

## 聚飞光电

### 电视背光需求回暖，LED 照明器件具备较大弹性

#### 行业基本面保持高景气

根据瑞银集团对照明龙头厂商的跟踪，LED 照明增长迅速，行业维持高景气。其中 2013Q4 飞利浦 LED 照明业务收入同比增长 48%，欧司朗亦表示 LED 照明业务 2013Q4 销售额同比增长 28%。另外，根据相关台湾 LED 公司公布的 2014 年 1 月份营收情况来看，普遍显示出淡季不淡的态势。

#### 电视背光需求回暖，公司电视背光业务上客户储备充足

近期品牌电视机厂商重新导入直下式 LED 背光、同时受显示分辨率提升影响，电视背光需求回暖明显。我们认为公司在电视背光业务上目前处于明确的放量阶段，公司客户包括几乎所有的国内一线品牌以及优质的二线品牌，成长动力扎实。

#### LED 照明器件业务具备较大弹性

我们认为市场低估了公司 LED 照明器件业务的弹性。LED 照明不一定采用低价冲量的商业模式；像公司这样通过产品性能、品质在中高端的 B2B 市场逐步形成一定的品牌和口碑应是一种更为理性和长久的策略，且规避了短期费用激增带来的业绩不确定性。随着 LED 照明需求进一步放量，公司 LED 照明器件具备较大的扩张弹性。

#### 估值：维持“买入”评级，目标价上调至 32 元

我们长期看好公司在照明 LED 业务的弹性，以及公司在闪光灯等新业务上的技术储备，因此我们调整了公司长期盈利预测假设。我们预计公司 2013-2015 年 EPS 分别为 0.61/0.86/1.01 元，基于瑞银 VCAM 贴现现金流模型，在 WACC 假设为 10.2% 的情况下，上调目标价至 32.00 元（原 28.40 元），给予“买入”评级，2013/14/15 年 PE 分别为 52.45/37.2/31.68 倍。

#### Equities

中国

电子元件与设备

12 个月评级	买入	
	保持不变	
12 个月目标价	Rmb32.00	之前: Rmb28.40
股价	Rmb27.62	
路透代码: 300303.SZ 彭博代码 300303 CH		
交易数据和主要指标		
52 周股价波动范围	Rmb28.00-10.64	
市值	Rmb6.01 十亿/US\$0.99 十亿	
已发行股本	218 百万 (ORDA)	
流通股比例	41%	
日均成交量(千股)	2,801	
日均成交额(Rmb 百万)	Rmb68.0	
普通股股东权益 (12/13E)	Rmb0.92 十亿	
市净率 (12/13E)	6.5x	
净债务 / EBITDA	NM	
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)		
	UBS	市场预测
12/13E	0.61	0.63
12/14E	0.86	0.88
12/15E	1.01	1.16

张孝达

分析师

S1460513110001

xiaoda.zhang@ubssecurities.com

+86-21-3866 8986

重要数据 (Rmb 百万)	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
营业收入	288	347	495	754	1,169	1,494	1,713	1,981
息税前利润(UBS)	73	85	95	152	215	257	278	297
净利润 (UBS)	65	80	92	133	187	220	235	250
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.40	0.50	0.44	0.61	0.86	1.01	1.08	1.15
每股股息 (Rmb)	0.00	0.00	0.15	0.08	0.06	0.09	0.10	0.11
净债务 / (现金)	21	35	466	507	544	604	719	821
盈利能力和估值	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
息税前利润率(%)	25.4	24.5	19.2	20.2	18.4	17.2	16.2	15.0
ROIC (EBIT) (%)	52.0	43.5	33.5	40.4	44.7	41.5	37.5	34.9
EV/EBITDA(core)x	-	-	-	33.2	23.8	19.9	18.1	16.6
市盈率 (UBS, 稀释后) (x)	-	-	-	45.2	32.1	27.3	25.6	24.0
权益 FCF (UBS) 收益率 %	-	-	-	1.0	0.8	1.3	2.3	2.2
净股息收益率(%)	-	-	-	0.3	0.2	0.3	0.4	0.4

资料来源：公司报告、Thomson Reuters、UBS 估算。UBS 给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。估值：根据该年度的平均股价得出，(E)：根据 2014 年 02 月 17 日 22 时 27 分的股价(Rmb27.62)得出；

# 投资主题

## 聚飞光电

### 投资理由

公司已经在中小尺寸 LED 背光器件上建立了国际竞争优势，在国内主要品牌手机厂商中份额达 35% 以上，并在持续提升。其他成长驱动因素包括：逐步进入到海外品牌手机供应链中，国产品牌手机销量增长，手机屏幕平均尺寸在变大等。因此我们预计公司小尺寸背光业务仍具备显著的成长性。

电视 LED 背光器件上公司已经导入到长虹、创维、海信等国产一线品牌厂商供应链中，2013Q3 开始放量，我们预计未来两年将处于高成长期。同时公司有选择性地开展照明 LED 器件业务，回避价格过低、不挣钱的订单；在手机闪光灯等新业务上也具有技术储备，构成公司长期的成长逻辑。

我们预计公司 2013-2015 年 EPS 分别为 0.61/0.86/1.01 元，基于瑞银 VCAM 贴现现金流模型，在 WACC 假设为 10.2% 的情况下，推导出目标价 32 元，给予“买入”评级，2013/14/15 年 PE 分别为 52.45/37.2/31.68 倍。

