

分析师: 陈志坚 (8621) 68751090 chenzj@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490510120018

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

乾照光电：产能扩张显成效，进口替代前景宽

事件描述

乾照光电于 2011 年 3 月 26 日发布 2010 年报

表 1: 乾照光电 2010 年主要财务指标

	本报告期末 (2010)	上年度期末 (2009)	本报告期末比上年度期末增减(%)
总资产	1,714,250,174.34	321,932,360.94	432.49%
所有者权益	1,631,867,444.74	224,905,682.58	625.58%
每股净资产	13.8300	2.5400	444.49%
	本报告期末 (2010)	上年度期末 (2009)	本报告期比上年同期增减(%)
营业总收入	297,134,379.58	192,457,928.86	54.39%
毛利率(%)	61.24	58.95	3.90%
营业利润	141,237,320.19	87,357,387.93	61.68%
利润总额	165,003,114.25	97,965,643.89	68.43%
净利润	137,112,387.74	84,069,934.98	63.09%
扣除非经常性损益后的加权平均净			
资产收益率(%)	12.61	37.36	-66.25%
基本每股收益	1.39	0.95	43.15%
摊薄每股收益	1.16	0.95	46.32%
净资产收益率	19.17	38.58	-50.31%
经营活动产生的现金流量净额	86,098,110.15	143,072,525.97	-39.82%
每股经营活动产生的现金流量净额	0.73	1.62	-54.94%

资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

2010 年, 乾照光电实现营业收入 2.98 亿元, 同比上升 54.39%; 公司毛利率同比由去年的 58.95% 上升到 61.24%, 同比上升 3.90%; 实现归属于母公司股东的净利润 1.37 亿元, 摊薄稀释后每股 EPS 为 1.16 元, 每股经营活动产生的现金流量净额为 0.73 元。

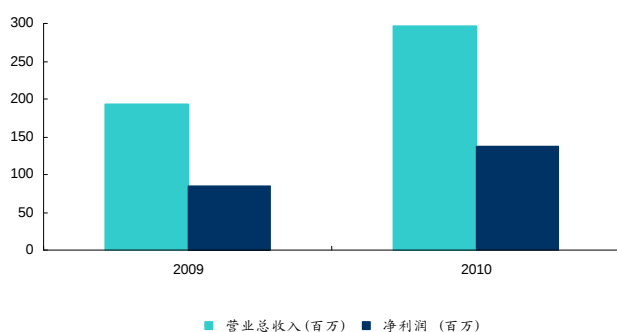
乾照光电主要从事光电产品的研发、生产和销售, 其主营产品为高亮度四元系 LED 外延片、芯片以及三结砷化镓太阳能电池外延片和芯片, 2010 年, 公司保持在“四元系红黄光 LED 外延片+砷化镓太阳能电池外延片”上的领先优势, 并在此基础上增加对功率型红黄光 LED 芯片以及地面聚光砷化镓太阳能电池的研发投入和生产规模。我们预测公司 2011 年到 2013 年的 EPS 分别为 2.157, 3.386, 3.510 元, 给予公司“谨慎推荐”评级。

事件评论

第一，公司 2010 年全年营业收入 2.98 亿，同比增长 54.39%

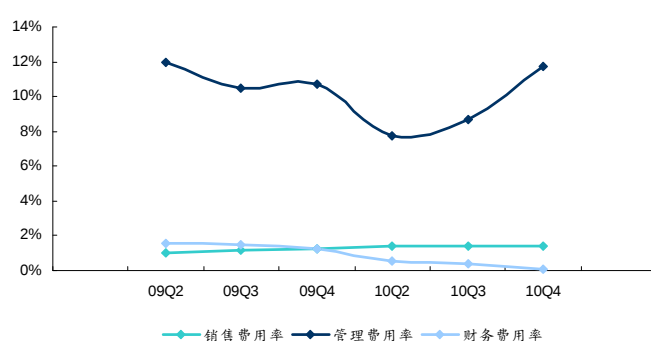
公司 2010 全年实现营业收入 2.98 亿，同比增长 54.39%，实现归属于母公司股东的净利润 1.37 亿元，同比增长 63%，稀释后每股 EPS 为 1.16 元。公司主营产品收入大幅增长，毛利率稳中有升，其主要原因：1) 全资子公司扬州乾照光电的投产帮助公司产能迅速扩大，2010 年公司生产 LED 外延片 472611 片，同比增长 71.48%。公司销售 LED 芯片 22628KK，比上年增长 63.81%。2) 公司收入实现增长 54.39% 的同时，对产品成本的控制良好，2010 年公司毛利率为 61.24%，同比上升 2.29 个百分点。

图 1：公司全年营收和净利润（2009~2010）



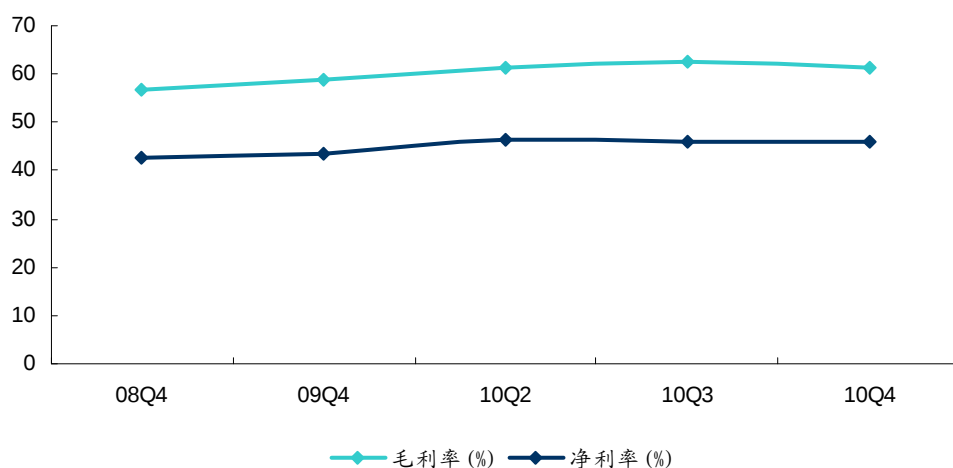
资料来源：wind，公司公告，长江证券研究部

图 2：公司期间费率水平（2009~2010）



资料来源：wind，公司公告，长江证券研究部

图 3：公司毛利率和净利率水平（2008~2010）



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究部

第二，产品“质高、量增”，抢占市场先机

1) 产品质量国内领先，具备进口替代实力

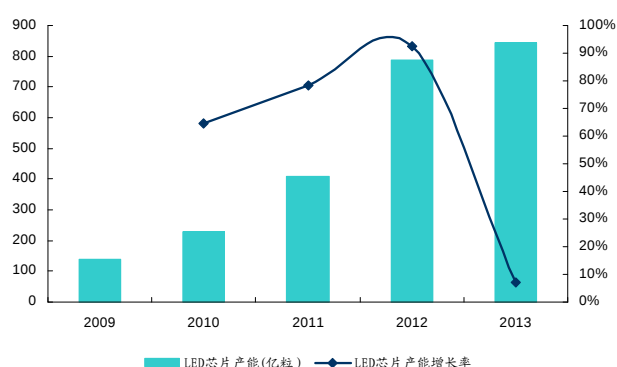
公司掌握了四元系红黄光 LED 与砷化镓太阳能外延片的核心技术。超高亮度的 LED 标准芯片平均亮度达到 180mcd，

而高功率、高效率和高可靠性的四元系 LED 芯片亮度达到了 350dmc-400cmd 的国内领先水平。公司所产 A 级外延片成品率达到 98.42%，其中 LED 外延片成品率为 97.25%。目前高亮度红、黄光 LED 芯片国产化率仅有 50%，功率红、黄光 LED 几乎全部依赖进口，因此公司高品质的四元系 LED 芯片将有很大的进口替代空间。公司已经能够批量生产空间用三结砷化镓太阳能电池外延片，外延片成品率为 94.55%，其加工制成的电池产品光电转换效率达到 27%-29%，处于国内领先、国际先进的水平。

2) 市场需求旺盛，公司产能迅速提升

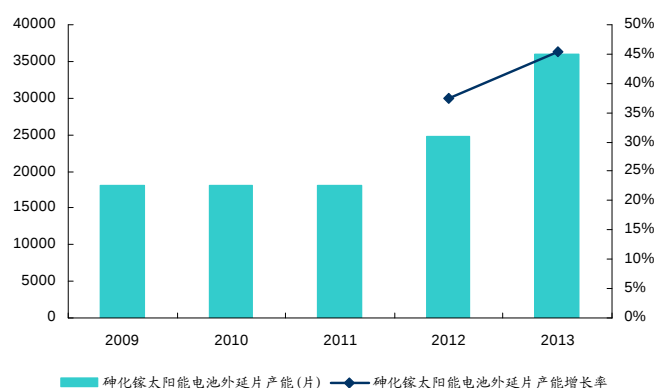
LED 作为新型高效固体光源，国内需求量迅速扩大，据初步统计，2012 年国内高亮度四元系 LED 芯片的市场需求量将达到 930 亿粒。为满足市场需求，公司在 2010 年的募集项目中加大对高亮度四元系 LED 芯片生产的投入，截至 2010 年底，公司已有 10 台 MOCVD 外延炉，LED 芯片产能同比增长 64%；而且从设备开始进行安装调试至实现满负荷生产平均周期为 11.4 天，高于同行业平均水平。另一方面，高效三结砷化镓电池由于其光电转换效率高，已经取代了单结砷化镓太阳能电池，在中国航天事业迅速崛起的情况下，国内能够生产高效三结砷化镓电池外延片的单位仅本公司及中国电子科技集团 18 所等少数几家。公司在 2011 年将继续扩充现有产能，并计划在 2012 年将其产能由目前的 1.8 万片/年扩大到 3.6 万片/年。

