

机械、设备、仪表

浙江阳光 (600261)

强烈推荐 (首次)

中国节能照明领跑者

朱政

S1060210090013
021-62486940
zhuzheng003@pingan.com.cn

- **全球光源需求稳步增长。**据 Freedonia 统计，全球光源市场 2008 年销售额为 290 亿美元，预计 2010 年至 2014 年全球光源销售额的年复合增长率约为 6.7%。中国等新兴市场将获得更快速的增长。
- **节能照明产品步入快速发展期。**照明行业整体需求稳步增长，但行业存在结构性的机会。为了达到节能减排的目的，各国纷纷出台了淘汰低效白炽灯的时间表，节能灯获得了巨大发展机会。据 Freedonia 预计，2009 年全球节能照明产品占比约为 37.8%，2014 年将达到 55.4%。
- **公司是节能照明的领跑者。**公司是世界最大的节能灯生产商，年产节能灯 2 亿只，占全球市场份额的 6%。目前公司在上虞、江西、厦门设有生产基地。公司出口占比 70%，主要以 OEM 为主，公司销量的三分之一是给飞利浦代工，另外三分之一是给欧司朗、松下、东芝、通用等客户代工，剩下三分之一是自有品牌，主要在中国销售。
- **节能灯扩产，抢占欧洲市场。**欧盟 2009 年 9 月开始全面淘汰 100 瓦以上的白炽灯，到 2012 年 12 月 31 日将淘汰所有的白炽灯。统计显示，欧洲目前正在使用的白炽灯共有 42 亿只，全部更换成节能灯带来的新增需求相当可观。公司是飞利浦的最大供应商，占飞利浦采购量的 50%。飞利浦目前在欧洲市场占有率约为 20%，欧洲市场的爆发将给公司带来巨大的订单。公司节能灯的产能扩张计划为，2010 年 2.5 亿只，2011 年 4 亿只，2012 年 7 亿只。
- **国内渠道深化，提升自主品牌比例。**公司自 07 年以来，开始注重国内市场的发展，国内市场销售比例由 07 年的 20% 上升至 09 年的 31%。国内市场均以公司的自主品牌销售，因此盈利能力较强，毛利率可以达到 40%。公司目前骨干的经销网已经成型，拥有经销商 3000 家，未来 3-5 年左右增加至 10000 家，网点数量的增加将保证公司内销的快速增长。
- **布局 LED，把握行业发展方向。**LED 是公认的下一代照明产品，目前公司在厦门设立了 LED 生产基地，9 月份新厂房已经竣工，设备在陆续搬入。公司厦门基地投资 4.192 亿元，建成后，将形成 LED 光源产能 2000 万只，LED 灯具产能 500 万套。上半年公司 LED 业务实现收入 1000 万元，全年预计能实现 4000-5000 万元。
- **盈利预测和投资建议。**公司未来的两个增长点是一体化电子节能灯和 LED，LED 产能的释放速度以及产品价格变化目前还存在不确定性，可能会影响我们盈利预测的准确度。预计公司 2010 年、2011 年、2012 年 EPS 分别为 0.80 元、1.13 元、1.58 元，对应前日收盘价为 34 倍、24 倍、17 倍。随着节能照明时代的来临，公司业绩将步入高速增长期，首次给予“强烈推荐”评级。

一、公司看点

1. 节能灯扩产，抢占欧洲市场

公司定位中国节能照明的领跑者，是世界最大的节能灯生产企业，年产节能灯 2 亿只，占全球市场份额的 6%。目前公司在上虞、江西、厦门设有生产基地。公司节能灯的产能扩张计划为，2010 年 2.5 亿只，2011 年 4 亿只，2012 年 7 亿只。

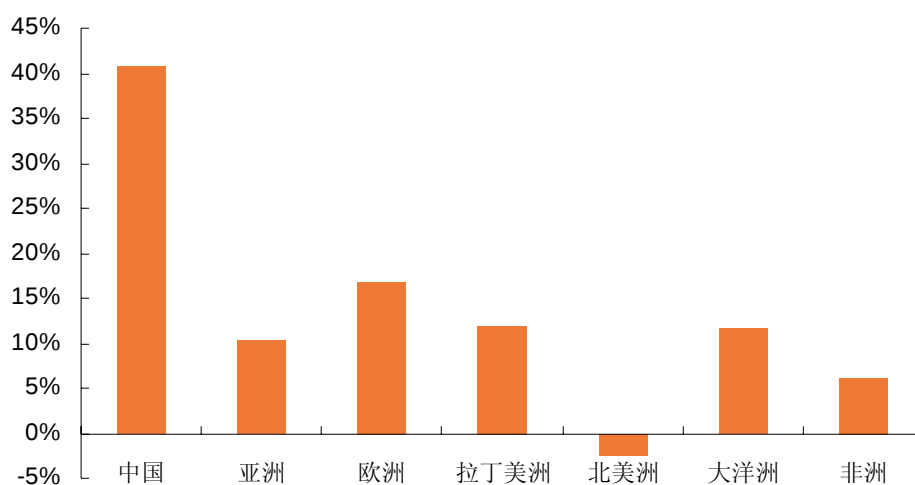
公司出口占比 70%，主要以 OEM 为主，公司销量的三分之一是给飞利浦代工，另外三分之一是给欧司朗、松下、东芝、通用等客户代工，剩下三分之一是自有品牌，主要在中国销售。

