

分析师： 陈志坚 (8627) 65799506 chenzj@cjsc.com

执业证书编号： S0490208040136

联系人： 彭琦 (8621) 68751090 pengqi@cjsc.com.cn

雷曼光电：LED 照明新锐登陆创业板

事件描述

深圳雷曼光电科技股份有限公司将于近期在深圳证券交易所创业板首次公开上市，基本情况如下：

- 雷曼光电采用网下向询价对象配售和网上资金申购定价发行相结合的方式 公开发行为 1,680 万股人民币普通股（A 股），占发行后总股本的比例 25.07%。
- 我们预计公司 2010 年到 2012 年 EPS 分别为 0.523 元, 1.189 元, 1.698 元, 综合考虑合理估值区间为 35.67~41.62, 建议询价区间为 37.4~43.7 元。。

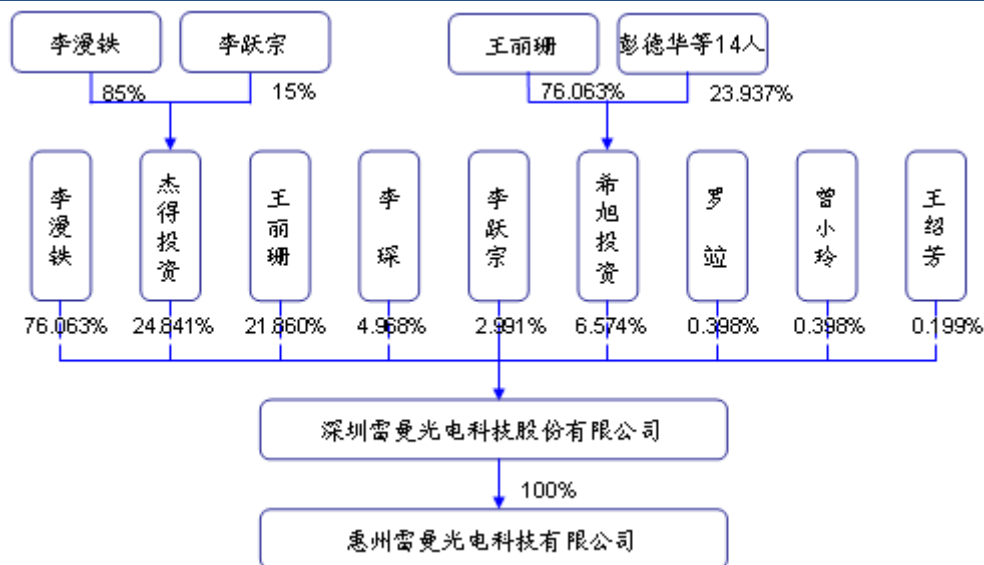
事件评论

公司概况

股权结构

深圳雷曼光电科技股份有限公司前身为深圳雷曼光电有限公司。雷曼有限成立于 2004 年 7 月，2009 年 10 月 28 日整体变更为股份有限公司。

图 1：公司发行前股权结构



资料来源：招股意向书，长江证券研究部

李漫铁、王丽珊、李跃宗及李琛直接或间接控制本公司 99.004%的股权，本次发行后直接或间接控制本公司 74.179%的股权，系本公司实际控制人，其中李跃宗与王丽珊系夫妻关系，李漫铁系李跃宗、王丽珊之子，李琛系李跃宗、王丽珊之女。罗竝、曾小玲、王绍芳分别持有本公司 0.398%、0.398%和 0.199%的股份。

表 1: 发行前后公司股本结构变化情况

股东名称	发行前		发行后	
	股份数 (万股)	比例	股份数 (万股)	比例
有限售条件的股份	5,020.00	100%	5,020.00	74.93%
李漫铁	1,896.60	37.781%	1,896.60	28.307%
杰得投资	1,247.00	24.841%	1,247.00	18.612%
王丽珊	1,097.36	21.860%	1,097.36	16.379%
希旭投资	330.00	6.574%	330.00	4.925%
李琛	249.40	4.968%	249.40	3.722%
李跃宗	149.64	2.981%	149.64	2.233%
罗竝	20.00	0.398%	20.00	0.299%
曾小玲	20.00	0.398%	20.00	0.299%
王绍芳	10.00	0.199%	10.00	0.149%
本次拟发行的股份	-	-	1,680.00	25.07%
合计	5,020.00	100%	5,020.00	100%

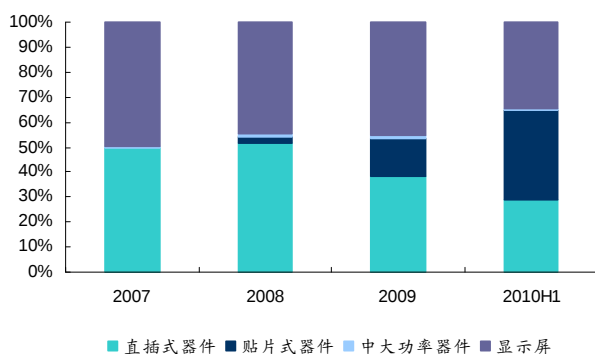
资料来源：招股意向书，长江证券研究部

主营业务

公司为中高端 LED 制造商，专注于 LED 产业的中下游领域。主营产品为 LED 封装器件和应用产品。封装器件包括直插式、贴片式和中大功率 LED 系列产品，应用产品包括显示屏和照明系列产品。照明系列产品目前尚未投产，但公司在照明领域的技术水平已达到国内先进水平，并为产业化生产做好充足准备。公司自成立之日起，主营业务未发生变化。报告期内，公司的主营业务收入占营业总收入的 100%，主营业务突出，各主要产品收入稳定增长。

