

LED 照明核心企业

——勤上光电（002638）新股定价报告

分析师：崔健 CFA

SAC NO: S1150511010016

2011 年 11 月 15

电子行业——LED

联系人

陈志峰

010-68784235

chrisczf@126.com

预计上市首日价格区间：

18.9—22.05 元

一年期目标价：

28.66 元

发行基本资料

发行后总股本	14050 万股
发行股本	4,683.5 万股
发行价格	24.00 元/股
主承销商	国信证券

投资要点：

● 国内 LED 照明核心企业

勤上光电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。

● 公司产品主要涉足户外照明、景观灯照明、室内照明

公司自主研发和生产的 LED 照明产品主要包括户外照明、景观亮化照明、室内照明等三大系列，同时，公司还提供 LED 显示屏产品。公司拥有多项标志性工程承接经验，竞争优势明显。

● 行业处在快速增长期 未来市场潜力巨大

行业方面，公司产品主要涉及照明市场以及景观灯市场。从 Market direct 统计的数据来看，全球照明市场规模正在逐年增长，LED 在照明市场中的渗透率也在逐步提升，2015 年 LED 渗透率将达到 20%。

● 投资建议

预计 2011 年-2013 年公司将实现营业收入 6.93 亿元、8.62 亿元、11.32 亿元；实现归属母公司所有者净利润 1.35 亿元、1.61 亿元、2.02 亿元，对应发行后股本摊薄每股收益 0.63 元、0.76 元、0.97 元。参照 A 股中 LED 相关的上市公司估值，2011 年平均 PE 为 31.48 倍。我们给予公司 2011 年 30-35 倍 PE，公司上市后的合理价格区间为 18.9-22.05 元。

财务摘要（百万元）	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入	424	552	693	862	1,132
(+/-)%	-7%	30%	26%	24%	31%
经营利润（EBIT）	89	107	123	142	180
(+/-)%	2%	20%	15%	15%	26%
净利润	66	81	119	142	181
(+/-)%	11%	22%	46%	20%	28%
每股收益（元）	0.593	0.577	0.633	0.757	0.967
每股股利（元）	0.04	0.07	0.12	0.10	0.11

目 录

1.公司简介	4
1.1 公司业务介绍	4
1.2 股权结构	4
1.3 主营业务分析	5
2. 行业处在高速增长期	8
3.公司的竞争优势	10
3.1 领先的技术优势.....	10
4. 募投项目分析	10
5.盈利预测	11
6.估值及投资建议	11
7.风险提示	12

图 目 录

图 1: 公司股权结构	4
图 2: LED 产业链	5
图 3: 公司产品各种销售方式占比情况	7
图 4: 公司各产品毛利率走势	8
图 5: LED 户外照明成本结构图	8
图 6: LED 景观照明成本结构图	8
图 7: 全球照明产业产值及 LED 渗透率 (亿美元)	9
图 8: 中国半导体市场规模	9
图 9: 中国 LED 路灯市场规模	9
图 10: 中国 LED 隧道灯市场规模	9
图 11: 中国 LED 景观亮化照明市场规模	9
图 12: 中国室内半导体照明市场规模	9

表 目 录

表 1: 公司针对不同照明应用场景的重点解决方案	6
表 2: 2011 年上半年前五大供应商名单及占比	6
表 3: 2011 年上半年前五大客户名单及销售占比	7
表 4: 募投项目投资计划	10
表 5: 利润表 (百万元)	11
表 6 部分相近上市公司估值情况	12

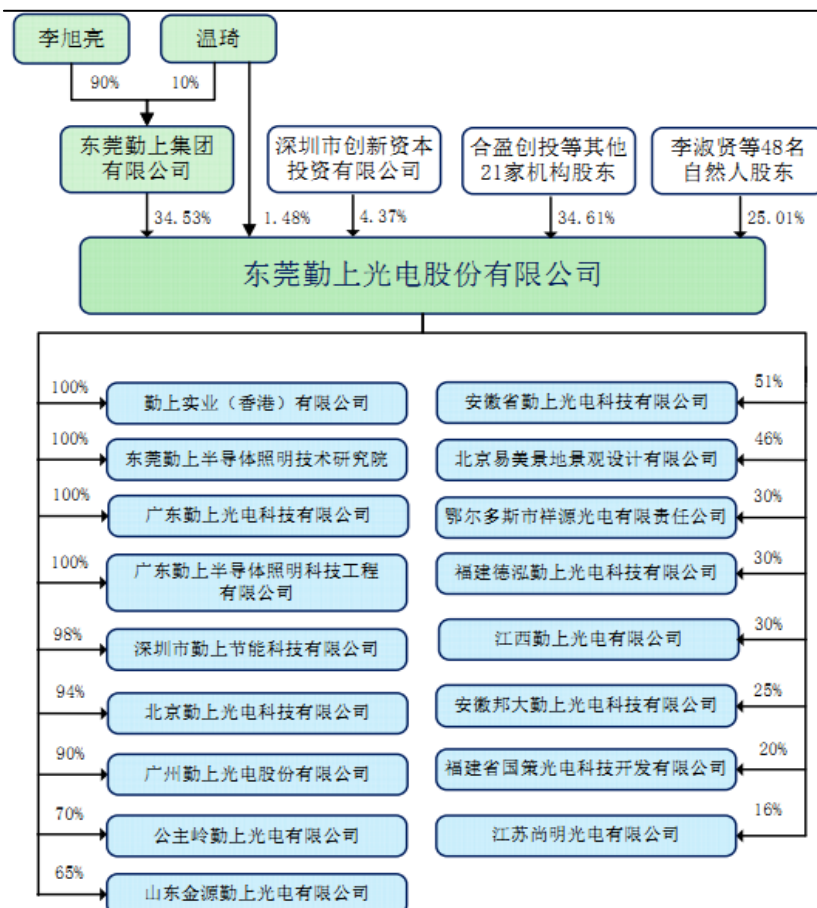
1. 公司简介

1.1 公司业务介绍

勤上光电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。

1.2 股权结构

图 1：公司股权结构



资料来源：招股说明书 渤海证券研究所

李旭亮持有公司 31.09%的股权，是公司的实际控制人。勤上光电股份有限公司
请务必阅读正文之后的免责条款部分

旗下全资子公司 4 家，控股子公司 10 家，参股子公司 7 家。

1.3 主营业务分析

公司自主研发和生产的 LED 照明产品主要包括户外照明、景观亮化照明、室内照明等三大系列，同时，公司还提供 LED 显示屏产品。

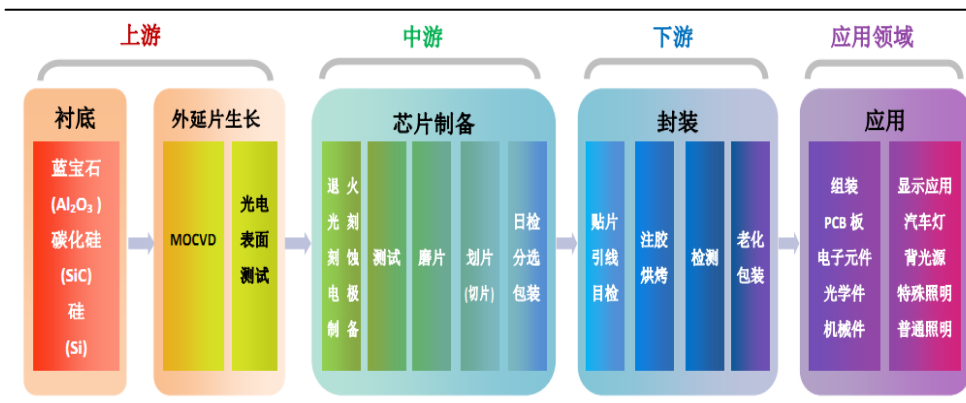
公司的户外照明产品主要包括路灯、隧道灯、停车场灯、油站灯、广告灯等大功率 LED 照明灯具，还包括风光互补太阳能路灯等新型节能灯具，应用于道路照明、隧道照明，同时还用于地铁、码头、航站、货场、球场、广告牌等其他户外照明。

公司的景观亮化照明产品主要包括投光灯、泛光灯、洗墙灯、点光源模组、数码管、庭院灯、圣诞灯饰、灯串等 LED 照明产品，具有建筑装饰、景点装饰、庭院装饰等多种功能，应用于重要建筑、街道、商业中心、名胜古迹、桥梁、社区、庭院、草坪、家居等场所的装饰及亮化照明，同时也应用于装饰亮化与广告一体的商业照明。

