

浙江阳光(600261.sh)

把握产业良机，奋力争取领先

周瑾 家庭耐用消费品 研究员

电话: 020-87555888-878

eMail: zi19@gf.com.cn

2008 年业绩平稳，未来增长可期

浙江阳光创建于 1975 年，主要从事电光源及灯具的生产、销售。重点产品一体化节能灯、T5 荧光灯约占整体营业收入的 93%，2007 年产量在国内分别排列第一、第四。

经历去年 4 季度（尤其是 12 月份）产销明显滑坡后，近期公司产能已恢复到正常时期 80-90%。由于前高后低，2008 年公司节能灯出货量与 2007 年持平。公司预期行业未来需求不会明显滑坡，并争取 2009 年公司供货量同比增长 20%。

节能效应有望引致需求逆风飞扬

主要产品单价一般在 10 元-20 元左右，属于低值易耗必需品，受经济变动的影响不大。另外，刺激产品需求的重要因素还包括：经济不景气下民众为减少开销而注重节省能耗；节能灯、T5 节能效果日益被民众认知和接受；国内外政府陆续发布政策禁止白炽灯使用。

内销渠道拓展初见成效

由于近年来觉察到出口市场的风险，浙江阳光的定位从生产型转向生产、渠道、品牌综合型。目前自主品牌和代工制造的产能比例为 4:6，内外销实际盈利水平基本相当。

虽然面临重重挑战，浙江阳光大力地渠道变革开始奏效，2008 年内销显现实质性增长。

飞利浦订单保障公司未来出货

近 10 多年浙江阳光维持在飞利浦节能灯的前两名。目前飞利浦 55% 的节能灯由浙江阳光提供，而该部分业务占后者 30%-40% 的产能。未来 2-3 年内，飞利浦从浙江阳光订购的节能灯预计将大幅增加，从而形成后者出货的有力支撑。

扩张产能增强规模效应和市场地位

目前行业剧烈竞争而格局不稳，浙江阳光近期积极扩张其实是为了把握产业增长良机争取增强规模优势、提升市场份额的战略行为。

业绩预测

我们预计公司 2008-2010 年净利润年增长 20%，EPS 分别为 0.47 元、0.57 元和 0.70 元。以 2009 年 EPS 乘以 20 倍市盈率计算，公司每股合理价值 11.40 元。当前价格 11.83 元，评级“持有”。

风险提示：非标产品泛滥、关键时刻如果贻误则易丧失市场地位。

公司评级

持有

当前价格(元)	11.83
目标价格(元)	11.40
前次评级	持有

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	17.36%	43.92%	-22.31%
上证综指	.52%	5.39%	-53.33%

股票数据

总股本(万股)	24,976.85
流通 A 股(万股)	10,545.60
主要股东:	
	世纪阳光控股集团有限公司
主要股东持股比例	36.91%
流通 A 股比例	42.22%

财务比率

ROE	12.33%
ROA	5.95%
资产负债率	47.02%
每股净资产(元)	4.76

2007 年报数据。

目录索引

一、2008 年业绩平稳，未来增长可期	3
二、节能效应有望引致需求逆风飞扬	4
三、扩张产能增强规模效应和市场地位	6
四、内销渠道拓展初见成效	8
五、飞利浦订单保障公司未来出货	9
六、盈利预测	9
七、风险提示	10

图表索引

表 1: 浙江阳光近三年中报分类产品的营业收入和毛利率	3
表 2: 2004-2008 年浙江阳光中报利润表概要	3
表 3: 2002 年、2007 年国内一体化节能灯企业排名及市场份额	7
表 4: 2002 年、2007 年国内 T5 企业的排名及其市场份额	7
表 5: 2006 年我国紧凑型节能灯主要出口国	12
图 1: 浙江阳光 2006 年以来资产负债率	4
图 2: 浙江阳光 2006 年以来的流动比率、速动比率	4
图 3: 浙江阳光一体化节能灯	5
图 4: 浙江阳光 T5 直管荧光灯	5
图 5: GE 节能灯与等效普通灯泡购买成本、使用成本的比较 错误！ 未定义书签。	
图 6: 飞利浦对全球各类照明产品存量的预测	6
图 7: 飞利浦照明亚洲区 4 大基地的职能	9
图 8: 全球各类照明技术的终端消费者、认知程度	10
图 9: 2004 年高亮度 LED 的应用领域	11
图 10: 预计 2009 年高亮度 LED 的应用领域	11
图 11: LED 专利申请人所在地域的分布比例	11
图 12: 全球荧光灯销量和中国荧光灯产量	12
图 13: 印度紧凑型节能灯的成本分析	14

一、2008 年业绩平稳，未来增长可期

浙江阳光创建于 1975 年，主要从事电光源及灯具的生产、销售。重点产品一体化节能灯、T5 荧光灯约占整体营业收入的 93%，2007 年产量在国内分别排列第一、第四。

表 1：浙江阳光近三年中报分类产品的营业收入(亿元)和毛利率(%)

	2006 中报		2007 中报		2008 中报	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
一体化电子节能灯	5.03	17.26	5.78	12.47	7.15	16.40
T5 大功率荧光灯及配套	1.08	19.71	1.11	15.44	1.54	15.52
特种灯具	0.51	18.50	0.46	15.67	0.52	23.75
其他	0.19	6.51	0.1	5.57	0.07	9.38

数据来源：公司公告

2003-2007 年间公司产能快速增长了 4 倍，然而 2007 年公司开始敏感地觉察到美国市场的潜在风险，有意放缓扩张步伐并大力整顿生产管理和内销渠道。由于张弛有道，公司在经济危机时保持稳健财务结构，并为未来增长搭建生产管理、内销渠道等平台。

表 2：2004-2008 年浙江阳光中报利润表概要(亿元)

	2004 中报	2005 中报	2006 中报	2007 中报	2008 中报
营业总收入	3.28	4.63	7.5	8.07	9.47
销售费用	0.13	0.16	0.12	0.13	0.19
管理费用	0.19	0.19	0.24	0.31	0.45
财务费用	-0.02	-0.01	0.02	0.01	0.20
资产减值损失	-	-	0.06	0.04	0.02
营业利润	0.42	0.61	0.73	0.66	0.72
利润总额	0.42	0.62	0.71	0.69	0.72
减：所得税	0.12	0.18	0.09	0.17	0.16
净利润	0.30	0.44	0.62	0.52	0.56

