

鸿利光电 (300219.SZ)

将充分受益于 LED 照明市场的启动

评级: 买入
前次:
目标价 (元):
22.97 -26.79
联系人
分析师
林健晖
刘江啸
S0740510120006
021-20315201
021-20315167
linjh@qlzq.com.cn
liujx@qlzq.com.cn
2011 年 7 月 7 日

基本状况

总股本(百万股)	122.73
流通股本(百万股)	25.00
市价(元)	16.78
市值(百万元)	2059.46
流通市值(百万元)	419.50

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	256.59	437.51	594.35	835.56	1,378.37
营业收入增速	10.52%	70.51%	35.85%	40.58%	64.96%
净利润增长率	23.35%	128.02%	49.36%	30.62%	34.57%
摊薄每股收益 (元)	1.21	0.69	0.77	1.00	1.35
前次预测每股收益 (元)	—	—	—	—	—
市场预测每股收益 (元)	—	—	0.70	0.95	1.40
偏差率 (本次-市场/市场)	—	—	10.0%	5.3%	-3.6%
市盈率 (倍)	14.25	25.24	22.61	17.31	12.87
PEG	0.61	0.20	0.46	0.57	0.37
每股净资产 (元)	3.36	2.05	5.88	6.58	7.52
每股现金流量	1.64	0.98	0.60	0.90	1.22
净资产收益率	36.19%	33.44%	13.01%	15.19%	17.88%
市净率	5.16	8.44	2.94	2.63	2.30
总股本 (百万股)	22.71	91.73	122.73	122.73	122.73

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 目前, LED 照明进入商业照明领域的条件已经成熟, LED 照明时代即将来临。随着各国淘汰白炽灯计划的实施, 在替代白炽灯的 LED 灯和荧光灯的选择中, 由于荧光灯含有汞对环境有潜在威胁, LED 有望成为节能照明产品的首选。2010 年, 中国 LED 通用照明市场规模增长超过 150%, 成为增速最快的 LED 应用领域。在 LED 照明的驱动下, 至 2015 年, 全球 LED 市场规模将保持年均 30% 以上的速度增长。
- 公司拥有国内领先的白光 LED 和大功率器件封装技术和行业经验丰富的营销网络团队。凭借着领先的技术优势、营销团队和良好的产品质量, 公司近三年快速成长, LED 封装销售额的市场占有率均位居国内前三甲。在产品结构中, 白光尤其高端白光器件产品的比例逐年上升带动了公司毛利率的逐年上升, 成为可比上市公司中唯一一家毛利率持续 3 年上升的公司。
- 公司超过 70% 的器件产品应用在室内外通用照明, 11% 应用在汽车照明等快速成长的领域。由于产品定位不同, 通用照明市场的启动对公司业绩增长的弹性将明显优于目前上市的 LED 封装企业, 公司将充分受益于 LED 照明市场的高速增长。
- 为获得更多产业链环节的利润, 公司通过子公司积极向下游通用照明和汽车信号/照明应用领域延伸。募集资金项目的实施为公司未来三年的快速成长提供了产能的保证, 并有助于其实现中下游的垂直一体化战略, 提升市场竞争力和行业地位。
- **估值:** 预计 2011~2013 年, 公司净利润的年均复合增长率为 37.5%, 以 20112 年 EPS 的 30~35 倍市盈率, 给予公司的目标区间为 22.97 ~ 26.79 元。相对目前股价有 30% 以上的上升空间, 首次给予“买入”评级。

LED 照明时代已经来临

LED 照明是节能环保的理想光源

- LED 照明具有发光效率高、耗电量少、寿命长、光色纯、稳定性高、安全性强、环保等诸多传统光源无法比拟的优越性，是一种绿色环保的照明技术。
- 目前，LED 照明进入商业通用照明已经成熟。尽管 LED 灯的初始购置价格是传统照明灯的数甚至数十倍，但由于节能达 60%~80%，耗电相比很少，因而用电时间越长，整体投入费用（购置成本+更换维修费+电费）越凸显优势。
 - 比较 8W 的 LED 灯和 20W 的荧光灯整体使用费用。在每天使用 5 小时和 12 小时不同的情形下，对比 LED 和荧光灯的总体费用可以发现，LED 节能效应超过荧光灯的时间分别约 6 年和 2.5 年。

