

中国：LED (发光二极管)

2015 年 3 月 25 日

投资建议：

买入 (维持评级)

目标价隐含涨跌幅：**22.9%**

日期 **2015/03/25**

收盘价 **RMB18.70**
 十二个月目标价 **RMB23.00**
 前次目标价 **RMB23.00**
 上海 A 股指数 **3,836.7**

信息更新：

- ▶ 2014 年 4 季度毛利率上升至 53% 历史新高。2014 年 4 季度每股收益为人民币 0.17 元，较本中心预估高 4%，但较市场预期低 15%。
- ▶ 现金股利符合预期，但是潜在的非公开发行募资以及进军 PA/RF 领域带来惊喜。

本中心观点：

- ▶ 虽然估值看似偏高，但是实际上目前三安光电的市净率与市盈率约处于循环中期平均水平，且 2015 年净资产收益率有望达 7 年新高，每股收益有望稳健增长。若中国股市的估值维持不变，且三安光电的营运也如期增长，则其应可达成本中心目标价。

公司简介：三安光电从事 LED 磊晶晶圆与相关产品的制造与销售。

股价相对上海 A 股指数表现



市值	RMB44,750.7 百万元
六个月平均日成交量	RMB796.3 百万元
总股本股数 (百万股)	2,393.1
流通 A 股股数比例	100.0%
大股东：持股比例	福建三安, 48.0%
净负债比率	16.1%
每股净值 (2015F)	RMB4.32
市净率 (2015F)	4.33 倍

简明损益表(RMB 百万元)

年初至 12 月	2013A	2014F	2015F	2016F
营业收入	3,732	4,580	6,113	8,636
营业利润 **	970	1,551	2,157	3,103
税后净利润 *	1,036	1,463	1,983	2,736
每股收益(元)	0.46	0.61	0.83	1.14
每股收益同比增长率 (%)	27.9	32.3	35.6	38.0
每股股利(元)	0.20	0.20	0.25	0.34
市盈率 (倍)	40.5	30.6	22.6	16.4
股利收益率(%)	1.1	1.1	1.3	1.8
净资产收益率 (%)	15.9	19.0	21.2	23.4

* 归属母公司税后净利润

** 经分析师调整

报告分析师：

陈泊宇

+886 2 35187940

andrew.chen@yuanta.com

以下研究人员对本报告有重大贡献：

黄惠琪

+886 2 3518 7911

caitlin.huang@yuanta.com

三安光电 (600703 CH)

毛利率创历史新高，表现不同于全球同业

2014 年 4 季度营收低于预期，但是每股收益人民币 0.17 元符合预期，系因公司毛利率和业外收益创历史新高：3 月 24 日三安光电公布 2014 年 4 季度财报，我们与公司管理层联系了解公告的最新情况。2014 年 4 季度营收环比下滑 15%，较本中心/市场预期低

20%/40%（起初无公司财测）。但是，2014 年 4 季度每股收益为人民币 0.17 元，较本中心预估高 4%，但较市场预期低 15%，系因 53% 的毛利率（环比提高 9 个百分点）创历史新高，管理层将此归因于成本削减措施，而未提供更多详细信息。

公布每股现金股利为人民币 0.2 元，符合预期；潜在的非公开发行募资带来惊喜：三安光电董事会批准非公开发行 2.35 亿股的计划（约占现有股本 10%），发行价不低于每股人民币 16.58 元。非公开发行股票是公司高级管理层激励计划的一部分。管理层表示，此次系向不超过 10 名公司员工非公开发行股票，此外未提供更进一步的详细信息。

针对 PA/RF 用砷化镓/氮化镓晶圆投资人民币 30 亿元，为期 4 年：

除了核心 LED 业务，三安光电决定在同样使用砷化镓/氮化镓技术的 PA/RF 领域寻求商机。管理层表示最早今年就可开始量产，创造营收贡献。目前公司在该领域的同业是稳懋（3105 TT，持有）。

