

2012-02-06

信息技术及服务/电子

证券研究报告

公司研究 / 深度研究

阳光照明 (600261)

增持/维持评级

股价: RMB16.72

分析师

庐山

SAC 执业证书编号:s1000511060001

0755-82125092

lushan@mail.htlhsc.com.cn

王小松

SAC 执业证书编号:S1000510120043

(0755)8212 5054

wangxs@mail.htlhc.com.cn

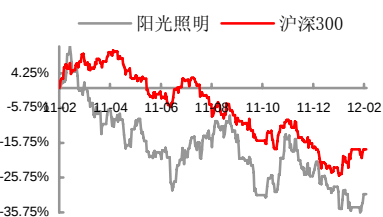
相关研究

《绿色照明行业的龙头》

基础数据

总股本 (百万股)	375
流通 A 股 (百万股)	375
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	6,264

最近 52 周股价走势图



资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

节能照明照亮未来

——阳光照明深度报告

- **全球白炽灯禁用政策带动国内节能灯行业迎来一轮增长周期。**全球白炽灯淘汰计划集中在 2010 年-2012 年实施，其中 2012 年起，主要发达国家和地区将开始全面禁止白炽灯销售。预计 2012 年下半年开始，巨大的存量白炽灯替换需求将会逐步释放。我国节能灯产量占到全球市场的 85%，将受益于全球白炽灯禁用迎来一轮增长周期，预计 2012-2014 年节能灯产量增速有望分别达到 8%、18%和 16%。
- **公司双重获益于行业成长和集中度提升，营收增速将快于行业增长。**一方面公司是国内节能灯行业的龙头企业之一，是国内第四大照明、第二大节能灯厂商。另一方面，国内节能灯行业自 2010 年 H2 开始步入下行周期，使得部分中小照明企业退出市场，进一步提升了国内照明行业的集中度。
- **公司盈利能力不断向上修复。**2011 年 Q3 开始，公司盈利逐步回升，得益于公司产品提价，金属、稀土等原材料价格回落，以及自主品牌和灯具比重的提升，盈利水平逐步回升，综合毛利率提升了 0.86 个百分点。基于原材料价格走势和库存周期判断，公司仍处于盈利上升周期，有望延续至 2012 年 Q1 和 Q2。
- **盈利预测。**我们预测公司 2011-2013 收入分别为 24.99、30.70 和 39.30 亿元，增发摊薄前 ESP 分别为 0.59、0.81 和 1.02 元；摊薄后 EPS 为 0.51、0.71 和 0.89 元（假设增发 5600 万股，摊薄 15%），摊薄后对应 PE 分别为 32.8、23.5 和 18.8 倍。
- **估值与投资建议。**从可比公司比较以及公司历史估值来看，LED 业务带来估值弹性提升了公司估值水平，30 倍 PE 是公司的估值中枢。基于节能灯照明业务稳定增长提供安全边际，LED 带来估值弹性，公开增发（底价 15.72 元）短期为对股价提供支撑，维持“增持”评级。
- **风险提示。**中小企业再次进入导致竞争加剧影响盈利水平的风险；原材料涨价的风险；LED 与传统业务竞争的风险。

经营预测与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	2170.4	2499.0	3070.0	3930.0
(+/-%)	24.5	15.1	22.8	28.0
归属母公司净利润(百万元)	181.6	219.0	303.0	381.0
(+/-%)	50.8	20.6	38.4	25.7
EPS(元)	0.48	0.59	0.81	1.02
P/E(倍)	34.5	28.6	20.7	16.4

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

谨请参阅尾页重要申明及华泰联合证券股票和行业评级标准

目 录

全球白炽灯禁用政策驱动我国节能灯行业迎来一轮增长高潮	4
2012 年开始，主要发达国家或地区将陆续开始全面禁止白炽灯使用	4
欧美等地节能灯替换需求有望于 2012 年下半年逐步释放	5
我国节能灯行业受益于欧美等地白炽灯替换需求迎来一轮增长周期	6
公司双重受益于我国节能灯增长和行业集中度提升	6
公司是国内节能灯龙头企业之一	6
2010 年下半年以来节能灯行业景气下行，促进行业份额进一步向龙头企业集中提升	7
公司不断扩充产能，双重获益于行业成长和集中度提升。	8
公司盈利能力仍处上升周期	9
上调节能灯产品价格	9
原材料价格步入下行周期	9
自主品牌比重提升将长期改善公司盈利能力	10
盈利预测	11
估值与投资建议	12
相对估值:	12
历史估值回顾:	12
投资建议:	13
近期重要事件	13
增发支撑公司 2011Q4 和 2012Q1 业绩增长	13
LED 照明补贴政策落地带来估值弹性，有望实现超额收益	13
风险因素	13
中小企业再次进入导致盈利能力下行的风险	13
LED 业务对节能灯的替代风险	14
原材料价格上涨的风险	15

