

佛山照明 (000541)

历史性拐点已现 渠道优势助推昔日灯王重回荣耀之路

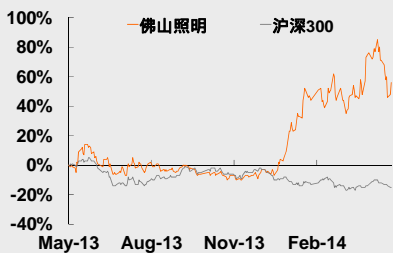
强烈推荐 (维持)

现价：10.46 元

主要数据

行业	平安电子
公司网址	www.Chinafsl.Com
大股东/持股	佑昌灯光器材有限公司 /13.47%
实际控制人/持股	公众持股/10.84%
总股本(百万股)	979
流通 A 股(百万股)	617
流通 B/H 股(百万股)	225
总市值(亿元)	102.36
流通 A 股市值(亿元)	64.55
每股净资产(元)	3.02
资产负债率(%)	15.6

行情走势图



相关研究报告

《主营业务持续高增长可期 昔日灯王荣光再现, 20140422》

证券分析师

林照天 一般证券从业资格编号S100011110004
0755-22626792
Linzhaotian379@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告, 如经由未经许可的渠道获得研究报告, 请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

■ 佛山照明(000541.SZ) 是国内照明龙头企业, 拥有 50 多年专业从事照明行业的深厚积累。公司从一个地方小厂起家, 逐渐成长为国内首屈一指的照明企业, 昔日曾拥有“中国灯王”的美誉。但自从 2002 年初钟信才等老一批管理者寻求 MBO 未果后, 佛照的公司治理就处于混乱无序的状态, 欧司朗入股及一系列公司治理违规事件均对公司造成了不利影响。但在公司新任管理层上任后, 逐渐清退锂电池资产, 坚定向 LED 照明转型。我们非常看好公司此次战略转型, 公司原有荧光灯业务的品牌、渠道、成本控制技术、客户优势等都可以无缝移植到 LED 照明上。和其他新进入者相比, 公司品牌和渠道优势将在未来激烈的市场竞争中逐步体现优势。

■ 从全球范围来看, LED 行业在 14 年继续高歌猛进, 景气度高企。无论是像飞利浦、欧司朗等国际一线照明巨头, 还是韩国、台湾等地 LED 产业链企业, 均对 LED 照明市场爆发持乐观态度, 不断加大投入。LED 市场景气度主要取决于三个方面, 首先是背光市场的企稳, 其次是公用、商业照明的大规模启动, 紧接着是家庭照明的渗透率快速提高, 而这三方面条件在目前看来均已具备。我们认为此轮 LED 产业景气弹升将贯穿全年, 甚至延续到未来 LED 家庭照明渗透率不断提升的两三年时间。LED 行业市场空间广阔, 前景光明, 相关企业迎来投资黄金时期。

■ 在荧光灯时代, 公司以经销商代理制的形式铺设渠道, 目前已经拥有 400 多家专卖店, 2000 多家终端渠道商, 以五金店和便利店为主, 贴近家庭照明, 拥有极高的品牌知名度和认知度。经销商与佛山照明的合作时间长, 与经销商的合作及信任通过时间的沉淀而累积。另外, 大量的经销商渠道也需要卓越的协调管理能力, 这些都是其他做 LED 封装出身的企业难以比拟的。实际上, 如果去考察近两年来相关 LED 封装企业自建渠道的历史, 就可以看到渠道不是一朝一夕可以建立。无论是鸿利光电的适时放弃, 还是勤上的苦苦挣扎, 都说明了自建渠道并不是一蹴而就的事情。

■ 佛山照明渠道体系以经销商作为核心, 层层下移, 竞争优势突出。首先, 运营中心实力强大, 区域市场运营能力突出, 以省会和一线城市为突破口, 再逐渐下移, 符合 LED 产品渗透规律; 其次, 网点质量高, 单店产出大; 产品线丰富, 性价比高; 工程投标政策灵活, 工程领域影响力大; 售后服务可以让各级经销商负担, 有利于形成良好的消费者口碑等等。应该说, 这种模式是符合照明行业发展规模的, 也有利于公司把渠道做扎实。

	2013A	2014E	2015E	2016E
主营收入(百万元)	2527	3310	4429	5765
YoY(%)	15	31	34	30
净利润(百万元)	252	418	528	649
YoY(%)	-37	66	26	23
毛利率(%)	25.2	25.0	25.1	25.2
净利率(%)	10.0	12.6	11.9	11.2
EPS(摊薄/元)	0.26	0.43	0.54	0.66
P/E(倍)	40.65	24.46	19.37	15.78

- **公司专注照明领域已经有 50 多年的历史，对照明行业理解透彻，在光源、灯具研发及生产方面均有相当深厚的积累。**通过严格的质量管控，以及对研发设计、采购制造等各个环节的有效掌控，公司产品性价比优势非常突出。而转型 LED 照明后，公司业绩提升主要来源于两个方面，其一，LED 产品与公司传统荧光灯产品相比，出厂价格提升较多。其次，LED 照明产品发展的高级阶段将是 LED 个性化及创新性产品阶段。LED 照明未来必将走向光源及灯具一体化，这又将带来产品单价的进一步提升，并且还会带来各种不同类型的个性化市场。
- **我们预计公司 14-16 年营收分别为 33.1、44.3、57.7 亿元，对应 EPS 分别为 0.43、0.54、0.66 元。**以公司 13 年 4 月 30 号收盘价计算，对应 14/15 年动态估值分别为 24.46/19.37 倍，在 LED 上市公司中估值较低。从全球范围来看，光源是能够成就大市值公司的领域，最终照明行业一般都是由光源企业来掌控的。像飞利浦、欧司朗等巨头都在逐渐从芯片制造环节退出，扎根品牌及渠道。中国国内有着广阔的内需市场，佛山照明凭借着渠道及品牌优势，发力 LED 照明，有望重塑中国灯王的辉煌。我们看好公司在 LED 照明时代的发展前景，维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**LED 渗透率不达预期的风险；毛利率下滑的风险。

正文目录




一、	中国照明行业当之无愧的龙头 渠道优势明显	5
1.1、	公司业务及基本情况介绍	5
1.2、	坚定转型 LED 照明 凤凰涅槃可期	7
二、	LED 照明时代即将来临	8
2.1、	飞利浦、欧司朗 LED 业务增速迅猛 传统照明厂商坚定转向 LED	8
2.2、	LED 市场空间广阔	10
2.2、	我国 LED 照明高速增长期到来 公司面临难得历史机遇	13
三、	公司竞争优势突出 昔日灯王有望重回荣耀之路	14
3.1、	渠道优势显著 发力 LED 照明事半功倍	14
3.2、	制造及品质优势带来产品性价比	17
四、	盈利预测和估值	18
五、	风险提示	19

图表目录

图表 1：公司主要产品	5
图表 2：公司电光源生产量（单位：亿只）	5
图表 3：我国电光源生产量及同比增速（单位：亿只）	6
图表 4：公司营收收入及同比增速	6
图表 5：公司毛利率变化趋势.....	6
图表 6：2010 年我国照明品牌排名.....	8
图表 7：2006-2015 年我国 LED 应用行业产值预测（单位：亿元）	13
图表 8：佛山照明渠道覆盖范围	14
图表 9：我国照明渠道优缺点分析	15
图表 10：雷士照明经销商体系示意图	15
图表 11：欧普照明经销商体系示意图	16
图表 12：各主要 LED 品牌球泡灯价格及参数对比（天猫旗舰店，2014 年 5 月 1 日 数据）	17
图表 13：公司收入分产品预测（单位：百万元）	18
图表 14：公司收入预测	19

