

2017年07月21日

得邦照明 (603303.SH)

公司分析

国内绿色照明厂商，LED 照明类产品供需两旺

投资要点

- ◆ **国内综合实力较强的绿色照明厂商，业绩增长稳定**：公司是国内综合实力较强的绿色照明产品供应商之一，已形成节能灯、LED 灯泡和 LED 室内应用灯具、照明电子产品、户外照明灯具四大类绿色照明产品，产品广泛应用于民用、商业照明领域。公司业绩逐年上升，2014-2016 年，公司营业收入分别为 27.92、32.30 和 32.26 亿元，年复合增长率为 4.93%；归母净利润分别为 3.03、3.41 和 3.19 亿元，年复合增长率为 1.68%。2017 年一季度由于 LED 光源销售增长，公司实现营业收入 9.39 亿元，同比增长率 50.43%；归母净利润 0.55 亿元，同比增长 34.66%。
- ◆ **LED 照明渗透率不断攀升，户外照明市场前景广阔**：由于白炽灯的污染，各国政府对白炽灯的禁售或禁用以及照明节能技术的不断提高，绿色照明产品特别是 LED 照明产品发展迅速，2015 年 LED 照明全球市场规模达 299.08 亿美元，同比增长 24.84%，全球市场渗透率由 2009 年的 1.50% 上升到 2015 年的 27.20%，渗透率不断攀升。其次，很多城市的高压钠灯已经用了将近十年时间，正是替换的最佳时间，在政府的推动下，户外照明将会迎来发展高峰，据国家统计局披露，2015 年全国现有路灯 2,422.52 万盏，其中，据中国市政工程协会城市照明专业委员会统计，LED 路灯占比达 13.57%，预计未来 LED 路灯改造需求超过 2 亿盏。
- ◆ **公司 LED 照明类产品供需两旺，募投项目解决产能瓶颈**：2011 年公司成功把握住绿色照明产品的转型时机，开始从事 LED 照明类产品的生产销售，目前公司 LED 照明产品主要有 LED 灯泡和 LED 灯具，2016 年公司这两款产品实现的营业收入分别为 19.02、1.29 亿元，同比增长率分别为 27.14%、-56.50%。公司 LED 照明类产品供需两旺，产销率基本在 95% 以上。为了解决产品瓶颈，公司本次发行 6,000 万股，募集资金净额达 104,160.00 万元，资金将用于年产 11,000 万只（套）LED 照明系列产品建设项目、年产 116 万套 LED 户外照明灯具建设项目、照明研发中心及光体验中心建设项目以及补充流动资金。截止至 2017 年 3 月 31 日，公司累计投入 15,575.04 万元，其中，公司为了保持行业先进的制造优势，将年产 11,000 万只（套）LED 照明系列产品建设项目作延期调整，从 2016 年 12 月延期至 2017 年 12 月。
- ◆ **投资建议**：我们预测公司 2017 至 2019 年每股收益分别为 1.31、1.50 和 1.71 元，净资产收益率分别为 12.3%、12.4% 和 12.3%，给予买入-B 建议，6 个月目标价为 34.06 元，相当于 2017 年 26 倍的动态市盈率。
- ◆ **风险提示**：市场竞争风险；客户集中度较高的风险；节能灯业务业绩下滑风险；募投项目进展不及预期风险。

家电 | 照明设备 III

投资评级

买入-B(首次)

6 个月目标价

34.06 元

股价(2017-07-20)

28.92 元

交易数据

总市值（百万元）

6,940.80

流通市值（百万元）

1,735.20

总股本（百万股）

240.00

流通股本（百万股）

60.00

12 个月价格区间

26.83/47.53 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%

1M

3M

12M

相对收益

-12.54

-26.78

-7.17

绝对收益

-9.2

-24.49

分析师

叶中正

 SAC 执业证书编号：S0910516080001
 yezhongzheng@huajinsec.cn

相关报告

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	3,230.1	3,225.5	3,574.0	3,942.6	4,420.8
同比增长(%)	15.7%	-0.1%	10.8%	10.3%	12.1%
营业利润(百万元)	346.5	359.5	357.6	414.6	470.7
同比增长(%)	-1.3%	3.8%	-0.5%	15.9%	13.5%
净利润(百万元)	341.2	318.7	314.5	359.8	410.0
同比增长(%)	12.5%	-6.6%	-1.3%	14.4%	14.0%
每股收益(元)	1.42	1.33	1.31	1.50	1.71
PE	23.7	25.3	25.7	22.4	19.7
PB	8.4	6.8	3.2	2.8	2.4

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

内容目录

一、国内综合实力较强的绿色照明厂商，业绩增长稳定	4
(一) 国内综合实力较强的绿色照明厂商，客户资源优质.....	4
(二) 公司业绩逐年上升，LED 灯泡业务占比逐渐提高.....	4
(三) 公司产品主要销往国外市场.....	5
(四) 实际控制人为横店社团经济企业联合会.....	6
二、LED 照明渗透率不断攀升，户外照明市场前景广阔	7
(一) LED 照明渗透率不断攀升，2017 全球市场增长前景稳健.....	7
(二) 正处于传统路灯替换期，户外 LED 照明市场前景广阔.....	8
(三) 三大巨头逐渐退出中国市场，本土企业迅速崛起.....	9
三、公司 LED 照明类产品供需两旺，募投项目解决产能瓶颈	10
(一) 成功把握绿色照明产品转型时机，LED 照明类产品供需两旺.....	10
(二) 募投项目有望解决产能瓶颈，扩大 LED 照明类生产规模.....	11
四、盈利预测、估值与投资建议	11
(一) 主要假设.....	11
(二) 估值与投资建议.....	12
五、风险提示	13

