

## 商业及车用照明市场爆发，助推公司业绩快速成长

### 研究结论

**2012 年商业照明及车用照明齐发力。**根据我们 2011 年 11 月 21 日的 LED 深度报告中观点，LED 照明应用的爆发从局部到全面，从应用领域来看，首先是从长时间使用的工厂、建筑等商业照明领域先开始。目前 LED 照明在技术上已可以与传统光源相媲美，价格已降至传统光源价格的 3-5 倍以内，2012 年将降至 2-3 倍。商业照明由于单体金额较大，价格敏感度较低等特点，2012 年将快速爆发，成为 LED 照明应用增长的主要推动力量，我们预计 LED 照明 2010-2015 年复合成长率达 85%。

车用照明领域具有相对封闭的产业链，通常要通过车灯厂商进入，一般从产品的实现到认证完成需要 2-3 年的时间。目前 LED 主要应用于车内照明和辅助照明、高档车的头灯，随着 LED 成本的下降，LED 照明产品将快速渗透至整车应用，抢占近 150 亿美元的车用照明市场蛋糕。

**鸿利光电专注于白光 LED 领域。**鸿利光电一直致力于白光 LED 领域，2010 年全国白光 LED 综合排名第一，技术实力名列前茅。白光 LED 器件营收比重逐年提升，2010 年占器件比例达 66%，占总体营收比重达 50% 以上。应用定位于商业和车用照明领域。**商业照明领域：渠道拓展和自主品牌构建利于公司持续快速发展。**子公司莱帝亚照明，整合母公司在封装环节的研发、生产制造优势，提供高效一体化的系统解决方案，并投入巨资构建渠道和品牌，目前已在全国中大城市完成售后服务网点布局。未来进入家居照明时代，LED 的竞争是渠道和品牌的竞争，公司布局渠道和品牌为未来持续高速发展奠定基础。**车用照明领域：良好的客户基础和专业资质快速打开车用 LED 照明市场。**公司控股的佛达信号已经获得 TS16949、欧洲 E-MARK、北美 DOT 等相关认证，已同比亚迪、长城、麦格纳等车企建立合作，并提供相关 LED 车用产品，随着 LED 车用照明市场的渗透加速，公司车用产品获益将快速提升。

**盈利预测及估值：**从以上分析我们可以看出，公司专注于 LED 应用最广的白光领域，伴随着白光 LED 商用照明市场的快速爆发，公司封装应用一体化的战略结合渠道品牌的快速构建，未来将保持持续快速增长。根据我的估算，预测 2011-2013 年的公司的 EPS 分别为 0.59 元、0.75 元、0.96 元，鉴于公司的行业地位和未来业绩的快速成长，我们给予公司 2011 年 35 倍 PE，对应目标价为 20.65 元，首次给予公司买入评级。

**风险提示：**受经济大环境影响的风险；公司经营战略及定位是否严格落实和执行的；行业竞争加剧，公司是否能保持行业领先地位的风险。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。



### 证券分析师

周军

8621-63325888 × 6127

zhoujun@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860210060004

### 联系人

黄盼盼

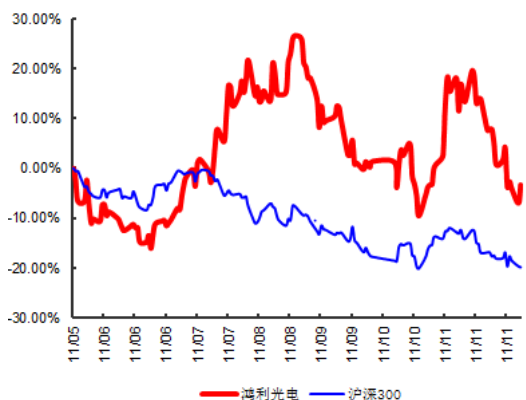
8621-63325888 × 6077

huangpanpan@orientsec.com.cn

### 投资评级 买入 增持 中性 减持 (首次)

|                       |                  |
|-----------------------|------------------|
| 股价 (2011 年 12 月 07 日) | 18.07 元          |
| 目标价格                  | 20.65 元          |
| 总股本/A 股 (百万股)         | 122.73           |
| A 股市值 (百万元)           | 2218             |
| 国家/地区                 | 中国               |
| 行业                    | 电子行业             |
| 报告发布日期                | 2011 年 12 月 08 日 |

### 股价表现



资料来源：WIND

| 财务预测     | 单位：百万元 |       |       |       |
|----------|--------|-------|-------|-------|
| 主要财务指标   | 2010   | 2011E | 2012E | 2013E |
| 营业收入     | 438    | 543   | 743   | 1048  |
| 同比(%)    | 71%    | 24%   | 37%   | 41%   |
| 归属母公司净利润 | 63     | 72    | 92    | 118   |
| 同比(%)    | 133%   | 14%   | 27%   | 28%   |
| 毛利率(%)   | 36%    | 33%   | 32%   | 31%   |
| ROE(%)   | 34%    | 10%   | 11%   | 13%   |
| 每股收益(元)  | 0.52   | 59    | 0.75  | 0.96  |
| P/E (倍)  | 35.1   | 30.6  | 24.2  | 18.8  |
| P/B (倍)  | 11.8   | 3.1   | 2.7   | 2.4   |

## 目 录

|                            |    |
|----------------------------|----|
| 1. 白光 LED 应用领域宽广、市场巨大..... | 4  |
| 2. 鸿利光电专注于白光 LED 领域.....   | 7  |
| 3. 渠道品牌的建设利于持续高速发展.....    | 11 |
| 4. 盈利预测 .....              | 11 |
| 5. 风险提示 .....              | 14 |

## 图表目录

|                                          |    |
|------------------------------------------|----|
| 图表 1: LED 按颜色分类.....                     | 4  |
| 图表 2: 白光 LED 应用演进图.....                  | 5  |
| 图表 3: 白光 LED 器件各应用增长趋势 .....             | 5  |
| 图表 4: 全球照明应用市场及 LED 照明市场规模（单位：亿美元） ..... | 5  |
| 图表 5: LED 照明应用爆发层次 .....                 | 6  |
| 图表 6: 全球车用 LED 市场规模变化趋势 .....            | 6  |
| 图表 7: 白光 LED 主要封装类型及应用领域 .....           | 7  |
| 图表 8: 鸿利光电主要产品类型.....                    | 8  |
| 图表 9: 白光 LED 器件销售占总器件销售比例.....           | 8  |
| 图表 10: 白光 LED 器件占总体营收比重 .....            | 8  |
| 图表 11: 鸿利光电主营业务收入构成 .....                | 9  |
| 图表 12: 鸿利 SMD 器件分光色构成变化 .....            | 9  |
| 图表 13: 国内白光 LED 封装企业综合排名 .....           | 9  |
| 图表 14: 鸿利光电应用产品构成变化趋势 .....              | 10 |
| 图表 15: 鸿利光电产品营业收入增长变化 .....              | 10 |
| 图表 16: 鸿利光电产品毛利状况 .....                  | 10 |
| 图表 17: 莱帝亚积极构建照明王国 .....                 | 11 |
| 图表 18: 佛达信号车用 LED 成长可嘉 .....             | 11 |
| 图表 19: 鸿利光电主营产品销售收入预测（单位：百万元） .....      | 12 |
| 图表 20: 可比公司 PE 估值水平 .....                | 13 |