本中心 2015/16 年每股收益预估保持不变；重申买入评级，目标

价为人民币 23 元：自本中心 3 月 18 日发布初次报告以来（详见

[2015 年净资产收益率有望创七年新高，因此目前估值确实还有上](#)

[涨空间](#)），三安光电股价已下跌 4%，因为公司公布财报后，市场下

调了偏高的预估数字。事实上，三安光电的市净率与市盈率约处于循环中期平均水平，且 2015 年净资产收益率有望达 7 年新高，每股收益有望稳健增长。因此，我们维持买入评级，目标价为人民币 23 元（详见股票估值部分）。

分析师声明及重要披露事项请参见附录 A。

元大与其研究报告所载之公司行号可能于目前或未来有业务往来，投资人应了解本公司可能因此有利益冲突而影响本报告之客观性。投资人于做出投资决策时，应仅将本报告视为其中一项考虑因素。本报告原系以英文做成，并翻译为中文。若投资人对于中文译文之内容正确性有任何疑问，请参考原始英文版。

财报与盈利预估调整

图 1：三安光电 2014 年 4 季度财报一览

人民币百万	4Q14	季增率	同比增长率	4Q14 估	% 差异
营业收入	1,102	-15%	0%	1,370	-20%
营业毛利	588	2%	45%	611	-4%
营业利润	431	-4%	70%	448	-4%
税前净利润	554	16%	56%	478	16%
税后净利润	413	8%	50%	399	4%
每股收益 (人民币)	0.17			0.17	
盈利率 (%)					
营业毛利率	53.4%			44.6%	
营业利润率	39.1%			32.7%	
税后净利润率	37.5%			29.1%	

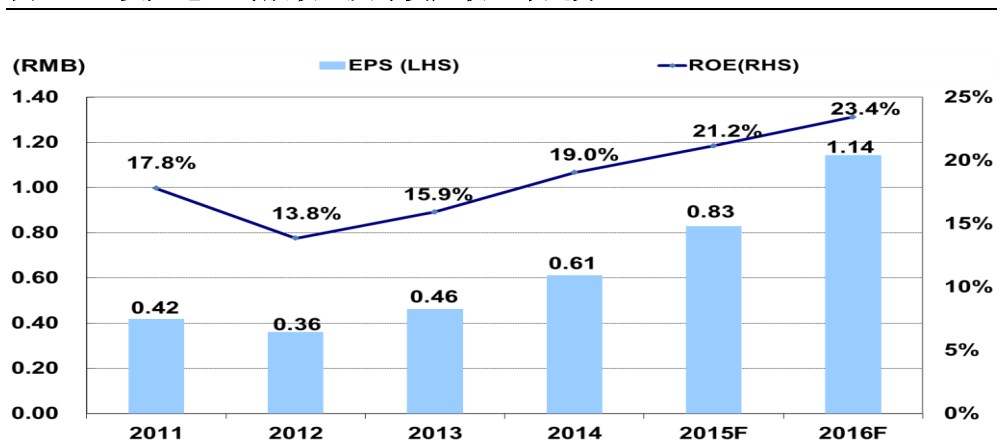
资料来源：公司资料、元大预估

图 2：三安光电 - 2015/16 年盈利预估调整

人民币百万	2014	2015F		2016F		差异 (%)	
		调整前	调整后	调整前	调整后	2015F	2016F
营业收入	4,580	6,956	6,113	9,719	8,636	-12%	-11%
营业毛利	2,062	2,892	2,771	4,052	3,897	-4%	-4%
营业利润	1,551	2,223	2,157	3,188	3,103	-3%	-3%
税前净利润	1,829	2,364	2,382	3,299	3,290	1%	0%
税后净利润	1,463	1,968	1,983	2,744	2,736	1%	0%
每股收益 (人民币)	0.61	0.82	0.83	1.15	1.14	1%	0%
盈利率 (%)							
营业毛利率	45.0%	41.6%	45.3%	41.7%	45.1%		
营业利润率	33.9%	32.0%	35.3%	32.8%	35.9%		
税前净利润率	39.9%	34.0%	39.0%	33.9%	38.1%		
税后净利润率	31.9%	28.3%	32.4%	28.2%	31.7%		

