

聚飞光电 (300303) 调研报告

竞争优势突出 积极向大尺寸背光进军

推荐 (首次)

现价: 23.00 元

主要数据

行业	电子
公司网址	www.jfled.com.cn/
大股东/持股	25.38%
实际控制人/持股	25.38%
总股本(百万股)	218
流通 A 股(百万股)	109
流通 B/H 股(百万股)	
总市值 (亿元)	51.11
流通 A 股市值(亿元)	25.61
每股净资产(元)	3.89
资产负债率(%)	22.13%

相关研究报告

证券分析师

卢山 投资咨询资格编号 S1000511060001
0755-22626227
Lushan498@pingan.com.cn

林照天 投资咨询资格编号 S1060512120001
0755-22626792
LINZHAOTIAN379@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。

主要观点:

- 聚飞光电 (300303.SZ) 是国内中小尺寸背光行业龙头企业, 专业从事白光 LED 封装的研发、生产及销售。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。09-12 年, 公司净利润年均复合增长率为 25.79%。公司近年来主要产品一直保持了较高的毛利率, 这充分体现了公司的技术实力及在行业中的竞争力。
- 我们认为公司竞争优势主要体现在以下几个方面: 一、**技术实力突出 持续创新能力强**。在 LED 背光和 LED 照明等中高端应用领域, 公司凭借突出的产品研发和技术、工艺创新能力, 不断推出符合市场需求的高端产品, 为背光和照明领域的客户提供全面解决方案。二、**管理水平优秀**。持续推进精益管理是公司追求卓越的重要手段, 也是公司的核心竞争力所在。三、**客户资源优秀 下游客户占比将不断提升**。公司在手机背光领域积累深厚, 客户资源优秀。目前公司主要通过小尺寸模组厂商间接向终端手机厂商供货。目前公司在小尺寸背光 LED 领域的市场占有率已全面超越韩企、台企, 行业龙头地位得到进一步加强。
- **中小尺寸背光将持续受益于智能终端发展**。受益于智能手机替代功能机所带来的手机出货量增加、单台手机屏幕变大、分辨率提高带来单台用灯量增加, 以及平板电脑向轻薄化发展所用器件小型化, Ultrabook 渗透率提升, 中小尺寸背光市场需求景气确定, 前景向好。
- **公司在小尺寸背光渗透率快速提升趋势确定**。在技术实力、产品品质等方面, 国内 LED 背光企业近两年都有大幅提升。在技术达标后, 国内企业所固有的成本优势、柔性交期、快速反应等方面的优势将有利于国内企业在竞争中胜出。由于大陆企业份额非常低, 即使整体 TV 背光市场增速下滑, 但渗透率依然有较大提升空间。在中国政府取消电视补助后, LED 效能不再是电视品牌厂商的优先考虑, 取而代之的是成本压力, 为了降低 LED 颗粒使用量, 第三季开始直下式电视转向以 400mA 以上大电流驱动的 LED 来作为背光源, 直下式 LED 第三季平均跌幅约 8%。随着下游客户的关注重点转向成本, 实际上更有利于聚飞光电为代表的大陆企业进口替代, 未来聚飞光电在大尺寸份额快速提升的趋势有望持续。
- **盈利预测**: 我们预计公司 13-15 年营收分别为 7.79、12.80、19.85 亿元, 净利润分别为 1.50、2.19、3.05 亿元, 基本每股收益分别为 0.69、1.01、1.40 元, 对应 13/14 年动态估值分别为 33.5、22.8 倍。首次覆盖, 给予“推荐”评级。
- **风险提示**: 技术能否保持领先的风险; 毛利率下滑的风险。

	2012A	2013E	2014E	2015E
主营收入 (百万元)	495	779	1280	1985
YoY(%)	43	57	64	55
净利润 (百万元)	92	150	219	305
YoY(%)	14	63	47	39
毛利率(%)	32.3	31.2	30.0	28.3
净利率(%)	18.5	19.2	17.1	15.4
EPS(摊薄/元)	0.42	0.69	1.01	1.40
P/E(倍)	54.7	33.5	22.8	16.4

正文目录

一、	中小尺寸背光龙头企业 积极向大尺寸拓展.....	4
1.1	公司业务及基本情况介绍	4
1.2	公司竞争优势分析	5
二、	小尺寸背光将充分受益国产智能终端出货量提升	6
三、	大尺寸背光即将放量 未来前景不可限量	9
3.1	市场格局： 进口替代空间广阔	10
四、	代工万事俱备 只待 LED 照明爆发	11
五、	盈利预测和估值	13
六、	风险提示	13

图表目录

图表 1: 公司主要产品	4
图表 2: 公司营收变化及增长率（单位：百万元）	4
图表 3: 公司营收结构变化	4
图表 4: 公司毛利率及净利率变化趋势	5
图表 5: 智能手机出货量增长迅猛	6
图表 6:国内主要智能手机厂商出货量预测(单位：百万台，%)	7
图表 7:公司手机背光业务营收预测	7
图表 8:平板电脑销量预测(单位：万台，%)	8
图表 9:公司平板电脑背光业务营收预测	8
图表 10:全球 Ultrabook 销量预测(单位：百万台，%)	9
图表 11: 2012 年中国大陆及台湾地区主要 LED 背光器件厂商情况	9
图表 12: 显示屏及各尺寸 LED TV 灯珠需求量	10
图表 13:2012 年大陆 TV 背光市场份额	10
图表 14: 2005~2014 年 LED 在不同阶段的驱动力	11
图表 15: 2000-2014 年全球 LED 照明行业产值及预测	12
图表 16: 2010 年全球 LED 下游应用占比	12
图表 17: 2015 年全球 LED 下游应用占比预测	12
图表 18: 公司收入分产品预测（单位：百万元）	13
图表 19: 公司收入预测	13

