

买入 维持

三安光电（600703）

2009 年 12 月 24 日

市场拓展取得重大进展，超预期可能性增大

上调目标价至 55 元

2009 年 12 月 24 日收盘价：48.28 元。未来 6 个月目标价位：55 元

电子行业分析师：邱春城

giucc@htsec.com

021-23219413

TMT 小组助理分析师：陈子仪

chenzy@htsec.com

021-23219244

事件

我们在 12 月初对公司进行实地跟踪调研，对公司当前经营状况和市场拓展进行详细探讨。

主要内容

LED 供不应求，订单接不完，当前公司月超额订单为 4000 万元左右，交货延迟严重，公司在国内液晶电视背光源市场取得重大进展，现在每月约 20% 产能用于该领域，2010 年预期 40-50% 产品用于该领域。

公司天津厂情况：目前天津厂房已经完工，设备将逐渐批到达，约在 3、4 月份设备全部到位，将新增 15 台套设备，公司将达到 37 台 MOCVD 设备。

公司将在 LED 的车灯和路灯方面有实质性投入，上下游一体化将明显提高公司盈利稳定性。

LED 供求和产品价格：新增需求有液晶电视背光源最重要，笔记本电脑背光源和十城万盏路灯需求次之。预期 2013 年前后室内照明市场将启动，供给需关注老 LED 企业扩产 新企业投资购买设备反而不足惧。预期国内液晶电视 LED 背光源渗透率会加速，我们综合认为供求紧张状况至少持续到 2010 年底，过分悲观不足取，将随后发布探讨行业供求的报告。

CPV 太阳能：生产已完成近 3 兆瓦电站系统，大幅超越市场预期，逐渐向青海发货，作为首家参观的外部研究机构，我们对公司 CPV 太阳能生产线有了很深印象，这不是概念和忽悠造势。公司已成为新能源系统设备商。青海 3 兆瓦电站将是国内最大的太阳能电站，如果得到认可将拓展五大电力公司市场。目前各种订单不是问题，公司努力配套国产化以降低成本，预期在 2 年后将成为公司重要利润来源。

业绩预测：预期公司 2009 - 2011 年 EPS 分别为 0.68、1.22 和 1.45 元，业绩还存在超预期的可能，我们进一步上调公司目标价到 55 元，我们长期看好三安光电，维持“买入”评级。

从上市之前到现在，我们一直对公司进行了持续跟踪研究，我们认为三安是一家真抓实干的好企业，灵活体制，不但能把握灵活多变的市场机会，同时也能吸引优秀人才，在 LED 行业蓬勃大发展大背景下，业绩超越预期也是自然而然的事。

1. LED：液晶电视市场拓展有重大进展

1.1 供不应求，订单接不完，当前月超额订单为 4000 万元左右

- 现在每月超额不能完成订单规模为 4000 万元左右（不仅仅是背光源），这些订单是超过产能负荷，目前虽然其它电子企业有淡季效应，但是三安完全没有任何淡季效应。现在问题是交不出货，交货延迟现象严重。延迟期很长。

- 产品畅销，销售费用极低，只有运输费，不需做任何公关。

1.2 在国内液晶电视背光源市场取得进展，现在约每月 20%的产能用于该领域，2010 年预期 40-50%将用于该领域

- 2009 年 11 月份 20%的下游市场应用在液晶电视背光源上。
- 国内液晶电视整机企业对公司有强烈订单意向（我们这里不列举具体企业的名字）等，一些下游电视整机企业与公司洽谈数百万台液晶电视 LED 背光源产能配套，由于公司产能受限，公司也不可能抛弃长期共同成长的老客户，所以公司在天津设备到位之前，不接多订单，如果签约而做不到会承担处罚，但是一旦天津厂完成，估计公司将持续渗透该领域。
- 2010 年预期该比例将上升到约 40%-50%，估计新增天津产能大部分都将用于该市场。

