

专注于 LED 照明的领先企业

研究结论

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，2008-2010 年营业收入复合增长 9.88%，净利润复合增长 16.68%。目前公司建立了完善的 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

- **市场占有率较高。**近三年公司在户外半导体照明领域市场占有率分别为 11.82%、19.42%和 15.31%；景观亮化半导体照明领域市场占有率分别为 3.88%、2.16%、1.73%；室内半导体照明领域市场占有率分别为 24.47%、12.44%、17.54%。凭借技术与品牌实力、广泛的用户群体与市场资源，预计公司未来市场占有率将有较大的提升空间。
- **成功案例众多。**公司已经成功实施了超过 3000 公里的公路路灯工程，产品和解决方案成功中标多个技术难度大、质量及综合服务要求高的标志性项目，并在项目实施过程中得到用户的普遍好评，进一步树立了公司在行业中的领先地位。
- **EMC 模式有望成为公司新的利润增长点。**公司在 2010 年开始进行 EMC 销售模式，占当年营业收入的 0.42%。目前已经与国内 22 家企业和个人建立了战略合作关系，订单超过 1 亿元。按照公司披露的计划，到 2014 年，EMC 业务收入将占到公司主营业务收入的 30%左右。
- **募投项目将扩大公司产能，巩固和提升公司品牌形象。**本次公司募集资金约 4.63 亿元，投资于 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和公司营运管理中心项目。项目建成后将新增 LED 路灯 99 万套，LED 隧道灯 12 万套，投光灯 15 万套，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。同时将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，巩固和提升公司在全国市场的品牌形象。
- **我们预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.64 元、0.94 元、1.20 元。**结合公司的成长性和所属行业的平均水平，以公司 2011 年 35-40 倍 PE 计，对应合理估值区间在 22.4-25.6 元之间。
- **风险因素：**公司可能存在市场竞争的风险和机构股东较多的风险。



东方证券
ORIENT SECURITIES

证券分析师

王天一

执业证书编号：S0860210060001

联系人

郑青

8621×63325888×6092

zhengqing@orientsec.com.cn

发行概况

合理价格区间（元）	22.40 - 25.60
本次发行股数（万股）	4,684
发行后总股本（万股）	18,734
国家/地区	中国
行业	电子行业
报告发布日期	2011 年 11 月 25 日

资料来源：WIND

财务预测

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	552	766	996	1280
同比(%)	30%	39%	30%	29%
净利润	81	120	177	225
同比(%)	22%	47%	48%	27%
毛利率(%)	32.4%	32.3%	33.0%	31.6%
ROE(%)	9.8%	5.9%	8.1%	9.3%
每股收益(元)	0.43	0.64	0.94	1.20

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

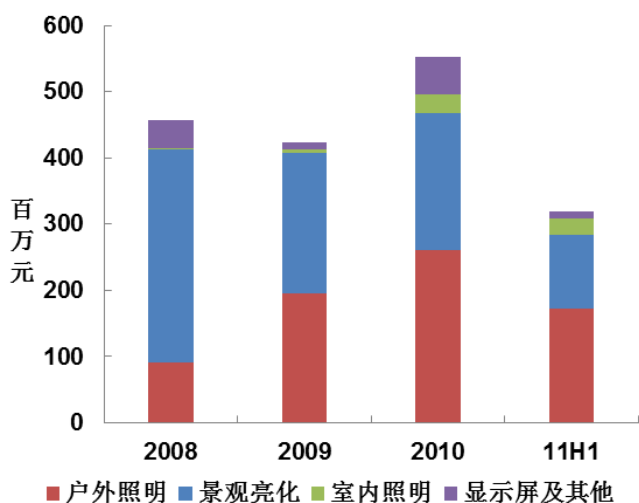
图表目录

图 1：公司各类业务收入变化	3
图 2：公司各类业务毛利率变化.....	3
图 3：公司户外照明产品、景观亮化照明产品、室内照明产品和显示屏产品	4
图 4：公司发行前的股权结构	5
表 1：募投项目和投资金额	6
表 2：盈利预测表（百万元）	7
表 3：分业务收入预测表	8
表 4：可比上市公司估值比较	9
表 5：近期在创业板上市公司估值比较	9
表 6：DCF 估值模型	10
附表：财务报表预测与比率分析	12

