



**买入**

**21%**

目标价格: 人民币 14.66

原目标价格: 人民币 18.11

002638.CH

价格: 人民币12.13

目标价格基础: 24倍2013年预测市盈率

板块评级: 中立

**本报告要点**

- 公司1-3季度业绩同比增长。
- 3季度单季毛利率大幅提升。

**主要催化剂/事件**

- 政府LED照明项目订单贡献业绩。
- LED照明行业需求爆发。

**股价表现**



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(6)	(13)	(13)	-
相对新华富时A50指数	(3)	(16)	(9)	-

发行股数(百万)	375
流通股(%)	25
流通股市值(人民币 百万)	1,136
3个月日均交易额(人民币 百万)	80
净负债率(2012E)	净现金
主要股东(%)	
东莞勤上集团有限公司	25.90

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究  
以2012年10月26日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

科技: 电子元器件

李鹏

(8621) 2032 8313

nigel.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300512060002

# 勤上光电

## 业绩稳定增长, LED 标单斩获较多

2012年1-3季度, 勤上光电实现归属母公司所有者净利润9,222.07万元, 同比增长20.83%, 3季度公司实现归属母公司净利润4,673.70万元, 环比和同比分别增长95.48%和23.55%。当期营业收入增长低于我们预期, 但是毛利率出现较大的提升。我们判断行业毛利率仍然在下行过程中。基于以上判断, 我们下调公司2012年-2014年预测归属母公司净利润至1.53亿元、2.29亿元和2.93亿元, 基于24倍2013年预测市盈率, 我们下调公司目标价至14.66元, 维持买入评级。

**季报要点**

- 2012年1-3季度公司营业收入为5.93亿元, 同比增长8.95%, 3季度单季营业收入2.28亿元, 环比和同比分别增长9.96%和1.62%, 低于我们预期, 主要是由于LED照明行业增长低于预期及政府LED订单释放晚于我们先期预期。
- 1-3季度毛利率为32.68%, 同比小幅增长0.70个百分点。3季度单季毛利率为36.91%, 环比和同比分别大幅增长11.30个百分点和6.67个百分点。上游原材料价格下降是拉动毛利率增长的主要原因, 毛利率的提高直接拉动了3季度业绩增长。
- 2012年1-3季度当期费用率为14.06%, 同比下降2.21个百分点, 主要受益于管理费用率大幅下降; 3季度单季费用率为12.88%, 环比和同比分别增长3.54个百分点和1.12个百分点。
- 公司当期中标广百集团照明工程、清远市区LED路灯节能改造工程、广州乡镇路灯建设二期、2012/2013半导体照明补贴项目, 我们认为一系列中标工程将主要在明年开始贡献业绩。
- 公司预计2012年实现归属上市公司净利润1.37亿元-1.74亿元, 同比增长10%-40%。

**评级面临的主要风险**

- 照明灯具价格大幅下降带来的毛利率风险。
- 政府LED发行工程实施慢于预期。

**估值**

- 公司前三季度净利润增长平稳, 但是营业收入增长低于我们预期。我们判断LED照明行业毛利率可能仍在下降通道中。基于以上判断, 我们将2012年-2014年预测归属上市公司净利润分别从1.60亿元、2.42亿元和3.54亿元下调至1.53亿元、2.29亿元和2.93亿元, 基于24倍2013年预测市盈率, 我们将公司目标价由18.11元下调至14.66元, 维持买入评级。

**投资摘要**

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	552.3	769.3	884.1	1,426.2	1,945.7
变动(%)	30.2	39.3	14.9	61.3	36.4
净利润(人民币 百万)	81.1	124.6	153.0	228.8	293.4
全面摊薄每股收益(人民币)	0.216	0.333	0.408	0.611	0.783
变动(%)	22.2	53.7	22.8	49.5	28.2
先前预测每股收益(人民币)			0.43	0.65	0.95
调整幅度(%)			(5.0)	(6.1)	(17.6)
全面摊薄市盈率(倍)	56.0	36.5	29.7	19.9	15.5
每股现金流量(人民币)	0.3	0.3	0.3	0.2	0.4
价格/每股现金流量(倍)	46.3	39.3	36.8	70.1	31.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	33.4	19.1	21.5	14.0	10.9
每股股息(人民币)	0.03	0.03	0.02	0.03	0.04
股息率(%)	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 2012年1-3季度业绩稳定增长，单季毛利率大幅增长

2012年1-3季度勤上光电实现归属母公司所有者净利润9,222.07万元，同比增长20.83%，主要受益于当期毛利率提升及费用率下降：

1. 报告期公司实现营业收入5.93亿元，同比增长8.95%，低于我们预期。我们判断，主要是由于LED照明行业需求增长低于预期和政府照明订单释放晚于我们预期所致。
2. 1-3季度公司的毛利率为32.68%，同比小幅增长0.70个百分点。
3. 1-3季度费用率为14.06%，同比下降2.21个百分点，其中由于募集资金带来的利息收入带来了当期财务收入，另外销售费用率下降了0.83个百分点。
4. 当期营业外收入为1,169万元，同比增长38.18%，主要是来自于政府的财政补贴。