图表目录

图 1：公司主要业务模式.....	4
图 2：公司主营业务和归母净利润变动情况.....	5
图 3：毛利率和净利率变动情况.....	5
图 4：公司各业务收入占比变动情况.....	5
图 5：公司各业务收入毛利率变动情况.....	5
图 6：各地区销售收入占比变动情况.....	6
图 7：三大期间费用率变动情况.....	6
图 8：股权结构.....	6
图 9：LED 灯泡价格变动情况（单位：美元）.....	7
图 10：LED 照明市场全球市场规模及渗透率.....	7
图 11：LED 照明出口规模及数量.....	8
图 12：2017 年全球市场的增长前景.....	8
图 13：道路照明路灯保有量变动情况.....	9
图 14：LED 生产厂商数量变动情况.....	10
图 15：公司 LED 产品营业收入及毛利率变动情况.....	10
图 16：可比公司 LED 产品毛利率变动情况.....	10
表 1：照明行业主要产品对比分析.....	7
表 2：传统路灯与 LED 路灯对比.....	8
表 3：募投项目详细情况（单位：万元）.....	11
表 4：主营业务收入预测情况.....	12
表 5：可比公司估值.....	13

一、国内综合实力较强的绿色照明厂商，业绩增长稳定

（一）国内综合实力较强的绿色照明厂商，客户资源优质

公司是国内综合实力较强的绿色照明产品供应商之一，主要从事绿色照明产品的研发、生产和销售。目前公司已形成节能灯、LED 灯泡和 LED 室内应用灯具、照明电子产品、户外照明灯具四大类绿色照明产品，产品广泛应用于民用、商业照明领域。

公司与飞利浦、松下等知名企业保持着长期稳定的合作关系，并于 2008 年与飞利浦共同投资设立东阳得邦专业从事节能灯的生产销售。公司除维护好现有主要客户外，还积极开发世界各地，特别是北美、拉美、欧盟等地区的客户，公司客户资源较为优质。

图 1：公司主要业务模式



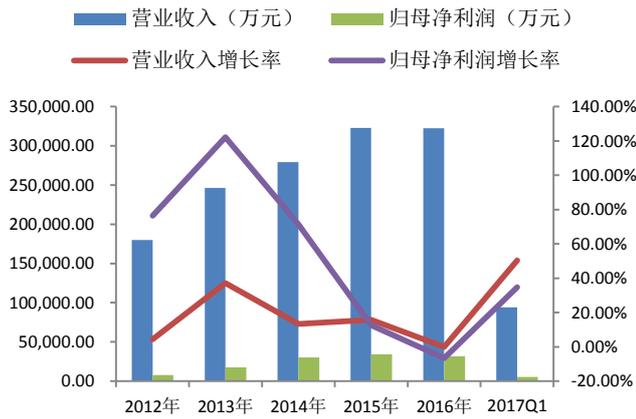
资料来源：华金证券研究所，公司招股说明书

公司 2011 年至 2015 年连续五年被评为“中国轻工业照明电器十强企业”。2014 年 10 月，公司被中国照明电器协会评为“中国照明电器行业品牌效益型企业”（按销售额排序为全国第六位）。2016 年度被中国轻工业联合会认定为中国轻工业百强企业。

（二）公司业绩逐年上升，LED 灯泡业务占比逐渐提高

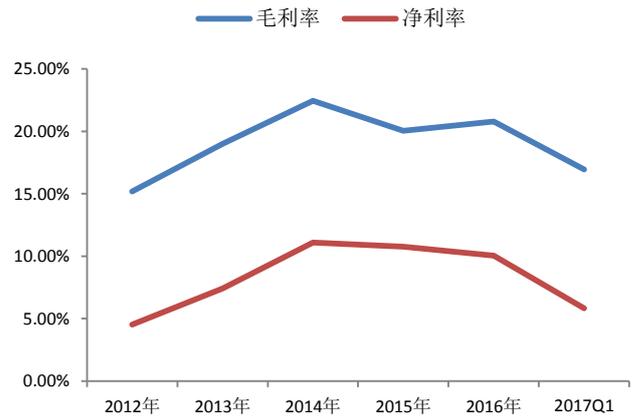
公司业绩逐年上升，2014-2016 年，公司营业收入分别为 27.92、32.30 和 32.26 亿元，年复合增长率为 4.93%；归母净利润分别为 3.03、3.41 和 3.19 亿元，年复合增长率为 1.68%。2017 年一季度由于 LED 光源销售增长，公司实现营业收入 9.39 亿元，同比增长率 50.43%；归母净利润 0.55 亿元，同比增长 34.66%。