一、 中小尺寸背光龙头企业 积极向大尺寸拓展

1.1 公司业务及基本情况介绍

聚飞光电（300303.SZ）是国内中小尺寸背光行业龙头企业，专业从事白光 LED 封装的研发、生产及销售。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。

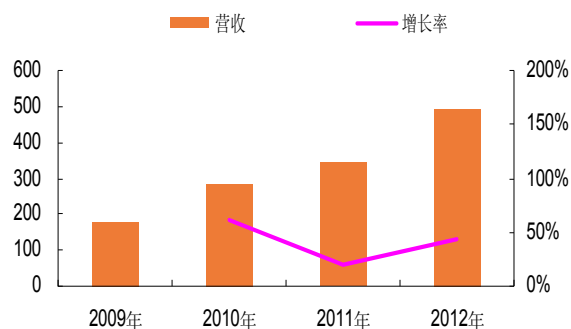
图表 1：公司主要产品



资料来源：平安证券研究所

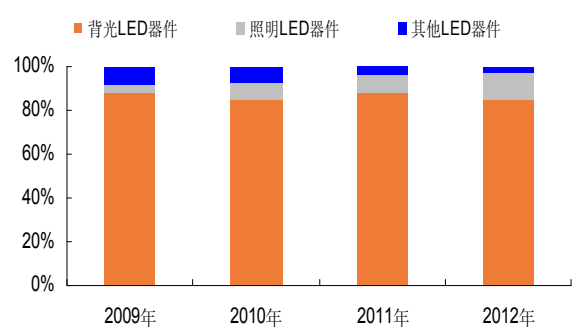
最近三年公司营业收入分别为 2.88、3.47、4.95 亿元，同比增速为 60.51、20.58、42.74%。从营收结构来看，背光营收一直占据 80%以上的份额，但随着照明器件的放量，呈稳步下降的趋势。从增速来看，我们判断未来公司照明器件将更快速的增长，在营收的占比会逐渐增大。

图表 2：公司营收变化及增长率（单位：百万元）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

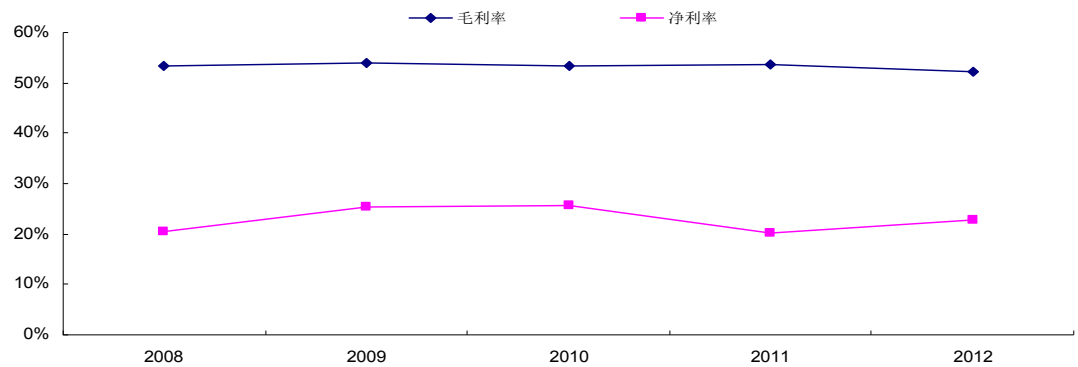
图表 3：公司营收结构变化



资料来源：公司公告，平安证券研究所

09-12年，公司净利润分别为4599、6513、8018、9153万元，年均复合增长率为25.79%。公司近年来主要产品一直保持了较高的毛利率，这充分体现了公司的技术实力及在行业中的竞争力。

图表 4：公司毛利率及净利率变化趋势



资料来源：公司公告，平安证券研究所

1.2 公司竞争优势分析

■ 技术实力突出 持续创新能力强

在 LED 背光和 LED 照明等中高端应用领域，公司凭借突出的产品研发和技术、工艺创新能力，不断推出符合市场需求的高端产品，为背光和照明领域的客户提供全面解决方案。从公司发展历程来看，公司每一次都走在行业前列，引领背光行业的发展。公司在大陆企业中，率先研发出用于背光的侧发光 LED 器件，335、020、010 等系列产品，填补了国内的空白，其中 020、010 产品快速进入市场，甚至领先于许多台湾同行企业，使公司在竞争中得以快速增长，成为中国大陆生产背光 LED 器件的龙头企业。