## 1. 白光 LED 应用领域宽广、市场巨大

LED 的应用从光色上来看，最早的是红黄光，逐渐到蓝光的量产和应用，到后来是绿光的实用化，最终是白光 LED 的实用，白光 LED 的实用化，拓宽了 LED 的应用领域，为 LED 的高速发展打开了闸门。白光 LED 从应用于 3C 领域的面板背光模块，仪器仪表的指示信号、逐渐应用于便携、特殊照明应用，后来逐渐到手机背光照明、低温照明、中大尺寸背光照明，并逐渐到普通照明、车用照明领域，目前为 LED 应用最为广泛的光色。

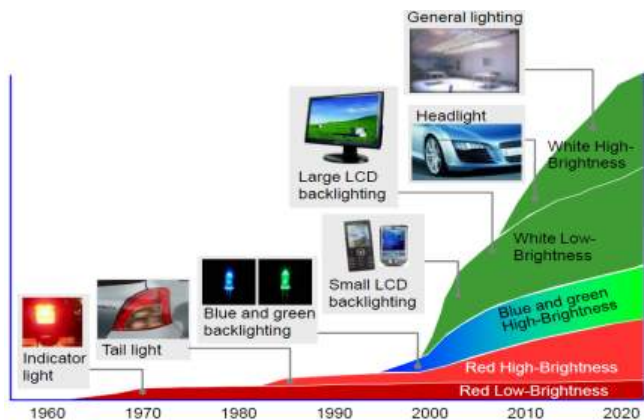
**图表 1：LED 按颜色分类**

| 颜色 | 封装类型              | 应用领域      | 具体应用                   |
|----|-------------------|-----------|------------------------|
| 白光 | LAMP/SMD/HIGH/COB | 背光照明      | Mobile、NB、Monitor、TV 等 |
|    |                   | 普通照明      | 球泡灯、筒灯、射灯、条形灯管、面板灯等    |
|    |                   | 便携照明      | 手电、矿灯等                 |
|    |                   | LED 路灯    | 户外 LED 路灯、庭院灯、街灯等      |
|    |                   | 低温照明      | 冷柜、冰箱内、冷藏室等            |
|    |                   | 车用照明      | 内饰照明、车头灯等              |
|    |                   | 信号灯       | 仪器、仪表等                 |
|    | 矩阵/点阵             | 家电模块      | 空调、冰箱、洗衣机等面板用          |
| 蓝光 |                   | 装饰/制作白光   | 装饰灯、景观照明、白光制作等         |
| 绿光 |                   | 显示屏/装饰/号志 | 显示屏、景观装饰、交通信号灯等        |
| 红光 |                   | 显示屏/装饰/号志 | 交通信号灯、汽车尾灯、白光制作等       |
| 黄光 |                   | 装饰/IC/号志  | IC 制造、景观装饰             |

资料来源：东方证券研究所

**白光 LED 应用市场领域还在逐渐扩展。**白光 LED 开启了 LED 领域的新时代，自 2000 年白光 LED 应用于手机背光、手机键盘等，到 2008 年上网本背光应用的爆发，加速白光 LED 的应用领域扩展，大量的资金涌入，促使产能快速扩张，技术迅猛发展，逐渐走向 NB、Monitor、TV 等更大尺寸的背光发展，同时在低温照明、LED 路灯等领域开始崭露头角，目前亦可以应用在室内主照明、普通照明领域，但是由于成本价格的问题，在普通照明领域还有较长一段时间要走，但是在价格敏感度较低的商业建筑照明、长时间的工厂照明领域将快速渗透，刺激 LED 快速发展。未来 LED 将在农业照明、无限传输等特殊应用领域大放光彩。

由于终端应用市场需求的动力驱使，白光 LED 器件将快速成长，据相关统计，2011—2015 年复合成长率为 33%，其中照明复合成长率为 85%，车用照明复合成长率为 23%、手机背光复合成长率为 14%、中大尺寸背光复合成长率为 31%，其他相关应用也有 21% 复合增长率。综合市场达 400 亿美元以上，照明市场近 200 亿美元，车用市场近 17 亿美元。

