



LED毛利略有下降，太阳能电池开始放量

2012年2月21日

推荐/维持

乾照光电

财报点评

——乾照光电（300102）年报点评

王玉泉	计算机行业分析师	执业证书编号: S1480510120008
唐敏	电子元器件行业分析师 010-66554040	

事件：

公司发布了2011年年报，公司实现营业收入为37,690.80万元，比上年同期增长26.85%；利润总额为20,915.38万元，比上年同期增长26.76%；净利润为17,784.10万元，比上年同期增长29.70%。

公司分季度财务指标：

指标	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4
营业收入（百万元）	82.10	78.51	88.65	70.51	111.80	94.39	100.21
增长率（%）	/	67.14%	29.59%	47.30%	36.17%	20.23%	13.03%
毛利率（%）	60.64%	62.97%	58.67%	64.35%	63.27%	61.09%	52.20%
期间费用率（%）	8.24%	11.67%	19.69%	15.56%	11.24%	5.55%	29.80%
营业利润率（%）	50.68%	48.65%	43.18%	54.30%	54.09%	52.83%	38.10%
净利润（百万元）	37.72	33.89	41.64	34.41	53.46	43.36	46.61
增长率（%）	/	67.72%	25.74%	52.23%	41.75%	27.93%	11.94%
每股盈利（季度，元）	0.426	0.287	0.353	0.292	0.181	0.147	0.158
资产负债率（%）	28.35%	3.86%	4.81%	3.80%	4.94%	4.22%	4.60%
净资产收益率（%）	13.22%	2.14%	2.55%	2.07%	3.22%	2.54%	2.66%
总资产收益率（%）	9.47%	2.05%	2.43%	1.99%	3.06%	2.44%	2.54%

评论：

➤ 全年收入增长26.85%，净利润增长29.7%，每股收益0.6元

分业务看，LED芯片收入3.2亿，同比增长18.36%，毛利率59.34%，下降了1.92个百分点，三结砷化镓太阳能电池外延片及芯片等外延片收入5592万，同比增长111.98%，毛利率64.19%，增加了2.75个百分点。公司净利润同比增速29.7%，扣除非经常性损益后的净利润同比增速为35.25%，实现每股收益0.6元。

➤ 四季度收入增速下滑，毛利率下降了8.9个百分点

第四季度，公司收入同比增速为13.03%，创下同比增速低点，毛利率下滑了8.9个百分点，创下历史低点，主要原因是公司第四季度LED芯片价格下降，因此毛利大幅下降。

➤ 应收账款与存货同比大幅度增加，源于公司经营规模扩大

应收账款年末余额较年初余额增加69.88%，达到2.18个亿，主要系公司业务规模持续扩大，业务增长较

多导致应收账款余额随之增加所致, 其中应收上海空间电源研究所货款增加3,464.67万元。

存货年末余额较年初余额增加219.16%, 达到1.26个亿, 主要系公司业务规模持续扩大, 为适应市场需求的增长, 加大了存货备货规模, 导致存货大幅增加。

➤ **固定资产同比增加139.99, 公司产能大幅增加, 累计折旧增加了1730万, 同比增加了109%。**

固定资产本年末较上年同期增加139.99%, 主要系公司全资子公司扬州乾照光电本年度主厂房扩建工程1号研发楼工程等完工转入固定资产及生产设备增加较多所致。

扬州子公司超募项目设备已全部到位并积极安装调试设备进行投产。目前扬州已达到21条MOCVD生产线, 在空间太阳电池及地面聚光芯片方面, 随着中国航天事业的快速发展及聚光光伏电站的发展, 为适应市场的需要, 公司已调整3-4台设备做太阳电池。

厦门原有5台MOCVD设备, 其中一台用于太阳能电池外延片生产。

IPO募投的3个项目中, 高亮度四元系(A1GaInP)LED外延片及芯片项目(厦门)、高效三结砷化镓太阳能电池外延片项目(厦门)、企业技术研发中心建设项目(厦门)三个承诺募投项目原先预计于2012年3月可以达到预定可使用状态, 但由于有关土建报批手续相对繁琐, 实施进度相对较慢, 同时, 公司为适应市场需求, 决定在扬州乾照光电实施扩大产能的超募项目, 原定厦门乾照承诺募投项目的部分资源优先配置给扬州乾照光电扩大产能的超募项目, 故也影响到厦门承诺募投项目的进度。公司预计上述三个承诺募投项目于2013年12月可以达到预定可使用状态。

相应的, 公司折旧也大幅增加, 增加了109%, 达到1730万。

➤ **公司目前产能利用率处于低位, 12年有望逐步提高**

公司目前已有26台MOCVD设备达产, 根据公司全年收入和四季度的收入, 初步测算公司全年的平均产能利用率不到50%。随着经济复苏和下游需求增加, 公司产能利用率有望逐步提升。

