

**买入****26% ↑**

目标价格: 人民币 27.63

300303 CH

价格: 人民币 21.90

目标价格基础: 2014年预测市盈率

板块评级: 增持

本报告要点

- LED 采购链向大陆转移构成公司业务增长的核心动力。
- 小尺寸背光 LED 将持续增长。
- 中大尺寸背光 LED 份额不断扩大
- 闪光灯业务是新亮点。
- 照明 LED 是未来潜在增长点。

我们的观点有何不同?

- 背光 LED 采购链持续向大陆转移。
- 闪光灯业务是新亮点。

主要催化剂/事件

- 中大尺寸背光 LED 业务份额不断增长。

股价表现

(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	60	(1)	5	61
相对新华富时 A50 指数	73	1	1	61

发行股数(百万)	217.6
流通股(%)	50
流通股市值(人民币 百万)	2,426
3 个月日均交易额(人民币 百万)	74
净负债比率(%) (2013E)	净现金
主要股东(%)	
邢其彬	34.10

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以 2013 年 11 月 6 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

行业: 电子元器件

李鹏

(8621) 2032 8313

nigel.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300512060002

聚飞光电**大尺寸持续放量, 闪光灯增新亮点**

聚飞光电的主营产品为背光 LED 和照明 LED, 背光 LED 包括小尺寸背光 LED 和中大尺寸背光 LED。公司的背光 LED 将充分受益采购链向大陆转移的大趋势, 实现在小尺寸背光 LED 的持续增长, 和中大尺寸背光 LED 的快速突破。公司依托自身研发实力切入闪光灯市场, 有望在明年实现量的突破。照明 LED 将成为公司未来重要的潜在增长点。

支撑评级的要点

- 小尺寸背光 LED 是增长基础。聚飞光电传统产品为小尺寸背光 LED, 主要供给下游国产智能手机厂商, 公司小尺寸背光 LED 产品质量已经可以直接与台湾背光厂商竞争, 未来有可能继续切入台系和韩系智能手机供应链, 实现小尺寸背光 LED 持续增长。
- 中大尺寸背光 LED 是明后两年增长的重要来源。2013 年前 3 季度中大尺寸背光 LED 产品实现销售收入 1.11 亿元, 同比增长 243.62%。中大尺寸背光 LED 已经向创维、海信、长虹等国内主流电视机厂商供货。我们预计随着液晶模组国产化和背光 LED 采购链向大陆转移趋势进一步加速, 公司的中大尺寸背光 LED 产品将在未来两年实现高速增长。
- 闪光灯业务是新增亮点, 明年有望贡献营业收入。公司研发的闪光灯产品较国外竞争对手具备成本优势, 并已经得到下游客户的认可。从行业趋势看, 双闪光灯有望在明年成为旗舰机标配, 拉动闪光灯 LED 整体需求。我们判断, 聚飞光电将在明年实质性切入闪光灯市场。
- 照明 LED 是潜在增长点。聚飞光电已经积累了如洲明科技、雷士照明、勤上光电等优质客户, 并具备未来有可能承接国际照明厂商代工订单的实力。

评级面临的主要风险

- LED 产品价格下降超预期, 导致毛利率大幅下降。
- 大尺寸背光 LED 客户突破速度低于预期。

估值

- 我们预计 2013-2015 年归属上市公司净利润分别为 1.29 亿元、1.88 亿元和 2.55 亿元, 基于 32 倍 2014 年预测市盈率, 给予公司目标 27.63 元, 首次评级**买入**。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2011	2012E	2013E	2014E	2015E
销售收入(人民币 百万)	346.9	495.2	722.7	1,127.1	1,557.3
变动(%)	20.6	42.7	45.9	56.0	38.2
净利润(人民币 百万)	80.2	91.5	128.8	187.9	255.3
全面摊薄每股收益(人民币)	0.368	0.421	0.592	0.863	1.173
变动(%)	23.7	14.2	40.7	45.9	35.9
先前预测每股收益(人民币)					
调整幅度(%)	-	-			
核心每股收益(人民币)	0.4	0.4	0.6	0.86	1.2
变动(%)	23.7	14.2	40.7	45.9	35.9
全面摊薄市盈率(倍)	59.4	52.1	37.0	25.4	18.7
核心市盈率(倍)	59.4	52.1	37.0	25.4	18.7
每股现金流量(人民币)	0.9	0.3	0.4	0.4	0.6
价格/每股现金流量(倍)	25.1	71.5	60.4	60.2	35.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	-0.3	-3.9	-2.6	-1.7	-1.3
每股股息(人民币)	0.0	0.0	0.1	0.1	0.2
股息率(%)	0.2	0.0	0.5	0.6	0.8

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

目录

投资摘要	3
估值	4
盈利前景:	5
公司概况	7
专注 LED 封装, 盈利水平优异	8
凭借小尺寸背光源基础, 向中大尺寸和闪光灯做外延扩张...	11
LED 照明是潜在的增长点	16
财务状况	17
投资风险	18
研究报告中所提及的有关上市公司	20

投资摘要

我们认为，在背光 LED 和闪光灯 LED 方面，采购链向大陆转移是国内厂商高速增长的核心来源。大陆背光 LED 直接竞争的对像是台湾厂商。从过去几年看，智能手机产业兴起对于全球电子版图最大的改变在于采购链向大陆转移。传统 PC 时代台湾电子产业的强势地位未能保持，大陆厂商在智能终端采购链上的话语权不断增强，这包括了触摸屏、LCD 面板等零组件。背光 LED 正在复制这一路径。

专注于 LED 器件封装，尤其擅长背光 LED。

聚飞光电是国内领先的 LED 器件研发、生产和销售厂商，主要专长于背光 LED。公司的传统优势业务在于小尺寸背光 LED，即面向智能手机为主的智能终端产品。小尺寸背光 LED 对于产品的一致性等特点要求极高，公司的产品已经得到国产智能终端厂商的高度认可，主要客户包括中兴、华为、联想、宇龙、酷派等。未来几年，小尺寸 LED 背光的生长将主要来自于下游智能终端增长、大屏化和高清化趋势及对于台湾产业链的替代。