资料来源：TEJ、元大预估

图 3：三安光电 - 每股收益及净资产收益率趋势



资料来源：TEJ，公司资料、元大预估

股票估值 – 本中心买入评级目标价为人民币 **23** 元

本中心买入评级目标价为人民币 23 元，系以 5.0 倍 2015 年预估每股净值 (净资产收益率 21%) 与 30.0 倍 2015 年预估每股收益 (预估同比增长 36%) 取平均计算而得。尽管三安光电目前估值看似偏高，但实际上其股价对应的市净率与市盈率约位于循环中期平均水平，且 2015 年净资产收益率有望达近七年高点，每股收益亦将大幅增长。若中国股市的估值维持不变，且三安光电的营运也如期增长，则其应可达到本中心目标价。

研究中心认为市净率为合适的估值方式，系因其可反映 LED 产业易受经济周期影响的特性，且可于盈利下行周期期间提供更稳定的价值估算基础，而于盈利上行期间则能透过保留盈余计算对股东权益的贡献。针对三安光电，本中心亦采用市盈率估值法，原因是公司为全球极少数能自 2008 年以来维持盈利的 LED 业者。

估值法 1 – 5.0 倍 2015 年预估每股净值 (净资产收益率 21%) 推算出市净率目标价人民币 21.6 元

三安光电 2009 年迄今的历史平均市净率为 3.9 倍，平均股东权益报酬则达 16% (请见图 4)。展望 2015 年，我们预估其净资产收益率将攀升至 21% 的七年新高水平，较 2009–14 年平均值高出 30%。因此，我们设定的目标市净率 5.0 倍亦较 2009–14 年的平均值高 30% 左右。

我们已能预见重视内在价值的投资人主张以三安光电的净资产收益率看来，该股不应获得如此高的市净率估值，尤其与半导体类股与/或中国以外个股的净资产收益率–市净率相比更显不合理。然而，本中心认为全球 LED 类股的净资产收益率–市净率确实高于其他不少科技板块，原因是 LED 照明的长期增长前景良好，而中国个股也确实有其估值行情 (不论投资人认为这是否合理，事实就是如此，虽然个股期中的估值波动/起伏可能非常剧烈)。

图 4：三安光电 – 2009 年 2 季度迄今市净率区间图 (根据 1 年预估每股净值)



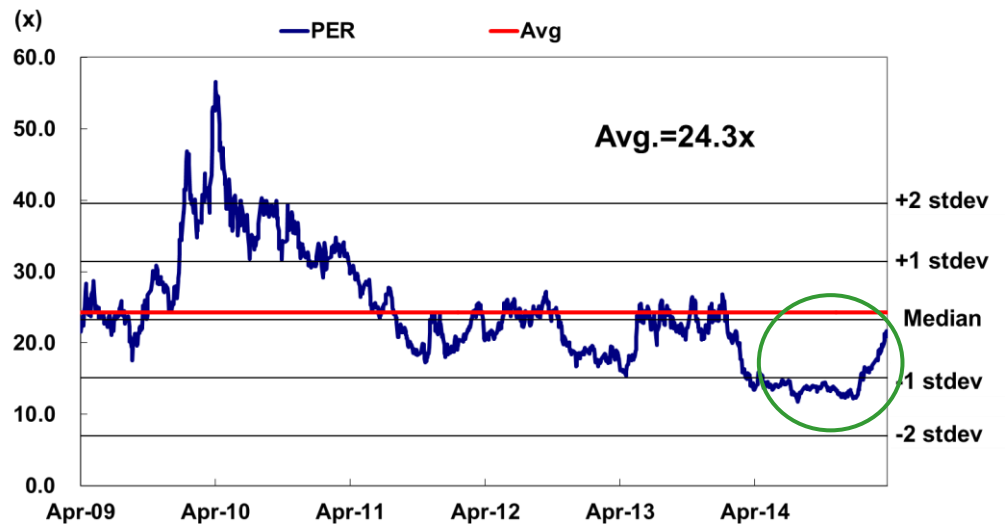
资料来源：TEJ，元大预估

估值法 2 – 以 **30.0 倍 2015 年预估每股收益 (预估同比增长 36%)** 计算市盈率目标价人民币 **24.7 元**

三安光电 2009 年至今的历史平均市盈率为 24 倍 (请见图 2)。我们认为给予 30.0 倍市盈率估值并无过高之虞, 原因是其预期本益对增长比 (根据 2015-16 年每股收益增长率推算) 实际上不到 1 倍。

