

2012年11月16日

陈奇
C0050@capital.com.tw
目标价(元)

16.0

公司基本信息

产业别	电子
A 股价(2012/11/15)	11.98
深证成份指数(2012/11/15)	8186.06
股价 12 个月高/低	16.65/11.68
总发行股数 (百万)	136
A 股数 (百万)	34.78
A 市值 (亿元)	4.17
主要股东	
每股净值 (元)	5.76
股价/账面净值	2.08
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-8.34 -20.03 -28.05

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
--	--	--

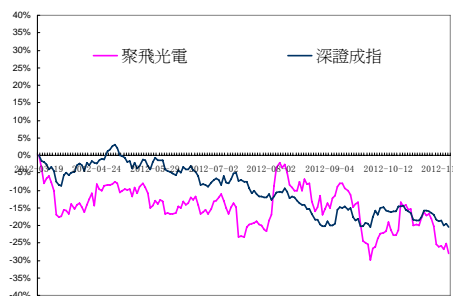
产品组合

背光 LED	82%
照明 LED	15%
其他	3%

机构投资者占流通 A 股比例

财务公司	2.28%
基金	1.76%
一般法人	0.79%

股价相对大盘走势



聚飞光电(300303.SZ)

Buy 买入 (首次)

小尺寸背光 LED 龙头稳步前行

结论与建议:

聚飞光电是大陆小尺寸背光 LED 的龙头厂商, 受益大陆智能机的快速发展, 2012 年市占预计可达 17%; 展望 2013 年, 公司小尺寸市占有望继续提升, 中尺寸有望快速复制小尺寸成长路径, 而大尺寸也有望实质性突破。

综合考虑, 预计公司 2012-2013 年可实现净利润分别为 0.90 亿、1.24 亿, YoY 增长 12%、增长 37%, 对应 EPS 为 0.66 元、0.91 元; 目前股价对应 PE 分别为 18 倍、13 倍; 估值具有吸引力, 给予“买入”的投资建议。

■ **小尺寸背光市占有望继续提升:** 受益于国内智能机的快速发展, 公司的出货量也是持续增长。招股书显示, 2009 年小尺寸 LED 背光市场公司的出货量占比约为 6%, 2010 年提升至 10%。根据总体市场的成长需求和公司的成长速度来判断, 预计 12 年全球市占可达 17%左右。由于有着良好的技术水平和产品稳定性, 以及出色的响应速度和售后服务, 未来聚飞在小尺寸背光市场市占仍有提升的空间。

■ **Tablet 市场有望复制小尺寸成长路径:** 由于 Tablet 较为轻薄, 对 LED 背光源的要求与 NB 的顶发光不同, 产品规格更多的与 Smart phone 的侧发光一致, 因此公司的超亮小尺寸背光系列产品可以直接切入 Tablet, 同时加之 Smart phone 和 Tablet 的背光模组厂商有很大程度上的重迭, 公司有望利用原有的渠道, 进而在 tablet 市场复制小尺寸的成长路径。

■ **大尺寸将受益 open cell 模式:** LED 背光 TV 的渗透率逐季上升, 年末有望突破 7 成。大陆 5 家龙头 TV 厂商也基本都开展 open cell 之业务, 这给聚飞等大陆本土厂商切入 LED 背光供应链提供了良好契机。聚飞已给创维、海信、同方等厂商进行小批量送样, 预计 2013 年将有较大的突破。

■ **利预测和投资建议:** 预计公司 2012-2013 年可实现净利润分别为 0.90 亿、1.24 亿, YoY 增长 12%、增长 37%, 对应 EPS 为 0.66 元、0.91 元; 目前股价对应 PE 分别为 18 倍、13 倍; 给予“买入”的投资建议。

