中国：**LED (发光二极管)** **2015 年 4 月 22 日**

投资建议：

买入 (维持评级)

目标价隐含涨/跌幅： 17.8%

日期 2015/04/21

收盘价	RMB22.91
十二个月目标价	RMB27.00
前次目标价	RMB23.00
上海 A 股指数	4,498.9

信息更新：

- 2015 年 1 季度每股收益人民币 0.15 元较本中心预期高 30%，系受惠于高毛利率。
- 2015 年 2 季度营收可能环比增长 45%以上。
- 买入评级目标价调升至人民币 27 元，预期 2015 年盈利同比增长 44%创新高。

本中心观点：

- 虽然目前估值看似过高，三安的市净率与市盈率仍只接近循环中期均值，且 2015 年盈利有望创新高。只要中国 A 股估值维持一定水平且三安实现营运增长，该股股价有望达到本中心目标价。

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	RMB55,017.0 百万元
六个月平均日成交量	RMB928.0 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；持股比率	福建三安, 52.0%
净负债比率	(3.6%)
每股净值 (2015F)	RMB5.59
市净率 (2015F)	4.10 倍

简明损益表**(RMB** 百万元**)**

年初至 12 月	2013A	2014A	2015F	2016F
营业收入	3,732	4,580	6,092	8,634
营业利润 **	970	1,551	2,211	3,098
税后净利润 *	1,036	1,462	2,111	2,859
每股收益(元)	0.46	0.61	0.88	1.19
每股收益同比增长率 (%)	27.9	32.2	44.4	35.4
每股股利(元)	0.20	0.20	0.26	0.36
市盈率 (倍)	49.6	37.5	26.0	19.2
股利收益率(%	0.9	0.9	1.2	1.6
净资产收益率 (%)	15.9	16.0	17.1	19.3

* 归属母公司税后净利润

** 经分析师调整

三安光电 (600703 CH)

特有的增长题材持续发酵

2015 年 1 季度营收符合预期，但每股收益人民币 0.15 元(同比增长 55%)较本中心预估高 30%，系受惠于高毛利率：4 月 22 日三安公布 2015 年 1 季度完整财报，该季营收环比下滑 16%(符合预期)，但毛利率 48%远高于本中心预估，故每股收益较预期高 30%。

管理层暗示 2015 年 2 季度营收有望环比增长 45%以上：三安的 2 季度展望远优于全球 LED 同业，系受惠于国内的 LED 项目。由于产能逐渐吃紧，三安目前正在设置新的 MOCVD 机台。本中心预估 2015 年 2 季度每股收益为人民币 0.18 元。

2014 年资本支出人民币 20 亿元(同比增长 153%)较本中心预期高 60%，管理层预估 2015 年资本支出略高于 2014 年水平：管理层表示需求展望强劲，因此确信今年资本支出并未过高。

本中心将 2015/16 年每股收益调升 6%/4%，目标价上调至人民币 27 元：自前篇报告以来(3 月 25 日发布《毛利率创历史新高，表现不同于全球同业》)，上海 A 股指数已大涨 17%。本中心调整净值预估(因增资后调整资本公积，2014 年的实际净值远高于先前预估)，并将目标价上调至人民币 27 元，仍根据 5.0 倍 2015 年预估每股净值(净资产收益率 17%)与 30.0 倍 2015 年预估每股收益(每股收益预估同比增长 44%)所推估，取平均值而得。虽然目前估值看似过高，三安的市净率与市盈率仍只接近循环中期均值，且 2015 年盈利有望创新高。只要中国 A 股估值维持一定水平且三安实现营运增长，该股股价有望达到本中心目标价。

报告分析师：
陈 治宇
+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*

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 2015 年 1 季度财报一览

人民币百万	1Q15	环比增长率	同比增长率	1Q15 估	%差异
营业收入	927	-16%	13%	910	2%
营业毛利	449	-24%	37%	398	13%
营业利润	309	-28%	48%	268	15%
税前净利润	494	-11%	78%	328	51%
税后净利润	354	-14%	55%	274	29%
每股收益（人民币）	0.15			0.11	
盈利率 (%)					
营业毛利率	48.4%			43.7%	
营业利润率	33.3%			29.5%	
税后净利润率	38.2%			30.1%	

