

# 大功率 LED 照明应用龙头

增持 (维持)

目标价: 35.0~36.0 元

事件: 我们近期对勤上光电进行了实地调研。

## 报告摘要:

- 公司一如既往专注于大功率 LED 照明应用。上市后品牌知名度提高, 意向客户、新增客户、单订单金额都有明显上升。海外收入大幅上涨, 美洲市场发力。2011 年, 公司国外市场业务收入同比增长 69.10%。LED 户外和室内照明产品收入有较快增长。
- LED 光源价格走低, 毛利率有望维持。去年公司主要采用的光源价格是单颗 1W 单价 20~25 元, B 计划推出后, 通过和供货商议价等方式, 2012 年可以做到 15~18 元的单价。这一过程中, 另外通过技术和生产来控制成本, 公司毛利率基本能够维持。
- 积极布局百城千店计划, 强化品牌和渠道优势, 宣传 LED 环保、节能的优势, 拓展 LED 更广阔的市场, 增加产品销售量, 降低生产成本, 进入良性循环通道。
- 推进工厂孵化计划, 复制公司优势基因, 快速抢占市场先机。公司向合作方提供“核心照明模组+集约化供应链+专业解决方案”, 并提供生产管理、技术研发、项目申报、专利授权、营销策略等全方位支持。将有效打破地方保护和进一步降低成本, 实现高质量产品和技术的快速复制, 在 LED 爆发式增长中抢占市场先机。
- 公司显示屏订单将逐步体现在未来 5 年的业绩中。去年年底获得 15 亿元的彩色显示屏订单, 广州吉彩文化传播有限公司计划五年内向公司采购显示屏 15 亿元人民币, 每年采购金额为 3 亿元人民币。但各年度具体采购金额具有不确定性。
- 投资建议: LED 照明是十二五期间国家重点扶持的产业。我们认为公司具备的技术品牌优势和产能释放空间, 保证公司盈利能力和成长性。公司业绩能否超预期还有赖于市场需求的释放程度。我们预计公司 2012/2013/2014 年 EPS 分别为 0.99/1.24/1.49 元, 对应动态 PE 分别为 33.1/26.4/21.9 倍, 给予增持评级。

数据摘要	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	552.3	769.3	990.0	1315.0	1665.0
YoY	30.2%	39.3%	28.7%	32.8%	26.6%
毛利率	32.4%	34.2%	33.8%	33.5%	33.2%
净利润	80.9	128.9	184.7	231.8	278.7
YoY	22.1%	59.3%	43.3%	25.5%	20.2%
净利润率	14.6%	16.8%	18.7%	17.6%	16.7%
ROE	9.4%	6.4%	8.4%	9.5%	10.3%
EPS(元/股)	0.64	0.86	0.99	1.24	1.49
P/E(x)	56.6	49.1	33.1	26.4	21.9
P/B(x)	5.6	3.0	2.8	2.5	2.3

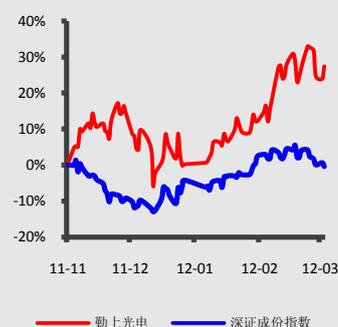
电子行业分析师

李坤阳 (S1180511030001)

电话: 010-8808 5986

Email: Likunyang@hysec.com

## 市场表现



## 基础数据

总股本 (万股)	18734
流通 A 股 (万股)	4683
总市值 (亿元)	61.16
每股净资产 (元)	10.71

## 市场数据

最新收盘价	32.65
最近一个月涨幅	22%
2012 年 PE	33.1
2012 年 PB	2.8

上周我们对勤上光电进行了实地调研。

一如既往专注于大功率 LED 照明应用。这与很多应用环节的企业向产业链上游延伸的战略明显不同。公司与 Cree 关系密切，同时具备很强的订单获取能力。

公司在上市之后品牌知名度提高，意向客户、新增客户、单订单金额都有明显上升。公司前期刚刚发布 2011 年年报：2011 年公司实现营业收入 7.69 亿元，同比增长 39.30%。营业利润为 1.26 亿元，归属于上市公司股东的净利润为 1.25 亿元，分别同比增长 30.40% 和 53.67%。2011 年业绩快速增长主要来自户外、景观和室内 LED 照明市场，分别同比增长 48.38%、43.5%、126.3%。