图 2：公司主营业务和归母净利润变动情况



资料来源：华金证券研究所，Wind

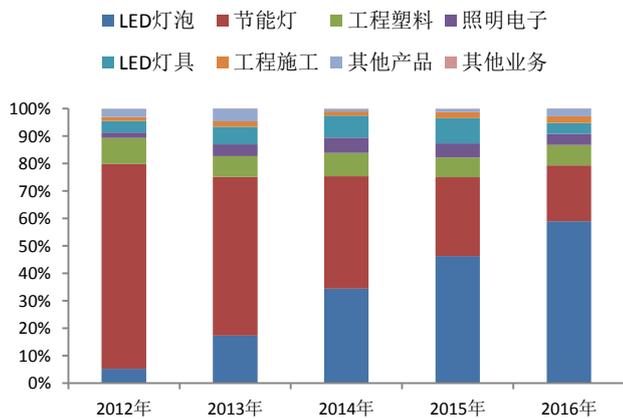
图 3：毛利率和净利率变动情况



资料来源：华金证券研究所，Wind

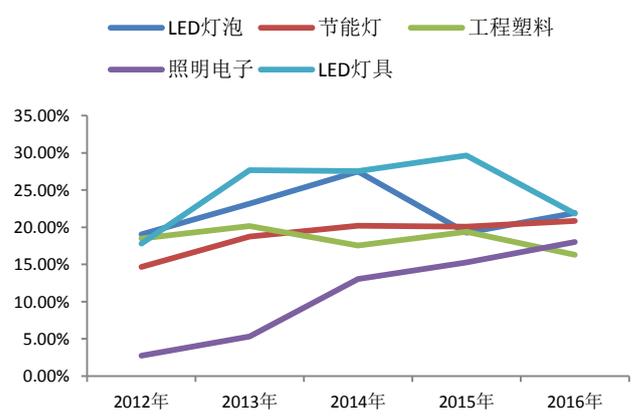
公司主要收入来源于 LED 灯泡和节能灯的销售，合计销售收入占比在 75%以上。2011 年公司把握住绿色照明产品的转型时机，逐渐加大 LED 灯泡的销售。2016 年公司 LED 灯泡销售收入达 19.02 亿元，同比增长 21.14%，由于 LED 灯泡销售收入的大幅上升，销售收入占比逐年上升，2016 年销售收入占比 58.96%，较上年上升了 12.65%。与此同时，公司从 2013 年开始基本停止节能灯相关固定资产投资，节能灯销售收入占比逐年下降，2016 年销售收入占比为 20.32%，较上年下降了 8.44%。在毛利率方面，公司 LED 灯泡由于公司规模效应的逐渐体现，单品分担的费用逐期下降，毛利率略有上升。而节能灯由于单价与上游原材料价格较为稳定，毛利率基本保持稳定状态。2016 年，LED 灯泡、节能灯毛利率分别为 21.93%、20.87%，较上年分别变化 2.65%、0.78%。

图 4：公司各业务收入占比变动情况



资料来源：华金证券研究所，Wind

图 5：公司各业务收入毛利率变动情况



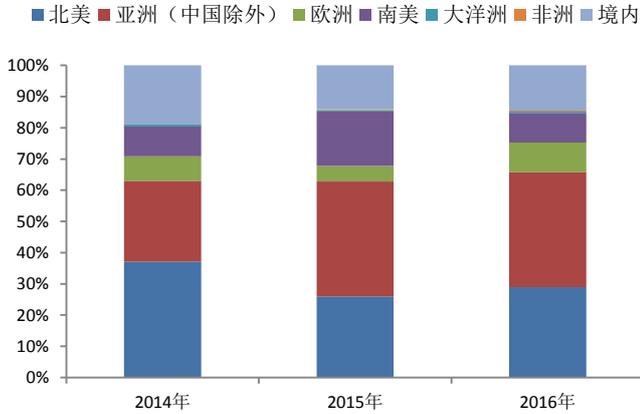
资料来源：华金证券研究所，Wind

（三）公司产品主要销往国外市场

公司产品主要销往北美、亚洲（中国除外）、欧洲、南美和境内，国外销售收入占比基本在 75%以上，并且国外销售收入占比呈现逐渐上升并趋于稳定的趋势，2016 年国外销售收入占比 85.52%，较 2015 年有所下降，下降了 0.32%，下降幅度不大。其次，2014 年随着国内电商行业的快速发展，公司开始涉入国内电商业务，目前，公司在天猫“得邦照明旗舰店”向终端客户

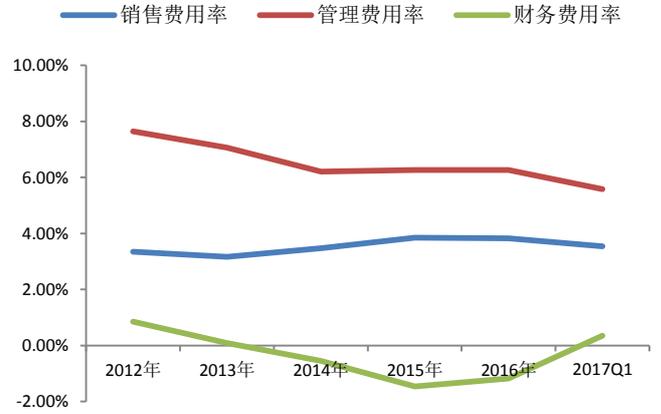
销售节能灯、LED 灯泡、室内 LED 灯具以及智能照明等产品。但随着国外市场的不断拓展，公司在中国大陆的销售收入被不断挤压，销售占比逐渐下降，2016 年公司在中国大陆销售收入占比为 14.46%，较 2014 年下降了 4.29%。