公司的室内照明产品主要包括筒灯、射灯、LED 球泡、LED 光管以及 LED 面板灯、台灯、落地灯、吸顶灯等 LED 照明光源和灯具，应用于写字楼、商场及品牌专卖展示柜台、仓储、医疗机构、学校等商用领域及家居照明等民用领域。

公司的显示屏产品主要包括 LED 显示屏等，是采用半导体光源的节能显示媒体，应用于市政广场、商业广场、体育场馆、银行网点、机场、车站及大型商场等公共场所，在交通信息发布、公众服务信息发布、宣传、广告等领域有着重要的应用。

图 2：LED 产业链



资料来源：招股书 渤海证券研究所

从 LED 产业链的情况来看, 公司的 LED 照明产品主要处在 LED 产业链的下游, 主要是 LED 的应用领域, 针对客户个性化需求, 向 LED 封装商采购一些封装好的 LED 灯珠和一些结构件, 按照自己的设计做成 LED 灯具, 再按照设计组装成照明系统, 到现场安装调试测试交付。

表 1: 公司针对不同照明应用场景的重点解决方案

应用场景	解决方案	公司已完成及正在实施过程中的典型案例
户外照明	1、道路照明解决方案 2、隧道照明解决方案 3、轨道交通照明解决方案	1、东江大堤路灯项目: 国内最长的 LED 路灯照明工程之一。该项目全长 52 公里、双向四车道, 全部采用公司生产的 LED 路灯和无线照明控制系统; 2、安徽六潜高速隧道项目: 国内最大规模使用 LED 照明的高速隧道项目之一。采用约 6000 盏公司生产的 LED 隧道灯; 3、深圳福田站综合交通枢纽项目: 我国第一座全地下、整体采用 LED 灯具的交通枢纽工程, 集高铁、城市轨道交通、公交等多种交通设施于一体。全部将采用公司 LED 照明产品和智能光控系统。
景观亮化照明	1、建筑景观亮化解决方案 2、自然景观亮化解决方案	深圳京基金融中心项目: 深圳第一高楼, 楼高 441.8 米, 全部采用公司 LED 景观亮化照明产品, 其中 90% 以上为特制非标产品。
室内照明	1、商用照明解决方案 2、民用室内照明解决方案	深圳京基金融中心项目: 集甲级写字楼、超五星级酒店、大型购物中心、商务公寓、精品住宅为一体的商业综合体, 总建筑面积约 60 万平方米。全部采用公司 LED 室内照明产品, 其中 90% 以上的产品为特制非标产品。
显示屏及其他	1、广场 LED 显示屏解决方案 2、商业建筑 LED 显示屏解决方案 3、剧院 LED 显示屏解决方案	1、天安门广场显示屏项目: 2009 年为建国六十周年阅兵安装了两块长 40.32 米、高 4.8 米的特大型高分辨率 LED 显示屏; 2010 年安装了两块长 40.32 米、高 4.8 米的永久性特大型高分辨率 LED 显示屏; 2、国家大剧院显示屏: 大型集成异形 LED 显示屏。

资料来源: 招股书 渤海证券研究所

公司在户外照明、景观亮化照明、室内照明、显示屏等领域均有多项标志性工程的成功案例。公司过硬的品牌和技术通过这些工程得到了证实。

表 2: 2011 年上半年前五供应商名单及占比

前五大芯片供应商	前五大电源供应商	前五大结构件供应商
惠州科锐光电有限公司	深圳茂硕电源科技股份有限公司	广州保税区公共商业仓有限公司
上海科锐光电发展有限公司	东莞立德电子有限公司	东莞鸿恩塑料五金模具有限公司
富昌电子(上海)有限公司	广州铭纬电子产品有限公司	深圳诚威电线有限公司
晶科电子(广州)有限公司	深圳市普德新星电源技术有限公司	东莞东联铝业有限公司
东莞铺精电子有限公司	上海富士达照明电器有限公司	广东兴隆贸易有限公司