### 乐观情景

若 2014 年公司电视 LED 背光业务将占到国内市场份额 7%，我们预计公司 2014 年 EPS 可望达到 0.90 元，对应每股估值 33.48 元。

### 悲观情景

若 2014 年公司电视 LED 背光业务将占到国内市场份额 4%，我们预计公司 2014 年 EPS 可望达到 0.83 元，对应每股估值 30.88 元。

### 近期催化剂

若：小尺寸背光产品份额持续提升；大尺寸背光产品导入超预期；照明 LED 器件放量超预期；手机 LED 闪光灯等新业务开始放量。

12 个月评级

买入

12 个月目标价

Rmb32.00

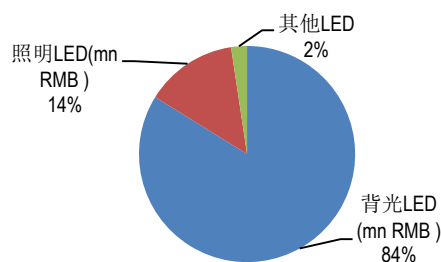
### 公司简介

深圳聚飞光电成立于 2005 年 9 月，主要开发和生产 SMDLED 器件的研发、生产与销售，主要产品为背光 LED 器件和照明 LED 器件，是国家火炬计划重点高新技术企业。公司依托自身研发和生产实力，受益于电子供应链内陆化趋势，实现小尺寸背光 LED 的快速稳定增长。中大尺寸背光 LED 和闪光灯业务有望成为公司收入增长新亮点。2012 年公司收入为 4.95 亿元，净利润为 0.92 亿元。

### 行业展望

在 LED 照明逐步启动的背景下，整体行业景气度较高。在公司所主要从事的背光 LED 器件领域，小尺寸背光依然受智能手机渗透率提升拉动、保持较快成长，我们预计行业集中度将进一步往国内优势企业集中；电视 LED 背光业务有明显地往国内转移趋势，少数几家厂商将有望受益于此趋势。

### 收入按业务分布, 2013H1(%)



来源: WIND

### 各类业务的毛利

mn RMB	2011	2012	2013E	2014E	2015E
背光 LED	111.75	138.78	208	310	351
照明 LED	7.12	14.41	19	26	42
其他 LED	3.44	3.85	9.38	16.88	36.02
合计	122.31	157.04	236.38	352.88	429.02

来源: WIND, 瑞银证券估算

## 行业基本面保持高景气，淡季不淡

根据瑞银集团对照明龙头厂商的跟踪，LED 照明增长迅速，行业维持高景气。其中 2013Q4 飞利浦 LED 照明业务收入同比增长 48%，欧司朗亦表示 LED 照明业务 2013Q4 销售额同比增长 28%。

另外，根据相关台湾 LED 公司公布的 2014 年 1 月份营收情况来看，普遍显示出淡季不淡的态势。包括东贝 2013 年 1 月营收同比增长 9%，环比增长 23%；隆达同比增长 28%，环比增长 11%；新世纪同比增长 38%，环比增长 30%。

## 小尺寸 LED 背光器件依然具备显著成长性

公司小尺寸 LED 背光占华为、联想、中兴、酷派等主要品牌手机厂商 35% 以上份额，并在持续提升过程中。其他成长驱动因素包括：逐步进入到海外品牌手机供应链中，国产品牌手机销量增长，手机屏幕平均尺寸在变大等。另外，平板电脑 LED 背光器件技术要求、客户与手机接近，我们预计公司也将导入相关产业链。因此公司小尺寸背光业务应仍具备显著的成长性。

## 电视背光需求回暖，公司电视背光业务上客户储备优于竞争对手

我们在此前的《LED 行业报告：LED 照明启动，看好行业结构性机会》中提到预计 2014 年电视背光需求好于市场预期，主要原因包括：（1）导光板成本降低，考虑到厚度及美观影响，LED 电视背光模组有转回测光式的趋势；（2）电视平均尺寸持续增大；（3）高分辨率电视比例提升。

而近期电视背光需求有明显的回暖迹象，与不断增加的 LED 照明需求共同推升行业景气度。

区别于国内其他背光 LED 封装厂商依靠个别大客户的情形，公司在电视背光封装器件上客户包括几乎所有的国内一线品牌以及优质的二线品牌，成长动力扎实。我们认为公司在电视背光业务上目前处于明确的放量阶段，从市场容量、公司客户储备情况推断，高成长在未来两年将得到延续。

## LED 照明器件业务具备较大弹性

我们认为市场低估了公司 LED 照明器件业务的弹性：（1）LED 照明不一定采用低价冲量的商业模式，像公司这样通过产品性能、品质在中高端的 B2B 市场逐步形成一定的品牌和口碑应是一种更为理性和长久的策略；（2）行业本身方面，未来随着 LED 照明需求进一步放量，国际巨头逐步介入国内市场，行业竞争应由单纯的价格竞争理性回归到价格、品质并重，符合公司要求的优质订单也有望逐步涌现。

公司在 LED 照明市场上已经形成一定的品牌影响力和口碑，在技术和营销方面不断加强投入，未来可以依据市场情况进行扩产（封装扩产周期较短，一般而言在 2-3 个月左右）。我们认为公司在 LED 照明器件上具备较大的扩张弹性，未来存在超预期的可能性。

