聚飞光电(300303.SZ)

LED 背光龙头，横向拓展实现高速成长

评级：买入 前次：

目标价（元）：26.2-26.6

分析师 陈运红 S0740513080002 021-2035198 chenyh@r.qlzq.com.cn

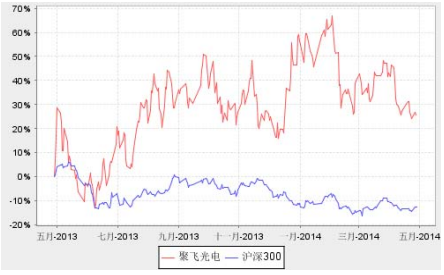
联系人 王永辉 021-20315201 wangyh@r.qlzq.com.cn

2014 年 5 月 16 日

基本状况

总股本(百万股)	217.60
流通股本(百万股)	123.47
市价(元)	21.27
市值(百万元)	4628.35
流通市值(百万元)	2626.24

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入（百万元）	495.19	753.63	1,088.4	1,493.2	1,985.5
营业收入增速	42.74%	52.19%	44.42%	37.19%	32.97%
净利润增长率	14.15%	43.06%	39.16%	31.97%	26.45%
摊薄每股收益（元）	0.67	0.60	0.84	1.11	1.40
前次预测每股收益（元）	—	—	—	—	—
市场预测每股收益（元）	—	—	0.83	1.12	1.46
偏差率（本次-市场/市	—	—	0.89%	-1.33%	-4.29%
市盈率（倍）	20.30	33.25	27.05	20.50	16.21
PEG	1.43	0.77	0.69	0.64	0.61
每股净资产（元）	5.92	4.21	4.85	5.95	7.35
每股现金流量（元）	0.31	0.72	0.66	0.75	0.98
净资产收益率	11.36%	14.30%	17.28%	18.57%	19.01%
市净率	2.31	4.75	4.67	3.81	3.08
总股本（百万元）	136.00	217.60	217.60	217.60	217.60

备注：市场预测取聚源一致预期

投资要点

- **产业转移驱动国内 LED 背光行业持续成长：**LED 背光源是液晶面板中背光模组的关键原材料，主要下游终端产品为手机、笔记本、显示器、以及电视等。采用 LED 背光源的液晶面板在终端产品渗透率的提升带来 LED 背光源等关键原材料行业近 5 年 30%以上的高成长。我们认为，在渗透率驱动后期，受益于 LED 背光源行业下游液晶面板产业链转移趋势，国内 LED 背光优势企业将依靠相对比较优势实现成长。
- **LED 背光龙头，横向拓展实现持续成长：**聚飞光电是国内 LED 背光龙头，其盈利能力、管理效率、以及业绩成长性是行业中最好的公司之一，近 6 年公司收入和净利润复合增长率分别为 48%及 34%。公司以小尺寸背光业务成功发展中积累的优质客户资源、技术、以及高效管理等优势为基础，实施向中大尺寸背光器件、LED 照明器件、光学膜、以及闪光灯等业务横向拓展的发展策略。我们看好公司未来 3 年持续成长性，其业绩的驱动力主要来自于三方面：其一，在产业转移趋势下，传统背光业务保持 30%以上增长；其二，新业务光学膜 2014 年下半年开始贡献业绩，成为公司新的利润增长极；其三：LED 照明业务带来公司业绩的潜在向上弹性。
  - **小尺寸背光业务加快国际市场开拓，持续增长提供稳定现金流：**小尺寸背光业务为公司核心驱动业务，营收占比 60%以上。受益于智能手机渗透率提升，2008~2013 年公司小尺寸业务实现 39%复合增长，至 2013 年实现收入 4.65 亿元。在手机渗透率达到 90%以上饱和趋势下，我们认为，产能转移、智能终端高清化及大屏化等趋势仍将驱动国内小尺寸背光行业持续增长，公司小尺寸业务将通过切入韩国、台湾供应链及国内市场份额提升实现 3 年 20%左右持续增长。
  - **中大尺寸背光业务打开成长空间：**国内中大尺寸 LED 背光器件主要依赖于韩国、台湾、以及日本进口，2012 年公司开始进入中大尺寸背光器件领域，2013 年实现收入 1.6 亿元，同比增长 210%。目前公司在一、二线液晶电视供应链厂商的客户布局已初具规模，我们认为公司通过将小尺寸背光业

务发展中积累的管理、响应能力、以及交货周期短等核心优势复制在中大尺寸领域，打开成长空间

- **光学膜产品 2014 年下半年开始贡献业绩，为公司新的利润增长极：**国内光学膜产业已经进入产能转移初期，国内面板大厂主导光学膜国产化打开进口替代空间（国产化率不足 10%的）。2013 年，公司设立控股子公司聚飞光学从事手机背光模组用的光学膜生产，2014 年 5~6 月产品进入量产阶段。我们认为依托在背光领域的客户资源优势，公司光学膜产品将实现市场快速导入，成为其新的利润增长极。
- **战略布局 LED 照明，潜在增长点待爆发**。LED 照明行业进入新一轮高景气周期的背景下，基于规模与效益的判断，公司实施战略布局 LED 照明业务的策略。目前公司照明业务已初具规模，主要产品用于日光灯、球泡灯、平面灯、广告背光照明等领域，并成为勤上光电、洲明科技、以及阳光照明等优质大客户的供货商。我们认为，考虑到 LED 照明器件的技术较为成熟，行业客户粘合度较低，以及市场导入期短等特点，公司 LED 照明器件业务爆发的向上弹性较大。

- **盈利预测与估值：**我们预计公司 2014-2016 年 EPS 分别为 0.84、1.11、及 1.40 元，同比增长 39%、32%、及 27%。对应动态市盈率 26X、19X、及 15X，我们看好公司的传统背光业务及新业务光学膜的增长，同时照明 LED 器件业务带来公司业绩的潜在向上弹性，首次覆盖给予“买入”的投资评级。
- **风险提示：**1.产品综合毛利率下滑风险；2.行业竞争加剧风险；3.新业务低于预期风险。

内容目录

聚飞光电：LED 背光龙头，核心竞争优势清晰 ..... - 5 -
产业转移驱动国内 LED 背光行业持续成长 ..... - 7 -
背光业务稳定增长，光学膜进入量产期 ..... - 10 -
小尺寸业务加快国际市场拓展，持续增长提供稳定现金流 ..... - 10 -
中大尺寸背光客户布局初具规模，市场份额有望快速提升 ..... - 12 -
光学膜产品进入量产期，市场导入后成为新的增长极 ..... - 12 -
战略布局 LED 照明，潜在增长点待爆发 ..... - 14 -
业绩预测与投资建议 ..... - 15 -
收入结构及期间费用预测 ..... - 15 -
相对估值：26.6 ..... - 17 -
DCF 绝对估值：26.2 ..... - 17 -
投资建议：目标价 26.2~26.6 元，“买入”评级 ..... - 18 -
风险提示 ..... - 18 -

图表目录

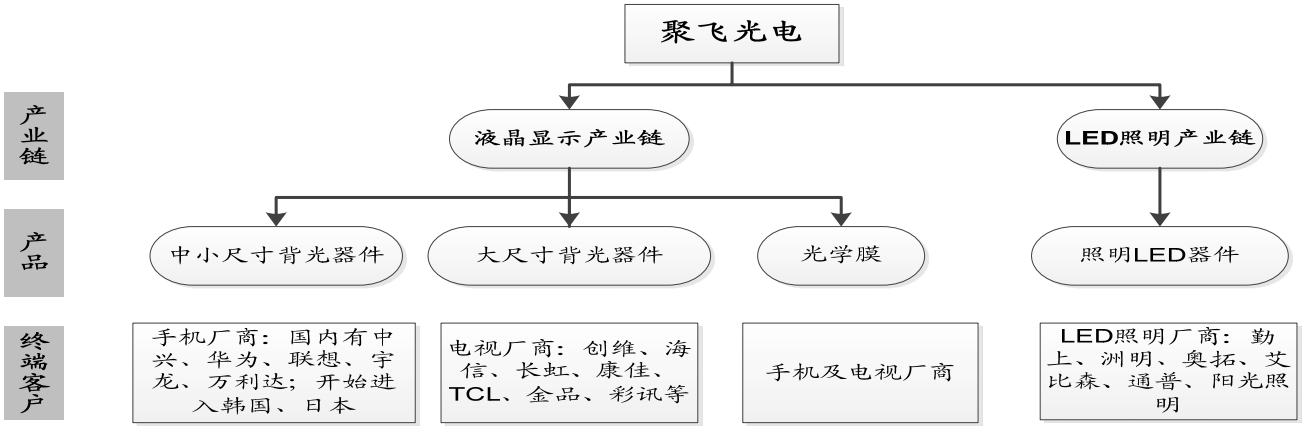
图表 1：聚飞光电产品结构 ..... - 5 -
图表 2：聚飞光电收入 6 年复合增长率为 48.33% ..... - 5 -
图表 3：聚飞光电净利润 6 年复合增长率为 34% ..... - 5 -
图表 4：聚飞光电收入结构预测 ..... - 6 -
图表 5：聚飞光电毛利结构预测 ..... - 6 -
图表 6：聚飞光电竞争优势显著：ROE、期间费用率、存货周转天数等盈利及运营指标优于其它公司 ..... - 6 -
图表 7：聚飞的大客户策略有效开拓客户 ..... - 7 -
图表 8：聚飞的精益管理体系 ..... - 7 -
图表 9：聚飞光电存货周转率优于行业 ..... - 7 -
图表 10：聚飞光电期间费用率低于行业 ..... - 7 -
图表 11：TFT LCD 成本构成 ..... - 8 -
图表 12：TFT LCD 中背光模组成本构成 ..... - 8 -
图表 13：我国 TFT LCD 产业需求与产能严重不匹配 ..... - 8 -
图表 14：TFT-LCD 主要组成结构 ..... - 9 -
图表 15：从玻璃基板产能看全球液晶面板产能转移趋势 ..... - 9 -
图表 16：聚飞光电的生产成本构成 ..... - 10 -
图表 17：国内企业具有相对比较优势 ..... - 10 -
图表 18：我国智能手机出货量 ..... - 11 -
图表 19：我国市场手机屏幕尺寸 ..... - 11 -

