

下半年产能释放加快

买入 维持

目标价：42.0 元

核心观点:

- 行业需求持续旺盛，公司盈利水平提升略超预期
- 产能扩张进度略超预期，下半年销售收入有望大幅增长

事件:

- 中报业绩大幅增长:** 公司 2011 年上半年实现营业收入 1.82 亿元，营业利润 0.98 亿元，净利润 0.87 亿元，分别比去年同期增长 40%、54%、45.68%。**分配预案:** 不进行利润分配及转增。

点评:

- 四元系 LED 芯片和外延片的业绩贡献度继续提高。**上半年公司芯片收入 1.68 亿元，同比增长 47.44%，占公司总销售收入的比例达到了 92%。太阳能电池外延片实现收入 0.14 亿元，同比略有减少，基本符合预期。
- 产品盈利能力稳中有升、略超预期。**上半年公司综合毛利率达到 63.69%，比去年同期提高了 2.27 个百分点，其中四元系 LED 芯片和外延片的毛利率为 63.41%，比 2010 年整体水平提高了 2.15 个百分点。其中二季度 ROE 为 3.2%，环比提高了 1.1 个百分点。期间费用率（二季度 11.2%）的明显降低也成为公司净利润增长的因素之一。
- 扩产进度顺利，下半年产能加速释放。**扬州超募项目(子公司扩大产能项目) 16 台 MOCVD 设备将于 2011 年 7 月 31 日前全部到达扬州子公司工厂，进度略超预期；同时公司于下半年获得政府全额补贴。厦门募投项目的工程建设进度也按照原计划进行，预计于 2011 年底土建工程主体建设基本完成。
- 风险提示:** LED 行业扩产迅速，产品价格下降风险。但我们认为高亮度红黄光 LED 价格下降空间有限，户内外显示屏应用普及使其需求持续旺盛所致。
- 投资建议:** 行业需求保持高位，公司技术和客户优势突出，产品结构升级与规模扩张同步。2011 年将成为公司成长最快的一年，预测公司 2011/2012/2013 年的 EPS 分别为 1.06/1.67/2.25 元，对应动态 PE 分别为 30.8/19.5/14.5 倍，给予“买入”评级。

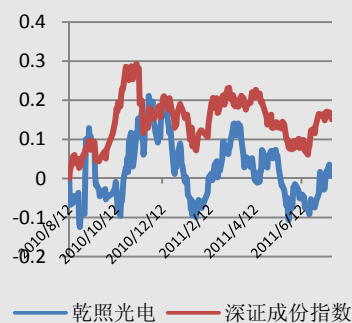
电子行业分析师

李坤阳 (S1180511030001)

电话: 010-8808 5151

Email: Likunyang@hysec.com

市场表现



基础数据

总股本 (万股)	29500
流通 A 股 (万股)	7375
总市值 (亿元)	95.88
每股净资产 (元)	5.63

市场数据

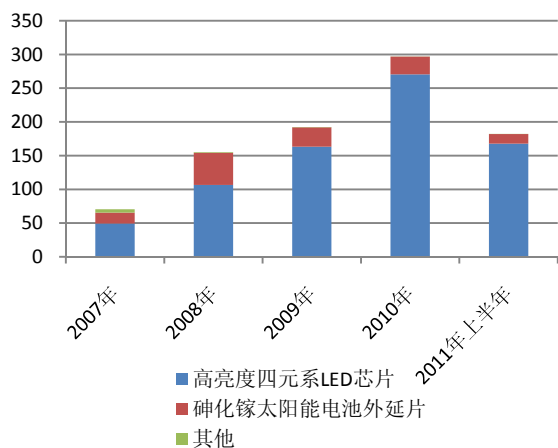
最新收盘价	32.50
最近一个月涨幅	11%
2011 年动态 PE	30.8 倍
PB	4.9 倍

相关研究

- 《乾照光电：从技术优势到跳跃发展》 (2010.7.28)
- 《国星光电：我国 LED 封装龙头》 (2010.11.30)
- 《乾照光电：年报业绩符合预期，今年规模扩张更快》 (2011.3.26)

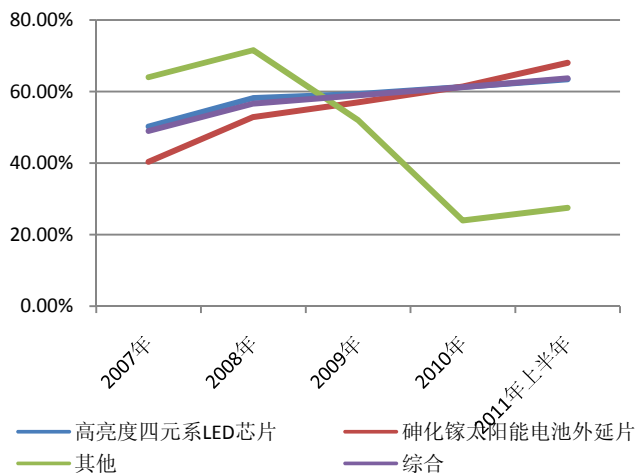
数据摘要	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	192.5	297.1	680.0	1146.7	1526.0
YoY(%)	23.9%	54.4%	128.9%	68.6%	33.1%
毛利率(%)	58.9%	61.2%	61.0%	60.0%	60.0%
净利润	84.1	137.1	311.6	492.9	662.7
YoY(%)	27.5%	63.1%	127.3%	58.2%	34.4%
净利率(%)	43.7%	46.1%	45.8%	43.0%	43.4%
ROE	37.4%	8.4%	16.0%	20.2%	21.4%
EPS(元,全面摊薄)	0.28	0.46	1.06	1.67	2.25
P/E(x)	114.0	69.9	30.8	19.5	14.5
P/B(x)	12.8	2.4	4.9	3.9	3.1

