

勤上光电 (002638) 调研报告

——国内领先半导体照明产品和方案提供商

信息技术/电子元器件

谨慎推荐

发布时间：2012 年 1 月 24 日

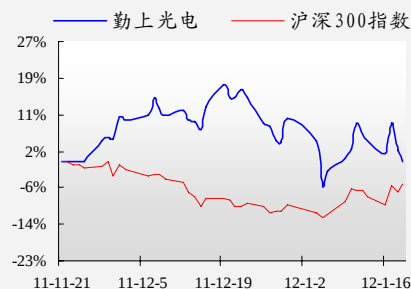
投资要点:

- **半导体照明市场增速快、潜力大:** 半导体照明属于绿色照明光源与传统照明光源相比优势显著。国内半导体照明市场 2011 年将达 188 亿元, 同比增长 35.7%, 未来两年仍将保持 40% 以上的增速, 其中景观亮化照明与户外半导体照明占比高, 分别为 149.3 亿元与 32.7 亿元, 室内半导体照明仅为 6.37 亿元, 但其潜力大预计 2013 将达 98.2 亿元, 成为国内半导体照明市场的主力军之一。
- **公司是国内领先半导体照明产品和方案提供商:** 公司技术实力雄厚, 国内领先, 参与制定多项标准, 行业排名前列, 竞争力强, 并已通过多项认证, 产品品质可靠, 是国内领先半导体照明产品和方案提供商。
- **专注主业, 开拓新领域:** 公司专注于户外照明和景观照明领域, 推出了各领域的解决方案, 并完成多个 LED 照明示范项目。开拓室内照明和显示屏等新领域, 并获得下游客户订单。同时, 还进入上游 MOCVD 设备制造领域, 拓展了公司的发展路线, 进一步提升了公司的盈利能力。
- **多元化营销模式, 营销能力强:** 公司多项举措, 实现 EMC 模式“零风险, 稳收益”, 严格客户评估, 并与金融机构平安保险合作共同运营 EMC 项目规避风险。公司将直销与经销相结合, 立体化营销, 提升营销能力。
- **投资建议:** 我们对公司未来的营业收入持谨慎态度。景观亮化照明、户外照明及室内照明仍就是公司营业收入的主要来源, 广州吉彩公司的大单暂不考虑。我们预测公司 2011 -2013 年 EPS 分别为 0.65 元、0.90 元和 1.14 元, 当前股价对应动态 PE 分别为 37.9、27.3 和 21.6 倍, 首次给予公司“谨慎推荐”评级。
- **风险提示:** 行业发展与“百城千店”低于预期, EMC 业务运营风险。

业绩预测:

	主营收入 (百万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (百万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2010	552	30.22	81	22.10	0.54	9.83	57.2	
2011E	733	32.74	122	50.97	0.65	6.06	37.9	
2012E	1,015	38.39	168	36.81	0.90	7.62	27.3	
2013E	1,335	31.53	213	27.20	1.14	8.73	21.6	

走势图



市场数据

2012-1-20

收盘价:	24.61 元
52 周最高价:	30.68 元
52 周最低价:	22.04 元
平均持仓成本:	26.32 元

基本数据

2011Q3

总股本 (万股):	18,734
流通 A 股 (万股):	18,734
每股收益 (元):	0.54
每股净资产 (元):	6.42
每股经营现金流 (元):	-0.74
市净率:	3.83

分析师: 周思立; 联系人: 黄浩
执业证书编号: S0550511010003
TEL: (8621) 2036 1175
FAX: (8621) 2036 1159
Email: huangh@nesc.cn
地 址: 上海市源深路 305 号
邮 编: 200135

目录

一、公司介绍	3
1.公司主营业务介绍	3
2.公司股权结构	4
二、半导体照明市场增长快、潜力大	6
1.半导体照明优势显著	6
2.国内半导体照明市场增长快、潜力大	7
3.各国政府齐扶持，助力产业发展	9
4.LED 产业链分析	10
三、国内领先半导体照明产品和方案提供商	11
1.技术领先，参与制定多项标准	11
2.行业排名前列，竞争力强	11
3.通过多项认证，产品品质可靠	11
四、专注主业，开拓新领域	11
1. 专注于户外照明和景观照明领域	11
2. 开拓室内照明和显示屏等新领域	12
五、多元化营销模式，营销能力强	13
1.多项举措，实现 EMC 模式“零风险，稳收益”	13
2.直销与经销相结合，立体化营销	15
六、结论	15
七、投资建议	15

一、公司介绍

1. 公司主营业务介绍

公司是国内领先的半导体照明产品和方案提供商，主要产品包括户外照明产品、景观亮化照明产品、室内照明产品及显示屏产品等四大类。公司产品广泛应用于LED照明、公共场所显示屏等众多领域。