资料来源：公司资料、元大预估

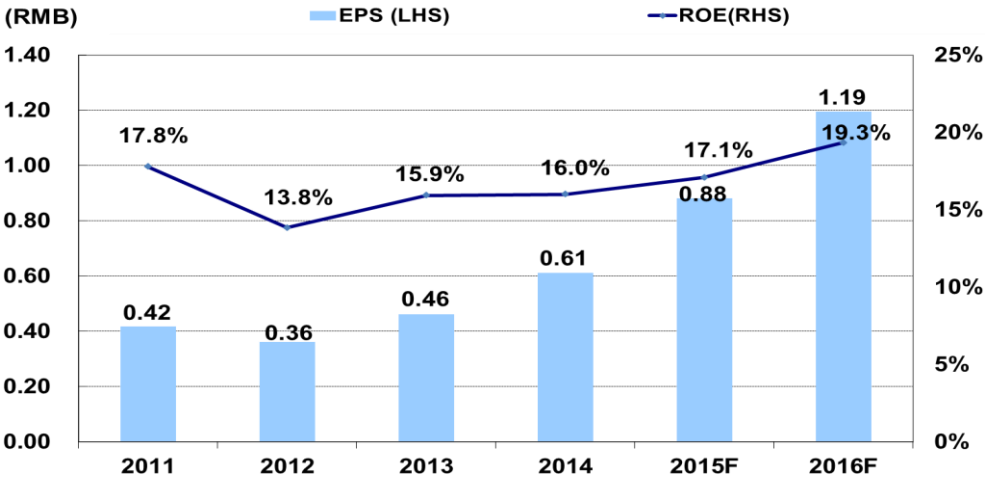
图 2：三安光电 – 2015/16 年盈利预估调整

人民币百万	2014	2015 估		2016 估		差异 (%)	
		调整前	调整后	调整前	调整后	2015 估	2016 估
营业收入	4,580	6,113	6,092	8,636	8,634	0%	0%
营业毛利	2,063	2,771	2,846	3,897	3,916	3%	0%
营业利润	1,551	2,157	2,211	3,103	3,098	3%	0%
税前净利润	1,829	2,382	2,606	3,290	3,437	9%	4%
税后净利润	1,462	1,983	2,111	2,736	2,859	6%	4%
每股收益（人民币）	0.61	0.83	0.88	1.14	1.19	6%	4%
盈利率 (%)							
营业毛利率	45.0%	45.3%	46.7%	45.1%	45.4%		
营业利润率	33.9%	35.3%	36.3%	35.9%	35.9%		
税前净利润率	39.9%	39.0%	42.8%	38.1%	39.8%		
税后净利润率	31.9%	32.4%	34.7%	31.7%	33.1%		

资料来源：TEJ、元大预估

2014 年净资产收益率增长幅度不高，理由是该股净值因资本公积而大幅提升(2013 年每股净值为人民币 3.1 元，2014 年为人民币 4.7 元)。

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 27 元

本中心调整净值预估(因增资后调整资本公积，2014 年的实际净值远高于先前预估)，并将目标价上调至人民币 27 元，仍根据 5.0 倍 2015 年预估每股净值(净资产收益率 17%)与 30.0 倍 2015 年预估每股收益(每股收益预估同比增长 44%)所推估，取平均值而得。虽然目前估值看似过高，三安的市净率与市盈率仍只接近循环中期均值，且 2015 年盈利有望创新高。只要中国 A 股估值维持一定水平且三安实现营运增长，该股股价有望达到本中心目标价。

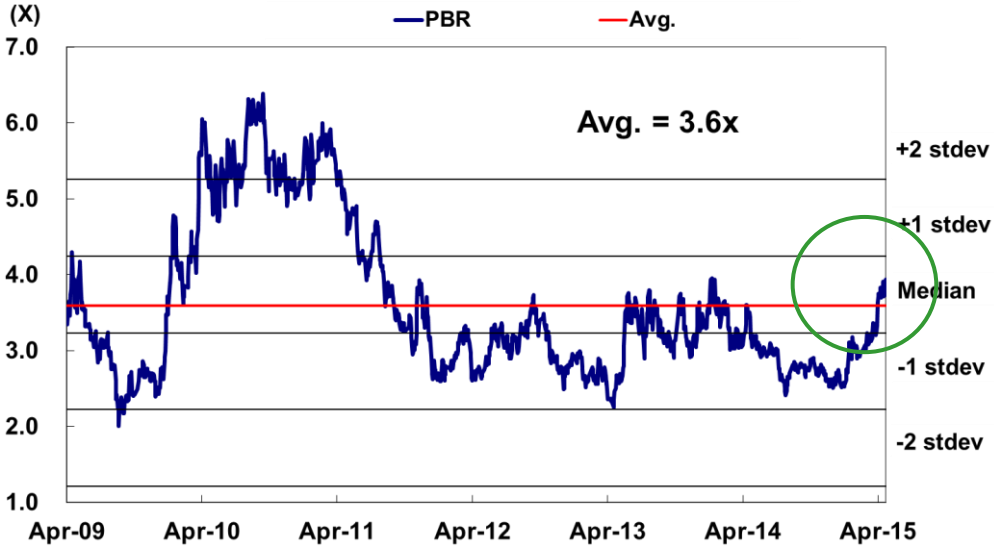
研究中心认为市净率为合适的估值方式，系因其可反映 LED 产业易受产业周期影响的特性，且可于盈利下行周期期间提供更稳定的价值估算基础，而于盈利上行期间则能透过留存收益计算对股东权益的贡献。针对三安光电，本中心亦采用市盈率估值法，原因是公司为全球极少数能自 2008 年以来维持盈利的 LED 业者。