一、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

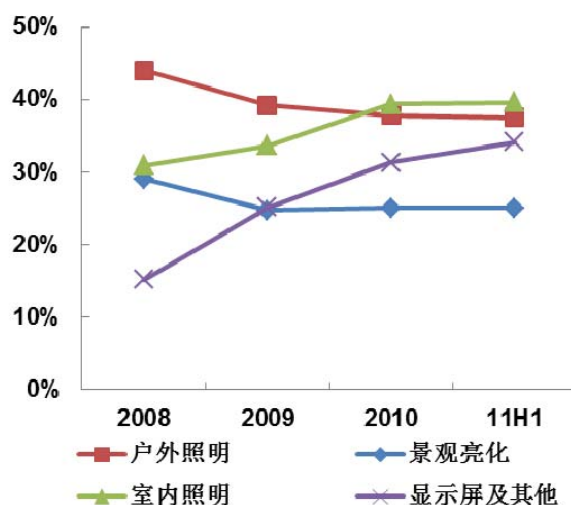
公司是国内领先的半导体照明产品和综合解决方案提供商，2008-2010 年营业收入复合增长 9.88%，净利润复合增长 16.68%。目前公司建立了完善的 LED 照明产品系列，包括 LED 功能照明、LED 景观照明、LED 显示屏和 LED 特种照明四个大的系列，其中基于大功率白光 LED 照明技术的 LED 功能照明是公司主营业务的主要方面和发展方向，其占公司主营业务收入中的占比超过了一半。

