

603515.SH
买入

原评级: 未有评级

市场价格: 人民币 25.56

板块评级: 强于大市

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(15.8)	0.6	(14.3)	(14.8)
相对上证指数	(14.8)	4.4	(15.1)	(23.3)

发行股数(百万)	755
流通股(%)	100
总市值(人民币 百万)	19,290
3个月日均交易额(人民币 百万)	54
净负债比率(%) (2021E)	净现金
主要股东(%)	
中山市欧普投资股份有限公司	46

 资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
 以2021年7月26日收市价为标准

 中银国际证券股份有限公司
 具备证券投资咨询业务资格

家电

证券分析师: 张译文

yiwen.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300520090004

欧普照明

通用照明行业持续出清, 龙头市占率提升可期

随着疫情的负面影响和上游原材料的上涨, 行业持续出清, 优势企业可不断确立领先优势, 巩固龙头地位, 提高市占率; 公司布局家居、电商、商用、海外四大渠道, 其中家居渠道仍为最大营收组成部分, 电商渠道销售占比不断提升, 商用渠道有着较好的政策环境, 看好公司未来发展, 首次覆盖, 给予买入评级。

支撑评级的要点

- **LED 照明渗透率放缓, 但行业集中度有望持续提升。**LED 通用照明行业进入分化, 在一级市场中已开始出现大的照明行业并购小公司, 但发展较好、规模较大的企业正通过兼并收购、产业整合, 优势企业正不断确立领先优势, 巩固龙头地位, 提高市占率水平。
- **行业龙头打造全产品线, 多渠道销售构建护城河。**欧普定位于绿色节能智慧照明企业, 主要从事家居照明、商用照明、光源及控制类产品的研发、生产和销售, 并逐步转型为照明系统综合解决方案服务商; 渠道方面布局家具、电商、商用、海外四大渠道, 其中电商和商用是潜力巨大的两大方向, 前者渠道销售占比不断提升, 后者有着较好的政策环境。
- **公司盈利能力、研发投入领先同行业。**2020 年来四个季度营收情况逐渐改善, 2021Q1 的营收 17.56 亿和毛利率水平 37.31% 均已经超过了 2019 年同期, 鉴于对欧普照明产品和渠道的分析, 未来有望延续高盈利能力; 公司在 2018FY/2019FY/2020FY 的研发费用为 3.17/3.21/3.02 亿元, 显示公司在研发上的高投入。

盈利预测和估值

- 预计公司 2021~2023 年营收分别为 90/102/116 亿元, 净利润为 9.0/10.6/12.6 亿元, 对应 EPS 1.2/1.4/1.7 元/股, 当前股价对应 2021E~2023E 市盈率 21/18/15 倍。考虑到欧普照明作为行业龙头公司, 在 2020 财年盈利能力逐季改善, 且通用照明行业持续出清的情况下, 迎来发展良机, 首次覆盖, 给予买入评级。

评级面临的主要风险

- 疫情扩散风险; 上游原材料涨价风险; 地产竣工不及预期。

投资摘要

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入(人民币 百万)	8,355	7,970	9,015	10,217	11,602
变动(%)	4	(5)	13	13	14
净利润(人民币 百万)	890	800	900	1,061	1,257
全面摊薄每股收益(人民币)	1.180	1.060	1.193	1.407	1.665
变动(%)	(0.8)	(10.1)	12.5	17.9	18.4
全面摊薄市盈率(倍)	21.7	24.1	21.4	18.2	15.4
价格/每股现金流量(倍)	17.3	18.7	13.6	10.6	18.3
每股现金流量(人民币)	1.48	1.37	1.88	2.41	1.40
企业价值/息税折旧前利润(倍)	18.3	20.3	19.5	15.4	12.3
每股股息(人民币)	0.496	0.495	0.525	0.619	0.733
股息率(%)	1.9	1.9	2.1	2.4	2.9

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

目录

通用照明进入 LED 时代，行业集中度有望进一步提升	5
1.用照明进入 LED 时代，未来规模增速将趋于平缓	5
2.地产后周期	6
3.内照明行业集中度持续提升	7
公司概况：国内通用照明行业龙头	11
1.老派通用照明公司，品牌力国内领先	11
2.公司拥有行业领先的管理团队	12
3.公司股权结构集中	13
4.公司过往股价表现与同行业板块相比	14
5.公司产品线丰富，SKU 远超同类公司	15
6.公司多渠道销售	17
公司盈利能力、研发投入领先同行业	21
1.公司积极拥抱 LED 照明转型，奠定行业龙头地位，盈利水平居于业内前列	21
2.公司研发投入高，发力智能照明	23
盈利预测与估值	24
1.关键假设	24
2.估值分析	25
3.盈利预测及评级	25
风险提示	26

图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1. 通用照明时代.....	5
图表 2. 各类光源特点.....	5
图表 3. LED 通用照明在用量渗透率.....	6
图表 4. LED 照明产品市场份额.....	6
图表 5. 住宅房屋新开工面积.....	7
图表 6. LED 上下游.....	8
图表 7. 欧普照明市占率（2013&2019 年）.....	8
图表 8. 通用照明行业内典型投资或并购案.....	9
图表 9. 通用照明行业并购件数及涉及金额统计.....	10
图表 10. 欧普照明.....	11
图表 11. 通用照明行业.....	12
图表 12. 公司发展.....	12
图表 13. 欧普照明股权结构.....	13
图表 14. 北向资金.....	13
图表 15. 挪威央行持股.....	14
图表 16. 欧普照明与同行业指数表现.....	14
图表 17. 各产品线毛利率.....	15
图表 18. 家具灯具类产品.....	15
图表 19. 光源分类.....	16
图表 20. 商用照明业务.....	16
图表 21. 多渠道销售.....	17
图表 22. 家居业务渠道.....	18
图表 23. 各电商平台关注人数.....	18
图表 24. 商用业务渠道.....	19
图表 25. LED 照明产业政策梳理.....	19
图表 26. 各季度营收及毛利率水平.....	21
图表 27. 同行业公司营收.....	22
图表 28. 同行业公司利润.....	22
图表 29. 同行业公司毛利率水平.....	22
图表 30. 公司研发支出.....	23

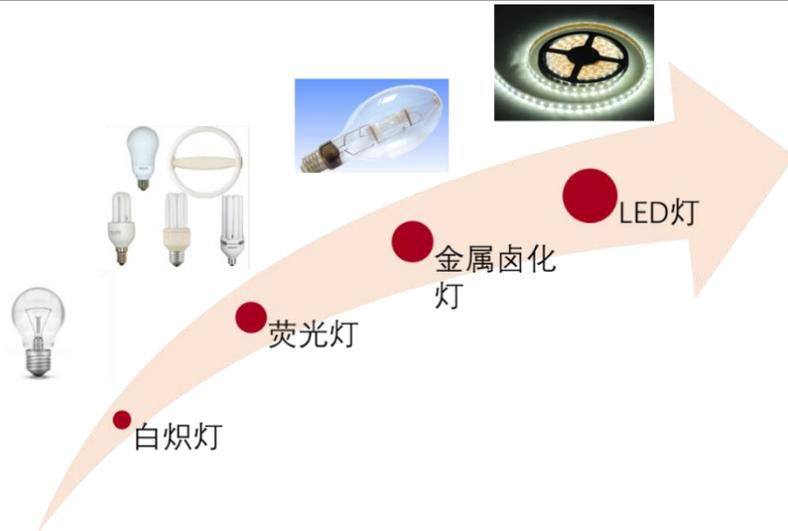
图表 31. 各产品条线毛利率预测	24
图表 32. 各产品条线未来三年收入预测	24
图表 33. FCFE 估值法核心数据 (2021 年 7 月 29 日)	25
图表 34. 相对估值 (2021 年 7 月 29 日)	25
损益表(人民币 百万)	27
资产负债表(人民币 百万)	27
现金流量表(人民币 百万)	27
主要比率 (%)	27

通用照明进入 LED 时代，行业集中度有望进一步提升

1. 通用照明进入 LED 时代，未来规模增速将趋于平缓

通用照明行业经过白炽灯、低压气体放电灯、高压气体放电灯，目前处于第四代照明光源阶段，即 LED 照明。LED 灯于上世纪发明，LED 照明具有高节能、寿命长、环保等多种符合新时代光源需求的特点。

图表 1. 通用照明时代



资料来源：电灯发展史，中银证券

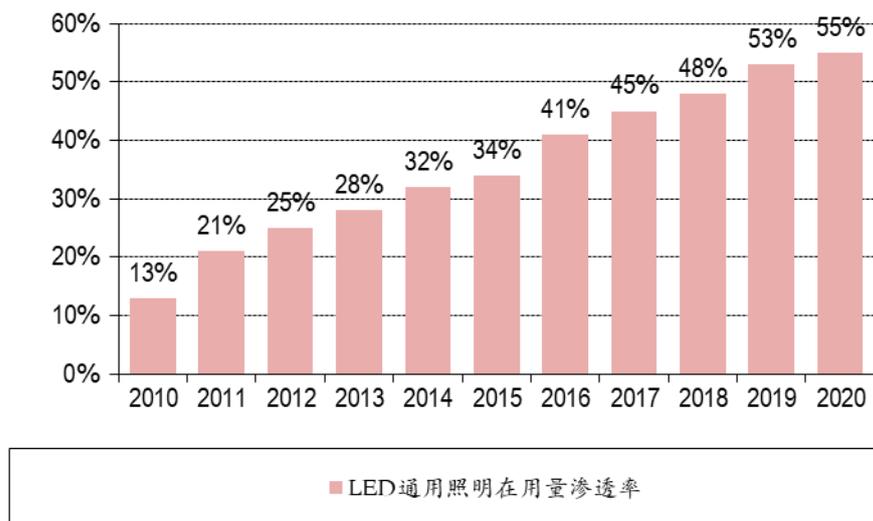
图表 2. 各类光源特点

性能指标	白炽灯	荧光灯	节能灯	LED 照明光源
发光效率（流明/瓦）	10~20	40~90	40~70	90~140
使用寿命（千小时）	0.75~2.5	10~20	6~10	35~50
色温（开尔文）	2100~3300	2500~7500	2500~7500	2500~9000
显色指标	100	50~85	50~85	70~95
响应时间	毫秒级	约1秒	约1秒	纳秒级
环保性能	易碎	汞污染、易碎	汞污染、易碎	无