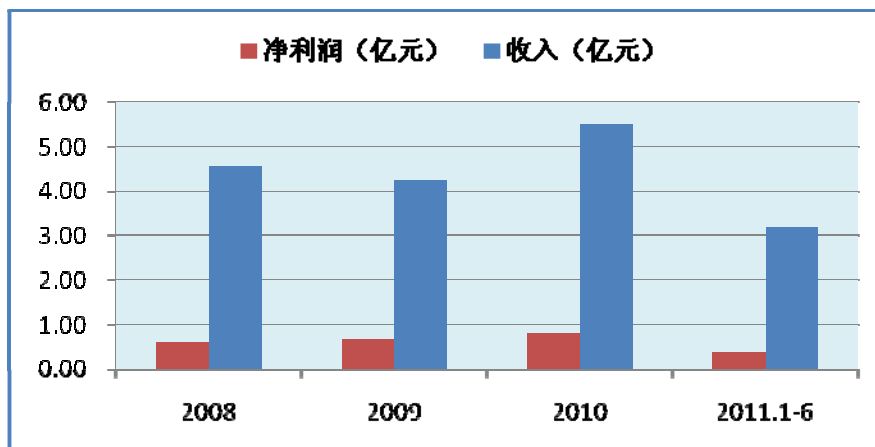
图表1：公司代表产品



资料来源：招股说明书，东北证券整理

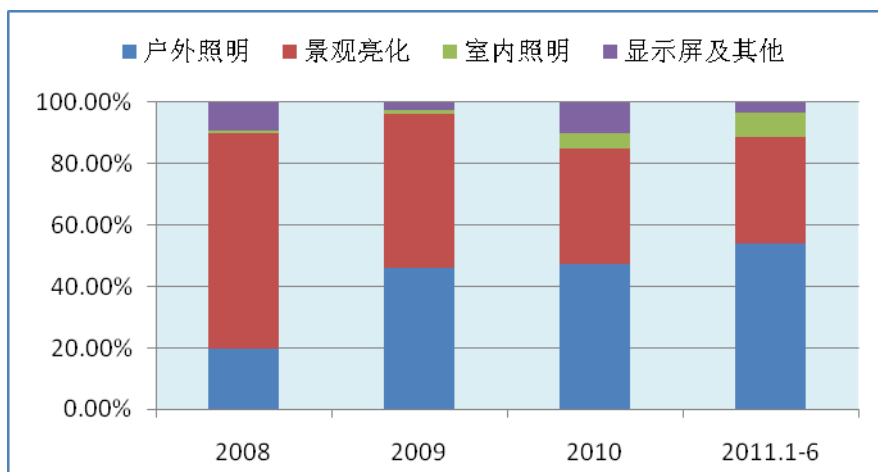
公司营业收入从2008年的4.6亿元提升到2010年的5.5亿元，产品结构从早期景观照明营收为主逐步调整到2011年半年报时户外照明营收为主，而室内照明占比也逐步提升，从不到1%增长到8%。公司整体毛利率保持平稳，但随着销售扩大渠道费用提升，以及公司规模扩大，销售和管理费用率均出现一定幅度的上升，引起净利率的下滑。

