

乾照光电 (300102.SZ)

毛利率持续上升，红光 LED 前景值得看好

 评级: **买入**

 前次: **买入**

目标价(元):

101.66-119.60

联系人

分析师

林健晖

刘江啸

0531-81776393

S0740210070003

linjh@qlzq.com.cn

021-58208341

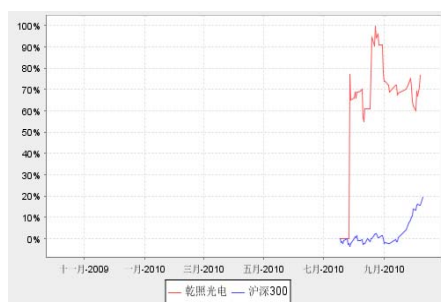
2010 年 10 月 26 日

liujx@qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	118.00
流通股本(百万股)	23.60
市价(元)	79.50
市值(百万元)	9381.00
流通市值(百万元)	1876.20

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	155.28	192.46	302.75	820.35	1,158.61
营业收入增速	120.05%	23.95%	57.30%	170.97%	41.23%
净利润增长率	198.33%	27.48%	69.69%	147.31%	32.39%
摊薄每股收益(元)	1.01	0.95	1.21	2.99	3.96
前次预测每股收益(元)	1.01	0.95	1.19	2.91	3.93
市场预测每股收益(元)	—	—	1.13	1.99	2.85
偏差率(本次-市场/市场)	—	—	7%	50%	39%
市盈率(倍)	0.00	0.00	63.41	25.64	19.37
PEG	0.00	0.00	0.91	0.17	0.60
每股净资产(元)	2.72	2.54	13.50	15.59	18.36
每股现金流量	0.49	1.62	0.71	0.91	3.30
净资产收益率	37.28%	37.38%	8.96%	19.18%	21.56%
市净率	0.00	0.00	5.68	4.92	4.18
总股本(百万股)	65.00	88.50	118.00	118.00	118.00

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- **公司今日发布 2010 年三季度业绩报告:** 报告期内, 公司实现营业收入 2.08 亿元, 比去年同期上升了 68.06%; 实现净利润 9547 万元, 同比增长 87.36%; 实现基本每股收益 1.04 元, 按上市后股本摊薄每股收益为 0.81 元。
- **毛利率上升势头不减, 高于预期。** 今年前三季度业毛利率为 62.34%, 高于上半年公司毛利率 61.42%。在红黄光 LED 芯片市场供不应求的状况下, 芯片价格坚挺, 公司不断优化产品结构, 提高较高附加值的产品比例, 这也显示出公司高水平的外延工艺。预计 2010 年全年 LED 芯片毛利率保持在 62%。
- **公司预计 2010 年度归属于母公司所有者的净利润较上年同期增长 55%-70%, 基本符合我们的预期。** 募集资金项目扬州部分第 4 台 MOCVD 设备下月到位, 比预期稍晚, 但到位的外延设备是 60 片机, 效率高于 49 片机 22%。预计今年还能再到位 1 台, 第四季度 LED 芯片产量季度环比增加 17%, 营业收入超过 9000 万元。
- **产品结构不断优化:** 公司产品一致性良好, 拥有较高的定价。随着扩产计划的进行, 公司可能事先扩大 9mil 和 12mil 的产量, 同时准备量产 14mil, 10mil 和 40mil 等新尺寸的产品。
- **红色 LED 芯片被应用来提高当前白光的显色性, 是一个可行的技术方案。** 未来红光 LED 芯片有望渗透到通用照明领域, 其前景值得看好。
- **估值:** 我们略微下调全年营业收入, 上调毛利率。预计 2010 ~ 2012 年, EPS 分别为 1.21 元, 2.99 元和 3.96 元。以 2011 年 34 ~ 40 倍市盈率, 给予 101.66 ~ 119.60 元作为目标区间, 维持“买入”评级。

