

聚飞光电 (300303)

2012年3月6日

背光LED器件龙头供应商

建议询价区间

24.62~29.3RMB

主要数据

行业	电子
公司网址	www.jfled.com.cn
大股东/持股	邢其彬/34.13%
实际控制人/持股	邢其彬/34.13%
总股本(百万股)	80
流通 A 股(百万股)	20.46
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	0
流通 A 股市值(亿元)	0
每股净资产(元)	4.42
资产负债率(%)	33.66

相关研究报告

证券分析师

邵青
投资咨询资格编号
S1060205070049
22622740
shaoqing001@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

■ 专业背光 LED 器件供应商：

公司是LED封装器件供应商，2011年88%营收来自于背光LED封装器件，主要应用于手机等中小尺寸消费电子产品，另外公司逐渐进入液晶电视等大尺寸背光领域。公司2010年和2011年实现营收2.4亿、3亿，其中背光LED器件占比84%、88%；综合毛利率35%、36%，实现净利润0.65亿、0.8亿。

■ 下游需求带动行业快速成长：

下游消费电子产业诸如手机、笔电、电视等产品的增长和LED渗透率提升拉动了背光LED器件的成长；而LED照明随着光效提升、成本下降而加快普及速度，整体行业在未来三至五年将保持高速增长，预计背光、照明用LED起降需求量将保持25%以上的年增速。

■ 优质客户构筑壁垒：

公司凭借行业先入优势、优良的品质保证、快速的服务响应，在经营数年之后，已经拥有一批优质客户；这些客户的下游多为知名液晶面板或消费电子品牌厂，为公司产品提供了良好的销售渠道，从而建立了较高的竞争优势。

■ 盈利预测及询价区间：

此次募投项目为背光和照明LED封装扩产，通过此次扩产，公司将进一步提高行业地位。预计2012、2013年营收分别为4.36亿、5.33亿，实现净利润0.94亿、1.11亿，发行后稀释EPS分别为1.17元、1.39元。参照可比公司估值，公司合理2012年动态PE区间21~25，对应询价区间为24.62~29.3元。

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	288	347	436	533	634
YoY(%)	60.5	20.6	25.7	22.1	19.1
净利润(百万元)	65	80	94	111	128
YoY(%)	41.6	23.1	17.0	18.8	15.0
毛利率(%)	35.6	36.2	34.6	33.9	32.6
净利率(%)	22.6	23.1	21.5	20.9	20.2
ROE(%)	35.6	30.5	26.3	23.8	21.5
EPS(摊薄/元)	0.81	1.00	1.17	1.39	1.60

正文目录

一、 公司概况	4
1.1、主要产品.....	4
1.2、营业状况.....	4
1.3、股权结构.....	5
二、 背光+照明打造专业 LED 封装企业	6
2.1、中国 LED 市场快速扩张.....	6
2.2、尺寸扩大驱动背光市场成长.....	6
2.3、LED 照明启动在即.....	7
三、 优质客户确保未来成长	8
3.1、优质客户.....	8
3.2、营收增速、毛利率均超行业均值.....	9
3.3、募投项目扩充产能.....	10
四、 盈利预测及估值	10
4.1、收入预测.....	10
4.2、建议区间.....	11

图表目录

图表 1	公司主要产品.....	4
图表 1	营收快速成长.....	4
图表 2	背光 LED 为营收主力	4
图表 3	背光 LED 器件毛利率稳定	5
图表 4	费用率稳定，净利率较高较高	5
图表 5	发行前股权结构	5
图表 6	我国 LED 产业规模.....	6
图表 7	2010 年 LED 应用市场	6
图表 8	2011 年 LED 应用市场.....	6
图表 9	小尺寸终端应用成长性（亿部）	7
图表 10	中大尺寸三大应用成长性（亿部）	7
图表 11	LED 背光颗粒需求成长（亿颗，%）	7
图表 12	LED 照明颗粒需求成长.....	8
图表 13	公司大客户开发战略成果显著	8
图表 14	同业营收规模.....	9
图表 15	2011 增速略超均值	9
图表 16	公司大客户开发战略成果显著	9
图表 17	公司募投项目及产能规划.....	10
图表 18	盈利预测	10
图表 19	相关公司估值比较.....	11