图 1: 营业收入增长主要来自高亮度四元系 LED



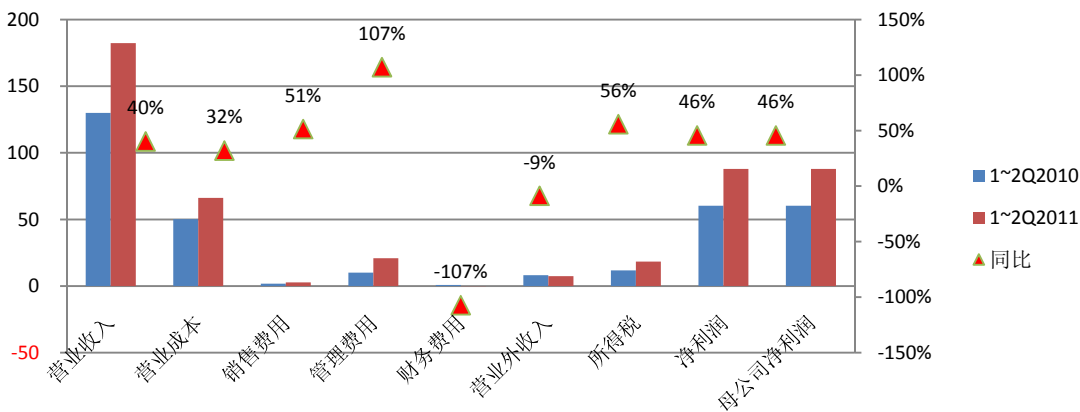
资料来源: 宏源证券研究所

图 2: 主要产品及综合毛利率均有所上升



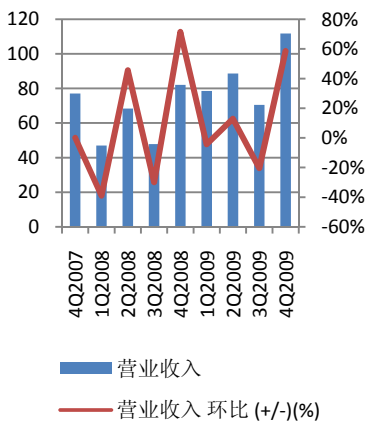
资料来源: 宏源证券研究所

图 3: 业绩增长驱动力分析



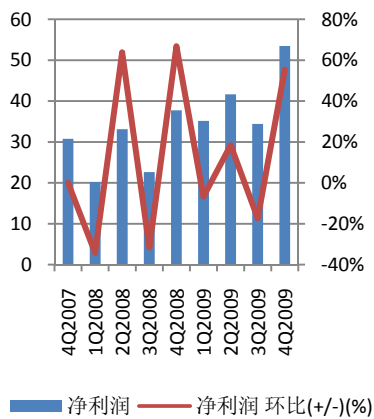
资料来源: 宏源证券研究所

图 4: 分季度营业收入及增速



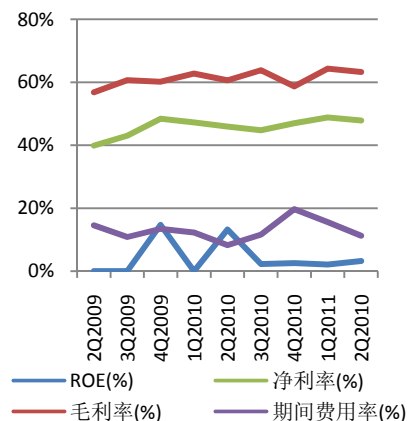
资料来源: 宏源证券研究所

图 5: 分季度净利润及增速



资料来源: 宏源证券研究所

图 6: 分季度盈利能力指标



资料来源: 宏源证券研究所

单位: 百万元

利润表					资产负债表				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	297.1	680.0	1,146.7	1,526.0	资产				
YoY(%)	54%	129%	69%	33%	货币资金	1,237.6	1,036.8	1,133.5	1,458.6
营业成本	115.2	265.2	458.7	610.4	交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0
YoY(%)	46%	130%	73%	33%	应收票据及账款	155.0	340.0	573.4	763.0
营业税金及附加	2.3	4.1	6.9	9.2	预付账款	44.2	68.0	114.7	152.6
销售费用	4.2	9.5	14.9	18.3	其他应收款	2.0	3.4	5.7	7.6
管理费用	34.8	74.8	126.1	167.9	存货	39.8	79.6	137.6	183.1
财务费用	0.3	0.0	5.7	7.6	混业经营金融类资产	0.0	0.0	0.0	0.0
资产减值损失	2.9	6.8	11.5	3.1	其他流动资产	2.5	0.0	0.0	0.0
公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	流动资产合计	1,481.1	1,527.7	1,964.8	2,565.0
投资净收益	3.7	0.0	0.0	0.0	长期应收款	0.0	0.0	0.0	0.0
营业利润	141.2	319.6	522.9	709.6	长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0
YoY(%)	62%	126%	64%	36%	金融资产投资	0.0	0.0	0.0	0.0
营业外收入	27.2	50.0	60.0	70.0	投资性房地产	0.0	0.0	0.0	0.0
营业外支出	3.5	3.0	3.0	0.0	固定资产、生物/油气资产	210.7	500.0	610.0	720.0
利润总额	165.0	366.6	579.9	779.6	在建工程、工程物资	2.9	5.0	5.0	0.0
YoY(%)	68%	122%	58%	34%	无形资产	13.5	15.0	15.0	15.0
所得税	27.9	55.0	87.0	116.9	开发支出	0.0	0.0	0.0	0.0
净利润	137.1	311.6	492.9	662.7	商誉	0.0	0.0	0.0	0.0
YoY(%)	63%	127%	58%	34%	长期待摊费用	1.9	2.0	2.0	2.0
少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0	其他非流动资产	4.2	3.0	3.0	3.0
归属母公司股东的净利润	137.1	311.6	492.9	662.7	非流动资产合计	233.2	525.0	635.0	740.0
YoY(%)	63%	127%	58%	34%	资产总计	1,714.3	2,052.7	2,599.8	3,305.0
主要财务指标	2010A	2011E	2012E	2013E	负债				
盈利能力(%)					短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	8.4%	16.0%	20.2%	21.4%	交易性金融负债	0.0	0.0	0.0	0.0
净利率	46.1%	45.8%	43.0%	43.4%	应付票据及账款	28.9	66.3	114.7	152.6
毛利率	61.2%	61.0%	60.0%	60.0%	预收账款	4.1	8.0	13.8	18.3
期间费用率	13.2%	12.4%	12.8%	12.7%	其他应付款	0.2	0.0	0.0	0.0
营业费用率	1.4%	1.4%	1.3%	1.2%	混业经营金融类负债	0.0	0.0	0.0	0.0
管理费用率	11.7%	11.0%	11.0%	11.0%	其他流动负债	14.2	0.0	0.0	0.0
财务费用率	0.1%	0.0%	0.5%	0.5%	流动负债合计	47.4	74.3	128.4	170.9
资产减值损失率	1.0%	1.0%	1.0%	0.2%	长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0
资本结构					应付债券	0.0	0.0	0.0	0.0
资产负债率(%)	4.8%	5.3%	6.3%	6.2%	长期应付款	0.0	0.0	0.0	0.0
权益乘数	105.0%	105.6%	106.7%	106.6%	专项应付款	0.0	0.0	0.0	0.0
流动资产 / 总资产(%)	86.4%	74.4%	75.6%	77.6%	预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0
流动负债 / 总负债(%)	57.5%	68.0%	78.6%	83.0%	其他非流动负债	35.0	35.0	35.0	35.0
偿债能力					非流动负债合计	35.0	35.0	35.0	35.0
流动比率	31.26	20.57	15.30	15.01	负债合计	82.4	109.3	163.4	205.9
速动比率	30.42	19.50	14.23	13.94	股东权益				
产权比率	0.05	0.06	0.07	0.07	股本	118.0	295.0	295.0	295.0
营运能力(次)					资本公积金	1,320.3	1,143.3	1,143.3	1,143.3
存货周转率	2.89	3.33	3.33	3.33	留存收益	193.6	505.2	998.1	1,660.7
应收账款周转率	1.92	2.00	2.00	2.00	归属母公司股东的权益	1,631.9	1,943.5	2,436.4	3,099.0
流动资产周转率	0.20	0.45	0.58	0.59	少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产周转率	1.41	1.36	1.88	2.12	股东权益合计	1,631.9	1,943.5	2,436.4	3,099.0
总资产周转率	0.17	0.33	0.44	0.46	负债和股东权益合计	1,714.3	2,052.7	2,599.8	3,305.0
每股和估值指标					现金流量表	2010A	2011E	2012E	2013E
EPS(元)	0.46	1.06	1.67	2.25	经营现金流	86.1	268.6	424.1	622.8
BPS(元)	13.83	6.59	8.26	10.51	投资现金流	-480.0	-399.5	-207.4	-177.7
P/E(x)	69.92	30.77	19.45	14.47	筹资现金流	1,228.6	-70.0	-120.0	-120.0
P/B(x)	2.35	4.93	3.94	3.09	现金及现金等价物净增加额	834.7	-200.8	96.7	325.2

分析师简介:

李坤阳: 宏源证券研究所电子行业研究员, 清华大学工学硕士, 3 年证券分析经验, 2010 年加盟宏源证券研究所。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixihong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaozen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+5% ~ +20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据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, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、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。