资料来源：中商产业研究院，中银证券

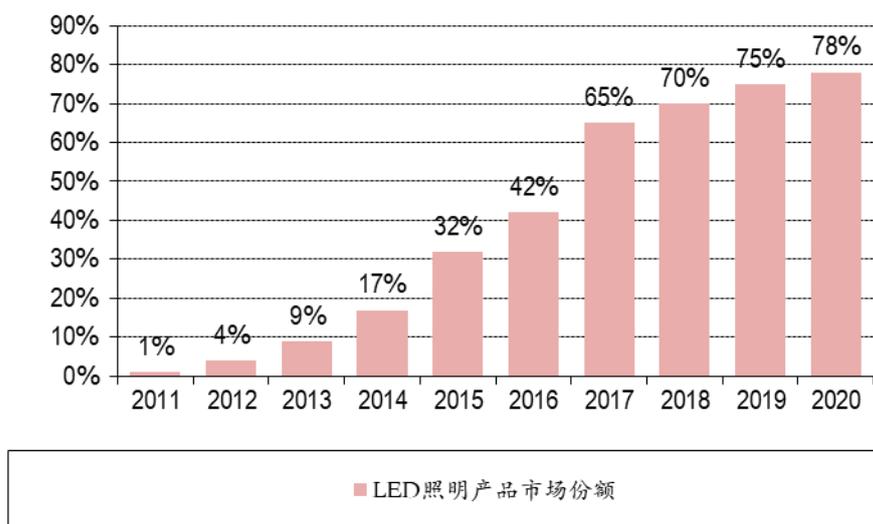
国内 LED 灯的渗透率逐年提高，目前已近六成，同时 LED 产品占据市场份额超 75%；随着政策引导及通用照明公司转型 LED 产品，LED 通用照明市场经过 2011 年~2017 年的“狂飙突进”后目前市场规模增速未来将持续趋于平缓。

图表 3. LED 通用照明在用量渗透率



资料来源: CSA Research, 中银证券

图表 4. LED 照明产品市场份额



资料来源: CSA Research, 中银证券

2. 房地产后周期

家居灯饰同家电、厨电、家具定制等细分行业一样，一般在装修的时候整体购置，因此与房地产行业相关度比较强，属于房地产后周期行业。家居灯饰的需求一方面来自于住房装修市场，另一方面来自于已有住房灯具的更换升级，前者受房地产市场景气程度影响较大。

一般来说房地产开工到竣工约有 2~3 年的滞后，房地产住宅新开工面积在 2018、2019、2020 年持续保持高位；竣工面积 2020 第四季度同比时隔两年重新回正；目前 2021 年第一季度累积竣工面积 13888 万平方米，高于 2020Q1 同期（10928 万平方米）、2019Q1 同期（13043 万平方米）。未来房地产竣工面积有望回暖，房地产后周期有望持续受益。

图表 5. 住宅房屋新开工面积



资料来源：国家统计局，中银证券

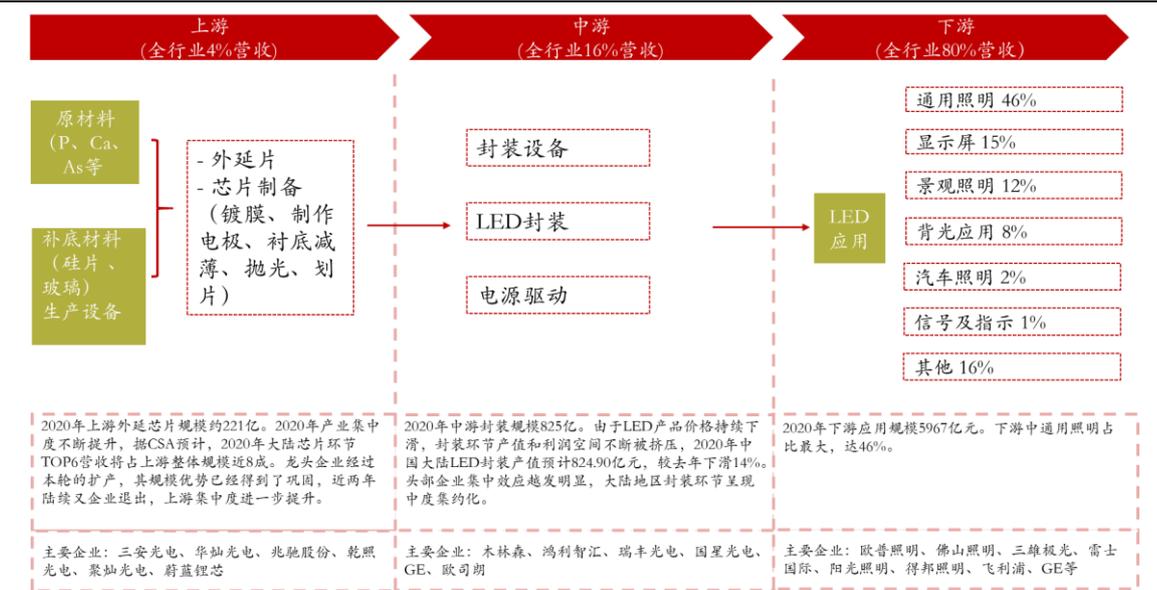
3. 国内照明行业集中度持续提升

(1) 通用照明在疫情下成为行业压舱石

2020年，中国照明电器行业整体销售额约6,025亿元。经过30多年的发展，中国LED产业已形成了包括外延片的生产、芯片的制备和封装，以及LED产品应用在内的较为完整的产业链，我国已成为世界照明电器第一大生产国和出口国，在全球市场的占有率已超过50%。2020年中国照明行业出口额达526亿美元，合3,640亿元人民币，同比增长16.1%；其中LED照明产品累计出口额为355.94亿美元，同比增长达17.9%，均为自2016年以来最大涨幅。内销约2,385亿人民币，同比下降16.8%。整体上看是外销好于预期，内销低于预期，外销的大幅增长抵消了内销的下滑，使得全行业营收与2019年(6,000亿元)基本持平。

根据CSA Research发布的《2020中国半导体照明产业发展蓝皮书》，2020中国LED半导体照明行业总产值7013亿元，同比下降7.1%。上游外延芯片规模约221亿元，中游封装规模825亿元，下游应用规模5967亿元同比下降6.6%，上中下游产业规模比例基本遵循1:4:20的比例。

图表 6. LED 上下游



资料来源: CSA Research, 中银证券

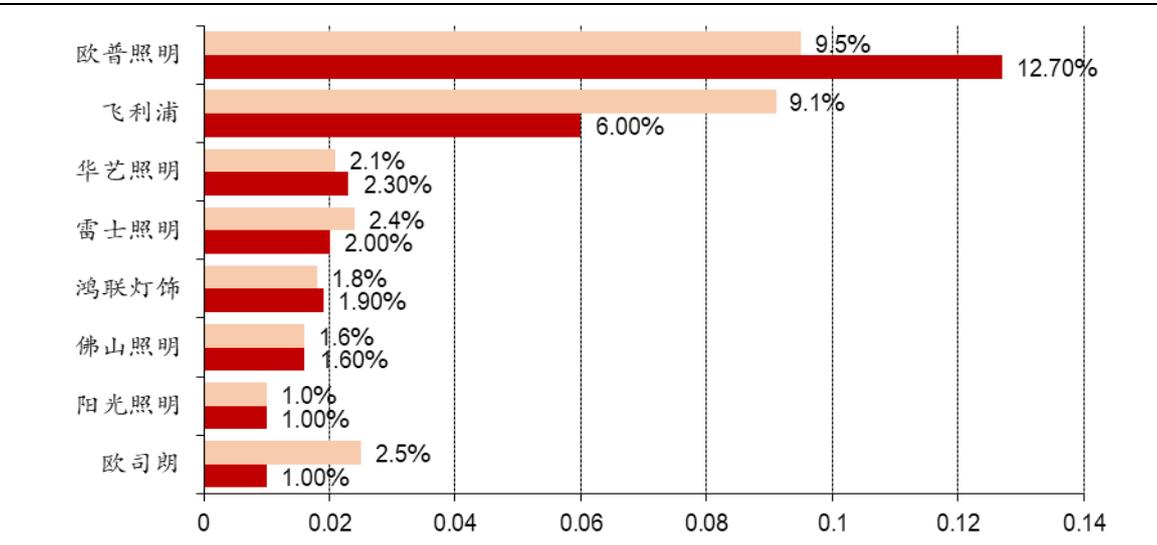
(2) 国内通用照明市场呈现“两超多强”，欧普照明市占率最高

LED灯随着近十年来的发展已经成为通用照明光源中主要产品类型。据 Euromonitor 统计的家居照明零售端数据, 2019年零售额市占率仅欧普超过10%, 占比12.7%, 前十品牌合计占比29.7%。2013年排名首位的欧普品牌市占率9.5%, 前十品牌合计占比31.0%