2010 年前三季度毛利率高于预期

产品结构持续优化，毛利率保持上升势头

- **公司今日发布三季度业绩：**报告期内，公司实现营业收入 2.08 亿元，比去年同期上升 68.06%；实现净利润 9547 万元，同比增长 87.36%；实现基本每股收益 1.04 元，按上市后股本摊薄每股收益为 0.81 元。
- **毛利率上升势头不减，高于预期。**今年前三季度业毛利率为 62.34%，高于上半年公司毛利率 61.42%。在红黄光 LED 芯片市场供不应求的状况下，芯片价格坚挺，公司持续化产品结构，提高较高附加值产品的比例，这也显示出公司高水平的外延工艺。预计全年 LED 芯片毛利率维持在 62%的水平。
- **公司预计 2010 年度归属于母公司所有者的净利润较上年同期增长 55%-70%，**基本符合我们的预期。募集资金项目扬州部分第 4 台 MOCVD 设备下月到位，比预期稍晚，但到位的外延设备是 60 片机，效率高于 49 片机 22%。预计今年还能再到位 1 台，第四季度 LED 芯片产量季度环比增加 17%，LED 销售收入超过 9000 万元。
- **如果 60 片机量产顺利，**我们认为不排除募集资金项目和扩产计划公告中的 7 台设备均改用该机型，折算成 9mil 尺寸，LED 芯片产能可增加约 35 亿颗/年，按当下净利率估算，可增厚 EPS 约 0.2 元。
- **产品结构不断优化：**公司产品因为一致性良好，拥有较高的定价。随着扩产计划的进行，公司可能事先扩充 9mil 和 12mil 的产量，同时准备量产 14mil, 10mil 和 40mil 等新尺寸的产品。

高质量白光是人类的追求目标

- 人类在阳光下诞生繁衍，通过眼睛能看到缤纷绚烂的世界。太阳光是连续光谱，包含各种波长的可见光，显色性最好（显色指数为 100）。高显色性的白光就是人类追求的目标。
- 目前，制造 LED 白光的主流技术是蓝色+黄色荧光粉，但显色指数达不到 80，这样的冷白光尽管可以应用于功能性照明，如路灯、厂灯等，但显得刺眼，看久了容易不舒服，不适合室内学习和办公照明。

图表 1：太阳下的世界（左），在显色指数分别为 90（中）和 70 下（右）LED 灯光照射下的字体



来源：齐鲁证券研究所

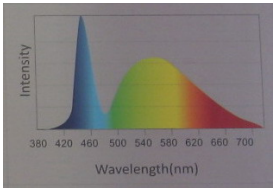
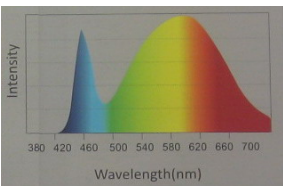
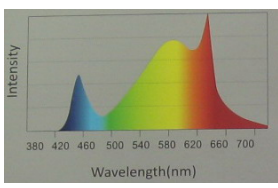
- 最近，台湾晶元光电提出一高显性的 LED 暖白光制造方案，即把普通白

光（蓝光 LED 芯片+黄色荧光粉）LED 和红色 LED 芯片封装在一起，实现高显色性暖色白光。该方案：

- 在发光效率上，优于“蓝光 LED 芯片+黄色荧光粉+红色荧光粉”；
- 在安全性上，优于“紫外 LED+RGB 荧光粉”；
- 在成本上，优于 RGB LED 芯片封装在一起。

- 随着芯片价格的下降，红光 LED 芯片渗透到通用照明领域值得期待，我们可以继续看好红光 LED 的应用前景。

图表 2：高质量白光的技术方案

技术方案	蓝光 LED 芯片+黄色荧光粉	蓝光 LED 芯片+黄色荧光粉+红色荧光粉	蓝光 LED 芯片+黄色荧光粉+红色 LED 芯片
光谱			
色温	5000K(冷白)	3000K(暖白)	2700K(暖白)
显色性	70	82	90
效率	1x	0.7x	0.98x

来源：晶元光电，齐鲁证券研究所

估值

- 我们略微下调公司全年营业收入，上调其毛利率。预计 2010-2012 年，EPS 分别为 1.21 元，2.99 元和 3.96 元。以 2011 年 34~40 倍市盈率，给予 101.66~119.60 元作为目标区间，维持“买入”评级。