大尺寸背光 LED 采购向大陆转移趋势确立，聚飞光电大尺寸背光 LED 高速增长。

在小尺寸背光 LED 的基础上，公司向中大尺寸背光 LED 市场扩张。2013 年 1-9 月份，中、大尺寸背光 LED 产品实现销售收入 1.11 亿元，同比增长 243.62%。公司已经打入创维、海信等主流国产电视机厂商的供应链。我们认为，国产电视机面板采购向国内转移的趋势已经确立，在此基础上的背光 LED 采购在近几年也形成方向性的变化，未来几年，对于大陆背光 LED 厂商而言大尺寸背光产品的主要增长是来自于对台湾厂商的替代，即电视机厂背光采购链向大陆转移。我们认为聚飞光电将充分受益这一趋势，在未来两到三年中实现大尺寸背光 LED 的高速增长。

闪光灯不仅是增长点的突破，同时也是技术实力的证明。

闪光灯业务是新的亮点。我们认为 iPhone5S 的双闪光灯配置将给智能手机产业带来示范效应，未来两到三年中，双闪光灯将沿着旗舰机到中低端机的顺序渗透，成为智能手机的标配。目前这一市场仍然小众、难度较高的市场，主要由欧斯朗、亿光等国际领先厂商垄断。聚飞光电的新产品利用自有方案有效的降低了成本，使双闪光灯大规模普及成为可能。聚飞光电的新产品在客户中已经得到了高度认可。我们认为闪光灯产品的研发成功，不只是公司新增一个增长点，更代表了技术水平上了一个新的台阶。

照明 LED：锁定客户，静待投入时机。

照明 LED 将是潜在的增长点。2012-2013 年 LED 光源及灯具价格下降速度较快，公用、商用和民用市场的接受度越来越高，照明市场已经渐次启动。Ledinside 预计，明年 LED 照明需求将增长 47.8%。聚飞光电此前并未在照明领域发力，但是已经锁定了洲明科技、勤上光电和雷士照明等优质客户，主要面向出口市场。照明 LED 将是公司未来增长的潜力点。

估值

聚飞光电的传统优势产品在小尺寸背光 LED, 下游客户已经覆盖了主要的国产智能手机厂商, 未来可能进一步突破台湾和韩国智能手机厂商。从收入规模上看, 小尺寸背光 LED 在过去几年受益于智能手机出货量增长持续高速增长。2010-2012 年公司小尺寸背光 LED 收入分别为 2.41 亿元、3.04 亿元和 3.66 亿元, 占比分别为 84.66%、88.55%和 74.40%。我们认为公司的小尺寸背光 LED 产品将在未来进一步受益终端产品增长、大屏化和高清化趋势实现高速增长。

大尺寸背光 LED 是公司新开拓的业务。公司携小尺寸背光产品积累的优势切入主流国产电视机厂供应链。2013 年 1-9 月份, 中、大尺寸背光 LED 产品实现销售收入 11,139.99 万元, 同比增长 243.62%。大尺寸背光 LED 采购向大陆厂商转移趋势是伴随着大陆电视机厂商强势、面板崛起而形成, 总体而言符合电子产业采购供应链向大陆转移的大趋势。我们认为未来大尺寸背光 LED 采购向大陆转移的趋势将持续。

闪光灯业务是新增亮点。闪光灯用 LED 是欧美台厂如欧斯朗、亿光等的强项。公司自研的新产品打破垄断, 实现大幅成本降低, 并得到下游客户较好的认可, 是未来新的业务亮点。

照明 LED 是潜在的增长点。LED 器件需求量最大的市场仍然是照明市场。公司在这一块市场上还未发力, 但是下游客户布局已经初具规模, 一些优质的照明厂商如洲明科技、勤上光电和雷士照明都是公司的客户。我们认为公司的客户积累已经具备, 同时在照明 LED 代工向国内转移订单的趋势下, 公司具备承接大规模代工订单的技术实力。因此照明 LED 将是未来公司长期增长的潜力点。

我们预计 2013-2015 年归属上市公司净利润分别为 1.29 亿元、1.88 亿元和 2.55 亿元, 基于 32 倍 2014 年预测市盈率, 给予公司目标 27.63 元, 首次评级**买入**。

盈利前景:

聚飞光电是国内领先的 LED 器件厂商，专注于从事背光 LED、照明 LED 产品的研发、生产和销售。我们认为，公司最近两年的增长核心来源应该主要来自背光 LED 方面，而背光 LED 增长的核心来源主要为：1.智能终端采购链向大陆转移的整体趋势将在未来几年加速（尤其是对以台湾产业链为主的替代），公司在平板电脑、智能手机、平板电脑等智能终端背光领域的份额不断突破；2.由智能手机、平板电脑的增长和显示大屏化、高清化驱动的背光需求增长。

聚飞光电主营业务中占比最大的为中小尺寸背光 LED，下游主要面向智能手机、平板电脑终端制造厂商。2010-2012 年，公司主营收入中中小尺寸背光 LED 收入分别为 2.41 亿元、3.04 亿元和 3.66 亿元，占比分别为 84.66%、88.55%和 74.40%，是营业收入中占比最高的产品，也是公司过去几年盈利的主要来源。公司的传统客户覆盖主流的国内智能手机龙头厂商及中低端平板电脑生产厂商，包括中兴、华为、联想、宇龙、酷派等。我们认为，小尺寸背光 LED 面对的是智能手机、平板等快速增长的市场，未来增长潜力仍然可期，我们预计 2013-2015 年聚飞光电小尺寸背光 LED 的营业收入分别为 4.66 亿元、5.99 亿元和 7.96 亿元，在营业收入中的占比分别为 64.46%、53.10%和 51.12%。我们认为随着 LED 行业竞争激烈程度加剧，小尺寸背光 LED 的毛利率将呈现小幅下降，预计 2013-2015 年小尺寸背光 LED 毛利率分别为 36%、35%和 34.5%。