国内LED通用照明细分市场中欧普照明最大, 飞利浦其次, 其他公司份额占比较低, 呈现“两超多强”局面; 其中欧普照明的零售市场份额从2013年的9.5%上升至2019年的12.7%, 飞利浦从2013年的9.1%下滑至2019年的6.0%, 两者市场份额远超其他品牌。

Euromonitor 统计的家居照明零售端数据, 2019年零售额CR10为29.7%, 其中照明灯具零售额CR10为36.9%, 欧普照明占12.7%; 照明光源CR10为22.2%, 格局相对分散。而据 Euromonitor 数据, 日本在2018年CR6已达44.2%, 其中松下市占率23.6%, 中国通用照明集中度仍有提高空间。欧普照明2013年家居照明零售市场品牌份额9.5%, 2019年12.70%。

图表 7. 欧普照明市占率 (2013&2019年)



资料来源: Euromonitor, 中国照明网, 中银证券

(3) LED 通用照明行业继续洗牌，行业集中度继续提升

2014 年 LED 通用照明行业进入分化，在一级市场中已开始出现大的照明行业并购小公司，但发展较好、规模较大的企业正通过兼并收购、产业整合，优势企业正不断确立领先优势，追求龙头地位。

外资三巨头（欧司朗、飞利浦、GE）退出国内通用照明市场时间线梳理，契合了以欧普照明为代表的国内通用照明公司在 LED 转型阶段的高增长。

a) **欧司朗**：公司拆分照明产品业务以便集中于利润率更高的半导体等业务，完全退出时间为 2017 年 2 月

2015 年：将持有的佛山照明 13.47% 股份出售给广晟集团。

2017 年 2 月：欧司朗以 5 亿欧元的价格出售传统照明业务子公司 LEDVANVCE 给 IDG 资本、义乌国有资产运营中心与木林森组成的中国竞购联合体，正式退出中国通用照明市场。

b) **飞利浦**：公司 LED 照明业务成本不断提升，利润率偏低，难以承受国内市场的价格战，完全退出时间为 2016 年 12 月

2015 年 3 月，飞利浦同意以 33 亿美元的价格将旗下 LED 组件以及汽车照明业务 Lumileds 的 80.1% 股份出售给中国财团 Go Scale Capital，飞利浦将保留剩余的 19.9% 股份。飞利浦公司此前表示，计划在 2016 年剥离其余照明业务；

2016 年 5 月，飞利浦宣布将分拆旗下的照明设备部门飞利浦照明进行首次公开招股，在首次公开招股中出售 25% 的股权给公众股东；

2016 年 12 月，荷兰皇家飞利浦公司宣布，同意将其 LED 照明部门 Lumileds 的 80.1% 股权以 20 亿美元售予私募股权巨头阿波罗全球管理公司(美国企业)。这一价格比此前与中国买家达成的交易价格低 13 亿美元。从此退出通用照明市场。

c) **GE**：发展不好，在国内已被边缘化，完全退出时间为 2017 年 12 月

2016 年 9 月，数十个 GE 经销商联合发起《关于对通用电气企业发展(上海)有限公司终止经销商协议的联合声明》；GE 也保证对产品质量的后合同义务承担全部责任；

2017 年 12 月，经过一年的过渡期，完全撤出中国市场。

从这点来看，通用照明行业和其他众多中低端制造业一样，过去十数年经历了海外品牌至国内品牌的转换。在疫情下行业继续洗牌，有望持续出清，为龙头公司的集中度提升带来机遇。

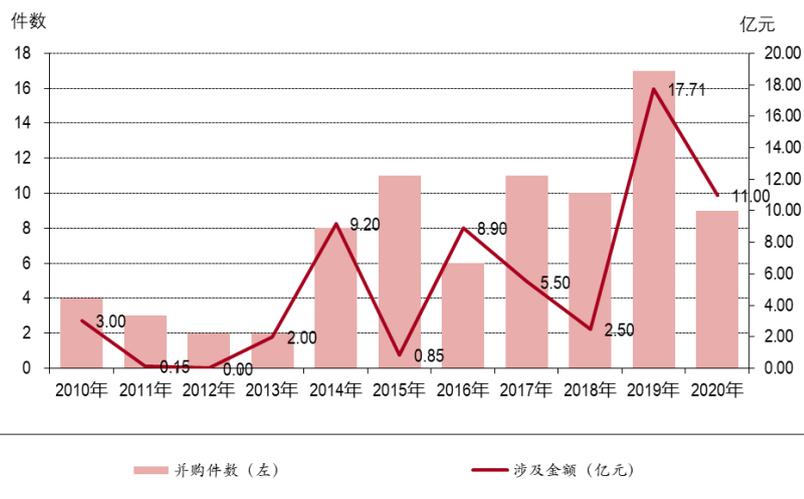
整理 2020 年有代表性并购案如下。另按照中国并购库中“照明”关键词整理 2010 年~2020 年并购案，并购数量及金额明显增多，其中在 2014~2016 年传统通用照明向 LED 照明转型后，并购量和金额有明显上升。

图表 8. 通用照明行业内典型投资或并购案

交易买方	交易标的	交易金额（万元）
欧普照明	西默电器13.33%股权	813.4
天脉网络	永麒照明55%股权	28050
太龙照明	全芯科100%股权	75000
欧普照明、康力电梯	保资碧投SPV	23000
青鸟消防	康佳照明25.37%股权	4773
利亚德	绿劼照明95%股权	4500

资料来源：万得，中银证券

图表 9. 通用照明行业并购件数及涉及金额统计



资料来源：万得，中银证券

公司概况：国内通用照明行业龙头

1. 老派通用照明公司，品牌力国内领先

欧普照明于1996年成立，是一家集研发、生产、销售、服务于一体的综合型照明企业。目前拥有上海总部及中山工业园、苏州吴江工业园等多个生产基地；公司在2018年6月公告拟投资金额25.8亿元建设粤港澳大湾区区域总部，根据项目实际进展分期投入，后拍得土地，开始建设。

图表 10. 欧普照明

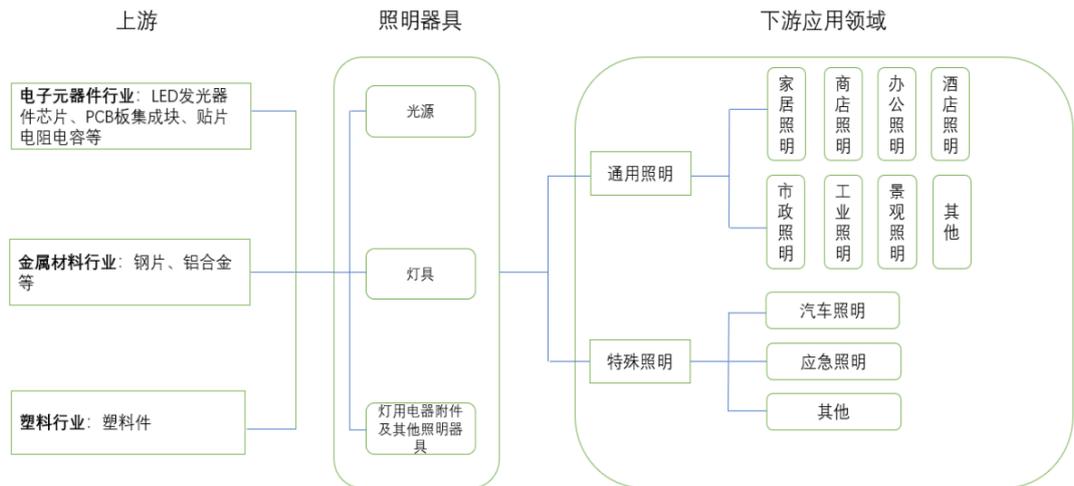


资料来源：公司官网，中银证券

欧普照明的产品涵盖 LED 及传统光源、灯具、电工电器、厨卫吊顶产品等领域。公司业务方面，主要定位于绿色节能智慧照明企业，从事家居照明灯具、商用照明灯具、光源及控制类产品的研发、生产和销售，并逐步转型为照明系统综合解决方案服务商。

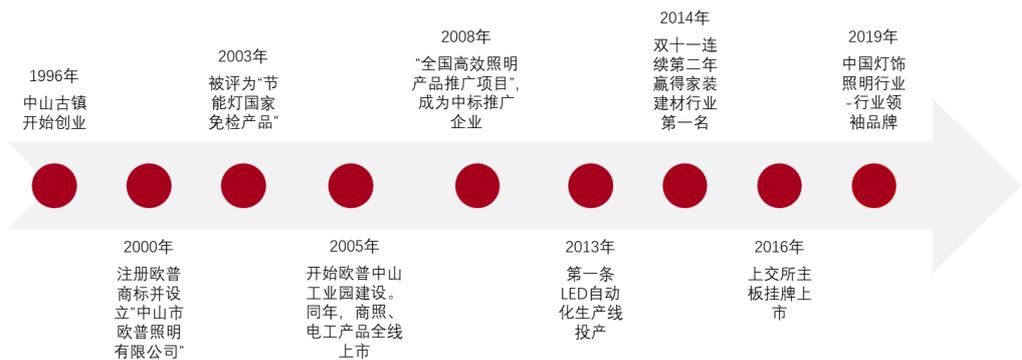
根据《国民经济行业分类》，照明器具制造业分为光源、灯具、灯用电器附件及其他照明器具，其中灯具可根据应用领域分为通用照明及特殊照明。欧普照明为通用照明行业龙头。