图表目录

图 1:	我国白炽灯产量以及出口和内销比例.....	6
图 2:	2010 年 H2 钢材价格不断上涨.....	7
图 3:	2010 年 H2 铝价大幅上涨.....	7
图 4:	2011 年 H2, 用于节能灯三基色荧光粉的稀土价格暴涨.....	8
图 5:	2011 年 H2 以来, 光源和灯具企业数量大幅减少, 行业集中度进一步提升.....	8
图 6:	我们预估 2012 年节能灯成本将会下降近 3%	10
图 7:	公司自主品牌毛利率高于出口.....	10
	公司灯具毛利率高于节能灯.....	10
图 8:	雷士照明自主品牌比重超过 60%, 远高于公司	11
	雷士照明具比重超过 50%, 高于公司.....	11
图 9:	公司历史估值水平, 截止 2012.02.03.....	13
图 10:	公司毛利率呈周期变化, 目前处于上升期	14
	ROE 逐步回升	14
图 11:	2012 年开始, LED 有望在商照领域开始渗透	15
表格 1:	主要发达国家或地区已陆续实施白炽灯淘汰政策, 2012 年将开始全面禁止白炽灯	4
表格 2:	我国白炽灯淘汰路线图	4
表格 3:	欧盟白炽灯禁用带来的节能灯替换需求.....	5
表格 4:	照明企业根据 2009 年节能灯收入排名.....	6
表格 5:	根据 2009 年整体收入排名, 公司是国内第四大照明企业 (不含飞利浦等外资企业)	7
表格 6:	公司通过定向增发募投项目和设备改造增加产能	9
表格 7:	盈利预测结果及假设.....	11
表格 8:	估值比较.....	12

全球白炽灯禁用政策驱动我国节能灯行业迎来一轮增长高潮

预计 2012 年下半年开始，巨大的存量白炽灯替换需求将会带动节能灯迎来一轮增长周期。

2012 年开始，主要发达国家或地区将陆续开始全面禁止白炽灯使用

2007 年，由澳大利亚开始，先后有十几个国家陆续发布淘汰白炽灯计划。淘汰计划集中在 2010 年-2012 年实施，其中 2012 年起，主要发达国家或地区将开始全面禁止白炽灯销售。

表格 1：主要发达国家或地区已陆续实施白炽灯淘汰政策，2012 年将开始全面禁止白炽灯

国家或地区	开始时间	全面禁止白炽灯时间
澳洲	2009 年停止生产； 最晚 2010 年逐步禁止使用	-
加拿大	2012 年开始禁止销售白炽灯 2010 年开始执行白炽灯禁产政策。	-
台湾地区	2009 年起开始推动传统白炽灯逐步退出公家机关、饭店、医院 甚至一般住宅。	2012 年全面禁产
日本	2008 年开始实施	2012 年全面禁止使用
美国	2012 年 1 月到 2014 年 1 月，逐步淘汰大多数白炽灯泡，禁止销售。	2014 年 1 月后禁止使用
欧盟各国	2009 年 9 月起禁止销售 100 瓦传统灯泡。	2012 起全面禁用
韩国	韩国“第四次能源利用合理化基本计划”决定，将阶段性地调高光 能源仅占 5%，而热散发量高达 95% 的白炽灯的最低能耗标准， 并在 2013 年底前淘汰白炽灯	2013 年底前禁止使用

资料来源：公开信息、华泰联合证券研究所整理

11 月 4 日，国家发改委召开新闻发布会，发布《关于逐步禁止进口和销售普通照明白炽灯的公告》，详细介绍我国淘汰白炽灯路线图和时间表。

表格 2：我国白炽灯淘汰路线图

步骤	实施期限	目标产品	额定功率	实施范围	备注
1	2011 年 10 月 1 日-2012 年 9 月 30 日		过渡期为一年		发布公告及路线图
2	2012 年 10 月 1 日起	普通照明用白炽灯	≥100 W	禁止进口和国内销售	-
3	2014 年 10 月 1 日起	普通照明用白炽灯	≥60 W	禁止进口和国内销售	-
4	2015 年 10 月 1 日-2016 年 9 月 30 日		进行中期评估，调整后续政策		
5	2016 年 10 月 1 日起	普通照明用白炽灯	≥15 W	禁止进口和国内销售	或视 2015 年的中期评估结果而调整

资料来源：国家发改委、华泰联合证券研究所整理

欧美等地节能灯替换需求有望于 2012 年下半年逐步释放

欧美节能灯替换需求，有望于 2012 年下半年逐步释放、于 2014 和 2015 年达到高峰。

欧洲居民增加了白炽灯储备，以应对 2012 年白炽灯禁止销售的影响。因此白炽灯禁用对节能灯的需求将会在 2012 年下半年逐步体现。

2014 年 10 月中国开始禁止 60W 及以上白炽灯，替代需求将于 2015 年体现。60W 白炽灯是主力消耗类型，据业内估计，占到白炽灯总量的 70%。

欧盟和美国节能灯替换需求测算

估算 2012-2014 年，欧盟和美国节能灯替换需求约为 3.61、8.62、8.99 亿支。

表格 3：欧盟白炽灯禁用带来的节能灯替换需求

		2010	2011E	2012E	2013E	2014E
白炽灯消耗（亿支）	欧盟	20.00	19.00	18.05	14.44	7.22
	美国	20.00	19.00	18.05	17.15	14.58
替换比例	欧盟			15%	45%	70%
	美国			5%	10%	20%
节能灯需求（亿支）	欧盟			2.71	6.90	5.91
	美国			0.90	1.71	3.09
	合计			3.61	8.62	8.99