中大尺寸背光 LED 是未来两年公司新的增长点。2012 年公司开始介入中大尺寸背光 LED 市场，2013 年公司迅速切入创维、海信等主流国产电视机厂商供应链，并实现销售收入大幅增长。2013 年 1-9 月份，中、大尺寸背光 LED 产品实现销售收入 11,139.99 万元，同比增长 243.62%。我们认为，在未来两年中大尺寸背光 LED 厂商对于电视机等中大尺寸背光 LED 供应链的渗透将持续加速，大陆厂商将直接替代台湾厂商如隆达电子、亿光等在大陆电视机厂商供应链上的位置，并且有可能进一步渗透到日韩电视机厂商的供应链。我们预计，2013-2015 年聚飞光电中大尺寸背光 LED 营业收入分别为 1.49 亿元、2.99 亿元和 4.20 亿元，在营业收入中占比分别达到 20.57%、26.55%和 26.95%。

我们认为照明 LED 公司未来潜在的增长点，在照明市场进入全面放量阶段，公司将加大在照明 LED 方面的投入。目前公司照明 LED 在营业收入中的占比比较低，2010-2012 年，照明 LED 收入分别为 2313 万元、2681 万元和 6130 万元，占比分别为 8.11%、7.80%和 12.46%。公司已经锁定了优质下游照明客户如洲明科技、勤上光电、雷士照明等。我们预计 2013-2015 照明 LED 业务收入分别为 9,219 万元、1.60 亿元和 2.27 亿元，在收入中的占比分别为 12.76%、14.16%和 14.60%。

闪光灯业务是明年和后年的新亮点。苹果最新发布的旗舰机 iPhone5S 上应用了两颗 LED 闪光灯，使照相和摄像效果得到大幅提升。我们认为，在苹果的示范下，双 LED 闪光灯在未来两年将率先渗透高端旗舰机，并进一步下向渗透中低端机，成为智能手机的标配。公司的 LED 闪光灯业务将在明年出现量的变化，预计 2014-2015 年聚飞光电 LED 闪光灯业务的营业收入分别为 5,373 万元和 9,818 万元。闪光灯 LED 单价较高，毛利率也较其他产品更高，可以有效的缓解中大尺寸背光源占比上升和 LED 器件价格下降带来的毛利率下降。

综上所述，我们认为聚飞光电的小尺寸背光 LED 业务是公司业绩增长的基础，外延扩张的中大尺寸 LED 和闪光灯业务将是明后两年增长的主要亮点；照明 LED 是公司规模和业绩潜在增长点。我们预测，2013-2015 年公司整体营业收入分别为 7.69 亿元、11.53 亿元和 15.98 亿元，毛利率分别为 30.87%、29.44%和 29.05%。

图表 2. 聚飞光电财务预测

(人民币 百万)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
小尺寸背光 LED	304.42	366.11	465.83	598.50	796.01
中大尺寸背光 LED	-	51.24	148.66	299.25	419.66
照明 LED	26.81	61.30	92.19	159.60	227.43
闪光灯 LED	-	-	-	53.73	98.18
其他	12.56	13.40	16.00	16.00	16.00
总营业收入	343.79	492.05	722.68	1,127.08	1,557.28
占比 (%)					
小尺寸背光 LED	88.55	74.40	64.46	53.10	51.12
中大尺寸背光 LED	-	10.41	20.57	26.55	26.95
照明 LED	7.80	12.46	12.76	14.16	14.60
闪光灯 LED	-	-	-	4.77	6.30
其他	3.65	2.72	2.21	1.42	1.03
同比变化 (%)					
小尺寸背光 LED	26.07	20.26	27.24	28.48	33.00
中大尺寸背光 LED	-	-	190.12	101.29	40.24
照明 LED	15.91	128.65	50.39	73.12	42.50
闪光灯 LED	-	-	-	100.00	82.74
其他	-39.12	6.69	19.40	-	-
总营业收入	20.54	43.13	46.87	55.96	38.17
毛利率 (%)					
小尺寸背光 LED	36.71	36.00	36.00	35.00	34.50
中大尺寸背光 LED	-	13.60	21.00	20.00	20.00
照明 LED	26.56	23.50	21.00	21.00	21.00
闪光灯 LED	-	-	-	45.00	42.00
其他	27.38	28.77	30.00	30.00	30.00
总营业收入	35.58	32.34	30.87	29.44	29.05

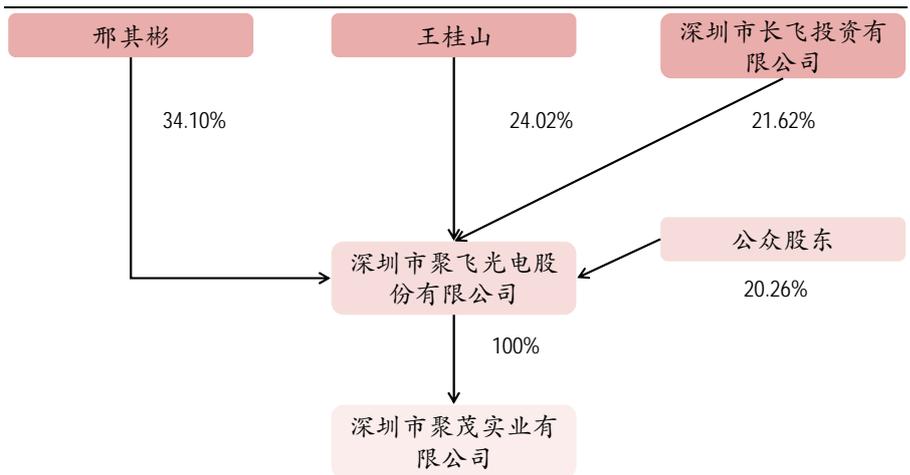
资料来源: 公司数据及中银国际预测

公司概况

聚飞光电是国内领先的 LED 器件封装企业，主要产品线覆盖小尺寸 LED 背光器件和中大尺寸背光器件及照明 LED 器件，公司是国内产主要智能手机厂商的背光器件供应商，并且快速切入国产电视机厂商背光器件供应链。