■ 管理水平优秀

持续推进精益管理是公司追求卓越的重要手段，也是公司的核心竞争力所在。公司确立了以精益管理为提升基础管理水平的长期管理准则，从生产现场、各部门管理、公司目标方针管理等多方位来提升公司的核心竞争力，通过 6S（整理、整顿、清扫、清洁、素养、安全）、TPM（全员生产维护）、焦点改善课题、方针目标管理、精益生产实时管理系统 JIT 等活动，以及改善提案、品质不良解析、KNOW-WHY 分析等手段，提升公司各项管理工作。此外，公司在 ERP 系统软件平台的基础上，通过二次开发，成功导入了 JIT 精益生产实时系统和 BI 商业智能系统，全面覆盖销售订单管理、供应链计划、采购管理、生产制造、仓储配送、质量追溯、人力资源管理主体业务，实现了公司管理信息化，供应链管理实时化、可视化及智能化。信息化平台为公司实施精益管

■ 客户资源优秀 下游客户占比将不断提升

公司在手机背光领域积累深厚，客户资源优秀。目前公司主要通过小尺寸模组厂商间接向终端手机厂商供货。目前公司在小尺寸背光 LED 领域的市场占有率已全面超越韩企、台企，行业龙头地位得到进一步加强。在客户结构方面，公司主要以国产智能机厂商为主，基本涵盖了所有一线智能机厂商。从全球智能机发展趋势来看，高端机型创新有限，增长乏力，中低端机型占比将逐渐增大，国产智能机厂商有望趋势崛起。公司在中华酷联份额稳固，将充分受益于国产智能机份额提升。

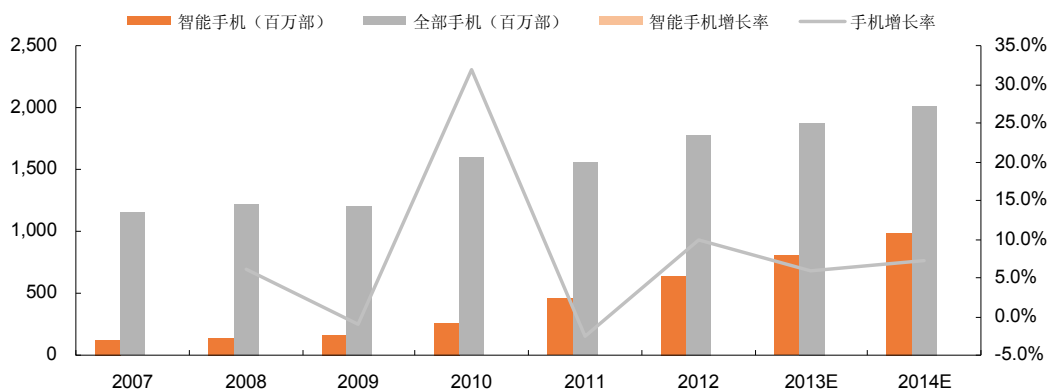
二、小尺寸背光将充分受益国产智能终端出货量提升

■ 智能机渗透率不断提升 13Q1 销量已超过功能手机

随着通讯技术、硬件技术的进步，相比功能手机，智能手机的性价比优势日益体现，其替换功能手机的趋势日益明显。根据 IDC 的数据，2010 年以来智能手机快速普及，销量由 10Q1 的 5451 万部增加到 13Q1 的 2.16 亿部，渗透率由 10Q1 的 15.2% 增加到 13Q1 的 51.6%，智能手机销量首次超越功能手机。

12 年全球智能手机出货量 7.2 亿部，同比增长 46%，渗透率为 42%。展望 13 年，全球智能手机出货量有望维持快速增长，其中 13Q1 出货量为 2.1 亿部，同比增长 42%；预计 13 年出货量达到 9.8 亿部，同比增长 35%，渗透率 51%。

图表 5：智能手机出货量增长迅猛



资料来源：IDC，平安证券研究所

■ 以中国为代表的新兴国家智能手机放量成为趋势

智能手机销量中的增量部分将大部分来自新兴国家，如中国、印度等发展中国家，价格低、性价比高的中低阶智能手机将成为销量中的主要部分。以中国为例，12 年智能手机销量达到 1.7 亿部，同比增长 93%。其中三星的市场占有率最高，为 17.7%；其后依次为联想（13.2%）、苹果（11%）、华为（9.9%），以及酷派（9.7%）。展望 13 年，随着各大厂商推出新产品，我们判断智能手机出货量有望继续大幅增长。根据最新统计数据，13Q1 国内智能手机出货量 7528 万部，同比增长 141.5%。销量猛增的主要推动力来源于中国移动，由于 3G 网络逐渐成熟，以及 4G 网络从测试到正式商用之间的空档期，中国移动开始大规模投入推广 3G 智能手机，不论从定制机型数量、补贴力度、推广力度上，均有大幅提升。

国内智能手机出货量快速增长的动力 1) 运营商的大力推动，以中国移动为例，其大力推动 TD 制式的智能手机普及；2) 不仅传统的主要厂商如“中华酷联”的出货量快速增长，更有新兴力量如 OPPO、小米、魅族、TCL 等不断涌现。两者共同推动国内智能手机出货量快速增长

图表 6:国内主要智能手机厂商出货量预测(单位:百万台, %)

	10A	11A	12A	13E
中兴	1.8	13.8	30.8	45
同比		667%	123%	46%
华为	1.9	17.1	29.1	50
同比		800%	70%	72%
联想		6	30	50
同比			400%	67%