资料来源: 招股书 渤海证券研究所

从公司前五大供应商来看, 公司产品所需的芯片供应商主要有科锐、富昌、晶科等; 电源供应商主要有茂硕、立德、铭纬等; 结构件供应商主要集中在珠三角地

区。

从上半年下游客户方面来看，公司前五大客户相对比较分散，销售金额占比较均匀，多数是销往国外。前五大客户占总销售比重为 33.61%，比重不是很大，比较合理。

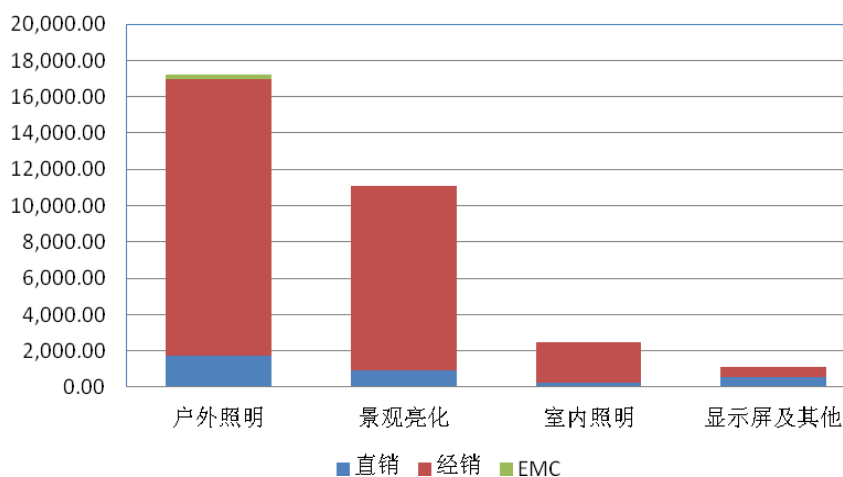
表 3：2011 年上半年前五大客户名单及销售占比

客户名称	金额(万元)	占全部销售收入比例
广东品尚光电科技有限公司	4,093.84	12.82%
TEST-RITE INTL CO. , LTD.	2,349.65	7.36%
HOME RETAIL GROUP	2,346.01	7.35%
OPEN MARKET SERVICES S.A	1,942.55	6.08%
Argos limited	1,628.30	5.10%
合计	6,295.60	33.61%

资料来源：招股书 渤海证券研究所

公司产品的销售模式有：直销模式、经销模式及 EMC 模式。在销售模式占比中可以看出，公司占比最高的销售模式是经销模式，未来将重点发展 EMC 销售模式。

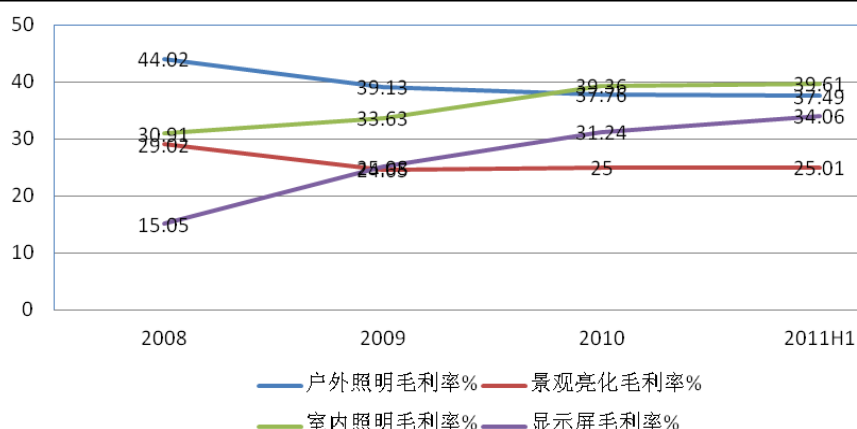
图 3：公司产品各种销售方式占比情况



资料来源：招股书 渤海证券研究所

从公司各类产品销售规模来看，户外照明是公司最大的一块产品，其次是景观亮化照明。在销售模式上来看，公司产品主要以经销销售为主，直销和 EMC 占比都比较小，10 年才开始在户外照明领域采用 EMC 的销售模式。

图 4: 公司各产品毛利率走势



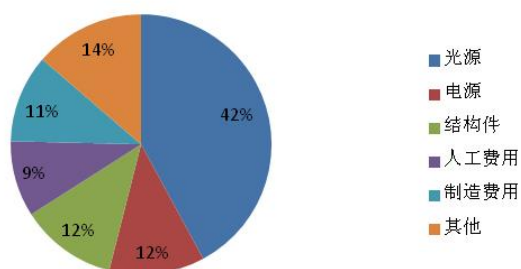
资料来源: 招股书 渤海证券研究所

毛利率方面, 公司的各类主打产品的毛利率都比较高, 除了景观亮化照明产品的毛利率相对低一些外, 其他的主打产品户外照明、室内照明以及显示屏的毛利率都在 30% 以上。历年毛利率走势上来看, 室内照明产品和显示屏的毛利率稳步提升, 而户外照明和景观亮化照明产品的毛利率略微下降。

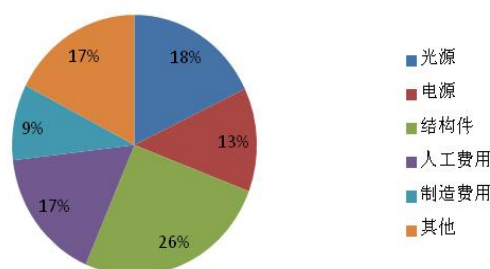
图 5: LED 户外照明成本结构图

图 6: LED 景观照明成本结构图

户外照明成本占比



景观照明成本占比



资料来源: 招股书 渤海证券研究所

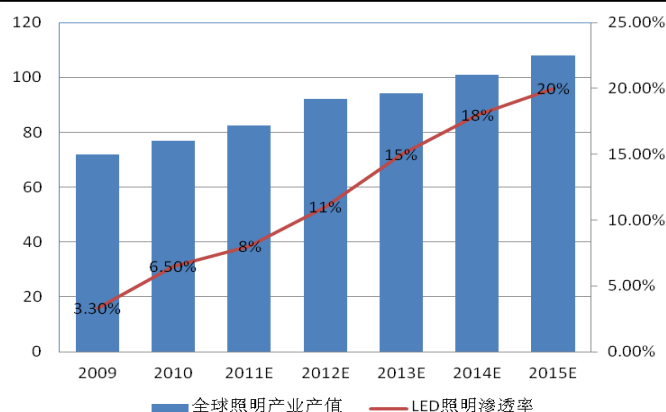
资料来源: 招股书 渤海证券研究所

从公司 LED 户外照明产品成本构成来看, 光源和电源占据了过半的成本, 未来随着 LED 灯珠价格逐步下将, 总成本也将显著降低; 而对于景观照明产品而言, 占据成本最大份额的是灯具的结构件。

2. 行业处在高速增长期

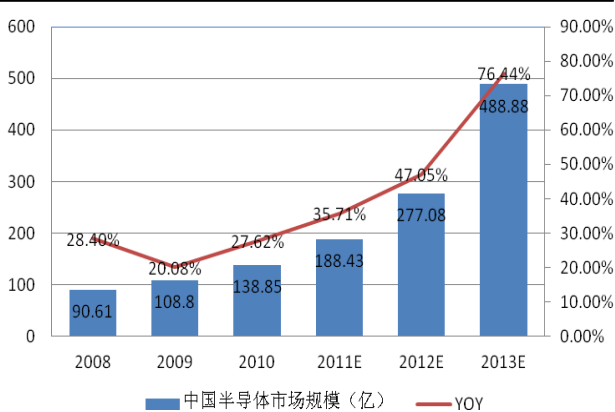
行业方面, 公司产品主要涉及照明市场以及景观灯市场。从 Market direct 统计的数据来看, 全球照明市场规模正在逐年增长, LED 在照明市场中的渗透率也在逐步提升, 2015 年 LED 渗透率将达到 20%。

图 7: 全球照明产业产值及 LED 渗透率 (亿美元)