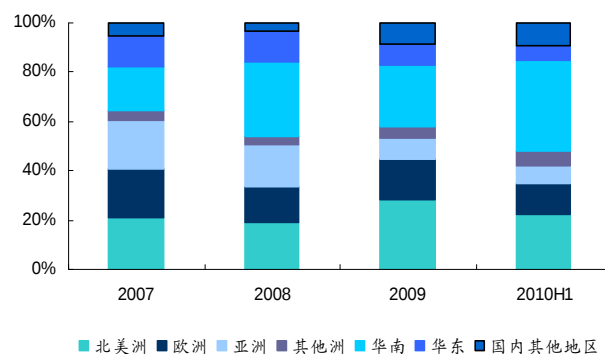
公司 LED 封装器件分内销和外销两种模式，显示屏则全部外销。公司分别设立国内销售部及国际销售部，负责国内、外市场的产品销售。其中，国内市场采用直销模式，直接面向下游 LED 应用企业进行销售，国外市场采用直销和代理相结合的销售渠道。

图 2: 公司营业收入构成 (按产品分类)



资料来源：长江证券研究部

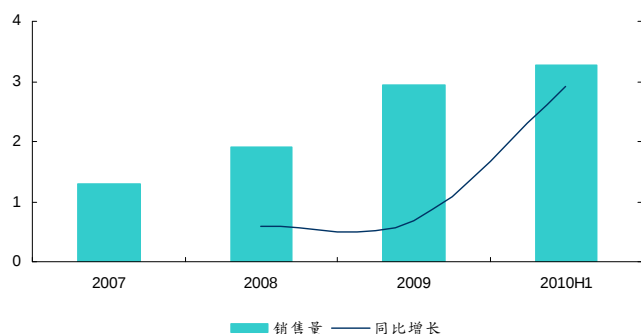
图 3: 公司营业收入构成 (按区域分类)



资料来源：长江证券研究部

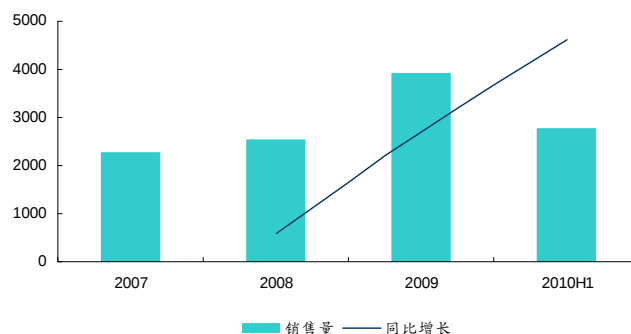
公司经过多年的发展,已经发展成拥有自主知识产权并具备一定规模和品牌的中高端 LED 制造商。目前公司的生产规模实现封装器件 9.6 亿只/年、显示屏 6,000 平方米/年的产能,产品大部分出口,销往 50 余个国家和地区。公司成长速度快,销售数量持续增长。LED 器件方面,2007 年、2008 年、2009 年和 2010 年 1-6 月,公司分别实现销售数量 1.29 亿只、1.90 亿只、2.95 亿只和 3.28 亿只。LED 显示屏方面,2007 年、2008 年、2009 年和 2010 年 1-6 月,公司分别实现销售数量 2,259.69 平方米、2,531.96 平方米、3,912.11 平方米和 2,765.55 平方米。

图 4: LED 器件销售量及同比增长 (单位: 亿只)



资料来源: 长江证券研究部

图 5: LED 显示屏销售量及同比增长 (单位: 平方米)



资料来源: 长江证券研究部

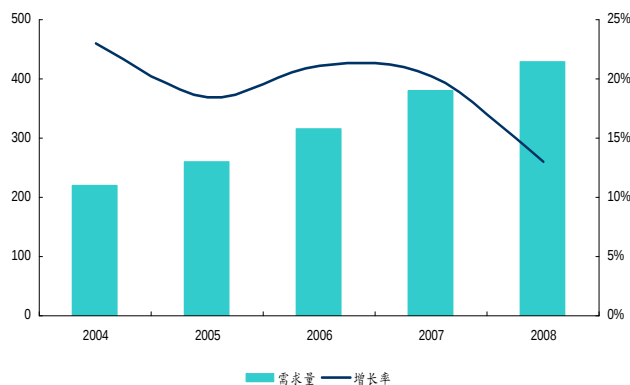
行业分析

得益于终端市场不断发展和国家政策支持, LED 行业发展前景看好

公司所处的 LED 行业,得益于宏观经济的持续增长、国家产业政策的支持、以及 LED 技术的不断突破,近年来迅速发展。我国先后启动了绿色照明工程、半导体照明工程,在十大重点节能工程、高技术产业示范工程、企业技术升级和结构调整专项、863 计划新材料领域中也先后支持半导体照明技术的研发和产业化项目,促进了国内 LED 应用行业的发展。2009 年 10 月,国家发改委、科学技术部、工业和信息化部、财政部、住房和城乡建设部以及国家质量监督检验检疫总局联合发布《半导体照明节能产业发展意见》,明确提出到 2015 年,半导体照明节能发展目标,指导 LED 行业发展进步。长期来看,政策的支持是 LED 行业发展的重大推动力。

