

产能扩张到位还待需求回暖

增持 (下调)

目标价: 16.84~17.61 元

事件: 公司公布 2011 年年度报告和 2012 年第一季度业绩预告

2011 年公司实现营业收入 3.77 亿元, 营业利润 1.87 亿元, 净利润 1.78 亿元, 分别同比增长 26.85%, 32.26%, 29.70%。分配预案: 每 10 股派发股利 4.00 元 (含税)。公司预告 2012 年第一季度归属于上市公司股东净利润 3441.23 万元 - 3785.35 万元, 同比增长 0% - 10%。

点评:

- **MOVCD 设备到位, 产销增长拉动公司业绩。**公司产能扩充基本符合预期, 拥有 25 台 MOCVD 设备, 其中扬州生产基地共引进了 21 条 MOVCD 生产线, 并获得了高新技术企业证书享受三年(2011 年至 2013 年)税收优惠政策, 即按 15% 的税率征收企业所得税。扬州生产线的部分投产明显提升公司 LED 芯片的产能及太阳能电池产品的研发。
- **LED 芯片价格下降, 盈利能力有所降低。**高亮度四元系 LED 芯片收入增长 18.36% 放缓明显, 毛利率也略有降低 1.92 个百分点。2011 年 LED 行业扩展迅速, 产品价格下降, 导致利润增长幅度小于收入增长幅度。
- **砷化镓太阳能电池外延片成为 2011 年业绩亮点:** 同比增长了 111.99%, 而且毛利率提升 2.75 个百分点; 2012 年 1 季度以来太阳能电池外延片销售仍延续 2011 年第四季度以来的增长势头。
- **LED 短期供过于求, 2012 年第一季度业绩增长放缓。**2011 年 LED 芯片供过于求的比率高达 35%, 公司综合毛利率为 59.98%, 同比下降 1.26%。2012 年以来 LED 行业持续了供过于求的状况, 公司第一季度预计净利润增长幅度远低于去年同期的 54%。
- **投资建议:** 由于公司 LED 芯片产品在市场价格下行压力下表现未达预期, 公司估值回归, 我们认为公司具备的技术和产能长期仍有释放潜力。我们预计公司 2012/2013/2014 年 EPS 分别为 0.62/0.73/0.86 元。由于市场需求不振, 暂给予公司“增持”评级。

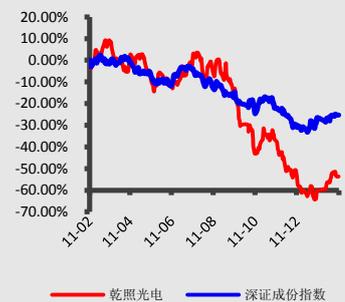
电子行业分析师

李坤阳 (S1180511030001)

电话: 010-8808 5986

Email: Likunyang@hysec.com

市场表现



基础数据

总股本 (万股)	29500
流通 A 股 (万股)	14010
总市值 (亿元)	45.16
每股净资产 (元)	5.83

市场数据

最新收盘价	15.31
最近一个月涨幅	16%
2012 年 PE	23.9
2012 年 PB	2.3

相关研究

乾照光电: 年报业绩符合预期, 今年规模扩张更快 (2011.3.26)

乾照光电: 下半年产能释放加快 (2011.7.22)

数据摘要	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	297.1	376.9	460.0	620.0	776.0
YoY	54.4%	26.8%	22.0%	34.8%	25.2%
毛利率	61.2%	60.0%	54.8%	55.0%	55.0%
净利润	137.1	177.8	189.1	233.1	279.2
ROE	8.4%	10.2%	9.7%	10.7%	11.4%
EPS(元/股)	1.39	0.60	0.64	0.79	0.95
P/E(x)	13.2	25.4	23.9	19.4	16.2
P/B(x)	1.1	2.6	2.3	2.1	1.8

公司一贯重视产品研发——近年的研发投入占营业收入的比例呈快速上升之势。

公司已经量产第二代空间砷化镓三结太阳能电池和高倍率聚光砷化镓三结太阳能电池，并在倒置四结太阳能电池、照明及白光外延片芯片和封装技术、无荧光粉LED外延生长技术等方面布局研究，取得阶段性成果。公司自主研发和拥有多项MOCVD核心技术，公司所生产的空间用三结砷化镓太阳能电池外延片，其加工制成的电池产品光电转换效率达到27%-29%，处于国内领先、国际先进的水平。