图表 1: T8 LED 灯和 T8 荧光灯总体费用比较

	T8 LED	T8 荧光灯	假设			
功率(瓦)	8	20	每年使用天数(天)	360	初始安装费(元/盏)	10
寿命(万小时)	2.5	0.8	电费(元/度)	0.6	更换费用(元/盏)	1
价格(元/盏)	100	10	--	--	--	--
每天使用时长(小时)	5	8	10	12	18	24
回收时间(月)	74	46	36	31	24	18

来源：齐鲁证券研究所

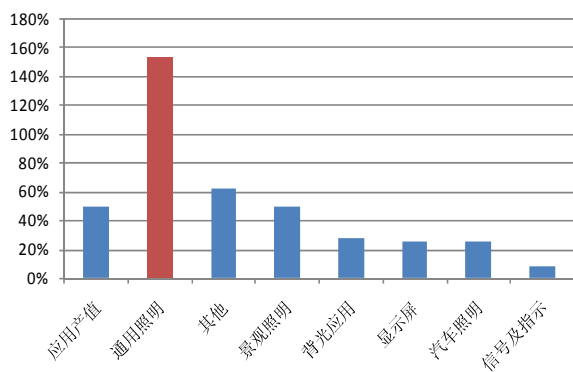
- 荧光灯由于含有剧毒的汞，如果没有完善的回收体系，其使用后随意被丢弃将给环境带来巨大的威胁，因此，如果考虑到环境代价，LED 灯的节能环保优势就更为突出。随着各国淘汰白炽灯计划的实施，在替代白炽灯的 LED 灯和荧光灯的选择中，LED 灯有望成为节能照明产品的首选。

图表 2: 各国淘汰白炽灯的计划

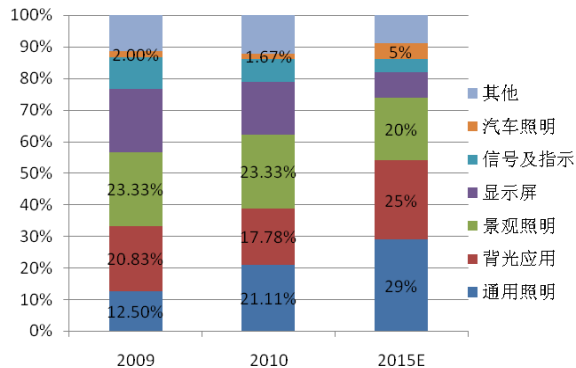
国家或地区	淘汰计划
澳大利亚	2010 年开始逐步禁止使用白炽灯，世界上首个全面禁止使用传统白炽灯的国家
加拿大	2012 年开始禁止销售白炽灯
台湾	2010 年开始执行白炽灯禁产政策，2012 年全面禁产
日本	2012 年开始，日本将全面禁止制造销售使用白炽灯
美国	从 2012 年 1 月到 2014 年 1 月间，逐步淘汰 40W、60W、75W 及 100W 白炽灯泡
欧盟各国	2009 年 9 月起禁止销售 100 瓦传统灯泡，2012 起禁用所有传统灯泡。
韩国	2013 年底前禁止使用白炽灯

来源：齐鲁证券研究所

- 在节能减排的背景下，随着成本的到位，LED 照明的来临已经毋庸置疑。2010 年，中国 LED 应用领域的市场规模达到 900 亿元，同比大幅增长了 50%，其中通用照明领域的产值增速最快，超过 150%。