一、公司概况

1.1、主要产品

公司专业从事贴片(SMD)LED 器件的研发、生产与销售，主营业务属于 LED 封装行业；按产品用途分，公司主要产品为背光 LED 器件和照明 LED 器件；背光 LED 器件广泛应用于移动通讯设备及其周边产品、笔记本电脑、平板电视、个人数码产品、等消费类电子产品领域；而照明 LED 器件主要应用于室内和室外照明、装饰照明、专用照明和特种照明等方面。

图表1 公司主要产品

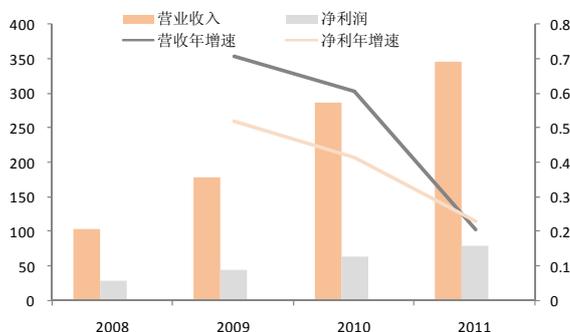


资料来源：招股说明书，平安证券研究所

1.2、营业状况

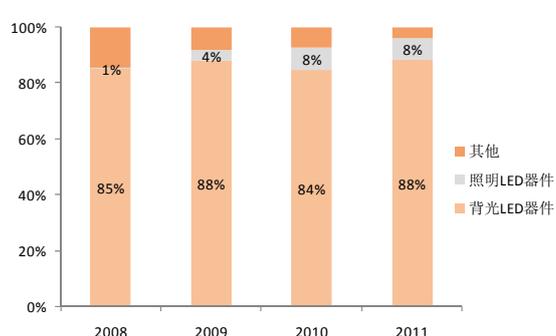
公司从成立之日起，就专业从事 SMD LED 器件的研发、生产和销售；自 2006 年开始生产和销售小尺寸背光 LED 器件，2007 年进入中尺寸背光 LED 器件及大功率照明 LED 器件领域，2009 年深入到室内照明 LED 及大尺寸液晶屏背光 LED 器件领域。公司 2010 年和 2011 年营收分别为 2.88 亿和 3.47 亿，其中背光 LED 器件一直是公司主要营收来源，2011 年营收占比为 88%。

图表1 营收快速成长



资料来源：Wind、平安证券研究所

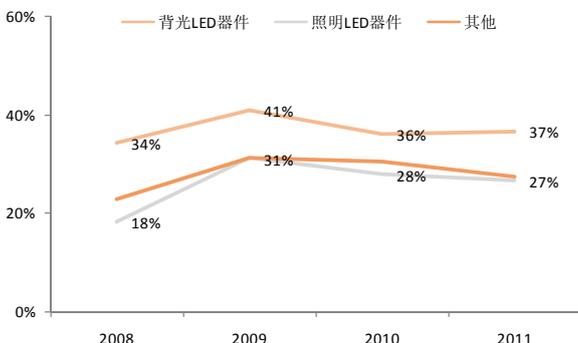
图表2 背光LED为营收主力



资料来源：Wind、平安证券研究所

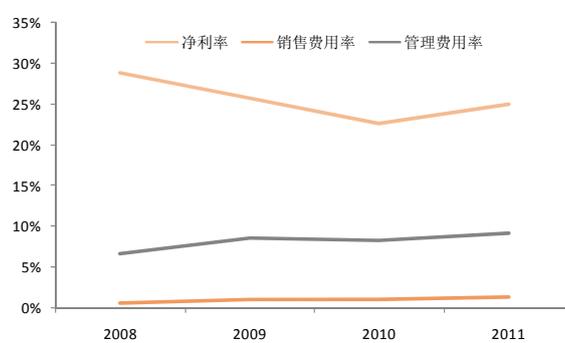
公司在过去四年中的毛利率经受住了行业的剧烈变动而保持相对稳定，而在费用率也相对稳定，所以总体而言公司的净利率保持在相对较高的水平，2010年为23%，2011年为25%。

