

其他电子器件Ⅲ

袁浩然 CPA

0755-82026810

yuanhaoran@cjis.cn

佛山照明

000541

中性

老师复出前台 发展值得期待

投资要点:

- **照明行业龙头地位稳固, 现金流充足。**佛山照明是我国电光源行业的龙头企业, 素有“中国灯王”的美誉, 目前年产 11 亿支各类灯具, 产品线非常丰富, 由于主营盈利稳定, 现金流充沛, 分红积极, 有“现金奶牛”的称号。
- **老师复出前台, 发展值得期待。**2004 年 8 月, 公司原国有股股东将国有股份转让给欧司朗。大股东易主后, 公司教父级人物钟信才辞去总经理职务仅任董事长, 然而欧司朗入主四年来, 主营业务一直差强人意, 这样的大背景下, 又正是金融风暴来袭之际, 公司 08 年年底宣布钟信才董事长兼任总经理, 再度出山执掌佛山照明, 有着丰富管理经验, 对行业和公司具有深刻理解的老师复出前台, 值得期待!
- **经营状况良好, 产能继续扩充。**08 年以来公司销售平稳, 前三季度收入同比增长 22%, 全年销售在 18 亿元左右。今年公司利用本身的优势, 市场份额稳步攀升, 销售同比继续增长, 也正是在这样的背景下, 公司决定再斥资 9000 万扩大产能, 全年有望实现收入增长 20%。毛利率方面, 08 年上半年受主要原材料价格上涨影响, 加上行业竞争激烈, 毛利率下滑较快, 08 年前三季度的毛利率为 19.4%, 同比下降 1.5%, 随着第四季度要素成本急剧下降, 公司毛利率有望逐步回升。
- **投资趋于谨慎, 风险因素减小。**由于公司一直以来手握重金 (10 亿左右头寸), 07 年通过投资股票、基金获得丰厚的收益, 08 年上半年及时离场, 基本保全了胜利成果, 目前公司对参与资本市场采取了非常谨慎的态度。
- **受益于国家绿色照明工程。**2008 年, 各企业在国家发改委支持下共推广节能灯 6200 万只, 佛山照明占比 15%。按照发改委最新计划, 今年的目标是推广 1 亿只, 近期将组织第二轮推广企业及产品招标工作, 今年推广品种在去年推广的 T5、T8 等基础上, 增加高压钠灯照明产品, 佛山照明有望获取大量订单。
- **盈利预测和投资建议。**按照目前公司的形势, 预计公司 08, 09, 10 年 EPS 分别为 0.36 元, 0.42 元, 0.51 元, 按 09 年 EPS 20 倍 PE 估值, 公司 6-12 个月目标价为 8.40 元, 目前估值基本合理, 首次给予“中性”评级。

6-12 个月目标价: 8.40 元

当前股价: 8.29 元

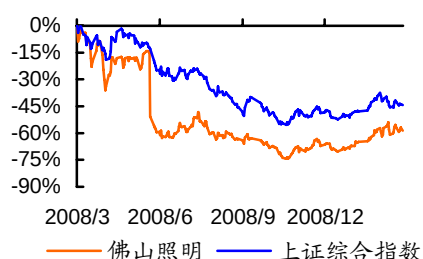
评级调整: 首次评级

基本资料

上证综合指数	2153.29
总股本(百万)	699
流通股本(百万)	555
流通市值(亿)	46
EPS (TTM)	0.34
每股净资产 (元)	4.32
资产负债率	11.0%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
佛山照明	-1.89	25.80	16.76
上证综合指数	-9.88	9.03	8.39



相关报告

主要财务指标

单位: 百万元	2007 年 A	2008 年 E	2009 年 E	2010 年 E
营业收入(百万元)	1,496	1,795	2,115	2,595
同比(%)	19.4%	20.0%	17.8%	22.7%
归属母公司净利润(百万元)	424	249	291	359
同比(%)	123%	-41%	17%	23%
毛利率(%)	20.5%	19.3%	21.4%	21.2%
ROE(%)	24.7%	21.7%	11.0%	12.8%
每股收益(元)	0.91	0.36	0.42	0.51
P/E	9	23	20	16
P/B		2.2	2.1	2.0

资料来源: 中投证券研究所

1、调研基本情况介绍

佛山照明是我国电光源行业的龙头企业，素有“中国灯王”的美誉，是全国电光源行业中规模最大，质量最好，效益最佳的外向型企业（出口比例在 35% - 40% 之间），目前年产 11 亿只各类灯具，产品线非常丰富，既包括传统白炽灯，T8，T5 灯管，又包括新型节能灯，高压钠灯，HID 等，公司主营盈利能力一直保持在稳定水平，尽管收入增长不快，但是由于现金流充沛，分红积极，是沪深两市累计现金分红最多的公司之一，在资本市场上有“现金奶牛”的称号。（最近一次，2007 年度派息及资本公积金转增股本方案为：每 10 股派现金人民币 5.85 元，每 10 股股份转增 5 股，已实施。）

2004 年 8 月，公司原国有股股东佛山市国资委将其持有的 23.97% 佛山照明国有股分别转让给欧司朗佑昌控股有限公司和香港佑昌灯光器材有限公司。转让后，两者持股比例分别为 13.47% 和 10.50%。欧司朗隶属西门子集团，是全球两大照明产品制造商之一，欧司朗 2007 财政年度在全球的销售额超过 47 亿欧元，欧司朗佑昌控股是欧司朗和佑昌灯光器材有限公司为受让佛山照明所设立的合资公司。（目前香港佑昌的实际负责人为庄坚毅。）

在股权变更后，公司教父级人物钟信才辞去总经理职务仅任董事长，继任者是以前的副总经理刘醒明，然而欧司朗入主四年来，主营业务一直差强人意，此前人们期待的注入欧司朗先进技术，提高对佛山照明的采购量，促进与欧司朗业务的深度合作都没有看到。这样的大背景下，又正是金融风暴来袭之际，公司 08 年年底宣布钟信才董事长兼任总经理，再度出山执掌佛山照明。作为一路伴随佛山照明走过无数春秋的老师，肩负着带领企业应对金融风暴的使命，公司公告称：董事长和总理由一人担任，既能在特殊的环境下强化管理，提高决策效率，也能充分发挥钟信才丰富的管理经验和企业家才华，我们认为值得期待。

公司整体上的策略包括：继续贯彻稳健发展的方针，内部通过巩固成本优势来强化竞争能力，利用手头丰富的现金，一方面加大市场投入，抢占市场份额以对抗行业的整体需求下滑，另一方面伺机低成本扩张，通过自建和低价收购来扩充产能，在扩大规模的同时又进一步降低成本，挤压对手。

具体来看公司生产经营状况，08 年以来由于公司产能逐步释放，市场销售平稳发展，根据公司三季报，公司 08 年第三季度营业收入同比增长 32%，前三季度同比增长 22%，第四季度受国内外经济环境影响，销售有所下滑，但全年销售会同比仍有较大幅度增长，各类光源产品销量会突破 11 亿只，全年销售在 18 亿元左右。另外，经过去年年底的低谷期，今年 1、2 月份照明行业下滑趋缓，公司作为中国灯业老大，积极应对，利用本身的品牌、规模，加强营销推广力度，及时调整价格策略，凭借丰富的产品线市场份额稳步攀升，今年 1、2 月份销售旺盛。也正是在这样的背景下，公司决定再扩大产能，增建 3 条 T8 生产线，3 条 T5 生产线，使公司规模分别达到 30 条 T8 生产线，年产量 2.5 亿支，8 条 T5 生产线年产量 0.55 亿支。传统灯方面，公司拥有 4 亿

多白炽灯产能，随着欧盟白炽灯限令将至，国际上大量产能关闭，公司白炽灯销售仍然维持较高水平。

毛利率方面，08年上半年受人民币升值，铜、重油、石油气、铝等主要原材料价格上涨影响，加上行业竞争激烈，毛利率下滑较快，根据三季报，08年前三季度的毛利率为19.4%，同比下降1.5%，随着第四季度要素成本急剧下降，公司毛利率水平有望有所回升，不过，按照公司一贯的市场策略，公司把扩大规模始终放在非常突出的位置，为了保持市场份额，公司毛利率可能上升空间有限，短期很难回到06年25%的水平。

