

# 飞乐音响：创新融资助力智慧城市，运营收入提升成长空间

## 核心提示

2015 年政府工作报告明确提出大力发展智慧城市以来，截至 2016 年 6 月，全国 95% 的副省级城市、76% 的地级城市，均在政府工作报告或“十三五”规划中明确提出，或正在建设智慧城市。预计 2017 年全国将有超过 500 个城市启动智慧城市建设和在建智慧城市，相关市场规模有望扩容至万亿级别。

**飞乐音响 (600651)** 起步较早，在智慧路灯网络领域产品研发获得技术支持，与银行和政府形成良好合作关系，利用 PPP 项目契机，创新融合千亿产业基金做支撑，在智慧城市业务领域走在前列。智慧城市基于金融能力、产品技术能力和政府资源的延展性，将成为可复制的案例在各地推广起来。

金文曦  
021-3383 0502  
wxjin@cebm.com.cn

陈大鹏  
021-3383 0502  
dapengch@cebm.com.cn

## 报告摘要

### ● 项目资源优质：智慧城市项目入 PPP 库，创新融资方式降低应收账款

公司借助子公司申安多年积累的工程项目经验，参与当地政府市政规划、PPP 项目入库、投标施工等智慧城市项目建设。

公司积极探索多元融资模式，降低融资成本和应收账款。通过 PPP 项目产业基金与 SPV 公司表外融资方式借助银行先期注资，深受当地政府欢迎。

### ● 营运收入持续性强：后期稳定现金流，智慧城市数据积累变现空间巨大

飞乐音响正开发智慧路灯网 8+X 功能，为单独模块赋予长期运营价值。公司将智能路灯打造为城市的移动互联网入口和智慧城市流量端口，通过多种途径寻求运营分成。同时，通过物联网、大数据、云计算，为数字政务积累数据，为智慧城市战略的长期规划奠基。

### ● 海外业务拉动国内产能：喜万年整合效果较好，产能蓄势待发

喜万年集团的加入，为公司带来了国际百年品牌和遍布 48 个国家的销售渠道，且在通用电气退出之际，公司利用喜万年品牌快速接手，在东南亚地区抢占市场；公司生产基地目前传统 HID 灯仍然在供应，LED 产能逐步爬坡中，而喜万年国外产品的需求逐渐拉动产能释放。

# 目录

<b>一、商业照明与道路照明起家，市政照明战略清晰</b> .....	<b>1</b>
（一）飞乐音响：多元化业务逐渐剥离，工程照明主线清晰.....	1
（二）飞乐音响股权结构：国企改革引入民营入股.....	1
<b>二、智慧城市潜力巨大，飞乐音响资源优势明显</b> .....	<b>2</b>
（一）国内城镇化稳步发展，智慧城市乃必由之路.....	2
（二）飞乐音响积累深厚，资源禀赋优势明显.....	3
<b>三、智慧城市项目入PPP项目库，创新融资方式降低应收账款</b> .....	<b>4</b>
（一）并购北京申安，为智慧城市项目奠定基础.....	4
（二）创新融资方式，助力智慧城市改造.....	5
<b>四、后期现金流稳定，智慧城市数据积累变现空间巨大</b> .....	<b>6</b>
<b>五、喜万年整合步入正轨，海外订单逐渐复苏</b> .....	<b>10</b>
（一）收购喜万年实现海外布局，整合空间巨大.....	10
（二）生产基地向LED照明转型，未来产能扩张蓄势待发.....	11
<b>六、主营分析：国内与海外照明业务持续改善</b> .....	<b>11</b>
（一）工程照明已成为公司主营业务支柱.....	11
（二）喜万年并表海外收入规模与毛利率同步提升.....	13

## 图表目录

图表 1：飞乐音响发展历程 .....	1
图表 2：飞乐音响产品体系 .....	1
图表 3：飞乐音响股权结构 .....	2
图表 4：智慧城市将从智能化演进而来.....	2
图表 5：中国城镇化率稳步提升 .....	2
图表 6：中国智慧城市市场规模预计 .....	3
图表 7：2015年智慧城市各板块占比.....	3
图表 8：申安集团生产基地 .....	4
图表 9：申安集团下属企业主营业务、资质情况.....	4
图表 10：PPP模式运作基本流程 .....	5
图表 11：PPP项目运作模式 .....	5
图表 12：智能路灯网管理平台 .....	6
图表 13：基建固定资产投资额、城市道路照明灯 .....	7
图表 14：智能照明路灯示意图 .....	7
图表 15：智能安防摄像探头 .....	7
图表 16：道路信息发布系统 .....	7
图表 17：无线微基站建设 .....	8
图表 18：充电桩融入智慧路灯网络.....	8
图表 19：工程项目案例.....	8
图表 20：公司全球业务布局 .....	10
图表 21：喜万年近三年营收出现下滑.....	10
图表 22：产量缺口明显，产销率已达到100%.....	11
图表 23：节能系列和LED产品等缺口放大.....	11
图表 24：飞乐音响照明工程14年反转.....	12
图表 25：照明工程在申安并入后逐渐发力 .....	12
图表 26：飞乐音响各类产品毛利率情况 .....	12
图表 27：飞乐音响主营中工程照明已近半 .....	12
图表 28：飞乐音响各地区毛利率情况.....	13
图表 29：飞乐音响各地区收入情况.....	13
图表 30：飞乐音响市场表现（以2017.11.24收盘价估算） .....	13

# 一、商业照明与道路照明起家，市政照明战略清晰

## (一) 飞乐音响：多元化业务逐渐剥离，工程照明主线清晰

飞乐音响成立于 1984 年，现为国内照明行业龙头企业，集绿色照明产业、IC 卡产业、电子部件产业、计算机系统集成与开发于一体，专注于智慧照明产业，致力于从传统制造型企业向提供整体照明解决方案的现代服务型制造企业转型。

公司发展历程可以分为五个阶段：入行期、企业定位期、打造基础期、飞速发展期及转型重塑期。2014 年至 2016 年公司先后完成了对申安集团 100% 股权和喜万年集团 80% 股权的收购。申安集团的并入，使得公司在已有照明产品的基础上，从通用照明领域延伸至境内外照明工程领域；喜万年集团的加入，为公司带来了国际百年品牌和遍布 54 个国家的销售渠道。