图表3 背光LED器件毛利率稳定



资料来源: Wind、平安证券研究所

图表4 费用率稳定，净利率较高较高

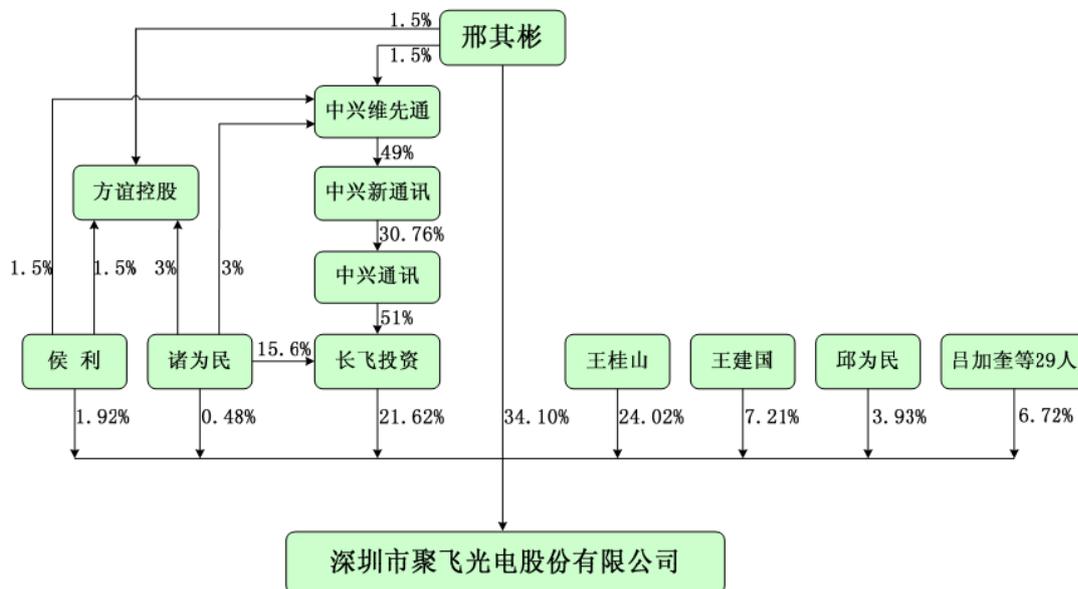


资料来源: Wind、平安证券研究所

1.3、股权结构

公司的控股股东、实际控制人为邢其彬（董事长、总经理）；本次发行前，邢其彬先生直接持有公司2,030.60万股股份，间接持有公司1.48万股股份，合计持有的股份占本公司发行前股份总数的34.13%；占发行后25.4%，为实际控制人。

图表5 发行前股权结构



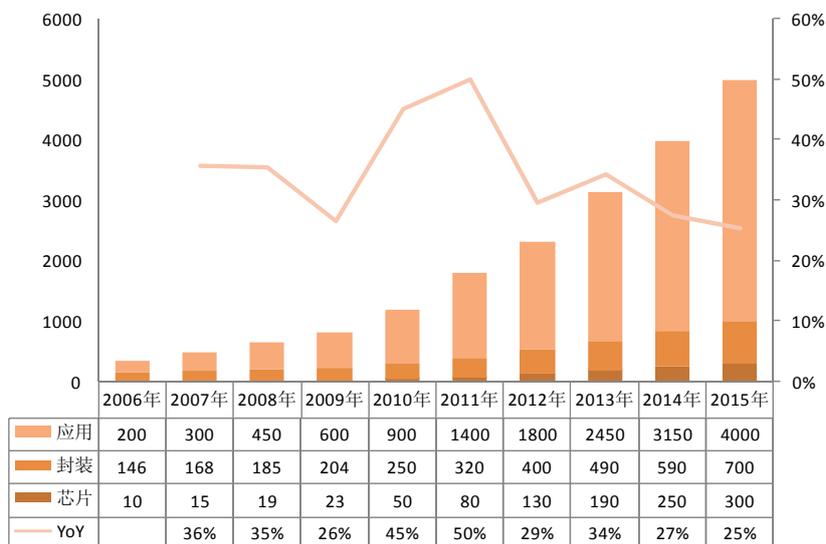
资料来源: 招股说明书, 平安证券研究所

二、背光+照明打造专业 LED 封装企业

2.1、中国 LED 市场快速扩张

公司从事业务为 LED 的封装环节，主要应用领域为背光和照明，在整个 LED 产业链中地处中游；其上游为 MOCVD 外延炉、长晶炉、外延片、芯片，下游为各类应用。

