

分析师： 陈志坚 (8621) 68751090 chenzy@cjsc.com.cn 执业证书编号： S0490510120018

联系人： 高小强 (8621) 68751090 gaosq1@cjsc.com.cn

勤上光电:国内领先的 LED 照明灯具企业

事件描述

勤上光电股份有限公司将于近日在深圳证券交易所首次公开上市，基本情况如下：

- 勤上光电拟采用网下向询价对象配售和网上资金申购定价发行相结合的方式公开发行人不超过 4,683.50 万股（A 股），占发行后总股本（18,733.50 万股）的 25.00%。募集资金用途：LED 户外照明与景观照明项目；LED 室内照明项目；LED 照明研发中心项目；公司营运管理中心项目。
- 预计公司 2011、2012 年的 EPS 分别是 0.60 元和 0.84 元，暂不给予投资评级。

事件评论

公司概况

股权结构

公司前身为东莞勤上五金塑胶制品有限公司，成立于 1994 年 11 月 7 日。1998 年公司经股权转让变更为外商独资企业，1999 年经股权转让变更为中外合资企业，2007 年外资股退出变更为内资企业。2007 年 12 月 12 日勤上有限公司股东会决议，将公司整体变更为股份有限公司，同时，公司名称也变更为东莞勤上光电股份有限公司。

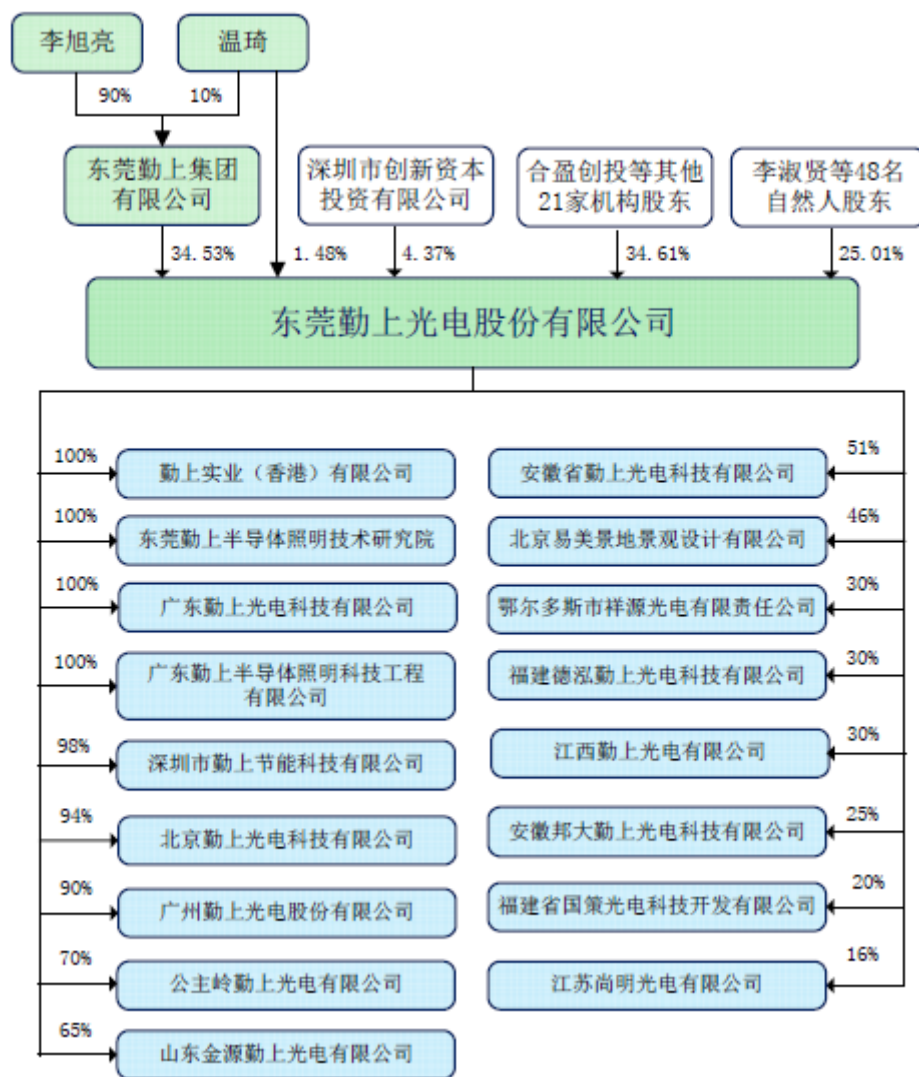
公司实际控制人为李旭亮先生和温琦女士，其为夫妻关系。发行人总股本为 14,050.00 万股，其中李旭亮夫妇通过勤上集团持有 4,851.70 万股股份，占发行人总股本的 34.53%；温琦直接持有发行人 208.60 万股股份，占发行人总股本的 1.48%。李旭亮夫妇通过勤上集团所持有发行人股份合并温琦直接持有发行人股份总数占发行人总股本的 36.01%。