公司正积极拓展和深化现有业务领域，以智慧路灯网切入智慧城市的开发、运营，构建和完善立足于照明工程的平台型运营业务。并最终通过产融结合的发展方式，实现智慧城市的平台型运营。同时，公司正通过落实国内及海外工程项目、深化海外经销渠道的方式，稳定开展海外业务，并促成国际、国内联动的全球一体化业务运营体系。此外，公司及其下属企业紧抓产品研发，聚焦标杆项目，加快 HID、LF、CFL 等传统光源及灯具向 LED 半导体照明光源、灯具及应用系统的转型，利用国内外广泛的工程渠道推进智慧城市、智慧家园等相关硬件产品及综合系统的推广，在新产品、新技术开发及企业整体创新能力方面取得显著进展。

图表 1：飞乐音响发展历程



来源：公开资料整理，莫尼塔研究

图表 2：飞乐音响产品体系

景观亮美系列	 LED洗墙灯	 LED泛光灯	室内照明系列	 LED侧发光面板灯	 LED吸顶灯
道路照明系列	 LED道路灯具		其他商用照明系列	 LED大功率光源	 LED轨道射灯
汽车照明系列	 东风雪铁龙C5尾灯			 MSF416	 LED格栅射灯

来源：公司官网，莫尼塔研究

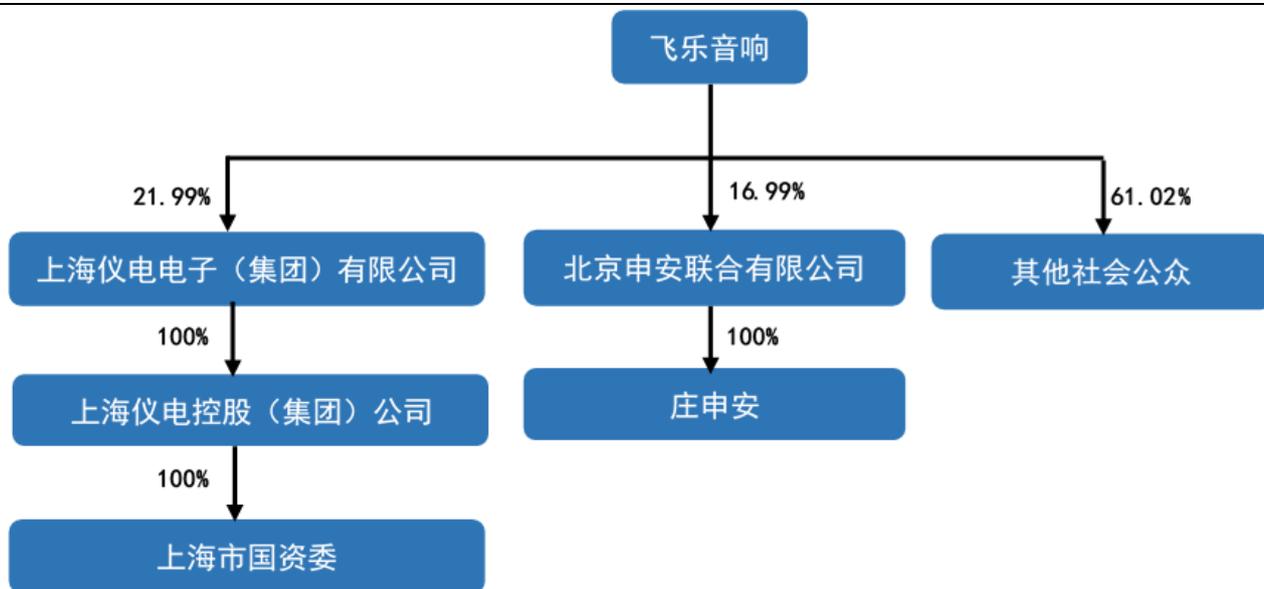
## (二) 飞乐音响股权结构：国企改革引入民营入股

公司实际控制人为上海市国资委，间接持有 21.99% 的股份。

公司于 2016 年宣布了股权激励计划，此次激励对象共计 166 人，实际授予 127 人。其中包括公司董事（不含独立董事）、高级管理人员及核心技术、管理骨干团队。

首期解锁条件为 2016-2017 营收较 2015 年复合增长率不低于 20%，并均不低于同行业平均水平；2016-2017 年扣非后归母净利润较 2015 年复合增长率不低于 20%，并均不低于同行业平均水平；2016-2017 年平均的扣非后加权平均净资产收益率不低于 9%，并均不低于同行业平均水平；2016-2017 年主营业务收入占营收的比重均不低于 90%。