图表6 我国LED产业规模



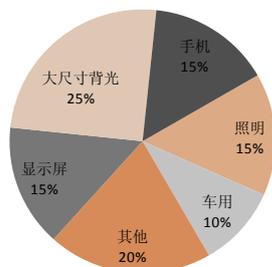
资料来源：公开资料，平安证券研究所

我国在未来 3~5 年将面临 LED 产业的巨大成长，其成长动力就主要来自于背光和照明。

2.2、尺寸扩大驱动背光市场成长

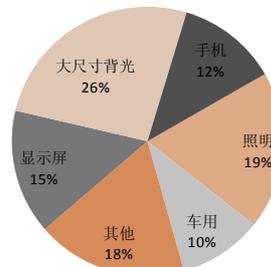
全球 LED 应用领域可以在 2010 年和 2011 年发生了细微的变化，其中照明的份额出现增长，而 LED 显示屏的应用份额出现了下滑。预计在未来这一趋势仍将延续，其中 LED 照明在整个照明产业的渗透率将随着 LED 技术改进、成本下降出现快速的成长。

图表7 2010年LED应用市场



资料来源：TEJ，平安证券研究所

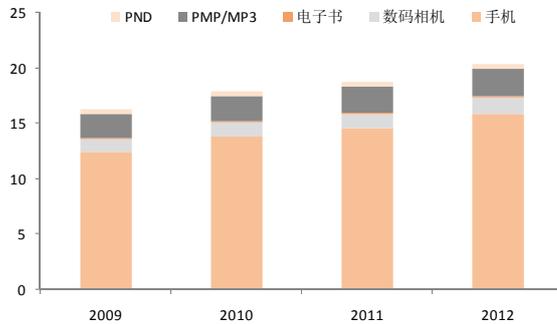
图表8 2011年LED应用市场



资料来源：TEJ，平安证券研究所

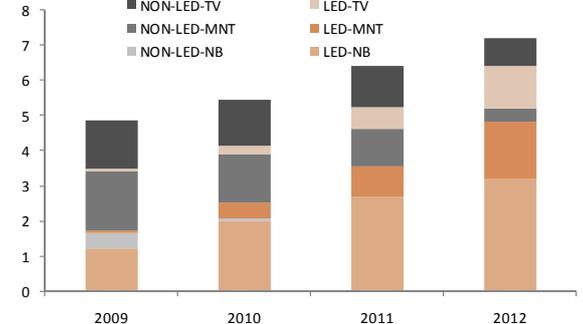
背光应用主要是在各类便携式消费电子（如手机、游戏机、PMP、数码相机等）、笔记本电脑、液晶显示器、液晶电视中；下游市场快速扩大、LED 背光渗透率迅速提升共同驱动了整个产业的快速发展。

