

湘财证券研究所

TMT 研究小组

江舟

Tel: 021-68634510-8227

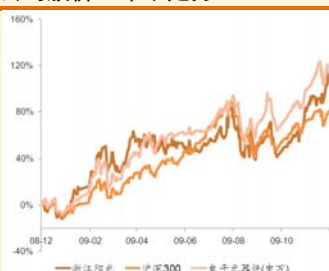
Email: jz2899@xcsc.com

陈钢

Tel: 021-68634518-8331

Email: cg2012@xcsc.com

公司股价一年来走势



主要市场数据

收盘价(12.07):	17.56
52 周最高价:	18.13
52 周最低价:	7.51
总市值(亿元):	43.86
流通市值(亿元):	34.71
总股本(亿股):	2.5
A 股流通股本(亿股):	1.97
流通比例:	0.79

投资要点:

□ 开拓国内市场值得期待

国内节能灯市场起步较国外晚，因此公司倚重出口业务得以快速发展。随着国内节能灯市场的启动，公司积极开拓国内市场，初步建立了覆盖全国的营销网络，目前已发展了 3000 家左右的经销商，计划 3-5 年内发展至 2 万家经销商。公司也通过聘请形象代言人提升自有品牌认知度。公司今年以综合评分第一名中标国家高效照明推广项目，11 月 25 日公司又中标“中国逐步淘汰白炽灯、加快推广节能灯”项目的第一批中 3 项子合同。随着政府推广力度及市场引导效应的加强，公司在国内市场的表现将成为亮点。

□ 11 年产能逐步释放，新产品引领市场

公司前期接收出口订单量充足，工作量排至 12 月份。随着四季度节日密集期到来，目前订单高峰期已过，生产线上工作主要为客户库存量生产。公司上虞基地产能 2 亿只，江西基地产能 1 亿只，厦门基地正在进行基建工作，该基地计划产能为 2 亿只，预计明年 10 月完成建设，11 年投产，产能逐步释放。公司在厦门基地生产的 LED 灯目前处于小批量生产状态，月产约 2-3 万套，由于成本因素目前针对高端市场，以出口为主。我们建议目前仍以新产品导入的角度看待公司 LED 业务，但看好公司凭借其灯具设计上的技术优势，未来分享 LED 照明市场盈利机会的实力。

□ 产品需求具有“刚性”，“大客户”战略保驾护航

全球以节能灯替换白炽灯的必然趋势为公司主要产品一体化节能灯的需求带来“刚性”。同时公司出口业务主要为飞利浦、欧司朗、GE 这样的大客户 OEM 生产(如飞利浦节能灯 50%均由公司生产)，因此虽然年初受危机影响出口大幅下滑，但大客户订单有助于公司抵抗市场波动，也是公司成长性的重要动因。

□ 估值与投资评级

我们看好公司作为绿色照明行业的龙头企业在未来全球产业转移以及节能灯取代白炽灯的大趋势中快速发展的前景。结合目前公司的经营状况，我们预计公司 09、10、11 年 EPS 分别为 0.53、0.56 及 0.71 元。对应当前股价 2010 年动态市盈率为 31.4 倍，给予公司“增持”评级。

重要财务指标

单位: 百万元

主要财务指标	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1891	1710	2220	2698
收入同比(%)	8%	-10%	30%	22%
归属母公司净利	102	132	141	177
净利润同比(%)	-9%	28%	7%	26%
毛利率(%)	15.6%	17.0%	15.8%	15.8%
ROE(%)	10.4%	12.8%	12.3%	13.6%
每股收益(元)	0.41	0.53	0.56	0.71
P/E	30.25	23.56	22.02	17.53
P/B	3.15	3.02	2.71	2.39
EV/EBITDA	16	19	19	16

目 录

国内市场值得期待	4
小产品大经济，政府推广的源动力.....	4
电价上调，节能灯市场将直接受益.....	5
连续中标国家推广节能灯项目，引导效应渐强.....	6
出口业务无忧	7
产能 11 年逐步释放，新产品引领市场	8
盈利预测与估值.....	10
风险提示	12

图目录

图 1 公司近年来内销、出口业务表现	4
图 2 国内电价近年来走势	5
图 3 公司中标国家高效照明推广项目情况	6
图 4 09 年节能灯出口数据	8
图 5 公司近年来节能灯收入占比	9
图 6 LED 路灯数量预测	10