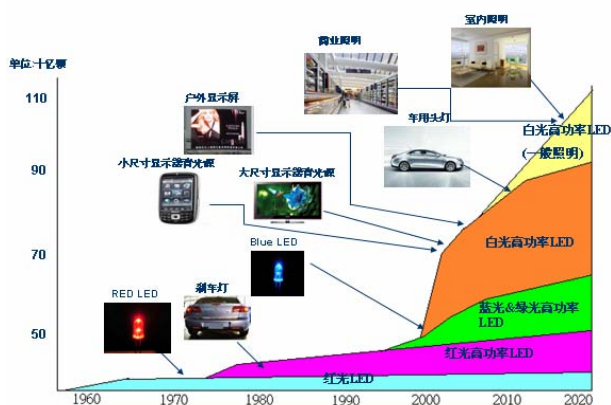
图表 3：2010 年，LED 各应用领域的增速


来源：CSA，齐鲁证券研究所

图表 4：中国 LED 应用领域的变化发展


来源：CSA，齐鲁证券研究所

- 未来，LED 在通用照明领域的快速渗透将是全球 LED 增长的主要驱动力。

图表 5：LED 发展趋势


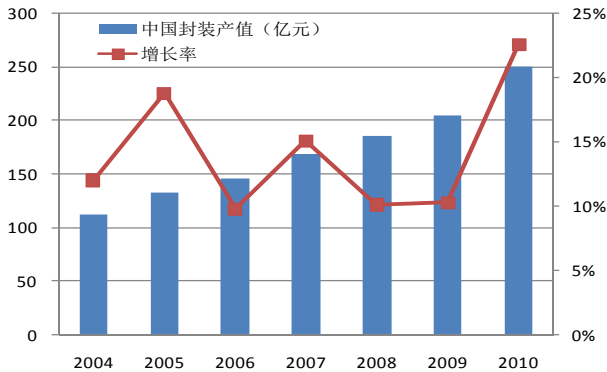
来源：台湾研究院，齐鲁证券研究所

图表 6：全球 LED 市场规模

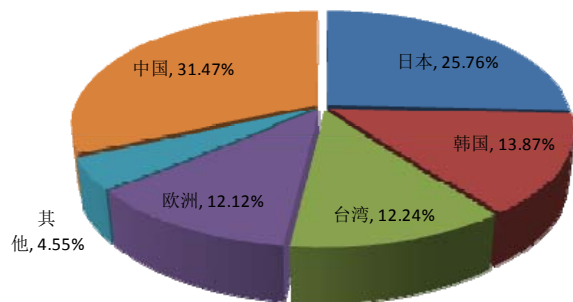

来源：Veeco，齐鲁证券研究所

中国已成为全球 LED 封装大国

- 近年来，随着 LED 封装能力的提升以及国外 LED 企业纷纷进来国内建厂，中国 LED 封装产值迅速增长，已经成为全球 LED 封装大国。2010 年，中国 LED 封装产值达 270 亿元，占比为 31.47%。

图表 7：中国 LED 封装产值的变化


来源：CSA，齐鲁证券研究所

图表 8：2010 年，全球封装产值结构


来源：高工 LED，齐鲁证券研究所

- 我国是全球重要的中低端 LED 封装基地。LED 封装企业共计有千余家，市场的竞争呈现两极分化格局，行业大部分企业集中于生产低端 LED 产品，中高端 LED 产品的封装企业主要包括国星光电、鸿利光电、雷曼光电、瑞丰光电、九洲光电、深圳国治星、江苏稳润、厦门华联等中国大陆企业，以及亿光、佰鸿、宏齐等台湾企业。

图表 9：LED 的技术发展和应用领域变化

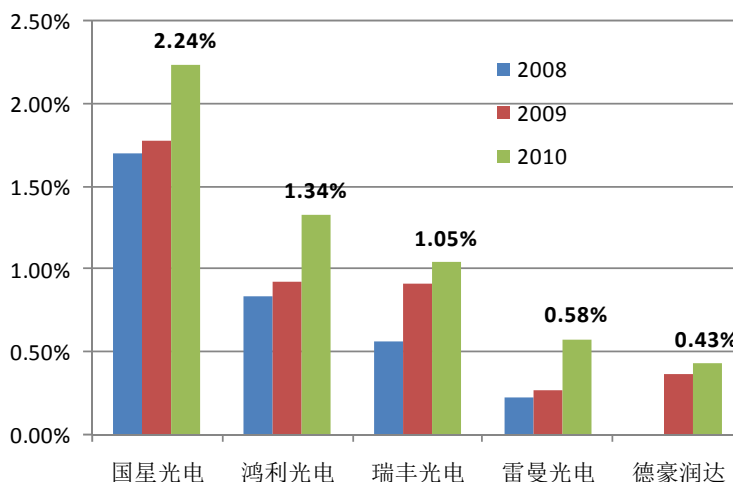
	低端产品	中端产品	高端产品
性能参数	显色指数<70 光效 80lm/w 以下 衰减不保证	显色指数>70 光效 80~100lm/w 1000 小时衰减小于 3%	显色指数>70 光效 80~100lm/w 1000 小时衰减小于 3%
应用领域	指示灯、礼品、玩具	交通信号灯、景观照明、装饰照明、显示屏、中小尺寸背光源、汽车信号灯	室内外照明、汽车照明、大尺寸背光源、特种照明