图表 20: 我国市场手机屏幕分辨率 ..... - 11 -
图表 21: 2014 年世界移动通信大会重点移动终端产品：高清化，大屏化成为趋势 - 11 -
图表 22: 全球中尺寸 TFT-LCD 出货量 ..... - 12 -
图表 23: 全球大尺寸 TFT-LCD 出货量 ..... - 12 -
图表 24: TFT-LCD 面板结构示意图 ..... - 13 -
图表 25: 全球增亮膜市场份额 ..... - 13 -
图表 26: 全球扩散膜市场份额 ..... - 13 -
图表 27: 全球 LED 照明产品渗透率快速提升 ..... - 14 -
图表 28: 全球 LED 照明产品市场 ..... - 14 -
图表 29: 聚飞光电 LED 照明器件收入 ..... - 15 -
图表 30: 聚飞光电 LED 照明器件业务毛利率 ..... - 15 -
图表 31: 聚飞光电收入结构预测 ..... - 16 -
图表 32: 聚飞光电盈利预测假设 ..... - 17 -
图表 33: 聚飞光电与可比公司对比 ..... - 17 -
图表 34: 聚飞光电 DCF 绝对估值 ..... - 18 -
图表 35: 财务预测简表 ..... - 19 -

聚飞光电：LED 背光龙头，核心竞争优势清晰

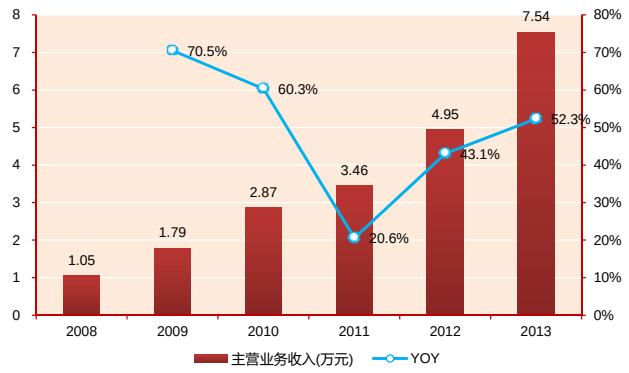
- **国内 LED 背光龙头：**聚飞光电为国内 LED 背光器件龙头，小尺寸背光业务市场份额在 30%以上，近 6 年公司收入和净利润复合增长率分别为 48%及 34%。公司以小尺寸背光业务成功发展中积累的优质客户资源、技术、以及高效管理等优势为基础，实施向中大尺寸背光器件、LED 照明器件、光学膜、以及闪光灯等业务横向拓展的发展策略。从产品结构看，公司的成长逻辑主要体现在三方面：
  - 其一：通过切入国内外品牌厂商液晶显示供应链实现背光 LED 及光学膜业务的成长；
  - 其二：在 LED 照明渗透率提升驱动 LED 照明全产业链步入新一轮高景气周期下，战略布局照明业务并使之成为公司潜在爆发点；
  - 其三：依托在背光领域积累的客户资源优势，通过横向扩张实现新业务的开拓。

图表 1：聚飞光电产品结构



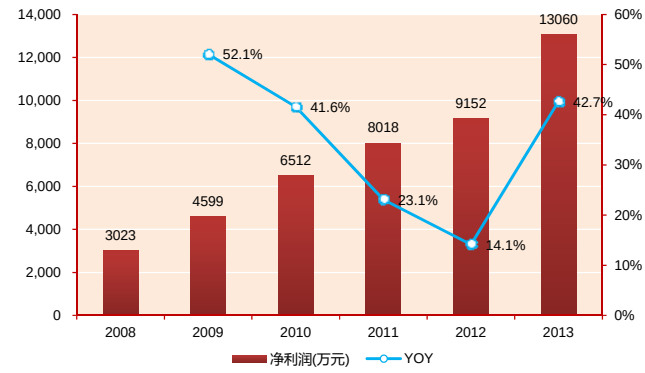
来源：齐鲁证券研究所

图表 2：聚飞光电收入 6 年复合增长率为 48.33%



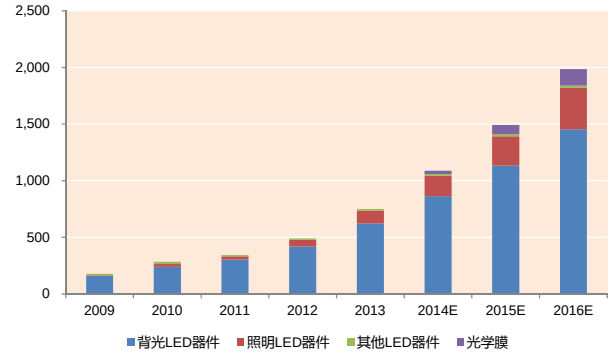
来源：齐鲁证券研究所

图表 3：聚飞光电净利润 6 年复合增长率为 34%



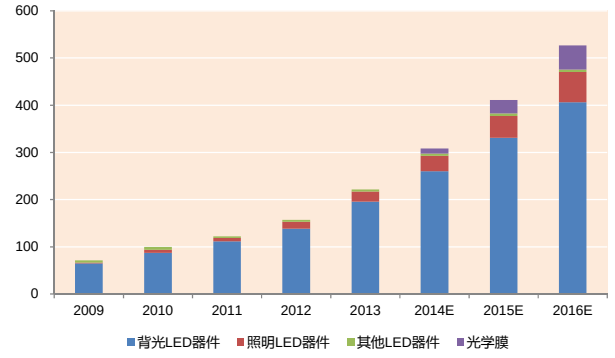
来源：齐鲁证券研究所

图表 4：聚飞光电收入结构预测



来源：齐鲁证券研究所，注：单位，百万元

图表 5：聚飞光电毛利结构预测



来源：齐鲁证券研究所，注：单位，百万元

- **核心竞争优势清晰：**聚飞光电处于 LED 封装环节，从行业属性看，封装行业为典型成本驱动型行业，有效的成本控制能力（包括生产、交货、以及管理成本等）是封装公司优秀竞争力的体现。公司在小尺寸背光业务发展中积累的核心优势是主要体现在以下方面：
  - **高性价比产品：**公司通过技术及工艺创新提升产品品质及性价比，目前 LED 背光产品品质处于业内领先，且价格低于台湾及韩国等主要竞争对手同类产品 10%~15%；
  - **大客户策略：**大客户策略有效提升聚飞的品牌影响力并快速提高市场占有率。公司采用“DELL 模式”以直接销售为主的销售模式，通过制定“种子”计划识别并开拓大客户，目前公司已经切入国内主要终端品牌厂商供应链。
  - **精益化管理：**公司通过信息化系统平台对销售订单、生产制造、以及质量追溯等产品生产及销售的全过程进行管理，有效提升运作效率、缩短交货周期、以及优化库存管理；
  - **快速响应能力：**消费电子产品生命周期短、产品跌价快、以及创新周期短等特点要求供应商具备快速响应能力。公司生产部门通过实施精益生产优化生产周期。目前公司产品的交货周期优于竞争对手，以通用产品为例，公司的交期周期为三天以内，主要竞争对手交期通常是 1-2 周。