■ **风险因素:** 中大尺寸背光市场开拓不达预期, LED 产品价格下降过快。

..... 接续下页

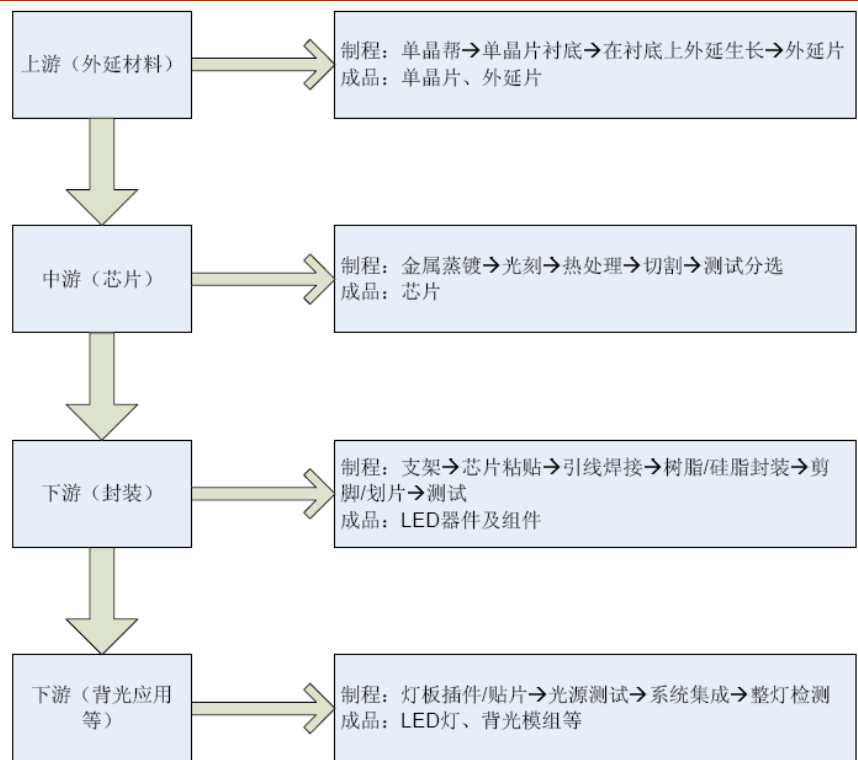
年度截止 12 月 31 日		2009	2010	2011	2012F	2013F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	46	65	80	90	124
同比增减	%		41.62	23.11	12.44	37.05
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.34	0.48	0.59	0.66	0.91
同比增减	%		41.62	23.11	12.44	37.05
市盈率(P/E)	X	35.43	25.02	20.32	18.07	13.19
股利 (DPS)	RMB 元	-	-	-	0.20	0.20
股息率 (Yield)	%	-	-	-	1.67	1.67

公司简介

聚飞光电成立于 2005 年 9 月，专业从事 SMD LED 器件的研发、生产与销售，其上游为 LED 芯片厂商，下游为 LED 应用厂商。主要产品为背光 LED 器件和照明 LED 器件。背光 LED 器件主要应用于手机、数码相机等便携式电子产品和笔记本电脑、台式机显示器、液晶显示器等电子产品；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。

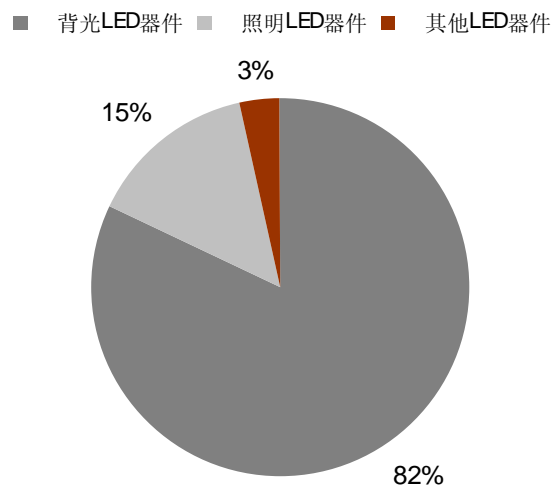
目前聚飞是中国大陆生产背光 LED 的龙头企业。近年来，公司 80% 以上的收入来源于 LED 背光。2012H1，公司营收 2.09 亿，来自背光的营收约为 1.7 亿，占比 82%。来自照明的收入增长较快，上半年在营收中占比提升至 15%，较 11 年同期提高了 8 个百分点。