图 6：各地区销售收入占比变动情况



资料来源：华金证券研究所，Wind

图 7：三大期间费用率变动情况

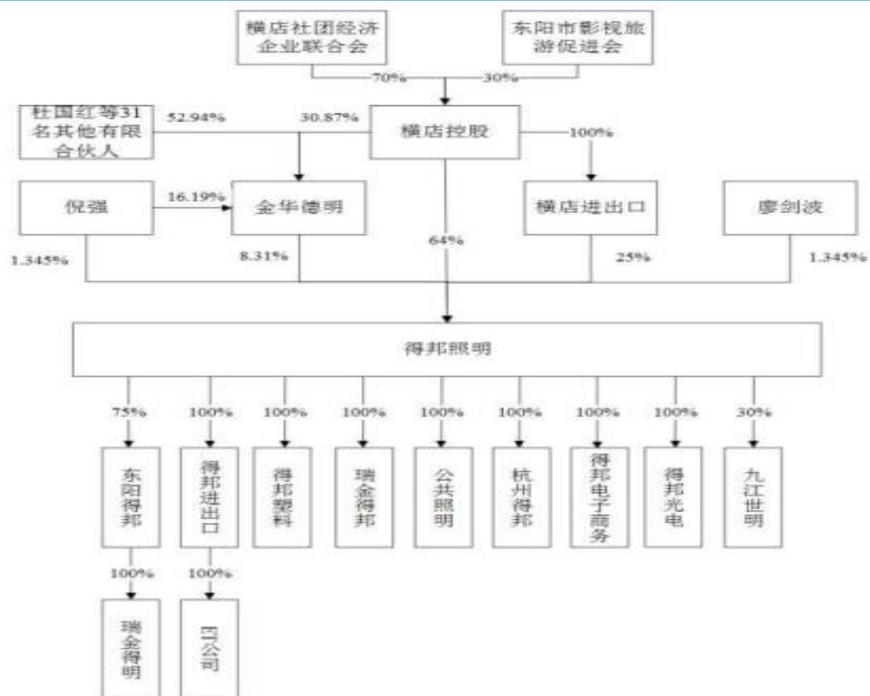


资料来源：华金证券研究所，Wind

(四) 实际控制人为横店社团经济企业联合会

公司控股股东为横店控股，持有公司 64% 的股份；实际控制人为横店社团经济企业联合会，通过持有 70% 横店控股股份间接持有公司 44.8% 股份。公司共有 8 家全资子公司，2 家控股子公司，3 家参股公司，其中东阳得邦专业从事节能灯的生产销售，由公司与主要客户飞利浦共同投资设立。

图 8：股权结构



资料来源：华金证券研究所，公司招股说明书

二、LED 照明渗透率不断攀升，户外照明市场前景广阔

(一) LED 照明渗透率不断攀升，2017 全球市场增长前景稳健

经过 30 多年的发展,我国照明行业已初具规模。在照明产品中,目前主要有以下几种产品,分别是白炽灯、荧光灯、LED 灯。

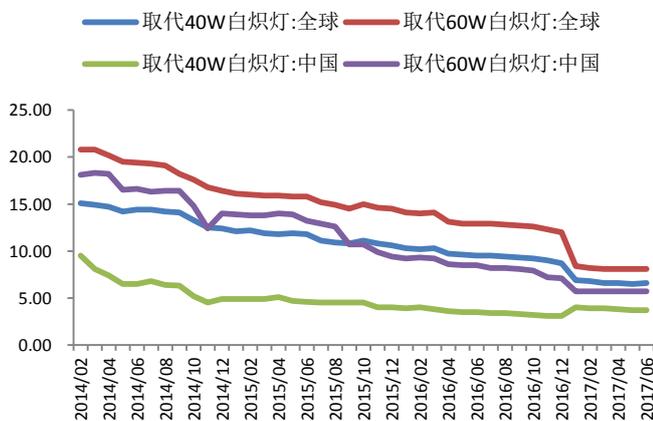
表 1：照明行业主要产品对比分析

指标	白炽灯	荧光灯	LED 灯
发光效率 (Lm/W)	12~24	32~100	80~130
相关色温 (K)	2,400~3,000	2,700~6,500	2,500~7,000
能量转换效率	5%	25%	50%
平均寿命 (H)	1,000	6,000-12,000	30,000 以上
频闪	不明显	严重	无
优点	成本低、启动快、光源小、形式多、线路简单、通用性强	色温可控、光效较高,灯具温度低、价格较低	体积小、能耗低、光效高、无频闪、寿命长、环保
缺点	不环保、光效低、寿命短、温度高	需镇流器、高频闪对眼睛有害、废弃产品处置	成本高、显色差、恒流驱动

资料来源：华金证券研究所，中国照明网

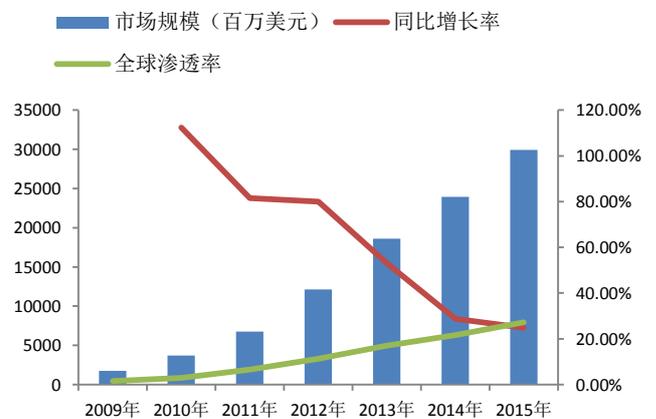
由于白炽灯的污染,各国政府对白炽灯的禁售或禁用以及照明节能技术的不断提高,绿色照明产品发展迅速,而在绿色照明产品中,相较于节能灯,效率更高、质量更好、使用更加安全的 LED 照明产品在全球范围内蓬勃发展。由于 LED 成本的下降和行业竞争加剧,LED 照明产品价格不断下降并呈现趋稳趋势,2017 年 6 月,全球 LED 灯泡(取代 40W 白炽灯)、LED 灯泡(取代 60W 白炽灯)价格分别是 6.60、8.10 美元,国内价格略低于全球价格,2017 年 6 月中国 LED 灯泡(取代 40W 白炽灯)、LED 灯泡(取代 60W 白炽灯)价格分别是 3.70、5.70 美元。在各国政府对白炽灯的禁售或禁用以及 LED 照明产品价格的不断下降双重驱动下,LED 照明产品在全球范围内蓬勃发展。2015 年 LED 照明全球市场规模达 299.08 亿美元,同比增长 24.84%,LED 照明的全球市场渗透率由 2009 年的 1.50% 上升到 2015 的 27.20%,渗透率不断攀升。

图 9：LED 灯泡价格变动情况(单位：美元)