图表9 小尺寸终端应用成长性（亿部）



资料来源：iSuppli, TRI, CIPA, 平安证券研究所

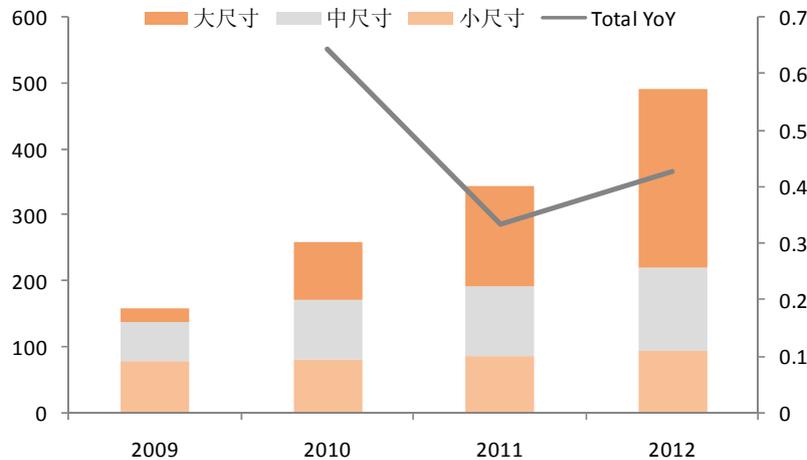
图表10 中大尺寸三大应用成长性（亿部）



资料来源：iSuppli, WitsView, 平安证券研究所

根据 iSuppli 数据，预计 2012 年全球背光 LED 需求量将增长 43%，其中小尺寸增长 8%、中尺寸增长 20%，由于 LED 背光渗透率已高，主要是受益于下游应用的自身成长；而大尺寸成长 78%，更多来自 LED 背光形式的发展，成本不断下降使得渗透率得以快速提升，虽光效提升会降低 LED 颗粒的使用量，但封装难度提高也可使 LED 封装业者获得更多的盈利。

图表11 LED背光颗粒需求成长（亿颗，%）

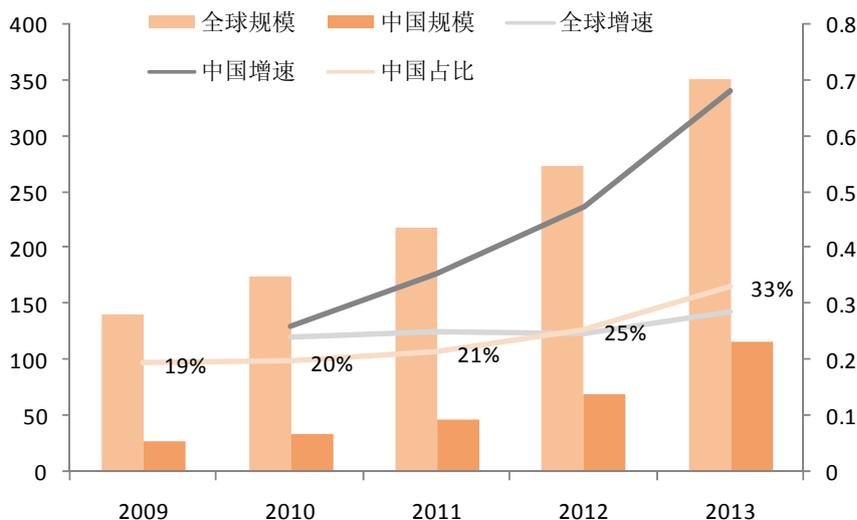


资料来源：iSuppli, WitsView, 平安证券研究所

2.3、LED 照明启动在即

LED 照明成长空间巨大，2010 年全球照明灯具出货量达到 760 亿盏，LED 照明渗透率约为 3%；到 2013 年，以 Digitimes 预计的 19.9%渗透率计算，届时照明 LED 器件需求量将接近 1300 亿颗。