图表 1 行业上下游概览



资料来源：公开资料，群益证券上海研究部

图表 2 2012H1 年产品分类结构



资料来源：公司资料，群益证券上海研究部

■ 全球 LED 背光需求持续增长

背光LED器件按应用产品的尺寸可以分为小、中、大三种尺寸，其中小尺寸背光主要应用于手机、MP3、MP4、PDA、数码相机摄像和健身器材等，中尺寸背光主要用于Tablet、笔记本电脑、上网计算机显示器和监视器等；大尺寸背光主要应用于液晶电视等。

图表3 各尺寸应用情况

面板尺寸	应用产品
小尺寸（7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（7~20英寸以下）	Tablet、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：招股书，群益上海整理

小尺寸方面，由于Smart phone向大屏和高PPI的发展趋势明显，相较于传统的Feature phone，单台Smart phone对于LED颗粒数的需求是显著上升的，单台Feature phone需要3颗LED器件，而3.5寸的Smart phone一般来说需要8颗，4寸屏的更是需要10颗以上。虽然LED技术的进步会使得颗粒单价下降，但对于单台手机而言，Smart phone比Feature phone对LED背光器件金额的需求是上升的。因此Smart phone对Feature phone的替代，将会推动小尺寸背光器件出货持续增长。

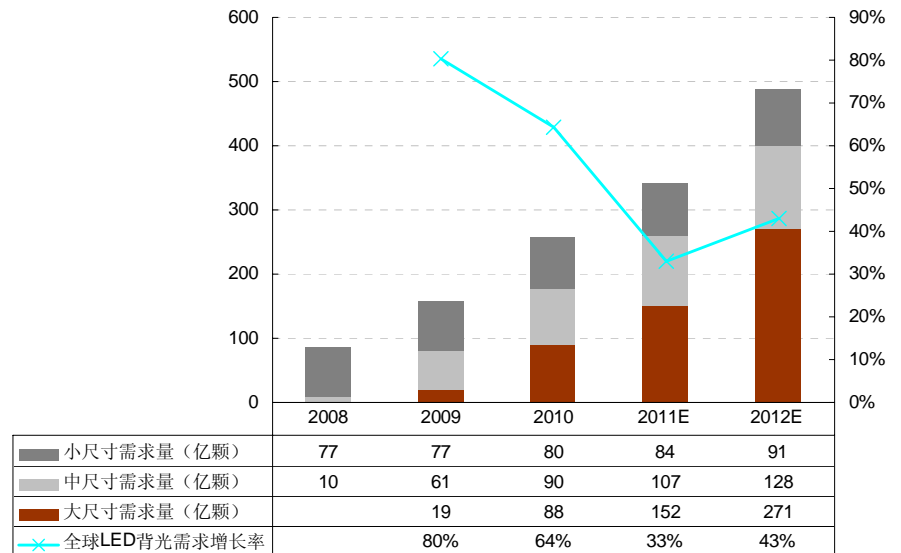
中尺寸方面，虽然NB对背光的需求较为平稳，但Tablet的出货量正在持续快速增长，加之发展轨迹与Smart phone较为类似，因此将会拉动背光的需求。

大尺寸方面，随着LED背光在TV和大尺寸显示器中的渗透率的持续上升，加之此类产品面积较大，对背光LED器件颗粒数需求较多，因此未来也LED背光的需求拉动也较为正面。

总体而言，过去3年，电子类产品对LED背光器件的需求保持快速增长；而未来在Smartphone/Tablet的出货量提升，LED背光TV渗透率持续走高的背景下，我