来源：公司公告，齐鲁证券研究所

公司产品集中应用在照明领域

公司的 LED 封装规模仅次于国星光电，列第二位

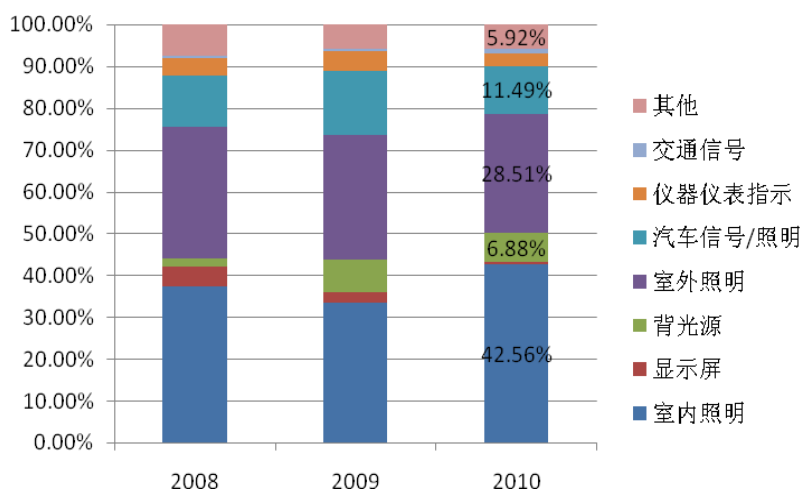
- 封装的市场竞争格局比较分散，按照封装器件的对外销售收入计算，公司的 LED 封装规模仅次于国星光电，全国的市场占有率为 1.34%，在国内排第二位。

图表 10：近三年，公司的市场占有率


来源：齐鲁证券研究所整理

公司产品下游的应用领域集中在照明领域

- 目前，国星光电的器件产品主要应用在家电、显示屏和照明产品；雷曼光电和德润润达的器件产品主要应用在显示屏，而鸿利光电有所不同，器件应用主要集中在照明领域，超过 70%应用在室内外照明，该比例也高于瑞丰光电的 47%。
- 由于产品定位不同，通用照明市场的启动对公司业绩增长的弹性将明显优于目前上市的 LED 封装企业，将充分受益于 LED 照明市场的高速增长。

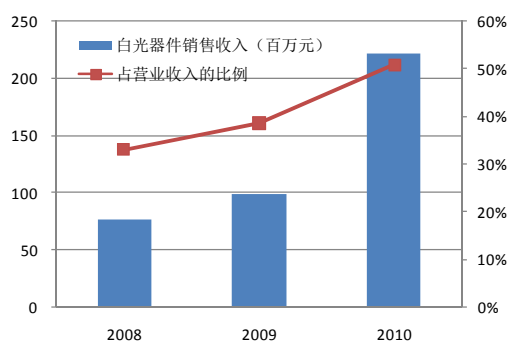
图表 11：公司器件下游的应用领域变化。


来源：公司公告，齐鲁证券研究所

高端白光产品的比例持续上升优化公司的产品结构

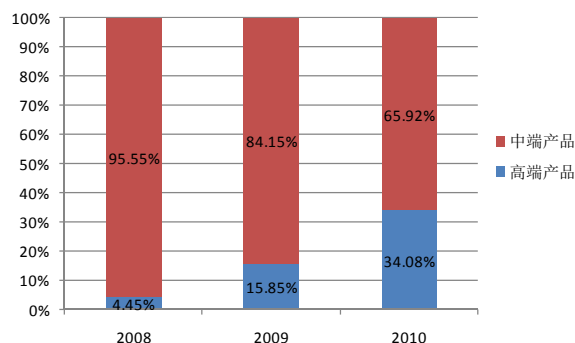
- 公司拥有国内领先的白光 LED 和大功率器件封装技术, 目前拥有 4 项发明专利, 另有 11 项发明专利正在申请中, 主要集中在未来最具市场空间的白光 LED、大功率 LED 等行业重点技术攻关领域。公司中、高端 LED 产品在显色指数、发光效率、稳定性等方面的指标均处于国内领先水平。
- 公司拥有一支行业经验丰富的营销团队, 通过多年来的渠道建设, 目前营销网络规模及管理水平均处于行业领先地位。
 - 国内市场方面, 公司以总部为基地, 以上海、杭州、厦门、深圳为中心设立直销中心, 营销网络已覆盖全国大部分省市, 能够对客户的要求实现快速反应、快速答复。
 - 国外市场方面, 大部分出口产品已取得欧盟 CE 认证、E-MARK 认证, 美国 UL、FCC 认证, 并满足欧盟 RoHS 指令、REACH 法规中的相关质量要求, 可在多国、多地区范围内进行产品的销售, 目前产品已销往了欧洲、美洲、东南亚、南非等多个国家和地区。
- 凭借在白光封装的技术优势和较为完善的销售网络, 公司白光 LED 封装产品尤其高端的白光封装产品的比例迅速上升, 公司毛利率逐年提升, 均超过可比上市公司的毛利率。

图表 12: 白光 LED 的销售收入比例变化



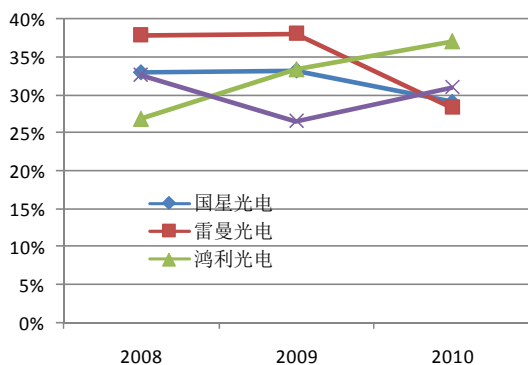
来源: 公司公告, 齐鲁证券研究所

图表 13: 高端产品的销售收入比例变化



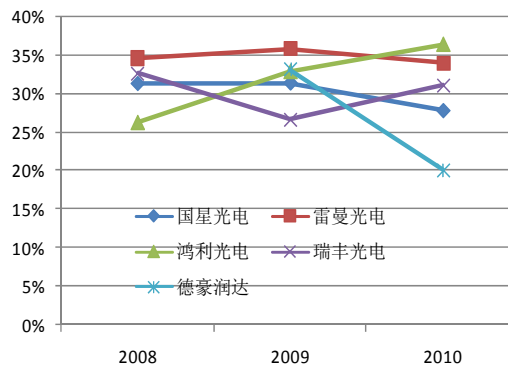
来源: 公司公告, 齐鲁证券研究所

图表 14: 可比上市公司的 SMD 器件毛利率对比



来源: 公司公告, 齐鲁证券研究所

图表 15: 可比上市公司的封装器件毛利率对比



来源: 公司公告, 齐鲁证券研究所

公司通过子公司积极向下游应用领域拓展

- 为降低成本、获得更多产业链环节的利润，借助自身在 LED 封装领域的技术优势，采取横向或纵向的方式拓展业务，公司通过子公司积极向下游照明产品和汽车信号/照明等应用领域延伸。
 - 子公司深圳莱帝亚，持股 100%；莱帝亚是公司 LED 照明产品的研发、生产和销售平台，2010 年，其销售收入为 8759 万元，占公司总收入的比例达 20%。
 - 子公司广州佛达，持股 62%；公司的主要产品包括汽车前后信号灯（行车、刹车、转向、倒车、雾灯）和汽车内部照明产品，目前客户主要有长城汽车股份有限公司等。2010 年，佛达销售收入为 1305 万元，未来将是公司新的利润增长点。
 - 子公司佛山科思栢丽，持股 20%。科思栢丽主要生产面向日本市场的高端 LED 应用照明产品，目前未实现盈利。