公司目前拥有 10 家控股子公司，7 家参股子公司。10 家控股子公司分别为勤上实业（香港）有限公司（控股 100%）、广东勤上半导体照明科技工程有限公司（控股 100%）、东莞勤上半导体照明技术研究院（控股 100%）、广东勤上光电科技有限公司（控股 100%）、深圳市勤上节能科技有限公司（控股 98%）、山东金源勤上光电有限公司（控股 65%）、公主岭勤上光电有限公司（控股 70%）、安徽省勤上光电科技有限公司（控股 51%）、广州勤上光电股份有限公司（控股 90%）、北京勤上光电科技有限公司（控股 94%）。7 家参股子公司分别为江苏尚明光电有限公司、安徽邦大勤上光电科技有限公司、江西勤上光电有限公司、福建德泓勤上光电科技有限公司、鄂尔多斯市祥源光电有限责任公司、福建省国策光电科技开发有限公司以及北京易美景地景观设计有限公司。

广东勤上半导体照明科技工程有限公司，成立于 2007 年 12 月 13 日，注册资本 1200 万元，其经营范围为城市及道路照明工程、灯光工程、装潢工程、亮化工程、LED 显示屏工程、景观及室内照明工程、市政工程的设计、安装、施

工与维护, LED 技术研发与服务; 广东勤上光电科技有限公司, 成立于 2010 年 12 月 21 日, 注册资本为 1200 万元, 其经营范围为生产和销售 LED 照明产品、LED 背光源及 LED 显示屏; LED 技术开发与服务; 照明工程、城市亮化、景观工程的设计、安装、维护等;

图 1: 公司发行前股权结构



资料来源: 招股意向书、长江证券研究部

表 1: 公司发行前后股权结构变化 (单位: 股)

股东名称	发行前		发行后		股份性质
	股份数量	占比	股份数量	占比	
东莞勤上集团有限公司	48517000	34.53%	48517000	25.90%	境内法人股
深圳市创新资本投资有限公司	6136000	4.37%	6136000	3.28%	境内法人股
东莞市合盈创业投资有限公司	6000000	4.27%	6000000	3.20%	境内法人股
大庆市中科汇银创业投资有限责任公司	5300000	3.77%	5300000	2.83%	境内法人股
李淑贤	4080000	2.90%	4080000	2.18%	个人股
天津达正元股权投资基金合伙企业(有限合伙)	3520000	2.51%	3520000	1.88%	境内法人股
深圳威尔科兴投资有限公司	3500000	2.49%	3500000	1.87%	境内法人股

杭州中证大道金海投资合伙企业(有限合伙)	3300000	2.35%	3300000	1.76%	境内法人股
刘亿	3000000	2.14%	3000000	1.60%	个人股
杭州英琦瑞河股权投资合伙企业(有限合伙)	3000000	2.14%	3000000	1.60%	境内法人股
广东海富投资管理有限公司	3000000	2.14%	3000000	1.60%	境内法人股
通联资本管理有限公司	2650000	1.89%	2650000	1.41%	境内法人股
何炎坤	2500000	1.78%	2500000	1.33%	个人股
梁金成	2200000	1.57%	2200000	1.17%	个人股
大庆市中科汇金创业投资有限责任公司	2200000	1.57%	2200000	1.17%	境内法人股
其他	41597000	29.61%	41597000	22.20%	
二、本次次发行流通股			46835000	25.00%	社会公众股
合计	140500000	100.00%	187335000	100.00%	

资料来源：招股意向书，长江证券研究部

主营业务

公司是国内领先的半导体照明产品和综合解决方案提供商。公司通过具有自主知识产权的封装技术，将 LED 芯片封装为 LED 光源，同时运用配光技术、散热技术、驱动技术、控制技术等领域关键技术和集成技术，建立了完善的 LED 照明产品系列，包括 LED 功能照明、LED 景观照明、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，报告内末，其在公司主营业务收入中的占比超过了一半。

行业分析

半导体照明行业特点

半导体光源与传统光源相比优势明显

半导体照明是在 LED 芯片技术快速发展的基础上，伴随着 LED 应用技术的研究与开发而逐步发展起来的新兴照明领域。LED 是一种能够将电能转化为光能的半导体器件，具有节能、环保、安全、寿命长、防震、便于智能控制等特点。

半导体照明是白炽灯、气体放电灯后人类的新一代照明方式，与前两种照明光源有着本质的区别。不同于白炽灯和气体放电灯都是用玻璃做成灯泡或灯管，半导体照明是将固态 LED 芯片用树脂封装后形成光源，耐打击度强、稳定性好、抗震，且由于 LED 为固态器件，所用材料不含汞等有害物质。LED 理论寿命可达 100,000 小时，性能稳定，可大大减少照明系统维护开支。

表 2：LED 光源与传统光源关键指标对比

指标	白炽灯	气体放电灯	LED 灯
能量转换效率	<10%	25%-30%	20-40%
发光效率 (lm/w)	8-24	60-150	70-160
寿命 (小时)	1000	10,000-20,000	50,000-100,000
性能特点	显色性好	显色性差	显色性好
	发光效率低	发光效率高	发光效率高
	频闪严重	频闪严重	无频闪
	-	含汞污染环境	环保无污染
	易碎不坚固	易碎不坚固	牢固耐冲击
	起动快	起动慢	起动极快

