

业精于“勤”，行成于“2014”

增持 首次

投资要点:

- LED 照明行业爆发点在 2014 年，迎来 3-5 年高速增长期
- 规模经济+百城千店+工厂孵化计划，助力公司征战居民用户照明市场
- 灵活运用 EMC+EMBT 模式，赢取商业和公共用户青睐

报告摘要:

- LED 照明行业爆发点在 2014 年，迎来 3-5 年高速增长期。**我们认为，我国 LED 照明市场从 2013 年已经实质启动，随着 LED 照明产品性价比优势的进一步体现，有望在 2014 年爆发，年产值达到 1500-1800 亿，之后进入连续 3-5 年的高速增长期。
- 规模经济+百城千店+工厂孵化计划，助力公司征战居民用户照明市场。**居民用户市场要求企业建设足够强大的渠道和推出有足够价格吸引力的产品。针对此，公司的竞争力在于：借助规模生产和自我完成芯片封装，公司可以有效控制产品成本，推出有足够价格吸引力的产品；已开发代理商 417 家，建设完成各类终端零售店 1300 家，推出第三方 B2C 和 B2B 电商平台，完成了覆盖全国的线下和线上渠道网络；藉由工厂孵化计划，公司将更加深入、广泛的渗透到地方市场。
- 灵活运用 EMC+EMBT 模式，赢取商业和公共用户青睐。**商业和公共用户更换 LED 光源的资金支出压力较大，EMC 和 EMBT 可以有效解决该问题。公司是照明领域率先应用 EMC 模式的企业之一，积累了丰富的项目运营经验，同时公司有大量现金在手，为其进行 EMC 和 EMBT 项目运营提供了有力支持。
- 风险分析：**LED 市场景气低于预期；净利率水平可能继续下降。
- 盈利预测及投资价值：**我们预计公司 2014~2016 年 EPS 分别为 0.43 元、0.68 元和 0.97 元。

主要经营指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	822	1,141	1,566	2,192	2,925
增长率(%)	6.8%	38.8%	37.3%	39.9%	33.4%
归母净利润(百万)	105	104	160	255	363
增长率(%)	-15.6%	-1.2%	53.8%	59.5%	42.5%
每股收益	0.28	0.28	0.43	0.68	0.97
市盈率	31.6%	29.4%	29.6%	30.2%	29.4%

中小市值研究组

分析师:

王凤华(S1180511010001)

电话: 010-88013568

Email: wangfenghua@hysec.com

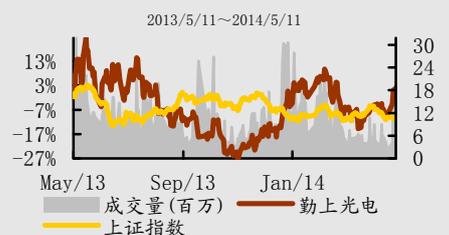
研究助理:

周忠伟

电话: 010-88013569

Email: zhouzhongwei@hysec.com

市场表现



相关研究

《大立科技：红外商业化在即，尽享先发优势》

2014/5/10

《美盛文化：收购影视公司完善文化产业链》

2014/5/7

《蒙发利：自有品牌全线发力，打造健康平台》

2014/5/7

《隆基机械：借合资布局新能源汽车配件大市场》

2014/5/5

《金宇集团：多重竞争优势 业绩高增长可期》

2014/4/30

《中文传媒：业绩稳健增长，业务持续推进》

2014/4/30

目录

一、专注 LED 照明，“内”“外”兼修.....	4
二、三力相合，LED 照明行业至跃迁临界点.....	5
政府政策：禁用白炽灯，示范项目+财政补贴	6
产品供给者：产品价格不断下降，市场外延持续扩张	7
消费者：关注度越来越高，购买意愿不断增强	7
行业趋势研判：爆发点在 2014 年，迎来 3-5 年高速成长期	8
三、深耕国外市场二十年，受益全球 LED 照明高景气.....	10
四、国内市场制胜法宝之一：规模经济+百城千店+工厂孵化计划	10
五、国内市场制胜法宝之二：EMC+EMBT	12
六、盈利预测及投资价值分析.....	14
七、风险因素分析	15
附录	16

图表目录

图 1: 景观亮化占比下降, 室内照明占比显著提升	4
图 2: 国内、国外两个市场齐头并进	4
图 3: 毛利率相对较为稳定, 维持较高水平	5
图 4: 净利率和 ROIC 承受较大下行压力	5
图 5: 存货周转率较为稳定, 应收账款周转率随客户结构变动而波动	5
图 6: LED 光源四大卓越性能: 节能、环保、耐用和可控性好	6
图 7: 各国纷纷出台白炽灯禁用时间表	6
图 8: 2011 年 7 月以来, LED 灯全球平均价格持续显著下降	7
图 9: 2013 年以来, LED 灯的社会关注度显著上升	7
图 10: 关注度高涨, 成交活跃度明显提升	8
图 11: 2009 年四季度是荧光灯行业高景气阶段的开始	8
图 12: 居民用户在用各类型光源占比 (2010 年)	9
图 13: 工业用户在用各类型光源占比 (2010 年)	9
图 14: 商业、公共用户在用各类型光源占比 (2010 年)	9
图 15: 2013 年, LED 照明行业产值突破千亿	9
图 16: 2013 年, LED 通用照明产值增速达 63.7%	9
图 17: 景观照明增速相对平稳	10
图 18: 国外营收保持较高增速	10
图 19: 国外营收毛利率稳步提高	10
图 20: 居民用户在用照明产品占比接近 60% (2010 年)	11
图 21: 公司业务涵盖 LED 产业链的中游封装和下游应用	11
图 22: 相较 2012 年, 公司营销渠道显著扩张	12
图 23: “工厂孵化计划”可以实现地方企业、地方政府和勤上光电共赢	12
图 24: 商业、公共用户在用照明产品占比接近 30% (2010 年)	13
图 25: EMC 的本质是业主和运营方的共赢	13
图 26: 公司部分 EMC 及 BT 项目	14
图 27: 主要财务信息	14