一、中国照明行业当之无愧的龙头 渠道优势明显

1.1、公司业务及基本情况介绍

佛山照明(000541.SZ)是国内照明龙头企业,公司成立于1958年,拥有50多年专业制造及销售点光源的光辉历史。公司全国电光源行业中规模最大、质量最好、创汇最高、效益最佳的外向型企业,以生产制造各种电光源产品为核心,产品涵盖白炽灯、荧光灯、CCFL、LED灯等各种类型。目前公司主营包括“FSL”、“”、“”三个品牌。其中其中“FSL”“”商标被评为中国驰名商标,在国内、国际市场上均享有“中国灯王”的美誉。公司以广东省为根据地,渠道优势明显,“佛山照明”品牌直营店在各大城市随处可见。

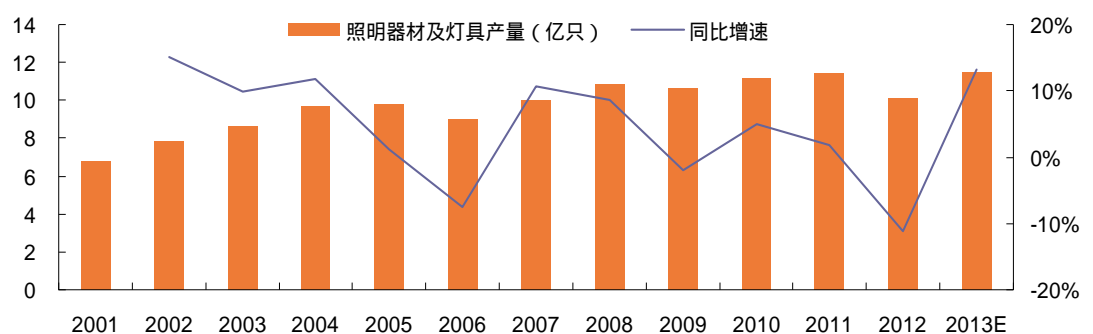
图表 1：公司产品



资料来源：公司网站，平安证券研究所

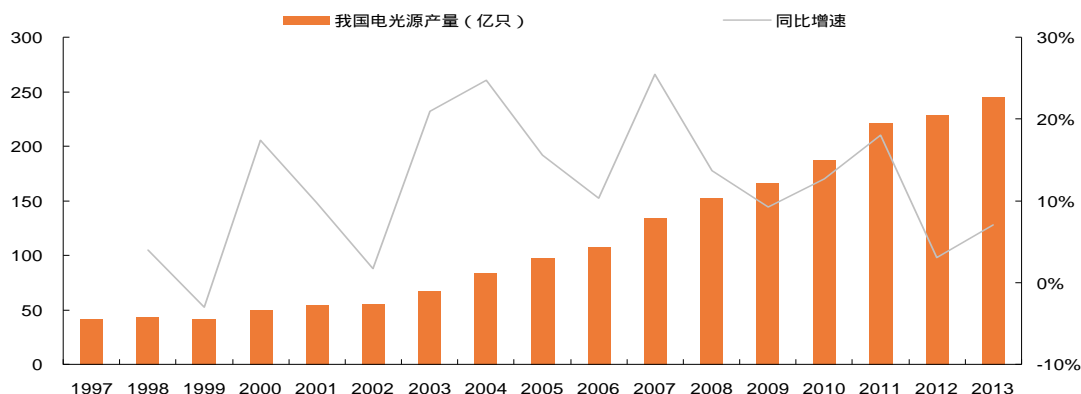
公司近年来年电光源产量均超过10亿只,由于受限于白炽灯销量增速放缓,过去5年来公司电光源销量基本维持在10-11亿只左右的水平。T5、T8灯管是公司的传统优势产品,在销售收入中占比较大,公司成本管控能力极强,25%左右的毛利率远高于雷士照明等同行。

图表 2：公司电光源生产量(单位：亿只)



资料来源：公司公告，平安证券研究所

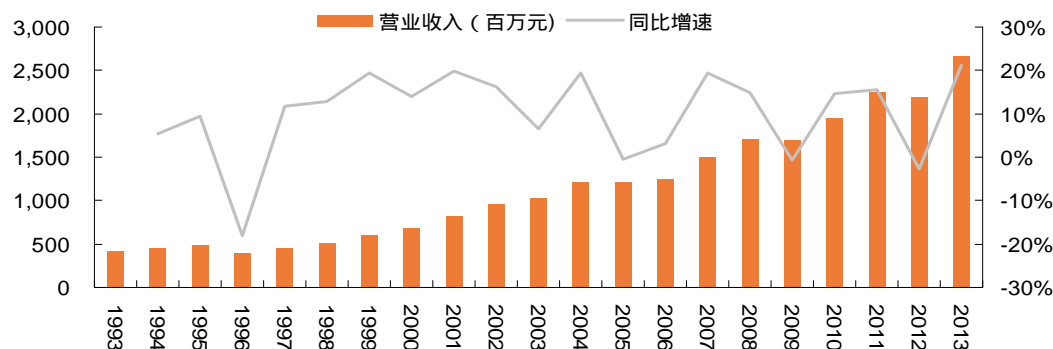
图表 3：我国电光源生产量及同比增速（单位：亿只）



资料来源：Wind，平安证券研究所

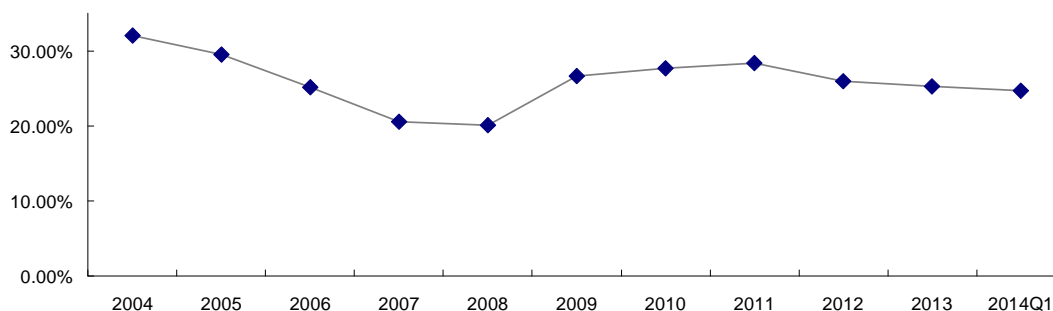
公司收入近年来保持了稳健的增长，这在传统荧光灯增速放缓的背景下尤为难得。随着 LED 照明放量，越来越多的中小企业放弃了传统荧光灯制造及销售，市场份额不断向一线龙头企业集中。毛利率方面，公司近年来一直保持在 25%左右，远高于同行。我们认为原因主要有以下几点：一、长期积累的低成本生产经验以及规模效应；二、定价能力较强，公司一季度传统光源毛利率逆势上涨，主要由于公司提价的原因，从中也可以看出公司在光源的定价能力；三、渠道优势显著，品牌溢价明显。

图表 4：公司营业收入及同比增速



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表 5：公司毛利率变化趋势



资料来源：Wind，平安证券研究所

1.2、坚定转型 LED 照明 凤凰涅槃可期

欧司朗入股曾严重拖累公司发展

佛山照明从一个地方小厂起家，逐渐成长为国内首屈一指的照明企业，脱离不了以钟信才为代表的管理层呕心沥血的贡献。但自从2002年初钟信才等老一批管理者寻求MBO未果后，佛照的公司治理就处于混乱无序的状态。2003年10月之前，佛山照明的第一大股东为佛山市工业投资管理有限公司，持股比例为23.97%，属于国有股权。2004年，佛山市国资委成立，该部分国有股权划转至佛山市国资委。经过筛选，西门子旗下欧司朗被选中。同时，作为收购合作方以及佛山照明近10年合作伙伴的香港佑昌灯光器材有限公司(以下简称“香港佑昌”)也成为收购方。2004年8月31日，佛山市国资委持有的佛山照明23.97%股权分为两部分，其中13.47%转让给欧司朗与香港佑昌刚刚成立的收购公司欧司朗佑昌，剩余的10.5%则转让给香港佑昌，转让总价为6.78亿元。