海外收入大幅上涨，美洲市场发力。2011 年，公司国外市场业务收入同比增长 69.10%。主要原因是在以墨西哥市场为主的美洲市场上，LED 户外和室内照明产品收入有较快增长。

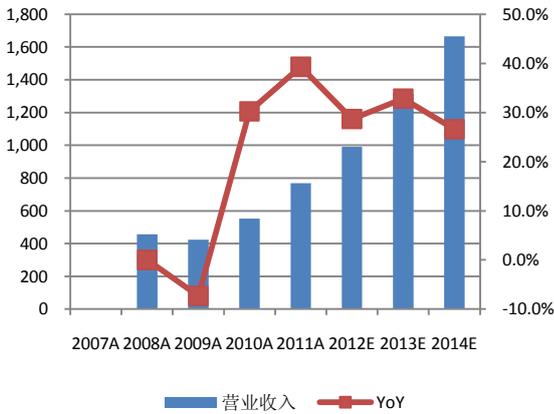
积极布局百城千店计划。这将有利于公司强化品牌和渠道优势，宣传 LED 环保、节能的优势，拓展 LED 更广阔的市场，增加产品销售量，降低生产成本，进入良性循环通道。回顾公司 LED 推广历程，从 2010 年开始，勤上光电相继推出“A 计划”、“A+计划”、“B 计划”，EMC 模式等，以优势价格推进 LED 室内照明和路灯照明的普及。

LED 光源价格走低，毛利率有望维持。去年公司主要采用的光源价格是单颗 1W 单价 20~25 元，B 计划推出后，通过和供货商议价等方式，2012 年可以做到 15~18 元的单价。这一过程中，另外通过技术和生产来控制成本，公司毛利率基本能够维持。

推进工厂孵化计划，复制公司优势基因。公司向合作方提供“核心照明模组+集约化供应链+专业解决方案”，并提供生产管理、技术研发、项目申报、专利授权、营销策略等全方位支持。合作方不需要使用勤上光电的品牌，这将有效打破地方保护和进一步降低成本，实现高质量产品和技术的快速复制，在 LED 爆发式增长中抢占市场先机。公司会选择地方有资金实力、政府背景、市场拓展能力强的企业展开合作，打造本地化的 LED 制造企业，伴有土地、税收等方面的优惠。

公司显示屏订单将逐步体现在未来 5 年的业绩中。2011 年，公司显示屏及其他营收同比下降 62.13%。这是由于 2010 年公司承接的天安门显示屏项目金额较大，使当年显示屏业务大幅增长。公司在去年年底获得 15 亿元的彩色显示屏订单，将为未来 5 年带来业绩贡献。广州吉彩文化传播有限公司计划五年内向公司采购显示屏 15 亿元人民币，每年采购金额为 3 亿元人民币。但各年度具体采购金额会受到项目总体实施进程的影响，具有一定的不确定性。大额订单采购的背景是：新华社“新华频媒 LED 显示屏”项目在国内的实施刚刚开始，吉彩公司积极争取新华通讯社除广东省之外的国内其他省份分支机构的授权实施该项目，但是能否顺利获得其他地区的授权具有不确定性。另外，吉彩公司承诺对其在广东省之外的其他地区“新华频媒 LED 显示屏”项目亦优先选择勤上光电作为合作伙伴。