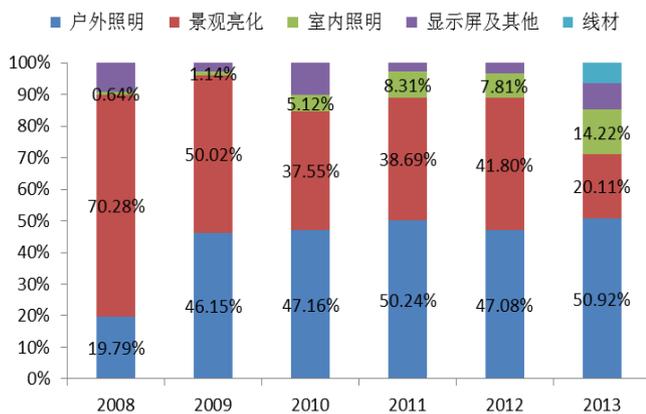
一、专注 LED 照明，“内”“外”兼修

从 2004 年开始开发小功率 LED 照明产品至今，公司已在 LED 照明行业经营近 10 年。期间，公司产品线不断丰富，主营构成也由以景观亮化为主，逐步发展为景观亮化和户外照明双轮驱动，近几年又着力开拓室内照明市场。2013 年，室内照明板块实现营收 1.62 亿元，同比增长 152%，营收占比达到 14.22%。

2009 年之前，公司产品以出口为主，2008 年海外市场营收贡献达到 76.66%。从 2009 年开始，随着国内 LED 市场的逐步成长，及公司对国内市场的开拓，目前已经形成国内、国外两个市场齐头并进的局面。

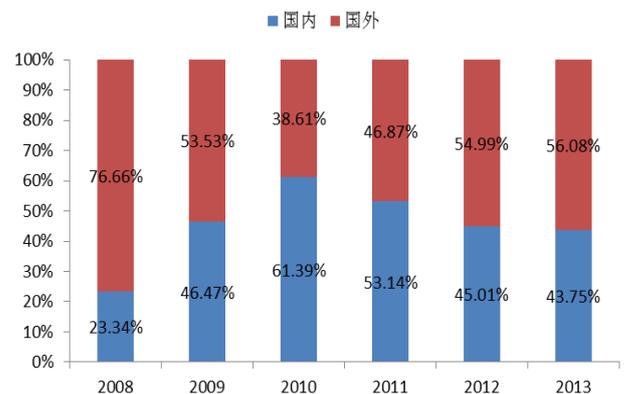
我们预计，随着国内 LED 市场的进一步成长，及公司开拓程度的加深，国内市场营收占比有望进一步提高，而随着 LED 照明产业的进一步成熟，室内照明板块占比也将有望显著提高，公司业绩的主要动力源亦将切换为“户外照明+室内照明”的新模式。

图 1: 景观亮化占比下降，室内照明占比显著提升#



资料来源: Wind, 宏源证券

图 2: 国内、国外两个市场齐头并进



资料来源: wind, 宏源证券

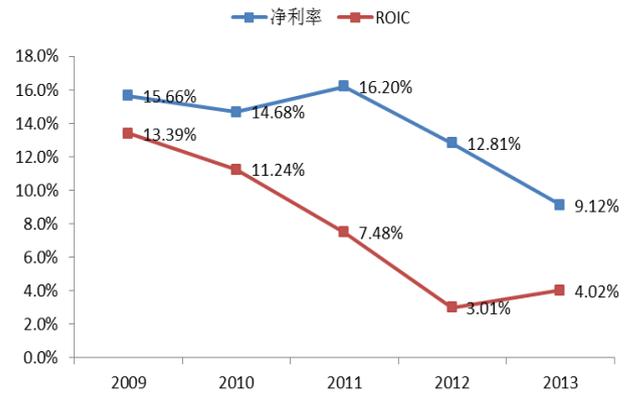
近五年，随着全球 LED 照明市场景气度的提升，大量资本涌入供给市场，引致 LED 产品价格水平不断下降，一方面扩展了 LED 需求市场外延，但另一方面也压制了 LED 生产者的盈利能力和经营效率。2008-2013 年间：公司毛利率水平相对比较稳定，维持在 30% 左右，表明公司有较好的成本控制力；净利率和 ROIC 则承受了较大的下行压力，反映了行业竞争日趋激烈的态势；从应收账款周转率和存货周转率两个指标来看，公司保持了稳定的经营效率，表明公司有较好的管理能力和面对市场的应变能力。

图 3: 毛利率相对较为稳定, 维持较高水平



资料来源: Wind, 宏源证券

图 4: 净利率和 ROIC 承受较大下行压力



资料来源: wind, 宏源证券

图 5: 存货周转率较为稳定, 应收账款周转率随客户结构变动而波动



资料来源: Wind, 宏源证券

二、三力相合, LED 照明行业至跃迁临界点

人类照明史经历了漫长的火把、蜡烛和煤油灯时期, 直到 1879 年爱迪生发明第一只白炽灯, 人类才进入以电为光源的时代。随着 1934 年汞灯问世, 气体放电灯正式登上历史舞台, 之后荧光灯 (1938 年)、卤素灯 (1959 年) 相继加入气体放电灯家族。1962 年, GE 发明商用发光二极管 (LED), 半导体固体光源面世, 并逐渐展现出其卓越的光源性能, 节能、环保、耐用和可控性都超越以往光源, 这是其掀起第三次光源革命的根本支撑。

图 6: LED 光源四大卓越性能: 节能、环保、耐用和可控性好

节能	环保	耐用	可控性好
<ul style="list-style-type: none"> LED发光原理是直接 将电能转化为光能， 光电转化效率远远高 于白炽灯和气体放电 灯（荧光灯等）。 2014年3月，科锐宣 布白光功率型LED实 验室光效达到303 lm/W。而白炽灯的光 效仅为8-24lm/w，节 能灯的光效约为60- 150lm/w。 	<ul style="list-style-type: none"> 不含汞等污染元素， 而气体放电灯含汞等 元素，生产过程中和 废弃后都极易造成环 境污染。 	<ul style="list-style-type: none"> 用树脂封装而成，耐 打击、抗震。耐低温， 即使在零下40度的环 境中，发光效率仍然 稳定。 LED光源的寿命在 25000小时左右，白 炽灯仅为1000小时， 节能灯6000小时左右。 	<ul style="list-style-type: none"> LED光源本质是电子 产品，可控性非常好。 与计算机信息技术的 融合更加方便，实现 光源的智能化管理。