图表 2：历年收入和净利润增长情况



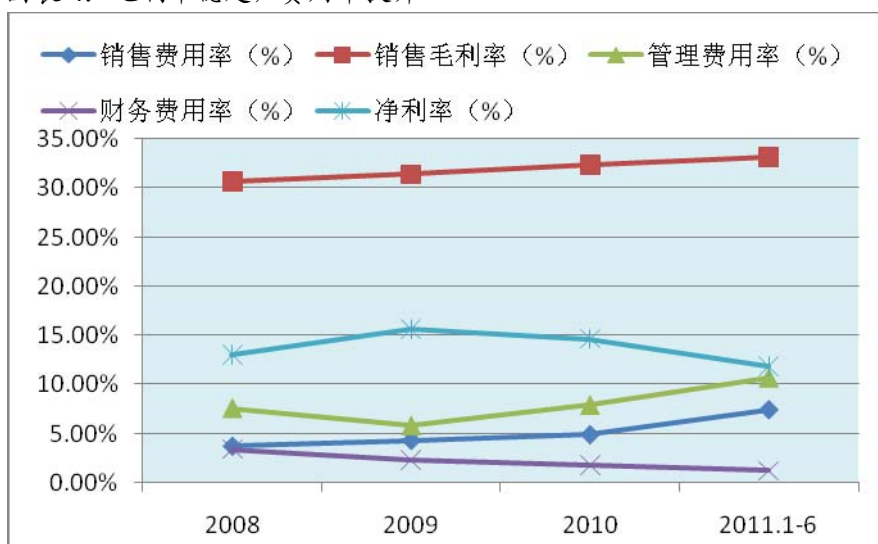
数据来源：公司年报，东北证券整理

图表 3: 公司营业收入结构



数据来源: 公司年报, 东北证券整理

图表 4: 毛利率稳定, 费用率提升

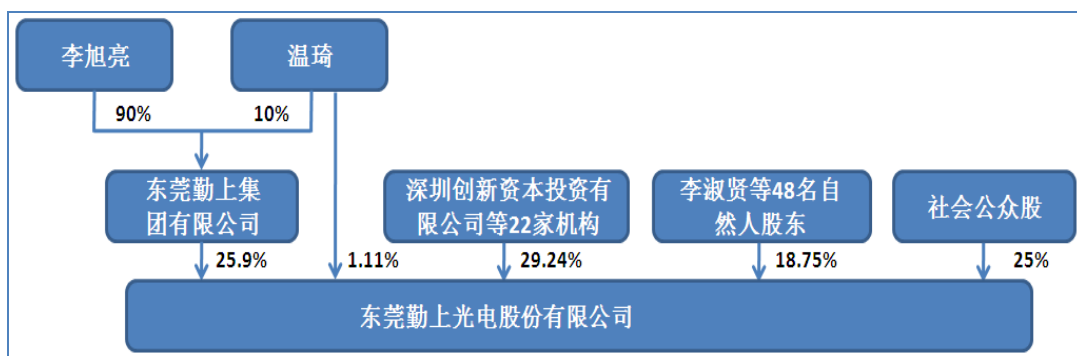


数据来源: Wind, 东北证券整理

2. 公司股权结构

公司实际控制人为李旭亮、温琦夫妇, 他们通过勤上集团持有 4851.7 万股公司股份, 温琦直接持有发行人 208.6 万股公司股份, 合计共持有公司 5060.3 万股公司股份, 占发行后总股本的 27.01%。

图表 5: 公司股东结构



资料来源: 招股说明书, 东北证券整理

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。

图表6: 公司各子公司信息汇总



资料来源: 招股说明书, 东北证券

二、半导体照明市场增长快、潜力大

1. 半导体照明优势显著

半导体照明是继白炽灯、气体放电灯后的新一代照明方式，与前两种照明光源相比有着显著的优势。半导体照明具有极高的发光效率，量产光效最高可达 135lm/w，节能效果显著，与白炽灯相比可节能 80%，且不添加钨、汞、惰性气体，光色纯正，辐射极小，属于绿色照明光源。除节能环保外，半导体照明还有许多优点：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。

图表 7：LED 光源与传统光源关键指标对比

光源类型	发光效率 (lm/w)	寿命 (小时)	能量转换效率	性能特点					
白炽灯	8-24	1000	<10%	显色性好	发光效率低	频闪严重	-	易碎不坚固	起动快
气体放电灯	60-150	10000-20000	25%-30%	显色性差	发光效率高	频闪严重	污染环境	易碎不坚固	起动慢
LED灯	70-160	50000-100000	20%-40%	显色性好	发光效率高	无频闪	环保	牢固耐冲击	起动极快

资料来源：招股说明书，东北证券整理

半导体照明是一种新型绿色照明方式，与传统照明方式相比，在很多照明应用领域有独特的优势。

图表 8：半导体照明在各领域的优势

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 and 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，可以大规模的集中控制，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制性强，灯具设计上具有很高的灵活性，可根据需要做点状、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。
医疗	1.显色性强，增加了人体血液与其他组织、脏器的色差，使手术视野更清晰； 2.无红外、紫外辐射，可有效避免手术创面失水和感染； 3.可通过照度系统调节工作面照度，使光线更加舒适，减少医生的视觉疲劳。
农业	1.育苗时遇到阴雨天光照不足，应用 LED 光源制成的补光灯比普通灯节能； 2.LED 光可控性强，可以通过调节光波有针对性地诱虫、灭虫。
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。
特种照明	LED 光源抗震性、耐受性、密封性好，热辐射低、体积小、便于携带，可广泛应用于防爆、野外作业、矿山、军事行动等特殊工作场所或恶劣工作环境之中。

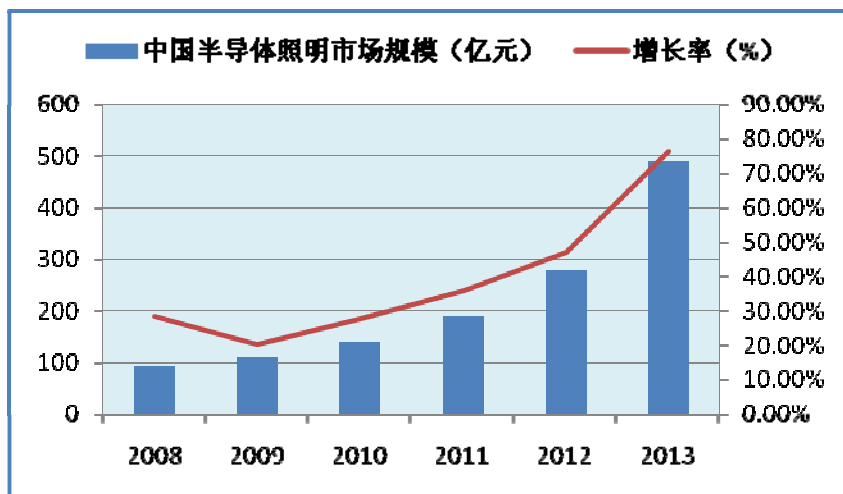
汽车	1.LED 光源没有灯丝、灯泡或密封气体的结构,具有极高的抗震性能; 2.LED 灯通电后具有极快的响应速度,适用于刹车灯; 3.LED 灯产生的辐射热量很低,灯腔中温度变化很小,前照灯常用的耐热金属材料可以被取代。不仅材料成本得以降低,而且避免了防锈防腐等不环保的工艺。
----	--