图 1: 营业收入及增长率年度分析



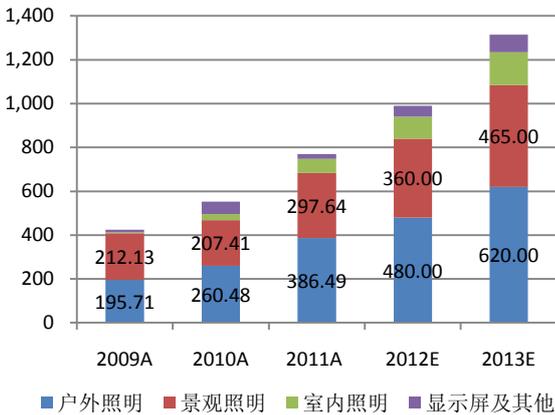
资料来源: 宏源证券研究所

图 2: 净利润及增长率年度分析



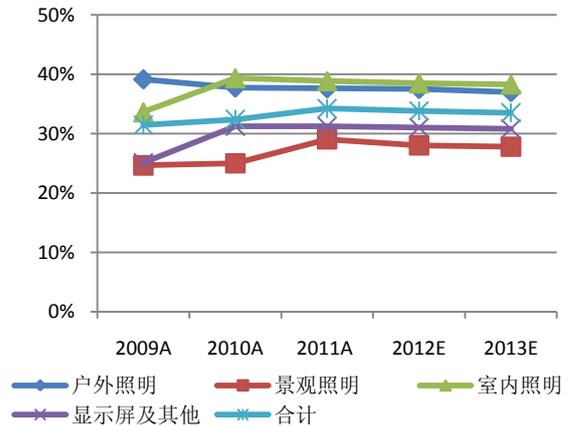
资料来源: 宏源证券研究所

图 3: 分产品营业收入情况及预测



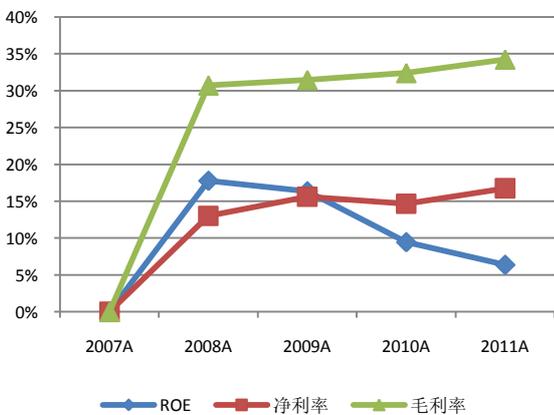
资料来源: 宏源证券研究所

图 4: 分产品毛利率及综合毛利率趋势分析



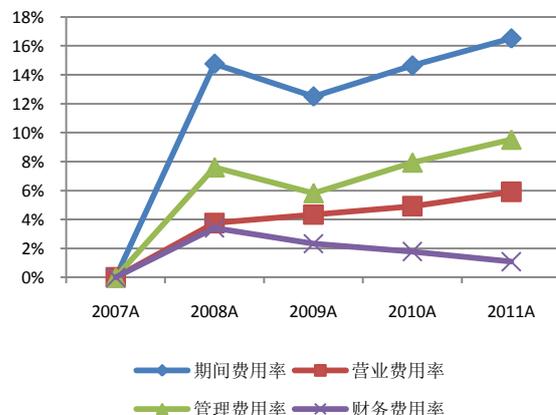
资料来源: 宏源证券研究所

图 5: 分产品营业收入情况及预测



资料来源: 宏源证券研究所

图 6: 分产品毛利率及综合毛利率趋势分析



资料来源: 宏源证券研究所

**表 1: LED 应用上市公司相对估值分析**

证券代码	证券简称	收盘价	PE	PE	PE	PE	PEG
		2012-03-27	2010A	2011	2012E	2013E	
002449.sz	国星光电	17.50	25.5	27.8	22.15	16.5	1.49
002587.sz	奥拓电子	16.65	21.7	31.4	21.62	15.7	1.10
002638.sz	勤上光电	31.29	54.2	36.8	30.68	20.9	0.85
002654.sz	万润科技	18.07	33.0	30.1	22.59	16.1	0.59
300162.sz	雷曼光电	16.42	21.2	65.7	33.51	19.3	1.27
300219.sz	鸿利光电	17.51	25.5	26.1	21.89	18.1	0.59
300232.sz	洲明科技	16.58	17.1	20.5	15.21	12.2	0.56
300241.sz	瑞丰光电	14.88	27.1	41.3	27.05	20.7	1.12
300269.sz	联建光电	18.05	24.3	23.8	18.80	13.7	0.85
300296.sz	利亚德	18.54	33.3	30.9	26.11	22.3	0.72
300301.sz	长方照明	21.59	48.4	35.4	19.63	12.3	0.33
300303.sz	聚飞光电	25.80	23.6	23.9	21.86	18.4	0.96
600261.sh	阳光照明	17.07	23.5	28.9	22.46	17.6	0.79
	<b>平均</b>	<b>21.59</b>	<b>28.2</b>	<b>35.0</b>	<b>24.34</b>	<b>17.4</b>	<b>0.95</b>