图 1: 营业收入分季度分析

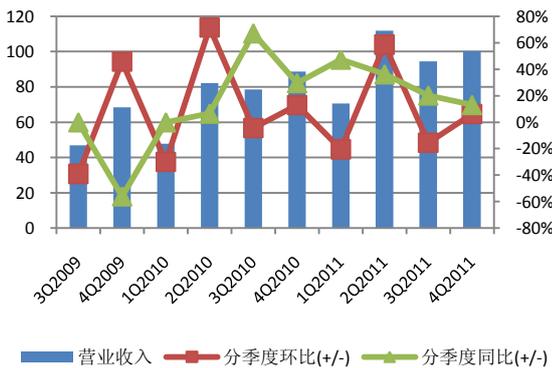
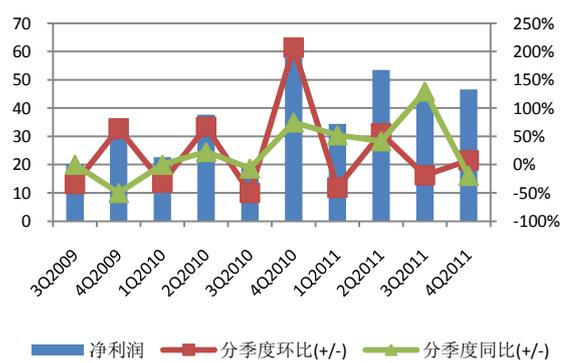


