

乾照光电 (300102.sz)

LED 业务增长稳健，聚光太阳能有望超预期

惠毓伦 首席分析师 电话: 323
eMail: hyl6@gf.com.cn
执业编号: S0260511010003

彭琦 联系人 电话: 010-59136726
eMail: pengqi@gf.com.cn

公司业绩稳定增长，符合预期

2011 年全年，公司实现营业收入 3.77 亿元，同比上升 26.85%。毛利率由去年同期的 61.24% 下降到 59.98%；实现归属于上市公司股东的净利润 1.78 亿元，同比增加 29.70%，稀释后每股 EPS 为 0.6 元，每股经营活动产生的现金流量净额为 -0.07 元。其中，2011 年第四季度，公司实现营业收入 1 亿元。同比增加 13.03%，环比增加 6.16%。归属上市公司净利润为 0.47 亿元，同比增加 11.94%，环比增加 7.51%，稀释后每股 EPS 为 0.16。

太阳能电池有望成为公司新增长点

太阳能电池芯片制造行业技术和资金门槛高，进入壁垒大。目前，国内只有极少数企业具有生产空间用三结砷化镓太阳能电池外延片的能力，而公司在扬州和厦门各有 2 台 MOCVD 用于太阳能电池芯片的生产，且公司生产的空间用砷化镓太阳能电池的转换效率已经超过 29%，公司在国内三结聚光太阳能电池芯片技术上处于领先地位。

2011 年，公司太阳能电池产品营收较上年有大幅增长。随着国内太阳能电池市场的启动，公司可以灵活调节产能，从而实现快速增长。我们预测公司 2012 年至 2014 年公司 EPS 分别为 0.96, 1.35, 1.77 元，给予公司“买入”评级。

风险提示

LED 照明市场需求增长速度不如预期；未来政府补助取消或者减少；国外主要 LED 企业的竞争。

预测及评估

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	297.13	376.91	603.24	889.75	1236.34
增长率(%)	54.39%	26.85%	60.05%	47.50%	38.95%
EBITDA(百万元)	157.17	207.58	344.25	499.30	669.80
净利润(百万元)	137.11	177.84	282.07	399.67	521.43
增长率(%)	63.09%	29.70%	58.61%	41.69%	30.46%
每股收益(元)	1.16	0.60	0.96	1.35	1.77
市盈率	72.38	22.00	16.01	11.30	8.66
市净率	6.08	2.23	2.22	1.86	1.53
EV/EBITDA	55.27	14.62	10.36	7.03	5.01

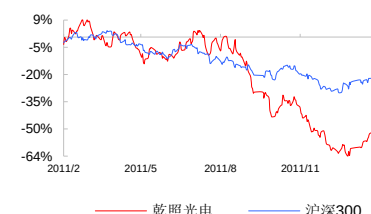
数据来源:厦门乾照光电股份有限公司财务报表,广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	15.31 元
合理价值	24.00 元
前次评级	无

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	16.25	-27.27	-81.42
沪深 300	1.46	-2.52	-20.90

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)	295/140
主要股东:	邓电明
主要股东持股比例	16.97%
流通 A 股比例	47.46%

财务比率

ROE	10.16%
ROA	10.02%
资产负债率	4.60%

2011 年报数据

事件描述

乾照光电于2012年02月21日发布了2011年年报。

表1：公司2011年度主要财务指标

	本报告期末	上年度期末	增减变动(%)
总资产	1,835,144,798.49	1,714,250,174.34	7.05%
归属上市公司股东的所有者权益	1,750,708,412.75	1,631,867,444.74	7.28%
每股净资产	5.93	13.83	-57.09%
	本报告期	上年同期	增减变动(%)
营业总收入	376,907,978.96	297,134,379.58	26.85%
毛利率(%)	59.98%	61.24%	-1.26%
营业利润	186,800,513.10	141,237,320.19	32.26%
利润总额	209,153,802.23	165,003,114.25	26.76%
归属于上市公司股东的净利润	177,840,968.01	137,112,387.74	29.70%
基本每股收益	0.60	1.16	-48.12%
摊薄每股收益(按最新股本)	0.60	0.46	29.70%
经营活动产生的现金流量净额	-21,101,414.35	86,098,110.15	-124.51%
每股经营活动产生的现金流量净额	-0.07	0.73	-109.80%

数据来源：公司公告、广发证券研发中心

2011年全年，公司实现营业收入3.77亿元，同比上升26.85%。毛利率由去年同期的61.24%下降到59.98%；实现归属于上市公司股东的净利润1.78亿元，同比增加29.70%，稀释后每股EPS为0.6元，每股经营活动产生的现金流量净额为-0.07元。其中，2011年第四季度，公司实现营业收入1亿元。同比增加13.03%，环比增加6.16%。归属上市公司净利润为0.47亿元，同比增加11.94%，环比增加7.51%，稀释后每股EPS为0.16。

目前，整个LED芯片制造行业还处于去产能周期状态中，但随着LED照明需求的不断提升，也给整个LED行业带来了乐观的信号。公司根据行业形势和实际情况，突出了两大核心竞争力。一方面继续加大大功率LED的研发和生产，另一方面继续加快空间太阳电池的生产和地面聚光太阳电池的研发和生产。由于红黄光芯片和聚光芯片可以在同一MOCVD设备进行转换，未来随着太阳能电池需求的提升和暖光照明市场的启动，公司可以按照市场需求灵活调整产能，实现业绩的快速增长。我们预测公司2012年到2014年公司EPS分别为0.96，1.35，1.77元，维持公司“持有”评级。

事件评论

公司 2011 年实现营业收入 3.77 亿元，同比上升 26.85%

2011年全年，公司实现营业收入3.77亿元，同比上升26.85%。主营业务成本为1.51，同比增加30.98%，报告期实现归属于上市公司股东的净利润1.78亿元，稀释后每股EPS为0.6元，每股经营活动产生的现金流量净额为-0.07元。

其中，2011年第四季度，公司实现营业收入1亿元。同比增加13.03%，环比增加6.16%。归属上市公司净利润为0.47亿元，同比增加11.94%，环比增加7.51%，稀释后每股EPS为0.16。

公司毛利率同比小幅下滑

报告期内公司毛利率为59.98%，与去年同期下降1.26%。其中2011年第四季度公司毛利率为52.20%，同比降低6.48%，环比降低8.89%。报告期间，公司销售费用本期较上年同期增加102万元，增加24.53%。主要是由于公司规模扩张导致员工增加所致；报告期间，公司管理费用本期较上年同期增加1024万元，增加29.45%。主要是由于公司办公和折旧费用大幅增加所致；报告期间，公司财务费用本期较上年同期减少328万元，减少1312.59%。主要是由于公司本年度银行活期存款利息收入大幅增加及本期无借款利息支出减少所致。

太阳能电池推动公司业绩增长

太阳能电池芯片制造行业技术和资金门槛高，进入壁垒大。目前，国内只有极少数企业具有生产空间用三结砷化镓太阳能电池外延片的能力，而公司在扬州和厦门各有2台MOCVD用于太阳能电池芯片的生产，且公司生产的空间用砷化镓太阳能电池的转换效率已经超过29%，公司在国内三结聚光太阳能电池芯片技术上处于领先地位。

2011年，公司太阳能电池产品营收较上年有大幅增长。随着国内太阳能电池市场的启动，公司可以灵活调节产能，从而实现快速增长。我们预测公司2012年到2014年公司EPS分别为0.96，1.35，1.77元，维持公司“持有”评级。

第四，风险提示

LED照明市场需求增长速度不如预期；未来政府补助取消或者减少；国外主要LED企业的竞争。

图 1：公司报告期营业收入和营业成本

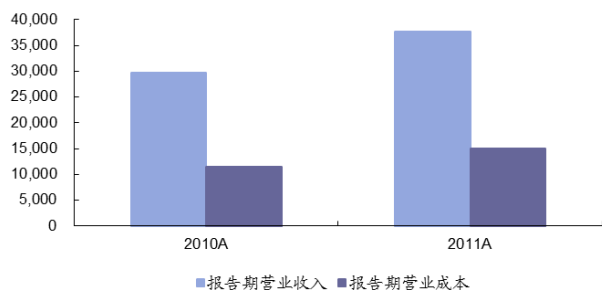
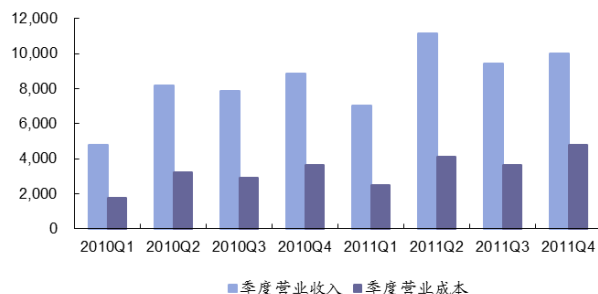


图 2：公司季度营业收入和营业成本



数据来源：WIND资讯、公司公告、广发证券研发中心

图 3：公司季度营业利润和净利润

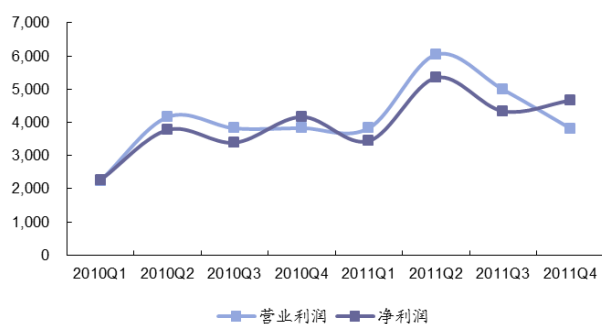
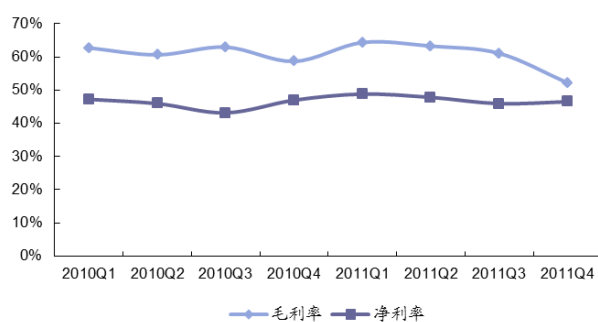


图 4：公司季度毛利率情况



数据来源：WIND资讯、公司公告、广发证券研发中心

图 5：公司季度期间费用情况

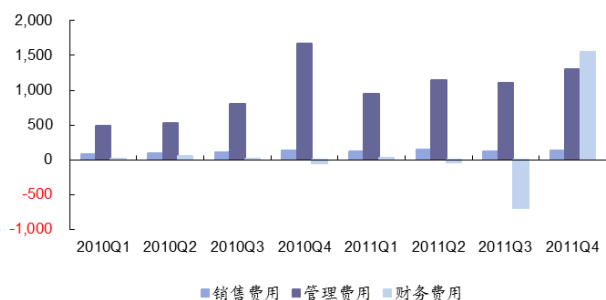
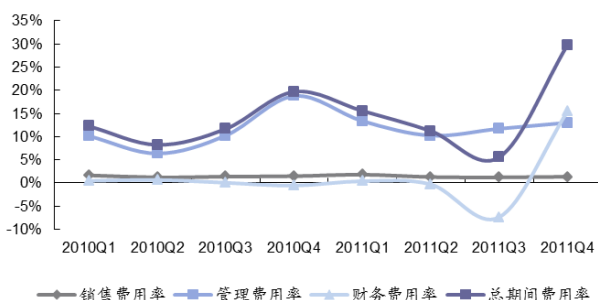


图 6：公司季度期间费率情况



数据来源：WIND资讯、公司公告、广发证券研发中心

资产负债表

单位：百万元

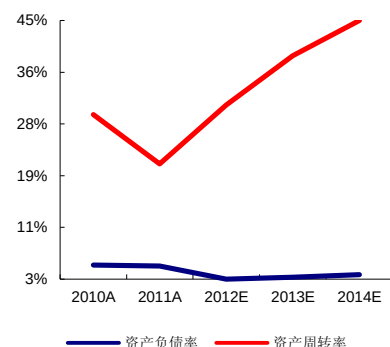
至 12 月 31 日	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	1,481	1,278	1,402	1,685	2,114
货币资金	1,238	877	948	1,006	1,158
应收及预付	201	269	360	533	741
存货	40	127	94	146	215
其他流动资产	2	4	0	0	0
非流动资产	233	557	683	818	937
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	211	506	634	768	886
在建工程	3	33	33	33	33
无形资产	15	15	17	17	18
其他长期资产	4	4	0	0	0
资产总计	1,714	1,835	2,085	2,502	3,052
流动负债	47	49	52	70	98
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	43	45	52	70	98
其他流动负债	4	3	0	0	0
非流动负债	35	36	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	35	36	0	0	0
负债合计	82	84	52	70	98
股本	118	295	295	295	295
资本公积	1,320	1,143	1,143	1,143	1,143
留存收益	194	312	594	994	1,516
归属母公司股东权益	1,632	1,751	2,033	2,432	2,954
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	1,714	1,835	2,085	2,502	3,052

利润表

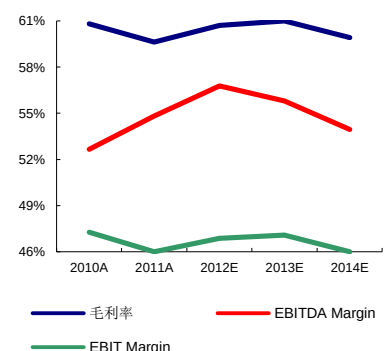
单位：百万元

至 12 月 31 日	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	297	377	603	890	1236
营业成本	115	151	235	343	491
营业税金及附加	2	2	7	10	14
销售费用	4	5	8	12	17
管理费用	35	45	70	105	145
财务费用	0	-3	-34	-40	-36
资产减值损失	3	12	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	4	22	5	6	7
营业利润	141	187	323	466	612
营业外收入	27	24	11	6	3
营业外支出	3	2	2	2	2
利润总额	165	209	332	470	613
所得税	28	31	50	70	92
净利润	137	178	282	400	521
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	137	178	282	400	521
EBITDA	157	208	344	499	670
EPS (元)	1.16	0.60	0.96	1.35	1.77

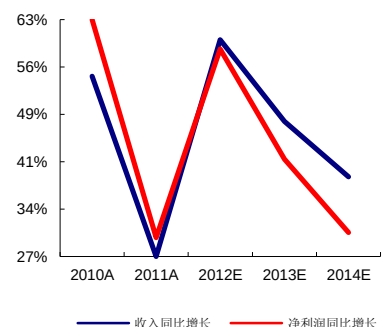
资产负债率趋势



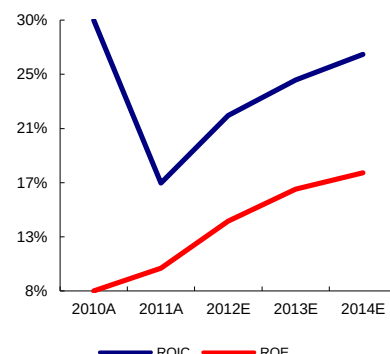
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

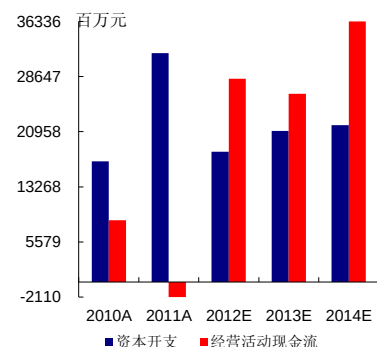
至 12 月 31 日	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	86	-21	284	262	363
净利润	137	178	282	400	521
折旧摊销	16	34	61	79	100
营运资金变动	-67	-223	-49	-207	-250
其它	0	-10	-10	-10	-8
投资活动现金流	-480	-393	-176	-204	-212
资本支出	-168	-319	-182	-211	-219
投资变动	-312	-73	5	6	7
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	1,229	-59	-36	0	0
银行借款	102	0	0	0	0
债券融资	-132	0	-36	0	0
股权融资	1,272	0	0	0	0
其他	-13	-59	0	0	0
现金净增加额	835	-473	71	58	152
期初现金余额	53	1,238	877	948	1,006
期末现金余额	888	765	948	1,006	1,158

主要财务比率

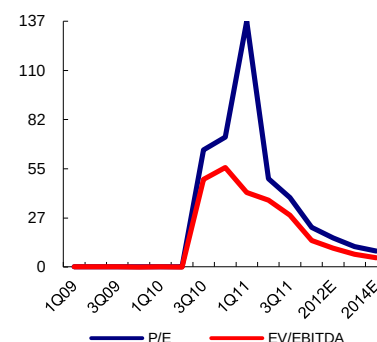
单位：%

至 12 月 31 日	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
成长能力					
营业收入	54.4%	26.8%	60.0%	47.5%	39.0%
营业利润	61.7%	32.3%	72.8%	44.4%	31.3%
归属于母公司净利润	63.1%	29.7%	58.6%	41.7%	30.5%
获利能力					
毛利率	61.2%	60.0%	61.1%	61.4%	60.3%
净利率	46.1%	47.2%	46.8%	44.9%	42.2%
ROE	8.4%	10.2%	13.9%	16.4%	17.7%
ROIC	29.7%	16.9%	22.2%	25.0%	27.0%
偿债能力					
资产负债率	4.8%	4.6%	2.5%	2.8%	3.2%
净负债比率	-75.8%	-50.1%	-46.7%	-41.4%	-39.2%
流动比率	31.26	26.28	26.94	24.05	21.64
速动比率	29.49	23.58	24.41	21.22	18.76
营运能力					
总资产周转率	0.29	0.21	0.31	0.39	0.45
应收账款周转率	2.68	2.15	2.30	2.30	2.28
存货周转率	4.13	1.81	2.50	2.36	2.29
每股指标 (元)					
每股收益	1.16	0.60	0.96	1.35	1.77
每股经营现金流	0.73	-0.07	0.96	0.89	1.23
每股净资产	13.83	5.93	6.89	8.25	10.01
估值比率					
P/E	72.4	22.0	16.0	11.3	8.7
P/B	6.1	2.2	2.2	1.9	1.5
EV/EBITDA	55.3	14.6	10.4	7.0	5.0

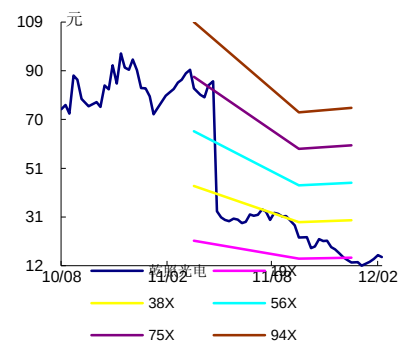
资本支出与经营活动现金流



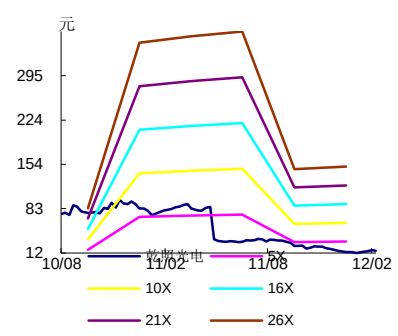
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发计算机行业研究小组

惠毓伦，分析师，中国科学技术大学计算机辅助设计硕士、计算机高级工程师，15 年计算机、光电、集成电路、军工领域工作和研究经历，11 年证券营业部和证券研究所从业经历。

彭琦，同济大学技术经济和管理硕士，7 年电子和半导体行业从业经验，曾就职于英特尔，泰科电子等公司。2010 年进入长江证券从事电子行业证券研究，2011 年 11 月加入广发证券。

樊飞，浙江大学光电系学士，香港大学电子计算机工程系哲学硕士，2011 年加入广发证券。

相关研究报告

广发证券—公司投资评级说明

买入(Buy): 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有(Hold): 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出(Sell): 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区民田路 178 号华融大厦 9 楼	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东南路 528 号 上海证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。