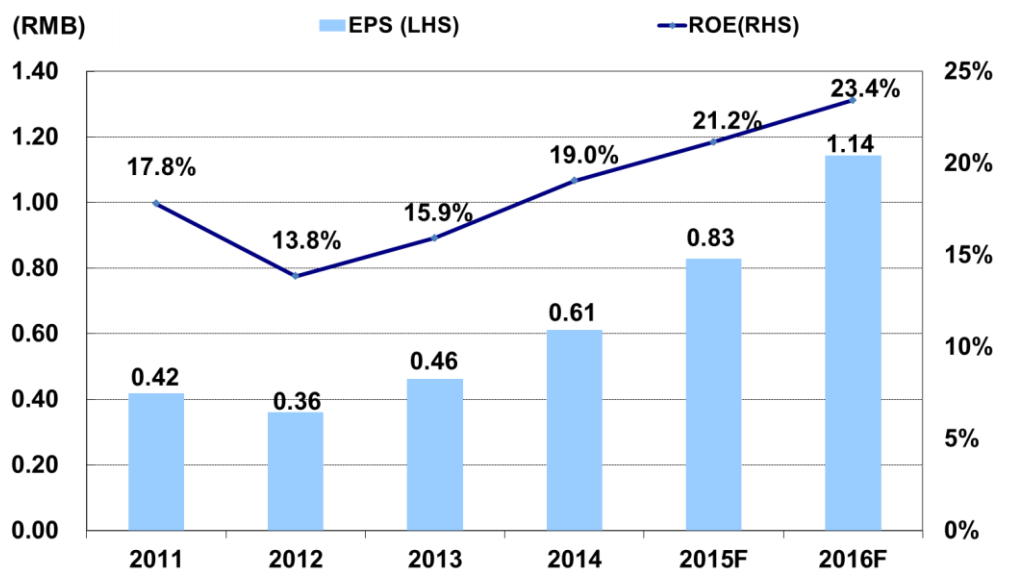
根据本中心预估, 三安光电 2015 年税后净利润将再创新高。

图 5: 三安光电 – 2009 年 2 季度迄今市盈率区间图 (根据 1 年预估每股收益)



资料来源: TEJ, 元大预估

图 6: 三安光电 – 每股收益和净资产收益率趋势



资料来源: TEJ, 公司资料、元大预估

附录

公司概况

三安光电位于厦门，是中国 LED 上游晶圆产业龙头，专门制造 LED 晶圆与芯片。产品应用方面，三安光电将重心放在 LED 照明业务。2013 年营收分布为材料与其他业务占比 12%，LED 产品与系统业务占比 29%，LED 晶圆与晶粒业务占比 59%。

季度损益表

图 7：季度简明损益表 (合并)

