

切入中大尺寸背光提升市场空间

买入调高

目标价格：27.00 元

中报描述：

- 聚飞光电今日发布 2012 年半年报：** 上半年公司实现营业收入 2.09 亿元，同比增长 27.28%；实现净利润 0.46 亿元，同比上升 10.91%，摊薄 EPS 为 0.575 元。二季度单季度实现营收 1.12 亿元，同比增长 36.76%，实现净利润 0.21 亿，同比增加 9.95%，业绩基本符合预期。
- 利润分配预案：** 每 10 股转赠 7 股，同时派息 3 元（含税）。

中报点评：

- 上半年智能手机出货不大预期，高亮化促公司 LED 背光增长平稳：** 今年上半年国内智能机出货量不及市场预期，但公司用于智能机的超亮度背光 LED 凭借性价比与渠道等优势，依然获得了平稳增长，背光器件实现收入 1.7 亿，同比增加 17.36%，其中超亮度收入比重达 50% 左右。对于下半年尤其是 Q3，我们看好智能机出货的提速。
- 照明业务增速超预期，收入比重大幅提升：** 今年上半年公司在 LED 照明市场实现突破，照明器件实现收入 0.31 亿元，同比增长 180%，大大增厚了上半年的公司业绩，同时收入比重从 8% 大幅提升到 15%。随着 LED 照明价格进一步下跌，以及国家补贴招标政策的继续出台，照明业务有望接力背光成为公司业绩的另一驱动点。
- 中大尺寸背光逐步实现突破，公司市场空间向上提升。** 上半年公司 7-11 寸中尺寸产品已经开始批量应用于平板电脑，大尺寸背光也通过了海信、创维、长虹等液晶电视厂家的认证。原先被台韩企业控制的中大尺寸背光市场，随着国内液晶屏产业链成熟，国内电视厂家开始建设自己的供应链系统，公司大尺寸背光市场前景看好。
- 受价格下降和产品结构调整影响，毛利率和净利率下降较大。** 行业需求不振和产能过剩拉低了 LED 产品价格，加上低毛利的 LED 照明收入占比大幅上升，2012 年上半年公司综合毛利率同比下滑 2.8 个百分点，净利率下降 3 个百分点，二季度净利率同比下滑约 4.5 个百分点。

电子元器件行业研究组

联系人：

沈建锋

电话：021-31352152

Email: shenjianfeng@hysec.com

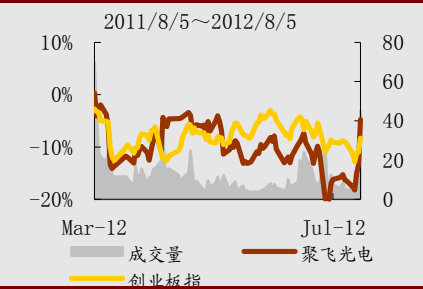
分析师：

胡颖 (S1180210020002)

电话：010-88085957

Email: huying@hysec.com

市场表现



股东户数

报告日期	户均持股数变化	筹码集中度
20120630	2954	
20120331	1596	
20120316	0	

数据来源：港澳资讯

公司数据

总股本 (万股)	8000
流通股 (万股)	2046
当前股价	26.17
年内最高/最低	21.40/29.00
总市值 (亿元)	20.94

相关研究

- 《宏源证券*公司研究*聚飞光电：背光 LED 封装的领军企业*300303*电子*李坤阳》，2012.3

主要经营指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	287.69	346.91	444.56	558.35	693.48
YoY	60.51%	20.58%	28.15%	25.60%	24.20%
净利润	65.13	80.18	107.99	133.73	166.64
YoY	41.62%	23.11%	34.68%	23.83%	24.61%
EPS (元)	1.09	1.35	1.35	1.67	2.08
净利率	22.64%	23.11%	24.29%	23.95%	24.03%

目录

一、中大尺寸背光实现突破，公司市场空间提升.....	4
二、LED 背光平稳增长，照明增速超预期，比重提升	4
二、终端价格下降和产品结构调整大幅降低公司盈利能力.....	5

