

鸿利光电(300219)调研报告

谨慎推荐

专注通用照明与汽车照明的国内领先白光 LED 封装企业

首次评级

信息技术/电子元器件

发布时间：2011 年 12 月 21 日

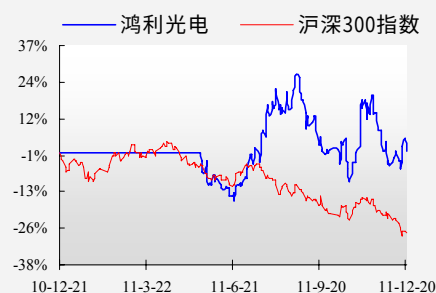
投资要点：

- **通用照明和汽车照明增速快：**LEDinside 数据显示，全球 LED 各应用领域中通用照明与汽车照明领域为目前增速最快的领域。
- **国内领先的白光 LED 封装企业：**公司技术领先，相对具有一定规模优势，产品质量优良，竞争力强，是国内领先的白光 LED 封装企业。
- **专注通用照明，受益于市场的启动：**公司设立子公司深圳莱蒂亚负责 LED 照明产品销售，目前销售的通用照明产品主要包括 LED 灯条、日光灯、筒灯、面板灯、射灯等。预计 2011 年，公司照明应用产品实现销售收入将超过 7000 万元，产品毛利率保持在 30%以上。
- **发力汽车照明，提升公司赢利能力：**公司设立福达信号设备子公司负责 LED 照明产品销售，目前销售的汽车照明产品主要包括汽车前照灯、尾灯及警灯等产品。预计 2011 年，公司汽车照明应用产品实现销售收入将超过 3000 万元，产品毛利率高于 30%。
- **投资建议：**我们认为由于目前行业需求没有明显扩充，LED 封装厂商数量众多，竞争加剧，封装产品价格 in 第四季度将继续下行，导致公司毛利率下滑趋势还将继续。预期公司 2011-2013 年 EPS 值分别为 0.58 元、0.75 元、0.96 元，当前股价对应动态 PE 分别为 32、25、19 倍，首次给予“谨慎推荐”评级。
- **风险提示：**市场竞争日益激烈，产品价格继续下降，下游需求低于预期等。

业绩预测：

	主营收入 (百万元)	增长率 (%)	归属母公司 净利润 (百万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2010A	435	39.65	63	27.83	0.50	33.46	36.8	
2011E	581	33.56	71	13.52	0.58	9.85	31.7	
2012E	802	37.87	92	29.43	0.75	11.57	24.5	
2013E	1097	36.83	118	27.57	0.96	13.22	19.2	

走势图



市场数据

2011-12-20

收盘价：	18.39 元
52 周最高价：	23.75 元
52 周最低价：	15.30 元
平均持仓成本：	18.75 元

基本数据

2011Q3

总股本 (亿股)：	12,273
流通 A 股 (亿股)：	12,273
每股收益 (元)：	0.42
每股净资产 (元)：	5.75
每股经营现金流 (元)：	-0.08
市净率：	3.20

分析师：吴娜；联系人：黄浩

执业证书编号：S0550511020004

TEL: (8621)6336 7000-241

FAX: (8621)6337 3209

Email: wun@nesc.cn

地址：上海市延安东路 45 号 20 楼

邮编：200002

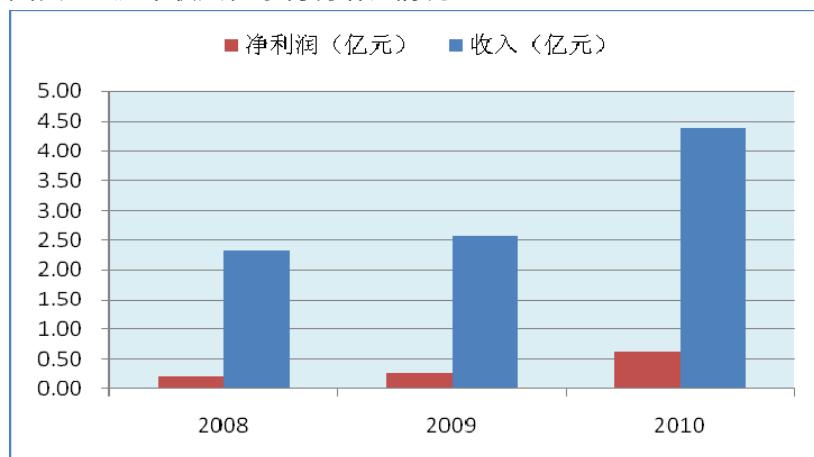
一、公司介绍

1.公司主营业务介绍

公司主要从事LED器件及其应用产品的研发、生产与销售，主要产品分为Lamp LED、SMD LED及其应用产品三大类。公司产品广泛应用于通用照明、背光源、汽车信号/照明、特殊照明、专用照明、显示屏等众多领域。

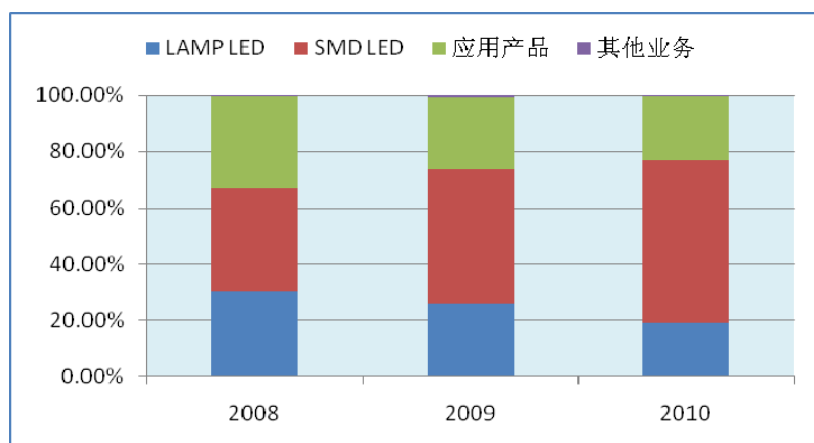
公司主营业务清晰，产品结构合理。2010年LED类产品销售收入达4.35亿元，占公司营收比例达99.3%。其中SMD LED产品销售收入达2.5亿元，超过Lamp LED产品与应用产品的销售收入。分析公司历年各类产品销售额在主营中的占比可以看出，公司低端Lamp LED类产品占比呈逐步下滑状态，而高端SMD LED呈稳步上升趋势。伴随的SMD LED产能的逐步扩张，公司高端产品在主营中占比将会持续扩大。

图表 1：历年收入和净利润增长情况



数据来源：公司年报，东北证券整理

图表 2：公司营业收入结构



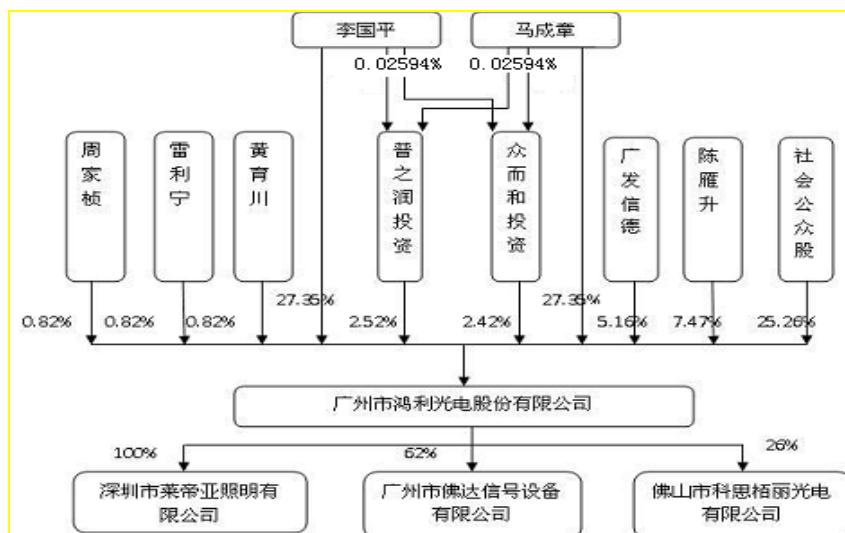
数据来源：公司年报，东北证券整理

2.公司股权结构

公司实际控制人为李国平和马成章，各分别直接持有公司 27.35%的股权，同时，

他们还分别通过广州市众而和投资咨询有限公司及广州市普之润投资咨询有限公司持有本公司 0.026%的股权，合计直接和间接持有公司 54.76%的股权，占绝对控股地位。

图表 3：公司股东结构



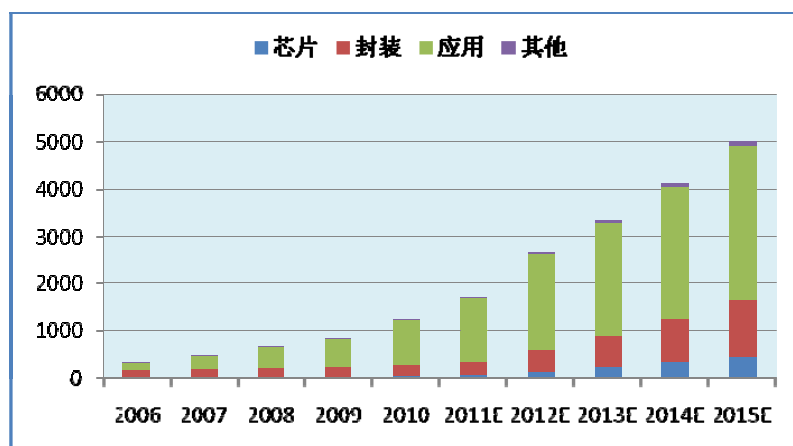
资料来源：公司公告，东北证券

二、LED 行业稳步发展

1.LED 市场规模稳步扩张

近年来随着城市化进程的推进，全球经济的复苏，传统照明的替换，高效环保照明的推广，LED 行业稳步发展。拓璞产业研究所数据显示，2010 年国内 LED 产值达 1252 亿元，预计 2015 年将增长到 5000 亿元。

图表4：国内LED市场规模预测

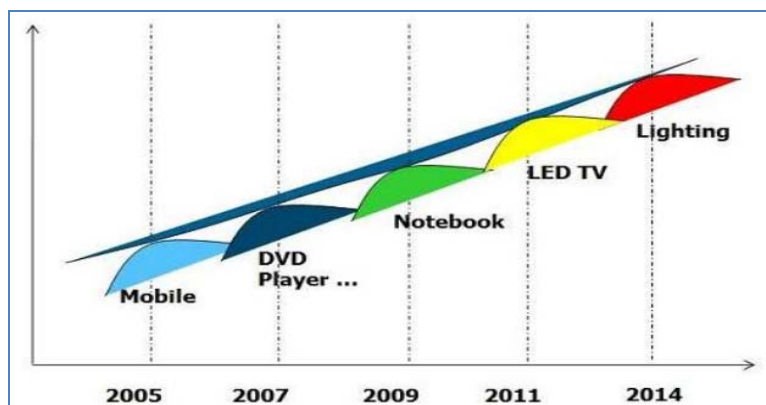


数据来源：拓璞产业研究所，Global Source，东北证券

随着发光效率的提升及性能的改进，LED的应用领域也在不断拓展。从早期的手机背光源、交通指示灯领域应用起步，逐步渗入到电脑背光源、汽车内部照明等领域，目前正

处于进入中大尺寸液晶面板背光源、通用照明及车灯等应用领域的关键时期，市场前景广阔。随着LED白光技术的日益成熟，LED照明取代传统第三代照明将是今后几年的主流趋势。LED具有节能、环保、寿命长等特点，无论从节约电能、降低温室气体排放的角度，还是从减少环境污染的角度，LED作为新型照明光源都具有替代传统照明光源的极大潜力。

图表5：2005-2014年LED应用趋势变化



资料来源：Display Search，东北证券

2.通用照明和汽车照明增速高

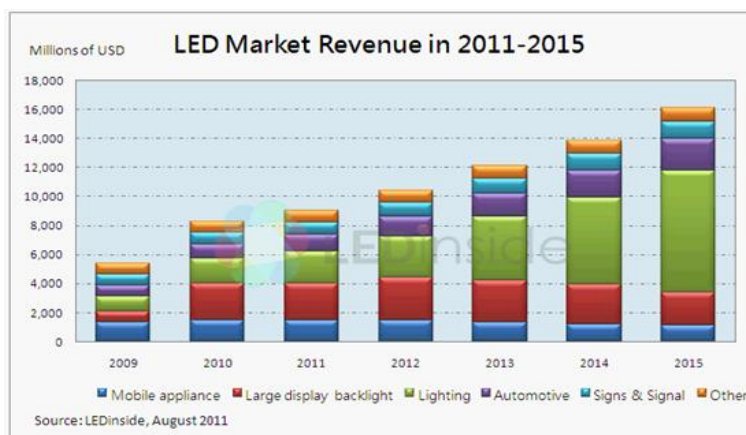
LED属于冷光源，具有体积小、耗电量低、寿命长、无污染、反应速度快、色彩纯度高优点，广泛应用于显示屏、通用照明、景观照明、汽车照明、电子产品背光源、信号照明、电器仪表等领域。LEDinside 数据显示，全球LED各应用领域中通用照明与汽车照明领域为增速最快的领域，将推动LED市场规模稳步增长。

图表6：LED产品主要应用领域



资料来源：东北证券

图表 7：全球 LED 市场规模及结构预测



数据来源：LEDinside，东北证券

通用照明可分为室外照明和室内照明两大类，其中室外照明中 LED 路灯市场快速增长，室内照明中低成本 LED 灯全面进入大众市场。在室外照明领域，与传统高压钠灯相比 LED 路灯具有节能、使用寿命长、显色性佳等优点，但仍存在散热性差与单价过高等问题，随着各国政府对环保问题的重视，LED 路灯渗透率将不断加大，市场快速增长。在室内照明领域，LED 日光灯单价远高于传统日光灯，前期将应用于商业与工业领域，随着成本进一步降低，将延伸至普通消费领域，全面进入大众市场。

车用 LED 照明产品一般分为车内照明产品和车外照明产品，具体分类标准及性能要求如下图所示。目前，LED 产品正由要求相对较低的车内照明拓展至要求较高的车外照明（尤其是前照灯）。在汽车照明上应用可以节约油耗、降低运行成本，减轻消费者负担，并提升了汽车的运行经济性、使用安全性及外表美观度。目前国外汽车厂商已纷纷推出配有 LED 灯具的新款轿车吸引消费者，LED 车灯已成为汽车电子产品中的新生力量。

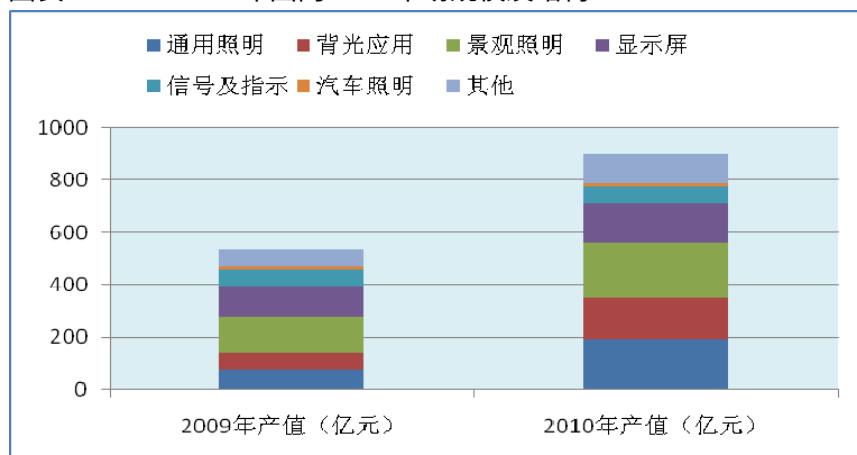
图表 8：LED 汽车照明产品分类

	车内照明	车外照明
应用产品	仪表板、导航系统等指示灯与背光显示、顶灯、后备箱照明灯、门槛灯及阅读灯等。	尾灯、第三刹车灯、转向灯、雾灯、倒车灯和中央高位刹车灯（CHMSL）、前照灯等。
性能要求	与手机、PDA 等消费产品相类似，但对 LED 角度、色差、亮度、电流等光学、电学性能一致性和可靠性要求更高	-40℃-125℃环境温度下高可靠运行；电光学的一致性、单色性好，同批产品的阈值电压不一致性小于 0.1V，色差小于 5 纳米；经 2000 小时（直流下工作）点亮实验后发光强度衰减要小于 20%；照明成本必须降至 10\$/klm 以下。
关键点	白光 LED 前照大灯以及 LED 车灯与 AFS（自适应车灯控制系统）结合为重点开发方向，关键是高效、大功率、高可靠性的 LED 组件研究、车灯与特殊的散热技术和光学设计。	

资料来源：公司招股说明书，东北证券

国家半导体照明工程研发及产业联盟统计数据显示，国内市场中 2009 年通用照明产值达 75 亿元占 LED 照明总产值的 14%，仅次于景观照明和显示屏，2010 年产值达 190 亿元，占比上升至 21%，仅次于景观照明，增速快；汽车照明 2009 年产值为 12 亿元，占比为 2%，2010 年产值为 15 亿元，占比与 2009 年持平，目前处于萌芽阶段，随着下游汽车产业的发展将加大对 LED 照明的需求。

图表 9：2009-2010 年国内 LED 市场规模及结构



数据来源：国家半导体照明工程研发及产业联盟，东北证券

3.LED 产业链分析

LED 产业链大致可分为上游、中游、下游及应用四部分。上游是蓝宝石、硅、碳化硅、氮化镓等原材料供应商。中游是 LED 芯片制造厂商，其中外延片制造是 LED 芯片制造的关键。下游是 LED 芯片封装厂商，随着大功率和白光 LED 这两类产品比重的提高，封装业的总体利润水平有了较大的提升。应用是 LED 组件制造厂商，在所有应用领域中，以通用照明、背光照明等领域要求高，而成为 LED 产品的主要市场。

图表 10：LED 产业链



资料来源：东北证券

三、公司是国内领先的白光 LED 封装企业

1. 技术领先

公司拥有国内领先的白光LED和大功率器件封装技术。公司LED封装技术、特别是白光LED封装技术先进。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。

图表 11：公司已授权发明专利

序号	专利名称	专利申请日	授权公告日	专利号	专利期限
1	防水柔性 LED 灯发光带单元及其制造方法	2008-12-31	2010-3-24	ZL200810220758.0	20 年
2	一种实现动态白光的调节方法及其应用灯具	2008-12-26	2010-8-11	ZL200810220499.1	20 年
3	设置于倒车镜内的 LED 侧转向灯及其工作方法	2008-7-29	2010-11-10	ZL200810029837.3	20 年
4	一种拖车 LED 感应灯警示系统	2009-3-6	2011-2-9	ZL200910037619.9	20 年

资料来源：公司招股说明书，东北证券整理

2. 规模优势明显，竞争力强

根据国家半导体照明工程研发及产业联盟统计数据显示，公司2008-2010年占全国LED封装销售额的市场占有率均位居国内前三甲，分别为1.25%、1.26%和1.75%，呈现逐年上升的态势。

根据高工LED产业研究所统计数据显示，2009-2010年在国内LED封装企业竞争力排名中，公司连续两年位居前两名；2010年全国照明用白光LED封装企业竞争力排名中，公司竞争力总得分为92分，位居第一名；2011年上半年国内LED上市公司竞争力排名中，公司位居第三名。

3. 产品品质优良

公司LED产品在稳定性、显色指数（CRI）及发光效率（LM/W）等方面的指标均处于国内领先水平，具体见图表12。

图表 12：公司产品性能指标

项目	鸿利光电 (产业化水平)	国际较高水平 (产业化水平)	国内较高水平 (产业化水平)
稳定性	6000 小时光衰≤6%，1000 小时 0 光衰（引脚温度 50-60℃条件下）	6000 小时光衰≤6%，1000 小时 0 光衰（引脚温度≤85℃条件下）	6000 小时光衰≤10%，1000 小时光衰≤3%（引脚温度 50-60℃条件下）
显色指数（CRI）	>80Ra	>80Ra	>80Ra
发光效率（LM/W）	100-110	120	90-100

资料来源：公司招股说明书，东北证券整理

四、公司专注于通用照明和汽车照明领域

1. 专注通用照明，受益于市场启动

公司设立子公司深圳莱蒂亚负责 LED 通用照明产品销售，目前销售的产品主要包括 LED 灯条、日光灯、筒灯、面板灯、射灯等。预计 2011 年，公司照明应用产品实现销售收入将超过 7000 万元，产品毛利率保持在 30%以上。莱蒂亚公司厂房是租赁所得，公司已经在广州筹建照明工业园，预计明年 5 月将投入使用，届时照明子公司将搬迁至工业园内。

图表 13：公司通用照明产品目录

器件类别	外形特征	图片示例	主要用途
LED 灯条	软板类、产品薄，并可任意弯曲，连接长度可达 30 米		家居装饰照明，局部照明等
	硬板类、可平贴在物体表面，可进行无缝对接		
LED 日光灯管	铝外壳，与传统日光灯尺寸相同		室内照明
LED 筒灯	金属外壳，表面烤漆		室内外照明
LED 面板灯	金属外壳，多孔散热		室内外照明
LED 射灯	金属压铸外壳，风型散热		室内局部照明

资料来源：公司招股说明书，东北证券整理

公司各类照明产品中，80%以上均为出口销售，内销比例低，公司预计明年农村市场需求量增大，后续将加大国内市场开拓。公司计划在市场开拓方面摸索 3 年左右的时间。现阶段，公司在每个国内一线城市派出大约 5 人左右的工作小组，重点拜访当地大型的品牌代理商和渠道销售商，并逐步在当地建立起公司信息集合点和销售集合点，努力为公司产品打开新的渠道。通过渠道的扩充和完善提升公司的销售业绩。

2. 发力汽车照明，提升公司赢利能力

公司设立福达信号设备子公司负责 LED 照明产品销售，目前销售的汽车照明产品主要包括汽车前照灯、尾灯及警灯等产品。预计 2011 年，公司汽车照明应用产品实现销售收入将超过 3000 万元，产品毛利率高于 30%。

公司各类汽车照明产品中，出口销售比例达 80%以上，内销比例低。公司汽车照明国内的主要客户包括长城汽车、比亚迪等国内主流汽车制造厂商，公司还和动车制造厂商保持联系，为和谐号动车组提供 10 辆车用 LED 灯泡，并得到客户的一致好评。随着汽车厂商对 LED 照明产品需求的增加，公司赢利能力将有望得到进一步提升。

图表 14：公司汽车照明产品类型



资料来源：东北证券整理

四、结论

1. 通用照明和汽车照明增速快：全球 LED 各应用领域中通用照明与汽车照明领域为目前增速最快的领域，将推动 LED 市场规模稳步增长。国内市场中通用照明 2010 年产值达 190 亿元，占比上升至 21%，仅次于景观照明。汽车照明 2010 年产值为 15 亿元，处于萌芽阶段，随着国内汽车产业的发展将加大对 LED 照明的需求。

2. 国内领先的白光 LED 封装企业：公司技术领先，相对具有一定规模优势，产品质量优良，竞争力强，是国内领先的白光 LED 封装企业。

3. 专注通用照明，受益于市场的启动：公司设立子公司深圳莱蒂亚负责 LED 照明产品销售，目前销售的通用照明产品主要包括 LED 灯条、日光灯、筒灯、面板灯、射灯等。预计 2011 年，公司照明应用产品实现销售收入将超过 7000 万元，产品毛利率保持在 30%以上。

4. 发力汽车照明，提升公司赢利能力：公司设立福达信号设备子公司负责 LED 照明产品销售，目前销售的汽车照明产品主要包括汽车前照灯、尾灯及警灯等产品。预计 2011 年，公司汽车照明应用产品实现销售收入将超过 3000 万元，产品毛利率高于 30%。

五、投资建议

我们认为由于目前行业需求没有明显扩充，LED封装厂商数量众多，竞争加剧，封装产品价格第四季度将继续下行，导致公司毛利率下滑趋势还将继续。公司的产品主要集中在通用照明和汽车照明领域，赢利能力较好，但处于产业链中的下游和应用环节，成本优势不明显。

由于LED封装及应用环节进入门槛低，参与公司众多，长期来看行业毛利率将持续下降。我们预测公司2011-2013 年公司EPS 分别为0.58元、0.75元、0.96 元，当前股价对应动态PE分别为32、25、19倍，首次给予“谨慎推荐”评级。

风险提示：市场竞争日益激烈，产品价格持续下降，下游需求低于预期等。

图表15：公司营收预测

利润表(百万元)

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	435	581	802	1097
营业成本	281	390	545	757
营业税金及附加	1	1	2	3
销售费用	38	50	69	95
管理费用	40	54	74	101
财务费用	2	2	2	2
资产减值损失	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	72	84	109	139
营业外收支	2	0	0	0
利润总额	175	130	150	172
所得税费用	12	13	16	21
归属于母公司净利润	63	71	92	118
少数股东损益	-1	0	0	0
EPS(元/股)	0.50	0.58	0.75	0.96

数据来源：东北证券

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益；

同步大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平；

落后大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上；

谨慎推荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%；

中 性：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间；

回 避：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。