

公司研究/首次覆盖

2017年03月09日

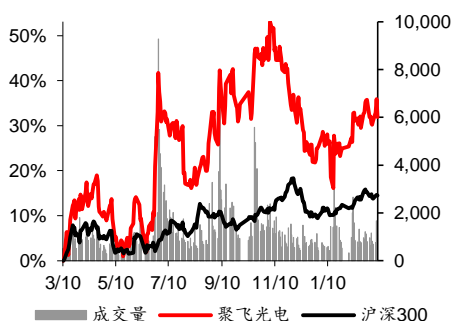
电子元器件/光学光电子 II

投资评级: 买入 (首次评级)

当前价格(元): 9.27
合理价格区间(元): 10.84-12.39

张驷 执业证书编号: S0570515060001
研究员 021-28972073
lu.zhang@htsc.com

股价走势图



资料来源: Wind

冬去春来, 多点开花, 重归高增长

聚飞光电(300303)

冬去春来, 本土 LED 背光龙头重返高增长

公司是专业从事 SMD LED 器件研发、生产与销售的高新技术企业, 主营业务属于 LED 封装。在度过了 2015 年价格战的寒冬之后, 公司一方面通过持续的技术创新、精益管理增强综合竞争力, 另一方面继续丰富客户结构, 业绩重返高增长。根据业绩快报数据, 2016 年公司实现营收 15.09 亿元, 同比增长 57.28%, 为上市以来最快增速, 实现归母净利润 1.55 亿元, 同比增长 51.62%, 如果剔除掉 LiveCom 并表带来的约 560.31 万元净利润, 2016 年公司归母净利润仍同比增长超过 46%。

产能瓶颈限制 OLED 普及速度, 公司中小尺寸背光产品替代空间犹存

市场一度担心 OLED 的兴起会迅速冲击小尺寸 LED 背光市场, 但我们认为产能瓶颈仍是限制中小尺寸 OLED 快速普及的关键性因素。基于 CINNO 及 IHS 数据, 我们测算即使到 2019 年, 规划中的 AMOLED 产能兑现也只相当于当前 6 代线及以下的 LCD 产能面积的 19.4%, LCD 将依然是中小尺寸显示市场的主要力量。公司小尺寸产品处于绝对领先地位, 国内市占率由 09 年 5.92% 逐渐提升到目前的 30% 以上, 在国产手机品牌走强的背景下, 公司有望通过切入更多本土品牌的背光供应链, 进一步提升市占率。

尺寸上涨+产业中心转移拓展背光需求, 公司大尺寸背光占比持续提升

16 年全球 TV 面板平均尺寸预计增至 42.4 寸, 增长 4.43%, 由 55 寸占比的快速提升我们预计平均尺寸有望保持较高增速, 而面板尺寸的增加必然推升对背光模组灯珠的需求。此外, 我们测算, 未来新增高世代产线带来的大尺寸背光需求可有效抵消 AMOLED 在小尺寸端替代所造成的需求下降, LED 背光市场空间仍将有增无减, 在 LCD 产业中心加速向中国大陆转移的过程中, 国内背光厂商将迎来国产替代良机。公司中大尺寸营收占比自 2012 年持续提升, 15 年已经达到 38.33%, 公司在 16 年成功切入京东方、深天马等一线面板厂商供应链, 大尺寸营收增长确定性强。

产业链横向延伸, 小间距、光学膜、光器件封装多点开花

公司积极延伸产业链, 拓展产品种类。目前小间距 SMD 产品已经实现量产并销售, 公司选择在行业高增长、供应链紧张的背景下切入, 确定性的需求将带来新的利润增长点。2013 年公司成立聚飞光学材料, 2014 年实现光学膜产销, 2015 年生产规模大幅扩大。2016 年公司与中兴智能科技合作投建 IC 封装及 LED 封装和组件生产项目, 进军光器件封装领域, 与中兴的合作也加强了对于行业方向的把握以及未来下游的需求。

行业景气上行, 国产替代空间广阔, 首次覆盖给予买入评级

我们看好公司 LED 背光重返高增长, 新业务多点开花, 预计 17-18 年归母净利润为 2.13 亿、2.78 亿元, 参考行业平均估值水平, 考虑光器件、IC 封装业务所能带来的估值提升, 我们认为公司合理估值范围为 17 年 35-40X, 目标价 10.84 元-12.39 元, 首次覆盖给予买入评级!

风险提示: 大尺寸背光产品增速低于预期, 各项新业务拓展速度低于预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	693.99
流通 A 股 (百万股)	482.44
52 周内股价区间 (元)	7.07-10.76
总市值 (百万元)	6,433
总资产 (百万元)	2,698
每股净资产 (元)	2.56

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	990.51	959.48	1,535	2,164	2,923
+/-%	31.43	(3.13)	59.98	40.96	35.08
净利润 (百万元)	178.91	102.37	158.89	213.18	278.40
+/-%	36.64	(42.78)	55.22	34.17	30.60
EPS (元)	0.26	0.15	0.23	0.31	0.40
PE (倍)	35.31	61.70	39.75	29.63	22.69

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

正文目录

冬去春来，LED 背光龙头 2016 年重返高增长.....	5
15 年 LED 行业价格战激烈，洗牌加速	5
16 年业绩重返高增长，营收、归母净利润均创下上市以来最快增速	7
背光是 LED 重要应用，本土封装大厂进一步替代空间广阔.....	8
LED 已经基本取代 CCFL 统一 LCD 背光市场	8
直下式 LED 模组性价比突出，2014 年渗透率已经过半.....	8
本土 LED 封装厂商优势突出，国产替代马不停蹄	9
小尺寸背光替代空间犹存，大尺寸背光需求增长确定.....	12
OLED 产能限制普及速度，公司小尺寸背光替代空间犹存.....	12
2016 年 OLED 在智能手机端的渗透率超过 20%.....	12
中小尺寸 LCD 到 2019 年依然是中小尺寸显示市场的主要力量	13
公司是小尺寸背光龙头，国产手机强势背景下，未来市占率仍有上行空间	14
尺寸上涨+产业中心转移拓展背光需求，公司大尺寸产品占比持续提升	14
智能手机重塑 LCD 面板消费能力	15
大尺寸需求快速增长，对 LED 背光封装产能的需求增强.....	16
LCD 仍将长期作为大尺寸高清显示最优方案，产业中心向国内转移趋势明显 17	
国际大厂陆续退出 LED 照明市场，下游需求旺盛	19
国际大厂陆续退出，LED 照明竞争格局改善.....	19
LED 照明加速渗透，16 年国内 LED 照明国内渗透率提升 10pct	19
16 年公司 LED 照明封装发展势头良好，营收快速增长	20
公司业务横向延伸，开辟全新增长点.....	21
小间距 SMD 封装产品实现量产，市场需求高增长	21
公司布局 SMD LED 小间距市场，实现量产并销售	21
光学膜材业务布局完成，产能逐渐扩大.....	22
光学膜是背光模组的重要组成部分	22
公司横向布局光学膜业务，扩大产销实现协同效应	22
与中兴合作，进军光器件、IC 封装领域.....	23
光器件是光通信系统的关键.....	23
与中兴智能合作，由光器件封装切入 IC 封装市场，收购 LiveCom 切入境外通讯运营	24
盈利预测及投资建议	25
盈利预测.....	25
投资建议	25
风险提示	26

图表目录

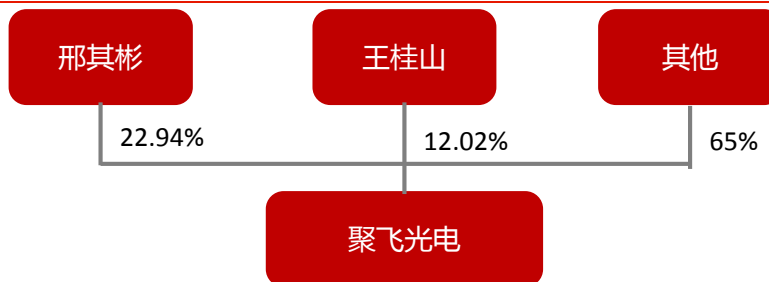
图表 1: 截至 2016 年 12 月的公司股权结构.....	5
图表 2: 15 年至 16 年初 LED 芯片、封装价格普遍出现了大幅下跌.....	5
图表 3: LED 灯泡价格长期下滑.....	6
图表 4: 2015 年公司 LED 背光、照明产品营收均出现同比下滑.....	6
图表 5: 2016 年全年营收同比增长 57.28% (单位: 亿元).....	7
图表 6: 2016 年归母净利润同比增长 51.62% (单位: 亿元).....	7
图表 7: 液晶面板及背光模组的结构组成.....	8
图表 8: CCFL 与 LED 背光对比.....	8
图表 9: 侧光式、直下式 LED 背光产品结构示意图.....	9
图表 10: 侧光式和直下式 LED 背光对比.....	9
图表 11: 直下式液晶屏使用灯珠数目逐年下降.....	9
图表 12: 直下式液晶屏渗透率逐年上升.....	9
图表 13: 国内 LED 产业链中芯片、封装、应用产值情况.....	10
图表 14: 2015 年国内 LED 封装产值占全球的 21%, 较 2009 年提升 10pct.....	10
图表 15: 2014 年国内 LED 各细分市场市占比情况.....	11
图表 16: 2016 年国内 LED 各细分市场市占比情况.....	11
图表 17: 2016 年国内 LED 背光产值预计达到 265 亿元 (13 年数据缺失).....	11
图表 18: 不同尺寸液晶面板的对比.....	12
图表 19: 2016 年国内市场上 OLED 机型的总出货量接近 1 亿部.....	12
图表 20: 当前全球 6 代及以下 LCD 产能分布 (单位: K/月).....	13
图表 21: 当前全球 6 代及以下 LCD 产能分布 (单位: 万平方米/年).....	13
图表 22: 2015 年全球智能手机面板中 a-Si 仍占据 58.1% 的份额.....	13
图表 23: 15 年诸多国产手机品牌中 a-Si LCD 的占比仍超过 50%.....	13
图表 24: 2016 年国内前五大手机品牌出货量及同比增长 (单位: 百万部).....	14
图表 25: 2016 年国际前五大手机品牌出货量及同比增长 (单位: 百万部).....	14
图表 26: 公司中大尺寸产品的营收稳步提升.....	14
图表 27: 聚飞光电背光 LED 产品系列.....	15
图表 28: 品牌电视均价由 09 年 9 月的 4886 元跌至 16 年 9 月的 3608 元.....	15
图表 29: 消费者对于更大尺寸 TV 的偏好在加强.....	16
图表 30: 16 年全球电视面板平均尺寸有望增长 4.43%.....	16
图表 31: 2016 年全球 8 代线产能分布情况.....	17
图表 32: 2017 年全球 8 代线产能分布情况.....	17
图表 33: 17 年全球仅新增 3 条 8 代线.....	18
图表 34: 国际 LED 照明大厂陆续退出中国市场.....	19
图表 35: LED 照明产品相对传统白炽灯的竞争优势日益凸显.....	19
图表 36: 全球重点国家、地区白炽灯禁售、禁用时间点.....	19
图表 37: 全球 LED 照明市场规模及渗透率情况.....	20
图表 38: 16 年上半年公司照明产品营收 0.74 亿元, 同比增长 94.74%.....	20
图表 39: 小间距 LED 行业持续高增长.....	21

图表 40: 聚飞光电小间距器件参数	21
图表 41: 光学膜主要应用领域.....	22
图表 42: 2013 年液晶模组成本构成.....	22
图表 43: 2013 年 40-42 寸液晶面板背光模组成本构成	22
图表 44: 2015 年公司光学膜产销量大幅增长	23
图表 45: 光器件产业链.....	23
图表 46: 光器件及光模块市场规模	24
图表 47: 聚飞光电涉及的光器件产业链领域.....	24
图表 48: 主营业务收入预测情况 (单位: 亿元)	25
图表 49: 可比公司盈利预测与估值	26
图表 50: 聚飞光电历史 PE-Bands	26
图表 51: 聚飞光电历史 PB-Bands	26