图表 11. 通用照明行业



资料来源: 公司年报, 中银证券

图表 12. 公司发展



资料来源: 公司官网, 中银证券

欧普照明作为国内率先研发节能产品的企业之一, 品牌力国内领先:

- 2007年, 被认定“中国驰名商标”
- 2008年, 连续中标“绿色高效照明工程”项目
- 2009年, 参展2010年上海世博会的民企联合展馆参展企业
- 2017年, 入选“中国500最具价值品牌”榜单
- 2018年, 获得“中国百强企业”、“最具长期投资价值上市公司”等奖项
- 2019年, “年度中国灯饰照明行业领袖品牌”

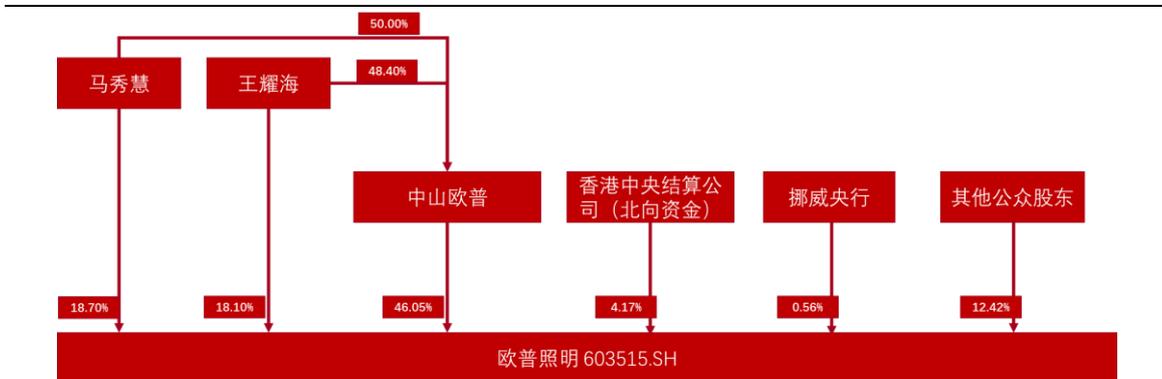
2. 公司拥有行业领先的管理团队

公司实际控制人为王耀海、马秀慧夫妇。有高管于欧普照明长期工作, 且主要高管团队稳定, 目前已打造了业内领先的职业经理人团队。目前公司通过建立欧普大学、提供系统的培训计划, 如Mini-MBA培训; 搭建公司人才梯队。

3. 公司股权结构集中

公司股权结构较为集中，创始人马秀慧和王耀海夫妇，及其子女通过直接持有及间接持有，共82.85%股权。2021年一季报披露，前十大流通股东占股本91.08%。

图表 13. 欧普照明股权结构



资料来源：公司一季报，中银证券

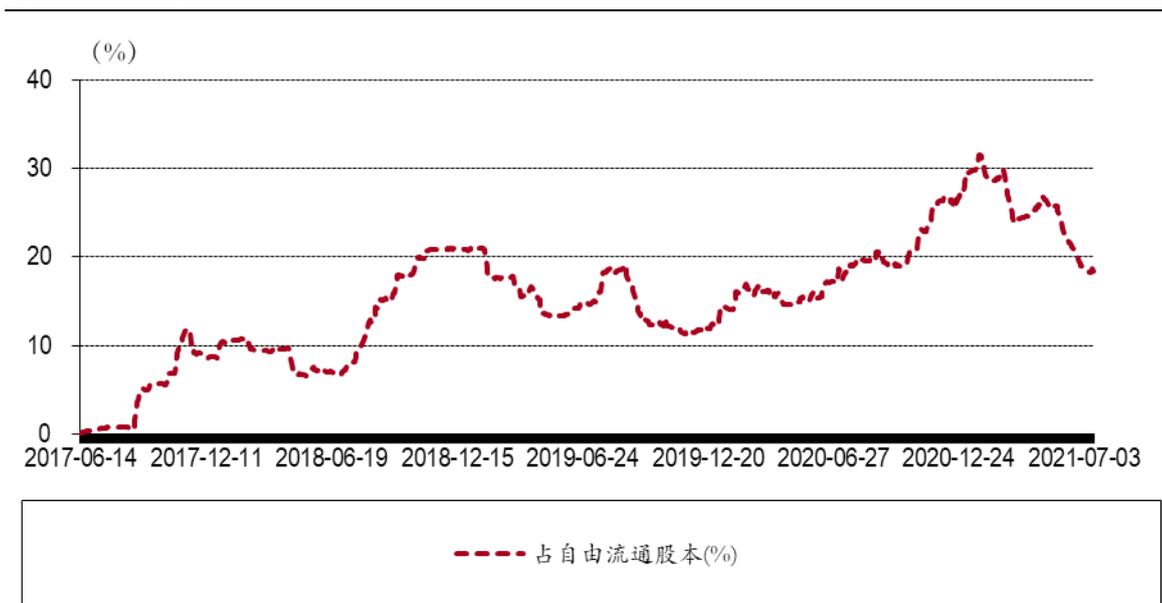
重要股东分析：

a) 北向资金

截至2021年6月，北向资金持股约2669万股，约占流通A股股本3.54%，持股市值约6.85亿人民币，近一个月北向资金减持总股本近1%。

同行业可比公司如佛山照明、阳光照明，北向资金持股比例极低，截至2021年6月19日，佛山照明北向资金持总股本0.00%；阳光照明北向资金持流通A股股本1.43%，约0.83亿元，远低于欧普照明，北向资金持股通用照明板块主要为欧普照明。得邦照明、三雄极光、雷士照明分别在上交所主板、创业板和香港主板上市，均未取得陆港通资格。

图表 14. 北向资金

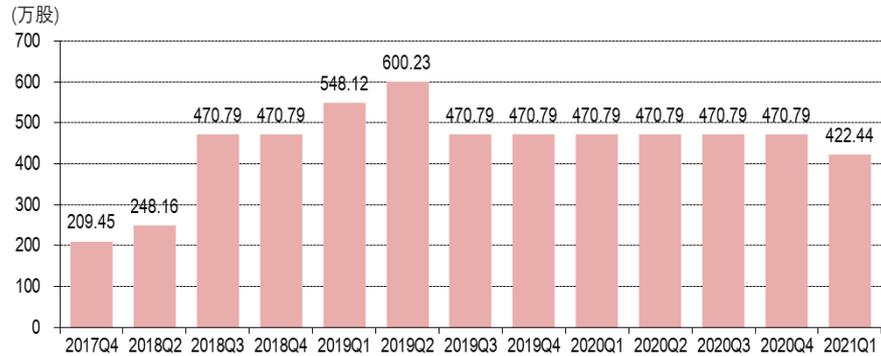


资料来源：万得，中银证券

b) 挪威央行

自 2017Q4 后持股 209 万股，首次进入十大流通股东；在 2018Q1、Q2、Q3 持续加仓，2019Q1、Q2 加仓后 2019Q3 减仓后直到 2020 年底不变，约占总股本 0.62%；在 2021Q1 减持 48.35 万股，截至 2021 年 3 月 31 日占总股本 0.56%。

图表 15. 挪威央行持股



■ 挪威央行持股数量 (万股)

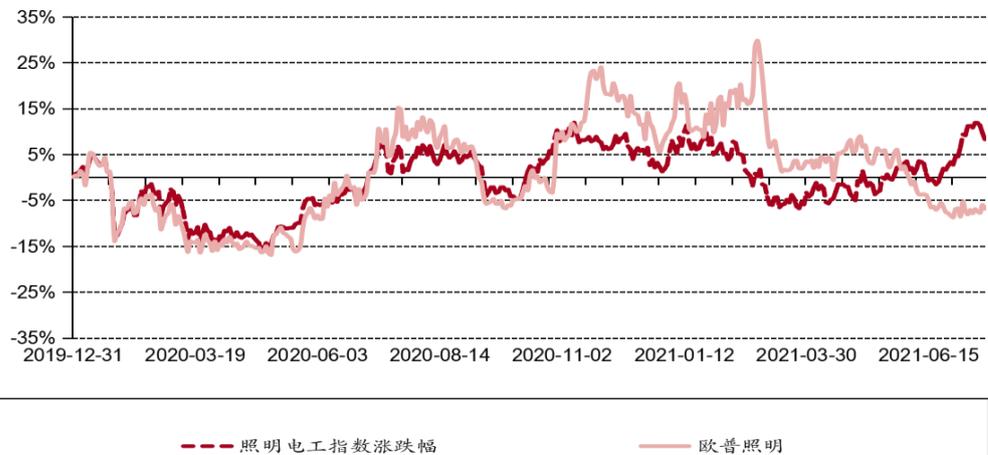
资料来源：万得，中银证券

4. 公司过往股价表现与同行业板块相比

同行业板块选取中信照明电工 III 级指数，该指数前六大权重之和 76.43%，分别为公牛集团 39.76%、阳光照明 10.40%、欧普照明 7.09%、佛山照明 7.00%、飞乐音响 6.21%、光莆股份 5.97%。

选取 2020 年以来价格走势如下，总的来说欧普照明作为照明电工指数权重股（约 7.1% 权重），过去一年里股价表现略好于整体板块指数，但整体表现不及同期沪深 300 (+24.26%)。

