

电子元器件行业研究小组

分析师: 方夏虹 fangxh@ccnew.com

执业证书编号: S0730511010006

研究支持: 贾建虎 jiajh@ccnew.com

021-50588666-8037

LED 芯片龙头地位进一步巩固

——三安光电(600703)中报点评

研究报告-公司点评

增持(首次)

发布日期: 2011年08月25日

报告关键要素:

11年上半年,受益于天津分公司产能释放,公司营业收入和净利润大幅增长。安徽分公司107台MOCVD设备已全部到位,随着下半年产能利用率和良率的上升,公司将进一步确立龙头地位。预测11-12年公司EPS为0.55元和0.74元,按24日收盘价14.86元计算,对应PE为27.02倍和20.08倍,给予“增持”评级。

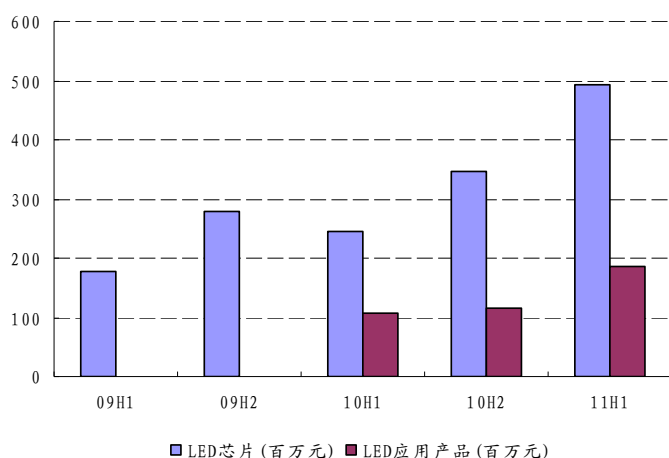
事件:

- 三安光电(600703)公布了2011年中报。11年上半年,公司实现销售收入7.19亿元,同比增长97.38%,营业利润1.89亿元,同比增长55.89%,净利润4.59亿元,同比增长204.68%,每股收益0.32元。

点评:

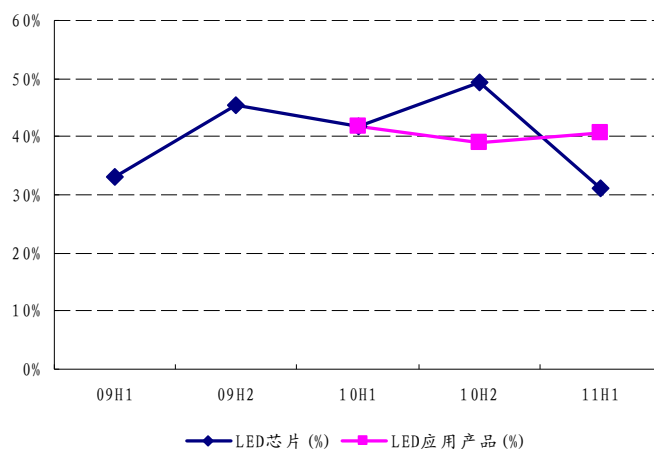
- LED器件降价是大势所趋,市场空间将更加广阔。11年上半年,LED器件进一步降价,2季度照明用大功率LED器件降价幅度超过15%,电视背光用LED器件降价幅度约为10%,其他低端LED器件的降价幅度较小。LED器件降价将拓宽市场需求,预计下半年在LED照明的带动下,LED产业将实现高增长。
- 公司营业收入大幅增长,天津分公司产能释放较快。公司主营业务主要包括LED芯片和LED应用产品。11年上半年,两种产品分别销售4.93亿元和1.87亿元,同比增长101.61%和75.69%;产品毛利率分别为30.99%和40.68%,相比去年同期分别减少10.76和0.98个百分点。天津分公司的LED芯片产能释放较为充分,带动整体销售额大幅增加。