2004年，国资委与欧司朗签订《股权转让合同》。2006年，双方签署了股权转让及股权分置改革相关事宜备忘录。欧司朗同时做出了五大重要的承诺：不转让或交易承诺、支持分红承诺、采购承诺、技术分享承诺、解决同业竞争承诺等等。这些承诺，是促成双方合作，使欧司朗可以较优惠的条件入主佛山照明并成为第一大股东的重要前提条件。但可惜的是，后来的事实证明欧司朗一开始就没打算扶植佛照的发展，而只是把佛照作为廉价代工的基地。依靠佛照光源制造的成本优势，欧司朗低价采购佛照的灯管，配上自己的灯架和标签后又返销国内，使得其在中国的营收额迅速增长。欧司朗中国成功占领市场份额，其在佛山的生产基地经过4次增资扩产，已经成为欧司朗在全球最大的生产基地。

这次股权交易最大的受害者就是佛山照明，2007~2009年佛山照明持有超过7个亿的现金，由于欧司朗的技术注入而一直未做重大的项目投资和产能拓展，只能将闲置资金用于一级市场“打新股”和基金投资。更重要的是，作为佛山照明下一步发展的重心LED业务，却因无法得到欧司朗的技术支持，进度缓慢。以数据为例，佛山照明2007-2009年的主营业务收入分别为14.9亿元、17.2亿元、17.1亿元，而这3年正是中国照明市场飞速发展的阶段。

错失了照明转型机会的佛山照明其后决定向新能源领域进军。2009年9月11日，佛山照明公告称，通过合作，成立了青海盐湖佛照锂业有限公司，正式进军新能源行业，并且规划了从碳酸锂材料——正极材料——锂电池——电动车动力总成的新能源车产业发展链条。但由于对新能源领域不熟悉，缺乏核心技术。然而，受制于技术水平不济、行业形势不佳以及市场渠道不畅通等原因，公司新能源项目发展并不顺利，截止2013年仍未贡献营业收入，且主要项目均未正常施工，佛照锂电池业务陷入了连年亏损的窘境。终于在2013年6月18日，公司公告拟清算注销广东佛照国轩动力电池有限公司和拟转让青海佛照锂电正极材料有限公司(下称佛照锂电)股权，正式宣告退出锂电池行业。

祸不单行，公司同时还陷入了一连串信批违规及内幕交易泥潭。2011年8月，佛山照明发布公告披露，公司董事长庄坚毅及董秘邹建平于分别收到广东证监局发出的《调查通知书》，两人“涉嫌违反证券法律法规”，广东证监局决定立案调查，庄坚毅月底随即辞职，而执掌佛山照明近20年的钟信才随即重新“出山”担任董事长。但在13年3月6日，佛山照明发布公告称，收到中国证监会广东监管局行政处罚决定书，佛山照明以及相关高管因信息披露违法行为被证监会广东监管局作出罚款40万元等行政处罚，公司涉及虚假陈述的违法事实主要为2010年、2011年定期报告、临时报告信息披露违法，主要包括关联公司借款、担保未依法披露、关联交易两年分别超过1亿元均未依法披露。公告发出后，市场一片哗然，佛照中小股东纷纷提起上诉，目前此案件仍在审理中。

凤凰涅槃 坚定转型 LED 照明

公司在新任董事长潘杰上任后，坚定了向LED转型的战略。作为佛山照明现任掌舵者，潘杰曾任GE亚洲照明业务总经理，后在一家美国电子公司任亚太地区CEO，2011年重返GE，先后任GE能源电子亚太地区负责人、水处理集团大中华区CEO。其不仅具有丰富的管理经验，国际化的视野，而且对照明行业非常熟悉。我们非常看好公司此次战略转型，公司原有荧光灯业务的品牌、渠道、成本控制技术、客户优势等都可以无缝移植到LED照明上。和其他新进入者相比，公司品牌和渠道优势将

在未来激烈的市场竞争中逐步体现优势。本质上来说，led是一种消费品，封装上的技术积累最终都会慢慢抹平。大部分led出身企业虽然短期可能在技术上领先，但并不能形成持久的竞争力，品牌和渠道对中下游企业来说才是最重要的核心竞争力，而且渠道是有极高的护城河的。佛山照明目前已经拥有400多家专卖店，2000多家终端渠道商，以五金店和便利店为主，贴近家庭照明，拥有极高的品牌知名度和认知度。如果与欧普、雷氏、阳光、三雄等其他几家公司对比，我们认为佛照的渠道应该能排国内第二，仅次于欧普照明。

图表 6：2010年我国照明品牌排名

排名	公司	品牌
1	飞利浦中国公司	飞利浦Philips
2	欧司朗中国公司	欧司朗OSRAM
3	通用电气	GE通用
4	惠州雷士照明	雷士
5	欧普照明有限公司	欧普OPPLE
6	日本松下电器（中国）	松下电工
7	佛山电器照明股份有限公司	FSL佛山照明
8	常州耐普照明	耐普NPU
9	TCL集团	TCL照明
10	广东东松三雄电器有限公司	三雄极光
11	浙江阳光集团	阳光
12	上海亚明飞亚照明	亚明

资料来源：OFWeek网，平安证券研究所

二、LED 照明时代即将来临

2.1、飞利浦、欧司朗 LED 业务增速迅猛 传统照明厂商坚定转向 LED

根据飞利浦 13 年各季报及 13 年年报，LED 收入占比不断上升，发展趋势良好。13 年全年，公司 LED 收入增长 38%，在经济不景气的大环境下推动了照明业务收入的增长。公司在年报中指出，目前全球照明用电消耗约占 19%，而通过推广 LED 照明，有望把全球照明能耗降低 40%以上。

图表1 飞利浦财报Lighting部分摘要

时期	照明业务收入增速	LED 灯具业务情况	Lumileds 情况(LED 芯片)
2013Q1	-	同比增长 38%，占照明收入 23%	同比增长双位数
2013Q2	同比增长 2%	同比增长 28%，占照明收入 25%	同比个位数增长
2013Q3	同比增长 3%	同比增长 33%，占照明收入 30%	同比增长双位数
2013Q4	同比增长 8%	同比增长 48%，占照明收入 34%	同比增长双位数
2013 年全年	同比增长 3%	同比增长 38%	同比增长双位数

资料来源：Phillips，平安证券研究所

欧司朗方面，13 年 LED 业务收入达到 15.28 亿欧元，同比增长 11.4%，占比为 29%。而传统照明业务收入为 37.61 亿欧元，同比下滑 6.7%。公司的发展目标为在 2017 年以前 LED 收入占比达到 50%以上。

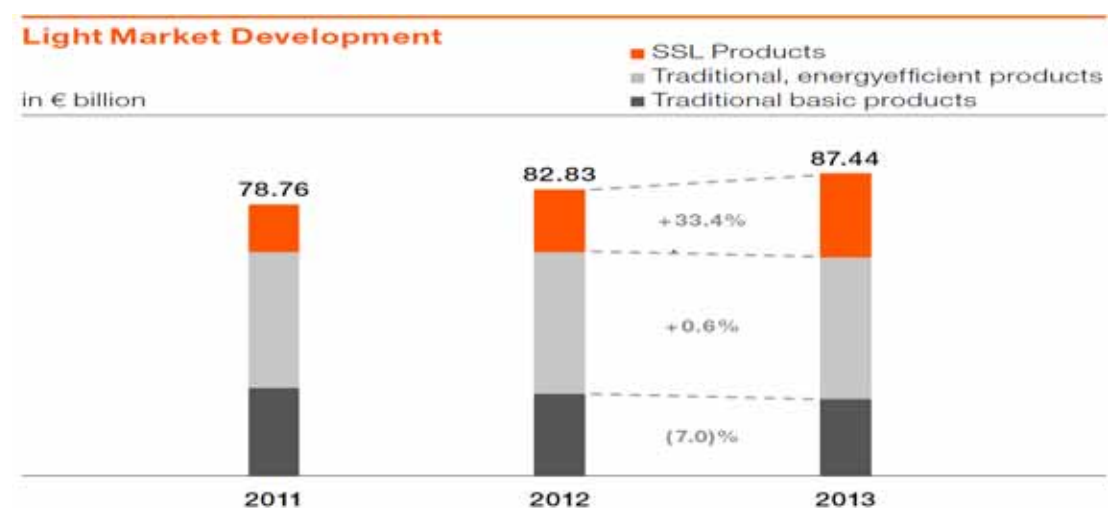
图表2 欧司朗分业务收入（单位：百万欧元）

2012 年	2013 年	2012 年	增长率
LED 业务收入	1528.0	1371.2	11.4%
占比	28.9%	25.4%	
传统照明收入	3760.7	4028.6	-6.7%
占比	71.1%	74.6%	

资料来源：欧司朗年报，平安证券研究所

此外，公司在年报中指出，全球照明市场向更高效节能的方向转变是大势所趋。随着人们节能环保意识的提升，从 11 年开始，白炽灯等在照明占比不断下降，而以 LED 为代表的 SSL 照明占比不断提升，公司未来发展的战略会向 LED 照明倾斜。

图表3 全球照明市场发展趋势

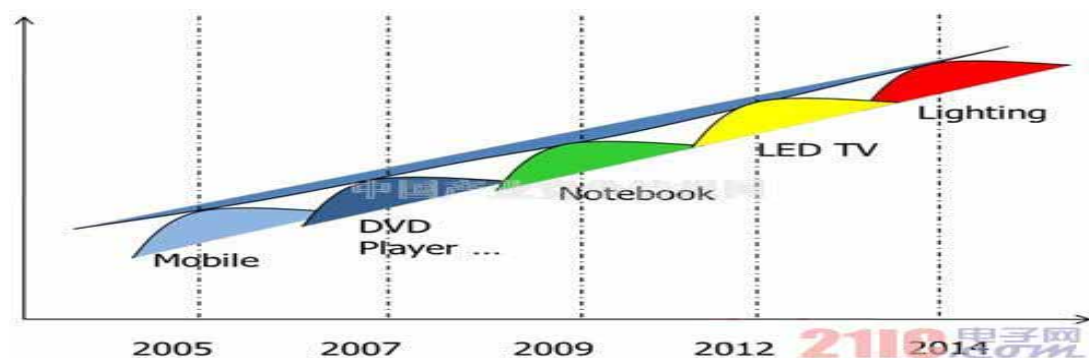


资料来源：欧司朗财报，平安证券研究所

节能需求使得节能行业成为未来发展的必然热点，前景十分广阔。而 LED 产品相较于光伏、风能等受限地理环境很少，用 LED 节能大势所趋。由于 LED 发光效率逐年提升，产品价格快速下降，再加上各国政府对于节能减碳积极重视，将来 LED 可逐步取代现有的光源。

纵观 LED 的发展过程，2002 年起 LED 从小尺寸显示器(主要应用在手机上)的背光源开始渗透，在 2005 年达到高峰，并逐步渗透到中小尺寸(如 PMP)背光源；LED 于 2007 年在中小尺寸背光源的渗透率达到饱和，开始进入到另一个应用：笔电显示器背光，并于 2009 年底开始进入电视显示器的应用。随着 LED 在大尺寸背光源中的广泛应用，LED 的光效已经提升到每瓦 100 流明以上，而价格也快速下降，此趋势对于 LED 在照明应用的发展产生巨大的助力。未来公用、商业照明以及通用照明将成为 LED 发展新的推动力。

图表4 2005~2014年LED在不同阶段的驱动力



资料来源：电子网，平安证券研究所

由于在同样耗电量的情况下，LED 产生的光通量要远高于目前主流的照明产品，即使和节能灯相比，LED 节电也在 50%左右，目前全球有 20%左右的电力用于照明，据美国能源部估计，若全部照明产品升级为 LED 照明，全球每年节电达到 220 亿美元，而 2012 年 LED 节约的电力仅为 10 亿美元左右，市场空间较大。

2.2、LED 市场空间广阔

目前全球主要的光源型态仍然以白炽灯为主。虽然白炽灯泡售价低廉，但是由于发光效率较差，已经不符合当前环保节能的潮流。因此各国政府开始以政策方式逐渐淘汰白炽灯泡，加速其他具有效率的光源来取代白炽灯泡。随着各国政府禁用白炽灯的时间表陆续公布，全球整体照明产品的更新效应已经在逐渐发酵。虽然目前来说，替代白炽灯的主力仍然是节能灯，但随着 LED 发光效率的提升以及成本的下降，未来 LED 照明的普及率会提升，将逐渐切入室内照明以及路灯照明等领域。

图表5 全球禁用白炽灯时间图



资料来源：IMS Research，平安证券研究所

图表6 全球禁售白炽灯时间表

禁用/禁售时间	国家和地区	具体规划
2010	澳大利	2009年起停止生产,最晚在2010年起禁止使用白炽灯
2010	阿根廷	2010年12月31号禁售白炽灯
2012	欧盟	从2009年9月1日到2012年12月31日,欧盟将分5个阶段分别淘汰100W、75W、60W、40W和25W白炽灯
2012	法国	2009年9月起禁止100w以上白炽灯销售,2012年起禁止所有白炽灯
2012	加拿大	2012年前禁止使用白炽灯
2012	日本	2012年禁止生产和销售高耗能白炽灯
2012	英国	2011年9月1日淘汰60W,2012年淘汰40W及更低级别白炽灯
2013	韩国	2013年底前禁止白炽灯使用
2016	中国	2012年10月禁售100W;2014年10月禁售60W;2016年10月禁售15W

资料来源:平安证券研究所

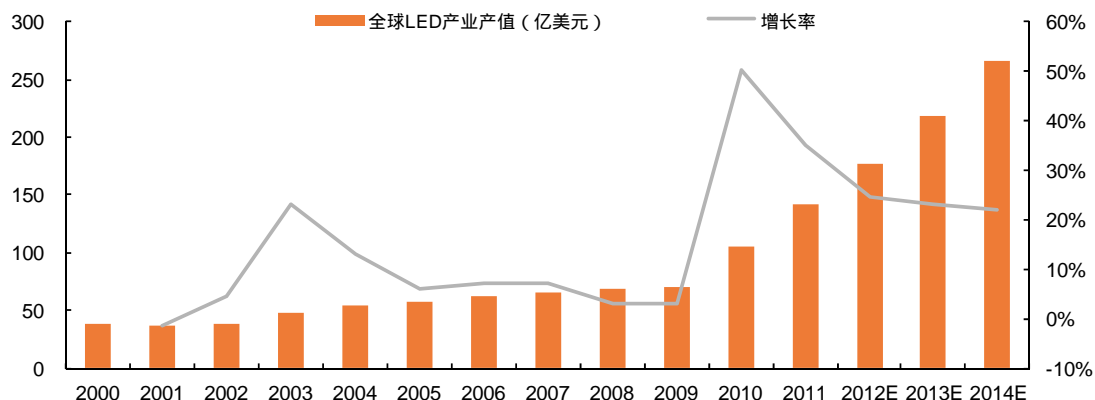
我国淘汰白炽灯路线图共分为五个阶段:2011年11月1日至2012年9月30日为过渡期;2012年10月1日起禁止进口和销售100瓦及以上普通照明白炽灯;2014年10月1日起禁止进口和销售60瓦及以上普通照明白炽灯;2015年10月1日至2016年9月30日为中期评估期;2016年10月1日起禁止进口和销售15瓦及以上普通照明白炽灯,或视中期评估结果进行调整。