资料来源：华金证券研究所，Wind

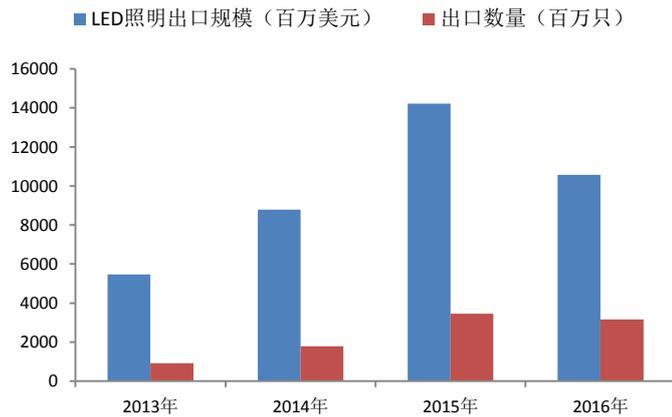
图 10：LED 照明市场全球市场规模及渗透率



资料来源：华金证券研究所，Wind

由于我国 LED 照明产品质量以及国外市场价格较高的驱动下,我国 LED 照明产品出口比率逐年上升,2013 年 LED 照明出口规模为 5,465.89 百万美元,占比仅为 29.39%,2015 年 LED 照明出口规模达 14,219.92 百万美元,占比上升到 47.55%。为了了解 LED 照明业界人士对市场前景的看法,香港贸发局研究部对参加灯展的多名买家和参展商进行了 2016 年秋灯展问卷调查和 2017 年春灯展问卷调查两次调查,发现业界人士认为 2017 年全球市场增长前景稳健,所有市场得分都在中立水平 3 分以上,并且中国内地超越北美洲及西欧,成为 2017 年最具增长潜力的市场。

图 11 : LED 照明出口规模及数量



资料来源:华金证券研究所,中国照明网

图 12 : 2017 年全球市场的增长前景



资料来源:华金证券研究所,香港贸发局,中国照明网 注:1=非常不理想, 3=中立, 5=非常理想

(二) 正处于传统路灯替换期, 户外 LED 照明市场前景广阔

目前户外照明主体需求主要集中在道路、隧道和轨道交通等领域,这些领域耗电量巨大、照明质量要求高、维护不方便,对初始投入的价格敏感性较低,而对持续用电费用敏感度较高。因此,LED 照明产品在户外照明领域的应用远高于室内照明领域。

LED 户外照明市场的客户主体是城市的道路照明,主要是对高压钠灯进行替代。LED 路灯与传统高压钠灯相比,具有环保无污染、耗电少、光效高、寿命长等优势。

表 2 : 传统路灯与 LED 路灯对比

性能参数	高压钠灯	LED 路灯
发光效率 (Lm/W)	100~120	100 以上
显色指数 (Ra)	16~29	75 以上
相关色温 (K)	1,600~2,100	5,500~6,000
平均寿命 (H)	18,000~24,000	50,000 以上
功率因素	0.44	0.95 以上
紫外线	少	无
频闪	严重	无
眩光	严重	低
优点	透雾性强,寿命较长,紫外光较少	光效高、功率因素高、启动快、无频闪、无紫外光、寿命长、绿色环保

性能参数	高压钠灯	LED 路灯
缺点	安装不方便、需镇流器、频闪严重、功率因素较低、启动时间长	价格稍贵、恒流驱动

资料来源：华金证券研究所，中国照明网

当前很多城市的高压钠灯已经用了将近十年时间，正是替换的最佳时间，在政府的推动下，户外照明将会迎来发展高峰，据国家统计局披露，2015 年全国现有路灯 2,422.52 万盏，其中，据中国市政工程协会城市照明专业委员会统计，LED 路灯占比达 13.57%，预计未来 LED 路灯改造需求超过 2 亿盏。

图 13：道路照明路灯保有量变动情况



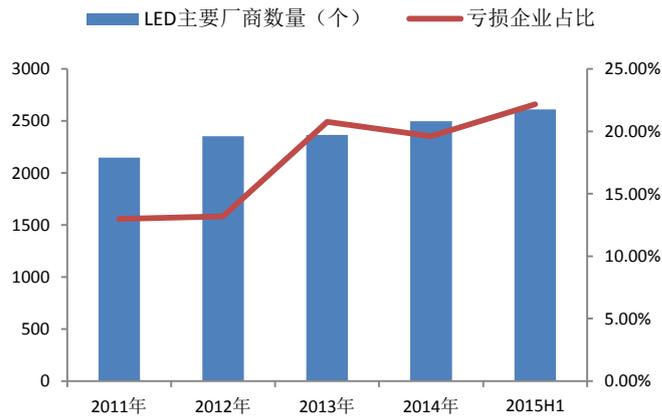
资料来源：华金证券研究所，国家统计局

(三) 三大巨头逐渐退出中国市场，本土企业迅速崛起

近些年来，由于 LED 照明需求的快速增长，越来越多的企业进入该行业，市场竞争愈发激烈，价格战不断。2015 年木林森启动“森之战”，科锐、GE 照明、飞利浦、佛山照明、欧普照明也陆续加入这场价格战中，照明行业利润不断下降。随着价格战不断激烈，国际品牌逐渐退出中国市场，飞利浦、欧司朗出售或剥离 LED 照明业务，三星和 LG 也调整了 LED 事业部，GE 照明退出亚洲及拉美市场。国际品牌的不断退出，特别是三大照明企业巨头的退出，为中国 LED 企业提供了很好的竞争环境，在国家政策的支持下，国内本土企业迅速崛起，影响力正在不断加大。

其次，由于我国 LED 行业的价格战以及产品同质化的因素，行业剧烈洗牌，大企业通过并购规模进一步扩大，据高工 LED 研究院统计，2014 年并购金额达 60 亿元，2015 年并购金额超 400 亿元，并购案例超 50 多个，其中，过亿元的并购案例接近 40 个，预计未来并购案例逐渐增多，产业链企业淘汰不断加快。

图 14：LED 生产厂商数量变动情况



资料来源：华金证券研究所，国家统计局

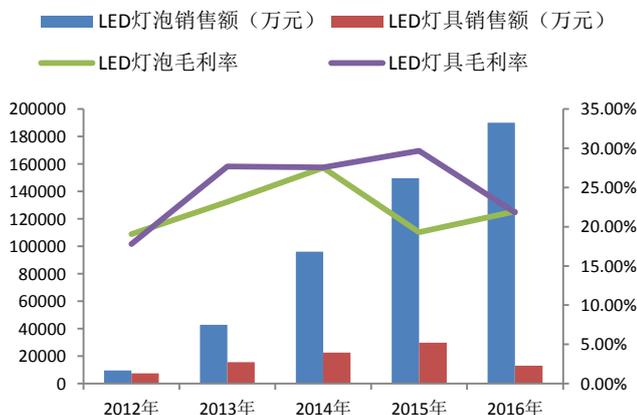
三、公司 LED 照明类产品供需两旺，募投项目解决产能瓶颈

（一）成功把握绿色照明产品转型时机，LED 照明类产品供需两旺

2011 年公司成功把握住绿色照明产品的转型时机，开始从事 LED 照明类产品的生产销售，目前公司 LED 照明产品主要有 LED 灯泡和 LED 灯具，2016 年公司这两款产品实现的营业收入分别为 19.02、1.29 亿元，同比增长率分别为 27.14%、-56.50%。公司 LED 照明类产品供需两旺，产销率基本在 95%以上，为了顺应市场需求，公司将部分原节能灯生产线改装为 LED 类照明产品生产线，并募集资金用于建设年产 11,000 万只（套）LED 照明系列产品建设项目和年产 116 万套 LED 户外照明灯具建设项目，LED 类照明产品的产能有望得到大幅提高。

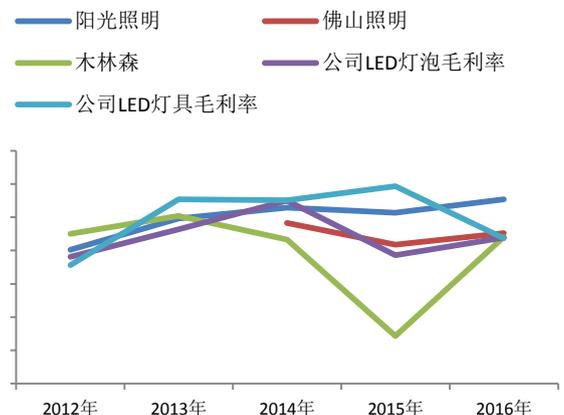
毛利率方面，随着国际三大巨头的退出以及价格战的缓解，国内企业 LED 产品价格趋稳，LED 毛利率有所回升。公司 LED 照明产品整体毛利率较高，2016 年公司 LED 灯泡、LED 灯具毛利率分别为 21.93%、21.82%，在可比公司中，由于公司产品主要销往国外市场，销售单价较高，毛利率处于中等偏上的位置。

图 15：公司 LED 产品营业收入及毛利率变动情况



资料来源：华金证券研究所，Wind

图 16：可比公司 LED 产品毛利率变动情况



资料来源：华金证券研究所，Wind

（二）募投项目有望解决产能瓶颈，扩大 LED 照明类生产规模

公司本次发行 6,000 万股，募集资金净额达 104,160.00 万元，募集资金将用于年产 11,000 万只（套）LED 照明系列产品建设项目、年产 116 万套 LED 户外照明灯具建设项目、照明研发中心及光体验中心建设项目以及补充流动资金。项目建成后，将进一步扩大公司 LED 照明类产品的生产和销售规模，有助于解决公司产能瓶颈。截止至 2017 年 3 月 31 日，公司累计投入 15,575.04 万元，其中，公司为了保持行业先进的制造优势，将年产 11,000 万只（套）LED 照明系列产品建设项目作延期调整，从 2016 年 12 月延期至 2017 年 12 月。

表 3：募投项目详细情况（单位：万元）

项目名称	投资总额	募集资金投入额	建设 期	达产后年 销售收入	项目最新进展(截至 2017 年 3 月 31 日)
年产 11,000 万只（套）LED 照明系列产品建设项目	51,100	51,100	3 年	245,700	13,173.20
年产 116 万套 LED 户外照明灯具建设项目	10,590	10,590	2 年	47,500	689.91
照明研发中心及光体验中心建设项目	7,470	7,470	3 年		1,711.93
补充流动资金	35,000	35,000			
合计	104,160	104,106			15,575.04

资料来源：华金证券研究所，公司招股说明书，公司公告

年产 11,000 万只（套）LED 照明系列产品建设项目：该项目是公司现有 LED 照明系列产品的扩产项目，拟新建厂房 1 栋，改造现有的 3 个生产车间，项目达产后，将新增年产 9,000 万只 LED 照明灯及 2,000 万套 LED 室内照明灯具。建设期为 3 年，建设期第二年达到 22% 的生产能力，第三年达到 44%，建成后第一年达到 90%，建成后第二年完全达产。

年产 116 万套 LED 户外照明灯具建设项目：该项目是公司现有户外照明灯具产品的扩产项目，公司拟新建厂房 1 栋，购置国内外先进生产设备及配套设备，项目达产后，将新增 116 万套 LED 户外照明灯具的生产能力。建设期为 2 年，建成后第一年达到设计产能的 80%，建成后第二年完全达产。

照明研发中心及光体验中心建设项目：照明研发中心项目是增加研发部门设备投入和软件升级改造，提高公司科研、开发和实验能力，光体验中心建设项目有助于公司向客户更好的推荐公司产品。