估值法 1 – 5.0 倍 2015 年预估每股净值 (净资产收益率 17%) 推算出市净率目标价人民币 28 元

三安光电 2009 年迄今的历史平均市净率为 3.6 倍，平均净资产收益率则达 16% (请见图 3)。展望 2015 年，我们下调净资产收益率预估，原因是资本公积调整使得 2014 年净值远高于本中心先前预期。无论如何，我们仍预期公司净资产收益率将高于 2009–14 年平均值，系因未来盈利有望创新高，且大盘指数基准已随着时间增长。

我们仍可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)



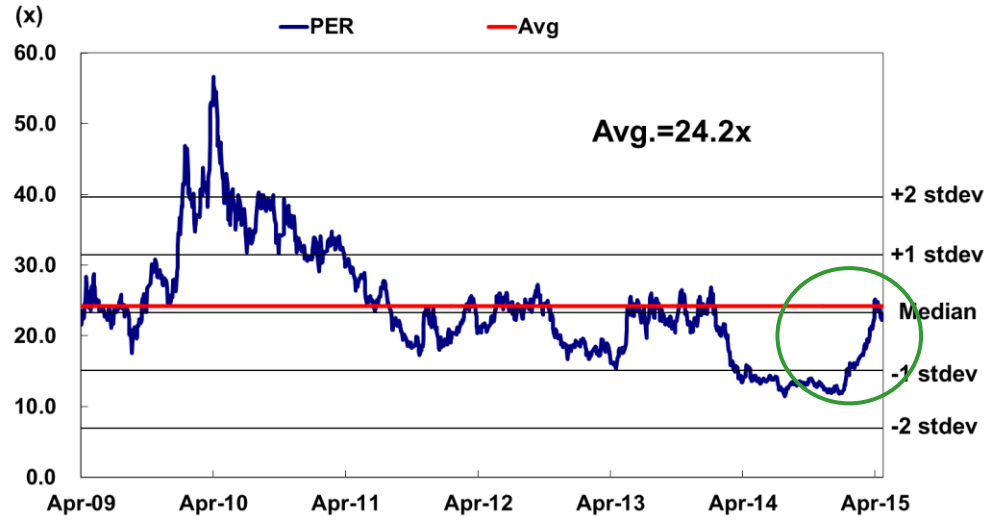
资料来源：TEJ，元大预估

估值法 2 – 以 30.0 倍 2015 年预估每股收益 (预估同比增长 44%) 计算市盈率目标价人民币 26.5 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，原因是其预期市盈率对增长比 (根据 2015–16 年每股收益增长率推算) 实际上不到 1 倍。