我国是照明产品的生产和消费大国,节能灯、白炽灯产量均居世界首位,2010年白炽灯产量和国内销量分别为38.5亿只和10.7亿只。据测算,我国照明用电约占全社会用电量的12%左右,采用高效照明产品替代白炽灯,节能减排潜力巨大。逐步淘汰白炽灯,对于促进中国照明电器行业结构优化升级、推动实现‘十二五’节能减排目标任务、积极应对全球气候变化具有重要意义。据国家发改委预计,这样可新增照明电器行业产值约80亿元,形成年节电480亿千瓦时、年减少二氧化碳排放4800万吨的能力。

对于全球及中国LED市场规模的统计,各家咨询机构的数据有较大差异,我们分析这主要由于统计标本与统计口径不一致的原因。我们与多家咨询机构沟通后发现,国外机构统计LED产业规模时基本仅统计封装领域LED器件的产值,而国内机构统计时往往把下游众多终端产品也纳入统计范围内,造成了数据不一致的情况;同时各家机构在统计标本的选取上也会存在差异,例如国外机构往往会低估我国LED产业的规模。这是我们需要提醒各位读者注意的地方,发展趋势比数据本身更为重要。

近年来LED行业规模基本处于良性增长的态势。根据拓璞产业研究所的数据,全球LED照明产业规模从2000年的38亿美元左右,增长到了2011年的142亿美元。我们预计2012~2014年LED照明行业仍将维持20%以上的增速。

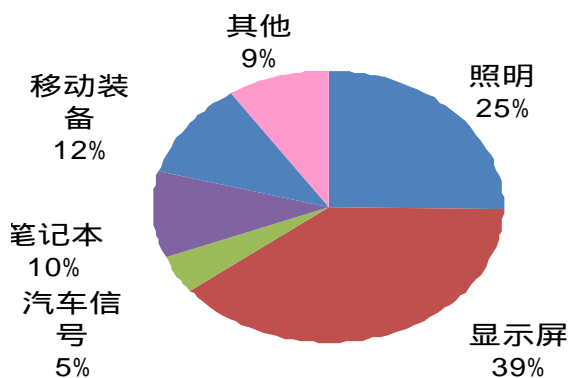
图表7 2000-2014年全球LED照明行业产值及预测



资料来源：拓璞产业研究所，平安证券研究所

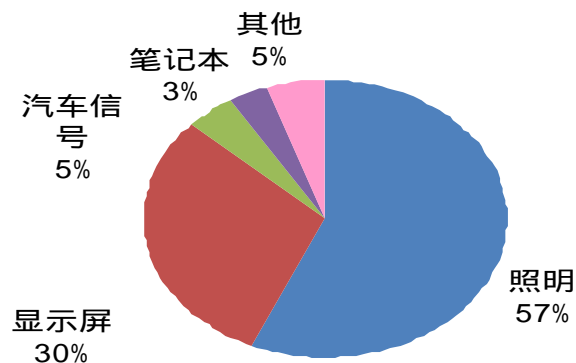
在 LED 下游应用方面，根据 DisplaySearch 的数据，2010 年显示屏（背光）占比最大，达到了 39%，照明（包括公用、商业及景观照明等）仅为 25%。而到 2015 年，照明产值将远远超过显示屏，占比提升至 57%，预计 2011~2015 年 LED 照明产业复合增长率达到 35%左右。

图表8 2010年全球LED下游应用占比



资料来源：DisplaySearch，平安证券研究所

图表9 2015年全球LED下游应用占比预测



资料来源：DisplaySearch，平安证券研究所

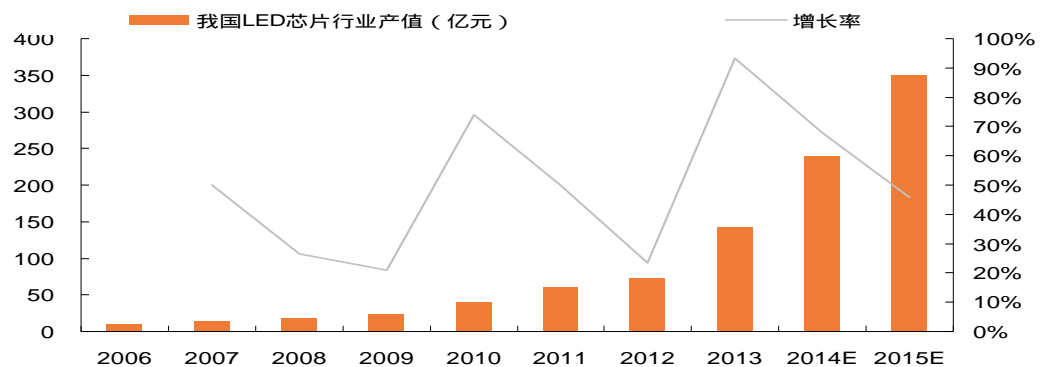
政策支持助力 LED 行业发展

科技部于 2013 年 2 月 17 日发布的《半导体照明节能产业规划》指出，促进 LED 照明节能产业产值年均增长 30%左右，2015 年达到 4500 亿元（其中 LED 照明应用产品 1800 亿元）。我国将对 LED 照明节能产业结构进一步优化，建成一批特色鲜明的半导体照明产业集聚区。形成 10-15 家掌握核心技术、拥有较多自主知识产权和知名品牌、质量竞争力强的龙头企业。

2.2、我国 LED 照明高速成长期到来 公司面临难得历史机遇

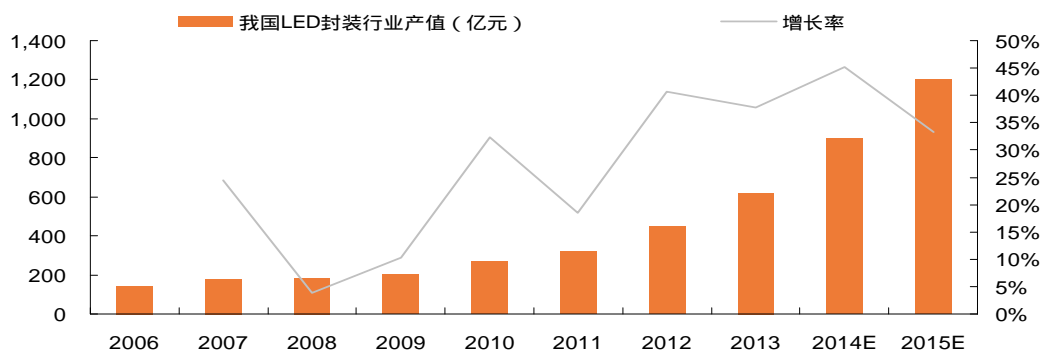
据高工 LED 产业研究所(GIIE)统计数据显示,2013 年中国 LED 行业总产值达 2638 亿元,同比增长 28%(注:不包括港澳台地区)。其中,LED 上游外延芯片、中游封装、下游应用产值分别为 84 亿元、473 亿元、2081 亿元,同比分别增长 17%、19%、31%。

图表10 2006-2015年我国LED芯片行业产值预测(单位:亿元)



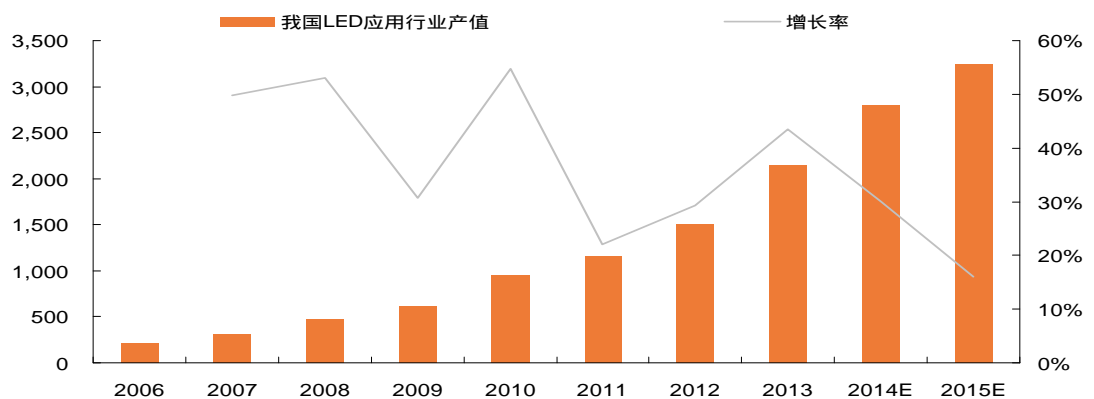
资料来源:高工LED,平安证券研究所

图表11 2006-2015年我国LED封装行业产值预测(单位:亿元)



资料来源:高工LED,平安证券研究所

图表 7: 2006-2015年我国LED应用行业产值预测(单位:亿元)



资料来源:高工LED,平安证券研究所

三、 公司竞争优势突出 昔日灯王有望重回荣耀之路

3.1、 渠道优势显著 发力 LED 照明事半功倍

正如我们之前所指出的，LED 产品本质上也是一个消费品。普通的消费者购买 LED 产品，不会过多地去考虑显色、寿命、光效等诸多技术指标，价格、品牌、购买便捷性才是他们最关心的要素。不管在节能灯时代，还是 LED 灯时代，终端面对的还是原有的普通消费者，LED 只是对原有产品的更新换代而已。佛照作为一个几十年的老品牌，物美价廉的品牌形象深入人心，已构筑了强大的品牌及渠道壁垒。

在荧光灯时代，公司以经销商代理制的形式铺设渠道，目前已经拥有 400 多家专卖店，2000 多家终端渠道商，以五金店和便利店为主，贴近家庭照明，拥有极高的品牌知名度和认知度。经销商与佛山照明的合作时间长，与经销商的合作及信任通过时间的沉淀而累积。另外，大量的经销商渠道也需要卓越的协调管理能力，这些都是其他做 LED 封装出身的企业难以比拟的。实际上，如果去考察近两年来相关 Led 封装企业自建渠道的历史，就可以看到渠道不是一朝一夕可以建立。无论是鸿利光电的适时放弃，还是勤上的苦苦挣扎，都说明了自建渠道并不是一蹴而就的事情。

目前佛照销售实行区域管理制度，全国共分六大区域：即华南区，华东区，上海区，华北区，华西区，东北区。各区销售中心分别设在佛山、杭州、上海、北京、成都和沈阳。

图表 8：佛山照明渠道覆盖范围

区域	省份
华南区	广东，广西，湖南，湖北，江西，福建，海南
华东区	江苏，浙江，安徽，河南，山东
上海区	上海
华北区	北京，天津，河北，山西，内蒙古
华西区	四川，重庆，贵州，云南，陕西，甘肃，新疆，宁夏，青海
东北区	黑龙江，吉林，辽宁

资料来源：公司网站，平安证券研究所

下面我们以国内渠道优势最强的另外两个企业雷士照明和欧普照明为例，进一步分析公司的渠道优势及弱点。目前我国 LED 照明企业在国内的产品销售渠道模式大致可以归纳为四类：第一类是以工程及装饰公司、广告公司、设计师为代表的隐形渠道模式；第二类是伴随电子商务快速发展而兴起的线上线下结合的网络渠道模式；第三类是传统以经销商、代理商、超市、建材家居灯具专业市场为代表的多层次的经销代理模式；第四类是以企业自建专卖店及体验店为代表的直供渠道模式。照明企业大多是一种或几种销售模式的结合。

第一种渠道模式是工程渠道，也就是依托工程及装饰公司、广告公司、设计师等承接项目的隐形渠道。这种渠道的快速发展主要是由于我国 LED 市场发展的独特特征所决定，代表厂商为雷士照明和阳光照明。由于 LED 作为照明光源，其价格相对传统光源还较高，目前只靠光效和寿命优势较难进入大众市场。但是，在政府的大力推动下，可以通过承接部分政府示范推广工程的形式，以工程带动产品的销售，客户大都以政府及相关单位为主，企业往往扮演“生产及售前售后综合服务商”的角色，需要协调政府、项目发起单位、设计师等诸多关系，全程跟进，这种模式通常订单金额相对较大，利润较高，缺点是项目分散、公关费用高、资金回笼期长，不利于企业扩大再生产。

第二种渠道模式就是网络渠道模式。随着电子商务 B2B 和 B2C 等业务的快速发展，LED 照明企业可以直接通过门户网络及第三方电子商务平台对 LED 照明产品进行展示和推广，再通过线下交易的方式进行 LED 照明产品的销售，这种模式由于前期投入成本低，成为很多国内企业采用的一种直接面对终端用户的重要销售模式，并得到很多中小企业的青睐，但这种模式覆盖范围相对较窄，而

且产品出货方面较为分散且具有不确定性，售后服务也较难跟进，很难满足企业规模化，综合化发展的需求，只能成为企业的辅助渠道之一。

第三种渠道就是利用传统销售模式分销、代理、加盟等合作伙伴实现对终端客户的销售模式。这种模式优点是可以快速布局、实现产品营销网络的快速拓展，迅速占领消费领域，同时可以节约公司的营销成本，而缺点是对经销商的盈利能力和忠诚度无法控制。这种模式是由我国区域广阔，需求市场分散所决定的照明产品销售最重要的一种渠道模式，也是 LED 照明企业当前积极探索和布局的重点，但由于 LED 照明产品价格、种类、品质、市场接受度等原因，这种渠道模式的设计和建设目前依然存在较大的挑战。

第四类渠道就是企业通过自行投资在终端市场区域建设专卖店、体验店。这种模式的优缺点都非常明显，优点是有益于企业的品牌建设，可控性高，规划性好，并且能够减少产品的渠道流通成本，通过较具竞争力的价格参与市场竞争，企业的利润率能够较好的保障，缺点是前期投入过大，在市场需求尚未大规模启动的情况，对企业的资金要求及大范围的直营店面的全面管理也提出了较高的要求。

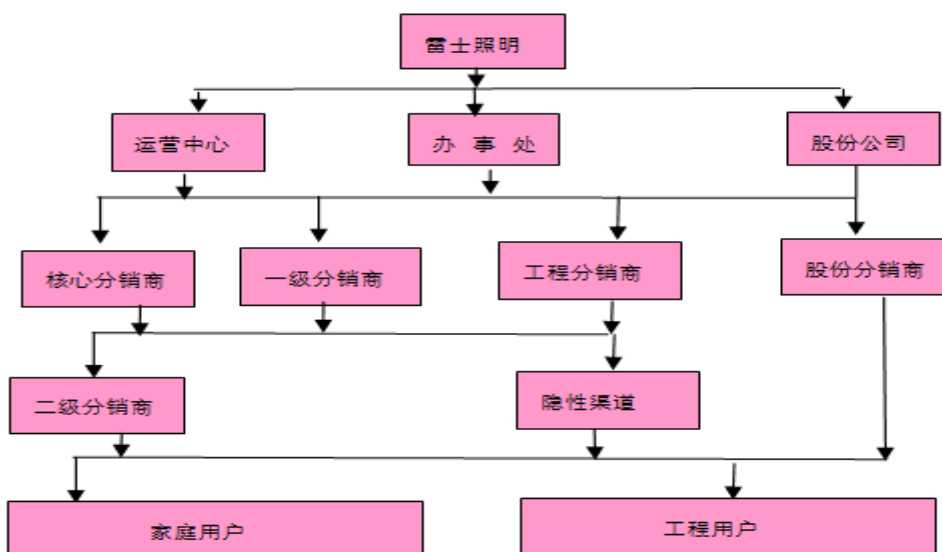
图表 9：我国照明渠道优缺点分析

渠道类型	特点
工程渠道（隐形渠道）	优点：利润率高、需求量大 缺点：协调费用高、项目分散、资金回笼期长
网络渠道	优点：前期投入小、操作方便 缺点：覆盖范围窄、竞争激烈、出货分散、供应链管理难度大、售后服务较难跟进
经销渠道	优点：快速布局，营销网络快速拓展 缺点：经销商忠诚度和盈利能力较难把控
直营渠道	优点：可控性高，规划性好，利于品牌建设和售后服务 缺点：前期投入大、对非传统品牌企业来说见效慢