图表 16. 欧普照明与同行业指数表现



--- 照明电工指数涨跌幅

— 欧普照明

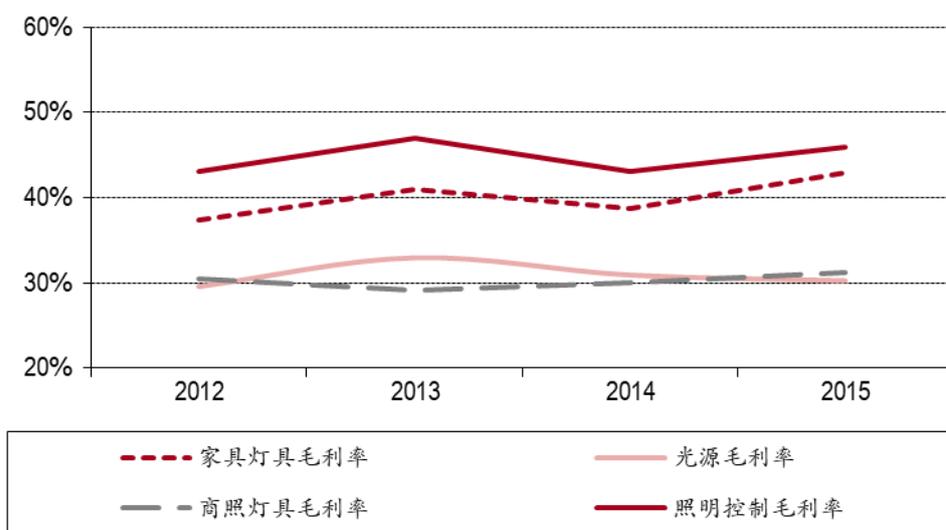
资料来源：万得，中银证券

5. 公司产品线丰富，SKU 远超同类公司

欧普照明定位于绿色节能智慧照明企业，主要从事家居照明灯具、商用照明灯具、光源及控制类产品的研发、生产和销售，并逐步转型为照明系统综合解决方案服务商。SKU 超同类可比公司，2021 年 4 月 8 日淘系的官方旗舰店产品数量：欧普照明 777、雷士照明 430、三雄极光 167、阳光照明 94。

从产品类型来看，照明器具可分为光源、灯具、灯用电器附件及其他照明器具。公司主要产品为光源和灯具，同时也提供照明整体解决方案。各产品的毛利率水平在公司招股书中有披露。

图表 17. 各产品线毛利率



资料来源：招股书，中银证券

(1) 家具灯具

目前公司家居灯具产品线同光源产品合为营收最大占比。家具灯具产品线包括：吸顶灯、餐吊灯、壁灯、镜前灯、落地灯等

图表 18. 家具灯具类产品



资料来源：淘宝，中银证券

(2) 光源产品

光源产品，主要包括点光源、日光灯、灯带、护栏管、天花灯、射灯等。公司在光源产品上利用 OEM 代工来完成，提高自有产线的周转。公司官网在光源产品上的分类如下图。

图表 19. 光源分类

产品系列:	全部	心悦	松果	飞碟				
功率 (W):	全部	0-9	10-29	30-49	50-100	100以上		
色温 (K):	全部	2700K	3000K	4000K	4500K	5700K	连续调色	其他
产品类型:	全部	球泡	蜡烛泡	筒射灯	灯杯	灯带	灯管支架	

资料来源: 公司官网, 中银证券

(3) 商业照明灯具

商业照明类似通用照明里 To B 的生意, 具有逆地产周期属性。商用照明主要指地产、办公、工业、商业连锁、市政交通五大方面, 并且逐步将业务向户外、智能消防等细分领域延伸; 此外筹备参与多项行业专业展会。欧普照明商照业务在下半年以来快速恢复增长, 尤其在精装地产照明、工业照明、市政照明等领域发力:

- 精装地产照明业务: 拓展合作客户与合作范围, 以照明带动浴霸、电工、智能消防照明等品类的发展, 同时公司与多个头部地产公司达成全品类战略合作;
- 市政照明业务: 完成成都地铁 9 号线一期工程、西安地铁 14 号线等项目的实施; 并于京、津、沪、苏等地落地多个基于 5G 技术的路灯控制项目
- 工业照明业务: 与杜尔涂装公司合作, 定制开发了专业光谱及智能照明解决方案

上市后欧普照明关于商用照明的大项目包括:

图表 20. 商用照明业务

2020	与多个头部地产公司达成全品类战略合作, 带动浴霸、电工、智能消防照明品类的发展 京津沪苏5G基数的路灯控制项目 签订物流风向标普洛斯项目 中标深圳花样年地产浴霸集采 旭辉全品类(灯具、浴霸、开关)集采 郑州地铁4号线隧道灯具集采、成都地铁9号线、西安地铁14号线 江南中心绿岛武九线综合管廊工程项目
2019	北京亚投行、小米产业园等办公楼宇提供优质的照明环境 为温州市苍南区、海南生态园学校、好未来教育集团等教室照明空间提供整体智能照明解决方案 为上汽集团、潍柴动力等企业厂房提供节能高效的工作环境
2018	为小米集团、上海国际结算中心、中国平安集团等总部大楼提供绿色节能照明环境 为盒马鲜生、海囤生鲜新零售超市提供商场照明解决服务方案 为沈阳地铁、上海地铁5号线等市政工程提供照明设备 为三一集团、海螺水泥的工业厂房提供灯具产品的替换升级

资料来源: 公司历年年报, 中银证券

(4) 照明控制及其他

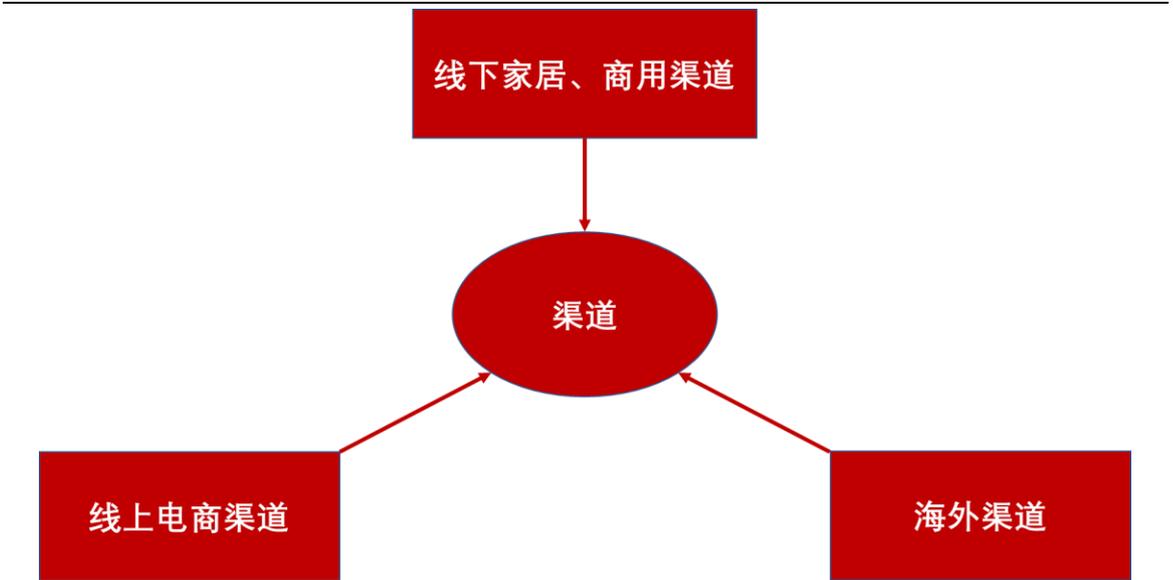
本产品线主要包括开关插座、排插、断路器，以及集成整装类产品，包括换气扇、浴霸、集吊专供产品、集成墙面等。照明控制的毛利率在各产品线中最高，毛利率在 2012~2015 年分别为：43%、47%、43%、46%。通过目前欧普照明 1X 万家的线下渠道销售，未来在高利润率的照明控制方面有望能贡献更多利润。

可比公司 2020FY 公牛电器在其主营业务的转换器产品上毛利率为 39.13%，但在“墙壁开关插座”上 2019FY 毛利率为 51.65%。欧普去年才开始逐步自制此类产品，还在逐步提升的过程中，照明类型目前 35%~40% 的毛利率水平。

6. 公司多渠道销售

照明行业线下传统零售终端的销售受到新冠疫情较大冲击，同时电商渗透率加速提升，传统渠道的转型升级是目前公司转型要点。

图表 21. 多渠道销售

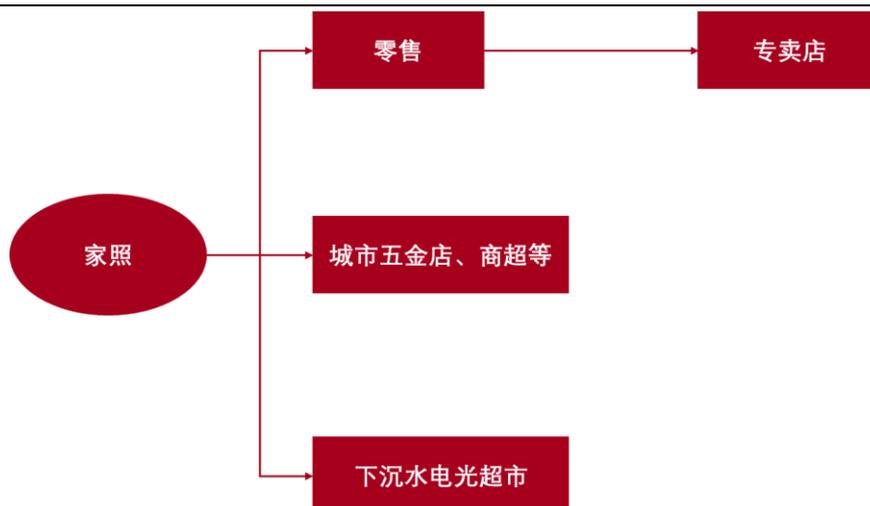


资料来源：公司年报，中银证券

(1) 家居业务

家居业务在传统领域分为零售和流通两个渠道，前者主要是专卖店形式。零售渠道收入占比约六成，以专卖店形式经销，坚持“坐商”转“行商”、卖产品转卖方案的发展战略；流通渠道主要指五金网点，截至 2020 年中约 15 万余家。