资料来源：宏源证券研究所

**表 2: 可比上市公司财务数据对比**

证券代码	证券名称	ROE(%)				销售毛利率(%)				净利率(%)			
		2008A	2009A	2010A	2011A	2008A	2009A	2010A	2011A	2008A	2009A	2010A	2011A
002638.sz	勤上光电	17.76	18.02	13.22	8.80	30.71	31.45	32.39	34.23	13.02	15.62	14.65	16.75
002449.sz	国星光电	36.99	29.39	11.84	0.00	34.81	33.43	30.73	0.00	19.35	18.80	17.02	0.00
002587.sz	奥拓电子	30.88	34.99	37.49	0.00	47.95	46.37	44.70	0.00	18.27	21.35	21.75	0.00
002654.sz	万润科技	26.45	20.85	24.45	0.00	32.39	34.79	34.00	0.00	14.47	13.84	15.33	0.00
300162.sz	雷曼光电	31.79	41.27	46.26	0.00	37.57	39.35	36.57	0.00	14.15	21.07	18.91	0.00
300219.sz	鸿利光电	51.89	46.23	47.59	15.96	27.13	33.47	35.61	33.60	9.49	10.56	14.46	13.56
300232.sz	洲明科技	58.90	62.47	47.17	0.00	17.21	22.51	24.94	0.00	7.00	9.63	11.18	0.00
300269.sz	联建光电	27.02	28.50	25.18	0.00	29.01	29.61	29.03	0.00	16.18	14.21	11.55	0.00
300296.sz	利亚德	23.68	25.42	29.59	25.19	30.54	31.24	35.97	32.51	9.33	8.02	11.26	11.18
300301.sz	长方照明	2.14	15.28	35.62	40.35	25.55	30.94	25.73	29.74	2.69	12.80	13.39	15.54
300303.sz	聚飞光电	45.21	47.43	42.02	35.94	32.78	39.94	35.57	36.16	28.79	25.66	22.64	23.11
证券代码	证券名称	资产负债率(%)				流动比率				速动比率			
		2008A	2009A	2010A	2011A	2008A	2009A	2010A	2011A	2008A	2009A	2010A	2011A
002638.sz	勤上光电	53.71	49.47	29.94	15.49	1.61	3.11	5.66	6.69	1.28	2.76	4.97	6.08
002449.sz	国星光电	40.67	34.46	10.68	0.00	1.67	2.10	8.90	0.00	1.13	1.54	7.77	0.00
002587.sz	奥拓电子	48.94	38.68	30.30	0.00	1.96	2.66	3.11	0.00	1.46	2.13	2.52	0.00
002654.sz	万润科技	36.81	40.15	40.80	0.00	1.69	2.69	2.02	0.00	1.16	1.81	1.32	0.00
300162.sz	雷曼光电	32.32	33.03	53.01	0.00	1.97	2.19	1.18	0.00	1.19	1.53	0.67	0.00
300219.sz	鸿利光电	73.56	63.62	50.25	18.60	0.88	1.45	1.46	5.36	0.60	1.04	1.00	4.78
300232.sz	洲明科技	72.74	55.56	40.44	0.00	1.28	1.59	1.67	0.00	0.84	0.91	0.80	0.00
300269.sz	联建光电	41.11	46.97	51.87	0.00	2.06	1.80	1.65	0.00	1.31	1.24	1.11	0.00
300296.sz	利亚德	67.92	70.09	58.27	50.32	1.42	1.35	1.58	1.68	0.62	0.44	0.80	0.86
300301.sz	长方照明	16.49	45.20	66.76	60.44	3.21	1.27	1.00	1.17	2.43	1.04	0.68	0.96