聚飞光电的最大股东为邢其彬，持股比例为 34.01%。王桂山和深圳市长飞投资有限公司分别持有公司 24.02%和 21.62%的股份

图表 3. 聚飞光电的股权结构



资料来源：公司数据

专注 LED 封装，盈利水平优异

聚飞光电是国内领先的 LED 封装厂商，传统产品线覆盖大、中、小尺寸背光源器件和照明器件。公司的产品以精品化为主，以高品质的产品同竞争对手竞争。同时公司研发实力超群，不断更新换代产品，使公司的综合盈利水平保持在较为优异的水平。

专注于 LED 器件封装

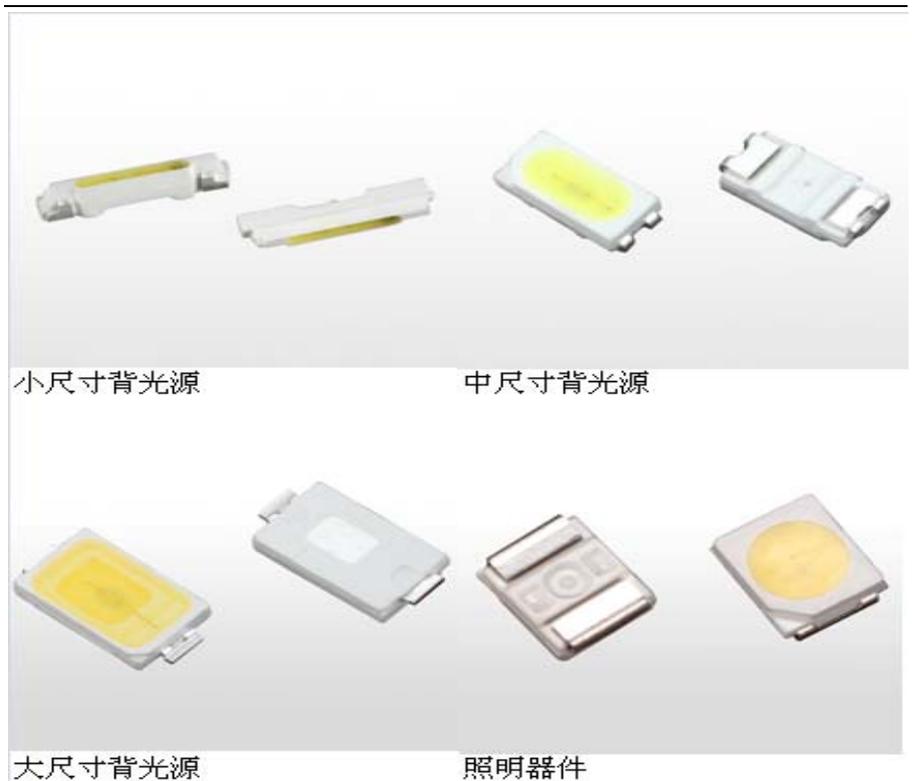
聚飞光电专注于 LED 器件封装，是国内领先的 LED 背光和照明器件生产厂商。产品线覆盖了中小尺寸背光 LED、大尺寸背光 LED 和照明 LED。

中小尺寸背光 LED：下游应用主要面对智能手机、平板电脑等终端产品，要求一致高、光衰一致，作为手机和平板产品显性指标对于坏点率要求高，单个坏点即可能导致终端厂商的大规模退货，因此对于背光 LED 生产厂商工艺稳定性具备极高要求。

大尺寸背光 LED：主要面向平板电视等终端产品。对于光衰一致要求高，工艺控制要求极高。亮度均匀性不好将直接导致电视机显示效果差。

照明 LED：主要应用于照明场合，如 LED 灯泡、日光灯等。

图表 4. 聚飞光电的主要产品



资料来源：公司数据

盈利水平优异

聚飞光电过去几年凭借在小尺寸背光 LED 领域的优势，实现营业收入和盈利的快速增长。以营业收入为例，2008—2012 年公司的营业收入年均复合增长率达到 47%，除在 2011 年受宏观因素影响，终端市场增速下滑造成营业收入增长率为 20.58% 外，其他年份营业收入增速均超过 40%。

拉动营业收入增长的主要来源是小尺寸背光 LED。2010 年-2012 年主营业务收入背光 LED 占比分别为 84.65%、88.55% 和 84.82%，2013 年上半年由于大尺寸背光 LED 开始放量，中小尺寸背光 LED 和大尺寸背光 LED 占比分别为 66.53% 和 17.30%，大尺寸背光 LED 成为营业收入增长的新来源。

