

# 顺应 LED 潮流，扩张战略提速

**增持 首次**

目标价格：暂无

## 投资要点：

- 随着 LED 产业链逐步进入黄金发展期，下游应用市场空间逐步打开，具有品牌和渠道优势的企业有望获得历史性发展机遇
- 公司在保持传统业务优势地位的同时 LED 业务 13 年下半年明显放量，并有望成为驱动公司新一轮发展提速的重要引擎

## 投资逻辑：

- 我们看好照明应用领域发展前景的主要逻辑：LED 市场崛起+市场集中度提升。**我们预计全球照明市场规模约在千亿美元量级且保持稳定增长趋势，未来三年 LED 照明渗透率将从当前 10% 向 50% 以上水平快速提升，LED 照明市场进入爆发式增长阶段；同时，照明应用领域龙头凭借既有的品牌、渠道及管理优势全力介入 LED 业务，有望成为新一轮照明革命的最大受益者。
- 我们看好公司未来发展的主要逻辑：LED 业务取得实质性进展，扩张战略提速。**
  - 公司 12 年底开始启动 LED 业务，到 13 年下半年开始显著发力，我们预计 13 年全年 LED 销售占总业务比重将达到 10% 水平。
  - 未来几年公司凭借国内外市场广泛的渠道布局，良好的品牌形象及扎实的制造工艺及成本控制能力，LED 业务将呈现高速增长态势，市场占有率显著提升。
  - 我们对公司未来几年整体发展态势亦持谨慎乐观态度，一方面传统照明业务受益于小企业退出市场，订单量短期内不降反升，中期保持平稳；此外，LED 业务为公司发展提供更强增长动力，因此我们预计未来公司整体发展有望提速。
- 盈利预测及投资建议。**预计 13-15 年公司 EPS 分别为 0.31、0.36、0.47 元。公司顺应 LED 快速发展趋势，通过推动积极扩张战略实现 LED 业务快速发展，未来整体增长水平有望提速，首次给予“增持”评级。
- 风险提示。**市场竞争加剧导致盈利能力下降；电商对传统照明渠道冲击；LED 民用市场需求增长低于预期。

## 电子元器件研究组

### 分析师：

李振亚(S1180512080002)

电话：021-51782239

Email: lizhenya@hysec.com

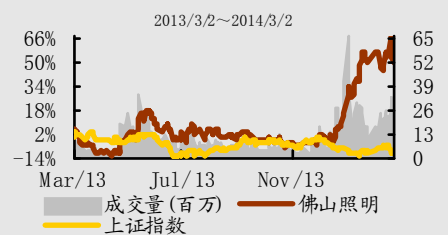
### 研究助理：

秦闻

电话：010-88085790

Email: qwen0729@163.com

## 市场表现



## 相关研究

《鸿利光电：14 年迎业绩拐点，多业务协同发展》

2014/2/24

《阳光照明：发展与转型并举，看好公司前景》

2014/2/19

《阳光照明：成长最确定的 LED 照明龙头》

2013/11/10

主要经营指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	2260.93	2201.91	2752.39	3633.15	4650.44
增长率 (%)	15.59%	-2.61%	25.00%	32.00%	28.00%
归母净利润(百万)	291.66	400.47	301.18	356.28	463.40
增长率 (%)	10.57%	37.31%	-24.79%	18.29%	30.07%
每股收益	0.298	0.409	0.308	0.364	0.474
市盈率	32.2	23.5	31.2	26.4	20.3