300303.sz	聚飞光电	37.51	35.00	36.26	33.66	1.96	2.08	2.01	2.19	1.74	1.78	1.70	1.90
证券代码	证券名称	营业总收入同比增长率(%)				归属母公司股东净利润同比增长率(%)				营业总收入(亿元)			
		2008A	2009A	2010A	2011A	2008A	2009A	2010A	2011A	2008A	2009A	2010A	2011A
002638.sz	勤上光电	0.00	-7.29	30.22	39.30	0.00	11.47	22.14	53.67	4.57	4.24	5.52	7.69
002449.sz	国星光电	27.68	10.80	39.74	0.00	70.27	7.80	28.28	0.00	5.67	6.28	8.77	0.00
002587.sz	奥拓电子	0.00	10.30	45.23	0.00	0.00	28.93	47.90	0.00	1.39	1.53	2.22	0.00
002654.sz	万润科技	0.00	-8.58	70.34	0.00	0.00	-12.02	89.00	0.00	1.50	1.37	2.34	0.00
300162.sz	雷曼光电	5.65	34.36	102.77	0.00	-36.50	100.03	81.94	0.00	0.76	1.02	2.06	0.00
300219.sz	鸿利光电	0.00	10.52	70.51	25.50	0.00	23.35	128.02	16.11	2.32	2.57	4.38	5.49
300232.sz	洲明科技	0.00	32.10	60.28	0.00	0.00	81.65	86.04	0.00	2.37	3.13	5.01	0.00
300269.sz	联建光电	0.00	38.29	37.44	0.00	0.00	21.34	13.57	0.00	1.84	2.55	3.50	0.00
300296.sz	利亚德	0.00	42.06	50.14	35.61	0.00	22.12	110.94	34.56	1.74	2.47	3.70	5.02
300301.sz	长方照明	0.00	62.48	234.98	57.07	0.00	672.90	250.50	82.25	0.50	0.81	2.70	4.24
300303.sz	聚飞光电	0.00	70.66	60.51	20.58	0.00	52.08	41.62	23.11	1.05	1.79	2.88	3.47
证券代码	证券名称	存货周转率				应收账款周转率				净利润(百万元)			
		2008A	2009A	2010A	2011A	2008A	2009A	2010A	2011A	2008A	2009A	2010A	2011A
002638.sz	勤上光电	2.70	3.15	4.41	3.80	3.43	2.63	2.81	3.30	0.60	0.66	0.81	1.25
002449.sz	国星光电	3.21	3.66	3.44	0.00	7.67	7.45	6.25	0.00	1.07	1.15	1.47	0.00
002587.sz	奥拓电子	1.89	2.34	3.54	0.00	12.47	10.97	7.82	0.00	0.25	0.33	0.48	0.00
002654.sz	万润科技	3.94	2.76	2.63	0.00	5.36	4.85	5.39	0.00	0.22	0.19	0.36	0.00
300162.sz	雷曼光电	3.78	3.55	3.33	0.00	9.77	7.31	7.84	0.00	0.11	0.21	0.39	0.00
300219.sz	鸿利光电	5.20	4.73	4.96	4.93	5.14	4.63	5.85	5.51	0.22	0.28	0.63	0.73
300232.sz	洲明科技	5.93	5.29	4.78	0.00	8.85	11.00	13.76	0.00	0.17	0.30	0.56	0.00
300269.sz	联建光电	2.30	2.81	3.06	0.00	5.01	4.46	3.66	0.00	0.30	0.36	0.41	0.00
300296.sz	利亚德	1.05	1.13	1.18	1.61	3.88	5.07	5.00	4.71	0.16	0.20	0.42	0.56
300301.sz	长方照明	3.88	4.86	5.22	5.27	4.42	5.72	5.52	4.06	0.01	0.10	0.36	0.66
300303.sz	聚飞光电	7.98	7.73	7.38	6.47	3.31	4.35	4.72	4.12	0.30	0.46	0.65	0.80