四、盈利预测、估值与投资建议

公司具有稳定的商业模式和可预期的盈利能力，根据该背景，我们做出了以下假设，并对公司的盈利和估值进行预计，在此基础上给出相应的投资建议。

（一）主要假设

公司的营收主要来源于 LED 灯泡和节能灯的销售。近些年来，国内外 LED 照明行业持续发展以及公司在海外市场的不断开拓，LED 照明行业前景良好。其次，由于 LED 行业的价格战以及产品同质化等原因，国际三大巨头纷纷退出 LED 行业，本土企业也遭受剧烈洗牌，生产经营较为良好的企业得以存续和发展。随着价格战的不断缓解，公司产品价格趋于稳定，并且公司产品主要销往国外，国外市场 LED 产品价格高于国内市场，因此，公司毛利率水平较高。第三，公司募投项目新增产能未来几年逐步释放，规模化效应提高，单位成本进一步下降，因此，我们预计公司 2017 至 2019 年营业收入分别为 35.74、39.43、44.21 亿元，毛利率分别为 20.68%、21.27%、21.39%。

表 4：主营业务收入预测情况

项目	指标	2016A	2017E	2018E	2019E
LED 灯泡	营业收入(万元)	190,167.61	224,836.50	250,599.36	288,117.04
	YOY	27.14%	18.23%	11.46%	14.97%
	毛利率	21.93%	21.74%	22.27%	22.27%
节能灯	营业收入(万元)	65,558.59	64,322.37	59,541.95	58,115.78
	YOY	-29.43%	-1.89%	-7.43%	-2.40%
	毛利率	20.87%	20.39%	20.83%	20.70%
工程塑料	营业收入(万元)	24,103.80	24,225.00	26,418.90	27,919.64
	YOY	3.75%	0.50%	9.06%	5.68%
	毛利率	16.29%	16.00%	16.00%	16.00%
照明电子	营业收入(万元)	13,059.66	12,600.00	13,440.00	13,323.75
	YOY	-20.81%	-3.52%	6.67%	-0.86%
	毛利率	18.02%	18.00%	18.00%	18.00%
LED 灯具	营业收入(万元)	12,935.88	15,712.75	26,792.47	36,649.30
	YOY	-56.50%	21.47%	70.51%	36.79%
	毛利率	21.82%	21.54%	23.65%	24.02%
工程施工	营业收入(万元)	7,855.65	8,641.22	9,505.34	10,455.87
	YOY	9.80%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	14.67%	14.00%	14.00%	14.00%
其他产品	营业收入(万元)	8,794.06	7,000.00	7,897.03	7,448.51
	YOY	130.85%	78.23%	12.81%	-5.68%
	毛利率	15.53%	16.00%	16.00%	16.00%
其他业务	营业收入(万元)	76.70	65.00	60.00	55.00
	YOY	-28.17%	-15.25%	-7.69%	-8.33%
	毛利率	82.17%	75.00%	75.00%	75.00%
合计	营业收入(万元)	322,551.95	357,402.83	394,255.05	442,084.90
	YOY	-0.14%	10.80%	10.31%	12.13%
	毛利率	20.79%	20.68%	21.27%	21.39%

资料来源：华金证券研究所

(二) 估值与投资建议

我们选取同行业公司作为可比公司进行比较，具体见下：

表 5：可比公司估值

代码	证券简称	最新价 (元)	总市值(亿 元)	PE			EPS		
				16A	17E	18E	16A	17E	18E
600703	三安光电	19.54	796.92	36.78	26.81	21.48	0.53	0.73	0.91
300296	利亚德	17.63	287.18	42.94	24.11	16.05	0.87	0.73	1.10
603515	欧普照明	35.81	207.51	40.97	31.92	25.19	0.94	1.12	1.42
002745	木林森	38.45	203.14	42.91	30.93	18.04	0.96	1.24	2.13
300323	华灿光电	14.85	124.89	46.74	27.18	19.98	0.35	0.55	0.74
000541	佛山照明	8.96	103.86	10.63	25.56	19.35	0.84	0.35	0.46
300232	洲明科技	14.88	93.75	56.32	29.54	20.78	0.29	0.50	0.72
600261	阳光照明	6.35	92.21	20.39	18.29	15.61	0.31	0.35	0.41
600651	飞乐音响	8.76	86.86	24.74	11.60	13.85	0.36	0.76	0.63
	平均值	18.36	221.81	35.82	25.10	18.93	0.61	0.70	0.95
603303	得邦照明	28.92	69.41	25.34	25.68	22.45	1.33	1.31	1.50

资料来源：华金证券研究所，Wind

注：最新价为 2017 年 7 月 20 日收盘价

参考同行业估值水平，考虑到 LED 行业全球市场前景增长稳健、公司主要产品销往国外等因素，我们认为公司 2017 年合理估值为 26X，对应目标价为 34.06 元，给予买入-B 建议。

因此，我们预测公司 2017 至 2019 年每股收益分别为 1.31、1.50 和 1.71 元，净资产收益率分别为 12.3%、12.4% 和 12.3%，给予买入-B 建议，6 个月目标价为 34.06 元，相当于 2017 年 26 倍的动态市盈率。

