

三安光电（600703）

推荐

募投项目业绩释放，三大基地布局基本完成

市场数据

报告日期	2011-1-24
收盘价(元)	46.99
总股本(百万股)	656.37
流通股本(百万股)	216.89
总市值(百万元)	30842.82
流通市值(百万元)	10191.43
净资产(百万元)	4859.93
总资产(百万元)	6018.65
每股净资产	7.40

主要财务指标

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	863	1992	3226	4178
同比增长(%)	83.4%	130.9%	62.0%	29.5%
净利润(百万元)	419	759	980	1157
同比增长(%)	132.7%	81.0%	29.2%	18.0%
毛利率(%)	47.4%	43.6%	42.0%	41.0%
净利率(%)	48.6%	38.1%	30.4%	27.7%
净资产收益率(%)	8.6%	13.5%	14.9%	14.9%
每股收益(元)	0.64	1.16	1.49	1.76
每股经营现金流(元)	0.46	0.66	0.67	1.78

相关报告

投资要点

事件:

公司 1 月 23 日晚公布 2010 年年报,报告期内公司实现营业收入 8.63 亿元,同比增长 83.42%;利润总额 5.45 亿元,同比增长 166.23%;归属于上市公司净利润 4.19 亿元,同比增长 132.73%;基本每股收益为 0.64 元,基本符合我们的预期。公司 2010 年度利润分配方案为向全体股东以资本公积金每 10 股转增 12 股,每 10 股派发现金股利 2 元(含税)。

点评:

- **2010 年经营情况持续向好:** 2010 年,公司销售收入同比增长 83.42%,净利润同比增长 132.73%,收入与利润增幅较大主要是因为 2010 年 LED 行业景气度较高,公司 LED 芯片和 LED 应用产品销售收入大幅增长。2010 年第一季度至第四季度,公司销售收入分别为 1.51 亿、2.14 亿、2.45 亿、2.54 亿,毛利率分别为 42.3%、44.4%、49.5%、50.9%,总体经营情况逐季向好。
- **规模效应带动芯片业务收入增长、毛利率提升:** 公司 2010 年来自芯片销售的收入为 5.91 亿,同比增长 30%,其中下半年芯片销售 3.47 亿,较上半年增长 41.6%,芯片营收增长的主要原因是新增产能的逐步释放,天津三安 LED 产业化项目于 2010 年 6 月底投产,自下半年起开始释放产能,我们预计当年产能利用率还在爬升期,相信今年产能利用率会达到正常水平,带来芯片收入的进一步提升。根据公司披露的数据

分析师 刘亮
021-3856 5917
liuliang@xyzq.com.cn
SAC:S0190209030141

联系人: 韩林
021-38565605
hanlin@xyzq.com.cn

推算，2010 全年芯片业务毛利率为 46.26%，较上年增长 4.51 个百分点，其中下半年芯片业务毛利率 49.47%，较上半年增长 7.72 个百分点，公司芯片毛利率大幅增长可能有两方面原因，一是 LED 芯片去年处于供需偏紧状态，公司议价能力较强，二是下半年起新增产能逐步释放后规模效应开始显现。