➤ **公司预计2012Q1同比增长0%-10%**

公司太阳电池外延片销售将延续2011年第四季度以来的增长势头, 预计一季度营业收入较去年同期有一定增幅。

➤ **盈利预测与估值**

盈利预测假设, 公司2012-2013年年芯片出货量增加35%、30%, 价格分别下降5%、5%。太阳能电池外延片出货量增长到4万片和5万片, 价格每年下降5%。芯片毛利率2012年维持在11年四季度52%不变, 2013年下降5%。太阳能电池毛利率分别为60.8%、57.76%。预计公司2012-2013年eps为0.62、0.74, 对应的PE分别为25倍、21倍, 给予“推荐”的评级。

➤ **投资风险**

竞争加剧, LED价格和毛利率大幅下降

表 1: 盈利预测和估值

盈利预测及市场数据	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	377	493	606	757
(+/-%)	26.8%	30.8%	22.8%	25.0%
净利润(百万元)	178	183	217	262

(+/-%)	29.7%	3.1%	18.4%	20.6%
每股收益 (元)	0.60	0.62	0.74	0.89
市盈率 (P/E)	25.9	25.1	21.2	17.6
市净率 (P/B)	2.6	2.5	2.3	2.1
PEG	0.96	0.81	0.93	0.70
EV/EBITDA	22.6	20.4	16.7	13.7

资料来源：公司资料、东兴证券研究所

分析师简介

王玉泉

清华大学计算机博士，2008 年加盟东兴证券研究所，从事计算机行业研究，TMT 研究小组组长

联系人简介

唐敏

中科院半导体研究所硕士，两年电子行业从业经验，2010 年加盟东兴证券研究所，从事电子元器件行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

附表：财务报表预测

利润表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E	资产负债表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	377	493	606	757	现金及现金等价物	877	658	540	530
营业成本	151	234	308	374	应收款项	265	347	426	532
营业税金及附加	2	3	3	4	存货净额	127	209	276	336
销售费用	5	6	12	12	其他流动资产	9	11	14	18
管理费用	45	59	49	80	流动资产合计	1278	1225	1256	1416
财务费用	(3)	(9)	(7)	(6)	固定资产	538	737	870	889
投资收益	22	0	0	0	无形资产及其他	13	13	12	12
资产减值及公允价值变动	(12)	0	0	0	投资性房地产	6	6	6	6
其他收入	0	0	0	0	长期股权投资	0	0	0	0
营业利润	187	201	240	293	资产总计	1835	1981	2143	2323
营业外净收支	22	15	15	15	短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0
利润总额	209	216	255	308	应付款项	82	134	177	216
所得税费用	31	32	38	46	其他流动负债	(33)	(51)	(62)	(80)
少数股东损益	0	0	0	0	流动负债合计	49	83	115	137
归属于母公司净利润	178	183	217	262	长期借款及应付债券	0	0	0	0
					其他长期负债	36	37	37	38
					长期负债合计	36	37	37	38
					负债合计	84	120	152	175
					少数股东权益	0	0	0	0
					股东权益	1751	1861	1991	2148
					负债和股东权益总计	1835	1981	2143	2323
现金流量表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E	关键财务与估值指标	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	178	183	217	262	每股收益	0.60	0.62	0.74	0.89
资产减值准备	9	(12)	0	0	每股红利	0.20	0.25	0.29	0.35
折旧摊销	33	39	51	61	每股净资产	5.93	6.31	6.75	7.28
公允价值变动损失	12	0	0	0	ROS	47%	37%	36%	35%
财务费用	(3)	(9)	(7)	(6)	ROE	10%	10%	11%	12%
营运资本变动	(146)	(143)	(116)	(148)	毛利率	59%	52%	49%	50%
其它	(107)	12	0	0	EBIT Margin	46%	39%	39%	38%
经营活动现金流	(21)	80	152	175	EBITDA Margin	55%	47%	47%	46%
资本开支	(355)	(226)	(183)	(80)	收入增长	27%	31%	23%	25%
其它投资现金流	0	0	0	0	净利润增长率	30%	3%	18%	21%
投资活动现金流	(355)	(226)	(183)	(80)	资产负债率	5%	6%	7%	8%
权益性融资	0	0	0	0	息率	1.3%	1.6%	1.9%	2.3%
负债净变化	0	0	0	0	P/E	25.9	25.1	21.2	17.6
支付股利、利息	(59)	(73)	(87)	(105)	P/B	2.6	2.5	2.3	2.1
其它融资现金流	133	0	0	0	EV/EBITDA	22.6	20.4	16.7	13.7
融资活动现金流	15	(73)	(87)	(105)					
现金净变动	(360)	(219)	(118)	(10)					
货币资金的期初余额	1238	877	658	540					
货币资金的期末余额	877	658	540	530					
企业自由现金流	(294)	(166)	(50)	76					
权益自由现金流	(161)	(158)	(44)	82					

资料来源：公司资料、东兴证券研究所

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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。

我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，也可能为这些公司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。本报告版权仅为我公司所有，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。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐： 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义；

看 好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中 性： 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看 淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。