

新股研究报告

信息技术

电子元器件

雷曼光电 (300162)

合理价值区间价 28.0-32.0 元

2010 年 12 月 29 日

股票数据

总股本 (百万股)	67
流通 B 股/H 股 (百万股)	
上证综指/深圳成指	2730/122000
发行股本 (百万股)	16.8

投资价值分析

户外显示屏 LED 封装及应用本土领先企业

●LED 户外显示本土龙头，扩张封装器件业务规模并进入照明市场

公司是 LED 户外显示屏封装及应用国内龙头企业，公司的封装器件及显示屏应用于多出地标性显示屏。公司的显示屏全部用于出口，市场包括美国、欧盟等地，而在 LED 封装器件业务领域，公司具备表面贴装 SMD 封装、插件式 Lamp 封装、中大功率器件封装。

公司将通过封装器件和显示屏的产能扩张获得较快发展。

另外，公司将进入 LED 室内工程照明领域，通过市政府采购和部分示范工程实现初步的市场开拓和技术积累，为未来潜在巨大的 LED 照明市场做好准备。

2010 年公司的直插式 LED 器件产能较 2009 年增加 75%，贴片式 LED 器件获得突破产能增加 543%，而 LED 显示屏产能增加 33%，公司的 2010 年收入有望获的 90%以上增长。

●盈利预测及估值，28 元-32 元

通过募投项目，公司的 SMD 器件产能将从 5.4 亿只增加到 10.2 亿只；插件式 LED 器件产能将从 4.2 亿只增加到 6.84 亿只，中大功率 LED 产能从 84 万只增加到 1044 万只，LED 显示屏产能从 6500 平米增加到 16700 平米，LED 照明灯管将增加到 36 万只。

根据我们的模型测算，公司 2010 年-2012 年收入分别为 2.01 亿、2.94 亿和 3.85 亿，收入增长 98.1%、46.2%和 30.7%，归属于上市公司净利润分别增长 89.1%、31.9%和 27.5%，2011 年和 2012 年摊薄 EPS 分别为 0.80 元和 1.02 元，根据 LED 领域可比上市公司估值，给予公司 2011 年 35-40 倍市盈率定价，价格区间为 28 元-32 元。

分析师：段迎晟

电话 0755-82130761

E-mail duanyingsheng@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号：S0980210030013

联系人：高耀华

电话 0755-82130771

E-mail gaoyhua@guosen.com.cn

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

盈利预测和财务指标

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	102	201	294	385
(+/-%)	34.4%	98.1%	46.2%	30.7%
净利润(百万元)	21	40	53	68
(+/-%)	100.0%	89.1%	31.9%	27.5%
每股收益 (元，摊薄)	0.43	0.81	0.80	1.02

内容目录

盈利预测及估值	3
分产品收入预测结果	3
收入预测的关键假设及说明	4
相对估值: 28 元~32 元	4
LED 户外显示本土龙头, 扩张封装器件业务规模并进入市内工程照明应用领域	4
LED 户外显示屏领域的本土龙头企业	4
进入 LED 照明领域, 准备未来巨大的照明市场	5
产能扩张扩大 LED 器件规模, 实现规模性增长	5
风险提示	5
附表 1: 财务预测与估值	6
国信证券投资评级	7
免责条款	7

图表目录

表 1: 主营业务收入预测 (百万元)	3
表 2: 可比公司盈利预测及估值比较	4

盈利预测及估值

分产品收入预测结果

表 1: 主营业务收入预测 (百万元)