资料来源: IDC, 平安证券研究所

据 IDC 预计, 2013 年国产智能手机厂家出货量将达到 3 亿部, 较 2012 年的 2 亿部增长 50%。屏幕变大、分辨率提高, 导致单台手机的 LED 背光用量相应增加。更大屏幕、更高分辨率是智能手机等消费电子产品的发展趋势, 2012 年智能机替代功能机, 主流机型的屏幕尺寸由功能机的 2 英寸(用灯 3 颗)提升至 2012 年的 3.5 英寸(用灯 6-8 颗), 2013 年开始已经是以 4 吋以上屏幕为主(用灯 10 颗以上), 且亮度也在大幅提升。在这种大背景下, 公司小尺寸背光面临难得的发展机遇。

图表 7:公司手机背光业务营收预测

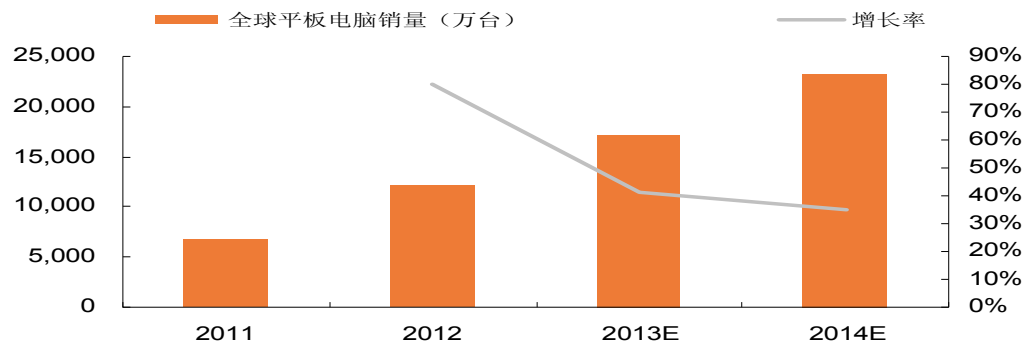
	2012A	2013E	2014E	2015E
国内功能机出货量 (万台)	58000	50000	45000	38000
平均单机价值(元)	0.85	0.75	0.70	0.65
大陆智能机出货量 (万台)	20000	33000	44000	56000
平均单机价值(元)	2.5	2.3	2.1	2.0
总体市场规模(亿元)	9.93	11.34	12.39	13.67
公司市场份额	33%	34%	35%	35%
营收预测(亿元)	3.28	3.86	4.34	4.78

资料来源: IDC, 平安证券研究所

■ 平板电脑将继续高增长

自苹果的平板电脑 iPad 发布以来, 平板电脑的销量快速增长, 由 10 年的 1940 万部增加到 12 年的 1.20 亿部。我们预计 13 年出货量可达 1.80 亿部, 同比增长 51%。竞争格局上, 将延续苹果独大、三星和国内中低阶平板电脑份额逐步提升的格局。

图表 8:平板电脑销量预测(单位:万台, %)



资料来源: IDC, 平安证券研究所

国内中低阶平板电脑有望起量。联发科已明确 13 年将备货专用处理器进军平板电脑市场, 凭借性价比优势将成为市场不容忽视的力量。我们判断国内平板电脑厂商将借机发布低价平板电脑冲击市场, 复制中低阶智能手机的成功。根据 DisplaySearch 的数据, 贴牌或白牌平板电脑产品在 2012 年度取得重要的成功。2012 年, 中国厂商的平板电脑出货量近 6000 万台, 80% 出口。其中, 品牌平板电脑约 500 万台, 白牌机平板电脑约 5415 万台, 约占平板电脑出货量的 90%。

对比智能手机, 平板电脑屏幕更大, 以 7—10 吋屏为主, 同时分辨率要求也更高, 导致所需 LED 器件颗数也大幅增加, 平均是智能手机的 3 倍。

图表 9:公司平板电脑背光业务营收预测

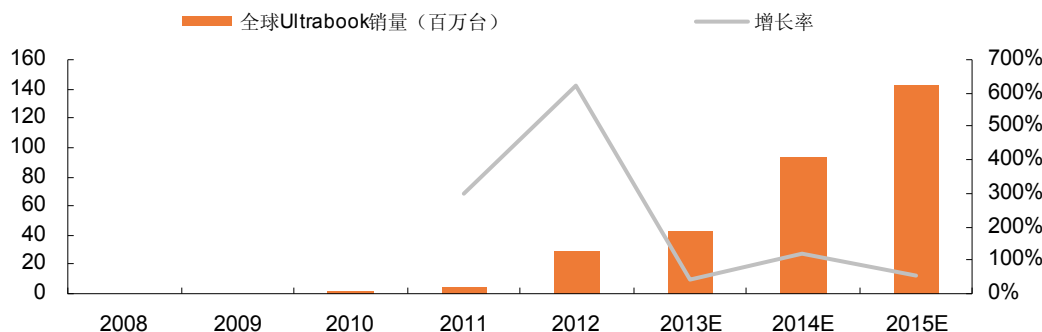
	2012A	2013E	2014E	2015E
国内平板电脑出货量 (万台)	4500	8000	12000	14000
平均单机价值(元)	12	10	8	6.5
市场规模 (亿元)	5.4	8.0	9.6	9.1
聚飞市场份额预计	6%	12%	18%	25%
营收预测 (亿元)	0.32	0.96	1.73	2.28