插图

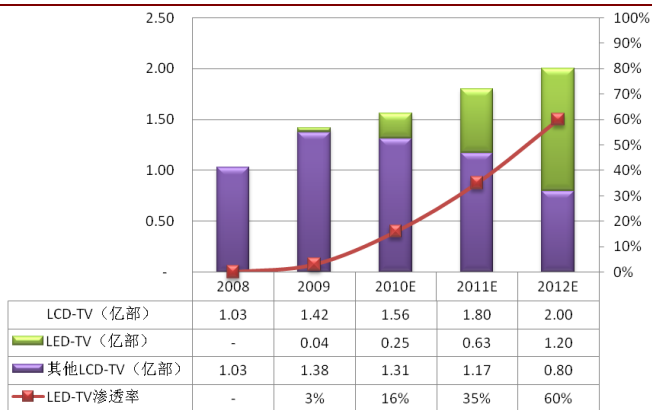
图 1: 全球液晶电视出货量及 LED 渗透率预测	4
图 2: 新兴与成熟市场平板电脑出货量预测	4
图 3: 公司各主营业务收入及增速	4
图 4: 公司各主营业务收入比重	4
图 5: 公司综合毛利率出现下滑	5
图 6: 公司季度累计净利率下滑	5
图 7: 公司季度累计期间费用率变化	5
图 8: 公司三张报表摘要及财务分析	6

一、中大尺寸背光实现突破，公司市场空间提升

中大尺寸背光逐步实现突破，公司市场空间向上提升。上半年公司 7-11 寸中尺寸产品已经开始批量应用于平板电脑，大尺寸背光也通过了海信、创维、长虹等液晶电视厂家的认证。原先被台韩企业控制的中大尺寸背光市场，随着国内液晶屏产业链成熟，国内电视厂家开始建设自己的供应链系统，公司大尺寸背光市场前景看好。

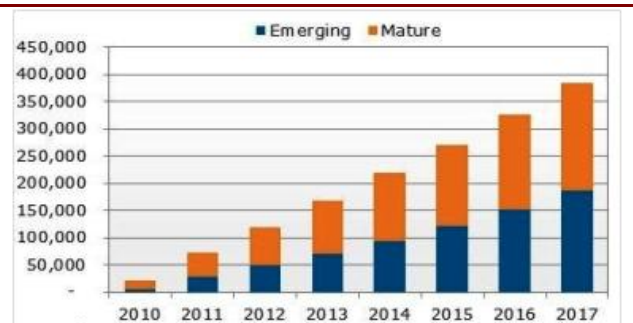
中大尺寸背光 LED 市场空间很大，而且仍处于较快增长期。平板电脑的旺盛需求以及 LED 电视的普及带动中大尺寸 LED 背光需求较快增长，据 Display Search 预计，2013 年大尺寸（10 英寸及以上）液晶面板、液晶电视面板、笔记本电脑面板的 LED 背光渗透率将从 2010 年的 44%、20%、84% 分别上升到 74%、72%、100%。同样据 NPD 预计 2011-17 年，全球平板电脑出货量将从 7270 万台增加至 3.83 亿台，6 年复合增长 32%，市场预测增速在 20% 左右。

图 1：全球液晶电视出货量及 LED 渗透率预测



资料来源：公司公告，宏源证券

图 2：新兴与成熟市场平板电脑出货量预测



资料来源：公司公告，宏源证券

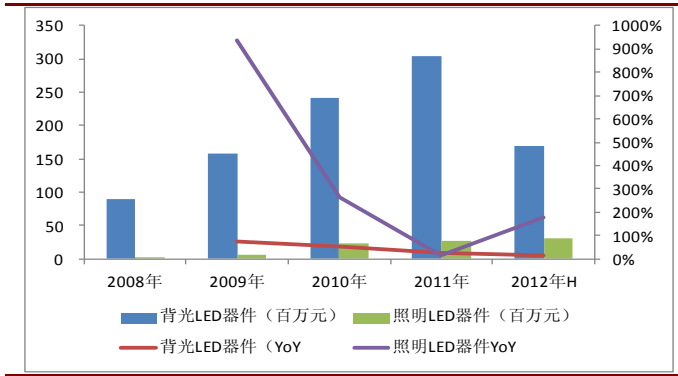
二、LED 背光平稳增长，照明增速超预期，比重提升

上半年智能手机出货不大预期，高亮化促公司 LED 背光增长平稳：今年上半年国内智能机出货量不及市场预期，但公司用于智能机的超亮度背光 LED 凭借性价比与渠道等优势，依然获得了平稳增长，背光器件实现收入 1.7 亿，同比增加 17.36%，其中超亮度收入比重达 50% 左右。对于下半年尤其是 Q3，我们看好智能机出货的提速。

