

# “红海”行舟，渠道为王

## —勤上光电（002638）业绩快报点评报告

联系人：TMT 行业研究组

日期：2013 年 3 月 07 日

www.lxzq.com.cn

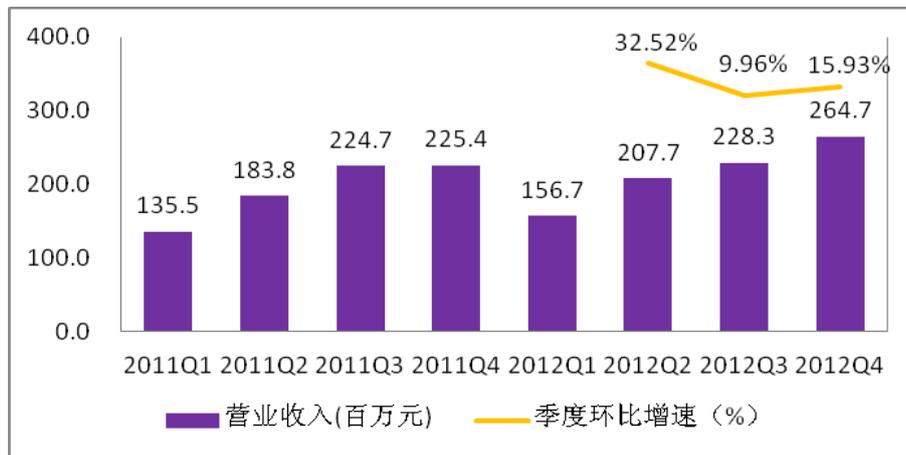
### 事件：

公司近日公布12年业绩快报，全年录得营收8.57亿元，同比增长11.45%；其中实现归属于上市公司股东净利润1.28亿元，同比增长3.08%，实现每股收益0.46元。

### 点评：

**1、营收逆势稳增，费用加速计提拖累利润。**公司在 LED 应用技术领域精耕多年，已成长为半导体综合解决方案提供商，产品覆盖大功率 LED 道路照明、LED 显示、景观照明、商用照明、家居照明、特种照明等。2012 年，在宏观经济下行、行业产能过剩的大背景下，公司凭借强大的渠道公关能力，在省内外路灯改造（示范）工程中屡屡中标，不仅平抑了收入的波动也对 2013 年业绩提供了有力支撑。利润增长失速，主要由于股权激励计划终止使得原本应在剩余等待期内确认的股份支付费用在 12 年度加速提取。影响营业利润约 2650 万元，根据我们的估算，如果将费用回加，12 年净利增速实际将达到 21.3%，成长性十分突出。

图表 1 营收逆势稳增



资料来源：同花顺、联讯证券投资研究中心

**2、短期成长逻辑：连获大单，强大渠道拓展能力保障短期业绩。**2012 年下半年，公司在 LED 照明产品采购和室外照明改造项目（合同能源管理）两类招标中屡获大单，显示出在广东省内强大的公关和商务能力以及持续拓展能力，其中部分能源管理类订单合同周期在 3-5 年不等，而与广州地铁的示范合作也将为公司后续参与广州地铁更多的 LED 照明项目打开良好的局

内  
部  
资  
料



面。公司着力销售，半年报显示销售人员超过 560 人（占总职工比例 27.9%），再加之充足的现金储备（超过 16 亿）有望加速区域性复制进程，我们认为这都将为 2013 年业绩构成保障。

**图表 2 屡获大单，营销、商务能力凸显**

公告日期	中标项目	收入金额	合作伙伴
2012.12	英德市 LED 路灯节能改造服务	2074 万	南网能源
2012.11	广州地铁示范工程	568.3 万	-
2012.11	沪宁高速公路照明试验段工程	450 万	-
2012.11	国家发改委应对气候变化对外物资赠送项目	1913 万	-
2012.10	广百集团 LED 照明示范工程	6400 万	贝加节能
2012.10	清远市区 LED 路灯节能改造	9000 万	南网能源
2012.10	广州乡镇路灯建设二期工程	2890 万	-

资料来源：公司公告，联讯证券投资研究中心

**3、长期成长逻辑：政策东风助力行业整合，上市龙头期待外延成长。**今年 2 月 17 日，六大部委联合发布了《半导体照明产业节能规划》，明确提出了在商业照明、工业照明及政府办公、公共照明等领域加大对 LED 照明产品的推广力度，到 2015 年 60W 以上普通照明用白炽灯全部淘汰，LED 功能性照明产品市场占有率提升至 20% 以上。市场空间的打开将有助于龙头企业的形成，而上市公司有望凭借强大的资本实力对产业链上下游进行整合以获得成本优势，实现规模的快速成长。这与《规划》中的目标相一致：“形成 10-15 家掌握核心技术、拥有较多自主知识产权和知名品牌、质量竞争力强的龙头企业。”综上，我们认为外延扩展和市场集中度提升将是公司中长期的成长依托。

**4、下游应用厂商或率先享受行业结构性红利，给予“增持”评级。**近期大尺寸 LED 电视的快速渗透和智能终端的热销增加了市场对行业复苏的预期，根据权威机构 LEDinside 的统计，今年 1 月单月在台上市的 LED 企业营收总额同比增长 21.5%，其中芯片厂商增势略猛于封装厂商。而纵观整个行业，我们更加看好下游的应用类厂商，我们的逻辑是：在全行业整体产能过剩和终端产品价格持续下行的背景下，下游企业凭借对渠道的掌控能够向中上游转嫁用户的价格压力，维持可观的利润率水平，分享行业成长的红利。

我们预计公司 2013 和 2014 年每股收益分别为 0.48、0.64 元，对应市盈率分别为：27 倍和 20 倍，净利润复合增长率达到 36.3%。作为下游 LED 照明应用的代表厂商，公司有望利用技术和经验的输出巧妙的走出一条轻资产扩张之路，即在全国范围内洽谈合作伙伴，并以提供整套解决方案的方式与其共同分享当地市场。另一方面，充足的现金储备也有助于公司承接来自政府的 BT（建设-移交）或 EMC（合同能源管理）超级大单。我们将其视为 A 股市场 LED 行业的首选标的，首次覆盖，给予“增持”评级，对应 6 个月目标价 14.4 元，对应 13 年市盈率 30 倍。

**5、风险提示：**小非套现风险、照明产能过剩导致毛利大幅下滑、回款不利导致坏账风险、区域复制进展逊于预期

**图表3 盈利预测表**

单位：百万元	2011A	2012E	2013E	2014E
<b>一、营业收入</b>	769	857	1131	1493
增长率(%)	-	11.44%	32.00%	32.00%
减：营业成本	506	570	759	1008
毛利率(%)	34.20%	33.50%	32.90%	32.50%
营业税金及附加	2	5	7	7
减：销售费用	45	45	59	75
占收入百分比(%)	5.85%	5.30%	5.20%	5.00%
管理费用	73	90	102	128
占收入百分比(%)	9.49%	10.50%	9.00%	8.60%
财务费用	8	(6)	(4)	0
资产减值损失	6	4	5	6
加：投资收益	(3)	(12)	(8)	(4)
<b>二、营业利润</b>	126	137	196	265
营业利润率(%)	16.38%	15.95%	17.29%	17.76%
营业外收入	30	19	20	20
营业外支出	2	1	1	1
<b>三、利润总额</b>	154	155	215	284
减：所得税	25	26	35	46
<b>四、净利润</b>	129	129	180	238
归属净利润	125	128	180	238
净利润率(%)	16.25%	14.96%	15.89%	15.95%
少数股东损益	4	1	0	0
<b>每股收益(元)</b>	<b>0.33</b>	<b>0.34</b>	<b>0.48</b>	<b>0.64</b>

数据来源：公司年报，联讯证券投资研究中心

## 信息披露

本资料清晰准确地反映了编撰者的研究观点。编撰者本人不曾因，不因，也将不会因本资料中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。

### 投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

#### 股票投资评级标准

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅介于-5%以上。

#### 行业投资评级标准

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇资料，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 风险提示

本资料由联讯证券有限责任公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本资料的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的资料均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本资料基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

联讯证券可随时更改资料中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求资料内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和编撰者无关。在本公司及编撰者所知情的范围内，本机构、编撰者本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。