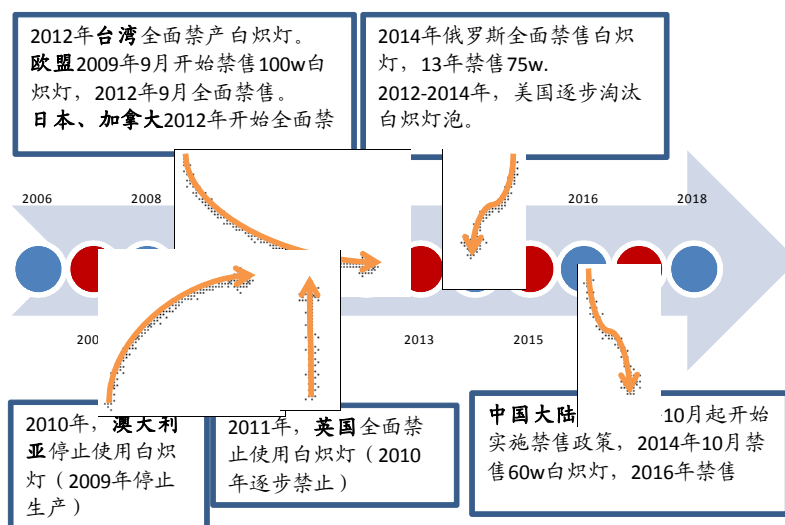
## 我们的观点

- **我们看好照明应用领域发展前景的主要逻辑：LED 市场崛起+市场集中度提升。**我们预计全球照明市场规模约在千亿美元量级且保持稳定增长趋势，未来三年 LED 照明渗透率将从当前 10% 向 50% 以上水平快速提升，LED 照明市场进入爆发式增长阶段；同时，照明应用领域龙头凭借既有的品牌、渠道及管理优势全力介入 LED 业务，有望成为新一轮照明革命的最大受益者。
- **我们看好公司未来发展的主要逻辑：LED 业务取得实质性进展，扩张战略提速。**
  - ◇ 公司 12 年底开始启动 LED 业务，到 13 年下半年开始显著发力，我们预计 13 年全年 LED 销售占总业务比重将达到 10% 水平。
  - ◇ 未来几年公司凭借国内外市场广泛的渠道布局，良好的品牌形象及扎实的制造工艺及成本控制能力，LED 业务将呈现高速增长态势，市场占有率显著提升。
  - ◇ 我们对公司未来几年整体发展态势亦持谨慎乐观态度，一方面传统照明业务受益于小企业退出市场，订单量短期内不降反升，中期保持平稳；此外，LED 业务为公司发展提供更强增长动力，因此我们预计未来公司整体发展有望提速。
- **盈利预测及投资建议。**预计 13-15 年公司 EPS 分别为 0.31、0.36、0.47 元。公司顺应 LED 快速发展趋势，通过推动积极扩张战略实现 LED 业务快速发展，未来整体增长水平有望提速，首次给予“增持”评级。

## LED 行业运行情况

- LED 行业面临较好发展机遇：
  - ◇ **政策扶持层面：**政策导向方面，节能减排符合政策形势，预计两会期间环保将是个主题。LED 相对替代传统光源，既无污染（汞污染）又节能，故 14 年 4 月份国家发改委和财政部组织的节能推广产品中 LED 预计将会重点推广。

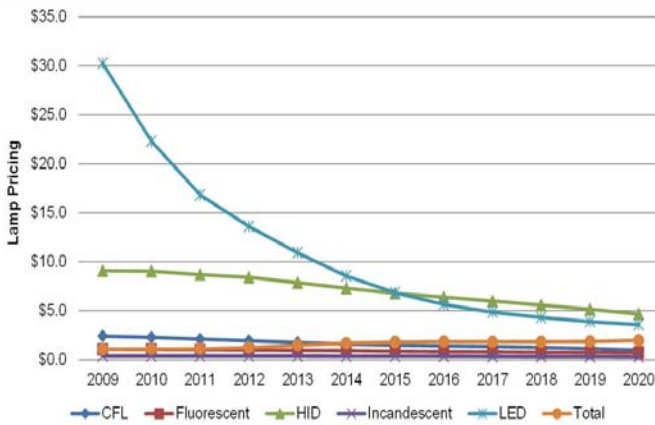
图 1：全球各国“禁白”时间表



资料来源：宏源证券研究所

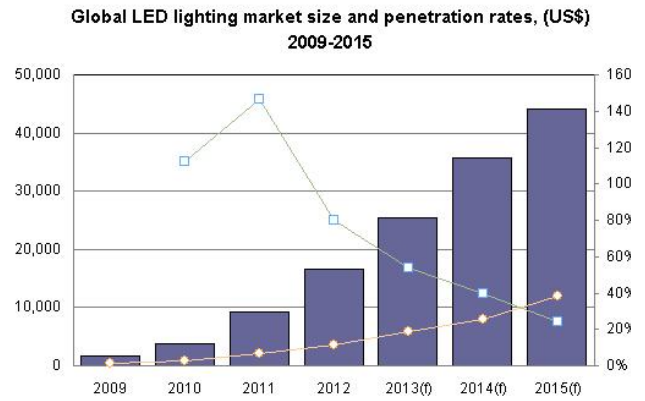
- ◇ **市场机遇层面：**上游通过前几年竞争，芯片价格不断走低，促使应用厂商做的东西卖得出去。如原来芯片 10 元+/W，现在 1 元+/W，芯片价格下降 80-90%。芯片价格低故而终端售价也低，导致 LED 需求呈现快速增长的趋势。

图 2: LED 灯价格呈快速下降趋势



资料来源: IMS、宏源证券研究所

图 3: 未来两年全球 LED 灯市场需求继续高速增长



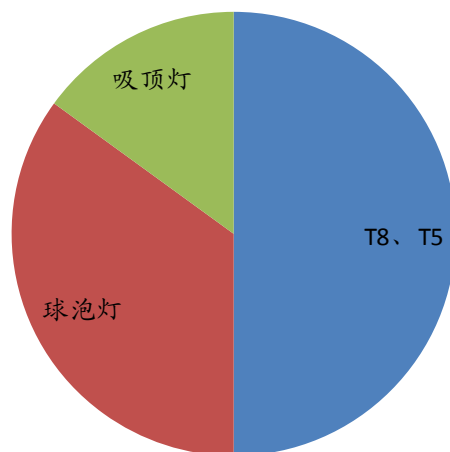
资料来源: DIGITIMES Research、宏源证券研究所

## 公司 LED 业务发展情况

### ■ LED 业务总体情况:

- ◇ 公司 12 年底开始布局 LED 业务, 13 年下半年开始发力, 13 年全年占总收入 10%+。14 年具体情况要看市场, 预计销售占比继续提升。
- ◇ 公司 LED 灯有三个品种: 管形灯 (占比接近 50%, 大部分用于商用)、球泡灯 (30%+)、吸顶灯 (10%)。

图 4: 公司 LED 灯具体分类

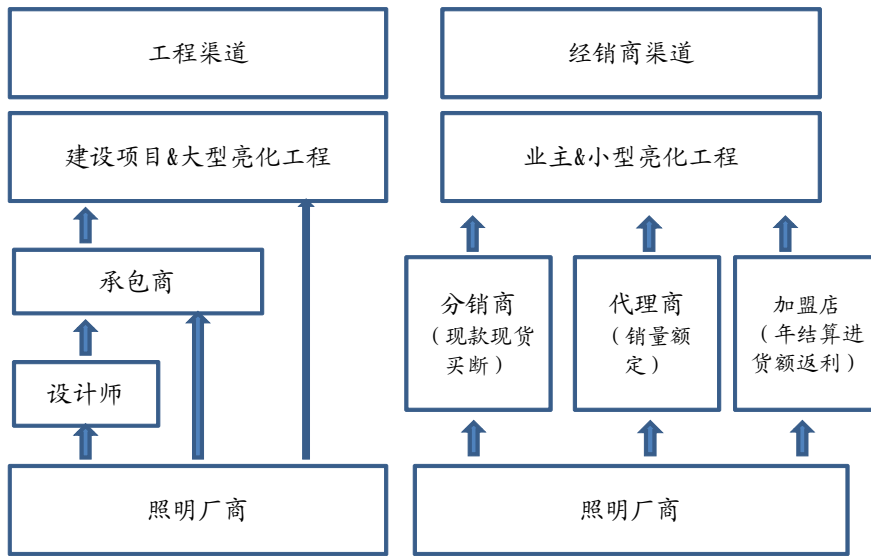


资料来源: 宏源证券研究所

### ■ 公司渠道发展情况:

- ◇ 公司已经拥有 3000 多家经销和分销商, 并建立了完善的全国销售服务网络, 渠道优势将是助力公司在国内 LED 照明市场胜出的关键因素。公司的经销网点已经由省、市、县, 更深入一层正在布局镇一级经销商。
- ◇ 电商有一定冲击, 但不是很大, 公司考虑两条腿走路, 未来可能会专门搞个部门做电商, 现在还没作为重点。

图 5: 商用照明领域经销渠道与工程渠道的比较

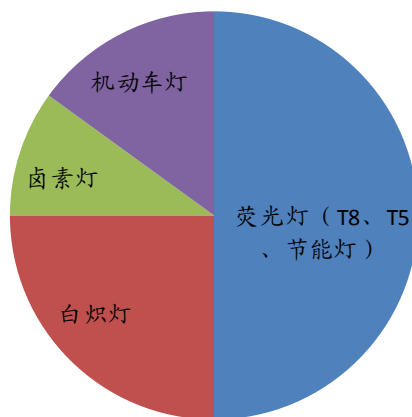


资料来源: 宏源证券研究所

## 公司传统业务发展情况

- 公司产品主要包含荧光灯、卤素灯、白炽灯三大主力产品，加上机动车灯（含汽车灯、摩托车灯），共四系列，300 多个规格。公司传统商品的优势在于品牌不错、质量有保证、价格便宜等。

图 6: 公司各类产品大致分类



资料来源: 宏源证券研究所

- 现在白炽灯反而做不过来，飞利浦原来不采购公司的现在也要采购，未来白炽灯业务有价格上调可能，毕竟 16 年才取消白炽灯生产。公司跟同行业竞争对手比，品种多，现在好多订单做不过来。现在做单一产品的小企业关停趋势延续，最后传统照明业务将集中到几个大企业手中。
- 公司未来策略是对传统光源不放弃，农村和外国一些地区还是需要的传统灯的。

