

聚飞光电：精益管理助力公司长远发展，背光与膜业务齐飞

核心观点：

1. 事件

自我们首次推荐聚飞光电以来，公司股价涨幅 43%，但我们进行了持续跟踪后认为，公司核心竞争力强，未来发展潜力仍然巨大。

2. 我们的分析与判断

公司核心竞争力体现为“精益管理+持续改进”，基于强大的管理能力，无论品控还有交货速度和质量、成本控制，公司基本都是 LED 背光封装厂商中最强的。基于核心竞争力的多业务延伸取得成功毋庸置疑，我们坚定看好公司在背光封装+膜业务做大做强。

（一）小尺寸背光国际化顺利

公司已成为国内小尺寸背光封装龙头，占国内市场 30%以上，客户包括中华酷联及 OPPO、小米等手机厂商，目前经过专利获取及客户拓展，公司已经和台湾群创、友达合作，成功切入三星、LG、SONY 的供应链，从数量测算，相当于又重新开启一块手机背光市场，此外，随着手机大屏化，单机背光价值量提升，我们预计，未来 3 年公司在小尺寸背光业务仍能保持 30%以上增速。

（二）大尺寸背光增长强劲，国产化替代加速

大尺寸背光领域，公司份额提升加速。目前国内大尺寸背光市场规模约为 60 亿元，之前主要被日本和台湾厂商垄断，国产化率低，目前公司技术及产品成熟并开始实现进口替代，已经成功切入海信、创维、长虹、康佳、乐视、小米等厂商，份额正在快速提升，仅海信一家预计订单就过亿元。此外，液晶电视向大屏化、高清化发展，公司在大尺寸背光的市场空间将进一步扩大。受益于公司强大的管理能力及市场景气，大尺寸背光去年实现 150%以上的增速，预计今年仍有机会增长翻番，未来公司有潜力成为大尺寸背光封装龙头。

（三）光学膜业务起飞

光学膜业务获得突破。光学膜领域，仅增亮膜及扩散膜的市场空间就超过 30 亿元，相当于再造一个小尺寸背光市场。此前光学膜领域主要厂商有韩国 SKC、SBK、MNtech 等，日本厂商有惠和、智积电等，美国 3M，台湾厂商宣茂科技、长兴化工、华宏新技等。公司通过海外团队+自研，光学膜开始实现小批量供货，目前月度几百万的销售额，下半年开始放量。公司光学膜包括超亮增光膜和扩散膜，价格比国外厂商低 5-10%，我们估测良品率在 80%多，毛利率在 30%以上，一旦实现替代，膜将带来较高利润增长。

3. 投资建议

预计 2015-2017 年 EPS 是 0.79、1.03、1.31 元，维持推荐评级。

聚飞光电（300303）

推荐 维持评级

分析师

王莉

☎：(8610) 83574039

✉：wangli_zb@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511020008

邓锐

☎：(8621) 20252617

✉：dengrui@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130515030001

市场数据

2015.04.09

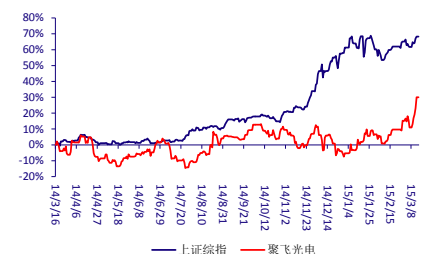
| | |
|------------|-------|
| A 股收盘价(元) | 32.58 |
| 总股本(亿股) | 2.83 |
| 流通 A 股(亿股) | 1.43 |

上次评级时间：

2015.03.15

《公司点评研究报告-聚飞光电-300303-LED 背光高速增长，光学膜和闪光灯值得期待 -20150315》

相对指数表现图



资料来源：中国银河证券研究部

表 1: 财务报表预测

| 利润表 (百万) | | | | | | 现金流量表 (百万) | | | | | |
|----------|-------|-------|---------|---------|---------|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2013A | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E | | 2013A | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E |
| 营业收入 | 753.6 | 990.5 | 1,334.2 | 1,780.4 | 2,343.6 | 经营活动现金流 | 157.6 | 154.9 | 82.1 | 51.7 | 71.9 |
| YoY | 52.2% | 31.4% | 34.7% | 33.5% | 31.6% | 净利润 | 130.6 | 176.8 | 223.2 | 290.0 | 368.5 |
| 营业成本 | 530.6 | 705.3 | 956.9 | 1,278.4 | 1,684.3 | 折旧摊销 | 23.5 | 31.0 | 23.3 | 29.5 | 36.4 |
| 营业税费 | 4.1 | 5.6 | 6.7 | 8.9 | 11.7 | 净营运资本增加 | 1.0 | 39.6 | 139.7 | 252.1 | 318.1 |
| 销售费用 | 8.7 | 9.2 | 12.0 | 16.0 | 21.1 | 投资活动产生现金流 | -266.4 | -35.2 | -87.6 | -100.0 | -100.0 |
| 管理费用 | 72.5 | 83.7 | 112.1 | 149.6 | 196.9 | 净资本支出 | 92.4 | 103.1 | 100.0 | 100.0 | 100.0 |
| 财务费用 | -13.9 | -5.3 | -13.2 | -9.1 | 0.1 | 长期投资变化 | 151.3 | -120.6 | -12.4 | 0.0 | 0.0 |
| 资产减值损失 | 7.8 | 9.1 | 3.0 | 3.0 | 3.0 | 其它资产变化 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 公允价值变动损益 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 融资活动现金流 | -21.8 | -42.5 | -42.7 | 27.5 | 140.8 |
| 投资收益 | 0.0 | 19.3 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 股本变化 | 0.0 | 65.3 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 营业利润 | 143.8 | 202.3 | 256.7 | 333.6 | 426.6 | 债务净变化 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 利润总额 | 152.5 | 205.8 | 261.1 | 339.1 | 431.0 | 无息负债变化 | 3.7 | -6.0 | 0.2 | 0.2 | 0.3 |
| 少数股东损益 | -0.3 | -2.1 | -1.1 | -1.8 | -2.8 | 净现金流 | -130.6 | 77.2 | -48.2 | -20.8 | 112.6 |
| 归属母公司净利润 | 130.9 | 178.9 | 224.3 | 291.8 | 371.3 | | | | | | |
| YoY | 43.1% | 36.6% | 25.4% | 30.1% | 27.3% | 主要财务指标 | 2013A | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E |
| EPS (元) | 0.46 | 0.63 | 0.79 | 1.03 | 1.31 | 盈利能力 | | | | | |
| | | | | | | ROE | 14.23% | 16.97% | 18.16% | 19.86% | 21.04% |
| | | | | | | 净利率 | 17.37% | 18.06% | 16.81% | 16.39% | 15.84% |
| | | | | | | 毛利率 | 29.60% | 28.80% | 28.28% | 28.20% | 28.13% |
| | | | | | | 销售费用率 | 1.15% | 0.93% | 0.90% | 0.90% | 0.90% |
| | | | | | | 管理费用率 | 9.62% | 8.45% | 8.40% | 8.40% | 8.40% |
| | | | | | | 财务费用率 | -1.84% | -0.53% | -0.99% | -0.51% | 0.00% |
| | | | | | | 资本结构 | | | | | |
| | | | | | | 资产负债率 | 26.90% | 26.55% | 27.00% | 32.31% | 38.86% |
| | | | | | | 权益乘数 | 1.37 | 1.36 | 1.37 | 1.48 | 1.64 |
| | | | | | | 流动资产/总资产 | 73.37% | 71.78% | 72.10% | 73.13% | 76.21% |
| | | | | | | 流动负债/总负债 | 92.39% | 91.92% | 97.14% | 97.49% | 98.48% |
| | | | | | | 偿债能力 | | | | | |
| | | | | | | 流动比率 | 2.95 | 2.94 | 2.72 | 2.14 | 1.75 |
| | | | | | | 速动比率 | 2.74 | 2.72 | 2.46 | 1.92 | 1.56 |
| | | | | | | 营运能力 | | | | | |
| | | | | | | 存货周转率 | 9.38 | 9.62 | 9.90 | 9.53 | 9.47 |
| | | | | | | 应收账款周转率 | 2.17 | 2.15 | 2.14 | 2.16 | 2.22 |
| | | | | | | 流动资产周转率 | 0.85 | 1.01 | 1.19 | 1.33 | 1.38 |
| | | | | | | 固定资产周转率 | 3.14 | 2.68 | 3.06 | 3.54 | 4.11 |
| | | | | | | 总资产周转率 | 0.67 | 0.74 | 0.86 | 0.97 | 1.03 |
| | | | | | | 每股和估值指标 | | | | | |
| | | | | | | EPS (元) | 0.46 | 0.63 | 0.79 | 1.03 | 1.31 |
| | | | | | | BPS (元) | 3.25 | 3.73 | 4.37 | 5.19 | 6.24 |
| | | | | | | PE (X) | 32.93 | 27.01 | 29.57 | 22.73 | 17.86 |
| | | | | | | PB (X) | 4.68 | 4.58 | 5.37 | 4.52 | 3.76 |

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

王莉、邓锐，电子行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

A 股：信维通信（300136.SZ）、长盈精密（300115.SZ）、立讯精密（002475.SZ）、同方国芯（002049.SZ）、国民技术（300077.SZ）、法拉电子（600563.SH）、江海股份（002484.SZ）、海康威视（002415.SZ）、大华股份（002236.SZ）、歌尔声学（002241.SZ）、安洁科技（002635.SZ）、水晶光电（002273）、得润电子（002055.SZ）、欧菲光（002456.SZ）、莱宝高科（002106.SZ）、长信科技（300088.SZ）、利亚德（300296）、洲明科技（300232）等。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：王 婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹 璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn