



背光 LED 封装的领军企业

无 (首次)

目标价: 20.94~23.60 元

- LED 封装的收入和产能规模处于国内领先水平。
- 产能利用率高度饱和, 募投扩能项目值得期待。
- 政策支持, 需求猛增, 背光和照明应用市场发展空间极大。

电子行业分析师

李坤阳 (S1180511030001)

电话: 010-8808 5986

Email: Likunyang@hysec.com

报告摘要:

➤ **公司背光 LED 封装产能规模国内领先, 市场占有率较高:** 2010 年, 公司背光 LED 产能为 720 百万只/年, 光照 LED 产能为 90 百万只/年, 其规模在国内的上市公司中仅次于国光和鸿利。2009 和 2010 年, 公司背光 LED 器件销量占全球背光 LED 器件需求总量的比例分别为 2.96% 和 3.21%。

➤ **募投项目解决产能瓶颈, 满足行业高速发展需要:** 2009 年至 2011 年, 背光 LED 器件产能利用率分别为 106.24%、119.32%、98.72%; 照明 LED 器件产能利用率分别为 102.40%、107.14%、95.24%。公司此次募投项目将背光 LED 产能新增 1440 百万只/年, 光照 LED 产能增加 660 百万只/年, 解决当前产能不足问题, 迎合市场快速发展需求。

➤ **白帜灯淘汰计划和 LED 面板需求猛增给封装行业带来发展机遇:** 全球多个国家提出了白帜灯禁用年限, 2008 年, 中国也提出在 2020 年实现全面淘汰白帜灯。另外, 终端市场, 如手机, 液晶电视, 平板电脑等, 预计在未来几年增长快速, 这些都将带动 LED 背光和照明应用市场发展, 从而拉动 LED 封装行业的快速增长。

➤ **投资建议:** 聚飞光电拥有国内领先的背光和照明 LED 封装产能规模。公司主营的两大产品, 背光 LED 和照明 LED, 均是未来飞速发展的产品。我们看好公司在未来三年的增长, 预测公司 2012 年至 2014 年 EPS 分别为 1.18 元、1.40 元、1.73 元。我们认为公司的股价合理估值区域为 20.94 元~23.60 元, 对应的 2012 年动态市盈率 18~20 倍, 建议投资者积极关注。

数据摘要	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	287.7	346.9	430.6	536.3	668.8
YoY	60.5%	20.6%	24.1%	24.6%	24.7%
毛利率	35.6%	36.2%	35.0%	34.2%	34.2%
净利润	65.1	80.2	94.2	112.2	138.1
YoY	41.6%	23.1%	17.5%	19.1%	23.1%
净利润率	22.6%	23.1%	21.9%	20.9%	20.6%
ROE	35.6%	30.5%	11.0%	11.6%	12.5%
EPS(元/股)	1.09	1.35	1.18	1.40	1.73

发行数据

发行规模 (万股)	2,046
发行后总股本 (万股)	8,000
拟募集资金 (亿元)	3.63
发行日期	2012.03.05
上市日期	
主承销商	国金证券股份有限公司

发行前股东情况

邢其彬	34.10%
王桂山	24.02%
深圳市长飞投资有限公司	21.62%
王建国	7.21%

目录

1. 估值与投资建议.....	4
1.1. 绝对估值：20.94-23.91 元/股.....	4
1.2. 相对估值：20.06-23.60 元/股.....	4
1.3. 投资建议.....	5
2. 公司简介：背光 LED 封装的领军企业.....	6
2.1. 主营业务：专注于 LED 封装，背光 LED 国内领先.....	6
2.2. 经营状况：收入和利润成长良好，盈利能力保持稳定.....	6
2.3. 股本结构和本次发行概况.....	7
3. 行业分析：背光和照明应用带动 LED 封装高速发展.....	8
3.1. LED 封装行业：需求旺盛，中国进入 LED 封装高速发展期.....	9
3.2. 背光 LED 市场：终端市场繁荣带动发展，大尺寸背光需求增长最快.....	9
3.3. 照明 LED 市场：白帜灯淘汰政策拉动大幅增长.....	10
4. 公司竞争优势：国内背光 LED 封装器件龙头.....	12
5. 募资项目：扩大产能，满足市场增长需求.....	13
6. 财务分析.....	15
6.1. 偿债能力分析：资产流动性良好，偿债能力较强.....	15
6.2. 盈利能力分析：毛利率高于行业平均，盈利能力较强.....	15
6.3. 现金流量分析：现金流稳步上涨.....	16
7. 盈利预测.....	17
8. 风险提示.....	18

图表目录

图 1：聚飞光电主营业务发展历程.....	6
图 2：2009-2011 年公司营业收入、净利润、毛利率.....	7
图 3：2009-2011 年公司收入构成.....	7
图 4：聚飞光电股权结构(本次公开发行 A 股前).....	7

图 5: LED 供应链示意图	8
图 6: 2005-2012 年中国 LED 封装市场规模	9
图 7: 2009 全球 LED 封装市场份额	9
图 8: 2008-2012 年全球便携数码产品出货量	10
图 9: 2008-2012 年全球笔记本电脑出货量	10
图 10: 2008-2012 年全球液晶显示出货量	10
图 11: 2008-2012 年全球液晶电视出货量	10
图 12: 全球禁用白炽灯时间表	11
图 13: 公司背光 LED 器件产能、产量、销量和产能利用率	13
图 14: 公司照明 LED 器件产能、产量、销量和产能利用率	13
表 1: DCF 估值法主要估值参数	4
表 2: DCF 估值敏感性分析	4
表 3: LED 行业上市公司相对估值对比	5
表 4: 各类产品的主要应用领域及用途	6
表 5: 本次公开发行前后股本情况	7
表 6: LED 器件分类	8
表 7: 各尺寸面板的应用产品	9
表 8: 2009-2010 年公司背光 LED 市场占有率	12
表 9: 公司与国内同行的对比	12
表 10: 聚飞光电公开发行 A 股拟投资项目	13
表 11: 项目达产后新增产能情况（单位：百万只/年）	14
表 12: 偿债能力表	15
表 13: 盈利能力表	15
表 14: 同行业可比公司的毛利率	16
表 15: 现金流量表	16
表 16: 可比上市公司财务数据	19
表 17: 财务预测与估值	20

1. 估值与投资建议

1.1. 绝对估值：20.94-23.91 元/股

我们采用 DCF 估值法进行绝对估值。主要估值参数如下表所示：

表 1: DCF 估值法主要估值参数

税前债权成本	6.20%
税率	11.35%
无风险利率	3.50%
市场收益率	11.50%
Beta 系数	1.35
股权比例	80.00%
债权比例	20.00%
税后债权成本	5.50%
股权成本	14.30%
WACC	11.00%
永续增长率 (g)	2.50%