## 新业务储备构成公司长期成长动力

公司新产品储备包括智能手机和平板电脑等智能终端的 LED 闪光灯等。我们预计双闪光灯未来将成为行业趋势，随着双闪光灯普及率提升，智能手机 LED 闪光灯市场在未来三年有望呈快速增长趋势。

## 看好公司长期竞争力

公司是一家出色的 LED 封装企业，对自身定位不是低价策略，而是依靠技术、交货周期、满足客户个性化需求等综合优势。

技术方面，公司技术实力仅次于三星，与台湾厂商相比也处于中高端的位置，全面领先于国内厂商；交货周期方面，公司通用产品交期三天以内，非通用产品交期七天以内（主要竞争对手交期通常是 1-2 周）；客服响应速度上，做到深圳市范围内 4 小时内到达客户现场，广东省内 8 小时内到达客户现场，省外视情况在 24 小时内到达客户现场。

## 估值：维持“买入”评级，目标价上调至 32 元

基于行业景气度、公司各项业务进展情况、以及未来业绩存在超预期的可能性等多方面因素考虑，我们上调公司目标价。

我们长期看好公司在照明 LED 业务的弹性，以及公司在闪光灯等新业务上的技术储备，因此我们调整了公司长期盈利预测假设。我们预计公司 2013-2015 年 EPS 分别为 0.61/0.86/1.01 元，基于瑞银 VCAM 贴现现金流模型，在 WACC 假设为 10.2% 的情况下，上调目标价至 32.00 元，给予“买入”评级，2013/14/15 年 PE 分别为 52.45/37.2/31.68 倍。

# 聚飞光电 (300303.SZ)

损益表(Rmb 百万)	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	12/16E	12/17E
营业收入	288	347	495	754	52.3	1,169	55.1	1,494	1,713	1,981
毛利	102	125	160	235	47.0	353	49.7	429	473	523
息税折旧摊销前利润(UBS)	80	95	109	166	53.1	230	38.4	273	295	315
折旧和摊销	(7)	(10)	(13)	(14)	5.3	(15)	6.0	(16)	(17)	(18)
息税前利润(UBS)	73	85	95	152	59.8	215	41.4	257	278	297
联营及投资收益	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他非营业利润	1	5	1	1	9.7	1	0.0	1	1	1
净利息	(1)	0	11	3	-71.2	4	31.5	0	(2)	(4)
例外项目(包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	73	91	107	156	45.9	220	41.0	259	277	294
税项	(8)	(11)	(16)	(23)	-49.8	(33)	-41.0	(39)	(41)	(44)
税后利润	65	80	92	133	45.2	187	41.0	220	235	250
优先股股息及少数股权	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润(本地 GAAP)	65	80	92	133	45.2	187	41.0	220	235	250
净利润(UBS)	65	80	92	133	45.2	187	41.0	220	235	250
税率(%)	11.3	11.7	14.6	15.0	2.7	15.0	0.0	15.0	15.0	15.0
<b>每股(Rmb)</b>	<b>12/10</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13E</b>	<b>%</b>	<b>12/14E</b>	<b>%</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>
每股收益(UBS 稀释后)	0.40	0.50	0.44	0.61	39.7	0.86	41.0	1.01	1.08	1.15
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	0.40	0.50	0.44	0.61	39.7	0.86	41.0	1.01	1.08	1.15
EPS(UBS, 基本)	0.40	0.50	0.44	0.61	39.7	0.86	41.0	1.01	1.08	1.15
每股股息净值(Rmb)	0.00	0.00	0.15	0.08	-43.9	0.06	-27.4	0.09	0.10	0.11
每股账面价值	1.13	1.63	3.85	4.23	9.9	5.03	18.9	5.95	6.93	7.97
平均股数(稀释后)	161.95	161.95	209.42	217.60	3.9	217.60	0.0	217.60	217.60	217.60
<b>资产负债表(Rmb 百万)</b>	<b>12/10</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13E</b>	<b>%</b>	<b>12/14E</b>	<b>%</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>
现金和现金等价物	41	55	472	517	9.5	556	7.5	620	737	841
其他流动资产	162	231	384	326	-15.1	473	45.3	608	686	797
流动资产总额	203	286	856	843	-1.6	1,029	22.1	1,228	1,423	1,638
有形固定资产净值	83	109	142	180	26.9	219	21.7	262	309	360
无形固定资产净值	0	0	0	1	49.6	1	50.5	1	2	2
投资/其他资产	1	1	2	17	708.9	29	70.6	39	45	48
总资产	287	397	1,000	1,040	4.0	1,277	22.9	1,530	1,778	2,049
应付账款和其他短期负债	81	110	186	110	-41.0	171	56.2	219	252	294
短期债务	20	21	6	10	59.42	12	20.00	16	18	20
流动负债总额	101	131	192	120	-37.7	183	53.2	235	270	314
长期债务	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其它长期负债	3	3	2	0	-	0	-	0	0	0
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
总负债(包括优先股)	104	134	195	120	-38.4	183	53.2	235	270	314
普通股股东权益	183	263	805	920	14.2	1,094	18.9	1,295	1,508	1,735
少数股东权益	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
负债和权益总计	287	397	1,000	1,040	4.0	1,277	22.9	1,530	1,778	2,049
<b>现金流量表(Rmb 百万)</b>	<b>12/10</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13E</b>	<b>%</b>	<b>12/14E</b>	<b>%</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>
净利润(支付优先股股息前)	65	80	92	133	45.2	187	41.0	220	235	250
折旧和摊销	7	10	13	14	5.3	15	6.0	16	17	18
营运资本变动净值	(20)	(41)	(72)	(21)	71.5	(93)	-352.8	(90)	(45)	(72)
其他营业性现金流	3	2	9	(4)	-	3	-	1	3	6
经营性现金流	55	52	42	123	194.6	112	-8.5	147	209	203
有形资本支出	(35)	(37)	(61)	(61)	-0.1	(66)	-8.7	(68)	(70)	(73)
无形资本支出	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净(收购)/处置	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他投资性现金流	3	0	0	0	-	0	-	0	0	0
投资性现金流	(32)	(37)	(61)	(61)	-0.1	(66)	-8.7	(68)	(70)	(73)
已付股息	(9)	0	0	(20)	-	(9)	55.4	(18)	(24)	(28)
股份发行/回购	0	0	482	0	-	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	0	0	(6)	0	95.12	0	-	0	0	0
债务及优先股变化	(1)	1	(15)	4	-	2	-46.34	4	2	2
融资性现金流	(11)	1	461	(17)	-	(7)	58.2	(14)	(22)	(26)
现金流量中现金的增加/(减少)	12	16	442	45	-89.9	39	-13.0	65	117	104
外汇/非现金项目	(1)	(1)	(25)	0	-	0	-	0	0	0
资产负债表现金增加/(减少)	11	15	417	45	-89.3	39	-13.0	65	117	104

资料来源: 公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

# 聚飞光电 (300303.SZ)

估值(x)	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
P/E (本地 GAAP, 稀释后)	-	-	-	44.8	31.8	27.1	25.3	23.8
市盈率 (UBS, 稀释后)	-	-	-	44.8	31.8	27.1	25.3	23.8
股价/每股现金收益	-	-	-	40.5	29.4	25.3	23.6	22.2
权益 FCF (UBS) 收益率 %	-	-	-	1.0	0.8	1.3	2.3	2.2
净股息收益率(%)	-	-	-	0.3	0.2	0.3	0.4	0.4
市净率	-	-	-	6.5	5.4	4.6	3.9	3.4
企业价值/营业收入(核心)	-	-	-	7.3	4.6	3.6	3.1	2.6
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	-	-	-	32.9	23.6	19.7	18.0	16.4
企业价值/息税前利润(核心)	-	-	-	NM	25.2	20.9	19.1	17.4
企业价值/经营性自由现金流(核心)	-	-	-	NM	24.5	20.5	18.7	17.2
企业价值/运营投入资本	-	-	-	NM	NM	8.7	7.2	6.1
<b>企业价值 (Rmb 百万)</b>	<b>12/10</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13E</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>
市值	-	-	-	5,958	5,958	5,958	5,958	5,958
净债务 (现金)	(15)	(28)	(250)	(486)	(525)	(574)	(662)	(770)
少数股东权益	0	0	0	0	0	0	0	0
养老金拨备/其他	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>企业价值总额</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>5,472</b>	<b>5,433</b>	<b>5,384</b>	<b>5,296</b>	<b>5,188</b>
- 非核心资产	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>核心企业价值</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>5,472</b>	<b>5,433</b>	<b>5,384</b>	<b>5,296</b>	<b>5,188</b>
<b>增长率(%)</b>	<b>12/10</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13E</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>
营业收入	60.5	20.6	42.7	52.3	55.1	27.7	14.7	15.6
息税折旧摊销前利润(UBS)	42.1	19.7	14.1	53.1	38.4	18.7	7.9	7.0
息税前利润(UBS)	40.8	16.6	12.0	59.8	41.4	19.6	8.0	7.1
每股收益(UBS 稀释后)	-59.9	23.1	-11.7	39.7	41.0	17.4	6.9	6.3
每股股息净值	-	-	-	-43.9	-27.4	41.0	17.4	6.9
<b>利润率与盈利能力(%)</b>	<b>12/10</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13E</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>
毛利率	35.6	36.2	32.3	31.2	30.1	28.7	27.6	26.4
息税折旧摊销前利润率	27.7	27.5	21.9	22.1	19.7	18.3	17.2	15.9
息税前利润率	25.4	24.5	19.2	20.2	18.4	17.2	16.2	15.0
净利 (UBS) 率	22.6	23.1	18.5	17.6	16.0	14.7	13.7	12.6
ROIC (EBIT)	52.0	43.5	33.5	40.4	44.7	41.5	37.5	34.9
税后投资资本回报率	46.1	38.4	28.6	34.4	38.0	35.2	31.9	29.7
净股东权益回报率(UBS)	42.0	35.9	17.1	15.4	18.6	18.4	16.8	15.4
<b>资本结构与覆盖率</b>	<b>12/10</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13E</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>
净债务/息税折旧摊销前利润	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
净债务/总权益	(11.6)	(13.1)	(57.8)	(55.1)	(49.7)	(46.7)	(47.7)	(47.3)
净债务/(净债务 + 权益)	(13.1)	(15.1)	NM	NM	(98.8)	(87.5)	(91.1)	(89.9)
净债务/企业价值	-	-	-	(9.3)	(10.0)	(11.2)	(13.6)	(15.8)
资本支出 / 折旧 %	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
资本支出/营业收入(%)	12.3	10.7	12.3	8.1	5.7	4.6	4.1	3.7
息税前利润/净利息	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	70.0
股息保障倍数 (UBS)	-	-	2.9	7.3	14.1	11.7	10.7	10.6
股息支付率 (UBS) %	-	-	34.3	13.8	7.1	8.5	9.4	9.4
<b>分部门收入 (Rmb 百万)</b>	<b>12/10</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13E</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>
其他	288	347	495	754	1,169	1,494	1,713	1,981
<b>总计</b>	<b>288</b>	<b>347</b>	<b>495</b>	<b>754</b>	<b>1,169</b>	<b>1,494</b>	<b>1,713</b>	<b>1,981</b>
<b>分部门息税前利润 (Rmb 百万)</b>	<b>12/10</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13E</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>
其他	73	85	95	152	215	257	278	297
<b>总计</b>	<b>73</b>	<b>85</b>	<b>95</b>	<b>152</b>	<b>215</b>	<b>257</b>	<b>278</b>	<b>297</b>

资料来源：公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

## 预测回报率

---

预测股价涨幅	+15.9%
预测股息收益率	0.2%
预测股票回报率	+16.1%
市场回报率假设	9.6%
预测超额回报率	+6.5%

---

## 风险声明

毛利率下滑；小尺寸 LED 背光市场竞争格局恶化。

## 要求披露

本报告由瑞银证券有限责任公司（瑞银集团的关联机构）编制。瑞银集团（UBS AG）、其子公司、分支机构及关联机构，在此统称为 UBS（瑞银）。

关于 UBS（瑞银）管理利益冲突以及保持其研究产品独立性的方法、历史业绩表现、以及有关 UBS（瑞银）研究报告投资建议的更多披露，请访问：[www.ubs.com/disclosures](http://www.ubs.com/disclosures)。股价表现图中的数字指的是过去的表现，而过去的表现并不是一个可靠的、可用来预测将来结果的指标。如有需要，可提供更多信息。瑞银证券有限责任公司是经中国证券监督管理委员会批准具有证券投资咨询业务资格的机构。

**分析师声明：**每位主要负责编写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：就本报告中所提及的证券或每家发行人，（1）本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法，并且以独立的方式表述（包括与瑞银相关的部分）；（2）分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无直接或间接的关系。

### 瑞银投资研究：全球股票评级定义

瑞银 12 个月评级	定义	覆盖 <sup>1</sup>	投资银行服务 <sup>2</sup>
买入	股票预期回报超出市场回报预期 6% 以上。	44%	36%
中性	股票预期回报在市场回报预期 ±6% 范围内。	45%	35%
卖出	股票预期回报低于市场回报预期 6% 以上。	11%	23%
瑞银短期评级	定义	覆盖 <sup>3</sup>	投资银行服务 <sup>4</sup>
买入	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内上涨。	低于 1%	低于 1%
卖出	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内下跌。	低于 1%	低于 1%

资料来源：瑞银。上述评级分布为截止至 2013 年 12 月 31 日。

1: 全球范围内，12 个月评级类别中此类公司占全部公司的比例。2: 12 个月评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。3: 全球范围内，短期评级类别中此类公司占全部公司的比例。4: 短期评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。

**主要定义** **预测股票收益率（FSR）** 指在未来的 12 个月内，预期价格涨幅加上股息总收益率 **市场收益率假设（MRA）** 指一年期当地利率加上 5%（假定的并非预测的股票风险溢价） **处于观察期（UR）：** 分析师有可能将股票标记为“处于观察期”，以表示该股票的目标价位/或评级近期可能会发生变化--通常是对可能影响投资卖点或价值的事件做出的反应 **短期评级** 反映股票的预期近期（不超过三个月）表现，而非基本观点或投资卖点的任何变 **股票目标价** 的投资期限为未来 12 个月。

**例外和特殊案例** **英国和欧洲投资基金的评级和定义：** **买入：** 结构、管理、业绩、折扣等因素积极； **中性：** 结构、管理、业绩、折扣等因素中性； **减持：** 结构、管理、业绩、折扣等因素消极。 **主要评级段例外（CBE）：** 投资审查委员会（IRC）可能会批准标准区间（+/-6%）之例外。IRC 所考虑的因素包括股票的波动性及相应公司债务的信贷息差。因此，被视为很高或很低风险的股票可能会获得较高或较低的评级段。当此类例外适用的时候，会在相关研究报告中“公司披露表”中对其进行确认。

对本报告作出贡献的由 UBS Securities LLC 任何非美国关联公司雇佣的分析师并未在全美证券经纪商协会（NASD）和纽约证券交易所（NYSE）注册或具备这两家机构所认可的分析师资格，因此不受 NASD 和 NYSE 有关与对象公司沟通、在公众场合露面以及分析师账户所持证券交易的规则中提及内容的限制。对本报告作出贡献的每一家关联公司名称以及该关联公司雇佣的分析师姓名见下文。

瑞银证券有限责任公司：张孝达。

### 涉及报告中提及的公司的披露

公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
聚飞光电	300303.SZ	买入	不适用	Rmb27.62	2014 年 02 月 17 日

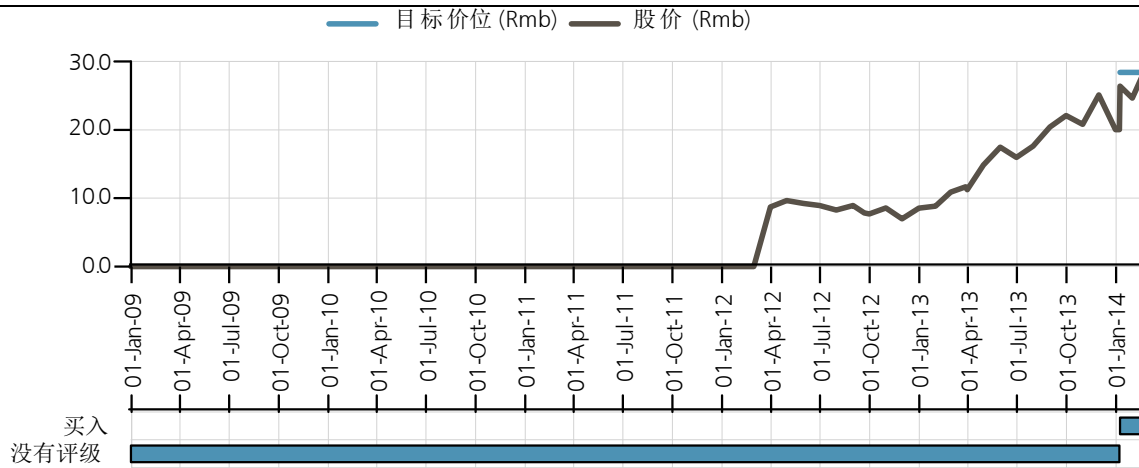
资料来源：UBS(瑞银)。所有价格均为当地市场收盘价

本表中的评级是本报告出版之前最新公布的评级，它们可能会晚于股票定价日期。

除非特别指出，请参考这份报告中的“价值与风险”章节。



## 聚飞光电 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至 2014 年 2 月 17 日

## 全球声明

本文件由瑞银证券有限责任公司(瑞银集团的关联机构)编制。瑞银集团(UBS AG)、其子公司、分支机构及关联机构,在此统称为UBS(瑞银)。

本文件仅在法律许可的情况下发放。本文件不面向或供属于存在后述情形之任何地区、州、国家或其他司法管辖区公民、居民或位于其中的任何人或实体使用;在该等司法管辖区中,发表、提供或使用该文件违反法律或监管规定,或者令瑞银须满足任何注册或许可要求。本文件仅为提供信息而发表;既不是广告,也不是购买或出售任何金融工具或参与任何具体交易策略的要约邀请或要约。除了有关瑞银的信息外,瑞银没有对本文件所含信息(“信息”)的准确性、完整性或可靠性做出任何明示或暗示的声明或保证。本文件无意对文中涉及的证券、市场及发展提供完整的陈述或总结。瑞银不承诺更新信息或使信息保持最新。本文件中所表述的任何观点皆可在不发出通知的情形下做出更改,也可能不同于或与瑞银其他业务集团或部门所表述的观点相反。本文件中所有基于第三方的内容均为瑞银对第三方提供的数据、信息和/或观点的解释,这些数据、信息和/或观点由第三方公开发表或由瑞银通过订购取得,对这些数据、信息和/或观点的使用和解释未经第三方核对。

本文件所包含的任何投资策略或建议并不构成适合投资者特定情况的投资建议或个人投资建议。市场有风险,投资需谨慎。本文件中所述金融工具不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售。期权、衍生产品和期货未必适合所有投资者,并且此类金融工具的交易存在很大风险。住房抵押支持证券和资产支持证券可能有很高的风险,而且可能由于利率变化或其他市场因素而出现巨大的波动。外汇汇率可能对本文件所提及证券或相关工具的价值、价格或收益带来负面影响。有关投资咨询、交易执行或其他方面的问题,客户应联系其当地的销售代表。

任何投资的价值或收益皆有可能下跌和上涨,而投资者有可能无法全额取回已投资的金额。过去的表现并不一定能预示未来的结果。瑞银或其董事、员工或代理人均不对由于使用本文件全部或部分信息而遭致的损失(包括投资损失)或损害负责。

本文件中所述任何价格只作资讯之用而并不代表对个别证券或其他金融工具的估值,亦不代表任何交易可以或曾可能在该等价格成交。任何价格并不必然反映瑞银内部簿记和记录或理论上基于模型的估值,以及可能基于的若干假设。基于瑞银或其他任何来源的不同假设可能会产生非常不同的结果。

研究部门仅基于瑞银投行研究部管理层的判断开始撰写、更新或终止对相关证券的研究。本文件所包含的分析基于各种假设,不同假设可能导致分析结果出现重大不同。负责撰写本文件的分析师可能为了收集、使用和解释市场信息而与交易人员、销售人员和其他相关方沟通。瑞银利用信息隔离墙控制瑞银内部一个或多个领域,部门、集团或关联机构之间的信息流动。撰写本文件的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层(不包括投行部)全权决定。分析师的薪酬不是基于瑞银投行部收入而定,但是分析师的薪酬可能与瑞银投行整体收入有关;其中包括投行部、销售与交易业务。

对于可在某个欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银集团,其关联或下属机构(不包括瑞银证券有限责任公司(美国))担任发行人金融工具的做市商或流动性提供者(按照英国对此类术语的解释)时,此类信息在本研究文件中另行披露,但流动性提供者的活动按照任何其他欧洲国家法律和法规的定义开展时除外。对于可在某个非欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银担任做市商时,此类信息在本文件中另行具体披露,但此类活动是在美国按照相关法律和法规的定义开展时除外。瑞银可能进行了价值基于本文件所提及一种或一种以上金融工具的权证。瑞银及其关联机构和它们的员工可能持有本文件所述金融工具或衍生品的多头或空头头寸,或作为委托人买卖此类金融工具或衍生品;此类交易或头寸可能与本文件中所表述的观点不一致。

**英国和欧洲其他地区:** 除非在此特别申明,本文件由UBS Limited提供给符合资格的交易对手或专业客户。UBS Limited由英国审慎监管局(PRA)授权并由英国金融市场行为监管局(FCA)和英国审慎监管局监管。**法国:** 由UBS Limited编制,UBS Limited和UBS Securities France S.A.分发。UBS Securities France S.A.受法国审慎监管局(ACPR)和金融市场管理局(AMF)监管。如果UBS Securities France S.A.的分析师参与本文件的编制,本文件也将被视同由UBS Securities France S.A.编制。

**德国:** 由UBS Limited编制,UBS Limited和UBS Deutschland AG分发。UBS Deutschland AG受德国联邦金融监管局(BaFin)监管。**西班牙:** 由UBS Limited编制,UBS Limited和UBS Securities España SV, SA分发。UBS Securities España SV, SA受西班牙国家证券市场委员会(CNMV)监管。**土耳其:** 由UBS Limited分发。本文件中没有任何信息是为了在土耳其共和国以任何形式发行、推介和销售任何资本市场工具和服务而准备的。因此,本文件不得被视为是向土耳其共和国居民发出的或将要发出的要约。瑞银集团未获得土耳其资本市场委员会根据《资本市场法》(法律编号:6362)规定颁发的许可。因此,在未经土耳其资本市场委员会事先批准的情况下,本文件或任何其他涉及金融工具或服务的发行材料不得用于向土耳其共和国境内的任何人提供任何资本市场服务。但是,根据第32号法令第15(d)(ii)条之规定,对于土耳其共和国居民在海外买卖证券,则没有限制。**波兰:** 由UBS Limited (spolka z ograniczona odpowiedzialnoscia) Oddzial w Polsce分发。**俄罗斯:** 由UBS Securities CJSC编制并分发。**瑞士:** 仅由UBS AG向机构投资者分发。**意大利:** 由UBS Limited和UBS Italia Sim S.p.A.分发。UBS Italia Sim S.p.A.受意大利银行和证券交易所监管委员会(CONSOB)监管。如果UBS Italia Sim S.p.A.的分析师参与本文件的编制,本文件也将被视同由UBS Italia Sim S.p.A.编制。

**南非:** 由JSE的授权用户及授权金融服务提供商UBS South Africa (Pty) Limited分发。**以色列:** 本文件由UBS Limited分发,UBS Limited由英国审慎监管局(PRA)授权并由英国金融市场行为监管局(FCA)和英国审慎监管局监管。UBS Securities Ltd是由以色列证券监管局(ISA)监管的持牌投资推介商。UBS Limited及其在以色列之外成立的关联机构未获得《以色列顾问法》所规定的许可。本材料仅发放给且/或仅面向《以色列顾问法》所定义的“合格投资者”,任何其他人不应依赖本材料或根据本材料采取行动。**沙特阿拉伯:** 本文件由瑞银集团(及/或其子公司、分支机构或关联机构)分发。瑞银集团是一家上市的公司,成立于瑞士,注册地址为Aeschenvorstadt 1, CH-4051 Basel and Bahnhofstrasse 45, CH-8001 Zurich。本文件已获UBS Saudi Arabia(瑞银集团子公司)的批准,该公司是瑞银集团在沙特阿拉伯王国设立的一家沙特封闭式股份公司,商业注册号1010257812,注册地址Tatweer Towers, P.O. Box 75724, Riyadh 11588, Kingdom of Saudi Arabia。UBS Saudi Arabia获沙特资本市场管理局授权开展证券业务,并接受其监管,业务牌照号08113-37。**美国:** 由UBS Securities LLC或UBS AG的分支机构--UBS Financial Services Inc.分发给美国投资者;或由UBS AG未注册为美国经纪人或交易商的业务部门、分支机构或关联机构(“非美国关联机构”)仅分发给美国主要机构投资者。UBS Securities LLC或UBS Financial Services Inc.对通过其发送给美国投资者的、由非美国关联机构编制的文件所含的内容负责。所有美国投资者对本文件所提及证券的交易必须通过UBS Securities LLC或UBS Financial Services Inc.,而非通过非美国关联机构执行。**加拿大:** 由UBS Securities Canada Inc.或瑞银集团另外一家已经注册或被免除注册义务的可以在加拿大开展业务的关联机构分发。UBS Securities Canada Inc.是一家经过注册的加拿大投资经纪商和加拿大投资者保护基金成员。**巴西:** 除非具体说明,否则由UBS Brasil CCTVM S.A.分发给居住在巴西的有资格投资者,包括:(i)金融机构,(ii)保险公司和投资资本公司,(iii)补充性养老金实体;(iv)金融投资额高于\$300,000.00雷亚尔的实体、经过书面确认为合格投资者;(v)投资基金;(vi)由Comissão de Valores Mobiliários (CVM)授权的证券投资组合经理及证券顾问;(vii)联邦政府、各州、市建立的社保系统。**香港:** 由UBS Securities Asia Limited分发。**新加坡:** 由UBS Securities Pte. Ltd(mica (p) 107/09/2013 and Co. Reg. No.: 198500648C)或UBS AG新加坡分行分发。任何由此项分析或文件衍生或有关之事宜,请向UBS Securities Pte Ltd, 一新加坡财务顾问法案(第110章)定义下之豁免财务顾问;或向UBS AG新加坡分行, 一新加坡财务顾问法案(第110章)定义下之豁免财务顾问及依据新加坡银行法(第19章)持照执业,并由新加坡金融管理局监管之批发银行联系。此文件之接收方声明并保证其为依据证券及期货法(第289章)定义下之认可及机构投资者。**日本:** 由UBS Securities Japan Co., Ltd. 仅向机构投资者分发。当本文件由UBS Securities Japan Co., Ltd.编制,则UBS Securities Japan Co., Ltd.为本文件的作者,出版人及发布人。由UBS AG, Tokyo Branch 分发给与外汇及其他银行业务相关的专业投资者(除非另有许可)。**澳大利亚:** 1) 由UBS AG(澳大利亚金融服务执照号:231087)和/或UBS Securities Australia Ltd(澳大利亚金融服务执照号:231098)分发。本文件所含信息在准备过程中并未考虑任何投资者的目标、财务状况或需求,因此投资者在根据相关信息采取行动之前应咨询独立顾问、并考量任何其他相关文件(包括任何产品披露声明)。UBS AG被授权在澳大利亚提供与外汇合约有关的金融产品建议,因此UBS AG负责给出所有外汇及汇率方面的一般建议。**新西兰:** 由UBS New Zealand Ltd分发。本文件所载信息和建议仅供了解一般信息之用。即使任何此类信息或建议构成财务建议,它们也并未考虑任何人的具体财务状况或目标。我们建议本文件的接收方向其财务顾问寻求针对其具体情况的建议。**迪拜:** 由UBS AG Dubai Branch分发,仅供专业客户使用,不供在阿联酋境内进一步分发。

**韩国:** 由UBS Securities Pte. Ltd.首尔分行于韩国分发。本文件可能不时由UBS Securities Pte. Ltd.首尔分行之关联机构校订或编制。**马来西亚:** 本文件获准由UBS Securities Malaysia Sdn. Bhd (253825-x)于马来西亚分发。**印度:** Prepared by UBS Securities India Private Ltd. 2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051. 电话号码: +912261556000 SEBI注册号: NSE 现金交易: INB230951431, NSE 期货与期权: INF230951431; BSE 现金交易: INB010951437。

由UBS Limited编制的本文件中披露的内容应受英国法律监管并依据英国法律解释。未经瑞银事先书面许可,瑞银明确禁止全部或部分地再分发本文件。瑞银对第三方的该等行为不承担任何责任。图像中可能包含受第三方版权、商标及其它知识产权保护的元素。© UBS 2014 版权所有。钥匙标识与UBS都是瑞银注册与未注册的商标。本公司保留所有权利。

由UBS Limited编制的本文件中披露的内容应受英国法律监管并依据英国法律解释。未经瑞银事先书面许可,瑞银明确禁止全部或部分地再分发本文件。瑞银对第三方的该等行为不承担任何责任。图像中可能包含受第三方版权、商标及其它知识产权保护的元素。© UBS 2014 版权所有。钥匙标识与UBS都是瑞银注册与未注册的商标。本公司保留所有权利。

由UBS Limited编制的本文件中披露的内容应受英国法律监管并依据英国法律解释。未经瑞银事先书面许可,瑞银明确禁止全部或部分地再分发本文件。瑞银对第三方的该等行为不承担任何责任。图像中可能包含受第三方版权、商标及其它知识产权保护的元素。© UBS 2014 版权所有。钥匙标识与UBS都是瑞银注册与未注册的商标。本公司保留所有权利。

由UBS Limited编制的本文件中披露的内容应受英国法律监管并依据英国法律解释。未经瑞银事先书面许可,瑞银明确禁止全部或部分地再分发本文件。瑞银对第三方的该等行为不承担任何责任。图像中可能包含受第三方版权、商标及其它知识产权保护的元素。© UBS 2014 版权所有。钥匙标识与UBS都是瑞银注册与未注册的商标。本公司保留所有权利。

由UBS Limited编制的本文件中披露的内容应受英国法律监管并依据英国法律解释。未经瑞银事先书面许可,瑞银明确禁止全部或部分地再分发本文件。瑞银对第三方的该等行为不承担任何责任。图像中可能包含受第三方版权、商标及其它知识产权保护的元素。© UBS 2014 版权所有。钥匙标识与UBS都是瑞银注册与未注册的商标。本公司保留所有权利。