图表 3：公司销售收入预测

单位：人民币百万元

项 目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
高亮度四元系LED芯片						
平均售价（元/千粒）*	24.39	24.06	19.17	21.50	19.50	16.50
增长率（YOY）	—	-1.33%	-20.34%	12.15%	-9.30%	-15.38%
年末MOVCD数量（台）	2	4	4	9	27	27
产量（亿粒）*	25.23	55.37	85.70	128.97	404.38	679.05
增长率（YOY）	—	119.46%	54.78%	128.53%	98.42%	67.92%
销售数量（亿粒）*	20.20	44.26	85.15	127.68	400.34	672.26
增长率（YOY）	—	119.11%	92.39%	49.95%	213.54%	67.92%
产销率	80.06%	79.93%	99.36%	99.00%	99.00%	99.00%
销售收入	49.26	106.51	163.23	274.52	780.66	1,109.22
增长率（YOY）	—	116.20%	53.26%	68.18%	184.37%	42.09%
毛利率	50.24%	58.18%	59.30%	62.00%	59.00%	56.00%
砷化镓太阳能电池外延片						
年末MOVCD数量（台）	1	1	1	1	2	2
平均售价（元/片）	2,434.39	2,323.02	1,646.12	1,600.00	1,500.00	1,400.00
产量（片）	8656	18813	17957	18000	27000	36000
增长率（YOY）	—	117.34%	-4.55%	0.24%	50.00%	33.33%
销售数量（片）	6635	20544	17512	17640	26460	35280
产销率	76.65%	109.20%	97.52%	98.00%	98.00%	98.00%
销售收入	16.15	47.72	28.83	28.22	39.69	49.39
增长率（YOY）	—	195.47%	-39.60%	-2.09%	40.63%	24.44%
毛利率	40.34%	52.88%	57.01%	56.00%	55.00%	54.00%
销售收入小计	70.56	155.28	192.46	302.75	820.35	1158.61
销售成本小计	36.00	67.33	79.02	116.74	337.93	510.78
毛利	34.56	87.95	113.44	186.01	482.42	647.84
平均毛利率	48.98%	56.64%	58.94%	61.44%	58.81%	55.91%

来源：齐鲁证券研究所

附录1 历史推荐和目标定价

	日期	评级	市价	目标价
1	2010-8-3	买入	45.00	85.11 ~ 102.13
2	2010-9-2	买入	72.45	97.81 ~ 117.38
3	2010-10-8	买入	75.77	98.84 ~ 116.29

来源：齐鲁证券研究所

附录2：财务预测简表

损益表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销货净收入	71	155	192	303	820	1,159
增长率	—	120.0%	23.9%	57.3%	171.0%	41.2%
销货成本	-27	-58	-68	-110	-317	-440
% 收入	38.1%	37.6%	35.6%	36.3%	38.7%	37.9%
毛利	44	97	124	193	503	719
% 收入	61.9%	62.4%	64.4%	63.7%	61.3%	62.1%
销售及行政费用	-7	-16	-23	-35	-90	-120
% 收入	9.7%	10.6%	12.1%	11.7%	11.0%	10.4%
EBITDA	37	81	101	157	413	599
% 收入	52.3%	51.9%	52.4%	52.0%	50.3%	51.7%
折旧与摊销	-9	-9	-11	-7	-21	-71
% 收入	13.0%	5.8%	5.5%	2.3%	2.5%	6.1%
EBIT	28	72	90	151	392	527
% 收入	39.3%	46.0%	46.9%	49.7%	47.8%	45.5%
利息费用	-6	-5	-2	1	3	2
投资收益	0	0	0	0	0	0
税前经营收益	22	67	88	152	395	530
% 收入	30.9%	42.9%	45.6%	50.2%	48.2%	45.7%
其他非经营收益	0	-2	10	16	20	20
税前利润	22	64	98	168	415	550
% 收入	31.3%	41.3%	50.9%	55.4%	50.6%	47.4%
所得税	0	2	-14	-25	-62	-82
所得税率	-0.1%	-2.9%	14.2%	15.0%	15.0%	15.0%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于普通股股东净利润	22	66	84	143	353	467
净利率	31.3%	42.5%	43.7%	47.1%	43.0%	40.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	22	66	84	143	353	467
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	9	14	11	7	21	71
非经营收益	6	2	2	-15	-20	-20
营运资金变动	-53	-50	46	-50	-246	-129
经营活动现金净流	-16	32	143	84	108	389
资本开支	27	40	66	325	549	198
投资	0	4	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-27	-36	-66	-325	-549	-198
股权募资	0	72	0	1,268	0	0
债权募资	54	-18	-45	-30	0	0
其他	-2	-7	-35	-6	-43	-106
筹资活动现金净流	52	47	-80	1,232	-43	-106
现金净流量	9	42	-3	991	-484	85