资料来源：宏源证券研究所估算

由以上参数,我们应用 DCF 估值模型的得到估值区间为 20.94~23.91 元。对应的 2012 年动态市盈率 17.75~20.26 倍。

表 2: DCF 估值敏感性分析

		WACC						
		8.50%	9.00%	10.50%	11.00%	11.50%	12.00%	12.50%
g	1.00%	27.85	26.14	22.29	21.32	20.45	19.68	19.00
	1.50%	28.61	26.76	22.63	21.60	20.69	19.88	19.16
	2.00%	29.49	27.46	23.01	21.91	20.94	20.09	19.34
	2.50%	30.52	28.27	23.43	22.25	21.23	20.33	19.54
	3.00%	31.73	29.21	23.91	22.64	21.55	20.60	19.76
	3.50%	33.18	30.32	24.46	23.09	21.91	20.89	20.00
	4.50%	37.18	33.30	25.83	24.17	22.78	21.60	20.58

资料来源：宏源证券研究所估算

1.2. 相对估值：20.06-23.60 元/股

公司位于 LED 产业链的中下游，目前上市公司较多，我们选择如下可比上市公司，并计算板块 2012 年平均市盈率 18.5 倍。如果给予公司 17~20 倍 PE，对应股价区间为 20.06~23.60 元。

表 3：LED 行业上市公司相对估值对比

证券代码	证券简称	收盘价	总股本 (亿股)	流通 A 股 (亿股)	PE				PEG 2012-3-6
		2012-3-6			2010A	2011	2012E	2013E	
000021.SZ	长城开发	6.20	13.19	13.18	21.3	21.4	14.4	9.4	0.60
000541.SZ	佛山照明	10.21	9.79	6.16	37.9	29.2	19.3	14.2	0.83
002005.SZ	德豪润达	19.20	4.83	3.22	47.4	24.0	14.1	11.2	0.23
002197.SZ	证通电子	11.50	2.10	1.37	27.5	31.1	21.3	15.8	0.70
002241.SZ	歌尔声学	27.23	7.52	5.45	37.0	38.9	22.1	17.9	0.46
002384.SZ	东山精密	22.17	1.92	0.68	38.5	17.1	13.0	10.1	0.31
002449.SZ	国星光电	17.92	2.15	1.15	26.1	28.4	22.7	16.9	1.52
002587.SZ	奥拓电子	16.37	0.84	0.21	21.4	30.9	21.3	15.4	1.08
002638.SZ	勤上光电	31.36	1.87	0.47	54.3	48.2	31.4	20.9	1.11
300102.SZ	乾照光电	16.65	2.95	1.40	14.3	27.8	20.1	15.7	0.71
300162.SZ	雷曼光电	18.44	1.34	0.34	23.8	73.8	37.6	21.7	1.42
300219.SZ	鸿利光电	18.59	1.23	0.31	27.1	31.0	23.0	18.4	0.68
300232.SZ	洲明科技	16.98	0.78	0.20	17.5	21.0	15.6	12.5	0.57
300241.SZ	瑞丰光电	16.17	1.07	0.27	29.4	44.9	29.4	22.5	1.22
300269.SZ	联建光电	19.11	0.74	0.18	25.7	25.1	19.9	14.5	0.90
600100.SH	同方股份	10.50	19.88	19.88	21.8	35.1	30.9	27.5	1.65
600261.SH	阳光照明	18.58	3.75	2.96	25.6	31.5	24.4	19.2	0.99
600363.SH	联创光电	8.11	3.71	3.71	58.0	32.4	22.5	19.3	0.75
600460.SH	士兰微	12.21	4.34	4.34	20.7	29.1	23.0	18.8	0.75
600703.SH	三安光电	13.05	14.44	6.91	20.4	20.2	16.5	13.3	0.30
平均		18.58	5.29	3.93	32.1	27.6	18.5	13.9	0.72

资料来源：宏源证券研究所估算

1.3. 投资建议

我们认为 LED 背光和照明行业具备很大的发展空间，公司发展前景看好。通过估值计算得公司合理股价区间为 20.94~23.60。建议投资者积极关注公司上市后的二级市场投资机会。

2. 公司简介：背光 LED 封装的领军企业

2.1. 主营业务：专注于 LED 封装，背光 LED 国内领先

深圳市聚飞光电股份有限公司前身为深圳市聚飞光电有限公司，成立于 2005 年。2009 年，公司由有限责任公司整体变更为股份有限公司。公司专业从事 SMD LED（表面贴装型发光二极管）器件的研发、生产和销售。公司的主营业务属于 LED 封装行业，目前，公司生产的主要产品主要包括背光 LED 器件和照明 LED 器件，详情如下所示：

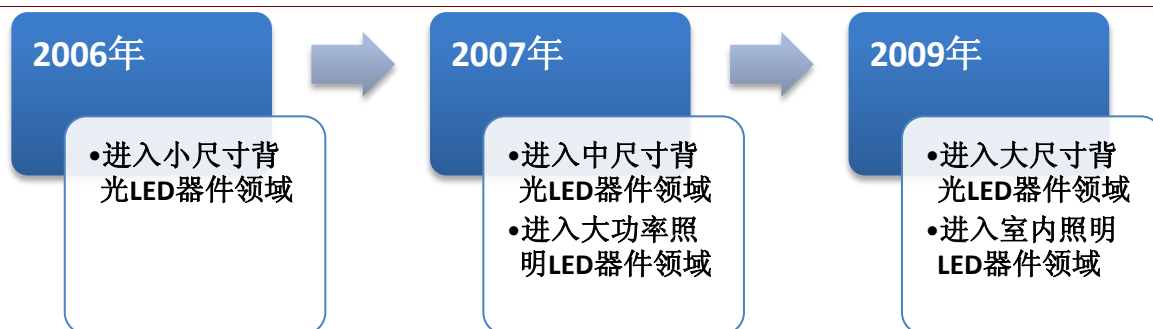
表 4：各类产品的主要应用领域及用途

产品类别	主要产品名称	主要应用产品
背光 LED 器件	020 白光 LED 器件 010 白光 LED 器件 335 白光 LED 器件 0603 白光 LED 器件 215 白光 LED 器件	手机，MP3，MP4，PDA，数码摄像机，数码相框，GPS
	3020 白光 LED 器件 5630 白光 LED 器件	笔记本电脑，LED 电视，显示器，NET 电视
照明 LED 器件	3528 白光 LED 器件 5050 白光 LED 器件 1W 白光 LED 器件	家用照明，装饰照明，LED 路灯，LED 手电筒

资料来源：聚飞光电招股说明书，宏源证券研究所

聚飞光电自成立以来，一直专注于 LED 封装技术的研发及其封装器件的生产销售，其主要业务发展历程如下图所示。经过 6 年发展，公司背光 SMD 器件收入和产能规模已经全国领先，其产能在国内 SMD LED 上市公司中位列第三。