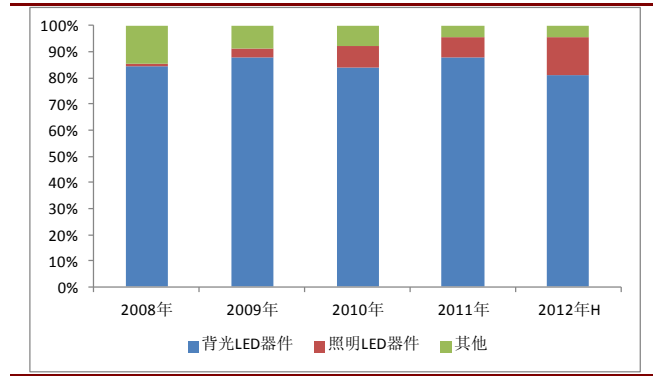
照明业务增速超预期，收入比重大幅提升：今年上半年公司在 LED 照明市场实现突破，照明器件实现收入 0.31 亿元，同比增长 180%，大大增厚了上半年的公司业绩，同时收入比重从 8% 大幅提升到 15%。随着 LED 照明价格进一步下跌、以及国家补贴招标政策的继续出台，照明业务有望接力背光成为公司业绩的另一驱动点。

图 3：公司各主营业务收入及增速

图 4：公司各主营业务收入比重



资料来源：公司公告，宏源证券

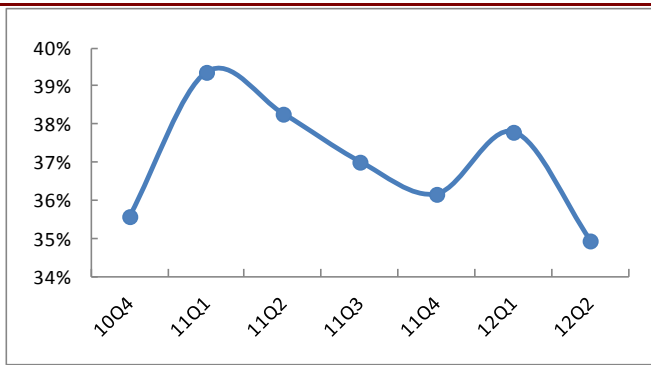


资料来源：公司公告，宏源证券

二、终端价格下降和产品结构调整大幅降低公司盈利能力

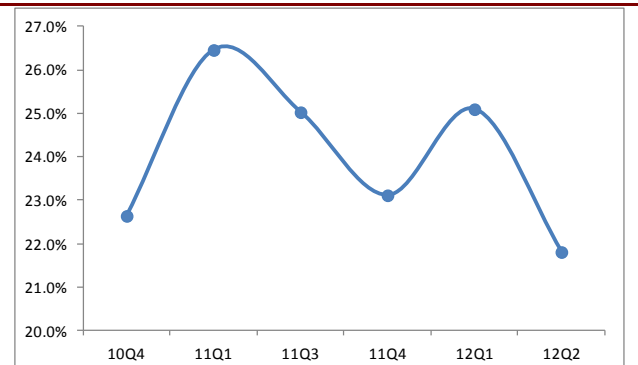
受价格下降和产品结构调整影响，毛利率和净利率下调 2.8 和 3 个百分点。今年上半年行业需求不振和产能过剩拉低了 LED 产品价格，加上低毛利的 LED 照明收入占比大幅上升(由去年同期的 6.76% 上升至 14.91%)，降低了公司的盈利能力。2012 年上半年背光、照明和综合毛利率分别为 36.23%、25.75% 和 34.93%，同比下滑 2.65、2.7 和 2.8 个百分点。受二季度 LED 照明收入大幅提升的影响，二季度净利率下滑至 18.96%，同比下滑约 4.5 个百分点，受二季度净利率的拖累，上半年净利率下调至 21.8%，降幅在 3 个百分点左右。