五、风险提示

- 市场竞争风险；
- 客户集中度较高的风险；
- 节能灯业务业绩下滑风险；
- 募投项目进展不及预期风险。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	3,230.1	3,225.5	3,574.0	3,942.6	4,420.8	年增长率					
减:营业成本	2,582.6	2,554.9	2,835.0	3,104.1	3,475.2	营业收入增长率	15.7%	-0.1%	10.8%	10.3%	12.1%
营业税费	19.6	22.8	24.6	26.3	30.4	营业利润增长率	-1.3%	3.8%	-0.5%	15.9%	13.5%
销售费用	124.3	123.6	132.8	149.7	167.2	净利润增长率	12.5%	-6.6%	-1.3%	14.4%	14.0%
管理费用	202.0	202.1	223.1	246.6	276.5	EBITDA 增长率	-8.4%	8.2%	9.7%	14.2%	12.2%
财务费用	-47.1	-37.9	-	-	-	EBIT 增长率	-10.8%	7.4%	11.2%	15.9%	13.5%
资产减值损失	16.8	10.1	12.5	13.1	11.9	NOPLAT 增长率	-10.7%	4.8%	13.0%	15.6%	13.1%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	32.5%	49.2%	-15.4%	104.0%	-28.2%
投资和汇兑收益	14.7	9.5	11.6	11.9	11.0	净资产增长率	36.2%	24.0%	109.9%	14.1%	14.1%
营业利润	346.5	359.5	357.6	414.6	470.7	盈利能力					
加:营业外净收支	54.1	23.5	15.1	12.4	17.7	毛利率	20.0%	20.8%	20.7%	21.3%	21.4%
利润总额	400.6	383.1	372.7	427.0	488.4	营业利润率	10.7%	11.1%	10.0%	10.5%	10.6%
减:所得税	52.9	58.6	51.9	60.4	70.6	净利润率	10.6%	9.9%	8.8%	9.1%	9.3%
净利润	341.2	318.7	314.5	359.8	410.0	EBITDA/营业收入	10.5%	11.3%	11.2%	11.6%	11.6%
						EBIT/营业收入	9.3%	10.0%	10.0%	10.5%	10.6%
资产负债表						偿债能力					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	51.9%	46.5%	30.1%	27.1%	29.7%
货币资金	502.8	364.2	1,861.1	1,474.2	2,308.7	负债权益比	107.9%	86.9%	43.0%	37.1%	42.3%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	1.46	1.66	2.66	2.84	2.67
应收帐款	705.3	839.9	671.6	1,023.6	939.2	速动比率	1.18	1.23	2.38	2.37	2.36
应收票据	16.8	15.6	15.7	20.0	21.0	利息保障倍数	-6.36	-8.49			
预付帐款	14.2	16.9	19.8	18.4	24.9	营运能力					
存货	299.9	465.6	316.7	524.3	456.3	固定资产周转天数	26	27	22	17	12
其他流动资产	37.2	88.8	99.1	75.0	87.6	流动营业资本周转天数	9	24	18	26	27
可供出售金融资产	-	0.3	0.3	0.3	0.3	流动资产周转天数	161	188	240	279	284
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	70	86	76	77	80
长期股权投资	44.3	53.7	53.7	53.7	53.7	存货周转天数	34	43	39	38	40
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	215	246	305	356	362
固定资产	239.0	242.3	202.9	163.5	124.1	投资资本周转天数	56	80	80	101	103
在建工程	7.7	20.7	280.7	520.7	611.7	费用率					
无形资产	195.2	190.4	185.6	180.9	176.1	销售费用率	3.8%	3.8%	3.7%	3.8%	3.8%
其他非流动资产	19.2	21.6	20.4	20.5	22.0	管理费用率	6.3%	6.3%	6.2%	6.3%	6.3%
资产总额	2,081.6	2,320.0	3,727.5	4,075.1	4,825.7	财务费用率	-1.5%	-1.2%	0.0%	0.0%	0.0%
短期债务	93.0	-	-	-	-	三费/营业收入	8.6%	8.9%	10.0%	10.1%	10.0%
应付帐款	521.2	622.6	741.1	671.9	931.2	投资回报率					
应付票据	272.5	279.8	340.0	312.2	434.8	ROE	35.7%	26.7%	12.3%	12.4%	12.3%
其他流动负债	192.1	174.9	40.2	118.3	69.0	ROA	16.7%	14.0%	8.6%	9.0%	8.7%
长期借款	1.3	0.8	-	-	-	ROIC	59.9%	47.4%	35.9%	49.1%	27.2%
其他非流动负债	-	0.3	0.3	0.2	0.3	分红指标					
负债总额	1,080.1	1,078.4	1,121.6	1,102.6	1,435.3	DPS(元)	0.34	-	-	-	-
少数股东权益	44.5	47.0	53.3	60.2	68.0	分红比率	23.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	180.0	180.0	240.0	240.0	240.0	股息收益率	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	778.8	1,016.5	2,312.6	2,672.3	3,082.4						
股东权益	1,001.5	1,241.6	2,605.9	2,972.5	3,390.4						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	347.7	324.5	314.5	359.8	410.0	EPS(元)	1.42	1.33	1.31	1.50	1.71
加:折旧和摊销	39.0	44.5	44.1	44.1	44.1	BVPS(元)	3.99	4.98	10.64	12.13	13.84
资产减值准备	16.8	10.1	-	-	-	PE(X)	23.7	25.3	25.7	22.4	19.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	8.4	6.8	3.2	2.8	2.4
财务费用	4.5	1.5	-	-	-	P/FCF	33.9	-141.0	18.1	-20.5	9.8
投资损失	-14.7	-9.5	-11.6	-11.9	-11.0	P/S	2.5	2.5	2.3	2.0	1.8
少数股东损益	6.5	5.8	6.3	6.9	7.8	EV/EBITDA	16.8	15.6	15.6	14.5	11.3
营运资金的变动	66.5	-363.9	351.6	-557.8	463.9	CAGR(%)	1.8%	8.8%	1.1%	1.8%	8.8%
经营活动产生现金流量	267.1	78.6	704.9	-159.0	914.9	PEG	13.2	2.9	22.9	12.6	2.2
投资活动产生现金流量	14.8	-63.4	-248.4	-228.2	-81.0	ROIC/WACC	5.7	4.5	3.4	4.7	2.6
融资活动产生现金流量	-86.1	-79.1	1,040.4	0.4	0.5						

资料来源: 贝格数据, 华金证券研究所

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；

分析师声明

叶中正声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其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。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn