

2013年02月06日

陈奇
C0050@capital.com.tw
目标价(元)

20.0

公司基本信息

| | |
|------------------|-------------------|
| 产业别 | 信息设备 |
| A 股价(2013/2/5) | 16.16 |
| 深证成份指数(2013/2/5) | 9945.98 |
| 股价 12 个月高/低 | 16.65/10.41 |
| 总发行股数 (百万) | 136 |
| A 股数 (百万) | 34.78 |
| A 市值 (亿元) | 5.62 |
| 主要股东 | 邢其彬 (25.38%) |
| 每股净值 (元) | 5.92 |
| 股价/账面净值 | 2.73 |
| | 一个月 三个月 一年 |
| 股价涨跌(%) | 17.10 16.68 -2.94 |

近期评等

| 出刊日期 | 前日收盘 | 评等 |
|------------|-------|----|
| 2012-11-16 | 11.98 | 买入 |
| 2012-01-24 | 14.79 | 买入 |

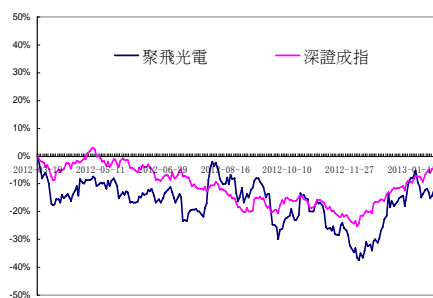
产品组合

| | |
|--------|-----|
| 背光 LED | 85% |
| 照明 LED | 12% |
| 其他 | 3% |

机构投资者占流通 A 股比例

| | |
|------|-------|
| 财务公司 | 2.28% |
| 基金 | 4.51% |
| 一般法人 | 2.35% |

股价相对大盘走势



聚飞光电(300303.SZ)

Buy 买入 (维持)

1Q13 淡季不淡, 全年有望高成长

结论与建议:

聚飞光电公布年报: 2012 年实现营收 4.95 亿, YoY 增长 43%; 实现净利润 9150 万, YoY 增长 14%, 符合预期。

公司同时预告 1Q13 净利润增长 10%-40%, 据此推断, 公司 1Q13 淡季不淡, 营收和净利润有望创历史新高。展望全年, 我们认为公司的小尺寸背光市场地位稳固, Tablet 有望复制小尺寸成长路径而快速放量, 而大尺寸也有望迎来收获期。根据 1Q13 预测, 我们上调 13 年盈利预测 8%至 1.35 亿, 预计 2014 年可实现净利润为 1.71 亿, YoY 增长 48%、27%, 对应 EPS 为 1.00 元、1.26 元; 目前股价对应 PE 分别为 16 倍、13 倍; 估值具有吸引力, 维持“买入”的投资建议, 并上调目标价至 20 元。

- **4Q12 营收创单季新高:** 4Q12 实现营收 1.46 亿, YoY 成长 76%, QoQ 成长 5%, 金额创单季新高, 可谓是淡季不淡; 净利润为 2200 万, YoY 增长 23%, QoQ 下滑 8%。净利润增速慢于营收主要是 LED 产品价格下降, 使得毛利率水平有所下滑。
- **小尺寸背光龙头地位稳固:** 2013 年我们认为智能机尤其是中低阶智能机的需求仍将保持旺盛, 预计全年大陆市场智能机整体出货有望挑战 2.8 亿支的规模, YoY 增长 42%。单机屏幕增大、高像素趋势使得对 LED 颗粒需求增加。作为小尺寸龙头, 公司有望分享中低阶智能机的成长。
- **白牌 Tablet 爆发有望提供公司强劲成长动能:** 根据台北 IC 业者 Realtek 的反馈信息, 1Q13 大陆白牌平板需求旺盛, 而全年有望迎来又一次爆发潮, 出货量有望 1.2-1.5 亿部, 较 12 年成长超过 140%。据了解, 2012 年公司超亮系列中有 4000 万的产品应用于 Tablet 之中。而 2013 年, 我们认为公司将会持续受益于白牌平板的放量。
- **BMS 模式利好本土背光企业:** 2013 年 LED TV 的渗透率有望达到 9 成。TV 产业链正由传统模式正向 BMS 和 Semi-BMS 转变。目前大陆 6 大 TV 品牌占据着大陆市场近 8 成的市场份额, BMS 模式为大陆本土背光 LED 厂商切入 TV 背光供应链提供了良好契机。12 年聚飞已给创维、海信、长虹等厂商批量出货, 预计 13 年 TV 背光的营收占比有望突破 15%。
- **盈利预测和投资建议:** 预计公司 2013-2014 年可实现净利润分别为 1.35 亿、1.71 亿, YoY 增长 48%、增长 27%, 对应 EPS 为 1.00 元、1.26 元; 目前股价对应 PE 分别为 16 倍、13 倍; 维持“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 | | 2010 | 2011 | 2012 | 2013F | 2014F |
|-----------------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 纯利 (Net profit) | RMB 百万元 | 65 | 80 | 92 | 135 | 171 |
| 同比增减 | % | 41.62 | 23.11 | 14.15 | 47.85 | 26.57 |
| 每股盈余 (EPS) | RMB 元 | 0.48 | 0.59 | 0.67 | 1.00 | 1.26 |
| 同比增减 | % | 41.62 | 23.11 | 14.15 | 47.85 | 26.57 |
| 市盈率(P/E) | X | 33.74 | 27.41 | 24.01 | 16.24 | 12.83 |
| 股利 (DPS) | RMB 元 | - | - | 0.15 | 0.20 | 0.20 |