资料来源: IDC, 平安证券研究所

■ Ultrabook 渗透率将快速提升

虽然 Windows 8 推出后市场接受度不如预期, 但传统 NB 往 Ultrabook 方向发展是大势所趋。平板电脑方面的创新有限, 但是 Ultrabook 的创新却是不断增加的, 例如日益增长的触摸屏, 超薄的机身, 超长的电池寿命以及不断下降的价格, 这都将会使得 Ultrabook 在与平板电脑的竞争中占据优势。另外, 英特尔 Haswell 处理器推出后, 也将对 Ultrabook 销售起到一定推动作用。

图表 10:全球Ultrabook销量预测(单位:百万台, %)



资料来源: IDC, 平安证券研究所整理

虽然目前 Ultrabook 渗透率低于预期,但相比于平板电脑, Ultrabook 更大的显示屏、更高端的定位使得单机采购金额远高于白牌平板电脑,从而成为驱动背光市场的又一推动力。

受益于智能手机替代功能机所带来的手机出货量增加、单台手机屏幕变大、分辨率提高带来单台用灯量增加,以及平板电脑向轻薄化发展所用器件小型化, Ultrabook 渗透率提升,中小尺寸背光市场需求景气无忧,前景向好。

■ 竞争格局: 更高技术壁垒下大陆唯一切入企业

平板电脑以及笔记本由于屏幕面积大、分辨率高,对背光源亮度和一致性的要求更高,采用的器件规格也随之提高。中尺寸背光市场主要采用高亮度的 Sideview 器件(对应聚飞光电“超量系列”),技术壁垒较高,量产难度大,客户认证壁垒高,目前公司是唯一得到下游客户广泛认可的大陆 Sideview 封装器件供应商,发展前景广阔。

三、 大尺寸背光即将放量 未来前景不可限量

在大尺寸 LED 背光器件方面,2012 年全球各大电视厂商开始逐步导入低成本直下式 LED 背光模组,导致单台电视 LED 灯珠使用量大幅减少。以 32 英寸 LED 电视为例,侧发光式 LED 灯珠使用量为 60-70 颗左右,而直下式使用量则仅需 21-32 颗左右。我们预计,2012 年液晶电视 LED 背光渗透率将超过 70%。鉴于 2013 年 LED 背光渗透率或将提升至 90%,预估 2014 年大尺寸 LED 背光器件需求增长将放缓。

图表 11: 2012年中国大陆及台湾地区主要LED背光器件厂商情况

企业名称	生产产品情况	产品营收占比	LED产品营收(亿元)
聚飞光电	以中小尺寸背光为主,主要的手机、平板电脑背光供应商。积极向大尺寸背光渗透	背光85%、照明12%,其他3%	4.92
瑞飞光电	国内主要的电视背光供应商之一	背光50%、照明40%、其他10%	5.00
东山精密	以大尺寸背光为主	90%背光、其他10%	5.25
兆驰股份	以大尺寸背光为主	90%以上背光	2.24

资料来源: 平安证券研究所

目前国内液晶电视 LED 背光产品主要由日韩、中国台湾等地的企业提供。背光 LED 产品直接决定了消费电子的显示效果,下游厂商对背光 LED 芯片的要求极高。随着液晶面板国产化比例大幅提升,国内液晶电视品牌用的液晶模组国内配套水平快速提升。大尺寸液晶模组的背光模组一般采用内置模式,对上游原材料的国内配套需求巨大。

在技术实力、产品品质等方面,国内 LED 背光企业近两年都有大幅提升。在技术达标后,国内企业所固有的成本优势、柔性交期、快速反应等方面的优势将有利于国内企业在竞争中胜出。经过近一两年合作交流,国内 LED 背光企业越来越达到下游液晶电视背光模组厂的认可。瑞丰、聚飞光电等优秀企业都已经实现给国内液晶电视品牌厂批量出货。

基于前期在技术、市场所做的充分准备,聚飞光电大尺寸背光产品在国内一、二线重要电视厂家的销量持续上升。目前公司大尺寸背光产品在海信、创维、长虹、康佳均进展良好,三季度开始有望批量供货,形成新的利润增长点。

图表 12: 显示屏及各尺寸LED TV灯珠需求量

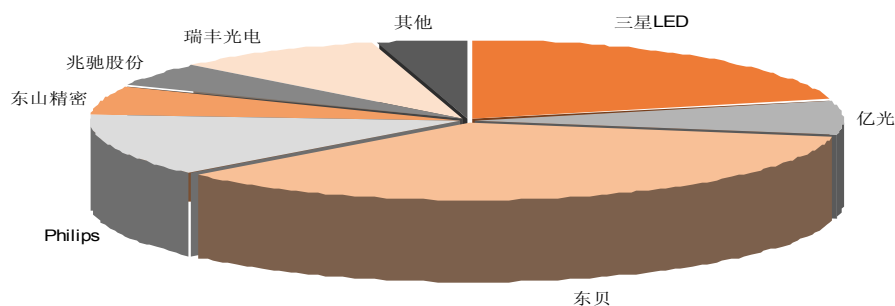
	尺寸	灯珠需求量
显示屏	18.5英寸	44-52
	21.5英寸	48-56
侧发光式LED TV	32英寸	60-70
	46英寸	80-92
	50英寸	110-120
直下式LED TV	32英寸	21-32
	46英寸	62-75
	50英寸	100-130

资料来源:高工LED、平安证券研究所

3.1 市场格局: 进口替代空间广阔

随着中国液晶电视市场的不断增长,LED 在大尺寸背光源中渗透率不断增加,未来几年中国背光模组产业有望得到迅速发展。受此趋势的吸引,本土企业抓住商机开始涉足大尺寸背光模组的生产制造,众多日韩及台湾地区企业也纷纷至大陆投资建厂。同时,国内各大电视厂、液晶面板厂基于垂直整合策略考虑也不断向背光模组制造领域延伸。从市场格局来看,大陆企业在大尺寸背光的市场份额很小,未来有较大提升空间。

图表 13:2012年大陆TV背光市场份额



资料来源:Ledinside, 平安证券研究所

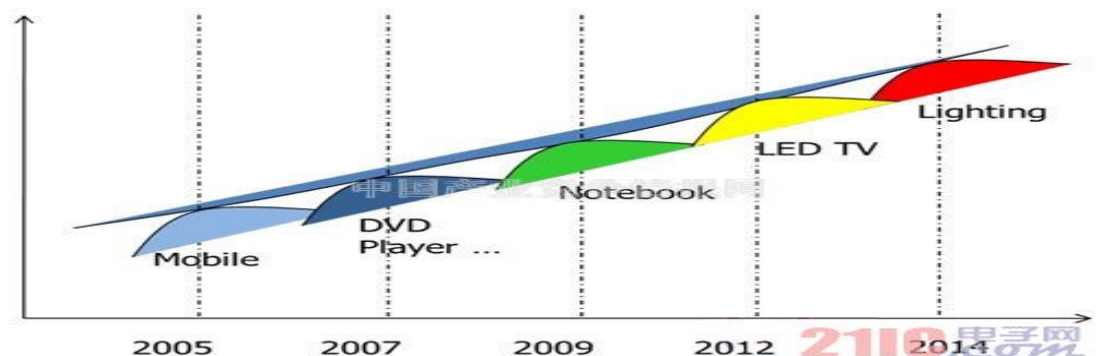
2010 年以来，TV 整机厂商自行生产背光模组的 Opencell 趋势催化了背光源市场向大陆转移，国内企业凭借着成本及响应优势不断抢占外资、合资企业份额。由于大陆企业份额非常低，即使整体 TV 背光市场增速下滑，但渗透率依然有较大提升空间。另外，我们认为，在中国政府取消电视补助后，LED 效能不再是电视品牌厂商的优先考虑，取而代之的是成本压力，为了降低 LED 颗粒使用量，第三季开始直下式电视转向以 400mA 以上大电流驱动的 LED 来作为背光源，直下式 LED 第三季平均跌幅约 8%。随着下游客户的关注重点转向成本，实际上更有利于聚飞光电为代表的大陆企业进口替代，未来聚飞光电在大尺寸份额快速提升的趋势有望持续。

四、 代工万事俱备 只待 LED 照明爆发

■ LED 照明将是行业未来发展最重要推动力

纵观 LED 的发展过程，2002 年起 LED 从小尺寸显示器(主要应用在手机上)的背光源开始渗透，在 2005 年达到高峰，并逐步渗透到中小尺寸(如 PMP)背光源；LED 于 2007 年在中小尺寸背光源的渗透率达到饱和，开始进入到另一个应用：笔电显示器背光，并于 2009 年底开始进入电视显示器的应用。随着 LED 在大尺寸背光源中的广泛应用，LED 的光效已经提升到每瓦 100 流明以上，而价格也快速下降，此趋势对于 LED 在照明应用的发展产生巨大的助力。我们认为未来公用、商业照明以及通用照明将成为 LED 发展新的推动力。

图表 14：2005~2014 年 LED 在不同阶段的驱动力



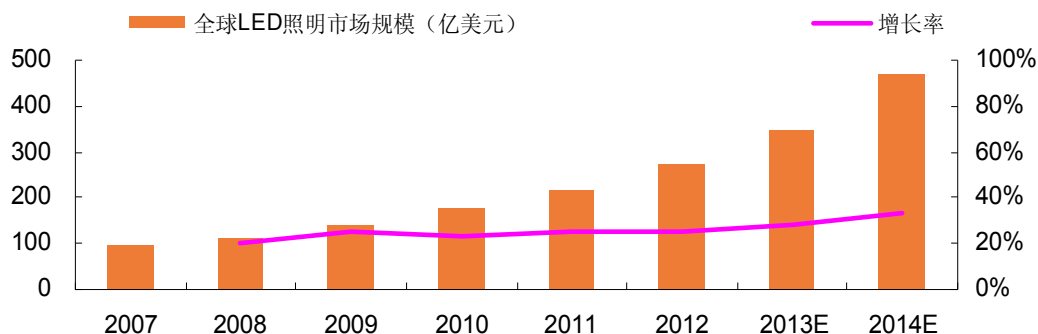
资料来源：电子网，平安证券研究所

由于在同样耗电量的情况下，LED 产生的光通量要远高于目前主流的照明产品，即使和节能灯相比，LED 节电也在 50% 左右，目前全球有 20% 左右的电力用于照明，据美国能源部估计，若全部照明产品升级为 LED 照明，全球每年节电达到 220 亿美元，而 2010 年 LED 节约的电力仅为 10 亿美元左右，市场空间巨大。

■ LED 市场规模迅速扩大

近年来 LED 行业规模基本处于良性增长的态势。根据拓璞产业研究所的数据，全球 LED 照明产业规模从 2000 年的 38 亿美元左右，增长到了 2012 年的 273 亿美元。我们预计 2013~2015 年 LED 照明行业仍将维持 20% 以上的增速。

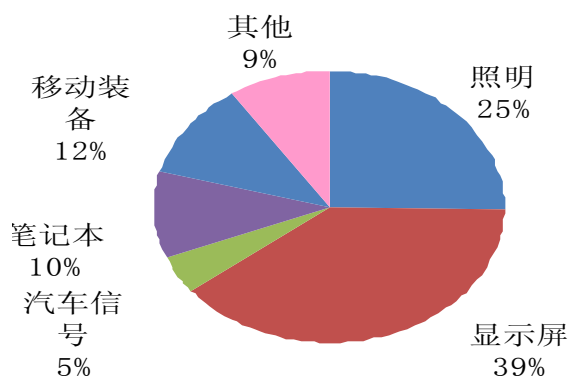
图表 15：2000-2014年全球LED照明行业产值及预测



资料来源：拓璞产业研究所，平安证券研究所

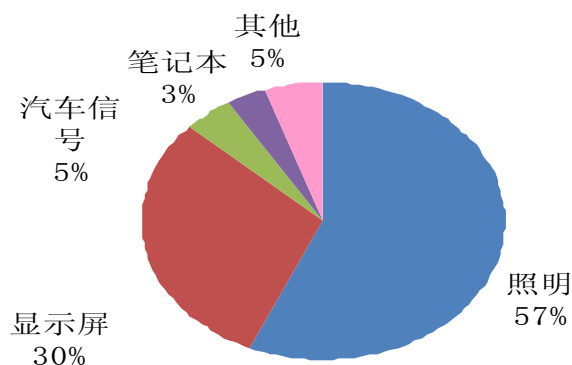
在 LED 下游应用方面，根据 DisplaySearch 的数据，2010 年显示屏(背光)占比最大，达到了 39%，照明(包括公用、商业及景观照明等)仅为 25%。而到 2015 年，照明产值将远远超过显示屏，占比提升至 57%，预计 2011~2015 年 LED 照明产业复合增长率达到 35%左右。

图表 16：2010年全球LED下游应用占比



资料来源：DisplaySearch，平安证券研究所

图表 17：2015年全球LED下游应用占比预测



资料来源：DisplaySearch，平安证券研究所

Philips、Osram、松下、东芝等国际一线照明厂商均开始加速 LED 产品进程，在大陆寻找灯具、封装代工企业。目前已有数家下游灯具厂开始供货，封装的代工认证正在紧锣密鼓进行。这些国际大厂规模庞大，要求代工企业具备较强的技术实力、良好的响应速度和大规模产能。公司新厂区面积有 3 万平方米左右，潜在产能较大。此外，公司管理水平优秀，在核心产品上领先同行已经充分说明了其技术实力，具备切入国际照明大厂供应链的条件，我们将密切关注公司相关业务的发展。

五、盈利预测和估值

关键假设：

1. 公司手机背光业务持续提升，价格下滑幅度平稳；
2. 公司 TV 背光市场份额快速提升。

图表 18：公司收入分产品预测（单位：百万元）

	2012A	2013E	2014E	2015E
背光 LED 器件				
收入	417	647	990	1,386
收入增长率	37%	55%	53%	40%
毛利率	33%	33%	32%	31%
照明 LED 器件				
收入	61	92	202	405
收入增长率	129%	50%	120%	100%
毛利率	23%	24%	23%	23%

资料来源：WIND，平安证券研究所

图表 19：公司收入预测

	2012A	2013E	2014E	2015E
主营收入（百万元）	495	779	1280	1985
YoY(%)	43	57	64	55
净利润（百万元）	92	150	219	305
YoY(%)	14	63	47	39
毛利率(%)	32.3	31.2	30.0	28.3
净利率(%)	18.5	19.2	17.1	15.4
EPS(摊薄/元)	0.42	0.69	1.01	1.40
P/E(倍)	54.7	33.5	22.8	16.4

资料来源：WIND，平安证券研究所

我们预计公司13-15年营收分别为7.79、12.80、19.85亿元，净利润分别为1.50、2.19、3.05亿元，基本每股收益分别为0.69、1.01、1.40元，对应13/14年动态估值分别为33.5、22.8倍。首次覆盖，给予“推荐”评级。

六、风险提示

■ 核心技术能否保持持续领先的风险

公司通过自主研发和引进消化吸收等途径，目前已经在超薄、低光衰、高显色性、高可靠性等方面拥有了多项核心技术，并形成了多项专利和专有技术，整体技术水平在国内处于领先地位。同时，公司还针对“高可靠性焊线工艺技术”、“定量注胶工艺技术”、“多波长宽光谱高亮LED制造技术”、“高光效低热阻LED封装技术”等研究课题，组织开展研究，对现有产品技术升级进行技术储备。这些研

究课题都是建立在公司对行业发展趋势认知的基础上的，若公司不能正确把握LED封装技术的发展趋势，对技术开发与创新作出合理安排，则可能无法研发新的技术与开发新的产品来持续满足客户的需求，使本公司面临核心技术落后的风险。