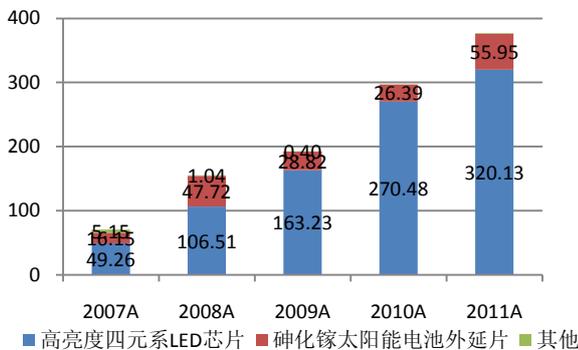
图 2: 净利润分季度分析



资料来源: 宏源证券研究所

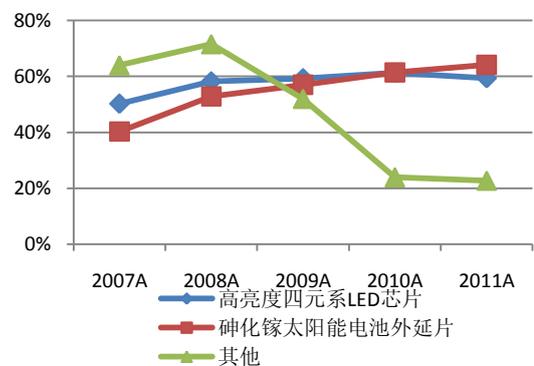
资料来源: 宏源证券研究所

图 3: 公司营业收入构成分析



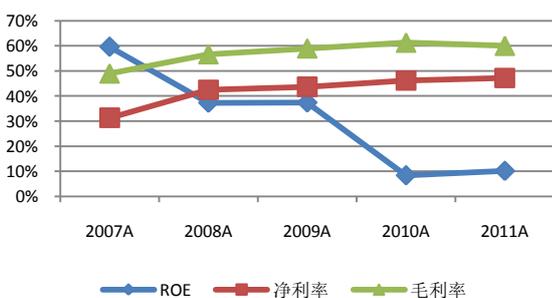
资料来源: 宏源证券研究所

图 4: 分产品毛利率分析



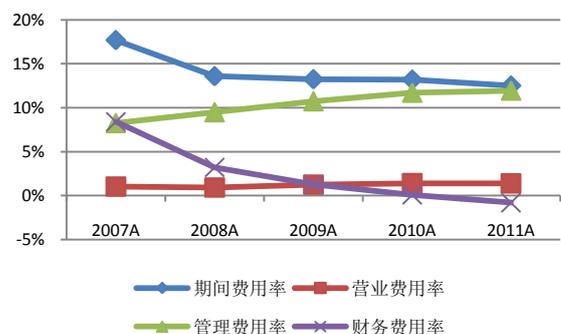
资料来源: 宏源证券研究所

图 5: 盈利能力趋势分析



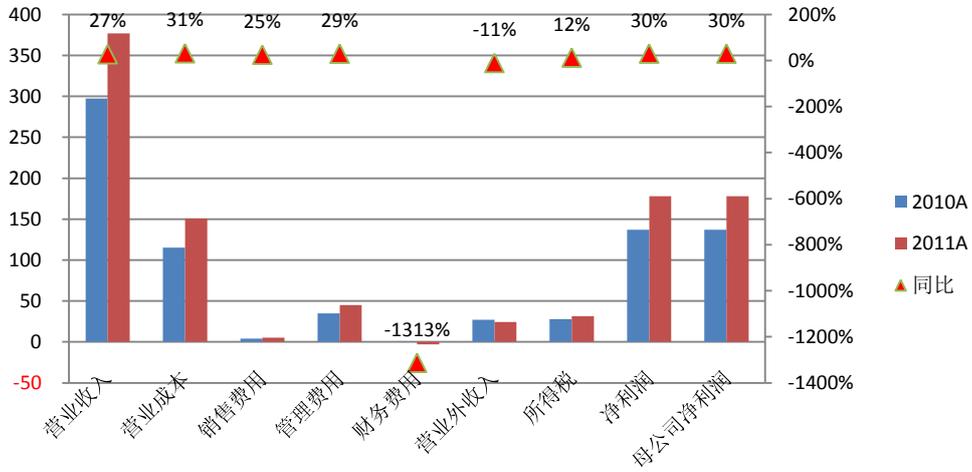
资料来源: 宏源证券研究所

图 6: 期间费用率变动分析



资料来源: 宏源证券研究所

图 7: 业绩驱动因素分析



资料来源: 宏源证券研究所

单位:百万元

利润表					现金流量表				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	377	450	580	715	经营活动现金流				
YoY	27%	19%	29%	23%	净利润	178	182	215	253
营业成本	151	203	261	322	折旧与摊销	34	60	79	98
营业税金及附加	2	2	2	3	财务费用	0	6	23	33
销售费用	5	6	8	10	非经常性/非经营性损益	-10	-36	-36	-36
管理费用	45	54	69	85	营运资金的减少	-223	18	-97	-101
EBITDA	208	245	319	393	长期经营性负债的增加	0	4	0	0
YoY	32%	18%	30%	24%	经营活动现金流净额	-21	236	184	248
EBIT	174	185	240	295	投资活动现金流				
财务费用	(3)	6	23	33	固定资产购建	-319	-150	-150	-150
非经营性/经常性损益	32	36	36	36	无形资产购建	0	-5	-5	-5
利润总额	209	214	253	298	非经常性或非经营性损益	-73	36	36	36
所得税费用	31	32	38	45	非核心资产的减少	0	0	0	0
净利润	178	182	215	253	投资活动现金流量净额	-393	-119	-119	-119
YoY	30%	2%	18%	18%	筹资活动现金流				
少数股东损益	0	0	0	0	短期借款增加	0	343	94	100
归属母公司所有者净利润	178	182	215	253	长期借款增加	0	189	173	155
YoY	30%	2%	18%	18%	股本及资本公积增加	0	0	0	0
					财务费用及红利等	-59	-6	-23	-33
					筹资活动现金流量净额	-59	525	245	221
					现金及现金等价物净增加额	-473	641	310	350
					现金及现金等价物期末余额	412	1054	1363	1713
资产负债表					主要财务指标				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
资产					盈利能力				
货币资金	877	1054	1363	1713	ROE	10.2%	9.4%	10.0%	10.5%
应收款项	269	270	348	429	净利率	47.2%	40.5%	37.1%	35.4%
预付款项	4	5	7	8	毛利率	60.0%	54.8%	55.0%	55.0%
存货	127	114	146	179	营业费用率	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%
其他流动资产	0	0	0	0	管理费用率	11.9%	11.9%	11.9%	11.9%
流动资产合计	1278	1443	1863	2329	财务费用率	-0.8%	1.4%	3.9%	4.7%
固定资产	506	563	619	665	资本结构				
在建工程	33	66	83	92	资产负债率	4.6%	29.9%	35.1%	37.8%
无形资产	13	17	20	23	权益乘数	1.05	1.08	1.21	1.30
非核心资产	6	6	6	6	流动资产/总资产	69.6%	68.9%	71.9%	74.8%
非流动资产合计	557	652	728	785	流动负债/总负债	57.6%	63.5%	55.8%	52.8%
资产总计	1835	2095	2592	3115	偿债能力				
负债					流动比率	26.28	3.62	3.67	3.74
短期借款	0	343	437	537	速动比率	23.67	3.33	3.39	3.46
应付款项	41	47	60	74	产权比率	0.05	0.32	0.42	0.49
预收款项	4	5	6	7	归属母公司股东权益/负债	20.73	3.08	2.36	2.04
其他应付款	0	0	0	0	营运能力				
其他流动负债	3	4	4	4	存货周转率	1.81	1.69	2.01	1.98
流动负债合计	49	399	507	622	应收账款周转率	1.76	1.67	1.88	1.84
长期借款	0	189	362	516	流动资产周转率	0.27	0.33	0.35	0.34
长期经营性负债	0	0	0	0	固定资产周转率	1.05	0.84	0.98	1.11
其他非流动负债	36	40	40	40	总资产周转率	0.21	0.23	0.25	0.25
非流动负债合计	36	229	402	556	每股和估值指标				
负债合计	84	627	909	1178	EPS(元)	0.60	0.62	0.73	0.86
股本	295	295	295	295	BPS(元)	5.93	6.55	7.28	8.14
资本公积金	1143	1143	1143	1143	P/E(x)	25.40	24.78	21.01	17.83
留存收益	312	495	710	963	P/B(x)	2.58	2.34	2.10	1.88
归属母公司股东权益	1751	1933	2148	2401					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	1751	1933	2148	2401					
负债和股东权益合计	1835	2560	3057	3580					

分析师简介:
李坤阳

宏源证券研究所电子行业研究员，清华大学工学硕士，4年证券分析从业经验，2010年加盟宏源证券研究所。

机构销售团队

华北区域	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	王艺 010-88085172 wangyi1@hysec.com
华东区域	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com
华南区域	曾利洁 010-88085991 zenglijie@hysec.com	贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com
QFII	方芳 010-88085842 fangfang@hysec.com	胡玉峰 010-88085843 huyufeng@hysec.com		

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数+20%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数+5%~+20%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上
行业投资评级	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数+5%以上
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

免责声明:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。