图表 22. 家居业务渠道



资料来源：招股书，中银证券

流通渠道近几年年报统计情况如下：

- 2018年12月31日：截至2018年底，流通网点数量超过10万家；
- 2019年6月30日：全国各城市级别市场建立了超过3500家零售专卖店、12万家五金网点；
- 2019年12月31日：全国流通网点数量超过14万个；
- 2020年6月30日：公司拥有流通网点超过15万家，其中水电光超市近300家，乡镇网点覆盖率超55%；
- 2020年12月31日：2020年公司重点布局乡镇下沉市场，开发超800家水电光超市/专区。

(2) 电商渠道

随着直播时代的到来，欧普照明积极拥抱新渠道，利用直播、与头部KOL合作等方式引流。在各大电商开设欧普照明官方旗舰店，在2020H1的“618”家装灯饰光源行业榜首。2020年电商渠道线上智能化产品销售占比快速提升，部分品类智能产品销售占比超过50%。比较各照明类公司在电商平台的关注度，欧普照明持续领先并位居第一。

Euromonitor 数据显示，我国照明灯具零售市场中，电商渠道占比已经由2012年的1%提升至2019年的8.2%；照明光源电商渠道占比由2012年的1.4%提升至2019年的9.2%，2020年受疫情影响电商渠道占比进一步提升。

截至2021年4月8日，统计行业各品牌在电商平台上的关注人数如下。

图表 23. 各电商平台关注人数

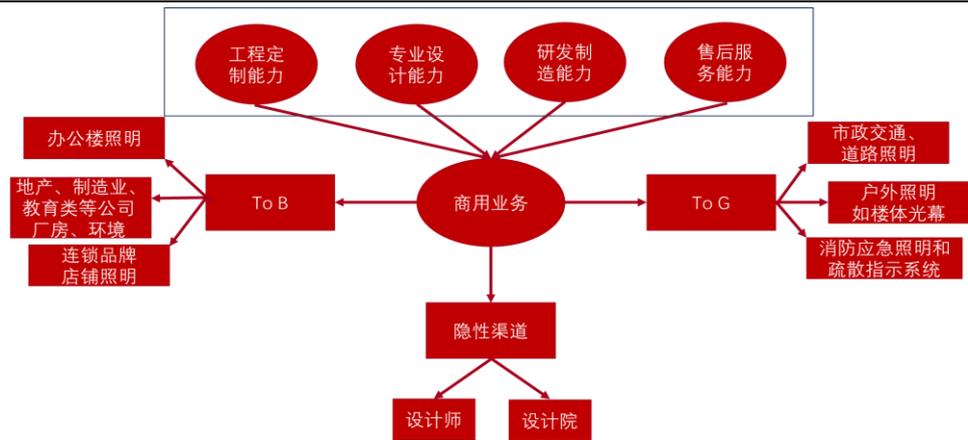
2021/4/8	平台	关注人数(万人)
欧普照明	天猫	409
	京东	155
	拼多多	0.5
雷士照明	天猫	226
	京东	128
阳光照明	拼多多	1.6
	天猫	5.4
	京东	0.3
三雄极光	拼多多	-
	天猫	21.1
	京东	1.3
	拼多多	0.3

资料来源：天猫，京东，拼多多，中银证券

(3) 商用业务

商用业务占比逐年增大，将欧普照明在商用领域归纳成三大方向如下图所示。

图表 24. 商用业务渠道



资料来源：公司年报，中银证券

商用业务根据公司年报披露还可以分为运营商渠道、项目渠道、隐形渠道：

- 运营商渠道：公司赋能运营商逐步由产品销售转向以综合服务为主的经营模式，进一步提升对市场需求的响应速度以及对终端用户的服务能力，截止至 2019 年底，运营商渠道的项目占比已超过 50%；
- 项目渠道：成为聚焦重点行业的综合解决方案提供商，在大项目渠道，公司凭借专业的行业技术团队、项目经销商网络，以及市场推广，加速产品、开发、技术集成和专业服务能力的建设，输出以行业应用为核心的综合解决方案
- 隐形渠道：扩大在设计院、设计师领域里的品牌影响力，提高项目中标率。

商用业务是未来公司发力的一大方向，同时也有着较好的政策环境，目前不少城市都在推行夜间经济和整体景观照明，总结 2012~2020 年地方 LED 照明产业政策如下图。

图表 25. LED 照明产业政策梳理

城市	时间	配套政策	主要内容
广东深圳	2020-4	《深圳市住房和建设局关于发布〈深圳2020年度建筑节能发展专项资金（公共建筑节能改造示范项目）〉的通知》	改造项目为深圳市行政区域内的公共建筑，建筑功能分类包括：办公、商业、旅游宾馆酒店等
	2019-4	《深圳市进一步推动集成电路产业发展行动计划（2019~2023）》	布局4~6英寸高纯半绝缘SiC衬底和n型SiC衬底、2~4英寸GaN衬底、4~6英寸SiC外延片、4~6英寸SiC基GaN外延片等第三代半导体材料项目
	2018-7	《深圳市城市照明管理办法》	股里在城市照明建设、运营维护中使用节能环保的新技术、新工艺、新材料，推进城市照明管理的信息化和智能化。
广东惠州	2012-5	《关于推进惠州市LED产业发展的实施意见》	组件LED产业技术创新联盟，指定产业技术路线图。培育LED龙头企业，建设LED产业园区。
	2009-2	《印发惠州市惠城中心城区城市景观照明有关管理办法的通知》	设计、安装城市景观照明设施，应当采用新技术、新工艺、新材料、新光源，落实节能降耗、绿色照明等环境保护措施，防止光污染。
上海	2019-11	《上海市景观照明管理办法》	禁止使用国家明令淘汰、不符合能耗标准的景观照明产品，鼓励高等院校等单位开展相关科学研究和技术开发。
	2018-2	上海市人民政府关于同意《黄浦江两岸景观照明总体方案》的批示	景观照明提升改造的范围，预计2020年完成。
浙江	2019-10	《扬州市发改委关于市区路灯LED提升改造初步设计的批复》	明确对范围内的庭院灯进行节能改造
	2019-9	《扬州市城市照明管理办法》	规范城市照明规划与建设。
	2019-7	《市政府关于加快先进制造业（集群）发展的政策意见》	支持电子信息制造业发展。

资料来源：各市政府网站，中银证券

(4) 海外渠道

公司同样拓展海外渠道方面，受疫情影响下，公司继续坚持全球化自主品牌战略，另外加强与其他公司的合作联盟。报告期内欧普和东鹏、四季沐歌、老板电器和好莱客，成立“冠军品牌国际合作联盟”，同时与华为等发起 HMS (Huawei Mobile Services, 华为移动终端服务套件) 出海生态联盟，推进海外进程。

公司盈利能力、研发投入领先同行业

1. 公司积极拥抱 LED 照明转型，奠定行业龙头地位，盈利水平居于业内前列

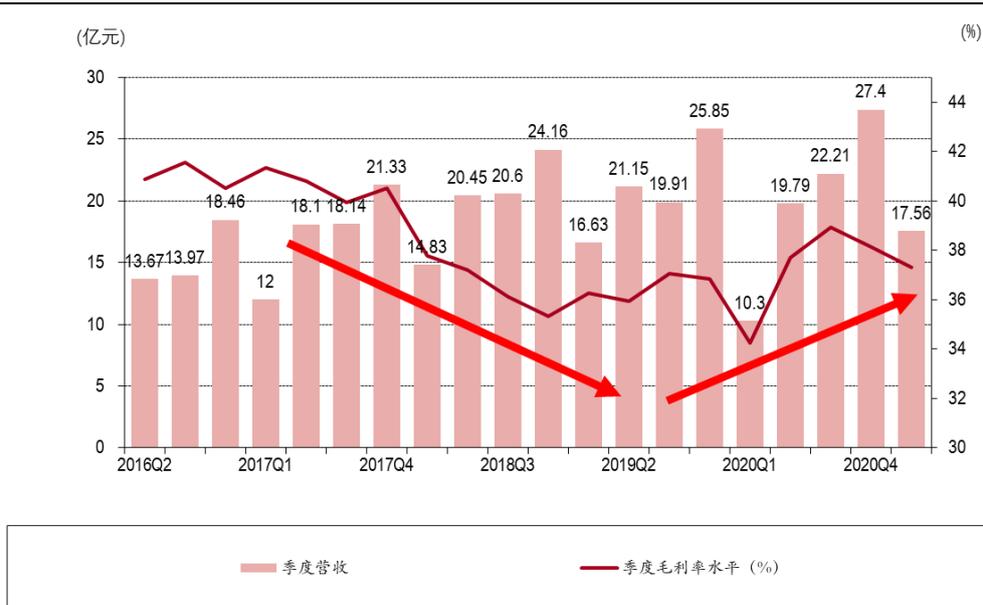
公司营收在 2020FY 达到 79.70 亿元，2014~2020 营收 CAGR 12.93%。2021Q1 营收 17.6 亿元，同比增长 70.4%，相较于 2019 年同期增长 5.6%；归母净利润 1.3 亿元，同比增长 1995.9%（因 2020 受疫情影响，2020Q1 基数较低），相较于 2019 年同期增长 57%；扣非净利润 0.9 亿元，同比增长 112.2%，相较于 2019 年同期增长 112.5%。