图 1：公司各类业务收入变化



资料来源：招股说明书，东方证券研究所

图 2：公司各类业务毛利率变化



资料来源：招股说明书，东方证券研究所

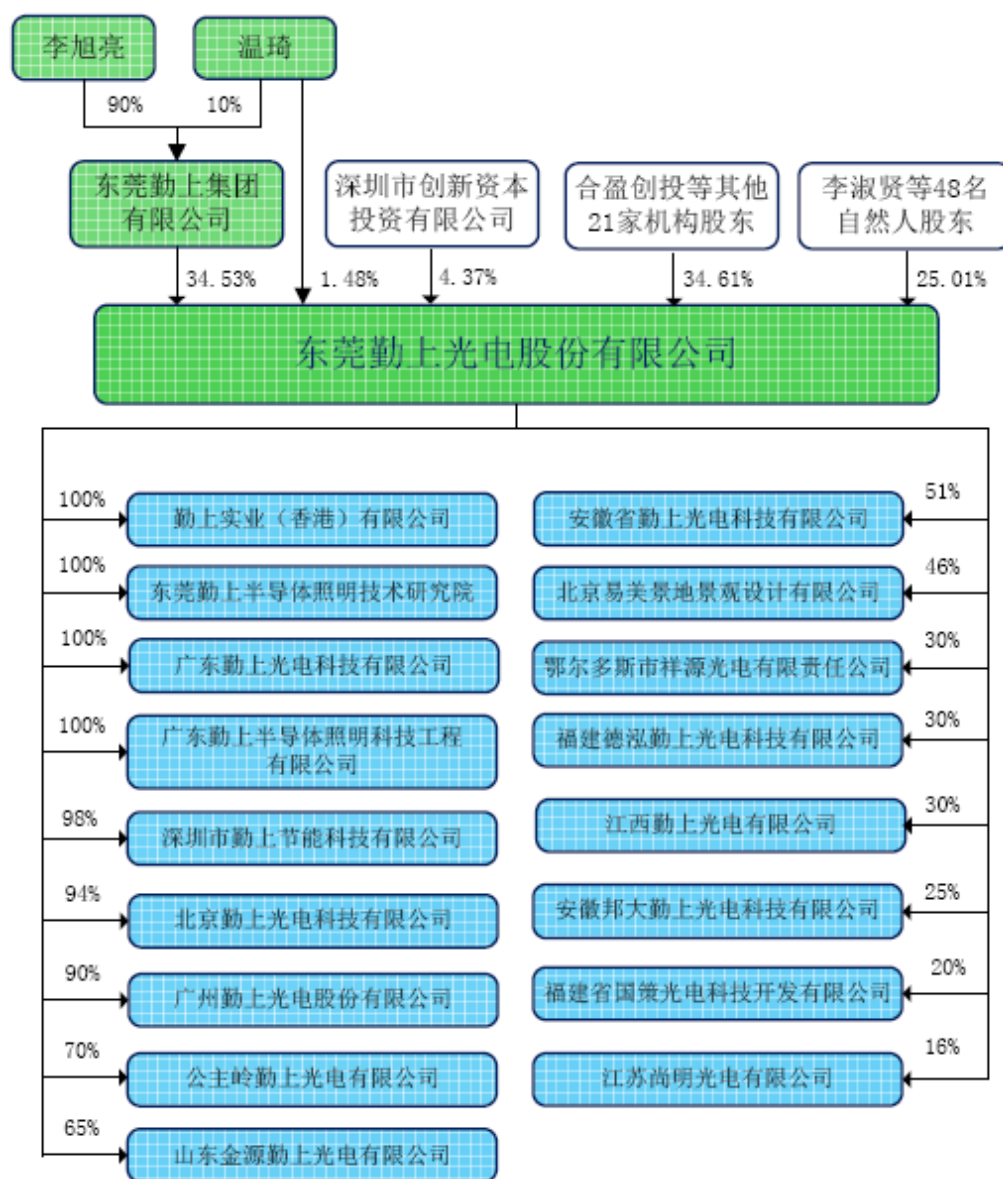
图 3：公司户外照明产品、景观亮化照明产品、室内照明产品和显示屏产品



资料来源：招股说明书，东方证券研究所

本次发行前公司总股本为 14,050 万股，本次发行 4,683.5 万股，发行后总股本为 18,733.5 万股。公司实际控制人为董事长李旭亮和其夫人温琦，通过勤上集团持有公司的 34.53% 的股份。同时 22 家风投机构共同持有公司 34.61% 的股份，48 名自然人股东共同持有公司 25.01% 的股份，股权结构相对分散。

图 4：公司发行前的股权结构



资料来源：招股说明书，东方证券研究所

二、募投项目将扩大公司产能，巩固和提升公司品牌形象

本次公司募集资金约 4.63 亿元，投资于 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和公司营运管理中心项目。

表 1：募投项目和投资金额

项目名称	项目总投资（万元）	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，东方证券研究所

LED 户外照明与景观照明项目将年新增 LED 路灯 99 万套，LED 隧道灯 12 万套，投光灯 15 万套；LED 室内照明项目将年新增 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。

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。通过组建专业实验室、构建整个 LED 封装及照明系统的研发体系，对 LED 封装及照明的相关技术进行前瞻性研究以及产品开发，可以为公司的 LED 照明产品提供有力的技术支撑及应用研究。

公司营运管理中心项目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，建设全国性的营销管理平台。通过整合销售管理、客户服务、工程设计、产品展示、物流配送等功能，公司将依托区域运营管理中心发展代理商，实现对经销商、合作企业和用户更加优质、高效的服务，巩固和提升公司在全国市场的品牌形象。

三、盈利预测与估值分析

1、盈利预测

我们预期公司发行后 2011-2013 年销售收入分别为 7.66 亿、9.96 亿、12.80 亿；归属于母公司所有者的净利润分别为 1.20 亿元、1.77 亿、2.25 亿元；对应 EPS 分别为 0.64 元、0.94 元、1.20 元。

表 2：盈利预测表（百万元）

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	552	766	996	1280
营业成本	373	518	667	875
营业税金及附加	1	2	2	2
营业费用	27	38	55	58
管理费用	44	57	75	90
财务费用	10	9	-12	-10
资产减值损失	-1	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-2	-1	-1	-1
营业利润	97	139	206	263
营业外收入	5	4	4	4
营业外支出	5	3	3	3
利润总额	97	140	208	264
所得税	16	21	31	40
净利润	81	119	176	224
少数股东损益	-0	-0	-0	-0
归属于母公司净利润	81	120	177	225
EBITA	107	173	233	302
EPS（元）	0.43	0.64	0.94	1.20

资料来源：Wind，东方证券研究所

表 3：分业务收入预测表

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
户外照明					
销售收入（百万元）	195.7	260.5	390.7	527.4	665.0
增长率（YOY）	116.2%	33.1%	50.0%	35.0%	26.1%
毛利率（%）	39.1%	37.8%	36.0%	36.0%	34.0%
景观亮化					
销售收入（百万元）	212.1	207.4	248.8	274.0	320.0
增长率（YOY）	-34.0%	-2.2%	20.0%	10.1%	16.8%
毛利率（%）	24.7%	25.0%	25.0%	25.0%	24.0%
室内照明					
销售收入（百万元）	4.9	28.3	84.7	152.5	249.0
增长率（YOY）	65.0%	482.5%	199.8%	80.0%	63.3%
毛利率（%）	33.6%	39.4%	37.0%	37.0%	35.0%
显示屏及其他					
销售收入（百万元）	11.4	56.2	41.4	41.6	45.6
增长率（YOY）	-73.1%	391.7%	-26.3%	0.5%	9.6%
毛利率（%）	25.1%	31.2%	32.0%	32.0%	32.0%
合计（百万元）	424.1	552.3	765.6	995.5	1279.6
增长率（YOY）	-7.3%	30.2%	38.6%	30.0%	28.5%

料来源：Wind，东方证券研究所

3、相对估值

我们选取与公司业务模式与特点类似的 3 家公司进行对比，目前行业可比公司 2011 年平均 PE 为 41 倍；同时我们选取近期上市的 20 家中小板公司进行对比，2011 年平均 PE 为 41 倍。以公司 2011 年 35-40 倍 PE 计，对应合理估值区间在 22.4-25.6 元之间。

表 4：可比上市公司估值比较

证券代码	证券简称	2010PE	2011PE	2012PE
002449	国星光电	28	30	23
300162	雷曼光电	75	52	36
300241	瑞丰光电	42	31	21
300219	鸿利光电	37	30	21
002587	奥拓电子	33	27	20
300232	洲明科技	27	20	15
300269	联建光电	41	31	23
000541	佛山照明	42	32	21
平均		41	31	23

资料来源：Wind，东方证券研究所

表 5：近期在中小板上市公司估值比较

证券代码	证券简称	2010PE	2011PE	2012PE
002614	蒙发利	31	25	20
002615	哈尔斯	50	39	30
002616	长青集团	49	38	29
002617	露笑科技	41	32	24
002618	丹邦科技	50	38	26
002619	巨龙管业	33	28	21
002620	瑞和股份	39	26	17
002621	大连三垒	39	29	22
002622	永大集团	43	32	24
002623	亚玛顿	26	23	18
002624	金磊股份	52	39	31
002625	龙生股份	40	37	31
002626	金达威	31	24	20
002627	宜昌交运	24	21	17
002628	成都路桥	31	19	14
002629	仁智油服	40	36	28
002630	华西能源	44	33	25
002631	德尔家居	35	24	17
002632	道明光学	79	37	28
002633	申科股份	46	39	27
平均		41	31	24

资料来源：Wind，东方证券研究所

4、绝对估值

我们用 DCF 估值模型计算出的合理股价为 22.75 元，对应 2011 年 PE 为 35 倍。

表 6：DCF 估值模型

项目	高速增长阶段	永续增长阶段
永续增长率(%)		2%
贝塔值 (β)	1.100	1.100
无风险利率 (%)	4.00%	4.00%
市场的预期收益率 (%)	9.00%	9.00%
规模风险因子 (%)	2.00%	2.00%
股权资本成本 (K_e)	11.50%	11.50%
债务成本 K_d (%)	6.35%	6.35%
债务比率 $D/(D+E)$ (%)	10.00%	10.00%
WACC	10.98%	10.98%

WACC(%)	0.00%	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
8.98%	26.32	28.71	31.79	35.89	41.65	50.29
9.98%	22.69	24.46	26.66	29.49	33.28	38.57
10.98%	19.80	21.13	22.75	24.78	27.39	30.88
11.98%	17.44	18.46	19.69	21.19	23.06	25.47
12.98%	15.50	16.30	17.24	18.37	19.76	21.49

资料来源：Wind，东方证券研究所

5、风险提示

行业风险

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。

机构股东较多的风险

公司机构股东较多，一方面，机构股东的引进，有利于公司完善公司治理，提高公司规范运作水平；另一方面，由于机构股东在公司发展战略及经营思路可能与控股股东之间存在一定的不一致性，从而可能会增加公司的决策成本，降低决策效率，间接对公司的经营产生不利影响。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	834	1997	2161	2420	营业收入	552	766	996	1280
现金	484	1497	1518	1591	营业成本	373	518	667	875
应收账款	203	292	386	489	营业税金及附加	1	2	2	2
其它应收款	17	13	19	26	营业费用	27	38	55	58
预付账款	28	35	41	57	管理费用	44	57	75	90
存货	102	143	178	237	财务费用	10	9	-12	-10
其他	-0	18	19	19	资产减值损失	-1	1	1	1
非流动资产	389	490	588	666	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	52	25	28	31	投资净收益	-2	-1	-1	-1
固定资产	212	374	466	534	营业利润	97	139	206	263
无形资产	38	45	52	60	营业外收入	5	4	4	4
其他	85	46	41	41	营业外支出	5	3	3	3
资产总计	1223	2487	2749	3086	利润总额	97	140	208	264
流动负债	147	268	312	383	所得税	16	21	31	40
短期借款	0	46	44	37	净利润	81	119	176	224
应付账款	79	127	167	212	少数股东损益	-0	-0	-0	-0
其他	69	95	100	134	归属于母公司净利润	81	120	177	225
非流动负债	219	175	217	258	EBITDA	107	173	233	302
长期借款	130	169	211	252	EPS (元)	0.43	0.64	0.94	1.20
其他	89	6	6	6	主要财务比率				
负债合计	366	444	528	641	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	32	32	31	31	成长能力				
股本	141	187	187	187	营业收入	30.2%	38.6%	30.0%	28.5%
资本公积	476	1497	1497	1497	营业利润	29.4%	43.9%	48.2%	27.4%
留存收益	209	328	505	730	归属于母公司净利润	22.1%	47.4%	47.9%	27.2%
归属母公司股东权益合计	825	2012	2189	2414	获利能力				
负债和股东权益	1223	2487	2749	3086	毛利率	32.4%	32.3%	33.0%	31.6%
现金流量表					净利率	14.7%	15.6%	17.8%	17.6%
单位:百万元					ROE	9.8%	5.9%	8.1%	9.3%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC	9.3%	5.6%	6.8%	8.0%
经营活动现金流	98	0	104	155	偿债能力				
净利润	81	119	176	224	资产负债率	29.9%	17.8%	19.2%	20.8%
折旧摊销	0	26	39	49	净负债比率				
财务费用	10	9	-12	-10	流动比率	5.66	7.44	6.94	6.32
投资损失	2	1	1	1	速动比率	4.97	6.91	6.36	5.70
营运资金变动	0	-87	-101	-110	营运能力				
其它	6	-68	-0	-0	总资产周转率	0.55	0.41	0.38	0.44
投资活动现金流	-191	-136	-135	-126	应收账款周转率	3	3	3	3
资本支出	-143	-170	-123	-115	应付账款周转率	4.19	5.02	4.53	4.62
长期投资	-51	27	-3	-2	每股指标 (元)				
其他	3	7	-9	-9	每股收益	0.43	0.64	0.94	1.20
筹资活动现金流	301	1148	52	44	每股经营现金流	0.52	0.00	0.55	0.83
短期借款	-59	46	-2	-7	每股净资产	4.40	10.74	11.69	12.89
长期借款	0	39	42	41	估值比率				
普通股增加	29	47	0	0	P/E	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	314	1021	0	0	P/B	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	18	-4	12	10	EV/EBITDA	-4	-2	-2	-1
现金净增加额	206	1013	21	74					

资料来源：东方证券研究所

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn