

证券研究报告—深度报告

新三板

电子设备

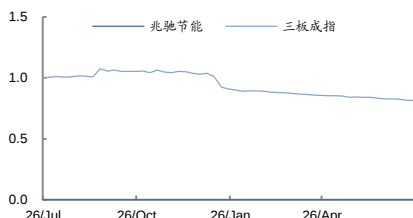
兆驰节能(838750)

买入

(首次评级)

2018年07月26日

一年该股与三板成指走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	268/211
总市值/流通(百万元)	N/A
上证综指/深圳成指	2,906/9,466
12个月最高/最低(元)	N/A

证券分析师: 王念春

电话: 0755-82130407

E-MAIL: wangnc@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120027

证券分析师: 张子恒

电话: 075581981863

E-MAIL: zhangziheng1@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980517100001

联系人: 刘馨竹

电话:

E-MAIL: liuxinz@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

首次覆盖

LED 封装加速扩产, 兆驰系协同效应助力超车

● **兆驰系上游芯片+中游封装+下游应用全产业链布局, 协同效应可期**
公司隶属中游封装重要一环, 其母公司兆驰股份布局上游芯片、与关联公司布局下游照明等应用领域, 稳定整体芯片供应、形成成本可控, 连接公司及下游应用形成良好的产业链协同效应, 提升整体盈利能力。下游应用市场空间巨大, 国内照明设计及制造进入产业化成熟阶段, 兆驰系引入成熟团队, 结合公司很好的制造成本控制能力, 预期有望实现较快的成长表现。

● 资源整合快速释放, 进入产业第一集团军

公司未来两年规划新增 1500-2000 条封装生产线, 业绩规模有望追赶龙头企业。目前产能 500 条, 新产能 2018Q4 将达 1000 条, 按 1500 条计算, 满负荷生产年产能有望超过 15 万 KK, 带来营业收入 37.8 亿元/年, 进入第一集团军。母公司芯片产能预计在 2019 年 Q1 开始释放, 2019Q3 完全达产后, 4 寸外延片年产能有望达到 720 万片, 进入全球前列。

● 行业激烈调整后, 进入集中度快速提升阶段

LED 市场总量近 10 年持续保持 20% 以上增长, 2016 年成为封装行业复苏拐点, 虽然公司及国内其他厂商近年在毛利率表现上有所反复, 但是规模迅速成长, 集中度提升, 且逐渐吞噬国际厂商市场份额。

● 通用照明渗透率尚存提升空间

2018 年国内通用照明市场规模预计为 3052 亿, 渗透率 50%, 对比美国 80% 有相当大的提升空间; LED 灯泡价格仍在下跌, 但跌幅大幅收窄, 有企稳迹象, 预计照明业务将成为公司快速增长点。

● 风险提示

产能释放进度不及预期; 行业竞争加剧。

● 封装业务追赶龙头, 给予“买入”评级

公司隶属兆驰系 LED 全产业链布局的封装环节, 行业进入复苏周期, 千条产线扩张进行时, 业绩增长确定。母公司介入 LED 上游芯片、下游应用, 稳定供货成本, 开拓终端市场, 将发挥协同效应, 提升整体盈利能力。公司 ROE 领先市场, 净利率水平、现金流质量与国内头部企业接近。预计 2018/19/20

盈利预测和财务指标

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	945	1,329	1,901	2,946	3,888
(+/-%)	5.0%	40.7%	43.0%	55.0%	32.0%
净利润(百万元)	79	106	143	193	278
(+/-%)	63.6%	33.0%	35.5%	34.8%	44.2%
每股收益(元)	0.47	0.39	0.53	0.72	1.04
EBIT Margin	8.7%	7.6%	7.6%	7.3%	8.3%
净资产收益率(ROE)	28.5%	17.5%	20.5%	23.3%	27.4%
市盈率(PE)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
EV/EBITDA	6.5	11.6	9.9	8.4	6.8
市净率(PB)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

投资摘要

估值与投资建议

公司隶属兆驰系 LED 全产业链布局的封装环节，行业进入复苏周期，千条产线扩张进行时，业绩增长确定。母公司介入 LED 上游芯片、下游应用，稳定供货成本，开拓终端市场，将发挥协同效应，提升整体盈利能力。公司 ROE 领先市场，净利率水平、现金流质量与国内头部企业接近。预计 2018/19/20 年 EPS 分别为 0.53/0.72/1.04 元，给予“买入”评级。

核心假设与盈利预测

- 收入增速：公司产能在 2018-2019 年逐渐爬坡，给予营业收入增长分别为 42%、55%；2020 年下调增长至 32%；永续增长 3%。增速来源主要来自 LED 器件（照明业务），灯泡价格逐步企稳；而 LED 组件（背光业务）因下游出货量、技术替代影响，预计成长性较低。
- 毛利率：2018-2019 毛利率维持在 14%；2020 年芯片产能逐步释放，毛利率保守估计提升 1%，达到 15%。
- 费用率：管理费用率为 5%，销售费用率为 1.4%。

与市场预期的差异之处

- 兆驰系 LED 全产业链逐步完成，母公司介入上游芯片，下游应用，稳定供货成本，开拓终端市场，形成闭环，带来协同效应；在未来竞争再度加剧时，公司将保持较强的抗压能力。
- 封装扩产 1500-2000 条生产线，产能整体水平有望追赶 A 股上市公司国星光电、鸿利智汇等。
- 母公司电视制造背景，公司在 LED 电视背光领域有先天优势，该领域竞争相对较小，毛利率更加稳定。
- ROE（摊薄）处于同业领先水平；净利率水平与国内龙头木林森接近；毛利率有望在母公司芯片的产能释放后有所改善。
- 下游最重要的应用之一 LED 灯泡价格跌幅大幅收窄，国内外价差收缩，有止跌企稳的可能。通用照明国内渗透率 50%，尚有提升空间。

核心假设或逻辑的主要风险

产能释放进度不及预期；行业竞争加剧。

内容目录

估值与投资建议	6
核心假设与盈利预测	6
相对估值法	6
投资建议	7
新三板 LED 封装稀缺企业，始于电视 ODM，立足 LED 照明、电视背光	8
封装行业格局：集中度快速提升，全产业链龙头成长尤为突出	11
LED 产业链：上游成本占七成，市占率向全产业链龙头集中	11
全球封装业务往国内转移，木林森、国星光电上榜	13
兆驰系布局 LED 全产业链，封装产能加速扩张，协同效应可期	14
探索 LED 周期：走出低谷，景气度有所反复	18
公司走出低谷，收入利润规模快速增长	18
市场总规模持续增长，增速周期性波动	20
终端应用价格波动大，照明类产品止跌企稳	21
下游需求分解：六千亿级别应用市场，通用照明渗透率仍存空间	22
财务对比：公司 ROE 领先，未来业绩爆发在于封装扩产、芯片布局	25
国内厂商逐步吞噬国际厂商市场份额	26
国内厂商利润全面赶超台湾昔日领军企业	26
公司 ROE 领先，净利率与木林森接近	27
公司受益于“新三板+H 股”政策	28
风险提示	29
附表：财务预测与估值	30
国信证券投资评级	31
分析师承诺	31
风险提示	31
证券投资咨询业务的说明	31

图表目录

图 1: 近五年国内 LED 封装企业 PE (TTM) 走势.....	7
图 2: 2011-2017 公司发展历程.....	8
图 3: 公司主要在售 LED 产品.....	9
图 4: 2016 年公司营业收入构成 (百万元, %).....	9
图 5: 2017 年公司营业收入构成 (百万元, %).....	9
图 6: 2011-2017 公司成立以来主要融资情况.....	10
图 7: 2017 年报股东结构 (%).....	11
图 8: LED 行业产业链及主要相关企业.....	12
图 9: 2017 年国内 LED 封装主要形式 (%).....	12
图 10: 2017 年 LED 国内市场竞争格局.....	13
图 11: 2015-2017 全球 LED 封装市场份额分布、中国市占率 (亿美元, %).....	14
图 12: 兆驰系 LED 全产业链布局.....	15
图 13: 2018-2019 公司 LED 芯片产能释放时间表.....	16
图 14: 2017 年 LED 泛光灯成本分布 (%).....	16
图 15: 2016-2017 年 LED 封装生产成本分布 (%).....	16
图 16: 2018-2019 公司新增 1500-2000 条 LED SMD 封装产能释放时间表.....	17
图 17: 2016-2017 公司引入的 LED 封装智能制造.....	17
图 18: 兆驰照明品牌宣传——O2O 一体化.....	18
图 19: 兆驰照明品牌宣传——以中山辐射全国.....	18
图 20: 公司营业收入、同比增速 (百万元, %).....	19
图 21: 公司归母净利润、同比增速 (百万元, %).....	19
图 22: 公司毛利率、总费用率、净利率 (%).....	19
图 23: 公司三项费用率、研发费用率 (%).....	19
图 24: 2009-2017 年主要封装厂商毛利率 (%).....	20
图 25: 2009-2017 年主要封装厂商营业收入 (亿元).....	20
图 26: 2009-2017 年主要封装厂商净利润 (亿元).....	20
图 27: 2007 年以来国内 LED 市场总规模 (亿元, %).....	21
图 28: 2007 年以来国内 LED 封装市场规模、同比 (亿元, %).....	21
图 29: 2011-2018 全球、中国 LED 灯泡价格走势 (美元).....	21
图 30: 2011-2018 全球 LED 灯泡价格及同比 (美元, %).....	21
图 31: 2014-2017 全球 TV 面板出货面积 (百万平方米).....	22
图 32: 2014-2017 兆驰节能/聚飞光电背光收入对比 (亿元).....	22
图 33: 2016-2020E 全球显示产业按技术别出货量 (百万片, %).....	22
图 34: 2014-2022 全球封装市场产品分布 (十亿美元).....	23
图 35: 2015-2021 全球 LED 应用市场规模 (百万美元).....	23
图 36: 2007 年以来国内 LED 应用市场规模、同比 (亿元, %).....	24
图 37: 2009-2017 国内 LED 应用领域分布 (%).....	24
图 38: 2016 国内 LED 应用分类市场规模、占比 (亿元, %).....	25
图 39: 2017 国内 LED 应用分类市场规模、占比 (亿元, %).....	25
图 40: 2009-2017E 全球照明市场规模及渗透率 (亿美元, %).....	25

图 41: 2010-2018E 国内 LED 照明市场规模及渗透率 (亿元, %)	25
图 42: 2015-2017 年同行业公司营收及增速对比 (亿元, %)	26
图 43: 2017 年同行业公司营收及封装收入占比 (亿元, %)	26
图 44: 2015-2017 年同行业公司净利润及增速对比 (亿元, %)	27
图 45: 2015-2017 年同行业公司毛利率对比 (%)	27
图 46: 2015-2017 年同行业公司研发费用占收入比 (%)	27
图 47: 2015-2017 年同行业公司净利率对比 (%)	28
图 48: 2015-2017 年同行业公司 ROE 对比 (摊薄, %)	28
图 49: 2015-2017 年同行业公司经营活动现金流占收入比 (%)	28
图 50: 2015-2017 年同行业公司资产负债率对比 (%)	28
表 1: 2017-2020 公司盈利预测与收入拆分	6
表 2: 1000 条封装产能拆分测算	6
表 3: LED 行业封装领域主要公司财务指标及估值	7
表 4: 2017 年报公司前 5 大客户	10
表 5: 公司核心成员简介	11
表 6: 2016-2017 全球 LED 封装企业市占率排名	13
表 7: 国内封装主要公司产业链布局、最新研发成果对比	15
表 8: LED 应用领域分类及细分产品类别	23
表 9: 欧司朗、木林森 2017 年年报营业收入拆分 (亿元, %)	26
表 10: 香港联交所主板、创业板上市条件	29