公司近年来改善的盈利能力

2020 年来四个季度营收情况逐渐改善，2021Q1 的营收 17.56 亿和毛利率水平 37.31% 均已经超过了 2019 年同期，鉴于之前对欧普照明产品和渠道的分析，未来有望延续高盈利能力。公司的高盈利能力主要有以下两点原因：

- 发力 To B 商照业务，规模效应下边际成本降低，盈利能力提升；同时与其他公司实施公司全品类合作战略，带动浴霸、电工、智能消防照明等品类的发展
- 公司通过柔性自动化产线、产品模块化设计、平台化开发等方面，实现规模化生产，形成产品成本优势

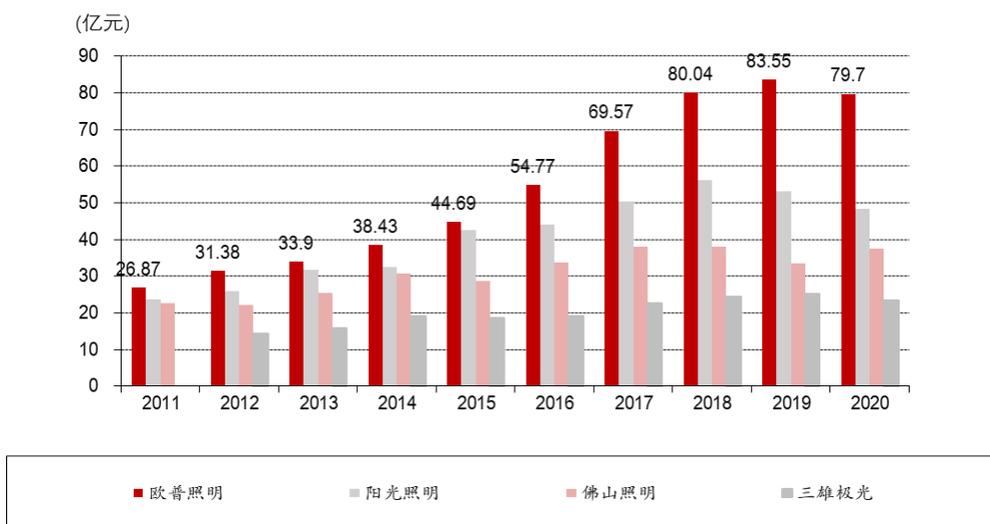
图表 26. 各季度营收及毛利率水平



资料来源：万得，中银证券

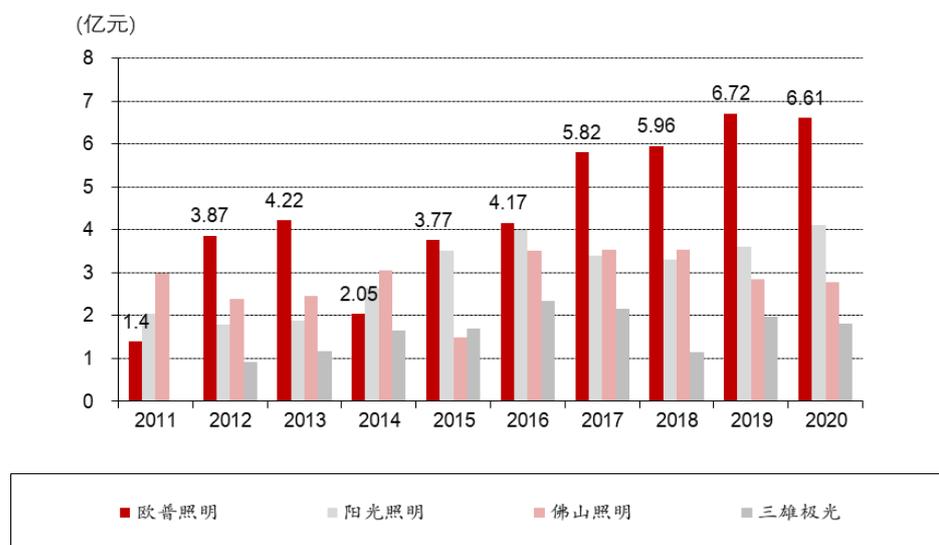
欧普照明在 2014 年前后通过积极拥抱 LED 照明转型，在 LED 照明上攫取更高市场份额，营收、利润均迎来高增长，奠定目前国内通用照明龙头地位。目前欧普照明在同行业中盈利能力领先，2020FY 毛利率 37.74%、净利率 10.04%。在衡量收益质量方面，欧普照明的所得税/净利润的比例在 2011 年为 24%，上市后平均税率 14% 的水平。

图表 27. 同行业公司营收



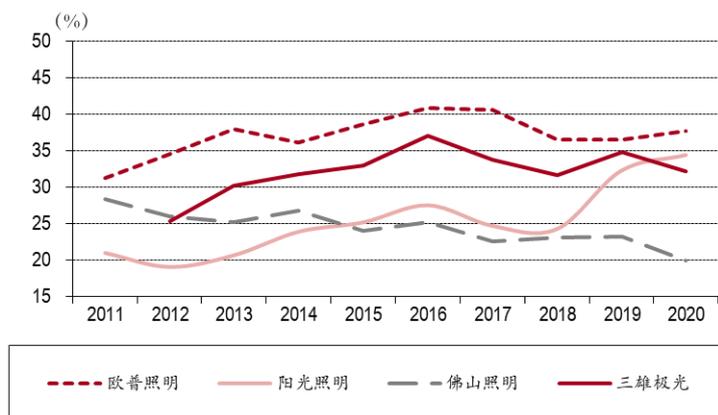
资料来源: 万得, 中银证券

图表 28. 同行业公司利润



资料来源: 万得, 中银证券

图表 29. 同行业公司毛利率水平



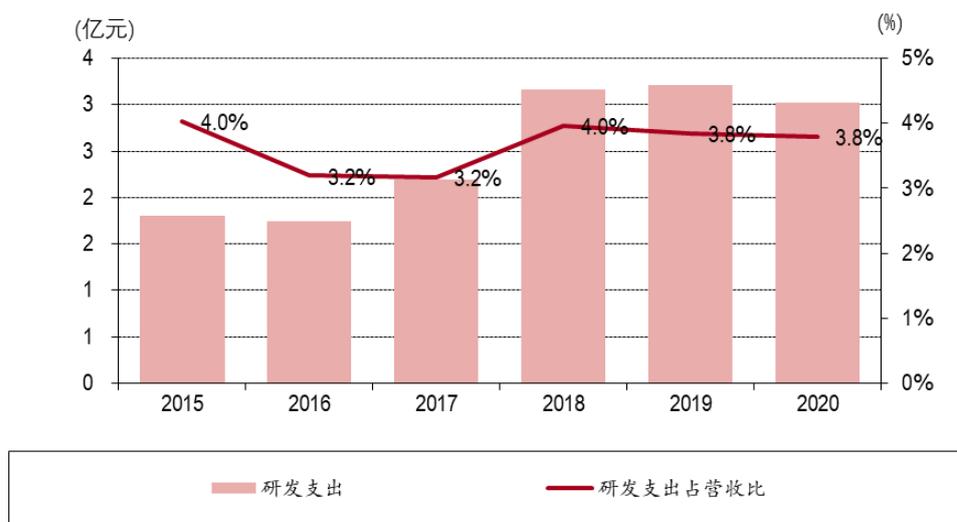
资料来源: 万得, 中银证券

2. 公司研发投入高，发力智能照明

公司在 2018FY/2019FY/2020FY 的研发费用为 3.17/3.21/3.02 亿元，研发费用率为 3.79%，显示公司在研发上的高投入。据 2020 年报显示，公司的研发主要在数字电源创新技术、多样化智能照明解决方案、道路照明智能控制三方面发力，公司的研发支出超出同行业公司，2020FY 研发费用达 3.02 亿，占全年营收 3.79%。

另外公司达到 1660 件专利总数，同行业可比公司如阳光照明 1115 件，佛山照明 70 件，三雄极光 63 件。

图表 30. 公司研发支出



资料来源：万得，中银证券

盈利预测与估值

1. 关键假设

- (1) 行业集中度提升。欧普照明作为行业龙头，在品牌市场份额上有望在 2021 年迎来深蹲跳，随着近年来通用照明领域中加速的收并购，在疫情后得到加速出清。
- (2) 家装灯具方面，需求来自两方面，其一为房地产后周期，随着竣工交付的提升，未来家装领域有望收益；其二为过往产品的自我更新需求，这部分需求随着我国人均可支配收入的增长，目前已对家装灯具方面的价格敏感性逐渐钝化，未来在欧普品牌知名度提升的过程自我更新需求有望得到释放。给予 2021/2022/2023 年 10%/10%/10% 的增速。
- (3) 光源产品方面，公司采取 OEM 代工来提高自有产线的周转，主要来自自我更新需求，给予 2021/2022/2023 年分别 12%、11%、10% 的增速。
- (4) 商业照明方面，公司着力发展商业照明业务，同时从传统的“卖灯”转变为“照明系统综合解决方案服务商”，对此类业务给予较高增速预测，2021/2022/2023 年分别 15%、16%、17%。
- (5) 照明控制及其他产品，从可比公司公牛集团的年报披露中可以看到此类业务的高毛利率，同时欧普照明正借助其强大销售平台和 To B 业务拓展此类产品，对此类业务给予较高增速，2021/2022/2023 年分别 16%、16%、16%。
- (6) 综合考虑近段时间上游原材料的上涨，以及公司过往各产品条线的历史数据，对公司未来三年各产品线的毛利率预测及分品类总收入预测如下图。