(人民币 百万元)	1Q2014A	2Q2014A	3Q2014A	4Q2014A	FY2014F	1Q2015F	2Q2015F	3Q2015F	4Q2015F	FY2015F
营业收入	823	1,354	1,301	1,102	4,580	910	1,413	1,874	1,914	6,113
销货成本	(495)	(785)	(724)	(514)	(2,518)	(512)	(797)	(1,024)	(1,008)	(3,341)
营业毛利	327	569	577	588	2,062	398	616	851	907	2,771
营业费用	(118)	(109)	(128)	(157)	(511)	(129)	(140)	(165)	(180)	(614)
营业利润	210	461	450	431	1,551	268	476	686	727	2,157
业外利益	68	59	27	123	277	60	36	22	107	225
税前净利润	277	520	477	554	1,829	328	512	708	833	2,382
少数股东权益	2	2	1	(52)	(47)	2	2	1	1	6
所得税费用	(52)	(84)	(94)	(89)	(318)	(56)	(87)	(120)	(142)	(405)
归属母公司税后净利润	228	438	384	413	1,463	274	427	589	693	1,983
稀释每股收益(人民币)	0.10	0.18	0.16	0.17	0.61	0.11	0.18	0.25	0.29	0.83
加权平均股数	2,393	2,393	2,393	2,393	2,393	2,393	2,393	2,393	239	2,393
重要比率										
营业毛利率	39.8%	42.0%	44.4%	53.4%	45.0%	43.7%	43.6%	45.4%	47.4%	45.3%
营业利润率	25.5%	34.0%	34.6%	39.1%	33.9%	29.5%	33.7%	36.6%	38.0%	35.3%
税前净利润率	33.7%	38.4%	36.7%	50.3%	39.9%	36.0%	36.2%	37.8%	43.5%	39.0%
有效所得税率	18.7%	16.1%	19.6%	16.1%	17.4%	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%
季增率(%)										
营业收入	(25.3%)	64.7%	(3.9%)	(15.3%)	22.7%	(17.4%)	55.3%	32.6%	2.1%	33.5%
营业利润	(17.5%)	119.8%	(2.4%)	(4.2%)	59.8%	(37.7%)	77.4%	44.0%	6.0%	39.1%
税后净利润	(17.2%)	92.0%	(12.3%)	7.6%	41.2%	(33.6%)	55.7%	37.9%	17.7%	35.6%
稀释每股收益	(22.45%)	92.03%	(12.35%)	7.61%	32.26%	(33.58%)	55.66%	37.88%	17.67%	35.55%

资料来源：公司资料、元大预估

注：标“A”为元大汇整之历史资料

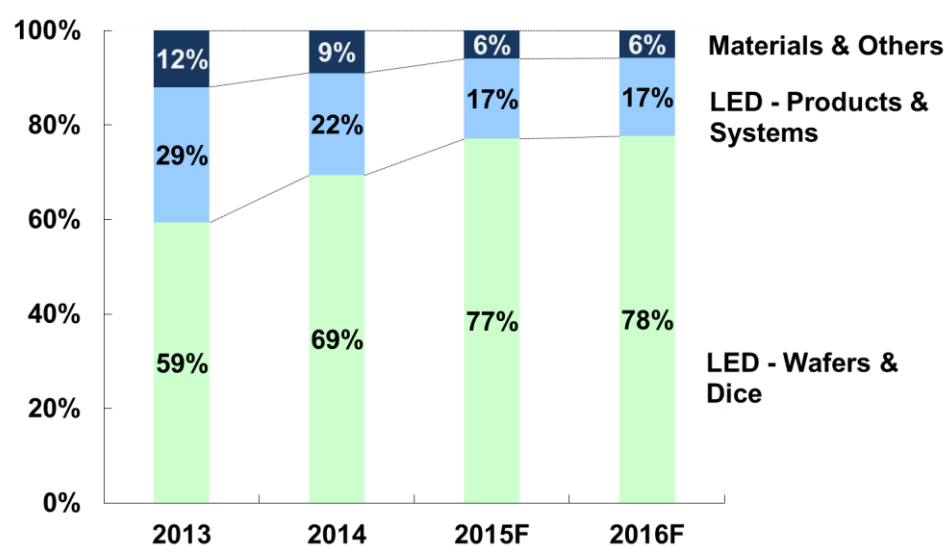
主要损益表假设

图 8：三安光电 - 主要季度损益表假设

	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	FYE14	1Q15F	2Q15F	3Q15F	4Q15F	FYE15F
(A) LED 晶粒 - 氮化镓 (InGaN)										
MOCVD (组)	144	170	170	170	164	170	245	270	270	239
- 2 寸晶圆产能 / 月 (千片)	426	565	565	565	529	565	1,338	1,588	1,588	1,226
- 20x20mm 芯片产能 / 月 (百万片)	2,950	3,900	3,900	3,900	3,663	3,900	9,200	10,900	10,900	8,725
MOCVD 产能利用率 (%)	90%	95%	95%	97%	94%	87%	62%	72%	77%	75%
MOCVD 良率 (%)	65%	65%	65%	65%	65%	65%	65%	65%	65%	65%