综合来看，1-3季度公司业绩增长稳定，但是营业收入增长低于我们此前预期，毛利率的同比恢复及费用率下降是业绩增长的主要原因。

图表 1. 勤上光电 2012 年 1-3 季度财务数据

(人民币, 百万)	2011年1-3季度	2012年1-3季度	同比变化(%)
营业收入	543.96	592.67	8.95
营业成本	369.97	398.97	7.84
销售费用	34.49	32.66	(5.31)
管理费用	47.56	55.62	16.95
财务费用	6.40	(4.98)	N.M
营业利润	82.01	94.84	15.64
营业外收入	8.46	11.69	38.18
营业外支出	2.22	0.03	(98.65)
利润总额	88.24	106.50	20.69
所得税	12.36	14.63	18.37
净利润	75.88	91.87	21.07
少数股东权益	(0.43)	(0.35)	(18.60)
归属母公司净利润	76.32	92.22	20.83
<b>比率 (%)</b>			<b>百分点变动</b>
毛利率	31.99	32.68	0.70
销售费用率	6.34	5.51	(0.83)
管理费用率	8.74	9.38	0.64
财务费用率	1.18	(0.84)	(2.02)
营业利润率	15.08	16.00	0.93
所得税率	(14.01)	(13.74)	0.27
净利润率	14.03	15.56	1.53

资料来源：公司数据

从3季度单季业绩指标来看，3季度公司实现归属母公司净利润4,673.70万元，环比和同比分别增长95.48%和23.55%，主要是由于毛利率的大幅提高。

1. 3季度公司实现营业收入2.28亿元，环比和同比分别增长9.96%和1.62%，低于我们预期，我们认为3季度营业收入低于预期是因为来自于LED照明下游需求弱于预期及政府的照明订单晚于我们预期所致。
2. 3季度单季毛利率为36.91%，环比和同比分别大幅增长11.30个百分点和6.67个百分点，我们判断，上游芯片及其他原材料价格下降是毛利率提升的主要原因。公司的议价能力随着规模扩大得到强化。

3. 3季度单季费用率为12.88%，环比和同比分别增长3.54个百分点和1.12个百分点，其中管理费用率环比和同比分别增长2.92个百分点和2.17个百分点，是费用率增长的最大来源。

综上所述，3季度的营业收入增长低于我们预期，但是毛利率同比出现大幅的提高，主要是由于上游原材料价格下降及公司议价能力提升所导致。

图表2.江海股份2012年3季度财务数据

(人民币, 百万)	2011年3季度	2012年2季度	2012年3季度	环比变化(%)	同比变化(%)
营业收入	224.69	207.65	228.33	9.96	1.62
营业成本	156.74	154.47	144.06	(6.74)	(8.09)
销售费用	10.59	11.35	12.18	7.31	15.01
管理费用	13.36	10.79	18.53	71.73	38.70
财务费用	2.47	(2.74)	(1.30)	(52.55)	(152.63)
营业利润	41.37	29.87	47.32	58.42	14.38
营业外收入	3.29	1.37	2.38	73.72	(27.66)
营业外支出	0.01	-	0.00	N.M	N.M
利润总额	44.64	31.24	49.70	59.09	11.34
所得税	6.71	6.94	2.72	(60.81)	(59.46)
净利润	37.93	24.30	46.98	93.33	23.86
少数股东权益	0.11	0.39	0.24	(38.46)	118.18
归属母公司净利润	37.83	23.91	46.74	95.48	23.55
<b>比率 (%)</b>				<b>环比百分点变化</b>	<b>同比百分点变化</b>
毛利率	30.24	25.61	36.91	11.30	6.67
销售费用率	4.71	5.47	5.33	(0.13)	0.62
管理费用率	5.95	5.20	8.12	2.92	2.17
财务费用率	1.10	(1.32)	(0.57)	0.75	(1.67)
营业利润率	18.41	14.38	20.72	6.34	2.31
所得税率	(15.03)	(22.22)	(5.47)	16.74	9.56
净利润率	16.84	11.51	20.47	8.96	3.63

资料来源：公司数据

### 盈利预测及评级

公司预计2012年实现归属上市公司净利润1.37亿元-1.74亿元，同比增长10%-40%。

公司在1-3季度分别中标广百集团照明工程、清远市区LED路灯节能改造工程、广州乡镇路灯建设二期、2012/2013半导体照明补贴项目。我们认为，一系列中标工程一方面即证明了公司在照明尤其是室外照明领域的实力，另一方面也为公司未来增长提供了保障。我们认为中标照明标单将在2013年开始真正贡献业绩。

公司1-3季度净利润增长基本符合我们预期，但1-3季度营业收入增长低于我们此前预期。我们认为公司3季度的高毛利率也体现了公司议价能力的提高，但总体来看，行业毛利率仍然在下行通道中。基于以上判断，我们将公司2012年-2014年预测归属上市公司净利润分别从1.60亿元、2.42亿元和3.54亿元下调至1.53亿元、2.29亿元和2.93亿元，基于24倍2013年预测市盈率，我们下调公司目标价至14.66元，维持**买入**评级。

**损益表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	552	769	884	1,426	1,946
销售成本	(373)	(506)	(607)	(989)	(1,373)
经营费用	(53)	(94)	(126)	(198)	(264)
息税折旧前利润	126	169	152	239	309
折旧及摊销	(19)	(34)	(14)	(18)	(21)
经营利润(息税前利润)	107	135	138	221	288
净利息收入/(费用)	(10)	(8)	13	11	9
其他收益/(损失)	0	27	36	46	60
税前利润	97	154	186	278	357
所得税	(16)	(25)	(28)	(42)	(54)
少数股东权益	0	(4)	(5)	(8)	(10)
净利润	81	125	153	229	293
每股收益(人民币)	0.22	0.33	0.41	0.61	0.78
每股股息(人民币)	0.03	0.03	0.02	0.03	0.04
收入增长(%)	30	39	15	61	36
息税前利润增长(%)	26	26	2	61	30
息税折旧前利润增长(%)	30	34	(10)	58	29
每股收益增长(%)	22	54	23	50	28

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**资产负债表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	484	1,326	1,291	1,194	1,186
应收帐款	203	264	303	489	667
库存	102	164	197	321	446
其他流动资产	45	68	80	129	178
流动资产总计	834	1,821	1,871	2,133	2,477
固定资产	212	337	473	605	717
无形资产	38	38	34	30	27
其他长期资产	138	197	196	202	208
长期资产总计	389	571	703	838	953
总资产	1,223	2,393	2,574	2,972	3,430
应付帐款	79	146	176	286	397
短期债务	0	5	5	5	5
其他流动负债	69	121	140	216	291
流动负债总计	147	272	320	507	694
长期借款	130	0	0	0	0
其他长期负债	89	98	98	98	98
股本	141	187	375	375	375
储备	684	1,819	1,760	1,963	2,225
股东权益	825	2,006	2,134	2,337	2,599
少数股东权益	32	16	21	29	39
总负债及权益	1,223	2,393	2,574	2,972	3,430
每股帐面价值(人民币)	1.07	2.20	5.35	5.70	6.24
每股有形资产(人民币)	1.00	2.10	5.25	5.61	6.16
每股净负债/(现金)(人民币)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**现金流量表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	97	154	186	278	357
折旧与摊销	19	34	14	18	21
净利息费用	10	8	(13)	(11)	(9)
运营资本变动	18	64	38	181	174
税金	(16)	(25)	(28)	(42)	(54)
其他经营现金流	(30)	(120)	(74)	(360)	(345)
经营活动产生的现金流	98	116	124	65	145
购买固定资产净值	(143)	(197)	(146)	(146)	(130)
投资减少/增加	3	0	0	0	0
其他投资现金流	(51)	(2)	0	0	0
投资活动产生的现金流	(191)	(199)	(146)	(146)	(130)
净增权益	370	1,059	0	0	0
其他融资现金流	(69)	(133)	(12)	(15)	(23)
融资活动产生的现金流	301	926	(12)	(15)	(23)
现金变动	208	843	(35)	(97)	(8)
期初现金	278	484	1,326	1,291	1,194

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**主要比率**

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	22.8	22.0	17.1	16.8	15.9
息税前利润率(%)	19.3	17.5	15.6	15.5	14.8
税前利润率(%)	17.5	20.0	21.1	19.5	18.3
净利率(%)	14.7	16.2	17.3	16.0	15.1
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	5.0	6.1	5.2	3.6	2.9
利息覆盖率(倍)	10.8	16.1	nm	nm	nm
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	5.0	6.1	5.2	3.6	2.9
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	56.0	36.5	29.7	19.9	15.5
市净率(倍)	5.5	2.3	2.1	1.9	1.7
价格/现金流(倍)	46.3	39.3	36.8	70.1	31.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	33.4	19.1	21.5	14.0	10.9
<b>周转率</b>					
存货周转天数	82.7	96.0	108.7	95.6	102.0
应收帐款周转天数	129.7	110.8	117.0	101.3	108.4
应付帐款周转天数	58.8	53.5	66.5	59.1	64.1
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3
净资产收益率(%)	13.2	8.8	7.4	10.2	11.9
资产收益率(%)	10.5	7.4	5.5	8.0	9.0
已运用资本收益率(%)	12.2	8.4	7.2	10.2	11.8

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

### 公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10% 以上；  
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10% 区间内波动；  
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10% 以上；  
未有评级（NR）。

### 行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；  
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；  
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
金融大街 28 号  
盈泰中心 2 号楼 2 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371