资料来源:招股说明书,东北证券整理

2.国内半导体照明市场增长快、潜力大

近年来随着城市化进程的推进,全球经济的复苏,传统照明的替换,高效环保照明的推广,半导体照明行业稳步发展。中国照明学会统计数据显示,2010 年国内半导体照明产值达 139 亿元, 2011 年将增长到 188 亿元,递增 35.7%,预计 2013 年将达 489 亿元。

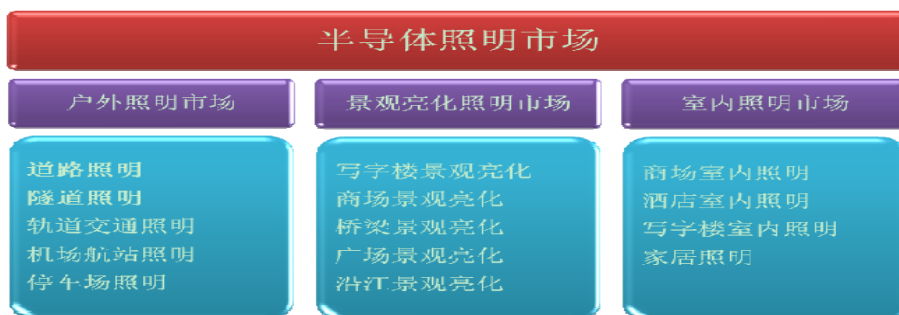
图表9: 中国半导体照明市场规模(亿元)



数据来源:中国照明学会,东北证券

国内半导体照明市场从应用领域上主要分为户外照明市场、景观亮化照明市场和室内照明市场。景观亮化照明市场起步早,发展快,未来仍将保持快速稳定的增长。户外照明和室内照明市场可以合称为通用照明市场,通用照明市场容量大,将成为半导体照明发展的主要动力。

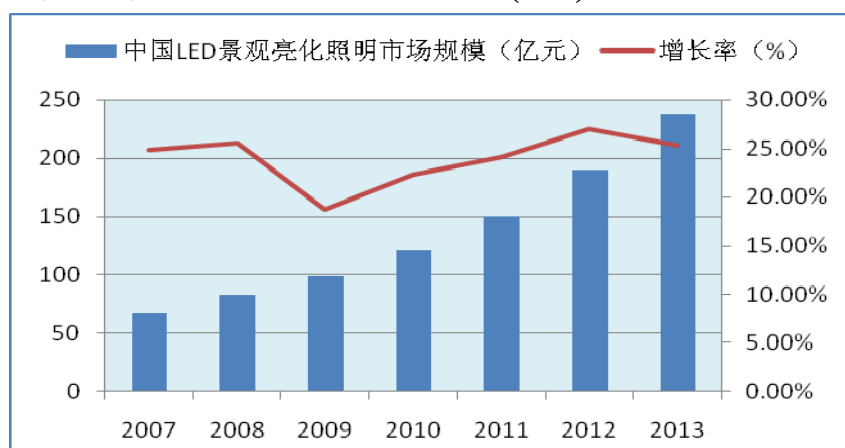
图表10: 半导体照明市场分类



资料来源:公司招股说明书,东北证券

景观亮化照明目前为半导体照明的主要市场。随着城市化建设的逐步完善，从早期的以小功率灯饰、灯串为主逐步发展成以大功率LED灯、射灯等为主，应用范围逐渐扩大，LED景观亮化照明市场规模总体呈稳步增长的态势。中国照明协会统计数据显示，2011年LED景观亮化照明市场规模为149.29亿元，与2010年相比增长24.17%，并预计2013年户外半导体照明产品市场规模将达237.55亿元。

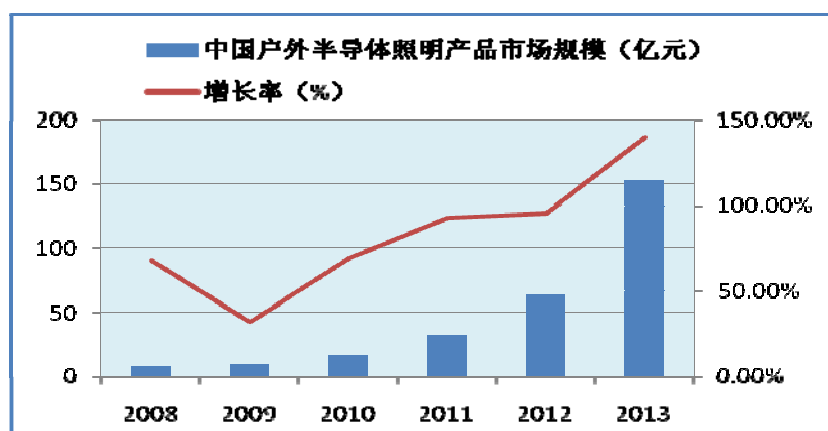
图表11：中国LED景观亮化照明市场规模(亿元)