估值与投资建议

目前全球封装业务往国内集中，LED 整体行业进入复苏周期，各大厂商尤其是国内厂商，在成长性上具有较高确定性。公司暂时缺乏稳定的二级市场报价，我们认为使用相对估值法进行定价更加合理，在沪深 A 股均有较好的对标，如木林森、国星光电、鸿利智汇等；国际上我们选取具有代表性的企业加入对比行列，如欧洲欧司朗、台湾亿光电子。

核心假设与盈利预测

- 收入增速：公司产能在 2018-2019 年逐渐爬坡，给予营业收入增长分别为 42%、55%；2020 年下调增长至 32%；永续增长 3%。增速来源主要来自 LED 器件（照明业务），灯泡价格逐步企稳；而 LED 组件（背光业务）因下游出货量、技术替代影响，预计成长性较低。
- 毛利率：2018-2019 毛利率维持在 14%；2020 年芯片产能逐步释放，毛利率保守估计提升 1%，达到 15%。
- 费用率：管理费用率为 5%，销售费用率为 1.4%。

表 1：2017-2020 公司盈利预测与收入拆分

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业总收入（百万元）	1,329.0	1,900.5	2,945.8	3,888.4
YOY（%）	40.65%	43.00%	55.00%	32.00%
LED 器件收入（百万元）	930.2	1,488.4	2,485.6	3,380.4
YOY（%）	63.89%	60.00%	67.00%	36.00%
LED 组件收入（百万元）	379.6	412.1	460.2	508.0
YOY（%）	9.03%	8.58%	11.66%	10.39%
封装产能（条）	500	730	1,200	2,000
毛利率（%）	14.10%	14.10%	14.00%	15.00%

资料来源：国信证券经济研究所整理及预测

每年新增产能有逐步释放的过程，且根据具体产品情况，成品数量及单价可能会有变化。按每 1000 条封装产能计算，具体拆分如下：

表 2：1000 条封装产能拆分测算

产品分类	产线（条）	年产能(KK)	成品数量(KK)	单价(元/K)	销售收入(百万元)
SMD	900	96,000	48,000	30	1,440
CSP	100	7,200	7,200	150	1,080
				共计	2,520
				平均每条产线	2.52

资料来源：国信证券经济研究所整理及预测

相对估值法

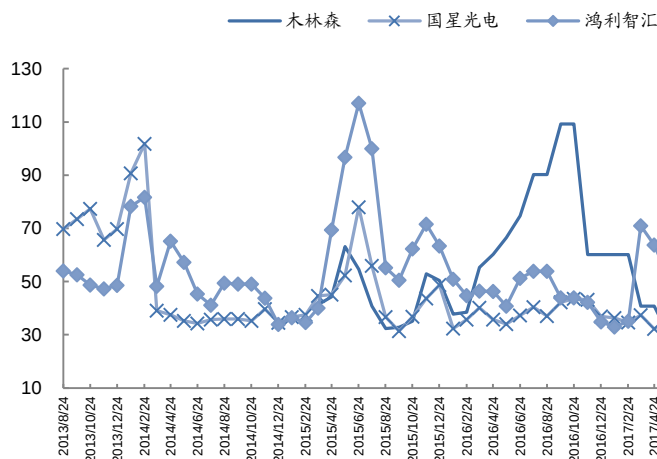
我们从 LED 行业中的封装领域选取国际龙头欧司朗、亿光电子，沪深 A 股上市公司木林森、国星光电、鸿利光电，与公司进行相对估值对比。扣除 40%流动性溢价后同业公司整体可比 PE（TTM）、PE（18E）分别为 10.59x、9.87x，按此估值计算，公司合理价格区间为 11.2-14.7 元。

表 3: LED 行业封装领域主要公司财务指标及估值

股票代码	股票简称	FY2018E			FY2017A			PE (TTM)	PE(18)
		收入 (亿元)	利润 (亿元)	EPS (摊薄)	收入 (亿元)	利润 (亿元)	EPS (摊薄)		
002745.sz	木林森	200.48	10.16	0.89	81.69	6.69	1.27	32.74	22.60
2393.tw	亿光电子	62.00	3.00	0.68	60.00	2.64	0.60	17.25	12.72
Osr.f	欧司朗	350.00	19.00	18.29	322.95	17.21	16.44	0.00	15.50
002449.sz	国星光电	44.70	4.87	0.79	34.73	3.59	0.75	17.14	15.18
300219.sz	鸿利智汇	50.85	4.76	0.66	36.99	3.53	0.50	21.12	16.24
	平均							17.65	16.45
	扣除溢价							10.59	9.87
838750.oc	兆驰节能	18.61	1.49	0.55	13.29	1.06	0.39	N/A	N/A

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理及预测

注: 数据更新截止至 2017.07.25; 木林森、国星光电、鸿利智汇使用了万得一致预期数据

图 1: 近五年国内 LED 封装企业 PE (TTM) 走势


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

注: 数据更新截止至 2017.07.25

投资建议

公司隶属兆驰系 LED 全产业链布局的封装环节, 行业进入复苏周期, 千条产线扩张进行时, 业绩增长确定。母公司介入 LED 上游芯片、下游应用, 稳定供货成本, 开拓终端市场, 将发挥协同效应, 提升整体盈利能力。公司 ROE 领先市场, 净利率水平、现金流质量与国内头部企业接近。预计 2018/19/20 年 EPS 分别为 0.53/0.72/1.04 元, 给予“买入”评级。

新三板 LED 封装稀缺企业，始于电视 ODM，立足 LED 照明、电视背光

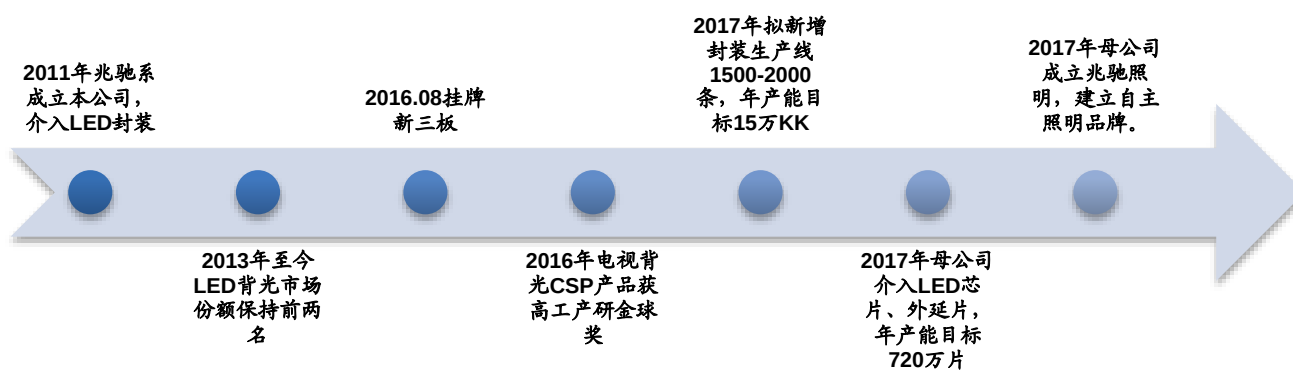
公司 2011 年成立，2016 年在新三板挂牌，主要从事 LED 器件、组件的研发、生产与销售，处于 LED 产业链的中游封装行业。母公司兆驰股份成立于 2005 年，是较早从事液晶电视、机顶盒等产品电子 ODM 龙头企业之一，拥有十余年研发、生产经验，形成了电视、机顶盒、互联网视频服务的完备产品体系；2011 年凭借电视制造的技术背景，丰富的客户资源，顺势介入 LED 照明、电视背光领域，成立本公司兆驰节能。

公司主要有两大核心：

- LED 照明产品，用于室内照明，包括灯珠、灯丝，是公司主要收入来源。核心客户主要有佛山照明、阳光照明、三雄极光、宜美照明、雪莱特等。
- LED 背光源产品，用于液晶电视、电脑、手机、平板等，毛利率较高，具有较强的核心竞争力。公司目前已经成为中大尺寸背光源的主要供应商之一，2013 年至今市场份额持续保持在前两名。电视背光核心客户包括创维、高创、康佳、台湾冠捷；手机背光客户包括 TCL、合力泰、联创等。

公司持续加大研发投入，2016 年曾获业内知名产业研究机构——高工产研颁发的金球奖。2017 年 6 月公司成立江西省兆驰光电有限公司（江西兆驰），于江西南昌市规划新增 1500-2000 条封装生产线（当前产能 500 条），将在未来 1-2 年提高市场占有率，目标年产能达到 15 万 KK 以上。

图 2：2011-2017 公司发展历程



资料来源：公开转让说明书、公司公告、国信证券经济研究所整理

公司在主流 SMD、EMC、COB 以及新兴 CSP、灯丝、Mini LED 封装技术均有相关产品及布局：

- 在商照热门技术 COB 开发了新品。COB 技术具有光线柔和、线路设计简单、高成本效益、节省系统空间、散热效果显著、高封装及输出密度等优点，在商照领域优势明显，球泡灯已经占据了 LED 灯泡 40% 左右的市场，成为目前“定向照明”主流解决方案。
- 在电视背光领域实现了 CSP 产品方案的全面布局，持续获得国际客户的订单。CSP（Chip Scale Package）即晶圆级封装、芯片尺寸封装，属于芯片环节的技术更新，能有效缩减封装体积，打破尺寸限制，可提高光密度，

提供更大功率。

- 在灯丝方面取得了突破性的散热解决方案。灯丝灯 360° 立体发光，是高显指、高光效的高品质光源，发光的特性，其散热问题是取得灯丝技术发展的关键。目前公司已取得相关技术的突破性进展，同时规划了 300 条线的产能布局。
- 在 Mini LED 方面，公司已有相关技术储备，应用于手机端的 Mini LED 显示屏已试产成功。
- Micro LED 方面，公司组建了专人研发小组跟进技术发展动态，对其技术突破难点深入研究，保持在未来显示技术方面的优势。

图 3：公司主要在售 LED 产品



其他客户包括京东方、康佳集团、同方多媒体等公司。

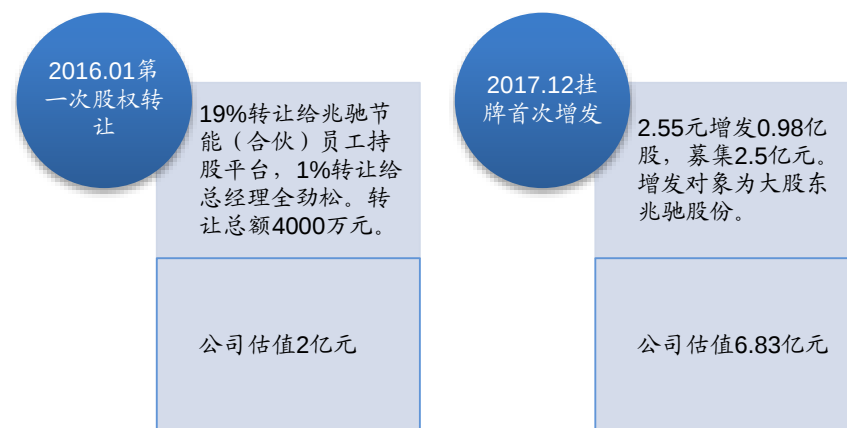
表 4: 2017 年报公司前 5 大客户

序号	客户	销售金额 (百万元)	年度销售占比 (%)	是否存在关联关系
1	第一名	608.37	45.78%	否
2	深圳市兆驰股份有限公司	176.10	13.25%	是
3	北京京东方视讯科技有限公司	56.43	4.25%	否
4	康佳集团股份有限公司	36.35	2.74%	否
5	沈阳同方多媒体科技有限公司	23.07	1.74%	否
合计		900.34	67.76%	

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

公司自 2011 年成立以来发生了两次主要融资: 1) 2016 年 01 月公司第一次股权转让, 大股东兆驰股份以 3800 万元转让 19%给兆驰节能(有限合伙)员工持股平台; 以 200 万元转让 1%给公司总经理全劲松。2) 2017 年 12 月新三板挂牌后首次增发, 增发对象为大股东兆驰股份, 价格 2.55 元/股, 增发数量 0.98 亿股, 募集金额 2.5 亿元。增发后总股本变为 2.68 亿股。

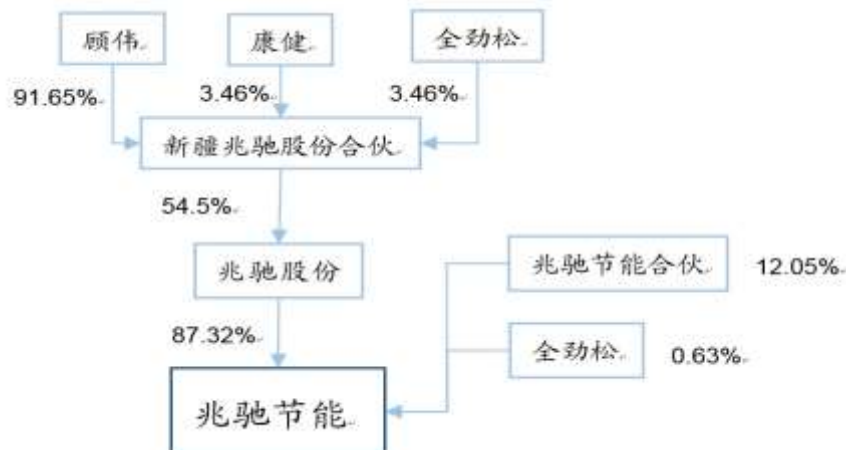
图 6: 2011-2017 公司成立以来主要融资情况



资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

公司母公司为 A 股上市公司兆驰股份, 持有 87.32%, 集中度较高。公司实际控制人顾伟, 为公司董事长、兆驰股份董事长。员工持股平台兆驰节能合伙持有 12.05%。公司董事、总经理、兆驰股份副董事长全劲松直接持股 0.63%。

图 7：2017 年报股东结构（%）



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

管理层拥有多年行业经验，经历了 LED 最激烈的竞争起伏，公司业内排名及营业收入在不断攀升。2016 年 1 月公司推行合伙人股权激励，将 20%转让给管理层，进一步完善了治理结构。

表 5：公司核心成员简介

姓名	职务	主要经历
顾伟	董事长、实控人	2005-2007 年任兆驰股份监事,2007-2010 年任兆驰股份总经理,2007 年 6 月至今任兆驰股份董事长。2011-2016 年任兆驰节能执行董事,2016 年 2 月至今任兆驰节能董事长。
全劲松	总经理、董事	研究生学历。2004-2005 年任江苏宏图高科股份有限公司消费电子事业部总经理;2005-2013 年任兆驰股份副总经理;2007-2014 年任兆驰股份董事;2014 年 2 月至今任兆驰股份副董事长。
胡小明	副总经理、董事	2011 年 4 月至今任兆驰节能总经理;2016 年 2 月至今任兆驰节能董事。
郭爱萍	财务总监、董事	本科学历,1984-1997 年在江西省商业厅任科员,主任职务;1997-2014 年在深圳凯欣达电子有限公司任常务副总经理职务;2014 年 3 月至今任江西兆驰总经理;2014 年 5 月至今任兆驰节能副总经理。

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

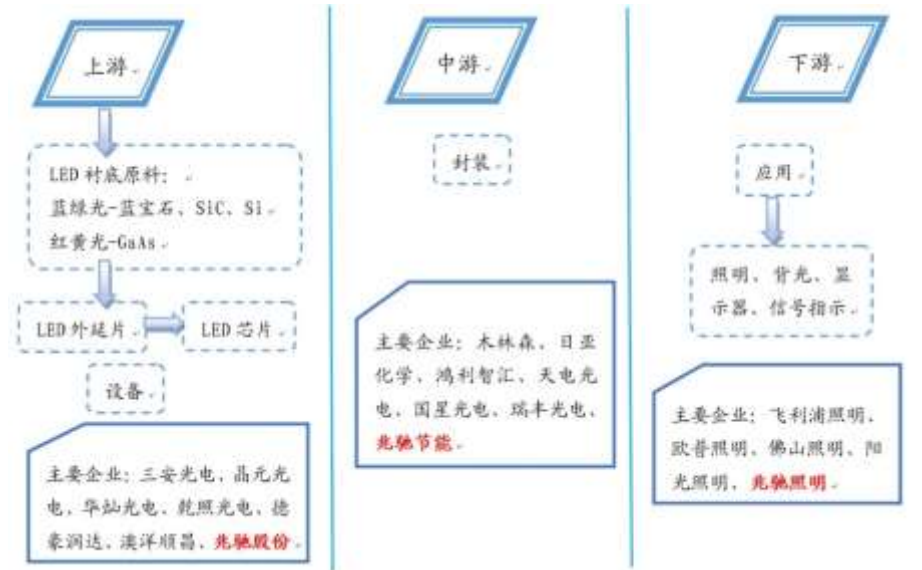
封装行业格局：集中度快速提升，全产业链龙头成长尤为突出

LED 产业链：上游成本占七成，市占率向全产业链龙头集中

LED 产业链包括衬底制作、外延生长、芯片制造、封装和应用五个主要环节。全球范围内，LED 产业链各环节参与企业数量呈金字塔型分布，上游企业资源比较集中，壁垒较高，参与竞争的企业数量相对较少，利润率较高；中游封装与下游应用的进入门槛相对较低，参与企业数量较多，利润率较低。

国内市场来看，龙头企业利用规模、资本优势，进行有效的资源整合，向上、下游探索布局，进一步巩固了龙头地位。中小 LED 企业在成本上升、价格下降的双重压力下，逐步退出市场，完成了 LED 供给侧的出清。

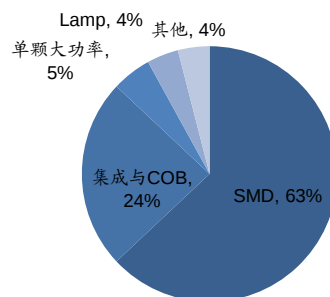
图 8: LED 行业产业链及主要相关企业



资料来源:Wind、LEDinside、国信证券经济研究所整理

- **上游占 LED 总成本 70%:** 衬底制作、外延生长、芯片制造技术含量高、资本投入大、质量影响大、利润空间高，是整个 LED 产业发展的关键。LED 发光颜色和发光效率与制作 LED 的材料和过程有关，且上游占 LED 制造成本 70%，对 LED 产业极为重要。半导体材料市场份额大部分集中在国外厂商手中，三安光电 2017 年 12 月首度切入 GaAs、GaN 等材料。芯片领域以三安光电为首，三安同时与聚飞光电、国星光电、鸿利光电、瑞丰光电等上中游企业达成战略合作。2017 年三安光电市占率为 33%。
- **中游封装:** LED 封装是指将外引线连接至 LED 芯片电极，形成 LED 器件的环节。封装的主要作用在于保护 LED 芯片与提高光提取效率，技术风险低，投资规模适中，更加接近于应用市场。回顾 LED 封装历史，可分为直插式封装(LAMP)、贴片式封装(SMD)等，后来兴起的有集成式封装(COB)、EMC、CSP 等。目前最主流的封装形式为 SMD、POWER 和 COB。根据高工 2017 年统计，63%封装厂商仍采用 SMD 形式，其次为 COB 占比 24%。封装市场集中度较芯片领域略低，2017 年木林森在国内市场首度超越国际龙头日亚化学，市占率国内排名第一达 9%；其还进一步与上游企业华灿光电展开战略合作，与澳洋顺昌、台湾晶元光电进行资本合作，巩固领先优势。

图 9: 2017 年国内 LED 封装主要形式 (%)



资料来源:高工 LED 产研、国信证券经济研究所整理

- **下游应用：**LED 应用环节是针对各类市场需求利用 LED 器件制成面向终端用户的 LED 应用产品，如指示灯、显示屏、LCD 背光源、LED 照明灯具等，此环节技术主要体现在系统集成方面，技术面较宽，呈现多样化特征。LED 应用直接面对终端市场，市场准入门槛最低，技术风险小、投资额低而且回收快。国内市场下游企业市场集中度低，企业数量众多。

图 10：2017 年 LED 国内市场竞争格局



资料来源：LEDinside 2018/01、国信证券经济研究所整理

全球封装业务往国内转移，木林森、国星光电上榜

根据 LEDinside 最新统计，国际封装领域龙头日亚化学保持绝对优势，2017 蝉联首位。而国内巨头木林进入前四，封装收入超过三星、亿光等传统大厂；国星光电连续两年进入前十。

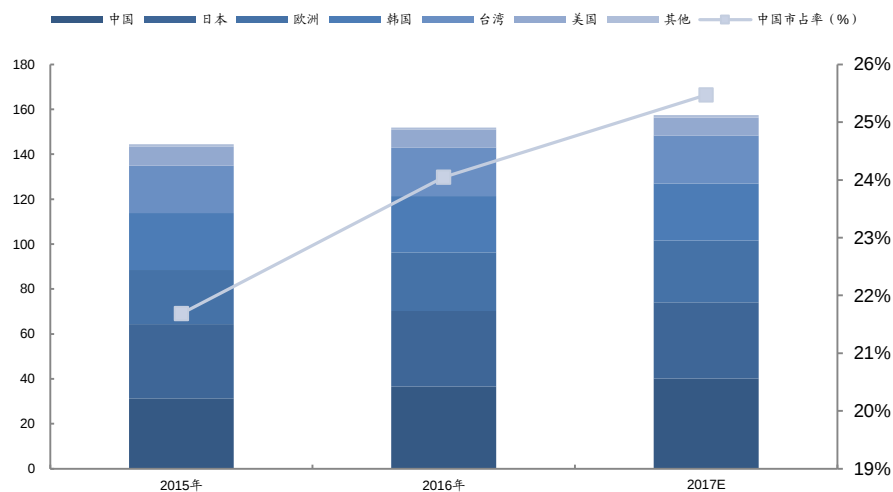
表 6：2016-2017 全球 LED 封装企业市占率排名

2016	2017
日亚化学	日亚化学
欧司朗	欧司朗
Lumileds	Lumileds
三星	木林森
首尔半导体	首尔半导体
亿光电子	三星
木林森	亿光电子
Cree	Cree
LG Innotek	LG Innotek
国星光电	国星光电

资料来源：LEDinside、国信证券经济研究所整理

从各个国家的宏观整体数据来看，2016 年中国封装业务为 36.52 亿美元，市占率 24.05%；2017 全年预计达到 40.1 亿美元，YOY9.8%，市占率 25.47%。2015-2017 市占率呈现逐步上升趋势，主要由于日、韩、台三地整体增长放缓或负增长。

