动现金流净额 | 694.18 | 1642.37 | 2419.87 | 3210.92 |
| 投资收益 | -50.72 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 资本支出 | -3606.42 | -1500.00 | -800.00 | -700.00 |
| 公允价值变动损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 其他 | 2149.84 | 412.50 | 412.50 | 247.50 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 投资活动现金流净额 | -1456.58 | -1087.50 | -387.50 | -452.50 |
| 营业利润 | 1332.86 | 1892.07 | 2633.46 | 3566.08 | 短期借款 | -552.71 | -180.00 | -120.00 | 140.00 |
| 其他非经营损益 | 495.72 | 500.00 | 500.00 | 300.00 | 长期借款 | -108.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 1828.57 | 2392.07 | 3133.46 | 3866.08 | 股权融资 | 0.00 | 3900.00 | 0.00 | 0.00 |
| 所得税 | 318.11 | 418.61 | 548.36 | 676.56 | 支付股利 | -319.08 | -657.08 | -860.74 | -1061.98 |
| 净利润 | 1510.46 | 1973.45 | 2585.10 | 3189.51 | 其他 | 4452.14 | -69.46 | -17.74 | 9.23 |
| 少数股东损益 | 48.13 | 62.89 | 82.38 | 101.64 | 筹资活动现金流净额 | 3472.35 | 2993.45 | -998.48 | -912.75 |
| 归属母公司股东净利润 | 1462.33 | 1910.57 | 2502.72 | 3087.87 | 现金流量净额 | 2709.95 | 3548.33 | 1033.90 | 1845.67 |
| | | | | | | | | | |
| 资产负债表（百万元） | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E | 财务分析指标 | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E |
| 货币资金 | 1906.18 | 5454.51 | 6488.41 | 8334.07 | 成长能力 | | | | |
| 应收和预付款项 | 4516.34 | 4895.00 | 4912.00 | 5055.00 | 销售收入增长率 | 22.71% | 25.00% | 30.00% | 30.00% |
| 存货 | 1073.85 | 1200.00 | 1400.00 | 1500.00 | 营业利润增长率 | 65.13% | 41.96% | 39.18% | 35.41% |
| 其他流动资产 | 41.82 | 41.82 | 41.82 | 41.82 | 净利润增长率 | 46.62% | 30.65% | 30.99% | 23.38% |
| 长期股权投资 | 79.35 | 79.35 | 79.35 | 79.35 | EBITDA 增长率 | 32.06% | 6.43% | 23.72% | 21.69% |
| 投资性房地产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 获利能力 | | | | |
| 固定资产和在建工程 | 5813.32 | 6919.99 | 7326.66 | 7558.33 | 毛利率 | 45.05% | 45.00% | 45.00% | 45.00% |
| 无形资产和开发支出 | 1415.32 | 1362.51 | 1309.71 | 1256.90 | 三费率 | 14.08% | 11.59% | 9.26% | 7.78% |
| 其他非流动资产 | 434.11 | 433.71 | 433.31 | 433.31 | 净利率 | 32.98% | 34.47% | 34.74% | 32.97% |
| 资产总计 | 15280.29 | 20386.91 | 21991.27 | 24258.80 | ROE | 12.92% | 11.60% | 13.82% | 15.33% |
| 短期借款 | 610.00 | 430.00 | 310.00 | 450.00 | ROA | 12.75% | 12.07% | 14.33% | 15.90% |
| 应付和预收款项 | 459.70 | 529.94 | 529.94 | 529.94 | ROIC | 13.25% | 13.80% | 16.54% | 21.25% |
| 长期借款 | 1947.00 | 1947.00 | 1947.00 | 1947.00 | EBITDA/销售收入 | 59.67% | 50.80% | 48.34% | 45.25% |
| 其他负债 | 804.03 | 804.03 | 804.03 | 804.03 | 营运能力 | | | | |
| 负债合计 | 3820.73 | 3710.97 | 3590.97 | 3730.97 | 总资产周转率 | 0.30 | 0.28 | 0.34 | 0.40 |
| 股本 | 2393.08 | 2628.08 | 2628.08 | 2628.08 | 固定资产周转率 | 0.98 | 1.06 | 1.48 | 1.60 |
| 资本公积 | 5412.76 | 9077.76 | 9077.76 | 9077.76 | 应收账款周转率 | 1.94 | 2.18 | 2.47 | 3.02 |
| 留存收益 | 3513.65 | 4767.13 | 6409.12 | 8435.01 | 存货周转率 | 2.34 | 2.62 | 2.92 | 3.55 |
| 归属母公司股东权益 | 11319.49 | 16472.97 | 18114.96 | 20140.85 | 销售商品提供劳务收到的现金/营业收入 | 0.79 | — | — | — |
| 少数股东权益 | 140.08 | 202.97 | 285.35 | 386.99 | 资本结构 | | | | |
| 股东权益合计 | 11459.56 | 16675.93 | 18400.30 | 20527.83 | 资产负债率 | 25.00% | 18.20% | 16.33% | 15.38% |
| 负债和股东权益合计 | 15280.29 | 20386.91 | 21991.27 | 24258.80 | 带息债务/总负债 | 66.92% | 64.05% | 62.85% | 64.25% |
| | | | | | 流动比率 | 4.02 | 6.57 | 7.81 | 8.37 |
| | | | | | 速动比率 | 3.43 | 5.87 | 6.93 | 7.51 |
| | | | | | 股利支付率 | 21.82% | 34.39% | 34.39% | 34.39% |
| 业绩和估值指标 | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E | 每股指标 | | | | |
| EBITDA | 2732.49 | 2908.06 | 3597.73 | 4377.98 | 每股收益 | 0.61 | 0.80 | 1.05 | 1.29 |
| PE | 31.93 | 24.44 | 18.66 | 15.12 | 每股净资产 | 4.73 | 6.88 | 7.57 | 8.42 |
| PB | 4.12 | 2.83 | 2.58 | 2.32 | 每股经营现金 | 0.29 | 0.69 | 1.01 | 1.34 |
| PS | 10.19 | 8.16 | 6.27 | 4.83 | 每股股利 | 0.13 | 0.27 | 0.36 | 0.44 |
| EV/EBITDA | 17.23 | 16.51 | 13.06 | 10.37 | | | | | |
| 股息率 | 0.68% | 1.41% | 1.84% | 2.27% | | | | | |

数据来源：公司公告，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

| | |
|------|--|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上 |
| | 增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 |
| | 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 |
| | 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下 |
| 行业评级 | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上 |
| | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 |
| | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下 |

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，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。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦一楼北侧

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

北京

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编：100033

重庆

重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

西南证券机构销售团队

北京地区

王亚楠

010-57631295

13716334008

wangyanan@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

上海地区

罗月江

021-50755210

13632421656

lyj@swsc.com.cn

深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-83288793

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-88286971

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

易芳

0755-88285458

18610942879

yifang@swsc.com.cn

罗聪

0755-88286972

15219509150

luoc@swsc.com.cn