数据来源：中国照明学会, 东北证券

户外照明市场主要集中在道路照明和隧道照明市场，主要靠政府项目推动需求。近年来由于公共交通能耗逐步攀升，政府开始大力推广半导体照明示范工程，通过提供政府补贴等优惠政策，推动LED路灯和LED隧道灯的普及。中国照明协会统计数据显示，2011年LED路灯市场规模为16.74亿元，LED隧道灯市场规模为4.56亿元，户外半导体照明产品总的市场规模为32.77亿元，与2010年相比增长92.6%，并预计2013年户外半导体照明产品市场规模将达153.13亿元。

图表12：中国户外半导体照明市场规模(亿元)

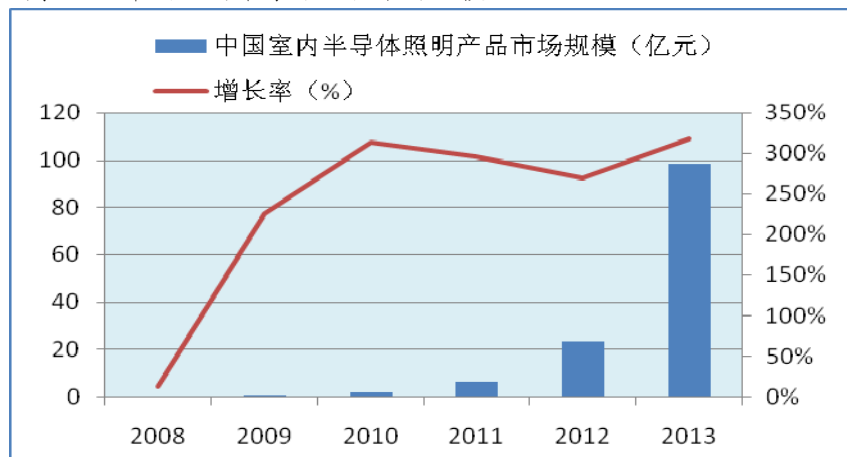


数据来源：中国照明学会, 东北证券

室内照明市场主要包括商场室内照明、酒店室内照明、写字楼室内照明、以及家居照

明等领域，是目前最大的潜在市场。随着LED照明器件价格进一步降低，LED照明将逐渐进入商用照明与民用照明领域，从而替代传统照明方式。中国照明协会统计数据显示，2011年国内室内半导体照明市场规模为6.37亿元，与2010年相比增长295.65%，并预计2013年室内半导体照明市场规模将达98.2亿元。

图表13：中国室内半导体照明市场规模(亿元)



数据来源：中国照明学会, 东北证券

3.各国政府齐扶持，助力产业发展

2011年8月，国家发改委颁布了《“十二五”节能环保产业发展规划》把LED照明列入补贴范围；11月，国家发改委再次颁布了《关于逐步禁止进口和销售普通照明白炽灯的公告》提出了淘汰白炽灯的路线图；日本政府2010年修订的“能源基本计划”，提出在2020年日本市场上销售的照明灯具全部为新一代高效率照明灯具，在2030年所有使用中的照明灯具也将全面更换成新一代高效率照明灯具；台湾地区提出了“21世纪照明光源开发计划”，重点扶持芯片、封装、应用及相关配套平台的建设；韩国的“15/30计划”，计划在2015年前LED照明将替换国内照明总量的30%。

图表14：全球淘汰白炽灯时间表



资料来源：公司招股说明书，东北证券

4.LED 产业链分析

LED产业链大致可分为上游、中游、下游及应用四部分。上游是蓝宝石、硅、碳化硅、氮化镓等原材料供应商。中游是LED芯片制造厂商，其中外延片制造是LED芯片制造的关键。下游是LED芯片封装厂商，随着大功率和白光LED这两类产品比重的提高，封装业的总体利润水平有了较大的提升。应用是LED组件制造厂商，在所有应用领域中，以通用照明、背光照明等领域要求高，而成为LED产品的主要市场。

图表 15: LED 产业链



资料来源：东北证券

目前LED产业已形成美国、亚洲、欧洲三大区域为主导的格局。全球主要厂商纷纷布局LED全产业链。国际大厂飞利浦照明公司、欧司朗光学半导体公司、GE等推出多款大功率半导体照明产品，并纷纷布局全产业链；日本半导体照明厂商松下电工、东芝Lightech等也大幅扩张LED 照明产品线。

国内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，形成较为完整的产业链，但国内企业多处于产业链中下游。目前国内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。各区域由于产业基础和比较优势的不同，均提出了新的半导体产业发展构想。2011年，我国LED芯片产值达到74亿元；LED封装产值为275亿元；LED应用产值达到1355亿元。台湾拓璞产业研究所统计数据显示，未来几年中国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2013年将达到2400亿元。

三、国内领先半导体照明产品和方案提供商

1. 技术领先，参与制定多项标准

公司通过自主研发与产学研合作在LED应用环节的各关键技术领域都建立了领先的技术优势，成功解决了散热、驱动、光学、结构和控制等各种应用端关键问题与集成问题。目前，公司拥有专利166项，其中发明专利24项，实用新型专利84项，外观设计专利58项。

公司为国家半导体照明工程研发及产业联盟常务理事单位和广东省LED产业联盟主席单位，起草了中国首个省级LED路灯地方标准——《广东省LED路灯地方标准》。同时，公司受全国照明电器标准化技术委员会等机构和部分地方政府委托作为主要起草人参与了《道路照明用LED灯性能要求》、《装饰照明用LED灯》、深圳市地方标准《LED道路照明工程技术规范》以及正在进行的广东省《LED道路照明设计标准》、《LED道路照明测量标准》等多项标准的起草工作。

2. 行业排名前列，竞争力强

根据国家半导体照明工程研发及产业联盟统计数据显示：2011年度中国半导体照明行业最具成长性企业排名中，公司位居第七名。

根据高工LED产业研究所统计数据显示：2011年中国路灯LED路灯企业竞争力排名中，公司位居第三名；2009年本土LED路灯企业竞争力排名中，公司位居第八名；2009年本土LED隧道灯企业竞争力排名中，公司位居第八名。

3. 通过多项认证，产品品质可靠

公司建立了完善的质量控制体系，相继通过美国UL、加拿大CSA、德国GS、欧盟CE、中国CCC认证、中国CQC认证、美国FCC认证、中国防爆等国内外权威认证。2010年公司LED系列照明产品还通过了IECEE（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。由于公司产品品质可靠赢得了客户的信任，目前已成为中国人民保险公司PICC在LED照明领域率先承保产品质量险的产品。

四、专注主业，开拓新领域

1. 专注于户外照明和景观照明领域

公司营业收入主要集中于户外照明和景观照明领域，二者收入合计占各年度营业收入的80%以上。其中户外照明领域产品以路灯、隧道灯为主，主要靠政府项目推动需求。同时，这些领域耗电量大、照明质量要求高、维护困难，对LED照明有迫切的需求。景观照明主要包含写字楼景观、商场景观、桥梁景观、广场景观等领域。由于大部分来自于政府采购或商家购买，价格敏感度较低，因此成为了初期LED市场的重要组成部分，创造了LED市场的初期繁荣。

公司专注于户外照明领域和景观照明领域产品开发，推出了各领域的解决方案，并完成多个成功运用。在户外照明领域，公司推出了道路照明解决方案、隧道照明解决方案和轨道交通照明解决方案，在景观照明领域，公司推出了建筑景观亮化解决方案和自然景观亮化解决方案。公司先后实施了一系列国内外LED照明示范性项目，包括LED路灯照明、

隧道照明、轨道交通照明及建筑办公照明等领域，并在美国、德国、日本、俄罗斯等超过25个国家的LED照明市场取得成功应用。

图表16：公司成功参与LED照明项目



资料来源：招股说明书，东北证券整理

2. 开拓室内照明和显示屏等新领域

室内照明主要分为商业照明领域和民用照明领域，潜在市场规模巨大。随着LED灯具价格的进一步下降，室内照明市场将逐步释放，未来三年年度增长率接近300%。目前对电费成本敏感的商业和工业领域已经开始尝试使用LED照明对传统照明进行替换改造，未来随着LED灯具价格的下降，民用领域也将开始尝试使用LED照明对传统照明进行替换。我们认为当前国内LED室内照明市场正处于培养期，渠道建设尤其重要，渠道建设的好坏直接关系到将来市场份额的多少。公司现已启动了“百城千店”计划，通过提供服务和装修费用等方式吸引经销商加盟，三年内将在全国上百个城市建立上千家“光体验中心”。目前已在南京、上海、厦门、西安、苏州等地建立“光体验中心”，公司“百城千店”渠道建设计划在全国范围内正有序展开。

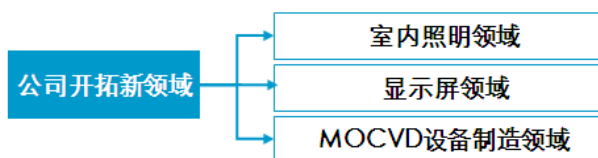
显示屏业务在2011年1-6月收入为5615万元，仅占公司主营业务收入的3.57%。公司12月公告与广州吉彩文化传播有限公司签署《协议书》，公司将独家负责吉彩公司所取得的经新华通讯社广东分社授权的广东省内所有“新华频媒”LED显示屏系列产品供货和安装。《协议书》自2012年1月1日起至2016年12月31日止，期限为五年，协议总金额为人民币15亿元左右，如果吉彩公司能够履行合同承诺，协议每年将给公司带来3亿元左右的销售收入。

公司增资中科宏微半导体设备有限公司，持有中科宏微半导体设备公司约15.3%的股

权。中科宏微是生产LED芯片用MOCVD设备的半导体设备厂商，由广东工业技术研究院、勤上光电、洲明科技等几家公司联合持股。目前，中科宏微公司开发的48片MOCVD设备已经小批量试生产。公司本次对中科宏微增资，目的是为了开展国产MOCVD设备的研发和生产制造，替代进口设备，在国内市场占据一席之地，打破此类设备依赖进口的局面，拓展公司的发展路线。

但是，目前MOCVD设备国产化项目刚刚启动，要真正实现批量生产并被广大厂商接受还需要经过很长的一段时间；同时，国内LED行业面临严重的结构性过剩，厂商大规模采购MOCVD设备的高峰已经过去，继续添置设备的意愿不强。因此，我们认为，中科宏微公司的盈利能力存在很大的不确定性，尚需进一步观察。

图表17：公司开拓新领域汇总



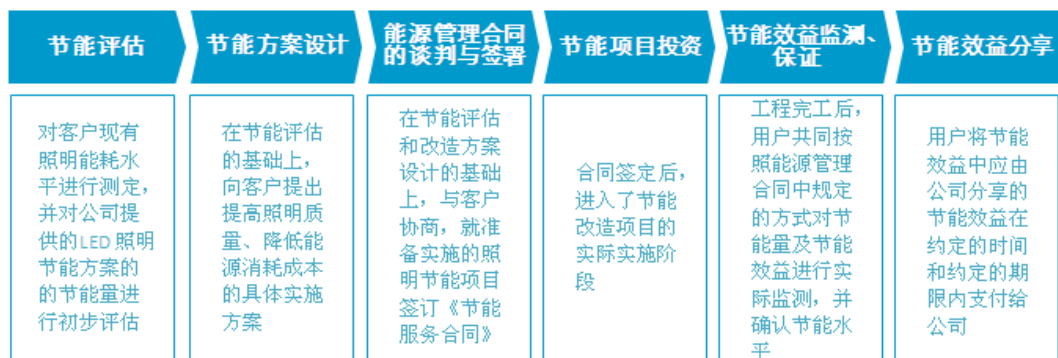
资料来源：东北证券整理

五、多元化营销模式，营销能力强

1. 多项举措，实现 EMC 模式“零风险，稳收益”

EMC模式（也称合同能源管理模式）是指通过与客户签订能源管理合同，为客户提供包括从项目设计到设备采购再到工程施工、设备安装调试以及人员培训、节能量确认和保证等一整套的节能服务，并从客户节能改造后获得的节能效益中，收回投资和取得利润的一种商业运行模式。公司率先在照明应用领域运作EMC模式，并形成成熟运作流程。

图表18：EMC模式运作流程



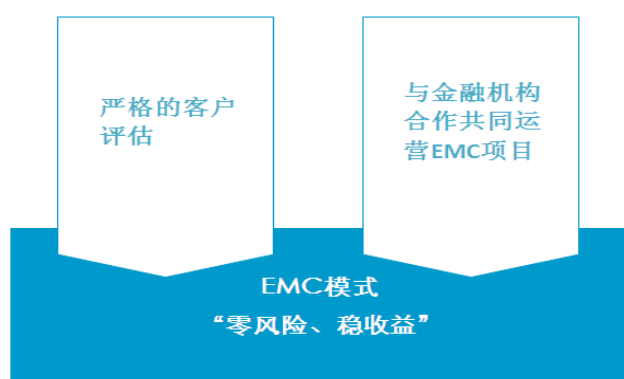
资料来源：招股说明书，东北证券整理

EMC模式的采用为合同双方实现共赢。客户不用投入资金，即可完成节能技术改造，节能工程施工完毕，还可分享项目的部分节能效益。项目实施方从单一的设备供应商，转

型为系统的节能方案提供商，为客户提供包括：能源审计、项目设计、项目融资、设备采购、工程施工、设备安装调试、人员培训、节能量确认和保证等节能服务。EMC模式的盈利水平一般高于传统的销售模式。随着EMC模式占比的提升，将会提高项目实施方公司的综合毛利率。

EMC模式对项目实施方是一种风险投资，但公司多项举措实现“零风险，稳收益”。作为项目实施方，公司具有较强的融资能力，并且承担了客户信用违约风险。为了规避风险，公司在项目接单前都要经过严格的客户评估，尽量选取财政状况和信用状况较好的政府和大型商业机构等作为目标客户。除利用自有资金运作EMC项目外，公司也积极尝试和金融机构的合作，如与平安保险公司合作共同运营EMC项目，并取得了较好的效果，至今未出现呆帐坏账等回款问题。

图表19：EMC模式举措汇总



资料来源：东北证券整理

2010年公司EMC模式销售收入为234.22万元，占同期销售收入比重为0.90%，2011年上半年公司EMC模式销售收入为260.97万元；占同期销售收入比重上升到1.51%。根据公司披露的资料显示，2013年EMC模式销售收入将提升至总销售收入的30%，未来上升空间大。同时公司披露的7个EMC项目，合同总值为1.01亿元，将会在未来3-6年实现收益。

图表 20：公司 EMC 项目资料汇总

项目名称	合同（预计）金额 （万元）	项目期限（月）
佛山 EMC 项目 1	130.455	72
佛山 EMC 项目 2	2857.8	72
广州机场 EMC 项目	约 1750	60
德庆 EMC 项目	1736	60
湖北大冶供电 EMC 项目	370.22	84
东莞万江 EMC 项目	1500	60
深高速 EMC	约 1800	45

资料来源：招股说明书，东北证券整理

2. 直销与经销相结合，立体化营销

公司采用直销和渠道销售相结合的销售模式，目前已在全国建立了10家子公司和7家参股子公司，并与多家照明工程公司成为合作伙伴，构建了立体化的营销网络。公司在总部区域，主要采用直销模式，在外地区域，则采用经销模式，实现照明产品的销售。

在直销销售模式下，公司通过直接与用户洽谈并参与投标来获得订单。公司通过积极参与政府新建路灯工程或者路灯节能改造工程，直接与隧道、地铁、机场、停车场、港口的运营商接触洽谈，为其提供相应的户外照明解决方案。公司凭借其领先的设计方案，创新的运营模式、丰富的工程经验和众多的成功案例赢取项目。

在经销销售模式下，公司产品主要销售给经销商，利用公司的产品、方案优势和经销商本地化的资源优势及服务优势拓展市场。公司积极发展各地方照明领域经验丰富、工程案例突出的工程商为经销商，公司职业化的销售团队密切配合当地经销商，在商务谈判阶段、订单签订阶段和项目实施阶段给予当地经销商全方位的支持。

六、结论

1. 半导体照明市场增速快、潜力大：半导体照明属于绿色照明光源与传统照明光源相比优势显著。国内半导体照明市场 2011 年将达 188 亿元，同比增长 35.7%，未来两年仍将保持 40% 以上的增速，其中景观亮化照明与户外半导体照明占比高，分别为 149.3 亿元与 32.7 亿元，室内半导体照明仅为 6.37 亿元，但其潜力大预计 2013 将达 98.2 亿元，成为国内半导体照明市场的主力军之一。

2. 公司是国内领先半导体照明产品和方案提供商：公司技术实力雄厚，国内领先，参与制定多项标准，行业排名前列，竞争力强，并已通过多项认证，产品品质可靠，是国内领先半导体照明产品和方案提供商。

3. 专注主业，开拓新领域：公司专注于户外照明和景观照明领域，推出了各领域的解决方案，并完成多个 LED 照明示范项目。开拓室内照明和显示屏等新领域，并获得下游客户订单。同时，还进入上游 MOCVD 设备制造领域，拓展了公司的发展路线，进一步提升了公司的盈利能力。

4. 多元化营销模式，营销能力强：公司多项举措，实现 EMC 模式“零风险，稳收益”，严格客户评估，并与金融机构平安保险合作共同运营 EMC 项目规避风险。公司将直销与经销相结合，立体化营销，提升营销能力。

七、投资建议

我们认为目前在国家政策支持下，国内半导体照明行业将继续保持快速增长，公司产品主要集中在户外照明、景观亮化照明、室内照明及显示屏等领域，但是照明产品价格逐步下跌，公司毛利率呈缓慢下滑趋势，我们对公司未来营业状况保持谨慎态度。

公司与广州吉彩公司的协议将于2012年开始实施，协议每年将给公司带来3亿元左右的营收。但是由于协议存在一定的不确定性，我们对公司的营收预测，分两种情况进行分析。当在乐观情形下，吉彩公司履行协议，则协议每年能给公司带来3亿元的销售收入。当在一般情形下，吉彩公司无法履行协议，则公司显示屏收入的占比仍比较小。

综上，我们对公司未来的营业收入持谨慎态度。景观亮化照明、户外照明及室内照明仍就是公司营业收入的主要来源，广州吉彩公司的大单暂不考虑。我们预测公司2011-2013年EPS 分别为0.65元、0.90元和1.14 元，当前股价对应动态PE分别为37.4、27.4和21.5倍，首次给予“谨慎推荐”评级。

风险提示：行业发展低于预期，EMC业务运营风险，市场竞争激烈“百城千店”计划低于预期等。

图表21：一般情形下公司营收预测（吉彩公司未能履行协议）

利润表(百万元)

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	552	733	1015	1335
营业成本	374	499	700	934
营业税金及附加	1	2	2	3
销售费用	27	32	44	58
管理费用	44	52	72	95
财务费用	10	11	5	0
资产减值损失	-1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	-2	0	0	0
营业利润	96	138	191	245
营业外收支	0	6	6	6
利润总额	175	130	150	172
所得税费用	16	22	30	38
归属于母公司净利润	81	122	168	213
少数股东损益	-1	0	0	0
EPS(元/股)	0.54	0.65	0.90	1.14

数据来源：东北证券

图表22：乐观情形下公司营收预测（吉彩公司履行协议）

利润表(百万元)

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	552	733	1315	1635
营业成本	374	499	907	1144
营业税金及附加	1	2	3	4
销售费用	27	32	57	71
管理费用	44	52	93	116
财务费用	10	11	13	8
资产减值损失	-1	0	0	0

公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	-2	0	0	0
营业利润	96	138	241	292
营业外收支	0	6	6	6
利润总额	175	130	150	172
所得税费用	16	22	37	45
归属于母公司净利润	81	122	210	253
少数股东损益	-1	0	0	0
EPS(元/股)	0.54	0.65	1.12	1.35

数据来源：东北证券

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益；

同步大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平；

落后大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上；

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%；

中 性: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间；

回 避: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。