

强烈推荐-A (首次)

乾照光电 300102.SZ

目标估值 100 元
当前股价: 72.4 元
2010 年 7 月 30 日

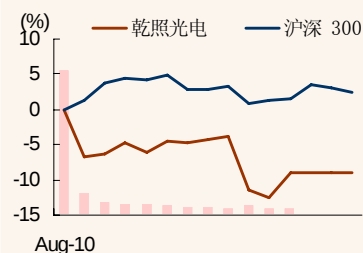
加速扩产、卡位市场

基础数据

上证综指	2623
总股本 (万股)	11800
已上市流通股 (万股)	2360
总市值 (亿元)	85
流通市值 (亿元)	17
每股净资产 (MRQ)	2.4
ROE (TTM)	50.6
资产负债率	28.3%
主要股东	王维勇、邓电明
主要股东持股比例	各 16.97%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	61	61	61
相对表现	60	74	60



相关报告

张良勇
0755-82960140
zhangly@cmschina.com.cn
S1090208060205
何金孝
0755-82940775
hejx@cmschina.com.cn
S1090210080003

事件:

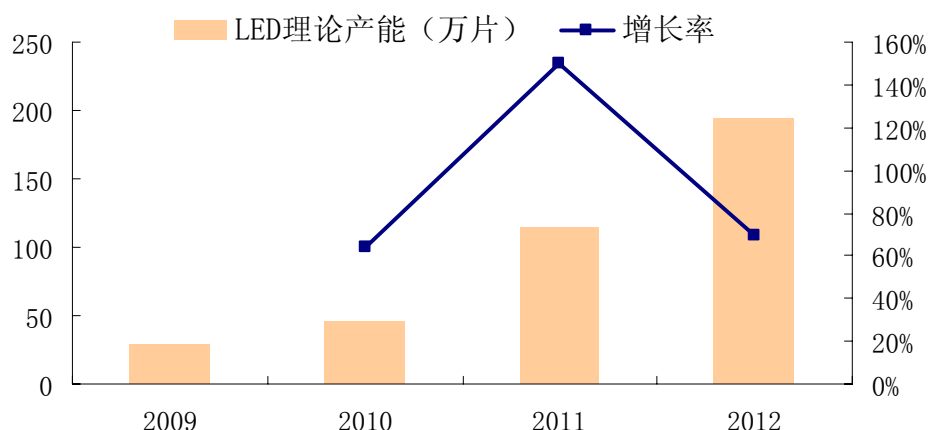
公司公告扬州子公司未来一年扩产 16 台 MOCVD, 生产高亮度和功率四元红、黄光 LED。

评论:

1、预计近三年公司产能呈井喷式增长

由于之前扬州公司项目的先期投入, 公司今年已经分别在 4、5、6 月购入一台 MOCVD (49 片机), 10 月还将到货一台 (60 片机), 我们根据这些新设备实际达产时间测算, 今年下半年公司的理论产能比上半年增长 50% 以上。

图 1: 公司 LED 芯片理论产能增长预测



资料来源: 招商证券

而本次扩产项目加上厦门公司的募投项目, 到 2011 年底前, 公司还将增加 20 台 MOCVD。假设扬州公司扩产项目设备是匀速添加, 厦门公司的募投项目设备年底才添加。其明年理论产能相比今年至少提高 130%, 后年理论产能比明年至少再提高 70%。

2、提前扩产卡位市场, 市场份额将快速提高

目前国内高亮度红、黄光 LED 国产化率仅 50%, 功率红、黄光 LED 国产化率几乎为零。对公司来说, 还有很大的国产化替代空间。

由于公司对 MOCVD 和砷化镓材料的深刻理解, 在红、黄光 LED 的生产效率上相比竞争对手有非常明显的优势 (高于行业平均水平 30%)。公司挟此优势进行大规模扩产, 对竞争对手起到非常好的阻吓作用, 市场份额将快速提高。

3、抢占市场先机

如前所述, 公司此举意在大幅度提升市场占有率, 抢占市场先机非常重要。

很明显，公司对此次大举进攻做了较为周密的规划，扬州公司项目的先期投入就已经为此次扩产打下了基础。另外，公司还与砷化镓衬底供应商中科晶电成立合资公司以保证衬底供应，这又给竞争对手增设了一道原材料采购壁垒（目前砷化镓衬底材料被中科晶电和通美两家寡头垄断，能否保证衬底供给对扩产意义重大）。

4、 不用担心红、黄光 LED 市场的过剩

虽然我们有些担心未来白光 LED 的过剩，但我们认为不用担心红、黄光 LED 的过剩。原因主要有以下几方面：

- 当前整个 LED 行业都被显示背光和普通照明市场所吸引，新增产能集中在蓝、绿光。而对市场相对成熟、应用相对低端的红、黄光 LED 市场存在较大忽视，扩产动作小很多；
- 红、黄光 LED 市场已经呈现出集中化的趋势，领先厂商的生产效率优势逐渐突出，市场份额逐步提高；
- 主要原材料市场集中度也在快速提高，原材料资源逐渐被领先厂商抢断；
- 在 LED 背光电视的宣传下，LED 概念深入人心，对红、黄光 LED 的应用拓展和渗透也起到了非常大的促进作用，其实际增速应该超过绝大多数人预期。

因此，我们认为领先的红、黄光 LED 厂商市场份额将快速提高，对市场的掌控能力越来越强，不必担心产能过剩问题。

5、 给予“强烈推荐-A”评级

根据公司的产能扩张进程和对未来 LED 行业景气预期，我们预计公司 10、11、12 年的 EPS 分别为 1.33、2.86、4.13 元，可以给予 11 年 35 倍 PE 的估值，首次给予“强烈推荐-A”评级，6 个月短期目标价 100 元。

风险提示：大规模扩产抢占市场份额有可能将导致产品价格和毛利率过快下降，公司盈利成长性可能要打折扣。

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	195	179	1477	1533	1973
现金	70	53	1284	1112	1278
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	4	11	19	40	65
应收款项	87	90	136	291	474
其它应收款	1	1	3	7	11
存货	24	16	24	56	97
其他	8	9	12	28	49
非流动资产	95	143	290	521	488
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	90	86	231	507	475
无形资产	0	13	12	11	10
其他	5	43	47	3	3
资产总计	290	322	1767	2054	2462
流动负债	107	72	44	95	161
短期借款	75	30	0	0	0
应付账款	14	19	28	67	116
预收账款	4	2	6	14	24
其他	14	22	10	14	21
长期负债	7	25	32	32	32
长期借款	0	0	0	0	0
其他	7	25	32	32	32
负债合计	114	97	76	127	193
股本	65	89	118	118	118
资本公积金	24	80	1407	1407	1407
留存收益	88	56	166	402	743
少数股东权益	0	0	0	0	0
母公司所有者权益	177	225	1692	1927	2268
负债及权益合计	290	322	1767	2054	2462

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	32	143	104	177	309
净利润	66	84	157	337	487
折旧摊销	0	10	18	40	55
财务费用	5	2	(6)	(24)	(24)
投资收益	0	0	0	0	0
营运资金变动	0	8	(65)	(179)	(212)
其它	(39)	39	0	3	4
投资活动现金流	(36)	(66)	(121)	(272)	(22)
资本支出	0	(43)	(121)	(272)	(22)
其他投资					
筹资活动现金流	46	(80)	1248	(77)	(122)
借款变动	0	0	(75)	0	0
普通股增加	0	24	30	0	0
资本公积增加	0	56	1328	0	0
股利分配	0	0	0	(47)	(101)
其他	46	(159)	(34)	(30)	(21)
现金净增加额	42	(3)	1231	(172)	166

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	155	192	309	660	1076
营业成本	67	79	118	278	485
营业税金及附加	0	0	2	5	9
营业费用	1	2	3	5	9
管理费用	15	21	23	40	65
财务费用	5	2	(6)	(24)	(24)
资产减值损失	5	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	62	87	168	356	533
营业外收入	2	11	16	40	40
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	64	98	184	396	573
所得税	(2)	14	28	59	86
净利润	66	84	157	337	487
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	66	84	157	337	487
EPS (元)	0.56	0.71	1.33	2.86	4.13

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	120%	24%	61%	113%	63%
营业利润	184%	41%	93%	112%	49%
净利润	198%	27%	86%	115%	44%
获利能力					
毛利率	56.6%	58.9%	61.8%	57.9%	54.9%
净利率	42.5%	43.7%	50.6%	51.0%	45.2%
ROE	37.3%	37.4%	9.3%	17.5%	21.5%
ROIC	27.3%	30.2%	8.2%	14.7%	19.1%
偿债能力					
资产负债率	39.1%	30.1%	4.3%	6.2%	7.9%
净负债比率	25.8%	9.3%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.8	2.5	33.6	16.1	12.2
速动比率	1.6	2.3	33.1	15.6	11.6
营运能力					
资产周转率	0.5	0.6	0.2	0.3	0.4
存货周转率	3.3	3.9	6.0	7.0	6.4
应收帐款周转率	2.4	2.2	2.7	3.1	2.8
应付帐款周转率	4.6	4.9	5.0	5.8	5.3
每股资料 (元)					
每股收益	0.56	0.71	1.33	2.86	4.13
每股经营现金	0.37	1.21	0.88	1.50	2.62
每股净资产	2.03	1.90	14.34	16.33	19.22
每股股利	0.00	0.29	0.40	0.86	1.24
估值比率					
PE	129.5	101.6	54.5	25.4	17.5
PB			5.1	4.4	3.8
EV/EBITDA					

资料来源：公司报表、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

张良勇，工学学士，经济学硕士，3 年电子行业从业经历，7 年证券从业经验，现为招商证券研究董事，电子行业分析师，2006-2009 年《新财富》电子行业最佳分析师；

何金孝，中科院微电子与固体电子学硕士，两年证券从业经验，2009 年加盟招商证券，任电子行业分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。