图表12 LED照明颗粒需求成长



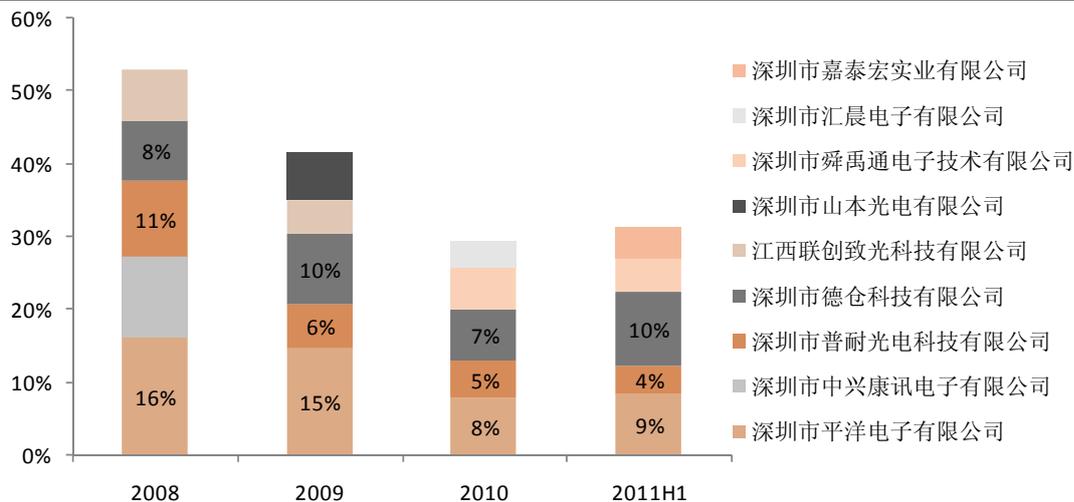
资料来源：中国半导体照明网，平安证券研究所

三、 优质客户确保未来成长

3.1、 优质客户

公司凭借稳定可靠的产品质量、快速响应的贴身服务，赢得了众多优质客户；前五大的优质客户历年为公司贡献三至五成营业收入，其中数家为京东方、信利、天马微、奇美、TCL 等面板厂/电视厂的长期供应商。优质客户为公司提供了稳定的销售渠道。

图表13 公司大客户开发战略成果显著

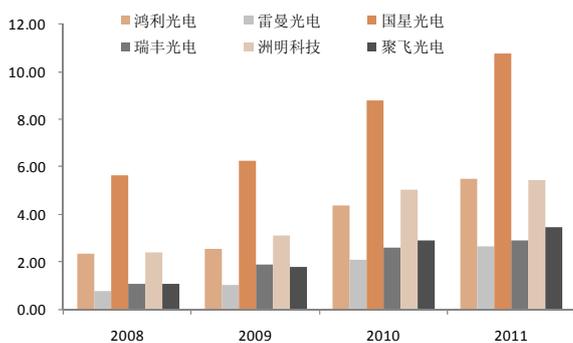


资料来源：招股说明书，平安证券研究所

3.2、营收增速、毛利率均超行业均值

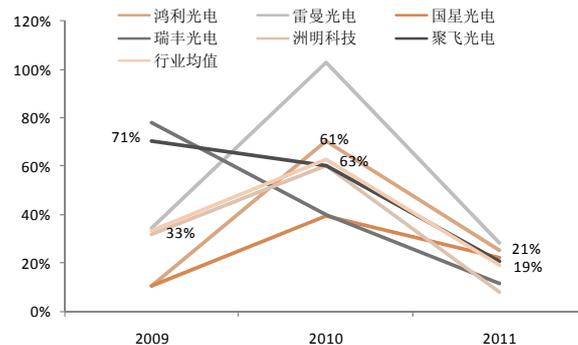
公司较早布局背光和照明领域的 LED 封装领域，公司利用先发优势，市占率不断提升，在背光 LED 封装领域，2009、2010 市占率分别为 2.96%和 3.21%。公司在上市 LED 封装同业中，营收规模小于国星光电、鸿利光电、洲明科技，但国星产品更多为家电及仪器仪表背光，鸿利、洲明营收中包括应用产品；公司 2011 营收增速为 21%，在已经公布快报的同业中，略高于行业均值 19%。

图表14 同业营收规模



资料来源: Wind、平安证券研究所

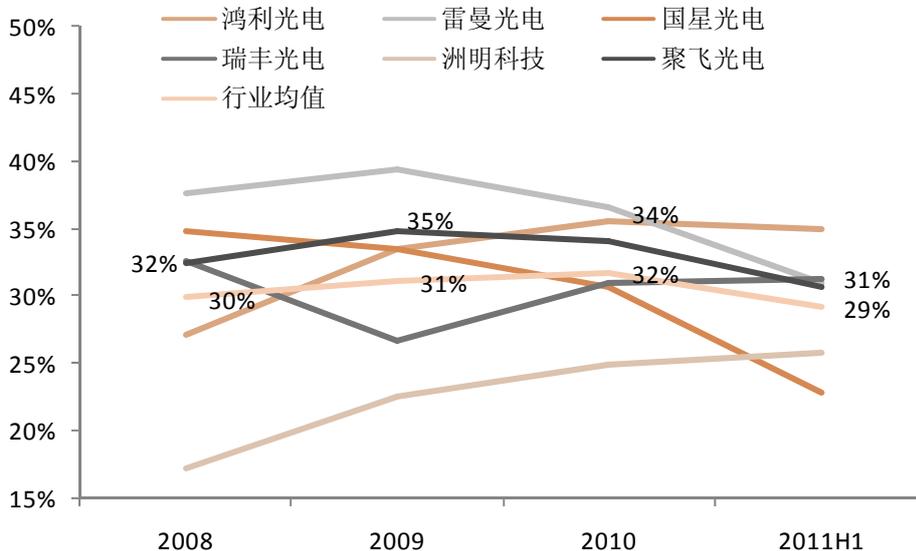
图表15 2011增速略超均值



资料来源: Wind、平安证券研究所

公司产品主要应用于消费电子中，由于下游市场竞争激烈，较难获得较高毛利率，但公司凭借产品性能优势和公司品牌优势，并借助优质客户提供的优质渠道，获得相对较高的毛利率。2011 年中报比较中，公司毛利率 31%，略高于行业均值 29%。

图表16 公司大客户开发战略成果显著



资料来源: Wind、平安证券研究所

3.3、募投项目扩充产能

公司预计募集资金 3.6 亿元，投向 1、背光 LED 器件扩产项目，2、照明 LED 器件扩充项目，3、LED 技术研发中心项目。

图表17 公司募投项目及产能规划

项目	投入资金	产能规模 (KK/年)			建设期
		现有	募投	合计	
背光 LED 器件扩产项目	21528 万元	720	1440	2160	1.5 年
照明 LED 器件扩充项目	10076 万元	90	660	750	1.5 年

资料来源：招股说明书、平安证券研究所

募集资金投资项目完成后，公司各产品的市场竞争地位将得到进一步巩固和强化，公司的产品结构将进一步优化，技术水平将进一步提升，产品附加值将进一步提高，从而全面提高公司的市场竞争能力，有助于本公司发展成为一流的 LED 封装器件供应商。

四、盈利预测及估值

4.1、收入预测

考虑产能扩张及产品降价，以及公司行业地位的进一步提升，预计毛利率将维持稳定。

图表18 盈利预测

营业收入 (百万元)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
背光 LED 器件	89	158	241	304	356	422	481
照明 LED 器件	1	6	23	27	64	91	128
其他	15	15	21	13	16	20	25
Total	104	179	285	344	436	533	634
毛利率							
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
背光 LED 器件	34.4%	41.0%	36.1%	36.7%	36.5%	36%	35%
照明 LED 器件	18.2%	31.2%	27.8%	26.6%	26.5%	26%	25%
其他	22.9%	31.3%	30.6%	27.4%	25%	25%	25%
Total	33%	40%	35%	36%	35%	34%	33%
增速							
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
背光 LED 器件		77.3%	53.3%	26.1%	17.0%	18.5%	14.1%
照明 LED 器件		942.6%	263.7%	15.9%	140.0%	41.7%	40.8%
其他		-2.4%	41.2%	-39.1%	25.0%	25.0%	25.0%
Total		71.0%	59.8%	20.5%	26.9%	22.1%	19.1%

资料来源：平安证券研究所

4.2、建议区间

目前 A 股市场上的 LED 封装器件供应商主要有瑞丰光电、国星光电、鸿利光电、洲明科技、雷曼光电等,以 2012 年 3 月 3 日收盘计算,2011 年动态 PE 区间为 23~76,2012 年动态 PE 区间为 16~32。考虑到公司所处的行业具有广阔的市场空间,以及公司的大客户优势,建议 2012 年 PE 区间为 21~25,对应股价区间 24.62~29.3 元。

图表19 相关公司估值比较

	3月3日收盘价	2011EPS	2012EPS	2011PE	2012PE
鸿利光电	18.23	0.66	0.78	27.4	23.3
雷曼光电	18.96	0.25	0.59	75.8	32.2
国星光电	18.17	0.56	0.69	32.3	26.4
瑞丰光电	16.4	0.36	0.56	45.6	29.5
洲明科技	17.44	0.76	1.07	22.9	16.3
				40.8	25.5