■ 市场风险

经过短短几年的发展，公司目前已成为中国大陆生产背光LED的龙头企业，企业生产规模在国内同行中处于领先水平，但是与国际领先的竞争对手相比，他们在技术实力、产能规模和进入市场的时间上与公司相比有一定的优势，如果公司不能持续保持创新能力、快速扩大产能规模，则可能在激烈的市场竞争中处于不利地位，给公司进一步扩大市场份额，提高市场地位带来一定的压力。LED行业属于国家“十二五规划”新兴产业，受国家产业政策推动，不断会有更多的资本和新的企业进入LED行业，公司将面临行业竞争进一步加剧的风险。。

■ 产品销售单价及毛利率下滑的风险

近年来，LED行业技术持续创新，特别是作为产业链上游的芯片和支架制造成本得到有效降低，直接带动LED产业链各环节生产成本下降。LED产品光效提升、价格下降使得LED产品应用领域和应用规模进一步扩大，而市场规模的增加又刺激企业增加投入，提升性能，降低成本，从而形成LED产品价格不断下降，市场规模不断增长的良性循环。如公司不能顺应行业产品销售单价下降的趋势，推出有较强性价比优势的产品，则公司将会在市场竞争中处于不利地位。

公司产品定位于中高端，公司一直以突出的产品性价比优势和周到的服务赢得客户的认可和市场的赞誉。但是LED行业市场竞争较为激烈，可能会降低公司的毛利率水平。公司今后会加大中大尺寸背光、照明LED的销售，但LED照明市场毛利率水平比公司目前占70%以上的小尺寸背光LED器件毛利率要低，如照明LED器件未来销售占比扩大，将可能在增加公司利润总额的同时影响公司的综合毛利率水平。

资产负债表				
单位:百万元				
会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产	354	376	604	851
现金	95	68	111	156
应收账款	90	108	180	259
其他应收款	32	29	52	76
预付账款	78	96	163	235
存货	20	36	59	85
其他流动资产	39	39	39	39
非流动资产	939	1290	1514	1613
长期投资	0	0	80	80
固定资产	332	685	929	1090
无形资产	89	104	117	128
其他非流动资产	518	501	388	314
资产总计	1293	1666	2118	2464
流动负债	316	692	1106	1369
短期借款	240	628	1021	1267
应付账款	11	27	42	56
其他流动负债	65	37	43	45
非流动负债	94	19	-59	-134
长期借款	80	8	-71	-146
其他非流动负债	14	11	12	12
负债合计	410	711	1048	1234
少数股东 权益	0	0	0	0
股本	160	160	160	160
资本公积	519	519	519	519
留存收益	204	277	391	550
归属母公司股东权益	883	956	1070	1229
负债和股东权益	1293	1666	2118	2464

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	90	-51	60	115
净利润	56	73	114	159
折旧摊销	37	46	74	97
财务费用	20	26	38	46
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-24	-194	-172	-191
其他经营现金流	2	-3	6	4
投资活动现金流	-435	-236	-299	-196
资本支出	455	220	200	180
长期投资	0	0	80	0
其他投资现金流	19	-16	-19	-16
筹资活动现金流	108	261	282	127
短期借款	153	388	393	246
长期借款	-74	-72	-78	-76
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	30	-55	-33	-43
现金净增加额	-237	-27	43	45

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	244	340	554	781
营业成本	116	163	269	386
营业税金及附加	0	0	0	0
营业费用	5	8	12	18
管理费用	47	69	112	157
财务费用	20	26	38	46
资产减值损失	0	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	55	74	122	174
营业外收入	9	10	10	10
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	65	84	132	184
所得税	9	11	18	25
净利润	56	73	114	159
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	55.6	72.8	114.2	159.3
EBITDA	112	146	234	317
EPS (元)	0.42	0.69	1.01	1.40

主要财务指标

会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E
成长能力				
营业收入(%)	-9.5	39.7	62.8	41.0
营业利润(%)	3.3	33.2	65.2	42.9
归属母公司股东权益(%)	1.9	30.9	56.8	39.6
获利能力				
毛利率(%)	52.3	52.1	51.4	50.6
净利率(%)	22.8	21.4	20.6	20.4
ROE(%)	6.3	7.6	10.7	13.0
ROIC(%)	5.5	5.6	7.4	8.8
偿债能力				
资产负债率(%)	31.7	42.6	49.5	50.1
净负债比率(%)	91.7	93.4	93.9	93.7
流动比率	1.1	0.5	0.6	0.6
速动比率	1.1	0.5	0.5	0.6
营运能力				
总资产周转率	0.2	0.2	0.3	0.3
应收账款周转率	3.0	3.0	4.0	3.0
应付账款周转率	5.0	8.6	7.8	7.9
每股指标(元)				
每股收益	0.42	0.69	1.01	1.40
每股经营现金流	0.56	-0.32	0.38	0.72
每股净资产	5.52	5.97	6.69	7.68
估值比率				
P/E	54.7	33.5	22.8	16.4
P/B	6.2	5.4	4.4	3.5
EV/EBITDA	31	24	15	11

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）

公司声明及风险提示：

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。

免责声明：

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。客户并不能仅依靠此报告而取代替行使独立判断。

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 2013 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 4 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257