们认为LED背光的需求仍将保持较为快速的成长。

图表4 2008-2012 全球 LED 背光需求呈现较快增长态势



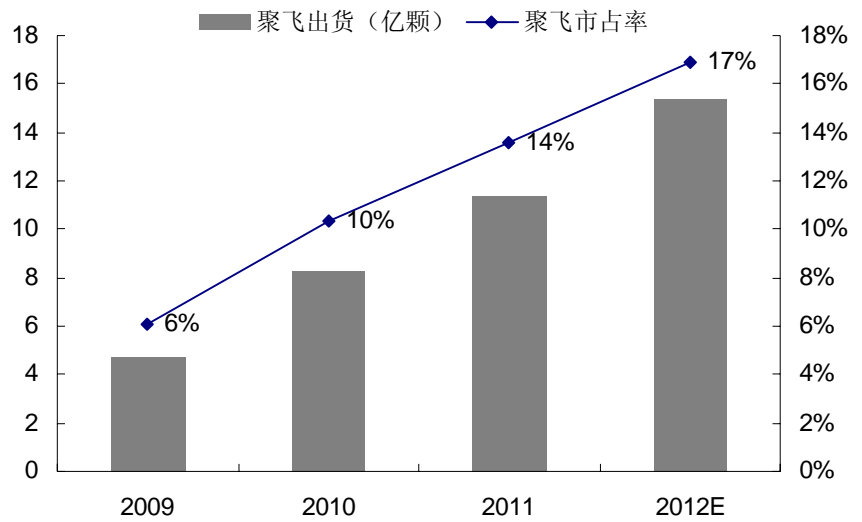
资料来源：招股书，群益证券上海研究部

■ 聚飞小尺寸背光市占有望继续提升

2005年成立以来，聚飞一直专注于LED背光领域，小尺寸是公司发展成长的立足点。受益于国内智能机的快速发展，公司的出货量也是持续增长。招股书显示，2009年小尺寸LED背光市场公司的出货量占比约为6%，2010年提升至10%。根据总体市场的成长需求和公司的成长速度来判断，我们认为公司目前的市占率仍在不断提升，预计12年全球市占可达17%左右。

在小尺寸领域，公司的主要竞争对手是韩国三星、台湾亿光和东贝等厂商。其中三星是行业内的老大，定位高端市场，其同类产品价格比公司高10%以上。而台湾竞争对手，受到产业链往大陆转移的趋势冲击，成长速度要明显落后于聚飞。从产品的技术水平而言，聚飞已不落后于台湾同行；从响应速度和售后服务来看，聚飞更是具有绝对优势。公司给客户的发货承诺是2-3天，而竞争对手台湾的企业为2周，韩国的企业更要1个月左右。公司基本采取直销模式，要求做到8小时上门响应，24小时提交解决报告。由于LED器件产生的问题一般是：发光、色差、死灯等，对于手机用户体验来说非常明显，必须要马上解决。台湾厂商采用的都是代销模式，一般一周以上才可以解决问题。根据行业发展特点，我们认为未来聚飞在小尺寸背光市场市占仍有提升的空间。

