

# 专利授权扫除开拓国际客户最后一道障碍 业绩保持高增长



## 核心观点

- **14 年业绩预告优异:** 2014 年全年净利润预期达到 1.7 至 1.9 亿元之间, 同比增长 30%至 45%, 我们预测的增速为 33%, 位于区间底部。
- **专利授权扫除开拓国际客户最后一道障碍:** 1) 当前 LED 基础专利被飞利浦、日亚、欧司朗、丰田合成和科锐 5 家国际大厂掌握, 彼此间透过专利互动授权形成专利保护墙, 从而控制产业链, 中国企业产品出口面临专利风险。  
2) 本次丰田合成授权公司白光专利, 构建了从芯片到 LED 白光应用的全方位专利保障。一方面, 在手机等小尺寸应用领域开拓国际客户是公司未来几年的战略重心, 并已经在客户开拓方面取得重大突破, 丰田合成的授权扫除最后一道障碍, 国际客户对供应商要求高, 竞争较为缓和, 产品盈利性也更好; 另一方面, 华为等开拓国际市场的客户也对供应商有专利授权的要求。
- **大尺寸 LED 器件、LED 闪光灯和光学膜也是重要增长点:**
  - 1) 大尺寸 LED 器件: 渗透率当前较低, 2014 年收入近 3 亿元, 公司已与多个一线品牌合作, 我们预计未来三到四年内还有 9 亿元的增长空间。
  - 2) 闪光灯在 1Q15 将开始出货, 随着双 LED 闪光灯的普及, 潜在市场空间超过 60 亿元, 现在供应商是飞利浦、欧司朗等, 壁垒高, 盈利状况好。
  - 3) 新开拓高利润光学膜业务, 打开估值空间: 光学膜主要用于背光增亮和均匀显示, 市场空间数百亿元, 目前主要被海外厂商垄断, 国产替代空间巨大, 公司可利用现有的背光渠道和客户拓展市场, 现已开始批量供货。此外, 光学膜毛利率较高, 有利于改善产品结构, 提高盈利水平, 估值有提升空间。

## 投资建议

我们预测聚飞光电(300303, 买入)2014、2015、2016 年的 EPS 分别为 0.62、0.88、1.20, 根据可比公司 2015 年 27 倍市盈率, 给予目标价 23.69 元, 维持推荐。公司是电子行业内少数过去几年即使在行业不景气时也能够每年保持双位数增长的优秀公司, 在年度业绩披露期为规避风险, 我们建议关注已形成良好口碑的、有安全边际的绩优股。

## 风险提示

- 业务拓展不达预期风险。

| 公司主要财务信息       |       |       |       |       |       |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
|                | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
| 营业收入 (百万元)     | 495   | 754   | 1,109 | 1,622 | 2,274 |
| 同比增长           | 42.7% | 52.2% | 47.1% | 46.3% | 40.2% |
| 营业利润 (百万元)     | 106   | 144   | 195   | 282   | 385   |
| 同比增长           | 24.5% | 35.3% | 35.6% | 44.6% | 36.5% |
| 归属母公司净利润 (百万元) | 92    | 131   | 174   | 248   | 337   |
| 同比增长           | 14.1% | 43.1% | 32.7% | 42.9% | 35.9% |
| 每股收益 (元)       | 0.32  | 0.46  | 0.62  | 0.88  | 1.20  |
| 毛利率            | 32.3% | 29.6% | 28.9% | 28.2% | 27.9% |
| 净利率            | 18.5% | 17.4% | 15.7% | 15.3% | 14.8% |
| 净资产收益率         | 17.1% | 15.2% | 17.7% | 21.5% | 24.0% |
| 市盈率 (倍)        | 58.8  | 41.1  | 31.0  | 21.7  | 16.0  |
| 市净率 (倍)        | 6.7   | 5.9   | 5.1   | 4.3   | 3.5   |

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测, 每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

## 投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

|                       |                  |
|-----------------------|------------------|
| 股价 (2015 年 01 月 16 日) | 18.38 元          |
| 目标价格                  | 23.69 元          |
| 52 周最高价/最低价           | 28.28/15.40 元    |
| 总股本/流通 A 股 (万股)       | 28,288/14,272    |
| A 股市值 (百万元)           | 5,199            |
| 国家/地区                 | 中国               |
| 行业                    | 电子               |
| 报告发布日期                | 2015 年 01 月 19 日 |

| 股价表现       | 1 周 | 1 月   | 3 月   | 12 月  |
|------------|-----|-------|-------|-------|
| 绝对表现 (%)   | 5.4 | -4.3  | -3.1  | -30.7 |
| 相对表现 (%)   | 2.9 | -14.3 | -51.8 | -95.0 |
| 沪深 300 (%) | 2.5 | 10.0  | 48.7  | 64.4  |