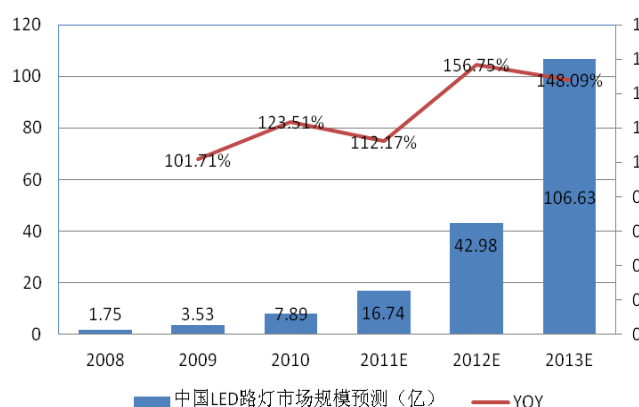
资料来源: Market direct 渤海证券研究所

图 8: 中国半导体市场规模



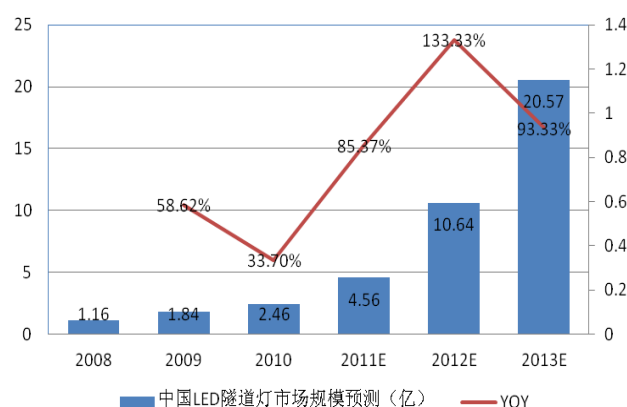
资料来源: 中国照明学会 渤海证券研究所

图 9: 中国 LED 路灯市场规模



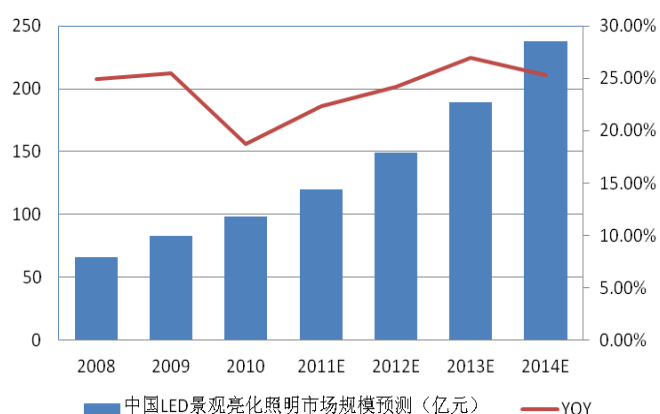
资料来源: 中国照明学会 渤海证券研究所

图 10: 中国 LED 隧道灯市场规模



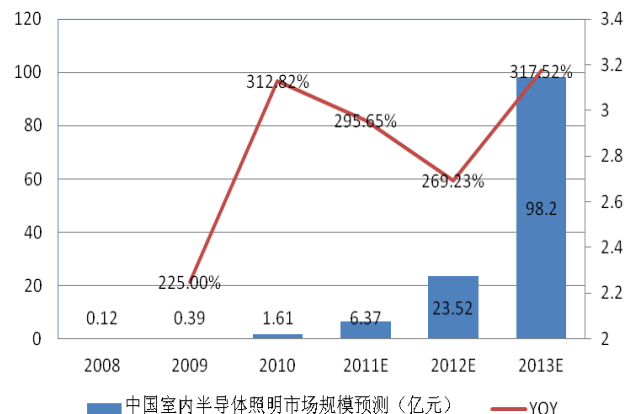
资料来源: 中国照明学会 渤海证券研究所

图 11: 中国 LED 景观亮化照明市场规模



资料来源: 中国照明学会 渤海证券研究所

图 12: 中国室内半导体照明市场规模



资料来源: 中国照明学会 渤海证券研究所

国内半导体照明、LED 路灯、LED 隧道灯、景观亮化照明、室内半导体照明等市

场规模也在快速增长。未来行业增长最快的是室内半导体照明市场规模。

3.公司的竞争优势

3.1 领先的技术优势

公司拥有领先的技术优势：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。公司在 LED 光管理技术、热管理技术以及集成技术上都形成了自己的核心优势。

产品和解决方案的创新优势：公司在介入 LED 照明产业之初就确立以大功率 LED 路灯、隧道灯为切入点渐次介入各通用照明和专业照明应用领域的主营业务发展方向，并制定了以产品和解决方案的创新优势来确立市场领先地位的发展战略。公司强大的产品创新能力不仅体现在公司标准产品体系的建立和完善上，更体现在公司个性化产品和解决方案的提供能力上。

4.募投项目分析

公司此次发行 4,683.5 万股，本次募集资金投资项目包括“LED 户外照明与景观照明项目”、“LED 室内照明项目”、“LED 照明研发设计中心项目”及“公司营运管理中心项目”。其中“LED 户外照明与景观照明项目”与“LED 室内照明项目”将实现公司在新一代技术和研发平台上开发的 LED 户外、室内和景观照明系列化产品的产业化，提升公司的规模化制造能力，以适应 LED 照明产品在户外和室内等各照明应用领域不断加快的渗透趋势，进一步强化公司的行业领先地位。

表 4：募投项目投资计划

项目名称	项目总投资	建设期
LED 户外照明与景观照明项目	20,338.14	24 个月
LED 室内照明项目	14,111.95	24 个月
LED 照明研发设计中心项目	7,660.14	24 个月
公司营运管理中心项目	4,233.10	12 个月
合计	46,343.33	

资料来源：招股说明书 渤海证券研究所

LED 户外照明与景观照明项目：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。

LED 室内照明项目：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。

5.盈利预测

预计 2011 年-2013 年公司将实现营业收入 6.93 亿元、8.62 亿元、11.32 亿元；实现归属母公司所有者净利润 1.35 亿元、1.61 亿元、2.02 亿元，对应发行后股本摊薄每股收益 0.63 元、0.76 元、0.97 元。

表 5：利润表（百万元）

利润表（百万元）	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	424	552	693	862	1132
营业成本	291	373	470	596	790
营业税金及附加	1	1	1	1	2
销售费用	18	27	34	42	56
管理费用	25	44	64	80	105
财务费用	10	10	-12	-20	-23
资产减值损失	4	-1	0	0	0
投资收益	0	-2	-1	-1	-1
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	75	97	134	161	202
营业外收支净额	3	0	1	1	5
税前利润	78	97	135	162	207
减：所得税	12	16	20	24	31
净利润	66	81	115	138	176
归属于母公司的净利润	66	81	119	142	181
少数股东损益	0	0	-3	-4	-5
基本每股收益	0.59	0.58	0.63	0.76	0.97
稀释每股收益	0.59	0.58	0.63	0.76	0.97

资料来源：渤海证券研究所

6.估值及投资建议

勤上光电是国内以 LED 照明解决方案为主要业务的上市公司，我们参照 A 股 LED 相关的上市公司估值，2011 年可比公司平均 PE 为 31.48 倍。综合考虑目前市

场因素、行业特征以及企业成长性，给予公司 2011 年 30-35 倍 PE，预计公司上市后的合理价格区间为 18.9-22.05 元。

表 6 部分相近上市公司估值情况

代码	简称	收盘价	EPS			PE		
			10A	11E	12E	10A	11E	12E
002449.SZ	国星光电	22.000	0.69	0.64	0.83	32.09	34.40	26.54
300219.SZ	鸿利光电	21.7	0.69	0.65	0.90	31.65	33.44	24.08
300232.SZ	洲明科技	21.19	0.97	1.00	1.32	21.83	21.17	16.07
300241.SZ	瑞丰光电	19.65	0.55	0.57	0.83	35.73	34.66	23.67
300269.SZ	联建光电	25.32	0.74	0.75	1.00	34.04	33.73	25.21
平均						31.07	31.48	23.11

来源：Wind 渤海证券研究所整理

7.风险提示

公司有可能面临 LED 行业产能过剩引起的恶性竞争风险；照明市场增长启动过慢的风险。

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	强烈推荐	未来 6 个月内绝对收益率 > 50%
	推荐	未来 6 个月内绝对收益率 > 30%
	持有	未来 6 个月内绝对收益率 > 10%
	回避	未来 6 个月内绝对收益率 < 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

重要声明 1: 本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

重要声明 2: 本报告PDF版本由郭靖唯一制作。

渤海证券研究所机构销售团队

朱艳君

渤海证券研究所机构销售部经理

华南区销售经理

座机: 86-22-28451995

手机: 13502040941

邮箱: zhuyanjun@bhqz.com

吴慧

渤海证券研究所机构销售部

华东区销售经理

座机: 86-10-68784269

手机: 13811199719

邮箱: wuhuihui09@gmail.com

刘啸

渤海证券研究所机构销售部

华北区销售经理

座机: 86-10-68784275

手机: 13810427284

邮箱: helen.newday@gmail.com

渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道8号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区阜外大街22号 外经贸大厦11层

邮政编码: 100037

电话: (010) 68784253

传真: (010) 68784236

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn

请务必阅读正文之后的免责条款部分