

2010-03-20

电气设备与新能源

佛山照明 000541.SZ

高瞻远瞩，布局新能源

◇ 事件：公司公告参股合肥国轩高科动力能源有限公司

◆ 参股锂电池企业，战略意义大于短期业绩贡献，“增持”评级

公司公告意向投资合肥国轩高科动力能源有限公司，持股 20%。公司继进入锂电池上游碳酸锂行业后，再次通过参股形式进入锂电池组和电池材料领域，战略意图清晰，锂电池全产业链已具雏形。我们预计，2010-2012 年合肥国轩将为公司贡献 EPS 为 0.01、0.02 和 0.04 元，公司进入锂电池领域战略意义大于短期业绩贡献，未来发展值得关注。我们上调投资评级为“增持”评级，目标价格 13.80 元。

◆ 公司打造锂电池全产业链的意图明确

公司通过参股形式进入锂电池上游资源和下游电池领域：1) 2009 年 9 月，公司通过与华欧组建合资公司，获得吸附法提取碳酸锂技术，并与盐湖集团签订了合作意向书，共同生产锂电池原材料碳酸锂；2) 2010 年 3 月，公司意向参股合肥国轩，进入锂电池材料和电池组生产领域，合肥国轩具有 500 吨铁锂材料，以及 25 万千瓦时铁锂电池组生产能力。目前佛照两个项目均处于意向阶段，如果能够顺利完成，公司将实现资源（碳酸锂）—铁锂材料—动力电池组完整产业链，在动力电池领域具有较大优势。

◆ 新能源汽车行业 2010 年起步，2012 年保有量有望达到 9 万辆

2010 年中国新能源汽车市场将全面启动，目前推广城市已经扩大到 13 城，按照各市规划计算，2012 年前平均每城的推广规模在 4500 辆左右。根据目前各省市的基础条件，我们认为短期内具备新能源汽车推广条件的城市有 20-25 个，按目前每城平均的推广数量计算，2012 年前我国新能源汽车保有量有望达到 9 万辆左右。

◆ 公司锂电池项目短期业绩贡献有限

我们预计，2010-2012 年我国新能源汽车推广辆分别为 1 万、2.4 万、5.6 万辆，客车推广辆分别为 0.8、1.6 和 3.3 万辆，按照合肥国轩 15% 的市场占有率测算，2010-2012 年合肥国轩将为佛山照明贡献 EPS 为 0.01、0.02 和 0.04 元。考虑碳酸锂项目，2010-2012 年新能源业务将为佛山照明贡献 EPS 为 0.02、0.06 元和 0.12 元。

◆ 盈利预测与估值

综上所述，我们预计公司 2010-2012 年净利润分别为 2.85 亿、3.79 亿和 4.97 亿元，每股收益分别为 0.29 元、0.39 元和 0.51 元，复合增速 30%。考虑公司有望打造动力锂电池全产业链平台，新能源项目值得期待，给予公司 2011 年 35 倍的估值水平，目标价格 13.80 元。

业绩预测和估值指标

指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入（百万元）	1,496	1,719	1,974	2,311	2,720
营业收入增长率	19.41%	14.88%	14.85%	17.08%	17.69%
净利润（百万元）	424	224	230	288	383
净利润增长率	58.98%	-47.11%	2.50%	25.44%	32.95%
EPS（元）	0.43	0.23	0.23	0.29	0.39
ROE（归属母公司） （摊薄）	14.19%	8.62%	8.58%	9.95%	12.00%
P/E	29	54	53	42	32
P/B	4	5	5	4	4
EV/EBITDA	26	35	32	28	24

上调

增持

当前价格	12.38 元
目标价格	13.80 元
目标期限	6 个月

分析师：

周励谦（执业证书编号：S0930209050199）

021-22169175

zhouliqian@ebsecn.com

联系人：

王海生 袁瑶

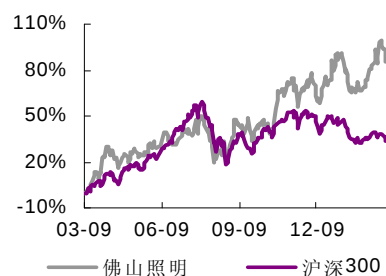
021-22169112

yuanyao@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股)	979
总市值(百万元)	12,115
流通比例(%)	62.88%
12 个月最高/最低(元)	12.47/7.18
近 3 月日均成交量(百万股)	19.69
主要股东	欧司朗控股有限公司

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	16.37	30.78	65.27
绝对收益	17.68	27.89	103.52

相关报告：

佛山照明-碳酸锂项目值得期待

..... 2010-01-17

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

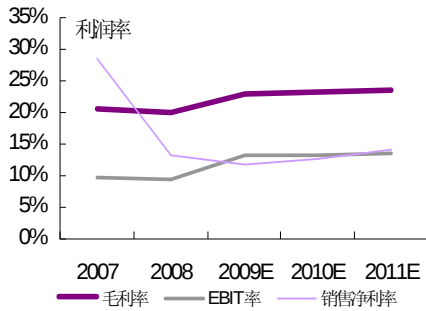
敬请参阅最后一页之重要声明。

图表 1：公司新能源项目盈利预测

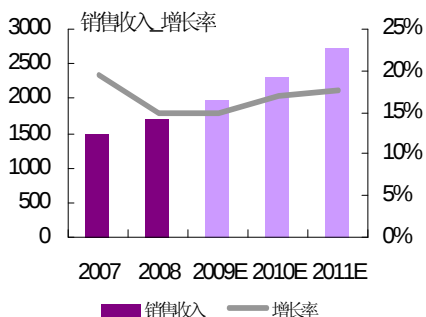
碳酸锂项目测算	2010	2011	2012
产能(万吨)	1	1	1.5
产量(万吨)	0.2	0.8	1.5
价格(万元)	6	6	6
销售收入(亿)	1.2	4.8	9
毛利率	75.00%	75.00%	75.00%
净利润率	53.30%	53.30%	53.30%
毛利(亿)	0.90	3.60	6.75
净利润(亿)	0.64	2.56	4.80
佛山照明投资收益(亿)	0.12	0.50	0.93
贡献 EPS	0.01	0.04	0.08
合肥国轩高科动力能源	2010	2011	2012
新能源汽车推广量(辆)	10000	24000	55000
客车占比	80%	70%	60%
客车推广量(辆)	8000	16800	33000
合肥国轩市场占有率	15%	15%	15%
国轩销量	1200	2520	4950
价格(万元)	30	30	30
销售收入(亿)	3.6	7.56	14.85
净利润率	15%	15%	15%
净利润(亿)	0.54	1.13	2.23
佛山照明投资收益(亿)	0.11	0.23	0.45
EPS	0.01	0.02	0.04
新能源项目合计贡献 EPS	0.02	0.06	0.12

资料来源：光大证券研究所

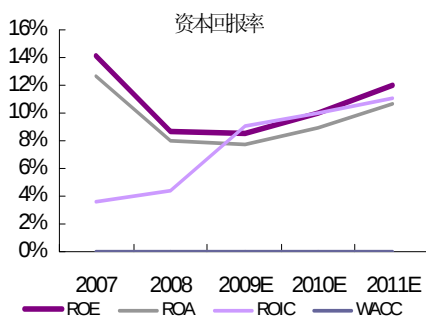
财务报表及预测



利润表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1,496	1,719	1,974	2,311	2,720
营业成本	1,190	1,373	1,521	1,777	2,080
折旧和摊销	59	90	118	121	123
营业税费	10	12	14	16	19
销售费用	57	59	63	74	87
管理费用	84	112	118	139	163
财务费用	3	-5	-6	-7	-10
公允价值变动损益	21	-54	0	0	0
投资收益	330	165	10	33	82
营业利润	495	272	275	346	461
利润总额	501	275	278	349	464
少数股东损益	5	1	1	2	2
归属母公司净利润	423.80	224.16	229.76	288.22	383.18



资产负债表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
总资产	3,393	2,830	2,995	3,257	3,604
流动资产	1,792	1,569	1,818	2,147	2,579
货币资金	1,098	928	1,175	1,421	1,754
交易型金融资产	107	0	0	0	0
应收帐款	214	218	223	240	284
应收票据	35	38	43	51	60
其他应收款	42	46	42	44	44
存货	283	289	304	355	395
可供出售投资	511	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	75	186	187	190	198
固定资产	776	739	703	657	588
无形资产	144	192	182	173	164
总负债	375	198	285	326	375
无息负债	375	198	285	326	375
有息负债	0	0	0	0	0
股东权益	3,018	2,633	2,710	2,931	3,229
股本	466	699	979	979	979
公积金	1,945	1,375	1,130	1,173	1,231
未分配利润	576	528	569	745	983
少数股东权益	31	31	32	34	36



现金流量表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	52	126	446	361	448
净利润	424	224	230	288	383
折旧摊销	59	90	118	121	123
净营运资金增加	285	241	41	210	255
其他	-716	-429	57	-258	-313
投资活动产生现金流	240	-21	-51	-53	-38
净资本支出	-144	-192	50	50	30
长期投资变化	75	186	-1	-3	-8
其他资产变化	309	-15	-100	-100	-60
融资活动现金流	-172	-273	-148	-62	-77
股本变化	108	233	280	0	0
债务净变化	0	0	0	0	0
无息负债变化	108	-177	88	41	49
净现金流	120	-168	247	246	332

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	19.41%	14.88%	14.85%	17.08%	17.69%
净利润增长率	58.98%	-47.11%	2.50%	25.44%	32.95%
EBITDA 增长率	-30.52%	22.70%	53.31%	13.01%	15.47%
EBIT 增长率	-30.85%	10.79%	66.45%	17.79%	20.83%
估值指标					
PE	29	54	53	42	32
PB	4	5	5	4	4
EV/EBITDA	26	35	32	28	24
EV/EBIT	37	55	46	39	32
EV/NOPLAT	77	81	56	48	40
EV/Sales	4	5	6	5	4
EV/IC	3	4	5	5	4
盈利能力 (%)					
毛利率	20.49%	20.11%	22.97%	23.12%	23.51%
EBITDA 率	13.67%	14.60%	19.10%	18.44%	18.09%
EBIT 率	9.70%	9.35%	13.15%	13.23%	13.58%
税前净利润率	33.52%	15.97%	14.10%	15.11%	17.07%
税后净利润率 (归属母公司)	28.33%	13.04%	11.64%	12.47%	14.09%
ROA	12.64%	7.97%	7.71%	8.90%	10.69%
ROE (归属母公司) (摊薄)	14.19%	8.62%	8.58%	9.95%	12.00%
经营性 ROIC	3.55%	4.45%	9.09%	9.95%	11.01%
偿债能力					
流动比率	6.58	7.96	6.38	6.59	6.89
速动比率	554.24%	649.31%	531.59%	550.02%	583.11%
归属母公司权益/有息债务	-	-	-	-	-
有形资产/有息债务	-	-	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.43	0.23	0.23	0.29	0.39
每股红利	0.28	0.16	0.07	0.09	0.12
每股经营现金流	0.05	0.13	0.46	0.37	0.46
每股自由现金流(FCFF)	-0.08	0.10	0.24	0.11	0.13
每股净资产	3.05	2.66	2.74	2.96	3.26
每股销售收入	1.53	1.76	2.02	2.36	2.78

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

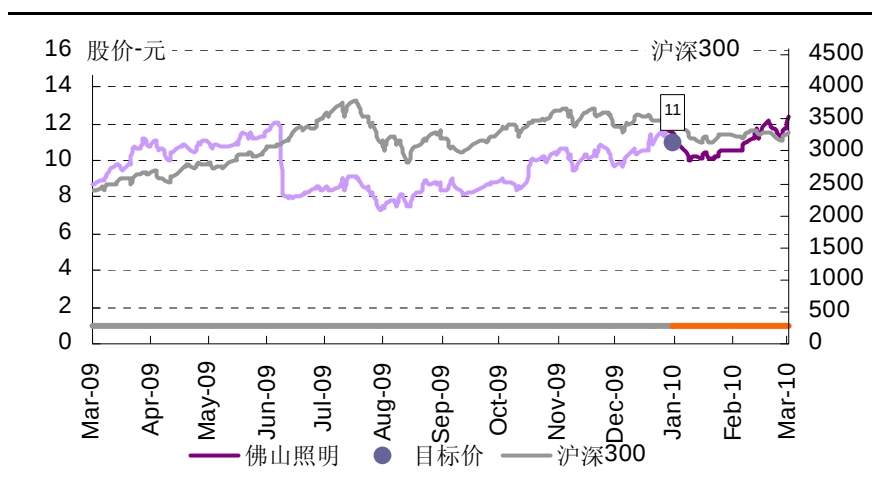
周励谦，北京理工大学，通信与信息系统专业硕士学位。2007 年加入光大证券研究所，现为 TMT 研究团队负责人，主要从事电信服务和通信设备制造行业的研究。2009 年同时获得新财富及水晶球最佳分析师第一名，2008 年分别获得新财富及水晶球最佳分析师第三名、第一名。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

佛山照明（000541）



日期	股价	目标	评级
2010-01-17	11.60	11.00	中性

买入	增持	中性
减持	卖出	

资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

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%至 15%；
 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。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，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。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebsecn.com
上海				
	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebsecn.com
	王莉本	021-22169083	13641659577	wanglb@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
深圳				
	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebsecn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebsecn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，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。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。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。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。