- **三项费用率有所升高：**2010 年公司三项费用率为 12.71%，同比上升 3.44 个百分点。其中营业费用占比 0.70%、管理费用占比 8.87%、财务费用占比 3.14%。管理费用率同比上升 3.47 个百分点，主要是因为 2010 年子公司天津三安投产，同时新增子公司安徽三安和芜湖安瑞光电，公司工资性支出也有所增长，造成管理费用上升。
- 2010 年末，公司应收账款净额 1.85 亿元，同比增加 54.31%，主要系销售规模增长所致；存货净额 3.10 亿元，同比增加 276.41%，其中原材料同比大幅增长 341.45%，主要系本年度天津三安投产及厦门三安扩大产能，产能扩张使原材料需求大增所致；在建工程年末余额 20.09 亿元，同比增加 746.38%，主要系安徽三安 LED 产业化项目一期增加所致；应付账款 1.53 亿元，同比增长 126.69%，主要系应付设备款、材料款增长所致；其他非流动负债 5.47 亿元，同比大幅增加 6742%，主要是因为公司收到政府补助大幅增加。2010 年公司流动比率 15.82，速动比率 13.93，应收账款周转率为 5.66，均较 2009 年有所提高，资产负债率 18.4%，存货周转率为 2.31，较 2009 年有所降低。
- **募投项目配合下的业绩释放，三大基地布局基本完成。**近年来公司借助 LED 行业的高速发展，通过自有资金和募投资金不断扩大生产规模，产能、营收和净利润连年大幅增长。2010 年 6 月天津募投项目投产并产生效益，公司 MOCVD 数量增加至 37 台。公司定向增发募集资金投资于芜湖光电产业化(一期)项目将引进 107 台 MOCVD 设备，目前已经有 48 台到货，安装完毕 38 台，15 台正试产，将逐步释放产能。公司已形成了福建（厦门）、天津、安徽（芜湖、淮南）三大生产基地，产能成倍扩充，营收和利润将随之取得大幅增长。
- **横向与纵向拓展产业链已经初见成效。**公司已经是国内 LED 外延和芯片企业的龙头，同时公司又适时的进行产业链整合，利用自身在芯片上的优势，进入 LED 照明等应用领域，从事路灯及工业商业用照明，并已经拥有地方政府三年的路灯大额采购订单做保证。同时公司与奇瑞成立合资公司，准备进入采购量大、毛利率高的车用照明市场。公司也横向拓展产业链，进入聚光光伏产业，公司在格尔木的示范工程已经并网发电。目前公司的聚光光伏业务还不是主要利润来源，但是为公司未来的发展开辟了一块新的空间。
- **盈利预测与投资建议：**根据我们的假设，预计 2011 年至 2013 年公司每股收益（暂不考虑资本公积转增带来的股本增加）为 1.16 元、1.49 元、1.76 元，对应动态市盈率为 41、32、27 倍。考虑到公司居于国内 LED 行业龙头地位，规模优势明显，给予公司“推荐”评级。

表、三安光电分季度业绩对比（单位：百万元、元、%）

主要数据	09-4Q	10-1Q	10-2Q	10-3Q	10-4Q	QOQ	2009-12	2010-12	YOY	说明
营业收入	127	151	214	245	253.5	99.9%	470	863	83.4%	新增产能逐步释放
营业成本	68	87	119	124	124.4	83.3%	273	454	66.4%	
毛利	59	64	95	121	129.1	119.1%	198	409	106.9%	
销售费用	1	1	1	2	1.6	50.3%	4	6	42.7%	
管理费用	7	10	9	16	41.6	465.7%	25	77	201.2%	销售费用率
财务费用	3	7	7	11	1.7	-51.6%	14	27	94.0%	
资产减值	0	0	-0	-0	1.3	585.4%	0	1	585.4%	
公允价值	0	0	0	0	0.0	-	0	0	-	
投资收益	-0	-0	-0	-0	-0.8	-	-0	-1	-	投资收益
营业利润	47	46	75	90	80.3	72.6%	149	291	95.6%	
利润总额	47	173	83	93	195.8	319.9%	205	545	166.2%	
净利润	38	133	69	75	142.3	274.0%	180	419	132.7%	
EPS	0.058	0.203	0.105	0.114	0.2	274.0%	0.275	0.639	132.7%	EPS
销售费用率	0.8%	0.7%	0.7%	0.8%	0.6%	-0.2%	0.9%	0.7%	-0.2%	
管理费用率	5.8%	6.3%	4.2%	6.7%	16.4%	10.6%	5.4%	8.9%	3.5%	
财务费用率	2.7%	4.5%	3.4%	4.6%	0.7%	-2.0%	3.0%	3.1%	0.2%	
所得税率	18.4%	23.1%	17.3%	19.2%	21.5%	3.1%	12.0%	21.0%	9.0%	所得税率
毛利率	46.5%	42.3%	44.4%	49.5%	50.9%	4.5%	42.0%	47.4%	5.4%	
净利润率	30.0%	88.1%	32.3%	30.6%	56.1%	26.1%	38.3%	48.6%	10.3%	

