

2010-10-15

电子元件

基本面健康、估值压力大

中性

◇ 事件：第三季度结束，LED 行业业绩预测

◆需求旺盛和产能扩张促进行业上半年业绩增长

今年上半年，三安光电、士兰微、国星光电和联创光电四家公司的 LED 相关业务营业收入合计为 13 亿元，同比增长 70%；合计实现毛利润 4.3 亿元，同比增长 97%；毛利润率达到了 33%，比去年上半年提高了四个百分点。下游应用领域的旺盛需求促进了 LED 公司营业收入的大幅上涨。同时，各公司也在上半年扩充了产能，部分解决了产能瓶颈的问题。毛利润率提升的主要原因是 LED 芯片的供不应求遏制了价格下跌的趋势。

◆三季度业绩将继续增长、有望再创新高

第三季度是电子行业的传统旺季，我们认为支持上半年业绩增长的几个因素将继续发挥作用，下游各应用领域需求将继续增长，各厂商产能将进一步扩张，LED 芯片的供应在第三季度将持续紧张，芯片的价格也将继续维持强势，行业的业绩将能够再创新高。我们预计，五家 LED 公司在今年前三季度的累计净利润将达到近 8.2 亿元，同比增长 139%。

◆第三季度的大融资将为产能扩充做准备

在第三季度，LED 公司从市场上总共募集资金 35 亿元，超募金额高达 18 亿元。LED 公司在未来 2-3 年资金充足，这将为业绩增长而带来的固定资产和流动资金的投资提供先决条件。新上市的国星光电和乾照光电均决定利用超募资金进一步扩充产能。

◆政府在第三季度继续支持 LED 行业

9 月初，发改委等三部委联合发布了《关于组织申报半导体照明产品应用示范工程项目的通知》，本次示范工程虽然规模不大，但我们认为这将对整个 LED 照明行业的健康发展有着重要的意义。该工程将为相关企业积累应用经验，促进龙头企业的成长，从而提高行业集中度，并将促进行业统一标准的推广。

各地方政府对于 LED 行业的支持力度持续加大，对采购 MOCVD 的企业给予直接现金补贴。

◆行业当前估值高，给予中性评级

中国的 LED 行业发展前景光明，业绩将在未来 2-3 年保持强劲增长，我们认为行业基本面在未来几个月总体健康，但估值水平较高，给予行业“中性”评级。

在五个主要 LED 相关公司中，我们给予国星光电和乾照光电增持的评级，以及三安光电、士兰微和联创光电中性的评级。

公司	股价	每股收益 (元)				市盈率			评级
		09'	10'	11'	12'	10'	11'	12'	
国星光电	32.80	0.53	0.85	1.10	1.34	39	30	24	增持
乾照光电	74.13	0.71	1.18	2.32	4.30	63	32	17	增持
三安光电	43.15	0.32	0.93	1.44	2.07	46	30	21	中性
士兰微	22.02	0.18	0.57	0.74	0.85	39	30	26	中性
联创光电	14.34	0.10	0.23	0.35	—	62	41	—	中性

分析师：

赵磊 (执业证书编号：S0930209110229)

021-22169176

zhaol@ebsecn.com

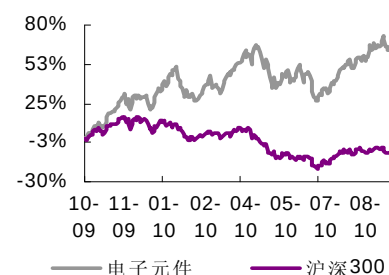
联系人：

蒯剑

021-22169311

kuaijian@ebsecn.com

行业与上证指数对比图



相关报告：

照明应用日益成熟，LED 行业前景光明 2010-09-20

SMD LED 核心业务增长强劲，短期存货压力将减缓 2010-08-12

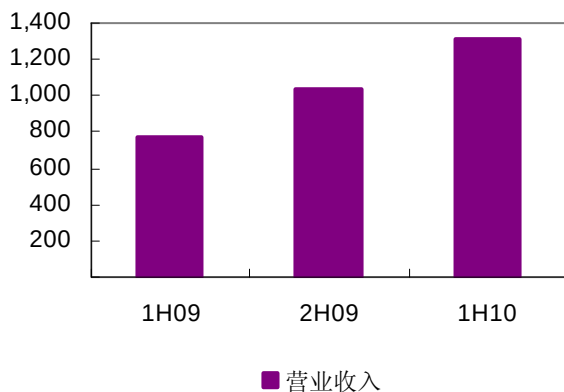
立足国内的 LED 封装领先者 2010-07-15

需求旺盛和产能扩张促进行业上半年业绩增长

今年上半年，三安光电、士兰微、国星光电和联创光电四家公司的 LED 相关业务营业收入合计为 13.1 亿元，同比增长 70%；合计实现毛利润 4.3 亿元，同比增长 97%；毛利润率达到了 33%，比去年上半年提高了四个百分点。

图表 1：四大 LED 公司上半年收入增长强劲

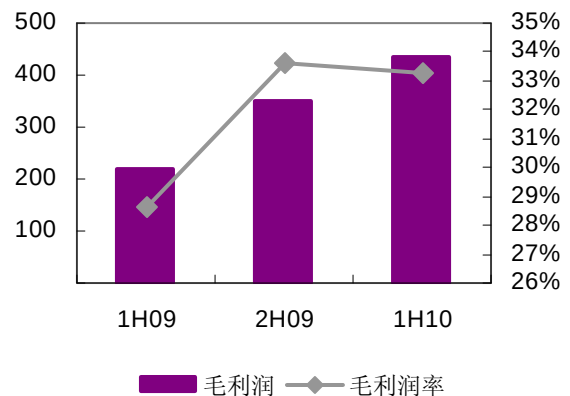
四大 LED 公司营业收入图（百万元）



资料来源：光大证券、公司公告

图表 2：四大 LED 公司上半年毛利润增长强劲

四大 LED 公司毛利润图（百万元）



资料来源：光大证券、公司公告

下游户外照明、显示屏和家电等应用领域的旺盛需求促进了 LED 公司营业收入的大幅上涨。同时，各公司也在上半年扩充了产能，解决了部分的产能瓶颈问题。其中，三安光电在 2009 年底添置了 4 台 MOCVD 设备，扩大了生产规模，今年上半年还一直处于满负荷生产状态，并提高了部分产品销售价格。士兰微的 LED 芯片生产能力在上半年已提高至每月 5.5 亿颗，LED 芯片的产能利用率在上半年也提高至满产状态。

毛利润率提升的主要原因是 LED 芯片的供不应求遏制了价格下跌的趋势，某些厂商甚至提高了部分芯片的售价，而生产成本却有所下降。封装公司国星光电的毛利润率是基本不变的。

三季度业绩将继续增长、有望再创新高

第三季度是电子行业的传统旺季，我们认为支持上半年业绩增长的几个因素将继续发挥作用，下游各应用领域需求将继续增长，各厂商产能将进一步扩张，LED 芯片的供应在第三季度将持续紧张，芯片的价格也将继续维持强势，行业的业绩将能够再创新高。我们预计，五家 LED

公司在今年前三季度的累计净利润将达到近 8.2 亿元，同比增长 139%。

图表 3：LED 行业 2010 年前三季度利润增长强劲

2010 年前三季度 LED 行业公司净利润预测表（百万元）

公司	1Q-3Q 09	1H 10	3Q 10	1Q-3Q 10	累计同比增长
三安光电	142	202	145	347	144%
国星光电	80	72	40	112	40%
乾照光电	51	-	-	95	86%
士兰微	47	119	77	196	317%
联创光电	23	47	22	69	200%
合计	343	-	-	819	139%

资料来源：公司公告、光大证券研究所

三安光电的天津厂房已在 6 月投入生产，该厂有 15 台 MOCVD 设备，我们认为经过 1-2 个月的试生产，天津厂对第三季度的业绩已产生重大影响。预计芜湖厂房的 MOCVD 设备将从第四季度开始陆续到达，有望从明年初开始投产。

士兰微在上半年已完成添置 1 台 42 片 MOCVD 设备，我们估计 LED 芯片的月产能已从 5.5 亿片提高至近 6.5 亿片，孙公司美卡乐的小功率 LED 封装产能也已扩充至每月 9,000 万片。

第三季度的大融资将为产能扩充做准备

在第三季度，LED 公司从市场上总共募集资金 35 亿元，超募金额高达 18 亿元。国星光电和乾照光电分别在 7 月和 8 月中旬成功上市，分别募集资金 14.8 亿元和 12.7 亿元，均远超过原计划募集金额 5 亿元和 4.4 亿元；士兰微已成功完成 6 亿元的定向非公开增发，三安光电的不超过 29.8 亿元的定向非公开增发也已获得证监会的批准。LED 公司在未来 2-3 年资金充足，这将为业绩增长而带来的固定资产和流动资金的投资提供先决条件。

图表 4：LED 行业融资大、超募多

2010 年第三季度 LED 行业公司募集资金项目表

公司	募集方式	发行价	股数（万）	募集总金额（亿元）	超募金额（亿元）
三安光电	非公开	待定	10,600	待定	-
国星光电	首次公开	28	5,500	15.40	9.79
乾照光电	首次公开	45	2,950	13.28	8.22
士兰微	非公开	20	3,000	6.00	-
合计				34.68	18.01

资料来源：公司公告、光大证券研究所

LED 公司扩充产能在最近几个季度屡见不鲜，并且市场对于芯片厂商的扩产都持有极度乐观的态度，士兰微在 1 月 4 日公布扩产计划后连续两天涨停，三安光电在 1 月 4 日和 1 月 12 日公布在芜湖设厂计划和具体产能规划后各涨停一天，乾照光电在 9 月 2 日公布扩产计划后也经历了连续两天涨停。

在今年第三季度，新上市的国星光电和乾照光电均决定利用超募资金进一步扩充产能。国星光电决定将投资 2.2 亿元实施新型 TOP LED 制造技术及产业化项目，并投资 1.3 亿元实施新厂房及动力建设项目；乾照光电决定将使用 5.5 亿元实施“主营业务扩大产能的项目”，将购入 16 台 MOCVD，新增年产能为 360 亿粒 AlGaInP 高亮度红黄光 LED 芯片。

图表 5：LED 行业公司在第三季度继续扩充产能

2010 年第三季度 LED 行业公司扩充产能项目表

公司	项目	决定时间	达产时间	总投资(元)	新增设备	达产后平均年度影响		
						新增产能	新增收入(元)	新增净利润(元)
国星光电	Top LED	2010/9	2012 年底	2.2 亿			5.8 亿	6,700 万
国星光电	新厂房及动力	2010/9	2012 年底	1.3 亿			-	-
乾照光电	扬州扩产	2010/9	2011 年底	5.5 亿	16 台 MOCVD	360 亿粒芯片	5.9 亿	1.7 亿
合计				9 亿			11.7 亿	2.4 亿

资料来源：公司公告、光大证券研究所

政府在第三季度继续支持 LED 行业

9 月初，发改委、住建部和交通运输部三部委联合发布了《关于组织申报半导体照明产品应用示范工程项目的通知》，这些示范工程项目主要用于商业建筑、市政道路和隧道以及公路照明。该项目将在不同气候条件的地区，选择 20 个半导体室内照明应用项目、15 个半导体路灯应用项目和 15 个半导体隧道灯应用项目开展示范，其中每个室内照明项目的规模应大于 5,000 盏，每个道路或隧道照明项目的规模应大于 500 盏。三部委将按照《半导体照明产品技术要求（2010 版）》统一组织招投标以确定入围生产企业。我们估算本次示范工程的总费用大约为 1-2 亿元，虽然规模不大，但我们认为这将对整个 LED 照明行业的健康发展有着重要的意义。

- 全国范围的示范应用将为相关企业积累应用经验。如我们在 9

月 20 日《照明应用日益成熟，LED 行业前景光明》报告中指出，LED 照明是个新兴产业，即使是业内人士也还在积累实际应用上的经验，气候条件等外部因素可能对产品的使用寿命和性能产生重大影响。本次示范工程项目将覆盖全国不同气候条件的地区，将为生产厂家、安装施工公司等各相关企业创造很好的积累实际应用经验的机会。

- 三部委的统一招标将促进龙头企业的成长，从而提高行业集中度。当前我国 LED 中下游的封装和应用行业存在集中度过低的问题，中游器件与模块封装制造商有 600 多家，下游有 2000 多家显示与照明应用公司。企业数量多、规模小、没有占绝对优势的龙头企业。在 2009 年，没有内资企业的 LED 产品年销售收入超过 10 亿元，年销售收入超过 5 亿元的只有国星光电等少数几个，与国外巨头 Cree、飞利浦和欧司朗等公司差距很大。在大多数市政工程等项目中，地方政府倾向于选择本地公司的产品，从而助长行业集中度的降低。通过三部委的统一招标，相对大型的 LED 企业将更容易打破地域约束，实现在全国范围的业绩增长。
- 三部委的统一招标将促进行业统一标准的推广。当前我国 LED 行业缺少大家普遍认同的行业统一标准，各公司执行自己的质量标准。对使用者来说，比较各厂家的产品性能非常困难，也让他们对于 LED 产品有着不同的预期；对生产者来说，迎合不同客户对产品的不同要求难度较大，有时可能为了满足客户某方面的要求而不得不牺牲其它性能。当前市场上就有部分小的厂家为了达到客户的价格要求而大大降低产品的光衰性能，严重地降低了产品寿命，影响 LED 产品的公众口碑，从而制约了 LED 行业的规范发展。本次示范工程将按照《半导体照明产品技术要求（2010 版）》统一招标，该《要求》对产品的光束角、中心光强、光通量等技术参数给出了明确的规定，我们相信这些明确的规定将推动 LED 照明行业的标准化，促进行业的规范与健康发展。

各地方政府对于 LED 行业的支持力度持续加大，除了在土地、税收等方面的优惠政策，对采购 MOCVD 的企业更是给予直接现金补贴。三安光电在第三季度分四次总共收到安徽芜湖市的 46 台 MOCVD 的 1.6 亿元现金补贴，杭州市也将对士兰微购买 MOCVD 设备按照设备采购价格的 40% 给予资助，我们预计总金额将有望超过亿元。

行业当前估值高，给予“中性”评级

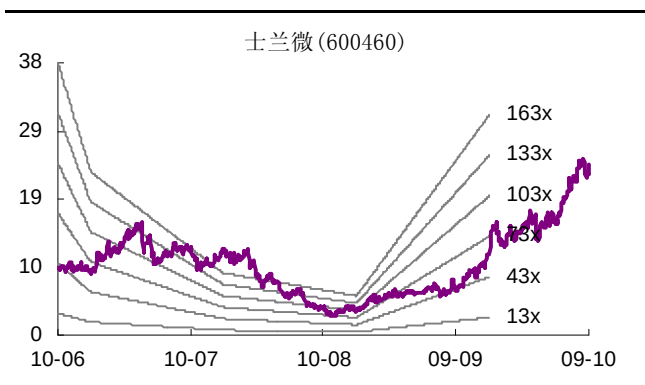
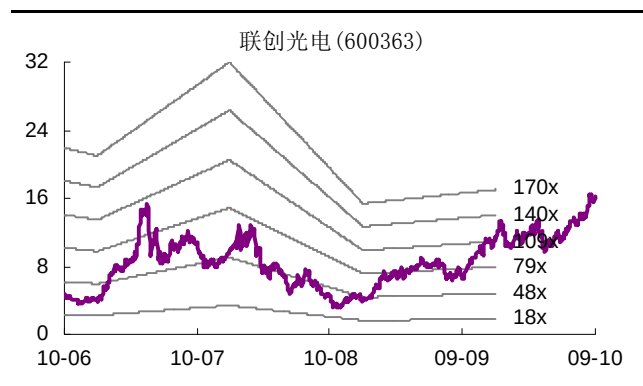
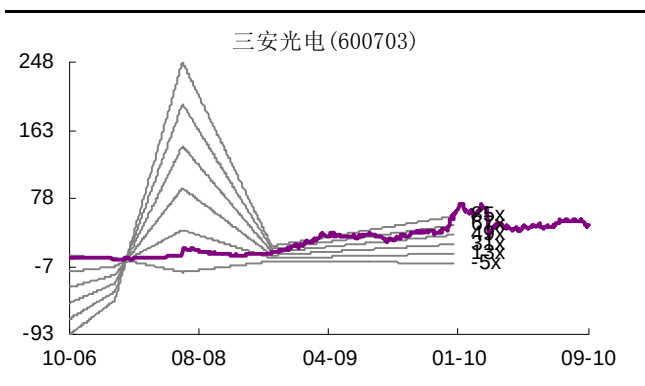
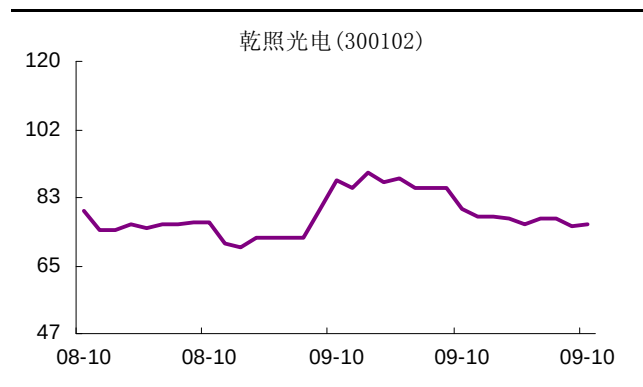
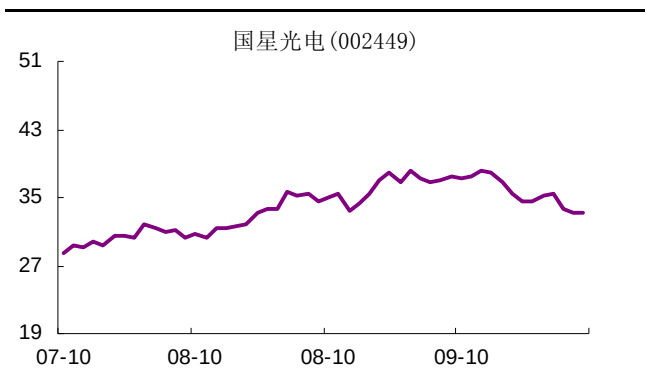
随着 LED 产品在照明等应用领域的推广，中国的 LED 行业发展前景光明，业绩将在未来 2-3 年保持强劲增长，我们认为行业基本面在未来几个月总体健康，但行业处于较高的估值水平。近期，市场可能对大盘股较为重视，对于中小盘股票的关注程度很可能低于过去几个月，我们给予行业“中性”评级。

在五个主要 LED 相关公司中，我们给予国星光电和乾照光电增持的评级，以及三安光电、士兰微和联创光电中性的评级。

公司 名称	股价	每股收益（元）				CAGR	市盈率				评级
		2009	2010	2011	2012		2009	2010	2011	2012	
国星光电	32.80	0.53	0.85	1.10	1.34	36%	62	39	30	24	增持
乾照光电	74.13	0.71	1.18	2.32	4.30	82%	106	63	32	17	增持
三安光电	43.15	0.32	0.93	1.44	2.07	85%	138	46	30	21	中性
士兰微	22.02	0.18	0.57	0.74	0.85	71%	136	39	30	26	中性
联创光电	14.34	0.10	0.23	0.35	-	84%	150	62	41	-	中性

资料来源：Wind、光大证券研究所

上市公司 PE Band 图



资料来源：光大证券研究所

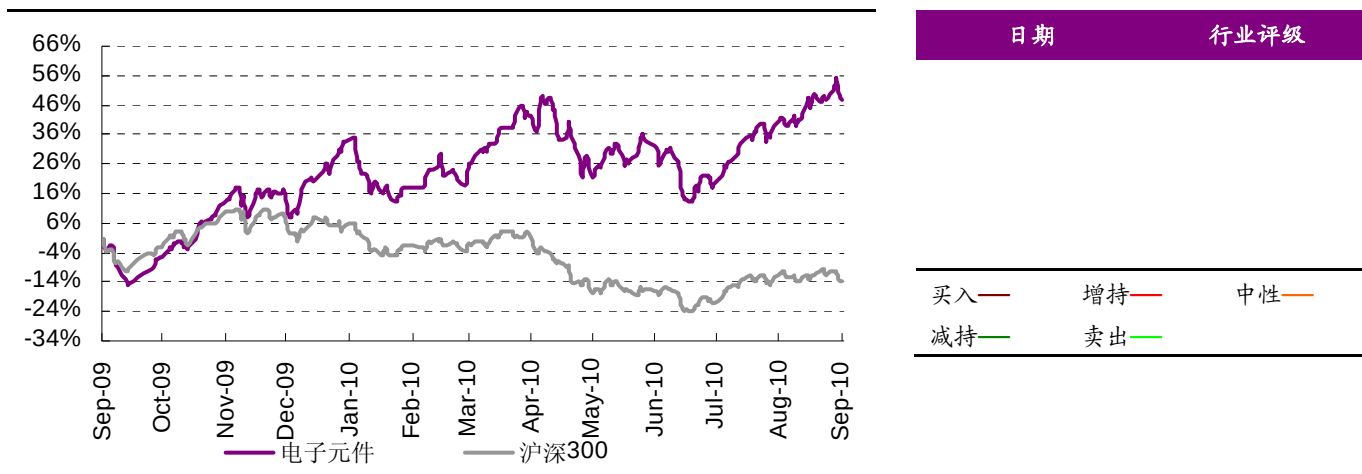
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

电子元件

分析师：赵磊



资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebsecn.com
上海				
	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebsecn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebsecn.com
	王莉本	021-22169083	13641659577	wanglb@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
深圳				
	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixyl@ebsecn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebsecn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写,以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础,但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息,但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发,供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议,本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下,本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议,光大证券股份有限公司及其附属机构(包括研究所)不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员,交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风

险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版，复制，刊登，发表，篡改或者引用。