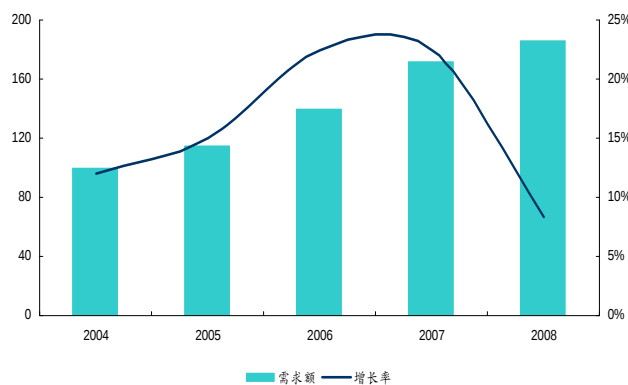
2004 年以来,LED 行业快速发展。市场需求从 2004 年的 220.3 亿只增长到 2008 年的 428.8 亿只,产值规模也从 2004 年的 99.4 亿元增长至 2008 年的 185.4 亿元。

图 6: 2004-2008 年我国 LED 数量规模 (单位: 亿只)



资料来源: 招股意向书, 长江证券研究部

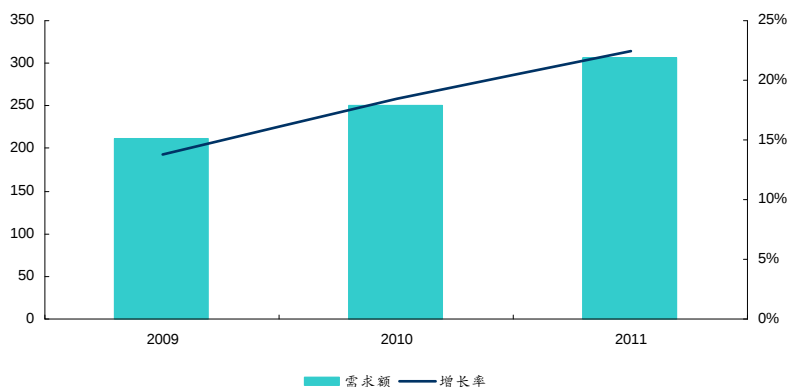
图 7: 2004-2008 年我国 LED 产值规模 (单位: 亿元)



资料来源: 招股意向书, 长江证券研究部

未来，在国家节能减排、低碳经济及政策扶持的背景下，LED 市场总体趋势继续看好。同时，随着 LED 技术的不断突破和价格的不断降低，其应用领域也将不断扩大，成为 LED 市场增长新的推动力。根据赛迪顾问的预测，到 2011 年，中国 LED 市场销售量将达到 640.9 亿只，市场容量将达到 306.1 亿元。

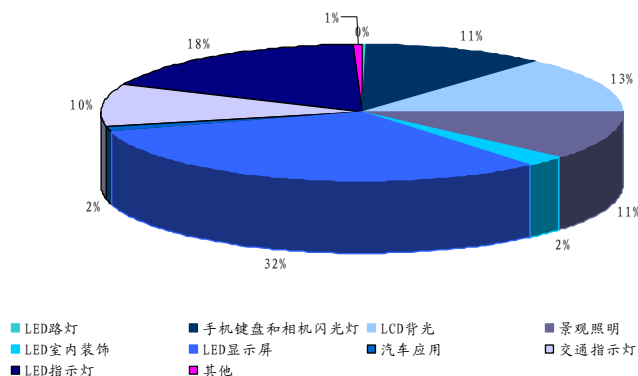
图 8：2009-2011 年中国 LED 产业规模预测（亿元）



数据来源：招股意向书，长江证券研究部

目前，LED 行业的应用主要在背光源、指示灯、显示屏、景观照明、汽车应用及通用照明等领域，2008 年背光源、指示灯和显示屏领域的市场份额达 62.6%。随着 LED 技术的发展和成本的下降，未来需求结构将发生变化。

图 9：2008 年中国 LED 市场应用结构

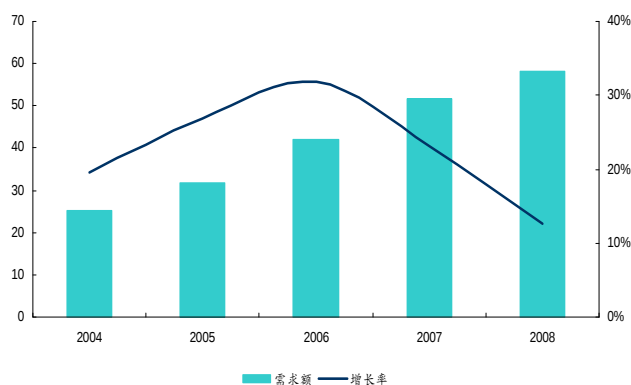


数据来源：招股意向书，长江证券研究部

2004 年以来，LED 显示屏市场规模迅速上升，2008 年已达到 58.2 亿元，占 LED 整个产业份额的 31.4%。据中国光学光电子行业协会 LED 显示应用分会统计和预测，2006 年到 2010 年，中国 LED 显示屏产业发展稳中有升，在奥运会和世博会的示范作用下将有更多的行业采用 LED 显示屏，其中全彩显示屏将是未来发展的主要方向。预计未来，显示屏仍将是 LED 主要应用市场。

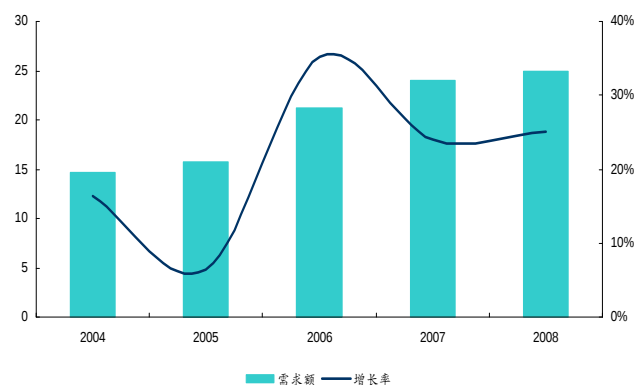
LED 产品在背光源应用的市场规模从 2004 年的 14.7 亿元迅速增长到 25 亿元。其主要应用两个领域，小尺寸背光源（主要是手机背光源）和中大尺寸背光源（主要是 LCD 面板背光源，用于电视和笔记本电脑等）。小尺寸背光源方面，未来手机市场稳定增长将带动 LED 市场的稳定和成熟；而中大尺寸背光源方面，随着 LED 价格的下降，将使 LED 在背光源市场的渗透率迅速提高。

图 10: 中国显示屏用 LED 市场需求额 (单位: 亿元)



资料来源: 招股意向书, 长江证券研究部

图 11: 中国背光源用 LED 市场需求额 (单位: 亿元)

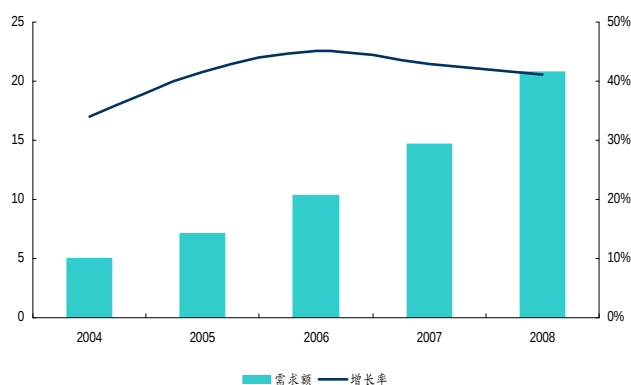


资料来源: 招股意向书, 长江证券研究部

景观与市政照明市场主要以街道、广场等公共场所装饰和照明为主。过去几年迅速发展壮大，到 2008 年，市场规模达到 20.8 亿元。2008 年的北京奥运会和 2010 年上海世博会就采用了大量的 LED 景观和市政照明。受此影响，北京、上海、青岛等地将建成一批 LED 景观照明工程，这些工程在装饰街道的同时还将起到示范作用，LED 景观照明将从一线城市快速向二级、三级城市扩展。台湾拓璞产业研究所预估，中国内地在“十城万盏”等政策带动下，2010 年 LED 路灯市场需求量将达到 250 万盏，较上年增长 79%。

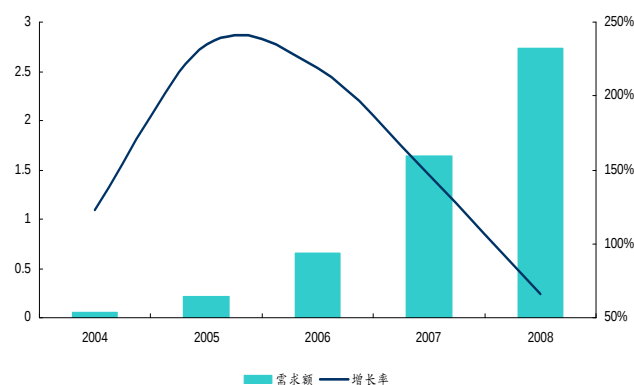
汽车应用市场还处于萌芽阶段，截至 2008 年市场规模仅为 2.73 亿元。但随着性价比和发光效率的提升，最终 LED 将逐步实现从汽车内部、后部到前部的转移，最终扩展到整个汽车车灯市场。

图 12: 中国景观照明用 LED 市场需求额 (单位: 亿元)



资料来源: 招股意向书, 长江证券研究部

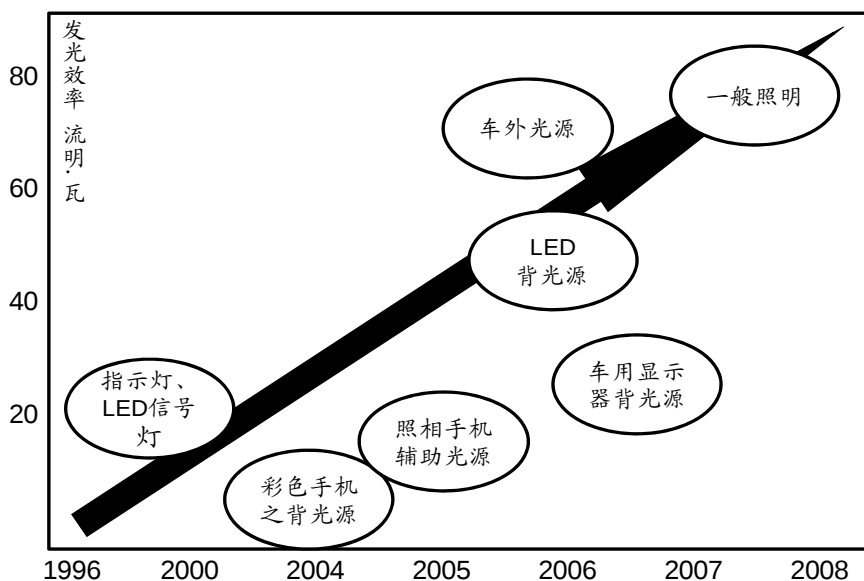
图 13: 中国汽车车灯用 LED 市场需求额 (单位: 亿元)



