



27 July 2010 | 5 pages

乾照光电(300102)

国内 LED 芯片及太阳能电池外延片领航者

✍ 徐昊

☎ 86-21-64718888-1702 执业证书编号: S1230210030004

✉ xuhao@stocke.com.cn

投资要点:

- **公司概况:** 国内最大的四元系高亮度红、黄光 LED 芯片供应商之一,也是国内批量生产三结砷化镓太阳能电池外延片最大的企业之一。
- **行业背景:** 2008 年国内四元系高亮度红、黄光 LED 芯片市场需求量达到 360 亿颗, 05-08 年复合增速 17.84%, 其中: 国产芯片需求为 160 亿颗, 05-08 年复合增速 22.92%。市场需求的快速增长及国产化率的不断提高, 为行业内的优势企业提供了良好的发展机遇。未来五年, 国内空间三结砷化镓太阳能电池外延片市场规模在 30 万片以上, 地面聚光砷化镓太阳能电池的商用也将逐步成为可能。
- **竞争优势:** 1) 技术水平国内领先: 国内极少数能同时生产四元系 LED 外延片、芯片和空间用; 2) 稳固的客户基础: VDR 市占率 25%, 为其他产品的推广提供了广阔的客户基础; 3) 覆盖全球的服务网络: 在 31 个国家和地区拥有授权服务代理商 52 家, 国内独家; 4) 工艺水平高, 生产过程控制能力强: 08、09 年 LED 外延片成品率为 96.37%、97.25%, 砷化镓太阳能电池外延片成品率为 97.97%、94.55%。
- **募投项目:** 本次公开发行募集资金主要投向: 1) 船舶远程监控管理系统(VMS)产业化项目: 2479 万元; 2) 船舶操舵仪(SCS)生产线建设项目: 4735 万元; 3) 研发中心扩建项目: 1793 万元, 总投资 9007 万元, 建设期 12 个月。
- **投资建议:** 预期 2010-2012 年公司摊薄后每股收益 0.97 元、2.11 元和 2.45 元。综合绝对估值和相对估值结果, 公司的合理价值为 40.03-47.70 元, 建议申购。

财务摘要	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	155.3	192.5	305.1	491.5	701.6
(+/-)%	120.0%	23.9%	58.5%	61.1%	42.7%
EBITDA(百万元)	25.8	99.8	22.5	67.8	139.7
(+/-)%	-175.7%	286.7%	-77.5%	201.4%	105.9%
净利润(百万元)	65.9	84.1	115.0	249.3	289.4
(+/-)%	198.3%	27.5%	36.8%	116.8%	16.1%
摊薄 EPS(元)	0.56	0.71	0.97	2.11	2.45
每股股利(元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
利润率和财务指标					
销售毛利率	56.6%	58.9%	59.0%	58.9%	58.8%
ROE	37.3%	37.4%	7.2%	13.5%	13.5%
ROIC	29.2%	30.4%	5.8%	8.3%	9.3%
PE	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

评级: 申购

发行价格: -

关键数据

合理估值	40.03-47.70
询价区间	37.80-45.33

股本数据

A 股发行股数	1385 万股
发行后总股本	5539.63 万股





财务报表

资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	利润表（百万元）	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	69.7	52.8	1347.4	1541.5	1784.8	营业收入	155.3	192.5	305.1	491.5	701.6
应收票据	4.3	11.5	12.6	22.2	32.4	营业成本	67.3	79.0	125.1	202.0	289.0
应收账款	87.3	89.7	158.1	249.8	354.0	营业税金及附加	0.3	0.2	0.4	0.6	0.9
预付款项	8.4	8.9	13.5	21.2	29.9	销售费用	1.4	2.4	33.6	51.6	70.2
其他应收款	1.2	0.5	5.8	9.4	10.3	管理费用	14.7	20.6	37.5	56.0	77.2
存货	24.4	16.0	37.0	55.7	78.1	财务费用	5.0	2.4	-1.8	-67.4	-77.1
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	资产减值损失	4.7	0.4	1.1	1.4	1.7
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	89.8	86.5	107.1	125.0	143.3	投资收益	0.0	0.0	1.0	1.0	1.0
在建工程	2.6	38.9	34.4	35.1	39.1	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营业利润	61.8	87.4	110.3	248.3	340.8
无形资产	0.2	13.3	15.4	18.0	21.2	营业外收支净额	2.2	10.6	25.0	45.0	45.0
长期待摊费用	0.7	0.6	0.5	0.5	0.4	税前利润	64.1	98.0	135.3	293.3	385.8
资产总计	290.5	321.9	1735.1	2081.7	2496.7	减：所得税	-1.9	13.9	20.3	44.0	96.5
短期借款	75.0	30.0	0.0	0.0	0.0	净利润	65.9	84.1	115.0	249.3	289.4
应付票据	8.8	0.0	17.2	18.3	26.3	归属于母公司的净利润	65.9	84.1	115.0	249.3	289.4
应付账款	13.5	18.8	31.9	48.2	70.3	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
预收款项	3.8	1.7	-4.4	-14.5	-26.0	基本每股收益	1.01	0.95	0.97	2.11	2.45
应付职工薪酬	0.2	0.1	0.2	0.2	0.4	稀释每股收益	0.56	0.71	0.97	2.11	2.45
应交税费	3.1	6.7	10.6	17.1	24.4	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
其他应付款	1.1	0.0	0.0	0.1	0.1	成长性					
其他流动负债	1.1	9.9	23.6	49.9	81.6	营收增长率	120.0%	23.9%	58.5%	61.1%	42.7%
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	EBIT 增长率	157.8%	26.1%	20.3%	67.1%	45.9%
预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润增长率	198.3%	27.5%	36.8%	116.8%	16.1%
负债合计	113.6	97.0	134.1	231.4	357.0	盈利性					
股东权益合计	176.9	224.9	1601.0	1850.3	2139.7	销售毛利率	56.6%	58.9%	59.0%	58.9%	58.8%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	销售净利率	42.5%	43.7%	37.7%	50.7%	41.2%
净利润	65.9	84.1	115.0	249.3	289.4	ROE	37.3%	37.4%	7.2%	13.5%	13.5%
折旧与摊销	-45.7	9.7	-86.0	-113.4	-124.8	ROIC	29.2%	30.4%	5.8%	8.3%	9.3%
经营活动现金流	32.0	143.1	96.1	233.1	290.2	估值倍数					
投资活动现金流	-36.5	-66.2	-32.6	-39.1	-46.9	PE	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
融资活动现金流	46.2	-79.7	1231.1	0.0	0.0	P/S	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
现金净变动	41.7	-2.8	1294.6	194.1	243.3	P/B	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
期初现金余额	27.5	69.7	52.8	1347.4	1541.5	股息收益率	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
期末现金余额	69.2	66.9	1347.4	1541.5	1784.8	EV/EBITDA	0.2	-0.2	-59.9	-22.7	-12.8