数据来源：公司公告

图 1: 浙江阳光2006年以来资产负债率

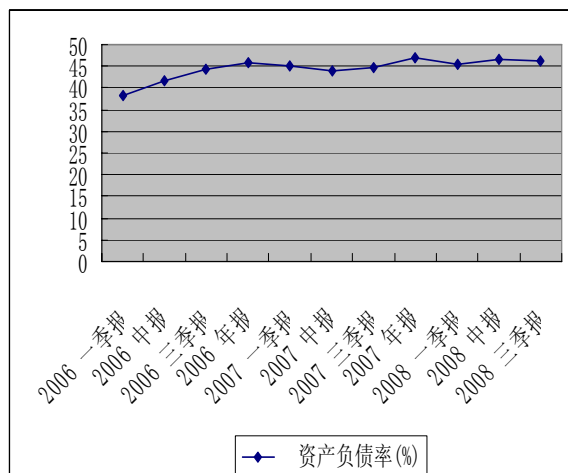
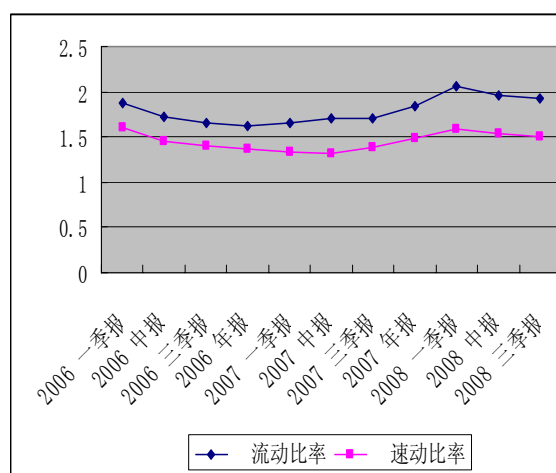


图 2: 浙江阳光2006年以来的流动比率、速动比率



数据来源: 公司公告

经历去年 4 季度 (尤其是 12 月份) 产销明显滑坡后, 近期公司产能已恢复到正常时期 80-90%, 其中部分出口由于发展中国家汇率剧烈波动而陷入停滞。由于前高后低, 2008 年公司节能灯出货量仍然达到 2.25 亿只而基本与 2007 年持平。公司预期行业未来需求不会明显滑坡, 并争取 2009 年公司供货量同比增长 20%。

公司产品供应取决于产能容量。目前浙江阳光已在江西、福建陆续投建新产能, 其中江西节能灯产能持续释放---2007 年 4,000 万只、2008 年 7,000 万只, 预计 2009 年可达到 1 亿只。由于技术人才和生产经验已有所储备和积累, 然而 2008 年 3 季度末公司资产负债率达到 46.5%, 因而未来快速增加 1-2 倍产能所面临的挑战预计更多地来自资金方面。

公司产品需求取决于行业需求前景、公司产品性价比和内销渠道拓展、大客户飞利浦的订单等。下面我们逐条分析。

二、节能效应有望引致需求逆风飞扬

公司主要产品的单价一般在 10 元-20 元左右, 属于低值易耗必需品, 预计需求受经济变动的影响不大。

图 3: 浙江阳光一体化节能灯



图 4: 浙江阳光T5直管荧光灯



数据来源: 公司网站

照明用电占据全球用电总量的 19%，而节能灯相比普通灯泡节能 80%。另外，使用节能产品还能有效减少排放二氧化碳。因此，刺激产品需求的重要因素还包括：经济不景气下民众为减少开销而注重节省能耗；节能灯、T5 节能效果日益被民众认知和接受；国内、外政府发布一系列强制政策禁止白炽灯使用而补贴推广节能产品。

表 3: GE 节能灯与等效普通灯泡购买成本、使用成本的比较

产品名称	平均寿命 (小时)	灯泡总购置费 (元)	4 年用电量 (度)	单位电价 (元)	4 年总电费 (元)	总费用 (元)
15W 电子节能灯	4000	24	44	0.61	26.84	50.84
60W 普通白炽灯	1000	1.6*4.9=7.84	240	0.61	146.4	154.24