公司是飞利浦的最大供应商，占飞利浦采购量的 50%。飞利浦目前在欧洲市场占有率约为 20%，欧洲市场的爆发将给公司带来巨大的订单。

2. 国内渠道深化，提升自主品牌比例

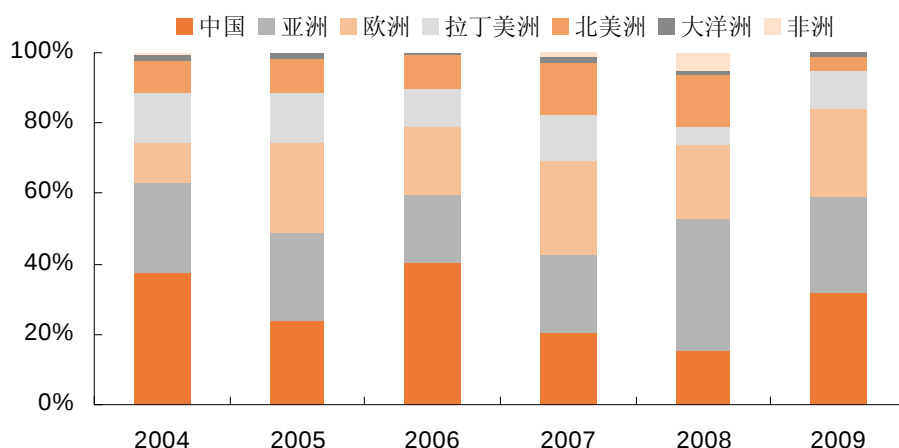
公司自 07 年以来，开始注重国内市场的发展，国内市场销售比例由 07 年的 20% 上升至 09 年的 31%。国内市场均以公司的自主品牌销售，因此盈利能力较强，毛利率可以达到 40%。公司目前骨干的经销网已经成型，拥有经销商 3000 家，未来 3-5 年左右增加至 10000 家，网点数量的增加将保证公司内销的快速增长。

图表1 中国区的毛利率水平高于其他地区



资料来源：上市公司公告

图表2 公司各区域的销售收入占比



资料来源：上市公司公告，2008年以前中国区销量含转出口商

3.布局 LED，把握行业发展方向

LED 是公认的下一代照明产品，目前公司在厦门设立了 LED 生产基地，9 月份新产房已经竣工，设备在陆续搬入。公司厦门基地投资 4.192 亿元，建成后，将形成 LED 光源产能 2000 万只，LED 灯具产能 500 万套。上半年公司 LED 业务实现收入 1000 万元，全年预计能实现 4000-5000 万元。

目前来看，公司全系列的LED产品已经设计出来了，产品与外资并无太大差距，公司希望以一个新的自有品牌在国外销售，以提升盈利能力。

另外，公司正与国外某企业协商白光LED专利的授权，谈判成功后，公司可以向上游延伸，进入LED封装环节，以降低成本，提升产品的差异化程度，增强在LED照明领域的竞争力。

二、盈利预测和投资建议

公司未来的两个增长点是一体化电子节能灯和 LED，LED 产能的释放速度以及产品价格变化目前还存在不确定性，可能会影响我们盈利预测的准确度。预计公司 2010 年、2011 年、2012 年 EPS 分别为 0.80 元、1.13 元、1.58 元，对应前日收盘价为 34 倍、24 倍、17 倍。随着照明节能时代的到来，公司业绩将步入高速增长期，首次给予“强烈推荐”评级。

图表3 盈利预测

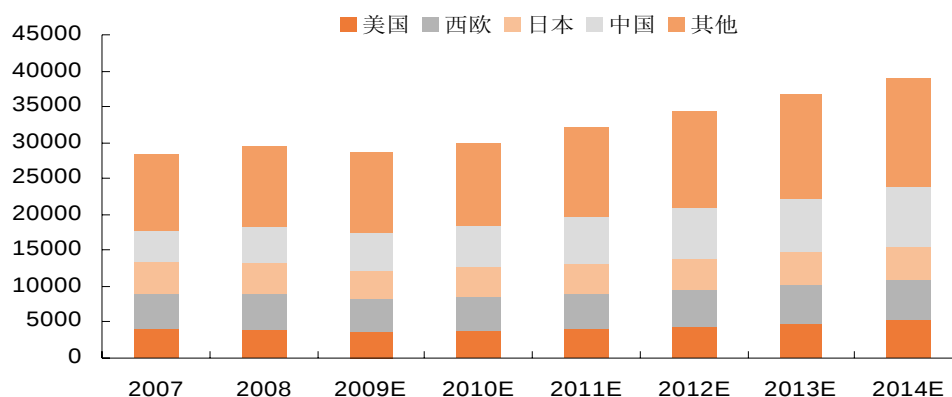
12 月 31 日	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入（百万）	1,745	1,891	1,743	2,518	3,891	5,244
同比增长率（%）		8.4%	-7.8%	44.5%	54.5%	34.8%
归属母公司净利润（百万）	113	102	120	201	308	432
同比增长率（%）		-9.2%	17.6%	66.8%	53.1%	40.2%
每股盈利（元）	0.59	0.41	0.48	0.80	1.13	1.58
市盈率（倍）	46.6	66.7	56.7	34.0	24.3	17.3
市净率（倍）	7.5	6.9	6.8	5.8	3.2	2.8
市销率（倍）	3.91	3.61	3.92	2.71	1.75	1.30
股息率	0.55%	1.46%	0.55%	0.59%	1.24%	1.73%

资料来源：平安证券综合研究所，按最新股本摊薄，考虑增发摊薄

三、行业背景

全球光源需求稳步增长。光源的使用量与经济发展密切相关。据 Freedonia 统计，全球光源市场 2008 年销售额为 290 亿美元，预计 2010 年至 2014 年全球光源销售额的年复合增长率约为 6.7%。2008 年，美国、西欧、日本、中国的光源销售额分别为 40 亿、49 亿、45.5 亿、49 亿美元，占全球份额为 13.6%、16.7%、15.5%、16.7%。未来中国等新兴市场将获得更快速的增长。

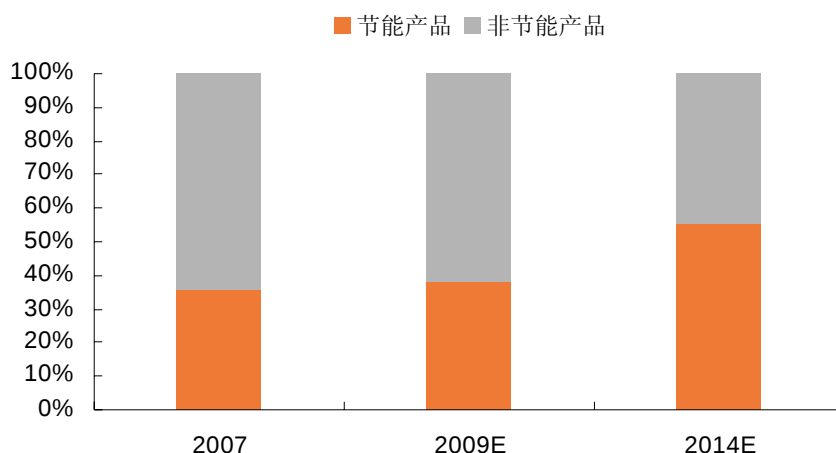
图表4 全球光源市场 单位：百万美元



资料来源：Freedonia

节能照明产品步入快速发展期。照明行业整体需求稳步增长，但行业存在结构性的机会。为了达到节能减排的目的，各国纷纷出台了淘汰低效白炽灯的时间表。欧盟 2009 年 9 月开始全面淘汰 100 瓦以上的白炽灯，到 2012 年 12 月 31 日将淘汰所有的白炽灯。统计显示，欧洲目前正在使用的白炽灯共有 42 亿只，全部更换成节能灯带来的新增需求相当可观。此外，日本、加拿大将在 2012 年全面禁用白炽灯，台湾、新西兰已从 2009 年起逐步淘汰白炽灯，美国新的照明节能标准也将在 2012 年正式生效。随着白炽灯的淘汰，节能灯将迎来黄金发展期，据 Freedonia 预计，2009 年全球节能照明产品占比约为 37.8%，2014 年将达到 55.4%。

图表5 节能照明产品占比持续提升



资料来源: Freedonia

图表6 各国淘汰白炽灯时间表

国家	事件
古巴	2006 年和 2007 年, 已全面淘汰白炽灯, 成为首个淘汰白炽灯的国家
澳大利亚	2007 年 2 月 20 日宣布, 到 2010 年将在全国范围内逐步淘汰低效率白炽灯
阿根廷	2007 年 12 月开始实施全国节能行动, 在全国范围内全面推广节能灯
中国	2008 年始, 补贴推广高效照明产品, 08 年推广 5000 万个, 09 年推广 1.2 亿个
新西兰	2009 年开始, 禁止使用白炽灯
日本	2008 年 4 月 5 日宣布, 到 2012 年为止, 停止制造并销售高能耗白炽灯
台湾	2008 年 4 月 7 日宣布, 将用 5 年时间全面淘汰白炽灯
欧盟	2010 年 9 月 1 日起全面淘汰 100 瓦以上的炽灯, 到 2012 年底淘汰所有白炽灯
加拿大	2012 年开始在全国范围内禁止销售白炽灯
美国	2012 年 1 月至 2014 年 1 月逐步淘汰 40W、60W、75W 及 100W 的白炽灯

资料来源: 平安证券

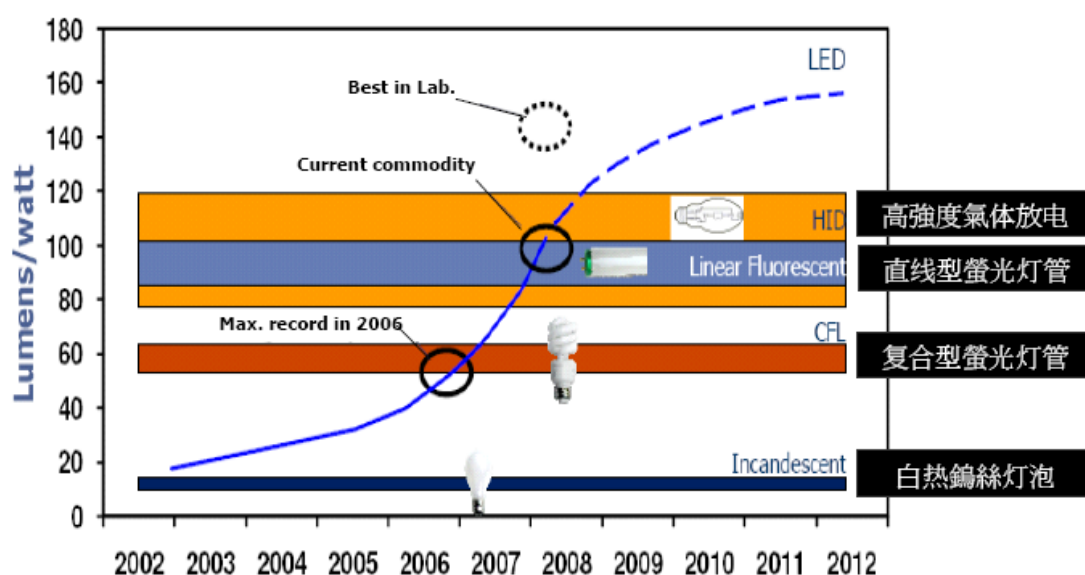
节能照明短看荧光灯, 长看 LED。荧光灯的发光效率为 70-85 lm/w, 使用寿命 8000 小时, 白炽灯的发光效率为 30-40 lm/w, 使用寿命 1000 小时, 荧光灯比白炽灯更节能, 使用寿命更长, 目前是白炽灯的主要替代品。LED 的发光效率已经达到 112-120lm/w, 而且还在不断提升中, 其寿命也已达到了 10 万小时, 性能比荧光灯更优越, 是公认的下一代照明产品。但目前来看, 同等亮度的 LED 价格是荧光灯的 8-10 倍, 高价制约了 LED 的普及, 预计价格下降到荧光灯的 3-5 倍时才有可能逐步被消费者接受。

图表7 各种光源比较

	寿命	发光效率	发光原理
白炽灯	1000h	30-40 lm/w	将灯丝通电加热到白炽状态，利用热辐射发出可见光
荧光灯	8000h	70-85 lm/w	利用低压汞蒸气放电产生的紫外线激发涂在灯管内壁的荧光粉来发光
LED 灯	100000h	112-120 lm/w	利用固体半导体芯片作为发光材料，在两端加上正向电压，使半导体中的载流子发生复合，放出过剩能量引起光子发射产生可见光

资料来源: Freedonia

图表8 LED发光效率路线图



资料来源: Cree

四、风险提示

- 1.公司跟出口客户以美元结算，人民币汇率波动带来汇兑损失。
- 2.照明行业集中度低，进入门槛低，行业竞争激烈。
- 3.劳动力短缺制约公司产能释放，劳动力价格上升侵蚀公司盈利能力。
- 4.全球淘汰白炽灯的进度低于预期。

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）

推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）

中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）

回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）

推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）

中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）

回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

风险提示：

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 82449257