

佛山照明 (000050)

## 节能灯推广对公司短期业绩影响不大

## — 佛山照明调研报告

姓名 张晓亮  
 86-10-58362156  
 zhangxiaoliang@bhq.com

评级: 中性

目标价格: 7.89

当前价格: ¥8.45  
 2009.02.23

## 本报告导读:

- 照明行业外需下滑
- 节能灯推广对公司短期业绩影响不大
- 公司2009年净利润将负增长

## 投资要点:

## ● 照明行业外需下降, 全国灯泡产量同比增速下降

照明行业出口占比较高, 受外需下滑影响, 产量同比增速下滑。2008年, 白炽灯泡、HID灯出口大幅减少; 而荧光灯、卤钨灯出口小幅减少。2008年12月, 灯具及照明装置产量同比减少4.22%; 电光源(灯泡)产量同比减少1.98%。

## ● 节能灯推广对公司短期业绩影响不大

全球不少国家和地区已经制定白炽灯淘汰计划, 但主要集中在2012年左右。预计, 2009年, 电光源产品出口需求仍将低迷。

公司在2008年的节能灯招标中, 公司中标740万只, 中标量占招标量的15%。假设2009年, 政府扩大节能灯招标规模至1亿只, 公司中标量增加一部至1480万只。相对于公司节能灯年产量(1.8亿只), 中标量占公司节能灯总产量也不到10%。再者, 政府招标产品相关费用也较高, 利润贡献并不明显。总体上, 我们认为, 政府的节能灯招标对公司业绩影响不大。

## ● 公司2009净利润将出现负增长

公司前三季度, 股票出售收益约11042万元, 占公司税前利润45%。

公司2009年主业稳定增长, 但2009年公司将没有股票投资收益, 利润同比将出现负增长。

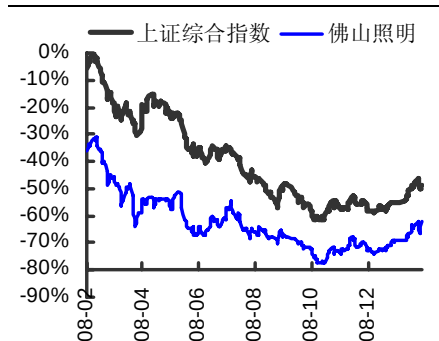
## ● 给予“中性”评级

预计公司2008-2010年EPS分别为0.34、0.22、0.27元。给予“中性”评级。

## 业绩预测表

|              | 2006A   | 2007A   | 2008E   | 2009E   | 2010E   |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 销售收入(百万元)    | 1252.92 | 1496.07 | 1795.29 | 2064.58 | 2374.27 |
| EBITDA(百万元)  | 323.88  | 291.15  | 467.97  | 515.33  | 557.76  |
| 净利润(百万元)     | 266.57  | 423.80  | 237.35  | 151.77  | 185.48  |
| 摊薄EPS(元)     | 0.74    | 0.91    | 0.34    | 0.22    | 0.27    |
| PE(X)        | 11.36   | 9.29    | 24.88   | 38.92   | 31.84   |
| EV/EBITDA(X) | 6.01    | 9.49    | 12.79   | 11.21   | 9.88    |
| PB(X)        | 1.26    | 1.32    | 1.93    | 1.90    | 1.82    |
| ROIC         | 6.89%   | 4.26%   | 3.54%   | 4.26%   | 4.85%   |
| 总资产周转率       | 0.48    | 0.49    | 0.44    | 0.42    | 0.48    |

最近52周走势图



公司是国内照明行业龙头企业, 白炽灯、节能灯产量均居全国前列。

相关报告

## 2、三大表

| 资产负债表 (百万元)        | 2006        | 2007        | 2008E        | 2009E        | 2010E        | 利润表 (百万元)   | 2006        | 2007        | 2008E        | 2009E        | 2010E        |
|--------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金               | 986.9       | 1098.1      | 1317.7       | 1515.3       | 1742.7       | 营业收入        | 1252.9      | 1496.1      | 1795.3       | 2064.6       | 2374.3       |
| 应收票据               | 11.3        | 35.0        | 42.0         | 48.2         | 55.5         | 营业成本        | 937.6       | 1189.5      | 1450.8       | 1658.1       | 1906.8       |
| 应收账款               | 119.8       | 213.5       | 256.2        | 294.7        | 338.9        |             | 9.8         | 10.2        | 12.3         | 14.1         | 16.2         |
| 预付款项               | 25.0        | 13.0        | 15.9         | 18.1         | 20.9         | 销售费用        | 30.6        | 57.2        | 61.5         | 69.7         | 79.0         |
| 其他应收款              | 38.9        | 42.2        | 50.6         | 58.2         | 66.9         | 管理费用        | 74.1        | 83.6        | 82.4         | 93.7         | 106.6        |
| 存货                 | 222.4       | 283.4       | 345.6        | 395.0        | 454.2        | 财务费用        | -2.8        | 3.1         | 21.2         | 55.6         | 51.4         |
| 其他流动资产             | 0.0         | 0.0         | 0.5          | 1.0          | 1.6          | 资产减值损失      | -12.2       | 7.2         | 8.7          | 10.0         | 11.4         |
| 长期股权投资             | 138.0       | 75.2        | 75.2         | 75.2         | 75.2         | 公允价值变动收益    | 33.4        | 20.8        | 0.0          | 0.0          | 0.0          |
| 固定资产               | 689.7       | 776.4       | 767.6        | 716.7        | 647.3        | 投资收益        | 73.0        | 329.5       | 115.0        | 10.0         | 10.0         |
| 在建工程               | 221.6       | 93.3        | 118.5        | 85.0         | 72.2         | 汇兑收益        | 0.0         | 0.0         | 0.0          | 0.0          | 0.0          |
| 工程物资               | 0.0         | 0.0         | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 营业利润        | 322.1       | 495.4       | 273.5        | 173.4        | 212.8        |
| 无形资产               | 114.7       | 144.0       | 1353.6       | 1203.2       | 1052.8       | 营业外收支净额     | -1.1        | 6.1         | 4.0          | 4.0          | 4.0          |
| 长期待摊费用             | 1.2         | 0.5         | 0.4          | 0.4          | 0.3          | 税前利润        | 321.0       | 501.5       | 277.5        | 177.4        | 216.8        |
| 资产总计               | 2698.1      | 3393.0      | 4855.0       | 4922.4       | 5039.7       | 减: 所得税      | 53.1        | 72.5        | 40.1         | 25.7         | 31.4         |
| 短期借款               | 0.0         | 0.0         | 1365.2       | 1352.6       | 1317.6       | 净利润         | 267.9       | 429.0       | 237.3        | 151.8        | 185.5        |
| 应付票据               | 0.0         | 0.0         | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 归属于母公司的净利润  | 266.6       | 423.8       | 237.3        | 151.8        | 185.5        |
| 应付账款               | 115.8       | 124.9       | 150.2        | 171.7        | 197.4        | 少数股东损益      | 1.3         | 5.2         | 0.0          | 0.0          | 0.0          |
| 预收款项               | 7.2         | 9.1         | 10.9         | 12.5         | 14.4         | 基本每股收益      | 0.74        | 0.91        | 0.34         | 0.22         | 0.27         |
| 应付职工薪酬             | 93.6        | 80.5        | 80.5         | 80.5         | 80.5         | 稀释每股收益      | 0.74        | 0.91        | 0.34         | 0.22         | 0.27         |
| 应交税费               | 25.1        | 32.6        | 32.6         | 32.6         | 32.6         | <b>财务指标</b> | <b>2006</b> | <b>2007</b> | <b>2008E</b> | <b>2009E</b> | <b>2010E</b> |
| 其他应付款              | 24.0        | 25.2        | 25.2         | 25.2         | 25.2         | <b>成长性</b>  |             |             |              |              |              |
| 其他流动负债             | 0.0         | 0.0         | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 营收增长率       | 3.2%        | 19.4%       | 20.0%        | 15.0%        | 15.0%        |
| 长期借款               | 0.0         | 0.0         | 0.0          | 0.0          | 0.0          | EBIT 增长率    | -18.9%      | -22.5%      | 21.2%        | 21.6%        | 16.0%        |
| 预计负债               | 0.0         | 0.0         | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 净利润增长率      | 21.4%       | 59.0%       | -44.0%       | -36.1%       | 22.2%        |
| 负债合计               | 266.2       | 374.5       | 1766.9       | 1777.4       | 1770.0       | <b>盈利性</b>  |             |             |              |              |              |
| 股东权益合计             | 2431.9      | 3018.5      | 3086.3       | 3143.1       | 3267.9       | 销售毛利率       | 25.2%       | 20.5%       | 19.2%        | 19.7%        | 19.7%        |
| <b>现金流量表 (百万元)</b> | <b>2006</b> | <b>2007</b> | <b>2008E</b> | <b>2009E</b> | <b>2010E</b> | 销售净利率       | 21.3%       | 28.3%       | 13.2%        | 7.4%         | 7.8%         |
| 净利润                | 268         | 429         | 237          | 152          | 185          | ROE         | 11.0%       | 14.0%       | 7.7%         | 4.8%         | 5.7%         |
| 折旧与摊销              | 123         | 136         | 280          | 286          | 292          | ROIC        | 6.89%       | 4.26%       | 3.54%        | 4.26%        | 4.85%        |
| 经营活动现金流            | 374         | 52          | 327          | 402          | 424          | <b>估值倍数</b> |             |             |              |              |              |
| 投资活动现金流            | -136        | 240         | -1281        | -42          | -49          | PE          | 11.4        | 9.3         | 24.9         | 38.9         | 31.8         |
| 融资活动现金流            | -176        | -172        | 1174         | -163         | -147         | P/S         | 2.4         | 2.6         | 3.3          | 2.9          | 2.5          |
| 现金净变动              | 63          | 120         | 220          | 198          | 227          | P/B         | 1.3         | 1.3         | 1.9          | 1.9          | 1.8          |
| 期初现金余额             | 928         | 987         | 1098         | 1318         | 1515         | 股息收益率       | 0.7%        | 0.8%        | 2.9%         | 1.6%         | 1.0%         |
| 期末现金余额             | 991         | 1107        | 1318         | 1515         | 1743         | EV/EBITDA   | 6.0         | 9.5         | 12.8         | 11.2         | 9.9          |