资料来源: 宏源证券研究所, 注: 零值说明公司还未披露 2011 年年报

单位:百万元

利润表					现金流量表				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
<b>营业收入</b>	<b>769</b>	<b>990</b>	<b>1315</b>	<b>1665</b>	<b>经营活动现金流</b>				
YoY	39%	29%	33%	27%	净利润	129	185	232	279
营业成本	506	655	874	1112	折旧与摊销	37	47	61	74
营业税金及附加	2	2	3	3	财务费用	8	-6	-2	4
销售费用	45	54	72	92	非经常性/非经营性损益	5	-20	-20	-20
管理费用	73	89	118	150	营运资金的减少	-64	51	-59	-64
<b>EBITDA</b>	<b>180</b>	<b>236</b>	<b>308</b>	<b>382</b>	长期经营性负债的增加	0	12	0	0
YoY	42%	31%	31%	24%	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>116</b>	<b>269</b>	<b>212</b>	<b>273</b>
<b>EBIT</b>	<b>143</b>	<b>189</b>	<b>247</b>	<b>308</b>	<b>投资活动现金流</b>				
财务费用	8	(6)	(2)	4	固定资产购建	-194	-100	-100	-100
非经营性/经常性损益	19	20	20	20	无形资产购建	0	-10	-10	-10
<b>利润总和</b>	<b>154</b>	<b>215</b>	<b>270</b>	<b>324</b>	非经常性或非经营性损益	2	20	20	20
所得税费用	25	30	38	45	非核心资产的减少	-7	-8	0	0
<b>净利润</b>	<b>129</b>	<b>185</b>	<b>232</b>	<b>279</b>	<b>投资活动现金流量净额</b>	<b>-199</b>	<b>-98</b>	<b>-90</b>	<b>-90</b>
YoY	59%	43%	25%	20%	<b>筹资活动现金流</b>				
少数股东损益	4	0	0	0	短期借款增加	-125	13	31	45
<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>125</b>	<b>185</b>	<b>232</b>	<b>279</b>	长期借款增加	7	47	95	138
YoY	54%	48%	25%	20%	股本及资本公积增加	1059	0	0	0
					财务费用及红利等	-15	6	2	-4
					<b>筹资活动现金流量净额</b>	<b>926</b>	<b>66</b>	<b>127</b>	<b>178</b>
					现金及现金等价物净增加额	843	238	249	361
					<b>现金及现金等价物期末余额</b>	<b>1326</b>	<b>1564</b>	<b>1812</b>	<b>2174</b>
<b>资产负债表</b>	<b>2011A</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>主要财务指标</b>	<b>2011A</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
<b>资产</b>					<b>盈利能力</b>				
货币资金	1326	1564	1812	2174	ROE	6.4%	8.4%	9.5%	10.3%
应收款项	285	248	329	416	净利率	16.8%	18.7%	17.6%	16.7%
预付款项	46	49	65	83	毛利率	34.2%	33.8%	33.5%	33.2%
存货	164	182	244	311	营业费用率	5.9%	5.5%	5.5%	5.5%
其他流动资产	0	0	0	0	管理费用率	9.5%	9.0%	9.0%	9.0%
<b>流动资产合计</b>	<b>1821</b>	<b>2042</b>	<b>2450</b>	<b>2984</b>	财务费用率	1.1%	-0.6%	-0.2%	0.2%
固定资产	337	385	426	456	<b>资本结构</b>				
在建工程	77	89	94	97	资产负债率	15.5%	17.8%	22.4%	26.8%
无形资产	64	68	71	74	权益乘数	1.18	1.22	1.29	1.37
非核心资产	92	100	100	100	流动资产/总资产	76.1%	76.1%	78.0%	80.4%
