

新股研究报告

(首次评级)

行业：电子元器件

聚飞光电(300303)

发行价：25元/股

申购日：3月9日

股票数据

发行价(元)	25
发行股数(万股)	2046
发行后总股本(万股)	8000
发行前基本每股收益	1.22元/股
发行前每股净资产	4.42元/股
发行前每股经营活动现金流	0.87元/股

财务数据

净资产收益(加权平均)	32.58%
流动比率(倍)	2.19
速动比率(倍)	1.9
资产负债率	33.66%
存货周转率	6.47次

保荐机构：国金证券

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

研究简报

聚飞光电 - 本土小尺寸背光 LED 封装龙头企业

投资要点

聚飞光电是本土背光 LED 封装龙头企业

公司主要从事 SMD LED 器件的研发、生产与销售，产品广泛应用与各种消费电子产品和照明产品中。2010 年公司背光 LED 器件全球市场占有率 3.21%，其中，小尺寸背光 LED 器件全球市场占有率达 10.07%。

背光、照明应用成为公司快速发展动力

随着全球各国白炽灯泡禁用时间表的临近以及中大尺寸背光 LED 的市场渗透率的大幅上涨，背光源和照明产品将成 LED 市场后续高速成长的动力。另外，公司将顺应 LED 应用产品的市场规模的快速发展以及 LED 封装产业链向大陆转移的趋势，加速发展。

优质的客户资源和创新的工艺是公司的核心竞争力

公司作为专业从事 LED 封装的企业之一拥有着中兴、华为、联想、创维等优质的客户资源，并且公司产品通过 TCL、彩讯等客户认证推动公司积极向大尺寸背光市场发展；由于公司具有成熟的生产工艺，并且具备广泛的客户群，2011 年公司产品综合符合率达到 96% 以上，处于行业领先水平。

募集资金项目推动产能扩张，积蓄发展动力

募投项目将在公司现有产能基础上，将新增背光 LED 器件 9.3 亿颗产能，增长 0.76 倍；照明 LED 器件新增 6.1 亿颗，增长 4.36 倍。

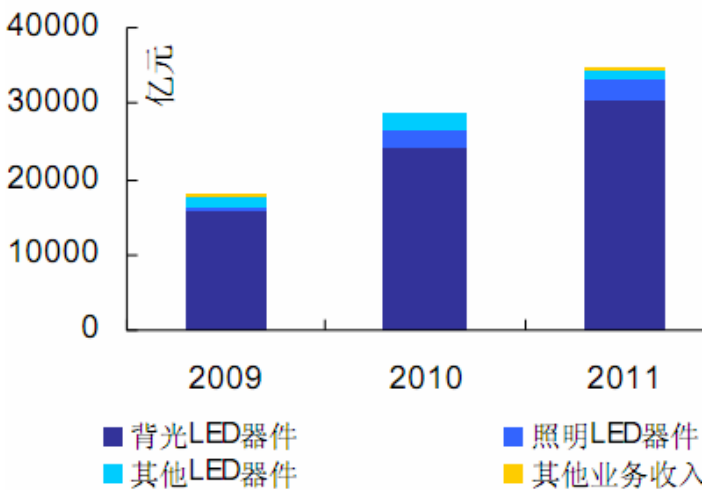
我们预计公司 12、13、14 年完全摊薄 EPS 为 1.14 元、1.33 元和 1.54 元。考虑到公司在行业中所处的地位。根据二级市场估值情况，我们认为公司的合理估值为 12 年 17-21 倍 PE，公司合理价格为 19.38-23.94 元。

背光 LED 封装龙头企业

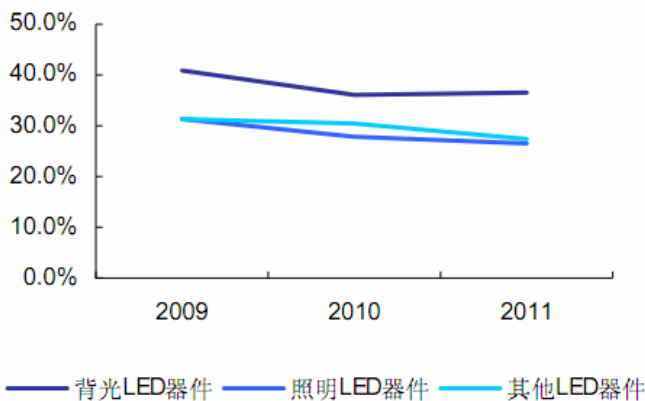
公司主要从事 SMD LED 器件的研发、生产与销售，公司主要产品为背光 LED 器件和照明 LED 器件。背光 LED 器件作为液晶屏背光源广泛应用于手机、数码相机等便携式电子产品、笔记本电脑、上网本、台式液晶显示器和液晶电视机等终端产品中；照明 LED 器件主要应用于室外景观照明（护栏灯、投射灯、草坪灯等）、室内普通照明、装饰照明、专用照明（路灯、手电筒、头灯、阅读灯等）、特种照明（军用、医用照明、生物专用灯等）和车灯照明等作为光源。2010 年，公司背光 LED 器件销量为 8.28 亿颗，占全球背光 LED 器件销量比例为 3.21%，其中，小尺寸背光 LED 器件销量为 8.1 亿颗，占全球背光 LED 器件销量比例为 10.07%。

最近三年公司主营业务收入分别为：1.79 亿元，2.88 亿元和 3.47 亿元，年均复合增长率为 39.1%。近三年归属母公司股东的净利润分别为：0.46 亿元，0.65 亿元，0.80 亿元，净利润率分别为 25.7%，22.6%，23.1%，公司之所以能保持较高的净利润率水平主要得益于公司拥有较高且稳定的毛利率水平。

背光 LED 器件是收入的主要收入来源



公司保持高且稳定的毛利率水平



全球 LED 封装行业的发展是伴随着 LED 产业链技术的发展进行的，具有明显的产业转移特征。全球五大 LED 巨头：日本 Nichia、ToyodaGosei、美国 CREE、Lumileds、德国 Osram 代表了 LED 的最高技术水平，引领着 LED 产业的发展。当前，全球 LED 封装产业主要集中于日本、台湾、美国、欧洲、韩国和中国大陆等区域。在背光 LED 领域，公司的主要竞争对手为韩国、台湾以及大陆本土企业。

几年来公司毛利率水平一直稳定，2011 年，当同行业其他公司毛利率呈现大幅下降的同时公司毛利率保持稳定主要是由于公司快速响应市场的变化，推出了许多高毛利率的高亮产品，主要应用于智能手机和平板电脑。由于封装行业的资本注入超出了行业实际的资本需求，行业竞争将大大加剧，公司毛利率水平可能出现一定程度的下降趋势。

同行业公司毛利率对比

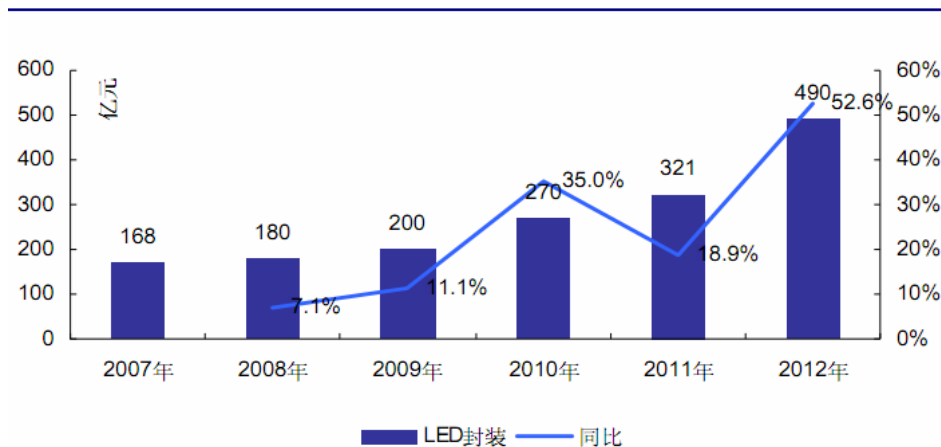
		2008	2009	2010	2011			
					2011Q1	2011Q2	2011Q3	2011Q4
300219.SZ	鸿利光电	27.1%	33.5%	35.6%	38.2%	32.3%	31.7%	
300162.SZ	雷曼光电	37.6%	39.3%	36.6%	29.5%	31.6%	26.2%	
002449.SZ	国星光电	34.8%	33.4%	30.7%	23.0%	22.6%	20.9%	
2393.TW	亿光	29.3%	34.9%	29.9%	25.9%	24.8%	23.9%	22.0%
3031.TW	佰鸿	17.3%	16.7%	18.9%	15.0%	12.2%	17.0%	
300303.SZ	聚飞光电		39.9%	35.6%		36.2%		