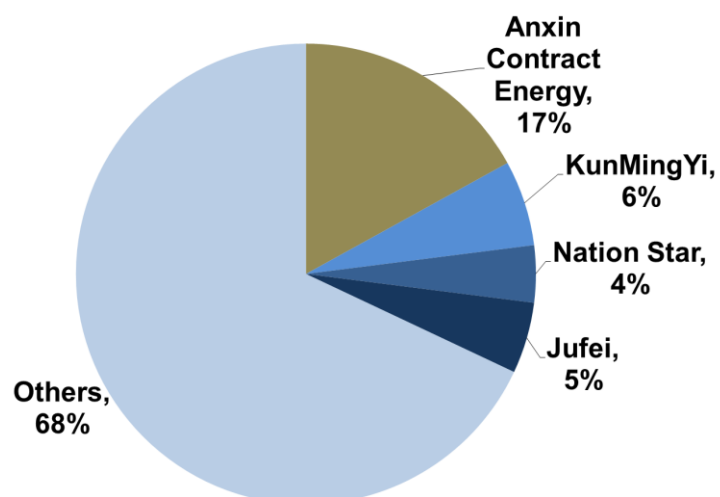
资料来源：公司资料，元大预估

图 9：三安光电 - 销售额分布（按产品分）



资料来源：公司资料，元大预估

图 10：三安光电 - 2013 年销售额分布（按客户分）



资料来源：公司资料，元大

资产负债表					
年初至 12 月 (RMB 百万元)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
现金与短期投资	1,497	854	2,433	4,350	7,105
存货	927	1,148	1,207	1,602	2,272
应收帐款及票据	1,444	1,686	2,070	2,763	3,904
其他流动资产	901	954	951	958	975
流动资产	4,768	4,643	6,662	9,673	14,257
长期投资	99	619	615	615	615
固定资产	5,538	6,614	7,040	7,394	7,502
什项资产	1,237	1,471	1,713	2,018	2,407
其他资产	6,875	8,704	9,368	10,027	10,524
资产总额	11,643	13,346	16,030	19,700	24,781
应付帐款及票据	550	878	931	1,236	1,753
短期借款	1,021	1,937	2,320	2,851	3,587
什项负债	(184)	(85)	(55)	(29)	(5)
流动负债	1,388	2,729	3,196	4,058	5,335
长期借款	2,429	2,055	2,638	3,164	3,842
其他负债及准备	1,533	1,559	1,759	2,109	2,561
长期负债	3,962	3,614	4,397	5,274	6,404
负债总额	5,350	6,343	7,593	9,332	11,738
股本	1,444	1,444	2,393	2,393	2,393
资本公积	3,097	3,324	3,324	3,324	3,324
保留盈余	1,501	2,203	2,688	4,623	7,299
换算调整数	0	(3)	0	0	0
归属母公司之权益	6,042	6,968	8,405	10,340	13,017
少数股权	251	35	32	29	26
股东权益总额	6,293	7,003	8,437	10,368	13,042
资料来源：公司资料、元大					

现金流量表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
本期净利润	819	1,030	1,510	1,977	2,730
折旧及摊提	411	633	774	946	993
本期营运资金变动	(763)	(92)	(357)	(763)	(1,287)
其他营业资产	(62)	(806)	2	16	36
营运活动之现金流量	405	765	1,929	2,175	2,472
资本支出	(1,405)	(951)	(1,200)	(1,300)	(1,100)
本期长期投资变动	0	0	0	0	0
其他资产变动	108	(464)	0	0	0
投资活动之现金流量	(1,296)	(1,415)	(1,200)	(1,300)	(1,100)
股本变动	0	0	0	0	0
本期负债变动	1,566	541	996	1,083	1,437
其他调整数	(632)	(607)	(29)	(48)	(59)
融资活动之现金流量	934	(65)	967	1,035	1,378
本期产生现金流量	43	(713)	1,697	1,911	2,750
自由现金流量	(891)	(649)	729	875	1,372
资料来源：公司资料、元大					