2. 公司新增设备和天津厂区建设情况

- 厦门的 4 台设备到位后，MOCVD 设备达到 22 台套，结果安装和调试上量过程，预期 2010 年 1 月 1 号前后正式开始大规模生产。
- 目前天津厂房已经完工，设备将逐渐批次的到达，天津厂区约在 3、4 月份设备到位，将新增 15 台套设备，将达到 37 台。
- 调研时有投资机构问为什么早期产品价格贵，这是因为早期产良率很低，废品率很高。其次，2 年前产业界的产能虽然上去但亮度不够，市场实际没打通，导致前期产品价格比较昂贵。现在公司良率在 80%以上。

3. LED 应用上将有实质性投入，上下游一体化将明显提高公司盈利稳定性

3.1 下游领域盈利能力很强，部分路灯企业的毛利率在 50%以上

- 虽然国内有上千家 LED 封装企业，但封装之后的应用领域也是很有前途的领域。
- 下游应用领域的产品毛利率丝毫不亚于上游芯片企业，我们了解到国内某家大型 LED 路灯企业过去几年毛利率在 50%以上。

3.2 公司在车灯和路灯方面将有实质性投入

- 汽车领域毋庸置疑是 LED 的高端重要应用方向，国内相关方面相对空白，公司已通过相关方面认证。
- 路灯方面是政府投资。也是国内应用的一个重要方向。
- 我们认为这 2 个领域都是属于专业要求高，市场纵深大，有门槛的细分领域。我们预期公司未来将在这 2 方面有实质性的重点投入。

3.3 三安切入应用有优势，一体化将明显提高公司盈利稳定性和盈利能力

- 三安比一般下游封装应用企业对光学技术有更强专业性，切入封装和应用更有优势。
- 我们预期上下游一体化之后，公司能稳定甚至提升盈利水平，公司未来的毛利率仍然有明显上升空间。

4. CPV 太阳能：生产大幅超越市场预期，青海 CPV 电站意义重大

4.1 超越市场预期，真抓实干已完成近 3 兆瓦电站系统，等气温上升后在青海逐渐安装

- 市场经常把三安和台湾公司简单类比，对 LED 业务有不少置疑的声音，另外一个置疑就是对公司的 CPV 太阳能业务，认为这是概念和公司忽悠造势。
- 我们作为首家参观的外部研究机构，对公司 CPV 太阳能生产线有了深刻的印象，生产基地占地近 3 层的庞大楼面，公司在加班和紧锣密鼓生产，产能庞大，生产设备先进，仓库已经做好的装机容量有接近 3 兆瓦，公司正在大批量向青海发货，公司是在真抓实干办实事。我们认为公司的 CPV 太阳能业务不是概念和忽悠造势。我们认为，正好相反，眼见为实，公司在真抓实干。
- 公司太阳能覆盖了芯片，芯片封装，接受器到最后系统组装，公司是一家名副其实的太阳能系统设备供应商，其中最核心接受器是公司自制，其它大多通过外购方式集成。
- 由于菲涅尔透镜是塑料制，所以也不怕运输颠簸。只等 2010 年春季晴好后安装，估计于 2010 年 4 月建设完成，气温对施工安装的影响见附录。

4.2 青海 3 兆瓦电站的意义

- 青海 3 兆瓦示范工程是目前国内最大的太阳能电站，将是公司技术是否成熟和产业化重要基石
- 我们预期如果青海电力项目成熟后，将逐渐拓展五大电力公司的市场。
- 我们乐观预期公司也能获得省内的金太阳能工程订单，我们也乐观预期公司也能在其他省市地区也能获得订单。

4.3 公司努力配套国产化以降低成本，预期第三代太阳能 CPV 在 2 年内成为公司重要利润来源

- 公司当务之急是组件国产化，CPV 设备其实 80% 以上都可国产化，菲涅尔透镜也不难，主要是相关模具较贵。
- 公司需要保持技术进步，提高芯片转换率：日本已经在实验室中完成 4 节太阳能电池的转换率达到 55%。公司也将保持技术进步，使转换率逐年提高。

