

半导体

乾照光电 (300102.SZ) / 89.01 元

产能扩充、产品升级， 红黄光 LED 龙头将实现跨越式发展

1. 专注红黄光芯片，高品质产品持续扩大市场份额。

- **高品质产品源于技术领先与精细化管理。**技术与管理水平是 LED 企业的核心竞争力，其外在体现即为产品品质。公司技术、管理水平一流，LED 芯片产品与国际厂商基本无差异，仅在功率型芯片量产方面存在差距。
- **产品严重供不应求，市场份额不断扩大。**公司目前扩充的产能已逐步开始放量，但产品仍然供不应求，目前仅能满足 50% 的订单需求。同时，公司 08 年市场份额约为 12%，预计 10 年可超过 20%，随着产能进一步扩充，公司市场份额将继续大幅扩张。

2. 跨越式发展：产能扩充 6 倍，产品结构升级，利润将大幅提升。

- **扬州项目进展顺利，产能扩充稳步进行。**扬州目前已有 3 台 MOCVD 设备，预计四季度可开足产能，第四台设备已到货，年底之前即可投入使用。最迟到 11 年底，公司在扬州和厦门将有 29 台 MOCVD 设备，LED 芯片产能将扩充为 09 年底的 7 倍，太阳能外延片产能将扩充为 09 年的 2 倍。
- **产品结构升级，与国际厂商差距将填平。**公司将进行功率型芯片的量产，预计 12 年将达到功率型芯片 60 亿颗/年的产能。此举将改善公司产品结构，填平公司与国际厂商差距，全面提升公司竞争力，为未来市场拓展打下基础。

3. 盈利预测与投资建议

预计公司 10、11、12 年 EPS 分别为 1.44、2.47、4.78 元，对应三年 PE 分别为 58、33、17 倍。若剔除 MOCVD 设备补贴的影响，则预计公司 10、11、12 年 EPS 分别为 1.27、1.47、4.78 元，对应三年 PE 分别为 66、57、18 倍，给予“推荐”评级。

4. 业绩超预期因素：

- **产能扩充进展快于预期提升 11 年业绩。**我们业绩预测中假设公司 20 台 MOCVD 设备 11 年 10 月到货，若到货较快则公司 11 年业绩将大幅超预期。
- **产能利用率、产销率高于历史最低水平。**基于保守性原则，我们假设公司 11、12 年产能利用率为 90%，产销率为 80%，均为公司历史最低水平，若实际情况好于历史最低水平，则公司 11、12 年业绩将超预期。

5. 风险因素：

- **市场需求增速下滑风险。**若 RGB 背光和照明市场启动慢于预期，则红黄光 LED 市场将可能出现需求增速下滑风险，这将导致公司芯片销量下滑和价格大幅下跌。
- **功率型芯片量产风险。**功率型芯片的量产能力标志着 LED 芯片企业的技术实力和行业地位，关系着公司长期发展前景，目前国内尚无企业有此能力，量产化对公司管理水平提出了挑战。

研究员：高利

联系人：张帆

Tel: 010-59370830

Email: zhangfan@hczq.com

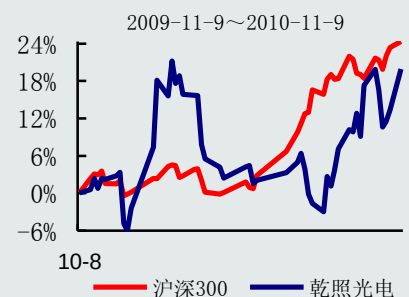
投资评级

投资评级：推荐
评级变动：首次评级

公司基本数据

总股本(万股)	11800
流通 A 股/B 股(万股)	2360/0
资产负债率(%)	30.14
每股净资产(元)	2.54
市盈率(倍)	124.93
市净率(倍)	35.04
12 个月内最高/最低价	92.49/68.8

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	179	1610	1903	2440
现金	53	1399	1661	1502
应收账款	90	160	182	737
其它应收款	1	3	1	2
预付账款	9	8	8	8
存货	16	36	43	183
其他	11	6	7	8
非流动资产	143	135	131	129
长期投资	0	0	0	0
固定资产	86	78	70	62
无形资产	13	18	23	31
其他	43	39	38	36
资产总计	322	1745	2034	2569
流动负债	72	103	96	94
短期借款	30	50	52	44
应付账款	19	16	16	17
其他	23	37	29	33
非流动负债	25	11	14	17
长期借款	0	0	0	0
其他	25	11	14	17
负债合计	97	113	111	110
少数股东权益	0	0	0	0
股本	89	118	118	118
资本公积金	80	1312	1312	1312
留存收益	56	202	494	1030
归属母公司股东权益	225	1632	1923	2459
负债和股东权益	322	1745	2034	2569

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	143	87	240	-143
净利润	84	170	291	564
折旧摊销	11	10	10	10
财务费用	2	-12	-26	-28
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	46	-70	-37	-691
其它	-0	-12	3	2
投资活动现金流	-66	-6	-7	-9
资本支出	66	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
其他	0	-6	-7	-9
筹资活动现金流	-80	1265	29	-7
短期借款	-45	20	2	-8
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	24	30	0	0
资本公积增加	56	1232	0	0
其他	-114	-16	27	0
现金净增加额	-3	1346	262	-159

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	192	297	348	1449
营业成本	79	106	143	656
营业税金及附加	0	2	2	9
营业费用	2	4	5	18
管理费用	21	27	30	72
财务费用	2	-12	-26	-28
资产减值损失	0	5	5	5
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	87	165	191	717
营业外收入	11	41	152	34
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	98	205	343	752
所得税	14	36	51	188
净利润	84	170	291	564
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	84	170	291	564
EBITDA	100	163	174	699
EPS（元）	0.95	1.44	2.47	4.78

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	23.9%	54.3%	17.3%	316.0%
营业利润	41.3%	88.5%	15.8%	276.1%
归属母公司净利润	27.5%	102.1%	71.5%	93.5%
获利能力				
毛利率	58.9%	64.2%	59.0%	54.8%
净利率	43.7%	57.2%	83.6%	38.9%
ROE	37.4%	10.4%	15.1%	22.9%
ROIC	33.6%	43.2%	42.9%	51.0%
偿债能力				
资产负债率	30.1%	6.5%	5.4%	4.3%
净负债比率	30.92%	43.66%	46.60%	39.63%
流动比率	2.49	15.69	19.75	26.07
速动比率	2.26	15.34	19.30	24.11
营运能力				
总资产周转率	0.63	0.29	0.18	0.63
应收账款周转率	2	2	2	3
应付账款周转率	4.89	6.11	8.91	39.67
每股指标(元)				
每股收益	0.71	1.44	2.47	4.78
每股经营现金	1.21	0.73	2.03	-1.21
每股净资产	1.91	13.83	16.30	20.84
估值比率				
P/E	88.56	58.43	34.08	17.61
P/B	33.11	6.08	5.16	4.04
EV/EBITDA	99	61	57	14

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明：

- 强推：预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上；
- 推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%；
- 中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间；
- 回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明：

- 推荐：预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上；
- 中性：预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%；
- 回避：预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（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。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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报告。

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询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未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。本文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。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表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“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华创证券研究所

地址：北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编：100036

传真：010-59370801