### 3、DCF—WACC 输出

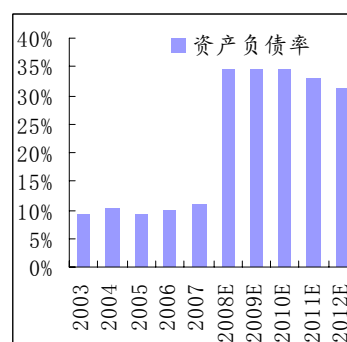
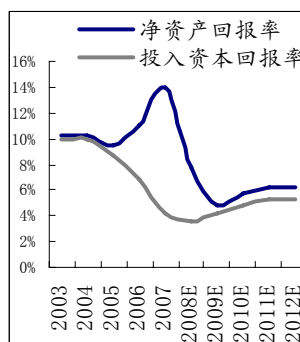
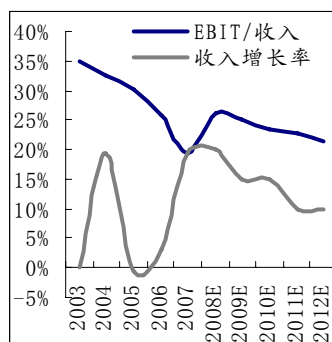
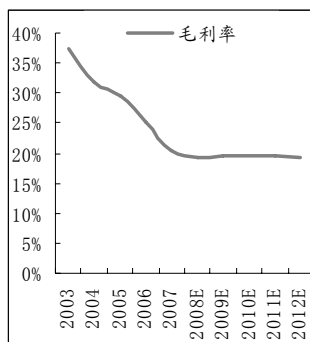
| 万元      | 2007A   | 2008E   | 2009E | 2010E | 2011E | 2012E | 2013E | 2014E | 2015E | 2016E | 2017E |
|---------|---------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| EBIT    | 15547   | 18836   | 22900 | 26572 | 29230 | 30716 | 32208 | 32159 | 32025 | 33626 | 35308 |
| 所得税     | 2248    | 2724    | 3311  | 3842  | 4227  | 5363  | 7730  | 7718  | 7686  | 8070  | 8474  |
| NOPLAT  | 16752   | 13299   | 16112 | 19589 | 22730 | 25003 | 25353 | 24478 | 24441 | 24339 | 25556 |
| 营运资金净变动 | 9173    | -16313  | -9660 | -8135 | -9506 | -7288 | -8226 | -9069 | -5115 | -5382 | -5398 |
| 资本支出    | -138492 | -150362 | -5161 | -5936 | -6529 | -7182 | -7541 | -7918 | -8314 | -8730 | -8730 |
| 自由现金流   | -127938 | -115949 | 34925 | 36492 | 40933 | 40247 | 38745 | 42886 | 42749 | 44194 | 45876 |

|          |           |         |        |
|----------|-----------|---------|--------|
| WACC     | 6.96%     | Ke      | 11.02% |
| 永续增长率    | 1.00%     | Kd      | 5.00%  |
| 终值       | 25270.98  | t       | 15.00% |
| 企业价值     | 687909.56 | Rf      | 3.60%  |
| 非核心资产价值  | 139291.74 | E(Rm)   | 10.00% |
| 债务价值     | 136518.76 | Rm - Rf | 6.40%  |
| 股权价值     | 551390.81 | D/A     | 18.77% |
| 股本       | 69897.27  | E/A     | 81.23% |
| 每股价值 (元) | 7.89      | Beta    | 1.16   |

| 估值   |       | g    |      |      |      |      |
|------|-------|------|------|------|------|------|
| WACC |       | 0.0% | 0.5% | 1.0% | 1.5% | 2.0% |
|      | 6.81% | 7.21 | 7.64 | 8.14 | 8.73 | 9.45 |
|      | 6.86% | 7.15 | 7.56 | 8.05 | 8.63 | 9.33 |
|      | 6.91% | 7.08 | 7.49 | 7.97 | 8.53 | 9.22 |
|      | 6.96% | 7.01 | 7.41 | 7.88 | 8.44 | 9.11 |
|      | 7.01% | 6.95 | 7.34 | 7.80 | 8.35 | 9.00 |
|      | 7.06% | 6.88 | 7.27 | 7.72 | 8.25 | 8.89 |
|      | 7.11% | 6.82 | 7.20 | 7.64 | 8.16 | 8.79 |