表目录

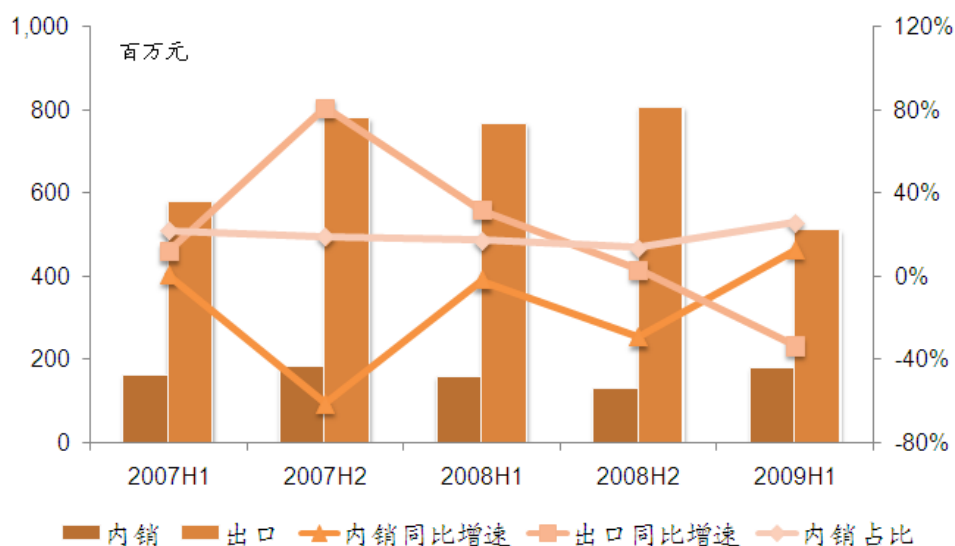
表 1 各国淘汰白炽灯计划一览	7
表 2 公司分产品主营收入预测	11

国内市场值得期待

公司在今年年初出口业务受危机影响大幅下滑后，国内市场的销售表现成为亮点。公司今年上半年国内市场取得的销售收入1.81亿元，达到05年以来的高位水平，从同比增速看，国内市场的降幅也逐步缩小，今年上半年实现增长，首次超过出口业务增速。

公司目前初步建立起了覆盖全国的营销网络，目前已发展了3000家左右的经销商，计划3-5年内发展至2万家经销商。公司为飞利浦OEM的节能灯产品主要销往国外，内销市场则以公司自有品牌销售。为提升自有品牌认知度，公司聘请了濮存昕先生作为其品牌代言人。

图 1 公司近年来内销、出口业务表现



数据来源：公司公告，湘财证券研究所

小产品大经济，政府推广的源动力

与白炽灯相比，节能灯具有节能效果明显、使用寿命长的优点。一只8瓦的节能灯相当于一只40瓦白炽灯的发光量；一只白炽灯的使用寿命一般为1000小时，但一只节能灯的使用寿命却能达到8000小时。

节能灯虽小，其背后的经济账是政府推广节能灯应用的主要动力。以08年北京市政府推行的“一元节能灯”活动为例，该活动推广500万只节能灯，政府补贴九成，市民自付一成。500万只灯中有117万只10瓦灯，其中居民102万只，10瓦节能灯可替代50瓦白炽灯，以每天照明4小时，一年365天，每度电0.48元计算，每年节电5957万度，省下的电费约为2860万元。

另外15万只用于公共服务，以每天照明12小时，一年365天计算，一年节电量可达

2628万度。以大宗用户的平均电价每度电0.75元计算，仅公共服务领域应用就可省下电费约1971万元。

除此之外，再加上其他各个功率的300多万只节能灯，500万只节能灯一年共可节电2亿度，年节约电费1.2亿元。

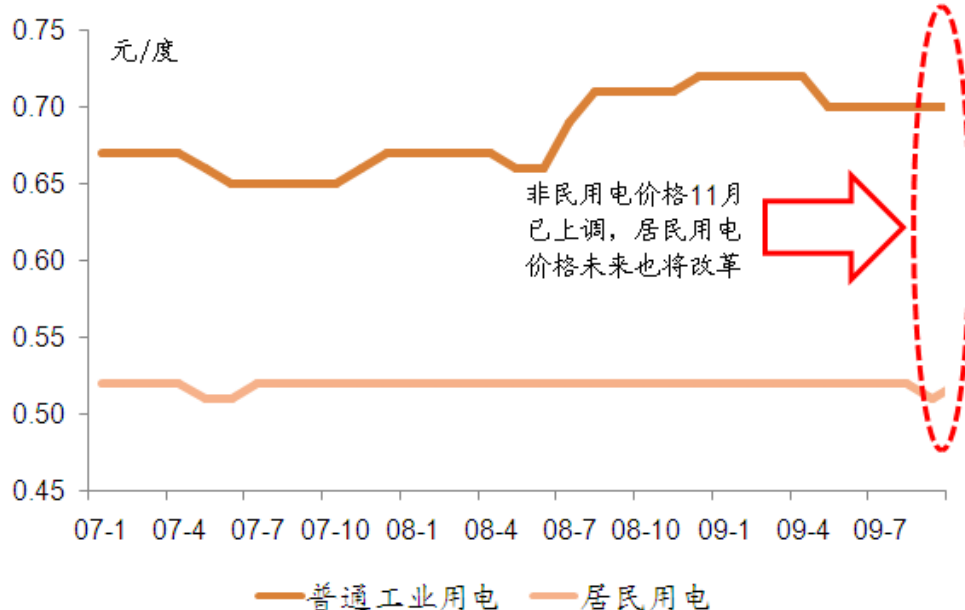
按1度电约等于0.37千克标准煤计算，更换500万只节能灯，每年省电2亿度电，可节约标准煤7.4万吨，减少2亿度发电量还直接意味着每年北京可少排放二氧化碳20.5万吨。

在全球气候变暖，各国开始注重发展低碳经济、绿色经济的大环境下，节能灯必将持续受到各国政府的大力推广。

电价上调，节能灯市场将直接受益

11月19日，国家发展改革委宣布20日起将全国非民用电价每千瓦时平均提高2.8分钱，暂不调整居民电价。未来居民用电的电价调整可能性非常大，预计将逐步推行阶梯式递增电价，即用电越多，电价越高。

图 2 国内电价近年来走势



数据来源：CEIC，湘财证券研究所

照明用电占我国发电总量12%左右，电价上调将带动无论是企业还是居民用户使用节能灯的意愿。作为非民用电价上调的直接受影响群体，企业更有动力采用节能灯照明，“绿色建筑”概念的推广也将进一步为节能灯在建筑、商用领域打开市场。

居民用电方面，电价近年来保持相对稳定，但阶梯式电价调整方案未来推出的可能

性很大。电价上调的预期将成为居民购置灯具时考虑的因素。与普通白炽灯相比，节能灯价格高出近 6 倍(一只 10 瓦的节能灯价格约为 10 元，而一只 50 瓦的普通白炽灯价格为 1.5 元)，但产品价格差并不会为节能灯的推广带来障碍。假设每天照明 4 小时，一盏节能灯每小时省电 40 瓦，一天可省 160 瓦，计算下来，价格上差别只需要不到 2 个月的时间就可收回，并且节能灯的使用寿命约为普通白炽灯的 8 倍。以上的计算过程还未包括政府在居民购买节能灯时的直接补贴。

