

布局新能源提升估值

佛山照明调研简报

报告摘要：

- **出口复苏助力主业增长。**受房地产复苏与国家对高效照明产品补贴政策的推动，公司内销旺盛，发达国家经济的逐步复苏也使公司产品出口有所恢复。3季度公司收入同比实现29.5%的增长，净利润增长72.1%。公司整体经营状况呈现持续向上的发展态势。从毛利率变化来看，由于原材料价格的回升，公司与部分上游厂商在原材料价格低位时签的长单合同逐步到期，整体原材料价格的上涨使公司三季度毛利率较上半年下降了4个百分点，随着公司产能利用率上升和产品结构的持续改善，未来毛利率有望保持稳定。
- **顺应产业发展趋势积极扩产。**从今年9月1日起，欧盟有关废止白炽灯的指令正式施行，100瓦以上白炽灯的销售将被禁止。100瓦以下也将在三年内逐步禁止。美国、澳大利亚、新西兰、加拿大、菲律宾等国也已各自公布淘汰白炽灯的计划。未来几年政策的效应将逐步显现，并且随着全球对低碳经济的推进，节能灯在全球范围内有望迎来黄金发展期。公司为抓住节能灯产业发展带来的机会，未来3年计划每年扩产25%左右，随着产能的扩大，公司未来在玻璃等原材料的自产比重将降低，更多的将通过外协的方式解决，以应对招工困难、人力成本上升等问题。
- **布局新能源谋求新的增长点。**公司9月11日的公告显示，公司将利用现有企业的条件和基础，将由传统的制造型的生产性企业，延伸至新能源资源开发行业，合理调整公司的资金布局和产业结构，争取未来形成从碳酸锂提取，到锂电池材料和锂电池的生产，逐步形成新能源纯电动车的产业链。公司面向新能源汽车的战略构想是前途光明的，但公司能否转型成功的关键是第一步，即生产出电池级碳酸锂，目前孙公司青海盐湖佛照锂业有限公司仍只停留在排他性意向协议书的签订阶段，未来这个协议能否如期生效并生产出批量的电池级碳酸锂仍然有较大不确定性。
- **维持增持-A投资评级，提高目标价格。**尽管1-2年内公司在新能源领域的布局还难以对业绩产生贡献，按传统业务看目前的估值有些偏高。但考虑到公司产品属于节能环保类产品，在低碳经济时代将持续受到关注。公司目前正在积极与海外LED封装厂商进行谈判，计划建立合资公司谋求在LED照明应用领域的发展。这将使公司未来的业务更为紧密的与节能环保等热点联系起来，使公司的估值水平得到提升。我们预计公司09、10年EPS分别为0.21和0.28元。给予公司10年40倍的PE，对应目标价格为11.2元，维持增持-A投资评级。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1,496.1	1,718.7	1,959.3	2,529.2	3,221.5
Growth(%)	19.4%	14.9%	14.0%	29.1%	27.4%
净利润	423.8	224.2	209.3	273.1	342.8
Growth(%)	59.0%	-47.1%	-6.6%	30.5%	25.5%
毛利率(%)	20.5%	20.1%	22.5%	22.3%	22.4%
净利润率(%)	28.3%	13.0%	10.7%	10.8%	10.6%
每股收益(元)	0.43	0.23	0.21	0.28	0.35
每股净资产(元)	3.08	2.69	2.78	2.95	3.16
市盈率	23.3	44.1	47.2	36.2	28.8
市净率	3.3	3.8	3.6	3.4	3.2
净资产收益率(%)	14.2%	8.6%	7.7%	9.5%	11.2%
ROIC(%)	32.7%	16.9%	12.0%	14.1%	16.6%
EV/EBITDA	4.8	15.3	23.7	18.8	15.7
股息收益率	1.8%	2.8%	1.3%	1.1%	1.4%

评级：

增持-A

上次评级： 增持-A

目标价格：

11.20 元

期限： 3 个月 上次预测： 9.65 元

现价： 10.10 元

报告日期：

2009-11-15

市场数据

总市值(百万元)	9,883.49
流通市值(百万元)	6,214.29
总股本(百万股)	978.56
流通股本(百万股)	615.28
12 个月最高/最低	5.76/12.27 元
十大流通股股东(%)	20.16%
股东户数	138,406

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	5.77	22.63	48.43
绝对收益	14.38	27.84	129.47

研究员

侯利

010-66581625

刘军

021-68766167

谭志勇

021-68765172

行业分析师

houli@essence.com.cn

首席行业分析师

liujun@essence.com.cn

助理行业分析师

tanzy2@essence.com.cn

前期研究成果

佛山照明：可预见的增长，可期待的未来

2009-05-26

财务报表预测和估值数据汇总
单位 **百万元** **模型更新时间** **2009-11-13**

利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1,496.1	1,718.7	1,959.3	2,529.2	3,221.5	成长性					
减: 营业成本	1,189.5	1,373.1	1,518.5	1,966.3	2,499.9	营业收入增长率	19.4%	14.9%	14.0%	29.1%	27.4%
营业税费	10.2	12.4	13.7	17.7	22.6	营业利润增长率	53.8%	-45.2%	-13.3%	37.5%	25.1%
销售费用	57.2	59.2	70.5	86.0	109.5	净利润增长率	59.0%	-47.1%	-6.6%	30.5%	25.5%
管理费用	83.6	112.2	133.2	151.7	199.7	EBITDA 增长率	43.5%	-36.0%	-4.8%	25.7%	18.7%
财务费用	3.1	-4.9	-7.7	-8.2	-9.0	EBIT 增长率	56.2%	-46.5%	-14.6%	38.6%	25.6%
资产减值损失	7.2	6.0	0.4	1.5	3.1	NOPLAT 增长率	63.0%	-49.0%	-7.5%	31.3%	26.0%
加: 公允价值变动收益	20.8	-54.1	-	-	-	投资资本增长率	-1.5%	31.0%	11.3%	6.9%	8.0%
投资和汇兑收益	329.5	165.0	5.0	10.0	10.0	净资产增长率	24.1%	-12.8%	3.2%	6.1%	7.2%
营业利润	495.4	271.7	235.6	324.1	405.6	利润率					
加: 营业外净收支	6.1	2.8	15.0	3.0	5.0	毛利率	20.5%	20.1%	22.5%	22.3%	22.4%
利润总额	501.5	274.5	250.6	327.1	410.6	营业利润率	33.1%	15.8%	12.0%	12.8%	12.6%
减: 所得税	72.5	49.1	40.1	52.3	65.7	净利润率	28.3%	13.0%	10.7%	10.8%	10.6%
净利润	423.8	224.2	209.3	273.1	342.8	EBITDA/营业收入	42.1%	23.5%	19.6%	19.1%	17.8%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	33.3%	15.5%	11.6%	12.5%	12.3%
货币资金	1,098.1	927.9	978.0	1,058.2	1,160.0	运营效率					
交易性金融资产	107.2	-	-	-	-	固定资产周转天数	176	159	138	106	76
应收帐款	255.7	264.0	302.8	395.0	505.7	流动营业资本周转天数	56	79	105	113	113
应收票据	35.0	38.4	42.9	55.4	70.6	流动资产周转天数	399	352	301	263	242
预付帐款	13.0	49.5	49.5	49.5	49.5	应收帐款周转天数	41	45	45	44	44
存货	283.4	289.5	332.7	430.8	547.7	存货周转天数	61	60	57	54	55
其他流动资产	-	-0.0	0.0	0.0	0.0	总资产周转天数	733	652	527	429	364
可供出售金融资产	511.2	-	-	-	-	投资资本周转天数	316	315	331	279	236
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	75.2	185.9	187.2	187.2	187.2	ROE	14.2%	8.6%	7.7%	9.5%	11.2%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	12.6%	8.0%	7.2%	8.8%	10.2%
固定资产	776.4	739.2	765.2	717.9	647.8	ROIC	32.7%	16.9%	12.0%	14.1%	16.6%
在建工程	93.3	126.8	45.4	29.1	25.8	费用率					
无形资产	144.0	191.5	187.8	184.1	180.5	销售费用率	3.8%	3.4%	3.6%	3.4%	3.4%
其他非流动资产	0.5	17.6	15.0	15.0	15.0	管理费用率	5.6%	6.5%	6.8%	6.0%	6.2%
资产总额	3,393.0	2,830.3	2,906.3	3,122.1	3,389.8	财务费用率	0.2%	-0.3%	-0.4%	-0.3%	-0.3%
短期债务	-	-	-	-	-	三费/营业收入	9.6%	9.7%	10.0%	9.1%	9.3%
应付帐款	150.1	152.5	166.4	215.5	274.0	偿债能力					
应付票据	-	-	4.2	5.4	6.8	资产负债率	11.0%	7.0%	6.5%	7.7%	8.8%
其他流动负债	122.2	43.1	66.1	66.1	66.1	负债权益比	12.4%	7.5%	6.9%	8.3%	9.7%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	6.58	7.96	9.07	8.34	7.82
其他非流动负债	102.3	0.5	0.5	0.5	0.5	速动比率	5.54	6.49	7.30	6.53	5.98
负债总额	374.5	197.5	188.6	238.9	298.9	利息保障倍数	159.12	-54.67	-29.53	-38.30	-44.15
少数股东权益	31.2	31.0	32.2	33.9	36.0	分红指标					
股本	466.0	699.0	978.6	978.6	978.6	DPS(元)	0.18	0.28	0.13	0.11	0.14
留存收益	2,521.3	1,902.8	1,706.9	1,870.8	2,076.5	分红比率	42.3%	121.6%	60.0%	40.0%	40.0%
股东权益	3,018.5	2,632.7	2,717.7	2,883.2	3,091.0	股息收益率	1.8%	2.8%	1.3%	1.1%	1.4%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	429.0	225.4	209.3	273.1	342.8	EPS(元)	0.43	0.23	0.21	0.28	0.35
加: 折旧和摊销	135.7	140.9	156.3	167.3	177.0	BVPS(元)	3.08	2.69	2.78	2.95	3.16
资产减值准备	7.2	6.0	0.4	1.5	3.1	PE(X)	23.3	44.1	47.2	36.2	28.8
公允价值变动损失	-20.8	54.1	-	-	-	PB(X)	3.3	3.8	3.6	3.4	3.2
财务费用	4.0	8.7	2.5	-7.7	-8.2	P/FCF	22.3	-55.2	568.0	69.5	54.5
投资收益	-329.5	-165.0	-5.0	-10.0	-10.0	P/S	6.6	5.8	5.0	3.9	3.1
少数股东损益	5.2	1.3	1.3	1.6	2.1	EV/EBITDA	4.8	15.3	23.7	18.8	15.7
营运资金的变动	-180.1	-131.0	-57.1	-154.0	-186.0	CAGR(%)	-13.8%	15.2%	28.0%	-	-
经营活动产生现金流量	51.7	126.2	297.5	271.3	320.1	PEG	-1.7	2.9	1.7	-0.4	-0.3
投资活动产生现金流量	240.1	-20.6	-95.0	-90.1	-90.1	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	-171.9	-273.2	-117.8	-101.0	-128.1	REP					