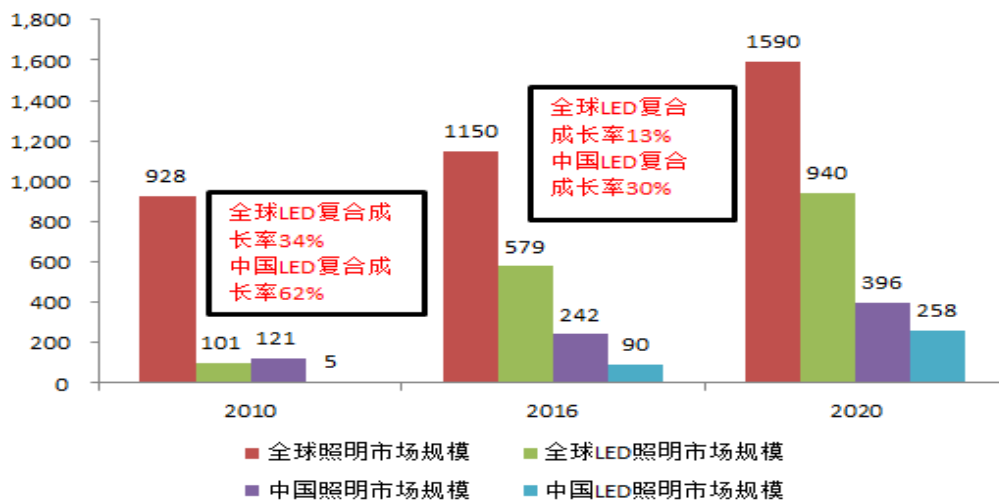
**图表 2：白光 LED 应用演进图**


资料来源：东方证券研究所

**图表 3：白光 LED 器件各应用增长趋势**


资料来源：东方证券研究所

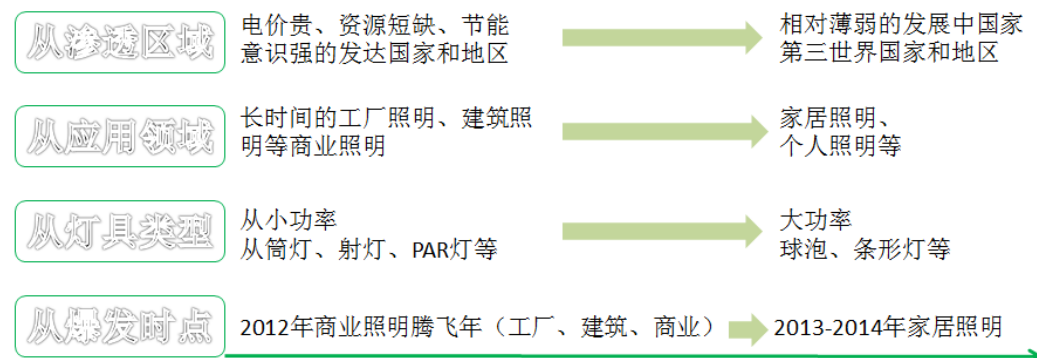
从终端应用来看，未来 LED 应用的主要方向为照明，自 2010 年开始，在 LED 发光效率快速提升，成本价格快速下降的驱动因素下，全球照明市场将发生结构性的变化。全球照明市场随着照明普及的推广逐年增加，2010-2020 年复合增长率在 5-7% 之间，据相关机构统计预测 2015 年前后将达到 1,150 亿美元，2020 年将达 1,590 亿美元市场规模，其中自 2010 年开始 LED 照明应用渗透加速，2010-2016 年复合增长率为 34%，将有 100 亿美元规模达到近 600 亿美元规模，2016-2020 年复合增长率将逐渐下降至 13%，2020 年达到 940 亿美元规模，渗透比例达 60%。

**图表 4：全球照明应用市场及 LED 照明市场规模（单位：亿美元）**


资料来源：IMS；麦肯锡；东方证券研究所

中国照明市场规模较小，2010 年在全球占比不足 15%，但 2011–2020 年将快速提升，2015 年前后将达到 20% 以上，届时将达到近 400 亿美元市场规模，超过欧美市场规模，中国 LED 照明渗透比率较低，规模较小，但是成长性较高，2010–2016 年复合成长率达 62%，届时市场规模将接近 90 亿美元，2016–2020 年复合成长率达 30%，2020 年可达约 260 亿美元的市场规模的

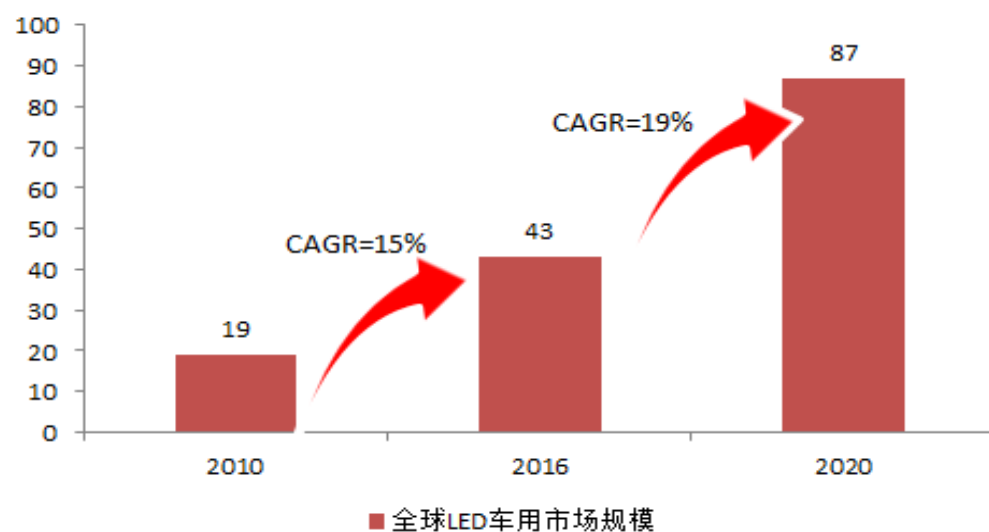
**图表 5：LED 照明应用爆发层次**



资料来源：东方证券研究所

LED 照明产品受各地区对价格敏感度、能源紧迫程度等因素影响，渗透必将是分层次的。从区域来看，日本 LED 照明市场推行速度优于全球，逐渐延伸至韩国、欧美等发达地区，并逐渐燃烧至台湾地区、香港地区乃至全球。从照明应用细分市场来看，长时间的工厂照明、商业照明需求先爆发，局部照明应用快速渗透，逐渐走向家庭功能性照明，直至主照明应用。从灯具类型来看，将从 1–5W 的小功率的射灯、筒灯、PAR 灯等逐渐向较大功率的球泡、条形灯等快速侵蚀。从时间进程来看，2011 年为 LED 照明的元年，2012–2013 年为商业照明的腾飞年，并向家居照明快速蔓延，2013 年后将成为照明成长主要动力。

**图表 6：全球车用 LED 市场规模变化趋势**



资料来源：Mckinsey；东方证券研究所

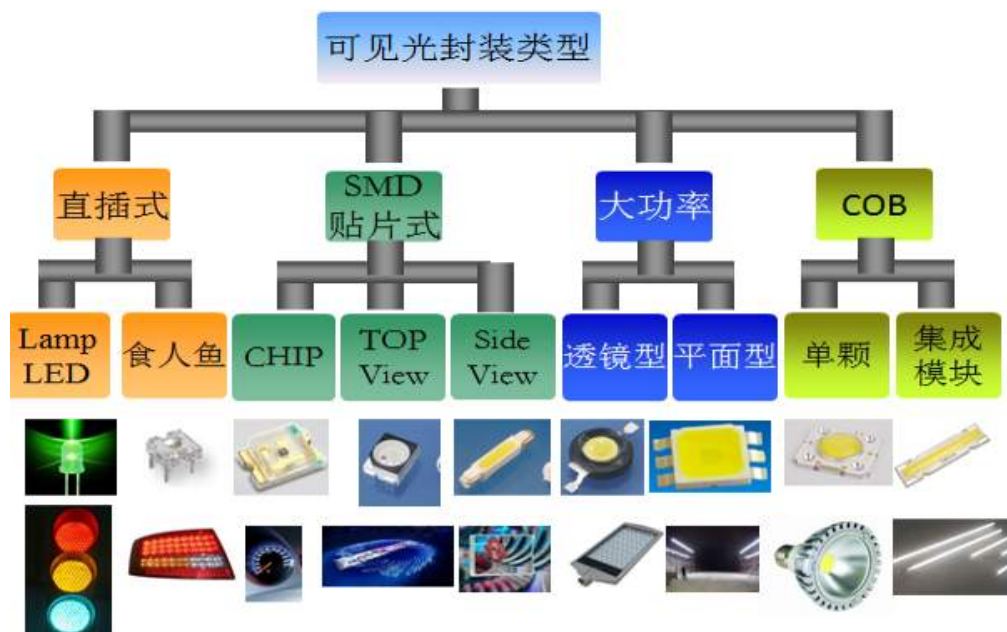


LED 车用照明市场是照明应用比较独特的应用领域，主要是因为车用照明在安全性、认证方面等要区别一般照明产品，通常要远高于普通照明产品的安全等级，同时认证标准、体系相对独立并且耗时较长，因此车用照明相对比较封闭，进入难度较大。2010 年全球车用照明市场约 150 多亿美元，LED 照明渗透比率达 12%，车内照明应用渗透比例较高，车外由高位制动、尾灯等相关应用，逐渐转向车头灯应用，2016 年 LED 车用照明市场约有 43 亿美元，渗透比例达到 20%，2010-2016 年复合成长率 15%，2016-2020 年复合成长率高达 20%，届时 LED 在车头灯的使用将快速发展，LED 车用照明渗透将达到 30% 以上。