连续中标国家推广节能灯项目，引导效应渐强

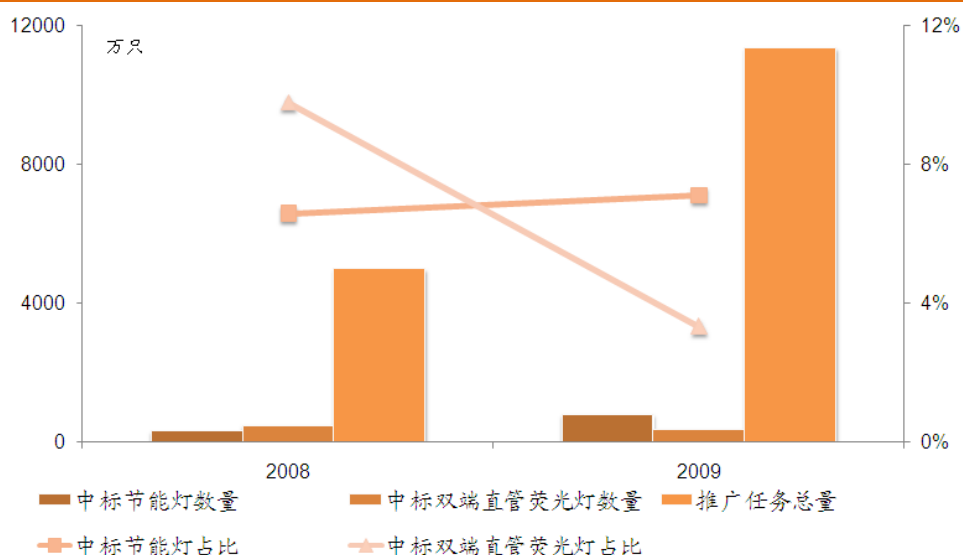
公司今年6月中标2009年国家高效照明产品推广项目，任务量为1190万只，分布北京、上海、浙江等11个省市地区，占2009年国家财政补贴高效照明产品推广任务总量11370万只(高压钠灯推广任务不包含在内)约10.47%。

飞利浦公司同时中标，由于公司是飞利浦主要的OEM厂商，因此飞利浦的中标量中大部分也由公司承接，公司在高效照明项目的实际任务量预计超过总量的20%。

值得一提的是，公司在08、09年中标的国家高效照明产品推广项目中，所投标的项目包均以综合排名第一中标，凸显了公司在节能灯及双端直管荧光灯的优势地位。

11月25日，公司与另外两家公司共同中标“中国逐步淘汰白炽灯、加快推广节能灯”项目的第一批中3项子合同，合同预算共79.5万美元，节能灯总数90万只。招标要求中规定只有09年高效照明产品财政推广项目中标企业才具备资质参与投标此项目。3项合同总金额不大、数量不多，对公司营收影响有限，但应注意到中标09年国家高效照明推广任务后产生的示范效应，以及“中国逐步淘汰白炽灯、加快推广节能灯”项目后续批次招标带来的市场空间。

图 3 公司中标国家高效照明推广项目情况



数据来源：公司公告，湘财证券研究所

由于节能灯的经济效应明显，预计我国会在明年继续加大节能灯的推广力度，而公司在以往招标项目中的优异表现让我们有理由相信公司在后期的政策推广项目中将占据更大份额，对公司销量贡献逐步加大。

政策推广的意义更多来自于其产生的引导效应。高效照明产品推广项目一般规定推广群体以补贴价格购买节能灯数量有限，因此在体验到节能灯的好处之后用户会有动力自行购买更多的节能灯使用，间接助力国内节能灯市场的启动。

出口业务无忧

我们提出这样的观点主要出于两方面的原因。首先节能灯产品由于其节能特性，符合全球正在进行的淘汰白炽灯的大趋势，主要国家及地区均提出了停产或停售白炽灯的计划，因此节能灯从而获得了替代白炽灯的巨大市场，使得产品需求具有“刚性”。

