

2015年01月19日

聚飞光电 (300303.SZ)

## 与丰田合成合作，大显示行业的低估品种

■**公司公告:** 1) 公司16日晚间披露与丰田合成达成供应链战略合作，并获得其白光led专利授权。公司当日与经丰田合成授权的丰田合成光电贸易(上海)有限公司在深圳签署了协议。丰田合成是全球LED行业技术领先者，是B.O.S.E专利联盟成员之一，拥有白光LED关键技术专利组合。

2) 公司2014年业绩较去年同期增长30%-45%，盈利为17021.64万元到18985.68万元，EPS为0.60元-0.67元。

■**点评摘要:** 公司业绩增长为LED行业中上游水平，但目前估值处于行业最低水平：公司的业绩增长率在目前公布的LED公司中处于中上游水平，但是估值仍处于行业最低。同样的LED企业增速相似或者更低，估值都在14年33-35倍，而公司对于14年业绩估值只有28.8倍，相对于15年更是不到20倍，已经在公司估值底部。

**公司和丰田合成签订白光LED授权协议，未来更有效拓展海外客户：** LED交叉授权关系使得专利布局网络更紧密，使得后进入厂商更难有生存空间。进入LED市场唯一途径，就是先取得技术授权。公司从LED封装向显示器件上游材料进军，产业链向微笑曲线上游移动。

■**投资建议:** 我们预测公司14-16年EPS分别为0.65元，0.94和1.31元，公司目前对15年估值仅为19.5倍，远低于行业平均和历史估值。我们认为公司切入显示行业上游材料，向微笑曲线上游延伸提高附加值；同时公司原有LED小尺寸背光一直引领行业，在技术基础上大尺寸背光也切入行业内前五大客户，放量在即。公司是大显示行业的低估品种，我们积极推荐，给予买入-A评级，给予第一目标价28.2元，对应2015年30倍PE。

■**风险提示:** 技术研发不达预期

摘要(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	495.2	753.6	1,112.7	1,641.6	2,297.6
净利润	91.5	130.9	182.7	264.5	371.1
每股收益(元)	0.32	0.46	0.65	0.94	1.31
每股净资产(元)	2.85	3.24	3.71	4.30	5.19

盈利和估值	2012	2013	2014E	2015E	2016E
市盈率(倍)	56.8	39.7	28.5	19.7	14.0
市净率(倍)	6.5	5.7	5.0	4.3	3.5
净利润率	18.5%	17.4%	16.4%	16.1%	16.2%
净资产收益率	11.4%	14.2%	17.3%	21.6%	25.2%
股息收益率	0.9%	0.8%	1.0%	1.8%	2.3%
ROIC	35.7%	33.0%	38.6%	38.9%	44.7%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## 公司快报

证券研究报告

半导体 III

投资评级

买入-A

首次评级

6个月目标价

28.2元

股价(2015-01-16)

18.38元

交易数据

总市值(百万元) 5,199.33

流通市值(百万元) 2,623.20

总股本(百万股) 282.88

流通股本(百万股) 142.72

12个月价格区间 15.40/28.28元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-14.31	-51.77	-95.04
绝对收益	-4.27	-3.06	-30.69

赵晓光

分析师

SAC 执业证书编号: S1450514030002

zhaoxg@essence.com.cn

021-68766193

邵洁

分析师

SAC 执业证书编号: S1450514080002

shaojie@essence.com.cn

郑震湘

分析师

SAC 执业证书编号: S1450514060005

zhengzx@essence.com.cn

021-68763580

相关报告

## 1. 公司公告

1) 公司 16 日晚间披露与丰田合成达成供应链战略合作, 并获得其白光 led 专利授权。公司当日与经丰田合成授权的丰田合成光电贸易(上海)有限公司在深圳签署了协议。丰田合成是全球 LED 行业技术领先者, 是 B.O.S.E 专利联盟成员之一, 拥有白光 LED 关键技术专利组合。

2) 公司 2014 年业绩较去年同期增长 30%-45%, 盈利为 17021.64 万元到 18985.68 万元, EPS 为 0.60 元-0.67 元。

## 2. 投资建议

我们预测公司 14-16 年 EPS 分别为 0.65 元, 0.94 和 1.31 元, 公司目前对 15 年估值仅为 19.5 倍, 远低于行业平均和历史估值。我们认为公司切入显示行业上游材料, 向微笑曲线上游延伸提高附加值; 同时公司原有 LED 小尺寸背光一直引领行业, 在技术基础上大尺寸背光也切入行业内前五大客户, 放量在即。公司是大显示行业的低估品种, 我们积极推荐, 给予买入-A 投资评级。

## 3. 点评

1、**公司业绩增长为 LED 行业中上游水平, 但目前估值处于行业最低水平:** 公司预告 14 年业绩较去年同期增长 30%-45%, 即 14 年 EPS 为 0.6-0.67 元。公司的业绩增长率在目前公布的 LED 公司中处于中上游水平, 但是估值仍处于行业最低。同样的 LED 企业增速相似或者更低, 估值都在 14 年 33-35 倍, 而公司对于 14 年业绩估值只有 28.8 倍, 相对于 15 年更是不到 20 倍, 已经在公司估值底部。而且从公司的长期发展路线来看, 公司正在向显示面板内的上游材料切换, 从封装到上游材料估值也应该具有一部分提升空间。

表 1: 年报业绩预告

证券代码	证券简称	业绩预告摘要 [报告期] 去年年报	市盈率 PE(TTM)	预测 PE(最新预测) [交易日期] 最新 [报表年度] 2014
002449.SZ	国星光电	净利润约13557.26万元~16946.58万元,增长20.00%~50.00%	37.0377	33.5291
002638.SZ	勤上光电	净利润约10399.35万元~12479.22万元,增长0.00%~20.00%	44.3013	33.7228
300102.SZ	乾照光电		41.3497	
300162.SZ	雷曼光电		271.5531	171.7244
300219.SZ	鸿利光电	净利润约8240.44万元~9461.25万元,增长35%~55%	35.7642	35.3139
300232.SZ	洲明科技	净利润约6000万元~6600万元,增长81.97%~100.17%	59.9214	42.7046
300241.SZ	瑞丰光电	净利润约2000万元~3000万元,下降47%~65%	47.8820	33.6924
300269.SZ	联建光电		83.6826	39.6002
300296.SZ	利亚德		54.0931	48.0730
300301.SZ	长方照明		156.7517	
300303.SZ	聚飞光电	净利润约17021.64万元~18985.68万元,增长30%~45%	31.6038	28.8495
300323.SZ	华灿光电	全年将实现扭亏为盈	85.4039	35.3274
300389.SZ	艾比森	净利润约15089万元~16232万元,增长32%~42%	42.5558	40.7975
600460.SH	士兰微		45.3307	43.2432
600703.SH	三安光电		31.5130	28.7669

数据来源: Wind, 安信证券研究中心

2、**公司和丰田合成签订白光 LED 授权协议, 未来更有效拓展海外客户:** LED 交叉授权关系使得专利布局网络更紧密, 使得后进入厂商更难有生存空间。进入 LED 市场唯一途径, 就是先取得技术授权, 即使是三星、乐金、首尔半导体与晶电, 也是拼命先取得 LED 5 大厂商的技术授权。当前 LED 基础专利掌握在飞利浦、日亚化、欧司

朗、丰田合成、CREE 这 5 家国际大厂手上，彼此间透过专利互动授权形成专利保护墙，从而达到控制产业链、供应链目的，而在专利墙外的业者将面临到诉讼威胁与授权金支付的难题挑战。基本白光 LED YAG 专利将于 2017 年到期，到时候将是新一轮的专利晋级赛。

丰田合成(Toyoda Gosei) 是目前与最多家 LED 厂商达成交叉授权的公司，几乎涵盖所有 LED 大厂，还有夏普(苹果)、三星、LG、晶电等公司。而丰田合成也是 BOSE 荧光粉专利联盟之一员。丰田合成更倾向于授权专利许可，在国内也向聚飞光电和瑞丰光电两家分别授权了 LED 白光专利。目前丰田合成已经和奥地利的锐高公司、德国的 Leuchtstoffwerk Breitungungen 公司，Litec GbR 公司共同提出了使用蓝光 LED 和硅酸盐荧光粉形成白光的技术专利，适用于奥地利，欧洲，日本，美国，韩国，台湾，中国，俄罗斯，马来西亚和印度市场，共有超过 30 家 LED 制造商获得了这些专利产品的使用权。公司在与丰田合成签订白光 LED 授权协议后，未来在与丰田合成白光 LED 专利路线相关的客户合作有了更坚实的专利基础，同时也能更好的提高核心竞争力。

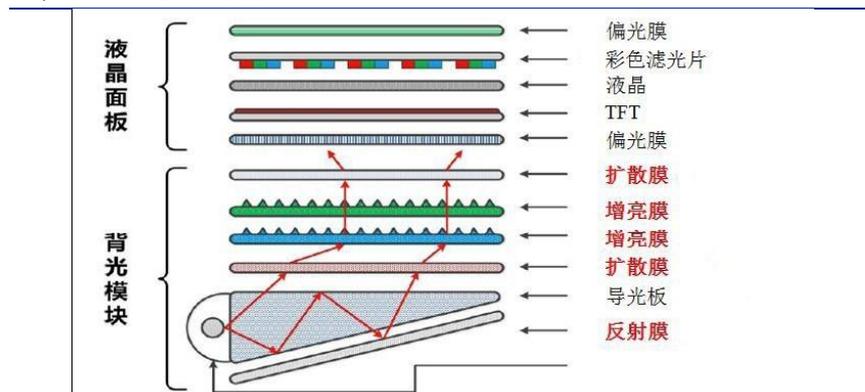
表 2: LED 公司技术及授权关系

LED 公司	美国核准 LED 专利数	交叉授权	与台湾厂商关系
飞利浦 (Philips LumiLED)	4127	Cree、丰田合成、欧司朗、首尔	晶电取得飞利浦 AllnGaP 发光二极管技术授权，并以高压 LED 晶元 (HV) 成功打入飞利浦供应链。
欧司朗 (Osram)	643	飞利浦、Cree、丰田合成	亿光取得欧司朗白光与彩色红光授权。台达电与晶电联手合作开发高压 LED 芯片，生产 LED 灯泡，取得欧司朗的代工大单。
Cree	567	飞利浦、Cree、丰田合成、欧司朗、日亚化	Cree 的强项高功率 LED 照明，受到台湾的晶电、璨圆、新世纪等具价格竞争优势影响，造成 2011 年第一季库存严重问题。
日亚化(Nichia)	477	Cree、丰田合成、夏普、首尔、Luminus	光磊取得晶粒切割代工。日亚化控告亿光，更一审亿光胜诉。
丰田合成 (Toyoda Gosei)	347	飞利浦、Cree、丰田合成、欧司朗、日亚化、夏普、三星、LG、晶电	晶电于 2010 年与丰田合成缔结交互许可协议，彼此(包含子公司)可使用对方关于三五族半导体 LEDs 技术专利，其中包含蓝光 InGaN (氮化镓) LED 与四元 AlGaInP (磷化铝镓铟) LED 的技术。晶电与丰田合成合资成立「丰晶光电」LED 公司，主要营业以 LED 设计及接单，而制造则交由晶电。

数据来源：公司资料、安信证券研究中心

- 3、公司从 LED 封装向显示器件上游材料进军，产业链向微笑曲线上游移动：公司除了在大尺寸背光继续深耕获得增长以外，还拓展了光学膜业务。公司在 14 年底的光学膜月收入只有 200 万，但是前期客户认证和试生产都很成功。预计公司在 2015 年的光学膜的收入可以达到 8000 万元。公司看准显示上游材料的广阔机会，增亮膜和扩散膜在背光模组膜类成本占比最高，预期在 15 年下半年可以看到公司在此业务的成果。我们认为随着微笑曲线上游附加值的提升，公司还会加入更多上游材料的研发，未来面对更广阔的空间。

图 1: LED 显示结构



数据来源：互联网、安信证券研究中心

表 3: 背光模组成本构成

组件	成本占比
光源	23%
增亮膜	29%
扩散膜	6%
反射膜	2%
逆变器	19%
其他	21%

数据来源: 公司资料、安信证券研究中心

## 财务报表预测和估值数据汇总(2015年01月19日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E	(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	<b>495.2</b>	<b>753.6</b>	<b>1,112.7</b>	<b>1,641.6</b>	<b>2,297.6</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	335.0	530.6	784.5	1,155.7	1,615.2	营业收入增长率	42.7%	52.2%	47.7%	47.5%	40.0%
营业税费	2.8	4.1	5.9	9.0	12.4	营业利润增长率	24.5%	35.3%	43.3%	45.9%	40.5%
销售费用	6.3	8.7	13.8	20.1	29.4	净利润增长率	14.1%	43.1%	39.5%	44.8%	40.3%
管理费用	47.5	72.5	105.2	156.9	219.3	EBITDA 增长率	14.1%	41.1%	45.4%	45.4%	39.5%
财务费用	-11.1	-13.9	-9.1	-8.2	-8.4	EBIT 增长率	12.0%	36.5%	51.7%	48.4%	41.5%
资产减值损失	8.4	7.8	6.2	7.5	7.2	NOPLAT 增长率	8.3%	36.9%	53.1%	48.4%	41.5%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	48.3%	30.9%	47.0%	23.2%	32.1%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	206.0%	14.3%	14.4%	16.0%	20.5%
<b>营业利润</b>	<b>106.3</b>	<b>143.8</b>	<b>206.1</b>	<b>300.8</b>	<b>422.4</b>	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	0.9	8.6	5.0	4.9	6.2	毛利率	32.3%	29.6%	29.5%	29.6%	29.7%
<b>利润总额</b>	<b>107.2</b>	<b>152.5</b>	<b>211.2</b>	<b>305.6</b>	<b>428.6</b>	营业利润率	21.5%	19.1%	18.5%	18.3%	18.4%
减:所得税	15.7	21.9	28.6	41.4	58.1	净利润率	18.5%	17.4%	16.4%	16.1%	16.2%
<b>净利润</b>	<b>91.5</b>	<b>130.9</b>	<b>182.7</b>	<b>264.5</b>	<b>371.1</b>	EBITDA/营业收入	21.9%	20.4%	20.0%	19.8%	19.7%
						EBIT/营业收入	19.2%	17.2%	17.7%	17.8%	18.0%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	固定资产周转天数	91	77	60	42	32
货币资金	472.0	341.4	267.4	284.4	278.4	流动营业资本周转天数	116	112	117	115	113
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	415	425	326	284	265
应收账款	219.7	306.5	371.9	695.2	804.5	应收账款周转天数	116	126	110	117	117
应收票据	94.0	113.7	268.4	270.6	455.0	存货周转天数	30	27	32	30	30
预付帐款	16.3	42.8	29.7	77.0	82.3	总资产周转天数	508	540	436	360	321
存货	45.1	68.0	132.8	142.6	238.3	投资资本周转天数	205	186	177	159	146
其他流动资产	8.7	51.3	20.0	26.7	32.7	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	11.4%	14.2%	17.3%	21.6%	25.2%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	9.2%	10.4%	12.7%	14.3%	16.5%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	35.7%	33.0%	38.6%	38.9%	44.7%
投资性房地产	-	133.0	133.0	133.0	133.0	<b>费用率</b>					
固定资产	141.5	179.4	189.6	198.0	204.9	销售费用率	1.3%	1.2%	1.2%	1.2%	1.3%
在建工程	-	-	-	-	-	管理费用率	9.6%	9.6%	9.5%	9.6%	9.5%
无形资产	0.4	0.4	0.3	0.1	-	财务费用率	-2.2%	-1.8%	-0.8%	-0.5%	-0.4%
其他非流动资产	-	-	-	-	-	三费/营业收入	8.6%	8.9%	9.9%	10.3%	10.5%
<b>资产总额</b>	<b>999.9</b>	<b>1,259.1</b>	<b>1,434.6</b>	<b>1,849.4</b>	<b>2,250.7</b>	<b>偿债能力</b>					
短期债务	6.3	-	-	-	-	资产负债率	19.5%	26.9%	26.6%	34.0%	34.6%
应付帐款	166.4	282.3	349.1	591.6	735.4	负债权益比	24.2%	36.8%	36.2%	51.4%	52.9%
应付票据	-	-	0.6	0.2	0.4	流动比率	4.45	2.95	2.94	2.43	2.48
其他流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	4.22	2.74	2.58	2.20	2.17
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-8.61	-9.38	-21.78	-35.67	-49.49
其他非流动负债	-	-	-	-	-	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	<b>194.5</b>	<b>338.7</b>	<b>381.4</b>	<b>628.0</b>	<b>778.6</b>	DPS(元)	0.16	0.15	0.18	0.34	0.42
少数股东权益	-	4.6	4.4	4.1	3.5	分红比率	48.5%	33.2%	27.2%	36.3%	32.3%
股本	136.0	217.6	282.9	282.9	282.9	股息收益率	0.9%	0.8%	1.0%	1.8%	2.3%
留存收益	669.4	698.3	765.9	934.3	1,185.7						
<b>股东权益</b>	<b>805.4</b>	<b>920.5</b>	<b>1,053.2</b>	<b>1,221.3</b>	<b>1,472.1</b>						

现金流量表						业绩和估值指标					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	91.5	130.6	182.7	264.5	371.1	EPS(元)	0.32	0.46	0.65	0.94	1.31
加:折旧和摊销	13.5	23.5	25.9	31.7	38.3	BVPS(元)	2.85	3.24	3.71	4.30	5.19
资产减值准备	8.4	7.8	-	-	-	PE(X)	56.8	39.7	28.5	19.7	14.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	6.5	5.7	5.0	4.3	3.5
财务费用	1.1	-1.8	-9.1	-8.2	-8.4	P/FCF	-157.5	255.6	-207.4	45.8	45.5
投资损失	-	-	-	-	-	P/S	10.5	6.9	4.7	3.2	2.3
少数股东损益	-	-0.3	-0.2	-0.3	-0.6	EV/EBITDA	12.8	25.3	21.5	14.7	10.6
营运资金的变动	-74.1	-10.0	-196.7	-142.9	-249.9	CAGR(%)	42.4%	41.6%	31.6%	42.4%	41.6%
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>41.6</b>	<b>157.6</b>	<b>2.7</b>	<b>144.8</b>	<b>150.5</b>	PEG	1.3	1.0	0.9	0.5	0.3
投资活动产生现金流量	-61.0	-266.4	-36.0	-40.0	-45.0	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	435.9	-21.8	-40.7	-87.9	-111.4	REP					

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

赵晓光、邵洁、郑震湘分别声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以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, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。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, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编：200123

北京市

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034