## 2. 鸿利光电专注于白光 LED 领域

白光 LED 从封装类型上看，主要有直插式、SMD、大功率（High Power）、COB 类型，其中直插式主要有 LAMP、食人鱼式样，SMD 的有 CHIP-LED、TOP-VIEW 和 SIDE-VIEW 类型，大功率有透镜类型、平面性，COB 主要是大芯片单颗封装及多芯片集成封装。不同封装类型的 LED 应用种类也略有不同，LAMP 主要应用在信号灯、显示屏、号志灯及一些低端照明产品等；目前 SMD 应用最为广泛，可以应用在显示屏、照明、车用、背光等领域，大功率的主要是应用在照明产品，COB 也是主要应用在照明。

图表 7：白光 LED 主要封装类型及应用领域

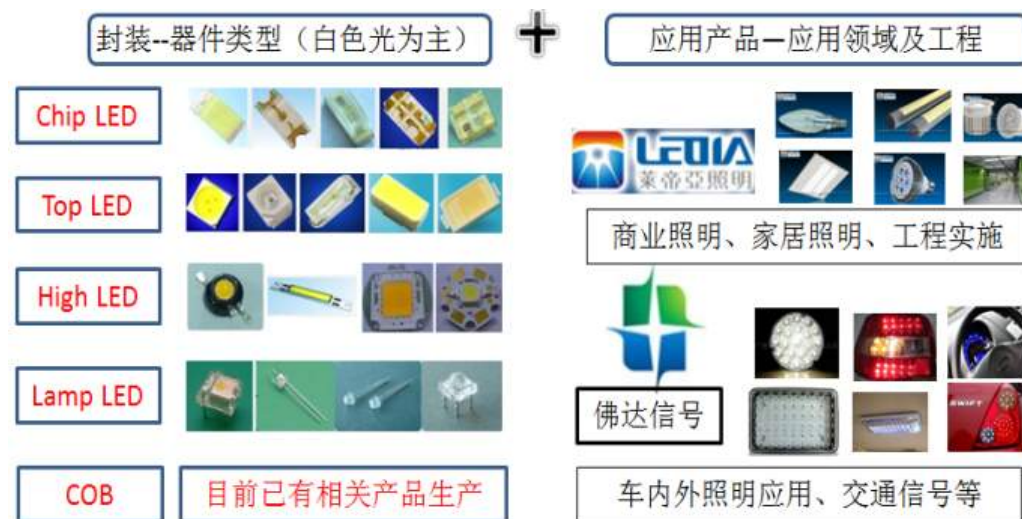


资料来源：东方证券研究所

鸿利光电 LED 封装产品类型涵盖整个产品系列。鸿利光电产品涵盖 LAMP、食人鱼、Chip-LED、Top-View、Side-View、透镜型、平面性及 COB 相关封装类型产品。从应用领域来看鸿利光电产品

可以应用在商业照明、景观照明、家居照明、车用照明、显示看板、背光照明，公司产品目前主要是应用在室内照明、车用照明、车载背光、景观照明等。

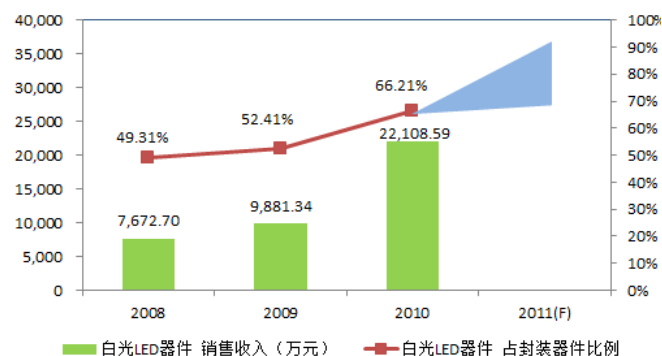
**图表 8：鸿利光电主要产品类型**



资料来源：公司网站；东方证券研究所

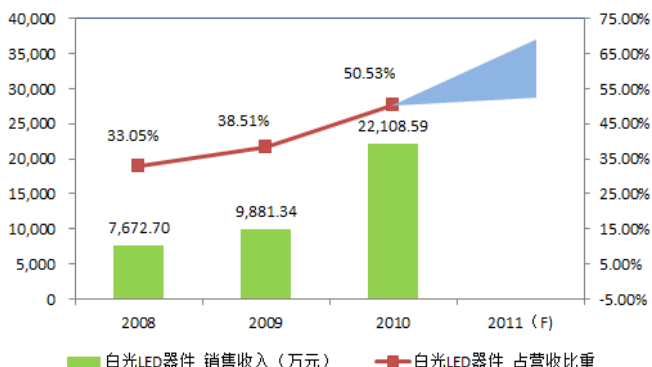
**白光 LED 器件营收比重逐年提升，应用领域快速拓展。**2008—2010 年，公司白光 LED 器件占器件销售比例逐年提升，截止至 2010 年达 66%，金额达 2.2 亿元，2010 年占总体营收比重超过 50%，预计 2011—2013 年随着应用领域的变化，根据公司的发展规划，白光 LED 器件销售收入在器件及总体营收比重中将持续增加，预计未来占器件营收比重将达到七至九成，占营业收入的六至七成。将是公司持续快速发展的主要产品。