资料来源：公司网站，平安证券研究所

我们认为，中国照明企业对于渠道管理，可以以雷士照明及欧普照明为代表。雷士照明采用的是运营中心+密集性分销+隐性渠道模式，与雷士相近或模仿雷士的企业包括：佛山照明、三雄极光、品上、嘉美等。

图表 10：雷士照明经销商体系示意图

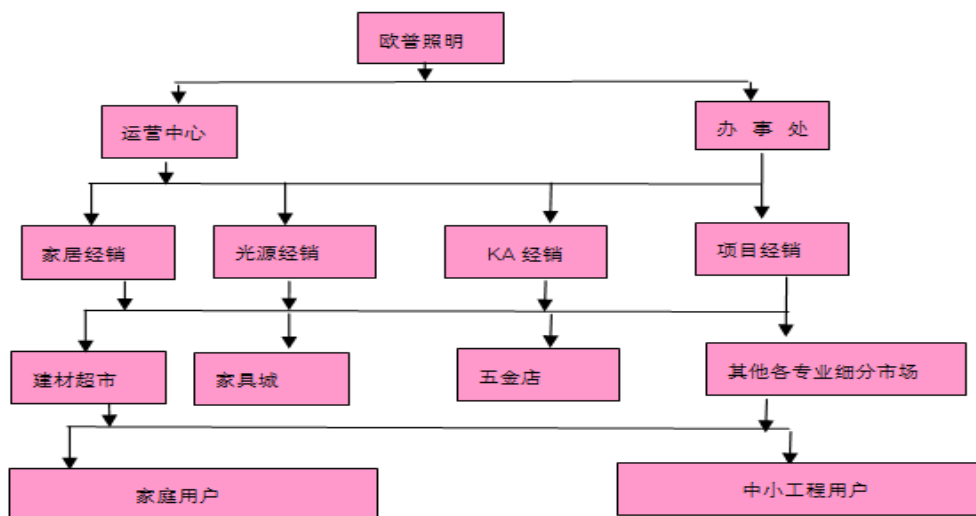


资料来源：公司网站，平安证券研究所

可以看出，这种体系以经销商作为核心，层层下移，好处很多。首先，运营中心实力强大，区域市场运营能力突出。以省会和一线城市为突破口，再逐渐下移，符合 LED 产品渗透规律；其次，网点质量高，单店产出大；产品线丰富，性价比高；工程投标政策灵活，工程领域影响力大；售后服务可以让各级经销商负担，有利于形成良好的消费者口碑等等。应该说，这种模式是符合照明行业发展规模的，也有利于公司把渠道做扎实。这种模式也有自己的弱点，例如，经销商模式以流通、分销业务为主，无法为高端客户提供更多增值服务，客户忠诚度不高；管理体系人治色彩浓厚；应收帐款较多，财务风险较大；渠道掌控在各级分销商手中，稳定性差等等。

与之对应的欧普照明的模式，也可以成为专业市场密集型分销模式。经销商划分不是按照地域，而是以产品作为营销体系的构建架构。

图表 11：欧普照明经销商体系示意图



资料来源：公司网站，平安证券研究所

欧普模式也存在自身的优劣势，其专业市场网点数量多，网点质量好；产品渠道延伸至五金、乡镇、超市、日化等渠道，覆盖完全；渠道风险小，渠道掌控力强；在二三线市场竞争优势明显，有利于形成良好的消费者认知度。但其也存在单店产出率不高；产品结构与一级市场的消费需求不一致；专业市场渠道冲突严重；工程领域较难开展等问题。尤其关键的是，欧普模式很难模仿。国内模仿欧普来建立营销体系的企业包括欧特朗、OKES、欧帝尔、百利通、TCL、钜豪、华艺等，但这些企业销售额大约在 1 亿左右，再往上做相当困难。实际上，在照明行业任何营销手段都有先发优势，在吸顶灯爆发式增长的十年前，对于定型产品，欧普建立营销模式的过程完全符合了产品与市场的爆发式增长的需求。尤其是对渠道、终端、品牌、人员的高额投入，更是为竞争对手制造了进入壁垒。在定型照明产品竞争利润稀薄的今天，终端的价格与上游材料采购价格，欧普都会对行业的造成举足轻重的影响，所以二线品牌想复制欧普的成功，基本上被证明了是相当困难的。

我们可以看到，佛照所构建的营销体系和优势非常有利于公司在 LED 照明时代蓬勃发展，复制其在荧光灯时代的成功。对于下游各级经销商来说，佛照的品牌并没变，而销售 LED 产品自身能够得到更多的返利，收入更多，自然积极性也会更高。公司一季度 Led 收入大概在 1.4 亿左右，占比大概约为 20%，我们预计公司未来两年 LED 收入占比将会快速提升。

3.2、制造及品质优势带来产品性价比

公司专注照明领域已经有 50 多年的历史，对照明行业理解透彻，在光源、灯具研发及生产方面均有相当深厚的积累。通过严格的质量管控，以及对研发设计、采购制造等各个环节的有效掌控，公司产品性价比优势非常突出。

图表 12：各主要LED品牌球泡灯价格及参数对比（天猫旗舰店，2014年5月1日数据）

	显色指数	发光角度	色温	理论寿命	价格（元）
佛山照明 2W	》75	360°	3000/6000K	》25000 小时	5.50
佛山照明 3W	》75	360°	3000/6000K	》25000 小时	9.02
佛山照明 5W	》75	360°	3000/6000K	》25000 小时	13.10
雷士照明 3W	80	120°	3000/4000/6500K	》25000 小时	16.50
雷士照明 5W	80	120°	3000/4000/6500K	》25000 小时	30.00
欧普照明 3.5W	80	240°	2700/5700K	》20000 小时	16.90
欧普照明 5W	80	240°	2700/5700K	》20000 小时	26.90
飞利浦 3W	》75	-	3000/6500K	-	16.90
飞利浦 5W	》75	-	3000/6500K	-	34.90

资料来源：公司网站，平安证券研究所

我们可以看到，公司产品与其他品牌相比，具有非常明显的性价比优势。公司在乡镇渠道优势显著，为了符合客户需求，其球泡灯产品线选择了 2W、3W、5W 小功率产品，很好了满足了乡镇客户的需求，定位精准，也体现了公司的自主创新能力。此外，对于球泡灯这种简单的产品而言，飞利浦等一线大牌价格实际上也已经非常亲民，Led 照明的爆发已经势不可挡。

图表12 佛山照明产品各元器件优势



资料来源：淘宝网，平安证券研究所

我们认为公司往 LED 照明转型后，业绩弹性较大，主要来源于以下两个方面：

一，LED 产品与公司传统荧光灯产品相比，出厂价格提升较多。以公司出货量最大的 T8 灯管为例，传统 T8 灯管公司出厂价只有几块钱，而 LED T8 灯管出厂价可以做到接近 20 元，在毛利率接近的情况下，这代表这公司对利润也有 3 倍以上的增长空间。

二、LED 照明产品发展的高级阶段将是 LED 个性化及创新性产品阶段。LED 灯具的环保、体积小、高可靠性等特性已经突显出来，由此而开发的一系列完全有别于传统光源应用的产品会带来新的市场。光源不再是仅仅起到照明作用，它的变化及人性化使得其更贴合人们的工作生活需求。LED 灯具产业也将由做产品到做设计，到提供整体解决方案，随着物联网等新技术的发展，LED 也将发挥出其高可控性及通讯互动等人性化特点。从户外到室内、办公楼到家庭、从辅助照明到主照明，具备智能控制及交互特性的 LED 照明灯具系统将给人类带来更人性化的服务。LED 照明未来必将走向光源及灯具一体化，这又将带来产品单价的进一步提升，并且还会带来各种不同类型的个性化市场。

传统荧光灯方面，总体市场规模会逐渐萎缩，但中短期内公司受影响不大，甚至还将受益。随着 LED 照明时代渐行渐近，大量中小型传统灯具厂由于缺乏成本、渠道及品牌优势，都在向 LED 转型，传统荧光灯产能大幅缩小，竞争环境改善。根据我们调研了解到，目前荧光灯市场份额不断向佛山照明这样的一线巨头集中，而且公司对于定价有了更大的掌控权。我们预计公司未来 2-3 年内传统灯具业务很可能保持持平或略有增长。

四、盈利预测和估值

关键假设：

1. 公司 LED 产品销售额快速增长，毛利率逐渐提升。
2. 传统荧光灯产品销售近两年维持稳定。
3. 参照新能源汽车发展状况，考虑合肥国轩投资收益。

图表 13：公司收入分产品预测（单位：百万元）

	2013A	2014E	2015E	2016E
传统荧光灯				
收入	2,266.68	2,425.35	2,570.87	2,699.41
收入增长率	2.94%	7.00%	6.00%	5.00%
毛利率	25.90%	26.10%	26.20%	26.30%
LED 产品				
收入	260.00	884.78	1,858.04	3,065.76
收入增长率		240.30%	110.00%	65.00%
毛利率	20.30%	21.80%	23.50%	24.20%

资料来源：wind，平安证券研究所

图表 14：公司收入预测

	2013A	2014E	2015E	2016E
主营收入(百万元)	2527	3310	4429	5765
YoY(%)	15	31	34	30
净利润(百万元)	252	418	528	649
YoY(%)	-37	66	26	23
毛利率(%)	25.2	25.0	25.1	25.2
净利率(%)	10.0	12.6	11.9	11.2
EPS(摊薄/元)	0.26	0.43	0.54	0.66
P/E(倍)	40.65	24.46	19.37	15.78

资料来源：wind，平安证券研究所

我们预计公司 14-16 年营收分别为 33.1、44.3、57.7 亿元，对应 EPS 分别为 0.43、0.54、0.66 元。以公司 13 年 4 月 30 号收盘价计算，对应 14/15 年动态估值分别为 24.46/19.37 倍，在 LED 上市公司中估值较低。从全球范围来看，光源是能够成就大市值公司的领域，最终照明行业一般都是由光源企业来掌控的。像飞利浦、欧司朗等巨头都在逐渐从芯片制造环节退出，扎根品牌及渠道。中国国内有着广阔的内需市场，佛山照明凭借着渠道及品牌优势，发力 LED 照明，有望重塑中国灯王的辉煌。我们看好公司在 LED 照明时代的发展前景，维持“强烈推荐”评级。

五、风险提示

■ LED 渗透率不及预期的风险

全球经济依然不确定性较大，LED 渗透率可能低于预期。

■ 毛利率下滑的风险

由于公司采取了相对较为激进的 LED 销售策略，目前公司 LED 产品毛利率要低于传统荧光灯产品，有可能造成公司毛利率下滑。

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E	
流动资产	2022	2869	3409	4316	
现金	898	1057	1196	1403	
应收账款	390	508	681	886	
其他应收款	24	48	64	79	
预付账款	24	33	40	54	
存货	517	994	1121	1504	
其他流动资产	169	229	307	389	
非流动资产	1352	1173	1223	1146	
长期投资	492	503	507	505	
固定资产	473	430	496	431	
无形资产	173	173	173	173	
其他非流动资产	214	66	47	37	
资产总计	3374	4041	4632	5462	
流动负债	432	681	742	922	
短期借款	0	0	0	0	
应付账款	271	363	482	627	
其他流动负债	161	318	260	295	
非流动负债	16	15	15	15	
长期借款	0	0	0	0	
其他非流动负债	16	15	15	15	
负债合计	448	696	757	937	
少数股东 权益	35	36	38	40	
股本	979	979	979	979	
资本公积	618	618	618	618	
留存收益	1294	1713	2241	2890	
归属母公司股东权益	2891	3309	3837	4486	
负债和股东权益	3374	4041	4632	5462	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E	
经营活动现金流	205	-133	300	165	
净利润	252	420	530	650	
折旧摊销	88	86	104	124	
财务费用	-4	-22	-25	-29	
投资损失	7	-65	-41	-49	
营运资金变动	-161	-581	-280	-546	
其他经营现金流	23	28	11	14	
投资活动现金流	19	126	-113	1	
资本支出	68	0	150	50	
长期投资	17	-61	4	-2	
其他投资现金流	105	65	41	49	
筹资活动现金流	-308	167	-48	41	
短期借款	0	0	0	0	
长期借款	0	0	0	0	
普通股增加	0	0	0	0	
资本公积增加	-8	0	0	0	
其他筹资现金流	-300	167	-48	41	
现金净增加额	-88	160	139	207	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E	
营业收入	2527	3310	4429	5765	
营业成本	1890	2484	3319	4313	
营业税金及附加	28	36	49	64	
营业费用	134	169	213	288	
管理费用	200	258	332	444	
财务费用	-4	-22	-25	-29	
资产减值损失	26	13	14	15	
公允价值变动收益	-0	-0	-0	-0	
投资净收益	-7	65	41	49	
营业利润	245	436	568	718	
营业外收入	74	78	75	76	
营业外支出	20	17	18	18	
利润总额	299	497	626	776	
所得税	47	77	96	126	
净利润	252	420	530	650	
少数股东损益	0	2	1	2	
归属母公司净利润	252	418	528	649	
EBITDA	329	501	648	814	
EPS (元)	0.26	0.43	0.54	0.66	

主要财务指标

会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入 (%)	14.7	31.0	33.8	30.2
营业利润 (%)	-49.2	77.6	30.3	26.4
归属母公司股东权益 (%)	-37.1	66.2	26.3	22.7
获利能力				
毛利率 (%)	25.2	25.0	25.1	25.2
净利率 (%)	10.0	12.6	11.9	11.2
ROE (%)	8.7	12.6	13.8	14.5
ROIC (%)	14.6	18.3	20.7	21.5
偿债能力				
资产负债率 (%)	13.3	17.2	16.3	17.2
净负债比率 (%)	0.00	20.83	9.58	9.03
流动比率	4.68	4.21	4.59	4.68
速动比率	3.45	2.75	3.08	3.05
营运能力				
总资产周转率	0.74	0.89	1.02	1.14
应收账款周转率	7	7	7	7
应付账款周转率	7.30	7.84	7.86	7.78
每股指标 (元)				
每股收益	0.26	0.43	0.54	0.66
每股经营现金流	0.21	-0.14	0.31	0.17
每股净资产	2.95	3.38	3.92	4.58
估值比率				
P/E	40.65	24.46	19.37	15.78
P/B	3.54	3.09	2.67	2.28
EV/EBITDA	27	18	14	11

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：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 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）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

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 2014 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：(0755) 82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街 23 号平
安大厦 6 楼 601 室
邮编：100031