图表 31. 各产品条线毛利率预测

分品类	2020E	2021E	2022E	2023E
家装灯具	41.0%	39.0%	39.0%	40.0%
光源	30.0%	29.0%	29.0%	30.0%
商业照明	32.0%	31.0%	31.5%	32.0%
照明控制及其他	45.5%	44.0%	44.0%	44.5%

资料来源：根据过往毛利率水平推测，中银证券测算

图表 32. 各产品条线未来三年收入预测

	2020E	2021E	2022E	2023E
家装灯具	26.70	29.37	32.31	35.54
YOY	-	10%	10%	10%
光源	11.56	12.94	14.37	15.80
YOY	-	12%	11%	10%
商业照明	23.11	26.58	30.83	36.07
YOY	-	15%	16%	17%
照明控制及其他	18.33	21.26	24.67	28.61
YOY	-	16%	16%	16%
总收入	79.70	90.16	102.17	116.03
YOY	-	13.12%	13.33%	13.56%

资料来源：中银证券

2. 估值分析

(1) 绝对估值

我们根据 FCFE 估值法测算公司目标价。设定 2021~2024 年为预测期，2025~2032 年为过渡期的半显性预测，给予过渡期 4% 的收入增速预期。永续增长率假设为 2%。FCFE 估值法测算得到目标市值 303 亿元。

图表 33. FCFE 估值法核心数据 (2021 年 7 月 29 日)

权益FCFE估值			主要假设	
显性预测	5,426.2	17.9%	无风险利率	3.50%
半显性预测	11,600.1	38.2%	风险溢价	8.00%
永续价值	13,318.2	43.9%	β 系数	0.91
权益价值	30,344.4	100.0%	Rm	11.50%
总股本	754.7		Ke	10.80%
每股权益价值	40.21		半显性期增长率	4.00%
股价	25.17		永续增长率	2.00%

资料来源：中银证券

(2) 相对估值

欧普照明同时具备照明电工行业公司特点和房地产后周期行业特点。除了同为照明电工板块里的公牛集团、阳光照明、佛山照明、三雄极光、得邦照明，还选择了同时具备家装渠道和零售渠道、同处于地产后周期的三家相关公司：老板电器、索菲亚、欧派家具。

图表 34. 相对估值 (2021 年 7 月 29 日)

代码	证券简称	总市值	市盈率PE			市净率PB (M RQ)	企业价值	企业价值/EBITDA (倍)
			TTM	21E	22E			
603515.SH	欧普照明	189.96	20.17	19.30	16.50	3.52	192.91	16.24
	中位值	-	20.64	19.14	16.59	3.17	-	15.35
603195.SH	公牛集团	1119.28	40.70	38.70	33.01	11.41	1130.28	36.72
603833.SH	欧派家居	820.71	34.08	32.08	26.92	6.77	856.69	27.21
002508.SZ	老板电器	364.71	20.55	18.97	16.69	4.34	364.77	16.98
002572.SZ	索菲亚	176.36	13.29	12.50	10.64	2.82	193.47	8.77
603515.SH	欧普照明	189.96	20.17	19.30	16.50	3.52	192.91	16.24
000541.SZ	佛山照明	71.20	24.88	-	-	1.44	71.20	14.46
603303.SH	得邦照明	75.83	20.72	15.69	13.09	2.54	75.91	14.35
600261.SH	阳光照明	52.13	8.96	-	-	1.27	54.87	4.62

资料来源：万得，中银证券

3. 盈利预测及评级

结合以上假设，公司 2021/2022/2023 年收入增速预测 13.12%/13.33%/13.56%。预计公司 2021~2023 年营收分别为 90/102/116 亿元，净利润为 9.0/10.6/12.6 亿元，对应 EPS 1.2/1.4/1.7 元/股，当前股价对应 2021E~2023E 市盈率 21/18/15 倍。考虑到欧普照明作为行业龙头公司，在 2020 财年盈利能力逐季改善，且通用照明行业持续出清的情况下，迎来发展良机，首次覆盖，给予买入评级。

风险提示

1. 南京疫情扩散超过预期，或将社区感染，导致工厂停工；海外疫情二次冲击或将影响家电出口。
2. 原材料价格上涨风险，无法通过提高价格有效传导至下游，或将影响毛利率预测。
3. 地产竣工不及预期，或将影响家居类渠道销售，导致销售收入不及预期。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入	8,355	7,970	9,015	10,217	11,602
销售成本	(5,337)	(5,004)	(5,779)	(6,534)	(7,336)
经营费用	(1,965)	(2,013)	(2,312)	(2,610)	(2,976)
息税折旧前利润	1,052	953	924	1,073	1,291
折旧及摊销	(193)	(179)	(150)	(126)	(128)
经营利润(息税前利润)	859	774	774	947	1,162
净利息收入/(费用)	(3)	(30)	40	76	111
其他收益/(损失)	283	200	260	266	266
税前利润	1,038	940	1,058	1,248	1,477
所得税	(148)	(140)	(158)	(186)	(220)
少数股东权益	0	(0)	0	0	0
净利润	890	800	900	1,061	1,257
核心净利润	893	803	900	1,061	1,257
每股收益(人民币)	1.180	1.060	1.193	1.407	1.665
核心每股收益(人民币)	1.183	1.064	1.193	1.407	1.665
每股股息(人民币)	0.496	0.495	0.525	0.619	0.733
收入增长(%)	4	(5)	13	13	14
息税前利润增长(%)	26	(10)	(0)	22	23
息税折旧前利润增长(%)	30	(9)	(3)	16	20
每股收益增长(%)	(1)	(10)	13	18	18
核心每股收益增长(%)	(1)	(10)	12	18	18

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	298	289	1,287	2,739	3,419
应收帐款	476	438	596	576	755
库存	799	788	1,026	1,025	1,277
其他流动资产	22	22	19	29	28
流动资产总计	6,277	6,606	8,039	9,532	10,652
固定资产	1,058	917	858	794	725
无形资产	125	342	334	325	316
其他长期资产	603	660	605	361	396
长期资产总计	1,787	1,920	1,797	1,480	1,437
总资产	8,107	8,560	9,809	10,946	11,988
应付帐款	1,328	1,345	1,846	2,416	2,369
短期债务	260	309	0	0	0
其他流动负债	1,476	1,624	2,015	1,990	2,376
流动负债总计	3,064	3,278	3,860	4,406	4,745
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	27	32	23	27	27
股本	756	755	755	755	755
储备	4,253	4,657	5,161	5,755	6,459
股东权益	5,016	5,249	5,916	6,510	7,214
少数股东权益	1	3	3	3	3
总负债及权益	8,107	8,560	9,809	10,946	11,988
每股帐面价值(人民币)	6.65	6.96	7.84	8.63	9.56
每股有形资产(人民币)	6.48	6.50	7.40	8.20	9.14
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.05)	0.03	(1.70)	(3.63)	(4.53)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税前利润	1,038	940	1,058	1,248	1,477
折旧与摊销	193	179	150	126	128
净利息费用	7	34	(24)	(35)	(49)
运营资本变动	119	87	582	424	15
税金	(147)	(140)	(158)	(186)	(220)
其他经营现金流	(97)	(69)	(188)	244	(297)
经营活动产生的现金流	1,113	1,031	1,420	1,821	1,054
购买固定资产净值	(10)	77	50	50	50
投资减少/增加	153	91	179	179	179
其他投资现金流	(1,223)	(646)	(141)	(150)	(100)
投资活动产生的现金流	(1,080)	(479)	88	79	129
净增权益	(374)	(374)	(396)	(467)	(553)
净增债务	72	45	(309)	(8)	0
支付股息	374	374	396	467	553
其他融资现金流	(306)	(605)	(203)	(439)	(504)
融资活动产生的现金流	(234)	(560)	(511)	(447)	(504)
现金变动	(200)	(8)	997	1,453	679
期初现金	494	298	289	1,287	2,739
公司自由现金流	34	552	1,509	1,900	1,183
权益自由现金流	113	630	1,176	1,857	1,134

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	12.6	12.0	10.2	10.5	11.1
息税前利润率(%)	10.3	9.7	8.6	9.3	10.0
税前利润率(%)	12.4	11.8	11.7	12.2	12.7
净利率(%)	10.7	10.0	10.0	10.4	10.8
流动性					
流动比率(倍)	2.0	2.0	2.1	2.2	2.2
利息覆盖率(倍)	144.3	36.5	159.2	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	0.4	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.8	1.8	1.8	1.9	2.0
估值					
市盈率(倍)	21.7	24.1	21.4	18.2	15.4
核心业务市盈率(倍)	21.6	24.0	21.4	18.2	15.4
市净率(倍)	3.8	3.7	3.3	3.0	2.7
价格/现金流(倍)	17.3	18.7	13.6	10.6	18.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	18.3	20.3	19.5	15.4	12.3
周转率					
存货周转天数	57.7	57.9	57.3	57.3	57.3
应收帐款周转天数	23.8	20.9	20.9	20.9	20.9
应付帐款周转天数	58.9	61.2	64.6	76.1	75.3
回报率					
股息支付率(%)	42.0	46.7	44.0	44.0	44.0
净资产收益率(%)	19.0	15.6	16.1	17.1	18.3
资产收益率(%)	9.5	7.9	7.2	7.8	8.6
已运用资本收益率(%)	4.5	3.7	3.9	4.3	4.6

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371