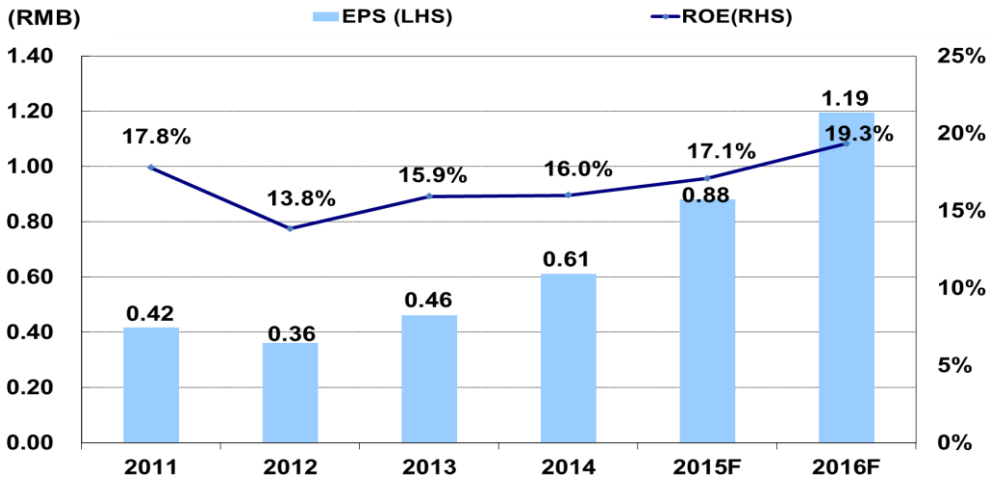
根据本中心预估，三安光电 2015 年税后净利润将再创新高。

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

2014 年净资产收益率增长幅度不高，理由是该股净值因资本公积而大幅提升(2013 年每股净值为人民币 3.1 元，2014 年为人民币 4.7 元)。

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。2014 年营收分布为材料与其他业务占比 9%，LED 产品与系统业务占比 22%，LED 晶圆与晶粒业务占比 69%。

季度损益表

图 7：季度简明损益表 (合并)

(人民币 百万元)	1Q2015A	2Q2015F	3Q2015F	4Q2015F	FY2015F	1Q2016F	2Q2016F	3Q2016F	4Q2016F	FY2016F
营业收入	927	1,378	1,874	1,914	6,092	1,571	2,112	2,494	2,457	8,634
销货成本	(478)	(737)	(1,023)	(1,007)	(3,246)	(881)	(1,170)	(1,364)	(1,304)	(4,718)
营业毛利	449	640	850	906	2,846	691	942	1,130	1,153	3,916
营业费用	(140)	(150)	(165)	(180)	(635)	(181)	(192)	(214)	(230)	(818)
营业利润	309	490	685	726	2,211	509	750	916	922	3,098
业外利益	185	36	22	152	395	163	28	16	132	339
税前净利润	494	526	708	878	2,606	672	779	932	1,055	3,437
少数股东权益	40	(2)	(1)	(1)	36	(2)	(2)	(1)	(1)	(6)
所得税费用	(100)	(89)	(120)	(149)	(459)	(114)	(132)	(158)	(179)	(584)
归属母公司税后净利润	354	439	588	730	2,111	560	648	775	876	2,859
稀释每股收益(人民币)	0.15	0.18	0.25	0.30	0.88	0.23	0.27	0.32	0.37	1.19
加权平均股数	2,393	2,393	2,393	2,393	2,393	2,393	2,393	2,393	2,393	2,393
重要比率										
营业毛利率	48.4%	46.5%	45.4%	47.4%	46.7%	44.0%	44.6%	45.3%	46.9%	45.4%
营业利润率	33.3%	35.6%	36.6%	38.0%	36.3%	32.4%	35.5%	36.7%	37.5%	35.9%
税前净利润率	53.3%	38.2%	37.8%	45.9%	42.8%	42.8%	36.9%	37.4%	42.9%	39.8%
有效所得税率	20.2%	17.0%	17.0%	17.0%	17.6%	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%
季增率(%)										
营业收入	(15.9%)	48.6%	36.0%	2.1%	33.0%	(17.9%)	34.4%	18.1%	(1.5%)	41.7%
营业利润	(28.3%)	58.7%	39.8%	6.0%	42.5%	(29.9%)	47.4%	22.1%	0.7%	40.1%
税后净利润	(14.2%)	23.9%	34.1%	24.0%	44.4%	(23.3%)	15.9%	19.5%	13.1%	35.4%
稀释每股收益	(14.2%)	23.9%	34.1%	24.0%	44.4%	(23.3%)	15.9%	19.5%	13.1%	35.4%

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

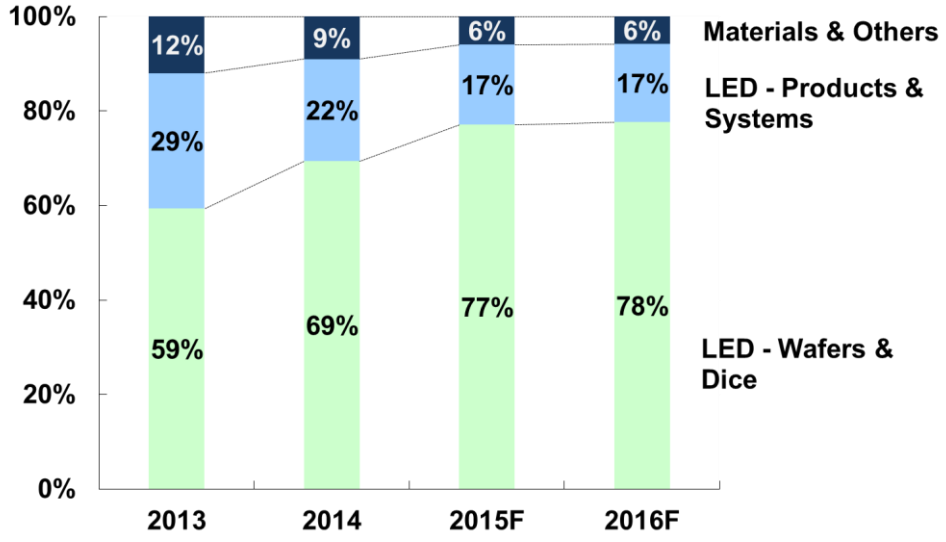
图 8：三安光电 – 主要季度损益表假设

	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	FYE14	1Q15	2Q15F	3Q15F	4Q15F	FYE15F
(A) LED 晶粒 – 氮化铟镓 (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%	60%	72%	77%	**74%**
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

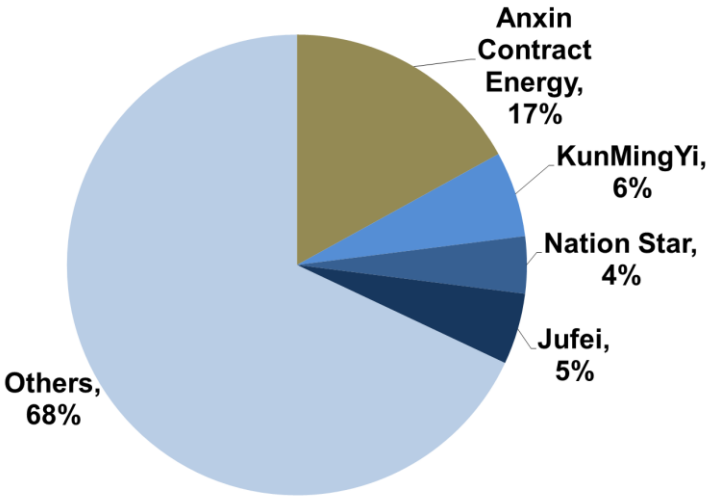
产品组合展望

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	2014A	2015F	2016F
现金与短期投资	1,497	854	3,481	4,487	6,121
存货	927	1,148	1,074	1,334	1,939
应收帐款及票据	1,444	1,686	2,358	3,004	4,258
其他流动资产	901	954	2,211	2,329	2,487
流动资产	4,768	4,643	9,124	11,155	14,805
长期投资	99	619	513	513	513
固定资产	5,538	6,614	5,813	6,873	7,440
什项资产	1,237	1,471	1,566	1,528	1,447
其他资产	6,875	8,704	7,892	8,915	9,399
资产总额	11,643	13,346	17,017	20,069	24,204
应付帐款及票据	550	878	460	622	905
短期借款	1,021	1,937	1,414	1,627	1,962
什项负债	(184)	(85)	373	308	257
流动负债	1,388	2,729	2,247	2,557	3,124
长期借款	2,429	2,055	1,947	2,371	2,835
其他负债及准备	1,533	1,559	1,363	1,581	1,890
长期负债	3,962	3,614	3,310	3,951	4,726
负债总额	5,350	6,343	5,557	6,509	7,850
股本	1,444	1,444	2,393	2,393	2,393
资本公积	3,097	3,324	5,633	5,633	5,633
保留盈余	1,501	2,203	3,295	5,358	8,154
换算调整数	0	(3)	(1)	0	0
归属母公司之权益	6,042	6,968	11,319	13,384	16,180
少数股权	251	35	140	176	174
股东权益总额	6,293	7,003	11,460	13,560	16,354

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	2014A	2015F	2016F
本期净利润	819	1,030	1,510	2,147	2,853
折旧及摊提	411	633	784	1,140	1,434
本期营运资金变动	(763)	(92)	(1,814)	(928)	(1,785)
其他营业资产	(62)	(806)	185	376	440
营运活动之现金流量	405	765	665	2,735	2,942
资本支出	(1,405)	(951)	(2,048)	(2,200)	(2,000)
本期长期投资变动	0	0	87	0	0
其他资产变动	108	(464)	504	0	0
投资活动之现金流量	(1,296)	(1,415)	(1,457)	(2,200)	(2,000)
股本变动	0	0	0	0	0
本期负债变动	1,566	541	4,025	571	749
其他调整数	(632)	(607)	(552)	(48)	(63)
融资活动之现金流量	934	(65)	3,472	523	686
本期产生现金流量	43	(713)	2,680	1,059	1,628
自由现金流量	(891)	(649)	(791)	535	942

资料来源：公司资料、元大

损益表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2012A	2013A	2014A	2015F	2016F
营业收入	3,363	3,732	4,580	6,092	8,634
销货成本	(2,463)	(2,379)	(2,517)	(3,246)	(4,718)
营业毛利	900	1,353	2,063	2,846	3,916
营业费用	(272)	(382)	(512)	(635)	(818)
营业利润	628	970	1,551	2,211	3,098
利息收入	0	0	0	18	24
利息费用	(106)	(175)	(149)	(178)	(184)
利息收入净额	(106)	(175)	(149)	(160)	(160)
投资利益(损失)净额	18	5	(51)	0	0
其他业外收入(支出)净额	475	463	477	555	499
非常项目净额	0	0	0	0	0
税前净利润	1,015	1,264	1,829	2,606	3,437
所得税费用	(196)	(234)	(318)	(459)	(584)
少数股权净利	9	(6)	48	36	(6)
归属母公司之净利	810	1,036	1,462	2,111	2,859
税前息前折旧摊销前净利	1,039	1,603	2,335	3,351	4,532
每股收益 (RMB)	0.36	0.46	0.61	0.88	1.19
每股收益 – 调整员工分红 (RMB)	0.36	0.46	0.61	0.88	1.195

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	2014A	2015F	2016F
同比增长长率 (%)					
营业收入	92.5	11.0	22.7	33.0	41.7
营业利润	13.9	54.6	59.9	42.5	40.1
税前息前折旧摊销前净	32.1	54.3	45.6	43.5	35.2
税后净利润	(13.5)	27.9	41.2	44.4	35.4
每股收益	(13.47)	27.89	32.22	44.37	35.43
盈利能力分析 (%)					
营业毛利率	26.8	36.2	45.0	46.7	45.4
营业利润率	18.7	26.0	33.9	36.3	35.9
税前息前折旧摊销前净利率	30.9	43.0	51.0	55.0	52.5
税后净利润率	24.1	27.8	31.9	34.7	33.1
资产报酬率	7.8	8.2	9.9	11.6	12.9
净资产收益率	13.8	15.9	16.0	17.1	19.3
稳定/偿债能力分析					
负债权益比 (%)	54.8	57.0	29.3	29.5	29.3
净现金(负债)权益比(%)	(31.0)	(44.8)	1.0	3.6	8.1
利息保障倍数 (倍)	10.6	8.2	13.2	15.6	19.6
利息及短期债	1.0	0.7	1.3	1.5	1.7
现金流量对利息保障倍数 (倍)	3.8	4.4	4.5	15.4	15.9
现金流量对利息及短期债保障倍数(倍)	0.4	0.4	0.4	1.5	1.4
流动比率 (倍)	3.4	1.7	4.1	4.4	4.7
速动比率 (倍)	2.8	1.3	3.6	3.8	4.1
净负债 (RMB 百万元)	1,954	3,138	(120)	(489)	(1,323)
每股净值 (RMB)	2.70	3.11	4.73	5.59	6.76
估值指标 (倍)					
市盈率	63.4	49.6	37.5	26.0	19.2
股价自由现金流量比	(57.6)	(79.1)	(69.3)	102.4	58.2
市净率	8.5	7.4	4.8	4.1	3.4
股价税前息前折旧摊销前净利比	49.4	32.0	23.5	16.4	12.1
股价营收比	15.3	13.8	12.0	9.0	6.4

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之分析师，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
2	2015/04/22	22.99	27.00	27.00	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	194	47%
持有-超越同业	109	26%
持有-落后同业	53	13%
卖出	9	2%
评估中	45	11%
限制评级	5	1%
总计：	**415**	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來源，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。报告中所有的意見及预估，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
香港夏悫道 18 号
海富中心 1 座 23 楼