盈利预测与估值

募集资金项目迅速提升公司的规模和竞争力

- 公司募集资金 4.66 亿元，投向以下的项目：新型表面贴装 LED 建设项目、LED 照明技术及产业化项目和技术研发中心建设项目。
 - 公司 SMD LED 及照明产品产能不断扩充，产能利用率和产销率指标均良好，产品市场需求仍将保持较快增长，有必要继续扩产产能。
 - 通过实施募投项目，公司不断扩大生产规模，强化规模优势，有助于其实现中下游的垂直一体化战略，提升市场竞争力和行业地位。

图表 16：募集资金项目

项目	募集资金投入金额（万元）	建设期（月）	产能变化
新型表面贴装 LED 建设项目	32,563.85	27	年新增 SMD LED 产能 55.20 亿颗，比现有 13.4 亿颗年产能增 4.1 倍
LED 照明技术及产业化项目	2,912.80	12	实现 2362.83 万点/年的产能，比现有 730 万点年产能增长 3.2 倍
技术研发中心建设项目	2,800.00	11	每年完成各种类型的研发项目 10 个以上，申请专利 30 个以上
偿还建设银行贷款	1,600.00		
暂时补充流动资金	4,600.00		
未使用资金	2,139.35		
募集资金合计	46,616.00		

来源：招股说明书，齐鲁证券研究所

盈利预测与估值

- 公司现有的产地有限，新型表面贴装 LED 建设项目会在现有厂房里完成小

部分，主体有望在新厂房建成后于 2012 年第 2-3 季度投产。LED 照明技术及产业化项目具体实施由深圳莱帝亚负责，主要是通用照明产品，市场需求好，未来将保持快速增长。

- 公司产品结构仍将持续优化，未来白光产品的比例仍有望继续提升。基于公司的市场地位，白光的竞争优势明显，毛利率下滑相对有限。
- 2011 ~ 2013 年，预计公司净利润年均复合增长率为 37.5%，EPS 分别为 0.77 元、1.00 元和 1.35 元。以 2011 年 EPS 的 30 ~ 35 倍市盈率，给予公司的目标区间为 22.97 ~ 26.79 元。相对目前股价有 30%以上的上升空间，首次给予“买入”评级，建议积极买入。

附录1 历史推荐和目标定价

	日期	评级	市价	目标价
1	2011-05-05	无	**.*	21.12 ~ 24.36
2	2011-07-07	买入	17.31	22.97 ~ 26.79

来源：齐鲁证券研究所

附录2：财务预测简表

损益表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业总收入	232	257	438	594	836	1,378
增长率	—	10.5%	70.5%	35.8%	40.6%	65.0%
营业成本	-169	-171	-282	-383	-553	-943
% 销售收入	72.9%	66.5%	64.4%	64.4%	66.2%	68.4%
毛利	63	86	156	211	282	435
% 销售收入	27.1%	33.5%	35.6%	35.6%	33.8%	31.6%
营业税金及附加	0	-1	-1	-2	-3	-4
% 销售收入	0.2%	0.4%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	-17	-25	-38	-51	-71	-117
% 销售收入	7.2%	9.6%	8.6%	8.6%	8.5%	8.5%
管理费用	-19	-26	-40	-53	-75	-124
% 销售收入	8.3%	10.1%	9.2%	9.0%	9.0%	9.0%
息税前利润 (EBIT)	26	34	77	105	133	190
% 销售收入	11.4%	13.3%	17.6%	17.7%	15.9%	13.8%
财务费用	0	-1	-2	3	9	4
% 销售收入	0.1%	0.3%	0.6%	-0.5%	-1.1%	-0.3%
资产减值损失	-1	-1	-1	-1	-2	-3
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.1%	—	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	25	32	73	107	141	191
营业利润率	10.9%	12.4%	16.8%	18.1%	16.9%	13.9%
营业外收支	0	1	2	2	2	2
税前利润	25	33	75	109	143	193
利润率	10.7%	12.9%	17.2%	18.4%	17.1%	14.0%
所得税	-3	-6	-12	-16	-21	-29
所得税率	11.5%	18.2%	15.8%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	22	27	63	93	122	164
少数股东损益	0	0	0	-1	-1	-1
归属于母公司的净利润	22	28	63	94	123	165
净利率	9.6%	10.8%	14.4%	15.8%	14.7%	12.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	22	27	63	93	122	164
少数股东损益	0	0	0	-1	-1	-1
非现金支出	7	9	13	27	24	50
非经营收益	-1	-2	-1	-2	-2	-2
营运资金变动	5	2	15	-45	-33	-64
经营活动现金净流	33	37	90	72	110	149
资本开支	21	10	72	64	226	18
投资	0	-2	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-21	-12	-72	-64	-226	-18
股权募资	0	9	49	468	0	0
债权募资	-4	-24	-16	-10	0	0
其他	0	-9	-4	0	-28	-37
筹资活动现金净流	-4	-24	29	458	-28	-37
现金净流量	8	1	47	466	-145	94

来源：齐鲁证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	18	24	73	540	397	491
应收款项	47	68	88	109	153	253
存货	33	40	74	79	114	194
其他流动资产	3	8	3	9	15	19
流动资产	100	139	238	737	679	957
% 总资产	60.3%	65.8%	62.6%	80.2%	63.7%	72.6%
长期投资	0	2	2	2	2	2
固定资产	63	65	106	146	353	326
% 总资产	38.3%	30.9%	27.9%	15.9%	33.1%	24.8%
无形资产	0	0	27	26	25	25
非流动资产	66	72	142	182	387	360
% 总资产	39.7%	34.2%	37.4%	19.8%	36.3%	27.4%
资产总计	165	212	380	919	1,066	1,317
短期借款	0	26	25	15	15	15
应付款项	108	67	128	116	163	274
其他流动负债	5	4	10	39	53	78
流动负债	113	96	163	169	231	368
长期贷款	0	15	0	0	0	0
其他长期负债	9	24	28	28	28	28
负债	122	135	191	197	259	395
普通股股东权益	43	76	188	722	808	923
少数股东权益	1	1	1	0	-1	-2
负债股东权益合计	165	212	380	919	1,066	1,317

比率分析

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益 (元)	1.118	1.215	0.686	0.766	1.000	1.345
每股净资产 (元)	2.155	3.357	2.051	5.882	6.582	7.524
每股经营现金净流 (元)	1.628	1.639	0.982	0.596	0.901	1.216
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.000	0.230	0.300	0.404
回报率						
净资产收益率	51.89%	36.19%	33.44%	13.01%	15.19%	17.88%
总资产收益率	13.51%	13.03%	16.54%	10.22%	11.51%	12.54%
投入资本收益率	90.89%	30.56%	46.71%	45.96%	26.79%	36.50%
增长率						
营业总收入增长率	—	10.52%	70.51%	35.85%	40.58%	64.96%
EBIT增长率	—	29.50%	124.73%	36.74%	26.81%	42.86%
净利润增长率	—	23.35%	128.02%	49.36%	30.62%	34.57%
总资产增长率	—	27.91%	79.68%	141.59%	15.99%	23.57%
资产管理能力						
应收账款周转天数	36.5	81.3	64.7	65.0	65.0	65.0
存货周转天数	35.1	77.1	73.5	75.0	75.0	75.0
应付账款周转天数	38.5	97.1	87.7	90.0	90.0	90.0
固定资产周转天数	46.0	88.1	71.0	76.9	108.6	89.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-41.26%	21.39%	-25.55%	-72.76%	-47.29%	-51.65%
EBIT利息保障倍数	81.6	40.4	31.7	-38.0	-14.2	-42.9
资产负债率	73.56%	63.62%	50.25%	21.42%	24.30%	30.01%

投资评级说明

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海
联系人:王莉本
电话: 021-20315181
手机: 18616512309
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

深圳
联系人:李霖
电话:0755-23819303
手机:15816898448
传真:0755-82717806
邮编:518048
地址:深圳市福田区深南大道
4011 号港中旅大厦 6 楼

北京
联系人:张哲
电话: 021-20315112
手机:18621368050
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

济南
联系人:韩丽萍
电话:0531-68889516
手机:15806668226
传真:0531-68889536
邮编:250001
地址:山东济南经七路 86 号
证券大厦 2308