

佛山照明：“锂想”照进现实

公司公告点评

报告关键点：

- 正式收购合肥国轩高科股权
- 拟以蓝科锂业为项目公司与盐湖集团再续前缘
- 坚定不移打造锂电电动汽车完整产业链，维持买入-A投资评级

报告摘要：

- 正式收购合肥国轩高科股权：公司于3月20日公告了受让合肥国轩高科股权的意向，7月14日晚间公司发布《关于正式收购合肥国轩营销策划有限公司持有的合肥国轩高科动力能源有限公司20%股权投资的公告》。综合财务审计与咨询报告情况，公司董事会已通过决议，授权公司管理层有条件的实施股权收购。收购方案基本与此前公告的意向收购方案一致。公开资料显示，6月21日，安徽安凯汽车股份有限公司、合肥新亚汽车客运有限公司、合肥国轩高科动力能源有限公司在合肥共同签下100台纯电动客车的采购大单，采购的车辆将全数采用国内领先的国轩高科磷酸铁锂动力电池为其提供动力。这是继今年1月24日30辆装有国轩动力锂电池的安凯纯电动客车投入合肥18路公交车进行示范运营后，国轩再次获得百辆纯电动客车动力电池的订单。首批30辆从投入示范运营以来，已安全运行5个月，运营总里程达到50多万公里，平均单车百公里耗电108kwh，一次充电实际运营工况最大续航里程274km，总体运行效果良好，表明国轩高科动力锂电池组的技术成熟度已经居于国内前列，未来三年国轩高科承诺的年均净利1亿元有望兑现，公司将由此获得年均2000万元的投资收益。投资国轩高科的另一层重大意义在于，国轩高科拥有成熟的磷酸亚铁锂技术与产业化经验，并且在大容量的方型锂电芯成组方面拥有国内领先的技术与产业化经验，目前国内外锂电池成组比较成熟的技术大多是采用小容量的18650电芯，我们认为大容量的方型锂电芯会是未来锂电池成组的趋势性选择。
- 拟以蓝科锂业为项目公司与盐湖集团再续前缘：公司发布了《关于向青海佛照锂能源开发有限公司增加投资的公告》，青海佛照注册资本由原7692.3 万元人民币增至1 亿元人民币，增资后各方股东持股比例仍然不变，佛山照明仍然以38%的股权处于相对控股。青海佛照锂能源开发有限公司也已与青海盐湖科技开发有限公司签订正式合作协议，协议的合作方式与股权结构都有较大变化。原青海佛照锂能源开发有限公司与青海盐湖科技开发有限公司签署的意向协议在本协议签署后即告终止。新的合租协议中以蓝科锂业为项目公司，盐湖集团全资子公司盐湖科技持有青海盐湖蓝科锂业股份有限公司50%股份，青海佛照持有青海盐湖蓝科锂业股份有限公司30%的股份，折合到佛山照明上市公司权益比例为11.4%，该权益比例较去年公告的意向合作协议中佛山照明持有项目公司19.38%的股权有所下降。合资公司正式投产前仍需经过卤水提锂技术的产业化展示工作，并由三方共同确认展示成果达到协议标准后方可正式量产。
- 坚定不移打造锂电电动汽车完整产业链，维持买入-A投资评级：目前公司已在投资碳酸锂资源项目，公司可以利用自有的新能源上游产品的资源优势，发展锂电池项目，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。通过新能源项目的开发和发展，将公司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 and 产业结构。新能源汽车以及上升至国家战略，我们认为佛山照明的战略布局将会在未来充分分享到新能源汽车的世纪盛宴，维持买入-A投资评级，12个月目标价21.5元。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,718.7	1,707.3	2,183.8	2,933.5	4,250.2
Growth(%)	14.9%	-0.7%	27.9%	34.3%	44.9%
净利润	224.2	212.2	283.3	418.9	731.8
Growth(%)	-47.1%	-5.3%	33.5%	47.9%	74.7%
毛利率(%)	20.1%	26.7%	23.3%	25.5%	29.2%
净利润率(%)	13.0%	12.4%	13.0%	14.3%	17.2%
每股收益(元)	0.23	0.22	0.29	0.43	0.75
每股净资产(元)	2.69	2.77	2.88	3.15	3.60
市盈率	57.2	60.4	45.3	30.6	17.5
市净率	4.9	4.7	4.5	4.2	3.6
净资产收益率(%)	8.6%	8.4%	10.1%	13.7%	21.0%
ROIC(%)	16.9%	13.0%	16.7%	21.0%	34.0%
EV/EBITDA	20.5	30.3	25.4	18.1	11.4
股息收益率	2.1%	1.2%	1.3%	1.3%	2.3%

评级：

买入-A

上次评级： 买入-A

目标价格：

21.5 元

期限： 12 个月 上次预测： 21.50 元

现价： 13.10 元

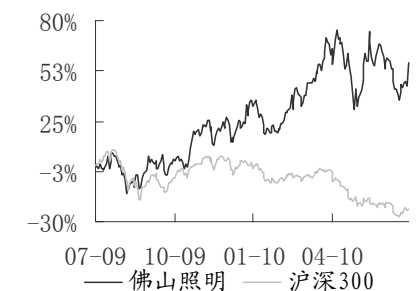
报告日期：

2010-07-14

市场数据

总市值(百万元)	12,819.19
流通市值(百万元)	8,069.14
总股本(百万股)	978.56
流通股本(百万股)	615.96
12 个月最高/最低	7.18/15.10 元
十大流通股(%)	22.26%
股东户数	113,257

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(0.23)	15.56	79.87
绝对收益	(4.05)	(6.48)	56.68

研究员

刘军	首席行业分析师
021-68766167	liujun@essence.com.cn
证书编号	S1450208100171
谭志勇	助理行业分析师
021-68765172	tanzhy2@essence.com.cn

前期研究成果

佛山照明：新能源电动车完整产业链初现端倪	2010-06-30
佛山照明：国内盐湖卤水提锂产业化破局者	2010-05-24
佛山照明：业绩符合预期，布局新能源提升估值空间	2010-04-29

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-7-14

利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,718.7	1,707.3	2,183.8	2,933.5	4,250.2	成长性					
减: 营业成本	1,373.1	1,252.0	1,675.5	2,185.1	3,011.2	营业收入增长率	14.9%	-0.7%	27.9%	34.3%	44.9%
营业税费	12.4	13.6	15.3	20.5	29.8	营业利润增长率	-45.2%	-2.0%	22.3%	53.8%	74.7%
销售费用	59.2	68.2	69.9	93.9	136.0	净利润增长率	-47.1%	-5.3%	33.5%	47.9%	74.7%
管理费用	112.2	112.1	115.7	155.5	225.3	EBITDA 增长率	-36.0%	-3.4%	21.2%	39.4%	58.1%
财务费用	-4.9	-5.0	-8.3	-8.9	-10.3	EBIT 增长率	-46.5%	-2.1%	21.5%	55.0%	75.8%
资产减值损失	6.0	3.2	-5.1	2.6	7.4	NOPLAT 增长率	-49.0%	0.3%	26.2%	48.9%	75.7%
加: 公允价值变动收益	-54.1	-	-0.1	-	-	投资资本增长率	31.0%	-2.1%	18.4%	8.7%	15.6%
投资和汇兑收益	165.0	3.0	5.0	16.0	24.0	净资产增长率	-12.8%	2.8%	4.3%	9.1%	14.5%
营业利润	271.7	266.2	325.7	500.7	874.9	利润率					
加: 营业外净收支	2.8	3.9	15.0	3.0	5.0	毛利率	20.1%	26.7%	23.3%	25.5%	29.2%
利润总额	274.5	270.1	340.7	503.7	879.9	营业利润率	15.8%	15.6%	14.9%	17.1%	20.6%
减: 所得税	49.1	43.8	54.5	80.6	140.8	净利润率	13.0%	12.4%	13.0%	14.3%	17.2%
净利润	224.2	212.2	283.3	418.9	731.8	EBITDA/营业收入	23.5%	22.8%	21.6%	22.5%	24.5%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	15.5%	15.3%	14.5%	16.8%	20.3%
货币资金	927.9	1,036.6	1,020.9	1,164.6	1,382.1	运营效率					
交易性金融资产	-	0.1	-	-	-	固定资产周转天数	159	148	116	89	57
应收帐款	264.0	297.2	337.4	458.1	667.2	流动营业资本周转天数	79	81	83	98	95
应收票据	38.4	54.1	47.9	64.3	93.2	流动资产周转天数	352	338	279	237	206
预付帐款	49.5	15.6	15.6	15.6	15.6	应收帐款周转天数	45	55	50	43	42
存货	289.5	234.2	321.2	418.9	577.2	存货周转天数	60	55	46	45	42
其他流动资产	-0.0	0.0	0.0	-0.0	-	总资产周转天数	652	614	498	393	307
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	315	356	300	253	196
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	185.9	254.1	254.0	254.0	254.0	ROE	8.6%	8.4%	10.1%	13.7%	21.0%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	8.0%	7.6%	9.4%	12.6%	19.0%
固定资产	739.2	667.2	741.5	704.5	637.0	ROIC	16.9%	13.0%	16.7%	21.0%	34.0%
在建工程	126.8	185.0	57.0	31.4	26.3	费用率					
无形资产	191.5	228.1	223.6	219.2	214.9	销售费用率	3.4%	4.0%	3.2%	3.2%	3.2%
其他非流动资产	17.6	22.9	28.0	28.0	28.0	管理费用率	6.5%	6.6%	5.3%	5.3%	5.3%
资产总额	2,830.3	2,995.1	3,047.1	3,358.5	3,895.5	财务费用率	-0.3%	-0.3%	-0.4%	-0.3%	-0.2%
短期债务	-	-	-	-	-	三费/营业收入	9.7%	10.3%	8.1%	8.2%	8.3%
应付帐款	152.5	177.1	183.6	239.5	330.0	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	7.0%	9.7%	7.4%	8.4%	9.5%
其他流动负债	43.1	102.1	81.5	81.5	81.5	负债权益比	7.5%	10.7%	8.0%	9.1%	10.5%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	7.96	5.87	8.10	7.83	7.57
其他非流动负债	0.5	9.9	9.9	9.9	9.9	速动比率	6.49	5.03	6.61	6.28	5.97
负债总额	197.5	289.1	225.0	280.8	371.3	利息保障倍数	-54.67	-52.24	-38.08	-55.57	-83.83
少数股东权益	31.0	45.9	48.8	53.0	60.4	分红指标					
股本	699.0	978.6	978.6	978.6	978.6	DPS(元)	0.28	0.16	0.17	0.17	0.30
留存收益	1,902.8	1,681.5	1,794.9	2,046.2	2,485.2	分红比率	121.6%	72.5%	60.0%	40.0%	40.0%
股东权益	2,632.7	2,706.0	2,822.2	3,077.7	3,524.2	股息收益率	2.1%	1.2%	1.3%	1.3%	2.3%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	225.4	226.2	283.3	418.9	731.8	EPS(元)	0.23	0.22	0.29	0.43	0.75
加: 折旧和摊销	140.9	133.5	155.3	167.1	177.0	BVPS(元)	2.69	2.77	2.88	3.15	3.60
资产减值准备	6.0	3.2	-5.1	2.6	7.4	PE(X)	57.2	60.4	45.3	30.6	17.5
公允价值变动损失	54.1	-	-0.1	-	-	PB(X)	4.9	4.7	4.5	4.2	3.6
财务费用	8.7	2.5	3.3	-8.3	-8.9	P/FCF	-71.6	51.8	-548.8	51.9	32.2
投资收益	-165.0	-3.0	-5.0	-16.0	-24.0	P/S	7.5	7.5	5.9	4.4	3.0
少数股东损益	1.3	14.1	2.9	4.2	7.4	EV/EBITDA	20.5	30.3	25.4	18.1	11.4
营运资金的变动	-131.0	141.5	-135.3	-181.6	-313.2	CAGR(%)	23.4%	48.4%	70.1%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	126.2	488.6	287.6	386.4	576.0	PEG	2.4	1.2	0.6	-0.3	-0.2
投资活动产生现金流量	-20.6	-222.0	-85.7	-84.1	-76.1	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	-273.2	-154.5	-161.6	-158.7	-282.4	REP					

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

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、责任的和法律依据或者凭证，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

梁涛	上海联系人	潘艳	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68766516	panyan@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
马正南	北京联系人	周蓉	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人	胡珍	深圳联系人
0755-82558084	ligr@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
律烨	深圳联系人	曹加	深圳联系人
0755-82558076	lvye@essence.com.cn	0755-82558045	caojia@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