

2011-04-22

电子行业

乾照光电 300102.SZ

毛利率上升彰显定价能力，产能扩张将加速业绩增长

◇ 事件：公司公布1季报

◆收入和利润大幅增长

2011年1季度，公司实现营业收入7,051万元，同比增长47%；实现净利润3,441万元，同比增长52%；每股收益0.29元。

营业收入的增长主要来自扬州产能的大量释放，在1季度初，扬州工厂已有5台MOCVD设备，而去年同期仅有1台。

◆毛利率上升彰显定价能力，费用率上升不影响盈利

1季度，公司的毛利率为64.4%，环比上升了5个百分点，同比上升了1.6个百分点。我们判断，LED红黄光芯片市场仍处于供应紧俏的局面，产品单价没有下降，同时，公司通过优化产品结构提高了平均单价，从而获得超预期的毛利率。

销售费用率为1.8%，与去年同期相似，管理费用率比去年同期上升了3个百分点至13.4%，主要是由于扬州工厂的大规模投入使用。三项费用率之和由2010年一季度的12.2%上升至15.6%。

净利率为48.8%，创下了近五个季度的新高。

◆产能扩张将加速业绩增长，单价稳定将维持毛利率

公司目前已有12条MOCVD设备生产线释放产能，其中扬州和厦门分别有7台和5台投产，此外，扬州还有两台处于安装调试阶段，9月扬州超募项目的16台MOCVD设备将全部到位，扬州的总设备数将达到19台，这一进度超过我们原先的预期。厦门新工厂的基建将在今年完成，除了三个募投项目，新工厂将有大量厂房空间为将来的进一步扩张做好准备。

LED红黄光芯片市场不同于蓝绿光市场，随着三安光电等公司产能在下半年的释放，蓝绿光芯片单价在今年全年可能会有20%以上的下降空间，我们认为，蓝绿光芯片单价的下降将促进红黄光芯片的需求。不少LED的应用产品组合了蓝绿光芯片和红黄光芯片，当前制约这些产品推广的一个重要因素是蓝绿光芯片的价格过高，随着蓝绿光芯片价格的下跌，这些产品的需求将上升，从而拉动对红黄光芯片的需求。同时，由于红黄光芯片不是市场投资的热点，下半年的竞争程度将远低于蓝绿光芯片市场。业内人士估计，红黄光芯片单价在2011年全年的降价空间约为3-5%。我们认为，公司在今年全年的毛利率将稳定在接近60%的水平。

维持

买入

当前价格	85.48元
目标价格	104.60元
目标期限	6个月

分析师：

赵磊(执业证书编号：S0930510120025)

联系人：

蒯剑

021-22169311

kuaijian@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股)	118
总市值(百万元)	10,087
流通比例(%)	25.00%
12个月最高/最低(元)	97.47/68.80
近3月日均成交量(百万股)	0.53
主要股东	邓电明

股价表现(12个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-6.50	5.82	0.00
绝对收益	-3.34	18.48	0.00

相关报告：

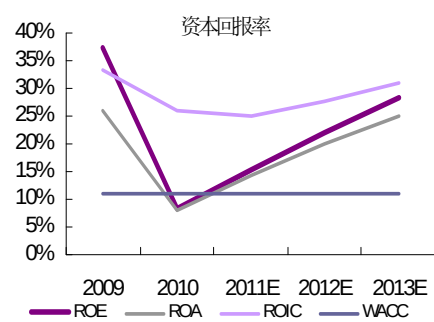
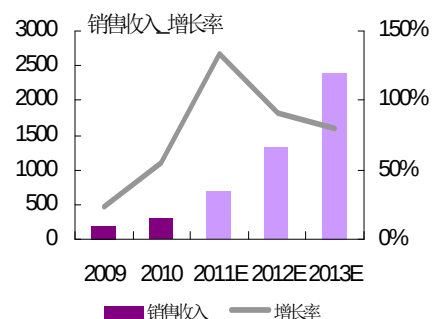
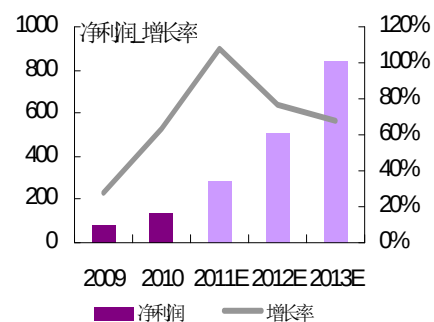
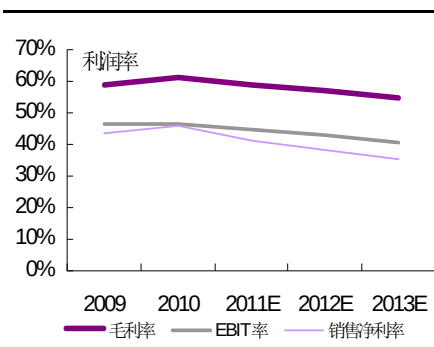
业绩增长符合预期，维持买入评级
..... 2011-03-28
业绩增长符合预期，建议低谷买入
..... 2011-01-19
盈利强，抗风险的红黄光LED芯片龙头
..... 2010-11-08

◆高成长支撑高估值，维持买入评级

我们预测公司的营业收入和净利润在未来三年的年均复合增速分别为 100%和 83%。公司股价自 1 月 19 日我们上调至买入评级以来已上涨 14%，离我们的目标价 104.60 元还有 20%以上的上涨空间，我们维持对公司的买入评级。

业绩预测和估值指标					
指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	192	297	695	1,328	2,391
营业收入增长率	23.95%	54.39%	134.01%	91.00%	80.00%
净利润（百万元）	84	137	285	505	844
净利润增长率	27.48%	63.09%	108.07%	76.92%	67.29%
EPS（元）	0.71	1.16	2.42	4.28	7.16
ROE（归属母公司）（摊薄）	37.38%	8.40%	15.35%	22.16%	28.43%
P/E	120	74	35	20	12
P/B	45	6	5	4	3
EV/EBITDA	75	58	27	16	10

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	192	297	695	1,328	2,391
营业成本	79	115	285	571	1,076
折旧和摊销	11	16	31	47	56
营业税费	0	2	5	8	16
销售费用	2	4	8	17	31
管理费用	21	35	74	146	266
财务费用	2	0	-13	-11	-9
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	4	0	0	0
营业利润	87	141	325	580	982
利润总额	98	165	336	594	993
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	84.07	137.11	285.30	504.75	844.38

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	322	1,714	1,995	2,515	3,382
流动资产	179	1,481	1,429	1,746	2,569
货币资金	53	1,238	900	738	651
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	90	132	342	621	1,119
应收票据	11	23	38	84	155
其他应收款	1	2	4	7	14
存货	16	40	86	162	334
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	86	211	477	645	690
无形资产	13	13	13	12	12
总负债	97	82	137	238	412
无息负债	67	82	137	238	412
有息负债	30	0	0	0	0
股东权益	225	1,632	1,858	2,277	2,970
股本	89	118	118	118	118
公积金	88	1,340	1,368	1,419	1,503
未分配利润	48	174	372	740	1,349
少数股东权益	0	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	143	86	79	162	155
净利润	84	137	285	505	844
折旧摊销	11	16	31	47	56
净营运资金增加	-4	127	291	473	896
其他	52	-195	-529	-862	-1,641
投资活动产生现金流	-66	-480	-370	-250	-100
净资本支出	66	168	370	250	100
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-132	-648	-740	-500	-200
融资活动现金流	-80	1,229	-46	-74	-142
股本变化	24	30	0	0	0
债务净变化	-45	-30	0	0	0
无息负债变化	28	15	54	101	174
净现金流	-3	835	-337	-162	-87