4.4 估计明年中期后，公司 CPV 成本和电价会有一个客观公允

- 在技术上，散热不是问题。
- 在大规模发电的电站领域，CPV 是强项，按照 3200 小时一类日照地区计算，公司争取 2~3 年争取和煤电价格一样。
- 我们期待青海电力对 3 兆瓦 CPV 电站的发电成本进行公测，到时将有公允。

5. 供求和产品价格的探讨：悲观不足取

5.1 需求

- 新增需求中除了液晶电视背光源之外，还有笔记本电脑背光源，此外国内还有十城万盏路灯需求。
- 我们预期只需要科技部推荐用国产化的芯片，三安将有明显的竞争优势。目前国内芯片产量 60% 来自三安。
- 在目前产业投入和技术进步速度下，预期 2013 年前后室内照明市场将被启动，这是一个接近千亿美元产值的市场。

5.2 供给情况：老 LED 企业的扩产值得关注

- MOCVD 设备企业: 最近已有的设备厂商也在扩产, 未来上游产能瓶颈减少, 现在全球最大的半导体设备提供商 apply material 看好照明市场, 也开始准备做 MOCVD 设备。国内可能也要开始做 MOCVD 设备, 相关投资 5 个亿, 3~5 年后国产设备可能也要出来, 但是能否做到一定的水平和能供应市场而且得到 LED 企业认可还是未知数。
- 老企业增加产能比较值得关注。
- 新企业投资购买设备反而不足惧: 国内外引进设备但是做不出产品或者好产品的企业比比皆是, 我们认为对 LED 行业来讲, 今后三五年都是技术进步重要, 这个行业主要靠技术工艺重要、掌握相关技术能持续进步的人才最重要。即使投资也是从老企业挖人的情况也是常态。

5.3 预期国内液晶电视 LED 背光源渗透率会加速, 所以我们认为供求紧张状况至少持续到 2010 年底。

- 三安预期未来 2-3 年缺货。
- 我们乐观预测液晶电视企业的 LED 背光源渗透率, 国内电视企业在推出的液晶电视都没有明显差异性, 由于竞争关系, 处于劣势和先发优势的企业都会加快 LED 液晶电视的推出, 以求突破, 导致液晶电视市场渗透会超越市场预期。
- 我们注意到, 液晶电视厂商推出 LED 仍然有比较高的利润, 实际 LED 背光源增加成本不大, 所以未来 LED 液晶电视价格下降空间较大, 所以我们不担心市场需求。
- 我们维持对相关 LED 企业长期乐观的判断, 我们认为短期的供求关系不足虑, 及时投资, 最先切入和最有技术和规模优势的企业将树立了一个产业门槛, 将在长期竞争中胜出。
- 如前文所述, 我们认为 2010 年底之前有效产能不会有明显增加, 我们不用担心 2010 年。我们将在随后推出 LED 行业供求报告, 对供求对比进行详细预测。

6. 业绩预测和投资建议

6.1 业绩预测

- 我们按照最新股本 27768 万股计算, 同时, 我们微调了毛利率和收入, 利润预测表如表 1 所示。
- 对 2010 年, 我们预测毛利率低于 2009 年水平, 其实这个业绩预测已经比较保守, 和我们判断 2010 年供求紧张比较违背, 这个毛利率假设包含 2010 年第四季度毛利下降的假设, 所以我们认为这个预测很稳健, 利润还有上提空间。
- 对 2011 年, 我们假设毛利率有 2 个百分点的下降, 我们也忽略了公司在应用上将可能获得较大进展。我们预期随公司在下游应用的扩展, 公司的毛利率将能稳定在 35% 以上。

6.2 目标价 55 元

- 前期我们在报告中指出, 结合全球 LED 行业的估值水平, 仅三安 LED 业务的估值就在 33 元左右, 综合目标价为 41 元, 三安是唯一和国际电子股估值接轨的 A 股电子公司。
- 考虑到 LED 行业是未来 3 到 5 年需求没有大利空的行业, 这在所有行业 (不仅仅是电子行业) 中都是很少见的, 公司也是一家系统的新能源系统设备供应商, 公司发展符合节能和环保的绿色产业发展方向。
- 离 2010 年只差数天, 我们认为可以按照 2010 和 2011 年的盈利进行估值, 考虑到业绩仍然存在超预期的可能, 同时公司的绝对行业龙头地位和投资标的符合行业投资方向, 我们给予公司 2010 年 45 倍, 2011 年 35 倍的 PE, 因此给予公司 6 个月 55 元的目标价。
- 我们长期看好公司, 维持“买入”评级。

表 1 三安光电利润表预测（万元）

	2008	2009H1	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	21316	21546	52117	116111	149811
增长（%）			144.50	122.79	29.02
减：主营业务成本	12517	13120	31502	71053	95033
主营业务税金及附加	148	330	782	1742	2247
主营业务税金占比（%）		1.53	1.50	1.50	1.50
主营业务利润	8652	8096	19833	43316	52531
增长（%）			129.23	118.40	21.27
毛利率（%）	41.28	39.11	38.05	37.31	35.06
其它业务利润			20	20	20
销售/营业费用	176	201	417	871	1049
销售费用占比（%）			0.80	0.75	0.70
管理费用	1365	1154	2345	3483	4494
管理费用占比（%）		5.36	4.50	3.00	3.00
财务费用	870	722	1500	2500	3000
财务费用占比（%）			2.88	2.15	2.00
资产减值损失	43	-4.87	0.00	0.00	0.00
营业利润	6197	6024	15591	36482	44008
营业外收入	2	621	6800	3500	3500
减：营业外支出	2	34	60	60	60
利润总额	6198	6612	22331	39922	47448
减：所得税	992	955	3350	5988	7117
所得税率（%）	16.01	14.45	15.00	15.00	15.00
归属于母公司股东的净利润	5205	5656	18981	33933	40331
增长（%）			264.67	78.77	18.85
最新总股本（万股）	27768	27768	27768	27768	27768
每股收益(按本次增发前股本)	0.19	0.20	0.68	1.22	1.45

资料来源：海通证券研究所

附录：青海气温及施工标准的探讨（青海 CPV 电站延迟施工的原因）

在厦门厂区已经生产好 CPV 系统设备，只等发货到青海安装，下面引用公开资料探讨气温对地面水泥浇注施工（CPV 电站需要建设地基）影响。

- 青海天气：青海冬寒夏凉，春秋相连。全省年平均气温在-4℃~8℃之间，比同纬度的黄土高原和华北平原低 8℃~12℃，**1 月份平均气温为-8℃~-18℃**，冬季虽然不太寒冷，但与同纬度东部平原相比，仍比较寒冷(华北平原 1 月平均气温高于一 8℃)，而且持续时间长，**青海省日平均气温<0℃的日数在海拔 2000~4000 米的地区为 4-6 个月，4000 米以上的地区则要超过 6 个月**。7 月份平均气温为 6℃~20℃。青海省是全国日气温变化最大的地区之一。年气温日较差 1 月份为 14℃~22℃，7 月份为 10℃~16℃，冬季大于夏季。最大日较差可达 25℃~34℃，海晏县三角城在 1955 年 3 月 16 日这一天，气温日较差竟达 36.6℃。
- 施工对天气的要求：水泥能在零下 5 度的气温下施工吗？这个并没有具体标准，混凝土施工最好的适宜温度是零度以上，常规冬季气温（一般低温负 5 度以上）下如果做好冬期施工措施还是能够保证混凝土的质量的；如果遇非常严寒天气气温极低那么一般的冬季施工方法就不适宜了必须采取更严格的冬季施工措施如高蓄热法。

信息披露

分析师负责的股票研究范围

邱春城：电子行业分析师

重点研究上市公司：三安光电、法拉电子、横店东磁、生益科技、超声电子、华微电子、长电科技、振华科技、东信和平、中科三环、格力电器、青岛海尔、美的电器、海信电器、苏泊尔、九阳股份等

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券及其所属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投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。