图 5：公司综合毛利率出现下滑



资料来源：公司公告，宏源证券

图 6：公司季度累计净利率下滑



资料来源：公司公告，宏源证券

图 7：公司季度累计期间费用率变化

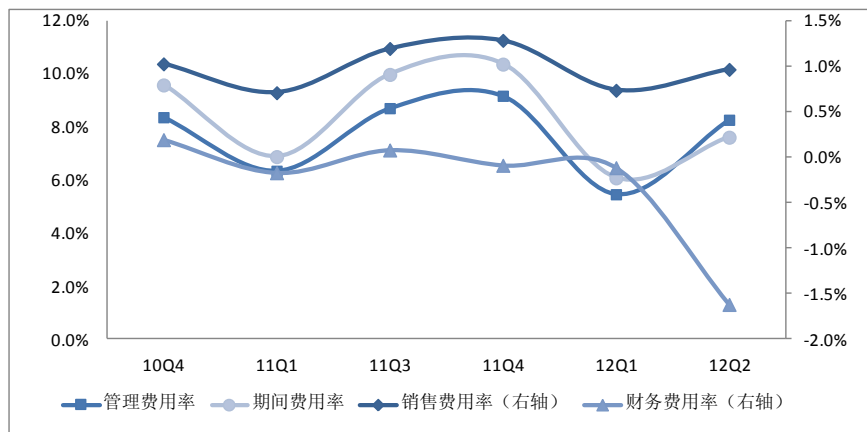


图 8: 公司三张报表摘要及财务分析

损益表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	179	288	347	445	558	693
增长率	70.7%	60.5%	20.6%	28.1%	25.6%	24.2%
主营业务成本	-108	-185	-221	-284	-359	-449
%销售收入	60.1%	64.4%	63.8%	64.0%	64.3%	64.8%
毛利	72	102	125	160	200	244
%销售收入	39.9%	35.6%	36.2%	36.0%	35.7%	35.2%
营业税金及附加	0	0	-2	-2	-3	-3
%销售收入	0.2%	0.2%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-2	-3	-4	-5	-6	-7
%销售收入	1.0%	1.0%	1.3%	1.1%	1.1%	1.0%
管理费用	-15	-24	-32	-37	-46	-57
%销售收入	8.6%	8.4%	9.2%	8.4%	8.3%	8.2%
息税前利润 (EBIT)	54	75	87	116	145	177
%销售收入	30.1%	26.0%	25.2%	26.0%	25.9%	25.5%
财务费用	-1	-1	0	4	5	11
%销售收入	0.6%	0.2%	-0.1%	-1.0%	-0.9%	-1.5%
资产减值损失	-2	-2	-2	-3	-3	-4
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	51	72	85	117	146	184
营业利润率	28.3%	25.2%	24.6%	26.4%	26.2%	26.5%
营业外收支	1	1	5	8	9	10
税前利润	51	73	91	126	155	194
利润率	28.6%	25.5%	26.2%	28.2%	27.8%	27.9%
所得税	-5	-8	-11	-18	-22	-27
所得税率	10.2%	11.3%	11.7%	14.0%	14.0%	14.0%
净利润	46	65	80	108	134	167
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	46	65	80	108	134	167
净利率	25.7%	22.6%	23.1%	24.3%	24.0%	24.0%

资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	29	41	55	407	456	592
应收款项	81	119	185	213	243	290
存货	19	31	37	46	63	78
其他流动资产	3	12	8	13	16	20
流动资产	132	203	286	680	778	979
%总资产	67.6%	70.8%	72.2%	66.9%	65.9%	71.1%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	62	83	109	333	396	390
%总资产	31.6%	28.9%	27.5%	32.7%	33.6%	28.3%
无形资产	1	0	0	2	4	6
非流动资产	63	84	110	337	402	398
%总资产	32.4%	29.2%	27.8%	33.1%	34.1%	28.9%
资产总计	195	287	397	1,017	1,180	1,377
短期借款	16	20	21	0	0	0
应付款项	41	75	99	112	137	165
其他流动负债	6	6	11	14	22	27
流动负债	63	101	131	127	159	192
长期贷款	5	0	0	0	1	3
其他长期负债	0	3	3	0	0	0
负债	68	104	134	127	160	195
普通股股东权益	127	183	263	890	1,020	1,182
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	195	287	397	1,017	1,180	1,377