冬去春来，LED 背光龙头 2016 年重返高增长

聚飞光电股份有限公司成立于 2005 年，于 2012 年 3 月在深圳证券创业板上市，截至 2016 年 12 月，公司大股东邢其彬、王桂山分别直接持有公司 22.94%、12.02% 的股份。聚飞光电是一家专业从事 SMD LED 器件的研发、生产与销售的高新技术企业，主营业务属于 LED 封装，上市之初的主要产品为背光 LED 器件和照明 LED 器件。

图表1：截至 2016 年 12 月的公司股权结构



资料来源：Wind，华泰证券研究所

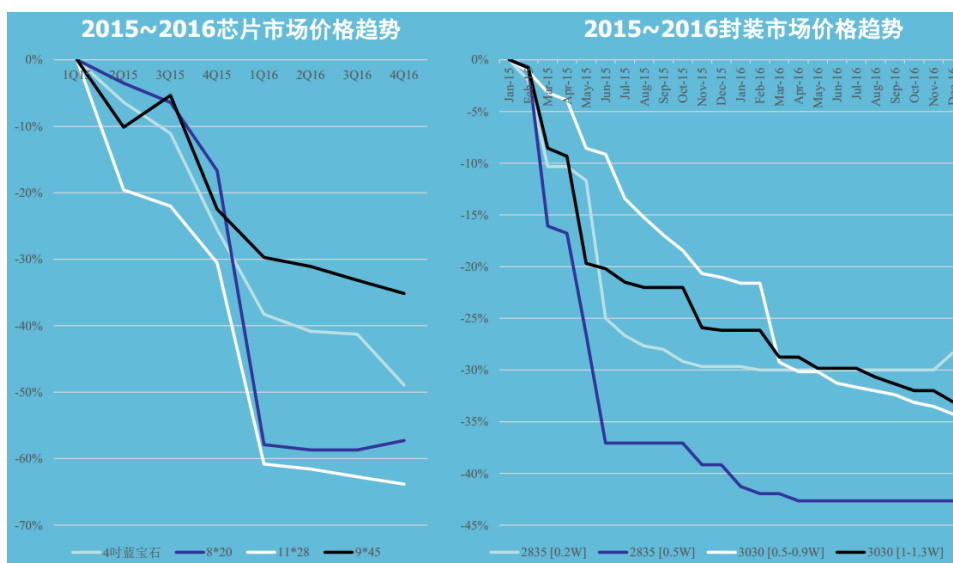
公司的背光 LED 产品主要应用于手机、电脑、液晶电视、车载显示系统等领域；照明 LED 产品主要应用于室内外照明、装饰照明、专用照明、特种照明等领域。

公司的战略重心是深耕 LED 行业，以背光和照明为依托，LED 产品范围已经成功拓展至小间距 LED、红外 LED、车用 LED（工控 LED）等新应用。此外，公司基于对行业趋势的判断，在光学膜、光器件封装、IC 集成电路封装等全新领域也进行了积极地尝试、布局。

15 年 LED 行业价格战激烈，洗牌加速

根据 LEDinside 估算，中国大陆 LED 芯片厂持续投产使得 15 年 LED 芯片供过于求的比例高达 22%，特别是三安光电、乾照光电新厂、新机型的投产使得 15 年下半年新增的每月投片数高达 50 万片，加剧行业价格竞争。

图表2：15 年至 16 年初 LED 芯片、封装价格普遍出现了大幅下跌

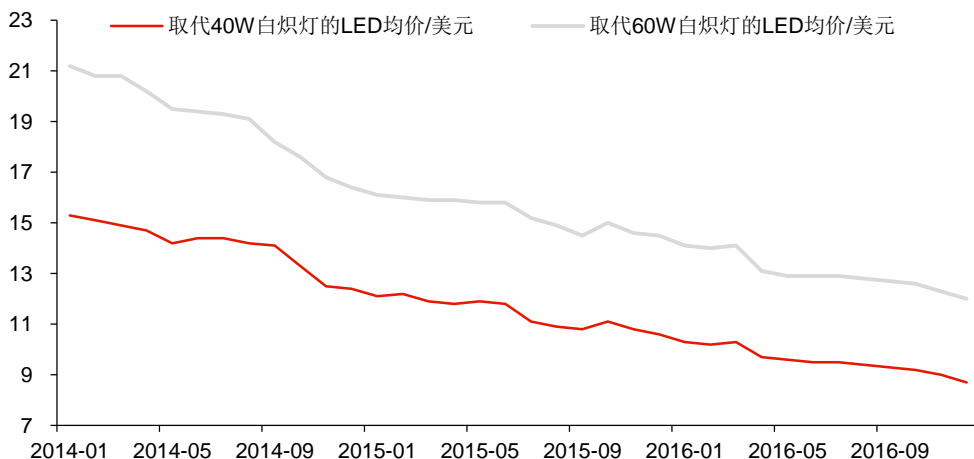


资料来源：LEDinside，华泰证券研究所

由图2可见,LED芯片和封装产品价格 在 15 年末出现了快速、大幅的下跌。根据 LEDinside 数据,自 15 年一季度至 16 年一季度末,主流 LED 芯片的价格跌幅超过 30%,同期,封装产品的价格也普遍呈现超过 20%的跌幅。

除了 LED 芯片、封装产品之外,LED 灯泡的价格也延续了行业一贯的下跌趋势。根据 Wind 统计数据,取代 40W 白炽灯的 LED 灯泡价格在 2015 年、2016 年分别下跌 12.4%、15.53%,16 年 12 月份的价格为 8.7 美金;取代 60W 白炽灯的 LED 灯泡价格在 2015 年、2016 年分别下跌 9.94%、14.89%,16 年 12 月份的价格为 12 美金。

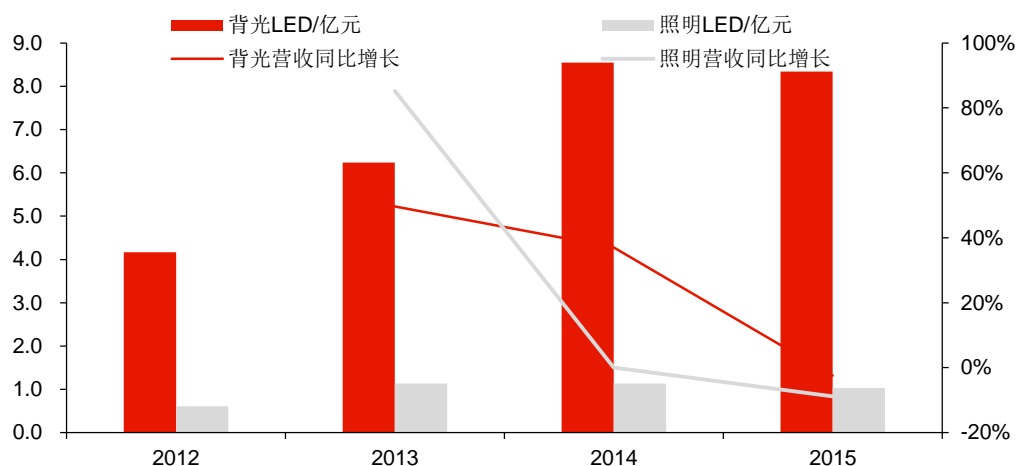
图表3: LED 灯泡价格长期下滑



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

在行业价格竞争激烈、景气程度下行的背景下,公司 15 年的营收和归母净利润均出现了上市以来的首次负增长。2015 年公司营收 9.59 亿元,同比下滑 3.13%,其中背光 LED 产品营收 8.34 亿元,同比下滑 2.46%,照明 LED 产品营收 1.03 亿元,同比下滑 8.85%。2015 年公司实现的归母净利润为 1.02 亿元,同比下滑 42.78%。

图表4: 2015 年公司 LED 背光、照明产品营收均出现同比下滑



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

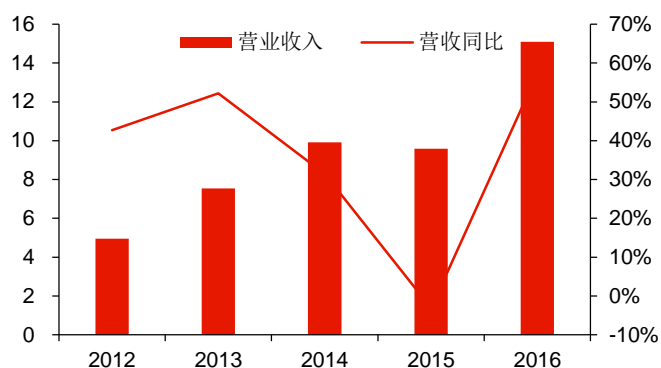
在相对惨烈的盈利状况下,国内 LED 企业经历了大浪淘沙式的筛选,优胜劣汰。根据高工 LED 数据,2014 年国内 LED 企业数量多达 2 万家,仅经过一年时间,就减少 20%,有 4000 家企业(包含上游芯片、中游封装和下游照明应用)退出市场,其中以下游照明企业为主,预计到 2018 年企业数量将减少一半。

16年业绩重返高增长，营收、归母净利润均创下上市以来最快增速

在经历了15年行业的寒冬之后，2016年LED产业链景气上行、竞争格局改善，产品价格下降压力减轻。值此良辰，公司一方面通过持续的技术创新、精益管理增强综合竞争力，另一方面继续丰富客户结构，切入了京东方、深天马以及少量优质日系客户的供应链，业绩重返高增长。

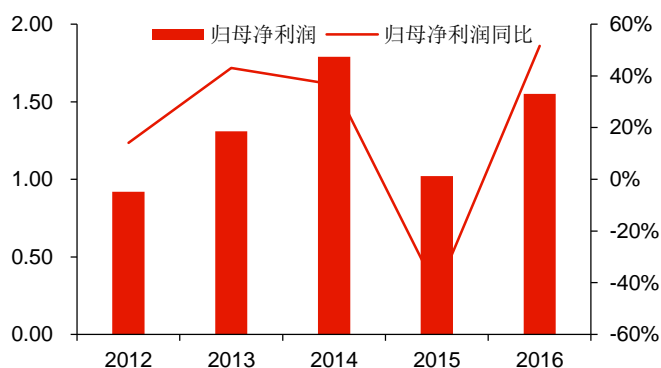
根据公司2月25日公告的16年业绩快报数据，聚飞光电2016年全年营收15.09亿元，同比增长57.28%，为上市以来最快增速，实现归母净利润1.55亿元，同比增长51.62%，如果剔除掉LiveCom Limited并表带来的约560.31万元净利润，2016年公司归母净利润仍同比增长超过46%。

图表5：2016年全年营收同比增长57.28%（单位：亿元）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表6：2016年归母净利润同比增长51.62%（单位：亿元）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

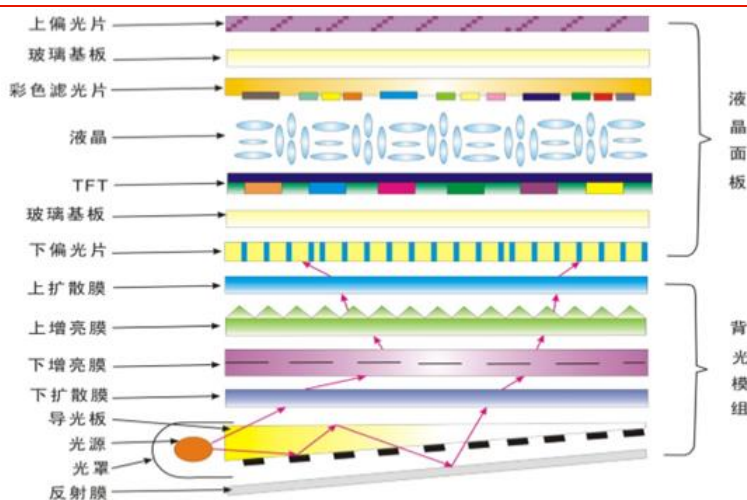
背光是 LED 重要应用，本土封装大厂进一步替代空间广阔

LED 已经基本取代 CCFL 统一 LCD 背光市场

背光源是位于 LCD 背后的一种光源，通常分为 CCFL 和 LED 两种。由于 LCD 面板本身不发光，它显示的图像是其对光线调制的结果，所以背光源的发光效果会直接影响到液晶显示模块的显示效果。