资料来源：招股意向书，长江证券研究部

除节能环保外，半导体照明相比于传统照明还有如下优势：在配光设计方面有更广阔的应用空间，更好的满足不同应

用场景的需求；能充分利用信息控制技术，实现照明的智能化；半导体照明可以提供更能满足应用需求的解决方案。

半导体照明是照明领域的革命

半导体照明被誉为照明领域的革命，与传统照明方式相比，在很多照明应用领域有独特的优势。

表 3：半导体照明在各应用领域的优势

应用领域	优势
户外	1、LED 灯具有很强的光的指向性，没有光的漫射，保证光效； 2、通过配光（即二次光学设计）和智能控制提高光照效率，达到节能目的。
景观	1、LED 灯响应速度快、易于控制，可以实现光色的快速多样变化，构造出许多动态效果；可进行大规模的集中控制，将整个建筑外墙作为一个显示屏； 2、灯具的外型设计上具有很高的灵活性，可根据需要定制灯具的尺寸或做成点状、线状或面光源，更好的实现见光不见灯的效果。
室内	1、半导体照明光的可控性强，灯具设计上具有很高的灵活性，可根据需要做成点状、线状或面光源，容易进行个性化设计； 2、显色性好、无频闪，能够取得更好的照明效果，给人舒适的照明体验。
展示	1、光的指向性强，可以按要求突出显示商品； 2、LED 灯不含紫外光，不对艺术品或对紫外敏感物品造成伤害。
汽车	1、LED 光源没有灯丝、灯泡或密封气体的结构，具有极高的抗震性能； 2、LED 灯通电后具有极快的响应速度，适用于刹车灯； 3、LED 灯产生的辐射热量很低，灯腔中温度变化很小，前照灯常用的耐热金属材料可以被取代。不仅材料成本得以降低，而且避免了防锈防腐等不环保的工艺。

资料来源：招股意向书，长江证券研究部

行业竞争格局

国际大厂逐步布局LED全产业链

半导体照明是新兴产业，具有较高的技术复杂性，LED产业链包括上游的衬底、外延片和芯片，中游的封装，下游的照明、显示和背光源等应用。从竞争格局看，全球主要生产厂商如欧司朗光学半导体公司、飞利浦照明公司、GE 等已经推出多系列的大功率半导体照明产品，并正在进行全产业链的布局；日本半导体照明厂商松下电工、东芝Ligtech 等自2009 年起大幅扩张LED 照明产品线；国内少数龙头企业应用领域的研发、设计、制造能力和照明解决方案提供能力上走在了世界前列。

中国企业多处于LED产业链中下游

LED产业已形成美国、亚洲、欧洲三大区域为主导的格局。科锐、流明、日亚化学以其在高端芯片领域的技术创新优势，占据LED上游的主导地位。中国台湾地区LED产业近年迅速崛起，其芯片及封装业务在世界范围内具有较大影响力。近年来，我国LED产业发展迅速，在国家政策的支持和下游应用需求的带动下，形成较为完整的LED产业链。我国LED 产业主要聚集在长三角、珠三角、闽三角等地区，有一定的产业集群效应。2010年，我国LED芯片产值达到50亿元；LED封装产值为250亿元；LED应用产值达到900亿元。台湾拓璞产业研究所预计，未来中国LED产业将持续高速增长，增幅达40%以上，以照明、背光源、显示为主的下游应用领域将保持30%以上的年成长率，预计2012年将达到2200亿元人民币。

中国LED产业发展格局：产业化定位，区域化发展

目前，我国的LED行业已经基本形成了珠三角、长三角、江西及福建、北京及大连等北方地区的区域产业格局，每个区域都形成了比较成熟和完整的产业链。而由于各个地区的产业基础、比较优势的不同，各个区域目前都以自身优势和特点提出了新的半导体产业的发展构想。珠三角地区借助区域内强劲需求，通过政府引导，优化资源配置，推动区域内半导体照明产业发展壮大，形成了以下游半导体照明应用为导向的全产业链格局。少数龙头企业一方面不断完善产品线，一方面致力于为用户提供一站式解决方案，将半导体行业的竞争格局提升到新的高度。而以北京为主的北方地区，把资源重点投放在外延芯片的上游领域。

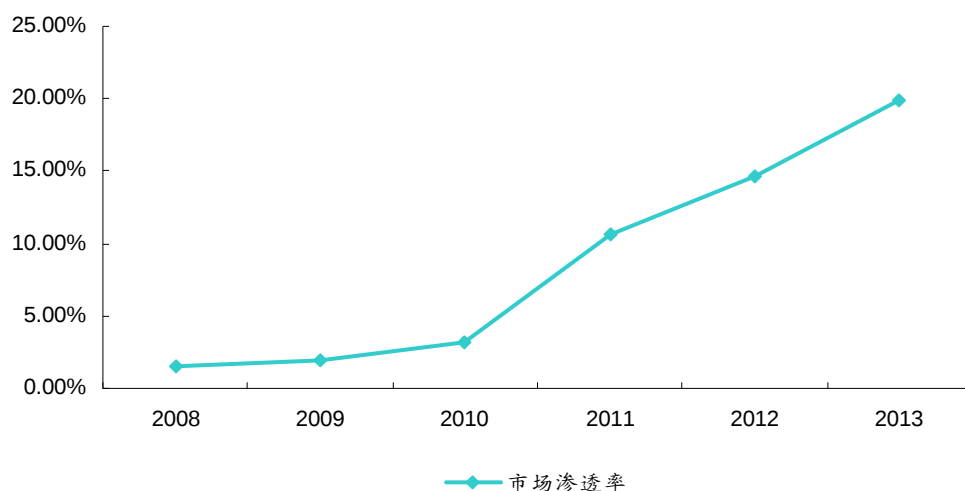
半导体照明市场规模巨大

预期2012年全球LED照明市场规模将达316.15亿美元，渗透率将达19.9%

Philips 预计在2010-2020年全球照明行业将以平均6%的速度增长，预计LED照明占通用照明领域的比例在2015年将达到50%，2020年将达到80%，LED照明产品将全面进入传统照明领域，成为全球主要的照明方式。

