

证券研究报告

平安电子

强烈推荐 (维持)

证券分析师

刘舜逢 投资咨询资格编号
S1060514060002
LIUSHUNFENG669@pingan.com.cn

沈少捷 投资咨询资格编号
S1060514050001
Shenshaojie196@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。

聚飞光电 (300303)

新兴业务助飞，聚飞更上一层楼

事项：近期我们调研了聚飞光电。

平安观点：

■ 受国际客户青睐，中大尺寸 LED 背光营收未来两年有望翻番

随着电视面板供需逐年向大尺寸和高清的方向发展，而面板尺寸越大，清晰度越高需要的背光灯条则越多，因此尽管电视机销售台数增速放缓，但是市场需要的背光灯条却处于与迅速上升阶段，市场远未饱和。公司产品在性能上媲美进口，又具有明显的价格优势，对进口产品的替代效应明显。目前公司的中大尺寸背光已经凭借高亮度，高性价比等因素成功切入国际知名品牌厂商的供应链，而进一步的合作也在积极推进中。2013 年公司在中大尺寸背光领域增幅超过 200%，2014 年前三季度同比增长超过 100%。目前公司受产能所限在不少大客户中的份额仍较低，公司已在积极开拓背光产品新产能，预计 2014 至 2016 年中大尺寸营收分别可到 3 亿、5 亿和 7 亿，营收占比分别为 29%，31%和 28%左右。

■ 综合毛利率有望企稳

公司近年来综合毛利率表现有所回落，原因在于公司近年来中大尺寸 LED 背光封装占比提升所致。从 2012 年仅占总营收 10% 至 2013 年和 2014 年迅速拉升到 21%、29%。由于中大尺寸 LED 背光封装(毛利率 25%)相对于小尺寸背光封装的毛利率而言较低(毛利率 34%)，因此中大尺寸背光封装占比的提高对整体毛利率有一定的拖累作用。我们认为未来这种拖累效应将获得改善，其原因有三：一是目前大尺寸的营收占比已近极限 30%，预计公司未来不会再增大此业务占比。二是公司下一阶段会重点开展新兴业务光学膜，该业务毛利率高达 35%，将对公司综合毛利率有改善效果。三是公司的精细化生产管理能够有效控制费用。尽管近年来 LED 小尺寸背光市场的竞争残酷，公司通过不断改良生产技艺，提高良品率，公司的背光产品良品率已高达 90%以上，使得公司的毛利率在 2014 年前三季度仍然能够维持在 34%左右，仅比 2013 年的 35%略低一个百分点。综上所述，我们推估公司未来两年(2015 与 2016 年)综合毛利率将能维持在 29%左右。

■ 2015 年新兴业务光学膜量产有望改善综合毛利率

公司专门针对光学膜项目组建了专业的研发团队，新兴业务光学膜目前已在试产，预计 2015 年可以进行批量生产。现在的销售单月营收已经达到一两百万的级别，推估 2015 年光学膜业务收入将能达 8 千万左右。公司现有两条设备线(设计产能约 30 万平方米/月)，预计到 2016 年可投入 8 条设备全产，因此预估 2016 年光学膜业务营收能达 3.2 亿。据此推测 2015、2016 年公司的光学膜营收占比能达 5%和 13%，已知目前光学膜业务毛利可达 35%以上，通过制造规模上升产生规模效应，毛利率尚有进一步上升的空间，而现在公司的综合毛利仅为 29%，因此预估通过提升光学膜业务的营收占比可以改善现有综合毛利率。

盈利预测与估值：我们预计公司 14-16 年实现 EPS 为 0.64、0.91 和 1.31 元，同比分别增 38.11%、42.41%、44.41%，最新收盘价对应 PE 分别为 31.5、22.1 和 15.3 倍；凭借着公司目前已有的高性价比的 LED 背光产品和新兴业务光学膜的预期，我们看好公司未来的发展前景，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：LED 背光需求与光学膜业务不达预期的风险；毛利率下滑的风险等，新兴业务拓展风险。

资产负债表				
单位:百万元				
会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产	924	1274	1883	3001
现金	341	499	672	1163
应收账款	306	433	692	1048
其他应收款	0	1	1	2
预付账款	43	46	76	119
存货	68	100	154	236
其他流动资产	165	195	287	432
非流动资产	335	183	166	148
长期投资	0	0	0	0
固定资产	179	161	142	124
无形资产	0	0	0	0
其他非流动资产	156	22	23	24
资产总计	1259	1458	2049	3150
流动负债	313	386	748	1526
短期借款	0	6	146	612
应付账款	277	352	572	884
其他流动负债	35	28	30	31
非流动负债	26	14	16	17
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	26	14	16	17
负债合计	339	400	764	1543
少数股东权益	5	4	4	3
股本	218	283	283	283
资本公积	338	273	273	273
留存收益	360	498	725	1047
归属母公司股东权益	916	1053	1281	1603
负债和股东权益	1259	1458	2049	3150

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	158	35	41	61
净利润	131	181	257	371
折旧摊销	23	19	19	19
财务费用	-14	-17	-19	-10
投资损失	0	-5	-5	-5
营运资金变动	-1	-115	-215	-318
其他经营现金流	18	-27	4	4
投资活动现金流	-266	143	3	5
资本支出	92	0	0	0
长期投资	0	-133	0	0
其他投资现金流	-174	10	3	5
筹资活动现金流	-22	-21	129	425
短期借款	-6	6	141	465
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	82	65	0	0
资本公积增加	-82	-65	0	0
其他筹资现金流	-16	-26	-11	-40
现金净增加额	-131	158	173	491

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	754	1040	1614	2468
营业成本	531	733	1152	1768
营业税金及附加	4	6	9	13
营业费用	9	12	19	30
管理费用	73	99	153	234
财务费用	-14	-17	-19	-10
资产减值损失	8	6	7	7
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	5	5	5
营业利润	144	207	297	430
营业外收入	9	4	3	3
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	152	210	300	433
所得税	22	29	43	61
净利润	131	181	257	371
少数股东损益	-0	-0	-0	-1
归属母公司净利润	131	181	258	372
EBITDA	153	208	297	439
EPS (元)	0.60	0.64	0.91	1.31

主要财务指标				
会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
成长能力(%)				
营业收入(%)	52.2	38.0	55.2	52.9
营业利润(%)	35.3	43.7	43.7	44.7
归属于母公司净利润(%)	43.1	38.1	42.4	44.4
获利能力				
毛利率(%)	29.6	29.5	28.6	28.3
净利率(%)	5.9	0.3	17.	17
ROE(%)	14.3	17.2	20.1	23.2
ROIC(%)	24.3	28.5	31.2	33.9
偿债能力				
资产负债率(%)	26.9	27.4	37.3	49.0
净负债比率(%)	0.0	1.4	19.2	39.6
流动比率	3.0	3.3	2.5	2.0
速动比率	2.7	3.0	2.3	1.8
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.8	0.9	0.9
应收账款周转率	2.7	2.8	2.9	2.8
应付账款周转率	2.4	2.3	2.5	2.4
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.46	0.64	0.91	1.31
每股经营现金流(最新摊薄)	0.56	0.13	0.14	0.22
每股净资产(最新摊薄)	3.24	3.72	4.53	5.67
估值比率				
P/E	43.5	31.5	22.1	15.3
P/B	6.2	5.4	4.4	3.6
EV/EBITDA	34.0	25.1	17.6	11.9

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：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 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）
- 弱于大市（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。

免责条款：

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 2014 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳福田区中心区金田路 4036 号 荣超大厦 16 楼	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融 大厦 25 楼	北京市西城区金融大街 23 号平 安大厦 6 楼 601 室
邮编：518048	邮编：200120	邮编：100031
传真：(0755) 82449257	传真：(021) 33830395	