



东兴证券
DONGXING SECURITIES

LED领域的Lead Man

——雷曼光电（300162）

2010 年 12 月 29 日

推荐/首次

雷曼光电

事件点评

联系人：唐敏 010-6650 7338 Email: tangmin@dxzq.net.cn
王玉泉 计算机行业分析师

事件：

雷曼光电在北京举行 IPO 路演推介

结论：

公司 2004 年成立，09 年增长 34.36%，今年增长 100%，收入达 2 亿，eps 为 0.6 元。雷曼公司 IPO 路演和回答问题过程中自信而不失谦虚。公司目标和愿景清晰，即成为国内 led 封装和应用领域优秀的民族品牌，早日突破 10 亿的销售规模，公司现在 LED 封装领域已经具备了较强的品牌优势。LED 是个朝阳行业，优秀的企业大有可为。台湾的封装企业中，销售收入突破了十亿有多家，未来 3 到 5 年，国内一定会出现几家收入上十亿的企业，而这样的企业最有可能在这些优秀的，特别是上市之后可以发挥资本优势和品牌优势的企业中产生。我们认为，公司未来 4 年很有可能实现 50%~60%的复合增长率，给予今年 50 倍的 PE，合理发行价格在 30 元以下。

发言和问答既要：

1、董事长发言的一些重要信息记录

目标和原景很清晰，“世界因 Ledman 而亮丽”，公司具有国家化视角，雷曼来自 Ledman 谐音，并且还含有 Lead man 的意思。

失效率、光衰、一致性、发光效果 90%与封装相关，10%与芯片相关，因为上游一般芯片相差并不太大。

与上游相比，封装环节投资回报周期较短，投入产出比较高，上游是 10%，封装是 400%，上游净利润率为 30%，封装为 20%。

在 led 封装环节中，优质企业将拥有更多的机会。

封装产品高端以美日为主，产品有良好的一致性和稳定性，以日亚和科锐为代表，他们发展历史较长，中端以国内具有研发实力的企业为代表，如雷曼、国星，性价高，具有竞争力。低端领域，一些国内企业不具备研发实力，产品价格低，企业数量庞大。

公司产品已经具备品牌效应，性能卓越，稳定性 倍光曲线 一致性 光衰 ESD 指标非常优秀。

LED 照明产品已经定型，开始小批量销售，今年销售收入占比为 5%。价格只是国外的一半。

今年销售收入增长 100%，净利润相应增长 100%。

公司产品毛利率高于国星和国外厂商。

公司未来发展的具体目标是，高端封装领域保持领先地位民族品牌，高端 LED 显示器件市场份额达到 20%，成为中国 LED 显示屏出口龙头企业，中国 LED 照明产品知名品牌。

2、投资者问题与解答

问题 1：很多人认为是芯片的结构和工艺对 LED 的性能影响较大，为什么您谈到反而是封装影响比重占 90%。

在光效方面，芯片起决定作用，除了这个之外，衰减、一致性是由封装决定的，同样的芯片，封装出来影响很大，我们做过实验，封装有衰减，剥离开后芯片并没有衰减，很多是封装材料出现了变化，目前大功率芯片在芯片和外延的投入力度比较大，主要是提高效率，但对封装的依赖程度越来越高，新型器件需要封装企业进行配合，配合得好，才能量产和商业化。

问题 2：公司封装产品中，红黄光占的比重有多大？怎么看待照明芯片价格的下降和照明市场？

彩色显示屏中，RGB led 用的比例是一样的。

芯片明年 20% 的降价空间，明年 1 季度产能释放，照明还在启动，背光已经启动，明年红黄芯片供给比较充足，价格稳步下降，但幅度没有蓝绿光那么大。

LED 替代节能灯必须更节能，1.2 米长的 LED 日光灯售价 200 多，而传统的荧光灯 10 几块，国外价差较小，一般荧光灯价格为 40 到 50 元，国外价格高原因一是物价，二是回收成本，这也是为什么在海外发展较快的原因，在商业室内照明具有应用价值，因为使用时间较长，每天超过 10 个小时，节电成为很大的一个趋势，收回投资的时间比较短，但家庭照明大规模启动还需要几年。我们希望能给市场 LED 节能和寿命的信心。日本家庭照明渗透率超过了 10%，销售额达到了 40%，价差是一个 4 倍的关系，但是在中国是一个 8 倍到 10 倍的关系，我们更关心的是室内照明，目前销售收入占比 5%。

问题 3：公司封装处于中游，上下游的议价能力如何？

有超过 5 家的芯片企业是我们的供应商，我们有很好的选择，封装器件在国内品牌第一，销售价格有比较强的持续性。显示屏占海外销售的 50%，只选择美国市场，美国市场是有本土企业的市场，他们是价格的标杆，价格比较稳定，在其它国家，没有本土企业，全是中国的，价格比较乱。在美国，销售价格是他们本土 70% 的价格，美国只做组装，器件不生产，比如买日本的，而雷曼也做封装，具有很好的利润空间

问题 4：未来发展的定位，是显示屏还是照明？

今年显示屏销售占比为 35%，照明 5%，显示屏要大力推进，显示屏是传统的一个优势，照明未来潜力巨大，3 到 5 年会超过公司销售收入 50%的比重。

问题 5：直插和贴片式 LED 在下游应用主要是显示屏？

80%的产品用在显示屏，10%在照明。全彩屏对 LED 的一要求比一般应用的要高，消费电子要求不高，特别是一致性和寿命，一些企业开始也有做但是最后性能不过关做不下去了。

问题 6：与国星光电毛利差的原因？因为下游应用的原因？

雷曼的是直插式 LED 椭圆形的，全用在显示屏，而国星的只是用在消费类电子产品中，毛利率是不高的，户外显示屏对 led 要求是比较高的，国内能做的并不多。

问题 7：11 年 100%增长来自那方面的增长？显示屏出口，为什么在国内没有做，哪些产品与国星光电有竞争的

10 年 65%器件，35%显示屏，5%照明，上市之后，品牌效应增强，进口替代加强，现在有很多潜在客户，跟我们进行合作，海外市场逐渐积累了很多的客户资源，这方面有很大的增速，照明方面，2011 年，谨慎的判断，基数很小，销售比重到 15%左右。

问题 8：为什么不在国内销售显示屏？与国星光电的对比？

我们在国内生产的是高端器件，高端器件供给下游生产显示屏的厂家，为了避免与国内做显示屏的客户竞争，所以不在国内销售。

与我们公司相比，国星不一样的地方是，国星不是 100%的 led 业务，只有 80%是 LED 业务，国星光电出口较少，国星没有显示屏销售，国星 35%的业务与我们具有可比性吧。

分析师简介

唐敏

中科院半导体研究所硕士，两年电子行业从业经验，2010 年加盟东兴证券研究所，从事电子元器件行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们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，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。

我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。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。