资料来源：天软投资系统

附表

资产负债表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2597	2533	3506	4318
货币资金	1904	1000	1000	1000
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	183	422	684	886
其他应收款	10	23	35	47
存货	310	625	1120	1441
非流动资产	3422	5584	7122	7878
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	58	59	51	55
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	899	2009	3025	3745
在建工程	2028	2820	3094	2866
油气资产	0	0	0	0
无形资产	416	660	921	1177
资产总计	6019	8117	10628	12196
流动负债	164	1389	3112	3539
短期借款	0	938	2424	2614
应付票据	0	0	0	0
应付账款	153	363	590	792
其他	11	89	98	134
非流动负债	944	1059	866	851
长期借款	397	499	586	651
其他	547	560	280	200
负债合计	1108	2448	3978	4390
股本	656	656	656	656
资本公积	3761	3761	3761	3761
未分配利润	415	1152	2102	3224
少数股东权益	51	51	51	51
股东权益合计	4910	5669	6649	7806
负债及权益合计	6019	8117	10628	12196

现金流量表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	419	759	980	1157
折旧和摊销	101	205	378	546
资产减值准备	1	5	4	4
无形资产摊销	10	7	8	8
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	27	31	90	128
投资损失	1	0	0	0
少数股东损益	11	0	0	0
营运资金的变动	342	564	743	582
经营活动产生现金流量	756	436	438	1170
投资活动产生现金流量	-2671	-2350	-1922	-1297
融资活动产生现金流量	2853	1009	1484	126
现金净变动	938	-904	0	0
现金的期初余额	1018	1904	1000	1000
现金的期末余额	1956	1000	1000	1000

利润表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	863	1992	3226	4178
营业成本	454	1124	1871	2464
营业税金及附加	5	14	23	29
销售费用	6	15	24	31
管理费用	77	149	226	272
财务费用	27	31	90	128
资产减值损失	1	2	3	3
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	-1	0	0	0
营业利润	291	656	989	1251
营业外收入	254	260	200	160
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	545	916	1189	1410
所得税	114	157	209	254
净利润	431	759	980	1157
少数股东损益	11	0	0	0
归属母公司净利润	419	759	980	1157
EPS (元)	0.64	1.16	1.49	1.76

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长性(%)				
营业收入增长率	83.4%	130.9%	62.0%	29.5%
营业利润增长率	95.6%	125.4%	50.8%	26.4%
净利润增长率	132.7	81.0%	29.2%	18.0%
盈利能力(%)				
毛利率	47.4%	43.6%	42.0%	41.0%
净利率	48.6%	38.1%	30.4%	27.7%
ROE	8.6%	13.5%	14.9%	14.9%

偿债能力(%)

资产负债率	18.4%	30.2%	37.4%	36.0%
流动比率	15.82	1.82	1.13	1.22
速动比率	13.93	1.37	0.77	0.81

营运能力(次)

资产周转率	21.4%	28.2%	34.4%	36.6%
应收帐款周转率	565.7	650.5%	576.4%	526.0%

每股资料(元)

每股收益	0.64	1.16	1.49	1.76
每股经营现金	0.46	0.66	0.67	1.78
每股净资产	7.40	8.56	10.05	11.82

估值比率(倍)

PE	73.6	40.6	31.5	26.7
PB	6.3	5.5	4.7	4.0

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5%~15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5%~5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com 信息披露栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。