图 1: 09年-11年半年度分业务营业收入



资料来源: 中原证券研究所、公司公告

图 2: 09年-11年半年度分业务毛利率

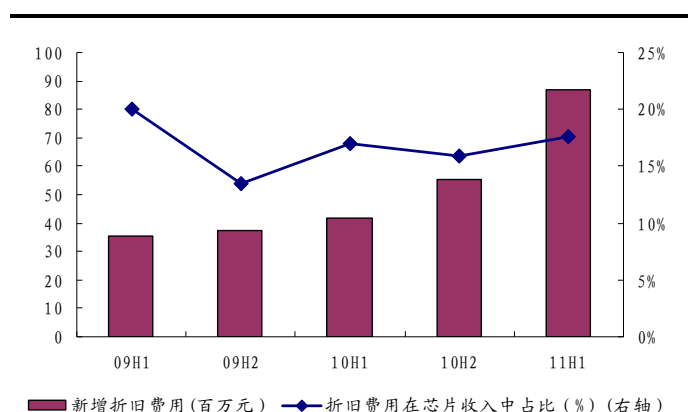


资料来源: 中原证券研究所、公司公告

- **分公司产能利用率和良率处于爬坡期，降低LED芯片毛利率。**11年上半年公司LED芯片的毛利率为30.99%，同比下滑10.76个百分点，主要原因有两点：一是下游LED器件的价格持续走低导致LED芯片降价；二是两家分公司还处于建设期，产能利用率和良率均较低，在一定程度上影响了产品毛利率。截至6月底，安徽分公司累计投入37.9亿元，占总预算的56.92%，在建工程为15.15亿元；天津分公司10亿元预算已全部投入，在建工程为1.43亿元。

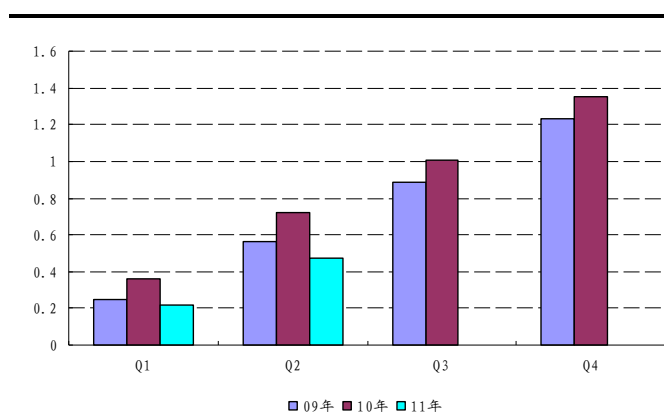
11年上半年安徽分公司新增设备逐步投产，公司的固定资产增长较快，截至11年6月，公司固定资产原值为26.77亿元，比年初增加13.73亿元。上半年公司新增折旧费用8691万元，是去年同期的2.09倍；公司固定资产周转率为0.22，明显低于去年同期的0.36；由此可见，公司新增设备的产能利用率较低，折旧费用的大幅上升降低了LED芯片毛利率。预计下半年随着分公司产能利用率和产品良率的上升，以及主要原材料蓝宝石衬底的价格下降，LED芯片毛利率将有所回升。

图 1： 09 年-11 年半年度折旧费用及与芯片收入的比值



资料来源：中原证券研究所、公司公告

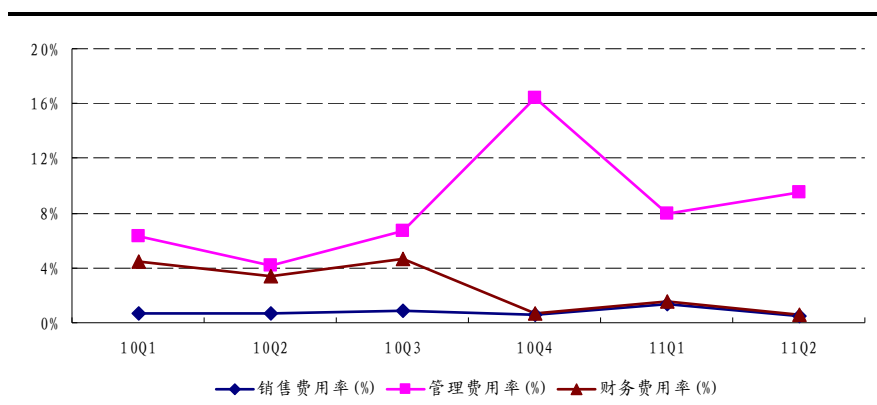
图 2： 09 年-11 年各季度固定资产周转率



资料来源：中原证券研究所、公司公告

- **管理费用率明显上升，下半年财务压力大。**11年上半年公司销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为0.81%、8.88%和0.99%，比去年同期分别变动0.14、3.81和-2.88个百分点。随着天津和安徽分公司达产，公司三地经营，管理人员增多，导致管理费用率明显上升。财务费用率下降的主要原因是10年10月公司非公开增发募集资金29.8亿元，不过随着安徽分公司投资规模加大，11年6月公司长期借款上升到11.49亿元，比年初增加7.52亿元，因而下半年的财务压力较大。

图 3： 10 年-11 年公司单季度费用率状况



来源：中原证券研究所、公司公告

- 下半年安徽分公司新增设备逐步投产，公司产能大幅扩张。截至11年6月底，安徽分公司107台MOCVD设备已全部到厂，其中30台设备批量投产，估算该分公司LED芯片业务贡献营业利润约4027万元，在整体LED芯片业务中占比为26.33%。分公司规划产能是年产530万片外延片（2英寸），预计11年全年有效产能约为规划产能的25%，即132.5万片外延片，是原有厦门基地产能的2.65倍。

值得一提的是，截至6月底，安徽分公司已累计获得MOCVD设备补贴款10.3亿元，将按资产寿命分8年计入营业外收入。

- 聚光太阳能业务将在12年贡献可观收入。公司与美国EMCORE合资成立的日芯光伏已完成主体厂房基础建设，预计10月底前可投入使用，下半年公司采购的设备将陆续到厂安装，年底前部分设备可以投产运行。神光新能源公司是公司在青海开展光伏业务的合作企业，该公司的50兆瓦聚光太阳能项目已通过可行性论证，标志着第三代太阳能技术已达到大规模应用的技术水平，因而预计公司聚光太阳能业务将在12年贡献可观收入。随着技术成熟和市场拓展，该业务潜力巨大。
- 公开增发预案计划继续扩大LED芯片和应用产品产能。公司于11年4月份公布了公开增发预案，计划募集91.25亿元，用于投资安徽分公司二期工程，扩大LED芯片和应用产品产能。
- 给予公司“增持”评级。预测11-12年公司EPS为0.55元和0.74元，按24日收盘价14.86元计算，对应PE为27.02倍和20.08倍，给予“增持”评级。
- 风险提示：竞争激烈，LED芯片价格下滑；市场拓展跟不上产能增长，产能利用率下降。

盈利预测

	2009年	2010年	2011E	2012E
营业收入（亿元）	4.70	8.63	22.34	37.51
增长比率（%）	120.66	83.62	168.00	95.98
净利润（亿元）	1.80	4.19	8.02	10.63
增长比率（%）	246.15	132.78	91.26	32.54
每股收益（元）	0.27	0.64	0.55	0.74
市盈率（倍）	55.04	23.22	27.02	20.08

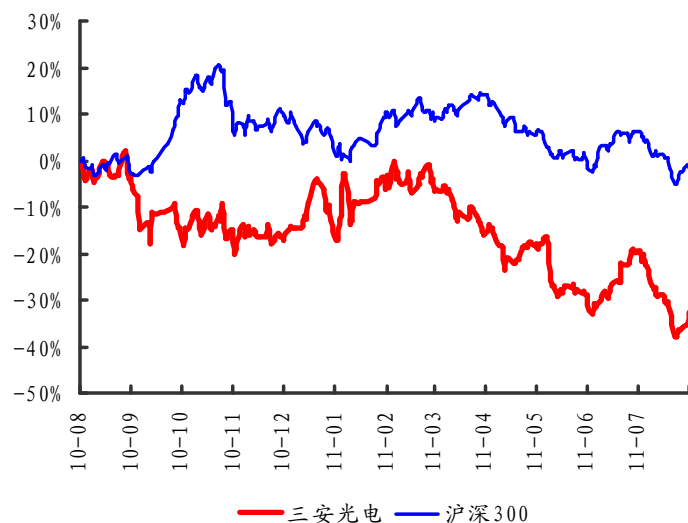
市场数据（2011年8月24日）

收盘价（元）	14.86
一年内最高/最低（元）	52.62 / 13.09
沪深300指数	2897.58
市净率（倍）	4.415
流通市值（亿元）	146.06

基础数据（2011年6月30日）

每股净资产（元）	3.59
每股经营现金流（元）	0.69
毛利率（%）	37.17
净资产收益率（%）	8.85
资产负债率（%）	33.85
总股本/流通股（万股）	144401/98291
B股/H股（万股）	/

个股相对沪深 300 指数走势



行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的版权仅为本公司所有。

转载条款

刊载或者转发机构刊载转发本报告不得用于非法行为，必须注明报告的发布人和发布日期，提示使用报告的风险；非全文刊载转发本报告的必须保证报告观点的完整性，不得断章取义，由于部分刊载或者转发引起的法律责任由刊载或者转发机构负责；刊载转发本报告用于特殊用途的应当与公司或者研究所取得联系，双方签订协议。