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

侯利，电子行业分析师，中国人民大学经济学博士，高级经济师，曾在中国电子信息产业发展研究院从事信息产业研究工作 4 年，2007 年 5 月加盟安信证券。

刘军，石油与化工行业首席研究员，化工硕士，5 年证券研究经历，8 年中国石化工作经验，曾获 2005 年度“新财富”化工行业最佳分析师第四名，2007 年 4 月加盟安信证券研究中心

谭志勇，石油与化工行业助理研究员，中国人民大学学士，中国人民银行研究生部硕士，2008 年 7 月加盟安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上；

增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%；

中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；

减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%；

卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

朱贤	上海联系人
021-67865293	zhuxian@essence.com.cn
梁涛	上海联系人
021-68766067	liangtao@essences.com.cn
南方	上海联系人
021-68765206	nanfang@essence.com.cn
周蓉	北京联系人
010-66581676	zhourong@essence.com.cn
李昕	北京联系人
010-66581689	lixin@essence.com.cn
张茜萍	深圳联系人
0755-82558089	zhangqp@essence.com.cn
李瑾	深圳联系人
0755-82558084	lijin@essence.com.cn

凌洁	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn
李国瑞	上海联系人
021-68763872	ligr@essence.com.cn
张勤	上海联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
马正南	北京联系人
010-66581668	mazn@essence.com.cn
潘琳	深圳联系人
0755-82558268	panlin@essence.com.cn
王远洋	深圳联系人
0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
 邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
 邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
 邮编: 100034