	2007	2008	2009	1H2010	2010E	2011E	2012E
1、SMD LED 器件							
收入		1.88	15.41	31.28	<u>80.01</u>	<u>111.33</u>	<u>143.72</u>
--单价 (万元/百万只)		42.70	24.36	19.43	<u>19.00</u>	<u>17.10</u>	<u>15.91</u>
--产能 (K)		24,000	84,000	255,000	<u>540,000</u>	<u>780,000</u>	<u>1,020,000</u>
--对外销量 (K)		4,403	63,262	161,009	<u>421,050</u>	<u>650,900</u>	<u>903,550</u>
毛利率		37.95%	38.08%	35.32%	<u>34.50%</u>	<u>34.00%</u>	<u>33.00%</u>
2、Lamp LED 器件							
收入	35.37	39.03	39.14	25.27	<u>56.95</u>	<u>67.37</u>	<u>79.30</u>
--单价 (万元/百万只)	33.71	24.26	20.54	20.12	<u>19.10</u>	<u>17.19</u>	<u>16.33</u>
--产能 (K)	160,000	200,000	240,000	195,000	<u>420,000</u>	<u>552,000</u>	<u>684,000</u>
--销量 (K)	104,924	160,893	190,551	125,565	<u>298,166</u>	<u>391,875</u>	<u>485,584</u>
毛利率	40.06%	34.33%	34.91%	38.18%	<u>35.00%</u>	<u>34.00%</u>	<u>33.00%</u>
3、HP 中大功率器件							
收入	0.45	1.01	1.20	0.97	<u>2.49</u>	<u>16.16</u>	<u>32.82</u>
--单价 (万元/百万只)	586.93	432.64	500.90	540.96	<u>525.95</u>	<u>473.35</u>	<u>426.02</u>
--产能 (K)	300	300	385	410	<u>840</u>	<u>5,640</u>	<u>10,440</u>
--销量 (K)	77	234	240	179	<u>473</u>	<u>3,415</u>	<u>7,704</u>
毛利率	42.54%	37.98%	36.09%	35.27%	<u>35.00%</u>	<u>34.00%</u>	<u>33.00%</u>
4、LED 显示屏							
收入	35.78	33.73	45.89	30.17	<u>61.93</u>	<u>99.47</u>	<u>128.88</u>
--单价	1.58	1.33	1.17	1.09	<u>1.06</u>	<u>0.95</u>	<u>0.86</u>
--产能	2,500	3,000	4,500	3,000	<u>6,500</u>	<u>11,600</u>	<u>16,700</u>
--销量	2,260	2,532	3,912	2,766	5,866	10,469	15,072
毛利率	40.84%	41.26%	43.64%	44.23%	<u>43.00%</u>	<u>43.00%</u>	<u>43.00%</u>
5、LED 照明产品							
收入					<u>3.00</u>	<u>36.72</u>	<u>56.36</u>
--单价					<u>300.00</u>	<u>255.00</u>	<u>237.15</u>
--产能					<u>4</u>	<u>18</u>	<u>36</u>
--销量					<u>1</u>	<u>14</u>	<u>26</u>
毛利率					<u>35.00%</u>	<u>33.50%</u>	<u>33.00%</u>
公司经营情况总表							
主营业务总收入	71.60	75.65	101.64	87.68	<u>201.39</u>	<u>294.33</u>	<u>384.73</u>
--收入增长率%		5.65%	34.36%		<u>98.13%</u>	<u>46.15%</u>	<u>30.71%</u>
主营业务利润	28.97	28.41	39.99		<u>75.04</u>	<u>109.02</u>	<u>139.85</u>
营业成本/营业收入	59.5%	62.4%	60.7%		<u>62.7%</u>	<u>63.0%</u>	<u>63.6%</u>
主营业务毛利率	40.5%	37.6%	39.3%	39.2%	<u>37.3%</u>	<u>37.0%</u>	<u>36.4%</u>

资料来源: 国信证券经济研究所预测

收入预测的关键假设及说明

我们对于公司的收入预测做了如下关键假设：

1. 公司的募投项目从 2011 年年初开始实施，项目建设期为 12 个月，到 2012 年初达产；
2. 产能扩张按照募投项目的规模进行预测，未考虑可能的后续利用超募资金或者其他资金进一步扩产计划；
3. 产品销量基于合理的产能利用率、产销率、内部使用和外部销售的比例假设得出；
4. 由于公司的募投项目皆为产能扩张，无大量新产品开发和投入，所以未考虑可能的新产品投入市场；现有产品价格根据技术进步和产品本身的升级约保持每年-10%~-20%的下滑比例，各产品毛利率保持 0~-2%的下滑；
5. 经我们的模型测算，2009-2012 年 EPS 分别为 0.43 元、0.78 元、0.80 元和 1.02 元，其中 09 年和 10 年的 EPS 依据发行前的股本计算得出，11 年和 12 年依据发行后的股本计算得出。

相对估值：28 元~32 元

根据公司历史数据以及我们的预测，公司在 2011 和 2012 年的摊薄 EPS 分别为 0.80 元和 1.02 元，对比 LED 芯片和封装的可比公司，2011 和 2012 年的平均市盈率分别为 36 和 26 倍。

考虑公司后续产能扩张的规模很有可能超过募投项目的计划，给予公司的合理估值区间为 2011 年 35~40 倍，对应公司的价格为 28 元~32 元。

表 2：可比公司盈利预测及估值比较

代码	公司名称	最新股价	摊薄 EPS				PE			总市值	
		(12.28)	2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012	(亿元)
002449	国星光电	41.70	0.72	0.74	1.10	1.51	58	56	38	28	89.65
600703	三安光电	43.34	0.65	0.61	1.72	2.62	67	71	25	17	284.47
300102	乾照光电	80.60	0.95	1.12	1.85	2.50	85	72	44	32	97.76
算术平均 PE								66	36	26	

资料来源：国信证券经济研究所

LED 户外显示本土龙头，扩张封装器件业务规模并进入市内工程照明应用领域

LED 户外显示屏领域的本土龙头企业

公司主要从事 LED 封装及照明业务，公司封装的 LED 器件包括贴片式 SMD LED 器件、直插式 Lamp LED 器件、中大功率 LED 器件以及 LED 显示屏。

公司在 LED 户外显示屏的应用和封装领域优势明显，产品应用于多处地标性场合，包括天安门阅兵式超大显示屏器件、美国 HBO 电视台显示屏标识、美国

CNN 电视台总部大楼显示屏标识等。

公司的技术保持国内领先、国际一流水准，但是价格只有日亚、科锐等国外领先厂商的约 50%，所以在市场上极具优势。

另外，公司为了避免自产显示屏销售同器件销售的客户冲突，所有显示屏都出口，主要出口地包括北美、欧盟等地。

由于公司的规模相对较小，在产能扩张的情况下在 LED 户外显示屏市场具备良好的成长性。

进入 LED 照明领域，准备未来巨大的照明市场

由于价格和成本问题，LED 照明市场尚未大规模启动；公司从室内工程照明市场入手。

由于公司的募投项目在当地市政府属于政策鼓励项目，所以室内工程照明项目首期有望获得当地市政府可观的采购订单，通过本次募投项目 36 万只照明灯管，公司可以获得较好的技术储备，为未来巨大的 LED 照明市场竞争打下良好基础。

产能扩张扩大 LED 器件规模，实现规模性增长

公司于 2009 年收入成功过亿，而 2010 年通过较大规模的产能扩张，恰逢景气的市场空间，公司获得了较大的增长，全年收入增长有望实现 2.01 亿元，实现 90%以上的增长。

通过募投项目的规模扩张，公司有望进一步扩大规模和实力，在国内众多中小封装企业中脱颖而出，拉大同其他企业的差距，巩固公司在 LED 封装和器件领域的地位，实现较大规模的发展。

如果公司能够获得超募资金，可以进一步扩大产能和规模，在成长的市场中迅速扩大。

风险提示

- 1、 如果公司无法获得超募资金或者其他资金支持并进行进一步的产能扩张，仅按照募投项目的规模扩张很难获得较快速的成长；
- 2、 LED 产业链由于技术进步会出现持续的价格下降，如果公司不能持续推出新产品，将面临较大的价格下降及盈利能力下降的风险。

附表 1：财务预测与估值

资产负债表（百万元）					利润表（百万元）				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	28	30	400	350	营业收入	102	201	294	385
应收款项	18	36	52	69	营业成本	62	126	185	245
存货净额	21	40	59	77	营业税金及附加	0	0	0	0
其他流动资产	1	3	4	6	销售费用	7	12	17	21
流动资产合计	69	109	515	501	管理费用	10	18	25	31
固定资产	26	55	156	177	财务费用	0	(1)	4	8
无形资产及其他	0	1	2	3	投资收益	0	1	1	1
其他长期资产	2	2	2	2	资产减值及公允价值变	(1)	(1)	(1)	(1)
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	0	0	0	0
资产总计	97	168	675	683	营业利润	23	45	62	80
短期借款及交易性金融	0	2	430	346	营业外净收支	1	1	1	1
应付款项	27	50	73	96	利润总额	23	46	63	80
其他流动负债	5	12	18	23	所得税费用	2	5	9	12
流动负债合计	32	64	521	464	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	21	40	53	68
其他长期负债	0	0	0	0					
长期负债合计	0	0	0	0					
负债合计	32	65	521	465					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益	65	103	154	219					
负债和股东权益总计	97	168	675	683					

现金流量表（百万元）				
	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	21	40	53	68
资产减值准备	(0)	1	1	1
折旧摊销	3	4	7	12
公允价值变动损失	1	1	1	1
财务费用	0	(1)	4	8
营运资本变动	3	(7)	(7)	(7)
其它	0	(1)	(1)	(1)
经营活动现金流	28	38	55	74
资本开支	(8)	(36)	(111)	(36)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(8)	(36)	(111)	(36)
权益性融资	4	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(0)	(2)	(3)	(3)
其它融资现金流	(4)	2	428	(84)
融资活动现金流	0	(0)	426	(88)
现金净变动	20	2	370	(50)
货币资金的期初余额	8	28	30	400
货币资金的期末余额	28	30	400	350
企业自由现金流	19	1	(53)	44
权益自由现金流	15	3	372	(48)

关键财务与估值指标				
	2009	2010E	2011E	2012E
每股收益	0.43	0.81	0.80	1.02
每股红利	0.01	0.04	0.04	0.05
每股净资产	1.29	2.06	2.30	3.26
ROIC	39%	45%	16%	13%
ROE	33%	39%	35%	31%
毛利率	39%	37%	37%	36%
EBIT Margin	23%	22%	23%	23%
EBITDA Margin	25%	24%	25%	26%
收入增长	34%	98%	46%	31%
净利润增长率	100%	89%	32%	28%
资产负债率	33%	39%	77%	68%
息率	0.0%	0.2%	0.2%	0.3%
P/E	58.6	31.0	31.3	24.6
P/B	19.4	12.2	10.9	7.7
EV/EBITDA	49.7	27.3	29.5	21.4

资料来源：国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告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询价。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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		策略		交通运输	
周炳林	0755-82130638	黄学军	021-60933142	郑武	0755- 82130422
林松立	010-66026312	闫莉	010-88005316	陈建生	0755- 82133766
崔嵘	021-60933159			岳鑫	0755- 82130432
吴土金	0755-82130833-1332			高健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021- 60875167	方焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	陈玲	0755-82130646
谈煊	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397	杨森	0755-82133343
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李君	021-60933156	郑东	010- 66025270	孙菲菲	0755-82130722
左涛	021-60933164	秦波	010-66026317	祝彬	0755-82131528
				田惠蓝	0755-82133263
				吴美玉	010-66026319
基础化工		医药		石油与石化	
张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396	严蓓娜	021-60933165
陈爱华	0755-82133397	丁丹	0755- 82139908		
邱斌	0755-82130532	陈栋	021-60933147		
罗洋	0755-82150633	杜佐远	0755-82130473		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭波	0755-82133909
				谢鸿鹤	0755-82130646
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田良	0755-82130513	程峰	021-60933167
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755- 82130761
邵达	0755-82130706	黄海培	021-60933150		
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158	张如	021-60933151
黄磊	0755-82151833				
高耀华	0755-82130771				
旅游		食品饮料		建材	
陈财茂	021-60933163	黄茂	0755-82138922	杨昕	021-60933168
煤炭		建筑		新兴产业	
		邱波	0755-82133390	陈健	010-66022025
		李遵庆	0755-82133055	李筱筠	010-66026326
固定收益		指数与产品设计		投资基金	
李怀定	021-60933152	焦健	0755-82133928	杨涛	0755-82133339
高宇	0755- 82133538	王军清	0755-82133297	刘舒宇	0755-82133568
侯慧娣	021-60875161	彭甘霖	0755-82133259	康亢	010-66026337
张旭	010-66026340	阳瑾	0755-82133538	刘洋	0755-82150566
蔺晓熠	021-60933146	周琦	0755-82133568	李腾	0755-82130833-6223
刘子宁	021-60933145	赵学昂	0755-66025232		
		邓岳	0755- 82150533		
数量化投资		交易策略			
葛新元	0755-82133332	戴军	0755-82133129		
董艺婷	021-60933155	秦国文	0755-82133528		
林晓明	0755-25472656	徐左乾	0755-82133090		
赵斯尘	021-60875174	黄志文	0755-82133928		
程景佳	010-88005326				
郑云	021-60875163				
毛甜	021-60933154				

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）			华东区（机构销售二部）			华南区（机构销售三部）		
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn		盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
焦 骥	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn		郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn	
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn		刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn		叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
原 玮	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn		孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn		徐 冉	0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn	
						严小燕	13590436977 yanxy@guosen.com.cn	
						赵晓曦	15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	
						温 馨	13612901872 wenxin@guosen.com.cn	