图表 5. 聚飞光电营业收入增长情况



资料来源：公司数据

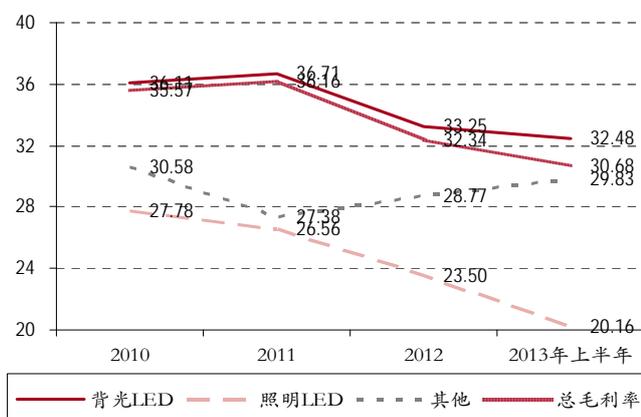
图表 6. 聚飞光电主营业务收入占比变化



资料来源：公司数据

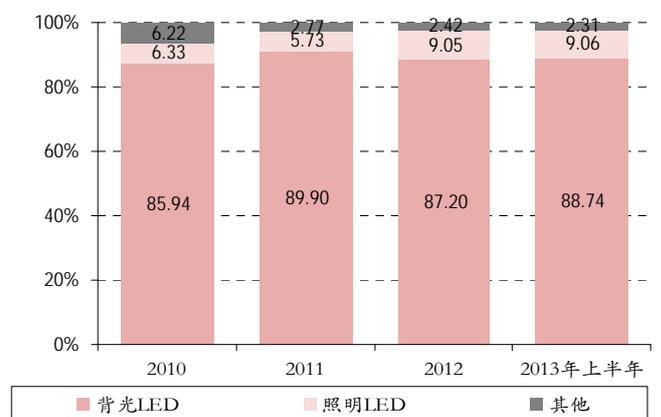
聚飞光电保持了优异的盈利能力。从毛利率变动看，2010 年-2013 年上半年受到 LED 行业毛利率下跌的带动，公司的毛利率保持小幅下降趋势，整体仍然远高于同业竞争者。这主要是得益于公司的高端化和精品化产品结构。相对于其他同业来说，公司的盈利水平得到更好的保持。从毛利润占比看，背光 LED 仍然是占比最高的产品。我们判断未来几年受到大尺寸照明 LED 占比提升的影响，公司的毛利率将有所下降，但是仍然保持同业较高水平。

图表 7. 聚飞光电产品毛利率变动情况



资料来源：公司数据

图表 8. 聚飞光电毛利润占比



资料来源：公司数据

图表 9. 聚飞光电毛利率和净利润率变化


资料来源：公司数据

凭借小尺寸背光源基础，向中大尺寸和闪光灯做外延扩张

我们认为，公司正在凭借小尺寸背光 LED 的优势，向中大尺寸和闪光灯业务突破。其中大尺寸背光 LED 在今年已经初露头角。我们认为，公司背光 LED 业务的增长一方面来自于终端需求的增长，另一方面则来自于背光采购链整体向大陆转移。相较于台湾背光企业来说，公司具备易于给下游配套和响应速度快的优势，随着智能终端产业链的整体迁移，背光采购链向大陆转移的趋势已经形成，公司将充分受益于背光链向大陆转移的趋势。

从收入上看，我们预测 2013 年公司大尺寸背光 LED 收入将达到 1.49 亿元，2014 年大尺寸背光 LED 收入将达到 2.99 亿元，在公司主营业务收入中的占比分别达到 20.57% 和 26.55% 成为业绩增长的主要来源之一。

我们认为闪光灯业务将在 2014 年开始放量，并在国产智能手机中先行打开局面，随着双闪光灯成为主流，在未来几年中闪光灯业务将成为公司业绩增长的另一亮点。

小尺寸背光源产品是传统优势

聚飞光电传统优势是小尺寸背光 LED，主要应用于智能手机。上市之前，2011 年全年主营收入中约有 3.04 亿元来自于小尺寸背光 LED，占到主营收入的 88.55%，主要是来自于智能手机背光源器件。公司的传统客户覆盖了以中兴、华为为首的国产智能手机龙头企业。公司的小尺寸背光 LED 主要集中在高亮背光 LED，单价较高，同时由于扎实的研发实力保障，小尺寸背光 LED 不断推陈出新更新换代，使小尺寸背光业务的毛利率始终维持在较高水平。

公司在国产智能手机的供应链上已经占据稳定的供货位置，其凭借的优势一方面来自于产品研发实力及品质，而另一方面也来自于自身快速的反应能力。相较于台湾企业，公司的基因更适应当前市场要求的快速反应，缩短供货周期，使下游整机企业可以更快的对市场做出应对。

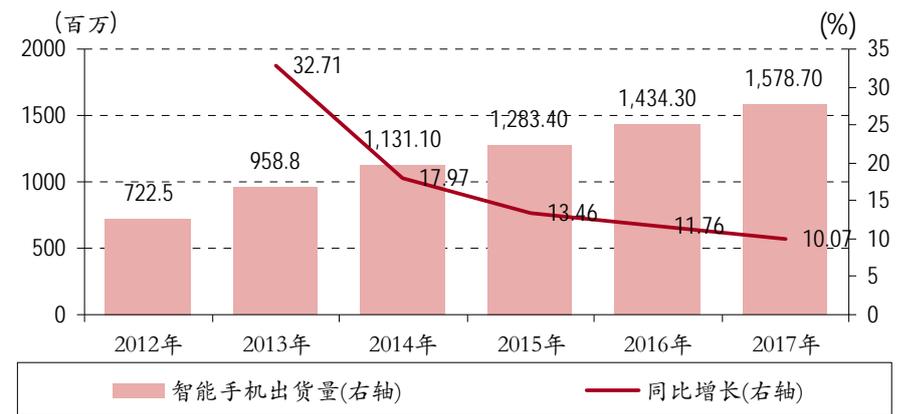
IDC 的一份报告显示，2013 年全球智能手机市场出货量约为 9.6 亿部，2014 年全球智能手机市场的出货量将达到 11.3 亿部。从 2013 年前三季度的智能手机出货量来看，2013 年全年出货量极有可能超过 IDC 的预测达到 10 亿部。终端出货的快速增长加大了对背光源器件的需求。

另一方面，大屏化、高清化也成为智能手机市场的主要趋势。以尺寸来看，4.5 寸左右智能手机在上半年已经成为智能手机屏幕尺寸的主流，而到了下半年 5 寸屏幕的占比也迅速提升，屏幕尺寸的提升将直接导致背光 LED 需求的提升；高清化同样对于手机背光的亮度提出高要求，造成背光 LED 器件需求增长。

综合来看，智能手机的大屏化、高清化趋势明显，未来除智能手机本身出货增长外大屏化和高清化同样带来对背光 LED 需求的增长。

对于聚飞光电来说，小尺寸背光产品已经成为业务增长的基础，是较好的现金牛，在提供公司基础的成长来源同时为向其他产品扩张打下基础。

图表 10. 智能手机市场增长情况预测



资料来源: IDC

中大尺寸背光 LED 业务增长迅猛

聚飞光电从 2012 年开始介入大尺寸背光 LED 市场,目标主要是平板电视(LCD)背光源需求。从大尺寸背光 LED 收入来看,2012 年上半年这一块的收入约为 1619 万元,2013 年上半年大尺寸背光 LED 收入达到了 5506 万元,同比增长 240%,在主营业务收入中的占比从 2012 年上半年的 7.81%提升到 2013 年上半年的 17.30%。

在技术上,中大尺寸背光 LED 与小尺寸有共通之处,今年上半年公司的大尺寸背光 LED 销售首先从创维打开局面,随后切入其他主要国产电视机背光厂,并在下半年开始尝试切入韩国厂商。我们预计 2013 年—2014 年公司大尺寸背光源的增长将成为公司营业收入增长的主要来源之一。

从大尺寸背光 LED 主要面向的下游市场来看,已经过了增速最快的时期,我们认为全球平板电视市场在未来几年可能只能维持个位数的年均增长率。但是对于如聚飞光电这样的国产厂商来说,增长才刚刚开始。增长的主要来源则在于对台湾背光源厂商的替代,这一过程即伴随着国产电视机厂 OPEN-CELL 采购比例加大,也伴随着国内厂商产品品质提升及台湾厂商无可比拟的反应速度优势体现。

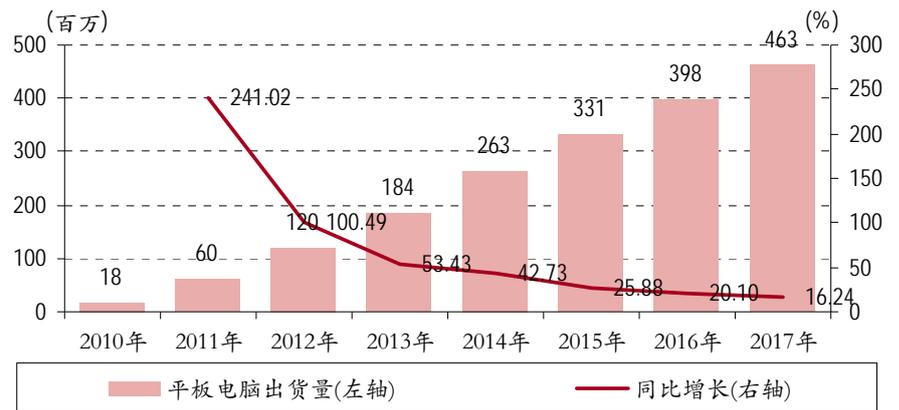
图表 11. 平板电视市场增长情况预测



资料来源: 天极网

中大尺寸背光 LED 增长的第二个重要来源是平板电脑市场的迅速增长。Gartner 预测，2013 年全球平板电脑出货量将达到 1.84 亿部，同比增长 53.43%，2014 年全球平板电脑出货量将达到 2.63 亿部，同比增长 42.73%。平板电脑市场的快速增长将直接拉升对背光 LED 的需求。随着 MTK 和瑞芯微等厂商在中低端平板不断推出新方案，普通平板电脑的零件，从内存到外壳现在合计成本为 60 美元；而在 2011 年，这个数字高达 175 美元，我们认为廉价平板电脑在平板电脑中的占比将不断提升，将给聚飞光电提供更大的介入机会。

图表 12. 平板电脑市场增长情况预测

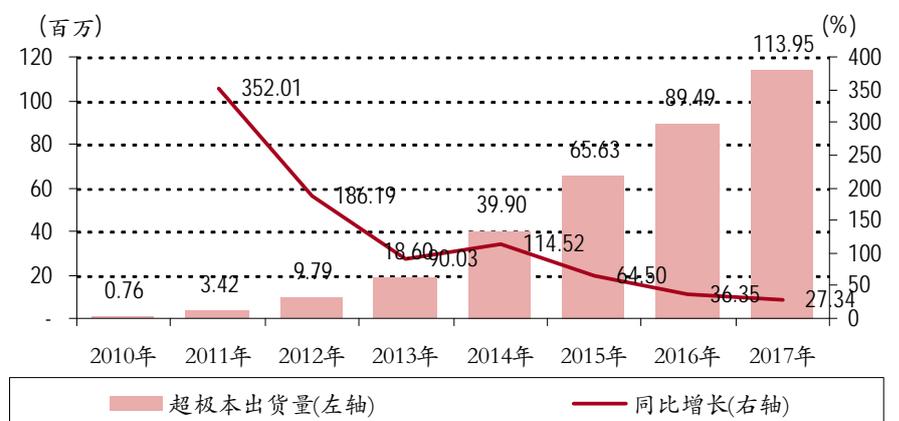


资料来源: Gartner

超级本是另一块潜在的新增量市场。从 2011 年-2012 年情况来看超级本市场并没有实现大的爆发，这其中即有微软 Win8 系统的问题也有超级本成本过高价格难以为消费接受的原因。2013 年三季度末开始，超级本的情况有所好转。

Gartner 的一份预测数据显示，2014 年超级本出货量将达到 3990 万台，对比 2013 年将同比增长 114.52%，在此后的三年中，超级本出货量的增速将维持在 27%-65% 之间。我们认为超级本市场也将步上高清化的路线，本身出货量的增长和高清化显示要求共同造就背光的新增市场。