图表5 聚飞在小尺寸 LED 背光市场市占持续走高



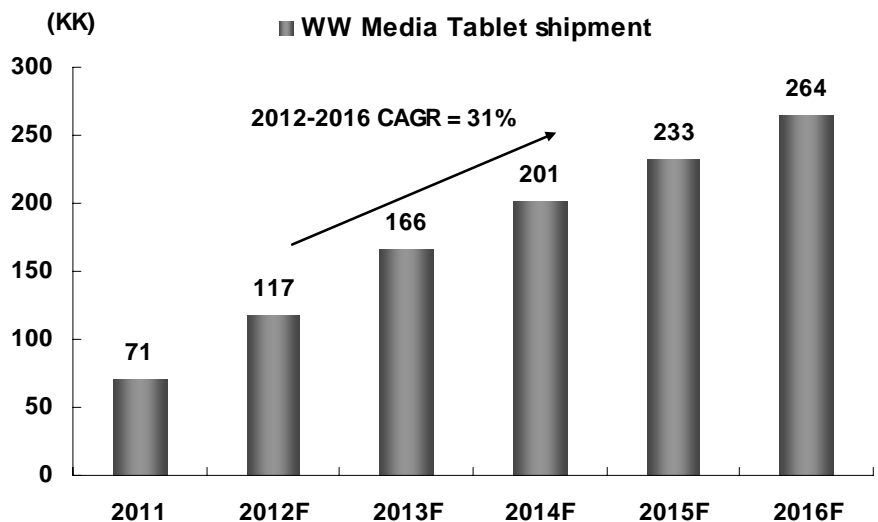
资料来源: 招股书, 群益证券上海研究部

■ Tablet 市场有望复制小尺寸成长路径

由于 NB 的 LED 背光渗透率已饱和, 加之整体出货成长速度较为缓慢, 而未来 2-3 年 Tablet 市场仍有望保持高成长态势, 因此中尺寸背光市场未来的推动力主要在 Tablet。根据调研反馈的信息, 由于 MTK 推出的低阶 Tablet 方案的刺激, 13 年大陆市场中低阶平板有望迎来又一次爆发潮。IDC 近期也上调了对未来 tablet 市场的出货预估。

由于 Tablet 较为轻薄, 对 LED 背光源的要求与 NB 的顶发光不同, 产品规格更多的与 Smart phone 的侧发光一致, 因此公司的超亮小尺寸背光系列产品可以直接切入 Tablet, 同时加之 Smart phone 和 Tablet 的背光模组厂商有很大程度上的重选, 公司有望利用原有的渠道, 进而在 Tablet 市场复制小尺寸的成长路径。

图表 6 聚飞在小尺寸 LED 背光市场市占持续走高



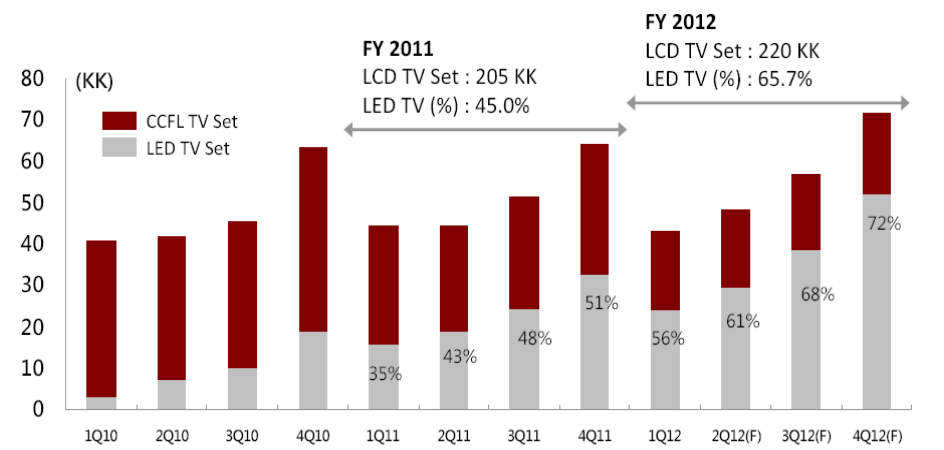
资料来源: IDC, 群益证券上海研究部

■ 大尺寸将受益 open cell 模式

2012 年 LED 背光 TV 的渗透率逐季上升，渗透率到年末有望突破 7 成（图表 6）。而大陆 5 家龙头 TV 厂商也基本都开展 open cell 之业务，即自己组装 LCD 面板和背光源，而不是之前由 panel maker 厂商代劳。Open cell 模式给瑞丰、聚飞等大陆本土厂商切入 LED 背光供应链提供了良好契机。

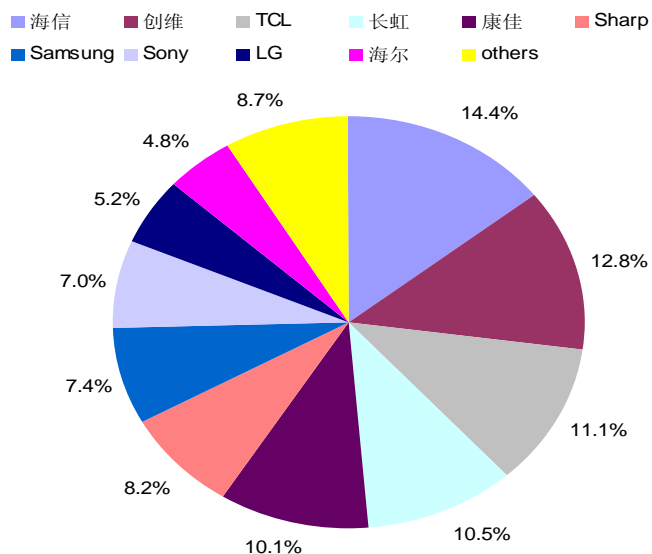
TRI 的数据显示，2011 年大陆 LCD TV 销量中，排名前 5 的均为大陆厂商，5 家市占合计超过 5 成（图表 7）。目前聚飞已给创维、海信、同方等厂商进行小批量送样，预计 2013 年将会有较大的突破。

图表 7 LED 背光 TV 渗透率稳步上升



资料来源: Display Search, 群益证券上海研究部

图表 8 2011 年大陆 TV 市占分布



资料来源: TRI, 群益证券上海研究部

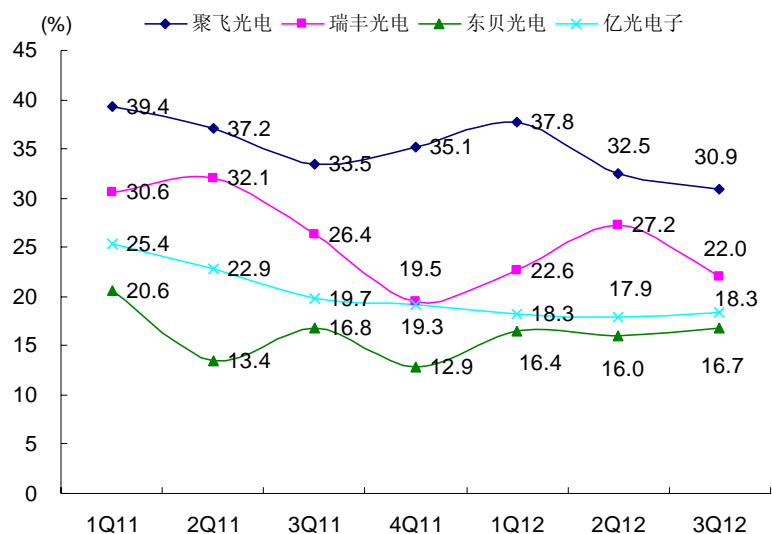
■ 毛利率表现超过同业

聚飞的营收以小尺寸背光为主，由于公司的产品品质较高，售后服务较好，直接客户相对分散，因此产品单价高于台湾同业。虽然 2012 年前三季度公司毛利率呈现下滑态势，1Q-3Q 分别为 37.8%、32.5%、30.9%，但仍是远高于东贝、亿光等同业。

未来小尺寸背光的市场较为稳定，超亮系列有望保持 35%左右的毛利率；中尺寸方面，毛利率亦有望向小尺寸看齐；而大尺寸方面，由于 TV 厂商议价能力较强，毛利率会较中小尺寸有所降低，但由于单台 TV 贡献的 ASP 较高，对盈利能力仍是正面推动。此外，公司照明产品近 1 年稳定在 25%左右的毛利率，预计未来此块业务毛利率仍将基本保持稳定。

虽然 LED 产品降价是长期趋势，但三安等大陆芯片厂商的放量使得芯片价格亦在快速下滑，有助于公司稳定产品毛利率。综合来看，随着中大尺寸背光以及照明产品的占比提升，公司未来毛利率将稳中趋降，但中短期维持在 30%以上的水平是大概率事件。