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	23.95%	54.39%	134.01%	91.00%	80.00%
净利润增长率	27.48%	63.09%	108.07%	76.92%	67.29%
EBITDA 增长率	32.41%	53.64%	122.48%	79.29%	67.28%
EBIT 增长率	34.44%	53.41%	126.41%	82.32%	71.13%
估值指标					
PE	120	74	35	20	12
PB	45	6	5	4	3
EV/EBITDA	75	58	27	16	10
EV/EBIT	84	65	30	17	10
EV/NOPLAT	98	78	35	20	12
EV/Sales	39	30	13	7	4
EV/IC	33	20	9	5	4
盈利能力 (%)					
毛利率	58.95%	61.24%	59.00%	57.00%	55.00%
EBITDA 率	52.16%	51.91%	49.35%	46.32%	43.05%
EBIT 率	46.66%	46.36%	44.86%	42.82%	40.71%
税前净利润率	50.90%	55.53%	48.27%	44.71%	41.56%
税后净利润率 (归属母公司)	43.68%	46.14%	41.03%	38.01%	35.32%
ROA	26.11%	8.00%	14.30%	20.07%	24.97%
ROE (归属母公司) (摊薄)	37.38%	8.40%	15.35%	22.16%	28.43%
经营性 ROIC	33.37%	26.09%	24.96%	27.80%	30.89%
偿债能力					
流动比率	2.49	31.26	14.04	8.60	6.82
速动比率	226.38%	3042.21%	1319.08%	780.46%	593.02%
归属母公司权益/有息债务	7.50	-	-	-	-
有形资产/有息债务	10.16	-	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.71	1.16	2.42	4.28	7.16
每股红利	0.00	0.50	0.73	1.28	2.15
每股经营现金流	1.21	0.73	0.67	1.37	1.31
每股自由现金流(FCFF)	0.22	-1.37	-2.99	-1.49	-0.70
每股净资产	1.91	13.83	15.75	19.30	25.17
每股销售收入	1.63	2.52	5.89	11.25	20.26

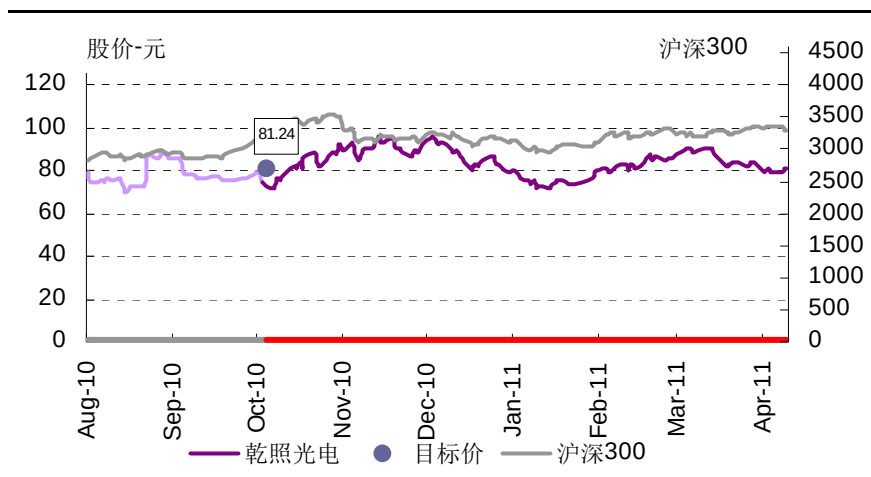
资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

乾照光电（300102）



资料来源：光大证券研究所

日期	股价	目标价	评级
2010-10-15	74.13	81.24	增持
2010-10-26	81.80	92.98	增持
2010-11-08	84.13	104.60	增持
2011-01-19	73.35	104.60	买入
2011-03-28	87.83	104.60	买入

买入	增持	中性
减持	卖出	

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebscn.com
上海	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebscn.com
深圳	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
QFII	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

风险提示及免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。

本公司经营业务许可证编号：z22831000

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。