图 1：聚飞光电主营业务发展历程

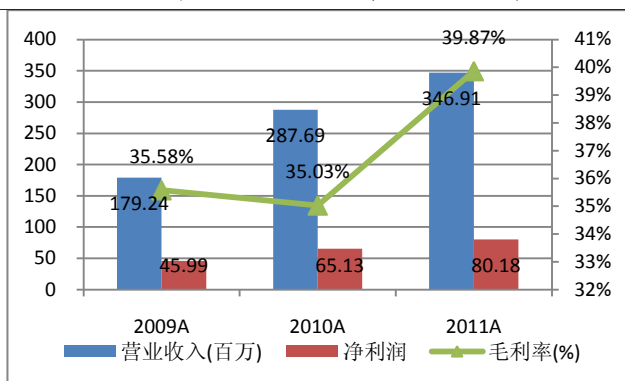


资料来源：聚飞光电招股说明书，宏源证券研究所整理

2.2. 经营状况：收入和利润成长良好，盈利能力保持稳定

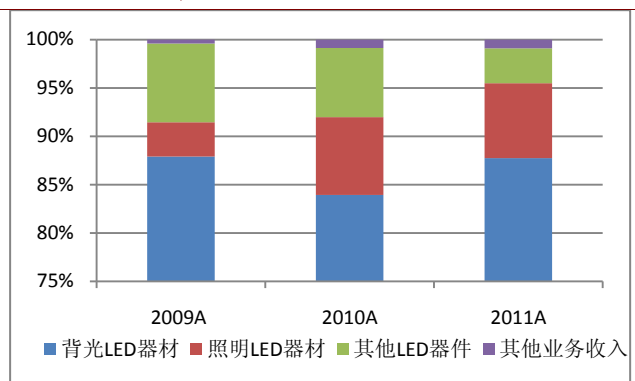
公司近几年保持着稳定的增长势头，从 2009 年到 2011 年，营业收入从 179,23.62 万元增长到 346,90.98 万元，年平均复合增长率为 39.12%；综合毛利率一直稳定在 35% 以上。公司业务收入主要来源于背光 LED 器材和照明 LED 器材：这两种器材的收入占公司总收入的 90% 以上，其中，背光 LED 器材的收入占总收入的 80% 以上。

图 2：2009-2011 年公司营业收入、净利润、毛利率



资料来源：聚飞光电招股说明书，宏源证券研究所整理

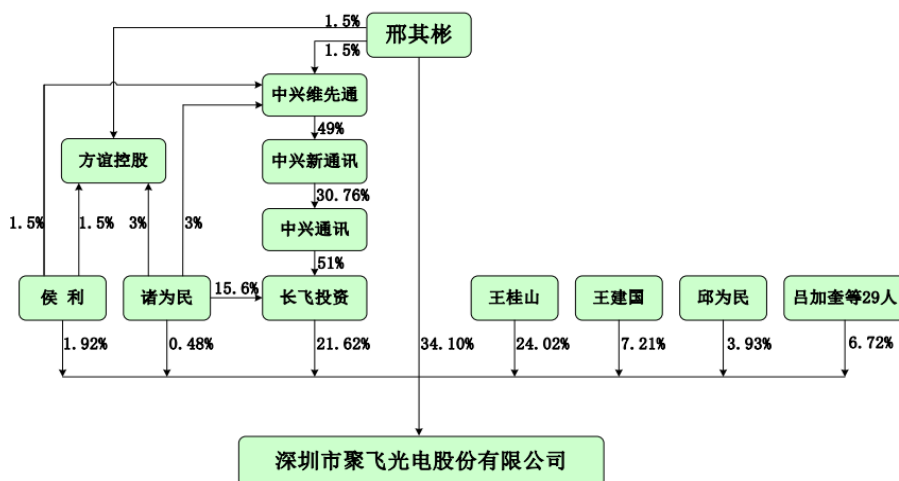
图 3：2009-2011 年公司收入构成



资料来源：聚飞光电招股说明书，宏源证券研究所整理

2.3. 股本结构和本次发行概况

图 4：聚飞光电股权结构(本次公开发行 A 股前)



资料来源：聚飞光电招股说明书，宏源证券研究所

本次发行前，公司总股本为 5,954 万股，本次拟公开发行不超过 2,046 万股，占发行后公司总股本的 25.58%。公司实际控制人为董事长、总经理邢其彬，持有公司发行后总股本的 25.38%。本次发行前后，公司股本变化如下所示：

表 5：本次公开发行前后股本情况

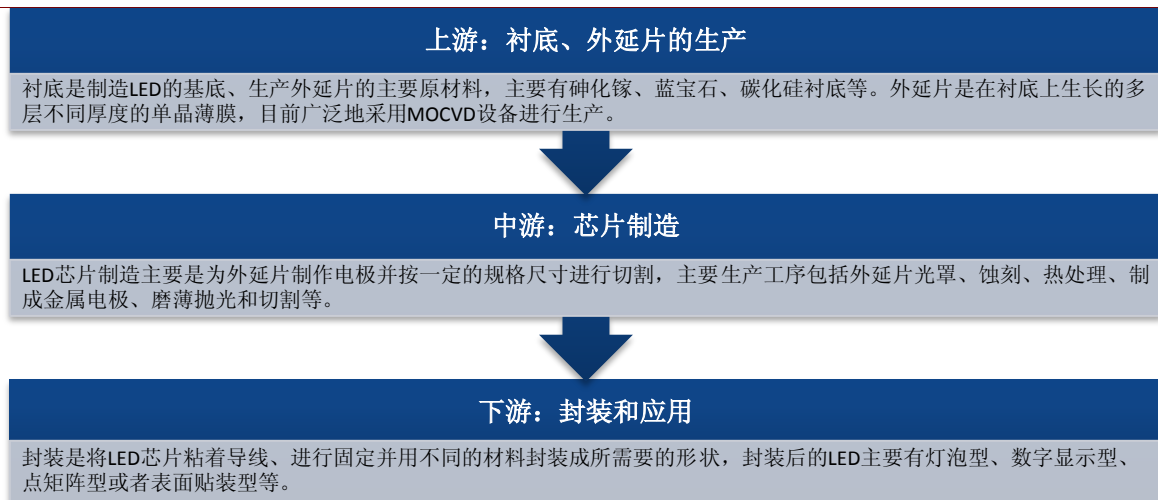
股东名称	发行前		发行后	
	股数(万股)	比例	股数	万股
邢其彬	2,030.60	34.10%	2,030.60	25.38%
王桂山	1,430.00	24.02%	1,430.00	17.88%
王建国	429.00	7.21%	429.00	5.36%
其他 32 名自然人	777.40	13.05%	777.40	9.72%
深圳市长飞投资有限公司	1,287.00	21.62%	1,287.00	16.09%
社会公众股			2,046.00	25.58%
合计	5,954.00	100.00%	8,000.00	100.00%

资料来源：聚飞光电招股说明书，宏源证券研究所整理

3. 行业分析：背光和照明应用带动 LED 封装高速发展

LED(Light Emitting Diode)即发光二极管,是一种半导体固体发光器件,具有寿命长、节能环保、色彩丰富等优良特点。LED 产业链包括外延片（上游）、LED 芯片（中游）、LED 封装和应用（下游）三个细分行业,如下图所示:

图 5: LED 供应链示意图



资料来源：宏源证券研究所

公司处于 LED 产业链的下游,主营 SMD LED 封装器件的研发、生产和销售。LED 封装是指用环氧树脂或有机硅等材料把 LED 芯片和支架包封起来的过程。具体而言,就是将 LED 芯片及其他构成要素在支架或基板上布置、固定及连接,引出接线端子,并通过可塑性透光绝缘体介质包封固定,构成整体立体结构的过程,为芯片的正常工作提供保护及散热功能。按照封装形式,可将 LED 器件分类如下:

表 6: LED 器件分类

器件类别			外形特征	主要光电特征	主要应用领域
Lamp LED (直插型)			直插式、线路板过孔焊接、金属支架、反射杯、弹头型的环氧树脂封装、2 脚	热阻>250K/W 功率<70mW 工作电流<30mA	家用电器、消费电子产品、户外显示屏、仪器仪表、交通信号、汽车照明、验钞机直插式、线路板过孔焊
			直插式（食人鱼）、线路板过孔焊接、金属支架、反射杯、4 脚	热阻约 125K/W 功率 100-200mW 工作电流<70mA	
SMD LED (表面贴装型)	Chip LED		表面贴装式、线路板支架、体积小	热阻>250K/W 功率<70mW 工作电流<30mA	家用电器、消费电子产品、户内全彩显示屏、仪器仪表、手机
	PLCC LED	Top LED	表面贴装式、金属支架塑胶反射腔或陶瓷基板反射腔、顶部发光	热阻约 150K/W 功率 60-200mW 工作电流<70mA	户内外全彩显示屏、中小尺寸背光源、汽车照明、霓虹灯、广告牌、城市亮化工程、室内照明
		Sideview LED	表面贴装式、金属支架塑胶反射腔、侧面发光	热阻约 180K/W 功率<70mW 工作电流<30mA	小尺寸背光源
	HighPower LED		封装形式多样,以表面贴装式为主,具有热沉、金属支架、塑胶反射腔或陶瓷基板或金属基板,半封装多层封装结构,具有光学透镜,单芯片封装或多芯片集成	热阻<20K/W 功率>0.5mW 工作电流>100mA	通用照明、城市亮化工程、大尺寸背光源、特种照明

资料来源：聚飞光电招股说明书，宏源证券研究所

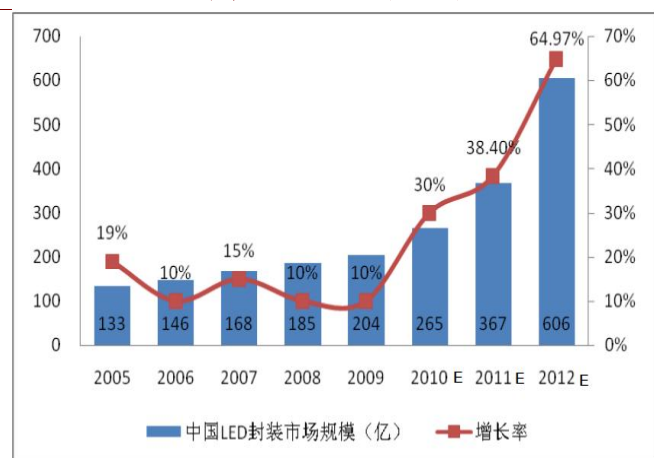
公司主营的 SMD LED 产品与 Lamp LED 产品相比，有焊点缺陷率低、高频特性好、抗振能力强、组装密度高、电子产品体积小、重量轻等优点，主要被应用于背光和照明领域。

3.1. LED 封装行业：需求旺盛，中国进入 LED 封装高速发展期

21 世纪之后，随着 LED 发光效率的提升及性能的改善，使得 LED 的广泛应用在全球范围内成为一种必然趋势。全球主要国家纷纷制定了 LED 发展战略和照明工程计划，大力推动了 LED 在各领域的广泛应用，获得了快速的发展。根据 Gartner 市场研究公司和北京山海纵横数据库的统计数据，全球 LED 器件市场规模从 2001 年的约 32 亿美元增长到 2009 年的超过 83 亿美元，年平均复合增长率达到了 12.65%。

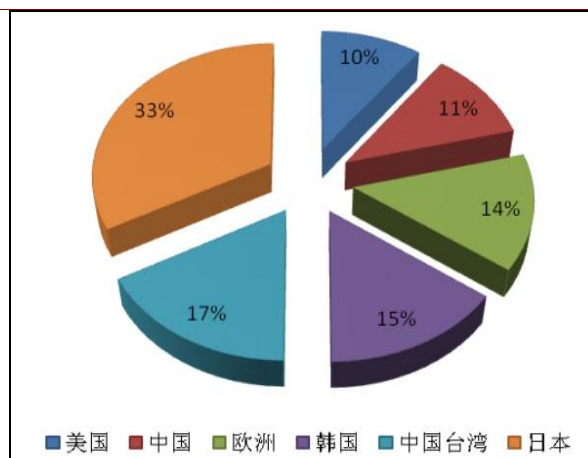
目前，全球 LED 封装行业主要集中于日本、台湾、美国、欧洲、韩国和中国大陆等区域。由于中国大陆具有成本优势和迅速扩大的 LED 应用市场，在最近的 10 年里，世界各国的 LED 封装资本不断的向中国大陆转移，使得中国封装市场规模不断增长。根据 CSA 和麦肯桥资讯的统计数据，2008 年至 2010 年，中国 LED 封装产值年均增长率分别为 10%、10%、30%；在 2009 年，中国封装市场规模已经达到了 204 亿元。中国正在逐步成为全球重要的 LED 封装基地之一：根据 CSA 和 LEDinside 的统计数据，2009 年中国已占全球 LED 封装市场份额的 11%，仅次于日本、台湾、韩国和欧洲。

图 6：2005-2012 年中国 LED 封装市场规模



资料来源：CSA、麦肯桥资讯

图 7：2009 全球 LED 封装市场份额



资料来源：LEDinside、CSA、

3.2. 背光 LED 市场：终端市场繁荣带动发展，大尺寸背光需求增长最快

背光 LED 器件分为小、中、大三种尺寸，其主要应用产品如下表所示：

表 7：各尺寸面板的应用产品

面板尺寸	主要应用产品
小尺寸（8 英寸以下）	手机、MP3、MP4、PDA、数码相机、摄像机和健身器材等
中尺寸（8~20 英寸以下）	笔记本电脑、上网本、计算机显示器和监视器等
大尺寸（20 英寸以上）	液晶电视等

资料来源：聚飞光电招股说明书，宏源证券研究所整理

目前，小尺寸和中尺寸 LED 背光器件在终端产品上的渗透率已经趋于饱和。但是，由于在该应用领域的产品，如手机和平板电脑，预计在未来将持续快速增长。所以，小尺寸和大尺寸 LED 背光器件在未来几年的出货量预计已增长较大。

图 8：2008-2012 年全球便携数码产品出货量



资料来源：汉鼎咨询

图 9：2008-2012 年全球笔记本电脑出货量



资料来源：汉鼎咨询

大尺寸 LED 背光器件的主要应用产品是液晶电视和液晶显示器，目前大尺寸 LED 背光器件在这些终端产品上的渗透率较小：2009 年 LED 背光在大尺寸液晶显示器中的渗透率仅为 3%。从 2009 年起，日、韩大厂开始大规模的推广 LED 背光液晶电视，全球各大主要液晶电视厂商都开始加快对大尺寸 LED 背光液晶电视的推广力度，而背光模组成本的降低，更是对其起到了催化作用。随着 LED 背光在液晶电视中渗透率的提升，液晶电视 LED 背光将是未来三到五年内 LED 需求高速增长的最大驱动力。

图 10：2008-2012 年全球液晶显示器出货量



资料来源：汉鼎咨询

图 11：2008-2012 年全球液晶电视出货量



资料来源：汉鼎咨询

3.3. 照明 LED 市场：白炽灯淘汰政策拉动大幅增长

随着 LED 成本的逐步降低，同时在全球政府致力推广节能政策、全球范围内逐步淘汰白炽灯的推动下，LED 照明在未来几年将带来巨大的发展机遇。

图 12：全球禁用白炽灯时间表



资料来源：LEDinside，宏源证券研究所

随着全球白炽灯泡禁用时间表的临近，LED 照明将在未来几年成为主流市场。LEDinside 预估 2010 年到 2011 年将是 LED 商用照明快速成长与普及的两个年头，而 LED 在家用照明的应用起飞则要等到 2011 年、2012 年以后，特别是 2012 年是个关键年。预计 2012 年，LED 照明产品将开始逐步进入国内普通照明领域，其中高档酒店、写字楼照明、医院照明等将成为突破口。

4. 公司竞争优势：国内背光 LED 封装器件龙头

根据 LEDinside 的统计数据，2009 年中国封装产业占全球市场的 11%，位列第 5；排第一的日本占全球市场的 33%。根据国家半导体照明工程研发及产业联盟统计，2009 年，中国共有 LED 企业约 3000 多家，其中，封装企业约有 1000 家。当前中国 LED 封装企业的基本特点是规模小、数量多，其中年产值在千万元以上规模的仅 200 家左右。

聚飞光电主营业务背光 LED 封装器件的市场份额和产能规模均达到了国内领先水平。2009 和 2010 年，公司背光 LED 器件销量分别为 4.66 亿颗和 8.28 亿颗，占全球背光 LED 器件需求总量的比例分别为 2.96% 和 3.21%。2010 年，公司背光 SMD 器件产能为 720 百万只/年，照明 SMD 器件产能为 90 百万只/年，其规模在国内 SMD LED 上市企业中仅次于国星和鸿利。

表 8：2009-2010 年公司背光 LED 市场占有率

项目	2010 年	增长%	2009 年
全球背光需求总量（亿颗）	258.28	64.25%	157.25
全球小尺寸背光需求总量（亿颗）	80.46	4.16%	77.25
聚飞光电 背光 LED 年销量（亿颗）	8.28	77.68%	4.66
聚飞光电 背光 LED 市场占有率	3.21%	8.45%	2.96%
聚飞光电 小尺寸背光 LED 年销量（亿颗）	8.1	77.24%	4.57
聚飞光电 小尺寸背光 LED 市场占有率	10.07%	70.10%	5.92%

资料来源：汉鼎咨询，宏源证券研究所

表 9：公司与国内同行的对比

公司	产能	收入	产品结构	产品应用领域
国星光电	SMD LED 3,000.00KK/年	营业收入 8.77 亿元，增长 39.74%； 净利润 1.47 亿元，增长 28.28%	SMD LED 器件 59.72%， SMD LED 组件 21.72%， Lamp LED 器件 4.37% Lamp LED 组件 2.39%， 加工 15.19%	LED 仪器仪表、家用电器、家用电器、室内显示等
雷曼光电	SMD LED 540.84KK/年 Lamp LED 420.00KK/年	营业收入 2.06 亿元，增长 102.77% 净利润 3897 万元，增长 81.94%	Lamp LED 器件 32.02%， SMD LED 器件 38.03%， 中大功率 LED 器件 0.73%， 照明产品 0.90%， 显示屏 28.31%	LED 显示屏、照明
聚飞光电	SMD LED 810.00KK/年	营业收入 2.88 亿元，增长 60.51%， 净利润 6512 万元，增长 41.62%	背光 LED 器件 83.93%， 照明 LED 器件 8.04%	SMD LED 背光、照明

资料来源：聚飞光电招股说明书，宏源证券研究所

5. 募资项目：扩大产能，满足市场增长需求

公司将以本次发行上市为契机,通过募集资金投资背光 LED 器件扩产项目、照明 LED 器件扩产项目、LED 技术研发中心项目,巩固和加强公司在国内 LED 封装领域的领先地位,加强 LED 封装核心技术和产品的研发,开拓新客户资源和市场,进一步提升公司的品牌影响力和核心竞争力。

本次公开发行股票数量不超过 2,046 万股,扣除发行费用后募集资金使用计划如下所示:

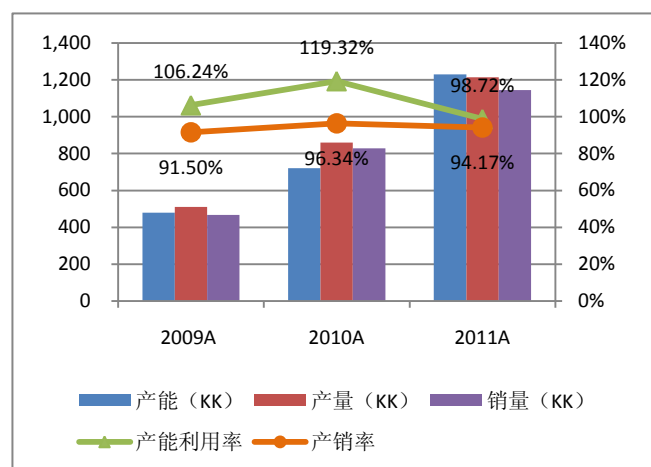
表 10: 聚飞光电公开发行 A 股拟投资项目

序号	项目名称	总投资	其中: 建设投资	其中: 流动资金	建设期 (年)
1	背光 LED 器件扩产项目	21,527.55	17,292.55	4,235	1.5
2	照明 LED 器件扩产项目	10,075.61	8,475.61	1,600	1.5
3	LED 技术研发中心项目	4,648.04	4,148.04	500	1
4	其他与主营业务相关的营运资金	-	-	-	-

资料来源:聚飞光电招股说明书,宏源证券研究所

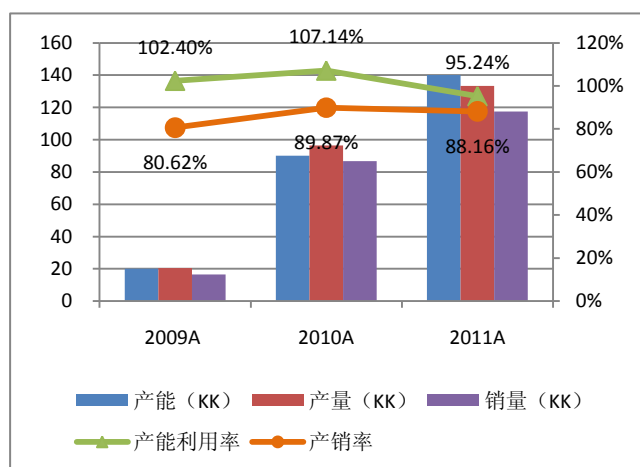
近几年来,随着 LED 行业迅速发展,LED 应用产品需求增长快速,公司的产能利用率已经达到了一个相当高的水平:2009 年至 2011 年,背光 LED 器件产能利用率分别为 106.24%、119.32%、98.72%;照明 LED 器件产能利用率分别为 102.40%、107.14%、95.24%。因此,公司进一步提升产能利用率的空间有限,唯有扩大生产规模才能满足公司业务扩张的需求。

图 13: 公司背光 LED 器件产能、产量、销量和产能利用率



资料来源:聚飞光电招股说明书,宏源证券研究所整理

图 14: 公司照明 LED 器件产能、产量、销量和产能利用率



资料来源:聚飞光电招股说明书,宏源证券研究所整理

公司通过本次发行上市募集资金投资的背光 LED 器件扩产项目和照明 LED 器件扩产项目正是解决公司当前产能不足的瓶颈。项目达产后,背光 LED 器件的产能将新增 1,440 百万只/年,背光 LED 器件的产能将新增 660 百万只/年,如下图所示:

表 11：项目达产后新增产能情况（单位：百万只/年）

序号	项目名称	原有产能	新增产能	产能合计
1	背光 LED 器件扩产项目	720	1,440	2,160
2	照明 LED 器件扩产项目	90	660	750
3	LED 技术研发中心项目	-	-	-
合计		810	2,100	2,910

资料来源：聚飞光电招股说明书，宏源证券研究所

6. 财务分析

6.1. 偿债能力分析：资产流动性良好，偿债能力较强

报告期内，公司的流动比率、速动比率、资产负债率如下表所示。公司流动比率和速动比率均分别稳定在 2.00 和 1.70 左右，资产流动性良好。

2010 年，公司资产负债率同比增加 1.26%，主要是由于公司规模加大，应付材料款增加所致。

2009 年至 2011 年，公司利息保障倍数分别为 57.38、94.11、62.51。较高的利息保障倍数体现了公司较强的偿债能力。

表 12：偿债能力表

偿债能力	2009A	2010A	2011A
流动比率	2.08	2.01	2.19
速动比率	1.78	1.70	1.90
资产负债率	35.00%	36.36%	33.66%
利息保障倍数	57.38	94.11	62.51

资料来源：聚飞光电招股说明书，宏源证券研究所整理

6.2. 盈利能力分析：毛利率高于行业平均，盈利能力较强

报告期内，公司的 ROE、净利率、毛利率、期间费用率、营业费用率、管理费用率、财务费用率如下表所示。从 2009 年到 2011 年，公司的营业费用率和管理费用率逐步缓慢提升，这是因为随着公司规模增大，公司销售人员和管理人员人数及工资、奖金水平增加导致工资及福利费随之增长。

表 13：盈利能力表

盈利能力	2009A	2010A	2011A
ROE	36.21%	35.59%	30.47%
净利率	25.66%	22.64%	23.11%
毛利率	39.94%	35.57%	36.16%
期间费用率	10.27%	9.57%	10.36%
营业费用率	1.04%	1.02%	1.28%
管理费用率	8.63%	8.36%	9.16%
财务费用率	0.59%	0.19%	-0.09%

资料来源：聚飞光电招股说明书，宏源证券研究所整理

从 2009 年到 2011 年，公司综合毛利率水平分别为 39.94%、35.57%、36.16%，与此同时，同行业可比公司平均毛利率分别为 27.19%、21.47%、24.79%。公司的综合毛利率高于行业平均约 10%，体现了公司良好的管理水平，反应了公司较强的盈利能力。

表 14：同行业可比公司的毛利率

公司名称	2010 年 1-6 月	2010 年度	2009 年度	2008 年度
亿光	25.30%	29.91%	35.33%	31.06%
东贝	19.54%	20.18%	18.43%	12.65%
威力盟	6.58%	9.15%	10.80%	19.86%
国星光电	22.78%	30.72%	33.43%	34.81%
雷曼光电	30.93%	36.57%	39.35%	37.57%
行业平均	21.03%	24.79%	27.47%	27.19%

资料来源：聚飞光电招股说明书，宏源证券研究所整理

6.3. 现金流量分析：现金流稳步上涨

报告期内，公司的经营活动现金流、净利润、折旧与摊销、财务费用、非经常性/非经营性损益、营运资金的减少如下表所示。从 2009 年到 2011 年，本公司经营活动产生的现金流量净额分别为 3423.62 万元、5488.51 万元和 5193.05 万元。报告期内公司销售商品、提供劳务收到的现金与营业收入增长趋势基本一致，销售现金回款情况良好。

表 15：现金流量表

现金流量表(单位：百万元)	2009A	2010A	2011A
经营活动现金流	34.24	54.89	51.93
净利润	45.99	65.13	80.18
折旧与摊销	4.55	7.37	10.22
财务费用	1.17	0.65	0.13
非经常性/非经营性损益	1.98	1.96	2.13
营运资金的减少	(19.45)	(20.23)	(40.72)

资料来源：聚飞光电招股说明书，宏源证券研究所整理

7. 盈利预测

我们认为随着行业竞争加剧和 LED 芯片费用的下降,公司的 LED 产品价格也保持下降,各类产品降价幅度与 2011 年持平或者相近。

我们看好公司在背光 LED 器材和照明 LED 器材的持续发展,预计其新增产能将保持较高的产能利用率和产销率,2012 至 2014 年公司营业收入增速预估为 24.11%、24.55%、24.70%。

我们估计公司的综合毛利率会随着公司业务和规模的扩大而略微下降,其下降趋势会比较缓和,2012 至 2014 年公司综合毛利率预估为 35.02%、34.17%、34.23%。

我们假设公司在营业收入规模增大的情况下,期间费用率逐渐缓慢上升,预估 2012 至 2014 年期间费用占营收比为 9.80%、10.04%、10.39%。

我们假设公司受益于国家对 LED 产业的支持,所得税占利润比 2012 至 2014 年为 11.50%、11.50%和 11.50%;我们不考虑营业税取消等优惠政策,公司营业税及附加占营收比 2011 至 2013 年为 0.50%、0.50%和 0.50%。

综上所述,我们预测公司 2012/2013/2014 年营业收入分别为 4.31/5.36/6.69 亿元,净利润分别为 9,419/11,216/13,810 万元。

8. 风险提示

我们认为，目前公司的主要风险来源于以下三个方面：

- **行业竞争加剧导致价格下降的风险。**LED 行业属于“十二五”规划重点扶持行业。随着 LED 技术的不断成熟，行业整体进入壁垒降低，国家政策支持和市场前景景气必将吸引大量的资本和新企业进入。产能的过度扩张和公司数目激增将导致行业竞争加剧，LED 产品价格面临着大幅下降的风险。
- **新增产能难以消化导致利润水平下滑的风险。**本次募集资金投资项目达产后，背光 LED 器件产品的产能将新增 1,440 百万只/年，新增产能是 2011 年产能 1,230 百万只/年的 1.17 倍，照明 LED 器件产品的产能将增加 660 百万只/年，新增产能是 2011 年产能的 140 百万只/年的 4.71 倍。如果公司不能及时开拓市场，消化新产能，将大幅增加折旧成本，降低利润率。
- **企业所得税优惠政策取消导致盈利水平下降的风险。**报告期内，公司享有多项企业所得税优惠政策，因此，2009 年至 2011 年，公司分别按 10%、11%、12% 缴纳企业所得税。如果公司自 2012 年起不能继续被认定为国家级高新技术企业，则企业所得税率将上升至 25%，或者未来国家企业所得税优惠政策出现变动，将会对企业的盈利水平产生影响。

表 16：可比上市公司财务数据

证券代码	证券名称	ROE(%)				销售毛利率(%)				净利率(%)			
		2008A	2009A	2010A	1~3Q2011	2008A	2009A	2010A	1~3Q2011	2008A	2009A	2010A	1~3Q2011
300303.sz	聚飞光电	45.21	47.43	42.02	35.94	32.78	39.94	35.57	36.16	28.79	25.66	22.64	23.11
300296.sz	利亚德	23.68	25.42	29.59	25.19	30.54	31.24	35.97	32.51	9.33	8.02	11.26	11.18
002005.sz	德豪润达	-9.88	7.85	12.95	10.97	13.79	21.33	20.87	20.10	-2.86	3.71	7.36	12.91
002449.sz	国星光电	36.99	29.39	11.84	4.31	34.81	33.43	30.73	22.14	19.35	18.80	17.02	11.28
002587.sz	奥拓电子	30.88	34.99	37.49	8.99	47.95	46.37	44.70	45.65	18.27	21.35	21.75	16.27
002638.sz	勤上光电	17.76	18.02	13.22	8.84	30.71	31.45	32.39	31.99	13.02	15.62	14.65	13.95
300162.sz	雷曼光电	31.79	41.27	46.26	6.05	37.57	39.35	36.57	29.26	14.15	21.07	18.91	13.43
300232.sz	洲明科技	58.90	62.47	47.17	9.95	17.21	22.51	24.94	24.80	7.00	9.63	11.18	9.07
300241.sz	瑞丰光电	26.06	20.06	25.20	8.08	32.56	26.61	30.98	29.63	16.58	11.78	16.82	12.62
300269.sz	联建光电	27.02	28.50	25.18	8.90	29.01	29.61	29.03	26.48	16.18	14.21	11.55	9.03
600703.sh	三安光电	21.64	18.55	13.27	11.51	41.28	42.01	47.39	40.44	24.42	38.31	49.92	61.24
证券代码	证券名称	资产负债率(%)				流动比率				速动比率			
		2008A	2009A	2010A	1~3Q2011	2008A	2009A	2010A	1~3Q2011	2008A	2009A	2010A	1~3Q2011
300303.sz	聚飞光电	37.51	35.00	36.26	33.66	1.96	2.08	2.01	2.19	1.74	1.78	1.70	1.90
300296.sz	利亚德	67.92	70.09	58.27	50.32	1.42	1.35	1.58	1.68	0.62	0.44	0.80	0.86
002005.sz	德豪润达	67.03	68.28	52.34	60.10	1.01	1.01	1.53	1.24	0.67	0.71	1.24	0.93
002449.sz	国星光电	40.67	34.46	10.68	10.88	1.67	2.10	8.90	8.52	1.13	1.54	7.77	7.29
002587.sz	奥拓电子	48.94	38.68	30.30	9.68	1.96	2.66	3.11	10.25	1.46	2.13	2.52	9.25
002638.sz	勤上光电	53.71	49.47	29.94	33.20	1.61	3.11	5.66	2.70	1.28	2.76	4.97	2.21
300162.sz	雷曼光电	32.32	33.03	53.01	11.12	1.97	2.19	1.18	8.03	1.19	1.53	0.67	6.90
300232.sz	洲明科技	72.74	55.56	40.44	24.65	1.28	1.59	1.67	3.44	0.84	0.91	0.80	2.55
300241.sz	瑞丰光电	22.74	26.46	33.68	21.17	3.20	3.36	2.24	4.18	2.50	2.80	1.50	3.49
300269.sz	联建光电	41.11	46.97	51.87	37.06	2.06	1.80	1.65	2.50	1.31	1.24	1.11	2.00
600703.sh	三安光电	44.12	29.14	18.41	33.60	1.56	11.12	15.82	9.25	1.15	10.42	13.93	6.50
证券代码	证券名称	营业总收入同比增长率(%)				归属母公司股东净利润同比增长率(%)				营业总收入(亿元)			
		2008A	2009A	2010A	1~3Q2011	2008A	2009A	2010A	1~3Q2011	2008A	2009A	2010A	1~3Q2011
300303.sz	聚飞光电	0.00	70.66	60.51	20.58	0.00	52.08	41.62	23.11	1.05	1.79	2.88	3.47
300296.sz	利亚德	0.00	42.06	50.14	35.61	0.00	22.12	110.94	34.56	1.74	2.47	3.70	5.02
002005.sz	德豪润达	30.33	-23.81	35.04	6.83	-301.57	178.51	202.91	21.07	25.23	19.22	25.95	20.58
002449.sz	国星光电	27.68	10.80	39.74	32.21	70.27	7.80	28.28	-17.09	5.67	6.28	8.77	8.19
002587.sz	奥拓电子	0.00	10.30	45.23	41.25	0.00	28.93	47.90	23.36	1.39	1.53	2.22	1.78
002638.sz	勤上光电	0.00	-7.29	30.22	49.77	0.00	11.47	22.14	50.82	4.57	4.24	5.52	5.44
300162.sz	雷曼光电	5.65	34.36	102.77	30.31	-36.50	100.03	81.94	-18.65	0.76	1.02	2.06	1.87
300232.sz	洲明科技	0.00	32.10	60.28	16.26	0.00	81.65	86.04	0.53	2.37	3.13	5.01	3.87
300241.sz	瑞丰光电	0.00	78.10	40.15	19.23	0.00	26.53	100.05	-12.34	1.05	1.87	2.62	2.20
300269.sz	联建光电	0.00	38.29	37.44	48.28	0.00	21.34	13.57	38.08	1.84	2.55	3.50	3.45
600703.sh	三安光电	25,179.68	120.63	83.42	91.92	-85.07	246.11	132.73	111.37	2.13	4.70	8.63	11.69
证券代码	证券名称	存货周转率				应收账款周转率				净利润(百万元)			
		2008A	2009A	2010A	1~3Q2011	2008A	2009A	2010A	1~3Q2011	2008A	2009A	2010A	1~3Q2011
300303.sz	聚飞光电	7.98	7.73	7.38	6.47	3.31	4.35	4.72	4.12	0.30	0.46	0.65	0.80
300296.sz	利亚德	1.05	1.13	1.18	1.61	3.88	5.07	5.00	4.71	0.16	0.20	0.42	0.56
002005.sz	德豪润达	4.90	3.49	3.64	2.09	5.59	4.76	5.10	2.81	-0.62	0.49	1.96	2.71
002449.sz	国星光电	3.21	3.66	3.44	2.36	7.67	7.45	6.25	4.09	1.07	1.15	1.47	0.89
002587.sz	奥拓电子	1.89	2.34	3.54	2.22	12.47	10.97	7.82	3.71	0.25	0.33	0.48	0.29
002638.sz	勤上光电	2.70	3.15	4.41	2.80	3.43	2.63	2.81	2.31	0.60	0.66	0.81	0.76
300162.sz	雷曼光电	3.78	3.55	3.33	1.68	9.77	7.31	7.84	3.83	0.11	0.21	0.39	0.25
300232.sz	洲明科技	5.93	5.29	4.78	2.29	8.85	11.00	13.76	8.06	0.17	0.30	0.56	0.35
300241.sz	瑞丰光电	5.11	6.24	3.88	2.13	4.26	5.68	6.15	3.49	0.17	0.22	0.44	0.28
300269.sz	联建光电	2.30	2.81	3.06	2.12	5.01	4.46	3.66	2.44	0.30	0.36	0.41	0.32
600703.sh	三安光电	2.15	2.75	2.31	1.12	3.03	3.63	5.72	4.05	0.52	1.80	4.19	5.85

资料来源：宏源证券研究所（注：聚飞光电和利亚德为 2011 年全年财务数据）

表 17：财务预测与估值

单位:百万元									
利润表	2011A	2012E	2013E	2014E	现金流量表	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	347	431	536	669	经营活动现金流				
YoY	21%	24%	25%	25%	净利润	80	94	112	138
营业成本	221	280	353	440	折旧与摊销	10	15	25	36
营业税金及附加	2	2	3	3	财务费用	0	0	2	5
销售费用	4	5	6	8	非经常性/非经营性损益	2	0	0	0
管理费用	32	37	46	57	营运资金的减少	-41	1	-30	-39
EBITDA	98	122	154	197	长期经营性负债的增加	0	-3	0	0
YoY	19%	25%	26%	28%	经营活动现金流净额	52	108	109	141
EBIT	87	107	129	161	投资活动现金流				
财务费用	(0)	0	2	5	固定资产购建	-37	-75	-75	-75
非经营性/经常性损益	3	0	0	0	无形资产购建	0	-10	-10	-10
利润总和	91	106	127	156	非经常性或非经营性损益	0	0	0	0
所得税费用	11	12	15	18	非核心资产的减少	0	0	0	0
净利润	80	94	112	138	投资活动现金流量净额	-37	-85	-85	-85
YoY	23%	17%	19%	23%	筹资活动现金流				
少数股东损益	0	0	0	0	短期借款增加	1	2	5	6
归属母公司所有者净利润	80	94	112	138	长期借款增加	0	51	56	57
YoY	23%	17%	19%	23%	股本及资本公积增加	0	500	0	0
					财务费用及红利等	-1	0	-2	-5
资产负债表	2011A	2012E	2013E	2014E	筹资活动现金流量净额	0	552	59	59
资产					现金及现金等价物净增加额	15	575	83	114
货币资金	55	631	714	828	现金及现金等价物期末余额	55	631	714	828
应收款项	185	172	215	268					
预付款项	8	11	13	16	主要财务指标	2011A	2012E	2013E	2014E
存货	37	45	56	69	盈利能力				
其他流动资产	0	0	0	0	ROE	30.5%	11.0%	11.6%	12.5%
流动资产合计	286	859	998	1181	净利率	23.1%	21.9%	20.9%	20.6%
固定资产	109	144	182	216	毛利率	36.2%	35.0%	34.2%	34.2%
在建工程	0	25	38	44	营业费用率	1.3%	1.2%	1.2%	1.2%
无形资产	0	10	19	27	管理费用率	9.2%	8.5%	8.5%	8.5%
非核心资产	1	1	1	1	财务费用率	-0.1%	0.1%	0.3%	0.7%
非流动资产合计	110	180	240	288	资本结构				
资产总计	397	1039	1237	1469	资产负债率	33.7%	17.4%	21.6%	24.6%
负债					权益乘数	1.51	1.21	1.28	1.33
短期借款	21	22	28	34	流动资产/总资产	72.2%	82.7%	80.6%	80.4%
应付款项	107	106	131	161	流动负债/总负债	98.0%	72.0%	60.2%	54.8%
预收款项	0	0	0	0	偿债能力				
其他应付款	3	2	2	2	流动比率	2.19	6.59	6.20	5.97
其他流动负债	0	0	0	0	速动比率	1.90	6.24	5.85	5.63
流动负债合计	131	130	161	198	产权比率	0.51	0.21	0.28	0.33
长期借款	0	51	106	163	归属母公司股东权益/负债	1.97	4.74	3.63	3.07
长期经营性负债	0	0	0	0	营运能力				
其他非流动负债	3	0	0	0	存货周转率	6.47	6.81	7.01	7.08
非流动负债合计	3	51	106	163	应收账款周转率	2.28	2.41	2.77	2.77
负债合计	134	181	267	361	流动资产周转率	1.42	0.75	0.58	0.61
股本	60	80	80	80	固定资产周转率	3.62	3.41	3.29	3.36
资本公积金	21	501	501	501	总资产周转率	1.01	0.60	0.47	0.49
留存收益	182	277	389	527	每股和估值指标				
归属母公司股东权益	263	858	970	1108	EPS(元)	1.35	1.18	1.40	1.73
少数股东权益	0	0	0	0	BPS(元)	4.42	10.72	12.12	13.85
股东权益合计	263	858	970	1108	P/E(x)	0.00	0.00	0.00	0.00
负债和股东权益合计	397	1039	1237	1469	P/B(x)	0.00	0.00	0.00	0.00

资料来源：宏源证券研究所

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 jiahaozen@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的涨跌幅为标准。

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

免责条款:

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。