

聚飞光电 (300303.SZ)

背光龙头 再次腾飞

 评级: **买入** 前次: **买入**

 目标价(元): **23元**

分析师

联系人

林照天

刘易

S0740514080004

021-20315087

linzt@r.qlq.com.cn

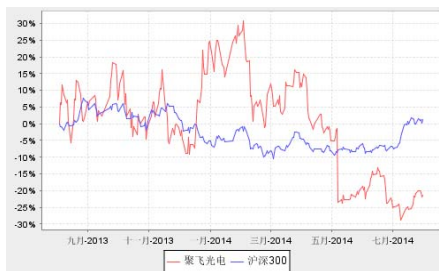
liuyi@r.qlzq.com.cn

2014年8月18日

基本状况

总股本(百万股)	282.88
流通股本(百万股)	160.51
市价(元)	16.99
市值(百万元)	4806.13
流通市值(百万元)	2727.12

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	1,140.77	1,667.92	2,370.45
营业收入增速	42.74%	52.19%	51.37%	46.21%	42.12%
净利润增长率	14.15%	43.06%	38.94%	37.61%	36.20%
摊薄每股收益(元)	0.67	0.60	0.64	0.88	1.21
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)	0.67	0.60	0.65	0.88	1.12
偏差率(本次-市场/市场)	0.00%	0.00%	-1.06%	0.57%	7.62%
市盈率(倍)	20.30	33.25	26.42	19.20	14.10
PEG	1.43	0.77	0.68	0.51	0.39
每股净资产(元)	5.92	4.21	3.73	4.61	5.82
每股现金流量(元)	0.31	0.72	-0.02	0.31	0.36
净资产收益率	11.36%	14.30%	17.26%	19.19%	20.72%
市净率	2.31	4.75	4.56	3.68	2.92
总股本(百万元)	136.00	217.60	282.88	282.88	282.88

备注: 市场预测取 WIND 一致预期

投资要点

- **事件:** 公司公布 2014 年半年报, 今年上半年公司实现收入 4.81 亿元, 同比增长 50.71%; 净利润 8365.12 万元, 同比增长 36.56%; 扣非后净利润 8316 万元, 同比增长 41.52%; 基本每股收益为 0.3 元。
- **背光业务成长动能不减, 市场份额不断提升。** 公司上半年背光 LED 收入达到 4.14 亿元, 同比增长 55.16%, 其中毛利率水平较高的小尺寸背光产品实现销售收入 2.84 亿元, 同比增长 34.29%, 超市场预期。在整体智能机增速放缓的背景下, 公司超亮系列产品得到下游客户广泛认可, 市占率持续提升。中大尺寸背光方面收入为 1.30 亿元, 同比增 135.38%。随着国内 LED 封装企业的快速成长, 以及降成本的压力, 进口替代已成为趋势, LED 液晶电视大尺寸背光模组国产化比例将不断提升; 同时随着液晶电视产品向大屏化、高清化方向发展, 大尺寸背光市场规模也将扩大。我们认为公司中大尺寸收入有持续快速增长的空间。