图表 3：飞乐音响股权结构

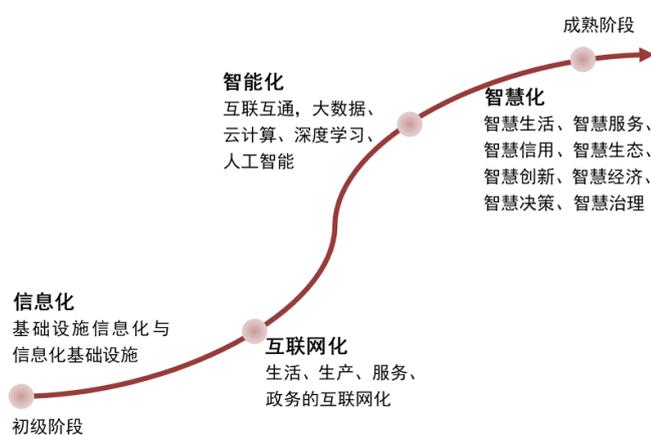


来源：公司年报，莫尼塔研究

## 二、智慧城市潜力巨大，飞乐音响资源优势明显

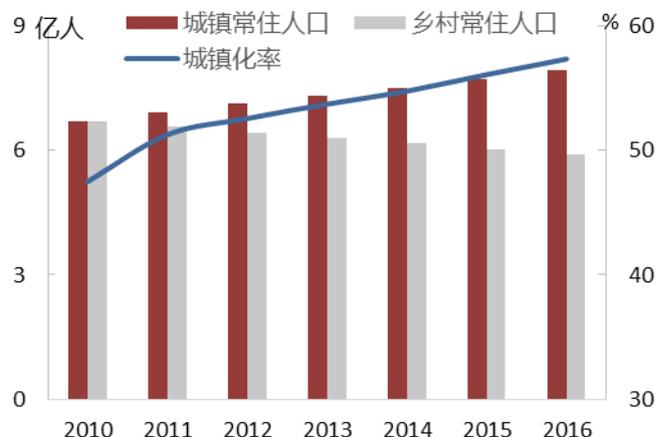
### （一）国内城镇化稳步发展，智慧城市乃必由之路

图表 4：智慧城市将从智能化演进而来



来源：莫尼塔研究

图表 5：中国城镇化率稳步提升



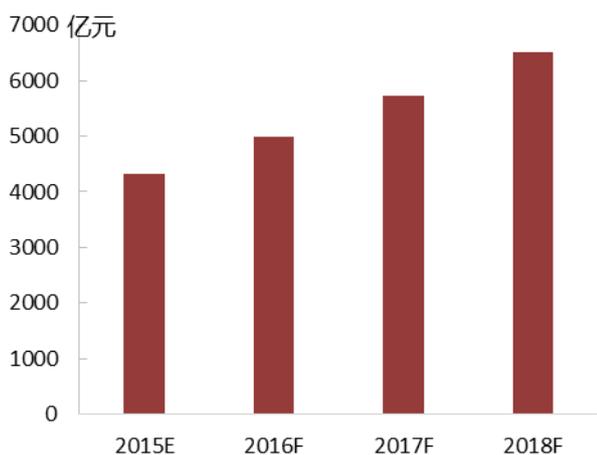
来源：国家统计局，莫尼塔研究

“智慧城市”概念源于 20 世纪 90 年代的“新城市主义”和“精明增长”运动，目的为解决城市扩张的诸多问题。2008 年 IBM 在美国纽约发布的《智慧地球：下一代领导人议程》主题报告里提出“智慧地球”，即把新一代信息技术充分运用在各行各业之中，而最早的智慧城市建设可追溯至 1992 年新加坡提出的“智慧岛计划”。2010 年起，全球范围内掀起了一股智慧城市的建设热潮。2014 年 8 月，我国发改委等八部委联合印发《关于促进智慧城市健康发展的指导意见》，其中对智慧城市作出如下定义：“智慧城市是运用物联网、云计算、大数据、空间地理信息集成新一代信息技术，促进城市规划、建设、管理和服务智慧化的新理念和新模式。”截至 2016 年底，我国已成立 277 个智慧城市和 3 个新型智慧城市试点。同时，全国 100% 的副省级以上城市、87% 的地级以上城市，总计约 500 多个城市已提出智慧城市发展计划或在建智慧城市，占世界智慧城市创建总数的一半以上。前三批智慧城市试点共签约 311 个城市，重点项目签约总量超过 4000 个。

我国的智慧城市建设已具有中国特色：区别于国外理念化的智慧城市，我国智慧城市更偏重建设为主。如智能化设备、智能化应用软件、整体解决方案、开放性平台、集成服务等，即目前我国智慧城市建设是各种数字化、智能化项目的建设。

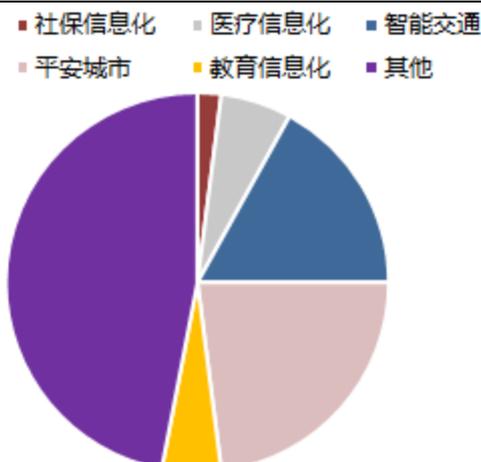
随我国城镇化水平逐年稳步提升，城镇常住人口逐年增加，我国推行新型城镇化。为实现以人为本的新型城镇化，需要与信息化深度融合，而智慧城市是信息化与城镇化的最佳契合点，通过运用新一代信息和通信技术手段，采集、存储、分析和整合城市运行系统的各项关键信息，对社会经济发展、政府职能管理及社会公共服务在内的各种需求作出智能化反应，实现城市的智慧式管理和运行，从而改变传统的生产、生活方式，满足城市公平、绿色、和谐及科学可持续发展。因此智慧城市建设将是新型城镇化的重要依托，未来随我国城镇化率进一步增长，智慧城市市场规模也将快速发展。

图表 6：中国智慧城市市场规模预计



来源：普华永道照明市场数据，莫尼塔研究

图表 7：2015 年智慧城市各板块占比



来源：普华永道照明市场数据，莫尼塔研究

## (二) 飞乐音响积累深厚，资源禀赋优势明显

智慧城市的建设在近几年不断提速，2017 年市场规模将超 5000 亿元，中国智慧城市建设已进入新的发展阶段，宏观环境利好，市场的成长期已经到来，这也为公司带来了史无前例的发展机遇。

对于进军智慧城市市场，公司多年的积累与储备发挥了巨大作用：

1) **城市级路灯资源成就城市级路口。**公司作为唯一国有大型照明平台，也是国内实力最强的 LED 照明工程商，具备以城市为单位获取照明改造订单的能力，公司的智能路灯产品通过集成 4G 微基站、安防摄像头、液晶显示屏、电动汽车充电桩等模块，切入 WI-FI 路口等领域，其中任何单独业务模块都有巨大的市场空间。

2) **公司实际控制人—上海仪电（集团）有限公司在智慧城市领域积累深厚。**仪电集团从 2012 年开始从电子产品制造业向物联网、云计算为主的信息服务业转型，致力于成为“智慧城市整体解决方案提供商”，其智慧城市整体解决方案已从上海延伸至全国各地，并有着丰富的项目经验，依托实际控制人的资源，公司在智慧城市领域的扩张速度大大加快。

2016 年至 2017 年上半年，公司通过与各地方政府签订智慧城市整体战略合作协议，实现了智慧城市全国化布局和业务总包的方略，为公司未来业绩增长提供了强有力的保证。未来，公司更多地将从“产业经营”转向“生态圈经营”，以资本、业务或产品控制为纽带，吸引更多的合作方围绕自身的核心产业开展业务，将照明嫁接到“智慧空间”，从而更大范围地拓宽自身的业务外延。

### 三、智慧城市项目入 PPP 项目库，创新融资方式降低应收账款

#### （一）并购北京申安，为智慧城市项目奠定基础

公司于 2014 年并购申安，借助申安集团多年积累的 LED 照明应用领域经验和工程项目施工经验、渠道资源与客户资源等，加快了公司 LED 照明业务板块的拓展。

此次并购完成后，飞乐音响与北京申安集团实现了客户资源共享、业务拓展等方面的进一步融合，飞乐音响与北京申安借助对方在不同地区内的客户资源与营销渠道快速拓展中高端客户市场，建立交叉销售的合作模式，实现业务协同发展。公司借助此次并购实现了产业链的进一步延伸及 LED 照明产品及照明工程业务的快速扩张，显著提升了公司核心竞争力与盈利能力。