资料来源: WIND、东方证券研究所

**证券分析师** 蒯剑  
021-63325888\*8514  
kuaijian@orientsec.com.cn  
执业证书编号: S0860514050005

**胡普镜**  
021-63325888\*7518  
huyujing@orientsec.com.cn  
执业证书编号: S0860514080001

**联系人** 王芳  
021-63325888\*6068  
wangfang1@orientsec.com.cn

**相关报告**  
封装业绩优异 成长战略清晰 2014-12-16

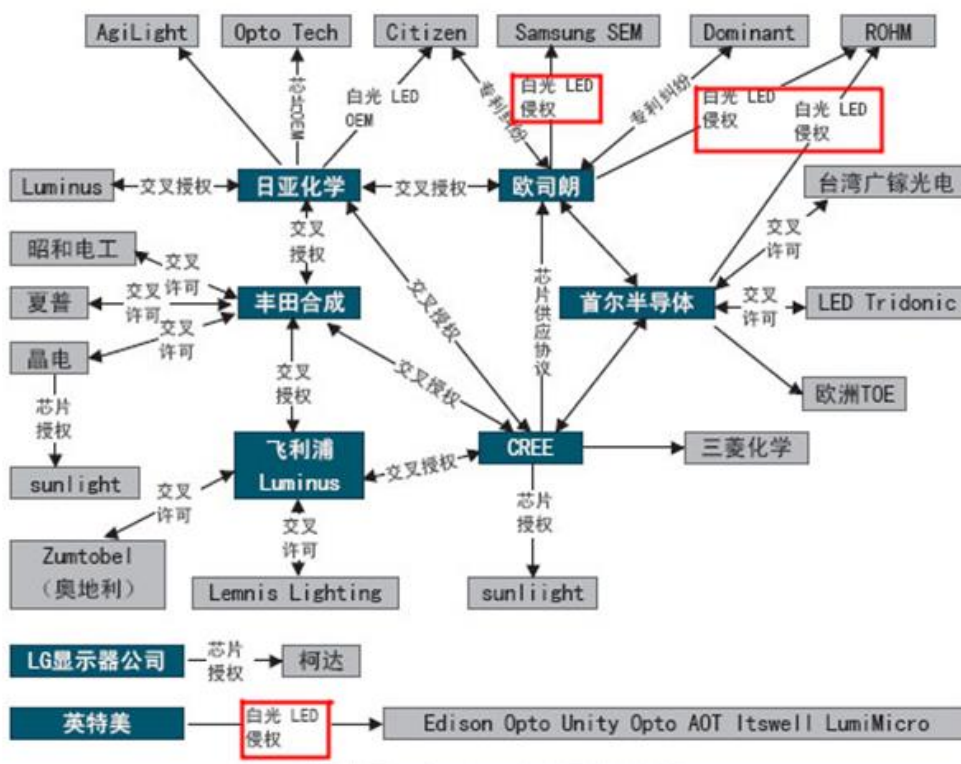
## 专利授权扫除开拓国际客户最后一道障碍

聚飞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。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。

目前全球 LED 日本、欧美厂商作为第一阵营，以日亚化学、丰田合成、科锐、欧司朗、飞利浦等为代表的日本、欧美厂商，拥有核心技术和雄厚的专利实力，在通用照明和汽车照明等市场耕耘多年。当前 LED 基础专利被飞利浦、日亚、欧司朗、丰田合成和科锐 5 家国际大厂掌握，彼此间透过专利互动授权形成专利保护墙，从而控制产业链，中国企业产品出口面临专利风险。

本次授权构建了从芯片到 LED 白光应用的全方位专利保障，对自身及国内客户国际化具有重大意义。一方面，在手机等小尺寸应用领域开拓国际客户是公司未来几年的战略重心，并已经在客户开拓方面取得重大突破，丰田合成的授权扫除最后一道障碍，国际客户对供应商要求高，竞争较为缓和，产品盈利性也更好；另一方面，华为等开拓国际市场的客户也对供应商有专利授权的要求。