损益表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
营业收入	3,363	3,732	4,580	6,113	8,636
销货成本	(2,463)	(2,379)	(2,518)	(3,341)	(4,740)
营业毛利	900	1,353	2,062	2,771	3,897
营业费用	(272)	(382)	(511)	(614)	(794)
营业利润	628	970	1,551	2,157	3,103
利息收入	0	0	9	17	28
利息费用	(106)	(175)	(154)	(177)	(188)
利息收入净额	(106)	(175)	(146)	(160)	(160)
投资利益(损失)净额	18	5	(4)	0	0
其他业外收入(支出)净额	475	463	427	385	346
非常项目净额	0	0	0	0	0
税前净利润	1,015	1,264	1,829	2,382	3,290
所得税费用	(196)	(234)	(318)	(405)	(559)
税后净利润	(9)	6	(47)	6	6
税前息前折旧摊销前净利	810	1,036	1,463	1,983	2,736
每股收益 (RMB)	1,039	1,603	2,325	3,103	4,096
每股收益 - 调整员工分 红 (RMB)	0.36	0.46	0.61	0.83	1.14

资料来源：公司资料、元大

主要财务报表分析

年初至 12 月	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
同比增长长率 (%)					
营业收入	92.5	11.0	22.7	33.5	41.3
营业利润	13.9	54.6	59.8	39.1	43.9
税前息前折旧摊销前净	32.1	54.3	45.0	33.4	32.0
税后净利润	(13.5)	27.9	41.2	35.6	38.0
每股收益	(13.47)	27.89	32.26	35.55	38.01
盈利能力分析 (%)					
营业毛利率	26.8	36.2	45.0	45.3	45.1
营业利润率	18.7	26.0	33.9	35.3	35.9
税前息前 折旧摊销前净利率	30.9	43.0	50.8	50.8	47.4
税后净利润率	24.1	27.8	31.9	32.4	31.7
资产报酬率	7.8	8.2	10.3	11.1	12.3
净资产收益率	13.8	15.9	19.0	21.2	23.4
稳定/偿债能力分析					
负债权益比 (%)	54.8	57.0	58.8	58.0	57.0
净现金(负债)权益比(%)	(31.0)	(44.8)	(29.9)	(16.1)	(2.5)
利息保障倍数 (倍)	10.6	8.2	12.9	14.4	18.5
利息及短期债	1.0	0.7	0.8	0.8	0.9
现金流量对利息 保障倍数 (倍)	3.8	4.4	12.5	12.3	13.1
现金流量对利息及短期 债保障倍数(倍)	0.4	0.4	0.8	0.7	0.7
流动比率 (倍)	3.4	1.7	2.1	2.4	2.7
速动比率 (倍)	2.8	1.3	1.7	2.0	2.2
净负债 (RMB 百万元)	1,954	3,138	2,525	1,666	324
每股净值 (RMB)	2.70	3.11	3.51	4.32	5.44
估值指标 (倍)					
市盈率	51.8	40.5	30.6	22.6	16.4
股价自由现金流量比	(47.0)	(64.6)	61.4	51.1	32.6
市净率	6.9	6.0	5.3	4.3	3.4
股价税前息前折旧摊销 前净利比	40.3	26.1	19.2	14.4	10.9
股价营收比	12.5	11.2	9.8	7.3	5.2

资料来源：公司资料、元大

附录 A：重要披露事项

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全文或部分内容的分析师，兹针对本报告所载证券或证券发行机构，于此声明：(1) 文中所述观点皆准确反映其个人对各证券或证券发行机构之看法；(2) 研究部分分析师于本研究报告中所提出之特定投资建议或观点，与其过去、现在、未来薪酬的任何部份皆无直接或间接关联。