| | | | | | | |
|-------------|---|---|---|------|------|------|
| 股息率 (Yield) | % | - | - | 0.93 | 1.24 | 1.24 |
|-------------|---|---|---|------|------|------|

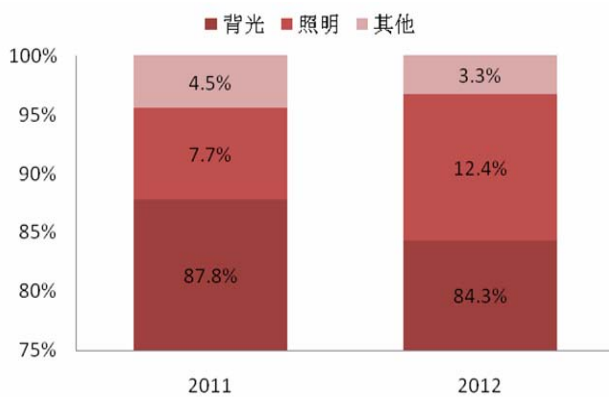
运营分析

■ 2012 年逆势成长

2012 年是 LED 行业的调整年，而聚飞实现了逆势成长。聚飞 2012 年实现营收 4.95 亿，YoY 增长 43%；实现净利润 9150 万，YoY 增长 14%，业绩表现符合业绩预告，也符合群益预期。2012 年背光 LED 仍是公司最大的营收来源。全年背光营收为 4.17 亿，占比 84%；照明业务的营收为 6100 万，占比 12.4%，较 11 年提升 4.7 个百分点。在背光业务中，来自小尺寸的营收占比约为 9 成，其中超亮系列实现销售 2.4 亿，YoY 增长 590%，一举成为公司营收的最大细分产品；同时中大尺寸背光也取得了较大的突破，全年实现营收 5100 万，在背光营收中的占比提升至 12%。

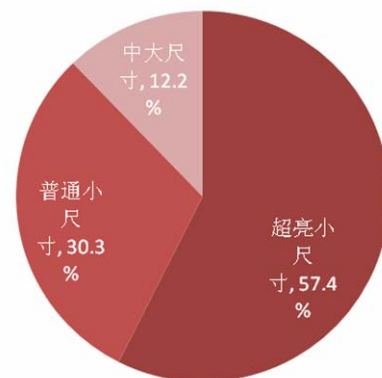
分季度来看，4Q12 实现营收 1.46 亿，YoY 成长 76%，QoQ 成长 5%，金额创单季新高，可谓是淡季不淡；净利润为 2200 万，YoY 增长 23%，QoQ 下滑 8%。净利润增速慢于营收主要是 LED 产品价格下降，使得毛利率水平有所下滑。

图表 1 2011-2012 年营收结构



资料来源: Wind, 群益证券上海研究部

图表 2 2012 年 LED 背光营收结构



资料来源: Wind, 群益证券上海研究部

图表 3 单季度营收及增速

图表 4 单季度净利润及增速



资料来源: Wind, 群益证券上海研究部

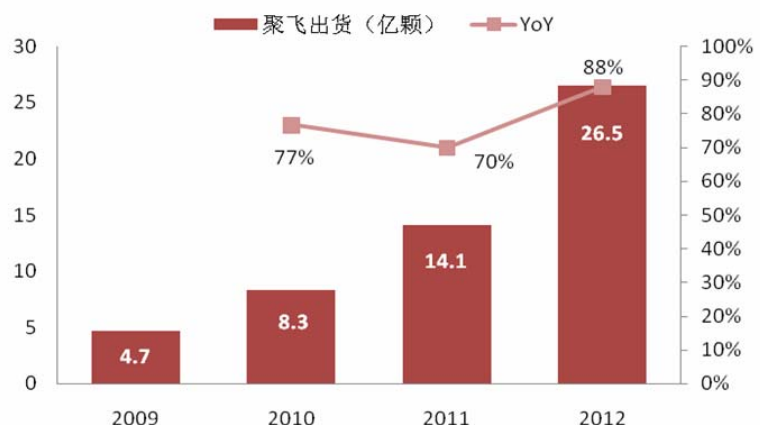
资料来源: Wind, 群益证券上海研究部

■ 小尺寸背光龙头地位稳固

2009-2012年公司小尺寸背光LED颗粒出货持续增长, 12年出货26.5亿颗, YoY成长88%; 2009-2012年CAGR为78%, 远超行业水平。在小尺寸领域, 除去韩国三星之外, 台湾亿光和东贝为公司的主要竞争对手。受到产业链往大陆转移的趋势冲击, 亿光和东贝小尺寸领域的成长速度要已明显落后于聚飞。从产品的技术水平而言, 聚飞已不落后于台湾同行; 而快速响应和成本优势已成为大陆企业蚕食对手份额的不二法门。

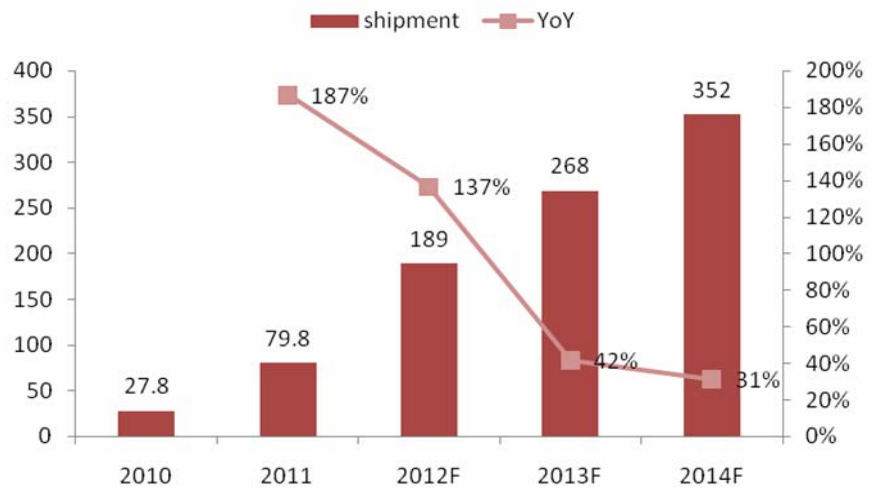
展望2013年, 我们认为智能机尤其是中低阶智能机的需求仍将保持旺盛, 预计2013年大陆市场智能机整体出货有望挑战2.8亿支的规模, YoY增长42%。同时单机屏幕增大, 高像素趋势使得对LED颗粒需求的增加。公司作为小尺寸背光龙头, 有望分享中低阶智能机的成长。

图表5 小尺寸背光出货持续快速增长



资料来源: 公司公告, 群益证券上海研究部

图表6 大陆地区未来2年智能机高成长仍可期



资料来源: Digitimes, IDC, 群益证券上海研究部

■ 白牌 Tablet 爆发有望提供公司强劲成长动能

2013 年, Tablet 市场有望继续保持高增长。各家调研机构亦对 Tablet 市场保持乐观预期, Display Search 更是乐观认为 13 年 Tablet 出货将超过 NB。而根据台北 IC 业者 realtek 的反馈信息, 1Q13 大陆白牌平板需求旺盛, 而全年有望迎来又一次爆发潮, 出货量有望 1.2-1.5 亿部, 较 12 年增长超过 140%。