## 公司未来发展战略

- 应用类的公司主要是抢渠道，主要竞争对手都在推 LED，公司也要在统筹考虑整个市场情况下，调整传统光源规模，紧盯 LED 发展形势，LED 用 T8、T5、球形灯等各种形态去替代传统光源，这个是不可逆的大趋势。公司通过召开经销商大会形式推广 LED 产品，这次开完会当场可以签订单，以后经销商卖完货后公司可以直接下单。
- 计划采用跟银行合作，但不承担相应风险。支持经销商的措施包括：1，银行资金支持；2，价格从优；3，有选择的给优质客户一个放贷的时间期，适应市场新形势。

**公司财务报表预测 (百万元)**

利润表						资产负债表					
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	2261	2202	2752	3633	4650	货币资金	656	881	658	631	544
YOY	15.6%	-2.6%	25.0%	32.0%	28.0%	应收和预付款项	481	578	804	1098	1241
营业成本	1621	1630	2037	2743	3511	存货	494	435	729	884	1181
毛利	640	571	716	890	1139	其他流动资产	4	7	4	4	4
% 营业收入	28.3%	26.0%	26.0%	24.5%	24.5%	长期股权投资	447	520	520	520	520
营业税金及附加	26	23	28	36	47	投资性房地产	0	0	0	0	0
% 营业收入	1.1%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	固定资产和在建工程	731	635	545	451	347
销售费用	104	110	116	160	205	无形资产和开发支出	219	150	132	113	94
% 营业收入	4.6%	5.0%	4.2%	4.4%	4.4%	其他非流动资产	68	114	72	72	72
管理费用	151	167	204	272	339	资产总计	3098	3320	3465	3773	4003
% 营业收入	6.7%	7.6%	7.4%	7.5%	7.3%	短期借款	0	0	0	0	0
财务费用	-7	-11	-16	-13	-11	应付和预收款项	242	303	328	494	538
% 营业收入	-0.3%	-0.5%	-0.6%	-0.3%	-0.2%	长期借款	0	0	0	0	0
资产减值损失	-1	7	10	5	5	其他负债	18	19	19	19	19
公允价值变动收益	-1	0	0	0	0	负债合计	260	323	347	513	557
投资收益	-5	208	0	0	0	股本	979	979	979	979	979
营业利润	362	483	374	429	555	资本公积	622	626	626	626	626
% 营业收入	16.0%	22.0%	13.6%	11.8%	11.9%	留存收益	1190	1346	1466	1609	1794
营业外收支	-6	-11	-20	-10	-10	归属母公司股东权益	2791	2950	3071	3213	3398
利润总额	355	472	354	419	545	少数股东权益	47	47	47	47	47
% 营业收入	15.7%	21.4%	12.9%	11.5%	11.7%	股东权益合计	2838	2997	3118	3260	3446
所得税费用	58	72	53	63	82	负债和股东权益合计	3098	3320	3465	3773	4003
净利润	297	400	301	356	463						
归属于母公司所有者的净利润	291.7	400	301	356	463						
少数股东损益	6	0	0	0	0						
现金流量表						财务指标					
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流净额	271	439	16	281	286	毛利率	28.3%	26.0%	26.0%	24.5%	24.5%
投资活动现金流净额	-42	103	-75	-109	-109	三项费用/销售收入	10.9%	12.1%	11.0%	11.6%	11.5%
筹资活动现金流净额	-248	-245	-163	-199	-265	销售净利率	13.1%	18.2%	10.9%	9.8%	10.0%
现金净流量	-20	297	-222	-27	-87	ROE	10.5%	13.6%	9.8%	11.1%	13.6%
						EBIT 增长率	10.5%	13.6%	9.8%	11.1%	13.6%
						流动比率	6.7	6.3	6.7	5.3	5.5
						速动比率	4.7	4.8	4.5	3.5	3.3
						应收账款周转率	5.4	4.3	3.9	3.7	4.3

资料来源: 宏源证券研究所



### 作者简介

**李振亚**：宏源证券研究所电子元器件行业研究员，复旦大学信息工程学院工学硕士，2011年加盟宏源证券研究所，2011~2013年负责纺织服装行业研究。曾任职于国金证券研究所，2009年新财富第一名、2010年新财富第二名团队成员。

### 机构销售团队

机构销售团队					
公募	北京片区	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
		陈紫超	010-88085798	13811637082	chenzichao@hysec.com
	上海片区	李冠英		13918666009	liguanying@hysec.com
		奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		吴蓓		18621102931	wubei@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
孙婉莹		0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com	
周迪		0755-33352262	15013826580	zhouidi@hysec.com	
机构	上海保险/私募	李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com

### 宏源证券评级说明：

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数20%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%~20%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上
行业投资评级	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

### 免责条款：

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有，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、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。