**图表 9：白光 LED 器件销售占总器件销售比例**



资料来源：招股说明书，东方证券研究所

**图表 10：白光 LED 器件占总体营收比重**



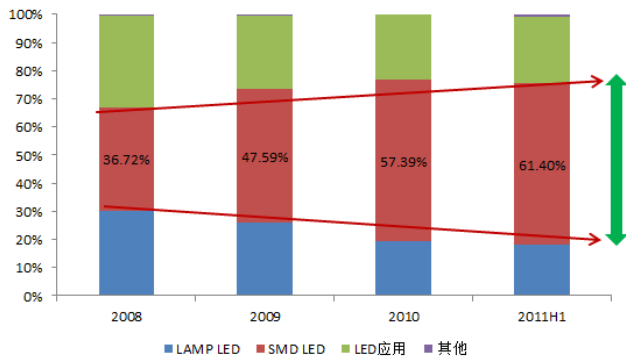
资料来源：招股说明书，东方证券研究所

从收入构成来看，公司收入主要来自 LAMP 器件、SMD 器件、LED 应用产品，其中应用最为广泛的 SMD 器件营收比重逐年增加，截止 2011 上半年，SMD 器件营收占总营收比重约 65%。未来 SMD 器件占总体器件的比例将逐年提升，其中 SMD 器件的从光色来看，主要有白光、红光、蓝光等，其中



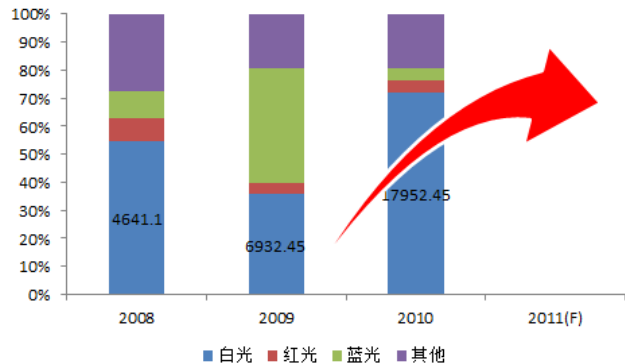
白光比例快速提升，2010 年占 SMD 器件总体的七成以上，预计随着商业照明市场的快速打开，其比还将逐年提升。

图表 11：鸿利光电主营业务收入构成



资料来源：招股说明书，半年报；东方证券研究所

图表 12：鸿利 SMD 器件分光色构成变化



资料来源：招股说明书，东方证券研究所

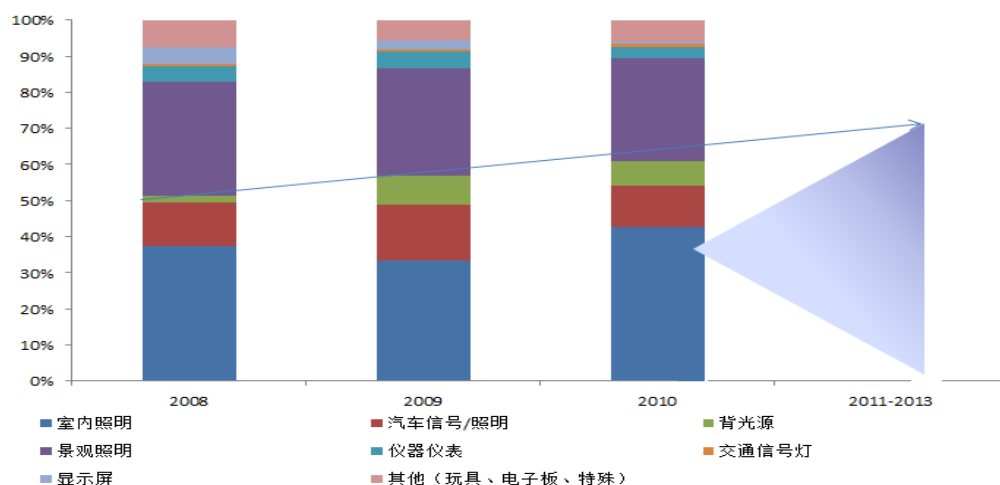
**白光LED 综合实力国内第一。**据统计截止至 2010 年底中国规模以上封装企业达 1,200 家，其中近 70% 的集中在珠三角，根据高工 LED 调查统计，从 2010 年的销售额及技术实力方面来看，在数百家 LED 封装企业中鸿利光电综合排名第一，技术实力排名仅次于瑞丰和杭科电子。2011 年公司通过上市募集相关资本，加快公司产品布局，加大在技术研发的投入，进一步稳固了白光 LED 在国内的领先地位。目前公司获得白光相关专利有 5 项，其中发明专利 1 项，实用新型专利 4 项，处于国内领先水平。

图表 13：国内白光 LED 封装企业综合排名

| 白光   | 企业名录        | 总分 | 销售得分 | 技术得分    |
|------|-------------|----|------|---------|
| NO.1 | 1 广州鸿利光电    | 92 | 67   | 25 NO.3 |
|      | 2 深圳瑞丰光电    | 90 | 62   | 28      |
|      | 3 杭州杭科电子    | 87 | 59   | 28      |
|      | 4 深圳万润科技    | 85 | 61   | 24      |
|      | 5 浙江中宙光电    | 84 | 62   | 22      |
|      | 6 宁波升普光电半导体 | 82 | 60   | 22      |
|      | 7 厦门信达光电科技  | 78 | 57   | 21      |
|      | 8 四川柏狮光电    | 59 | 49   | 20      |
|      | 9 佛山国星光电    | 67 | 45   | 22      |
|      | 10 深圳长方照明工业 | 60 | 42   | 18      |

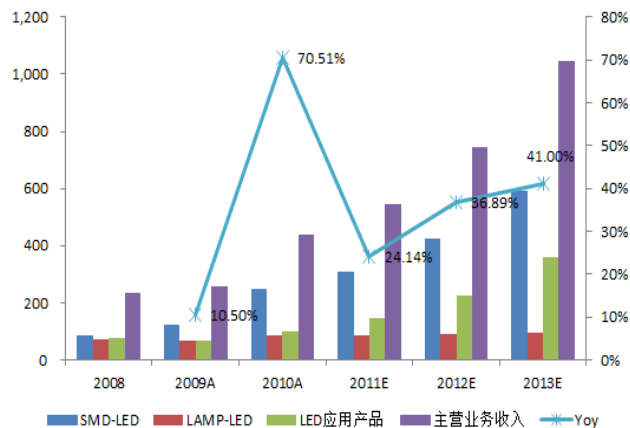
资料来源：高工 LED；东方证券研究所

应用领域专注于商业照明和车用照明领域。从公司的应用产品类型来看，公司有室内照明、车用照明（照明、信号、背光、车载等）、景观照明、交通信号灯、显示屏等，其中室内照明占比逐年提升，2010 年占比达 42%，车用照明相关产品占比近 20%，综合占比达六成，随着照明应用市场的快速成长，公司将加大在商业照明的拓展，前期积极通过 OEM 方式加强和传统照明厂商的合作，开拓市场。长期公司将着重渠道品牌的建设，维持公司持久的快速发展。

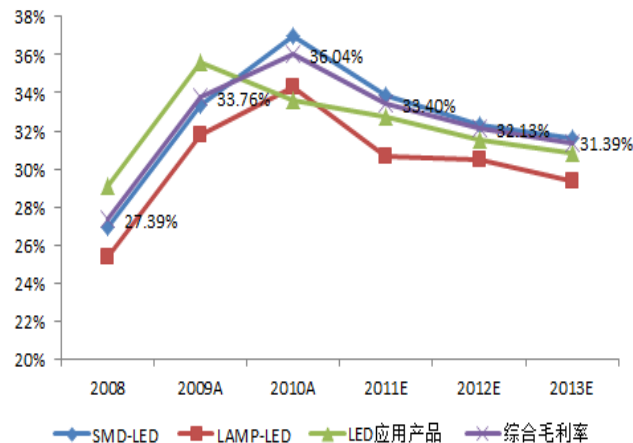
**图表 14：鸿利光电应用产品构成变化趋势**


资料来源：公司资料；东方证券研究所

得益于照明应用领域的快速增长及公司在白光 LED 方面的坚实基础，公司整体营业收入保持较快增长，尤其是 2010 年全行业快速增长阶段更是表现抢眼，2011 年由于受经济大环境的影响，行业整体增长快速下滑，预计公司仍旧有 24.14% 的增长，2012-2013 年随着整体环境的改善，LED 芯片成本的进一步下跌，商业照明市场将快速启动，公司将凭借技术及渠道品牌优势，同时募投资项目产能也将快速释放，满足终端市场需求。预计 2012、2013 年营业收入分别成长 36.89%、41.00%。

**图表 15：鸿利光电产品营业收入增长变化**


资料来源：招股说明书；东方证券研究所

**图表 16：鸿利光电产品毛利状况**


资料来源：招股说明书；东方证券研究所

2011 年由于市场原因，各方价格快速下跌，公司毛利率快速下滑，但是随着市场的稳定及照明市场的拓展，公司加大在照明应用端的投入，有效延伸产业链，提高整体控制能力，尤其公司积极构建 LED 照明产品渠道，并加强自主品牌建设，将有利维持公司较高毛利率。2011-2013 年的综合毛利率分别为 33.40%、32.13%、31.39%。

### 3. 渠道品牌的建设利于持续高速发展

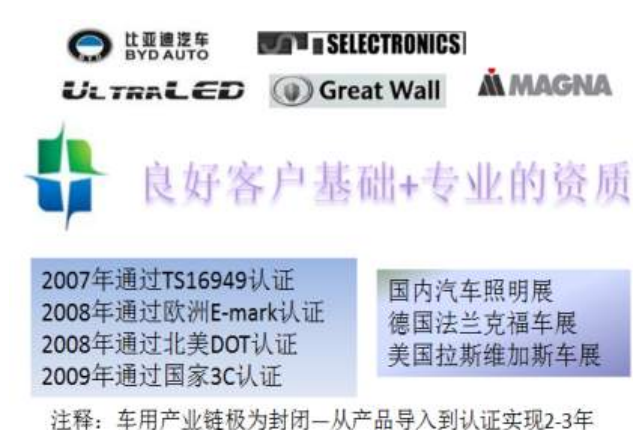
公司应用产品定位于商业照明和车用照明。LED 照明相关产品和应用市场的渗透是分层次的，从区域上来看，首先是电费较高、节能意识较强的发达国家日本、欧美地区逐渐向次发达及第三世界国家延伸，从应用领域方面，首先从价格敏感度较低的商业照明、回收周期短的工厂照明先开始替换，逐渐家用照明，目前公司定位于 2012 年快速爆发的商业照明及潜力巨大的车用照明市场。

图表 17：莱帝亚积极构建照明王国



资料来源：公司资料，东方证券研究所

图表 18：佛达信号车用 LED 成长可嘉



资料来源：公司资料，东方证券研究所

商业照明方面，子公司莱帝亚照明依托母公司鸿利光电封装制造优势，获得广州地铁、水立方、沃尔玛等相关照明示范项目。公司照明产品已获得美国 UL/CUL 认证、欧盟 CE 认证、ROHS 认证、美国电子测试实验室 ETL 认证、美国联邦通信委员会 FCC 认证等。并投入百万巨资积极构建渠道和品牌：目前已在全国中大城市完成相关网点布局，同时积极参加国际及各地区知名展会和论坛，提高知名度，招商加盟方面，通过大力优惠政策和培训服务构建稳固渠道。“莱帝亚”在 2010 年获得全国 LED 照明应用百强“第九名”，2011 年获得“慧聪网 2011 中国电子行业 LED 十佳企业”第三名的等荣誉称号。

车用照明方面，一般认证较为严格，从产品生产开始到获得认证一般需 2-3 年时间，目前公司控股公司佛达信号已经获得 TS16949、欧洲 E-MARK、北美 DOT 等相关认证，同时已同比亚迪、长城、麦格纳等车企建立合作，并提供相关 LED 车用产品，目前车头灯产品已成功供货于动车。随着 LED 车用照明市场的渗透加速，公司车用产品贡献将快速提升。

### 4. 盈利预测

关键假设：

虽然 2011 年 LED 行业受到经济大环境的影响，整体成长不如预期，但是 LED 照明方面却成长快速，预计 2011—2016 年复合增长率在 30% 以上，鸿利光电专注于白光 LED 制造生产，主要应用于照明领域，同时积极在终端照明应用领域布局，构建渠道和品牌，产品类型贴合照明渗透规律，逐渐向微笑曲线两端延伸，2011—2013 年我们的假设如下：

