

电子元器件行业研究小组

分析师: 方夏虹 fangxh@ccnew.com

执业证书编号: S0730511010006

联系人: 贾建虎 021-50588666-8037

规模和品牌是两大核心竞争力

——勤上光电 (002638) 年报点评

研究报告-公司点评

买入 (首次)

发布日期: 2012 年 03 月 20 日

报告关键要素:

11年在大功率LED照明产品拉动下, 公司实现高增长。公司专注于LED照明业务, 以EMC模式抢先打开室内照明市场, 品牌效益将保障公司长期竞争力。预测12-13年EPS为1.22元和1.68元 (未摊薄), 按19日收盘价32.65元计算, 对应市盈率为26.68倍和19.44倍, 给予“买入”评级。

事件:

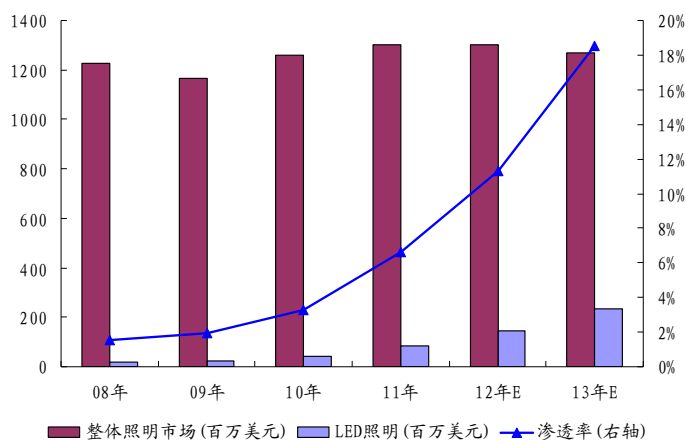
- 勤上光电 (002638) 公布了2011年年报。11年公司实现销售收入7.69亿元, 同比增长39.3%, 实现营业利润1.26亿元, 同比增长30.4%, 实现净利润1.25亿元, 同比增长53.67%, 每股收益为0.86元。分配预案为每10股转增10股, 派发红利1元 (含税)。

点评:

- 品牌将成为 LED 照明行业核心竞争力。LED 照明已经在公用照明领域得到大力推广, 随着 LED 照明产品性价比提升, 商用照明市场也在快速打开, 未来还将渗透家用市场。Digitimes 预测 12 年 LED 照明市场规模将达到 147 亿美元, 同比增比 72%, 在整体照明市场中的渗透率将达到 11.3%, 比 10 年增长 4.7 个百分点。

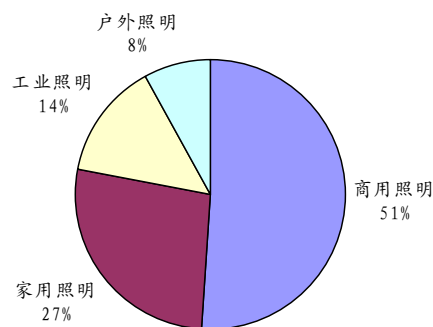
在LED照明普及阶段, 品牌将成为核心竞争力。LED发展初期以公用照明领域的推广为主, 用户多为地方政府, 其对产品质量有严格认证手段, 因而产品性能和质量是关键竞争要素。一旦LED照明进入商用和家用市场, 普通用户只能通过品牌间接考量产品的性能和质量, 因而品牌知名度将成为核心竞争力。

图 1: 08-14 年 LED 照明市场份额及渗透率预测



资料来源: 中原证券研究所、Digitimes

图 2: 11 年照明产品在各种场所的份额占比



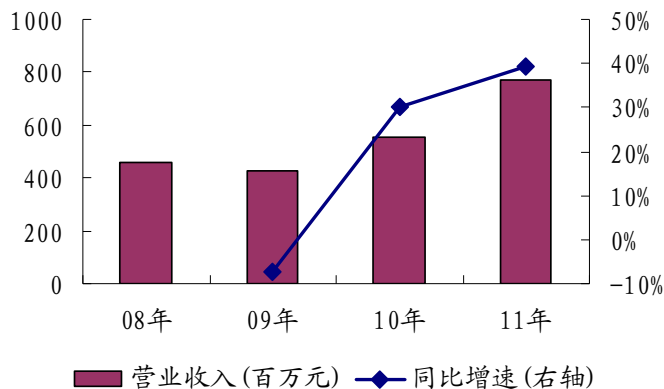
资料来源: 中原证券研究所、美国能源部

- 率先布局室内照明, 11 年公司收入增速和盈利能力持续上升。11 年公司收入 7.69 亿元, 同比增长 39.3%。分产品来看, 11 年公司 LED 户外照明、LED 室内照明和 LED 景观照明产品分别销售 3.86 亿元、6392 万元和 2.98 亿元, 同比分别增长 48%、126%和 44%。室内照明成为业绩增长的重要驱动力,

11年在收入中占比达到8.3%，比10年增加3.2个百分点。

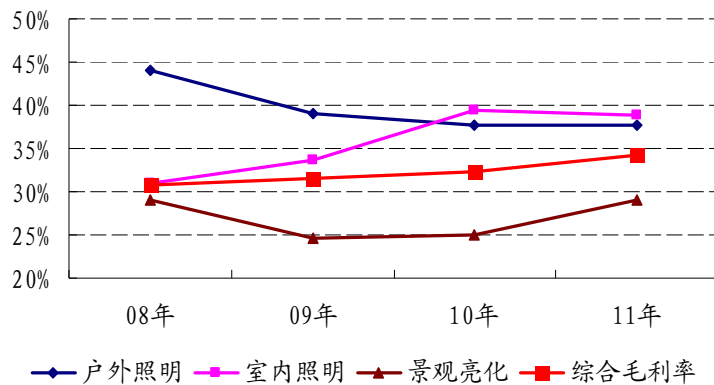
公司各类产品毛利率变动幅度较小，11年户外、室内和景观LED照明产品毛利率分别为38%、39%和29%，比10年分别变动-0.14、-0.51和4.04个百分点。高毛利率的室内照明产品占比增加，提升了公司综合毛利率，11年为34.23%，同比上升1.84个百分点。

图 1：08 年-11 年公司营业收入及增速



资料来源：中原证券研究所、公司公告

图 2：08-11 年分产品和综合毛利率变化趋势

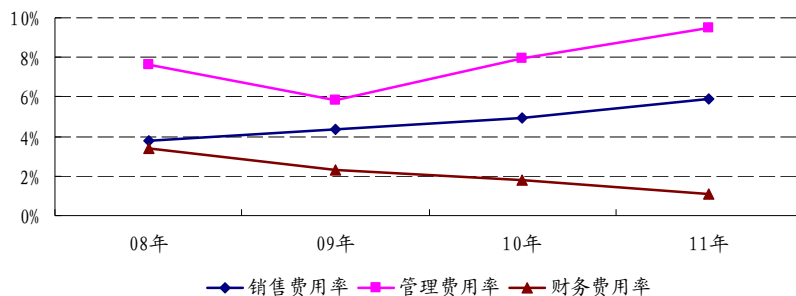


资料来源：中原证券研究所、公司公告

- **公司管理费用率和销售费用率有所上升。**11年公司销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为5.91%、9.51%和1.08%，比10年分别变化0.99、1.58和-0.7个百分点。管理费用率上升的原因主要有两点：一是公司规模扩张导致管理人员增加，全年管理员工资支出2445万元，同比增长77%；二是公司加大研发投入，11年支出2123万元，同比增长111%。公司销售费用率上升主要是因为公司加大了市场开拓力度，并增加广告投放。

预计12年公司收入保持高速增长态势，管理费用率和销售费用率将有所下降；公司11年11月上市，募集资金净额10.57亿元，截至11年底，公司货币资金为9.67亿元，预计12年财务费用率维持低位。

图 5：08-11 年公司期间费用率



来源：中原证券研究所、公司公告

- **公司专注于下游 LED 照明产品，通过打造品牌增加产品附加值。**公司立足长远发展，致力于打造LED领域知名品牌。11年8月公司启动“百城千店”计划，已在上海、南京等6大城市建立LED体验中心，宣传和推广公司产品品牌，并在电视台投放广告提升公司知名度。公司品牌效应将在未来发展中逐步体现，有利于市场推广和提升产品附加值。

- **募投项目重点扩产室内照明产品，预计 12-13 年逐步达产。**11 年 11 月，公司首发上市，募集资金 10.57 亿元，主要用于扩大户外和室内 LED 照明产能，规划分别新增 126 万套和 430 万盏，比 10 年增长 47%和 11 倍。由于公司募集资金到位时间已近年底，因而 11 年募投项目尚未投入。

截至11年年底，公司货币资金为9.67亿元，其中剩余超募资金为3.91亿元，现金充裕有利于公司扩大产能或通过EMC模式进一步抢占市场。

表 1：11 年底公司募投项目进展状况

项目名称	项目总投资（万元）	年底投资进度	预计达产时间
LED 户外照明与景观照明项目	20,338.14	0.00%	2013 年 11 月
LED 室内照明项目	14,111.95	0.00%	2013 年 11 月
LED 照明研发设计中心	7,660.14	0.00%	2013 年 11 月
公司运营管理中心	4,233.10	0.00%	2013 年 11 月
合计	46,343.33	-	-

来源：中原证券研究所、公司公告

- **给予公司“买入”评级。**预测 12-13 年 EPS 为 1.22 元和 1.68 元（未摊薄），按 19 日收盘价 32.65 元计算，对应市盈率为 26.68 倍和 19.44 倍，给予“买入”评级。
- **风险提示：**LED 需求增长不及预期，产品价格大幅下滑，LED 显示屏订单具有不确定性。

盈利预测

	2010 年	2011 年	2012E	2013E
营业收入（亿元）	5.52	7.69	14.22	18.40
增长比率（%）	30.22%	39.30%	84.83%	29.38%
净利润（亿元）	0.81	1.25	2.29	3.15
增长比率（%）	22.14%	53.67%	83.99%	37.21%
每股收益（元）	0.43	0.67	1.22	1.68
市盈率（倍）	75.42	49.08	26.68	19.44

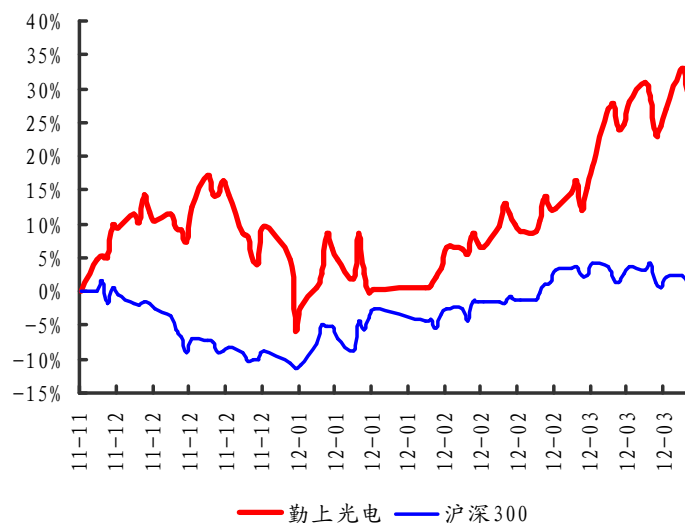
市场数据（2012年3月19日）

收盘价（元）	32.65
一年内最高/最低（元）	33.80/24.05
沪深300指数	2630.01
市净率（倍）	7.415
流通市值（亿元）	15.29

基础数据（2011年12月31日）

每股净资产（元）	10.71
每股经营现金流（元）	0.62
毛利率（%）	34.23
净资产收益率（%）	12.78
资产负债率（%）	15.49
总股本/流通股（万股）	18734/4683
B股/H股（万股）	/

个股相对沪深 300 指数走势



行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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征价。本公司及其所属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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。