图表 6：聚飞光电竞争优势显著：ROE、期间费用率、存货周转天数等盈利及运营指标优于其它公司

项目名称	聚飞光电	瑞丰光电	雷曼光电	国星光电	鸿利光电	万润科技	亿光(TW)	东贝(TW)
收入规模(亿元)	7.54	9.82	3.5	11.42	7.35	4.36	51.03	14.66
毛利率(%)	29.6	20.68	31.4	25.7	24.81	29.78	25.01	18.25
ROE(%)	15.3	9.93	2.4	5.3	7.52	8.68	9.23	3.47
期间费用率(%)	8.94	11.85	24.99	16.72	14.88	18.34		
员工人数(人)	721	1481	780	2899	1150	1074	7753	1588
人均销售额(万元/人)	104.6	66.3	44.9	39.4	63.9	40.6	65.8	92.3
存货周转天数(天)	38.4	46.9	136.9	108.7	47.09	91.46	40.1	123.25

来源：Wind，齐鲁证券研究所

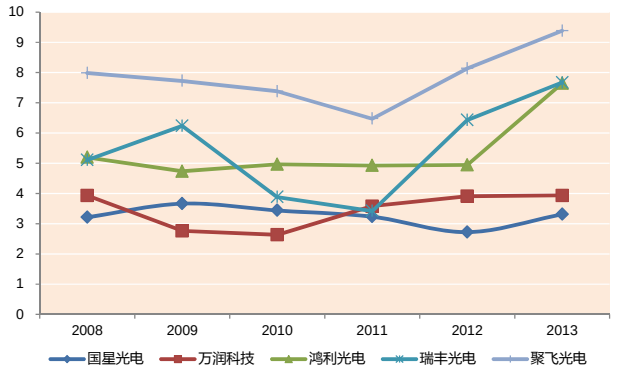
图表 7：聚飞的大客户策略有效开拓客户

来源：公司资料，齐鲁证券研究所

图表 8：聚飞的精益管理体系

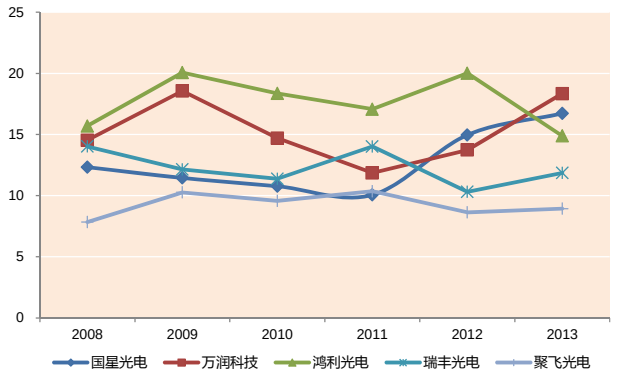
来源：公司资料，齐鲁证券研究所

图表 9：聚飞光电存货周转率优于行业



来源：齐鲁证券研究所

图表 10：聚飞光电期间费用率低于行业

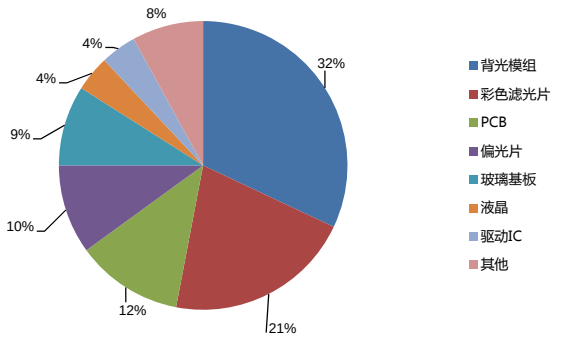


来源：齐鲁证券研究所

产业转移驱动国内 LED 背光行业持续成长

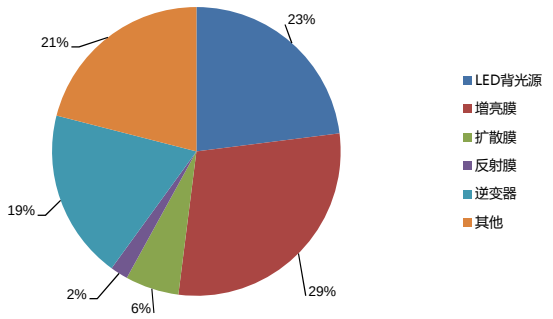
- 聚飞光电的 LED 背光源及光学膜产品是 LED 背光液晶面板（TFT LCD）中背光模组的关键原材料，主要下游终端产品为手机、笔记本、显示器、以及电视等。LED 背光液晶面板在手机等终端产品渗透率的提升带来 LED 背光源等关键原材料行业近 5 年 30%以上高速成长。
- 在渗透率驱动后期（目前全球手机、笔记本、显示器、以及电视的 LED 液晶面板渗透率分别达 95%、90%、85%、以及 75%左右），我们认为，未来 3 年 LED 背光行业的成长主要来自于下游液晶面板产业由海外市场向国内转移的趋势。**我们从四个方面来讨论产业转移下国内液晶面板产业链的成长性，间接证明国内 LED 背光及光学膜行业的成长性。**

图表 11：TFT LCD 成本构成



来源：公司资料，齐鲁证券研究所

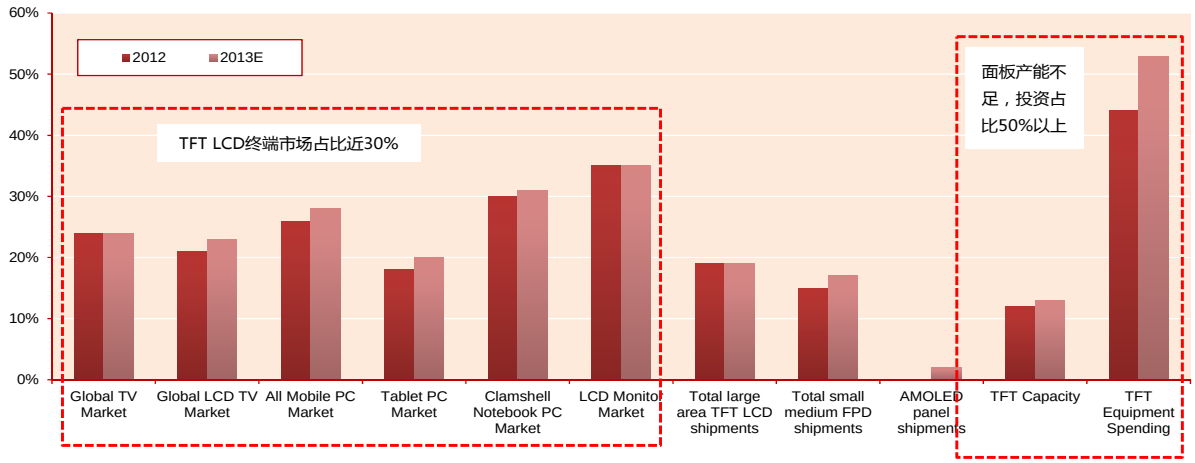
图表 12：TFT LCD 中背光模组成本构成



来源：公司资料，齐鲁证券研究所

- **第一：需求与供给不匹配：**我国为全球最大的手机、笔记本、显示器、以及电视等终端产品的制造地和消费地，出货量占比均在 50%以上，市场消费占比近 30%。而国内终端产品的原材料液晶面板生产能力仅占全球的 13%左右，随着近年来我国液晶面板投资的大幅增加，全球占比将从 2013 年的 53%提升至 2015 年的 70%以上。

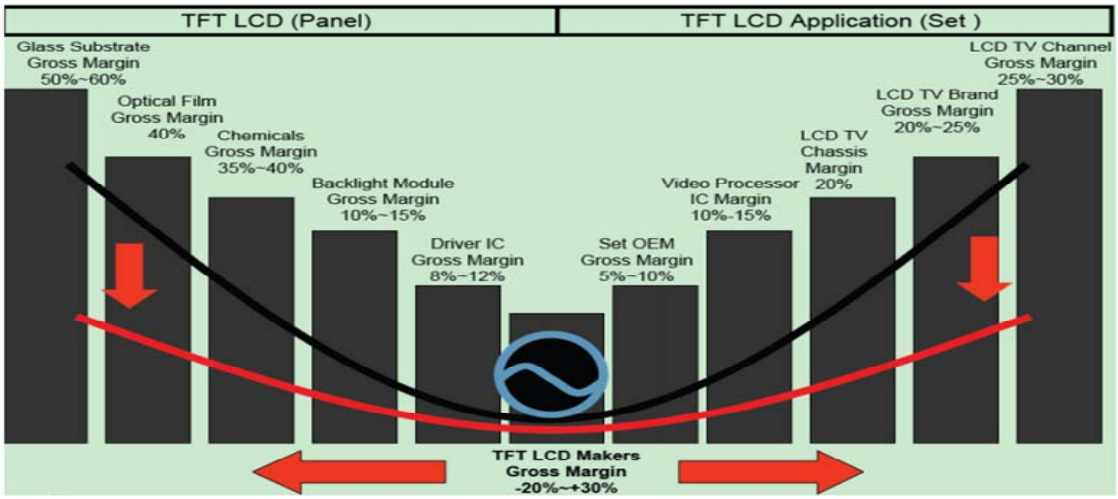
图表 13：我国 TFT LCD 产业需求与产能严重不匹配



来源：Displaysearch，齐鲁证券研究所

- **第二：关键原材料进口替代空间大：**目前国内液晶面板关键原材料玻璃基板、光学膜、以及背光模组等主要依赖于韩国、台湾、以及日本等地进口，其中，玻璃基板主要被国外企业垄断，康宁、旭硝子等占全球 80%以上的市场份额；光学膜主要为国外企业，国产化率不足 10%；背光模组主要为台湾及韩国等企业。

图表 14：TFT-LCD 主要组成结构

主要结构	毛利率(%)	全球主要公司	市场竞争格局
玻璃基板	50%-60%	康宁、旭硝子等	主要被国外企业垄断，全球前三占80%以上市场份额
彩色滤光片	0-20%	日本凸版、大日本印刷等	主要是国外企业
光学膜	40%	3M、Taesan LCD等	主要是国外企业，国内企业主要为康得新
驱动IC	8%-12%	德州仪器，三星等	主要为国外企业
背光模组	15%-25%	台湾瑞仪等	主要为台湾、韩国等地企业
价值链			

来源：公开资料，Display search，齐鲁证券研究所

- **第三：投资驱动产能转移：**近年来国内企业、三星、以及 LG 等在中国投资加速新建产品线，根据 Displaysearch 数据，全球占比将从 2013 年的 53%提升至 2015 年的 70%以上。以玻璃基板为例，按照 2 年投资周期测算，2015 年底全球产能占比将提升至 39%，较 2013 年形成 2 倍空间，产能释放将带动产业链配套产品需求增长。

图表 15：从玻璃基板产能看全球液晶面板产能转移趋势

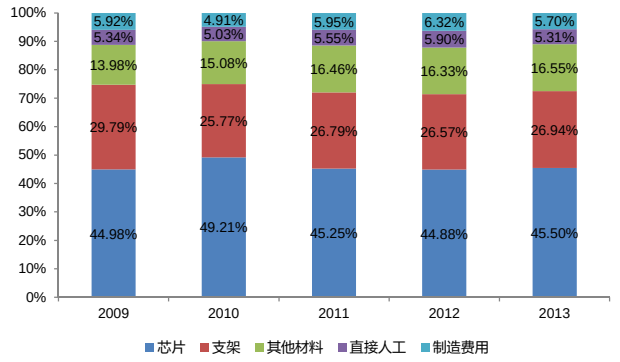
	Q4'13玻璃基饭投入(千片/月)	Q4'15玻璃基饭投入(千片/月)	Q4'13玻璃基饭投入市场份额	Q4'15玻璃基饭投入市场份额
China	255	667	19%	39%
Japan	124	113	9%	7%
Korea	797	789	60%	46%
Taiwan	147	157	12%	8%
Global	1,323	1,726	100%	100%

来源：Display search，齐鲁证券研究所，注：数据为全球八代 TFT-LCD 液晶玻璃投入基板产能市场占有率

- **第四：国内企业具有相对比较优势：**以聚飞光电所处封装环节看国内企业的相对比较优势，从行业属性看，封装行业为典型成本驱动型行业，有效的成本控制能力是优秀封装公司竞争力的体现。成本控制主要体现在：生产成本、物流成本、以及管理成本。另外，从应用端需求来看，小批量、定制化、以及客户要求交货周期短是背

光封装的特点，因此服务和交货周期有一定要求，近消费区的国内企业有一定优势。

图表 16：聚飞光电的生产成本构成



来源：齐鲁证券研究所

图表 17：国内企业具有相对比较优势

项目名称			本土企业	国际厂商（韩国、台湾）	综合评价
生产成本	芯片	生产成本占比45~65%	主要采购国内芯片制造商	采购国际芯片厂商	优势明显：国内芯片价格低15%~20%
	支架	15~30%	主要采购国际厂商	采购国际厂商	有一定价格优势
	人工成本	5~10%	劳动力成本低	劳动力成本高	优势明显
	制造费用	3~8%	水、电力等成本低	水、电力等成本高	优势明显
物流成本			近主要消费区	远离主要消费区	优势明显：原材料国内采购，物流成本低

来源：齐鲁证券研究所

背光业务稳定增长，光学膜进入量产期

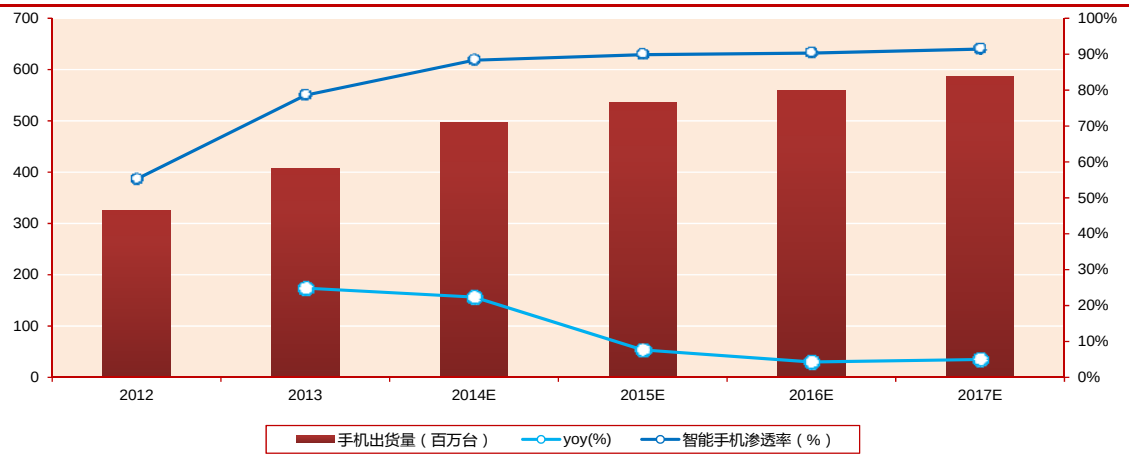
小尺寸业务加快国际市场拓展，持续增长提供稳定现金流

- **聚飞光电发展为国内小尺寸 LED 背光龙头，市场占有率 30%以上。**公司在小尺寸背光 LED 业务方面，目前 30%以上的市场份额处于绝对领先。自 2008 年开始，公司小尺寸业务以 39%的复合增速增长，至 2013 年实现销售收入 4.65 亿元。回顾公司小尺寸业务的成长历程，我们认为主要要点为：
  - 持续的研发及投入下保证产品拥有品质及性价比优势。目前公司产品较台湾、韩国企业有一定的价格优势。
  - 公司采用大客户战略，主要终端客户为中兴、华为、以及联想等国内品牌厂商，产品开始切入台湾、韩国等地厂商。
  - 从行业属性看，封装行业为传统成本驱动型行业，公司定位手机等高端背光封装领域，具有一定的技术门槛，一定程度上消除了标准化产品价格竞争带来盈利能力大幅下滑的风险，保证业务盈利能力的相对稳定性。
- **智能手机 90%以上渗透率趋于饱和下，小尺寸背光行业增长逻辑。**公司的主营为小尺寸背光 LED，在智能手机渗透率趋于饱和下，公司的业绩增长在哪里？我们认为，小尺寸仍可保持稳定增长，主要原因是：其一，产能转移趋势下，对日韩企业的替代机会，国内面板厂就近配套背光源的需求增加；其二，市场容量的增大，主要来自于智能终端高清化和大屏化趋势下单台用灯量的增加，以及平板电脑等其他终端轻薄化趋势下对小尺寸背光器件需求的增加。其三：公司正在实施国际化战略，一批业内知名的韩企、台企已经或正在与公司寻求合作，将为公司小尺寸背光业务未来持续增长打开更大的成长空间。
  - 手机大屏化及高清化趋势下单台终端用灯量增加。一方面，手机尺寸主要集中在 3.3 英寸~4.0 英寸区间（占比为 61%）。4.5~5 英寸大屏占比将提升。另一方面，目前，手机屏幕分辨率整体比较分散，

用户手机分辨率主要集中在480*320~800*480区间(占比为48%)。智能手机分辨率主要集中在640*360~960*640区间。

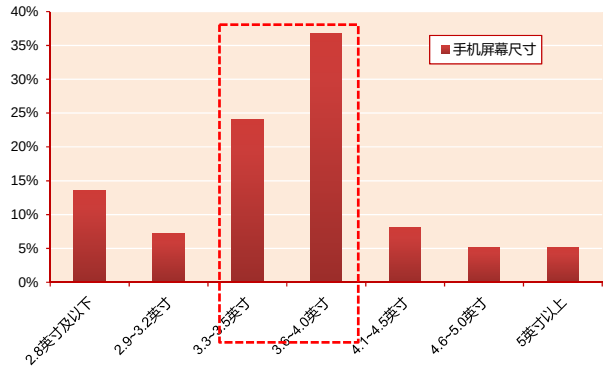
➢ 平板电脑的销售量增加(轻薄化决定所用器件为小尺寸)，小尺寸背光市场需求增加。