- 1、销售收入方面：公司主要收入按产品类型可分为三大类，主要是 LAMP、SMD、LED 应用产品，其中 LAMP 和 SMD 为器件，公司先前主要以 LAMP 为主，随着 LED 应用的变化逐渐转向 SMD 的生产，未来将持续加大 SMD 的生产，LAMP 保持谨慎态度，随着 LED 照明应用市场的打开，公司积极构建自主品牌和渠道，未来将快速放量。因此我们预计 2011—2013 年 LAMP 器件微幅成长，分别为 3.5%、3.9%、2.7%；SMD 的产品为未来公司发展重点，应用领域拓展迅速，未来将快速成长，2011 年受整体环境的影响较 2010 年下滑较多，但是 2012—2013 年照明市场的爆发将恢复快速成长，2011—2013 年分别成长为 23.1%、38.1%、39.3%；LED 应用产品方面主要定位在商业照明和车用照明方面，随着商业照明的爆发及车用的通道的打开，未来成长较为迅猛，2011—2013 年分别为 44.3%、54.7%、60.0%。
- 2、毛利率方面。公司专注于白光 LED 制造，白光 LED 占营收比重逐渐提升，此外白光 LED 毛利相对要高于其他光色。由于 LAMP 的应用领域较有限，技术方面较 SMD 低，竞争较激烈，价格下降幅度较快，2011—213 年 SMD 毛利率分别为 33.8%、32.8%、31.6%，LAMP—LED 的毛利率为 30.7%、30.5%、29.4%，LED 应用产品方面由于价格快速下降，2011—2013 年毛利率也将逐渐下滑，但是随着公司渠道和品牌的建立将逐渐稳定，2011—213 年分别为 32.8%、31.5%、30.8%。2011—2013 年公司的综合毛利受制于终端价格的快速跌价，呈现逐渐下降趋势，尤其是 2011 年将快速下降，但是随着市场的整合和品牌的建立，综合毛利将逐渐稳定，并保持相对高位，2011—2013 年分别为 33.4%、32.1%、31.4%。
- 3、期间费用方面。公司为积极筹备渠道建设，投入资金相对较大，预计 2011—2013 年会略有上升，分别为 8.7%、8.7%、8.7%。管理费用方面，公司自上市以来积极加强综合治理，管理方面更加有序，预计会略有下降，2011—2013 年分别为 9.0%、9.0%、9.0%，期间费用，由于管理费用的下降，并且公司刚上市，财务费用的贡献，整体呈现下降趋势，2011—2013 年分别为 17.2%、17.0%、17.3%。
- 4、企业所得税方面。母公司鸿利光电和子公司佛达信号享有高新技术企业优惠，适用 15% 的优惠税率，子公司莱帝亚照明由于成立不满三年，未满足高新技术企业申请资格，适用税率为 25%，并且其营业收入将快速增长，2011—2013 年公司综合税率按 15.2%、15.4%、15.8% 计算。

**图表 19：鸿利光电主营产品销售收入预测（单位：百万元）**

|          |      | 2009A  | 2010A  | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------|------|--------|--------|-------|-------|-------|
| SMD—LED  | 销售收入 | 122.0  | 249.8  | 307.5 | 424.6 | 591.6 |
|          | 增长率  | 43.2%  | 104.7% | 23.1% | 38.1% | 39.3% |
|          | 毛利率  | 33.4%  | 37.0%  | 33.8% | 32.3% | 31.6% |
| LAMP—LED | 销售收入 | 66.5   | 84.1   | 87.0  | 90.4  | 92.9  |
|          | 增长率  | -5.5%  | 26.5%  | 3.5%  | 3.9%  | 2.7%  |
|          | 毛利率  | 31.8%  | 34.3%  | 30.7% | 30.5% | 29.4% |
| LED 应用产品 | 销售收入 | 66.6   | 100.6  | 145.2 | 224.7 | 359.5 |
|          | 增长率  | -12.1% | 51.2%  | 44.3% | 54.7% | 60.0% |

|      |       |       |       |       |       |         |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|
|      | 毛利率   | 35.6% | 33.6% | 32.3% | 31.5% | 30.8%   |
| 其他   | 销售收入  | 1.5   | 2.9   | 3.4   | 3.8   | 4.3     |
|      | 增长率   | 76.0% | 97.5% | 14.1% | 11.9% | 14.4%   |
|      | 毛利率   | 71.6% | 84.8% | 90.1% | 89.3% | 90.8%   |
| 营业收入 |       | 256.6 | 437.5 | 543.1 | 743.5 | 1,048.3 |
|      | 增长率   | 10.5% | 70.5% | 24.1% | 36.9% | 41.0%   |
|      | 综合毛利率 | 33.8% | 36.0% | 33.3% | 32.1% | 31.4%   |
|      | 期间费用率 | 20.1% | 18.4% | 17.2% | 17.0% | 17.3%   |
|      | 销售费用率 | 9.6%  | 8.6%  | 8.7%  | 8.7%  | 8.7%    |
|      | 管理费用率 | 10.1% | 9.2%  | 9.0%  | 9.0%  | 9.0%    |
|      | 财务费用率 | 0.3%  | 0.6%  | -0.5% | -0.7% | -0.4%   |

资料来源：招股说明书：东方证券研究所

### 估值分析：

根据我们的估值模型，预计 2011—2013 年公司的营收分别为 5.43 亿、7.43 亿、10.48 亿，归属母公司所有者净利润分别为 7,200 万、9,200 万、11,800 万，预测全面摊薄后每股收益分别为 0.59、0.75、0.96 元。

我们选取 A 股上市公司洲明科技、雷曼光电、奥拓电子、瑞丰光电、联建光电、国星光电、勤上光电为比较对象：

**图表 20：可比公司 PE 估值水平**

| 证券代码     | 证券简称 | 11PE  | 12PE  | 13PE  |
|----------|------|-------|-------|-------|
| 300232SZ | 洲明科技 | 18.64 | 14.13 | 10.45 |
| 300162SZ | 雷曼光电 | 49.81 | 34.82 | 24.50 |
| 002587SZ | 奥拓电子 | 24.30 | 17.79 | 13.62 |
| 300241SZ | 瑞丰光电 | 72.00 | 18.43 | 13.35 |
| 300269SZ | 联建光电 | 27.65 | 20.67 | 15.25 |
| 002449SZ | 国星光电 | 27.54 | 21.14 | 17.03 |
| 002638SZ | 勤上光电 | 43.72 | 31.15 | 23.94 |
| 平均值      |      | 31.24 | 22.59 | 16.88 |

资料来源：WIND (2011/12/07)，东方证券研究所

可比公司 2011 年、2012 年的 PE 范围分别为 18.64—49.81 倍、14.13—34.82，平均值为 31.24 倍、22.59 倍，鸿利光电专注白光 LED 封装和应用，目前国内处于领先地位，产品布局贴合照明爆发节拍，未来随着照明应用市场的爆发，公司将快速成长，我们给予公司 2011 年 35 倍 PE，对应目标价为 20.65 元，首次给予公司买入评级。

## 5. 风险提示

- 1、受经济大环境的影响的风险。LED 行业整体的增长受经济整体影响较大，2012 年如果整体经济持续低迷，将影响 LED 行业终端产品需求，势必影响 LED 产业的增长。
- 2、公司经营战略及定位是否严格落实和执行的的风险。公司战略定位贴合 LED 产业的快速发展节拍，但是在战略实施方面，尤其是渠道和品牌的建立需要持续的落实和执行，公司领导能否严格落实和有效执行存在一定的风险。
- 3、行业竞争加剧，公司是否能保持行业领先地位的风险。随着 LED 的热络，新进入的竞争者越来越多，家电厂商、传统照明厂、传统电子大厂等纷纷抢进，公司能否持续保持行业领先地位存在一定风险。