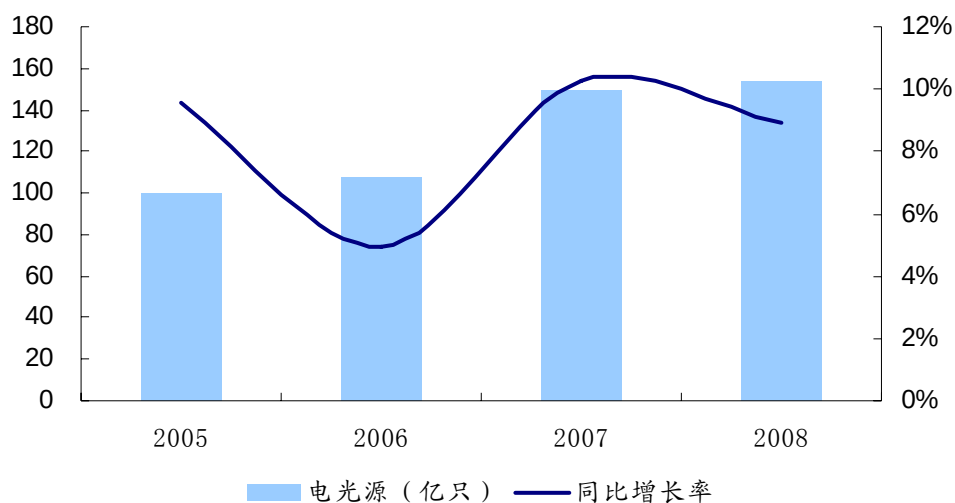
## 1. 照明行业外需下滑，行业处于低谷

照明行业出口占比较高，受外需下滑影响，产量同比增速下滑。

2008 年前 12 个月照明器具工业销售产值为 1825 亿元，同比增长 18.84%；出口交货值 772 亿元，同比增长 7.8%，出口占销售的比重为 42.31%。其中，电光源制造 2008 年销售产值为 548 亿元，同比增长 17.89%；出口交货值为 205 亿元，同比增长 8.5%，出口占销售的比重为 37.52%。

2008 年电光源（电灯）产量为 154.2 亿只，同比增长 8.91%。

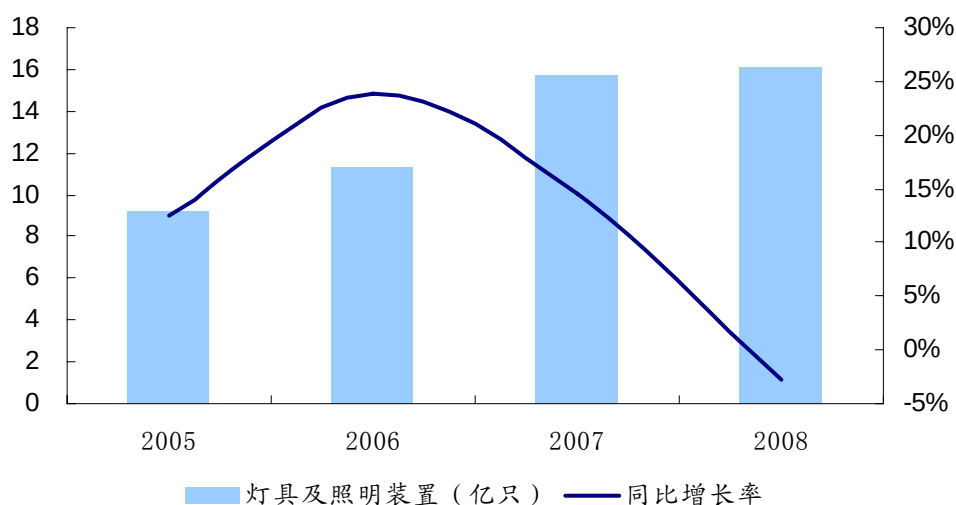
图 1：中国电光源产量及其增长率



资料来源：中国照明网、渤海证券研究所

2008 年，灯具及照明装置产量同比出现小幅减少。

图 2：中国照明器具产量及其增长率



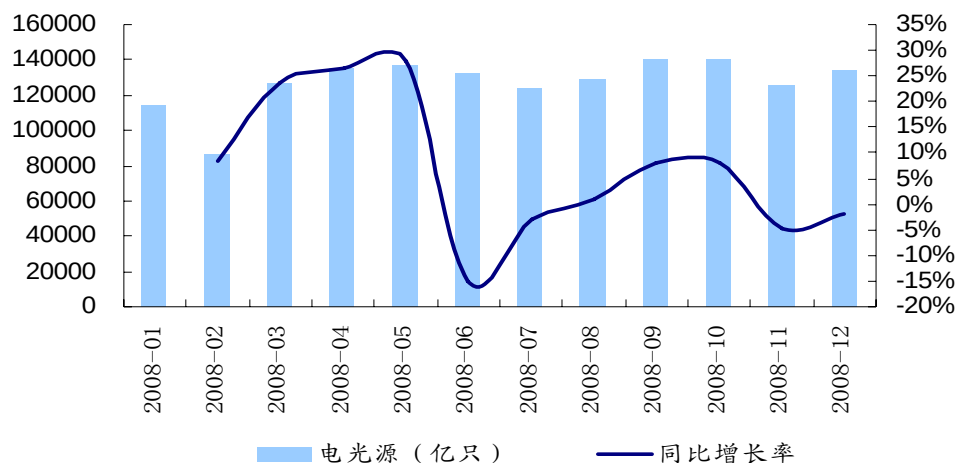
资料来源：中国照明网、渤海证券研究所

从单月数据来看，下半年年，照明行业主要产品产量增速下滑明显。

灯具及照明装置：12 月份产量为 156396550 套(台个)，同比增长-4.22%。

电光源(灯泡): 12月份产量为133905万只, 本月同比增-1.98%。

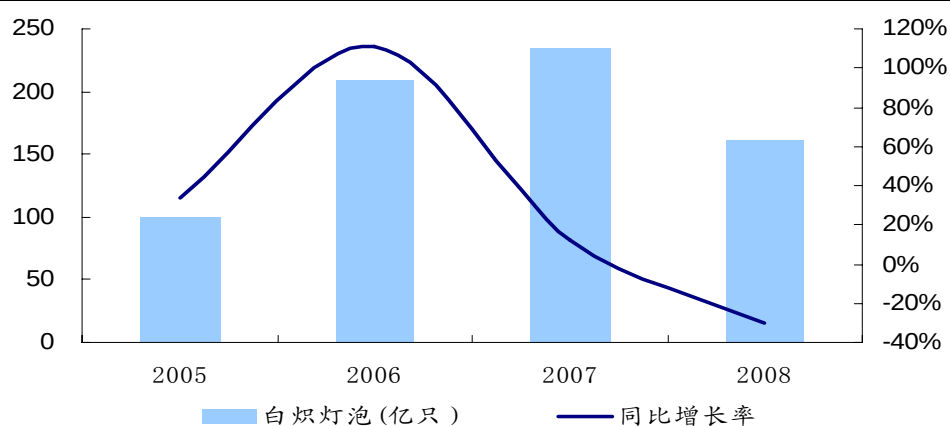
图 3: 电光源单月产量及其增速



资料来源: 中国照明网、渤海证券研究所

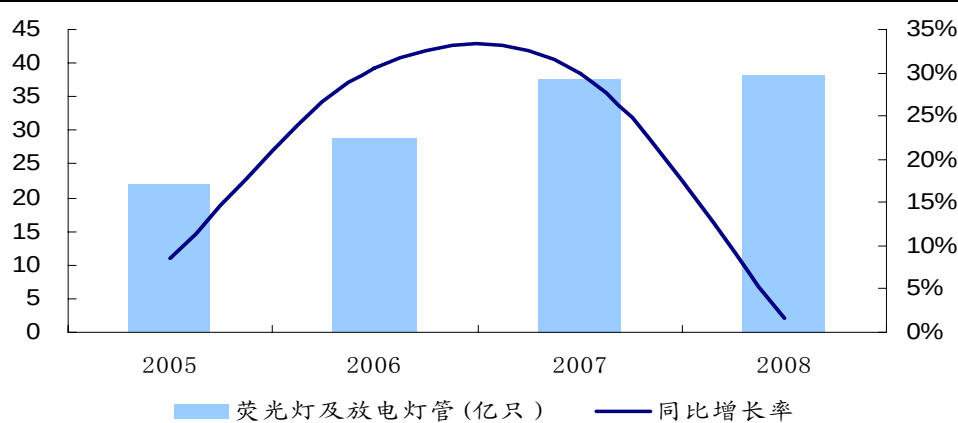
从出口情况来看, 主要的电光源产品如白炽灯泡、HID 灯出口大幅减少; 而荧光灯、卤钨灯出口小幅减少。

图 4: 白炽灯泡出口量及其增速



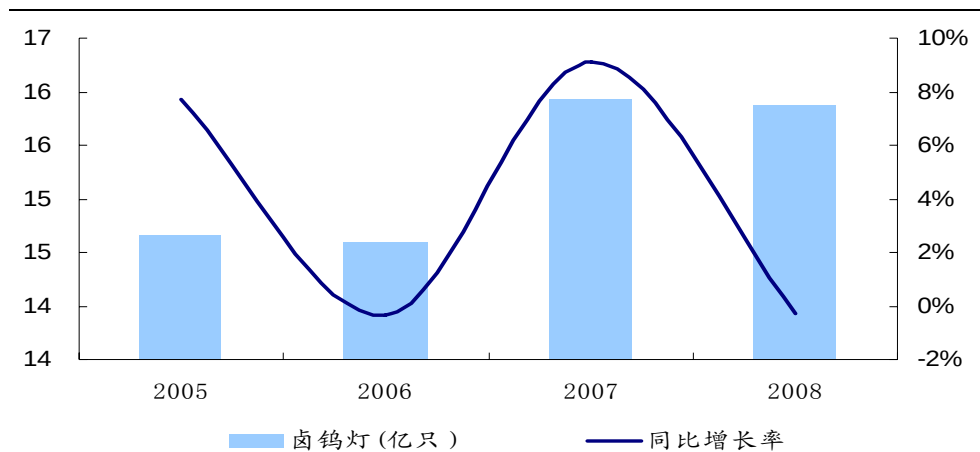
资料来源: 中国照明网、渤海证券研究所

图 5: 荧光灯出口量及其增速



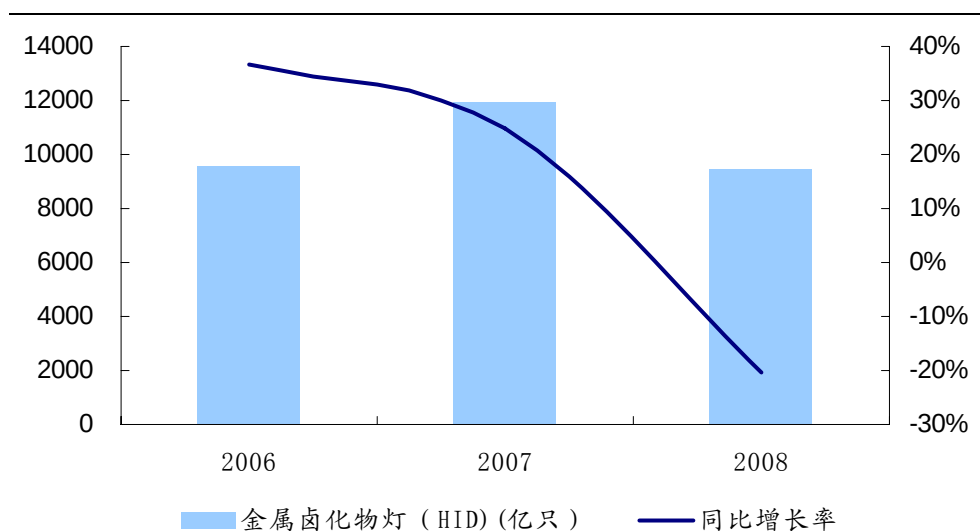
资料来源: 中国照明网、渤海证券研究所

图 6: 卤钨灯出口量及其增速



资料来源: 中国照明网、渤海证券研究所

图 7: HID 灯出口量及其增速



资料来源: 中国照明网、渤海证券研究所

## 2. 节能政策短期对公司业绩影响有限

高能耗低功率的照明设备正面临着被淘汰的命运。全球不少国家和地区已经制定白炽灯淘汰计划，但主要集中在 2012 年左右。预计，2009 年，电光源产品出口需求仍将低迷。

表 1: 部分国家白炽灯淘汰计划

| 国家   | 淘汰计划         | 时间                     |
|------|--------------|------------------------|
| 澳大利亚 | 开始逐步禁止使用白炽灯  | 2010                   |
| 加拿大  | 禁止销售白炽灯      | 2012                   |
| 台湾   | 全面禁产白炽灯      | 2012                   |
| 日本   | 停止制造销售高能耗白炽灯 | 2012                   |
| 美国   | 逐步淘汰白炽灯      | 2012 年 1 月到 2014 年 1 月 |
| 欧盟   | 禁用白炽灯        | 2012                   |
| 韩国   | 禁用白炽灯        | 2013                   |

资料来源：渤海证券研究所

我国照明用电约占全社会用电量的 12%，采用节能灯替代白炽灯可节电 60%-80%，若把现有在用的白炽灯全部替换为节能灯，一年可节电 480 亿千瓦时，潜力巨大，是实现节能减排目标的重要途径。作为世界上最大的节能灯生产国，我国的节能灯普及率目前依然甚为低下。国家发改委预计 10 年内禁用（禁售）白炽灯。我国 2008 年启动了以国家财政补贴的方式在全国范围内大力推广节能灯。2009 年的节能灯招标、推广工作正在进行。政府有可能进一步加大 2009 年高效照明产品推广力度。

公司在 2008 年的节能灯招标中，公司中标 740 万只，中标量占招标量的 15%。

假设 2009 年，政府扩大节能灯招标规模至 1 亿只，公司中标量增加一部至 1480 万只。相对于公司节能灯年产量（1.8 亿只），中标量占公司节能灯总产量也不到 10%。再者，政府招标产品相关费用也较高，利润贡献并不明显。总体上，我们认为，政府的节能灯招标对公司业绩影响不大。

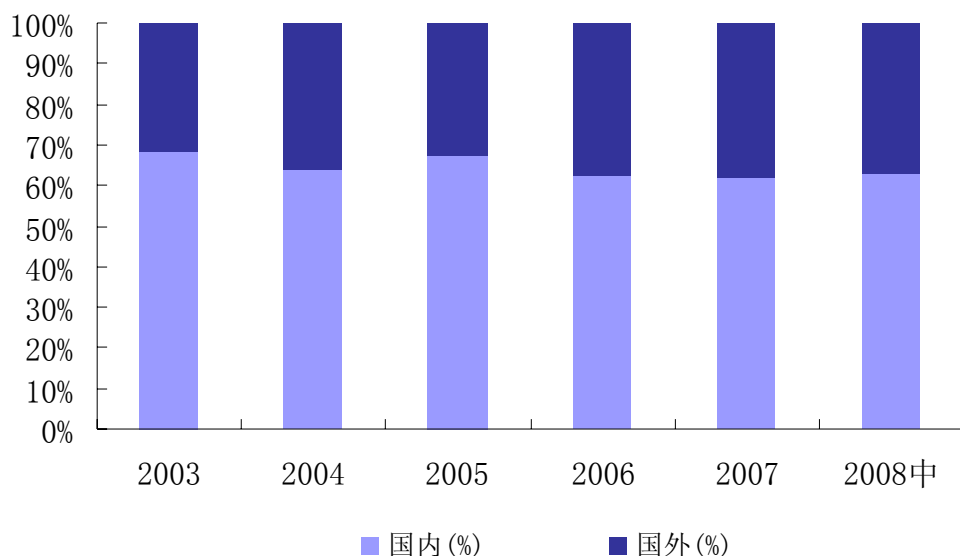
### 3. 公司计划扩大产能，2009 年净利润将负增长

公司是国内电光源行业的龙头公司。公司的 T8 产销量全球份额是 25%，全球产量最大。2008 年，公司的白炽灯、节能灯（T5、T8 为主）产量居全国首位。目前各项节能产品占公司总收入的 62%（T5、T8、紧凑型、LED 等），LED 主要是封装业务。

公司 2008 年白炽灯 2008 年产量 4 亿只，同比增长约 10%。公司白炽灯销量中内、外销各占 50%。白炽灯行业需求总体是下降的，但许多中小厂商无利可图，未来需求预期也不好，纷纷转厂，反而使公司的订单相对稳定。

公司 2008 年上半年出口收入占比 36%，因此总体上也受到外需下滑的影响。

图 8：公司国内、国外销售收入占比



资料来源：公司公告、渤海证券研究所

公司目前共拥有 T8 日光灯生产线有 28 条、T5 生产线共 4 条。公司 2008 年日光灯（T5、T8）产量 1.8 亿只，同比增长约 20%。其中，T5 灯产量 3000 只，增长 15%，T8 仍是主流节能产品。2009 年计划再投资 T8 和 T5 生产线各 2、3 条。

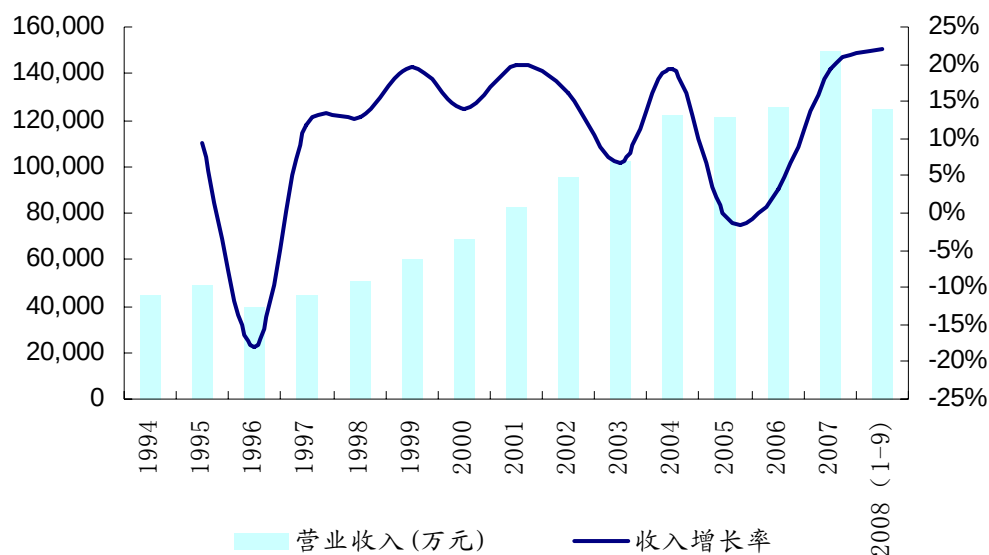
公司的控股股东是欧司朗（西门子的子公司），欧司朗是国内知名的高端灯具品牌，而公司产品目前主要是中端产品，高端、低端产品占比少。公司国内业务与欧司朗存在一定程度的竞争关系，这增加了公司未来发展的不确定性。

自公司上市以来，收入保持稳定增长。2007、2008 年受股票投资收益影响，净利润波动幅度扩大。2008 年上半年，公司清空了股票投资。公司前三季度，股票出售收益约 11042 万元，占公司税前利润 45%。

目前公司持有光大银行 0.29% 的股权，投资成本为 3083 万元。光大银行准备在 2009 年 IPO 上市，光大银行 2008 年三季度末的股东权益为 336 亿，以 2 倍 PB 计算，佛山照明持有对应股权的价值为  $336 \times 2 \times 0.0029 = 1.95$  亿，扣除初始投资成本，可贡献利润 1.65 亿元，不考虑税收影响，可增厚 EPS 约 0.24 元。考虑到 IPO 后还有一年禁售期，这部分盈利最快也给在 2010 年实现。公司还持有公司认购了厦门商业银行 4995 万股，占其总股本的 9.99%，投入资金 1.15 亿元。这部股权短期还不会贡献利润。

预计，2009 年公司将没有股票投资收益。公司 2009 年主业稳定增长，但利润同比将出现负增长。

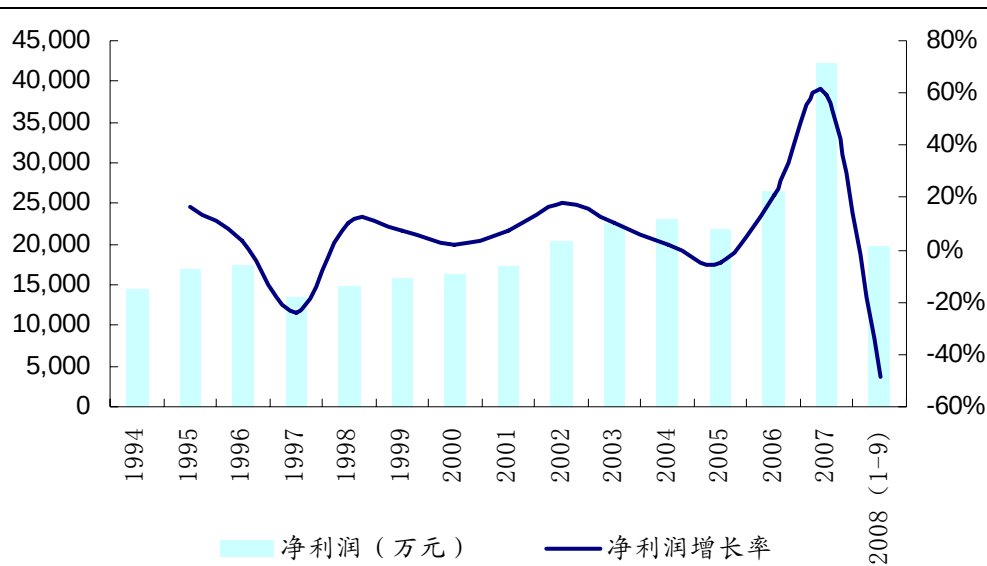
图 9：佛山照明的收入及其增长率



资料来源：公司公告、渤海证券研究所



图表 10: 佛山照明的净利润及其增长率

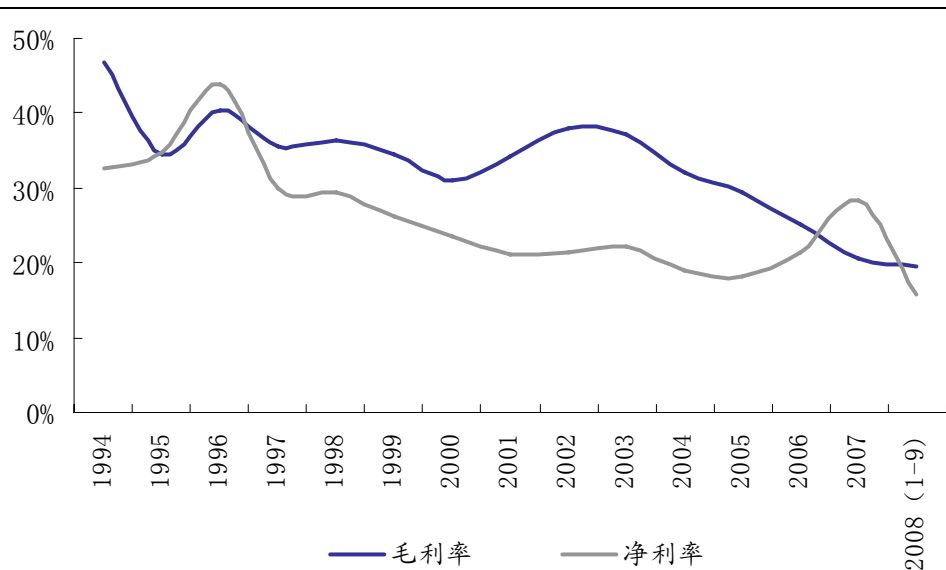


资料来源: 公司公告、渤海证券研究所

由于白炽灯、节能灯等产品进入技术门槛并不高, 国内厂商数量较多, 行业竞争加剧使公司毛利率、净利润逐步下降。

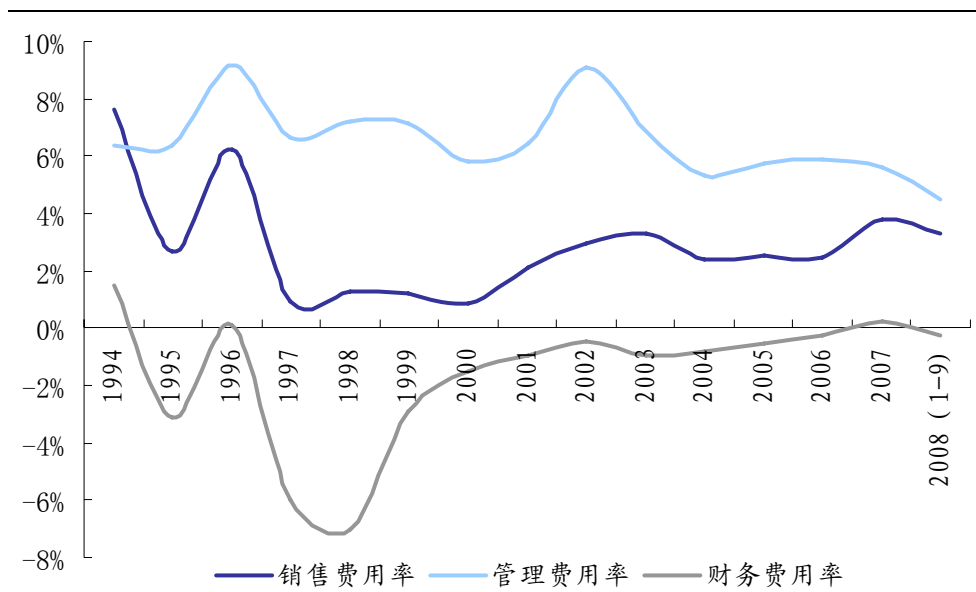
公司费用控制严格, 经营谨慎, 现金充裕, 各项费用率保持稳定。

图 11: 佛山照明的净利率、毛利率



资料来源: 公司公告、渤海证券研究所

图 12: 佛山照明的各项费用率



资料来源: 公司公告、渤海证券研究所

#### 4. 投资建议

公司主业在 2009 年仍保持稳定增长, 但由于 2008 年获得 1.14 亿股票投资收益, 占税前利润 45%, 而 2009 年则没有股票投资收益, 因此 2009 净利润将出现负增长。

预计公司 2008-2010 年 EPS 分别为 0.34、0.22、0.27 元。目前股价 8.45 元, 对应的市盈率为 25、39、32 倍。用 DCF 估算公司绝对估值为 7.89 元。

给予“中性”评级。

#### 渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 10%以上；
- 2、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-10%~10%
- 3、卖 出：未来 12 个月内股价落后大盘 10%以上。

#### 渤海证券行业投资评级说明

- 1、买 入：行业股票指数超越大盘；
- 2、中 性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、卖 出：行业股票指数明显弱于大盘。

**重要声明：**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有限责任公司所有，未获得渤海证券有限责任公司事先书面授权，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“渤海证券有限责任公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

---

渤海证券研究所

天津

天津市河西区宾水道三号

邮政编码: 300061

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼东翼 1107

邮政编码: 100032

电话: (010) 58362157

渤海证券研究所网址: [www.ewww.com.cn](http://www.ewww.com.cn)