来源：齐鲁证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	27	70	53	1,044	560	644
应收账款	49	93	102	146	386	514
存货	16	24	16	29	79	112
其他流动资产	6	8	9	15	41	62
流动资产合计	98	195	179	1,234	1,066	1,333
% 总资产	61.4%	67.3%	55.7%	72.1%	51.0%	53.2%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	58	92	125	460	1,005	1,153
无形资产	4	1	14	13	17	17
非流动资产合计	62	95	143	477	1,026	1,173
% 总资产	38.6%	32.7%	44.3%	27.9%	49.0%	46.8%
资产总计	160	290	322	1,711	2,091	2,506
短期借款	44	75	30	0	0	0
应付款项	73	27	21	30	84	125
其他流动负债	6	4	22	64	143	190
流动负债	122	107	72	94	227	315
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	1	7	25	25	25	25
负债	123	114	97	119	252	340
普通股股东权益	37	177	225	1,593	1,840	2,166
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	160	290	322	1,711	2,091	2,506

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益(元)	1.474	1.015	0.950	1.209	2.990	3.958
每股净资产(元)	2.474	2.721	2.541	13.496	15.589	18.360
每股经营现金净流(元)	-1.079	0.492	1.617	0.713	0.915	3.298
每股股利(元)	0.000	0.000	0.000	0.363	0.897	1.187
回报率						
净资产收益率	59.58%	37.28%	37.38%	8.96%	19.18%	21.56%
总资产收益率	13.80%	22.70%	26.11%	8.34%	16.87%	18.64%
投入资本收益率	52.16%	40.40%	38.30%	23.33%	26.04%	29.45%
增长率						
主营业务收入增长率	—	120.05%	23.95%	57.30%	170.97%	41.23%
EBIT增长率	—	157.83%	26.12%	66.99%	160.43%	34.46%
净利润增长率	—	198.33%	27.48%	69.69%	147.31%	32.39%
总资产增长率	—	81.29%	10.82%	431.46%	22.23%	19.83%
资产管理能力						
应收账款周转天数	106.8	151.2	167.9	150.0	140.0	130.0
存货周转天数	80.8	109.3	93.3	85.0	80.0	75.0
应付账款周转天数	78.9	78.9	74.7	76.5	76.3	76.4
固定资产周转天数	147.8	172.7	167.1	207.6	231.5	245.8
偿债能力						
净负债/股东权益	43.44%	2.98%	-10.15%	-65.54%	-30.42%	-29.74%
EBIT利息保障倍数	6.2	16.2	41.2	216.0	—	—

投资评级说明

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海
联系人:王莉本
电话:021-58303470
手机:13641659577
传真:021-58318543
邮编:200122
地址:上海市浦电路 438 号双
鸽大厦 19 楼

深圳
联系人:李霖
电话:0755-23819303
手机:15816898448
传真:0755-82717806
邮编:518048
地址:深圳市福田区深南大道
4011 号港中旅大厦 6 楼

北京
联系人:张哲
电话:021-58206173
手机:18621368050
传真:021-58318543
邮编:200122
地址:上海市浦电路 438 号双
鸽大厦 19 楼

济南
联系人:韩丽萍
电话:0531-81283786
手机:15806668226
传真:0531-81283791
邮编:250010
地址:山东济南经十路 17703
号华特广场 B501