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 Smartphone 的侧发光一致, 公司的超亮小尺寸背光系列产品可以直接切入 Tablet。加之 Smartphone 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。据了解, 2012 年公司超亮系列中有 4000 万的产品应用于 Tablet 之中。而 2013 年, 我们认为公司将会持续受益于白牌平板的放量。

图表 7 2013 年 Tablet 仍将保持高增长



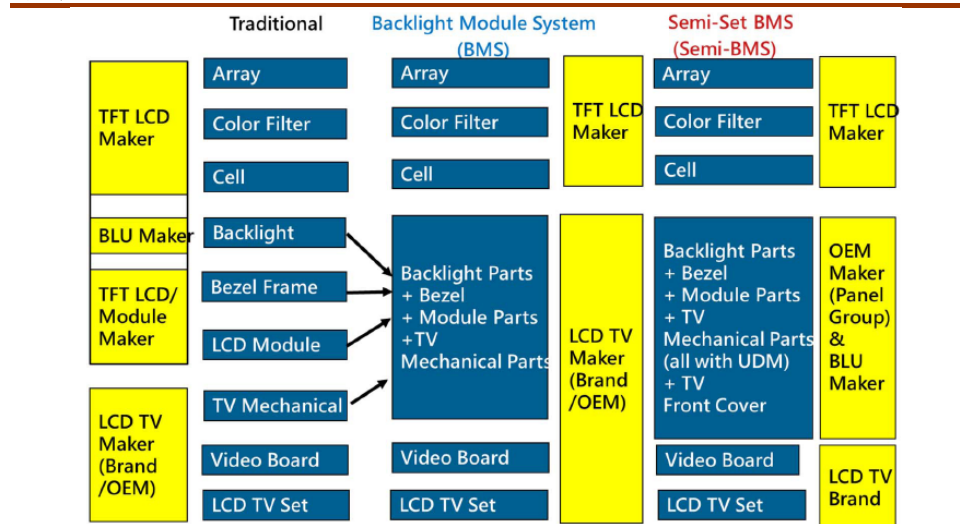
资料来源: WitsView, Display Search, 群益证券上海研究部

■ BMS 模式利好本土背光企业

2012 年 LED 背光 TV 的渗透率逐季上升，4Q12 渗透率已突破 7 成，2013 年渗透率有望达到 9 成。同时 TV 产业链正在变化，由之前的品牌厂商/OEM 厂商直接采购 LCD 液晶模块变成直接采购 LCD cell，然后自行完成背光、边框、前盖等零组件装配，传统模式正向 BMS 和 Semi-BMS 转变。大陆 TV 厂家也不例外地发生着这种转变。

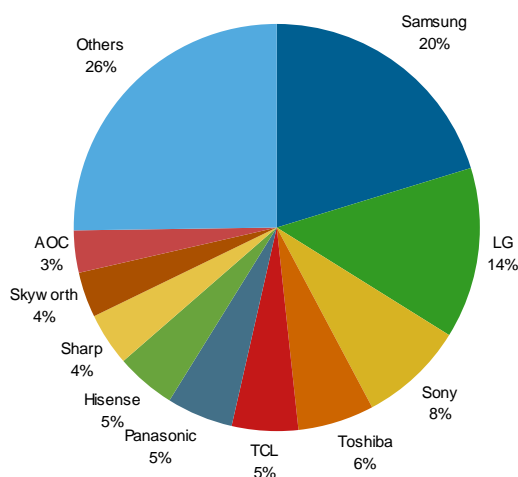
2012H1 大陆 6 大 TV 品牌占据着大陆市场近 8 成的市场份额，BMS 模式为大陆本土背光 LED 厂商切入 TV 背光供应链提供了良好契机。年报显示，聚飞已给创维、海信、长虹等厂商进行批量出货。根据公司的产能安排情况和订单情况，预计全年 TV 背光的营收占比有望突破 15%。

图表 8 LCD TV 厂商逐步展开 BMS 和 Semi-BMS 模式



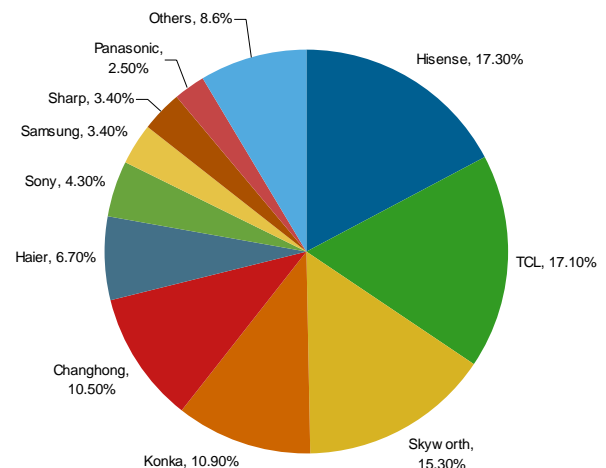
资料来源: Display Search, 群益证券上海研究部

图表 9 2012H1 全球 TV 市占分布



资料来源: Display Search, 群益证券上海研究部

图表 10 2012H1 大陆 TV 市占分布



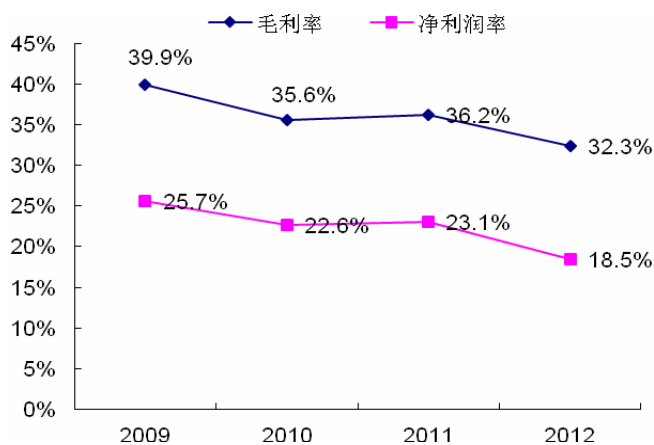
资料来源: Display Search, 群益证券上海研究部

■ 4Q12 毛利率下滑幅度收窄

2012 年聚飞综合毛利率为 32.3%，同比下滑了 3.9 个百分点；毛利率的下滑一方面是 LED 产品价格下降所致，另一方面也是照明和中大尺寸背光的占比提高所致。但从季度数据来看，4Q12 为 30.0%，环比下滑 0.9 个百分点，下滑幅度较 3Q12 有所收窄。

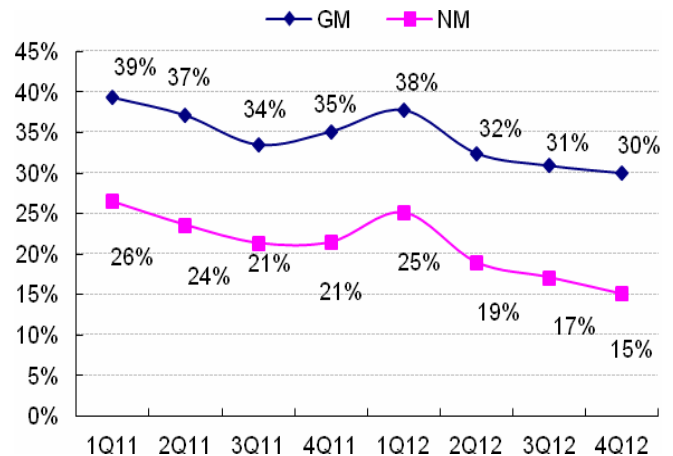
展望 2013 年，虽然 LED 产品价格下降会对单品毛利率形成一定压力，但三安等大陆芯片厂商的放量使得芯片价格亦在下滑，有助于公司稳定产品毛利率。公司的小尺寸超亮系列新品品质出色，未来毛利率仍有望保持 30% 以上的水平。而 TV 背光方面，虽然毛利率会较中小尺寸有所降低，但由于单台 TV 贡献的 ASP 较高，对盈利能力仍是正面推动。综合考量，预计公司 13 年毛利率可稳定在接近 30% 的水准。