图 1：全球 LED 专利交叉许可协议情况



资料来源：高工 LED 产业研究所、东方证券研究所

## 大尺寸 LED 器件、LED 闪光灯和光学膜也是重要增长点

大尺寸 LED 器件：渗透率当前较低，2014 年收入近 3 亿元，公司已与多个一线品牌合作，我们预计未来三到四年内还有 9 亿元的增长空间。

闪光灯在 1Q15 将开始出货，随着双 LED 闪光灯的普及，潜在市场空间超过 60 亿元，现在供应商是飞利浦、欧司朗等，壁垒高，盈利状况好。

新开拓高利润光学膜业务，打开估值空间：光学膜主要用于背光增亮和均匀显示，市场空间数百亿元，目前主要被海外厂商垄断，国产替代空间巨大，公司可利用现有的背光渠道和客户拓展市场，现已开始批量供货。此外，光学膜的毛利率较高，有利于改善产品结构，提高盈利水平，估值有提升空间。

## 业绩预告优异 继续推荐

我们预测公司 2014、2015、2016 年的 EPS 分别为 0.62、0.88、1.20，根据可比公司 2015 年 27 倍市盈率，给予目标价 23.69 元，维持推荐。

根据公司业绩预告，2014 年净利润在 1.7 至 1.9 亿元范围，同比增长 30%至 45%，我们预测的 33%的增长速度位于增速区间底部。

公司是少数过去几年每年保持双位数增长的优秀公司，在电子业界口碑好，为规避年报披露期的风险因素，我们建议关注质地优良的绩优股。

## 风险提示

小尺寸领域难以切入国际客户的风险；大尺寸领域业务拓展速度缓慢；光学膜业务发展不达预期风险。

**附表：财务报表预测与比率分析**

| 资产负债表          |              |              |              |              |              | 利润表              |            |            |            |            |            |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 单位:百万元         | 2012A        | 2013A        | 2014E        | 2015E        | 2016E        | 单位:百万元           | 2012A      | 2013A      | 2014E      | 2015E      | 2016E      |
| 货币资金           | 472          | 341          | 499          | 649          | 910          | 营业收入             | 495        | 754        | 1,109      | 1,622      | 2,274      |
| 应收账款           | 219          | 306          | 554          | 730          | 1,023        | 营业成本             | 335        | 531        | 789        | 1,164      | 1,640      |
| 预付账款           | 16           | 43           | 72           | 97           | 136          | 营业税金及附加          | 3          | 4          | 6          | 8          | 11         |
| 存货             | 45           | 68           | 87           | 122          | 172          | 营业费用             | 6          | 9          | 11         | 16         | 23         |
| 其他             | 103          | 165          | 165          | 212          | 297          | 管理费用             | 47         | 73         | 89         | 122        | 159        |
| <b>流动资产合计</b>  | <b>856</b>   | <b>924</b>   | <b>1,377</b> | <b>1,810</b> | <b>2,538</b> | 财务费用             | (11)       | (14)       | 5          | 19         | 38         |
| 长期股权投资         | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 资产减值损失           | 8          | 8          | 14         | 11         | 18         |
| 固定资产           | 142          | 179          | 344          | 438          | 653          | 公允价值变动收益         | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          |
| 在建工程           | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 投资净收益            | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          |
| 无形资产           | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | <b>其他</b>        | <b>0</b>   | <b>0</b>   | <b>0</b>   | <b>0</b>   | <b>0</b>   |
| 其他             | 2            | 156          | 1            | 1            | 1            | <b>营业利润</b>      | <b>106</b> | <b>144</b> | <b>195</b> | <b>282</b> | <b>385</b> |
| <b>非流动资产合计</b> | <b>144</b>   | <b>335</b>   | <b>346</b>   | <b>439</b>   | <b>654</b>   | 营业外收入            | 1          | 9          | 5          | 5          | 5          |
| <b>资产总计</b>    | <b>1,000</b> | <b>1,259</b> | <b>1,723</b> | <b>2,249</b> | <b>3,192</b> | 营业外支出            | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          |
| 短期借款           | 6            | 0            | 296          | 489          | 954          | <b>利润总额</b>      | <b>107</b> | <b>152</b> | <b>200</b> | <b>287</b> | <b>390</b> |
| 应付账款           | 163          | 277          | 316          | 466          | 656          | 所得税              | 16         | 22         | 28         | 39         | 53         |
| 其他             | 23           | 35           | 63           | 32           | 32           | <b>净利润</b>       | <b>92</b>  | <b>131</b> | <b>172</b> | <b>248</b> | <b>337</b> |
| <b>流动负债合计</b>  | <b>192</b>   | <b>313</b>   | <b>674</b>   | <b>986</b>   | <b>1,642</b> | 少数股东损益           | 0          | (0)        | (2)        | 0          | 0          |
| 长期借款           | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | <b>归属于母公司净利润</b> | <b>92</b>  | <b>131</b> | <b>174</b> | <b>248</b> | <b>337</b> |
| 应付债券           | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 每股收益 (元)         | 0.32       | 0.46       | 0.62       | 0.88       | 1.20       |
| 其他             | 2            | 26           | 0            | 0            | 0            |                  |            |            |            |            |            |
| <b>非流动负债合计</b> | <b>2</b>     | <b>26</b>    | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     | 主要财务比率           |            |            |            |            |            |
| <b>负债合计</b>    | <b>195</b>   | <b>339</b>   | <b>674</b>   | <b>986</b>   | <b>1,642</b> |                  | 2012A      | 2013A      | 2014E      | 2015E      | 2016E      |