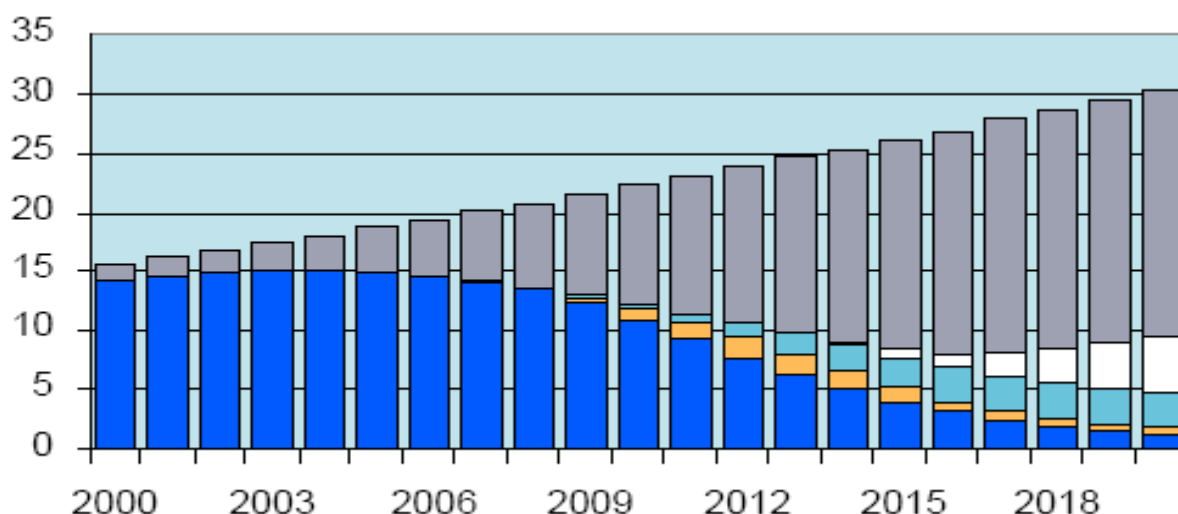
数据来源: GE 照明

目前，各国家、地区陆续采取的措施包括：1、欧盟 2009 年 9 月禁止销售 100 瓦以上白炽灯泡，2012 年全面禁用白炽灯泡；2、美国 2012 年 1 月到 2014 年 1 月间在市场上禁止销售大多数白炽灯泡；3、日本截至 2012 年将全面禁止使用白炽灯泡；4、台湾 2009 年起逐步淘汰白炽灯；5、澳洲 2009 年停产白炽灯泡；6、我国 2008 年发布《高效照明产品推广财政补贴资金管理暂行办法》：补贴节能灯使用总数 5,000 万只，城乡居民用户使用每只高效照明产品按中标协议供货价格的 50% 给予补贴，大宗用户使用每只高效照明产品按中标协议供货价格的 30% 给予补贴。2009 年招标补贴使用节能灯总数预计上升到 8,000 万至 1 亿只。另外，我国轻工业振兴计划提出国内普通白炽灯 2009 年产量将同比减少 15%，紧凑型节能灯产量 2009 年同比增长 30%。

因而照明总需求量变动不大，但技术变迁和消费趋势使得不同产品的需求形势截然不同。以 2008 年 1-10 月份照明行业出口数量为例，白炽灯、HID 灯分别下降 32.5%、20.83%，荧光灯、镇流器分别增长 20.87%、5.03%。

按照飞利浦预测，未来 5 年普通灯泡存量将明显萎缩，而荧光灯有望实现持续增长。

图 6：飞利浦对全球各类照明产品存量的预测（10亿只）



数据来源：飞利浦

注：最下面的深蓝色为普通灯泡，最上面的灰色为荧光灯

根据统计，2007 年我国白炽灯产量 44.4 亿只，占世界产量的 1/3，出口 29.8 亿只。紧凑型荧光灯（一体化节能灯的毛管）产量 30 亿只，占世界产量的 80%，出口 22 亿只。

假设：1、2012-2014 年白炽灯在全球范围内基本退出；2、所退出市场份额基本被荧光灯替代；3、我国继续在全球保持荧光灯的优势地位；4、荧光灯各细分产品比例保持稳定。那么，未来 5 年我国一体化节能灯等节能产品的产量将增长两倍，平均年复合增长率 20% 以上。由于各国政府强制淘汰白炽灯的时限多数规定在 2012 年，因而产业需求可能逼近时限期间呈现加速趋势。

即使面临经济危机恶劣环境，浙江阳光、佛山照明、通士达、雷士照明等大厂均表示即将或正在推进节能产品新生产线的建设，充分反映出业内对市场需求的一致乐观预期。

三、扩张产能增强规模效应和市场地位

浙江阳光原先属于生产型企业，产品不算最佳、也并非最贵，而是符合欧美高规格下的较佳性价比。

据浙江阳光调查，某企业（节能灯产能比浙江阳光小 2/3）的材料采购成本高出浙江阳光 7-8 个点。因而，规模经济对照明生产企业产品性价比起着至关重要的作用。

就竞争方法而言，国内各照明企业由于资金实力有限，倾向于进入 1

个或数个细分照明领域，迅速扩大产能而实现该领域内采购、生产的规模经济。目前国内 T8、T5、吸顶灯、紧凑型节能灯的国内领头企业分别为佛山照明、荆州大明、中山欧普、浙江阳光。

然而通过下表发现：一体化节能灯、T5/T4 集中度相当低，2007 年两个行业前三名市场占有率分别只有 23.48%、37.33%，甚至 T5 在 2007 年的市场集中度比 5 年前明显回落；与 2002 年排名比较，入榜企业及其名次均发生大幅变动，显示出行业处于剧烈竞争而企业地位不稳固；另外浙江阳光在一体化节能灯、T5/T4 市场份额的排名虽然达到第一和第四，但相对落后者的差距并不明显。

因而，浙江阳光、通士达等企业近期的积极扩张其实是为了把握产业增长良机而争先获取规模优势、提升市场份额的战略行为。当然，一旦扩张行为能有效增强企业的采购、生产优势，反过来又促进订单需求和新一轮扩张，从而实现建立更强大、稳固的市场地位的企业目标。

表 3：2002年、2007年国内一体化节能灯企业的排名及其市场份额

2002年排名			2007年排名	
序号	企业名称	市场份额(%)	企业名称	市场份额(%)
1	顺德华强	11.15%	浙江阳光	9.31%
2	浙江阳光	7.15%	上海振欣	8.43%
3	厦门利胜	5.20%	厦门通士达	5.74%
4	福建上航	4.65%	厦门利胜	5.28%
5	杭州飞华	4.65%	顺德华强	5.08%
6	江西南方	3.72%	江苏日月	4.34%

数据来源：中国照明电器协会

表 4：2002年、2007年国内 T5（2007年合并入 T4）企业的排名及其市场份额

2002年排名			2007年排名*	
序号	企业名称	市场份额(%)	企业名称	市场份额(%)
1	浙江晨辉	35.91%	荆州大明	15.33%
2	福建协特来	17.96%	浙江晨辉	11.85%
3	江西贵雅	13.81%	浙江长兴昌盛	10.55%
4	佛山照明	6.5%	浙江阳光	8.19%
5	浙江长兴昌盛	6.22%	惠州雷士**	7.01%
6	浙江海宁新源	5.00%	顺德华强	5.48%

数据来源：中国照明电器协会

*注：按照协会信息，2002年是T5单独排名，2007年是T5和T4加总排名。考虑到2007年T5、T4产量比例是8：2，这两年的排名仍具相当可比性

**注：惠州雷士照明全资收购国内生产毛管的第二号企业江山三友，并将后者作为生产节能灯的基地

虽然竞争对手雷士新近获得高盛和软银的注资 4700 万美元、厦门通士达背靠 GE 照明和厦门轻工集团、浙江晨辉 2008 年底在纳斯达克上市，浙江阳光此轮跑马圈地中仍具较稳根基：多年从事节能产品生产而经验丰富、资产负债或流动比率稳健合理、适时可以再融资、国内渠道拓展渐见成效。

经济危机中出现的产业良机将被行业中具备强健生产和渠道竞争力、或者优良财务结构、或者强大资源背景的企业所瓜分，行业格局将重新构建。其中，浙江阳光有望凭借以上优势拓展业务扩张产能，保持市场前列地位。