据DIGITIMES研究结果表明，2010年全球的照明市场总体规模达到了1302.07亿美元。在传统照明市场总体规模稳定下降的同时，LED照明将越来越多的渗透进传统照明领域，并将于2013年在全球照明市场达到19.9%的市场渗透率。全球的LED照明市场规模在未来几年内将面临高速增长，DIGITIMES预计全球的LED照明将于2013年增长到316.15亿美元

图 2：全球LED照明市场渗透率

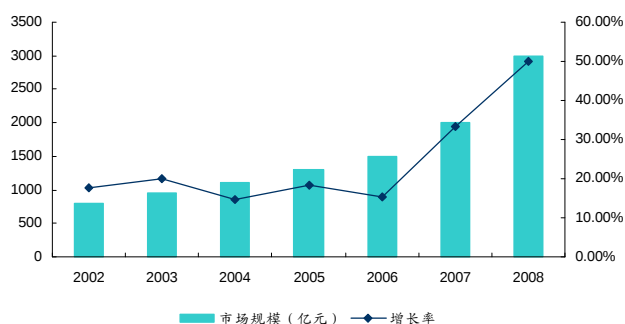


资料来源：招股意向书、长江证券研究部

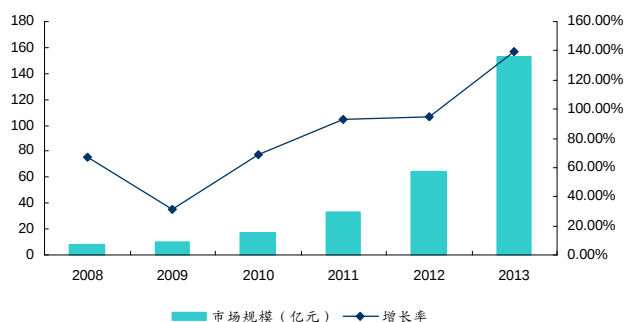
中国半导体照明市场增长快速，潜力巨大

目前，中国已经成为世界第一大照明电器生产国和出口国。中国照明行业经历了近50年的发展，进入到快速发展的上升阶段，照明市场的总体市场规模（包含照明出口量）从1999年450亿元发展到了2008年3000亿元。

目前看，小功率LED灯如装饰灯串等已经在景观照明市场中广泛应用，景观照明市场是目前LED照明最大的市场，未来也将保持平稳增长。户外照明在政府的支持下是大功率照明最先启动的市场，尤其是路灯和隧道灯市场在政府示范工程的带动下将保持快速增长。室内照明是最大的潜在市场，目前才刚刚开始启动，主要应用在商场、仓储等商用照明领域，在2011年后随着半导体照明成本的进一步降低，家用照明领域将开始大规模增长，室内照明将是未来成长最快的市场。

图 3：中国照明总体市场规模


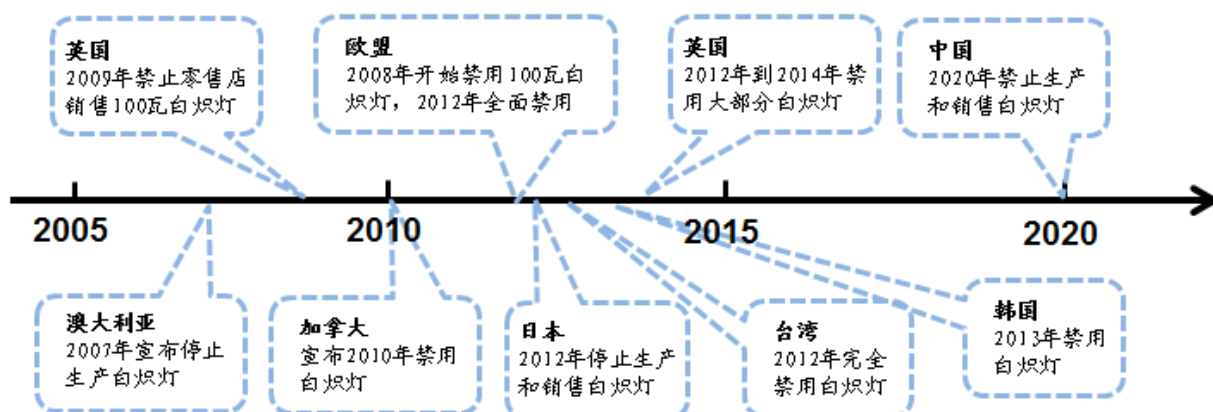
资料来源：公司招股说明、长江证券研究部

图 5：中国户外半导体照明市场规模


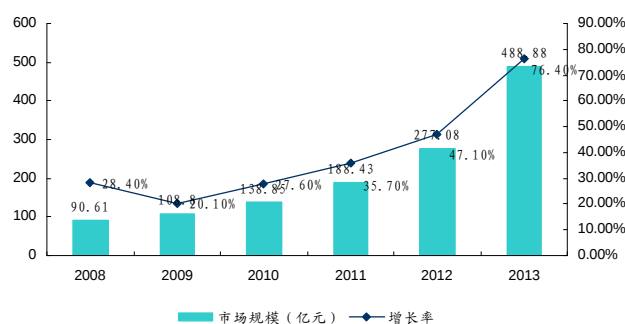
资料来源：公司招股说明、长江证券研究部

政府大力支持将推动半导体照明行业持续增长

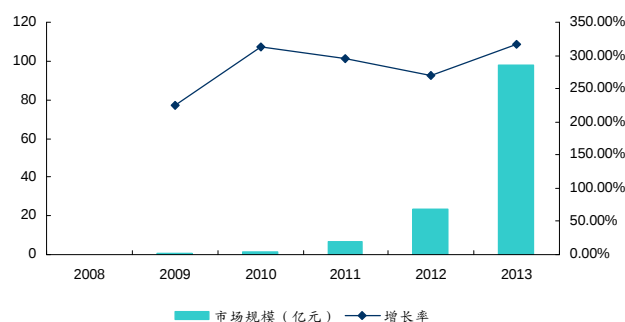
近年来，中国制定了相应的国家级半导体照明发展计划，支持和鼓励本行业的发展，如中国的“国家半导体照明工程”；日本在2010年修订的“能源基本计划”，政府期望在2020年市场上销售的照明器具100%为新一代高效率照明，在2030年使用中的照明器具也将100%全面更换成新一代高效率照明；台湾地区的“21世纪照明光源开发计划”；韩国的“15/30计划”，预计在2015年前将境内30%照明改由LED照明取代。

图 7：全球淘汰白炽灯时间表


资料来源：招股意向书、长江证券研究部

图 4：中国半导体照明市场规模


资料来源：公司招股说明、长江证券研究部

图 6：中国室内半导体照明市场规模


资料来源：公司招股说明、长江证券研究部

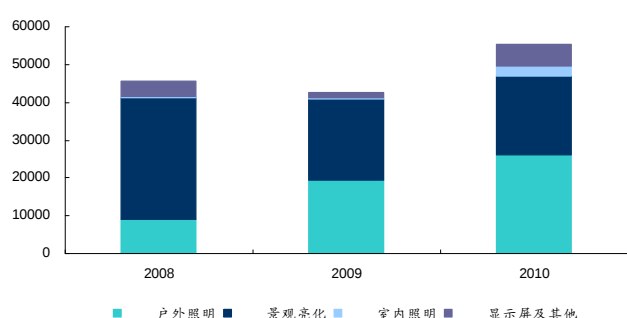
这些政策不仅给本行业发展营造一个良好的宏观环境，而且将给行业发展带来实质性的利好，利于行业的健康快速发展。

公司分析

户外照明和景观亮化产品是公司主要收入来源

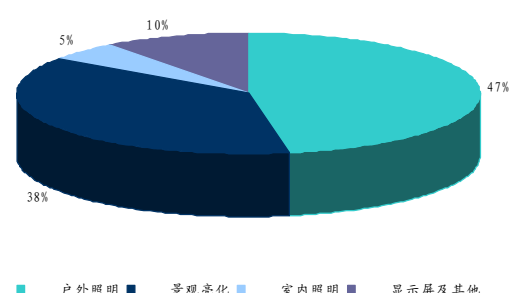
2008 年、2009 年和 2010 年公司营业收入分别为 45,745.73 万元、42,410.62 万元和 55,228.30 万元。由于受金融危机的影响，公司 2009 年营业收入下降 7.29%。但随着世界经济的全面复苏以及公司市场策略和商业模式得到市场的认可，2010 年营业收入迅速增长，比 2009 年增长了 30.22%。

图 8：2008-2010 公司主营收入增长状况(单位:万元)



资料来源：公司招股说明、长江证券研究部

图 9：2010 年公司各产品收入占比(%)



资料来源：公司招股说明、长江证券研究部

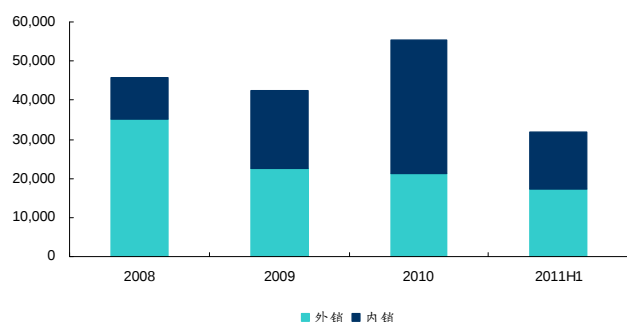
公司营业收入构成中，以路灯、隧道灯为主的 LED 户外照明产品占比逐年增长，由 2008 年的 9,054.25 万元增长到 2010 年的 26,047.75 万元，增长了 187.69%。景观亮化产品营业收入由 2008 年的 32,150.32 万元降低至 2010 年的 20,740.89 万元，降幅达 35.49%。室内照明产品营业收入取得较快增长，由 2008 年的 293.69 万元增长到 2010 年的 2,824.66 万元增长了 861.78%。显示屏业务的营业收入 2010 年亦呈现快速增长的态势。

报告期内，LED 户外照明产品和 LED 景观亮化产品为公司的主要产品，占据了各个年度相应总收入的 80% 以上。LED 室内照明产品和 LED 显示屏产品为公司的明星产品，呈现良好的成长态势。

公司内销收入占比先逐年增加，后略有下降

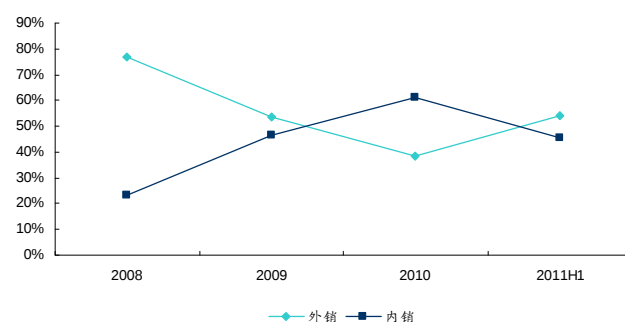
公司外销收入占比先逐年减少，后在 2011 年上半年回升，内销收入占比先逐年增加，后在 2011 年上半年略有下降。

图 10：2008-2011 上半年公司营收地区分布(单位:万元)



资料来源：公司招股说明、长江证券研究部

图 11：2008-2011 上半年公司营收按地区分布占比(%)



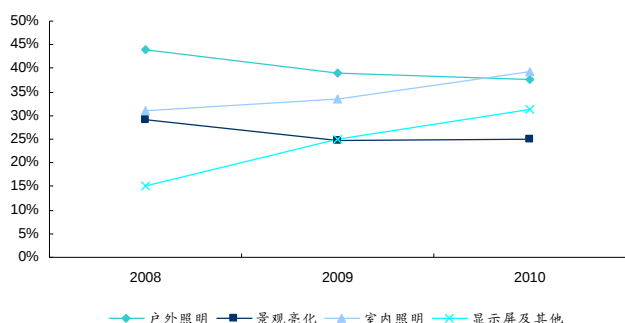
资料来源：公司招股说明、长江证券研究部

公司外销收入由 2008 年的 35,067.27 万元降低至 2010 年的 21,320.95 万元，下降了 39.20%，外销占营业收入比例由 2008 年的 76.66% 下降至 2010 年的 38.61%。而公司内销收入则由 2008 年的 10,678.46 万元增长至 2010 年的 33,907.35 万元，增长了 218%，内销收入占营业收入比例由 2008 年的 23.34% 增长为 2010 年的 61.39%。内销收入占比的逐年增长是由于公司内销中户外照明产品的销售量不断上升所致。

公司户外照明产品毛利率较高，对公司毛利贡献大

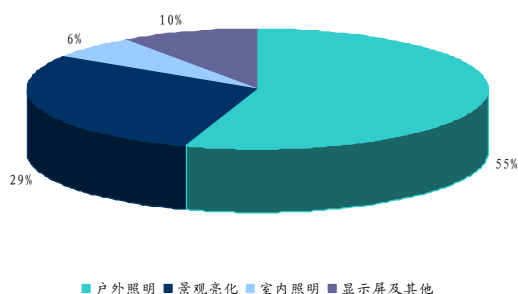
户外照明产品和景观亮化产品是公司报告期内主要的盈利产品。其中户外产品的毛利由 2008 年的 3,986.47 万元，增长到 2009 年的 7,658.65 万元和 2010 年的 9,836.41 万元。受金融危机影响，以美国出口为主的景观灯销售于 2009 年有所下降，2010 年随着国内景观灯市场的进一步开拓，盈利得到恢复。报告期内，户外照明产品和室内照明产品毛利占比明显增长。

图 12：2008-2010 年公司销售的各产品毛利率



资料来源：wind、长江证券研究部

图 13：2010 年各产品毛利贡献率



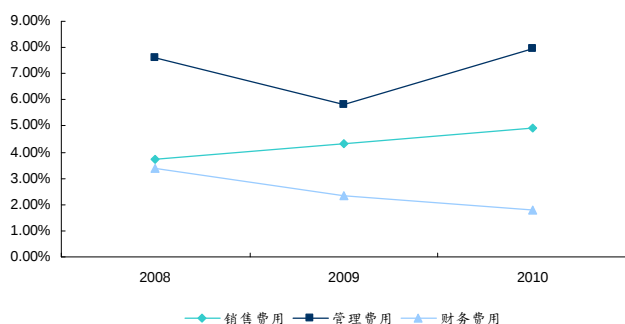
资料来源：wind、长江证券研究部

户外照明产品的毛利率较高，2008 年为 44.03%，2009 年和 2010 年略有下降。景观亮化产品毛利率 2008 年、2009 年和 2010 年分别为 29.03%、24.65% 和 25.00%，报告期内整体趋势先降后平稳。室内照明产品随销售规模的增长，其毛利率逐年增长，由 2008 年的 30.91% 提高到 2009 年的 33.63% 和 2010 年的 39.37%。在显示屏及其他产品种类中，显示屏的毛利率较高。随着 2009 年、2010 年 LED 显示屏收入占比的增长，该系列产品的毛利率逐年上升。

公司各费用中，管理费用占比最大

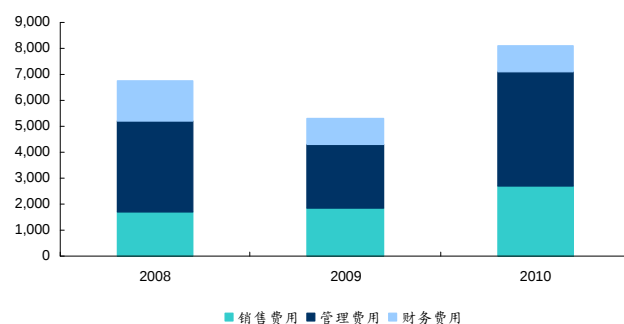
公司管理费用在三项费用总额中占比较大，报告期内占比在 50% 左右。公司的期间费用占营业收入比例一般较为稳定，但 2009 年由于金融危机的冲击，公司采取了费用紧缩的措施，致使该年度的期间费用占营业收入比例有所降低。

图 14：2008-2010 年公司各费用率变化情况



资料来源：wind、长江证券研究部

图 15：2008-2010 年公司各费用（万元）



资料来源：wind、长江证券研究部

公司销售费用由 2008 年的 1,715.76 万元增长为 2010 年月的 2,716.79 万元。销售费用占当期营业收入比例由 2008 年的 3.75% 增长到 2010 年 4.92%，占比逐年增长。2008 年至 2010 年，管理费用的金额和对当期销售收入的比例先降后升，从 2008 年度的 7.60% 下降到 2009 年度的 5.82%，继而回升至 2010 年度的 7.93%。财务费用主要是利息支出、汇兑损失和银行手续费。2008 年的利息支出主要产生于短期借款。公司在 2009 年改变了借款结构，以长期借款取代短期借款，因此，2009 年和 2010 年的利息支出主要产生于长期借款。

公司的竞争优势

公司技术业界领先

LED 功能性照明的良好实现是建立在成功解决散热、驱动、光学、结构和控制等各种应用端关键技术和集成技术基础之上的，公司通过自主研发与产学研合作在应用端的各关键技术领域都建立了领先的技术优势。

光管理技术：光管理也称配光技术是灯具的生命线。2007 年，公司与清华大学合作，根据清华大学集成光电子学国家重点联合实验室首次提出的非成像光学理论和数字化光学模型开发成功了 LED 二次光学管理系统，并获得了国内发明专利，公司由此掌握了 LED 照明应用端先进、核心的光管理技术，根据广东省科学技术情报研究所科技查新报告，该项技术填补了行业空白。

热管理技术：公司领先的热管理技术体现在封装级、模组级和整灯级三个层面。在封装层面，公司自主开发了支架和芯片之间的共晶封装技术，显著提高了热导系数，保证了公司光源封装技术的先进性。在模组层面，公司在 2010 年第四季度成功研制出模组层面金属熔焊导热技术，较好的解决了接触热阻过高的关键点。在整灯层面，公司提出的栅栏状阵列技术方案，降低热岛效应，有效的提高了热管理效率。

集成技术：公司率先进行 LED 照明技术与信息技术和控制技术的结合，实现了照明的智能化应用，公司开发完成的“智慧宝”路灯、隧道灯控制系统可以实现灯具的无级调光和远程监控，已经获得了专利。

公司产品质量可靠、稳定

2010 年公司 LED 系列照明产品还通过了 IECCE（国际电工委员会电工产品合格测试与认证组织）体系五十多个成员国家相互认可的 CB 认证，成为行业内通过认证最多的企业之一。2010 年公司 LED 实验室成为国内光电行业第一家获得 Nemko 实验室认可资格的企业。

由于公司产品质量上的优势令公司获得了用户对 LED 照明产品的信任，勤上品牌成为 LED 照明品质可靠性和稳定性的代表，公司产品成为报告期内中国人民保险公司 PICC 在 LED 照明领域率先承保产品质量险的产品。

公司产品和解决方案性价比高

公司通过标准化共模方式节省开发成本，通过强大的工业设计能力使得产品具有延展性，通过采用经过优化的多风路自然对流技术减少灯体散热器材的消耗量，从而在研发的源头上保证公司产品的成本优势。公司通过有效的供应链管理和集规采购降低供应链各环节的成本和费用，如公司通过成为其主要芯片供应商的策略性客户和与部分芯片厂商协商产能承包的方式令公司获得芯片采购价格上的优势。

在价格管理策略上，公司根据上游芯片等主要原材料采购价格的变化和公司综合成本的变化，按照有利于加速 LED 照明渗透进程的原则实施动态的价格管理，令公司 LED 照明解决方案具有性价比上的优势，从而在各主要通用照明应用领域都显示显著的经济效益和社会效益。

募资投向分析

本次拟公开发行人民币普通股 4,683.5 万股，占发行后总股本的比例 25.00%，全部用于公司主营业务相关的项目及主营业务发展所需要的营运资金。若本次实际募集资金小于上述项目投资资金需求，缺口部分由本公司自筹方式解决；若实际募集资金大于上述项目投资资金需求，则用于补充公司流动资金。

LED 户外照明与景观照明项目：项目总投资 20,338.14 万元。其中：新增建设投资为 15,485.46 万元。该项目将建设封装车间、压铸车间、注塑车间、CNC 车间、装配老化车间，形成从光源封装到主要元配件加工、成品装配、老化检验等从封装到灯具制造全过程的自主制造能力，项目设计产能为年产 LED 路灯 99 万套，LED 隧道灯 12 万套，投光灯 15 万套。根据该项目可行性研究报告数据，该项目预计达产期在 2013 年。

LED 室内照明项目：该项目总投资 14,111.95 万元。其中：新增建设投资为 10,710.97 万元。公司计划建设新的 LED 室内照明生产体系，打造包括压铸、注塑、机加工、封装和灯具装配在内的完整的 LED 室内照明产品制造单元。项目设计产能为年产 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。根据该项目可行性研究报告数据，该项目预计达产期在 2013 年。

LED 照明研发设计中心项目：该项目总投资 7,660.14 万元，其中：新增建设投资为 5,729.78 万元。该研发中心项目的建设目标是构建 LED 封装及照明技术的系统化研究平台，将使公司始终保持技术领先优势和持久创新能力，为公司产品占据有利的市场份额、拓展国际市场、提升产品的品牌影响力等方面提供强有力的技术支持。

公司营运管理中心项目：该项目总投资 4,223.10 万元，房屋租赁及装修费用 1,745.00 万元，流动资金 1,550.00 万元，信息平台建设费用 928.10 万元。该项目计划在公司本部建立营运管理中心总部，并在沈阳、天津、济南、西安、南京、成都、武汉、南昌八个城市设立营销管理中心，场所拟通过租赁方式解决，建设全国性的营销管理平台。

表 4：公司募投项目计划（单位：万元）

项目名称	募集资金投资总额	建设期	预计达产时间	项目备案号
LED 户外照明与景观照明项目	20,338.14	24 个月	2013 年	111900397029008
LED 室内照明项目	14,111.95	24 个月	2013 年	111900397029006
LED 照明研发设计中心项目	7,660.14	24 个月	-	111900397029007
公司营运管理中心项目	4,223.10	12 个月	-	111900397029009

资料来源：招股意向书，长江证券研究部

风险提示

行业风险：公司所处半导体照明行业得到了国家及广东省相关产业政策的大力扶持，如果国家或省际有关产业政策发生不利变化，会对公司的发展造成一定负面影响。另外由于半导体照明产品受限于上游的技术和成本，目前价格偏高，还主要应用于国内一、二线城市及海外经济发达的国家和地区，整体而言尚处于市场开拓期。全球经济正处于频繁波动期，若未来国际、国内经济形势发生不利变化，影响市场应用的推广和普及速度，则公司可能面临市场需求增长不能达到预期的风险。

市场竞争的风险：随着半导体照明行业的发展和半导体照明应用技术的普及，LED 照明产品进入市场化竞争阶段；同时，由于国内外一些实力雄厚的传统照明企业的进入，市场竞争压力逐步显现。特别是随着 LED 芯片性价比的进一步提升，价格等经济性指标也逐渐成为行业竞争的重要因素，对于技术、成本控制、生产与质量管理不占优势的企业，存在较大的市场竞争风险。

产品价格下降风险：尽管降低 LED 照明产品价格系行业趋势驱动和公司针对自身经营优势作出的策略选择，但若公司不能使成本下降速度同步于产品价格下降的速度，可能对公司经营业绩产生不利影响。

表 5: 财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	552	661	916	1432	货币资金	484	1067	92	143
营业成本	373	435	601	938	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	179	226	315	494	应收账款	220	264	368	579
% 营业收入	32.4%	34.2%	34.4%	34.5%	存货	102	119	166	262
营业税金及附加	1	1	1	2	预付账款	28	33	45	70
% 营业收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	27	32	45	70	流动资产合计	834	1482	1586	3919
% 营业收入	4.9%	4.9%	4.9%	4.9%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	44	52	72	113	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	7.9%	7.9%	7.9%	7.9%	长期股权投资	52	52	52	52
财务费用	10	4	6	53	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1.8%	0.7%	0.6%	3.7%	固定资产合计	267	413	552	531
资产减值损失	-1	1	2	4	无形资产	38	36	35	33
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	-2	0	0	0	递延所得税资产	10	0	0	1
营业利润	97	135	188	252	其他非流动资产	21	21	21	21
% 营业收入	17.5%	20.5%	20.6%	17.6%	资产总计	1223	2005	2247	4558
营业外收支	0	0	0	0	短期贷款	2	0	33	2019
利润总额	97	135	188	252	应付款项	98	115	160	252
% 营业收入	17.5%	20.5%	20.6%	17.6%	预收账款	29	34	48	74
所得税费用	16	22	31	42	应付职工薪酬	8	10	13	21
净利润	81	113	157	210	应交税费	8	12	16	22
归属于母公司所有者	81.1	113.0	157.3	210.5	其他流动负债	2	3	4	6
的净利润					流动负债合计	147	173	273	2394
少数股东损益	0	0	0	0	长期借款	130	130	130	130
EPS（元/股）	0.43	0.60	0.84	1.12	应付债券	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					递延所得税负债	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	89	89	89	89
经营活动现金流净额	98	111	-818	-1847	负债合计	366	391	492	2613
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	825	1582	1724	1913
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	3	0	0	0	少数股东权益	32	32	32	32
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	857	1614	1756	1945
固定资产投资	-143	-166	-169	-14	负债及股东权益	1223	2005	2247	4558
其他	-51	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-191	-166	-169	-14		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.433	0.603	0.840	1.124
股权融资	370	656	0	0	BVPS	5.87	11.26	9.20	10.21
银行贷款增加（减少）	-59	-2	33	1987	PE	32.34	23.22	16.67	12.46
筹资成本	10	-16	-22	-74	PEG	0.86	0.62	0.45	0.33
其他	-21	0	0	0	PB	2.38	1.24	1.52	1.37
筹资活动现金流净额	301	638	11	1913	EV/EBITDA	18.07	10.41	11.95	13.52
现金净流量	208	583	-975	52	ROE	9.8%	7.1%	9.1%	11.0%

分析师介绍

高小强，经济学硕士，多年业内工作经验，电子元器件行业分析师

陈志坚，清华大学工商管理硕士，TMT 行业分析师

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。