资料来源: 互联网, 宏源证券

二战后，世界经济进入高度工业化时代，也引致了严重的环境污染、能源紧缺等问题，从环境和能源约束的角度来看，LED照明时代的到来几乎是必然。

我国照明用电约占全国用电量的 13%左右，推广使用高效照明产品，提高照明用电效率，节能减排潜力很大。。。。。。若将我国全部在用的白炽灯替换成节能灯，每年可节电 480 亿千瓦时（2013 年全社会用电量的 1%），相当于减排二氧化碳近 4800 万吨，若进一步更换为 LED 照明产品，将带来更大的节能效果。

---《半导体照明节能产业规划》

我们认为，对于 LED 照明行业来说，政府政策、产品供给者和消费者三方力量的合力是决定行业发展阶段能否实现跃迁的决定因素，当下时刻，这三股力量即将产生最大合力。

政府政策: 禁用白炽灯, 示范项目+财政补贴

近五年，各国政府纷纷提出淘汰高耗能白炽灯的时间表，为 LED 光源的普及提供了难得的契机。此外，我国政府则从 2008 年开始持续以财政补贴以及政府示范项目的方式推广节能灯（包括传统节能灯和 LED 灯），一方面助力 LED 光源迈出走向市场的关键第一步，另一方面也为 LED 照明企业创造了宝贵的前期市场。短期内，传统节能灯产品（荧光灯、卤素灯等）仍将与 LED 光源共存，但随着 LED 光源价格的下降，其性价比优势将更加显著，从而逐步取代传统节能灯产品。

图 7: 各国纷纷出台白炽灯禁用时间表

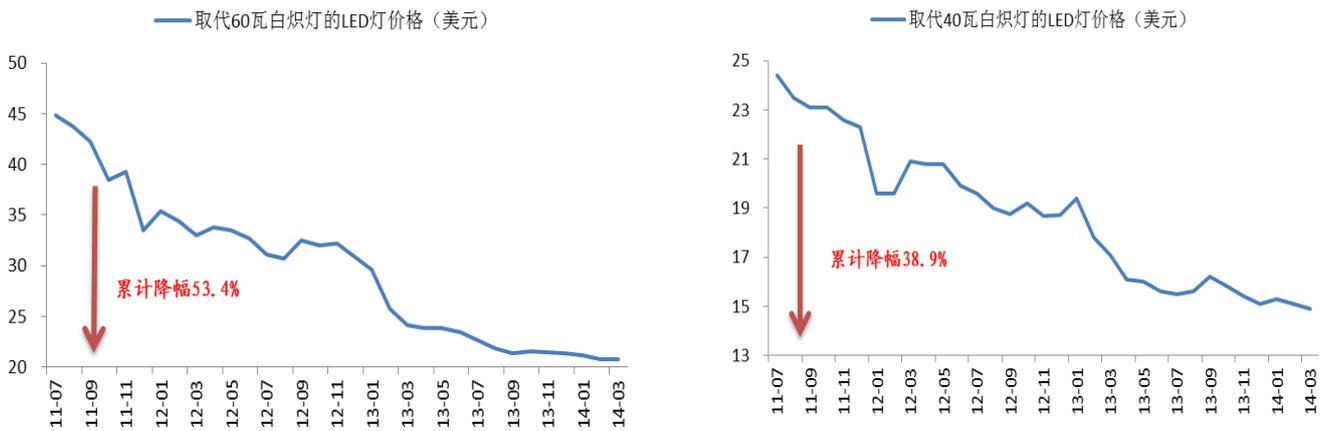
澳大利亚	2009年停止生产，最晚在2010年逐步禁止使用传统的白炽灯
欧盟	2009年9月起禁止销售100瓦白炽灯，2012年起禁用使用
日本	截至2012年，将全面禁止使用白炽灯
韩国	2013年底前禁止使用白炽灯
美国	2012年1月到2014年1月，逐步淘汰40W、60W、75W及100W白炽灯泡
中国	2012年10月1日起，禁止进口和销售100瓦及以上普通照明白炽灯 2014年10月1日起，禁止进口和销售60瓦及以上普通照明白炽灯 2016年10月1日起，禁止进口和销售15瓦及以上普通照明白炽灯

资料来源: 互联网, 宏源证券

产品供给者：产品价格不断下降，市场外延持续扩张

产品供给者一方对行业发展的最主要影响在于产品价格，直接决定消费者在传统节能灯和LED灯之间的选择。根据LEDinside的数据，2013年，取代传统40瓦和60瓦白炽灯的LED灯泡价格跌幅均超过20%，且从2013年10月份起，全球不少地区的LED灯泡价格已经降至与传统节能灯相当的水平，大大提高了消费者选择LED产品的可能性。截至2014年3月，中国市场上取代传统40瓦和60瓦白炽灯的LED灯平均价格已经降至8.1美元和18.3美元，实际上，品牌厂家的部分产品价格已经降至30元以下，非品牌的甚至已经降至10元以下，完全在普通消费者可承受范围之内。

图 8：2011 年 7 月以来，LED 灯全球平均价格持续显著下降#

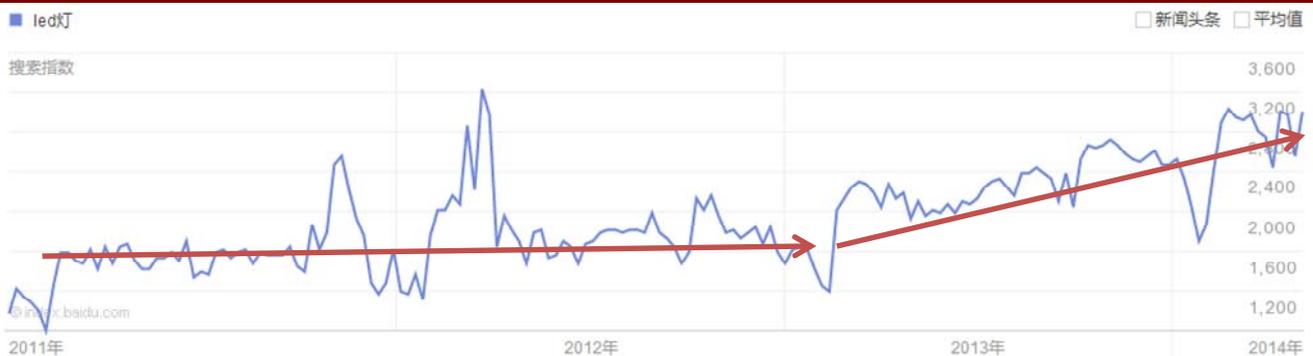


资料来源：LEDinside，宏源证券

消费者：关注度越来越高，购买意愿不断增强

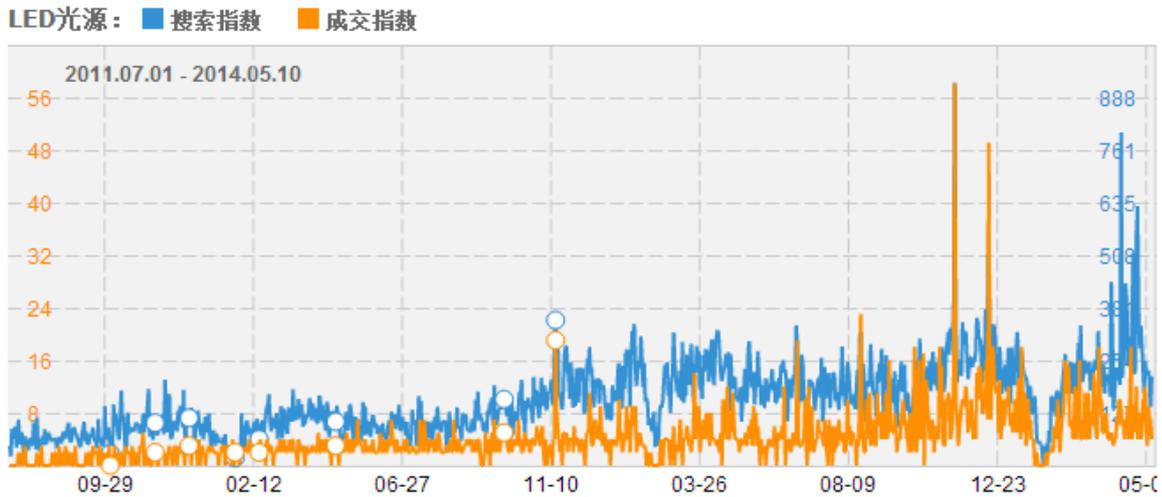
消费者的选择是决定市场规模的根本因素。从百度搜索指数来看，2011-2013年间，LED灯的社会关注度在较高水平波动，但从2013年起迅速提高。从淘宝大数据的LED灯搜索指数和成交指数来看，2012年下半年起，淘宝用户对LED的关注度攀升至新高度，而从2013年初开始，LED产品的成交活跃度明显提升。

图 9：2013 年以来，LED 灯的社会关注度显著上升



资料来源：百度指数，宏源证券

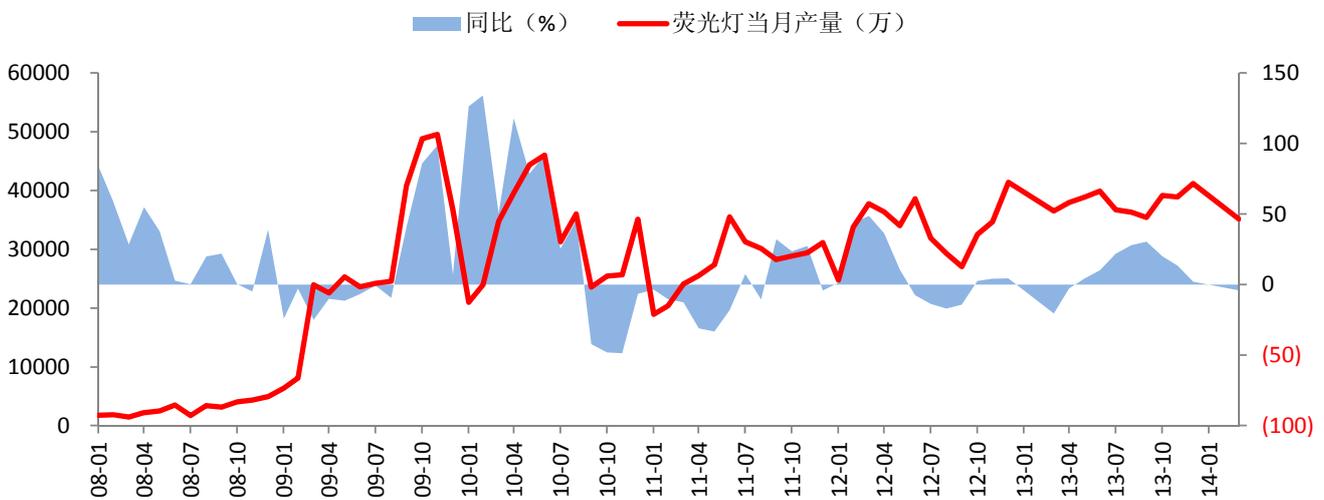
图 10: 关注度高涨, 成交活跃度明显提升



资料来源: 淘宝指数, 宏源证券 (反映的是淘宝网和天猫的总数据)

我们认为, 消费者行为的变化很可能预示着, LED 灯对传统节能灯的替代正在启动。从荧光灯的产量来看, 荧光灯行业从 2009 年四季度步入高景气阶段, 按照荧光灯 3-4 年的使用寿命来计算, 2013-2014 年恰好是该批产品的替换时点。随着 LED 照明产品价格的下降, 其相对传统节能灯性价比优势变得更加显著, 我们预计, LED 灯对荧光灯替换的开始也即 LED 照明行业高景气阶段的开始。

图 11: 2009 年四季度是荧光灯行业高景气阶段的开始

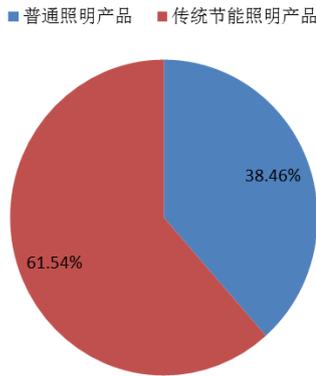


资料来源: Wind, 宏源证券

行业趋势研判: 爆发点在 2014 年, 迎来 3-5 年高速增长期

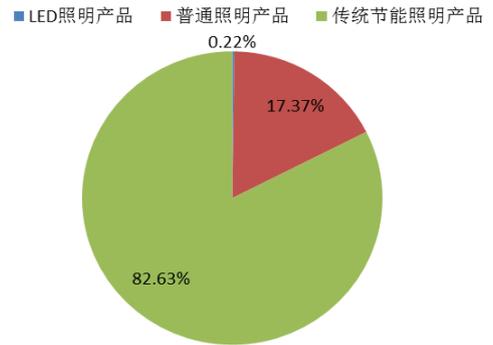
从 2010 年各类用户在用照明产品构成来看, 各用户群体中, 普通照明产品的比例仍然较高, 传统节能灯 (主要是荧光灯) 占绝大多数, LED 灯的渗透率非常低, 这说明 LED 照明市场的潜力非常可观。

图 12: 居民用户在用各类型光源占比 (2010 年)



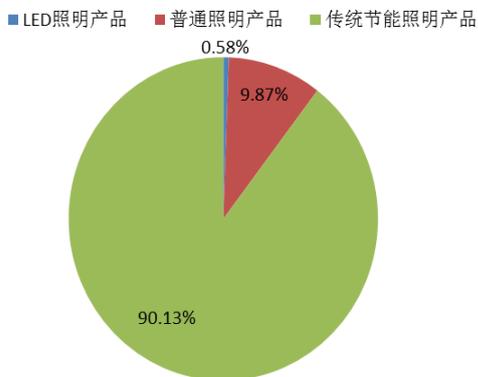
资料来源: 半导体照明节能产业规划, 宏源证券

图 13: 工业用户在用各类型光源占比 (2010 年)



资料来源: 半导体照明节能产业规划, 宏源证券

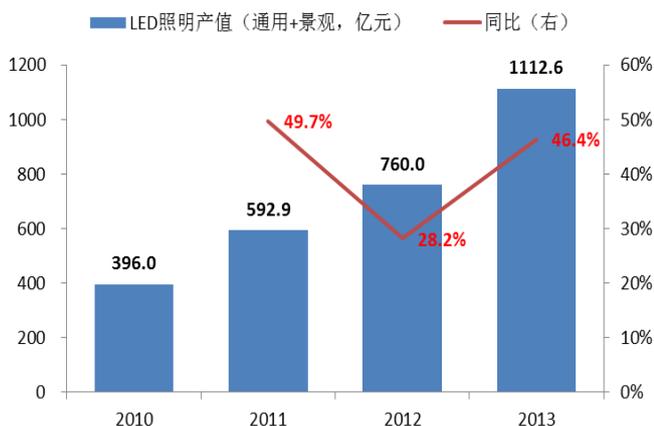
图 14: 商业、公共用户在用各类型光源占比 (2010 年)



资料来源: 半导体照明节能产业规划, 宏源证券

综上, 我们认为, 我国 LED 照明市场从 2013 年已经实质启动, 但行业的爆发点大概率在 2014 年, 年产值有望达到 1500-1800 亿, 之后进入连续 3-5 年的高速增长期。从子行业来看, 景观照明启动较早, 目前已经进入稳定成长阶段, 而通用照明 (户外和室内照明) 则有望成为新时期 LED 照明行业高速增长的主要动力来源。

图 15: 2013 年, LED 照明行业产值突破千亿



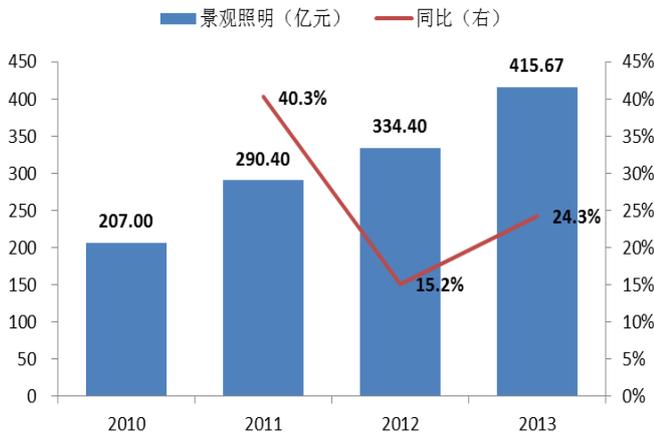
资料来源: 国家半导体照明工程研发及产业联盟, 宏源证券

图 16: 2013 年, LED 通用照明产值增速达 63.7%



资料来源: 国家半导体照明工程研发及产业联盟, 宏源证券

图 17: 景观照明增速相对平稳

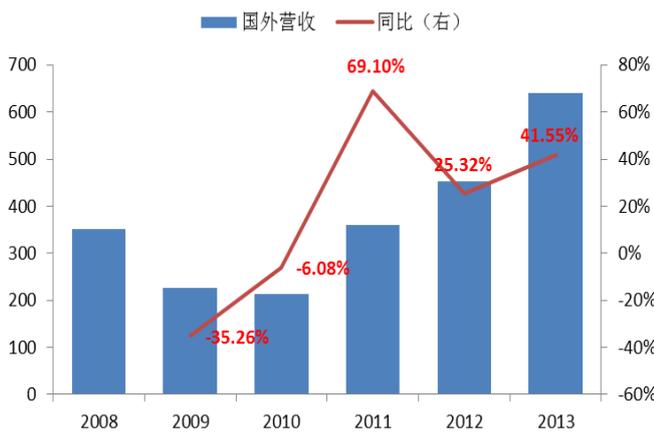


资料来源: 国家半导体照明工程研发及产业联盟, 宏源证券

三、深耕国外市场二十年，受益全球 LED 照明高景气

公司的前身是成立于 1994 年的东莞勤上五金塑胶制品有限公司，主营灯饰产品的制造和销售，成立之初就打入美国市场，并成为北美圣诞灯饰市场的重要供应商。2004 年，公司开始开发小功率 LED 灯饰产品，业务重心开始转向 LED 灯饰和 LED 景观照明市场。经过近 20 年的经营，公司已经在国际市场打响品牌，与一些重要经销商建立了稳定的合作关系。未来公司将通过参加国际展会等方式进一步提高公司品牌知名度，加强与大型零售商合作，并着力开拓国际酒店、连锁加油站等客户，继续维持公司在欧美市场的优势地位，同时拓展韩国、日本等市场，以使公司最大限度的受益于全球 LED 照明行业景气的爆发。

图 18: 国外营收保持较高增速



资料来源: Wind, 宏源证券

图 19: 国外营收毛利率稳步提高



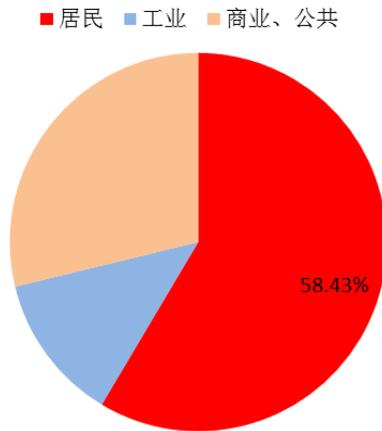
资料来源: Wind, 宏源证券

四、国内市场制胜法宝之一：规模经济+百城千店+工厂孵化计划

从 2010 年各类用户在用照明产品占比来看，居民用户市场的占比最高，接近 60%，LED 灯的渗透率也最低，随着 LED 灯价格下降到足够“亲民”的水平，该部分市场爆发的力度

将最显著，空间也最大。但该部分市场多属零售市场，价格高度敏感，市场极其分散，参与企业众多，竞争最为激烈，这就需要企业或者推出有足够辨识力的产品、或者建立有足够号召力的品牌、或者建设足够强大的渠道和推出有足够价格吸引力的产品。

图 20: 居民用户在用照明产品占比接近 60% (2010 年)

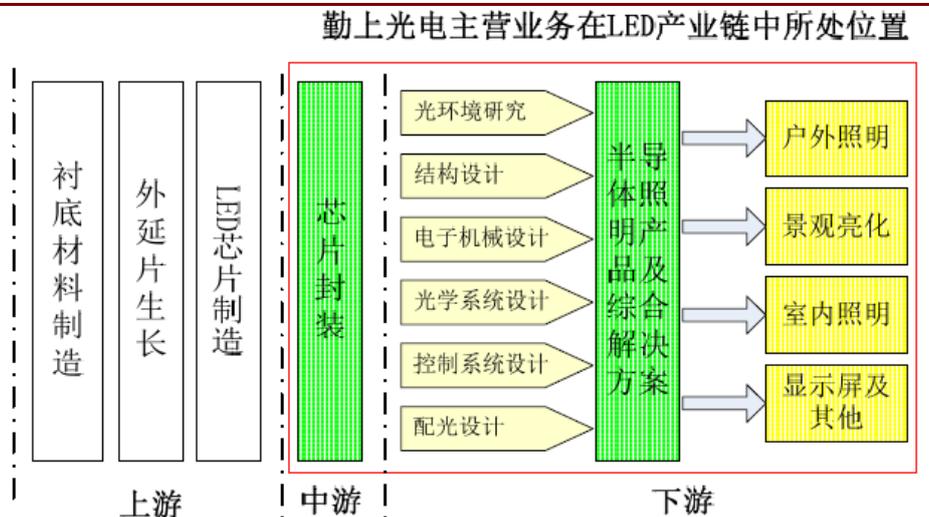


资料来源: 半导体照明节能产业规划, 宏源证券

从这个角度来看, 公司的竞争力表现在三个方面:

- 公司是 LED 照明行业的龙头企业之一, 可以借助规模生产有效降低产品成本, 此外, 公司产品多由自有设备完成芯片封装环节, 比其他多数生产商有更强的成本控制力, 这使得公司有将产品价格降至足够“亲民”。

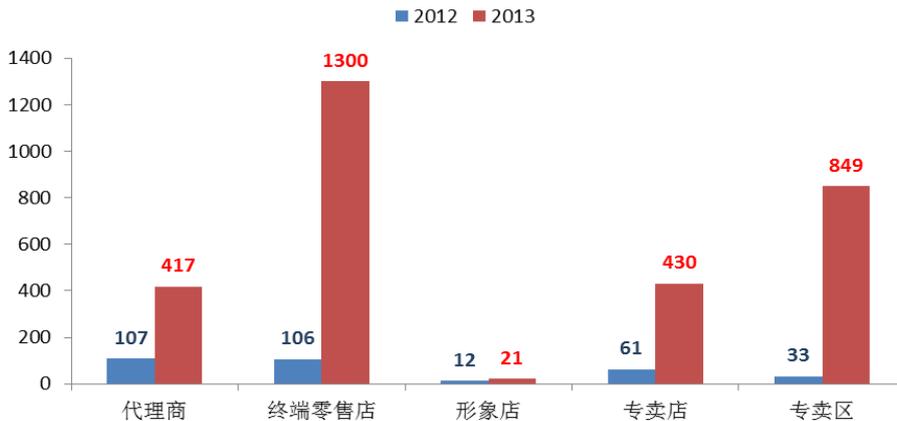
图 21: 公司业务涵盖 LED 产业链的中游封装和下游应用



资料来源: 公司招股说明书, 宏源证券

- 公司在 2013 年显著加大力量开拓和建设代理商、加盟商、运营中心和电商平台等营销渠道, 目前已开发代理商 417 家, 建设完成终端零售形象店 21 家、专卖店 430 家和专卖区 849 家, 推出第三方 B2C 和 B2B 电商平台, 完成了覆盖全国的线下和线上渠道网络。

图 22: 相较 2012 年, 公司营销渠道显著扩张



资料来源: 公司年报, 宏源证券

- 工厂孵化计划是一种全新的、灵活的 LED 照明市场拓展模式, 由公司向区域市场当地合作方有偿输出核心照明模组、集约化供应链和专业解决方案, 并帮助其打造自有品牌, 开拓当地市场。通过这种模式, 公司与区域市场合作方形成利益共同体, 有效借助其在当地的市场资源优势, 更加深入的、广泛的渗透到地方市场, 最大程度的从国内 LED 市场的爆发中受益。公司目前已经签约 20 家。

图 23: “工厂孵化计划”可以实现地方企业、地方政府和勤上光电共赢



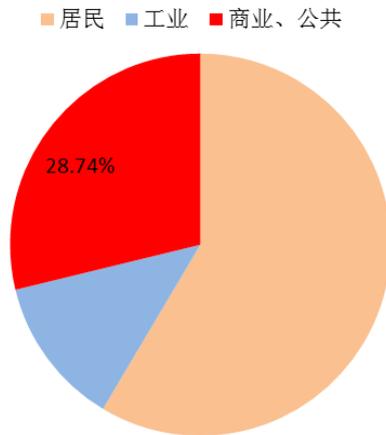
资料来源: 公司网站, 宏源证券

五、国内市场制胜法宝之二: EMC+EMBT

从 2010 年各类用户在用照明产品使用量来看, 商业和公共用户占比接近 30%, 市场空间可观, 该市场的特点是单个用户的规模较大, 对品质有较高追求, 价格承受程度高, 项目利润率可观, 适合采用工程模式。考虑到 LED 光源相对较高的价格, 以及居民用户传统节

能灯使用习惯的惯性，商业和公共用户仍然是中短期内支撑行业成长的关键力量。但同时，由于这些项目规模较大，灯具全部更换为 LED 光源的支出较高，压制了商业和公共用户的更换意愿。

图 24: 商业、公共用户在用照明产品占比接近 30% (2010 年)



资料来源: 半导体照明节能产业规划, 宏源证券

公司的 EMC (合同能源管理) 和 EMBT (能源 BT 管理, 综合了 EMC 和 BT 的特点) 模式正是针对这种情况而推出的, 不仅可以有效缓解商业和公共用户的资金支出压力, 而且不需要用户额外花费精力来管理和维护节能设备, 使业主受益非常显著。公司是照明领域率先应用 EMC 模式的企业之一, 积累了丰富的项目运营经验, 为公司进一步开拓 EMC 和 EMBT 市场打下了良好基础。同时公司拥有大量现金在手, 为其进行 EMC 和 EMBT 项目运营提供了有力支持。

图 25: EMC 的本质是业主和运营方的共赢

EMC 的实质是用能单位以减少的能源消费来支付节能项目全部成本。合同期间, 买方不用支付任何额外费用, 合同结束后“零成本”获得设备。

主要特点

- 项目业主零投资、零风险, 合同期间照明灯具维护亦由节能技术服务公司免费提供。
- 实施节能改造的业主, 照明用电费用下降显著, 除去支付给节能技术服务公司的部分, 仍有很可观的收益。
- 一般投资比较大, 对运营方的资金实力或融资能力有很高要求。
- 项目运营是一个复杂的系统工程, 需要运营方有成功的项目运营经验。

资料来源: 公司网站, 宏源证券

图 26: 公司部分 EMC 及 BT 项目

项目名称	时间	甲方	所在地	合作方	协议金额	服务期限	协议内容
狮山镇公共照明领域智能化LED路灯 EMC采购项目01包	2013年12月	佛山市南海区狮山镇市政中心管理站	广东省佛山市	深圳雷曼节能发展有限公司	5080万	96个月	项目所涉及的灯具全部由公司提供,雷曼节能向公司支付全部货款(以具体合同为准)。
常平镇街灯LED路灯改造BT项目	2013年10月	东莞市常平镇人民政府城市综合管理局	广东省东莞市		269万		
茂名市城区LED路灯节能EMC项目	2013年7月	茂名市城市综合管理局	广东省茂名市	广东贝加节能服务有限公司	4620万	84个月	所涉及灯具及服务,贝加节能支付70%货款并分享节能收益的70%,公司以产品及服务形式来承担其余30%并分享节能收益。
英德市LED路灯节能改造EMC项目	2012年12月	英德市规划和城市综合管理局	广东省英德市	南方电网综合能源有限公司	4431.9万	93个月	项目所涉及路灯及相关配套服务由采购人向公司直接采购,其中南网能源承担70%,并分享项目节能效益的70%;公司以产品形式承担项目30%的灯具费用,并分享该项目节能效益的30%。
沪宁高速公路照明试验段工程LED灯具EMC项目	2012年11月	江苏宁沪高速公路股份有限公司	江苏省		450万	47个月	
广百集团LED照明示范工程EMC项目	2012年10月	广州百货企业集团有限公司	广东省广州市	广东贝加节能服务有限公司	16000万	60个月	所涉及的灯具及配套服务由贝加节能向公司支付50%的货款,余下50%货款由公司以产品及服务形式来承担。节能收益由广百、贝加节能和公司分别分享20%、40%和40%。
清远市区LED路灯节能改造服务EMC项目	2012年10月	清远市城市综合管理局	广东省清远市	南方电网综合能源有限公司	29000万	96个月	南网向公司支付涉及货物和服务的全部资金9000万,招标人、南网和公司分别分享节能收益的15%、72.25%和12.75%。

资料来源:公司公告,宏源证券

六、盈利预测及投资价值分析

我们预计公司 2014~2016 年 EPS 分别为 0.43 元、0.68 元和 0.97 元,分别对应市盈率为 31.3、19.6 和 13.8。

图 27: 主要财务信息

主要财务信息						
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	
营业收入(百万元)	822	1,141	1,566	2,192	2,925	
同比增长(%)	6.8%	38.8%	37.3%	39.9%	33.4%	
营业利润(百万元)	112	119	189	306	439	
同比增长(%)	-10.8%	6.2%	58.6%	61.7%	43.5%	
归属母公司净利润(百万)	105	104	160	255	363	
同比增长(%)	-15.6%	-1.2%	53.8%	59.5%	42.5%	
每股收益(元)	0.28	0.28	0.43	0.68	0.97	
毛利率(%)	31.6%	29.4%	29.6%	30.2%	29.4%	
净利率(%)	12.8%	9.1%	10.2%	11.6%	12.4%	
净资产收益率(%)	5.1%	4.8%	7.0%	10.2%	13.1%	
市盈率	47.6	48.2	31.3	19.6	13.8	
市净率	2.4	2.3	2.1	1.9	1.7	

资料来源:宏源证券

七、风险因素分析

我们认为，主要风险主要有两个：

1. LED 市场景气低于预期。虽然 LED 照明产品的价格已经有显著下降，但仍然相对偏贵，可能继续压制各用户群体的购买意愿，导致行业景气低于预期。
2. 净利率水平继续下降的风险。LED 行业参与者众多，竞争非常激烈，产品价格不断下降，如果公司不能很好的做到成本和费用控制，净利率水平可能会继续下降。

附录

盈利预测表

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	单位:百万元	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	1,695	1,602	2,144	1,330	1,576	营业收入	822	1,141	1,566	2,192	2,925
应收账款	363	530	674	987	1,258	营业成本	562	805	1,103	1,531	2,067
预付账款	44	33	63	88	117	营业税金及附加	5	8	11	15	20
存货	153	247	298	459	579	营业费用	50	88	132	171	214
其他	92	98	63	77	94	管理费用	106	89	121	154	193
流动资产合计	2,347	2,511	3,241	2,940	3,624	财务费用	(26)	7	1	(9)	(28)
长期股权投资	91	89	89	89	89	资产减值损失	12	22	10	24	21
固定资产	330	350	314	273	228	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	54	42	33	26	22	投资净收益	1	(2)	0	0	0
无形资产	51	72	66	60	54	其他	0	0	0	0	0
其他	117	117	85	81	80	营业利润	112	119	189	306	439
非流动资产合计	643	669	586	529	473	营业外收入	19	8	8	8	8
资产总计	2,991	3,180	3,827	3,469	4,097	营业外支出	0	1	1	1	1
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	132	126	196	313	446
应付账款	165	228	325	429	610	所得税	27	22	35	56	79
其他	156	195	241	322	418	净利润	105	103	162	258	367
流动负债合计	321	423	567	751	1,028	少数股东损益	(1)	(1)	2	3	4
长期借款	0	0	2	4	6	归属于母公司净利润	105	104	160	255	363
应付债券	395	396	791	0	0	每股收益(元)	0.28	0.28	0.43	0.68	0.97
其他	138	140	92	92	92						
非流动负债合计	533	536	885	96	98	主要财务比率					
负债合计	854	958	1,452	847	1,126		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
少数股东权益	8	8	9	12	16	成长能力					
股本	375	375	375	375	375	营业收入	6.8%	38.8%	37.3%	39.9%	33.4%
资本公积	1,334	1,334	1,334	1,334	1,334	营业利润	-10.8%	6.2%	58.6%	61.7%	43.5%
留存收益	420	505	657	901	1,247	归属于母公司净利润	-15.6%	-1.2%	53.8%	59.5%	42.5%
其他	0	0	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	2,137	2,222	2,376	2,622	2,971	毛利率	31.6%	29.4%	29.6%	30.2%	29.4%
负债和股东权益总计	2,991	3,180	3,827	3,469	4,097	净利率	12.8%	9.1%	10.2%	11.6%	12.4%
						ROE	5.1%	4.8%	7.0%	10.2%	13.1%
						ROIC	3.0%	4.0%	5.4%	8.4%	12.0%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	资产负债率	28.5%	30.1%	37.9%	24.4%	27.5%
净利润	105	103	162	258	367	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	51	60	61	63	62	流动比率	7.31	5.94	5.72	3.92	3.53
财务费用	(26)	7	1	(9)	(28)	速动比率	6.84	5.35	5.19	3.30	2.96
投资损失	(1)	2	0	0	0	营运能力					
营运资金变动	(68)	(204)	(61)	(352)	(179)	应收账款周转率	2.5	2.4	2.4	2.5	2.4
其它	45	45	(13)	24	21	存货周转率	3.5	4.0	4.0	4.0	3.9
经营活动现金流	107	13	149	(17)	242	总资产周转率	0.3	0.4	0.4	0.6	0.8
资本支出	(27)	(79)	(5)	(5)	(5)	每股指标(元)					
长期投资	(21)	2	0	0	0	每股收益	0.28	0.28	0.43	0.68	0.97
其他	(60)	19	8	(1)	(3)	每股经营现金流	0.29	0.04	0.40	-0.05	0.65
投资活动现金流	(107)	(59)	3	(6)	(8)	每股净资产	5.69	5.92	6.33	6.98	7.90
债权融资	398	1	398	(789)	2	估值比率					
股权融资	36	0	0	0	0	市盈率	47.6	48.2	31.3	19.6	13.8
其他	(63)	(50)	(8)	(2)	11	市净率	2.4	2.3	2.1	1.9	1.7
筹资活动现金流	371	(49)	390	(791)	13	EV/EBITDA	27.7	20.5	15.2	10.6	8.1
汇率变动影响	(1)	(4)	0	0	0	EV/EBIT	44.1	30.2	20.0	12.8	9.3
现金净增加额	369	(99)	542	(814)	247						

资料来源: 宏源证券

作者简介:

王风华: 宏源证券研究所首席分析师, 分管中小市值、医药、机械、旅游、农业等行业研究组, 《新财富》2013 年最佳中小市值研究机构第三名, 得分 7197 分。中国人民大学硕士研究生, 本科毕业于江西财经大学。17 年从业经历, 曾在多家券商任职, 任行业研究员、行业研究主管、所长助理等职, 2010 年加盟宏源证券研究所。主要研究覆盖: 宏观策略研究、区域经济主题、能源行业、煤炭电力行业、新兴产业、主题投资研究、中小市值上市公司研究等。主要研究覆盖公司: 勤上光电、天成控股、世纪鼎利、首航节能、天玑科技、天通股份、天马精工、天音控股、科力远、金宇集团、德力股份、尚荣医疗、海虹控股、紫光股份、众生药业、华星化工、久立特材、双塔食品、利亚德、中文传媒、同洲电子、壹桥苗业、中银绒业、长信科技、煌上煌、积成电子、开尔新材等。

机构销售团队

机构销售团队					
公募	北京片区	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	上海片区	李冠英	021-65051619	13918666009	liguanying@hysec.com
		奚曦	021-65051190	13621861503	xixi@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		吴蓓	021-65051231	18621102931	wubei@hysec.com
		吴肖寅	021-65051169	13801874206	yuxiaoyin@hysec.com
	广深片区	赵然	021-65051230	18658849608	zhaoran@hysec.com
		夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
机构	上海保险/私募	周迪	0755-33352262	15013826580	zhouidi@hysec.com
	北京保险/私募	程新星	021-65051257	18918523006	chengxinxing@hysec.com
		王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@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。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。