

买入 维持

三安光电（600703）

2010 年 1 月 11 日

多方借力破茧化蝶，让我们共同见证世界级

LED 企业的诞生，上调目标价至 99 元

2009 年 1 月 7 日收盘价：69.29 元。未来 6 个月目标价位：99 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

本人于 2010 年 1 月 9、10 日参加了三安光电芜湖产业基地落户签约暨产品展示；公司 2010 年 1 月 11 日晚公布《三安光电芜湖光电产业化项目投资合作协议》的议案。

主要内容

公司多方借力，公司获得超预期发展的大环境，其中安徽省支持力度特别大。

我们认为三安光电大手笔投资非常正面，产业发展早期，国内优势企业越早投资越好，早投资总是对的，国内投资规模越大越好，现在是富人（前面企业）在哭，穷人（相对落后企业）应该笑才对，这是国内企业唯一赶超的机会，最担心国内企业 2013 年才投资 LED 产业，我们认为不会真的过剩，而产业渗透率将超越预期，2012 年市内照明将启动。

我们将快速见证三安光电成为世界级的企业龙头，在规模上公司将成为世界龙头，这已经确定无疑。

我们给出了一种根据设备台套数简单测算公司利润的算法。基于对 LED 行业判断和对公司项目进展的假设，我们稳健上调公司 2009 - 2011 年 EPS 分别为 0.68、1.73 和 3.77 元，业绩还存在向上调整的弹性，我们将动态调整业绩，给予公司 99 元目标价，维持“买入”评级。

投资三安的产业逻辑：投资一个行动力超强的、具有进取心的企业家；投资一个世界规模级的高新技术型企业的龙头；投资一个朝阳行业，投资一个市场多倍成长的大市场；投资参与一次技术革命的机会；投资三安的二级市场逻辑：2010 年行业供求将维持紧缺，短期投资者不参与就是错，否则就是中长期投资者。中长期投资者应该看到 2012 年室内照明市场启动的机会，应该择机潜伏。

市场有人把 LED 上游比喻为太阳能行业多晶硅，把三安光电比做当年的天威保变，我们认为还是有差异的：LED 行业需求内生性、可持续性和成长性远比太阳能行业好，行业处于发展早期。

公司的风险在于能否跟随 LED 行业的技术进步步伐；公司是否有足够的人才；期待公司进行更多的上下游一体化动作。

1. 多方借力，公司获得超预期发展的大环境，其中安徽省支持力度特别大

1.1 安徽省政府鼎力支持，工作高效

从 2010 年 1 月 9、10 日参加了三安光电芜湖产业基地落户签约暨产品展示会上，我们非常直观感受到安徽省各级领导对三安光电及 LED 产业的支持和呵护，以及他们工作的高效率，我们认为这明显加大公司成功的可能性。

三安的项目分期实施，一期投资 60 亿元人民币，其中购置 MOCVD 设备 100 台；安徽省芜湖市人民政府给予红黄光 MOCVD（限 38 片机及以上）每台总额人民币 800 万元补贴，给予蓝绿光 MOCVD（限 31 片机及以上）每台人民币 1000 万元补贴。这种支持力度很大，我们不再多述。

这和安徽省政府做大高新技术企业，加快产业产业转型的思路一脉相承，安徽省政府前期也引入和支持了液晶产业的京东方。相比之下，我们更看好 LED 行业成功的可能性。

1.2 前期增发对公司天津项目也有明显助力

1.3 公司在吸引人才和培训人才方面也不遗余力，为扩张已经做好了部分准备

2. 对三安光电大手笔投资扩大规模的简评

2.1 国内优势企业越早投资越好，产业发展早期，早投资总是对的，规模越大越好

如果我们总是接受日本韩国和其它地区的二手过时设备，怎么会有持续暴利？怎么才能实现原始创造和积累技术？怎么才能赶超和技术创新？

中国企业以前都是习惯接受过剩产能，二手翻新设备，往往错过了最好发展周期的阶段，比如液晶产业，比如汽车产业，都成了产业转移的最后一环。

在 LED 这个 up or out 的行业，三安光电是在行业最紧缺的时候扩张，这个时候谁扩张厉害谁得到市场，在行业处于兴盛的前夜迅猛扩张。谁早投资谁得益，投资总不会有错。规模越大越好。

先发和规模优势会产生虹吸效应。早投资早得益，才能在群雄混战中脱颖而出。

2.2 投资过剩？是富人在哭，我们应该笑才对，这是我们唯一赶超的机会，最担心国内企业 2013 年才投资 LED 产业

任何事情应该看谁受益，谁受损。不能做没有是非感和民族产业概念的糊涂虫。不要做为全球富人担心的全球居民。

三安这么大手笔投资，最应该忧虑的是日本韩国欧美我国台湾地区的企业，他们担心受到威胁，担心过剩。这次说明三安可以可以直接威胁对方了，“富人”要哭，我们应该高兴才对，这个是我们唯一赶超的机会。

我们最担心的是国内企业在 2013 年才投资 LED 行业，到时候才接受其它地区的落后产能技术转让，这个时候类似液晶产业在 2000 年初转移到国内。

当然对规模较小的企业，比如士兰微，上海蓝光等 LED 企业而言，三安的扩张，对这些企业威胁很大，他们当然担心行业过剩，担心利润受损。

2.3 我们认为不会真的过剩，而产业渗透率将超越预期

我们认为 2010 下半年起，LED TV 行业的渗透率将比预期的高，从而并不担心 2011 年行业过剩，预期 2012 年预期室内照明市场将启动，LED 是一个真正的朝阳行业。

我们间接调研到 42 寸液晶电视 LED 背光模组售价小于 2000 元，而相关 LED 液晶电视价格和非 LED 液晶电视价差远大于该数字，所以利润截流在电视机厂商那里，我们认为在 LED 行业有充足芯片供应情况下，无差异化的国内下游电视厂商会加快推出相关产品，行业渗透率将超越预期，我们对 2010 年不担心，我们对 2011 年也不担心，我们认为 2012 年室内照明市场也将启动，我们还在输理相关数据。

3. 三安将成为世界级的企业，在规模上已经确定无疑

3.1 我们预期公司 2010 年 MOCVD 设备规模将达 90 台左右，位居世界前列

公司投资力度之大，非常罕见。因为新设备产能实际上是老设备产能的 1.5 倍以上。所以我们新投资企业的规模很容易赶

上那些老企业。但是三安这种投资力度，在世界也不多见。我们预期公司 2010 年 MOCVD 设备规模将达 90 多台套左右，位居世界前列。

3.2 行业短预期 2012 年，将达到世界前列，行业差距拉大

根据我们对公司的长期跟踪，公司董事长是一个行动力超强的企业家，我们预期公司投产速度比预期的要快，公司将在 2011 年迅速达到世界前列。

4. 一种简单的测算利润预测方法

4.1 单台套设备对公司 EPS 贡献大约在 0.034 元左右。

表 1 单台套设备对 EPS 贡献的测算（历史测算）

项目	3Q08	4Q08	1Q09	2Q09	3Q09
销售收入（万元）	10469	10463	9432	12114	12802
剔除非经常性损益后利润（万元）	2713	2277	1839	3230	3576
剔除非经常性损益后销售净利率（%）	25.91	21.76	19.50	26.66	27.93
剔除非经常性损益后每股收益（元/股）	0.098	0.082	0.066	0.116	0.129
MOCVD 设备数(台)	15.00	15.00	16.50	18.00	18.00
年化 MOCVD 设备数(台)	3.75	3.75	4.12	4.50	4.50
单台套 MOCVD 设备 EPS 贡献	0.026	0.022	0.016	0.026	0.029

数据来源：海通证券研究所

在公司的 MOCVD 设备台套数中，以老设备为主，GaN 设备中有一些 24 片机和 21 片机，GaAs 设备中有一些 5 片机和 12 片机，是新老设备混杂。

2009 年 3 季度后入场新设备产能往往比新设备产能大 50%-100%以上，预测新单套 45 片机 MOCVD 设备 EPS 贡献在 0.0377 元左右。

考虑新老设备混杂和产品价格下降因素；我们预测 2010 年单台套 45 片机 MOCVD 设备 EPS 贡献在 0.034 元左右。2011 年设备 EPS 贡献在 0.027 元左右。如表 1 所示。

4.2 利润预测

表 2 LED 业务对公司 EPS 的贡献

项目	厦门设备	厦门 3Q09 新增	2010 天津一期	2010 天津二期	2010 安徽一期	2012 安徽二期
名义台数	18.00	4.00	15.00	11.00	50.00	50.00
年化台数	2010E	18.00	4.00	10.00	3.67	2.08
	2011E	18.00	4.00	15.00	11.00	50.00
EPS	2010E	0.50	0.14	0.34	0.12	0.07
	2011E	0.50	0.12	0.45	0.33	1.50

数据来源：海通证券研究所

- 太阳能和 LED 应用：我们预期太阳能业务 2010 年和 2011 年分别产生 2500 和 3500 万的利润；预期 LED 应用在 2010, 2011 年分别产生 11000 万和 14000 万元利润，因此非 LED 业务在 2010 和 2011 年的利润贡献分别在 13500 和 17500 万元，对应 EPS 分别为 0.49 和 0.63 元。
- 保守考虑公司获得的补贴 2000 万元，对应 EPS 为 0.07 元左右。
- 2010 年，我们预测公司 2010 EPS 为 1.73 元。

- 2011 年，正常情况下单台套设备的每股收益降低到 0.030 元，公司 EPS 为 4.05 元，中性偏悲观的情况下，单台套设备的每股收益降低到 0.027 元，2011 年 EPS 也在 3.77 元左右，特别悲观情况下，单台套设备的每股收益降低到 0.020 元，2011 年 EPS 也在 3.10 元左右。公司规模效应对业绩的拉动不可阻挡。

4.3 估值，给予 97 元的目标价

- 我们给予公司 2010、2011 年动态 PE 水平分别 45x 和 32x，则公司目标价在 78~121 元之间，均值在 99 元左右。我们维持“买入”评级，给予公司 99 元的目标价。

5. 投资三安光电的逻辑

5.1 产业投资逻辑

- 投资企业家。根据对公司的长期跟踪，公司董事长是一个行动力超强的企业家，非常具有进取心，这是企业发展的最大源动力。吉利的李书福和比亚迪的王传福在传统行业中创造出奇迹，把科技行业化繁为简，三安所在的行业属性和基础更好，我们相信公司的企业家精神会创造新的奇迹。
- 投资 LED 这个朝阳行业，投资这个市场多倍成长的大市场，我国台湾地区把 LED 作为一个战略产业。
- 投资参与一次技术革命的机会，消费市场的升级。我们一辈子不能见证几次技术革命的机会，虽然我们恶补了信息革命和工业革命，但是我们一生很少世界同步见证一次光学技术变革的机会。
- 投资一个高新技术型企业的世界级龙头，我们预期三安将成为世界级的龙头

5.2 二级市场逻辑

- 从投资角度，如果是短期投资者，那么只需要关注 2010 年的行业景气度，那么行业基本面无论如何都不会有问题，短期投资者不参与就是错。如果属于短期投资者反而担心 2011 年的景气度，那么就是自相矛盾。
- 中长期投资者：应该坚决买入优秀企业的机会，一定要对行业、公司的发展前景、公司的战略和管理有一个明确的输理，就应该看到 2012 年室内照明市场启动的机会，应该择机潜伏进去。

6. 不要把三安光电简单化为天威保变，LED 行业与太阳能行业有明显差异

- 部分投资者反馈，认为公司可以参照当年的天威保变，当年主要是上游的多晶硅短缺，几年后上游产能扩张太厉害了，下游需求不足，于是一下子供过于求，然后上游产品价格暴跌，部分投资者认为 LED 产业也会重蹈这个覆辙。
- 技术成熟度上不同，市场潜力不一样。LED 还处于技术进步阶段，还没有成熟的技术标准，处于产业成熟之前，消化产能的潜力比较大，而多晶硅是一个技术成熟的产业，可以算的很清楚的行业。
- 扩张。LED 行业是国内外同步扩张，而且竞争优势逐渐向国内转移；而多晶硅在国外发展多年，几乎没有的大扩张，国内缺乏生产能力，国际没扩，国内多家企业后续疯狂扩张。
- 市场的稳定性、可靠性和内生性。LED 下游应用市场大多在国内，行业最终客户绝大部分是广大的全球消费者，少部分是政府采购的路灯，行业属性上属于消费类电子和家用电器，需求的内生性、稳定性和可靠性很强；而太阳能扩展的背景是对外依赖严重，尤其对西班牙和德国市场，外部依赖性太强，行业很脆弱。

7. 风险

- 能否跟随行业技术进步的步伐。
- 公司快速扩张，对人才的需求庞大。
- 期待公司进行更多上下游一体化动作，对未来的产能消化能起到一定作用，稳定利润率。

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

陈子仪：TMT 组助理分析师

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。