资料来源：华泰联合证券研究所估算

测算依据如下：

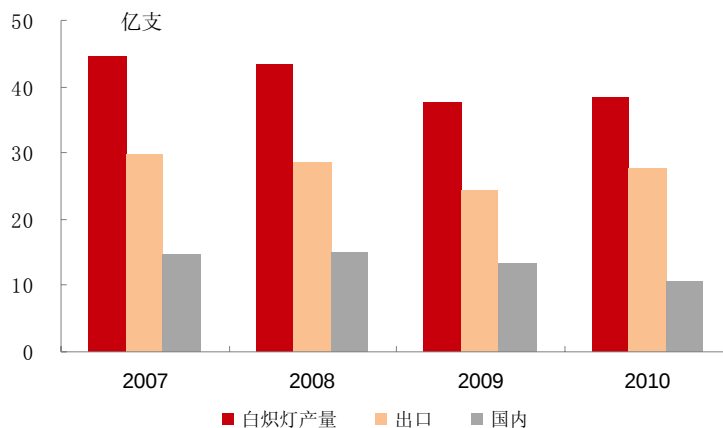
第一、假设白炽灯使用周期约为 1 年，以平均每天使用 3 个小时、一个白炽灯寿命为 1000 小时左右计算。

第二、行业调研和历史数据判断，美国 and 欧洲灯具消耗量相当。

第三、根据产业链调研，估算欧盟和美国每年白炽灯消费量约 40 亿支。结合我国照明灯具出口数据，以及产业链调研了解，欧盟和美国白炽灯需求约占全球的 35%，即约为 40 亿支。

第四、全球每年白炽灯产量超过 115 亿支。据发改委等相关数据，我国 2010 年白炽灯产量约为 38.5 亿支，约占全球产量的 1/3，可估算全球每年白炽灯消耗量约为 115 亿支。

图 1: 我国白炽灯产量以及出口和内销比例



资料来源：发改委、互联网、华泰联合证券研究所

我国节能灯行业受益于欧美等地白炽灯替换需求迎来一轮增长周期

发改委数据显示，我国已是全球节能灯主要供应地，全球占有率达到 85%。据此预估，2012-2014 年仅欧美白炽灯禁用的替换需求将会对我国节能灯行业带来 3.61、8.62、8.99 亿支的新增需求，

2010 年我国节能灯产量 42.60 亿支。我们预估 2011 年节能灯产量仅有微幅增长，主要是需求端受欧美经济疲软影响，同时供给端受到原材料特别是稀土涨价影响。

我们预估，白炽灯禁用带来的替换需求，将带动我国节能灯行业 2012-2014 年保持 8%、18%和 16%的增长。

公司双重受益于我国节能灯增长和行业集中度提升

公司是国内节能灯龙头企业之一

根据发改委相关数据，我国节能灯行业集中度已经较高。2010 年，前 20 家产量占比超过 82%，每家产量超过 5000 万只。

公司是国内节能灯行业龙头企业之一。公司收入规模位居国内照明行业第四，节能灯收入是国内行业第二。

表格 4: 照明企业根据 2009 年节能灯收入排名

厂商	销售收入排序
雷士照明	第一位
阳光照明	第二位
上海振欣电子工程有限公司	第三位
江苏建湖日月照明有限公司	第四位
厦门通士达有限公司	第五位
杭州宇中高虹照明电器有限公司	第六位
厦门利胜光源有限公司	第七位
江苏贵雅照明有限公司	第八位
顺德华强本邦电器有限公司	第九位

资料来源：中国照明电器协会、华泰联合证券研究所整理

表格 5：根据 2009 年整体收入排名，公司是国内第四大照明企业（不含飞利浦等外资企业）

厂商	销售收入排序
雷士照明	第一位
顺德华强本邦电器有限公司	第二位
上海振欣电子工程有限公司	第三位
阳光照明	第四位
中山市华艺灯饰有限公司	第五位
欧普照明	第六位
佛山照明	第七位
福建立达信集团有限公司	第八位
广东东松三雄电器有限公司	第九位
厦门通士达有限公司	第十位

资料来源：中国照明电器协会、华泰联合证券研究所整理

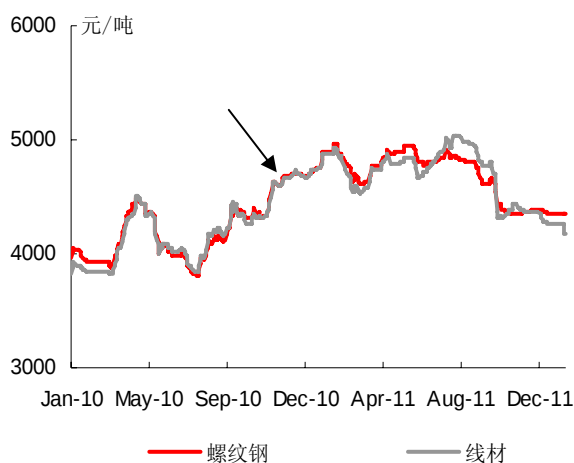
2010 年下半年以来节能灯行业景气下行，促进行业份额进一步向龙头企业集中提升

2010 年下半年以来，成本上升使得照明行业景气向下，盈利水平亦开始不断回落

原材料成本开始上涨：金属价格上涨成为 2010 年下半年主线；荧光粉价格和人工成本上涨成本是 2011 年上半年主线。

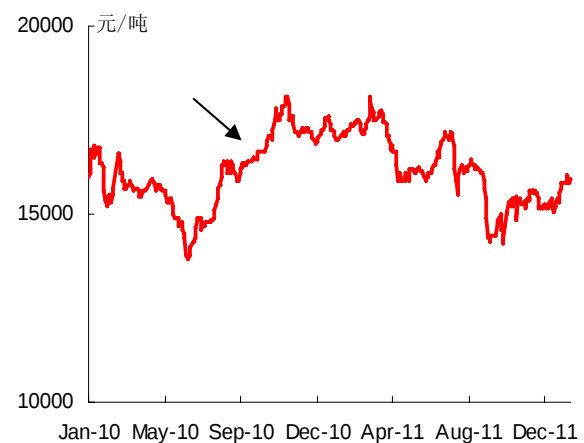
2011H1 稀土荧光粉价格最高上涨了 10 倍，由 300 元/公斤涨到 3000 元/公斤。

图 2： 2010 年 H2 钢材价格不断上涨



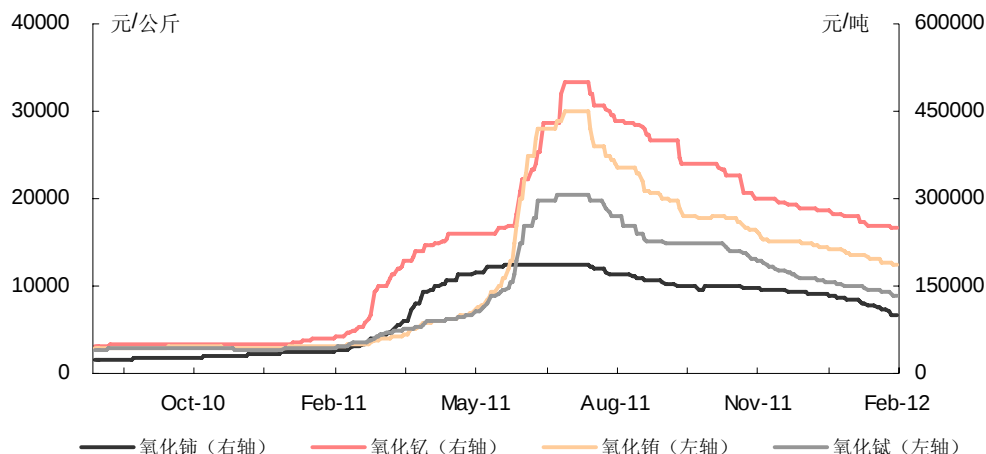
资料来源：亚洲金属网、华泰联合证券研究所整理

图 3： 2010 年 H2 铝价大幅上涨



资料来源：亚洲金属网、华泰联合证券研究所整理

图 4： 2011 年 H2，用于节能灯三基色荧光粉的稀土价格暴涨



资料来源：亚洲金属网、华泰联合证券研究所整理

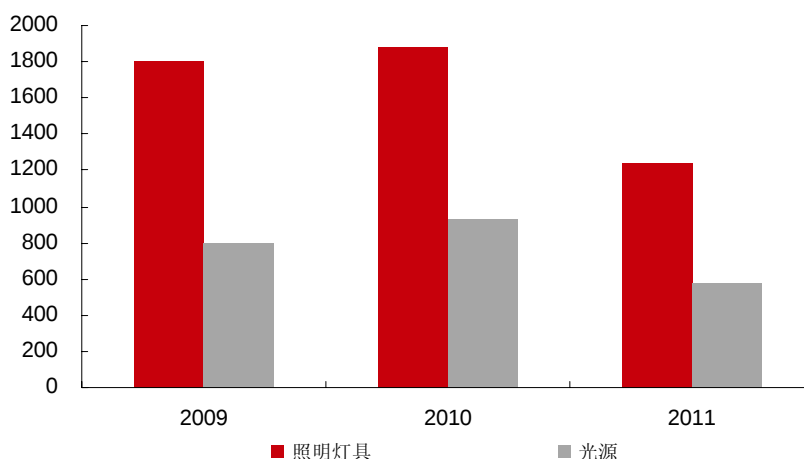
缺乏议价能力导致中小型企业逐步退出行业，行业集中度进一步提升

中小企业面对下游客户缺乏议价能力，面对原材料成本大幅上涨难以转嫁，不得不关停产能，甚至退出行业。

据 2011 年 6 月相关媒体报道，四大节能灯生产基地之一的临安市将有 3 成节能灯厂商会因为原材料成本上涨而关停产能。

另据厦门媒体报道，同为四大产地之一的厦门市，因为原材料成本上涨导致 2011 年上半年节能灯出口下降 30%。

图 5： 2011 年 H2 以来，光源和灯具企业数量大幅减少，行业集中度进一步提升



资料来源：Wind、华泰联合证券研究所整理

公司不断扩充产能，双重获益于行业成长和集中度提升。

公司将通过公开增发（2011 年 12 月 7 日通过证监会审核）筹募资金，扩充产能。

募投项目之一是增加 1.5 亿支微贡环保型节能灯。一方面提升产能，另一方面优化产品结构提升竞争力。

募投项目之二是投资 LED 照明，增加 2000 万套光源和 500 万套灯具。我们认为随着国家 LED 补贴政策的落地，LED 在商照领域将会逐步普及。公司将通过募投项目积极把握市场机会。

此外，据了解，公司亦计划通过设备改造和新增投入，在不增加人工投入的基础上，进一步提升现在产线的生产效率，扩大产能。

表格 6：公司通过定向增发募投项目和设备改造增加产能

	项目名称	总投资额	产能
1	微汞环保节能灯产业化项目	48000 万元	15000 万支
2	LED 节能照明产品项目	41920 万元	2000 万套光源和 500 万套灯具

资料来源：公告、华泰联合证券研究所整理

公司盈利能力仍处上升周期

2011 年 Q3 开始，国内照明行业龙头盈利能力不断修复，主要原因是产品提价，以及金属、稀土等原材料价格回落。

上调节能灯产品价格

2011 年 Q2，国内照明行业普遍调高了节能灯产品价格，平均涨幅约为 10-20%。

公司在 Q2 进行了两次调价，产品价格平均提高了 15-20%。调价的结果直接体现在 Q3 毛利率开始环比回升，从 Q2 的 17.22%提升到 18.08%。

此外，国内照明龙头企业雷士照明亦于 2011 年 7 月份完成调价，平均涨幅在 5-15%。

原材料价格步入下行周期

由图 3 可见，稀土价格在 2011 年 7 月份触顶后开始回落。据调研了解以及媒体报道，2011 年 9 月份，稀土荧光粉价格已从最高点 3000 元/公斤跌至 1300 元/公斤。

本轮稀土暴涨的主要原因是渠道商和资金借国内稀土产业整合之机的囤货投机行为，我们判断随着市场对国内稀土整合事件的消化，以及澳大利亚和美国未来稀土供应的增加，稀土荧光粉价格再次大幅上涨的概率很小。

金属价格未来亦呈现回落企稳之势。2011 年下半年以来，铝价由最高点下跌约 20%。华泰联合有色团队判断，2012 年铝价将在目前的价格附近震荡，大幅上涨概率很小。

另外，钢材价格 2011 年 9 月份开始大幅下调，下调幅度大约在 10-15%。华泰联合钢铁团队预计在产能扩张、需求疲软以及铁矿石价格下行的背景下，2012 年钢材价格仍可能下降 5-10%。

图 6：我们预估 2012 年节能灯成本将会下降近 3%



资料来源：公司公告、雷士照明公告、华泰联合证券研究所

资料来源：华泰联合证券研究所

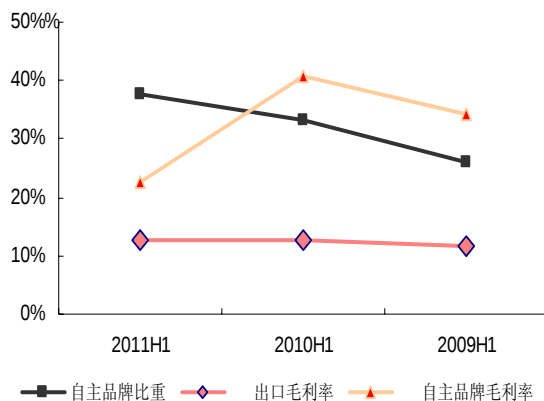
自主品牌比重提升将长期改善公司盈利能力

自主品牌通过两个方面提升公司盈利能力：一个是自主品牌毛利率高于 OEM；另一个是公司自主品牌以灯具为主，而灯具的毛利率高于光源。因此随着公司自主品牌比重的提升，综合盈利水平将会不断改善。

公司出口产品以 OEM 为主，内销产品则以自主品牌为主。近几年来，自主品牌占比不断提升，2011 年中期，自主品牌比重已达到 37.61%。

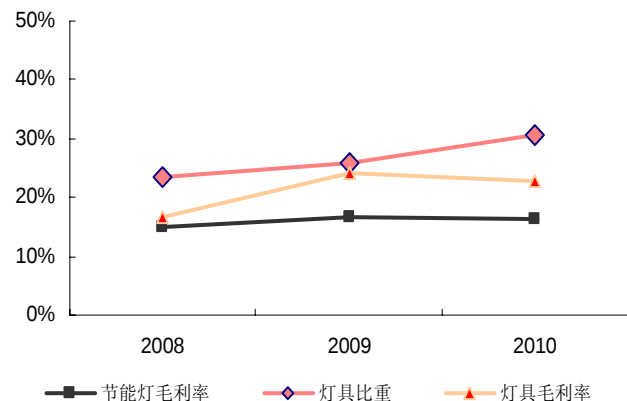
公司自主品牌以工程项目、商业应用。公司目前拥有 3000 多家经销网点，已渗透到县级城市。公司灯具毛利率高于光源毛利率

图 7：公司自主品牌毛利率高于出口



资料来源：公告、华泰联合证券研究所

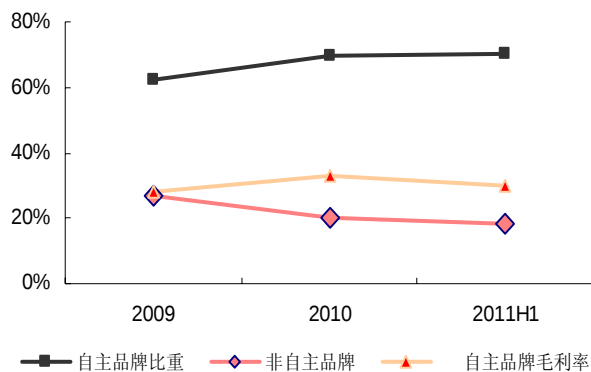
公司灯具毛利率高于节能灯



资料来源：公告、华泰联合证券研究所

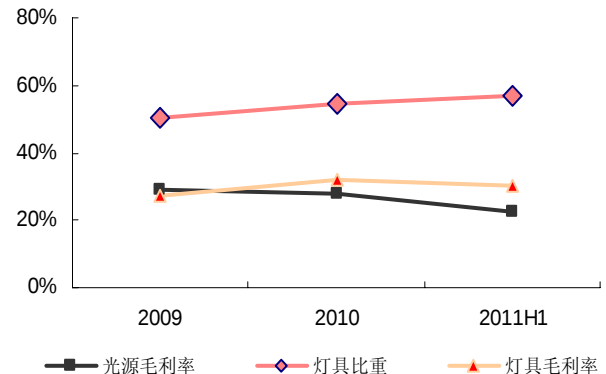
雷士照明与公司比较分析：雷士照明 2011H1 综合毛利率水平 26.3%，高于公司的 16.73%，主要原因就是雷士照明自主品牌收入比重高，并且灯具收入比重高。

图 8: 雷士照明自主品牌比重超过 60%，远高于公司



资料来源：公告、华泰联合证券研究所

雷士照明灯具比重超过 50%，高于公司



资料来源：华泰联合证券研究所

盈利预测

基于前述分析，主要盈利预测及假设如下：

- 1、节能灯价格调整后保持平稳，对应的结果是 2011 全年价格增长约 10%、2012 年价格同比增长约 8%。
- 2、节能销量的增长快于行业，2012 年增长约 12%，2013 年增速提升至 25%。
- 3、灯具收入比重进一步提升，2011 出货量增速快于节能灯。

表格 7：盈利预测结果及假设

		2009	2010	2011E	2012E	2013E
整体	收入(百万)	1743.11	2170.44	2499.00	3069.94	3930.10
	yoy	-7.81%	24.52%	15.14%	22.85%	28.02%
	净利润(百万)	120.47	181.63	219.38	304.18	382.13
	yoy	17.58%	50.77%	20.78%	38.66%	25.62%
EPS	毛利率	19.15%	18.56%	17.84%	19.80%	19.45%
	摊薄前	0.32	0.48	0.59	0.81	1.02
	增发摊薄（假设					
	发行 5600 万）			0.51	0.71	0.89
节能灯	出货量（万支）	20000.00	24000.00	25026.29	28029.44	35036.80
	yoy	-9.09%	20.00%	4.28%	12.00%	25.00%
	价格(元/支)	6.19	5.67	6.24	6.74	6.74
	yoy	-3.32%	-8.38%	10.00%	8.00%	0.00%
灯具	成本(元/支)	5.16	4.74	5.26	5.51	5.54
	yoy	-5.11%	-8.18%	11.05%	4.81%	0.50%
	毛利率	16.65%	16.47%	15.67%	18.16%	17.75%
	出货量（万支）	1860.00	2584.64	3049.88	3598.85	4498.57
灯具	yoy	55.00%	38.96%	18.00%	18.00%	25.00%
	价格(元/支)	24.34	25.77	27.06	28.14	28.14
	yoy	-33.92%	5.89%	5.00%	4.00%	0.00%
	成本(元/支)	18.43	19.88	20.97	21.50	21.60

	yoy	-39.83%	7.86%	5.50%	2.50%	0.50%
毛利率		24.27%	22.86%	22.49%	23.61%	23.23%
收入(百万)		31.81	111.64	112.34	168.51	303.32
LED	yoy	90.14%	250.96%	0.63%	50.00%	80.00%
毛利率		25.94%	14.86%	13.98%	15.38%	16.92%

资料来源：公告、华泰联合证券研究所预测

估值与投资建议

相对估值：

可比公司中，雷士照明与公司业务最为相似，均以节能灯为主。真明丽以 LED 照明为主，并沿着 LED 产业链向上整合。而佛山照明以传统白炽灯、节能灯为主，并且开始重点发展锂电池新能源产业。勤上光电则以 LED 照明为主。

由可比公司估值可见，LED 照明公司相比传统照明业务获得了更高的估值溢价。阳光照明是照明行业的龙头企业之一，在 LED 照明领域具有突出的生产、渠道和品牌优势，应该获得 LED 企业的估值溢价。

鉴于 2012 年，政府关于 LED 照明的补贴政策会落地，LED 商照会加快普及速度，LED 照明仍会再次成为市场热点板块，因此阳光照明 2012 年具有很高的估值弹性。

表格 8：估值比较

		2.3 日	EPS			PE		
		价格	2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E
A 股公司（元）	佛山照明	9.69	0.27	0.35	0.53	29.68	27.91	18.28
	勤上光电	26.14	0.64	0.64	0.95	45.85	40.77	27.38
港股公司（港元）	雷士照明	3.29	0.16	0.23	0.28	20.20	14.63	11.79
	真明丽	1.47	0.24	-0.07	0.05	6.074	-	27.22
阳光照明	摊薄前	16.72	0.48	0.59	0.81	29.03	29.32	22.47
	摊薄后			0.51	0.71		32.78	23.55

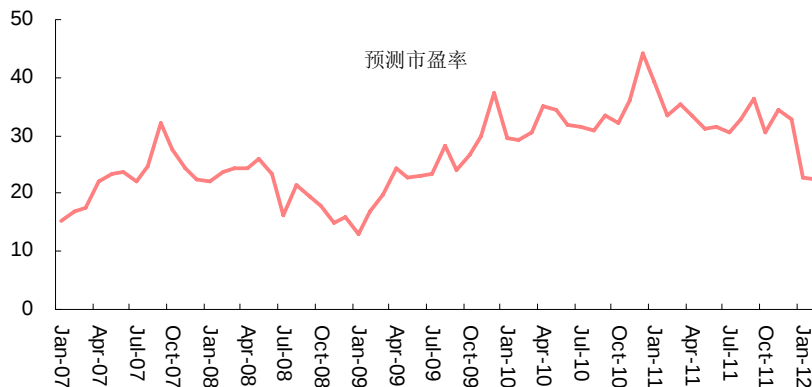
资料来源：Wind、Bloomberg、华泰联合证券研究所整理

历史估值回顾：

从阳光照明历史估值水平可见，2009 年以前公司估值水平基本维持 30 倍以下，2009 年之后公司估值水平上升到 30 倍以上。我们认为，估值水平提升的主要原因是公司业务从传统节能灯扩展到 LED 照明领域，市场对节能灯业务参照家电板块估值，而对 LED 照明参照电子行业估值，并且 LED 照明广阔的市场空间也会对行业有估值溢价。

考察 2009-至今，公司估值中枢在 30 倍 PE，因此可以给予公司 2012 年 30 倍 PE 估值，以反映 LED 照明业务价值。

图 9： 公司历史估值水平，截止 2012.02.03



资料来源：Wind、华泰联合证券研究所整理

预测市盈率=股价/当年市场一致预期EPS

投资建议：

节能灯照明业务稳定增长提供安全边际，LED 带来估值弹性，公开增发（底价 15.72 元）短期为对股价提供支撑，公司合理估值中枢为 2012 年 30 倍 PE，维持“增持”评级。

近期重要事件

增发支撑公司 2011Q4 和 2012Q1 业绩增长

一方面，公司 2011 年 Q3 主营业务盈利能力已经开始回升，考虑到库存周期（公司库存周转天数约为 80 天）的影响，预计回升势头可持续到 2011Q4 和 2012Q1。

另一方面，预计公司将于 2012Q1 进行定增的发行工作，亦会对 2012Q1 的业绩增长提供支撑。

LED 照明补贴政策落地带来估值弹性，有望实现超额收益

政府对 LED 照明的补贴政策渐行渐近，业内有传言将于 2011 年内公布，我们从产业链了解到补贴政策可能会在 2012 年 H1 公布实施。综合判断，补贴政策于 2012 年落地并开始操作实施是大概率事件。

LED 照明补贴政策很可能参照节能灯补贴方式操作，公司将会成为最大受益者之一。公司 2011 年 LED 收入预计会超过 1 亿；此外，公开增发项目亦为把握 LED 照明做好了积准备。

风险因素

中小企业再次进入导致盈利能力下行的风险

历史上看，照明行业集中度的提升呈现震荡上升的趋势，但是盈利能力则随之呈现出周期性波动。因此，公司未来会持续受益于行业集中度的不断提升，但也会面临竞争加剧导致盈利水平下降的风险。

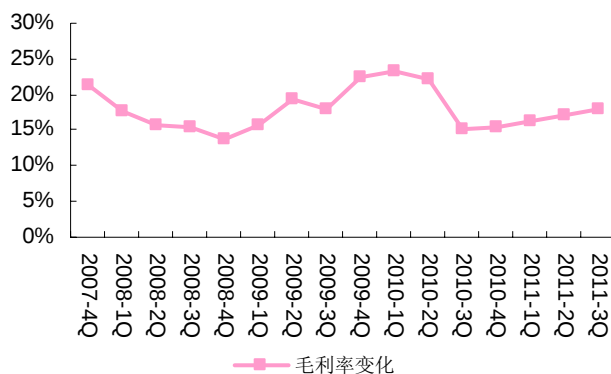
我们简要分析照明行业上一轮景气周期 2008-2010H1:

2008 年金融危机使得全球照明行业需求萎缩，2009 年照明行业是负增长。金融危机导致照明行业盈利能力下降（需求下滑导致产品价格下降），中小照明企业被迫推出，行业步入低谷。

2009 年 Q2 开始，需求缓慢复苏，带动照明行业产能利用率和毛利率不断回升。因为照明产能缩减，随着需求不断增长，照明行业资产周转率加快，ROE 亦不断上升。2010Q2 达到峰值。

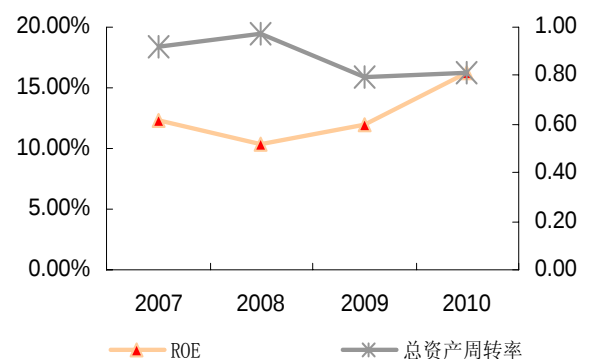
盈利能力回升吸引中小企业再次进入行业，快速增长的需求又会带给中小企业订单，同时 2010H1 原材料价格开始上涨，照明行业盈利水平于 2010Q3 开始向下。

图 10: 公司毛利率呈周期变化，目前处于上升期



资料来源：公司公告、华泰联合证券研究所

ROE 逐步回升



资料来源：公司公告、华泰联合证券研究所

由上图可见，目前照明行业处于新一轮盈利周期的起点，未来盈利能力仍会不断回升。但同时未来也面临竞争加剧导致盈利能力回落的风险。

LED 业务对节能灯的替代风险

LED 作为第三代照明，长期来看将会替代现有白炽灯和节能灯照明。但是中短期来看，特别是未来 2-3 年，我们认为节能灯替代白炽灯仍会是主流，LED 仍处于渗透初期，对公司节能灯业务影响微小。

第一、借鉴节能灯渗透的历史，我们判断 LED 渗透将是一个较长的过程，目前仍处于成本推动下的导入期，从性价比角度判断未来 2-3 年难以在居民领域对节能灯形成影响。

第二，我们测算 2012 年，LED 照明在商照领域将会体现出性价比优势，随着政策补贴政策的落地，LED 商照有望加快推广速度。而商照领域目前以 HID 和传统荧光灯为主，因此 LED 照明会首先会开始对 HID 灯和传统荧光灯进行替代，这对公司主要的节能灯业务影响微小。

图 11： 2012 年开始，LED 有望在商照领域开始渗透

	白炽灯	节能灯	LED 灯	
			目前	美国目标
功率	40W	8W	6W	4W
流明/瓦	15	80	100	150
亮度	600	600	600	600
使用寿命（小时）	1000	10000	25000	25000
单位电价（元/瓦）	0.6	0.6	0.6	0.6
用电时间（小时）	9125	9125	9125	9125
使用年份（5 年）	5	5	5	5
每日使用时间（小时）	5	5	5	5
灯泡价格（元/支）	2	18	150	40
总成本(元)—灯泡成本一次性计入	293.75	61.80	182.85	61.9
用电成本	273.75	43.8	32.85	21.9
灯泡成本	20	18	150	40

资料来源：公开资料、华泰联合证券研究所整理和预估

第三、公司亦会获益于 LED 照明的推广。未来能够在 LED 照明领域立足的还会具有渠道和制造能力的公司。OEM 领域，公司亦有望延续节能灯时代的客户关系；国内自主品牌市场，公司亦将会顺利完成产品更换替代。

原材料价格上涨的风险

尽管目前判断 2012 年主要原材料价格向上概率很小，但是长远看，公司仍然面临大宗原材料价格上涨导致盈利能力受到影响。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1599	2168	2572	3095	营业收入	2170	2499	3070	3930
现金	474	778	864	884	营业成本	1768	2053	2462	3166
应收账款	586	696	864	1117	营业税金及附加	9	11	13	17
其他应收款	40	43	54	68	营业费用	105	114	139	174
预付账款	27	29	36	45	管理费用	165	177	213	266
存货	459	613	743	965	财务费用	26	26	15	-3
其他流动资产	12	10	12	16	资产减值损失	15	15	16	16
非流动资产	1067	1055	1437	1642	公允价值变动收	3	3	4	3
长期投资	120	115	117	116	投资净收益	10	9	10	10
固定资产	649	631	772	900	营业利润	97	115	226	307
无形资产	170	237	304	371	营业外收入	121	140	130	144
其他非流动资产	128	72	245	255	营业外支出	7	6	6	7
资产总计	2666	3223	4009	4737	利润总额	211	249	350	445
流动负债	1334	1483	1487	1784	所得税	30	37	53	67
短期借款	92	205	0	0	净利润	180	212	298	378
应付账款	571	672	802	1033	少数股东损益	-1	-7	-5	-3
其他流动负债	670	607	685	751	归属母公司净利	182	219	303	381
非流动负债	141	371	39	89	EBITDA	173	216	331	419
长期借款	102	332	0	50	EPS (元)	0.73	0.59	0.81	1.02
其他非流动负	39	40	39	39	主要财务比率				
负债合计	1475	1855	1527	1873	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	74	67	62	58	成长能力				
股本	250	375	375	375	营业收入	24.5%	15.1%	22.8%	28.0%
资本公积	353	228	1042	1042	营业利润	-22.3%	18.9%	96.4%	35.9%
留存收益	519	701	1004	1386	归属母公司净利	50.8%	20.8%	38.1%	25.9%
归属母公司股	1117	1302	2421	2806	获利能力				
负债和股东权	2666	3223	4009	4737	毛利率(%)	18.6%	17.8%	19.8%	19.4%
现金流量表					净利率(%)	8.4%	8.8%	9.9%	9.7%
单位: 百万元					ROE(%)	16.3%	16.9%	12.5%	13.6%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC(%)	10.0%	10.0%	11.9%	12.2%
经营活动现金	113	151	263	286	偿债能力				
净利润	180	212	298	378	资产负债率(%)	55.3%	57.5%	38.1%	39.5%
折旧摊销	50	75	90	114	净负债比率(%)	30.83	39.19	13.98	13.65
财务费用	26	26	15	-3	流动比率	1.20	1.46	1.73	1.74
投资损失	-10	-9	-10	-10	速动比率	0.85	1.05	1.23	1.19
营运资金变动	-147	-167	-145	-217	营运能力				
其他经营现金	13	15	16	23	总资产周转率	0.89	0.85	0.85	0.90
投资活动现金	-268	-56	-463	-310	应收账款周转率	4	4	4	4
资本支出	308	0	400	250	应付账款周转率	3.39	3.30	3.34	3.45
长期投资	3	-5	2	-1	每股指标 (元)				
其他投资现金	43	-61	-61	-61	每股收益(最新)	0.73	0.59	0.81	1.02
筹资活动现金	39	209	342	45	每股经营现金流	0.30	0.40	0.70	0.76
短期借款	92	113	-205	0	每股净资产(最	2.98	3.47	6.46	7.49
长期借款	-167	230	-332	50	估值比率				
普通股增加	0	125	0	0	P/E	34.49	28.55	20.68	16.43
资本公积增加	0	-125	813	0	P/B	5.61	4.81	2.59	2.23
其他筹资现金	113	-133	9	-5	EV/EBITDA	36	29	19	15
现金净增加额	-130	304	86	20					

数据来源: 华泰联合证券研究所

