

三安光电 (600703.sh)

行业回暖伴产能释放带动业绩提振

惠毓伦 首席分析师

电话: 323

eMail: hyl6@gf.com.cn

执业编号: S0260511010003

彭琦 联系人

电话: 010-59136726

eMail: pengqi@gf.com.cn

公司业绩增长超预期

2011 年全年, 公司实现营业收入 17.47 亿元, 同比上升 102.56%。毛利率由去年同期的 47.39% 下降到 42.31%; 实现归属于上市公司股东的净利润 9.36 亿元, 同比增加 123.29%, 稀释后每股 EPS 为 0.65 元, 每股经营活动产生的现金流量净额为 0.6 元。其中, 2011 年第四季度, 公司实现营业收入 5.78 亿元, 同比增加 128.12%, 环比增加 28.69%。归属上市公司净利润为 3.44 亿元, 同比增加 123.98%, 环比增加 177.25%, 稀释后每股 EPS 为 0.24。我们预测公司 2012 年到 2014 年公司 EPS 分别为 0.82, 1.34, 1.94 元, 维持公司“买入”评级。

LED 芯片产能迅速扩张, 聚光太阳能芯片蓄势待发

报告期内, 公司全资子公司天津三安光电 15 台 MOCVD 设备已陆续投产, 并获得了一定经济效益; 安徽三安光电有限公司芜湖光电产业化项目购置的 107 台 MOCVD 设备现已全部到位, 部分设备已投入生产, 运转情况良好, 剩余设备也已调试完毕, 并将陆续投产, 公司 LED 芯片产能迅速扩张, 并逐步产生效益。

目前, 公司控股子公司日芯光伏科技有限公司高倍聚光太阳能发电系统一期项目基本建设完成, 设备已进入安装调试阶段。第三代高倍聚光太阳能发电模组产品获得了中国质量认证中心的光伏产品认证, 这将更有利于加快推动高倍聚光太阳能发电系统的应用和快速发展。故此, 公司聚光太阳能业务有望在 2012 年贡献可观收入。

风险提示

LED 背光市场回暖时间较预期滞后; 未来政府补助取消或者减少。

预测及评估

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营收入 (百万元)	862.61	1747.31	4104.71	8295.13	13420.97
EBITDA (百万元)	421.62	786.45	1822.48	3189.28	4725.26
净利润 (百万元)	419.26	936.17	1187.77	1928.29	2796.59
净利润增长率 (%)	132.73%	123.29%	26.88%	62.35%	45.03%
每股收益 (元)	0.64	0.65	0.82	1.34	1.94
市盈率 (倍)	71.79	16.86	15.04	9.26	6.39
市净率 (倍)	6.19	2.79	2.61	2.03	1.54
EV/EBITDA (倍)	67.82	20.62	11.34	6.72	4.73
主营收入 (百万元)	862.61	1747.31	4104.71	8295.13	13420.97

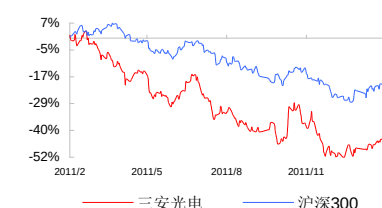
数据来源: 三安光电股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	12.37 元
合理价值	16.00 元
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	8.80	-10.30	-75.47
沪深 300	2.33	-1.81	-21.35

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)

1444/1205

主要股东:

厦门三安电子有限公司

主要股东持股比例 35.02%

流通 A 股比例 83.45%

财务比率

ROE 16.53%

ROA 12.14%

资产负债率 37.22%

2011 年报数据

事件描述

三安光电于2012年02月22日发布2011年年报。

表1：公司2011年度主要财务指标

	本报告期末	上年度期末	增减变动(%)
总资产	9,409,772,615.78	6,018,648,040.95	56.34%
归属上市公司股东的所有者权益	5,664,826,601.08	4,859,929,577.96	16.56%
每股净资产	3.92	7.40	-47.02%
	本报告期	上年同期	增减变动(%)
营业总收入	1,747,311,965.64	862,610,841.88	102.56%
毛利率(%)	42.31%	47.39%	-5.08%
营业利润	521,907,422.72	291,185,430.75	79.24%
利润总额	1,366,508,143.96	544,920,422.89	150.77%
归属于上市公司股东的净利润	936,171,002.72	419,264,954.91	123.29%
基本每股收益	0.65	0.64	1.49%
摊薄每股收益(按最新股本)	0.65	0.29	123.29%
经营活动产生的现金流量净额	860,666,191.86	302,306,867.56	184.70%
每股经营活动产生的现金流量净额	0.60	0.46	29.41%
营业利润	1,747,311,965.64	862,610,841.88	102.56%

数据来源：公司公告、广发证券研发中心

2011年全年，公司实现营业收入17.47亿元，同比上升102.56%。毛利率由去年同期的47.39%下降到42.31%；实现归属于上市公司股东的净利润9.36亿元，同比增加123.29%，稀释后每股EPS为0.65元，每股经营活动产生的现金流量净额为0.6元。其中，2011年第四季度，公司实现营业收入5.78亿元。同比增加128.12%，环比增加28.69%。归属上市公司净利润为3.44亿元，同比增加123.98%，环比增加177.25%，稀释后每股EPS为0.24。

目前，随着电视需求回暖以及LED电视的渗透率的提升带动了背光LED芯片的需求，另外LED照明的需求也在持续提升。在需求拉动和上游部分企业减产保价共同作用下，2月LED蓝宝石基板价格首度出现上涨。虽然目前整个LED芯片制造行业还处于去产能周期状况中，但蓝宝石库存的降低也给LED行业传递了乐观信号。作为LED芯片制造行业的龙头，公司产能充沛，并且在政策支持、生产规模和技术水平上具有明显的优势，在LED行业回暖时必将优先受益，我们对公司长期发展前景看好。我们预测公司2012年到2014年公司EPS分别为0.82，1.34，1.94元，维持公司“买入”评级。

事件评论

2011 年公司实现营业收入 17.47 亿元，同比上升 102.56%

2011年全年，公司实现营业收入17.47亿元，同比上升102.56%主营业务成本为10.08，同比增加122.12%，报告期实现归属于上市公司股东的净利润9.36亿元，稀释后每股EPS为0.65元，每股经营活动产生的现金流量净额为0.6元。

其中，2011年第四季度，公司实现营业收入5.78亿元。同比增加128.12%，环比增加28.69%。归属上市公司净利润为3.44亿元，同比增加123.98%，环比增加177.25%，稀释后每股EPS为0.24。

公司毛利率同比下滑 5.08%

报告期内公司毛利率为42.31%，与去年同期下降5.08%。其中2011年第四季度公司毛利率为46.08%，同比降低4.85%，环比上升0.40%。主要是受LED产品的原材料价格大幅下降，售价下滑等因素影响。

报告期间，公司销售费用本期较上年同期增加547万元，增加90.08%。主要是由于本年营业收入增加，销售规模扩大所致；报告期间，公司管理费用本期较上年同期增加9498万元，增加124.07%。主要是由于公司产业规模扩大，所需的运营费用亦相应增加所致；报告期间，公司财务费用本期较上年同期减少529万元，减少19.55%。主要是由于贷款利率下降所致。

LED 芯片产能迅速扩张，聚光太阳能芯片蓄势待发

报告期内，公司全资子公司天津三安光电15台MOCVD设备已陆续投产，并获得了一定经济效益；安徽三安光电有限公司芜湖光电产业化项目购置的107台MOCVD设备现已全部到位，部分设备已投入生产，运转情况良好，剩余设备也已调试完毕，并将陆续投产，公司LED芯片产能迅速扩张，并逐步产生效益。

目前，公司控股子公司日芯光伏科技有限公司高倍聚光太阳能发电系统一期项目基本建设完成，设备已进入安装调试阶段。第三代高倍聚光太阳能发电模组产品获得了中国质量认证中心的光伏产品认证，这将更有利于加快推动高倍聚光太阳能发电系统的应用和快速发展。故此，公司聚光太阳能业务有望在2012年贡献可观收入。

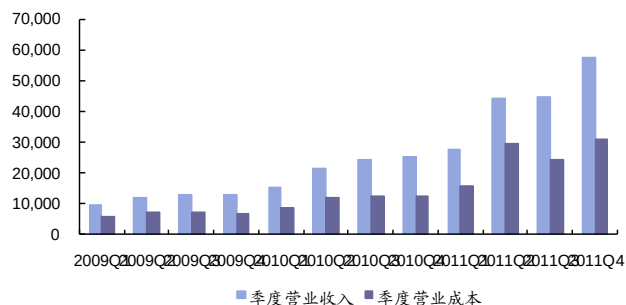
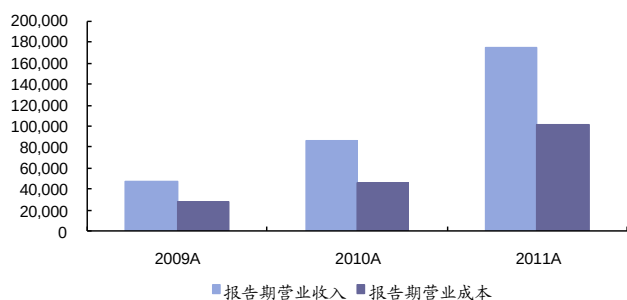
我们预测公司2012年到2014年公司EPS分别为0.82，1.34，1.94元，维持公司“买入”评级。

风险提示

LED背光市场回暖时间较预期滞后；未来政府补助取消或者减少。

图 1：公司报告期营业收入和营业成本

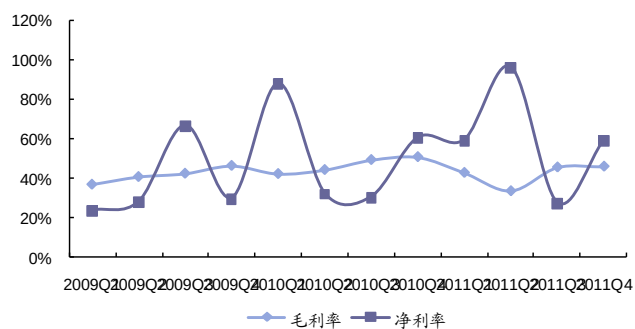
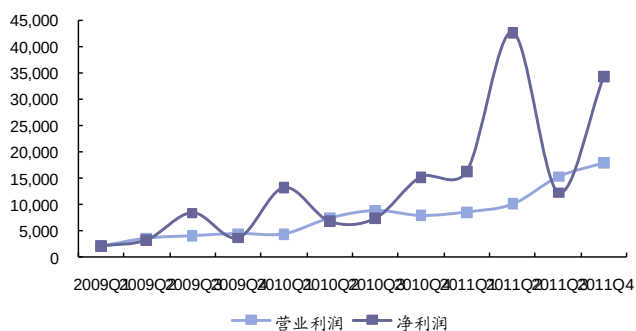
图 2：公司季度营业收入和营业成本



数据来源：WIND 资讯、公司公告、广发证券研发中心

图 3: 公司季度营业利润和净利润

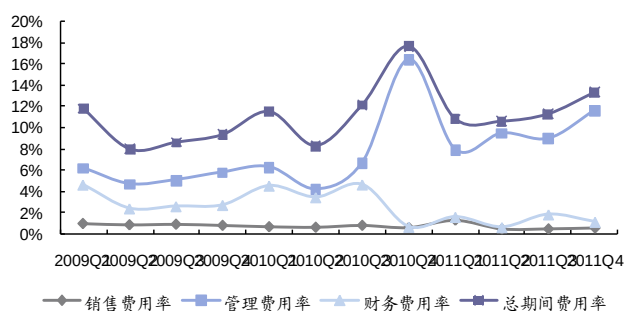
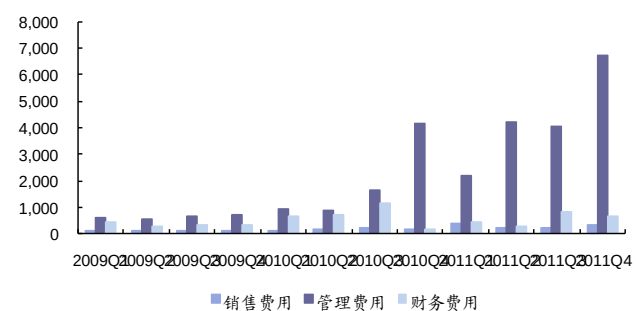
图 4: 公司季度毛利率情况



数据来源：WIND 资讯、公司公告、广发证券研发中心

图 5: 公司季度期间费用情况

图 6: 公司季度期间费率情况



数据来源：WIND 资讯、公司公告、广发证券研发中心

资产负债表

单位：百万元

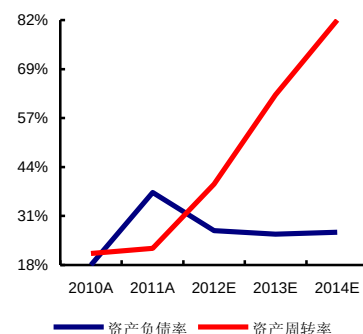
至 12 月 31 日	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	2,597	3,669	3,288	5,346	8,733
货币资金	1,904	1,454	0	0	0
应收及预付	373	1,292	1,898	3,754	6,298
存货	310	918	1,391	1,592	2,435
其他流动资产	9	5	0	0	0
非流动资产	3,422	5,740	7,037	8,234	9,216
长期股权投资	58	107	107	107	107
固定资产	899	2,476	3,626	4,583	5,338
在建工程	2,028	2,338	2,338	2,338	2,338
无形资产	431	800	965	1,207	1,433
其他长期资产	6	19	0	0	0
资产总计	6,019	9,410	10,325	13,580	17,949
流动负债	164	502	1,616	2,687	3,890
短期借款	0	269	1,356	2,121	3,049
应付及预收	164	74	260	566	841
其他流动负债	0	159	0	0	0
非流动负债	944	3,001	1,457	1,457	1,457
长期借款	397	1,457	1,457	1,457	1,457
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	547	1,544	0	0	0
负债合计	1,108	3,503	3,073	4,144	5,347
股本	656	1,444	1,444	1,444	1,444
资本公积	3,761	2,973	2,973	2,973	2,973
留存收益	443	1,248	2,436	4,364	7,160
归属母公司股东权益	4,860	5,665	6,853	8,781	11,577
少数股东权益	51	242	399	655	1,025
负债和股东权益	6,019	9,410	10,325	13,580	17,949

利润表

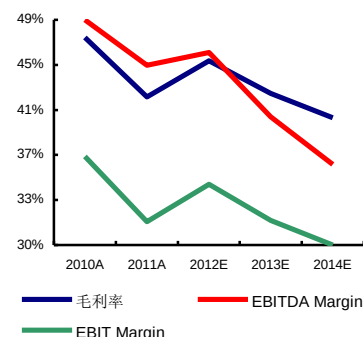
单位：百万元

至 12 月 31 日	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	863	1747	4105	8295	13421
营业成本	454	1008	2283	4841	8078
营业税金及附加	5	5	46	92	149
销售费用	6	12	27	55	89
管理费用	77	172	360	758	1225
财务费用	27	22	25	104	168
资产减值损失	1	10	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-1	2	0	0	0
营业利润	291	522	1364	2445	3713
营业外收入	254	845	370	370	370
营业外支出	0	1	1	1	1
利润总额	545	1367	1734	2815	4082
所得税	114	306	389	631	915
净利润	431	1060	1345	2183	3167
少数股东损益	11	124	157	255	370
归属母公司净利润	419	936	1188	1928	2797
EBITDA	422	786	1822	3189	4725
EPS (元)	0.64	0.65	0.82	1.34	1.94

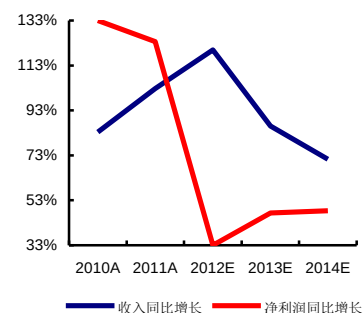
资产负债率趋势



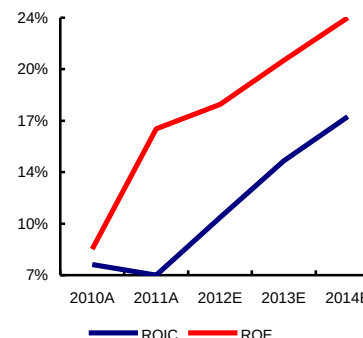
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

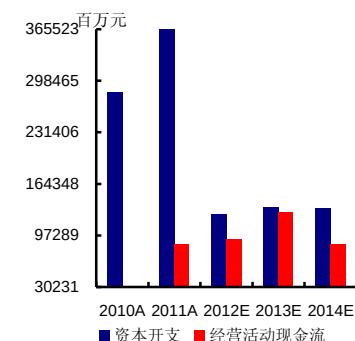
至 12 月 31 日	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	302	861	594	817	699
净利润	431	1,060	1,345	2,183	3,167
折旧摊销	101	235	434	640	845
营运资金变动	-261	-457	-887	-1,751	-3,112
其它	32	22	-297	-256	-200
投资活动现金流	-2,295	-2,672	-1,379	-1,468	-1,458
资本支出	-2,837	-3,655	-1,379	-1,468	-1,458
投资变动	0	-47	0	0	0
其他	542	1,031	0	0	0
筹资活动现金流	2,879	1,361	-669	651	758
银行借款	600	1,646	1,087	765	928
债券融资	-699	-159	-1,703	0	0
股权融资	3,019	78	0	0	0
其他	-40	-205	-53	-114	-170
现金净增加额	886	-450	-1,454	0	0
期初现金余额	1,018	1,904	1,454	0	0
期末现金余额	1,904	1,454	0	0	0

主要财务比率

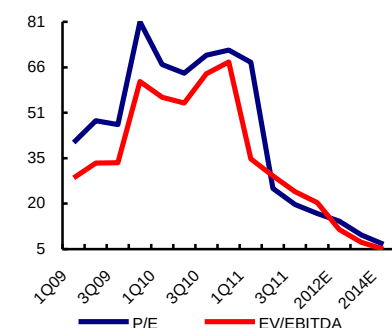
单位：%

至 12 月 31 日	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
成长能力					
营业收入	83.4%	102.6%	134.9%	102.1%	61.8%
营业利润	95.6%	79.2%	161.4%	79.2%	51.8%
归属于母公司净利润	132.7%	123.3%	26.9%	62.3%	45.0%
获利能力					
毛利率	47.4%	42.3%	44.4%	41.6%	39.8%
净利率	49.9%	60.7%	32.8%	26.3%	23.6%
ROE	8.6%	16.5%	17.3%	22.0%	24.2%
ROIC	7.6%	6.9%	10.8%	15.3%	17.7%
偿债能力					
资产负债率	18.4%	37.2%	29.8%	30.5%	29.8%
净负债比率	-30.7%	7.3%	38.8%	37.9%	35.8%
流动比率	15.82	7.32	2.03	1.99	2.25
速动比率	13.13	3.86	0.55	0.54	0.61
营运能力					
总资产周转率	0.21	0.23	0.42	0.69	0.85
应收账款周转率	5.72	6.54	6.54	9.13	9.13
存货周转率	2.31	1.64	1.64	3.04	3.32
每股指标 (元)					
每股收益	0.64	0.65	0.82	1.34	1.94
每股经营现金流	0.46	0.60	0.41	0.57	0.48
每股净资产	7.40	3.92	4.75	6.08	8.02
估值比率					
P/E	71.8	16.9	15.0	9.3	6.4
P/B	6.2	2.8	2.6	2.0	1.5
EV/EBITDA	67.8	20.6	11.3	6.7	4.7

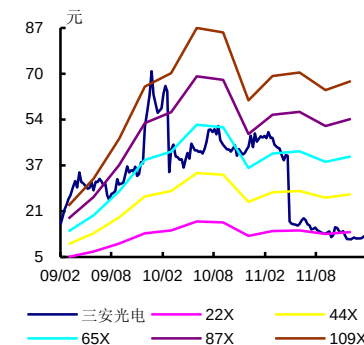
资本支出与经营活动现金流



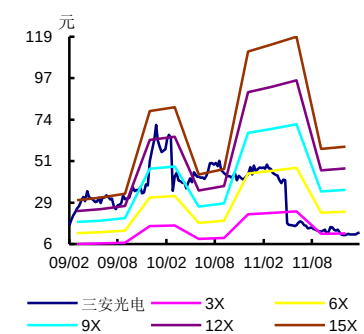
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发电子元器件和半导体行业研究小组

惠毓伦，分析师，中国科学技术大学计算机辅助设计硕士、计算机高级工程师，15 年计算机、光电、集成电路、军工领域工作和研究经历，11 年证券营业部和证券研究所从业经历。

彭琦，同济大学技术经济和管理硕士，7 年电子和半导体行业从业经验，曾就职于英特尔，泰科电子等公司。2010 年进入长江证券从事电子行业证券研究，2011 年 11 月加入广发证券。

樊飞，浙江大学光电系学士，香港科技大学电子计算机工程系哲学硕士，2011 年加入广发证券。

相关研究报告

三安光电(600703): 三季报业绩符合预期

彭琦

20111022

广发证券—公司投资评级说明

买入(Buy): 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有(Hold): 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出(Sell): 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区民田路 178 号华融大厦 9 楼	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东南路 528 号 上海证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。