由于公司一直以来手握重金（10亿左右头寸），07年通过投资股票，基金获得丰厚的收益（07年投资收益高达3.3亿），08年上半年基于对形势的判断及时离场，基本保全了胜利成果，目前公司对参与资本市场采取了非常谨慎的态度。由于公司08年5月份出售了3273万股早期投资的交通银行，获得投资净收益2.27亿元，去年年底公司公告，将投资1亿元参股厦门市商业银行，另外公司拟与三星合资建设LED项目，符合照明业发展方向。

绿色照明工程是“十一五”期间国家组织实施的10大节能工程之一，国家将采取措施推动政府机构优先采购高效照明节电产品，将高效照明产品纳入《节能产品目录》，鼓励高效照明产品生产。国家发改委已经宣布将在“十一”五期间在全国推广1.5亿只节能灯，2008年，各部门在国家发改委下达的5000万只推广任务基础上，加大推广力度，截至今年1月底，共推广节能灯6200万只，佛山照明占比15%。按照发改委最新计划，今年的目标是推广1亿只，近期将组织第二轮推广企业及产品招标工作，在去年推广的普通照明用自镇流荧光灯、三基色双端荧光灯（T5、T8）基础上，增加高压钠灯（用于道路、工矿照明）照明产品。佛山照明的高压钠灯最具有竞争力，此次招标对公司最为有利，对公司发展构成实质性利好。近日公司作为重点政策扶持公司，获得国家财政部门下拨公司2009年扩大内需支出预算(拨款)指标1000万元，专项用于公司白炽灯转换电子节能灯项目。另外，公司收到国家有关部门联合下发的《高新技术企业证书》，认定公司为2008年第一批高新技术企业，（认定有效期3年），三年内(含2008年)所得税享受10%的优惠，即所得税按15%比例征收。

2. 盈利预测和估值

表 1: 盈利预测表

科目(单位: 百万)	2007 年 A	2008 年 E	2009 年 E	2010 年 E
一、营业总收入	1,496	1,795	2,115	2,595
营业收入增长率	19.4%	20.0%	17.8%	22.7%
二、营业总成本	1,351	1,621	1,842	2,254
其中: 营业成本	1,190	1,449	1,662	2,045
毛利率(简单测算)	20.5%	19.3%	21.4%	21.2%
利息支出、手续费、佣金				
营业税金及附加	10	12	14	15
销售费用	57	58	59	70
销售费用率	3.8%	3.2%	2.8%	2.7%
管理费用	84	91	104	122
管理费用率	5.6%	5.1%	4.9%	4.7%
财务费用	3	(4)	(5)	(6)
资产减值损失	7	15	8	8
加: 公允价值变动收益	21	0	0	0
投资收益	330	122	60	80
三、营业利润	496	297	333	421
加: 营业外收入	8	10	16	9
减: 营业外支出	2	2	3	3
四、利润总额	502	305	346	427
减: 所得税费用	73	54	52	64
综合所得税率	14.5%	17.8%	15.0%	15.0%
五、净利润	429	251	294	363
合并前实现利润				
归属于母公司净利润	424	249	291	359
少数股东损益	5	2	3	4
少数股东损益占比	1.2%	0.6%	1.0%	1.1%
六、总股本	466	699	699	699
七、按期末股数简单每股收益:	0.91	0.36	0.42	0.51

资料来源: 中投证券研究所

按照目前公司的形势, 预计公司 08, 09, 10 年 EPS 分别为 0.36 元, 0.42 元, 0.51 元, 按 09 年 EPS 20 倍 PE 估值, 公司 6-12 个月目标价为 8.40 元, 目前估值基本合理, 首次给予“中性”评级, 未来视公司业务拓展情况, 不排除提高盈利和估值, 我们会密切跟踪。

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

袁浩然, 中投证券研究所家电行业研究员, 工学学士, 金融学硕士, CPA, 4 年会计师事务所审计工作经验, 3 年家电行业工作经验。曾获 2008 年度《新财富》最佳分析师排名家电行业第五名

主要研究覆盖公司: 美的电器、格力电器、青岛海尔、小天鹅 A、苏泊尔、美菱电器、海信电器、三花股份、浙江阳光、佛山照明、德豪润达。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434