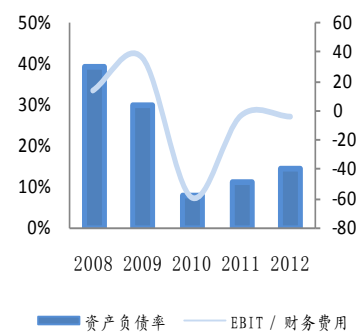
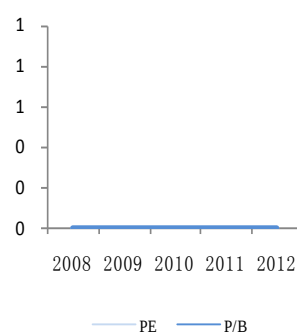
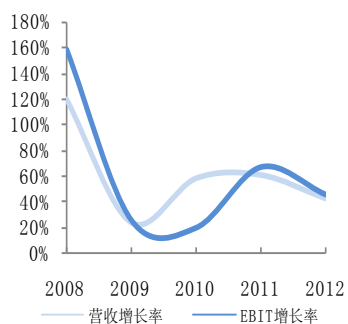
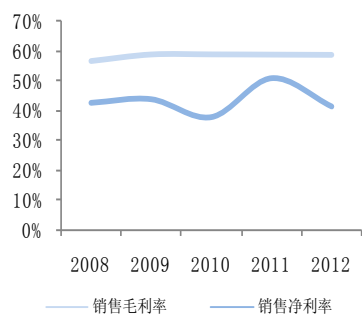


3、DCF—WACC 输出

	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
EBIT	9018.0	10848.6	18126.2	26443.0	32678.2	39724.9	47947.7	56591.2	65005.4	72755.3	80058.1
所得税	1279.1	1627.3	2718.9	6610.8	8169.6	9931.2	11507.5	13921.4	15952.3	17822.1	19598.6
NOPLAT	7358.9	7738.9	9221.3	15407.2	19832.3	24508.7	29793.7	36440.3	42669.8	49053.1	54933.2
营运资金净变动	-9700.9	2624.7	-3326.6	-3391.8	-2074.7	-2843.3	-2881.5	-2996.9	-3361.0	-3305.0	-3025.7
资本支出	-5662.1	-3256.4	-3907.6	-4689.2	-4365.0	-4376.0	-4118.8	-4291.3	-4368.1	-4303.9	-4291.6
自由现金流	5759.9	4077.0	9890.9	15235.6	19853.9	25475.2	32637.0	38707.9	45453.5	52059.2	58180.1

WACC	10.50%	Ke	11.0%
永续增长率	1.3%	Kd	5.3%
终值	22426	t	15%
企业价值	390959	Rf	5%
非核心资产价值	5283	E (Rm)	0.11
债务价值	5483	Rm - Rf	6%
股权价值	385476	D/A	100.0%
股本	8850	E/A	0.0%
每股价值	43.56	Beta	1.00

估值		g				
		0.75%	1.00%	1.25%	1.50%	1.75%
WACC	9.00%	52.39	53.49	54.67	55.92	57.26
	9.50%	48.55	49.48	50.48	51.54	52.66
	10.00%	45.15	45.95	46.80	47.70	48.65
	10.50%	42.13	42.82	43.55	44.32	45.13
	11.00%	39.43	40.03	40.66	41.32	42.02
	11.50%	37.00	37.52	38.07	38.64	39.25
	12.00%	34.81	35.26	35.74	36.24	36.77





浙商证券

浙商证券研究管理团队

副所长·研究策划

吴鹏飞

+86 21 6474 7752

wupengfei@stocke.com.cn

副所长·策略 行业比较

詹诗华

+86 21 6471 3765

zhanshihua@stocke.com.cn

副所长·研究销售

毛亚莉

+86 21 6431 8893

maoyali@stocke.com.cn

副所长·客服中心

吕小萍

+86 571 8790 1937

lvxiaoping@stocke.com.cn

所长助理·金融工程

姚小军

+86 21 6471 7903

yaoxiaojun@stocke.com.cn

宏观·策略

首席经济学家

闻岳春

+86 21 6471 6089

wenyuechun@stocke.com.cn

首席策略分析

潘立彬

+86 21 6431 6026

panlibin@stocke.com.cn

宏观经济

陶敬刚

+86 21 6471 8888-1104

taojingang@stocke.com.cn

宏观

李瑞

+86 21 6471 8888-1211

lirui@stocke.com.cn

策略

王伟俊

+86 21 6471 8888-1277

wangweijun@stocke.com.cn

策略

张延兵

+86 21 6431 8952

zhangyanbing@stocke.com.cn

行业团队

电力设备行业

史海昇

+86 21 6471 8888-1737

shihaisheng@stocke.com.cn

房地产行业

戴方

+86 21 6471 8888-1219

daifang@stocke.com.cn

商贸行业

程艳华

+86 21 6471 8888-1212

chengyanhua@stocke.com.cn

汽车行业

马春霞

+86 21 6471 8888-1270

machunxia@stocke.com.cn

煤炭行业

田加伟

+86 21 6471 8888-1117

tianjiawei@stocke.com.cn

化工行业

代鹏举

+86 21 6471 8888-1206

daipengju@stocke.com.cn

交通运输行业

李冬

+86 21 6471 8888-1807

lidong@stocke.com.cn

通信行业

徐昊

+86 21 6471 8888-1702

xuhao@stocke.com.cn

有色行业

林建

+86 21 6471 8888-1286

linjian@stocke.com.cn

中药 生物制药行业

金嫣

+86 21 6471 8888-1241

jinyan@stocke.com.cn

银行业金融行业

黄薇

+86 21 6471 8888-1813

huangwei@stocke.com.cn

钢铁行业

范飞

+86 21 6471 8888-1119

fanfei@stocke.com.cn

大宗医药行业

姜恩铸

+86 21 6471 8888-1121

jiangenzhu@stocke.com.cn

食品、饮料行业

葛越

+86 21 6471 8888-1281

geyue@stocke.com.cn

公用事业行业

袁佳平

+86 21 6471 8888-1814

yuanjiaping@stocke.com.cn

机械行业

许光兵

+86 21 6471 8888-1805

xuguangbing@stocke.com.cn

农林牧渔行业

张俊宇

+86 21 6471 8888-1801

zhangjunyu@stocke.com.cn

家电、传媒行业

刘迟到

+86 21 6471 8888-1225

Liuchidao@stocke.com.cn

金融工程团队

金融工程与衍生品

邱小平

+86 21 6471 8888-1701

金融工程与基金

陆靖昶

+86 21 6471 8888-1254

金融工程与债券

鲍翔

+86 21 6471 8888-1105

信息技术

李思明

+86 21 6474 6780





giuxiaoping@stocke.com.cn

lujingchang@stocke.com.cn

baoxiang@stocke.com.cn

lisiming@stocke.com.cn

信息技术

张雷

+86 21 6471 8888-1740

zhanglei@stocke.com.cn

研究服务团队

研究服务

毛亚莉

+86 21 6431 8893

maoyali@stocke.com.cn

研究服务

魏志羽

+86 21 6471 8888-1106

weizhiyu@stocke.com.cn

研究服务

徐路鹏

+86 21 6471 8888-1700

xulupeng@stocke.com.cn

研究服务

张燕华

+86 21 6471 8888-1287

zhangyanhua@stocke.com.cn

研究服务

金肖男

+86 21 6471 8888-1824

jinxn@stocke.com.cn

浙商证券股票投资评级说明

- 1、买 入：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内上涨幅度在 10%以上
- 2、中 性：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内变动幅度在 -10% - 10%
- 3、卖 出：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内下跌幅度在 10%以上

浙商证券策略/行业投资评级说明

- 1、买 入：预期未来 6 个月内行业股票指数表现优于沪深 300 指数
- 2、中 性：预期未来 6 个月内行业股票指数表现与沪深 300 指数持平
- 3、卖 出：预期未来 6 个月内行业股票指数表现弱于沪深 300 指数

特别声明：

本报告版权归“浙商证券”所有，未经事先书面授权，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“浙商证券”或“浙商研究”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我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。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我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多种金融服务。我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。

浙商证券研究所

上海

上海市长乐路 1219 号长鑫大厦 18 层

邮政编码：200031

电话：(8621) 64718888

传真：(8621) 64713795

浙商证券网址：www.stocke.com.cn