资料来源: Wind、平安证券研究所

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	203	286	298	365	515	营业收入	288	347	436	533	634
现金	41	55	0	0	79	营业成本	185	221	285	352	427
应收账款	71	97	122	149	178	营业税金及附加	0	2	2	3	3
其他应收款	0	1	4	5	6	营业费用	3	4	6	6	8
预付账款	12	8	14	18	21	管理费用	24	32	39	45	54
存货	31	37	48	60	73	财务费用	1	-0	2	4	1
其他流动资产	48	87	109	133	159	资产减值损失	2	2	1	1	1
非流动资产	84	110	234	290	261	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0	0
固定资产	83	109	184	240	236	营业利润	72	85	101	122	140
无形资产	0	0	0	0	0	营业外收入	1	6	6	5	6
其他非流动资产	1	1	50	50	25	营业外支出	0	0	0	0	0
资产总计	287	397	532	655	776	利润总额	73	91	107	127	146
流动负债	101	131	172	184	176	所得税	8	11	13	15	17
短期借款	15	21	55	39	0	净利润	65	80	94	111	128
应付账款	72	96	114	141	171	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他流动负债	14	14	3	4	5	归属母公司净利润	65	80	94	111	128
非流动负债	3	3	3	3	3	EBITDA	73	85	118	149	169
长期借款	0	0	0	0	0	EPS (摊薄, 元)	0.81	1.00	1.17	1.39	1.60
其他非流动负债	3	3	3	3	3						
负债合计	104	134	175	187	179						
少数股东权益	0	0	0	0	0	主要财务比率					
股本	60	60	80	80	80	会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
资本公积	21	21	1	1	1	成长能力					
留存收益	102	182	276	388	516	营业收入	60.5%	20.6%	25.7%	22.1%	19.1%
归属母公司股东权益	183	263	357	468	597	营业利润	42.7%	17.9%	17.8%	20.9%	14.8%
负债和股东权益	287	397	532	655	776	归属于母公司净利	41.6%	23.1%	17.0%	18.8%	15.0%
						获利能力					
						毛利率(%)	35.6%	36.2%	34.6%	33.9%	32.6%
						净利率(%)	31.8%	23.1%	21.5%	21.5%	20.9%
						ROE(%)	35.6%	30.5%	26.3%	23.8%	21.5%
						ROIC(%)	39.4%	32.6%	21.8%	21.6%	23.7%
						偿债能力					
						资产负债率(%)	36.3%	33.7%	32.9%	28.5%	23.1%
						净负债比率(%)	18.8%	15.7%	31.5%	20.8%	0.00%
						流动比率	2.01	2.19	1.73	1.99	2.92
						速动比率	1.70	1.90	1.45	1.66	2.51
						营运能力					
						总资产周转率	1.19	1.01	0.94	0.90	0.89
						应收账款周转率	5	4	4	4	4
						应付账款周转率	3.33	2.63	2.71	2.76	2.74
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊)	0.81	1.00	1.17	1.39	1.60
						每股经营现金流	0.69	0.65	0.66	1.25	1.47
						每股净资产(最新)	2.29	3.29	4.46	5.85	7.46
						估值比率					
						P/E	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
						P/B	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
						EV/EBITDA	-0	-0	-0	-0	-0

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	55	52	53	100	118
净利润	65	80	94	111	128
折旧摊销	0	0	15	24	29
财务费用	1	-0	2	4	1
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	0	0	-60	-39	-40
其他经营现金流	-11	-28	1	0	0
投资活动现金流	-32	-37	-140	-80	0
资本支出	35	37	140	80	0
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	3	0	0	0	0
筹资活动现金流	-11	-0	32	-20	-39
短期借款	-1	6	34	-16	-39
长期借款	-5	0	0	0	0
普通股增加	14	0	20	0	0
资本公积增加	-14	0	-20	0	0
其他筹资现金流	-5	-6	-2	-4	-1
现金净增加额	11	15	-55	0	79

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险,投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2012 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257