

雷曼光电 (300162) 调研报告

产能急扩，引领户外全彩显示技术

电子元器件

谨慎推荐

首次评级

发布时间：2011 年 3 月 28 日

投资要点：

- **产能持续放大，公司快速成长。**公司规模目前仍然较小，通过募投项目大幅提升产能，并计划动用自有资金进一步扩产。封装处于产业链中游，受上下游挤压，公司通过向产业链下游延伸来规避行业风险。
- **策略转向，主攻市场占有率。**公司定位于中高端显示屏市场，凭借领先技术提高产品价格，保持较高毛利率。在公司大规模扩产同时，定价策略也将有所改变。由于市场集中度较低，降价是提高市占率最有效的手段。
- **产品结构微调，照明比重加大。**公司扩产后大功率芯片封装能力有较大幅度加强，通用照明是 LED 行业下一个增长点。公司计划从室内商业照明寻找突破口，一方面加大海外市场销售量，一方面积极开拓国内市场。公司计划 2011 年照明占比从去年 5% 提高到 10%。
- **户外显示屏技术领先，力推 SMD 全彩屏新品。**SMD 贴片式显示屏具有一致性好、分辨率高、视角广和色彩逼真等优点，近几年正逐步兴起。公司解决了 SMD 器件防护、配光和失效等技术难题，已先于竞争对手实现量产。SMD 全彩屏成本提高不明显，但价格有较大提升，有利于缓解综合毛利率下降压力。
- **我们预测公司 2011 年~2013 年的 EPS 分别为 1.13 元、1.59 元和 2.03 元。**考虑到公司在 IPO 之后产能高速扩张和 LED 通用照明市场的发展前景，我们预测公司合理目标价为 45.2 元~47.7 元，对应于 2011 年 40 倍和 2012 年 30 倍 PE。首次给予公司“谨慎推荐”评级。

业绩预测：

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2010	20,610	102.77	4,027	88.02	0.60		69	
2011E	36,310	76.18	7,547	87.41	1.13		37	
2012E	56,007	54.25	10,681	41.53	1.59		26	
2013E	75,463	34.74	13,609	27.41	2.03		21	

走势图



市场数据

2011/3/25

收盘价：	41.63 元
52 周最高价：	48.00 元
52 周最低价：	36.98 元
平均持仓成本：	41.34 元

基本数据

2010Q4

总股本（万股）：	6,700
流通 A 股（万股）：	6,700
每股收益（元）：	0.60
每股净资产（元）：	9.03
每股经营现金流（元）：	
市净率：	4.61

分析师：周思立 联系人：梅剑锋

执业证书编号：S0550511010003

TEL: (8621)6336 7000-241

FAX: (8621)6337 3209

Email: meijf@nesc.cn

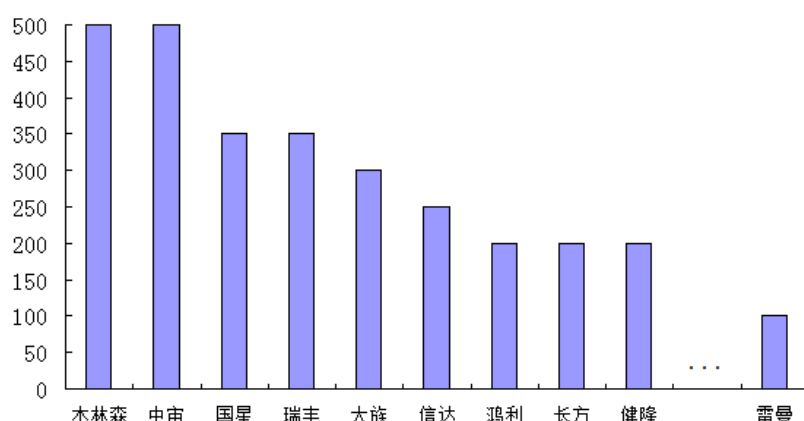
地 址：上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编：200002

一、 产能持续放大，公司快速成长

雷曼光电是一家中高端 LED 制造商，产品包括 LED 器件、户内外显示屏和通用照明灯具，公司处于产业链中下游。LED 封装厂商一般采用 B2B 模式，对品牌、市场和渠道要求较低，且 LED 封装资金壁垒和技术壁垒相对不高，因此处于中游的 LED 封装厂商生存空间将会受到上下游企业挤压，行业垂直化整合化日益加剧。事实上外资 LED 大厂除科锐、晶电外基本上不对外直接销售 LED 芯片，而是以 LED 器件甚至终端产品为主。国内 LED 芯片生产商如三安和士兰明芯也开始逐步搭建自己的封装产线。在垂直化整合趋势下，LED 封装厂只能选择扩大产能降低成本和产业链延伸来规避行业风险。

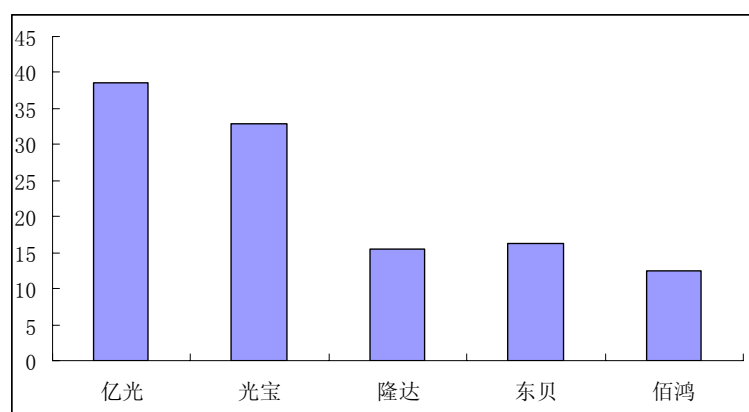
图 1 2010 年国内主要 LED 封装企业每月产能 (KK)



资料来源：东北证券整理

雷曼光电通过 IPO 募集资金扩大产能，并积极向下游应用拓展，建立自有品牌。公司上市前每年封装芯片 9.6 亿只(每月 80KK)，生产显示屏 6,000 平方米，与国内规模较大的封装厂相比较产能相对较小。公司将通过募投项目大幅提升产能，并计划动用自有资金进一步扩产。产能扩张是公司建立规模经济的必经之路。

图 2 台湾主要 LED 封装企业销售额，2010Q4 (亿新台币)

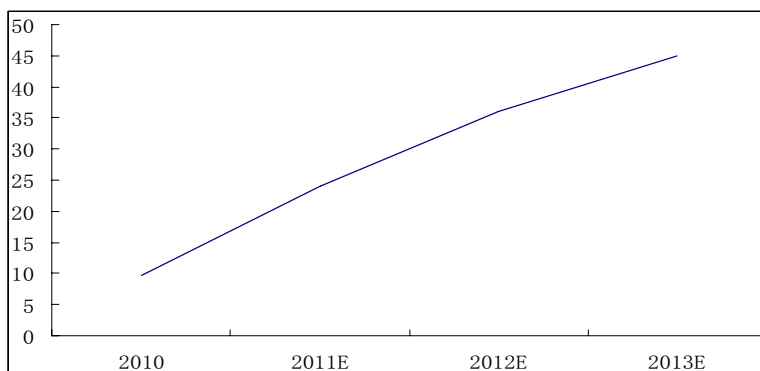


资料来源：LEDInside 东北证券

总体而言中国大陆相对于欧美日和台湾地区的封装厂来说规模都很小，而且集中于对技术要求较低的中小尺寸封装。亿光去年仅四季度营收就近 40 亿新台币，约合人民币 8.8 亿人民币，而雷曼 2010 年全年营收约为 2 亿人民币。此外 LED 封装并非没有技术含量，大功率芯片的光衰、显色性、散热和寿命等重要指标使封装成为影响 LED 灯具性能的关键环节之一。因此大产能和高技术一直是国内封装厂和外资厂的主要区别，也是雷曼未来几年高速发展的目标。

公司计划 2011 年两次大规模扩产，募投项目惠州基地今年 6 月份动工，预计明年 6 月全面达产，公司还准备使用自有资金扩产。扩产所需场地、人员和配套制度都已准备就绪。惠州基地面积是目前厂区 6 倍，前后分两期完成，惠州基地预计能满足公司今后三到四年扩产需求。公司一季度订单增加约 30%，在公司采取降价策略后市场有能力消化新增产能。

图 3 公司产能预测（亿粒）

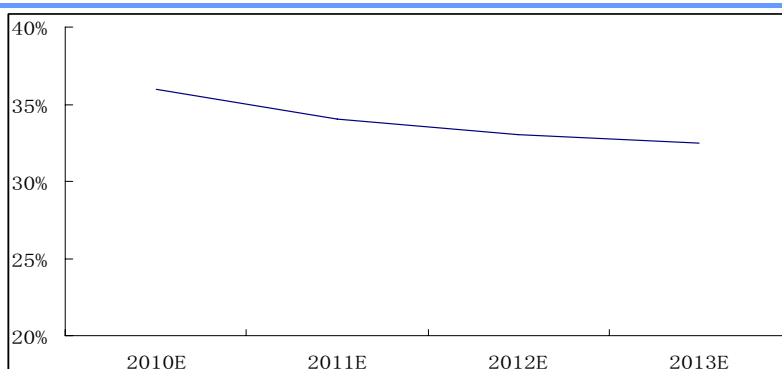


资料来源：东北证券

二、 策略转向，主攻市场占有率

公司定位于中高端显示屏市场，并将逐步加大照明产品比重。基于高端定位考虑，公司一直通过技术研发提高产品价格，保持较高毛利率。三年以来公司综合毛利率维持在 36% 水平，显著高于另一家 LED 封装上市公司国星光电 31% 的毛利率。

图 4 公司毛利率预测



资料来源：东北证券整理

与 LED 背光源集中爆发式增长不同, LED 显示屏市场一直保持较低增速稳步增长。预计 2011 和 2012 年 LED 背光源仍将保持 30% 左右的高增长率, 并于 2013 年随着 LED 背光源渗透率增长趋缓而明显下降, 而 LED 显示屏预计在未来几年将一直保持约 10% 增长率。随着芯片价格下降, 户外 LED 广告屏市场(如高速公路两侧广告屏)将加速启动。研究表明采用 LED 广告屏代替目前静态广告能显著提高广告收入。LED 广告屏具有大尺寸、高亮度和户外高防护等天然特性, 在未来相当一段时间内将不会出现替代技术。

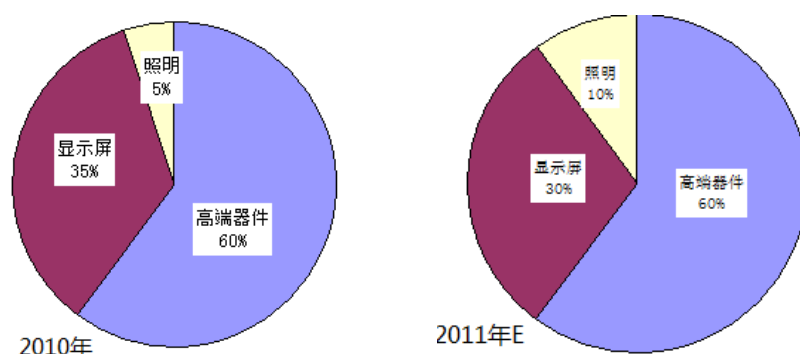
在大规模扩产同时, 公司定价策略也将有所改变。随着 2010 年下半年募投和自筹扩建产能陆续释放, 公司计划通过降低原有成熟产品单价扩大市场占有率。2009 年公司在国内显示屏用 LED 器件的市占率为 1.58%, 出口 LED 显示屏市占率为 2.82%。由于市场集中度较低, 降低价格是提高市占率最有效的手段。为了缓冲价格下降引起毛利率和净利率下降, 公司将加大研发投入, 通过开发新产品来提高公司盈利能力。

三、 产品结构微调, 照明比重加大

公司目前主要生产各种规格显示屏用 LED 器件和显示屏整机。在所有 LED 应用领域中, 显示屏的国内外技术差距最小。国内已有多家厂商生产显示屏整机, 并已占据大部分市场。为了避免同业竞争, 公司在国内只销售器件, 而把显示屏整机市场定位于国外, 特别是欧美发达国家。

显示屏主要采用中小尺寸 LED 芯片。对于显示屏用 LED 芯片, 光效不是最主要参数, 而更需要关注器件一致性、衰减和失效等指标。由于国产中小尺寸 LED 芯片性能已经非常接近国外水平, 因此公司采购的蓝绿光芯片以国产为主, 价格只有日亚和科锐等进口芯片一半左右。公司通过自有技术使器件和整屏性能达到用户要求。公司显示屏一般比国外本土产品低 30% 左右, 对国外客户很有吸引力。

图 5 公司产品结构调整预测



资料来源: 东北证券整理

公司扩产后大功率芯片封装能力有较大幅度加强, 2010 年大功率芯片产能为每年 840K, 扩产后仅募投项目到 2012 年就能达到 10KK 以上, 年产近 50 万支 LED 灯管。由于到 2013 年背光源需求增速将随着渗透率提高而下降, LED 行业急需寻找另一个增长点, 目前看来通用照明是行业的唯一选择。三月份在上海举行的 Semi 中国 2011 LED 照明论坛指出, 通过提高光效和降低单价, 照明市场有望最快于今年年底启动。公司一直致力于大功率芯片封装技术研究, 一方面加大海外市场的销售量, 另一方面积极开拓国内市

场。公司正在评估包括 EMC 在内多种方案，预计先从室内商业照明寻找突破口。公司计划 2011 年照明占比从去年的 5% 提高到 10%。

四、 户外显示屏技术领先，力推 SMD 新品

公司在 LED 户外显示屏领域一直处于技术领先地位。户外显示屏目前仍然以直插式为主。直插式显示屏采用椭圆形红、绿、蓝 LED 器件按 2:1:1 的比例拼合而成，像素间距大，分辨率低且可视角度小。直插式显示屏具有亮度和价格优势，比较适合大尺寸、远距离的应用。中国生产的直插式户外全彩屏已占居国内市场半壁江山，部分高端产品已能与国外产品抗衡。

近一两年 SMD 贴片式显示屏正逐步兴起，并获得广泛应用。与直插式 LED 分立封装不同，SMD 采用三合一结构，将红、绿、蓝三颗 LED 芯片封装在一个支架碗杯之中，三种颜色亮度一致性很高。SMD 显示屏不但在水平方向具有广视角，在垂直方向也具有广视角，因此 SMD 显示屏适合从任意角度近距离观看，色彩更为逼真。这些特性使 SMD 显示屏在一些高端应用场合有较大优势。预计在未来三年中 SMD 全彩屏渗透率将达到 50%。

户外全彩 SMD 屏对防水和防潮性能要求较高，需要厂家认真选择 SMD 支架材料并进行合理的结构设计，如果防护不能很好解决，显示屏就会出现失效、暗亮、快速衰减等问题。此外配光也是 SMD 屏的重要指标。公司较好地解决了防护、配光、失效等技术难题，已成功研制出 SMD 器件和显示屏并批量生产，SMD 户外全彩屏将成为公司的优势产品。由于技术壁垒较高，SMD 产品至少半年之后才会有其他厂商跟进。SMD 显示屏在成本提高不明显较大幅度提升了产品价格，在公司采用降价抢占市场占有率的同时提高综合盈利能力，缓冲毛利率下降的压力。

表 1 直插式全彩屏和 SMD 全彩屏主要参数对比

主要参数	直插式 P16	贴片式 (SMD) P6
像素类型	椭圆灯 2R1G1B	三合一 SMD LED
像素间距	16mm	6mm
像素密度	3,906 点/平方米	27,778 点/平方米
垂直可视角度	60 (-30 ~ +30)	140 (-70 ~ +70)
水平可视角度	130 (-65 ~ +65)	140 (-70 ~ +70)

资料来源：公司网站、东北证券

五、 盈利预测

我们预测公司 2011 年~2013 年的 EPS 分别为 1.13 元、1.59 元和 2.03 元。公司掌握 LED 高端封装核心技术且产能相对较小，未来几年扩产动力较大。公司向产业链下游延伸，在显示屏领域有技术先发优势并逐步加大通用照明比重。考虑到公司在 IPO 之后产能高速扩张和 LED 通用照明市场的发展前景，我们预测公司合理目标价为 45.20~47.70 元，对应于 2011 年 40 倍和 2012 年 30 倍 PE。我们首次给予公司“谨慎推荐”评级。

表 2 公司利润预测表（万元）

（单位：万元）	2010E	2011E	2012E	2013E
一、主营业务收入	20,610	36,310	56,007	75,463
减：主营业务成本	13,190	23,965	37,525	50,938
减：主营业务税金及附加	31	36	56	75
营业费用	1,103	1,816	2,688	3,622
管理费用	1,752	3,014	4,537	6,037
财务费用	160	-1000	-800	-500
资产减值损失	0	0	0	0
加：公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
二、营业利润	4,374	8,480	12,001	15,291
加：营业外收入	200	400	700	900
减：营业外支出	100	100	200	200
三、利润总额	4,474	8,480	12,001	15,291
减：所得税费用	447	933	1,320	1,682
四、净利润	4,027	7,547	10,681	13,609
归属于母公司所有者的净利润	4,027	7,547	10,681	13,609
少数股东损益	0	0	0	0
六、每股收益（元）	0.60	1.13	1.59	2.03

资料来源：东北证券

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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征价。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。本报告版权归我公司所有。