



长城证券
GREAT WALL SECURITIES

证券研究报告

背光和照明双引擎发展

——瑞丰光电(300241)调研简报

分析师

袁 琦 021-61680354

执业证书编号 S1070512010001

投资评级: 推荐 (首次)

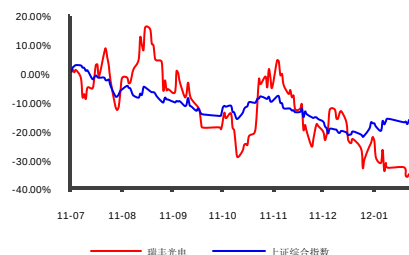
市场数据

目前股价	12.28
总市值(亿元)	13.14
流通市值(亿元)	3.3
总股本(万股)	10700
流通股本(万股)	2700
12个月最高/最低	22.71/11.88

公司盈利预测

	2011E	2012E	2013E
营业收入	303	393	501
(+/-%)	16.0%	29.6%	27.5%
净利润	33	52	66
(+/-%)	-24.5%	56.1%	27.7%
摊薄 EPS	0.31	0.48	0.62
PE	39.8	25.5	20.0

股价表现图



数据来源: WIND 资讯

要点:

- **投资建议:** 公司专注于 LED 中游封装领域, 中大尺寸背光 LED 和照明 LED 是公司两大核心业务。在中大尺寸背光 LED 领域, 瑞丰光电是国内少数可批量供货的公司之一。照明产品目前价格下降明显, 未来将持续激发市场需求。我们预计公司 2011 年销售收入为 3.03 亿元, 净利润 3322 万, 预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.31、0.48 和 0.62 元, 公司目前股价对应的市盈率分别为 39.8 倍、25.5 倍和 20.0 倍。给予公司“推荐”的投资评级。
- **中大尺寸背光 LED 领域: 目前国内少数可批量供货的公司之一。**

1. 中大尺寸背光 LED 是公司的特色产品, 瑞丰光电是该领域国内少数可批量供货的公司之一。但这一块目前收入规模较小, 目前大尺寸背光 LED 主要客户是康佳 (康佳是公司二股东), 2011 年前三季度康佳约贡献 2000 万元销售额, 约占瑞丰光电大尺寸背光产品的 90%。公司和长虹、创维也已接触较长时间, 已开始小批量试产 (主要面向 40 寸背光)。在中大尺寸背光领域, 瑞丰和国内厂商相比, 具备较强的技术优势和客户优势。

2. 随着国内市场 LED 液晶电视和显示器的渗透率提高 (LED 液晶电视 2011 年渗透率超过 40%, 预计 2012 年将超过 60%), 国内各电视厂商和显示器厂商纷纷扩大 LED 背光模组的生产。瑞丰光电作为该领域国内少数可批量供货的公司之一, 同时考虑到国内液晶电视背光 LED 的巨大市场规模, 瑞丰光电在中大尺寸背光的增长, 是公司未来主要看点, 我们将持续跟踪其进度。

- **照明 LED 业务: 受下游产品降价影响明显。**

1. 由于 2011 年照明市场终端产品的价格持续下降, 同时销量没有显著提升, 照明业务收入增速有所放缓。2011 年主流的 0.5W 和 1W 的 LED 灯泡产品降价明显, 2011 年第四季度下降了 5-10%, 2011 全年降幅接近约 30-40%。预计 2012 年降价速度将趋缓, 但降幅仍在 10% 以上。随着 LED 产品发光效率的提升和价格的进一步下降, 2012-2013 年间 LED 产品将随着性价比的优势和市场需求的提升, 迎来量价齐升的局面。

2. 公司照明业务全部 90% 以上为直销方式, 客户多为国内中小型 LED 照明应用企业, 客户较为分散且规模较小。瑞丰光电凭借产品的技术和

性能优势，为客户提供一体化照明解决方案。

● 上游LED芯片大幅降价。

1. 2009-2010年第三季度受LED封装企业狂热投资的影响，LED芯片价格开始下降，每季度降价幅度约为5%-7%，2010年第四季度后，因受国内大量已投资的芯片厂开始批量供货及进口芯片不断增多影响，每季度LED芯片降价幅度达到10%-20%，有些厂商甚至降价超出20%，芯片价格呈现明显下降趋势。
2. 国内芯片的平均降价幅度要远高于进口芯片（包括欧美、日本、韩国、台湾芯片）。2009-2011年11月国内芯片价格年均降幅为32%左右，进口芯片平均降价幅度只有18%左右。预计2012-2013年国内LED芯片价格仍会持续下降，或可能达到15%-20%，且仍以中低端芯片降价最为明显。
3. 公司的芯片80%从台湾晶元采购，由于背光源LED产品对稳定性和一致性要求很高，国内产品不同批次一致性会有不同。台湾产品的价格虽然比国内同类公司高出20%-30%，但具有很好的稳定性和一致性。

- **募投项目大幅提高产能。**公司本次募投项目新增产能的两个项目均由全资子公司宁波瑞康实施，募投项目建设完成后达产期为3年，第1年达产60%，第2年达产80%，第3年达产100%。达产后，中大尺寸LCD背光源LED项目预计年均贡献销售收入1.64亿元，净利润4100万元；照明LED项目预计年均贡献销售收入2.78亿元，净利润5100万元。募投产能的释放将显著提升公司未来2-3年营收水平，增强公司的整体实力。公司原产能总计约2000KK，募投完成后实际产能可达到4500KK。

表 1：公司产能情况

产能（KK）	募投前产能	新增产能 （募投项目）	达产后产能
中大尺寸 LCD 背光源 LED	576	756	1332
照明 LED	1056	1350	2406
显示应用	230		
汽车应用	58		

资料来源：WIND, 长城证券研究所整理

- **专注封装领域，技术优势突出。**公司专注于LED中游封装领域，目前并不考虑进入上游芯片或下游应用领域。公司作为民营企业，董事长是技术出身，重视技术研发，技术部门由董事长亲自管理，公司吸引了一批大陆及台湾的高级技术人员。目前公司销售模式以直销为主，下游客户较为分散，未来公司可能进一步实施新战略。
- **风险提示：**行业竞争加剧，LED照明、LED电视需求持续低于预期。

附：盈利预测表

利润表（百万元）	2010A	2011E	2012E	2013E	主要财务指标	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	262	303	393	501	成长性				
营业成本	181	222	277	355	营业收入增长	40.1%	16.0%	29.6%	27.5%
销售费用	9	12	16	20	营业成本增长	31.8%	22.7%	25.2%	28.0%
管理费用	21	30	37	45	营业利润增长	104.1%	-24.6%	60.0%	28.0%
财务费用	-1	-1	1	2	利润总额增长	102.7%	-22.8%	56.1%	27.7%
投资净收益	0	0	0	0	净利润增长	100.0%	-24.5%	56.1%	27.7%
营业利润	51	38	61	78	盈利能力				
营业外收支	0	1	0	0	毛利率	31.0%	27.0%	29.5%	29.2%
利润总额	51	40	62	79	销售净利率	16.8%	10.9%	13.2%	13.2%
所得税	7	6	10	13	ROE	22.4%	6.7%	9.5%	10.8%
少数股东损益	0	0	0	0	ROIC	18.5%	8.6%	10.9%	12.1%
净利润	44	33	52	66	营运效率				
资产负债表（百万元）					销售费用/营业收入	3.5%	4.0%	4.0%	4.0%
流动资产	191	464	518	621	管理费用/营业收入	8.1%	10.0%	9.5%	9.0%
货币资金	36	229	258	288	财务费用/营业收入	-0.2%	-0.3%	0.3%	0.4%
应收帐款	44	106	98	125	投资收益/营业利润	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
应收票据	15	17	22	29	所得税/利润总额	14.1%	16.0%	16.0%	16.0%
存货	63	93	116	149	应收帐款周转率	6.1%	4.0%	3.8%	4.5%
非流动资产	105	154	176	172	存货周转率	3.9%	2.8%	2.6%	2.7%
固定资产	85	140	167	169	流动资产周转率	1.4%	0.9%	0.8%	0.9%
资产总计	296	618	694	793	总资产周转率	1.0%	0.7%	0.6%	0.7%
流动负债	85	108	132	165	偿债能力				
短期借款	14	14	14	14	资产负债率	33.7%	19.9%	21.1%	22.6%
应付款项	70	84	105	135	流动比率	2.24	4.29	3.92	3.76
非流动负债	15	15	15	15	速动比率	1.50	3.43	3.04	2.86
长期借款	14	14	14	14	每股指标（元）				
负债合计	100	123	147	180	EPS	0.41	0.31	0.48	0.62
股东权益	197	496	547	614	每股净资产	2.46	4.63	5.12	5.73
股本	80	107	107	107	每股经营现金流	0.10	-0.03	0.83	0.75
留存收益	117	389	440	507	每股经营现金/EPS	0.2	-0.1	1.7	1.2
少数股东权益	0	0	0	0	估值	2010A	2011E	2012E	2013E
负债和权益总计	296	618	694	793	PE	30.1	39.8	25.5	20.0
现金流量表（百万元）					PEG	3.51	0.71	0.92	-
经营活动现金流	8	-3	89	80	PB	5.0	2.7	2.4	2.2
其中营运资本减少	-54	-57	-2	-40	EV/EBITDA	0.68	0.70	0.42	0.31
投资活动现金流	-97	-70	-60	-50	EV/SALES	14.86	13.91	10.73	8.42
其中资本支出	-97	-70	-60	-50	EV/IC	0.12	0.09	0.08	0.07
融资活动现金流	26	266	0	0	ROIC/WACC	1.50	0.70	0.89	0.98
净现金总变化	-64	193	29	30	REP	0.08	0.14	0.09	0.07

注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润。

研究员介绍及承诺:

袁 璋: 3年实业工作经验, 4年行业工作经验, 复旦大学计算机系学士/英国杜伦大学金融硕士, 2011年加入长城证券研究所, 任电子行业分析师。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户（以下简称客户）提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。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他人作出邀请。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。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级: 强烈推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上;
推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间;
中性——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间;
回避——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上。

行业评级: 推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场;
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步;
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券销售交易部

深圳联系人

刘 璇: 0755-83516231, 13760273833, liux@cgs.com
马 珂: 0755-83516433, 13823795859, make@cgs.com
王 涛: 0755-83516217, 13808859088, wangt@cgs.com

北京联系人

杨 洁: 010-88366060-8865, 13911393598, yangj@cgs.com

上海联系人

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgs.com

长城证券研究所

地址: 深圳市福田区深南大道6008号特区报业大厦16层
邮编: 518034
传真: 86-755-83516207
北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦10层
邮编: 100044
传真: 86-10-88366686
网址: HTTP://WWW.CGWS.COM