图表 11 年度毛利率 Vs. 净利润率



资料来源: Wind, 群益证券上海研究部

图表 12 季度毛利率 Vs. 净利润率

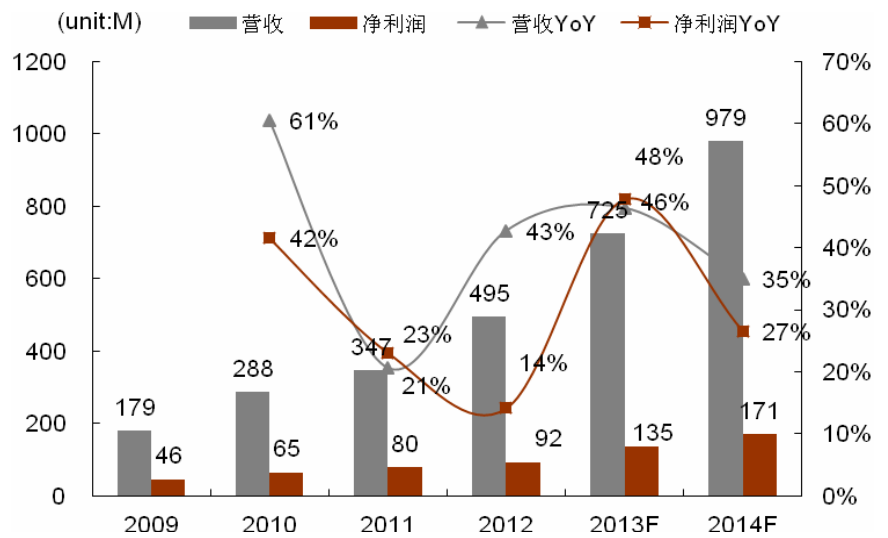


资料来源: Wind, 群益证券上海研究部

盈利预测与投资建议

公司预告 1Q13 净利润增长 10%-40%，据此推断，公司 1Q13 淡季不淡，营收和净利润有望创历史新高。展望全年，我们认为公司的小尺寸背光市场地位稳固，Tablet 有望复制小尺寸成长路径而快速放量，而大尺寸也有望迎来收获期。根据 1Q13 预测，我们上调 13 年盈利预测 8% 至 1.35 亿，预计 2014 年可实现净利润为 1.71 亿，YoY 增长 48%、增长 27%，对应 EPS 为 1.00 元、1.26 元；目前股价对应 PE 分别为 16 倍、13 倍；估值具有吸引力，维持“买入”的投资建议。

图表 13 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 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013F | 2014F |
|---------------|------|------|------|-------|-------|
| 营业收入 | 288 | 347 | 495 | 725 | 979 |
| 经营成本 | 185 | 221 | 335 | 500 | 685 |
| 营业税金及附加 | 0 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| 销售费用 | 3 | 4 | 6 | 7 | 10 |
| 管理费用 | 24 | 32 | 47 | 59 | 73 |
| 财务费用 | 1 | 0 | -11 | -12 | -2 |
| 资产减值损失 | 2 | 2 | 8 | 8 | 8 |
| 投资收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 72 | 85 | 106 | 158 | 199 |
| 营业外收入 | 1 | 6 | 1 | 1 | 2 |
| 营业外支出 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 73 | 91 | 107 | 159 | 201 |
| 所得税 | 8 | 11 | 16 | 24 | 30 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 65 | 80 | 92 | 135 | 171 |

附二：合并资产负债表

| 百万元 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013F | 2014F |
|-----------|------|------|------|-------|-------|
| 货币资金 | 71 | 97 | 219 | 263 | 316 |
| 应收账款 | 31 | 37 | 45 | 52 | 60 |
| 存货 | 203 | 286 | 856 | 882 | 952 |
| 流动资产合计 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期股权投资 | 83 | 109 | 142 | 184 | 221 |
| 固定资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 在建工程 | 84 | 110 | 144 | 202 | 242 |
| 非流动资产合计 | 287 | 397 | 1000 | 1083 | 1194 |
| 资产总计 | 101 | 131 | 192 | 173 | 156 |
| 流动负债合计 | 3 | 3 | 2 | 3 | 3 |
| 非流动负债合计 | 104 | 134 | 195 | 176 | 159 |
| 负债合计 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 少数股东权益 | 183 | 263 | 805 | 908 | 1035 |
| 股东权益合计 | 287 | 397 | 1000 | 1083 | 1194 |
| 负债及股东权益合计 | 41 | 55 | 472 | 395 | 400 |

附三：合并现金流量表

| 百万元 | 2010 | 2011 | 2012F | 2013F | 2014F |
|---------------|------|------|-------|-------|-------|
| 经营活动产生的现金流量净额 | 55 | 52 | 42 | 68 | 85 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -32 | -37 | -61 | -123 | -68 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | -11 | 0 | 436 | -22 | -12 |
| 现金及现金等价物净增加额 | 11 | 15 | 417 | -77 | 5 |

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。