四、内销渠道拓展初见成效

由于近年来觉察到出口市场的风险，浙江阳光的定位从生产型转向生产、渠道、品牌综合型，竞争优势也需要从生产成本延伸到品牌运作、渠道控制等。目前外销中有 12% 左右为输往印度、越南等自有品牌，内销中全为自有品牌。目前自主品牌和代工制造的产能比例为 4: 6，内外销实际盈利水平基本相当。

2007 年以来公司更换 1/3 的高管人员，并大力开展经销体制的变革。除了陆续引入松下、飞利浦、欧普公司的质量控制、销售渠道等方面的高级管理人才外，公司更是将总经销制更变为三方协议性质，从而加强对下级经销商的掌控。目前，公司已经发展经销商 1,000 多家，并采取现款现货模式免除回款风险。

浙江阳光能否将内销发展成为未来增长的巨大推力呢？在供过于求的环境中，内销要大发展就需要优良的品牌和规范的渠道。

国内照明并不缺乏优良的生产企业，但知名品牌却乏数可陈（就品牌建设而言，惠州雷士是少数典型的成功企业）。造成行业无序局面的主要原因：1、照明产品单价较少，特别是以前的普泡只有 1.5-3 元左右；2、消费者缺乏照明知识、不了解产品性价比而感觉无差异；3、企业自建品牌和渠道面临资金投入大、渠道秩序管理难和经销商回款难等问题。例如，根据飞利浦以往拓展中国市场经验，窜货是导致其销售收入 2002-2004 年 3 年近乎零增长的关键。飞利浦分析表明其灯管只要有 1.5% 的返利差距（约 5-8 分钱的空间），就可以在销售半径 250 公里的范围内产生窜货，因而管理难度相当大。种种的障碍导致诸多照明企业前期对内销网络的投入不力。

另外，浙江阳光还面临自身定位问题---公司以往生产中高档产品，未来如定位于高端则易在一级城市面临来自 GE、飞利浦、欧司朗、松下、东芝等的竞争，但浙江阳光的品牌效应和产品研发并不占优；如定位中低端则易在二级市场面临雷士、欧普、佛照、TCL 以及非标产品（相当于照明产业的山寨产品）的阻击。甚至如果消费者对不同节能灯性能比较不充分，浙江阳光的高品质高价格节能灯销售将不易被接受。

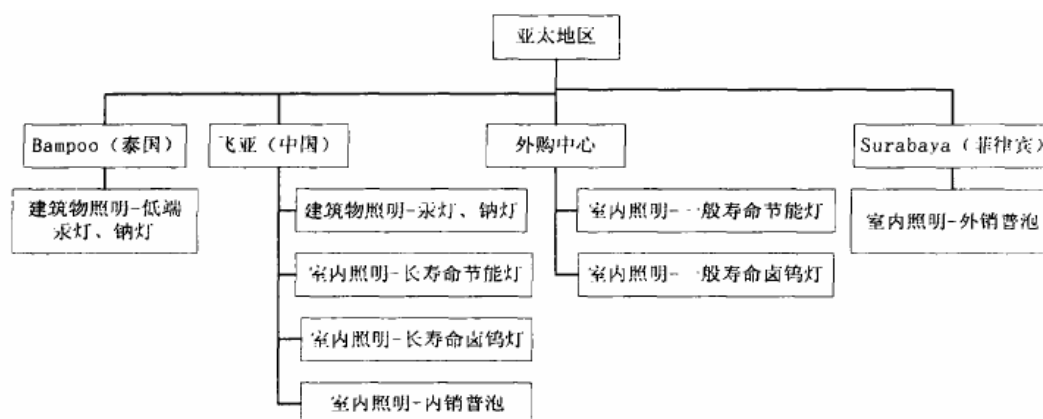
即使面临重重挑战，由于国内产业需求增长良好而浙江阳光内销基数较低、系统的渠道变革，公司 2008 年内销已经显现实质性增长。然而，内销业务能否成长为数亿支新产能的重要出货通道还有待进一步跟踪。

五、飞利浦订单保障公司未来出货

飞利浦对浙江阳光的采购取决于前者全球战略---将中低端产品的生产基地转移到劳动力市场和土地资源相对优惠的亚洲地区，以节约成本。这种采购策略与 GE 照明、欧司朗、东芝、松下基本一致。

飞利浦在亚太成立 4 个生产基地：泰国 Bampoo、中国飞亚、中国外购中心和菲律宾 Surabaya。外购中心主要负责产品外包的业务，开发资质较高的国内供应商，将技术含量较低的产品实行外包，进一步降低生产制造成本。同时，飞亚公司的战略是继续保持有技术优势的金属放电灯和卤素灯，将不具备优势的普泡和节能灯控制在较小范围内。

图 7：飞利浦照明亚洲区 4 大基地的职能



数据来源：飞利浦

近 10 多年浙江阳光维持在飞利浦节能灯的前两名地位。目前飞利浦 55% 的节能灯由阳光提供，而该部分业务占浙江阳光 30%-40% 的产能。未来 2-3 年内，飞利浦从浙江阳光订购的节能灯预计将大幅增加，从而形成后者出货的有力支撑。

值得注意的，2008 年中期飞利浦与具备生产、管理经验的横店集团得邦电子以 25%: 75% 的比例合资建立节能灯生产基地，模式类似飞利浦与浙江阳光的合作。可以预料的，这种一对多、强对弱的采购模式易使得国内供货商地位被动，进而制约盈利能力。

六、盈利预测

行业需求有望在经济逆境中表现靓丽，而低进入壁垒将吸引部分新竞争对手涌入或原竞争对手扩张。然而考虑到公司内销渠道改良、飞利浦订单增加、国家政策补贴订单可能变多等因素，我们预计 2008-2010 年公司出货量年增长 25%。

历史上看，公司毛利率水平大幅波动。影响公司盈利水平的因素包括产业供需、客户集中度、客户实力、自身价格战略（公司处于行业前列位置，并非完全的价格接收者）等。未来公司面临的盈利环境包括：1、行业前景较佳，但经济低迷下预计部分企业难以融资建厂，从而有利于减少产业供给压力；2、公司自有品牌的稳步推进有利于弥补大客户强势议价的压力；3、公司定价策略相比以前更注重利润；4、低市场集中度下预计部分企业仍使用价格竞争手段争夺份额。