资料来源: 招股意向书, 长江证券研究部

随着微电子技术、自动化技术、计算机技术的迅速发展，半导体制作工艺日趋成熟，导致 LED 技术日益提升，应用领域快速扩展。在性能不断提升和成本不断下降的趋势下，LED 的应用领域将越来越广，普及速度将更快。特别是低碳经济、节能减排等概念的提出，促使各国重视对 LED 产业的扶持。根据 ISupply 预测，随着液晶电视和笔记本电脑等中大尺寸液晶显示器背光源、汽车及室内照明用途的不断扩大，全球 LED 市场继续保持增长。2006-2012 年平均成长率将高达 14.6%，到 2010 年，市场规模将达 123 亿美元。而我国政策将继续支持 LED 产业的发展，包括加大半导体照明科学研究和技术应用支持；通过中央预算投资支持一批示范项目；落实对生产新型节能照明产品的企业的支持和税收优惠；推动将半导体产品纳入节能产品政府采购清单等。因此，未来 LED 行业将迎来快速发展机遇期。

图 14: LED 应用领域发展趋势



数据来源：招股意向书，长江证券研究部

行业竞争格局

从全球看，LED 行业已形成以美国、亚洲、欧洲三大区域为主导的三足鼎立的产业分布与竞争格局，各区域的业务分工比较明确。能生产 MOCVD 设备并对外销售的公司主要集中于美国的 Veeco、日本的 Nippon Sanso 和德国的 Aixtron，芯片和外延片的高端市场主要集中于日本。中国大陆、中国台湾以及韩国的众多企业则主要集中于中低端外延片和芯片、衬底以及封装领域。

经过多年发展，国内已经形成上海、南昌、厦门、深圳、石家庄、大连和扬州七个产业基地。国内竞争可分为三个层次：日、美企业凭借产品良好的稳定性和一致性，占据高端市场；具有研发实力的国内企业产品性能略低于高端市场，但凭借较高的产品性价比，在中端市场具有较强的竞争力；其他不具有研发实力的国内小型企业以低价格集中于低端市场。预计未来，产业格局将逐渐发生变化，主要表现在：一、产业转移。处于产业链高端的日本、美国、欧洲和产业链中下游的台湾地区、韩国，逐步将相关产业链环节向中国大陆和马来西亚等地转移。二、行业整合。目前国内 LED 产业过于分散，从事上、中、下游的企业总量多达 3000 余家，产业整合不可避免。

表 2：行业内主要竞争企业

领域分类	竞争公司名称	优势分析
全球优势厂商	Nichia	拥有 GaN 基蓝光 LED/LD 白光的核心技术，产品应用广泛。
	Cree	拥有较多多片型 MOCVD 设备生产 GaN-LED，产品应用广泛。
	Lumileds	公司生产的大功率产品，特别是功率达到 5W 的大功率 LED 产品在行业中拥有较大优势。
	Daktronics	纳斯达克上市公司，世界最大的大型 LED 显示屏生产企业，技术能力及工程能力极强。
	Barco	世界专业市场上领先的视频和显示解决方案供应商。
	Lighthouse	主要从事 LED 显示产品的室内外解决方案，研发及设计能力强，LED 显示及应用行业的杰出企业。
LED 封装主要企业	国星光电	技术实力较强，曾承担多项国家 863 计划项目、863 计划引导项目等。主要产品有 LED 封装器件、LED 显示屏、LED 背光源、LED 交通灯、LED 装饰照明灯具系列产品。
	瑞丰光电	从事 LED 行业较早。主要产品为 LED 封装器件，应用于汽车、小尺寸背光源、LED 装饰照明等。
	华联电子	引进美国、荷兰、日本等国际先进水平的现代化半导体光电器件、微电脑控制器生产线，具有较强的软、硬件设计和开发能力。主要生产半导体光电器件及 LED 应用产品。
	鸿利光电子	曾承担国家“十一五”、863 计划半导体照明工程项目、花都区科技计划项目等多项科研工作，并拥有多项专利。主要产品包括大功率 LED、直插式 LED、贴片式 LED 封装器件，以及应用产品系列。
	鑫谷光电	中外合资股份制企业，主要从事 LED 封装、照明产品的研发、生产和销售。
	勤上光电	主要产品包括半导体照明系列产品的研发、生产、销售以及城市亮化工程设计、施工、维护等。曾承担或参与了国家大剧院照明、北京绿色奥运道路照明工程、上海 F1 赛车场照明工程等。
LED 应用领域主要企业	北京利亚德电子	主要从事 LED 应用产品的设计、生产、销售和服务，是北京奥运会开幕式大型地面画卷和梦幻五环的承制方。
	金立翔光电	主要产品包括 LED 条幕、LED 亮屏、LED 彩砖、LED 户外屏、LED 户内屏等。主要项目包括 2008 年北京奥运会开幕式“百米画卷”的 LED 彩砖、“迎奥运 - 盛典西安”的大型 LED 条幕等。
	艾比森	主要从事全彩显示屏的研发、生产和销售，为客户提供 LED 显示屏的解决方案。主要项目包括广州亚运会中心显示屏、金凯悦大酒店歌剧院 LED 显示屏、希腊雅典舞台 LED 显示屏等。
	联建光电	主要产品包括绿色照明产品，高安全性高仿真的 LED 亮景工程产品，主要包括新吉萨金字塔最大室外全彩 LED 显示屏、青岛流亭机场户外全彩 LED 显示屏、深圳博物馆室内全彩 LED 显示屏等。

资料来源：招股意向书，长江证券研究部

公司主要产品竞争地位

发行人自设立之初其采取“差异化、高端化”的市场策略，产品集中在显示屏用 LED 器件以及 LED 显示屏，通过持续的自主研发和技术创新，发行人已成长为国内 LED 器件领域领先的内资品牌。报告期，公司产品销售量及销售额均实现稳定增长，市场占有率稳步提高。未来，随着公司自身实力的不断增强，市场占有率将进一步提升。

表 3：公司 LED 显示屏用器件市场占有率

项目	2007	2008	2009
国内显示屏用 LED 器件（亿只）	111.8	140	187
发行人显示屏用 LED 器件（亿只）	1.29	1.90	2.95
发行人市场占有率	1.15%	1.35%	1.58%

资料来源：招股意向书，长江证券研究部

表 4：公司 LED 显示屏出口市场占有率

项目	2007	2008	2009
国内显示屏出口额（万元）	115,000	146,000	162,800
发行人显示屏出口额（万元）	3,578.03	3,372.64	4,589.03
发行人市场占有率	2.82%	2.31%	3.11%

资料来源：招股意向书，长江证券研究部

公司的主要竞争优势

持续领先的技术自主创新能力

目前，公司拥有的专利及已获受理的专利申请 30 项。其中发明专利 1 项、发明专利申请 16 项；软件著作权 4 项，参与制定平板显示技术等 14 项行业标准，并在工艺、配方等方面积累了数项专有技术。

在封装器件方面，公司自主研发的“广色域 SMD”、“高防护等级 SMD”产品进入 2009 年广东省高新技术产品名单；公司“高防护等级 SMD”产品经深圳市科技工贸和信息化委员会认定为“深圳市自主创新产品”；公司“高性能广色域白光 LED 研究与产业化项目”列入国家科学技术部 2010 年度国家火炬计划。在照明产品方面，公司产品具有起点高、参数指标先进的优势，已通过 ETL、CE、FCC 等认证。

良好的品牌形象

2005 年 8 月，公司荣获中国光学光电子行业协会颁发的“形象企业”称号；2007 年 12 月，公司荣获广东省照明电器协会颁发的“最具影响力行业品牌”称号；2009 年 5 月，公司荣获由中国电子报、中国光学光电子行业协会光电器件分会、中国光学光电子行业协会 LED 显示应用分会共同评选的“2008 中国 LED 优秀企业”称号；同年，雷曼光电成为我国 60 周年国庆阅兵超大显示屏的唯一国产 LED 封装器件供应商。2010 年 5 月，发行人被中国电子报社、中国光学光电子行业协会光电器件分会和中国光学光电子行业 LED 显示应用分会评为“2009 年度中国 LED 最具成长性企业”，并获得“LED 应用工程优秀奖”。

较完整的产业链优势

LED 器件生产方面，公司利用在显示和照明领域对技术的熟悉、市场需求的了解，将市场最新发展趋势传递给 LED 器件研发部门，引导 LED 器件研发中心进行前瞻性的技术创新，保持公司在 LED 器件领域的领先优势，并为下游应用客户提供高品质、个性化的 LED 器件。

在 LED 应用产品生产方面，公司依托在 LED 器件的研发优势和领先的技术水平，能迅速生产出适合 LED 应用市场发展趋势的 LED 优质器件，用以生产高品质的显示屏或照明产品。上述协同效应的结果，不但保证了公司核心 LED 器件供应渠道的稳定，而且更具有质量和成本优势，使公司在激烈的市场竞争中处于相对优势地位。

先进的产学研经营模式

在封装领域，公司先后与美国 Luminus 公司、清华大学、中国地质大学建立了长期的良好合作关系，共同开展高端 LED 封装新技术和新材料的合作研究。尤其是“中国地质大学（武汉）材化学院雷曼光电材料研发中心”的成立，使公司拥有了设备先进、技术力量雄厚的创新平台。

在液晶显示背光源领域，公司与香港应用科技研究院有限公司建立合作关系，联合进行“大尺寸液晶电视背光源专用高效率广色域多波段白光 LED 研究及产业化”项目的研发，大幅提升背光源的性能，技术达到行业先进水平。

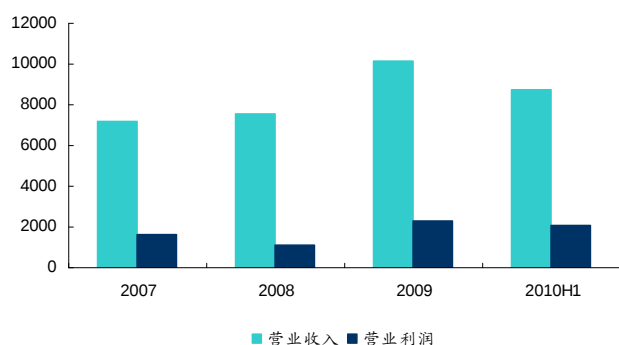
公司经营状况

公司近三年的营业收入、营业利润以及净利润表现良好。但在 2008 年的时候略有下滑，这是因为公司受海外市场影响较大，2008 年由于金融危机的影响，海外市场消费萎缩，导致公司业绩略有下滑。随着国际经济形势逐步好转，

2009 年及 2010 年上半年，公司营业收入和净利润显著提高，营业收入在 2009 年度增长率达到 34.36%，2010 年 1-6 月较 2009 年同期增长 140.25%，成长性较好。

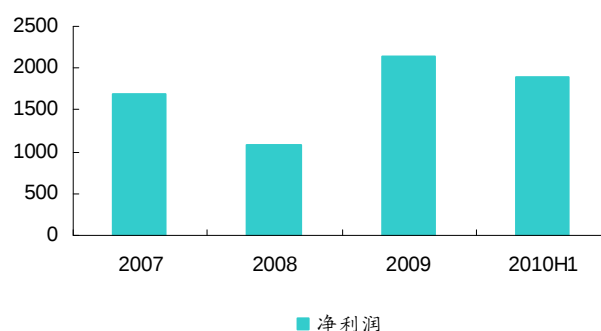
公司强大的研发能力和良好的市场形象，在国内 LED 行业内具有较强的竞争力。LED 行业具有良好的发展机遇，随着 LED 产品性能的快速提升、成本的不断下降以及市场需求快速增长的促进，公司产品一直供不应求，不断增加新设备的投入，产能逐年增加。

图 15：营业收入及营业利润（单位：万元）



资料来源：长江证券研究部

图 16：净利润（单位：万元）

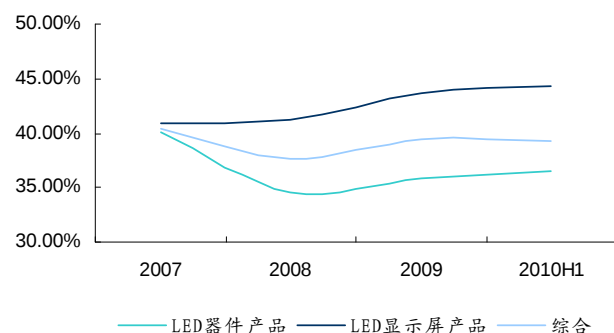


资料来源：长江证券研究部

公司综合毛利率近三年分别为 40.47%、37.57%和 39.95%，在行业中处于较高水平。有很多有利因素导致，大致可分为内部和外部。内部因素是：公司拥有较完整的产业链，应用产品使用自产封装器件，比其他单纯的封装企业或应用企业毛利率高，从成本上看，公司成本控制能力高，单位 LED 封装器件直接人工和制造费用分别下降 11.22%和 24.83%，每平方米 LED 显示屏直接人工和制造费用分别下降 11.34%和 30.19%，从定价上看，公司的 LED 显示屏及其器件产品对亮度、色差等指标要求更高，是 LED 行业中的中高端产品，因此定价相对较高。外部因素是：公司出口产品享受增值税出口退税优惠，适用 13% - 17% 不等的出口退税率，外销产品由此获得较高的不含税售价和毛利率。

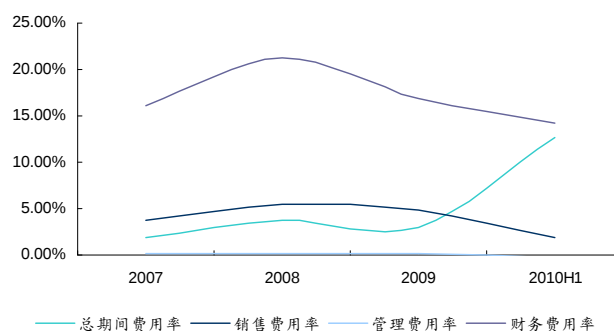
公司总的期间费用率各期分别为 16.05%、21.28%、16.95%、14.17%。随着公司产销量的上升，期间费用相应增长，期间费用占营业收入的比例基本保持平稳，主要是公司加强对期间费用的管理和控制所致。2008 年费用率最高，主要受销售费用和管理费用增加的影响。一是受金融危机影响，公司加大营销力度，积极参加各类展会，导致广告展会费增加，二是公司新设海外销售二部，导致员工薪金和办公费增加，同时研发及管理部门搬迁新址，管理费用增加。2009 年总体费用率的降低是由于外部局势的好转加上公司加强费用控制，实行开源节流，减少办公费、差旅费、应酬费、汽车使用费等。随着 LED 行业景气度持续上升，公司销售收入实现快速增长，费用将保持平稳增长。

图 17：分产品及综合毛利率



资料来源：长江证券研究部

图 18：公司期间费用率



资料来源：长江证券研究部

募集资金投向

根据发行方案，公司计划的募集资金扣除发行费用后，具体实施以下项目：

表 5：公司募集项目计划

项 目 名 称	投资总额 (万元)	募集资金投资 (万元)	预计建设 周期(月)	与现有业务及技术的关系
高亮度LED封装器件扩建项目	9,672	9,672	18	将公司现有LED封装器件规模化扩大生产，产品将用于显示屏、背光源、通用照明、交通指示灯等应用市场
高端LED显示屏及LED照明节能产品扩建项目	4,642	4,642	18	将公司现有LED应用产品规模化生产的扩产，是公司产品显得丰富和延伸，生产显示屏系列产品和LED照明系列产品
其它与主营业务相关的运营资金项目	-	-	-	-
合 计	14,314	14,314	-	-

资料来源：招股意向书，长江证券研究部

公司募集资金主要用于 LED 封装和应用的扩建。LED 器件封装作为 LED 产业链中承上启下的生产环节，在整个产业链中起着重要作用，并决定着 LED 应用产品的大部分性能。LED 应用产品处于 LED 产业链的终端，在整个产业链中起着引导市场的重要作用。终端产品的市场反馈将大力推动中上游产业的创新，可以放大整个产业链的产业价值。

公司项目建成后，封装产品将主要应用于显示屏、背光源、通用照明、交通指示灯等应用市场，并将自行生产的封装器件生产 LED 应用产品。公司继续采用直销模式，成立客户服务部，以跨职能的团队合作形式，为客户提供技术支持和解决方案，提供售前、售中、售后一体化营销服务，进一步提高市场份额，建立品牌及服务优势。募集资金投入后，公司的研发水平进一步提高，利用自主开发的核心技术，生产低损耗、高产能的产品。

表 6：高亮度 LED 封装器件扩建项目综合分析

产品项目	目前（2010 年）		达产后（2012 年）		年均销售收 入（万元）	净利润（万 元）	内部收益率	投资回收期 （年）
	总产能（亿 只）	各产品产能（亿只）	新增产 能（亿 只）	各产品新增产能（亿 只）				
高亮度 LED封装 器件扩建 项目	9.6084	直插式	4.2	直插式	16,907	2,246	28.80%	5.17
		贴片式	5.4	贴片式				
		中大功率	0.0084	中大功率				
			7.536	4.8				
				0.096				

资料来源：招股意向书，长江证券研究部

表 7：高端 LED 显示屏及 LED 照明节能产品扩建项目综合分析

产品项目	目前（2009 年）		达产后（2013 年）		年均销售收 入（万元）	净利润（万 元）	内部收益率	投资回收期 （年）
	各产品产能（亿只）		各产品新增产能（亿只）					
高端LED 显示屏及 LED照明 节能产品 扩建项目	LED显示屏	6,000平方米	LED显示屏	10,200平方 米	11,898	1,149	30.17%	4.95
	LED照明灯管	-	LED照明灯管	36万只				

资料来源：招股意向书，长江证券研究部

风险提示

公司从事的 LED 封装及应用领域是一个充分竞争的市场，市场集中度低，竞争较为激烈。境外竞争对手在国内建立生产基地，将加剧国内市场竞争，削弱本公司的性价比优势，对公司的经营业绩产生一定影响。

公司全部 LED 显示屏及部分 LED 器件产品外销，外销比例达到 50% 左右，因此公司的经营状况在一定程度上受到国际经济环境以及汇率的影响。如果外部经济环境恶化或者汇率发生不利变动，将对公司经营构成不利影响。

盈利预测与询价建议

我们采用相对估值法对公司进行分析。目前国内上市公司中除国星光电主营业务相似外，尚无主营业务与公司完全相同的可比公司，故另选其他上游 LED 芯片生产企业三安光电、士兰微、乾照光电和下游应用生产企业浙江阳光为可比公司。公司经营稳定而又特色，高成长性可见度高，我们认为公司合理估值区间为 35.67~41.62，建议询价区间为 37.4~43.7 元。

表 8：国内相关上市公司 PE 分析

代码	公司名称	EPS (元)			P/E		
		2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E
002449	国星光电	0.7180	0.7399	1.0963	57.34	55.64	37.55
600703	三安光电	0.6488	0.6751	1.3520	66.60	64.01	31.96
300102	乾照光电	0.9499	1.1630	2.1165	85.27	69.65	38.27
600460	士兰微	0.1896	0.5703	0.8248	115.72	38.47	26.60
600261	浙江阳光	0.4823	0.7905	1.0800	81.34	49.63	36.32
算术平均 P/E					81.25	55.48	34.14

资料来源：Wind，长江证券研究部

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	102	240	530	736	货币资金	28	557	555	595
营业成本	62	161	350	485	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	40	80	180	251	应收账款	18	42	92	128
% 营业收入	39.3%	33.1%	33.9%	34.1%	存货	21	54	118	163
营业税金及附加	0	0	0	0	预付账款	1	4	8	11
% 营业收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	7	16	34	48	流动资产合计	69	658	777	903
% 营业收入	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	10	24	53	74	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	10.2%	10.0%	10.0%	10.0%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	0	-1	-2	-2	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.2%	-0.4%	-0.4%	-0.3%	固定资产合计	44	44	101	157
资产减值损失	1	2	5	3	无形资产	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	0	0	1	0
营业利润	23	39	89	128	其他非流动资产	-17	-17	-17	-17
% 营业收入	22.3%	16.1%	16.9%	17.4%	资产总计	97	686	862	1044
营业外收支	1	1	1	1	短期贷款	0	0	0	0
利润总额	23	39	90	129	应付款项	27	70	153	212
% 营业收入	23.1%	16.4%	17.1%	17.6%	预收账款	2	5	10	14
所得税费用	2	4	11	16	应付职工薪酬	2	4	9	12
净利润	21	35	80	114	应交税费	1	1	3	5
归属于母公司所有者					其他流动负债	0	1	2	3
的净利润	21.4	35.1	79.6	113.7	流动负债合计	32	81	178	246
少数股东损益	0	0	0	0	长期借款	0	0	0	0
EPS (元/股)	0.32	0.52	1.19	1.70	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	其他非流动负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	28	26	57	102	负债合计	32	82	178	247
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	65	604	683	797
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	65	604	683	797
固定资产投资	-10	-2	-61	-64	负债及股东权益	97	686	862	1044
其他	1	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-9	-2	-61	-64		2009A	2010E	2011E	2012E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.320	0.523	1.189	1.698
股权融资	4	504	0	0	BVPS	1.29	12.03	10.20	11.90
银行贷款增加 (减少)	-3	0	0	0	PE	62.56	38.22	16.83	11.78
筹资成本	0	1	2	2	PEG	0.84	0.51	0.23	0.16
其他	-1	0	0	0	PB	15.51	1.66	1.96	1.68
筹资活动现金流净额	1	505	2	2	EV/EBITDA	50.79	19.30	8.57	5.57
现金净流量	20	529	-2	41	ROE	33.1%	5.8%	11.7%	14.3%



分析师介绍

陈志坚，清华大学工商管理硕士，从事 TMT 行业研究。

彭琦，同济大学经济管理硕士，从事电子元器件及半导体行业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。