比率分析						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益	1.004	1.094	1.347	1.350	1.672	2.083
每股净资产	2.773	3.073	4.420	11.126	12.747	14.780
每股经营现金净流	0.653	0.679	0.615	1.329	1.935	2.255
每股股利	0.400	0.200	4.200	0.000	0.050	0.050
回报率						
净资产收益率	36.21%	35.59%	30.47%	12.13%	13.11%	14.09%
总资产收益率	23.53%	22.69%	20.21%	10.62%	11.34%	12.10%
投入资本收益率	32.67%	32.76%	27.18%	11.19%	12.18%	12.84%
增长率						
主营业务收入增长率	70.66%	60.51%	20.58%	28.15%	25.60%	24.20%
EBIT增长率	102.89%	39.00%	16.79%	32.42%	24.81%	22.49%
净利润增长率	52.08%	41.62%	23.11%	34.68%	23.83%	24.61%
总资产增长率	82.57%	46.90%	38.18%	156.32%	16.02%	16.73%
资产管理能力						
应收账款周转天数	83.9	77.3	88.5	92.0	95.0	95.0
存货周转天数	47.2	49.4	56.4	60.0	65.0	65.0
应付账款周转天数	92.7	109.5	138.8	140.0	135.0	130.0
固定资产周转天数	93.1	105.2	114.6	231.4	219.1	168.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-6.67%	-11.55%	-13.12%	-45.71%	-44.58%	-49.80%
EBIT利息保障倍数	50.8	136.3	-278.6	-26.4	-29.5	-16.5
资产负债率	35.00%	36.26%	33.66%	12.47%	13.56%	14.14%

资料来源: 宏源证券

分析师简介:

沈建锋: 宏源证券研究所电子元器件行业分析师, 复旦大学电子本科, 通信硕士、MBA, CFA2 级, 2 年证券分析从业经验, 6 年电子半导体行业从业经验, 2012 年 5 月加盟宏源证券研究所。曾任职于国金证券, 电子行业新财富团队成员, 个人覆盖个股东软载波、汉威电子等。

机构销售团队

区域	姓名	电话	邮箱	姓名	电话	邮箱	姓名	电话	邮箱
华北	牟晓凤	010-88085111	muxiaofeng@hysec.com	李倩	010-88083561	liqian@hysec.com	王燕妮	010-88085993	wangyanni@hysec.com
	张璐	010-88085978	zhangjun3@hysec.com	赵佳	010-88085291	zhaojia@hysec.com	奚曦	021-51782067	xixi@hysec.com
华东	夏苏云	13631505872	xiasuyun@hysec.com	贾浩森	010-88085279	jiahaosen@hysec.com	罗云	010-88085760	luoyun@hysec.com
	张璐	010-88085978	zhangjun3@hysec.com	赵佳	010-88085291	zhaojia@hysec.com	奚曦	021-51782067	xixi@hysec.com
华南	夏苏云	13631505872	xiasuyun@hysec.com	贾浩森	010-88085279	jiahaosen@hysec.com	罗云	010-88085760	luoyun@hysec.com
	夏苏云	13631505872	xiasuyun@hysec.com	贾浩森	010-88085279	jiahaosen@hysec.com	罗云	010-88085760	luoyun@hysec.com
QFII	覃汉	010-88085842	qinhan@hysec.com	胡玉峰	010-88085843	huyufeng@hysec.com	赵越	18930809316	zhaoyue@hysec.com
	覃汉	010-88085842	qinhan@hysec.com	胡玉峰	010-88085843	huyufeng@hysec.com	赵越	18930809316	zhaoyue@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。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。