| 少数股东权益         | 0            | 5            | 3            | 3            | 3            | <b>成长能力</b>      |            |            |            |            |            |
| 股本             | 136          | 218          | 283          | 283          | 283          | 营业收入             | 42.7%      | 52.2%      | 47.1%      | 46.3%      | 40.2%      |
| 资本公积           | 419          | 338          | 273          | 273          | 273          | 营业利润             | 24.5%      | 35.3%      | 35.6%      | 44.6%      | 36.5%      |
| 留存收益           | 250          | 360          | 491          | 704          | 992          | 归属于母公司净利润        | 14.1%      | 43.1%      | 32.7%      | 42.9%      | 35.9%      |
| 其他             | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | <b>获利能力</b>      |            |            |            |            |            |
| <b>股东权益合计</b>  | <b>805</b>   | <b>920</b>   | <b>1,049</b> | <b>1,262</b> | <b>1,550</b> | 毛利率              | 32.3%      | 29.6%      | 28.9%      | 28.2%      | 27.9%      |
| <b>负债和股东权益</b> | <b>1,000</b> | <b>1,259</b> | <b>1,723</b> | <b>2,249</b> | <b>3,192</b> | 净利率              | 18.5%      | 17.4%      | 15.7%      | 15.3%      | 14.8%      |
|                |              |              |              |              |              | ROE              | 17.1%      | 15.2%      | 17.7%      | 21.5%      | 24.0%      |
|                |              |              |              |              |              | ROIC             | 14.8%      | 12.9%      | 15.2%      | 16.8%      | 17.2%      |
|                |              |              |              |              |              | <b>偿债能力</b>      |            |            |            |            |            |
|                |              |              |              |              |              | 资产负债率            | 19.5%      | 26.9%      | 39.1%      | 43.9%      | 51.4%      |
|                |              |              |              |              |              | 净负债率             | 0.0%       | 0.0%       | 0.0%       | 0.0%       | 2.9%       |
|                |              |              |              |              |              | 流动比率             | 4.45       | 2.95       | 2.04       | 1.83       | 1.55       |
|                |              |              |              |              |              | 速动比率             | 4.21       | 2.73       | 1.91       | 1.71       | 1.44       |
|                |              |              |              |              |              | <b>营运能力</b>      |            |            |            |            |            |
|                |              |              |              |              |              | 应收账款周转率          | 3.0        | 2.7        | 2.4        | 2.4        | 2.5        |
|                |              |              |              |              |              | 存货周转率            | 7.8        | 9.0        | 9.8        | 10.7       | 10.7       |
|                |              |              |              |              |              | 总资产周转率           | 0.7        | 0.7        | 0.7        | 0.8        | 0.8        |
|                |              |              |              |              |              | <b>每股指标 (元)</b>  |            |            |            |            |            |
|                |              |              |              |              |              | 每股收益             | 0.32       | 0.46       | 0.62       | 0.88       | 1.20       |
|                |              |              |              |              |              | 每股经营现金流          | 0.15       | 0.56       | -0.18      | 0.57       | 0.65       |
|                |              |              |              |              |              | 每股净资产            | 2.86       | 3.25       | 3.71       | 4.47       | 5.49       |
|                |              |              |              |              |              | <b>估值比率</b>      |            |            |            |            |            |
|                |              |              |              |              |              | 市盈率              | 58.8       | 41.1       | 31.0       | 21.7       | 16.0       |
|                |              |              |              |              |              | 市净率              | 6.7        | 5.9        | 5.1        | 4.3        | 3.5        |
|                |              |              |              |              |              | EV/EBITDA        | 46.1       | 33.7       | 21.3       | 14.0       | 9.9        |
|                |              |              |              |              |              | EV/EBIT          | 52.5       | 38.5       | 25.0       | 16.6       | 11.8       |

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形，亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888\*1131

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

Email：[wangjunfei@orientsec.com.cn](mailto:wangjunfei@orientsec.com.cn)