背光模组通常是由背光源、灯管保护罩、灯反射盖、导光板、棱镜片/膜、反射片/膜、扩散片/膜等结构组成，是液晶显示面板的关键零组件之一，其功能就是供应充足的亮度和分布均匀的光源，使其能够正常显示影像。

图表7：液晶面板及背光模组的结构组成



资料来源：产业信息网，华泰证券研究所

在 LED 发光显示技术诞生之前，LCD 冷阴极荧光灯 (CCFL) 是主流的显示屏背光技术。但随着技术的不断更新，LED 在背光光源领域显现出能耗低、环境污染低、亮度均匀性高、色域宽等诸多优势，现已经基本取代 CCFL 光源。

图表8：CCFL 与 LED 背光对比

项目	CCFL	LED
能耗	高	低
环境污染	高	低
温度适应性	低	高
寿命	短	长
亮度均匀性	低	高
发光效率	低	高
色域	窄	宽
图像稳定性	低	高
图像拖尾	有	无

资料来源：华泰证券研究所

直下式 LED 模组性价比突出，2014 年渗透率已经过半

根据灯管位置的不同，背光模组通常有侧光式和直下式两种。侧光式 LED 是由四周发光，LED 灯管一般都在四周；直下式 LED 在整个电视背板上都布满了 LED 发光源。而直下式又分为高质和低价型背板，其中，低价型背板以减少 LED 使用颗数为代价降低生产成本，同时对于画质细腻和色彩饱和程度也有一定的牺牲。

图表9：侧光式、直下式LED背光产品结构示意图



资料来源：新电子网，华泰证券研究所

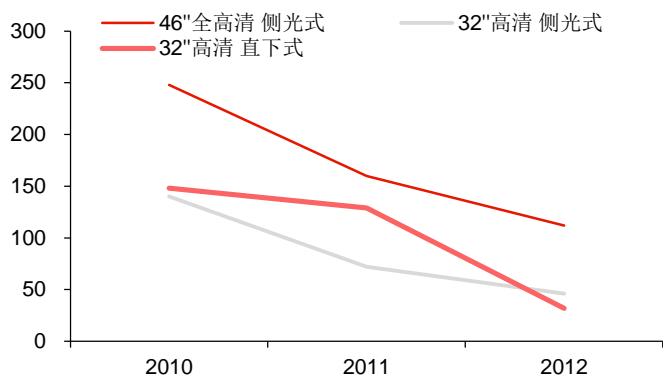
直下式背光模组的概念是牺牲厚度而得到画质和成本的优势，从性能方面而言，不会像侧光式模组一样产生中央亮度较暗的问题。从成本方面而言，基于LED亮度的提升，直下式背光所使用的LED灯珠数量逐年减少，到2012年32寸高清LCD所使用的直下式背光模组的灯珠用量已经低于侧光式模组。基于性价比的提升，直下式模组渗透率在2014年已经超过侧光式，达到53.9%。

图表10：侧光式和直下式LED背光对比

项目	侧光式	高质	直下式
厚度	薄	较薄	厚
画面逼真度	低	高	较低
能耗	低	低	非常低
最大亮度	高	很高	低
对比度	高	很高	低
LED颗粒使用数	较多	多	少
相对成本	较低	高	低

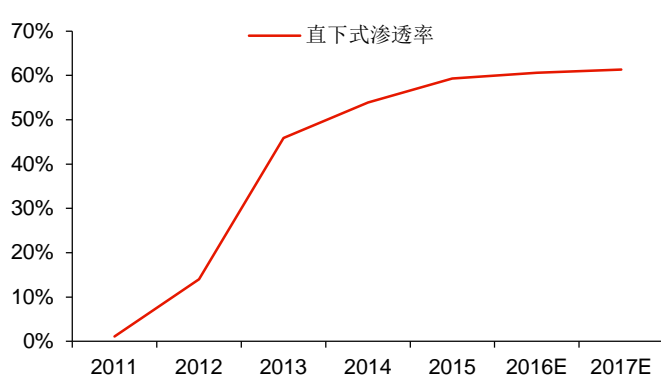
资料来源：中商情报网，华泰证券研究所

图表11：直下式液晶屏使用灯珠数目逐年下降



资料来源：中商情报网，华泰证券研究所

图表12：直下式液晶屏渗透率逐年上升

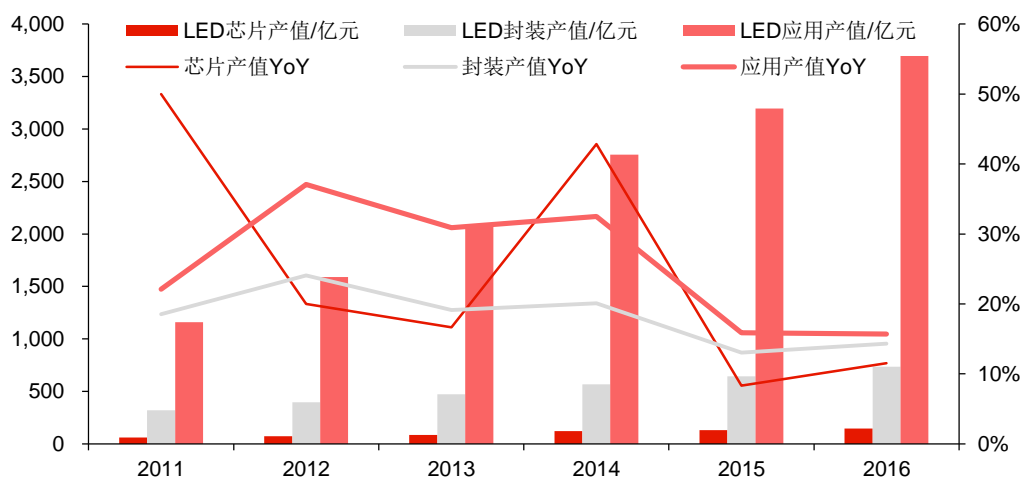


资料来源：中商情报网，华泰证券研究所

本土LED封装厂商优势突出，国产替代马不停蹄

考虑到LED的半导体属性，LED封装相比于LED芯片制造而言属于技术壁垒较低、人力成本占比较高的行业，是本土厂商在全球LED产业链的优势部门。根据高工LED数据，2016年国内LED芯片、封装、应用的产值分别为145亿元、734亿元、3697亿元，同比增长率分别为11.54%、14.33%、15.71%。其中封装产值的同比增长率分别较15年提升了1.3pct。

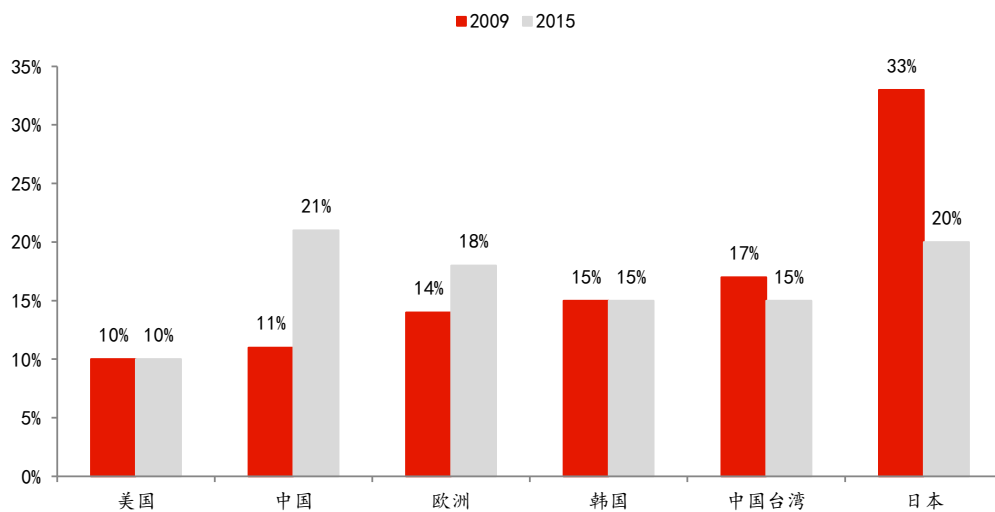
图表13：国内LED产业链中芯片、封装、应用产值情况



资料来源：高工LED，华泰证券研究所

根据 LEDinside 数据, 2015 年国内 LED 封装产值占全球的 21%, 较 2009 年提升 10pct, 位列全球第一。相比之下, 日本的 LED 封装产值占比则由 2009 年的 33% 降至 2015 年的 20%。作为 LED 封装大国, 2016 年国内 LED 封装产品的国产化率依然维持上升趋势, 相比 2015 年提升 1pct, 达到 67%, 前十大厂商的市占率上升至 43%。

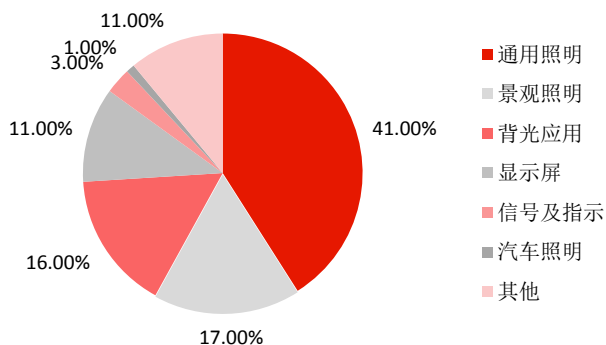
图表14：2015年国内LED封装产值占全球的21%，较2009年提升10pct



资料来源：高工LED，华泰证券研究所

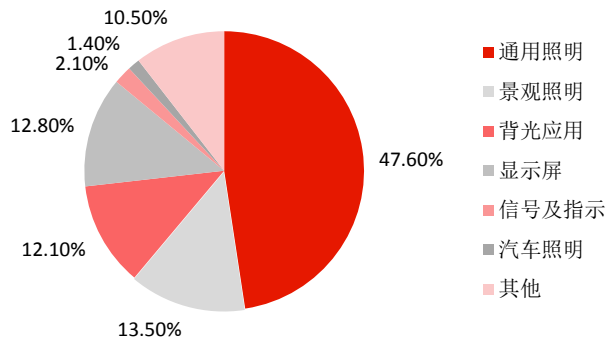
背光是 LED 重要的应用市场, 本土封装大厂进一步替代空间广阔。根据国家半导体照明工程研发及产业联盟数据, 2014 年国内 LED 应用市场中, 背光应用占比 16%, 2016 年由于照明市场及小间距显示市场的快速增长, LED 背光应用的占比预计下降至 12.1%, 但仍是仅次于通用照明、景观照明之后的 LED 第三大细分应用市场。

图表15: 2014年国内LED各细分市场占比情况



资料来源: 国家半导体照明工程研发及产业联盟, 华泰证券研究所

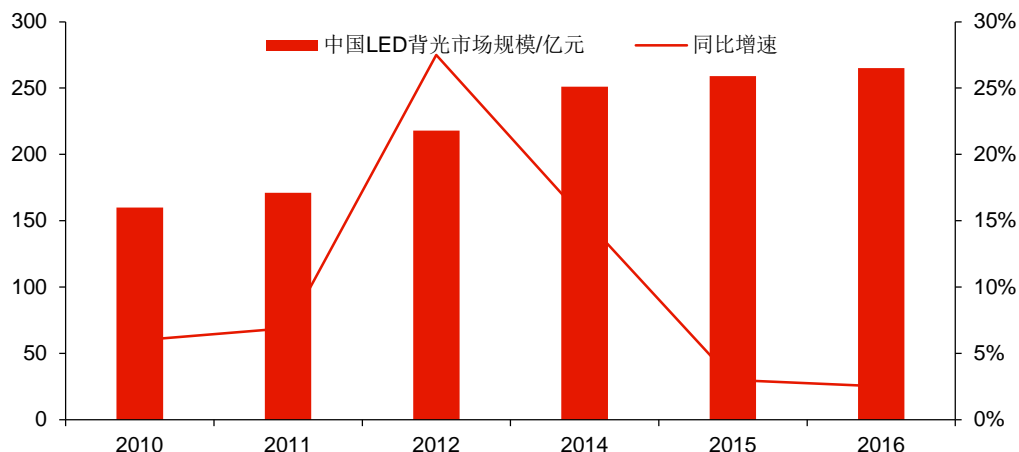
图表16: 2016年国内LED各细分市场占比情况



资料来源: 国家半导体照明工程研发及产业联盟, 华泰证券研究所

根据高工产研数据, 2016年国内LED背光产值预计达到265亿元, 同比增长2.5%, 增速较15年下滑5pct, 行业增速有所放缓。但是在国际面板大厂陆续关闭部分LCD产线, 本土面板大厂逐步承接LCD产业中心转移的过程中, 背光模组的国产化进程也将持续推进, 国产替代马不停蹄。