图 11: 2015-2017 全球 LED 封装市场份额分布、中国市占率 (亿美元, %)



资料来源: LEDinside、国信证券经济研究所整理

兆驰系布局 LED 全产业链，封装产能加速扩张，协同效应可期

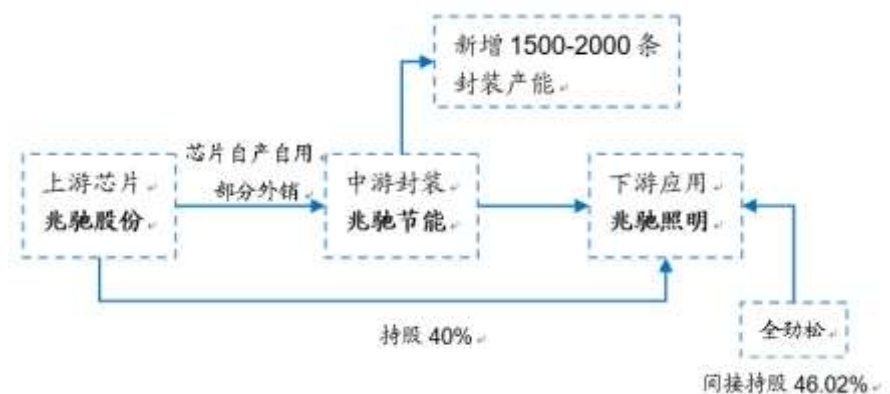
目前业内各大厂商立足封装领域，往上、下游延伸，进行全产业链布局。公司属于兆驰系 LED 产业链中游封装的重要一环，其母公司——兆驰股份上游介入芯片生产，下游布局终端应用销售，强力内部循环，形成 LED 全产业链闭环。布局全产业链的主要因素包括：

- **稳定供货，控制成本：**上游领域占 LED 成本 70%，芯片占封装成本 46%，布局外延片、芯片，有望稳定供货源，控制成本，在竞争加剧时，减少盈利波动。如木林森参股晶电子公司、与华灿光电战略合作、参股澳洋顺昌子公司，约定芯片采购数量、金额，稳定了供给成本；公司母公司自产芯片，部分自用，部分外销。
- **下游应用空间巨大，抢占先机：**下游应用国内市场规模达 5000 亿以上，是 LED 的主要战场，发展空间大，目前无明显市占率较高的龙头出现。并且封装厂商因为产品更接近下游应用，布局终端应用是顺势而为。如木林森收购欧司朗旗下照明业务 LEDVANCE，正式进军终端应用；兆驰系建立自主“兆驰照明”品牌，线上线下渠道已经铺开。

表 7：国内封装主要公司产业链布局、最新研发成果对比

代码	名称	LED 主攻方向	近期产业链延伸	最新研发成果
002745.sz	木林森	SMD、Lamp、照明应用	1、参股芯片厂商晶电旗下子公司“开发晶”25.5%股权 2、与华灿光电签署芯片战略合作协议 3、参股澳洋顺昌子公司27%股权 4、收购超时代光源，布局LED灯丝 5、收购欧司朗旗下照明业务LEDVANCE	SMD1919 户外小间距全彩产品、TOP 型 1010 户内小间距全彩产品、灯丝系列产品
2393.tw	亿光电子	Lamp、背光、Display、SMD	旗下包含照明灯具、专业灯具业务 上游芯片采购与晶元光电长期合作	黑体超高信赖性 RGB 户外显示屏、色温稳定的软灯条、广色域 TV 背光 LED
OSR.F	欧司朗	封装、特殊照明、照明系统	剥离下游通用照明应用业务，专注高端 LED 产品研发与生产	首款宽带红外 LED(如食物质量探测)、改进矩阵镭射车灯、智能街道建筑照明系统
002449.sz	国星光电	SMD(小间距等)、外延片及芯片、照明应用	13 年外延片、芯片投产。16 年完成与亚威朗科技的整合，实现技术创新，设备数量不变情况下产能增长 40%，芯片业务利润开始释放。 封装投入 5 亿，外延芯片投入 2.8 亿用于扩产 下游照明分公司重归正增长	小间距高密度 0808/0606、户外高防高密 1921 器件、户内 P1/户外 P4 以下小间距高密显示屏
300219.sz	鸿利智汇	SMD、应用(包括通用、汽车)、支架	收购谊善车灯 51%股权，布局 LED 车灯领域	GaN 基高功率白光 LED、陶瓷基 LED、大规模集成电路高功率 LED 芯片、深紫外 LED
838750.oc	兆驰节能	SMD、CSP、COB	1、江西子公司新增 1500-2000 条封装生产线，2018 年产能释放后，年产能有望超过 15 万 KK，带来收入超过 37.8 亿元； 2、母公司介入外延片、芯片，规划年产能 720 万片 4 寸外延片； 3、与联营公司介入照明应用领域，设立全国运营中心 30 多家，各类经销商达 1400 多家，覆盖 22 个省份。	五面 CSP 光源、单面 CSP 光源、双色及倒装 COB、灯丝

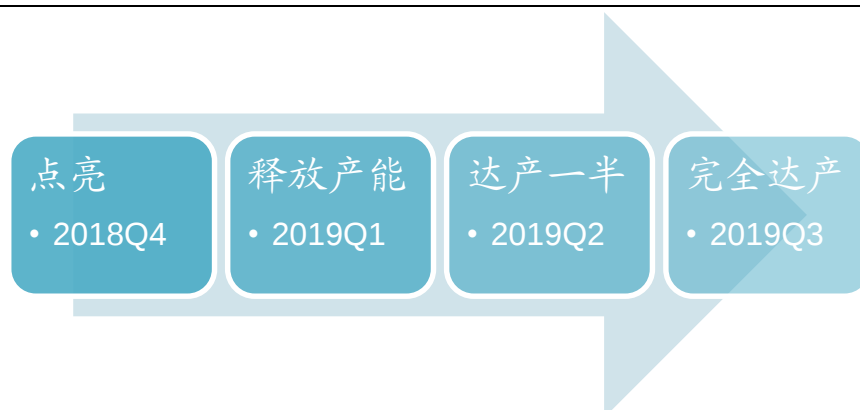
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 12：兆驰系 LED 全产业链布局


资料来源: 兆驰节能公告、兆驰股份公告、国信证券经济研究所整理

介入芯片，自产自用提升盈利抗压性：母公司兆驰股份与南昌市政府基金 2017 年 6 月成立江西兆驰半导体有限公司，注册资本 31 亿元，总用地面积约为 16 万平方米，投资建设 LED 外延片、芯片的生产、研发与销售。政府基金南昌工控出资 15 亿元，占比 48.39%，投资三年期满后，由兆驰股份按出资额回购。兆驰股份引进了世界一流的技术团队，并采购先进的生产设备，自建气站、设立 PSS 处理，形成较强的成本控制及竞争优势。兆驰股份介入 LED 上游芯片领域，打通上下游环节，有望实现产业链整体协同作用，提升兆驰系整体利润水平，加强产业竞争力。根据我们调研，芯片产能预计在 2019 年 Q1 开始释放，2019Q3 完全达产；达产后每月可生产 60 万片 4 寸外延片，年产能 720 万片，有望进入行业前列（2017 年三安光电产能 78 万片/月、华灿光电 40 万片/月）。

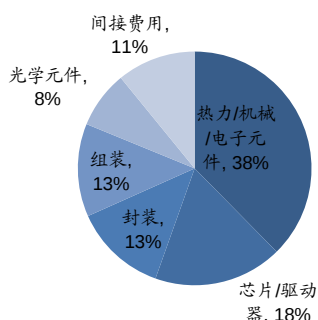
图 13: 2018-2019 公司 LED 芯片产能释放时间表



资料来源: 公司调研、公司业绩发布会、国信证券经济研究所整理

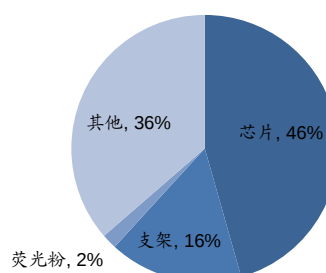
目前照明灯具成本主要来自于其他多类元件, 其次为芯片 18%、封装 13%。从 LED 封装行业来看, 2016-2017 年美国能源部公布, 芯片占总成本 46%, 所以芯片的供给对封装企业成本影响较大。而根据我们调研, 公司芯片成本约占 55%, 母公司兆驰股份布局上游芯片领域, 芯片产能首先实现自产自用, 控制成本, 将提升兆驰节能盈利能力的抗压性。

图 14: 2017 年 LED 泛光灯成本分布 (%)



资料来源: IHS Markit 2017、国信证券经济研究所整理

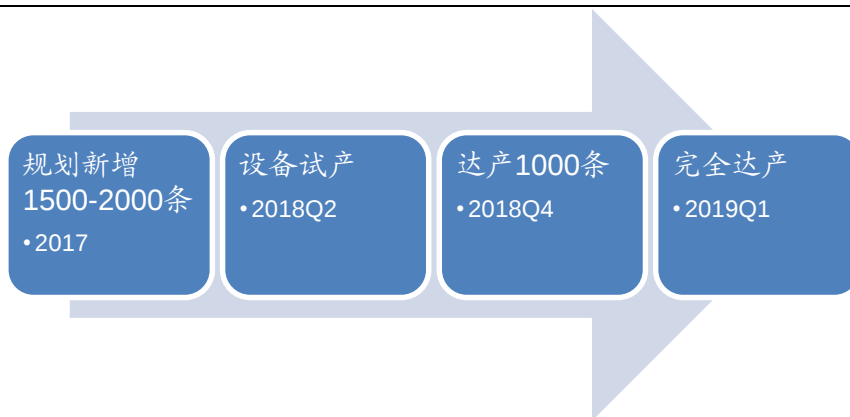
图 15: 2016-2017 年 LED 封装生产成本分布 (%)



资料来源: 美国能源部、国信证券经济研究所整理

封装扩产, 智能制造: 公司 2017 年与南昌市青山湖区政府签署《投资协议》, 成立江西兆驰光电, 注册资本 15 亿元, 建设 LED 封装项目, 新增 1500-2000 条封装生产线。政府基金南昌工控出资 7 亿元, 占比 46.67%, 投资三年期满后, 由兆驰节能按出资额回购。目前公司封装产能在 500 条左右, 随着产能爬坡, 2018-2019 将实现产能的巨变, 根据我们调研, 2018Q4 将达产 1000 条, 2019Q1 完全达产。2018 年产能释放后, 年产能有望超过 15 万 KK, 带来收入超过 37.8 亿元。

图 16: 2018-2019 公司新增 1500-2000 条 LED SMD 封装产能释放时间表

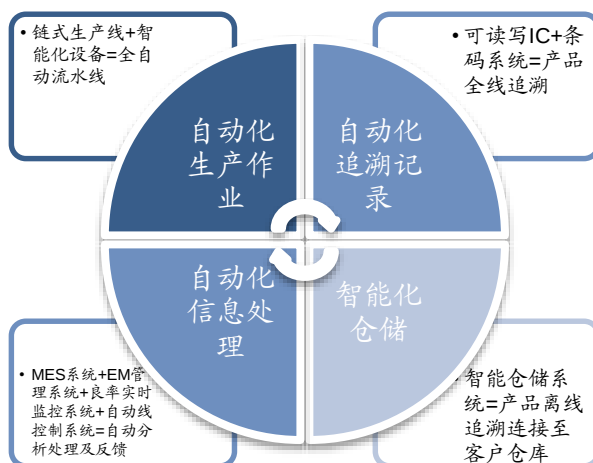


资料来源: 公司调研、公司业绩发布会、国信证券经济研究所整理

产品布局方面，除在原有产品的基础上做进一步的性能优化和品质提升外，公司组建专人团队，研发出具有突破性散热技术的灯丝产品，未来将在灯丝产品布局 300 条产线，打造成为新的利润增长点。

公司在加大规模的同时，推进智能化改造，持续提升产品品质。公司采购了行业先进的生产和检测设备，导入 MES 智能制造管理系统、EM 管理系统、良率实时监控系统和自动线控制系统，配备公司的智能仓储和全程追溯系统，实现了从来料检测至产品出库售后的全程品质监控，极大简化了生产部门工作流程，进一步提升了产品品质，降低生产成本，提升运营效率。

图 17: 2016-2017 公司引入的 LED 封装智能制造



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

合营照明应用：兆驰股份于 2017 年 3 月成立兆驰照明，引入专业团队，建立自主照明品牌。截止 2017 年底，兆驰照明已推出上千余款产品，覆盖商照、工程、家居、流通类等品类；灯具已进驻天猫、京东，同时设立全国运营中心 30 多家，各类经销商达 1400 多家，覆盖 22 个省份。

图 18: 兆驰照明品牌宣传——O2O 一体化



资料来源: 公司天猫旗舰店、国信证券经济研究所整理

图 19: 兆驰照明品牌宣传——以中山辐射全国



资料来源: 公司天猫旗舰店、国信证券经济研究所整理

探索 LED 周期: 走出低谷, 景气度有所反复

公司走出低谷, 收入利润规模快速增长

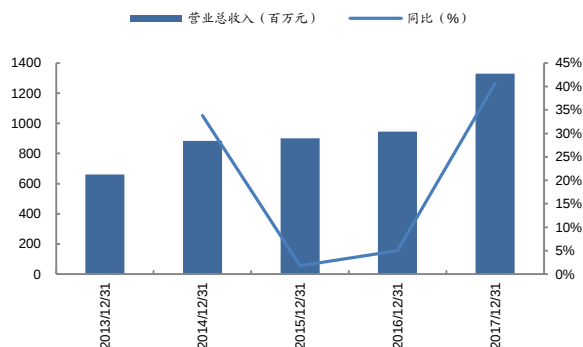
公司 2014 年以来营业收入整体稳健增长。2015 年收入增速较低, 利润则出现负增长, 归母净利润 4860 万, 扣非净利润仅 453 万, 利润大部分来自于理财产品收益。主要原因是当年毛利率大幅下滑, 其中 LED 器件下滑 7.18pct, LED 灯 (当时尚未剥离该业务) 下滑 9.86pct, 导致综合毛利率下滑 4.84pct。2015 年行业竞争加剧, LED 灯终端价格下降幅度较大, 且中游封装行业产能过剩, 封装产品价格下降, 压低整体行业利润率。LED 组件毛利率相对稳定, 因主要面对电视背光客户, 产品价格敏感度低。

公司 2017 营业收入为 13.29 亿, YOY40.65%; 归母净利润 1.06 亿, YOY32.98%; 扣非净利润 8077 万, YOY30.28%。根据我们调研, 2018Q1 产销情况良好, 预计当季增速在 40-50%, 全年成长性可期。

公司毛利率 2015 年跌入低谷 11.08%; 随着 2016 年以来行业的复苏, 收入利润情况逐渐好转, 毛利率逐步回升至近三年新高 16.08%; 2017 毛利率为 14.1%, 同比下降 1.98pct, 盈利能力再度下探, 主要由于各大封装厂商扩产加剧, 带来一定定价压力。

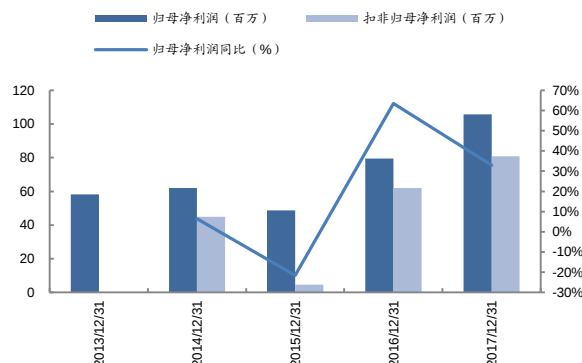
费用方面: 销售费用率、管理费用率在 2015 年达到高点, 随后 2016-2017 均有不同程度的下降, 源自于行业回暖, 收入增速较费用增速更高。2017 销售费用率、管理费用率分别为 1.34%、4.98%, 分别下降 76bp、3bp。财务费用率保持较低水平。管理费用大部分构成来自研发费用, 是公司主要的费用支出。2017 研发费用为 5260 万, YOY60.38%, 占收入比 3.96%。综合来看, 2017 总费用率为 7.95%, 同比下降 46bp。由于毛利率下滑更多, 2017 年净利率为 6.38%, 同比下降 99bp。

图 20: 公司营业收入、同比增速 (百万元, %)



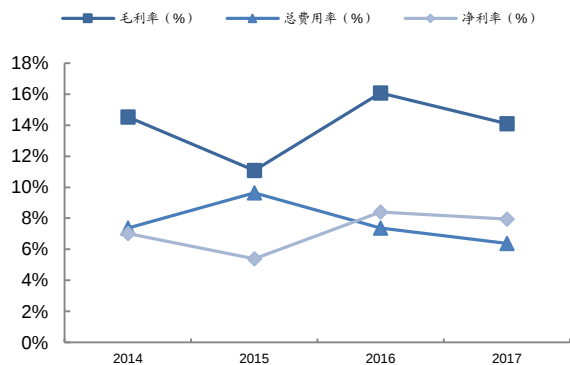
资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

图 21: 公司归母净利润、同比增速 (百万元, %)



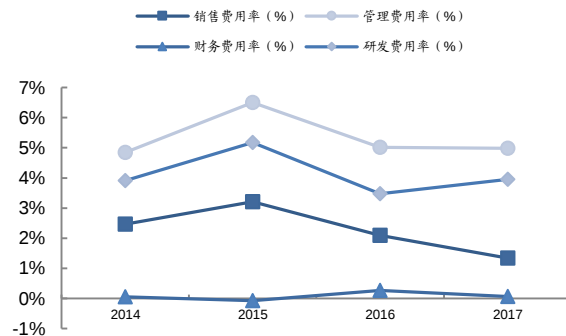
资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理
注: 2013 年无扣非数据

图 22: 公司毛利率、总费用率、净利率 (%)



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

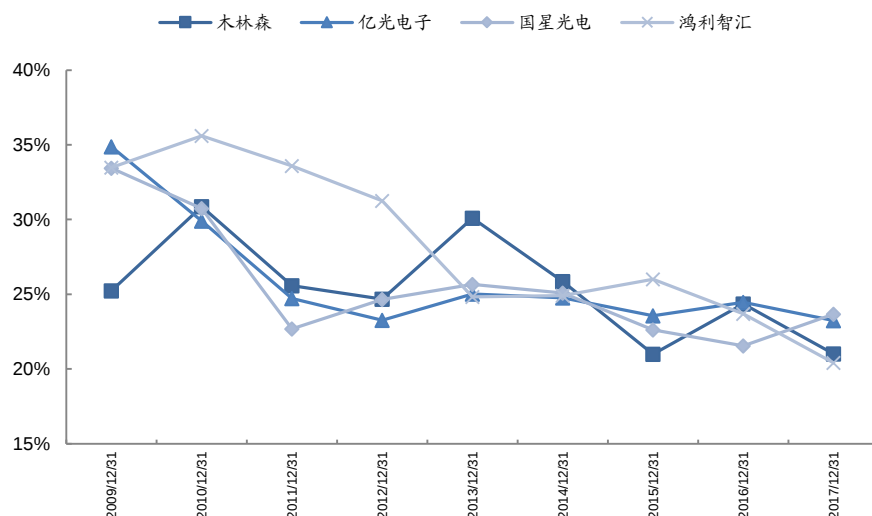
图 23: 公司三项费用率、研发费用率 (%)



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

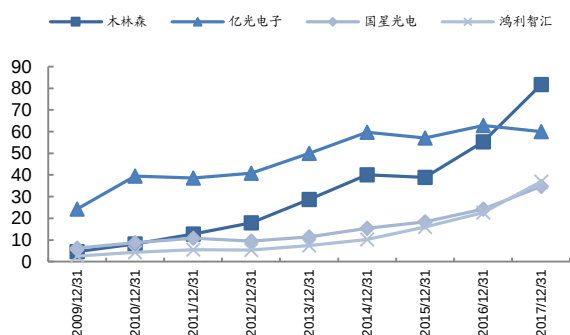
国内封装厂商木林森、国星光电、台湾龙头亿光电子毛利率同样在 2015 年达到低点，分别为 20.99%、22.62%、23.57%，分别同比下滑 4.86 pct、2.46 pct、1.2pct。鸿利智汇有所滞后，2016 毛利率才开始下滑。2017 各家厂商毛利率水平再次走低，互相拉近差距，进入景气度提升——扩产——竞争加剧——毛利率下滑的周期；但是国内厂商在收入、利润规模有较高的成长，逐步将国际厂商挤出市场，实现规模超越。欧司朗未加入长周期对比，主要由于其封装业务占总收入比较低。（详情见下文“财务对比”）

图 24: 2009-2017 年主要封装厂商毛利率 (%)



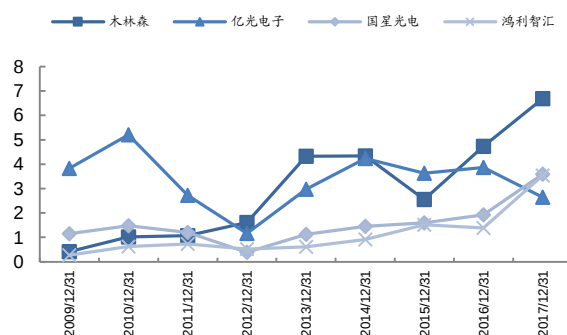
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 25: 2009-2017 年主要封装厂商营业收入 (亿元)



资料来源:

图 26: 2009-2017 年主要封装厂商净利润 (亿元)



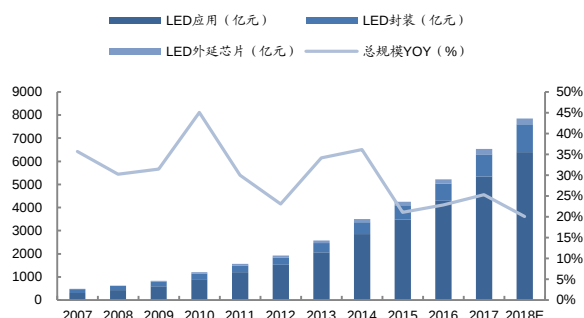
资料来源:

市场总规模持续增长, 增速周期性波动

从 LED 市场总量看, 自 2007 年国内 LED 市场总规模、封装规模持续增长, 但增速呈现周期性, 与公司等各家厂商毛利率走势较为一致。以两年为一小周期, 2008-2010 年、2012-2014 年总规模规模均有不错的增长, 2015 年再度进入低谷 (YOY21.04%), 2016 年开始复苏 (YOY22.87%); 封装规模增速略低于总体水平, 2015、2016 年同比增长分别为 18.96%、21.63%, 增速于 2017 年 (YOY28.74%) 超越总规模增速 (YOY25.35%)。

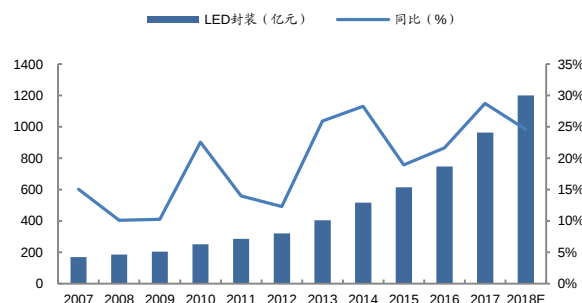
2017 年市场总规模为 6538 亿元; 其中封装市场规模为 963 亿元, 占比 14.73%。高工产研预测 2018 年国内总规模为 7850 亿, YOY20.07%; 其中封装市场规模为 1200 亿元, YOY24.61%, 占比 15.29%。

图 27: 2007 以来国内 LED 市场总规模 (亿元, %)



资料来源: Wind、高工 LED 产研、国信证券经济研究所整理

图 28: 2007 以来国内 LED 封装市场规模、同比 (亿元, %)



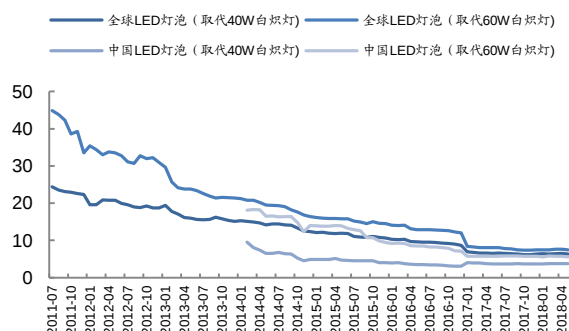
资料来源: Wind、高工 LED 产研、国信证券经济研究所整理

终端应用价格波动大，照明类产品止跌企稳

封装器件出厂价未有系统的统计数据，但是封装业务非常接近终端应用产品，对终端应用价格非常敏感。目前公司 LED 主要下游应用包括灯泡、电视背光、手机背光等，下游终端若持续跌价，将对封装利润有所侵蚀。

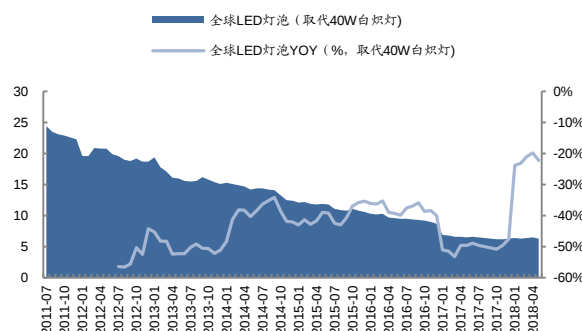
全球 LED 灯泡（取代 40w、60w 白炽灯）价格自 2011 年以来一路持续下跌；继 2012 年底国内禁售白炽灯，2014 年 LED 灯泡开始加速渗透，价格普遍低于国际售价。2017 年至今，取代 40w 与取代 60w 白炽灯的 LED 灯泡价格价差减少；国内、国际价差减少，价格趋同。自 2018 年以来，LED 灯泡价格仍在下跌，但是跌幅大幅收窄，如全球 LED 灯泡（取代 40w 白炽灯）2018 年 5 月最新报价 6.3 美元，YOY-22.22%，远低于 2017 年 12 月同比跌幅-47.5%，有止跌企稳、价格均衡的迹象。

图 29: 2011-2018 全球、中国 LED 灯泡价格走势 (美元)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 30: 2011-2018 全球 LED 灯泡价格及同比 (美元, %)

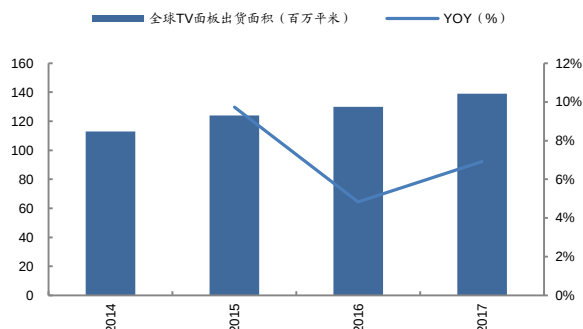


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

公司的 LED 背光应用构成中主要来自电视领域，手机占比较小。整体背光市场受到 OLED、QLED 新技术的冲击，近期增长放缓，因此我们预计公司背光业务增长将逊于照明业务。

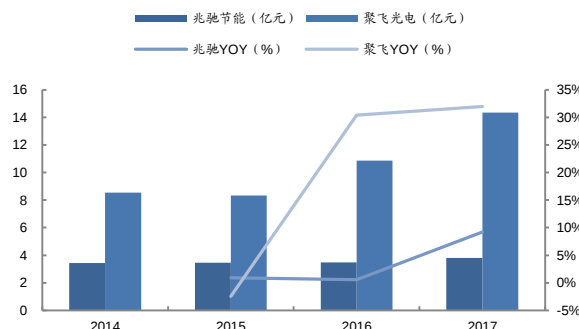
2014-2017 年全球 TV 面板出货面积稳步上升，2017 年为 139 百万平米，YOY6.92%，主要由于平均面板尺寸不断上升，大屏化趋势明显，在出货量疲软的情况下出货面积依然保持正增长。国内主要的两大电视背光封装公司包括兆驰节能、聚飞光电；2013-2015 年公司在市场份额上持续领先，2016 年后被聚飞光电超越；从具体财务数据来看，聚飞光电背光收入包含大部分手机背光业务，2014-2017 收入规模均大于公司，同时 2016-2017 年增长更快。

图 31: 2014-2017 全球 TV 面板出货面积 (百万平米)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

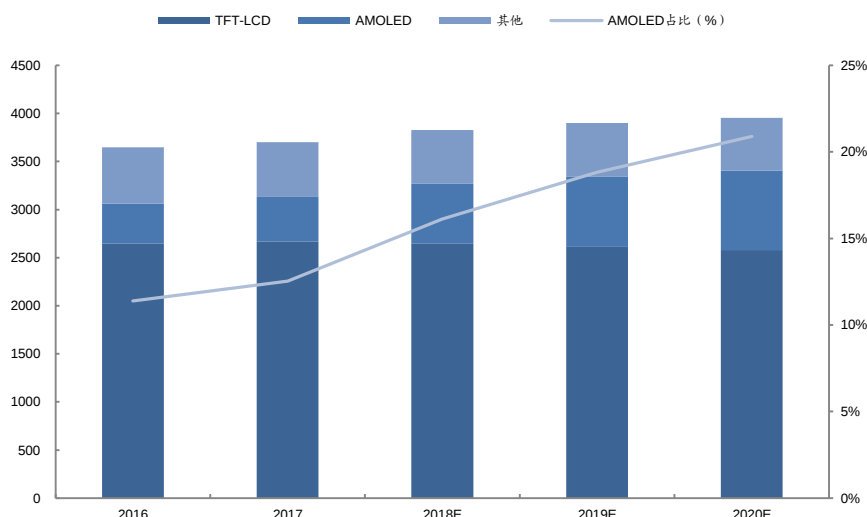
图 32: 2014-2017 兆驰节能/聚飞光电背光收入对比 (亿元)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

新技术对背光业务冲击明显, 根据 IHS 数据显示, 全球显示产业出货量中 AMOLED 将大幅抢占 LCD 市场, 尤其是小屏幕领域。2017 年 AMOLED 出货量为 4.64 亿片, YOY11.81%, 占全部技术别出货量 13%; 预计到 2020 年出货量将超过 8 亿片, 占比提升至 21%。

图 33: 2016-2020E 全球显示产业按技术别出货量 (百万片, %)



资料来源: IHS、国信证券经济研究所整理

下游需求分解: 六千亿级别应用市场, 通用照明渗透率仍存空间

公司主打通用照明、电视背光等产品, 下游需求仍然巨大。

- 通用照明业务约占公司收入 70%以上, 2018 年国内通用照明市场规模预计为 3052 亿, 渗透率 50%, 对比美国 80%还有提升空间。
- 背光业务因母公司电视制造背景具有先发、协同优势, 且客户对价格敏感性较低, 毛利率较高, 公司将在该领域持续深化优势。2018 年背光应用市场规模预计为 640 亿。
- 公司在 Mini-LED、Micro-LED 均有技术布局, 可能成为 LED 替代阶段之后的新增长点。

2017 年飞利浦、欧司朗 LED 灯泡价格进一步下降抢占市场, 面对通用照明价格下降的趋势, 全球 LED 各大企业寻找细分领域发力, 走向价值链高端, 加强

汽车照明、植物照明（农业）、智能照明、特殊照明等细分领域的创新研发，此外还出现 Micro-LED、UV-LED、IR-LED 等新应用。

表 8: LED 应用领域分类及细分产品类别

应用领域	子领域	产品类别
通用照明	室内照明	LED 球泡灯、灯管、台灯、射灯、嵌灯、吊灯、壁灯、面板灯、吸顶灯、灯盘等
	室外照明	包括 LED 路灯、LED 隧道灯等
背光		背光源模组（用于手机、笔记本电脑、平板电脑、液晶电视等）
显示屏		LED 显示屏、流动显示屏、电子显示屏等
景观装饰照明		LED 灯串、LED 灯条、LED 庭院灯、LED 洗墙灯、LED 霓虹灯等
汽车		汽车仪表、汽车转向灯、尾灯、前灯、刹车灯等
信号及指示	IT 品牌电脑指示显示	笔记本电脑、台式电脑、平板电脑等显示器
	其它指示显示	电子玩具、玩具、电子仪器仪表、家用电器显示等
其他	特殊照明	医学用灯、投影及照明用灯等
	专用照明	矿灯、航空航天用灯军用灯等
	新兴应用	Micro-LED、Mini-LED、UV-LED、IR-LED

资料来源：国信证券经济研究所整理

全球范围来看，IHS 预计 2016 年是全球封装市场的增速复苏拐点，未来 2017-2022 增长主要来自于通用照明（CAGR6.8%）、信号指示（CAGR7.9%）、汽车相关（CAGR4.7%）。LEDinside 则预测全球下游应用领域，汽车、不可见光等市场规模、份额将在未来扩大，手机、大屏背光市场规模将萎缩，这与国内价格、出货量数据趋势吻合。

图 34: 2014-2022 全球封装市场产品分布（十亿美元）



资料来源：IHS2017、国信证券经济研究所整理

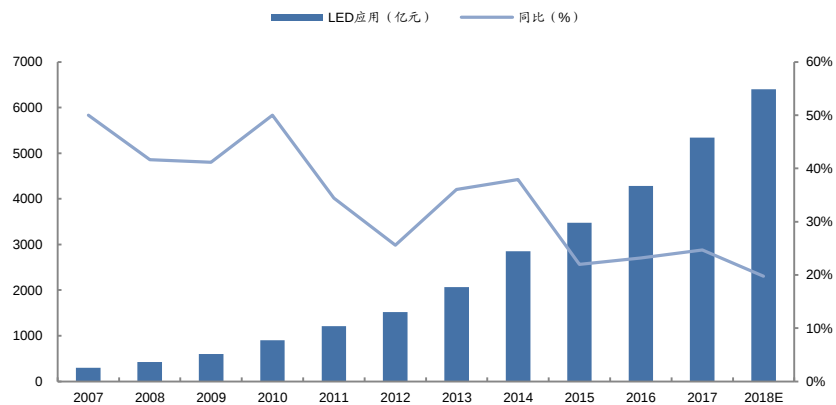
图 35: 2015-2021 全球 LED 应用市场规模（百万美元）



资料来源：LEDinside2017/3、国信证券经济研究所整理

国内 2017 年下游应用市场规模为 5343 亿元，YOY24.66%。根据高工产研预测，2018 年应用市场规模预计达到 6400 亿元，YOY 19.78%。

图 36: 2007 以来国内 LED 应用市场规模、同比 (亿元, %)

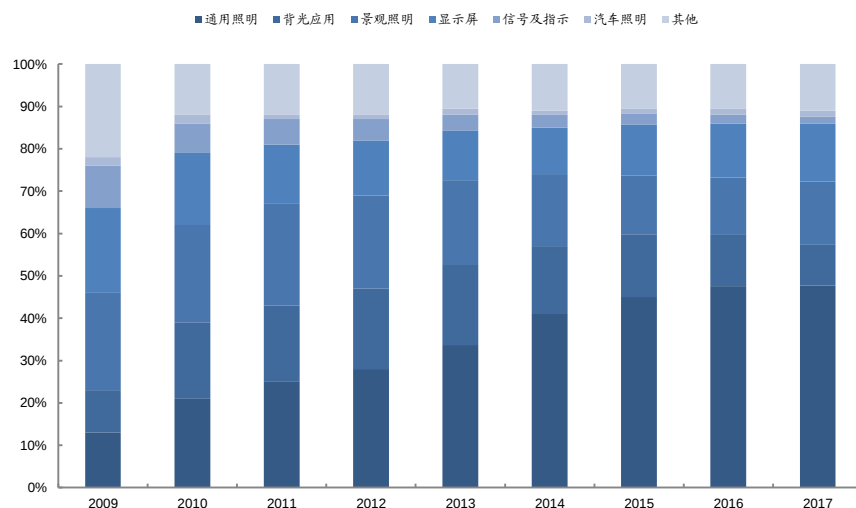


资料来源: Wind、高工产研、国信证券经济研究所整理

国内 LED 应用市场分类以通用照明为主, 自 2009 年以来, 占比不断抬升, 2013 年以后成为应用市场主流。2017 年通用照明市场规模为 2549 亿元, YOY24.92%; 占比 47.7%, 同比提升 0.1pct。若占比保持不变, 根据高工产研的预测数据, 2018 年国内通用照明市场规模预计为 3052 亿元。

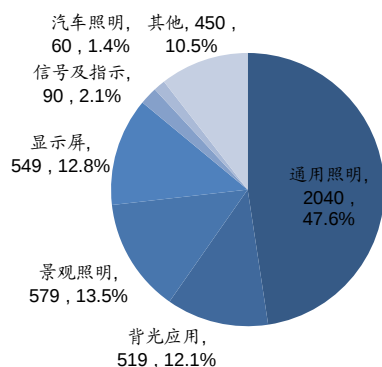
背光应用占比下滑明显。2017 年市场规模为 513 亿元, YOY-1.09%, 占比 9.6%, 占比下滑 2.5pct; 2018 年市场规模有望达到 640 亿。背光应用市场规模逐渐落后于景观照明、显示屏, 主要由于背光产品出货量的下降, 以及 OLED 产品的冲击。

图 37: 2009-2017 国内 LED 应用领域分布 (%)



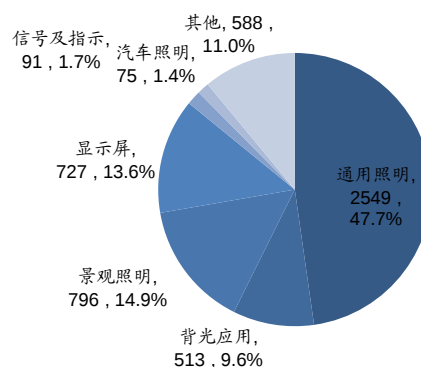
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 38: 2016 国内 LED 应用分类市场规模、占比(亿元, %)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 39: 2017 国内 LED 应用分类市场规模、占比(亿元, %)



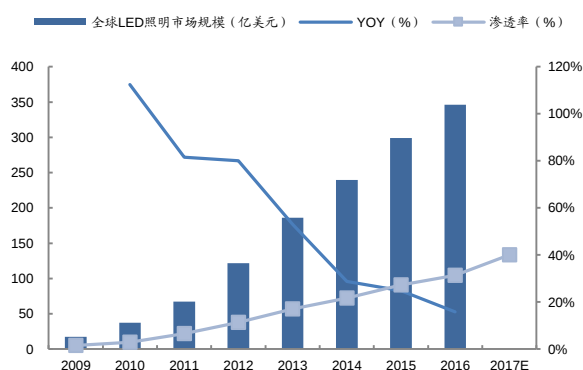
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

全球 LED 照明渗透率 2016 年已达 31.3%，2017 有望达到 40%。国内 2016 通用照明渗透率为 42%，2017 年预计为 50%。部分发达国家，如美国通用照明渗透率达 80%，我国照明渗透率还有进一步的提升空间。

除中国境内，通用照明需求主要来自东南亚、印度：

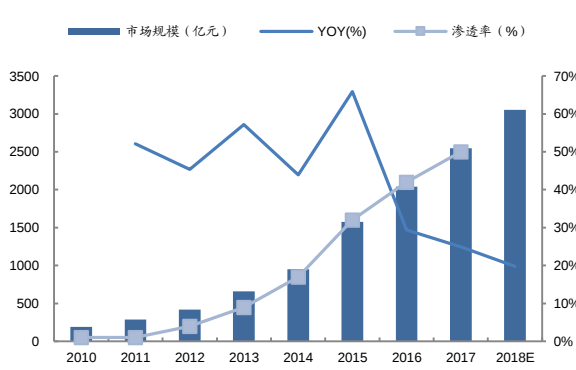
- 东南亚：LED 照明近几年增长强劲，替换逐步加强，预计随着政策激励、替换需求进一步增长，东南亚 LED 照明渗透率及进口规模仍将持续提升。东南亚正在逐渐成为中国厂商出口 LED 照明产品的主要目的地。
- 印度：LED 产业的发展得到政府支持，其中核心是印度国家路灯计划（SLNP）以及印度高效照明计划（DELP）。此外，为引入多元投资，印度政府实施 LED 组件进口零关税，促使 LED 产品以半成品方式进入印度组装，开发当地市场。

图 40: 2009-2017E 全球照明市场规模及渗透率（亿美元，%）



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 41: 2010-2018E 国内 LED 照明市场规模及渗透率(亿元, %)



资料来源: 高工 LED 产研、国信证券经济研究所整理

财务对比：公司 ROE 领先，未来业绩爆发在于封装扩产、芯片布局

通过对比财务数据，我们发现，公司主要有如下优势及差异：

- ROE（摊薄）处于领先水平，但同时对应了较高的资产负债率。公司采取支付大量应付账款、增发扩充资本等措施，资产负债率持续下降。

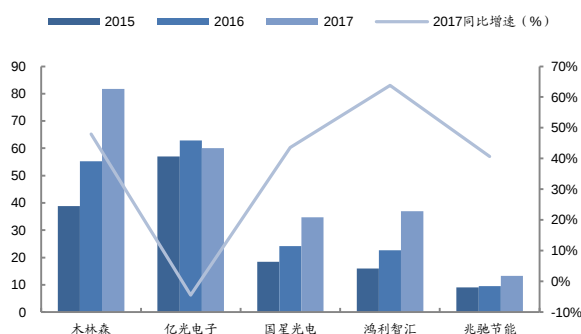
- 净利率、经营现金流占收入比接近于龙头木林森。
- 毛利率处于相对偏低水平。但随着母公司芯片产能的释放，有望改善。

国内厂商逐步吞噬国际厂商市场份额

收入端对比中，欧司朗在总收入规模上有绝对优势，2017 营业收入为 322.95 亿元，但是 LED 封装收入占比较低，2017 年占比为 40.96%，收入来源更加国际化，因此国内市占率排在木林森、亿光电子之后。木林森 2017 收入 81.69 亿，主要内销，高于亿光电子 60 亿。木林森、亿光电子、欧司朗同属第一梯队。国星光电、鸿利智汇营业收入在 40 亿元以下，属于第二梯队，鸿利智汇首度超越国星光电。公司在新增产能逐步释放之后，收入规模有望追赶国星、鸿利，进入第二梯队行列。

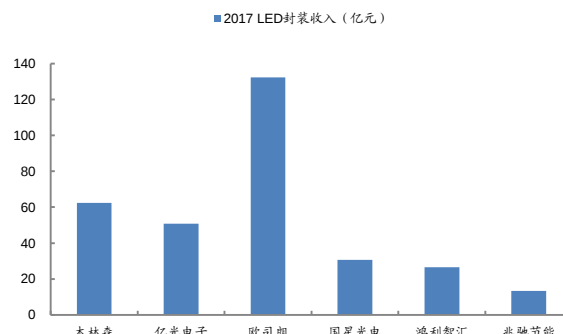
从收入增速来看，2017 木林森、国星光电、鸿利智汇、兆驰节能收入增长较快，分别为 47.97%、43.59%、63.82%、40.65%，亿光电子出现负增长、欧司朗增长放缓，国内封装业务市占率正在提升。

图 42: 2015-2017 年同业公司营收及增速对比 (亿元, %)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 43: 2017 年同业公司营收及封装收入占比 (亿元, %)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

从欧司朗、木林森收入构成来看：1）欧司朗 LED 封装业务（光电半导体）为 132.27 亿元，包含 LED、光学元件、红外 LED 等，主要用于汽车、通讯设备，占比基本保持不变，同比增长 18.9%；并表大幅减值是因为出售照明业务导致。由于欧司朗封装收入占总收入比例过低，我们在其他方面的对比中剔除。2）木林森 SMD 封装业务 55.74 亿元，同比增长 52.22%，增速大幅高于欧司朗。

表 9: 欧司朗、木林森 2017 年年报营业收入拆分 (亿元, %)

	欧司朗 2017 营业收入 (亿元)	占比 (%)	YOY (%)		木林森 2017 营业收入 (亿元)	占比 (%)	YOY (%)
光电半导体	132.27	40.96%	18.90%	SMD 贴片式	55.74	68.76%	52.22%
特殊照明	181.49	56.20%	8.30%	LED 应用	17.03	21.01%	60.16%
照明方案及系统	77.64	24.04%	-1.50%	Lamp 支架式	6.64	8.19%	1.93%
并表调整	-67.353	-20.86%	11.10%	Display	0.77	0.95%	10.84%
总收入	322.95	100.00%	9.10%	其他	1.51	1.86%	101.55%
				总收入	81.07	100.00%	47.88%

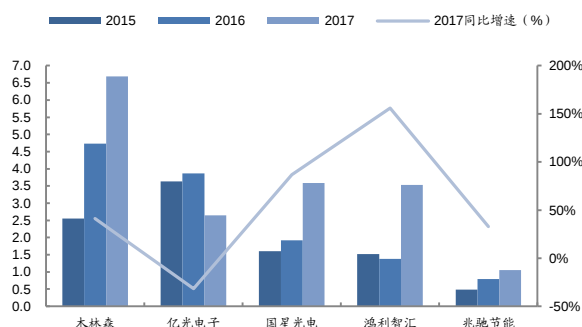
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

国内厂商利润全面赶超台湾昔日领军企业

盈利方面，木林森 2016-2017 归母净利润规模超越亿光电子，2017 年达到 6.69 亿，位列总规模第一。利润增速来看，国内厂商同样表现出高增长的态势，与收入基本同步，木林森、国星光电、鸿利智汇、兆驰节能 2017 年利润增速分

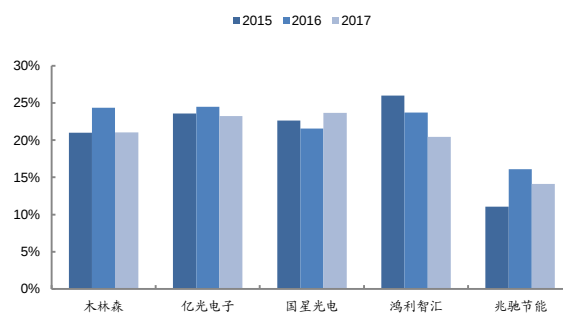
别为 41.20%、86.74%、155.84%、32.98%，亿光电子利润同比大幅下滑。
毛利率方面，木林森、亿光电子、国星光电、鸿利智汇相对接近，2017 年分别为 21.02%、23.24%、23.67%、20.42%；兆驰节能毛利率 14.10%略低于平均水平，预计将在母公司芯片量产之后有所改善。

图 44: 2015-2017 年同业公司净利润及增速对比(亿元,%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 45: 2015-2017 年同业公司毛利率对比 (%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

公司研发费用占收入 2017 为 3.96%，高于木林森的 3.74%、亿光电子的 3.05%，低于国星光电、鸿利智汇。

图 46: 2015-2017 年同业公司研发费用占收入比 (%)



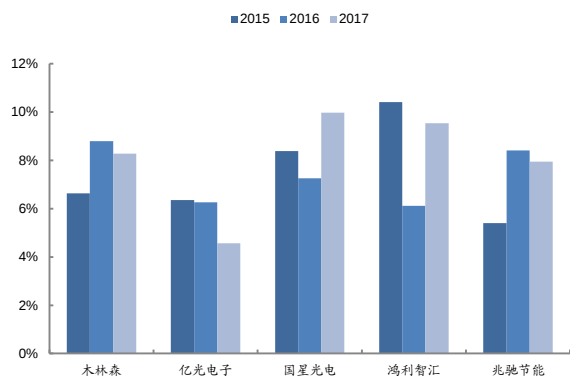
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

公司 ROE 领先，净利率与木林森接近

公司 2017 年净利率 7.95%排第四，位列国星光电 9.98%、鸿利智汇 9.54%、木林森 8.28%之后。

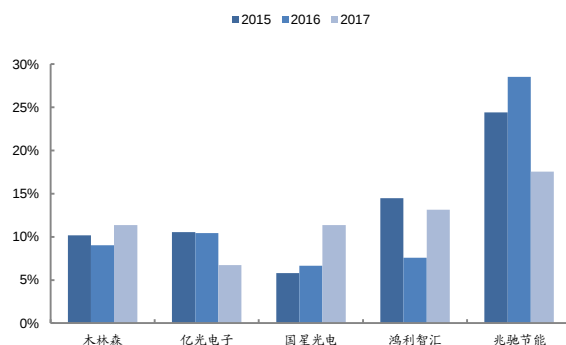
公司 ROE 保持较高水平，2015-2016 大幅领先同业其他公司。2017 年 ROE 17.54%同比下滑 11pct，主要由于定向增发，净资产大幅增厚；仍保持同业第一。鸿利智汇、木林森、国星光电 2017 年 ROE 分别为 13.12%、11.37%、11.37%，紧随其后；亿光电子 ROE 水平较低。

图 47: 2015-2017 年同业公司净利率对比 (%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 48: 2015-2017 年同业公司 ROE 对比 (摊薄, %)

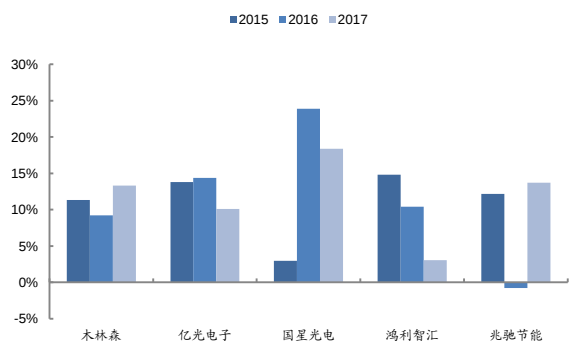


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

各个公司平均经营活动现金流占收入比在 10-15%之间。国星光电 2016-2017 现金流保持较高质量, 经营活动现金流占收入比分别为 23.90%、18.37%, 保持第一。公司现金流整体较为健康, 2016 年为降低应付账款、资产负债率, 同时顺应周期加大存货数量, 支付了大量货款、劳务费用, 经营活动现金流占收入比短期为负; 随后 2017 年再度回升, 占收入比为 13.72%, 接近于木林森 13.32%。

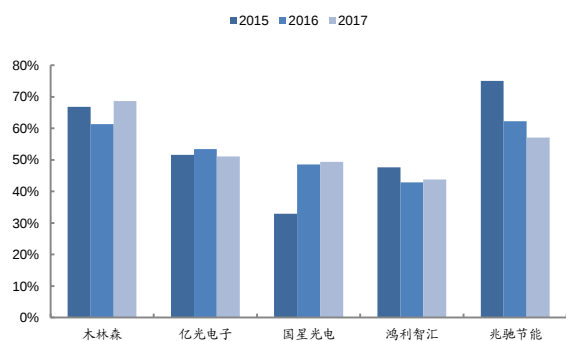
公司保持高 ROE 的同时对应了较高的资产负债率, 公司采取相应措施, 2014-2017 负债率持续降低, 2017 资产负债率为 57.06%, 同比下降 5.27pct。林森则加大杠杆, 资产负债率由 2016 年 61.39% 上升至 2017 年 68.64%, 位列第一。

图 49: 2015-2017 年同业公司经营活动现金流占收入比 (%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 50: 2015-2017 年同业公司资产负债率对比 (%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

公司受益于“新三板+H 股”政策

2018 年 4 月全国股转公司与香港交易及结算所有限公司签署了合作谅解备忘录, 即新三板 IPO 拓宽新渠道, 可前往香港上市, 迄今包括成大生物在内的多家企业已经启动“新三板+H 股”。我们预计香港创业板流动性、融资环境与新三板相差不大, 新三板企业将主要考虑香港主板上市。

香港主板财务要求分三类, 满足任一类条件即可。一类有明确的利润规模要求, 近一年盈利 2000 万港元, 前两年合计盈利 3000 万港元; 二、三类针对创新产业、特殊情况, 剔除利润门槛, 对收入、现金流、市值提出较高要求。

根据公司近年业绩表现，完全符合香港上市条件，将受益于新三板+H 股的融资便利新政。

表 10：香港联交所主板、创业板上市条件

	香港主板市场	香港创业板市场
财务要求	以下满足条件之一： (1) 过去三个财政年度至少 5000 万港元盈利（最近一年盈利至少 2000 万，以及前两年累计盈利至少 3000 万港元），同时上市时市值至少达到 2 亿港元； (2) 上市时市值至少达到 40 亿港元且最近一个经审计财政年度的收入至少为 5 亿港元； (3) 上市时市值至少达 20 亿港元，最近一个经审计财政年度的收入至少 5 亿港元，且前三个财政年度来自营运业务的现金流入合计至少 1 亿港元。	创业板申请人须具备不少于 2 个财政年度的营业记录，包括：i 日常经营业务有现金流入，于上市文件刊发之前两个财政年度合计至少达 2000 万港元；ii 上市时市值至少达 1 亿港元。
会计准则	会计准则为《香港财务汇报准则》或《国际财务汇报准则》，经营银行业务的公司必须同时遵守香港金融管理局发出的《本地注册认可机构披露财务资料》	同主板
营业记录及管理层	在至少前三个财政年度管理层大致维持不变，在至少最近一个经审计财政年度拥有权和控制权大致维持不变。	新申请人必须具备 2 个财政年度的营业记录：i 管理层在最近 2 个财政年度维持不变；及 ii 最近一个完整的财政年度内拥有权和控制权维持不变。
最低市值	新申请人上市时证券与其市值至少为 2 亿港元。	新申请人上市时证券与其市值至少为 1 亿港元。
公众持股的市值	新申请人与其证券上市时由公众人士持有的股份的市值至少为 5000 万港元。	新申请人与其证券上市时有公众人士持有的股份市值须至少为 3000 万港元。
公众持股量	须占发行人已发行股本至少 25%。	同主板
股东分布	持有有关证券的公众股东须至少为 300 人，持股量最高的三名公众股东实益持有的股数不得占证券上市时公众持股量逾 50%。	持有有关证券的公众股东须至少为 100 人，持股量最高的三名公众股东实益持有的股数不得占证券上市时公众持股量逾 50%。

资料来源:香港联交所、国信证券经济研究所整理

风险提示

产能释放进度不及预期；行业竞争加剧。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	194	328	276	281	营业收入	1329	1901	2946	3888
应收款项	359	521	807	1065	营业成本	1142	1633	2533	3305
存货净额	144	220	344	449	营业税金及附加	3	4	7	10
其他流动资产	331	238	368	486	销售费用	18	25	41	54
流动资产合计	1027	1307	1795	2281	管理费用	66	95	147	194
固定资产	266	307	346	388	财务费用	1	7	6	7
无形资产及其他	0	0	0	0	投资收益	9	10	5	3
投资性房地产	110	110	110	110	资产减值及公允价值变动	(8)	(3)	(3)	(3)
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	18	0	0	0
资产总计	1404	1723	2251	2779	营业利润	118	144	213	318
短期借款及交易性金融负债	250	250	250	250	营业外净收支	1	17	8	0
应付款项	456	661	1031	1347	利润总额	119	161	221	318
其他流动负债	34	52	81	106	所得税费用	13	18	28	40
流动负债合计	739	963	1362	1703	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	106	143	193	278
其他长期负债	62	62	62	62					
长期负债合计	62	62	62	62	现金流量表 (百万元)				
负债合计	801	1025	1423	1764		2017	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	0	0	0	0	净利润	106	143	193	278
股东权益	603	699	828	1014	资产减值准备	(8)	2	1	1
负债和股东权益总计	1404	1723	2251	2779	折旧摊销	27	28	33	38
					公允价值变动损失	8	3	3	3
					财务费用	1	7	6	7
					营运资本变动	(402)	80	(141)	(139)
					其它	8	(2)	(1)	(1)
					经营活动现金流	(262)	254	88	180
					资本开支	(66)	(73)	(76)	(84)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					投资活动现金流	(66)	(73)	(76)	(84)
					权益性融资	250	0	0	0
					负债净变化	0	0	0	0
					支付股利、利息	(35)	(47)	(64)	(92)
					其它融资现金流	274	0	0	0
					融资活动现金流	453	(47)	(64)	(92)
					现金净变动	126	134	(52)	4
					货币资金的期初余额	68	194	328	276
					货币资金的期末余额	194	328	276	281
					企业自由现金流	(352)	164	5	99
					权益自由现金流	(77)	157	0	93

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032