图表18：我国智能手机出货量



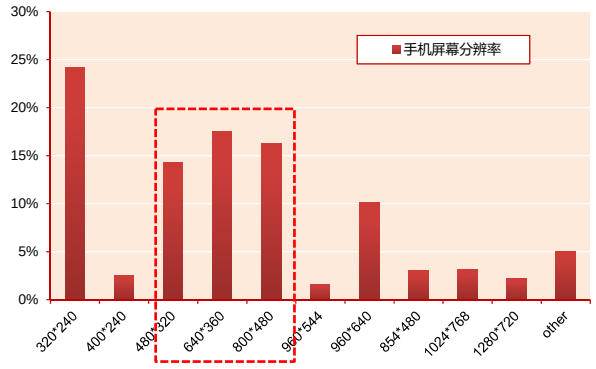
来源：IDC，齐鲁证券研究所

图表19：我国市场手机屏幕尺寸



来源：齐鲁证券研究所

图表20：我国市场手机屏幕分辨率



来源：齐鲁证券研究所

图表21：2014年世界移动通信大会重点移动终端产品：高清化，大屏化成为趋势

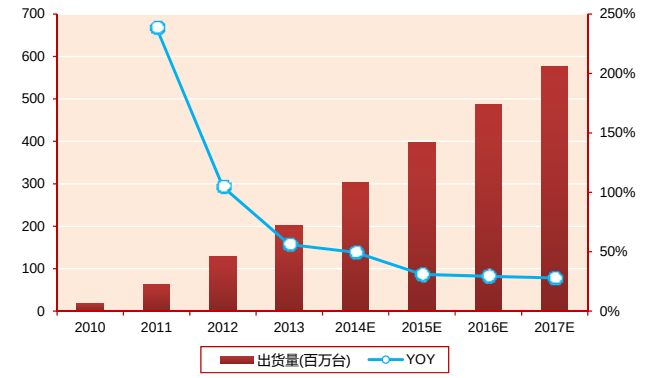
厂商	型号	处理器	系统	内存	像素		屏幕		电池容量	其他
					后置	前置	尺寸	分辨率		
三星	Galaxy S5	高通 骁龙801	Android 4.4	2GB	1600万	200万	5.1英寸	1920x1080	2800mAh	湿度和温度传感器、光学防抖及金属版本
LG	G3	八核处理器	Android 4.4	2GB	1600万	210万	5.5英寸	2560x1440		指纹识别功能及4K视频拍摄
索尼	Xperia Z2	高通 骁龙Snapdragon MSM8974AB	Android 4.4.2	3GB	2070万	210万	5.2英寸	2560x1441	3200mAh	4K视频拍摄
诺基亚	Lumia 1820	高通骁龙805处理器	Windows Phone 8.1	3GB			5.2英寸	1440x2560	3400mAh	氙气闪光灯
HTC	One 2（M8）	骁龙800处理器	Android 4.4系统及Sense 6.0 UI	2GB	1000万		5英寸	1920x1080	4000mAh	金属材质及指纹识别功能
华为	P6S	海思28nm 1.6GHz四核处理器（或真八核处理器）	Android4.2.2	2GB	800万	500万	4.7英寸	1280x720	2000mAh	

来源：齐鲁证券研究所

中大尺寸背光客户布局初具规模，市场份额有望快速提升

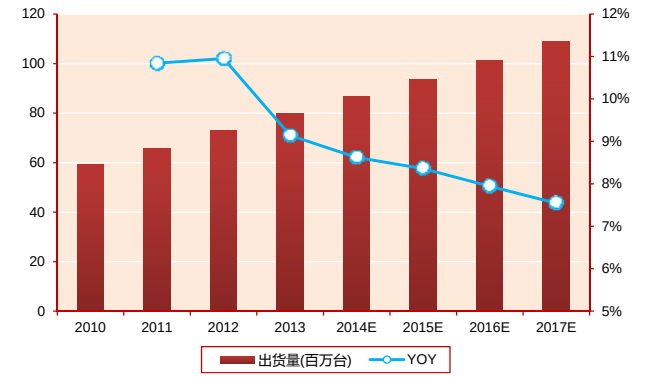
- **中大尺寸背光业务成为新的利润增长点。**2012 年，公司开始进入中大尺寸背光器件领域，2013 年公司中大尺寸背光产品实现收入 1.6 亿元，同比增长 210%，在主营占比由上年的 10.41%上升至 21.14%。
- **中大尺寸背光源国产化趋势。**目前，国内中大尺寸 LED 背光器件主要依赖于韩国、台湾、以及日本进口，国产化程度较低。行业机会主要体现在两方面：
  - 市场空间扩大。其一：中大尺寸背光源下游平板电脑、超级本、以及液晶电视等终端产品出货量增加，进而对中大尺寸背光源需求的增加；其二：从技术角度看，高清化及大屏化带来单台用灯数的增长。
  - 进口替代空间大。以液晶电视为例，一线电视厂商背光器件国产化率为 20~30%，静态计算进口替代空间达 3 倍以上。
- **公司可复制小尺寸背光器件的成功模式，依托在背光领域客户资源优势，实现中大尺寸背光器件行业市场份额的提升。**
  - 其一：客户布局初具规模，整体份额有待提升。公司已向创维、海信、长虹等一线厂商及多数二线厂商供应链供货，按照 2013 年营收测算，整体市场份额不足 5%。目前，公司对一二线优质客户布局已经初具规模，成长的空间已经打开。
  - 其二：依托既有优势实现竞争力复制。我们认为公司通过将小尺寸背光业务发展中积累的管理、响应能力、以及交货周期短等核心优势复制在中大尺寸领域，可实现竞争力复制，实现市场份额的提升。

图表 22：全球中尺寸 TFT-LCD 出货量



来源：Gartner，Displaysearch，齐鲁证券研究所

图表 23：全球大尺寸 TFT-LCD 出货量



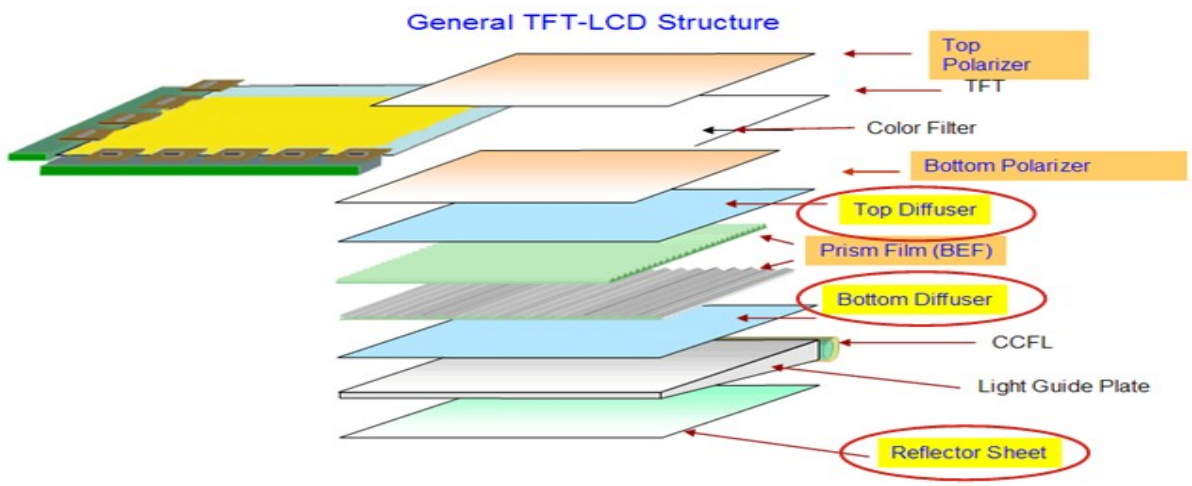
来源：Gartner，Displaysearch，齐鲁证券研究所

光学膜产品进入量产期，市场导入后成为新的增长极

- **光学膜产业蓝海，本土化替代空间大。**目前，液晶面板主要上游原材料玻璃基板、彩色滤光片、偏光片、液晶材料、驱动 IC、以及背光模组等主要依赖进口，其中，光学膜被美国 3M、韩国、以及台湾主要企业垄断，国产化率不足 10%。我们认为，从产能转移、降低成本、供应链简化等因素考虑，未来进口替代空间广阔。