图表 9 LED 封装同业毛利率对比



资料来源: Bloomberg, Wind, 群益证券上海研究部

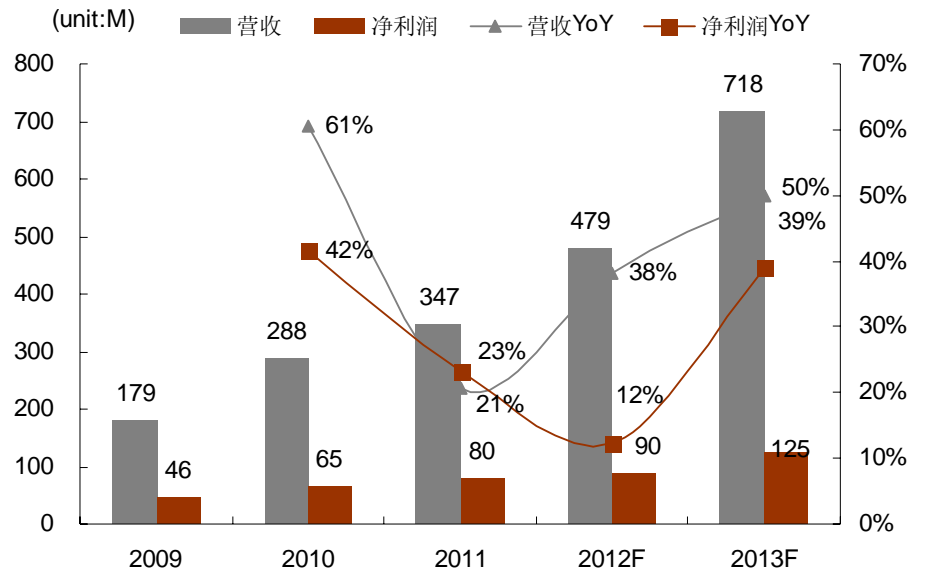
盈利预测与投资建议

公司2012前三季度实现营收3.49亿，YoY增长32%，实现净利润7000万，YoY增长13%。营收增长主要是受益于国内智能机的快速发展，对LED背光需求增加；净利润增速慢于营收增速主要是LED产品价格下滑，使得公司毛利率水平有所下降。

展望4Q及2013年，我们认为公司的小尺寸背光市场地位稳固，中尺寸有望复制小尺寸成长路径，而大尺寸也有望实质性突破。综合考虑，预计公司2012-2013年可实现净利润分别为0.90亿、1.24亿，YoY增长12%、增长37%，对应EPS为

0.66元、0.91元；目前股价对应PE分别为18倍、13倍；估值具有吸引力，给予“买入”的投资建议。

图表 10 营收及净利润增速预估



资料来源: Wind, 群益证券上海研究部

预期报酬(Expected Return: ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy ($ER \geq 30\%$); 买入 Buy ($30\% > ER \geq 10\%$)

中性 Neutral ($10\% > ER > -10\%$)

卖出 Sell ($-30\% < ER \leq -10\%$); 强力卖出 Strong Sell ($ER \leq -30\%$)

附一：合并损益表

百万元	2009	2010	2011	2012F	2013F
营业收入	179	288	347	479	709
经营成本	108	185	221	322	496
营业税金及附加	0	0	2	3	4
销售费用	2	3	4	5	7
管理费用	15	24	32	45	57
财务费用	1	1	0	-10	-7
资产减值损失	2	2	2	9	10
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	51	72	85	105	142
营业外收入	3	1	6	1	3
营业外支出	2	0	0	0	0
利润总额	51	73	91	105	145
所得税	5	8	11	15	22
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	46	65	80	90	124

附二：合并资产负债表

百万元	2009	2010	2011	2012F	2013F
货币资金	29	41	55	486	474
应收账款	51	71	97	136	177
存货	19	31	37	52	60
流动资产合计	132	203	286	845	862
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	46	83	109	131	170
在建工程	16	0	0	4	3
非流动资产合计	63	84	110	138	165
资产总计	195	287	397	983	1027
流动负债合计	63	101	131	196	177
非流动负债合计	5	3	3	3	4
负债合计	68	104	134	199	180
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	127	183	263	783	847
负债及股东权益合计	195	287	397	983	1027

附三：合并现金流量表

百万元	2009	2010	2011	2012F	2013F
经营活动产生的现金流量净额	34	55	52	53	78
投资活动产生的现金流量净额	-40	-32	-37	-62	-68
筹资活动产生的现金流量净额	15	-11	0	439	-22
现金及现金等价物净增加额	10	11	15	430	-12

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,不在此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证; @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证; @。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。