三安光电 (600703 CH) – 投资建议与目标价三年历史趋势



#	日期	收盘价 (A)	目标价 (B)	调整后目标价 (C)	评级	分析师
1	2015/03/18	19.49	23.00	23.00	买入	陈 治宇

资料来源：Bloomberg，元大

注：A = 依据股票股利与现金股利调整后之股价；B = 未调整之目标价；C = 依据股票股利与现金股利调整后之目标价。员工分红稀释影响未反映于A、B或C。

目前元大研究分析个股评级分布

评级	追踪个股数	%
买入	202	49%
持有-超越同业	104	25%
持有-落后同业	44	11%
卖出	9	2%
评估中	46	11%
限制评级	6	1%
总计：	411	100%

资料来源：元大

投资评级说明

买入：根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测，我们对该股持正面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利好题材、估值信息以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中增持该股。

持有-超越同业：本中心认为根据目前股价，该档个股基本面吸引力高于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利好题材、估值信息以及风险概况之分析。

持有-落后同业：本中心认为根据目前股价，该档个股基本面吸引力低于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利好题材、估值信息以及风险概况之分析。

卖出：根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测，我们对该股持负面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利好题材、估值信息以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中减持该股。

评估中：本中心之预估、评级、目标价尚在评估中，但仍积极追踪该个股。

限制评级：为遵循相关法令规章及/或元大之政策，暂不给予评级及目标价。

注：元大给予个股之目标价系依 12 个月投资期间计算。大中华探索系列报告并无正式之 12 个月目标价，其投资建议乃根据分析师报告中之指定期间分析而得。

总声明

© 2015 元大版权所有。本报告之内容取材自本公司认可之资料来源，但并不保证其完整性或正确性。报告内容并非任何证券之销售要约或邀购。报告中所有的意见及预估，皆基于本公司于特定日期所做之判断，如有变更恕不另行通知。

本报告仅提供一般信息，文中所载信息或任何意见，并不构成任何买卖证券或其他投资目标之要约或要约之引诱。报告数据之刊发仅供客户一般传阅用途，并非意欲提供专属之投资建议，亦无考虑任何可能收取本报告之人士的个别财务状况与目标。对于投资本报告所讨论或建议之任何证券、投资目标，或文中所讨论或建议之投资策略，投资人应就其是否适合本身而咨询财务顾问的意见。本报告之内容取材自据信为可靠之资料来源，但概不以明示或默示的方式，对数据之准确性、完整性或正确性作出任何陈述或保证。本报告并非（且不应解释为）在任何司法管辖区内，任何非依法从事证券经纪或交易之人士或公司，为于该管辖区内从事证券经纪或交易之游说。

元大研究报告于美国仅发送予美国主要投资法人（依据 1934 年《证券交易法》15a-6 号规则及其修正条文与美国证券交易委员会诠释定义）。美国投资人若欲进行与本报告所载证券相关之交易，皆必须透过依照 1934 年《证券交易法》第 15 条及其修正条文登记注册之券商为之。元大研究报告在台湾由元大证券投资顾问股份有限公司发布，在香港则由元大宝来证券(香港)有限公司发布。元大宝来证券(香港)系获香港证券及期货事务监察委员会核准注册之券商，并获许从事受规管活动，包括第 4 类规管活动（就证券提供意见）。非经元大宝来证券(香港)有限公司书面明示同意，本研究报告全文或部份，不得以任何形式或方式转载、转寄或披露。

欲取得任何本报告所载证券详细数据之台湾人士，应透过下列方式联络元大证券投资顾问股份有限公司：

致：联络人姓名
元大证券投资顾问股份有限公司
台湾台北市 104 南京东路三段
225 号 4 楼

欲取得任何本报告所载证券详细数据之香港人士，应透过下列方式联络元大宝来证券(香港)有限公司：

致：研究部
元大宝来证券(香港)有限公司
香港夏慤道 18 号
海富中心 1 座 23 楼