背光、照明应用成为公司快速发展动力

LED 产业链一般可以分为上游、中游、下游三个细分行业，其中：上游为衬底和外延片的生产；中游为 LED 芯片制造；下游为 LED 芯片的封装以及各类 LED 显示、照明、背光产品的生产和应用。

受益于 LED 应用产品的市场规模的快速发展以及 LED 封装产业链向大陆转移的趋势，中国大陆 LED 市场规模呈现快速增长趋势。

中国 LED 封装市场规模增长情况



一方面，随着全球各国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；另一方面，背光 LED 在笔记本电脑、平板电脑，特别是电视产品的渗透率还不高，未来，中大尺寸背光 LED 的市场渗透率将大幅上涨，因此，背光源和照明产品将成 LED 市场后续高速成长的动力。

公司的竞争优势：客户资源、创新工艺

公司具有优质的客户资源。公司自成立以来一直从事 LED 封装，具有丰富的经验，在公司做精做强做大的思想体系下，公司维系着优秀的客户资源。在小尺寸背光方面中兴、华为和联想有着长期的合作关系；在中尺寸背光方面，联想和万利达是公司的主要客户；在大尺寸方面，公司正在积极地开拓市场，目前已向创维进行小批量的供货，TCL、彩讯已通过了认证；在照明方面，公司已向勤上、艾比森进行了批量供货。未来，公司将借助于在小尺寸背光封装的生产优势，向其他领域拓展。

公司具有创新的工艺。LED 封装白光产品有良率和符合率的问题，客户对色区的要求不同。公司通过在工艺方面的不断创新，提高了产品的各项性能指标以及满足客户个性化需求的能力。公司白光产品客户符合率能达到 91%以上，同时还能满足客户对色区和亮度的特殊需求。另外，由于公司的客户群很大、不同色区产品可以满足不同客户对色区的要求，因此综合符合率很大，2011 年能达到 96%以上。符合率的提升不仅缩短了交货时间，更降低了公司的成本。

募投项目：快速扩张产能，积蓄发展动力

公司本次拟发行不超过 2046 万股，扣除发行费用后的募集资金净额拟全部投资于公司主营业务相关的项目及其他与主营业务相关的营运资金。

募集资金使用计划

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	21,528	17,293	4,235	1.5
2	照明 LED 器件扩产项目	10,076	8,476	1,600	1.5
3	LED 技术研发中心项目	4,648	4,148	500	1

盈利预测与估值分析

我们预计公司 12、13、14 年完全摊薄 EPS 为 1.14 元、1.33 元和 1.54 元。考虑到公司在行业中所处的地位以及成本优势突出。根据二级市场估值情况，我们认为公司的合理估值为 12 年 17-21 倍 PE，公司合理价格为 19.38-23.94 元。按照公司 11 年摊薄后 EPS 1.00 计算，对应静态 PE 为 19.4-24.0 倍。

盈利预测和财务指标

	2011E	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	347	441	553	678
(+/-%)	20.6%	27.0%	25.4%	22.8%
净利润(百万元)	80	92	107	123
(+/-%)	23.1%	13.4%	17.4%	15.4%
每股收益(元)	1.00	1.14	1.33	1.54

注：每股收益按发行后股本计算

风险提示

行业竞争加剧导致毛利率低于预期；产能扩张大于实际需求。

参考资料

《聚飞光电：首次公开发行股票并在创业板上市招股意向书》

免责声明及风险提示

上述内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。本产品全部参与人员与本产品所评价或推荐的投资品种无任何利害关系。本产品版权归国信证券所有，未经书面许可机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

郑重提醒：股市有风险，投资需谨慎！

国信证券广州分公司 财富管理中心

地址：广州市天河北路28号时代广场东座701

电话：95536（交易委托、7×12小时业务咨询热线）、020-38908540（质量监控）

国信证券鑫网：www.guosen.com.cn

金太阳手机网址：wap.guosen.cn