综合以上利弊分析，我们预计公司 2008-2010 年净利润年增长 20%，EPS 分别为 0.47 元、0.57 元和 0.70 元。以 2009 年 EPS 乘以 20 倍市盈率计算，公司每股合理价值 11.40 元。当前价格 11.83 元，评级“持有”。

七、风险提示

非标产品：节能灯、T5 市场不排除出现类似于手机行业中山寨产品兴盛、品牌产品沦落的局面。

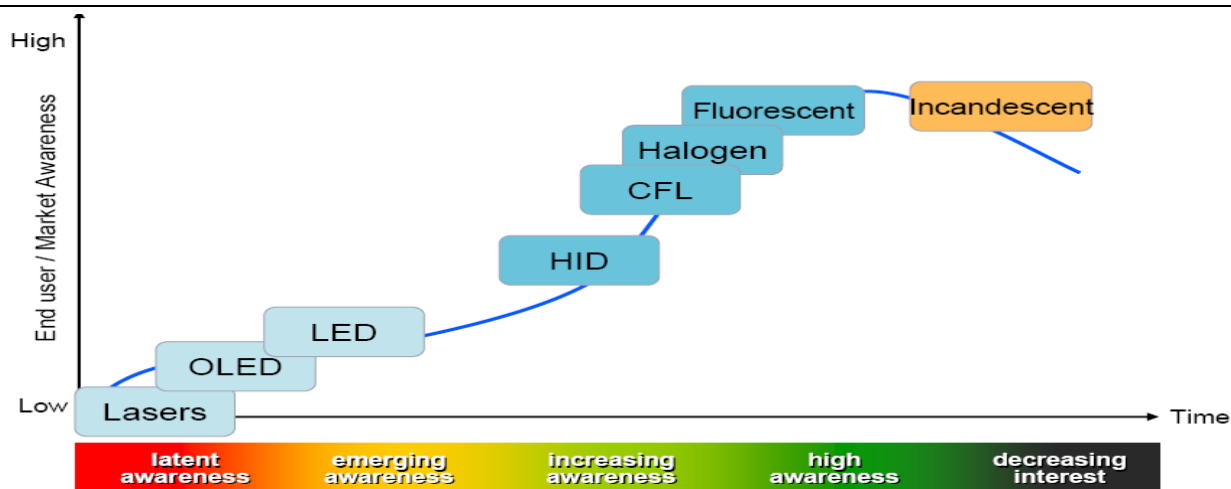
市场地位：国内市场需求未来数年将爆发，公司如果未能在渠道、品牌、生产上形成合力充分夺取市场份额，将错失良机而丧失产业地位。

背景资料

一、照明技术发展

荧光灯属于照明技术的重要分支，预计将替代白炽灯，但未来自身很可能面临 LED 的替代。

图 8：全球各类照明技术的终端消费者（纵轴）、认知程度（横轴）



数据来源：飞利浦

目前来看, LED 只是主要用于装饰、汽车、交通灯、视屏背光等领域。浙江阳光公司判断, 从显色技术和产品价格看未来 10 年 LED 不会实质性取代荧光灯。

图 9: 2004 年高亮度 LED 的应用领域

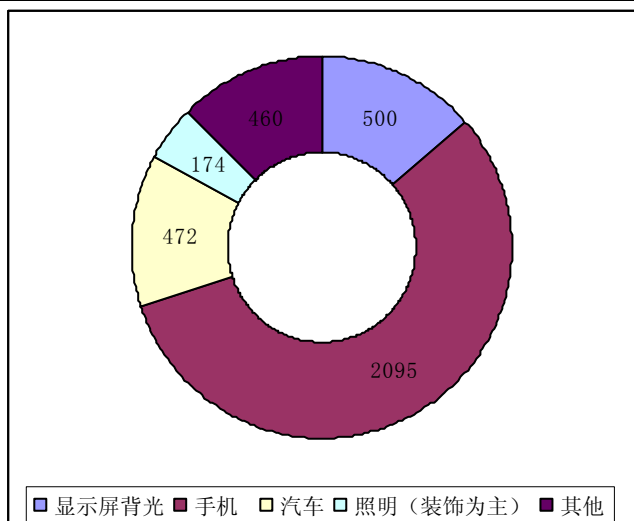
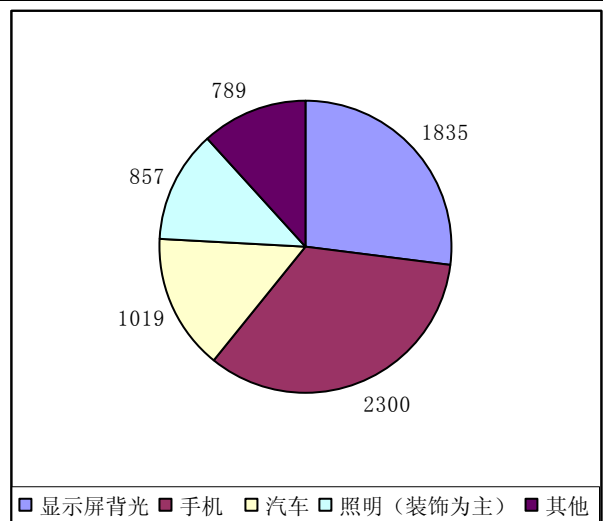


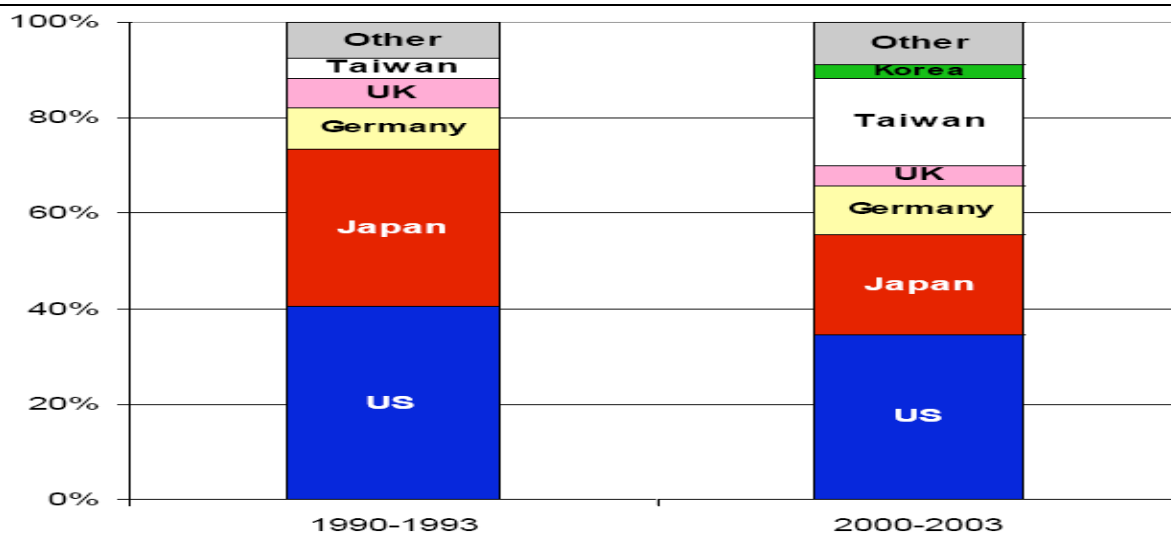
图 10: 预计 2009 年高亮度 LED 的应用领域



数据来源: 欧司朗

然而, 一旦 LED 主导照明市场, 国内多数照明企业将较被动。从专利上看, 基本被美国 (GE、AXT 等)、日本 (日亚化学、夏普等)、欧洲 (欧司朗、飞利浦等) 的企业所拥有。

图 11: LED 专利申请人所在地域的分布比例



数据来源: 斯隆产业研究年会资料

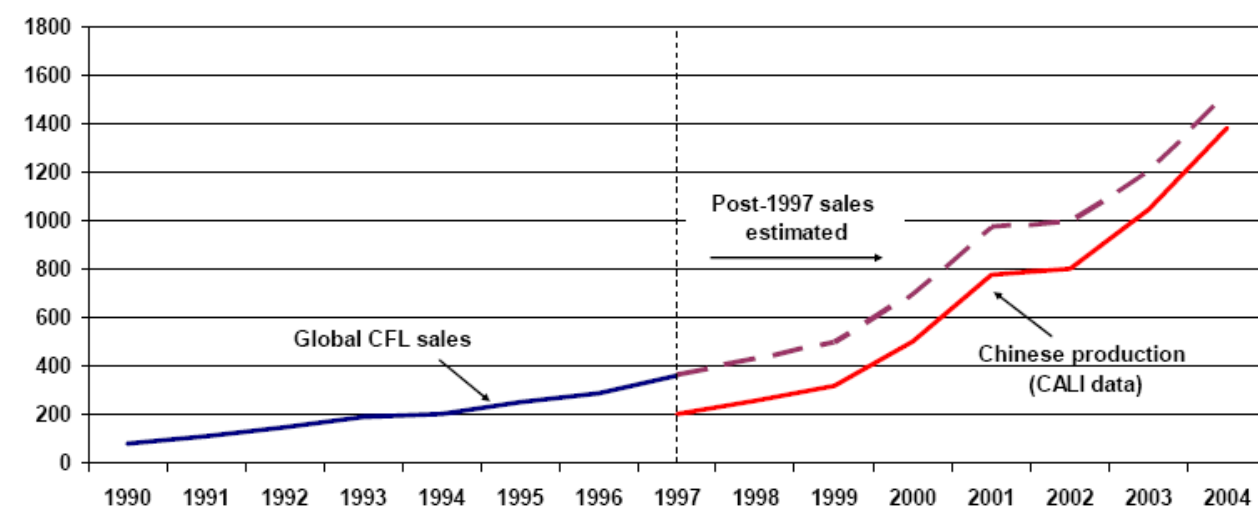
二、2007 年国内荧光灯生产情况

2007 年全国荧光灯生产企业 189 家, 产销量合计 476,979.39 万支, 比 2006 年的 370,965.65 万支增长 28.58%, 占全国电光源总产量 1,227,031.94 万支的 38.87 %。

其中，(1) T8 荧光灯产销量 76,704.86 万支，同比增长 11.6%，占全国荧光灯市场的 16.08%；(2) T9~T12 荧光灯产销量 27,242 万支，同比增长 35.17%，占全国荧光灯市场的 5.71%；(3) T4、T5 荧光灯产销量 45,652.63 万支，同比增长 56.6%，占全国荧光灯市场的 9.57%。(其中 T5 荧光灯 364,486.33 万支，占全国荧光灯市场的 7.65%；T4 荧光灯 9,166.3 万支，占全国荧光灯市场的 1.92%)；(4) 一体化电子节能灯产量合计 295,237.77 万只，比 2006 年增长 67.7%，占全国电光源总产量的 24.06%。

从全球地位看，我国荧光灯产量已从 1997 年的 56% 提高到目前的约 90%。

图 12：全球荧光灯销量和中国荧光灯产量（百万只）



数据来源：首尔荧光灯会议论坛

注：蓝线和虚线为全球荧光灯销售量、红线为中国荧光灯产量

我国紧凑型节能灯对发达国家、发展中国家均大量出口，体现出相对欧美地区的低劳动力成本优势和相对于其他发展中国家的规模经济和制造优势。

表 5：2006 年我国紧凑型节能灯主要出口国

国家	出口量（百万只）	出口值（百万美元）
美国	247.1	252.4
古巴	191.8	235.2
德国	34.2	41.7
日本	31.7	46.3
加拿大	30.8	37.1
印度	135.9	37.1
印度尼西亚	135.7	72.6
越南	39.3	12.0
菲律宾	30.9	15.8
阿拉伯联合酋长国	65.9	37.2

数据来源：中国照明电器协会

三、关于 T5 和 T8 的比较

T5 体积仅为 T8 的 57%，耗用的主要原材料仅为 T8 的 44%，光效比 T8 高出 10%，而且仓储和运输更方便。实际上，根据理论分析、计算和实际测量，在条件基本相同的情况下，T5 直管荧光灯的性能与价格比优越于其他管径的直管荧光灯。

T5 高效节能灯是采用三基色稀土粉荧光灯管，含贡量低，无辐射，比 T8 灯管更细，发光效率高，其光线无闪烁，接近自然阳光，且显色指数高，被照物体色彩鲜艳，清晰明亮，适用于长时间工作的场所。

但是，T5 价格相对较高。以飞利浦产品为例，T5 价格每根 12 元左右，T8 只有 7 元左右。另外，不像 T8 与 T12 兼容而顺利实现过渡，T5 荧光灯的设计放弃了兼容性放在首位的思想而采用了最优化原则，因而在使 T5 荧光灯各项技术经济指标得到明显提高时导致一定程度上的不兼容性。

四、关于节能灯工作原理和成本结构

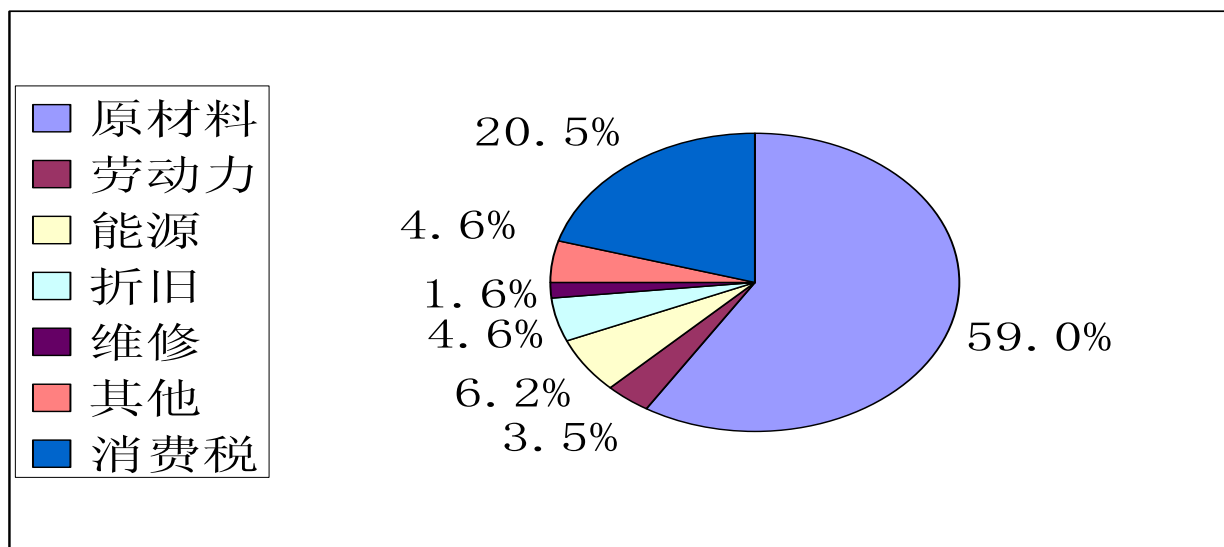
20 世纪 70 年代由荷兰飞利浦公司研制成功。

工作原理：节能灯主要是通过镇流器给灯管灯丝加热，大约在 1160K 温度时，灯丝就开始发射电子（因为在灯丝上涂了一些电子粉），电子碰撞氩原子产生非弹性碰撞，氩原子碰撞后获得了能量又撞击汞原子，汞原子在吸收能量后跃迁产生电离，发出 253.7nm 的紫外线，紫外线激发荧光粉发光，由于荧光灯工作时灯丝的温度在 1160K 左右，比白炽灯工作的温度 2200K-2700K 低很多，所以它的寿命也大提高，达到 5000 小时以上，由于它不存在白炽灯那样的电流热效应，荧光粉的能量转换效率也很高，达到每瓦 50 流明以上。

普通的白炽灯光效大约在每瓦 10 流明左右，寿命大约在 2000 小时左右，它的工作原理是：当灯接入电路中，电流流过灯丝，电流的热效应，使白炽灯发出连续的可见光和红外线，此现象在灯丝温度升到 700K 即可觉察，由于工作时的灯丝温度很高，大部分的能量以红外辐射的形式浪费掉了，由于灯丝温度很高，蒸发也很快，所以寿命也大缩短了。

根据欧司朗对印度紧凑型节能灯（一体化节能灯的毛管）的分析，如果剔除消费税，原材料占产品成本的约 80%。虽然印度、中国的劳动力成本和效率不尽相同，但仍具参考意义。

图 13: 印度紧凑型节能灯的成本分析



数据来源: 欧司朗

五、佛山照明

公司 12 月份以来生产明显受挫,但由于去年 10 月起公司就大力消化库存并执行以销定产政策,使得 4 季度公司毛利率保持稳定,无需计提存货跌价准备。

佛照谋划在行业低潮中扩张,进而实现 2009 年销售额的增长目标:收购佑昌在南京的资产(已有两条 T8 线,并拥有 200 多亩地),进入华东布点;2009 年计划新增约 20%员工;积极扩充 T5、T8 等节能产品产能,目前 T5、T8 生产线为 4 条、26 条(总共约占公司销售额 30%),未来 3 年每年新增 2 条、3 条。

虽然短期内深受经济不景气影响,但公司具备深厚的发力根基---成本优势和现金资源:与佛照同类产品 20%多的毛利相比,国内行业平均只有不到 13%,而某国外大企业毛利率只有 6%。部分竞争力不强的对手已经倒闭而让出市场份额;另外,佛照具备充足现金,无需承担财务费用而使产品价格更具竞争力。公司年销售额约 15 亿元,目前现金约 10 亿元、有息负债为 0、资产负债率仅 9.9%。

公司以往亮点在于通过持续改进生产流程获得成本优势,未来增长的关键取决于国内渠道拓展和市场营销。随着对渠道的重视,公司已调整重要人事专注建设市场,并将积极开发代理商数量(现已有约 500 家)和推进佛照专卖店工程(现已有约 200 家)。另外,为推进省代理商有效拓展业务,公司考虑利用直销员发展下级经销商,以快速渗透城镇、农村市场。

六、雷士照明

雷士成立于 1998 年 12 月，由于资金有限并觉察到国内品牌缺失的格局，采取了“先市场后工厂，先战略后营销”的策略。通过创立品牌、耕耘渠道、引入风投、并购上游等措施，公司获得迅猛增长：2005 年的销售额为 8 亿元，2006 年达 12 亿元，2007 年销售额超过 20 亿元。2008 年上半年，雷士照明业绩同比增长 76%，海外销量同比增长 300%（海外全年约 4 亿）。

雷士通过采取一定的形式给予现金补贴，给予其装修费，让其免费开张。2000 年 7 月，雷士照明第一家专卖店在沈阳开张。一年之后，专卖店发展到 20 多家；2003 年，达到了 300 多家；2004 年，专卖店数量 600 多家，2008 年达到 2200 家。

雷士的专卖店几乎覆盖国内所有的地级市和发达区域的县级市，在跨国公司盘踞的中高端照明市场建立了自己的竞争优势和品牌形象。这次转型，使雷士既避开了和国际大品牌的正面竞争，又和“散、乱、差、弱”的国内品牌划清了界线。

随着竞争对手的模仿，雷士又把新突破点聚焦在“隐形渠道”——众多的家装公司、工装公司、设计院、设计师、装修工、电工等。拥有隐形渠道资源，无疑拥有了庞大的间接消费群。目前，几乎 60% 以上的照明产品尤其是工程用灯的销量，都是被隐形渠道中的设计师队伍所主宰。

另外，2004 年雷士取消了以销量为标准的返利，将对经销商的补贴与其员工人数挂钩，逼迫经销商改变夫妻店经营模式，进行公司化运作。

特别的，雷士开始对专卖店体系进行变革，将经销权集中，管理权下放，由以前的小区域独家经销制和专卖店体系向运营中心负责制转化，成立 36 个省级运营中心，负责辖区内的市场运营和管理。这个过程中，雷士并没有自建团队，运营中心都选各省会城市业绩最好的经销商来担当。

在强势渠道的支撑下，2006 年雷士撤出做了 3 年的百安居等超级终端。

2007 年 7 月，雷士与国际照明巨头 GE 签署了为期 3 年的合作协议，雷士由此进入了 GE 照明针对的高端市场，将 GE 在电光源方面的核心技术优势与雷士在照明灯具方面的核心优势相结合，有效扩充了雷士渠道的产品种类和结构，扩大了雷士市场版图。

2008 年 6 月，在引进高盛投资的同时（还从软银等多家国际著名的风险投资商融资数亿元），雷士照明采用“现金 + 股权”的方式全资收购了亚洲第二的光源生产企业——浙江江山三友电子有限公司，进一步完善了产业链。这样，雷士先后在广东惠州、重庆万州、山东临沂、浙江等地筹建了 4 个现代化的工业园，完成了国内生产基地的战略部署。

2008 年 12 月雷士照明表示，将在年内向渠道商提供 2 亿元额度。在国际金融危机的背景下，以自己的利润为担保，向经销商授信，对象涵盖全国 36 个运营中心、2200 多家品牌专卖店和超过 1500 家经销商，形式包括现金和货物。

七、飞利浦照明

飞利浦在道路、办公室、工业、娱乐和家居照明等领域具备先进的技术，主要产品为氙汽车灯、CosmoPolis(道路照明)、Living Colors(氛围照明)。

飞利浦照明现有员工 57,166 人，2008 年 4 季度销售额 18.7 亿欧元，可比性地增长 3%，如包括 2.03 亿欧元的重组费用，EBITA -6,000 万欧元。剔除重组费用，2008 年 4 季度 EBITA/销售收入为 7.6%，低于去年同期的 12.0%。

公司预计 2009 年 1 季度销售收入将进一步下滑，将集中于减少成本和营运资本，并致力于开发高能效和 LED 为基础的照明。

八、欧司朗

欧司朗在 2007 财政年度 47 亿欧元的销售额中，LED 光源的销售额就高达 5.2 亿欧元，占总销售额 11%。

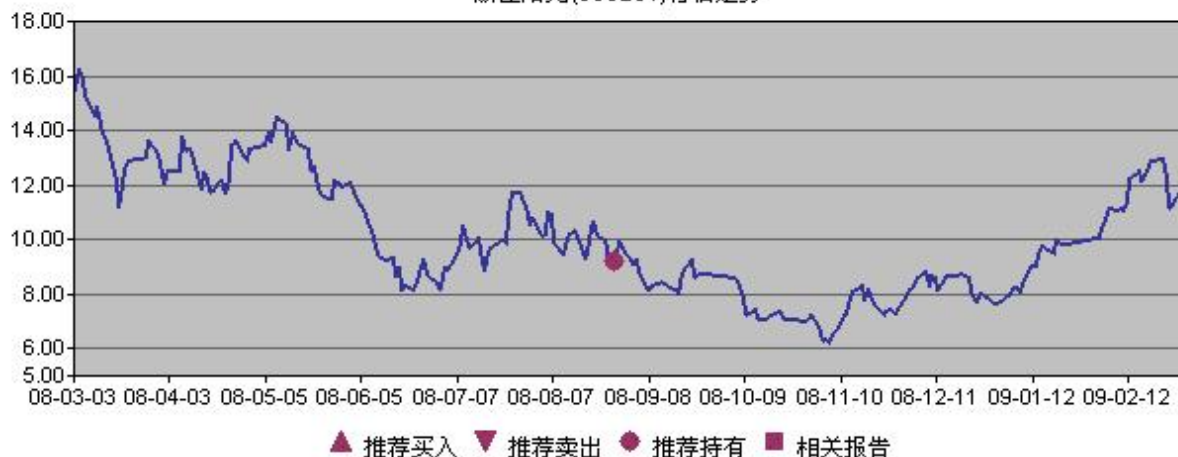
欧司朗的全球布局涵盖了 19 个国家的共 53 个生产基地，其客户遍布全球近 150 个国家与地区，员工总数超过 40,000 名。欧司朗分别在广州、佛山与昆山开设了生产基地，在全国设有近 40 个销售办事处，在中国的员工总数近 8,000 人。如今，欧司朗中国已经成为在亚太地区的研发、生产中心，并在欧司朗全球战略中扮演着重要的角色。

数据来源：各照明公司公告或网站资料、中国照明电器协会、斯隆产业研究会议资料、首尔荧光灯会议资料等

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

浙江阳光(600261)行情走势



相关研究报告

	广州	上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。