非流动资产合计	571	642	691	727	流动负债/总负债	73.5%	67.0%	64.1%	60.8%
<b>资产总计</b>	<b>2393</b>	<b>2684</b>	<b>3141</b>	<b>3711</b>	<b>偿债能力</b>				
<b>负债</b>					流动比率	6.69	6.38	5.44	4.94
短期借款	5	18	49	93	速动比率	6.08	5.81	4.89	4.42
应付款项	221	201	268	343	产权比率	0.18	0.22	0.29	0.37
预收款项	36	99	132	167	归属母公司股东权益/负债	5.41	4.59	3.45	2.72
其他应付款	8	2	2	2	<b>营运能力</b>				
其他流动负债	3	0	0	0	存货周转率	3.80	3.78	4.10	4.00
<b>流动负债合计</b>	<b>272</b>	<b>320</b>	<b>451</b>	<b>604</b>	应收账款周转率	3.05	3.72	4.56	4.47
长期借款	0	47	142	279	流动资产周转率	0.58	0.51	0.59	0.61
长期经营性负债	8	10	10	10	固定资产周转率	2.80	2.74	3.24	3.78
其他非流动负债	90	100	100	100	总资产周转率	0.43	0.39	0.45	0.49
非流动负债合计	98	157	252	389	<b>每股和估值指标</b>				
<b>负债合计</b>	<b>371</b>	<b>477</b>	<b>703</b>	<b>994</b>	EPS(元)	0.86	0.99	1.24	1.49
股本	187	187	187	187	BPS(元)	10.71	11.70	12.93	14.42
资本公积金	1486	1486	1486	1486	P/E(x)	49.08	33.11	26.39	21.95
留存收益	333	518	750	1029	P/B(x)	3.05	2.79	2.52	2.26
归属母公司股东权益	2006	2191	2423	2702					
少数股东权益	16	16	16	16					
<b>股东权益合计</b>	<b>2022</b>	<b>2207</b>	<b>2439</b>	<b>2717</b>					
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>2393</b>	<b>2684</b>	<b>3141</b>	<b>3711</b>					

**分析师简介:**
**李坤阳**

宏源证券研究所电子行业研究员，清华大学工学硕士，4年证券分析从业经验，2010年加盟宏源证券研究所。

**机构销售团队**

<b>华北区域</b>	<b>郭振举</b> 010-88085798 guozhenju@hysec.com	<b>牟晓凤</b> 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	<b>孙利群</b> 010-88085756 sunliqun@hysec.com	<b>王艺</b> 010-88085172 wangyi1@hysec.com
<b>华东区域</b>	<b>张珺</b> 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	<b>王俊伟</b> 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	<b>赵佳</b> 010-88085291 zhaojia@hysec.com	<b>奚曦</b> 021-51782067 xixi@hysec.com
<b>华南区域</b>	<b>曾利洁</b> 010-88085991 zenglijie@hysec.com	<b>贾浩森</b> 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	<b>雷增明</b> 010-88085989 leizengming@hysec.com	<b>罗云</b> 010-88085760 luoyun@hysec.com
<b>QFII</b>	<b>方芳</b> 010-88085842 fangfang@hysec.com	<b>胡玉峰</b> 010-88085843 huyufeng@hysec.com		

**宏源证券评级说明:**

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+5% ~ +20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

**免责条款:**

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。