图表 13. 超级本市场增长情况预测



资料来源: Gartner

LED 背光市场自身增长与采购链向大陆转移共同构成增长主线

我们认为，背光市场本身的增长与采购链由台湾向大陆转移将共同造就聚飞光电未来的增长。就拉动力度来看，采购链的转移可能来得更大。

我们观察台湾和大陆几家主要的背光 LED 厂商情况如下：

大陆主要的背光厂商瑞丰光电和东山精密 LED 背光产品主要集中在大尺寸，2012 年背光收入分别为 2.5 亿元和 4.73 亿元。瑞丰光电和东山精密的背光收入在过去几年高速增长主要来自于对台湾背光厂商份额的侵蚀及 LED 背光电视渗透率的提升。从大尺寸背光收入规模来看，聚飞光电仍然远小于瑞丰光电和东山精密。

台湾主要的 LED 背光器件厂商是隆达电子、亿光电子和东贝光电，2012 年 LED 营业收入规模分别为人民币 17.70 亿元、23.10 亿元和 45.10 亿元，这其中背光收入分别为 10.62 亿元、15.48 亿元和 31.57 亿元。相较于大陆厂商来说，台湾厂商切入背光供应链较早，下游客户和产品覆盖更广。

我们认为，大陆背光厂商具备台湾背光厂商所不具备的一系列优势：

配套方便。大陆主要背光厂多在面板厂、终端厂商集中地，配套较方便，具备成本优势，可以随时响应客户需求。

反应迅速。大陆背光厂商对比台湾厂商机制更为灵活，反应更快速。可以最大程度满足客户的生产弹性，缩短生产周期，使客户得以更快的应对变化快速的终端市场。

图表 14. 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	主营产品概况	产品营收占比	LED 产品营收 (人民币亿元)
瑞丰光电	照明与背光并重，国内主要电视背光供应商之一。	背光 50%，照明 40%，其他 10%。	5.00
东山精密	以大尺寸为主，主要应用于液晶电视。	90%背光，其他 10%。	5.25
隆达电子	以大尺寸 LED 背光为主，友达集团是大客户。LED 照明 ODM、OEM 为主，营收比重快速增长。	60%背光，照明 30%，其他 10%。	17.70
亿光电子	以中小尺寸 LED 背光为主，已经推出 LED 照明品牌，LED 照明 23%，大尺寸背光 17%，照明比重逐渐提高。	小尺寸背光 50%，红外 10%。	23.10
东贝光电	以 LED 背光为主，是台湾最大的 LED 电视背光源厂商，LED 照明在大力发展之中。	70%背光，照明 20%，其他 10%。	45.10

资料来源：中银国际

闪光灯业务将在明年大放异彩

依托背光产品的技术基础，聚飞光电向高单体价值、高毛利率的闪光灯业务突破。这一块业务，历来为飞利浦、首尔半导体、亿光、欧斯朗等国际厂商垄断，具备高价值和盈利能力的特点，聚飞光电自研的新产品具备价格优势大、产品品质与国际厂商相同的特点，具备极大市场竞争力。我们判断公司的闪光灯产品将首先在国产智能手机厂商中打开局面，成为明年公司业绩增长的一大亮点。

苹果发布最新旗舰产品 iPhone5S，配备双 LED 闪光灯。5S 采用的同一黄一白双闪光灯，用以提供不同的色温，一个是冷色，一个是暖色，可以根据不同环境自行调节。双闪光灯可以使夜间成像效果更好，使智能手机的成像满足用户更高的要求。我们判断，在苹果的带动下双闪光灯将在未来一段时间成为高端旗舰机的标配，在更长的一段时间里向下渗透至中低端市场。

图表 15. iPhone 5S 的双闪光灯



资料来源：中关村在线

LED 照明是潜在的增长点

2013 年上半年，聚飞光电的照明 LED 收入为 4,390 万元，占主营业务收入 13.79%，同比增速慢于背光业务。我们认为照明 LED 是公司潜在的增长点。

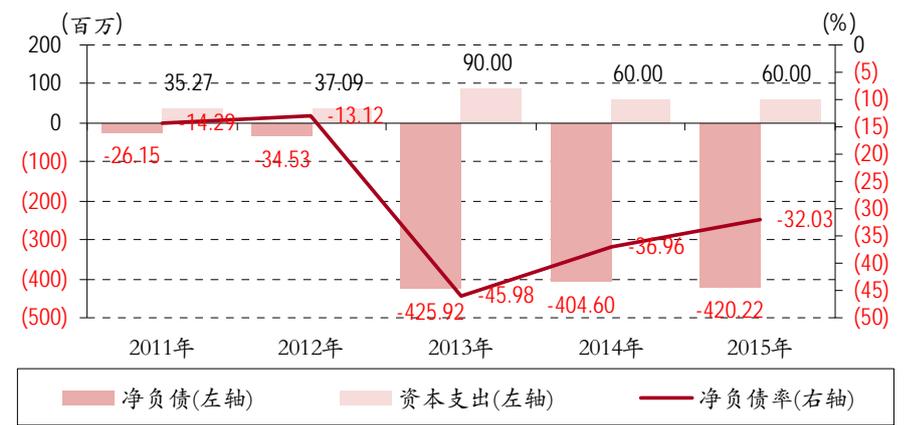
目前来看，公司并未在 LED 照明业务上发力，但是客户布局已经具备。聚飞光电目前已经切入勤上光电、洲明科技、阳光照明和雷士等优质的 LED 照明厂商供应链，产品主要应用于高端的出口照明产品上。

从 LED 照明市场的发展来看，2014 年 LED 照明市场需求将真正开始高增长。LEDinside 的预测数据显示，未来一年 LED 照明产值将增长 47.8%。LED 照明产品价格的下跌将使市场需求进一步启动。

