

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

LED 照明市场以价换量, 龙头公司受益最大

——勤上光电 (002638) 中报点评

证券研究报告-公司点评

买入 (维持)

发布日期: 2012 年 08 月 29 日

报告关键要素:

12年上半年, 受LED照明产品降价影响, 公司盈利能力有所下降; 但降价也促进了室内照明的快速增长。随着国家对LED行业的促进政策逐步出台, 公司作为龙头企业将充分受益。预计12-13年EPS分别为0.43元和0.68元, 按28日收盘价16.17元计算, 对应市盈率分别为37.99倍和23.71倍, 维持公司“买入”评级。

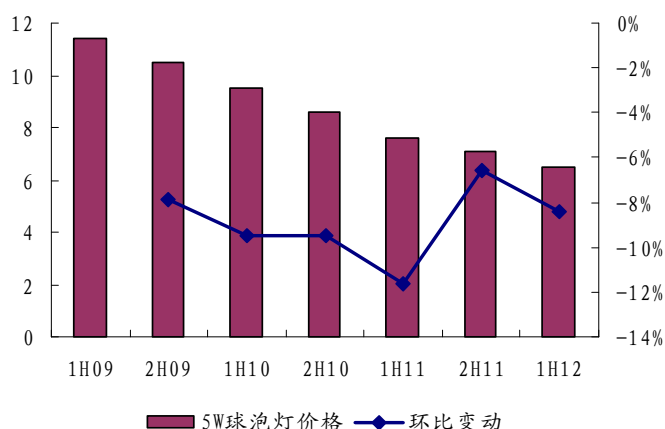
事件:

- **勤上光电 (002638) 公布了2012年中报。**12年上半年, 公司实现销售营业收入3.64亿元, 同比增长14.11%; 实现营业利润4752万元, 同比增长16.94%; 实现净利润4548万元, 同比增长18.16%; 上半年每股收益0.12元 (最新股本摊薄)。

点评:

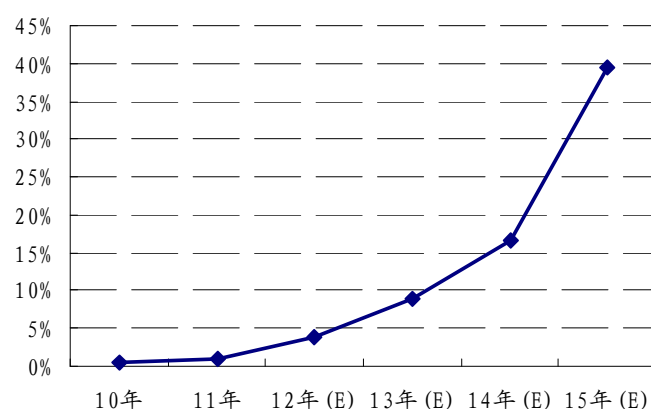
- **以价换量, LED 照明价格逼近市场启动点。**12年上半年, LED 照明产品价格环比继续下行, 以 5W LED 球泡灯为例, 均价降至 6.5 美金, 比 11 年下半年下降 8% 左右。目前, LED 照明价格已逼近市场爆发临界点, 据 CSA 预测, 12 年我国 LED 通用照明渗透率将上升到 3.86%, 而 13 年更大幅提升至 8.96%。预计 13 年 LED 照明市场增速将提高, 而产品价格降幅将收窄。

图 1: 09 年-12 年 5W LED 球泡灯价格走势 (美元)



资料来源: 中原证券研究所、高工 LED

图 2: 10-15 年 LED 通用照明渗透率预测



资料来源: 中原证券研究所、CSA

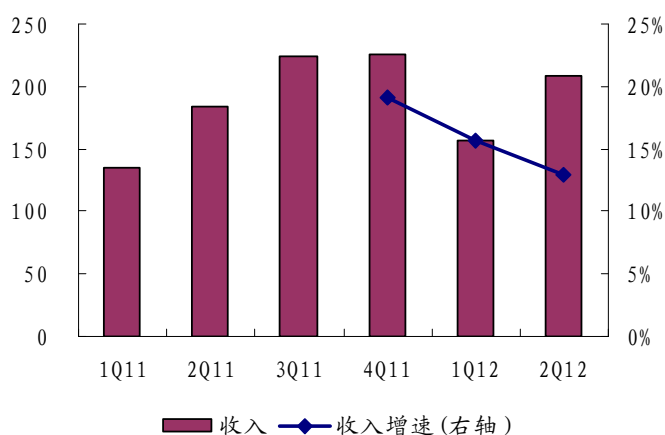
- **公司 LED 照明产品保持较高增长, 景观照明增速下滑明显。**2 季度公司实现收入 2.08 亿元, 同比增长 12.98%, 增速相比 1 季度有所下滑。

分产品来看, 公司 LED 通用照明保持极高增长, 室外照明和室内照明产品分别销售 2.06 亿元和 3518 万元, 同比分别增长 19.5% 和 41.2%, 两者占收入的比重合计为 66%。受 LED 照明产品降价影响,

公司照明产品收入增速受到一定影响，但依然保持较高水平。上半年，景观照明销售1.11亿元，同比增长0.05%，显示公司将业务重点放在高端的LED通用照明领域。

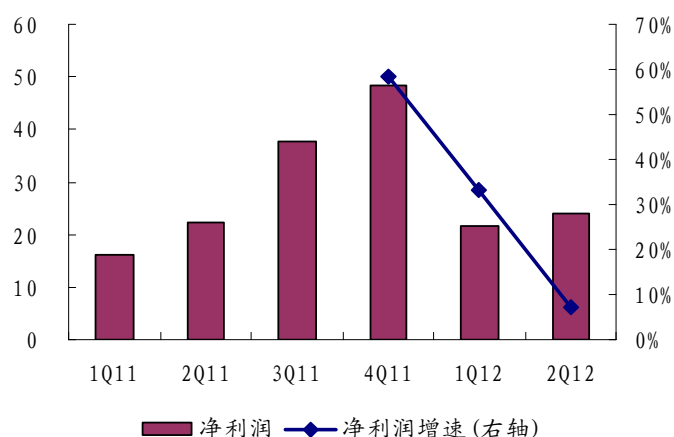
公司LED显示屏销售低于预期，上半年销售1255万元，同比增长10%。11年12月公司与吉彩公司签订合作协议，独家供应新华社采购的LED显示屏，合同金额共计15亿元，分5年执行。上半年，该协议仅执行467万元，低于预期。截至6月底，吉彩公司已递交地方政府审批的显示屏约为5千平方米，预计该合同将在13年为公司贡献较多收入。

图 3： 11 年-12 年公司单季度收入及增速（百万元）



资料来源：中原证券研究所、公司公告

图 4： 11-12 年公司单季度营业利润和净利润（百万元）

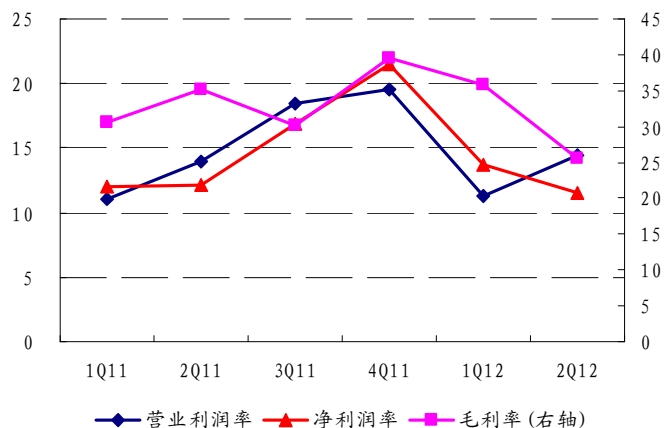


资料来源：中原证券研究所、公司公告

- **受产品降价影响，毛利率下滑明显。**2 季度公司实现净利润 2392 万元，同比增长 7.29%，低于收入增速，主要是因为产品毛利率下降。分产品来看，上半年 LED 室外照明和室内照明毛利率分别为 33.39% 和 34.7%，同比分别下滑 4.11 和 4.91 个百分点。

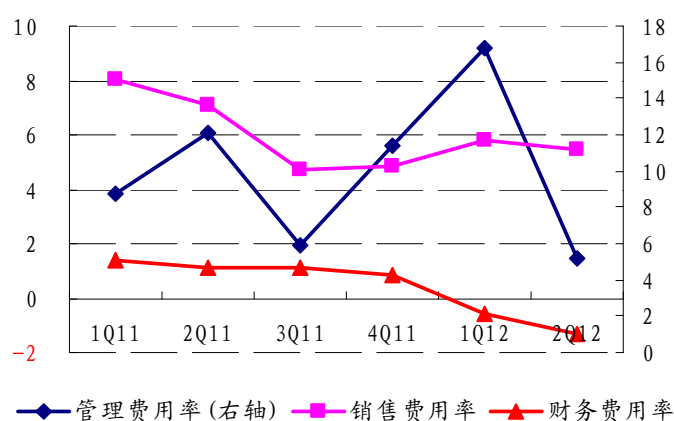
公司期间费用率呈下降趋势，2 季度为 9.34%，同比下降 11 个百分点。主要原因有两点：一是公司收入增长较快；二是公司精简人员，提高效率，截至 6 月底，公司员工总数为 2030 人，比年初减少 289 人。

图 5： 11-12 年公司单季度销售利润率（%）



资料来源：中原证券研究所、公司公告

图 6： 09-12 年公司单季度期间费用率（%）



资料来源：中原证券研究所、公司公告

- **公司龙头地位稳固，将受益 LED 照明需求爆发。**LED 照明产品价格已降至市场启动点，预计 13-15 年需求增速维持较高水平，公司作为 LED 照明龙头企业，将充分受益。12 年 8 月份，公司 9 种产品中标“LED 照明财政补贴”项目，财政补贴有助于公司市场开拓，缓解产品降价对盈利能力影响。
- **维持公司“买入”评级。**预计 12-13 年 EPS 分别为 0.43 元和 0.68 元，按 28 日收盘价 16.17 元计算，对应市盈率分别为 37.99 倍和 23.71 倍，维持公司“买入”评级。
- **风险提示：**LED 照明市场增长低于预期；竞争加剧，产品价格下滑过快。

盈利预测

	2010 年	2011 年	2012E	2013E
营业收入（亿元）	5.52	7.69	10.52	16.00
增长比率（%）	30.22%	39.30%	36.74%	52.07%
净利润（亿元）	0.81	1.25	1.59	2.56
增长比率（%）	22.14%	53.67%	27.98%	60.23%
每股收益（元）	0.22	0.33	0.43	0.68
市盈率（倍）	74.70	48.61	37.99	23.71

市场数据（2012年8月28日）

收盘价（元）	16.17
一年内最高/最低（元）	33.80/12.40
沪深300指数	2238.41
市净率（倍）	3.02
流通市值（亿元）	15.15

基础数据（2012年6月31日）

每股净资产（元）	5.43
每股经营现金流（元）	0.05
毛利率（%）	30.03
净资产收益率（%）	4.50
资产负债率（%）	13.98
总股本/流通股（万股）	37467/9366
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。