表 1 各国淘汰白炽灯计划一览

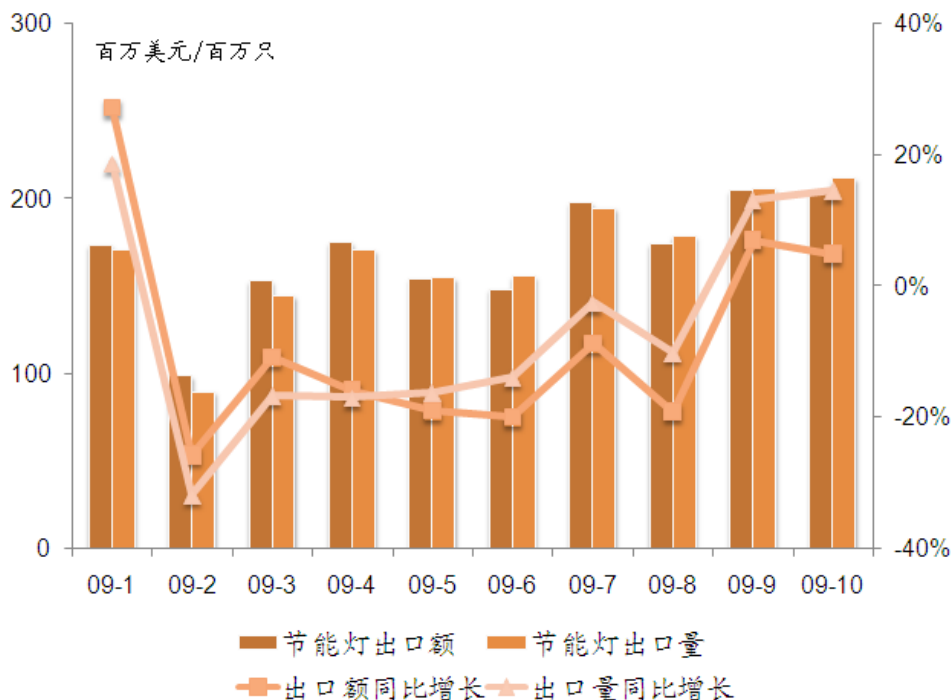
国家及地区	预计停产/停售时间
澳大利亚	2009 年停止生产，最晚在 2010 年逐步禁止使用传统的白炽灯
中国台湾	规划 2010 年开始执行白炽灯禁产政策，2012 年全面禁产
日本	到 2012 年止，停止制造并销售高能耗白炽灯
美国	大多数白炽灯泡将于 2014 年在美国市场上禁止销售
中国	发改委预计 10 年内禁用、禁售白炽灯
欧盟（英国）	欧盟 9 月起禁止销售 100 瓦传统灯泡，2012 起禁用所有瓦数的传统灯泡
韩国	2013 年底前禁止使用白炽灯
澳大利亚	2009 年停止生产，最晚在 2010 年逐步禁止使用传统的白炽灯

资料来源：湘财证券研究所

从节能灯出口数据可以发现，出口量、出口额虽然在今年2月份出现了大幅下滑到达谷底，但之后两项数据均出现了正向回升。9、10月份的出口额与出口量实现了同比正增长，其中节能灯10月出口量更是达到了08年以来的最高水平。

我们认为节能灯出口数据的快速好转，部分得益于全球宏观经济情况的回暖，更多是来自于产品需求的必需性。

图 4 09年节能灯出口数据



数据来源：海关总署，湘财证券研究所

此外，“大客户”战略也为公司的出口业务保驾护航。公司目前出口采用为国际大厂商OEM生产及自有品牌销售两种方式。公司的主要大客户包括飞利浦、欧司朗、GE，均是全球照明行业领先企业。飞利浦品牌约50%的节能灯由公司OEM生产，占公司销售收入的30%-40%。

出口产品销售渠道方面，OEM产品与公司自有品牌采用不同的销售渠道及经销商，并不会发生销售渠道重叠的现象。同时销售价格与产品均不同，可以认为针对不同的市场进行销售，不会出现同质化竞争的情况。

受益于全球产业趋势转移，公司凭借着目前与大客户的良好合作关系，我们认为公司未来将承接更多的OEM订单。

基于对主要出口地区支持节能灯产品使用的乐观判断，公司高层认为公司出口业务遭遇反倾销调查的可能性很小。

产能 11 年逐步释放，新产品引领市场

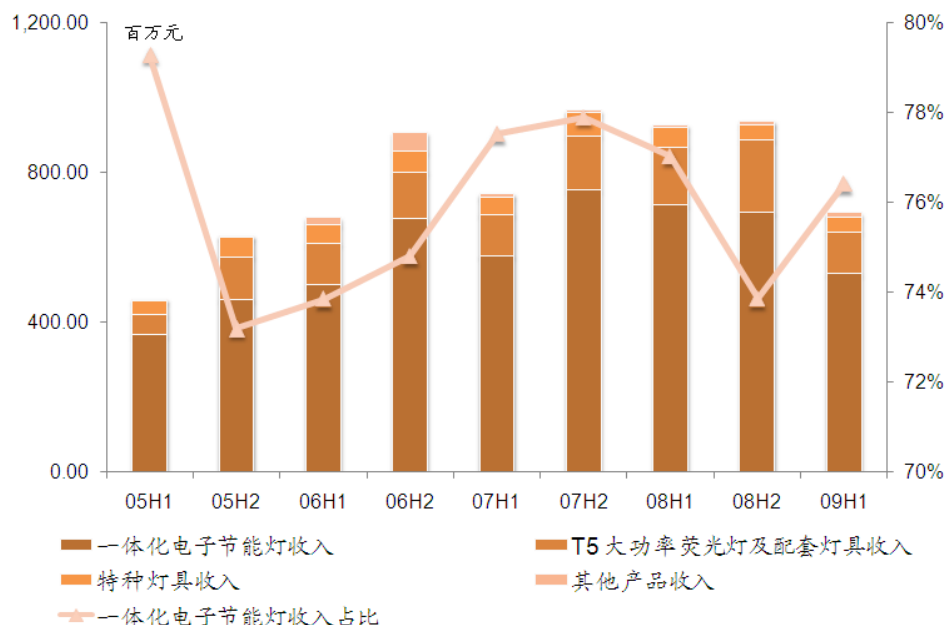
公司目前在上虞、江西的生产基地产能分别为2亿只及1亿只节能灯，在建的厦门基地目前处于基建阶段，公司预计明年10月完成基建工作，11年投产。

但产能释放并非一蹴而就，生产线必须要经过设备采购、安装、调试的阶段，因此

必然是一个逐步释放的过程。参照公司之前江西生产基地的建设投产情况，我们预计厦门基地在11年的产能将为3000-5000万只节能灯的规模。

公司是国内节能灯行业的绝对龙头，节能灯产品占营业收入75%以上，公司正力图突破主营业务“一灯独大”的局面，增加灯具产品比例，积极引入新产品。

图 5 公司近年来节能灯收入占比



数据来源：公司公告，湘财证券研究所

公司在厦门生产的LED灯具目前仅为小批量生产，关键LED芯片通过进口采购获得。LED芯片目前在光强、显色性等性能指标上仍有不足，因此需要通过后期灯具的设计进行弥补，LED灯具设计的难点主要包括散热、电子元器件驱动电路的设计。公司目前已可生产出普通灯具性能相当的LED灯具，但成本较高，因此目前针对高端市场，以出口业务为主。公司LED灯具月产2-3万套，以每套灯具200元计算，LED灯具月收入约为500万元，尚未对公司的主营业务收入产生重要影响。

我们认为科技部于去年开展的“十城万盏”工程及今年对该工程的进一步扩容，将直接带动LED照明技术在户外照明领域的应用，LED照明市场未来大有可为。

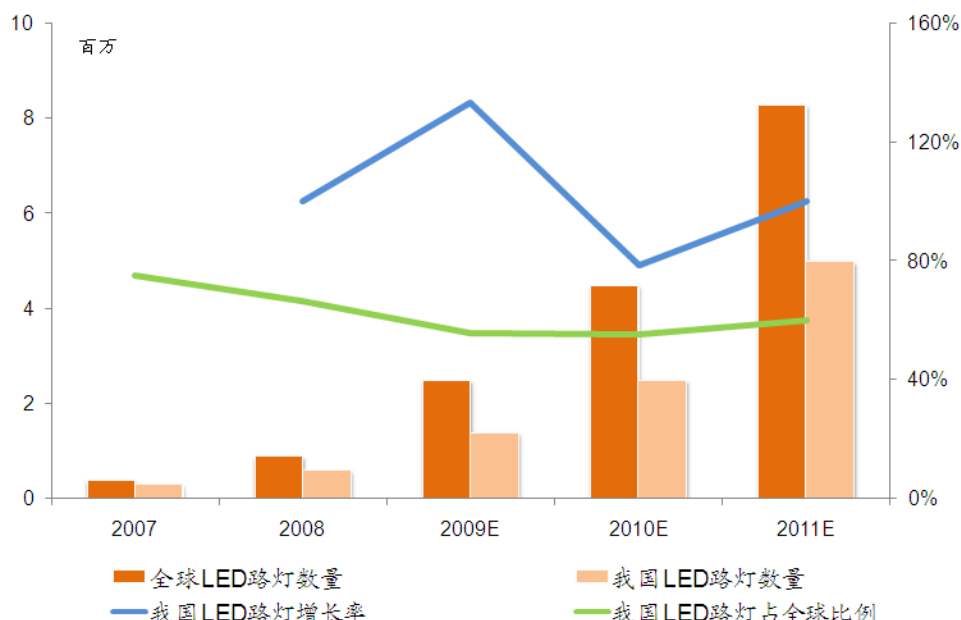
但照明方式的变革需要时间，以节能灯为例，自上世纪70年代飞利浦公司生产出第一支紧凑型灯管以来，节能灯对白炽灯的全面替换等待了将近30年才真正启动。目前LED发光技术在重要性能指标上有待进一步突破，LED灯具价格仍偏高，预计至少3年内LED灯无法完全替代节能灯，节能灯仍将是短期内的主流照明方式。

综合分析国内LED产业链，我们认为LED下游应用即LED灯具的设计、生产、销售将在未来LED照明市场启动时最先受益。主要出于两点原因，首先国内LED芯片设计、封装企业在核心技术与专利上落后国外领先企业，复杂的专利授权、昂贵的专利授权费将会为国内LED芯片企业发展带来障碍。其次，国内企业具备实力进行LED

灯具设计，而且LED灯具设计也是LED照明产业链上附加值较高的一环。

因此，我们建议投资者目前仍以新产品导入的角度看待公司LED灯具业务，LED业务未来对公司营收的贡献有待于LED照明在普通照明领域的启动。

图 6 LED路灯数量预测



数据来源：国家半导体照明工程研发及产业联盟，湘财证券研究所

盈利预测与估值

对公司的盈利预测，我们首先做出如下假设：

1. 考虑公司年末的经营状况以及开拓国内市场的表现，预计今年四季度公司营收达到近年来四季度高点4.8亿元，全年营收为17.10亿元，各主营产品的营收比重仍与公司上半年比重相同。
2. 考虑公司10年对生产线生产效率的提升，国家高效照明推广力度加强以及国内市场的增长，不考虑厦门基地的产能，预计10年一体化节能灯营收将达到16.8亿元，T5大功率荧光灯营收4.2亿元。
3. 假设11年厦门基地投产，全年产出节能灯4000万只，江西、上虞基地运营情况基本与10年相同，同时考虑08、09年国内居民购置的节能灯2年后逐步替换更新所带来的市场空间，预计11年一体化节能灯营收将达到20.5亿元，T5大功率荧光灯营收4.2亿元。
4. 假设特种灯具与其他产品营收保持小幅稳步增长。

5. 假设一体化节能灯与T5大功率荧光灯在今年毛利率达到高点后明后两年回落至常态，但保持逐步增长。特种灯具与其他产品毛利率保持稳定。

表 2 公司分产品主营收入预测

项目	2007	2008	2009E	2010E	2011
一、营业收入			1710.37	2220.00	2698.00
其他	15.02	16.73	27.37	30.00	32.00
特种灯具	108.58	91.66	100.00	90.00	96.00
T5 大功率荧光灯及配套灯具	257.59	350.29	283.00	420.00	520.00
一体化电子节能灯	1331.14	1408.78	1300.00	1680.00	2050.00
二、营业成本			1420.11	1868.40	2270.73
其他	14.01	16.30	22.17	28.20	30.08
特种灯具	90.40	69.29	80.00	72.00	76.80
T5 大功率荧光灯及配套灯具	218.08	298.26	220.74	348.60	431.60
一体化电子节能灯	1131.22	1196.43	1097.20	1419.60	1732.25
三、营业毛利			290.26	351.60	427.27
其他	1.02	0.43	5.20	1.80	1.92
特种灯具	18.18	22.37	20.00	18.00	19.20
T5 大功率荧光灯及配套灯具	39.52	52.03	62.26	71.40	88.40
一体化电子节能灯	199.92	212.36	202.80	260.40	317.75
四、毛利率(%)			16.97%	15.84%	15.84%
其他	6.79	2.59	19.00	6.00	6.00
特种灯具	16.74	24.40	20.00	20.00	20.00
T5 大功率荧光灯及配套灯具	15.34	14.85	22.00	17.00	17.00
一体化电子节能灯	15.02	15.07	15.60	15.50	15.50

数据来源：湘财证券研究所

考虑公司10年EPS预测值0.56元，对比A股照明行业上市公司，给予公司25-33倍估值水平，对应估值区间为14-18.5元，目前公司股价处于估值高位，给予“增持”评级。

但我们认为公司作为国内绿色照明行业的龙头，在未来全球产业转移以及节能灯取代白炽灯的大趋势中将会长足发展，成长性明确，建议一旦合理价位出现坚决买入。

风险提示

人民币汇率风险；新产品市场风险。

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	1272	1186	1484	1695	营业收入	1891	1710	2220	2698
现金	570	518	666	815	营业成本	1595	1420	1868	2271
应收账款	378	332	427	530	营业税金及附加	10	8	11	14
其他应收款	14	18	24	27	营业费用	51	68	89	108
预付账款	31	92	121	68	管理费用	87	91	118	143
存货	272	214	233	243	财务费用	19	-2	-3	-11
其他流动资产	7	12	12	13	资产减值损失	2	1	0	0
非流动资产	675	671	663	658	公允价值变动收益	-12	9	5	5
长期投资	105	105	105	105	投资净收益	1	10	5	5
固定资产	451	467	475	479	营业利润	117	143	147	184
无形资产	32	31	30	30	营业外收入	26	30	40	50
其他非流动资产	88	68	53	43	营业外支出	5	1	2	2
资产总计	1947	1856	2148	2353	利润总额	138	173	185	232
流动负债	774	632	794	831	所得税	28	31	33	42
短期借款	65	66	87	0	净利润	110	142	151	190
应付账款	332	284	374	454	少数股东损益	7	10	11	13
其他流动负债	377	282	333	377	归属母公司净利润	102	132	141	177
非流动负债	78	78	78	78	EBITDA	175	147	149	178
长期借款	53	53	53	53	EPS (元)	0.41	0.53	0.56	0.71
其他非流动负债	25	25	25	25	主要财务比率				
负债合计	853	710	872	910	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
少数股东权益	110	120	131	144	成长能力				
股本	250	250	250	250	营业收入	8.4%	-9.5%	29.8%	21.5%
资本公积	344	344	344	344	营业利润	-25.6%	22.9%	2.3%	25.5%
留存收益	395	426	541	690	归属于母公司净利润	-9.2%	28.4%	7.0%	25.7%
归属母公司股东权益	984	1026	1145	1299	获利能力				
负债和股东权益	1947	1856	2148	2353	毛利率(%)	15.6%	17.0%	15.8%	15.8%
现金流量表					净利率(%)	5.4%	7.7%	6.3%	6.6%
单位: 百万元					ROE(%)	10.4%	12.8%	12.3%	13.6%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROIC(%)	16.4%	19.0%	19.2%	25.9%
经营活动现金流	133	192	146	248	偿债能力				
净利润	110	142	151	190	资产负债率(%)	43.8%	38.3%	40.6%	38.7%
折旧摊销	40	5	5	6	净负债比率(%)	31.44%	16.78%	16.09%	5.85%
财务费用	19	-2	-3	-11	流动比率	1.64	1.88	1.87	2.04
投资损失	-1	-10	-5	-5	速动比率	1.28	1.53	1.57	1.74
营运资金变动	-48	59	-18	56	营运能力				
其他经营现金流	15	-1	15	12	总资产周转率	0.98	0.90	1.11	1.20
投资活动现金流	-141	8	5	5	应收账款周转率	4	5	6	5
资本支出	134	0	0	0	应付账款周转率	4.69	4.61	5.68	5.49
长期投资	-13	-1	-1	-1	每股指标 (元)				
其他投资现金流	-20	6	4	4	每股收益(最新摊薄)	0.41	0.53	0.56	0.71
筹资活动现金流	-15	-252	-2	-104	每股经营现金流(最新摊薄)	0.53	0.77	0.58	0.99
短期借款	15	1	21	-87	每股净资产(最新摊薄)	3.94	4.11	4.59	5.20
长期借款	-101	0	0	0	估值比率				
普通股增加	58	0	0	0	P/E	30.25	23.56	22.02	17.53
资本公积增加	-0	0	0	0	P/B	3.15	3.02	2.71	2.39
其他筹资现金流	14	-253	-23	-17	EV/EBITDA	16	19	19	16
现金净增加额	-37	-52	148	149					

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。