- **精益运营管理造就背光 LED 龙头。**公司通过信息化管理平台有效的监控着生产销售的每个环节，在提升了产品供货效率和稳定性之外，也为公司快速反应客户需求和提供服务提供了保障。消费电子的快速创新性对企业提出了更高的要求，往往能够迅速对市场做出反应和第一时间交货的企业能够受到下游应用客户的青睐，而这一点正是聚飞光电的强项所在，通用产品 3 天以内的交货周期彻底秒杀了竞争对手 1-2 周的交期。自 2013 年开始，国内以华为、中兴、联想、酷派、OPPO、小米为首的本土品牌快速崛起，在智能手机渗透率已超 90%、苹果三星等一线品牌市占不断下滑的背景下成功接棒后智能机时代，凭借高性价比和客户群体细分等优势迅速抢占市场，实现了本土品牌的逆袭。聚飞光电充分抓住了这一机遇，进一步巩固龙头地位，续接小尺寸背光市场成长动力。另外，随着 4G 终端渗透、智能手机大屏化、高清化趋势演进，单台终端背光用灯量不断增加，以及平板电脑轻薄化趋势对小尺寸背光企业需求的增加，都为公司小尺寸背光业务持续成长打开空间。公司在小尺寸背光 LED 市场的占有率已经全面超越台企、韩企，在稳定供货大陆“中华酷联”等一线手机客户的同时凭借小尺寸超亮系列的突出性价比成功进驻台湾和韩国市场。报告期内公司对韩国客户已经取得突破性进展，下半年全面放量可期。
- **中大尺寸背光产能转移为国内封装企业带来难得机遇。**2012 年之前，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。我们相信未来 3 年中大尺寸 LED 背光市场的成长将主要受益于液晶面板产业由海外市场向国内转移的机遇。目前，三星、LG 等国外面板厂商都积极加快在中国本土产品线投资脚步，预计到 2015 年国内液晶面板产能占全球比例将从 2013 年的 53% 增加至 70% 以上，届时背光模组的本土化配套将大大提升背光源的国产化率，从而给国内中大尺寸 LED 背光封装企业带来了难得的机遇。
- **光学膜放量在即，有再造一个聚飞可能。**公司于 2013 年通过设立控股子公司进军背光模组光学膜领域，与现有背光业务形成横向产业链协同效应，产品线的丰富增强了公司在背光模组产业链中的地位。目前我国光学膜产品主要依赖进口，国产化率低于 10%，而国内厂商对于从台湾、韩国等地购买的光学膜从交货周期和产品服务上满意度较低，这催生了光学膜产业产能向大陆转移的契机，同时面板行业毛利率较低，本土化配套有助于降低原料成本，这也是国内面板厂商积极倡导光学膜国产化替代的主要动力。由于下游客户一致，公司光学膜业务开展较为顺利，目前已经小批量出货。凭借着公司优秀的管理水平及研发实力，我们对公司光学膜业务进展持乐观态度。由于每台手机光学膜单价与背光模组差不多，未来如果光学膜业务能够放量，基本等同于再造一个聚飞。
- **LED 照明业务蓄势待发。**随着 LED 灯具价格下降、性价比逐步提高，LED 整个行业正迎来大规模爆发的时点，全球 LED 照明的综合渗透率将从 2013 年的 10% 提升至 2015 年的 32%，今年正好是处于行业加速上行的拐点。其中 LED 家居照明领域在科锐、飞利浦、欧司朗不断推出平价产品的推动下成长将最为明显，欧美市场渗透率已经达到快速提升的区间，而国内市场随着性价比和消费者节能环保意识的养成也不断壮大，据 LEDinside 预测，我国家居照明市场规模将从 2013 年的 10 亿美元扩大到 2017 年的 40 亿美元，复合年均增长率在 40% 以上。聚飞光电凭借在小尺寸背光领域积累的高效管理经验和与勤上、洲明、艾比森等大客户间的稳定合作，有望分享后续 LED 照明市场爆发带来的商机。
- **盈利预测：**我们预计公司 2014-2016 年营收分别为 11.4、16.7、23.7 亿元，净利润分别为 1.8、2.5、3.4 亿元，EPS 分别为 0.64、0.88、1.21 元，对应 PE 分别为 26.4、19.2、14.1 倍。公司质地优秀，长期成长动能清晰，给予“买入”评级。
- **风险提示：**LED 照明行业技术门槛较低导致的竞争加剧；LED 行业技术不断创新以及生产效率不断提升带来产品销售单价不断下降。

图表 1: 聚飞光电三张报表预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
	2013	2014E	2015E	2016E		2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	924	1339	1667	2256	营业收入	754	1141	1668	2370
现金	341	468	420	486	营业成本	531	814	1197	1708
应收账款	306	482	694	991	营业税金及附加	4	6	9	13
其他应收款	0	1	1	2	营业费用	9	14	22	31
预付账款	43	51	79	115	管理费用	73	105	157	230
存货	68	110	161	231	财务费用	-14	-10	-11	-11
其他流动资产	165	226	311	431	资产减值损失	8	6	7	7
非流动资产	335	165	289	302	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	4	2	3
固定资产	179	161	285	298	营业利润	144	210	289	395
无形资产	0	0	0	1	营业外收入	9	3	4	5
其他非流动资产	156	4	4	4	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	1259	1504	1957	2559	利润总额	152	213	293	399
流动负债	313	445	647	908	所得税	22	31	43	58
短期借款	0	0	0	0	净利润	131	182	250	341
应付账款	277	415	616	877	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	35	29	31	32	归属母公司净利润	131	182	250	341
非流动负债	26	0	0	0	EBITDA	153	218	304	420
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.60	0.64	0.88	1.21
其他非流动负债	26	0	0	0					
负债合计	339	445	647	908	主要财务比率				
少数股东权益	5	5	5	5		2013	2014E	2015E	2016E
股本	218	283	283	283	成长能力				
资本公积	338	273	273	273	营业收入	52.2%	51.4%	46.2%	42.1%
留存收益	360	499	749	1090	营业利润	35.3%	45.7%	38.1%	36.6%
归属母公司股东权益	916	1054	1305	1646	归属于母公司净利润	43.1%	38.9%	37.6%	36.2%
负债和股东权益	1259	1504	1957	2559	获利能力				
					毛利率(%)	29.6%	28.7%	28.2%	27.9%
					净利率(%)	17.4%	15.9%	15.0%	14.4%
					ROE(%)	14.3%	17.3%	19.2%	20.7%
					ROIC(%)	24.3%	28.9%	26.8%	28.2%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	26.9%	29.6%	33.1%	35.5%
					净负债比率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.95	3.01	2.58	2.48
					速动比率	2.73	2.76	2.33	2.23
					营运能力				
					总资产周转率	0.67	0.83	0.96	1.05
					应收账款周转率	3	3	3	3
					应付账款周转率	2.41	2.35	2.32	2.29
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.46	0.64	0.88	1.21
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.56	-0.02	0.31	0.36
					每股净资产(最新摊薄)	3.24	3.73	4.61	5.82
					估值比率				
					P/E	36.70	26.42	19.20	14.10
					P/B	5.25	4.56	3.68	2.92
					EV/EBITDA	28	20	14	10

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。