LED 照明应用中照明工程涉及部分建筑行业资质。目前我国逐步完善了建筑行业的立法，制定了较为完善的监管法律法规体系，对从事建筑装饰业务的企业的资质作了明确要求。目前企业要在照明工程领域承包项目，需要我国住房和城乡建设部颁发的《城市及道路照明工程专业承包企业资质》。该资质分三个级别，企业只有取得该资质才能从事该资质范围内的业务。申安集团下属子企业山东申安、湖北申安、江西申安均拥有贰级资质，四川、辽宁申安均拥有叁级资质。因此此次并购完成后，飞乐音响将拓展 LED 照明业务板块。

图表 8：申安集团生产基地

图表 9：申安集团下属企业主营业务、资质情况



四川申安	高亮度户外照明产品生产、销售、综合节能、城市及照明道路工程专业承包施工	城市及道路照明工程专业承包叁级资质
山东申安	照明系统生产及安装、施工	城市及道路照明工程专业承包贰级资质
湖北申安	照明系统生产及销售、工程施工	城市及道路照明工程专业承包贰级资质
江西申安	照明系统生产及销售、城市及道路工程专业承包	城市及道路照明工程专业承包贰级资质
辽宁申安	照明系统生产及销售、城市及道路工程专业承包	城市及道路照明工程专业承包叁级资质
河南申安	照明系统生产及销售、城市及道路工程专业承包	
丰台销售分公司	销售高亮度LED户外照明产品	

来源：国家统计局，莫尼塔研究

来源：公司官网，莫尼塔研究

申安集团根据目前市场发展特点，在国内先后建设了 7 个产业基地，每个基地都辐射周边市场，产品和服务现已覆盖华北、华中、华东、东北、西南、西北等多个省市地区，已参与并完成了多项大型优质照明工程项目，如中华世纪坛照明工程、黄骅港照明系统改造港区亮化工程、经开路沿线部分夜景照明工程、西单商场室内照明改造工程、孟州黄河大道等，形成了稳定的市场格局。企业通过下辖产业基地拓展当地与周边市场的客户关系，积累了大量的客户信誉资源，具备较强的市场拓展能力。

## (二) 创新融资方式，助力智慧城市改造

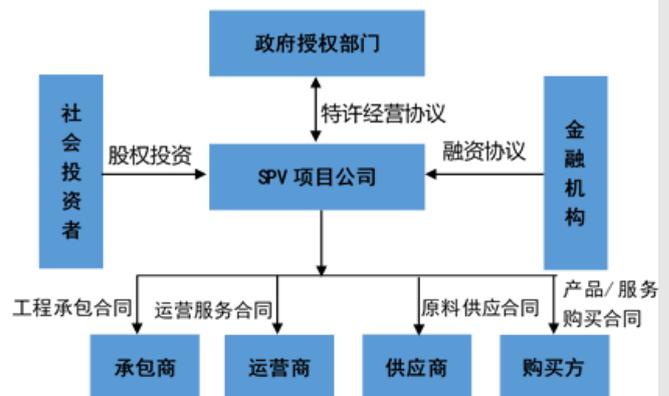
随业务扩张，公司承接的工程量递增，将带来巨大的资金缺口和应收账款，且由于传统工程项目回款慢，贷款非长久之计。为此飞乐音响积极探索多元融资模式，拓展各种融资手段，降低融资成本和资产负债率。公司与银行等资金方合作成立产业基金，同时与分包商共同出资成立 SPV 公司总包，以 SPV 公司为 PPP 项目主体接受当地政府回款，公司直接与 SPV 公司进行结算。项目确认后，产业基金即可开始募资，并将项目资金打给 SPV 公司。公司可提前拿到项目款项，不占用现金流，降低应收账款周转天数。产业基金可复制性强，具有比传统银行贷款门槛低、效率高、资金量充裕的优点，且其提供的资金无需反映到资产负债表上，避免了融资过度集中于银行和过高的资产负债率对公司再融资能力的影响。

图表 10：PPP 模式运作基本流程



来源：莫尼塔研究

图表 11：PPP 项目运作模式



来源：莫尼塔研究

智慧城市项目资金体量较大，依靠公司自身资金是不可持续的，而通过成立产业基金，银行负责提供资金，政府负责偿还资金，公司则通过提供产品技术服务，以及后期的运营和数据的管理、开发获得收入，不需要担心政府应收账款账期过长的的问题，将风险转移到政府和银行。

在具体合作模式上，首先，不兜底不担保不回购是公司与银行进行产融创新合作的首要条件。以公司和贵阳银行拟共同牵头发起的智慧城市产业基金（契约型）为例，基金总规模不超过 500 亿元，基金存续期 30 年，贵阳银行牵头金融机构认购 A 类份额（优先级），飞乐音响牵头机构认购基金 B 类份额（劣后级），基金采用结构化设计，A:B=4:1，根据具体项目发基金，筹集社会资金，并协助政府做 PPP 入库。公司在贵州四县的项目都采用产业基金模式，既不占用公司自有资金，也无兜底担保义务，实现表外融资。其次，公司在每个项目中的投入很少，并且建设过程中的产品技术服务收入完全能覆盖这部分投入。项目一般会由银行、公司、GP 三方同时考察，公司聚焦产业考察，银行主要负责对政府财政收入和未来信誉的评估，都有一票否决权。公司资金投入和占用较小，SPV 公司的资本金一般是产业基金的 20%，且公司出资的具体比例会根据具体项目协商，并履行相应决策流程，有效降低资金压力，为智慧城市业务的可持续发展奠定基础，其优势在于：

**设立机制灵活，流动性强：**契约型基金设立方式较为快速便捷，存续期间申购、赎回、份额转让等，由基金登记机构进行相应登记。而有限合伙基金设立手续繁琐，且在存续期间如发生工商登记要素变更，则需全体合伙人签字，办理工商变更登记手续，程序繁琐。

**投资者数量限制：**契约型基金投资者数量限制在 1 至 200 人，有限合伙基金投资者数量限制在 2 至 50 人。

**资金安全性高：**契约架构中可设定委托人、受托人和托管人三方分离的制度安排。受托人可发出指令，运用资金，但必须符合契约文件约定，否则托管人有权拒绝对资金的调动。另一方面，没有受托人的专门指令，托管人无权动用资金。除此之外，还可设置监察人对私募基金的管理运用进行监督和制约。而有限合伙制基金在制度要求上没有托管人这一保障环节，更多依靠监事会或有限合伙人对管理人监督。

**税收优势：**契约型基金无法人地位，非纳税主体，只需在收益分配环节由受益人自行申报并缴纳所得税即可。与此相比，有限合伙基金也非纳税主体，但代扣代缴个人所得税（20%）。

**决策高效：**契约框架下，投资者作为受益人，财产委托给管理公司管理后，就丧失了支配权和发言权，管理公司全权负责经营和运作。因此，契约型基金在管理人层面决策效率更高。

## 四、后期现金流稳定，智慧城市数据积累变现空间巨大

飞乐音响以智慧路灯网总包为固化的平台型运营业务切入，积极培育和等待智慧城市（各功能板块）运营业务机会的成熟，积极协调集团的平台资源实现和集团的协同增效。

图表 12：智能路灯网管理平台

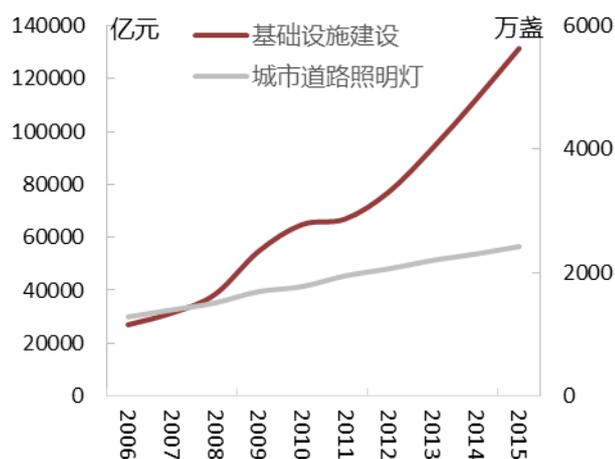


来源：莫尼塔研究

公司以智慧路灯网为切入点，积极介入智慧城市的建设和运营，将通过建设、运营、数据三步，成为智慧城市的总包商和运营商。第一步通过产融结合和金融创新，卖产品技术服务；第二步运营包括城市功能的维护、升级和运营，通过商业模式创新获得稳定的现金流；第三步将与政府合作采集和汇总城市数据，形成物联网，并通过大数据和云计算，整理开发具有商业价值的数据库对外出售，获得数据运营收入。

图表 13：基建固定资产投资额、城市道路照明灯

图表 14：智能照明路灯示意图



来源：国家统计局，莫尼塔研究

来源：公司官网，莫尼塔研究

基建固定资产投资完成额和城市道路照明灯数量高度正相关，相关系数为 0.977。随着我国经济社会的不断发展，城镇化水平的逐步提高，新增城镇人口对于基础设施供给数量和质量的要求也会逐步攀升，基础设施领域资金投入将更加巨大，城市道路照明灯数量也会相应上升，且由于未来行业运行的整体市场化程度将有所提高，飞乐音响在景观照明和智慧路灯领域发展潜力巨大。

图表 15：智能安防摄像探头

图表 16：道路信息发布系统



来源：公司官网，莫尼塔研究



来源：公司官网，莫尼塔研究

目前公司正积极开发智慧路灯网 8+X 功能，如智能控制、显示屏、微基站、充电站等，提供智慧城市的各方面服务，同时将智能路灯打造为城市的移动互联网入口和智慧城市大数据采集平台，通过物联网、大数据、云计算，为公司未来的数据运营业务打下基础。在由路灯所组成的公共基础设施网络平台上，借助无线通信/4G 等现代信息化技术手段，组件信息感知和传输网，以 I-STACK 智慧城市操作系统为管理后台，实现大数据交互环境下的智能照明、智能交通、无线城市。信息发布等智慧城市管理核心功能，为智慧城市提供增值服务。

图表 17：无线微基站建设

图表 18：充电桩融入智慧路灯网络



来源：公司官网，莫尼塔研究



来源：公司官网，莫尼塔研究

公司也正积极探索、试点智慧城市未来的经营和运营模式，一期项目每个县级城市收入约三四十亿，市级城市约五六十亿，每个项目平均需 2-3 个建设周期。建设完成后，运营队伍将选择可行项目运营，获得相应收益。比如，5G 微基站信号可覆盖 300 米到 500 米，使得核心区实现 5G 覆盖，运营商为争夺此种资源，会与公司合作；黄果树瀑布夜景亮化工程完成后，可吸引 1-2 万人夜景游客，公司可实现门票分成。当公司积累到 500 个城市，就可获得源源不断的运营收入和数据开发收入，获得稳定现金流。

图表 19：工程项目案例

项目名称	上海中心	上海国展中心
项目定位	<p>目前国内第一高楼，全球第二高楼 绿色节能照明应用的经典案例</p> 	<p>目前世界面积最大的建筑单体和会展综合体</p> 
项目金额	超过 2.5 亿元	超过 8000 万元
项目服务范围	<p>飞乐作为项目室内的唯一照明集成服务商 70%-80%照明产品来自飞乐 提供全部 LED 产品及智能化控制技术</p>	<p>飞乐音响作为项目室内外照明集成服务商 所有照明产品来自飞乐 提供全部 LED 产品及智能化控制技术</p>
照明产品及 相关技术	<p>高效率 LED 固态光源 数字可视化照明信息传输系统 动态感应“恒流明”照明技术 全方位中央绿色照明控制系统</p>	<p>高效率 LED 固态光源 数字可视化照明信息传输系统 动态感应“恒流明”照明技术 全方位中央绿色照明控制系统 超高空间 37mLED 照明，填补国内空白</p>
项目名称	北京奥运中轴线	中华世纪坛
项目定位	<p>北京奥运中心区三大景观（鸟巢、水立方、中轴大道）之一</p> 	<p>被誉为“北京之光” 千禧年纪念性地标建筑</p> 
项目金额	<p>一期 1500 万元 二期 LED 节能改造 700 万元</p>	约 5000 万元
项目服务范围	<p>飞乐音响作为照明工程总承包 运用 IPV6 控制技术 照应总结构专门设计</p>	<p>中华世纪坛坛体及周边广场亮化照明服务商 全部照明产品来自北京申安 运用现代控制技术，展示坛体文化载体</p>
照明产品及 相关技术	<p>灯具配光及结构专门设计 引用 IPV6 控制技术及安装调试</p>	<p>抗冲击、耐候光源 DMAX512 控制体系，实现形状文字图像全彩变幻 ZEIOT 物联网管控平台，实现远程无线控制</p>

来源：莫尼塔研究

同时，公司一旦介入，就会产生在软件、技术、平台、运营等方面的天然优势，未来就会和城市捆绑在一起，业务黏性非常高。

目前公司智慧城市项目进展顺利，在沈阳、株洲、临邑等地完成了一系列智慧城市的样板工程，得到了客户高度评价，年底将有一大批项目落地。

## 五、喜万年整合步入正轨，海外订单逐渐复苏

### （一）收购喜万年实现海外布局，整合空间巨大

2016年喜万年集团的加入，为飞乐音响带来了国际百年品牌和遍布48个国家销售渠道，使得公司品牌在海外市场得到极大提升，2016年海外营收同增339.01%，达31.11亿元。

通过收购喜万年的产品品牌、销售渠道和生产基地，极大地提升了品牌影响力，有助于公司迅速进入国际市场，实现全球销售。同时以并购为起点，飞乐音响可逐步建立起自己的海外工厂和研发基地，从而持续推动公司在全球范围内的战略布局。

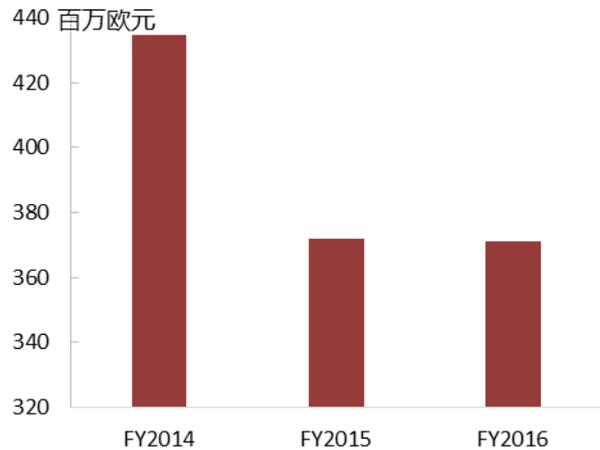
一方面，得益于此次收购，公司提前在东南亚、西亚、东欧、西欧、南美等一带一路近50多个国家进行了布局，投入到这些国家的城市建设、智慧城市建设，与国家提出的一带一路战略高度契合。同时，国家设立的一带一路基金有两项基本要求，一是由中方投资建设，二是由国有企业承接工程，飞乐影响既享有智慧路灯网的产品技术优势，又具备国有企业优势，为一带一路业务的开拓带来机遇。

图表 20：公司全球业务布局



来源：莫尼塔研究

图表 21：喜万年近三年营收出现下滑



来源：莫尼塔研究

另一方面，在通用电气退出之际，公司利用同等地位的喜万年品牌快速接手，在马来西亚、泰国、菲律宾、印尼、台湾等东南亚地区加紧抢占市场，快速扩展规模和增加当地影响力。

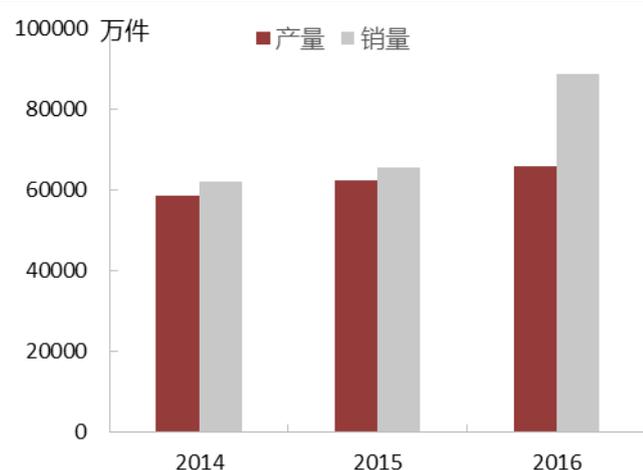
公司收购喜万年后，在整合过程当中，尊重当地法律和文化，采用本土化管理的原则，用当地的团队来管理当地的企业。公司只强调管理的理念，并未强加给对方具体的管理措施和管理办法，因此只派出一位财务总监，不进行强制性约束，而是通过两方面去影响：一是为其提供中国强大的供应链支撑，二是指导其发展整体解决方案和工程业务，通过一年多努力，已有很好效果，比如南美智利、墨西哥、希腊、匈牙利、塞尔维亚等地均有项目陆续落地。此外，改变原有的激励和考核机制，从固定工资增长和年终奖改为超额目标激励，激发企业活力和员工动力。

公司已实现与喜万年集团在众多方面的协同，包括业务协同，产品和采购协同等。喜万年总部已搬迁至布达佩斯，工厂重组计划正在进行，为日后降成本提高利润打下基础。管理组织架构有所调整，实施西欧，东欧，中东，拉丁美洲和东南亚中心化业务中心模式，使业务更贴进市场，提升效率。

## （二）生产基地向LED照明转型，未来产能扩张蓄势待发

公司分北方、华北、华东、华南、华中、西南、西北七个大区经理，各自管理辖区内的经销商和工程项目团队，同时全国十大基地也根据辖区管理。其中北方大区主要是纯工程项目，并无商照生产线；江苏建湖基地为纯 HID 商照生产线，并无工程项目。

图表 22：产量缺口明显，产销率已达到 100%



来源：wind，莫尼塔研究

图表 23：节能系列和 LED 产品等缺口放大

产品		2014	2015	2016
HID光源	生产量	1,308.04	1,029.43	1,090.96
	销售量	1,453.04	1,342.75	1,541.90
节能系列	生产量	3,117.21	1,465.40	2,770.95
	销售量	3,625.09	1,455.11	11,213.82
电感	生产量	7,760.90	8,257.60	16,321.79
	销售量	9,949.97	10,246.48	20,191.23
电子	生产量	275.00	362.29	527.83
	销售量	361.00	371.29	578.23
传统灯具	生产量	154.03	30.22	916.75
	销售量	194.99	248.48	5,306.57
LED产品	生产量	191.01	171.89	1,668.13
	销售量	212.00	505.33	4,486.26
汽车照明	生产量	8,512.39	8,495.37	7,891.00
	销售量	8,014.22	8,821.25	7,660.00
零部件	生产量	37,198.85	42,555.49	34,403.70
	销售量	38,303.77	42,555.49	37,232.31
特种光源	生产量			201.23
	销售量			512.84

来源：公司年报，莫尼塔研究

公司 2016 年总产量 6.58 亿只，3 年 CAGR3.98%。LED 产品及节能系列的销量去年大幅增长，而产能不足现象严重，未来有望进一步加大产能计划。

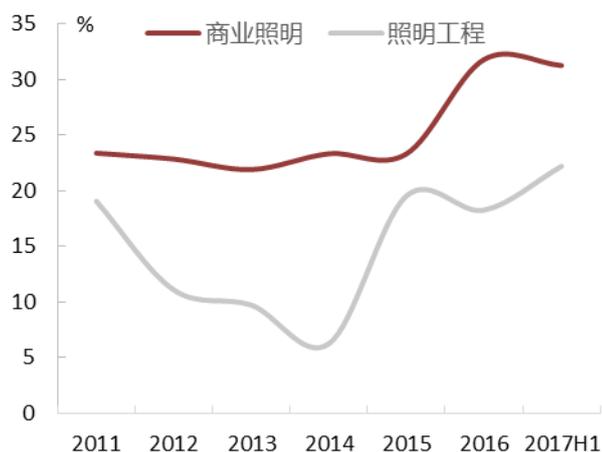
生产基地主要产品为传统照明、LED 通用照明产品，毛利率 24%左右，处于行业平均水准，但费用率较高。主要因为公司目前处于传统照明转型 LED 照明阶段，发生大量研发费用。国内传统照明产品受 LED 照明冲击较大，但国外市场仍有传统照明产品的一席之地。因此公司收购喜万年后，借助其销售渠道，将 HID 光源及传统灯具销往国外，如在整合阶段，飞乐音响对喜万年位于比利时、哥伦比亚和突尼斯的三家工厂进行重组，将三家工厂的传统照明产品制造业务转由国内的工厂采购。

## 六、主营分析：国内与海外照明业务持续改善

### （一）工程照明已成为公司主营业务支柱

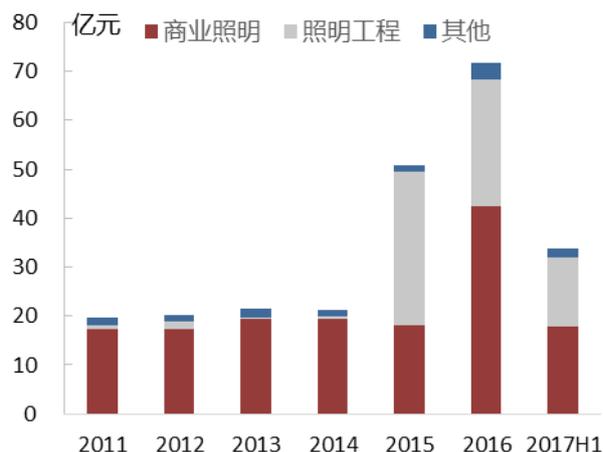
飞乐音响集商业照明和照明工程于一体，以商业照明为主，2010 年和 2014 年，公司先后收购完成圣澜公司和申安集团，完成了从通用照明领域向汽车照明领域和照明工程领域的延伸，打通了 LED 照明灯具及应用端照明工程市场的产业链，成为国内一流的照明行业龙头企业。2015 年，公司成功收购喜万年集团 80% 股权，成为拥有国际一流品牌和遍布多个国家销售渠道的国际照明巨头。

图表 24：飞乐音响照明工程 14 年反转



来源：Wind，莫尼塔研究

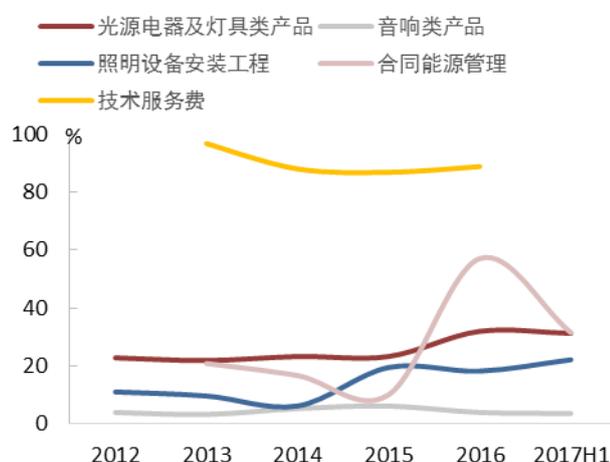
图表 25：照明工程在申安并入后逐渐发力



来源：Wind，莫尼塔研究

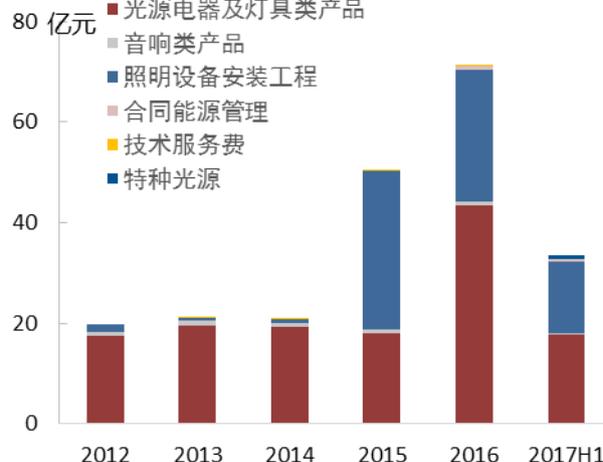
2014 年收购的申安集团拥有丰富的照明工程项目设计施工经验与项目成果、渠道资源和客户资源，推动公司照明安装工程毛利及营收大幅度上升，且近年来 LED 业务需求量大，公司毛利率提升源于申安的高毛利 LED 工程项目较多。2016 年以后，喜万年集团并表，毛利率提升因素叠加。

图表 26：飞乐音响各类产品毛利率情况



来源：公司年报，莫尼塔研究

图表 27：飞乐音响主营中工程照明已近半



来源：公司年报，莫尼塔研究

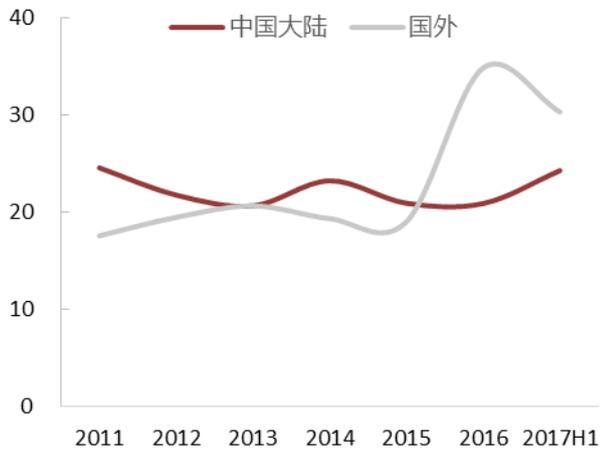
2016 年公司光源电器及灯具类产品营收同增 141.0%，达 43.52 亿元，主要因为 LED 产品营收同增 566.64%，达 18.83 亿元。近年来公司积极开展 LED 照明产品研发工作，布局扩大 LED 照明产品产能，抢占市场先机。目前正积极发展 LED+延伸服务，催生创新商业模式。现阶段 LED 行业总体景气向上，且由于飞利浦、三星、欧司朗、通用电气等国际照明巨头纷纷出售或分拆 LED 照明业务，中国 LED 企业迎来了新的发展机遇，飞乐音响作为国内实力最强的 LED 照明工程商，借此机会实现了快速增长。

LED 照明行业经过多年的发展，除绿色节能环保特点以外，在配光设计，在计算机技术、网络技术、图像处理技术等融合的智能照明等方面也有诸多优势，因此半导体照明产品可以更好地满足不同应用场景的需求，目前半导体照明产品已经广泛应用于各种指示、显示、装饰、背光源、普通照明和城市夜景等领域。因此预计未来 LED 产品收入将进一步提升。

受益于近三年公司重点转移至智慧城市，照明设备工程、技术服务、合同能源管理（EMC）营收大幅上涨。照明设备安装工程 2015 年营收同增 4344.4%，达 31.9 亿元，2016 年稍有回落，营收同减 17.52%，至 26.0 亿元，2017 上半年，营收同增 203.71%，至 14.1 亿元，毛利率达 22.20%。2016 年技术服务费营收同增 275.40%，达 71.25 万元，毛利率为 88.81%；2016 年合同能源管理营收同增 1621.37%，达 8719.94 万元，毛利率为 57.1%。

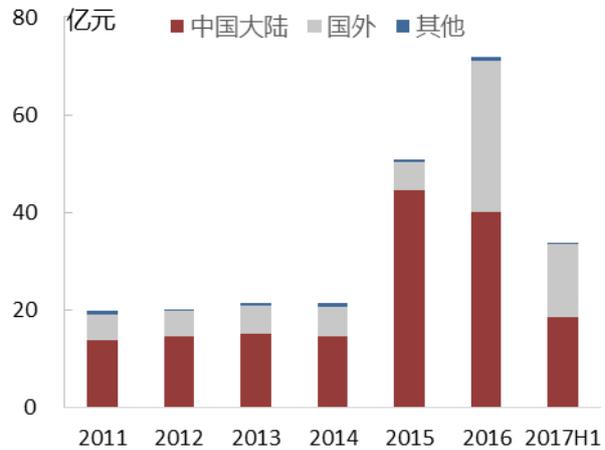
## （二）喜万年并表海外收入规模与毛利率同步提升

图表 28：飞乐音响各地区毛利率情况



来源：Wind，莫尼塔研究

图表 29：飞乐音响各地区收入情况



来源：Wind，莫尼塔研究

喜万年集团的加入，为飞乐音响带来了国际百年品牌和遍布 48 个国家销售渠道，使得飞乐音响品牌在海外市场得到极大提升。2016 年海外营收同增 339.01%，达 31.11 亿元。国内经济增速放缓且竞争加剧，2016 年国内营收同减 10.19%，为 40.03 亿元。

图表 30：飞乐音响市场表现（以 2017.11.24 收盘价估算）

证券名	代码	PE				EPS				收盘价 元	市值 亿元
		TTM	2017E	2018E	2019E	TTM	2017E	2018E	2019E		
飞乐音响	60651	13.41	12.78	11.32	9.53	0.77	0.81	0.91	1.08	10.32	102.33

来源：Wind,莫尼塔研究

### 风险提示

宏观基础建设投资不及预期；公司海外业务重组可能影响短期净利润

## 近期报告

- 2017年8月7日 线上消费月度报告-2017年7月线上消费砥砺前行
- 2017年7月6日 线上消费月度报告-2017年6月线上消费欣欣向荣
- 2017年6月21日 歌力思(603808):多品牌发展战略,打造中国高端时尚集团
- 2017年6月8日 线上消费月度报告-2017年5月线上消费回暖任重道远
- 2017年5月9日 消费行业高Beta与上升的无风险收益率难以长期共存
- 2017年5月9日 线上消费月度报告-2017年4月线上消费复苏契机闪现
- 2017年4月11日 线上消费月度报告-2017年3月线上消费复苏动力不足
- 2017年4月5日 集成灶专题研究:星星之火,燎原之势
- 2017年3月22日 公司点评-华侨城-从地产到旅游
- 2017年3月20日 快评-寻找社会零售品销售总额的锚
- 2017年3月14日 快评-消费行业与地产“产业链”
- 2017年3月8日 线上消费月度报告-2017年2月线上消费增速初现回稳
- 2017年2月22日 简评-汇率和油价对于航空公司净利润的影响
- 2017年2月21日 简评-青岛啤酒的股份归属
- 2017年2月15日 线上消费月度报告-2017年1月线上消费高速增长逐步回落
- 2017年2月14日 增长还是企稳?-分析2016年出生人口数据(一)
- 2017年1月25日 际华集团(601718)调研纪要:定增助力央企混改,现代服务业布局协同主业发展
- 2017年1月23日 朗姿股份(002612)调研纪要:医美品牌+技术布局完善,携手婴童+美妆构建泛时尚生态圈
- 2017年1月13日 线上消费月度报告-2016年线上销售额同比增速和价格齐降
- 2017年1月10日 空气净化器专题研究:新国标推动行业健康成长,普及率低内需广阔
- 2017年1月5日 12月PMI暗示消费行业成本压力
- 2016年12月26日 轻纺城(600790)公司调研纪要:供应链金融布局伊始,财务投资带动利润增长
- 2016年12月21日 嘉欣丝绸(002404)公司调研纪要:仓储基地助力供应链金融,智能工厂集联动外贸服务平台
- 2016年12月13日 11月线上销售同比增速减、价格升
- 2016年11月25日 电魂网络(603258)新股调研报告:精品研发和爆款运营结合,资源整合出海
- 2016年11月17日 电商专题研究系列:“双十一”消费新趋势开启新零售征程
- 2016年11月9日 10月线上消费出现分化:电器服装升、酒类降
- 2016年11月1日 电商专题研究系列:“双十一”常态化演进——新零售变革
- 2016年10月8日 消费热点迭出,地产相关消费全面升温

## 免责声明

本研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则,以合法渠道获得这些信息,尽可能保证可靠、准确和完整,但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据,不能作为道义上的、责任的和法律依据或者凭证,无论是否已经明示或者暗示。

### 上海(总部)

地址:上海市浦东新区银城中路168号  
上海银行大厦21楼  
邮编:200120  
电话:+86 21 5116 7173  
传真:+86 21 5116 5116

### 北京

地址:北京市西城区西直门外大街1号  
西环广场T3座7层B1-B6创新商务中心  
1801室  
邮编:100044  
电话:+86 10 8104 8010  
传真:+86 10 8104 8009

### 纽约

地址:纽约市曼哈顿区第五大道535号  
12楼  
邮编:10017  
电话:+1 212 809 8800  
传真:+1 212 809 8801

http://www.cebm.com.cn  
Email:cebmservice@cebm.com.cn