图表17: 2016年国内LED背光产值预计达到265亿元(13年数据缺失)



资料来源: 高工LED, 华泰证券研究所

小尺寸背光替代空间犹存，大尺寸背光需求增长确定

LED背光源按照对应的LCD面板尺寸可分为小尺寸、中尺寸、大尺寸背光源，其中小尺寸背光源主要应用于手机、数码相机、摄像机和健身器材等；中尺寸背光源主要应用于笔记本电脑、上网本、计算机显示器和监视器等；大尺寸主要应用于LCD电视等。

图表18：不同尺寸液晶面板的对比

液晶面板尺寸	小尺寸	中尺寸	大尺寸
规格	8英寸以下	8~20英寸	20英寸以上
厚度	<=5mm	<=10mm	<=50mm
结构	侧入式背光源	侧入式背光源	直下式背光源
LED光源	Chip LED、PLCC LED	PLCC LED	PLCC LED、功率型LED
灯珠数量	3-20颗	20-100颗	100-500颗
散热结构	无	两边散热	底部散热
主要应用产品	手机、数码相机等便携式电子产品	笔记本电脑、台式显示器	液晶电视
所用的LED亮度等级	>1500mcd	>2000mcd	>7000mcd
对背光源性能的诉求	尺寸小，耗电低	尺寸小，耗电低	高亮度

资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

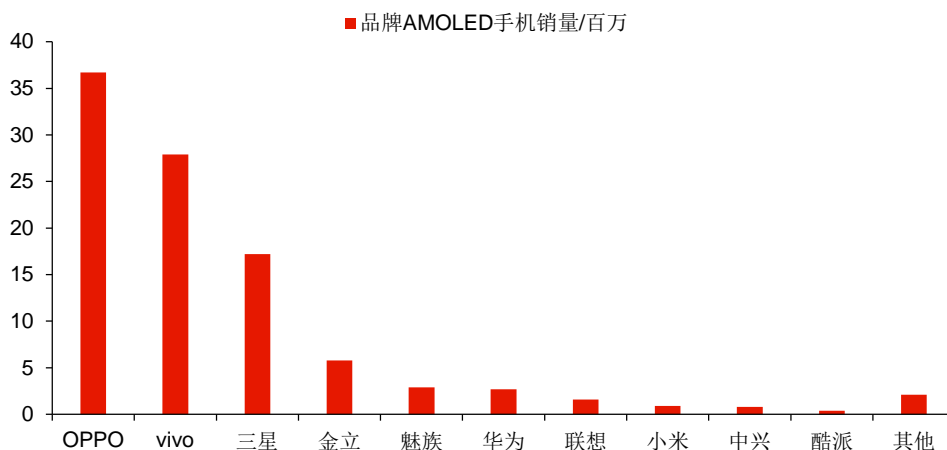
OLED产能限制普及速度，公司小尺寸背光替代空间犹存

2016年OLED在智能手机端的渗透率超过20%

OLED凭借在色域、轻薄、省电、可弯曲等方面的显著优势，在成本快速下降的基础上，逐步在越来越多智能手机品牌的旗舰机型中得以应用。除了三星这一OLED的领导企业及忠实拥趸之外，苹果也与三星签订了大规模的OLED采购协议，部分国产手机品牌也陆续推出了采用OLED方案的机型。

据CINNO统计，2016年国内市场上，各品牌手机OLED机型的总出货量接近1亿部，其中OPPO约0.37亿部、vivo约0.28亿部，三星约0.17亿部。根据IDC统计，2016年国内手机市场的总出货量约为4.67亿部，则OLED机型的占比约为21%。

图表19：2016年国内市场上OLED机型的总出货量接近1亿部



资料来源：CINNO，华泰证券研究所

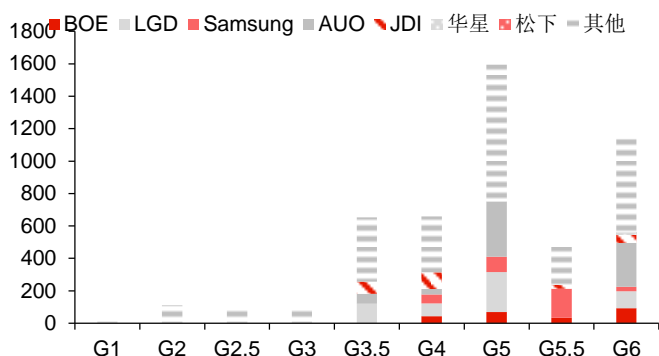
根据CINNO数据，2016年全球AMOLED面板出货量达到3.7亿片，同比增长41.2%，CINNO预测2017年AMOLED出货将达到5.7亿片，增幅达到51.7%。

中小尺寸 LCD 到 2019 年依然是中小尺寸显示市场的主要力量

由于 OLED 面板自发光特质，与 LCD 结构不同，并不需要背光模组，因此市场一度担心 OLED 的兴起会迅速冲击小尺寸 LED 背光市场，但我们认为 OLED 的产能瓶颈仍是限制中小尺寸 OLED 快速普及的关键性因素。

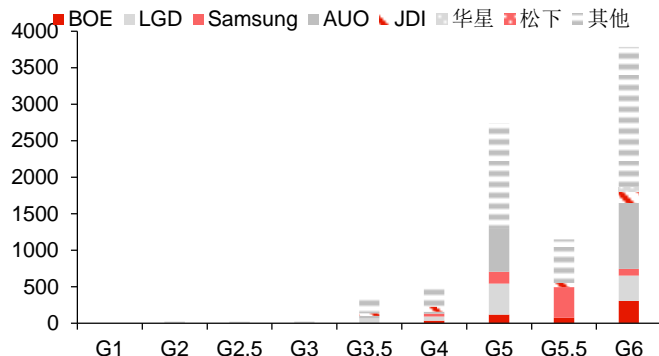
根据 CINNO 数据，至 2019 年，除去生产 TV 用的大型 AMOLED 面板产线，全球 6 代及以下的 AMOLED 装机产能面积将达到 1660 万平方米。基于 IHS 数据，我们测算当前全球 6 代线及以下的 LCD 产能面积约 8557 万平方米，则即使到 2019 年，规划中的 AMOLED 产能全部兑现只相当于当前 6 代线及以下的 LCD 产能面积的 19.4%。可见受制于 OLED 产能建设的资金壁垒和建设周期，中小尺寸 LCD 到 2019 年依然是中小尺寸显示市场的主要力量。

图表20：当前全球 6 代及以下 LCD 产能分布（单位：K/月）



资料来源：IHS，华泰证券研究所

图表21：当前全球 6 代及以下 LCD 产能分布（单位：万平方米/年）

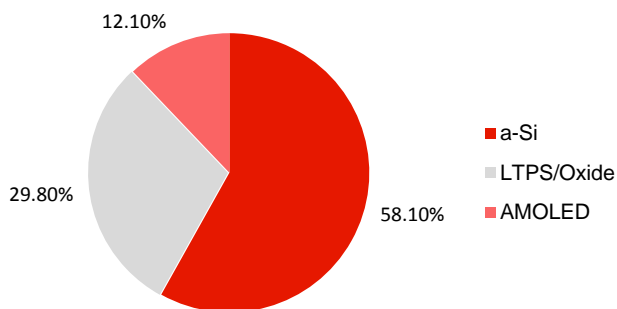


资料来源：IHS，华泰证券研究所

另一方面，尽管中小尺寸 OLED 的成本已经降至可大规模商业化的水平，但目前仍主要应用于高端智能手机，直接冲击了 LTPS 这一较高端的智能手机显示方案的市场，但是相比于较为低端的 a-Si LCD 产品，其性价比优势便不那么明显，下游客户的替换动力相对较弱。

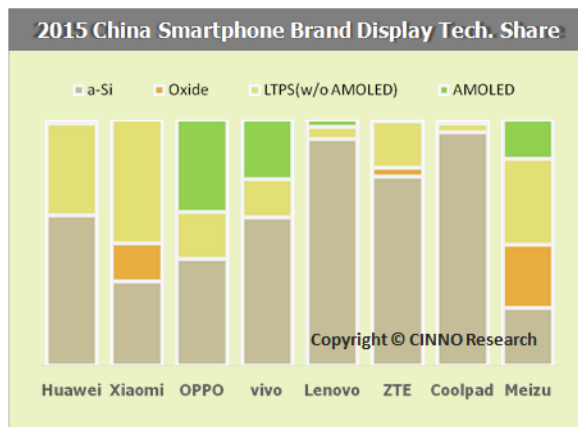
根据 Wits View 统计，2015 年全球智能手机面板中 a-Si 仍占据 58.1% 的份额，CINNO 统计显示，2015 年国产手机品牌中华为、vivo、联想、ZTE、Coolpad 中 a-Si LCD 的占比仍超过 50%，我们认为，在注重性价比的智能手机市场，a-Si 将依然是中低端机型的主流方案。

图表22：2015 年全球智能手机面板中 a-Si 仍占据 58.1% 的份额



资料来源：WitsView，华泰证券研究所

图表23：15 年诸多国产手机品牌中 a-Si LCD 的占比仍超过 50%



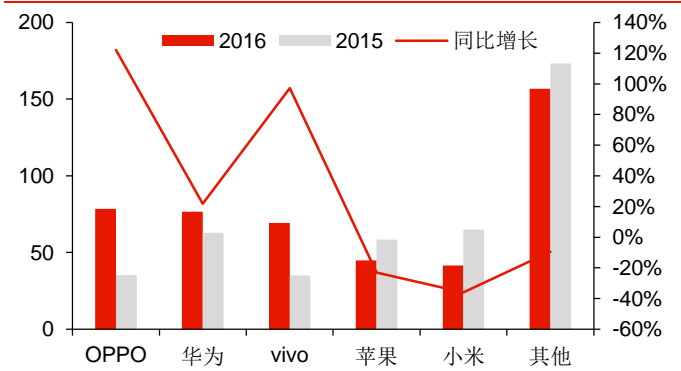
资料来源：CINNO，华泰证券研究所

公司是小尺寸背光龙头，国产手机强势背景下，未来市占率仍有上行空间

聚飞光电成立之初的产品以小尺寸背光LED器件为主，2007年进入中尺寸背光领域，2009年涉足大尺寸。公司自成立以来，产品市占率取得了较大的突破，尤其是小尺寸背光领域，国内市场占有率由2009年5.92%逐渐提升到目前的30%以上，在国内处于绝对领先地位。

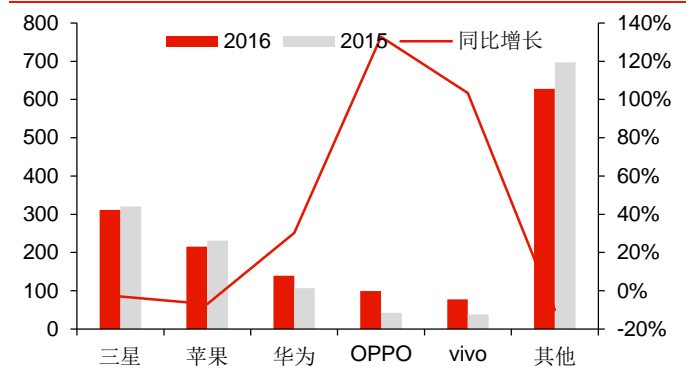
在国产手机品牌走强的背景下，公司有望通过切入更多本土品牌的背光供应链，进一步提升市占率。根据IDC数据，2016年国内市场手机整体出货量4.67亿部，同比增长8.7%，排名前三的OPPO、华为、vivo出货量分别为0.78、0.76、0.69亿部，同比增长率分别为122.2%、21.8%、96.9%。2016年国际市场手机整体出货量14.7亿部，其中华为、OPPO、vivo的合计出货量为3.1亿部，市占率达到21.5%，同期排名前三的三星、苹果的出货量均出现了同比下滑，由此可见，国产手机品牌的地位在不断走强，供应链厂商也有望显著受益于出货量的高增长。

图表24： 2016年国内前五大手机品牌出货量及同比增长(单位:百万部)



资料来源：IDC，华泰证券研究所

图表25： 2016年国际前五大手机品牌出货量及同比增长(单位:百万部)



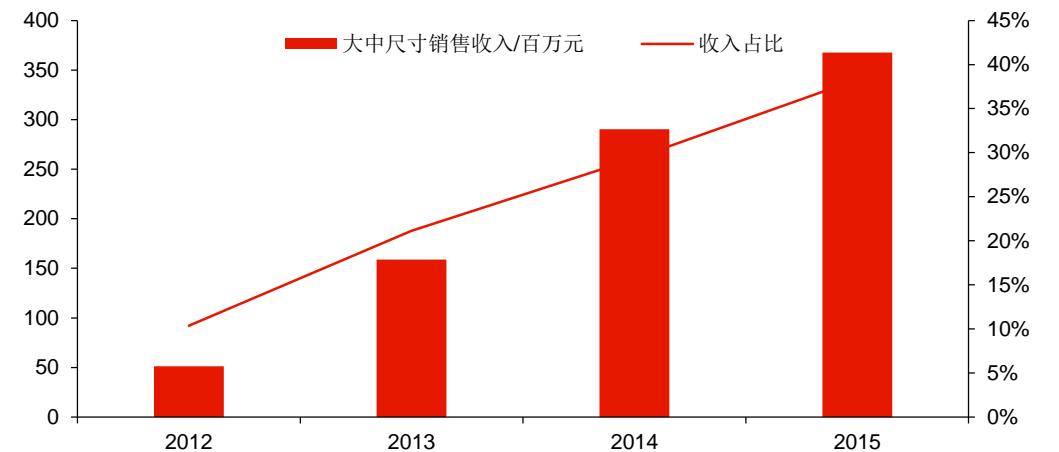
资料来源：IDC，华泰证券研究所

尺寸上涨+产业中心转移拓展背光需求，公司大尺寸产品占比持续提升

如前所述，公司2007年进入中尺寸背光领域，2009年涉足大尺寸，中大尺寸产品的营收稳步提升，由2012年的5124万元增至2015年的3.68亿元，在公司总营收中的占比由10.35%增至38.33%，预计2016年公司中大尺寸的营收占比有望达到总营收的一半。

中大尺寸收入占比的提升一方面是基于公司LED背光技术的进步、产品竞争力的提升，另一方面是公司应对OLED对中小尺寸市场冲击的主动求变，顺应国际LCD产业中心向本土转移的机遇期，延续自身业绩的高增长。

图表26： 公司中大尺寸产品的营收稳步提升



资料来源：CINNO，华泰证券研究所

从公司产品结构来看，目前量产的产品系列中大部分是中、大尺寸的产品，小尺寸较少，且推出的新产品中以中、大尺寸居多，可见公司正大力拓展中、大尺寸 LED 背光器件以更好满足客户需要，提升大尺寸占比。

图表27：聚飞光电背光 LED 产品系列

产品系列	尺寸(mm)	类别	状态
CHIP 0603	1.6*0.8*0.7	小尺寸	量产
SIDE 215	2.8*1.2*0.8	小尺寸	量产
SIDE S303	3.0*0.85*0.33	中尺寸	新产品
SIDE 010	3.8*0.9*0.43	大尺寸	量产
SIDE S205	3.8*1.0*0.55	大尺寸	量产
SIDE S206	3.8*1.0*0.6	大尺寸	量产
SIDE S208	3.8*1.0*0.8	大尺寸	量产
SIDE 020	3.8*1.2*0.6	大尺寸	量产
SIDE 335	4.0*1.4*0.8	大尺寸	量产
TOP 2835	3.5*2.8*0.8	大尺寸	量产
TOP 3014	3.0*1.4*0.8	中尺寸	量产
TOP 3020	3.0*2.0*1.2	中尺寸	量产
TOP 4014	4.0*1.4*0.65	大尺寸	新产品
TOP 5630	5.7*3.0*0.9	大尺寸	量产
TOP 7020	7.0*2.0*0.8	大尺寸	量产
TOP 7030	7.0*3.0*0.8	大尺寸	量产

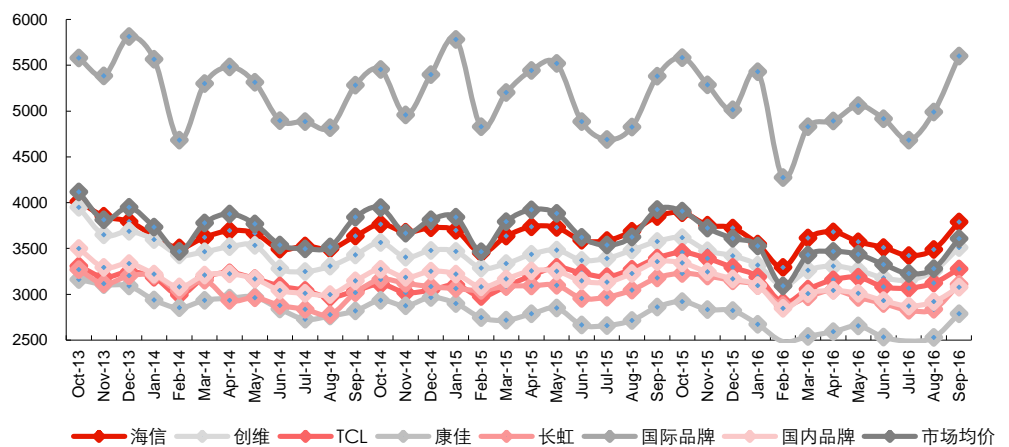
资料来源：公司年报，华泰证券研究所

智能手机重塑 LCD 面板消费能力

在智能手机大规模普及的浪潮中，基于性能提升、外观美化、品牌文化注入的营销手段，有效缩短了消费者的换机周期，在数千元乃至万元单价的智能手机消费过程中，逐步培养了消费者对 3C 产品的支付习惯，消费能力水涨船高。

在智能手机、Pad 相关技术成熟度攀升过程中，电视原先作为“家电三大件”的地位正在丧失，更多的是作为大尺寸的联网显示设备，在成本允许的范围内，技术地位的降低就意味着价格水平的下滑。根据中怡康数据，品牌电视的均价由 09 年 9 月的 4886 元跌至 16 年 9 月的 3608 元，下降 26.16%，甚至远低于当前苹果手机的价格。

图表28：品牌电视均价由 09 年 9 月的 4886 元跌至 16 年 9 月的 3608 元



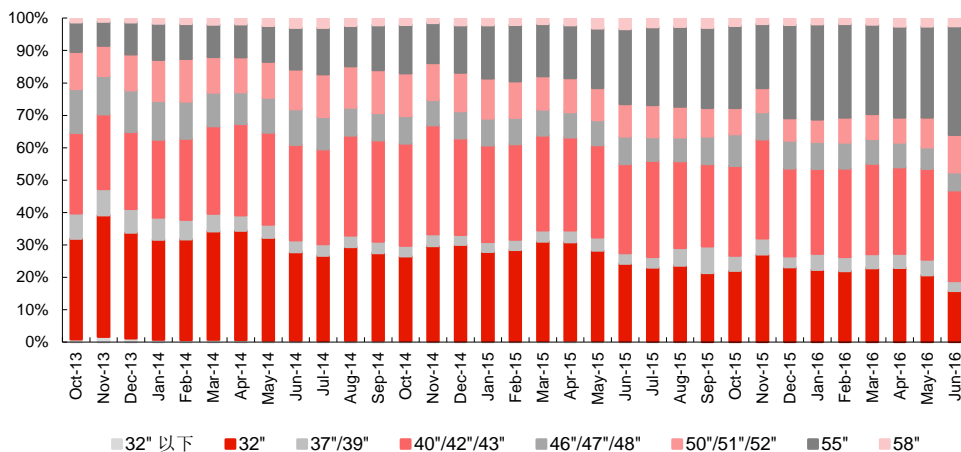
资料来源：中怡康，华泰证券研究所

在国内面板产业崛起的支撑下，智能电视的性价比日渐凸显，智能电视已经成为“冲动购买型”的产品。乐视 919 电商节仅仅 15 分钟超级 TV 总销量便超 30.2 万台。

大尺寸需求快速增长，对 LED 背光封装产能的需求增强

更大、更清、更艳的消费者诉求是推动面板产业发展的不竭动力。根据产业在线数据，从13年10月至16年6月期间，32寸TV的销售量占比出现了明显下滑，由期初的29.53%降至期末的13.18%，而55寸TV的占比则由9.56%增至28.14%。

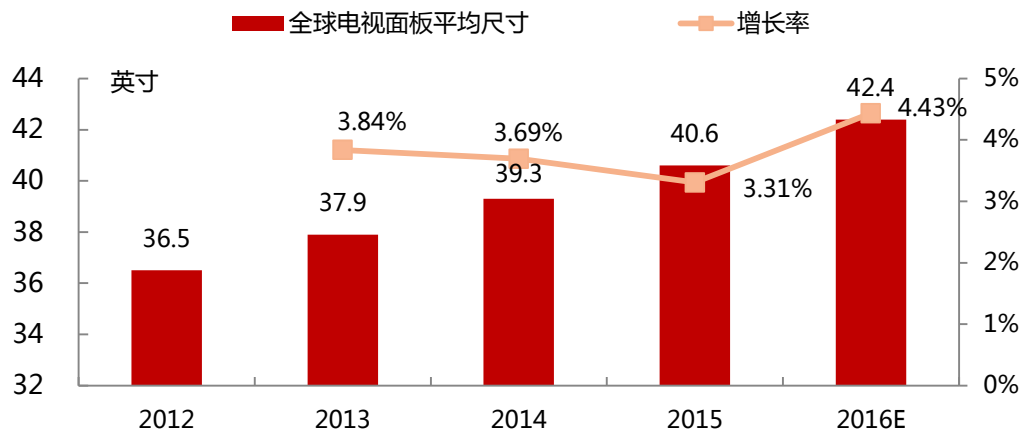
图表29： 消费者对于更大尺寸 TV 的偏好在加强



资料来源：产业在线，华泰证券研究所

基于大尺寸 TV 销售占比的提升，全球电视面板的平均尺寸增长呈现出加速态势，根据群智咨询数据，15年全球 TV 面板平均尺寸约为 40.6 寸，16 年预计增至 42.4 寸，增长 4.43%，为近 4 年的最高增速，由 55 寸占比的快速提升预计全球电视平均尺寸有望保持较高增速。

图表30： 16 年全球电视面板平均尺寸有望增长 4.43%



资料来源：群智咨询，华泰证券研究所

面板消费尺寸的增加必然推升对背光模组灯珠的需求。2012 年 32 英寸高清侧光背光模组约使用 46 颗 LED 灯珠，而 46 英寸高清侧光式背光模组约使用 112 颗 LED 灯珠，是 32 寸的 2.43 倍，因此消费者对于大尺寸面板的需求增长，与 LCD 面板相配套的背光模组的产能需求就会更大。

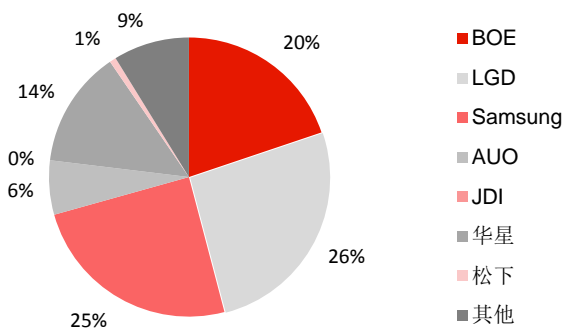
LCD 仍将长期作为大尺寸高清显示最优方案，产业中心向国内转移趋势明显

由于 OLED 在中小尺寸与大尺寸上的技术路径不同，当前大尺寸 OLED 的良率低，成本高，竞争优势并不如小尺寸市场。而 LCD 则通过量子点等技术不断提升显示效果，仍将长期作为大尺寸高清显示的主流方案，行业巨头夏普近期再度投资 610 亿在广州增城新建 10.5 代产线、导入 IGZO 技术也佐证了行业对于大尺寸、高清 LCD 显示未来的信心。

伴随 OLED 技术在中小尺寸的兴起，韩系面板大厂三星、LGD 等也有了充足理由由价格竞争激烈、扩产预期强的 LCD 市场转向 OLED 市场，LCD 产业中心经历了美国、日本、韩国、台湾的迁移之后，开始加速向中国大陆转移。

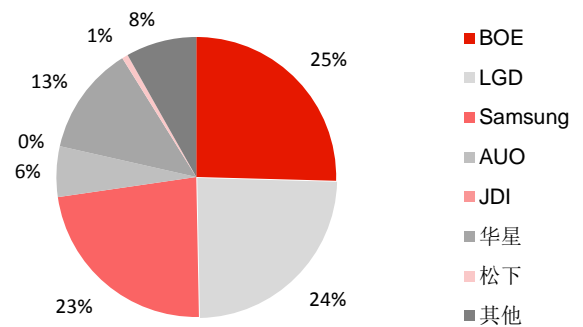
基于 IHS 的数据，我们统计，截止 15 年末全球的 8 代线（包括 8.5、8.6 代）合计每月总产能达到近 200 万片玻璃基板，产能主要集中于 LGD、三星、京东方、华星光电、AUO 这 5 家厂商，产能占比分别达到 26%、25%、20%、14%、6%。今年 2 月份，京东方福州 8.5 代线投产，计划年产能 180 万片玻璃基板，满产后京东方 8 代线的产能全球占比将提升约 5pct 至 25% 成为全球第一，LGD、三星的 8 代线产能占比分别降至 24%、23%。未来京东方合肥 10.5 代线、华星光电 11 代线的投产将进一步加速 LCD 产业中心向本土转移。

图表31： 2016 年全球 8 代线产能分布情况



资料来源：IHS，华泰证券研究所

图表32： 2017 年全球 8 代线产能分布情况



资料来源：IHS，华泰证券研究所

本土面板龙头京东方在 16 年至今所取得的一系列成就正在逐步印证 LCD 产业中心的转移。2016 年，京东方拿下 9 吋以上 Pad, NB 和监视器出货量的榜首，特别是在 NB 面板领域，京东方占 29%，正拉大与第 2 名供应商群创（20%）距离。IHS 数据显示，今年 1 月，京东方在大尺寸 TFT-LCD 出货量的市占率达到 22.3%，首次取代韩厂，成为大尺寸面板出货量冠军。

受益于 LCD 产业中心向本土迁移，LCD 面板厂对国产背光模组的匹配需求也因此增长，聚飞光电作为国内 LED 背光模组龙头，在 16 年成功切入京东方、深天马等一线面板厂商的背光模组供应链。

仅就 17 年全球新增的 3 条 8.5 代 LCD 产线而言，全球 LCD 面板年出货面积新增约 1518 万平方米，国内京东方和惠科 2 条 8.5 代线带来的 LCD 年出货面积增量约 1188 万平方米。考虑如前所述的 CINNO 统计数据，至 2019 年，全球 6 代及以下的 AMOLED 装机产能面积约 1660 万平方米，可见未来新增高世代产线带来的 LED 背光需求可有效抵消 AMOLED 在小尺寸端替代所造成的背光需求下降，LED 背光市场空间仍将有增无减，公司未来在大尺寸端的渗透持续性可期。

图表33: 17年全球仅新增3条8代线

新增产线	计划产能	投产时间
群创新竹 8.6 代线	5 万片/月	16Q4
惠科 8.5 代线	6 万片/月	17Q1
京东方福州 8.5 代线	12 万片/月	17Q2

资料来源: OFweek, 华泰证券研究所

国际大厂陆续退出 LED 照明市场，下游需求旺盛

国际大厂陆续退出，LED 照明竞争格局改善

LED 照明行业长期的价格竞争以及本土芯片、封装大厂强势的扩产预期使得国际大厂陆续退出了中国照明市场，继三星在 2014 年退出韩国之外所有市场的 LED 照明业务之后，2016 年内国际知名大厂飞利浦、欧司朗、GE 也陆续退出，为国内 LED 照明产业提供了更大的市场空间，行业竞争格局有效改善。

图表34：国际 LED 照明大厂陆续退出中国市场

厂商	时间	退出范围
三星	2014-10-28	退出除韩国之外所有市场的发光二极管 (LED)照明业务。
飞利浦	2016-05-31	关闭位于深圳的飞利浦家居灯饰制造(深圳)有限公司。
东芝	2016-06-17	退出中国市场，由康佳正式接收东芝在华的照明业务，涉及金额超 10 亿元。
欧司朗	2016-07-26	以战略投资者 IDG 资本为首，木林森及义乌国有资本运营中心等有限合伙人组成的中国财团以超过 4 亿欧元(约合 4.39 亿美元)的价格成功赢得了朗德万斯(LEDVANCE、欧司朗光源业务)的竞标。
GE	2016-11-30	GE 照明将终止在亚洲和拉丁美洲的所有直接商业活动。

资料来源：OFweek，华泰证券研究所

LED 照明加速渗透，16 年国内 LED 照明国内渗透率提升 10pct

根据 GLII 2014 年的调查数据，国内主流 LED 品牌的民用家具照明产品在第二年便可实现经济效益，商用照明领域第一年便可实现经济效益，由此可见，基于 LED 照明产品价格的持续下滑、发光效率的改善，LED 照明产品相对传统白炽灯的竞争优势日益凸显。

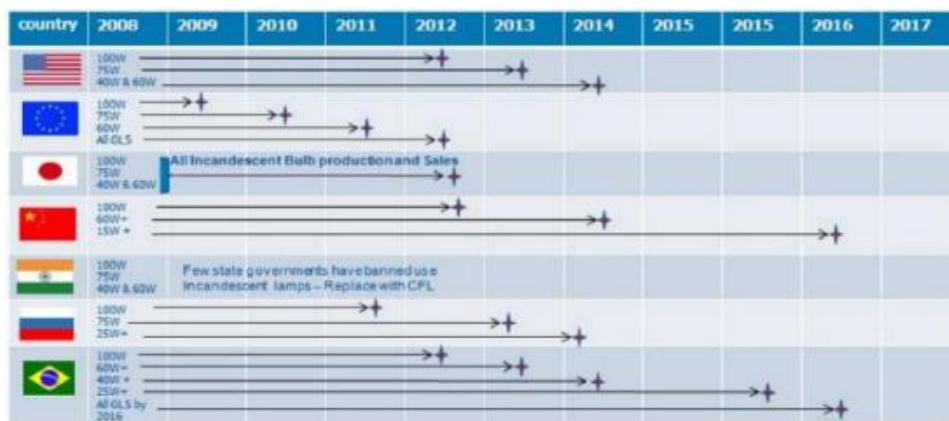
图表35：LED 照明产品相对传统白炽灯的竞争优势日益凸显

产品	使用领域	使用费/元 (购买成本+电费)		
		一年	两年	三年
节能灯	家居	19.9	29.7	39.6
	商用	30.3	50.5	70.8
LED 灯	家居	22.4	27.4	32.3
	商用	27.6	37.8	47.9

资料来源：GLII，华泰证券研究所

2016 年，中国和巴西两个大国启动白炽灯全面禁售，全球加速淘汰白炽灯，为 LED 照明市场的增长增添新的动能。

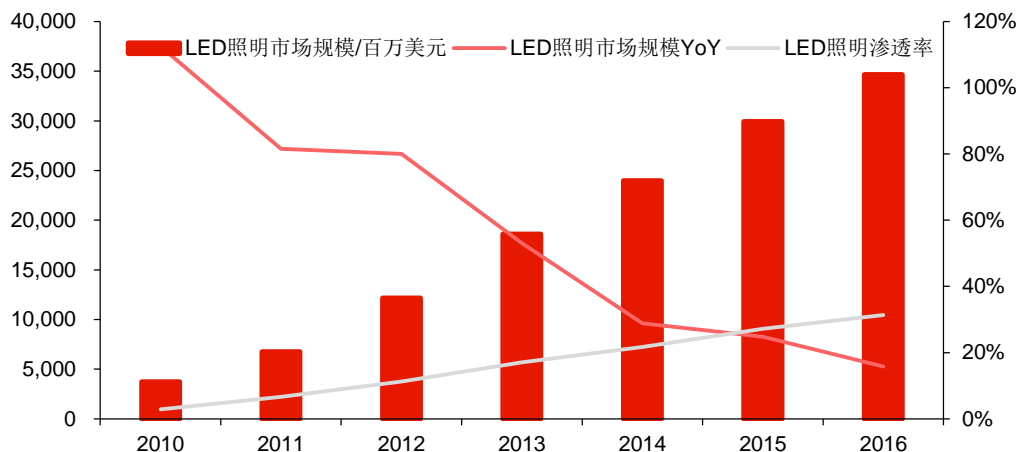
图表36：全球重点国家、地区白炽灯禁售、禁用时间点



资料来源：麦肯锡，华泰证券研究所

根据 Digitimes 数据，16 年全球 LED 照明市场规模为 346.39 亿美元，同比增长 15.8%，LED 照明的全球渗透率较 15 年提升 4.1pct，达到 31.3%。根据 OFweek 数据，2016 年国内 LED 照明产品产量约 80 亿只，同比增长 33%，国内销量约 38 亿只，同比增长 35%，LED 照明产品国内市场渗透率较 15 年提升近 10pct，达到 42%。

图表37： 全球 LED 照明市场规模及渗透率情况



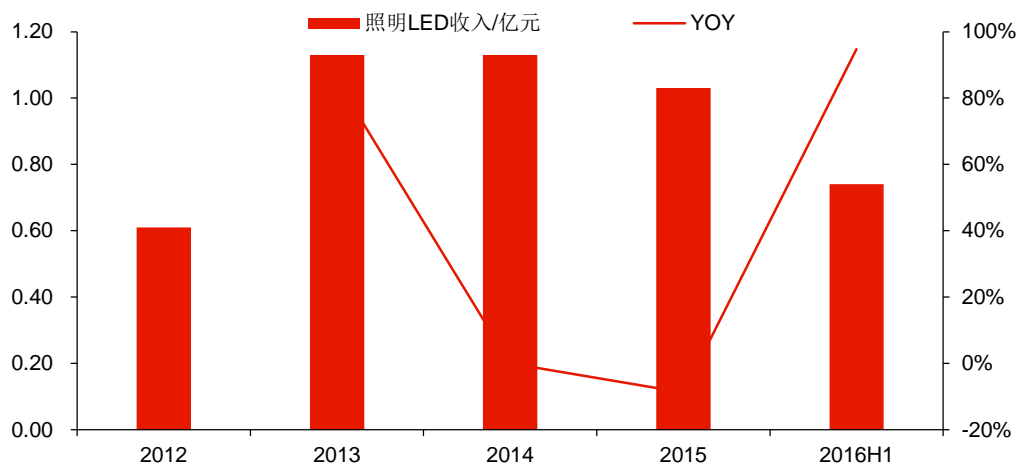
资料来源：Digitimes，华泰证券研究所

16 年公司 LED 照明封装发展势头良好，营收快速增长

公司照明业务发展势头良好，开拓了一批优质的客户资源，客户认可度、满意度有了明显的提升，除了在国内市场建立了稳定的合作关系之外，产品还被广泛出口于欧美等中、高端市场。

2015 年公司照明封装产品营收 1.03 亿元，占到总营收的 11%，16 年上半年照明产品营收 0.74 亿元，同比增长 94.74%。

图表38： 16 年上半年公司照明产品营收 0.74 亿元，同比增长 94.74%



资料来源：公司半年报，华泰证券研究所

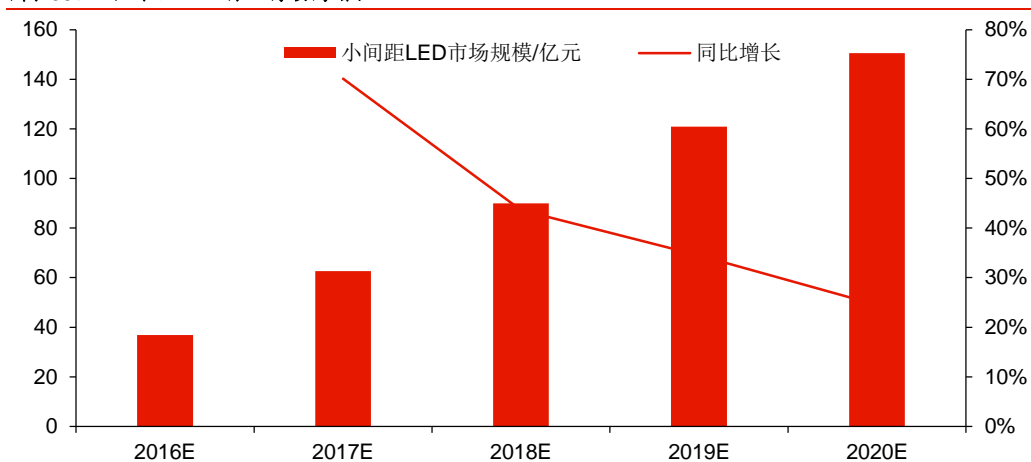
公司业务横向延伸，开辟全新增长点

公司的发展战略是深耕 LED 行业，以背光 LED 和照明 LED 为依托，拓展小间距显示屏、红外 LED、车用 LED、工控 LED 等新业务，在保证现有业务提高全球市场占有率的基础上，积极进行横向延伸，开辟全新增长点。

小间距 SMD 封装产品实现量产，市场需求高增长

自 2012 年小间距 LED 成功突破点间距的限制以后，小间距 LED 已成为 LED 显示行业的重要增长来源。futuresource 数据显示，2017 年行业市场规模有望达到 63 亿元，同比实现 70% 以上复合增长，预计今年全球显示市场 DLP 将占 12%、LCD 占 54%、小间距占 34%，未来的替代渗透空间仍在，国内龙头厂商普遍预计行业在未来 2-3 年仍可维持 50% 以上的年复合增速。

图表39：小间距 LED 行业持续高增长



资料来源：futuresource，华泰证券研究所

公司布局 SMD LED 小间距市场，实现量产并销售

2015 年公司开展重要研发项目“高可靠性小间距 LED 器件”，采用了聚飞独有的专利技术，具有超低上机失效率、高可靠性、低亮高灰、一致性好等特点，能够适用于小间距 LED 显示屏，已经实现量产并销售。

目前公司该项产品应用于室内大屏显示、商务会议与教育、影院及放映厅等领域，行业内多家大客户已批量使用，未来将成为公司新的利润增长点。

图表40：聚飞光电小间距器件参数

型号	1010 小间距
产品状态	新产品
尺寸	1.0*1.0*0.65mm
光强	30mcd
顺向电压	2.0V
半光强视角	120°

资料来源：公司官网，华泰证券研究所

光学膜材业务布局完成，产能逐渐扩大

光学膜是背光模组的重要组成部分

光学膜由薄的分层介质构成的，广泛用于光学和光电子技术领域，光学膜的种类众多，如表 35 所示，在不同的电子产品中也有不同的应用目的。国内背光模组用光学膜主要有反射膜、增亮膜、扩散膜等。

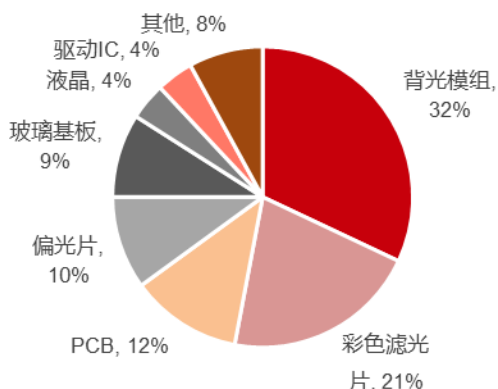
图表41： 光学膜主要应用领域

应用领域	光学膜类型
液晶电视及显示器	导光膜、扩散膜、反射膜、增亮膜
平板电脑、手机、电子书	硬化膜、防玻璃
笔记本电脑、家电	IMD 膜
3D 液晶电视	3D 膜
LED 节能灯	匀光膜
手机、小尺寸显示器	OLED 膜
汽车、玻璃幕墙、窗	玻璃隔热变色膜
机场、公路等交通领域	反光膜

资料来源：中国产业信息网，华泰证券研究所

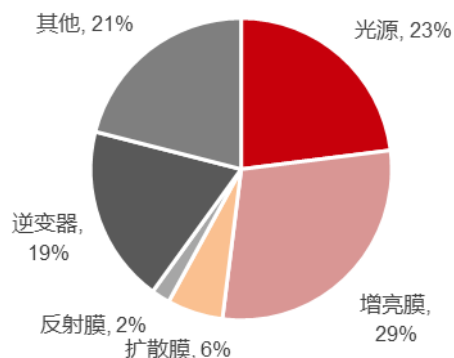
从背光模组成本构成来看，以 40-42 寸液晶显示器为例，增亮膜、扩散膜、反射膜三者在整个背光模组成本中占约 37% 的份额，同时，背光模组成本占 LCD 面板成本的 32% 左右，所以光学膜约占整个面板成本的 12% 左右，是面板的重要组成部分。

图表42： 2013年液晶模组成本构成



资料来源：中国产业信息网，华泰证券研究所

图表43： 2013年40-42寸液晶面板背光模组成本构成

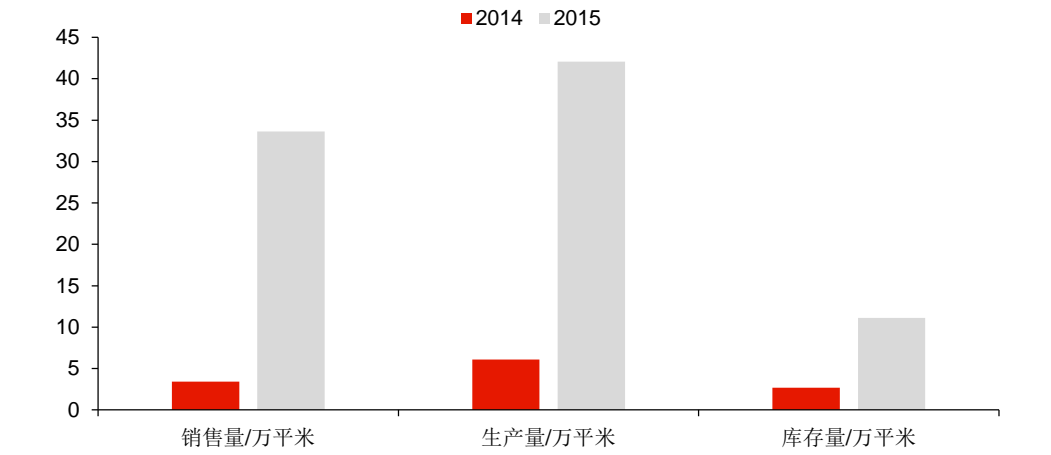


资料来源：中国产业信息网，华泰证券研究所

公司横向布局光学膜业务，扩大产销实现协同效应

鉴于光学膜在背光模组中具有重要地位，公司于 2013 年成立子公司聚飞光学材料，专业从事光学膜材的研发、生产和销售业务，2014 年开始实现光学膜产销，2015 年生产规模大幅扩大，销售量同比增长 888.40%。

图表44： 2015年公司光学膜产销量大幅增长



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

聚飞光学生产的光学膜材产品主要运用于小尺寸液晶屏的增量均光显示，与公司现有的背光器件有相同的应用领域，是公司现有主营业务的横向延伸产品，能够共享客户资源，实现协同效应。

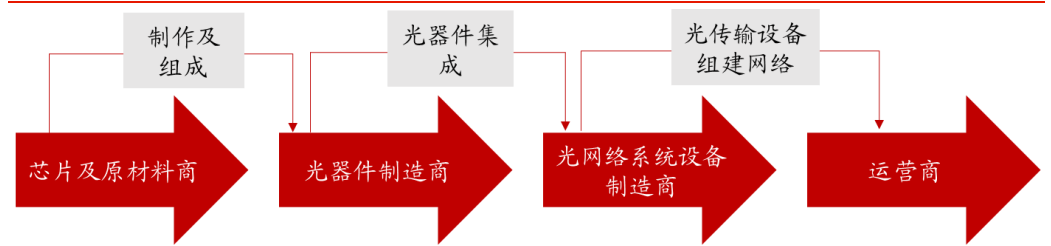
公司定位从高端小尺寸产品做起，目前已有多款中高端产品研发成功，通过多家高端大客户认证，并已在部分客户中批量销售，生产产能逐步扩大，单月实现了由亏损到盈亏平衡的转变，有望成为未来公司新的业绩增长点。

与中兴合作，进军光器件、IC封装领域

光器件是光通信系统的关键

光器件是光通信系统中的关键，其功能包括接收、波分复用，增益放大，开关交换，系统管理等，分为有源器件和无源器件。在光纤通信的产业链上，光器件生产处于上游，下游主要是通信系统设备行业，光器件产品由通信系统设备厂商系统集成成为光传输设备，再由通信系统设备厂商提供给电信运营商，由电信运营商构建完整的通信网络后向消费者提供各种电信服务。

图表45： 光器件产业链

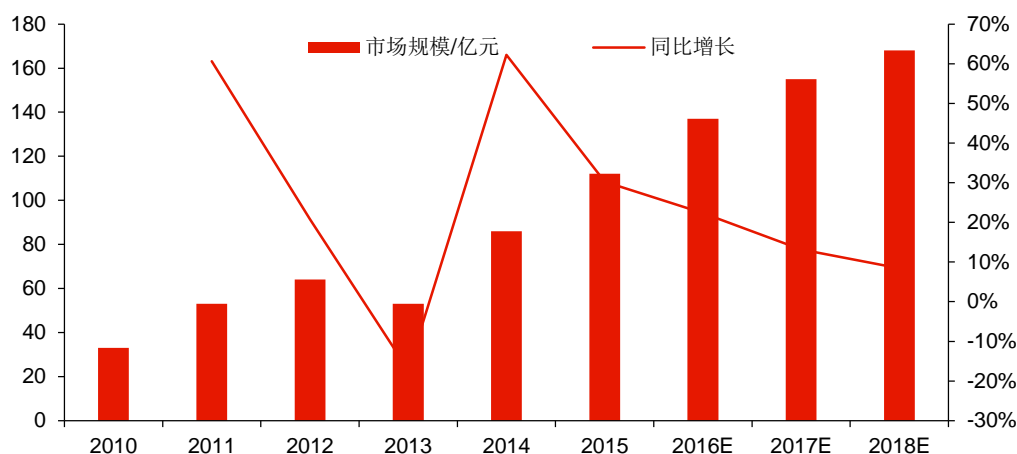


资料来源：中国产业信息网，华泰证券研究所

根据中国电信科技委数据，光器件占光设备成本的50%-60%，未来随着速率提升占比更高。在光设备领域，华为、中兴、烽火等知名企业成为了中国高科技企业的代表，对产业链具有很高话语权；光纤光缆领域，长飞、亨通、中天等企业也有较强的实力。在光器件领域，无论是技术还是市场，中国企业与国外巨头仍有较大差距，是迫切需要发展的重要部门。

从市场规模来看，光器件市场近年来取得了高速增长，根据Lightcounting数据，2015年国内光器件与光模块市场规模达到了112亿元，同比增长30.23%，市场空间广阔。

图表46: 光器件及光模块市场规模

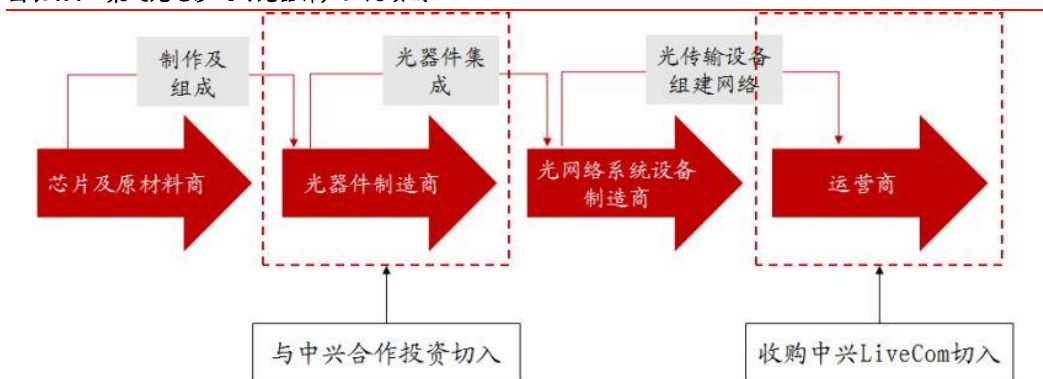


资料来源: Lightcounting, 华泰证券研究所

与中兴智能合作, 由光器件封装切入 IC 封装市场, 收购 LiveCom 切入境外通讯运营

2016年5月聚飞光电与中兴智能科技公司达成协议, 拟在芜湖经济技术开发区中兴智能科技芜湖产业园内投资建设华东生产基地项目, 拟用地150亩, 主要建设IC集成电路封装及LED封装和组件生产项目。公司通过此举进军光器件封装领域, 与中兴的合作也加强了对于行业方向的把握以及未来下游的需求。

图表47: 聚飞光电涉及的光器件产业链领域



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

2015年7月, 聚飞光电收购了原中兴通讯控股的一家香港通讯运营商企业 LiveCom, LiveCom 拥有香港 SBO 电信运营牌照, 主要业务包括国际基础网络服务, 企业 ICT 应用服务及中文电视内容服务三大类。

此次收购有望深化布局境外通讯业务, 为国内“走出去”的企业、组织、政府等跨境机构用户提供海外经营所需的一站式通讯、企业信息化及电视内容等服务, 目前已完成了非洲、东南亚、南亚平台建设, 境外新媒体综合业务平台正式运营并获得了境外订单。

盈利预测及投资建议

盈利预测

在 LED 行业景气上行，背光产品国产替代持续推进的背景下，LED 背光、照明封装产品仍将长期作为公司的主要营收来源。

我们认为，公司小尺寸背光产品在 17、18 年将维持 15% 以上的增长，大尺寸背光产品受益于面板消费尺寸上涨和 LCD 产业中心向国内转移，在公司背光产品中的占比在 18 年有望达到 60%。

在下游 LED 照明竞争格局改善，需求旺盛的良好环境下，公司与国内外大客户的合作均取得了实质性突破，由于 16 年照明 LED 封装产品体量仍然较小，17 年有望取得翻倍增长，产品毛利率也将在 LED 涨价潮的驱动下得以修复。

公司小间距 SMD 封装产品在 16 年初推出产品，受益于行业高增长，需求确定，从今年开始产能放量，在 17 年贡献 1.5 亿左右的营收。此外公司在光学膜、通讯运营、光器件封装、IC 封装等业务上的进展也将为公司带来不同规模的业绩增量。我们预计公司 17-18 年的营收规模分别为 21.64 亿、29.23 亿元，对应归母净利润分别为 2.13 亿、2.78 亿元。

图表48：主营业务收入预测情况（单位：亿元）

		2015	2016E	2017E	2018E
LED 背光	小尺寸营收	4.66	6.25	7.19	8.27
	YOY	-17%	34%	15%	15%
	中大尺寸营收	3.68	6.25	8.75	11.81
	YOY	27%	70%	40%	35%
	中大尺寸占比	44%	50%	55%	59%
	背光总收入	8.34	12.50	15.94	20.08
	YOY	-2.46%	49.88%	28%	26%
	毛利率(%)	24.91	25.00	24.00	24.00
LED 照明	营收	1.03	1.50	3.00	5.40
	YOY	-8.85%	45.63%	100%	80%
	毛利率(%)	10.82	10.00	11.00	11.00
小间距 SMD	营收		0.15	1.50	2.55
	YOY			900.00%	70%
	毛利率(%)		18.00	22.00	23.00
国际基础网络服务	营收		1.20	1.20	1.20
	YOY				
	毛利率(%)		18.00	18.00	18.00
营收合计			15.35	21.64	29.23
成本合计			11.83	16.94	23.01
综合毛利率			22.93%	21.72%	21.28%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

投资建议

参考 LED 封装行业重点上市公司 17 年 30X 的平均估值水平，考虑公司未来光器件封装、IC 封装业务所能带来的估值提升，我们认为公司合理估值范围为 17 年 35-40X，对应目标价 10.84 元-12.39 元，首次覆盖给予买入评级！

图表49: 可比公司盈利预测与估值

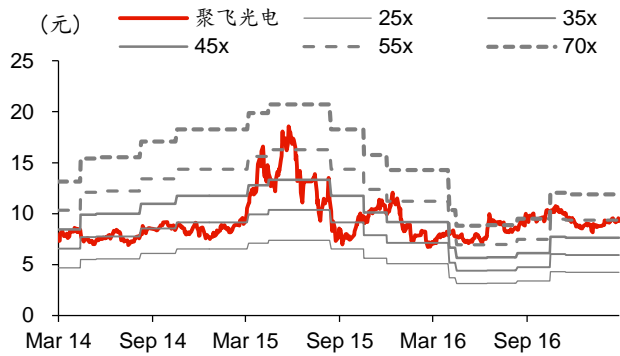
可比公司	股价 (元)	EPS (元)		PE	
		2017E	2018E	2017E	2018E
瑞丰光电	15.16	0.39	0.70	39.06	21.53
国星光电	14.62	0.52	0.70	28.14	20.83
鸿利智汇	13.66	0.51	0.65	26.80	21.04
东山精密	20.77	0.78	1.12	26.49	18.61
平均值				30.12	20.50

资料来源: Wind, 华泰证券研究所, 价格为 2016-3-7 收盘价

风险提示

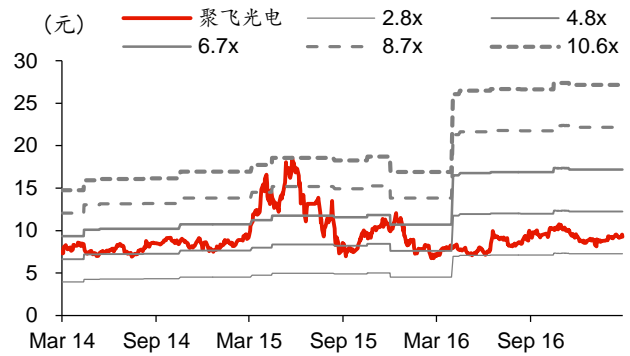
大尺寸背光产品增速低于预期;
各项新业务拓展速度低于预期。

图表50: 聚飞光电历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表51: 聚飞光电历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	1,030	1,744	2,073	2,541	3,172
现金	425.03	252.77	1,029	1,097	1,168
应收账款	387.72	395.32	619.38	871.02	1,187
其他应收账款	1.44	2.27	2.15	3.76	5.35
预付账款	36.12	39.20	73.09	93.96	130.94
存货	78.58	128.54	163.25	239.23	348.35
其他流动资产	101.56	925.79	186.60	235.72	332.03
非流动资产	405.02	482.84	442.44	406.04	369.16
长期投资	12.39	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	349.82	387.83	350.52	313.21	275.91
无形资产	0.74	39.98	39.98	39.98	39.98
其他非流动资产	42.07	55.03	51.93	52.85	53.27
资产总计	1,435	2,227	2,515	2,947	3,541
流动负债	350.38	485.16	657.53	925.44	1,307
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	277.39	338.84	543.55	742.21	1,043
其他流动负债	72.99	146.32	113.99	183.22	264.21
非流动负债	30.78	37.50	31.36	33.21	34.02
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	30.78	37.50	31.36	33.21	34.02
负债合计	381.16	522.67	688.89	958.65	1,341
少数股东权益	2.95	6.02	4.06	0.75	(3.94)
股本	282.88	688.05	688.05	688.05	688.05
资本公积	272.66	539.10	539.10	539.10	539.10
留存公积	495.82	470.89	595.38	760.59	976.81
归属母公司股	1,051	1,698	1,823	1,988	2,204
负债和股东权益	1,435	2,227	2,515	2,947	3,541

现金流量表

会计年度 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金	154.90	183.49	778.83	59.73	73.47
净利润	176.84	100.06	156.93	209.87	273.71
折旧摊销	30.96	41.53	37.31	37.31	37.31
财务费用	(5.27)	(1.95)	(26.52)	(44.01)	(46.90)
投资损失	(19.31)	(25.52)	(8.97)	(10.76)	(12.91)
营运资金变动	(39.64)	49.30	615.40	(157.86)	(210.93)
其他经营现金	11.32	20.09	4.69	25.19	33.20
投资活动现金	(35.19)	(916.25)	4.85	13.06	12.75
资本支出	103.15	140.36	0.00	0.00	0.00
长期投资	(22.71)	(30.39)	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	45.24	(806.27)	4.85	13.06	12.75
筹资活动现金	(42.49)	549.30	(7.88)	(3.96)	(15.28)
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	65.28	405.17	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(65.21)	266.44	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(42.56)	(122.31)	(7.88)	(3.96)	(15.28)
现金净增加额	77.22	(183.45)	775.81	68.84	70.94

利润表

会计年度 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	990.51	959.48	1,535	2,164	2,923
营业成本	705.25	733.43	1,183	1,694	2,301
营业税金及附加	5.58	5.46	8.58	12.19	16.48
营业费用	9.18	15.00	24.00	33.84	45.71
管理费用	83.67	103.72	165.94	227.19	292.28
财务费用	(5.27)	(1.95)	(26.52)	(44.01)	(46.90)
资产减值损失	9.10	21.03	12.64	14.26	15.98
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	19.31	25.52	8.97	10.76	12.91
营业利润	202.31	108.32	176.13	237.39	310.90
营业外收入	3.74	8.50	6.98	6.95	7.22
营业外支出	0.22	1.27	0.75	0.84	0.88
利润总额	205.83	115.54	182.36	243.50	317.23
所得税	28.99	15.49	25.42	33.63	43.52
净利润	176.84	100.06	156.93	209.87	273.71
少数股东损益	(2.07)	(2.31)	(1.96)	(3.31)	(4.69)
归属母公司净利润	178.91	102.37	158.89	213.18	278.40
EBITDA (倍)	228.01	147.90	186.91	230.69	301.30
EPS (元)	0.26	0.15	0.23	0.31	0.40

主要财务比率

会计年度 (%)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力					
营业收入	31.43	(3.13)	59.98	40.96	35.08
营业利润	40.68	(46.46)	62.60	34.78	30.97
归属母公司净利润	36.64	(42.78)	55.22	34.17	30.60
获利能力 (%)					
毛利率	28.80	23.56	22.92	21.73	21.26
净利率	18.06	10.67	10.35	9.85	9.53
ROE	17.02	6.03	8.72	10.72	12.63
ROIC	25.68	6.11	15.20	17.67	21.01
偿债能力					
资产负债率 (%)	26.55	23.47	27.39	32.53	37.87
净负债比率 (%)	0	0	0	0	0
流动比率	2.94	3.59	3.15	2.75	2.43
速动比率	2.71	3.33	2.90	2.48	2.15
营运能力					
总资产周转率	0.74	0.52	0.65	0.79	0.90
应收账款周转率	2.70	2.27	2.80	2.71	2.63
应付账款周转率	2.54	2.38	2.68	2.63	2.58
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.26	0.15	0.23	0.31	0.40
每股经营现金流(最新摊薄)	0.23	0.27	1.13	0.09	0.11
每股净资产(最新摊薄)	1.53	2.47	2.65	2.89	3.20
估值比率					
PE (倍)	35.31	61.70	39.75	29.63	22.69
PB (倍)	6.01	3.72	3.47	3.18	2.87
EV_EBITDA (倍)	26.86	41.41	32.76	26.55	20.33

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，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，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com