财务状况

聚飞光电一直保持净现金状态，我们判断随着背光需求及照明需求的扩大，公司在未来几年将维持一定的资本投入，但是总体来看，公司的经营稳健，财务状况将保持健康。

图表 16. 聚飞光电财务状况



资料来源：公司数据，中银国际研究预测

投资风险

照明产品价格大幅下滑影响毛利率

从长期来看，LED照明产品的价格将呈下降趋势，如果公司的小尺寸背光LED产品更新换代变慢，将直接影响小尺寸背光LED的毛利率。

大尺寸背光LED的收入增速加快，在产品结构中的占比提升，而大尺寸背光LED的毛利率低于传统小尺寸背光LED产品，将带来毛利率上的压力。

大尺寸背光LED客户份额突破低于预期

大尺寸背光LED将成为未来两年公司业绩增长的主要来源，如果公司在下游客户中份额的提升速度低于预期，将使规模增长受到限制。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入	347	495	723	1,127	1,557
销售成本	(221)	(335)	(500)	(795)	(1,105)
经营费用	(36)	(54)	(76)	(115)	(156)
息税折旧前利润	99	120	164	243	327
折旧及摊销	(10)	(13)	(17)	(26)	(30)
经营利润(息税前利润)	89	106	147	217	296
净利息收入/(费用)	0	11	13	13	13
其他收益/(损失)	1	(10)	(12)	(14)	(17)
税前利润	91	107	147	215	292
所得税	(11)	(16)	(19)	(27)	(37)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	80	92	129	188	255
核心净利润	80	92	129	188	255
每股收益(人民币)	0.37	0.42	0.59	0.86	1.17
核心每股收益(人民币)	0.37	0.42	0.59	0.86	1.17
每股股息(人民币)	0.05	0.01	0.12	0.13	0.19
收入增长(%)	21	43	46	56	38
息税前利润增长(%)	18	19	38	48	37
息税折旧前利润增长(%)	21	21	37	48	34
每股收益增长(%)	23	14	41	46	36
核心每股收益增长(%)	23	14	41	46	36

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
税前利润	91	107	147	215	292
折旧与摊销	10	13	17	26	30
净利息费用	(0)	(11)	(13)	(13)	(13)
运营资本变动	(41)	(72)	(86)	(152)	(163)
税金	(11)	(16)	(19)	(27)	(37)
其他经营现金流	3	20	31	29	24
经营活动产生的现金流	52	42	79	79	135
购买固定资产净值	(37)	(61)	(90)	(60)	(60)
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	0	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(37)	(61)	(90)	(60)	(60)
净增权益	0	482	0	0	0
净增债务	1	(15)	0	0	0
支付股息	(1)	(25)	(29)	(40)	(59)
其他融资现金流	0	(6)	0	0	0
融资活动产生的现金流	(0)	436	(29)	(40)	(59)
现金变动	15	417	(40)	(21)	16
期初现金	41	55	472	432	411
公司自由现金流	15	(8)	1	32	87
权益自由现金流	16	(23)	1	32	87

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	55	472	432	411	426
应收帐款	97	219	320	499	689
库存	37	45	67	107	149
其他流动资产	97	120	171	263	360
流动资产总计	286	856	991	1,280	1,625
固定资产	109	142	214	248	278
无形资产	0	0	0	0	0
其他长期资产	1	2	4	9	18
长期资产总计	110	144	219	257	295
总资产	397	1,000	1,209	1,537	1,920
应付帐款	96	163	243	386	537
短期债务	21	6	6	6	6
其他流动负债	14	23	32	47	63
流动负债总计	131	192	281	440	606
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	3	2	2	2	2
股本	60	136	218	218	218
储备	204	669	709	877	1,094
股东权益	263	805	926	1,095	1,312
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	397	1,000	1,209	1,537	1,920
每股帐面价值(人民币)	1.21	3.70	4.26	5.03	6.03
每股有形资产(人民币)	1	4	4	5	6
每股净负债/(现金)(人民币)	(0)	(2)	(2)	(2)	(2)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	28.7	24.2	22.7	21.6	21.0
息税前利润率(%)	25.7	21.5	20.3	19.2	19.0
税前利润率(%)	26.2	21.6	20.4	19.1	18.8
净利率(%)	23.1	18.5	17.8	16.7	16.4
流动性					
流动比率(倍)	2.2	4.5	3.5	2.9	2.7
利息覆盖率(倍)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.9	4.2	3.3	2.7	2.4
估值					
市盈率(倍)	59.4	52.1	37.0	25.4	18.7
核心业务市盈率(倍)	59.4	52.1	37.0	25.4	18.7
目标价对应核心业务市盈率(倍)	75.0	65.7	46.7	32.0	23.6
市净率(倍)	18.1	5.9	5.1	4.4	3.6
价格/现金流(倍)	25.1	71.5	60.4	60.2	35.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)					
周转率					
存货周转天数	56.4	44.8	41.0	40.0	42.2
应收帐款周转天数	88.5	116.6	136.2	132.6	139.3
应付帐款周转天数	88.6	95.4	102.4	101.8	108.1
回报率					
股息支付率(%)	0.2	0.0	0.5	0.6	0.8
净资产收益率(%)	35.9	17.1	14.9	18.6	21.2
资产收益率(%)	23.0	13.0	11.6	13.8	15.0
已运用资本收益率(%)	37.2	21.4	18.3	22.5	25.5

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

研究报告中所提及的有关上市公司

洲明科技 (300232 .CH/人民币 16.79; 未有评级)
勤上光电 (002638 .CH/人民币 10.24; 谨慎买入)
雷士照明 (2222 .HK/港币 1.82; 未有评级)
东山精密 (002384.CH/人民币 21.35; 未有评级)
瑞丰光电 (300241.CH/人民币 10.85; 谨慎买入)
苹果 (AAPL .OQ/美元 526.45; 未有评级)
海信电器 (600060.CH/人民币 11.43; 未有评级)
创维数码 (0751.HK/港币 3.86; 未有评级)
TCL (000100.CH/人民币 2.39; 未有评级)
中兴通讯 (000063 .CH/人民币 15.58; 买入)
联想集团 (0992.HK/港币 8.42; 买入)
亿光 (2393.TW /新台币 55.20; 未有评级)
隆达电子 (3698.TW/新台币 24.80; 未有评级)
东贝光电 (2499.TW/新台币 22.25; 未有评级)

以 2013 年 11 月 6 日当地货币收市价为标准
本报告所有数字均四舍五入

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371