**附表：财务报表预测与比率分析**

| 资产负债表          | 单位:百万元 |       |       |       |
|----------------|--------|-------|-------|-------|
| 会计年度           | 2010   | 2011E | 2012E | 2013E |
| <b>流动资产</b>    | 238    | 737   | 701   | 711   |
| 现金             | 73     | 528   | 399   | 300   |
| 应收账款           | 84     | 111   | 160   | 211   |
| 其它应收款          | 4      | 4     | 5     | 8     |
| 预付账款           | 3      | 9     | 14    | 14    |
| 存货             | 74     | 82    | 121   | 174   |
| 其他             | —      | 4     | 2     | 3     |
| <b>非流动资产</b>   | 142    | 220   | 411   | 629   |
| 长期投资           | 2      | 2     | 2     | 2     |
| 固定资产           | 105    | 148   | 300   | 497   |
| 无形资产           | 26     | 30    | 32    | 34    |
| 其他             | 9      | 39    | 76    | 95    |
| <b>资产总计</b>    | 380    | 957   | 1,112 | 1,340 |
| <b>流动负债</b>    | 163    | 176   | 231   | 329   |
| 短期借款           | 10     | 15    | 13    | 14    |
| 应付账款           | 80     | 99    | 148   | 204   |
| 其他             | 73     | 62    | 70    | 111   |
| <b>非流动负债</b>   | 28     | 51    | 56    | 62    |
| 长期借款           | —      | 15    | 15    | 15    |
| 其他             | 28     | 36    | 41    | 47    |
| <b>负债合计</b>    | 191    | 227   | 287   | 391   |
| 少数股东权益         | 1      | 3     | 7     | 13    |
| 股本             | 92     | 123   | 123   | 123   |
| 资本公积           | 36     | 471   | 471   | 471   |
| 留存收益           | 60     | 133   | 224   | 342   |
| 归属母公司股东权益合计    | 188    | 727   | 818   | 936   |
| <b>负债和股东权益</b> | 380    | 957   | 1,112 | 1,340 |

| 现金流量表          | 单位:百万元 |       |       |       |
|----------------|--------|-------|-------|-------|
| 会计年度           | 2010   | 2011E | 2012E | 2013E |
| <b>经营活动现金流</b> | 90     | 56    | 92    | 142   |
| 净利润            | 63     | 75    | 96    | 124   |
| 折旧摊销           | 12     | 14    | 20    | 30    |
| 财务费用           | 2      | —3    | —5    | —3    |
| 投资损失           | 0      | 0     | 0     | 0     |

| 利润表              | 单位:百万元 |       |       |       |
|------------------|--------|-------|-------|-------|
| 会计年度             | 2010   | 2011E | 2012E | 2013E |
| <b>营业收入</b>      | 438    | 543   | 743   | 1,048 |
| 营业成本             | 282    | 362   | 505   | 719   |
| 营业税金及附加          | 1      | 1     | 2     | 3     |
| 营业费用             | 38     | 47    | 65    | 91    |
| 管理费用             | 40     | 49    | 67    | 94    |
| 财务费用             | 2      | —3    | —5    | —3    |
| 资产减值损失           | 1      | 1     | 1     | 1     |
| 公允价值变动收益         | —      | —     | —     | —     |
| 投资净收益            | —0     | —0    | —0    | —0    |
| <b>营业利润</b>      | 73     | 85    | 109   | 143   |
| 营业外收入            | 2      | 4     | 4     | 4     |
| 营业外支出            | 0      | 1     | 0     | 1     |
| <b>利润总额</b>      | 75     | 88    | 113   | 147   |
| 所得税              | 12     | 13    | 17    | 23    |
| <b>净利润</b>       | 63     | 75    | 96    | 124   |
| 少数股东损益           | —      | 2     | 4     | 6     |
| <b>归属于母公司净利润</b> | 63     | 72    | 92    | 118   |
| EBITDA           | 88     | 97    | 125   | 170   |
| EPS (元)          | 0.69   | 0.59  | 0.75  | 0.96  |

| 主要财务比率      |        |        |        |        |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 会计年度        | 2010   | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
| <b>成长能力</b> |        |        |        |        |
| 营业收入        | 70.5%  | 24.1%  | 36.9%  | 41.0%  |
| 营业利润        | 129.7% | 15.7%  | 28.9%  | 30.8%  |
| 归属于母公司净利润   | 133.5% | 14.4%  | 26.7%  | 28.3%  |
| <b>获利能力</b> |        |        |        |        |
| 毛利率         | 35.6%  | 33.3%  | 32.1%  | 31.4%  |
| 净利率         | 14.5%  | 13.3%  | 12.3%  | 11.2%  |
| ROE         | 33.6%  | 10.0%  | 11.2%  | 12.6%  |
| ROIC        | 29.8%  | 9.0%   | 10.4%  | 12.0%  |
| <b>偿债能力</b> |        |        |        |        |
| 资产负债率       | 50.2%  | 23.7%  | 25.8%  | 29.2%  |
| 流动比率        | 145.6% | 418.1% | 303.8% | 216.2% |

|                |            |            |             |             |
|----------------|------------|------------|-------------|-------------|
| 营运资金变动         | 15         | -43        | -19         | -16         |
| 其它             | -1         | 14         | 0           | 8           |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>-72</b> | <b>-91</b> | <b>-208</b> | <b>-245</b> |
| 资本支出           | -72        | -91        | -208        | -245        |
| 长期投资           | -1         | -          | -           | -           |
| 其他             | 0          | -0         | -0          | -0          |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>29</b>  | <b>489</b> | <b>-13</b>  | <b>5</b>    |
| 短期借款           | -11        | 5          | -3          | 1           |
| 长期借款           | -15        | 15         | -           | -           |
| 普通股增加          | 69         | 31         | -           | -           |
| 资本公积增加         | 29         | 435        | -           | -           |
| 其他             | -43        | 3          | -10         | 3           |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>47</b>  | <b>454</b> | <b>-129</b> | <b>-98</b>  |

|                 |        |        |        |        |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| 速动比率            | 100.3% | 371.0% | 251.1% | 162.7% |
| <b>营运能力</b>     |        |        |        |        |
| 总资产周转率          | 1.5    | 0.8    | 0.7    | 0.9    |
| 应收账款周转率         | 5.8    | 5.4    | 5.3    | 5.5    |
| 应付账款周转率         | 4.2    | 4.0    | 4.1    | 4.1    |
| <b>每股指标 (元)</b> |        |        |        |        |
| 每股收益 (全摊薄)      | 0.52   | 0.59   | 0.75   | 0.96   |
| 每股经营现金流         | 0.73   | 0.46   | 0.75   | 1.16   |
| 每股净资产           | 1.53   | 5.92   | 6.67   | 7.63   |
| <b>估值比率</b>     |        |        |        |        |
| P/E             | 35.1   | 30.6   | 24.2   | 18.8   |
| P/B             | 11.8   | 3.1    | 2.7    | 2.4    |
| EV/EBITDA       | 24.8   | 22.5   | 17.4   | 12.8   |

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；  
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；  
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；  
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；  
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888\*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn