

半导体照明终端领域的领先企业

合理股价区间 18.56-21.12 元

勤上光电（002638）新股分析报告

风险评级：一般风险

投资要点：

2011年11月11日

◇ **目前A股LED照明产品最丰富的公司。**公司主营业务包括LED景观照明、LED功能照明、LED显示屏和LED特种照明四个大的系列。其中基于大功率白光LED照明技术的LED功能照明是公司主营业务的主要方面和发展方向。在LED功能照明业务方面，公司以大功率LED路灯为切入点，依次向隧道、停车场、广场、码头、地铁、加油站、体育场等其他户外照明领域和商场、酒店、工厂、写字楼、学校和家庭等室内照明领域拓展；景观照明方面，公司开发的大功率LED投光灯、泛光灯在景观照明领域替代金卤灯具有很好的应用前景，在特种照明方面，公司的LED车灯、LED医用无影灯和LED防爆灯也相继开发完成并逐步开始推向市场。公司目前已经成为LED照明产品种类和款式最为丰富的厂家之一，也是A股目前LED终端领域产品最为丰富的公司。

◇ **户外照明是强项，政策补贴最受益。**公司在业内最为出名的是其户外照明产品，尤其路灯、隧道灯领域，公司是国内的佼佼者。公司户外照明10年收入较08年增长187.69%，占10年总收入的47.16%，今年上半年户外照明收入占比达到53.98%，户外照明领域广泛，路灯、隧道灯等政府项目居多，在LED照明领域，户外照明、景观照明和商用照明的性价比提升最快，LED补贴政策有望最先从这些领域开启，公司在09年的“十城万盏”项目中21个试点城市进入20个，优势明显，此外，广东省是国内LED产业化最高的省份，LED也是广东三大战略性新兴产业之一，未来三年广东省道路照明、主要公共场所和公共机关照明基本实现LED照明，东莞市未来计划3年内完成全市的30万盏路灯改造，公司有望获得广东省和东莞市50%的路灯份额。我们认为在接下来的LED照明政策补贴中，公司是最为受益的标的之一。

◇ **成本优势和经验优势构成核心竞争力。**我们认为公司最大的竞争优势就是其成本领先优势和经验优势。成本领先优势源自其大规模的采购量和产品模组化。公司是美国科锐和台湾等上游芯片厂商的大客户之一，采购量较大，采购价格话语权较大，由于未来签订合同的项目较多，公司产品实现模组化生产，直接根据不同的产品进行组装，生产设备24小时运作，高产能利用率进一步降低成本，提高毛利率，公司主打产品LED路灯由以前的单价8000多元降低至目前的不到2000元，已经与高压钠路灯接近。经验优势主要体现在具体的项目进展中，需要跟当地的政府、金融机构、供应商等协调合作关系，尤其是跟当地的金融机构之间的合作，需要解决一系列问题，公司在海外多个项目积攒了丰富的运作经验。以墨西哥项目为例，公司与墨西哥NS Group战略合作，成为

刘卓平

SAC 执业证书编号：

S0340510120003

电话：0769-22110619

邮箱：klf@dgzq.com.cn

主要数据

发行价(元)

申购日期 11.16

发行股份（万股） 4683.5

IPO 后总股本（万股） 18733

发行市盈率（倍）

申购上限（股）

上限资金（万元）

其大批采购项目的首选供应商，2011年4月份第一次合作，签订1.8万套LED路灯订单，货款一次性付清后，公司5月份即出货。今年11月，公司与其又签订单月6万套LED路灯产品，将于今年底完成所有出货，并且公司已经确定了到2012年底的采购计划，共约5500万美金。

品牌优势和渠道优势明显。公司在业内享有较高的声誉，从今年开始在央视黄金时间播放广告，提高品牌形象，在国内有着多个具有影响力的项目工程经验，比如，全国只有深圳的2、3号地铁线全部采用LED照明，公司中标3号线，09年的国庆大阅兵中，公司是LED显示屏的总承包商，2010年也安装了两块永久性特大型高分辨率LED显示屏，国家大剧院显示屏由公司提供，人民大会堂LED照明改造项目中，公司获得国家补贴2600万元，目前已经开始施工，深圳最高建筑京基100高楼的外部所有景观照明和内部LED照明均由公司提供，东江大堤路灯项目由公司独揽等，丰富的大影响力项目进一步提升公司业内的影响力和品牌优势。渠道优势表现在公司大力发展与各地照明工程公司之间的项目合作和代理关系，共有170多家的照明工程公司成为公司的合作伙伴，国内覆盖了32个省会城市和200多个重点地级市，在全球拥有近1000家工程公司、经销商、代理商和渠道商合作伙伴。

EMC模式和金融创新相结合。公司未来将重点发展EMC（合同能源管理）模式，并且已经有着多个成功项目。在深高速公路项目中，公司今年跟深高速签约，付款周期为45个月，总共采购9000套路灯，该项目公司直接获得收益约600万元，并且为业主实现直接经济收益约645万元，公司在该项目上实现毛利率高达33%。在2009年底签约的佛山禅城全区改造项目中，项目付款周期为6年，总共采购的灯具为6000万套，公司实现收益超过1600万元，毛利率更是高达57%。EMC模式优点在于很好的激发了客户的主动性，真正达到双赢效果，最大的风险在于EMC公司现金流压力较大。公司创新地引入金融手段，通过对当地政府信用的严格考量，跟平安保险合作，将项目未来收益产品化贴现，解决收款周期过长带来的现金流风险。

募投项目。本次计划募集资金约46343万元，主要投资项目是LED户外照明与景观照明项目、LED室内照明项目、LED照明研发设计中心项目和公司营运管理中心项目，其中LED户外照明与景观照明项目投资20338万元，设计产能为LED路灯99万套，LED隧道灯12万套，投光灯15万套，预计2013年达产；LED室内照明项目总投资14111万元，设计产能为年产LED节能灯管220万盏，LED球泡110万盏，LED筒灯75万盏，吸顶灯25万盏预计2013年达产。

盈利预测。我们预测公司2011-2013年的营业收入分别为7.62亿元、9.98亿元和13.57亿元；净利润分别为1.2亿元、1.71亿元和2.28亿元；每股收益分别为0.64元、0.91元和1.22元。

表1：公司主要财务指标预测

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	552.28	762.15	998.42	1,357.85
同比%	30.22	38.00	31.00	36.00
归属母公司净利润(百万元)	81.10	120.37	171.2	227.99
同比%	22.14	48.43	42.25	33.15
毛利率%	32.39	32.20	33.00	32.50
ROE%	8.98	15.10	18.67	21.18
每股收益(元)	0.43	0.64	0.91	1.22
每股净资产(元)	5.87	4.26	4.90	5.75
市盈率(倍)	P/A	P/A	P/A	P/A
市净率(倍)	P/A	P/A	P/A	P/A

资料来源：东莞证券研究所，wind 资讯

估值与合理定价。公司主营业务是 LED 照明产品和封装，目前 A 股上市公司中涉及 LED 封装和应用领域的可比上市公司有国星光电、鸿利光电、洲名科技、雷曼光电、瑞丰光电和奥拓电子，目前行业可比公司的 2011 年平均 PE 为 33 倍，整个 LED 行业的平均 PE（25 家重点公司）为 29 倍，我们认为公司的合理估值区间为 29-33 倍，对应的股价区间为 18.56-21.12 元，对应 2012 年的 PE 为 20-23 倍。

表 2：A 股可比上市公司盈利预测与估值比较

代码	名称	股价 (元)	EPS (元)			PE		
			2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E
300162	雷曼光电	23.31	0.29	0.42	0.60	80.16	55.29	39.08
300241	瑞丰光电	17.92	0.41	0.57	0.83	43.59	31.60	21.59
300219	鸿利光电	20.78	0.51	0.65	0.90	40.55	32.02	23.06
002449	国星光电	21.26	0.69	0.64	0.83	31.01	33.24	25.65
300232	洲明科技	20.08	0.72	1.00	1.32	27.86	20.06	15.22
002587	奥拓电子	18.80	0.57	0.76	1.01	32.72	24.63	18.62
		平均值				42.65	32.81	23.87

资料来源：东莞证券研究所，wind 资讯

表 3：公司利润预测表

科目(百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
营业总收入	424.11	552.28	762.15	998.42
营业总成本	348.92	454.01	619.88	794.67
营业成本	290.73	373.40	516.74	668.94
营业税金及附加	0.68	0.68	1.91	2.50
销售费用	18	27.17	36.58	46.79
管理费用	25	43.80	60.97	72.40
财务费用	10	9.86	3.68	4.04
资产减值损失	4	-0.90	0.00	0.00
其他经营收益	(0)	-1.52	-0.98	-1.25
公允价值变动净收益	0	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(0)	-1.52	-0.98	-1.25
其中 对联营和合营投资收益	0	0.00	0.00	0.00
营业利润	75	96.75	141.29	202.50
加 营业外收入	3	5.49	4.48	4.99
减 营业外支出	0	5.41	2.78	4.09
利润总额	78	96.83	143.00	203.39
减 所得税	12	15.94	22.63	32.16
净利润	66	80.89	120.37	171.23
减 少数股东损益	(0)	-0.21	0.00	0.00
归属于母公司净利润	66.40	81.10	120.37	171.23
最新总股本(万股)	18733.50	18733.50	18733.50	18733.50
基本每股收益(元)	0.35	0.43	0.64	0.91
市盈率(倍)	P/A	P/A	P/A	P/A

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15% 之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5% 以上

行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10% 之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5% 以上

风险偏好评级	
高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上
较高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 50%-100% 之间
一般风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 20%-50% 之间
低风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度 20% 以内

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级中，不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即：权证以及衍生品市场的研究报告，其基础风险评级为高风险；股票、偏股型基金市场方面的研究报告，其基础风险评级为一般风险；债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告，其基础风险评级为低风险。

分析师承诺：

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券有限责任公司（以下简称“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客户。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠，但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，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，并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 19 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119430

传真：（0769）22119430