图 4：公司 LED 芯片产量（2009~2013E）



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 5：太阳能电池外延片产能（2009~2013E）



资料来源：公司公告，长江证券研究部

第三，技术优势保持领先，市场份额将继续扩大

1) 加大研发力度，技术优势保持领先

目前公司的技术中心已经升级为省级技术中心，公司将以此为契机，进一步加大研发力度，保持现有的技术优势。黄绿光产品方面，公司将进一步加强研发投入，将黄绿光产品以及黄绿光和红光组合产品打造为主打产品。高亮度倒装 LED 外延片和芯片方面，公司已经完成国家发改委和工信部的研发项目，9、10、14 和 40mil 的大功率芯片研发成功并投入批量生产。空间多结太阳能电池方面，公司将今年放量生产转换效率高于 28% 空间电池外延片和芯片。地面聚光太阳能电池外延片和芯片方面，公司已研发出转化效率达 35%-39% 的电池产品，目前已完成产品的中试，并已实现了小量产品销售，未来将过渡到批量生产。公司近年来对研发的投入一直保持在 5% 左右，这对公司未来成长具有积极和深远的意义。

2) 募投项目助公司未来两年产能和收入持续增长

目前公司已经形成了扬州和厦门两大生产基地。其中扬州子公司已较好地完成了公司整体产业布局并完成了扬州募投项目的建设，到 2011 年底将有 20 台 MOCVD 的生产规模。厦门基地也在积极推进募投项目，争取在 2012 年投产使

用。2011 年公司计划借助已有的技术和产品优势，结合子公司的实际情况，有针对性的扩大子公司业务规模，不断完善并扩大直销网络，从而占有更大的市场份额，从而保持销售收入和利润的快速增长势头。

第四，给予公司“谨慎推荐”评级

我们预测公司 2011 年-2013 年 EPS 分别为 2.157，3.386，3.510 元，给予“谨慎推荐”评级。

第五，风险提示

LED 市场竞争激烈导致产品降价风险；关键生产设备进口依赖风险；LED 产业补贴政策风险

财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	297	485	870	894	货币资金	1238	1251	1242	1471
营业成本	115	187	355	376	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	182	297	515	518	应收账款	134	219	393	404
% 营业收入	61.2%	61.3%	59.2%	57.9%	存货	40	65	123	130
营业税金及附加	2	4	7	7	预付账款	44	72	136	145
% 营业收入	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	其他流动资产	2	4	7	7
销售费用	4	7	12	13	流动资产合计	1481	1648	1968	2226
% 营业收入	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	35	57	102	105	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	11.7%	11.7%	11.7%	11.7%	长期股权投资	0	100	220	380
财务费用	0	-4	-4	-5	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.1%	-0.9%	-0.5%	-0.5%	固定资产合计	211	210	212	217
资产减值损失	3	0	0	0	无形资产	13	13	12	12
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	4	50	60	80	递延所得税资产	4	0	0	0
营业利润	141	284	459	478	其他非流动资产	5	64	123	123
% 营业收入	47.5%	58.7%	52.7%	53.5%	资产总计	1714	2035	2535	2957
营业外收支	24	22	22	20	短期贷款	0	0	0	0
利润总额	165	306	481	498	应付款项	29	47	89	94
% 营业收入	55.5%	63.2%	55.3%	55.8%	预收账款	4	7	12	12
所得税费用	28	52	81	84	应付职工薪酬	5	8	15	16
净利润	137	255	399	414	应交税费	5	9	15	15
归属于母公司所有者					其他流动负债	5	7	14	14
的净利润	137.1	254.6	399.5	414.2	流动负债合计	47	78	144	152
少数股东损益	0	0	0	0	长期借款	0	0	0	0
EPS（元/股）	1.16	2.16	3.39	3.51	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
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	35	70	105	105
经营活动现金流净额	86	71	62	323	负债合计	82	148	249	257
取得投资收益	1	0	0	0	归属于母公司	1632	1886	2286	2700
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	-50	-60	-80	少数股东权益	0	0	0	0
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	1632	1886	2286	2700
固定资产投资	-168	-12	-15	-19	负债及股东权益	1714	2035	2535	2957
其他	-312	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-480	-62	-75	-99		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	1.162	2.157	3.386	3.510
股权融资	1272	0	0	0	BVPS	13.83	15.99	19.37	22.88
银行贷款增加（减少）	-30	0	0	0	PE	10.87	5.85	3.73	3.60
筹资成本	7	4	4	5	PEG	0.24	0.13	0.08	0.08
其他	-20	0	0	0	PB	0.91	0.79	0.65	0.55
筹资活动现金流净额	1229	4	4	5	EV/EBITDA	1.60	0.82	0.53	0.04
现金净流量	835	13	-9	229	ROE	8.4%	13.5%	17.5%	15.3%

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。

涂悦，中欧商学院工商管理硕士，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
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(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

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

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。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，不包含作者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范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须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。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。