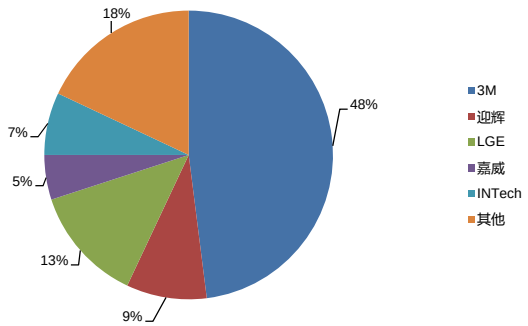
- **其一：进口替代空间大。**从我们产业调研看，目前国内市场上光学膜产品主要为台湾及韩国产品，且主要通过支付现金进行购买，国内厂商对于进口光学膜交期和服务都不满意。目前，国产化率不足10%，整体进口替代空间为10倍以上。
- **其二：国内技术扩散初见成效。**2014年，国内最大的光学膜生产商康得新已通过LGD的认证并实现批量供货，显示国内企业在技术上已经达到国际厂商要求。我们认为，目前国内光学膜产业已经进入产能转移初期，进口替代的空间已经打开。
- **其三：国内面板大厂主导光学膜国产化。**以42寸液晶显示器背光模组为例（成本占比为25%左右），光学膜约占背光模组成本的35%-40%。由于面板生产商对其价格敏感性较高，近几年京东方等国内大厂力推产业链国产化以降低成本。

图表24：TFT-LCD面板结构示意图



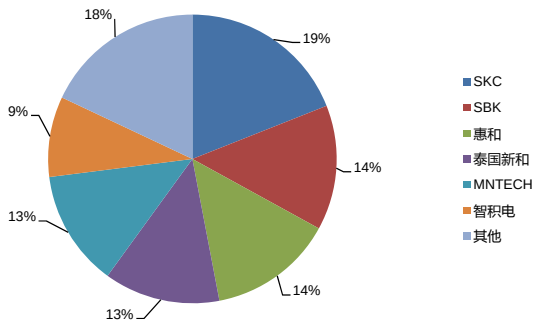
来源：公司资料，齐鲁证券研究所

图表25：全球增亮膜市场份额



来源：公开资料，齐鲁证券研究所

图表26：全球扩散膜市场份额



来源：公开资料，齐鲁证券研究所

- 公司依托在背光领域客户资源优势，光学膜业务将实现市场快速导入。目前国内光学膜龙头康得新2013年光学膜收入16亿，毛利率近40%，公司进入此领域，打开了一扇支持未来几年成长的新天地，可通过共享现有客户，发挥贴近市场的优势实现进口替代，成为公司新的利润增长

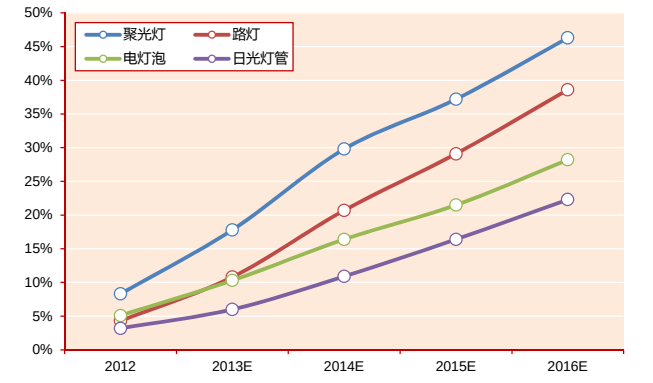
点。主要逻辑:

- 其一：技术成熟，产品进入量产期。2013 年，公司设立控股子公司并引进国内外成熟人才从事光学膜（包括增透膜及扩散膜）生产，主要用于手机背光模组。根据我们调研情况，目前公司光学膜产品已经开始送样，2014 年 5-6 月将开始量产。
- 其二：依托既有客户优势实现快速导入。光学膜与背光业务客户重叠性大，公司光学膜产品可依赖背光业务形成的优质客户实现快速导入。

战略布局 LED 照明，潜在增长点待爆发

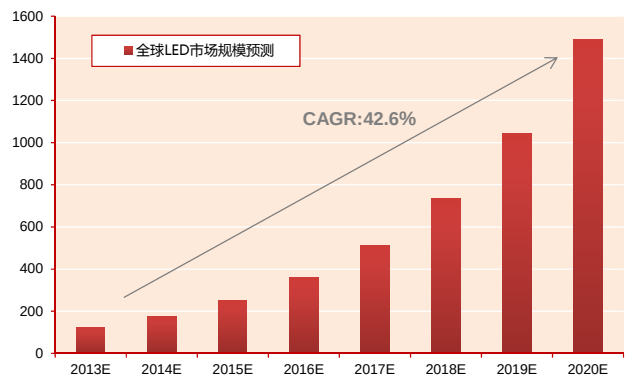
- **LED 照明需求爆发。**在 LED 照明爆发趋势下，我们看好 LED 行业的长期投资价值，长期来看，LED 照明渗透率将加速提升，预计 2013~2016 年 LED 照明渗透率从 10%以上提升至 50%左右，驱动 LED 照明外延片、芯片、封装、以及应用全产业链步入高景气周期，预计 3~5 年内 LED 照明需求规模的复合增速达 40%以上。
- **公司战略布局照明 LED 器件业务。**公司在 LED 照明器件业务方面，公司迎来 LED 照明的一轮高景气周期，我们认为，公司将把握住此次机遇，照明 LED 业务将成为公司未来新的业绩爆发点。
  - 其一：战略定位。基于背光器件和照明器件行业趋势及盈利能力的综合考虑，近年来，公司大力发展背光业务的同时，对照明器件业务主要在技术投入及优质大客户积累等多方面采取战略性布局的发展策略。
  - 其二：初具规模。目前已开发出多系列 LED 照明器件及应用产品，主要用于日光灯、球泡灯、平面灯、广告背光照明等领域。并成为勤上光电、洲明科技、以及阳光照明等优质大客户的供货商。
  - 其三：规模与效益的权衡。我们认为公司 LED 照明器件爆发的时间取决于公司对照明业务规模与效益的判断。考虑到 LED 照明器件的技术较为成熟，行业客户粘合度较低，以及市场导入期短等特点，公司 LED 照明器件业务爆发的向上弹性较大。

图表 27：全球 LED 照明产品渗透率快速提升



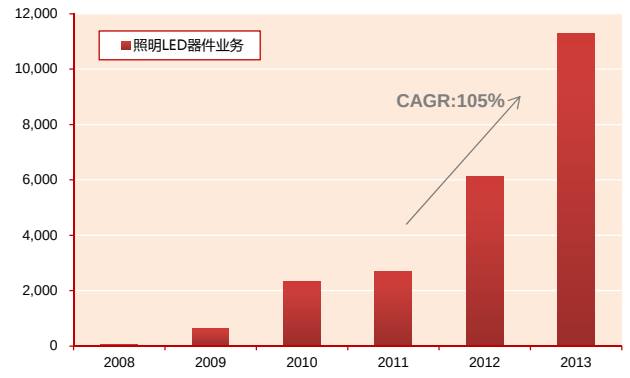
来源： DisplaySearch，齐鲁证券研究所

图表 28：全球 LED 照明产品市场



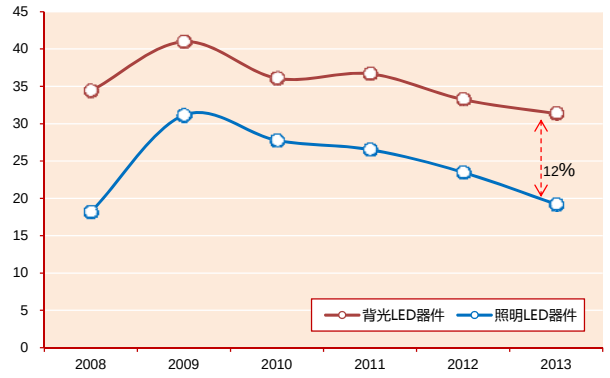
来源：齐鲁证券研究所，单位：亿美元

图表 29：聚飞光电 LED 照明器件收入



来源：齐鲁证券研究所，单位：万元

图表 30：聚飞光电 LED 照明器件业务毛利率



来源：齐鲁证券研究所

业绩预测与投资建议

收入结构及期间费用预测

- 基本业务假设：
  - 小尺寸背光 LED：其一：市场规模持续增长下维持增速：1.智能手机出货量持续增长：根据 IDC 预测，2014 年智能手机出货量为 4.5 亿台，同比增长 25%。2.手机高清化及大屏化趋势带来单台背光源需求增长；3.进口替代加快。我们预计公司小尺寸背光业务保持近几年的 20%以上增长。其二：小尺寸背光业务毛利率小幅下滑。
  - 中大尺寸背光 LED：其一：2013 年，公司中大尺寸背光业务实现 1.6 亿元，同比增长 210%。目前公司已经切入一、二线液晶电视厂商供应链，我们预计业务增速将保持较高增速。其二：假设中大尺寸业务毛利率水平与瑞丰光电相同。
  - 照明 LED 业务：LED 照明行业的进入景气周期，其一：2013 年公司照明业务实现收入 1.13 亿元，同比增长 84%，预计 2014~2016 年增速在 40~60%区间；其二：照明 LED 业务毛利率下滑趋缓。
  - 光学膜：公司在 2014 年开始进行批量生产，按照 30 元/平方米，假设 2014~2016 年实现销售面积 100、280、及 504 万平方米。
  - 闪光灯：业务正在进展中，暂不计入盈利预测。

图表 31：聚飞光电收入结构预测

聚飞光电(单位：百万元)	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
1.背光LED器件								
销售收入(百万元)	157.53	241.46	304.42	417.35	623.70	863.29	1,133.25	1,454.81
增长率(YOY)	*N/A*	*53.28%*	*26.07%*	*37.10%*	*49.44%*	*38.42%*	*31.27%*	*28.37%*
毛利率	41.01%	36.10%	36.70%	33.25%	31.36%	30.14%	29.19%	27.92%
销售成本	92.92	154.29	192.70	278.58	428.10	603.06	802.45	1,048.68
增长率(YOY)	*N/A*	*66.04%*	*24.89%*	*44.57%*	*53.67%*	*40.87%*	*33.06%*	*30.68%*
毛利	64.60	87.17	111.72	138.77	195.59	260.23	330.80	406.13
增长率(YOY)	*N/A*	*34.93%*	*28.17%*	*24.21%*	*40.95%*	*33.05%*	*27.12%*	*22.77%*
占总销售额比重	88.25%	84.66%	88.55%	84.82%	83.01%	79.32%	75.89%	73.27%
占主营业务利润比重	90.78%	87.25%	91.37%	88.37%	88.29%	84.49%	80.47%	77.14%
1.1小尺寸背光								
销售收入(百万元)				366.11	464.84	577.67	710.88	866.61
增长率(YOY)					*26.97%*	*24.27%*	*23.06%*	*21.91%*
毛利率					32.85%	32.19%	31.55%	30.60%
销售成本					312.14	391.70	486.60	601.40
增长率(YOY)					—	*25.49%*	*24.23%*	*23.59%*
毛利					152.70	185.97	224.28	265.20
增长率(YOY)					—	*21.79%*	*20.60%*	*18.25%*
1.2中大尺寸背光								
销售收入(百万元)				51.24	158.85	285.62	422.37	588.20
增长率(YOY)					*210.00%*	*79.80%*	*47.88%*	*39.26%*
毛利率					27.00%	26.00%	25.22%	23.96%
销售成本					115.96	211.36	315.85	447.27
增长率(YOY)					—	*82.26%*	*49.44%*	*41.61%*
毛利					42.89	74.26	106.52	140.93
增长率(YOY)					—	*73.14%*	*43.44%*	*32.30%*
2.照明LED器件								
销售收入(百万元)	6.36	23.13	26.81	61.30	112.76	178.61	259.34	365.15
增长率(YOY)	*N/A*	*263.79%*	*15.88%*	*128.69%*	*83.93%*	*58.40%*	*45.20%*	*40.80%*
毛利率	31.16%	27.78%	26.55%	23.50%	19.22%	18.26%	17.89%	17.54%
销售成本	4.38	16.71	19.69	46.90	91.09	146.00	212.93	301.12
增长率(YOY)	*N/A*	*281.65%*	*17.85%*	*138.19%*	*94.22%*	*60.28%*	*45.85%*	*41.41%*
毛利	1.98	6.43	7.12	14.41	21.67	32.61	46.41	64.03
增长率(YOY)	*N/A*	*224.33%*	*10.75%*	*102.42%*	*50.43%*	*50.48%*	*42.30%*	*37.98%*
占总销售额比重	3.56%	8.11%	7.80%	12.46%	15.01%	16.41%	17.37%	18.39%
占主营业务利润比重	2.78%	6.43%	5.82%	9.17%	9.78%	10.59%	11.29%	12.16%
3.其他LED器件								
销售收入(百万元)	14.61	20.63	12.56	13.40	14.88	16.52	18.34	20.36
增长率(YOY)	*N/A*	*41.15%*	*-39.12%*	*6.68%*	*11.10%*	*11.00%*	*11.00%*	*11.00%*
毛利率	31.32%	30.58%	27.38%	28.77%	28.67%	28.10%	27.53%	26.98%
销售成本	10.04	14.32	9.12	9.54	10.62	11.88	13.29	14.86
增长率(YOY)	*N/A*	*42.67%*	*-36.31%*	*4.64%*	*11.26%*	*11.89%*	*11.87%*	*11.84%*
毛利	4.58	6.31	3.44	3.85	4.27	4.64	5.05	5.49
增长率(YOY)	*N/A*	*37.82%*	*-45.49%*	*12.10%*	*10.72%*	*8.78%*	*8.78%*	*8.78%*
占总销售额比重	8.19%	7.23%	3.65%	2.72%	1.98%	1.52%	1.23%	1.03%
占主营业务利润比重	6.43%	6.31%	2.81%	2.45%	1.93%	1.51%	1.23%	1.04%
4.光学膜								
销售收入(百万元)						30.00	82.32	145.21
增长率(YOY)						—	*174.40%*	*76.40%*
毛利率						35.00%	35.00%	35.00%
销售成本						19.50	53.51	94.39
增长率(YOY)						—	*174.40%*	*76.40%*
毛利						10.50	28.81	50.82
增长率(YOY)						—	*174.40%*	*76.40%*
占总销售额比重						2.76%	5.51%	7.31%
占主营业务利润比重						3.41%	7.01%	9.65%
销售收入小计	**178.50**	**285.22**	**343.79**	**492.05**	**751.34**	**1088.42**	**1493.25**	**1985.52**
yoy		***59.8%***	***20.5%***	***43.1%***	***52.7%***	***44.9%***	***37.2%***	***33.0%***
销售成本小计	**107.34**	**185.32**	**221.51**	**335.02**	**529.81**	**780.44**	**1082.18**	**1459.04**
yoy		***72.7%***	***19.5%***	***51.2%***	***58.1%***	***47.3%***	***38.7%***	***34.8%***
毛利	**71.16**	**99.90**	**122.28**	**157.03**	**221.53**	**307.98**	**411.07**	**526.48**
平均毛利率	**39.87%**	**35.03%**	**35.57%**	**31.91%**	**29.48%**	**28.30%**	**27.53%**	**26.52%**

来源：齐鲁证券研究所

■ 期间费用假设：规模效应带来期间费用率的小幅下降

图表 32：聚飞光电盈利预测假设

	2009A	2010A	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业税金及附加(百万元)	0.38	0.47	1.74	2.75	4.11	5.84	7.85	10.23
营业税金及附加/营业收入(%)	*0.21%*	*0.16%*	*0.51%*	*0.56%*	*0.55%*	*0.54%*	*0.53%*	*0.51%*
销售费用(百万元)	1.87	2.94	4.45	6.33	8.68	12.32	16.56	21.58
销售费用/营业收入(%)	*1.05%*	*1.03%*	*1.29%*	*1.29%*	*1.15%*	*1.13%*	*1.11%*	*1.09%*
管理费用(百万元)	15.47	24.04	31.79	47.47	72.52	102.96	138.43	180.39
管理费用/营业收入(%)	*8.67%*	*8.43%*	*9.25%*	*9.65%*	*9.65%*	*9.46%*	*9.27%*	*9.09%*
财务费用(百万元)	1.06	0.55	-0.31	-11.06	-13.86	-19.87	-26.99	-35.53
财务费用/营业收入(%)	*0.59%*	*0.19%*	*-0.09%*	*-2.25%*	*-1.84%*	*-1.83%*	*-1.81%*	*-1.79%*

来源：公司公告，齐鲁证券研究所

■ 业绩预测结果：我们预计公司 2014-2016 年的营业收入分别为 10.9 亿元、14.9 亿元和 19.9 亿元，同比增长 44.4%、37.2%和 33%；归属母公司净利润分别为 1.82 亿元、2.4 亿元和 3.04 亿元，同比增长 39%、32%和 27%；对应 EPS 分别为 0.84 元、1.11 元和 1.40 元。

相对估值：26.6

■ 目前，聚飞光电股价对应 2014~2015 年的 PE 分别为 26 倍及 19 倍，估值处于较低水平。我们选取目前上市的 LED 封装企业作为可比公司，按照可比公司 PE=32 倍估值，合理价格为 26.6 元。

图表 33：聚飞光电与可比公司对比

证券代码	证券简称	收盘价(元)	总股本(亿股)	总市值(亿元)	EPS			PE		
					2013A	2014E	2015E	2013A	2014E	2015E
300219.SZ	鸿利光电	15.57	2.46	38.35	0.25	0.38	0.49	62.83	41.33	31.56
300301.SZ	长方照明	11.99	2.73	32.69	0.10	0.34	0.48	118.95	35.54	24.77
300241.SZ	瑞丰光电	11.27	2.17	24.43	0.26	0.37	0.49	43.15	30.88	23.00
600703.SH	三安光电	23.18	15.95	369.81	0.65	0.90	1.21	35.70	25.69	19.09
300303.SZ	聚飞光电	21.40	2.18	46.57	0.60	0.84	1.11	35.56	25.56	19.37
可比公司均值								59.24	31.80	23.56
LED板块均值								47.55	29.49	20.42

来源：Wind，齐鲁证券研究所

DCF 绝对估值：26.2

■ 假定公司无风险利率 3%，风险溢价 6.5%，股票 BETA 为 0.9，2014-2016 年显性增长率详见销售收入预测表，2017-2027 年为半显性预测期，收入增速从 31%逐步下降至 13%左右，TV=2.5%，DCF 绝对估值显示公司价值为 26.2 元。

图表 34：聚飞光电 DCF 绝对估值

III、DCF估值（FCFE贴现）			
每股价值	**26.16**	TV增长率	2.5%
隐含P/E	31.24	Ke	9.35%
企业值	5,692.08	债务	0.00
		投资	474.40
股票价值	5,692.08	少数股东权益	4.56

$$PV(FCFE) = \sum_{t=1}^{n=10} \frac{FCFE_t}{(1+K_e)^t} + \frac{FCFE_n \times (1+TV)}{(1+K_e)^n \times (K_e - TV)}$$

来源：Wind，齐鲁证券研究所

投资建议：目标价 26.2~26.6 元，“买入”评级

- 根据绝对估值法及相对估值法，我们认为公司合理的估值区间为 26.2~26.6 元。我们看好公司长期的投资价值，首次覆盖给予“买入”的投资评级。

风险提示

- **产品综合毛利率下滑风险。**其一：行业竞争加剧，公司为拓展客户，提升市场份额，主动性降低价格；其二：LED 照明渗透率的快速提升带来上游原材料的需求快速增长，原材料价格的下跌幅度或将低于公司产品价格；其三：公司毛利率较低的照明 LED 器件营收占比提升带来产品综合毛利率的下滑。
- **行业竞争风险。**目前，瑞丰光电、东山精密、以及兆驰股份等国内 LED 封装优势企业正在积极布局中小尺寸 LED 背光领域，将加大公司核心业务小尺寸 LED 背光的竞争环境。根据行业公开数据，其一：瑞丰光电购买玲涛光电 15%股份切入小尺寸背光；其二：东山精密计划到 2014 年年底将中小尺寸 LED 背光扩产至 300-400KK/月；其三：兆驰股份计划布局中小尺寸 LED 背光业务方面。
- **新业务低于预期风险。**公司积极布局光学膜及闪光灯业务，考虑到公司新业务需要一定的市场导入期，新业务贡献利润存在低于预期的风险。

图表 35：财务预测简表

损益表（人民币百万元）

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业总收入	**347**	**495**	**754**	**1,088**	**1,493**	**1,986**
增长率	20.58%	42.7%	52.2%	44.4%	37.2%	33.0%
营业成本	-221	-335	-531	-780	-1,082	-1,459
%销售收入	63.8%	67.7%	70.4%	71.7%	72.5%	73.5%
毛利	125	160	223	308	411	526
%销售收入	36.2%	32.3%	29.6%	28.3%	27.5%	26.5%
营业税金及附加	-2	-3	-4	-6	-8	-10
%销售收入	0.5%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-4	-6	-9	-12	-17	-23
%销售收入	1.3%	1.3%	1.2%	1.1%	1.2%	1.2%
管理费用	-32	-47	-73	-103	-138	-180
%销售收入	9.2%	9.6%	9.6%	9.5%	9.3%	9.1%
息税前利润（EBIT）	87	104	138	187	248	313
%销售收入	25.2%	20.9%	18.3%	17.2%	16.6%	15.8%
财务费用	0	11	14	20	27	36
%销售收入	-0.1%	-2.2%	-1.8%	-1.8%	-1.8%	-1.8%
资产减值损失	-2	-8	-8	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	85	106	144	207	275	349
营业利润率	24.6%	21.5%	19.1%	19.0%	18.4%	17.6%
营业外收支	5	1	9	5	5	5
税前利润	**91**	**107**	**152**	**212**	**280**	**354**
利润率	26.2%	21.6%	20.2%	19.5%	18.7%	17.8%
所得税	-11	-16	-22	-30	-39	-49
所得税率	11.7%	14.6%	14.3%	14.0%	14.0%	14.0%
净利润	80	92	131	182	240	304
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	**80**	**92**	**131**	**182**	**240**	**304**
净利率	23.1%	18.5%	17.4%	16.7%	16.1%	15.3%

现金流量表（人民币百万元）

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	80	92	131	182	240	304
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	13	22	31	23	28	32
非经营收益	0	0	-3	-5	-5	-5
营运资金变动	-41	-72	-1	-58	-99	-118
经营活动现金净流	**52**	**42**	**158**	**143**	**164**	**213**
资本开支	37	61	92	8	28	29
投资	0	0	-134	0	0	0
其他	0	0	-40	0	0	0
投资活动现金净流	**-37**	**-61**	**-266**	**-8**	**-28**	**-29**
股权募资	0	482	5	0	0	0
债权募资	1	-15	-6	0	0	0
其他	-1	-31	-20	0	-44	0
筹资活动现金净流	**0**	**436**	**-22**	**0**	**-44**	**0**
现金净流量	**15**	**417**	**-131**	**135**	**92**	**185**

资产负债表（人民币百万元）

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	55	472	341	476	568	753
应收款项	185	314	420	522	716	952
存货	37	45	68	86	119	160
其他流动资产	8	25	94	90	105	124
流动资产	286	856	924	1,174	1,508	1,989
%总资产	72.2%	85.6%	73.4%	78.3%	82.0%	85.7%
长期投资	0	0	133	133	133	133
固定资产	109	142	179	189	195	196
%总资产	27.5%	14.2%	14.2%	12.6%	10.6%	8.4%
无形资产	0	0	20	0	0	0
非流动资产	110	144	335	325	331	332
%总资产	27.8%	14.4%	26.6%	21.7%	18.0%	14.3%
资产总计	**397**	**1,000**	**1,259**	**1,499**	**1,839**	**2,321**
短期借款	21	6	0	0	0	0
应付款项	99	167	283	328	455	613
其他流动负债	11	19	30	86	59	79
流动负债	131	192	313	414	513	692
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	3	2	26	26	26	26
负债	**134**	**195**	**339**	**440**	**539**	**718**
普通股股东权益	263	805	916	1,055	1,295	1,599
少数股东权益	0	0	5	5	5	5
负债股东权益合计	**397**	**1,000**	**1,259**	**1,499**	**1,839**	**2,321**

比率分析

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
每股指标						
每股收益(元)	1.347	0.673	0.602	0.837	1.105	1.397
每股净资产(元)	4.420	5.922	4.209	4.846	5.951	7.349
每股经营现金净流(元)	0.872	0.306	0.724	0.657	0.753	0.981
每股股利(元)	0.000	0.000	0.200	0.200	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	30.47%	11.36%	14.30%	17.28%	18.57%	19.01%
总资产收益率	20.21%	9.15%	10.40%	12.16%	13.08%	13.10%
投入资本收益率	33.77%	26.05%	25.33%	34.23%	34.46%	36.52%
增长率						
营业总收入增长率	20.58%	42.74%	52.19%	44.42%	37.19%	32.97%
EBIT增长率	16.79%	18.47%	32.96%	35.66%	32.51%	26.42%
净利润增长率	23.11%	14.15%	43.06%	39.16%	31.97%	26.45%
总资产增长率	38.18%	152.05%	25.93%	19.04%	22.68%	26.24%
资产管理能力						
应收账款周转天数	88.5	116.6	127.2	120.0	120.0	120.0
存货周转天数	56.4	44.8	38.9	40.0	40.0	40.0
应付账款周转天数	138.8	141.0	151.4	150.0	150.0	150.0
固定资产周转天数	100.9	92.3	77.7	61.7	46.8	35.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-13.12%	-57.83%	-37.09%	-44.98%	-43.73%	-46.98%
EBIT利息保障倍数	-278.6	-9.4	-9.9	-9.3	-9.2	-8.8
资产负债率	33.66%	19.45%	26.90%	29.34%	29.32%	30.91%

来源：齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入： 预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 15%以上
增持： 预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 5%-15%
持有： 预期未来 6－12 个月内波动幅度在-5%-+5%
减持： 预期未来 6－12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。