



中国最大照明品牌龙头

投资评级：买入

投资要点：

最大中国照明品牌供货商：雷士照明控股有限公司 (2222. HK) 是一家中国领先的照明产品供货商，专注于设计、开发、生产、推广和销售各种各样的照明产品，根据中国照明电器协会的统计，按 2009 年收入计，雷士照明是中国最大的照明品牌供货商。

产品受益于节能政策强力推进：公司的节能产品占总产品的比例较大，当前大约在 60%。随着国内白炽灯淘汰路线图的公布，我们认为在被政策之手强力清空的照明市场环境中，已经得到广泛应用的节能灯和萌芽阶段的 LED 灯都将获得巨大的发展机遇。雷士照明作为节能灯领域的龙头企业，未来数年必将受益于国内外的白炽灯淘汰政策推进进程。

LED 新品点亮未来：雷士照明在 LED 照明领域厚积薄发。2011 年 3 月份雷士 LED 新品的高调亮相，标志着公司决定全面进军 LED 照明的决心。我们认为，雷士的 LED 照明业务完全有望成为公司未来新的利润增长点。公司预测至 2015 年，公司的 LED 产品收入将从现在的 2% 增长至总收入的 50%。

品牌推广，渠道为王：雷士照明在企业发展历史上，牢牢把握住了品牌和渠道建设。公司非常注重品牌的推广和建设，成功提升在社会各个领域的知名度。照明市场上的雷士总是先人一步，树立照明市场第一品牌的良好形象。销售渠道上，雷士照明国内通过 36 家营运中心、2800 多家专卖店，牢牢的把渠道控制在自己的手中。雷士的渠道优势，其实质是专卖店、运营中心、隐形渠道、返利政策的有机统一。

投资建议：预测雷士照明 2011-2013 期间的 EPS 分别为 0.21、0.28、0.42 港元。参考行业平均估值等多方面因素，我们给予其未来 12 个月内 3.90 港元的目标价。目标价约相当于 2011-2013 年 PE 为 19、14、9.2 倍，PEG 为 0.45、0.33 和 0.22（对应公司 2011-2013 净利润 42.26% 的年均复合增长率）。目标价较现价 3.20 港元约有 22% 的上升空间，故我们首次给予其“买入”投资评级。

盈利摘要

至12月31日 (RMB)	FY2009A	FY2010A	FY2011E	FY2012E	FY2013E
营业额(百万美元)	305,770	471,725	596,388	814,201	1,053,619
增长 (%)	19.2%	54.3%	26.4%	36.5%	29.4%
母公司权益持有人利润(千美元)	12,971	71,338	83,566	112,963	171,293
每股盈利(美分)	0.59	2.69	2.65	3.58	5.42
增长 (%)	-43.5%	358.8%	-1.5%	35.2%	51.6%
基于3.20港元股价的市盈率(倍)	70.4	15.3	15.6	11.5	7.6
每股股息(美分)	0.00	0.39	0.40	0.54	0.81
股息率	0.00%	14.35%	15.00%	15.00%	15.00%

资料来源：公司资料，越秀证券预测

首次报告： 2012-02-02

目标价： HKD 3.90

现价： HKD 3.20

预期升幅： +22.3%

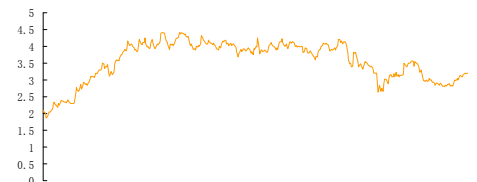
股本数据

股本(亿股)	31.58
市值(亿港元)	100.74
52 周高/低 (HKD)	4.53/2.51
每股净值(美元)	0.17
所属行业：	制造业

普通股主要股东

SB Asia Investment	21.75%
Fund II L.P.	
NVC Inc.	18.42%
世纪集团有限公司	10.64%
GS Direct, L.L.C.	6.65%

2010-5-19 上市以来行情图



资料来源：Bloomberg

相关报告

首次报告

越秀证券研究部

分析员：郭彪

中央编号：AXK321

电话：(86) 755-88319668-686

电邮：david.guo@yxsh.hk

目 录

最大国内照明品牌供货商	4
公司发展历程	5
公司的股权结构	5
公司主营业务财务分析	6
节能产品受益于政策推进	7
光源行业知识	7
政策推进—国际白炽灯淘汰路线	8
中国淘汰白炽灯路线图	8
雷士照明，节能先行	9
LED 新品点亮未来	10
LED 产业链和 LED 照明.....	10
全面进军 LED 照明领域，形成新的利润增长极	11
品牌推广，渠道为王	12
先人一步，树立照明市场第一品牌形象	12
引领市场销售新模式，掌控销售渠道	13
显性渠道扩张——迅猛有力.....	13
隐形渠道投入——润物无声.....	14
雷士照明的渠道优势仍具有旺盛生命力.....	15
渠道模式向国外复制.....	15
与施耐德成结为紧密合作伙伴	16
生产原材料价格未来趋稳	17
稳健的财务状况	17
盈利预测与估值	18
销售收入预测	18
经营费用及利润预测	19
目标价	19
风险因素	20

图表目录

图表 1 公司产品三大分部板块	4
图表 2 公司部分产品图例	4
图表 3 上海世博会虹桥交通枢纽	4
图表 4 北京奥运工程之国家会议中心	4
图表 5 雷士照明的发展历程	5
图表 6 雷士照明发展过程的里程碑事件	5
图表 7 公司主要股权结构	5
图表 8 主营收入和主营利润	6
图表 9 历年主要财务比率数据	6
图表 10 各分部业务的收入	6
图表 11 各分部业务毛利率走势图	6
图表 12 电光源的分类	7
图表 13 各种电光源的比较	7
图表 14 世界各国和地区白炽灯淘汰时间表	8
图表 15 中国白炽灯淘汰时间表	8
图表 16 节能产品和非节能产品对比收入	9
图表 17 我国照明市场节能灯的渗透率进程	9
图表 18 LED 产业链	10
图表 19 中国半导体照明市场规模	11
图表 20 雷士照明近期的重大品牌推广活动	12
图表 21 雷士照明专卖店	13
图表 22 强大而广泛的分销网络	13
图表 23 雷士照明渠道分销模式	13
图表 24 雷士专卖门店数量	13
图表 25 雷士照明与格力电器的渠道模式对比	14
图表 26 雷士照明品牌和 ODM 销售收入	16
图表 27 雷士照明的国内和国外销售收入	16
图表 28 公司销售成本构成走势图	17
图表 29 三基色荧光粉稀土原材料价格走势	17
图表 30 公司的财务状况	17
图表 31 收入预测明细表	18
图表 32 利润预测	19
图表 33 同类公司估值比较	20

公司概况

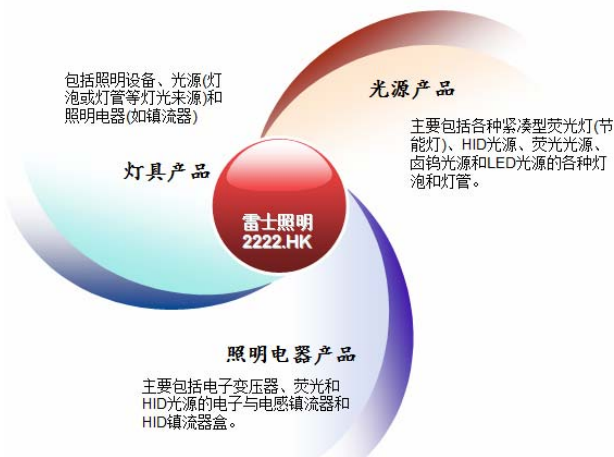
最大国内照明品牌供货商

雷士照明控股有限公司 (2222.HK) 是一家中国领先的照明产品供货商, 专注于设计、开发、生产、推广和销售各种各样的照明产品, 其中以节能产品最受重视, 主要类别包括: 灯具产品、光源产品及照明电器产品等。根据中国照明电器协会的统计, 按 2009 年收入计, 雷士照明是中国最大的照明品牌供货商, 并在中国所有照明品牌供货商中排名第二。

中国最大照明品牌供货商

公司拥有广东惠州、重庆万州、浙江江山(两个工厂)和上海青浦等五大生产基地, 另外还在在福建漳浦县有个节能灯管生产基地; 公司拥有两个研发中心, 一个位于广东省惠州(专注于灯具产品的新产品设计研发), 另一个位于上海(专注于光源产品的节能技术研发和照明电器的研发); 全国 36 家运营中心和 2800 多家品牌专卖店组成完善的客户服务网络。在全球, 雷士在 40 多个国家和地区设立了经营机构, 展开国际化营销战略。

图表1 公司产品三大分部板块



资料来源: 公司资料, 越秀证券

图表2 公司部分产品图例



资料来源: 公司资料, 越秀证券

雷士照明产品广泛应于各项重大工程

作为一家专业的照明企业, 雷士的照明产品及应用解决方案被众多著名工程和知名品牌所选择, 包括 2008 年北京奥运会、上海世博会、天津地铁、武广高速铁路、上海虹桥交通枢纽等著名工程, 希尔顿、喜来登、洲际等星级酒店, 宾利、宝马、丰田等汽车品牌, 美特斯·邦威、劲霸、鄂尔多斯等服装品牌, 并成为广州 2010 年亚运会灯光照明产品供应商。

图表3 上海世博会虹桥交通枢纽



资料来源: 公司资料, 越秀证券

图表4 北京奥运工程之国家会议中心



资料来源: 公司资料, 越秀证券

公司发展历程

图表5 雷士照明的发展历程

1998.11	雷士注册成立，提出“创世纪品牌，争行业第一”的经营目标。
2000.07	雷士第一家品牌专卖店开业，开创了国内照明行业品牌专卖模式。
2005.04	雷士在全国成立 35 个运营中心，掀起了雷士渠道变革的序幕。
2007.03	雷士重庆万州生产基地竣工投产。
2007.05	雷士在英国成立一家合资企业 UK NVC，在欧洲销售和推广雷士的产品。
2007.10	雷士在马来西亚吉隆坡开设首家海外旗舰店。
2008.07	雷士上海研发中心成立。
2008.08	雷士全资收购世通及其全资子公司（包括三友、江山菲普斯及漳浦菲普斯）。
2009.02	雷士收购了专业生产照明电子的上海阿卡得。
2010.05	雷士照明在香港主板成功上市，股份代号：02222。
2011.03	雷士照明与国际 LED 芯片巨头——科锐签订战略合作，全面推动半导体照明产业的发展与变革。
2011.07	雷士照明引进施耐德电气为策略股东，并展开广泛的市场合作。

资料来源：公司资料，越秀证券

公司的股权结构

1998 年 12 月 13 日，惠州雷士照明有限公司成立，主要生产照明产品。公司分别于 2006 年和 2008 年向海外机构投资者（赛富 SB 和 GS）发行优先股的方式进行融资。按照上市前相关协议规定，2010 年 5 月 20 日公司在香港联交所主板上市时，所有已发行的系列优先股均转换为普通股。

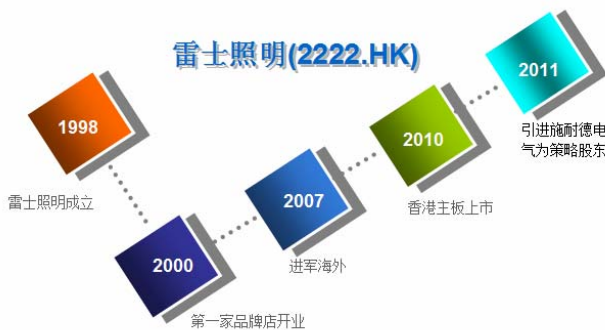
公司的股权结构

公司的最新股权结构如图 5 所示，公司股权结构较为均衡，无绝对控股股东。创投基金赛富投资目前仍旧是公司第一大股东，公司董事长兼行政总裁吴长江先生通过持有 NVC Inc 持有公司 18.42% 的股份。

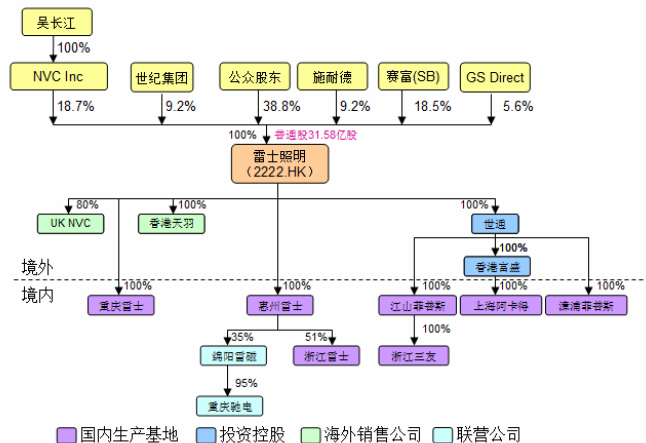
注 1：赛富(SB Asia Investment Fund II)：思科投资该基金 2.5 亿美元，软银投资该基金 5000 万美元。

注 2：GS：(The Goldman Sachs Group Inc.)：高盛旗下股权投资基金。

图表6 雷士照明发展过程的里程碑事件



图表7 公司主要股权结构



资料来源：公司资料，越秀证券

资料来源：公司资料，越秀证券

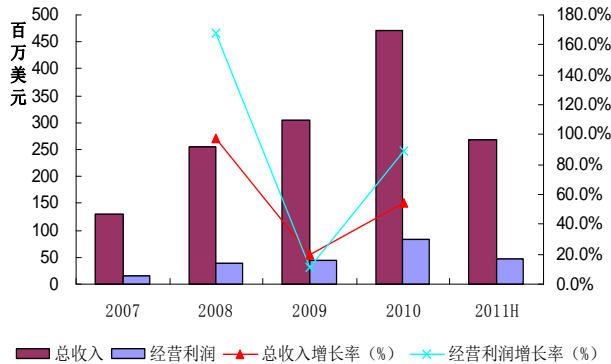
公司主营业务财务分析

营收和净利润

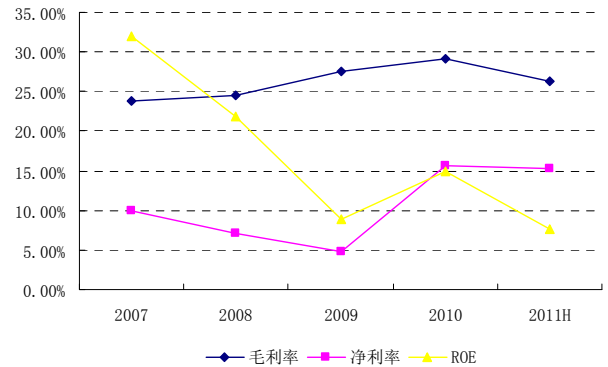
近几年雷士照明的营业收入和经营利润均保持高速增长，2007-2010年，公司营业收入复合增速为54%，主营利润复合增速高达78%。最新公布2011上半年业绩，营收2.67亿美元、销售毛利7031万美元，同比分别增长30.9%及27.0%；纯利3958万美元，同比增长52.6%。

受益于规模经济效应和生产效率的提高，公司产品整体毛利率保持稳定上升趋势，而净利率和ROE在2010年公司上市后均有所改善。

图表8 主营收入和主营利润



图表9 历年主要财务比率数据



资料来源：公司资料，越秀证券

资料来源：公司资料，越秀证券

基于公司产品和服务类型，公司的产品主要可分为三个业务分部：

(1)光源产品分部：生产用于紧凑型荧光光源、高强度放电（HID）光源、荧光光源、卤钨光源和发光二极管（LED）光源的一系列灯泡和灯管；

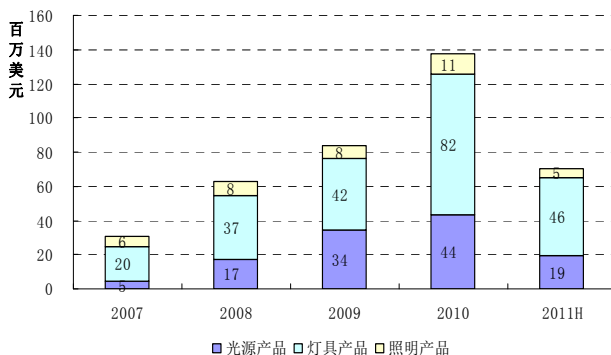
(2)灯具产品分部：生产一整套照明器材，每套包括灯具外壳、光源、用作光源定向配光和保护灯体和照明电器；

(3)照明电器分部：生产电子变压器、用于荧光和HID光源的电子与电感镇流器和HID镇流器盒。

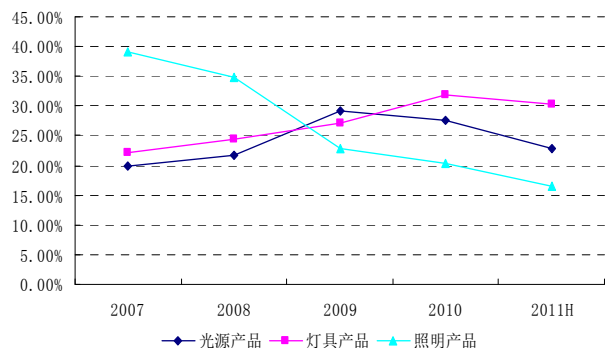
三个业务分部的收入构成和毛利率走势如下图所示：

公司产品板块分部

图表10 各分部业务的收入



图表11 各分部业务毛利率走势图



资料来源：公司资料，越秀证券

资料来源：公司资料，越秀证券

各板块毛利率分析

三个板块中灯具产品始终是占比最大的业务分部，而且其毛利率还随着规模优势而不断提高；光源产品是公司第二大业务分部，受主要原材料荧光粉价格上涨影响，在2010年和2011年上半年，毛利率呈现下降走势；照明电器部分占营收比例最小，而且其市场竞争激烈，毛利率一直呈现下降趋势。

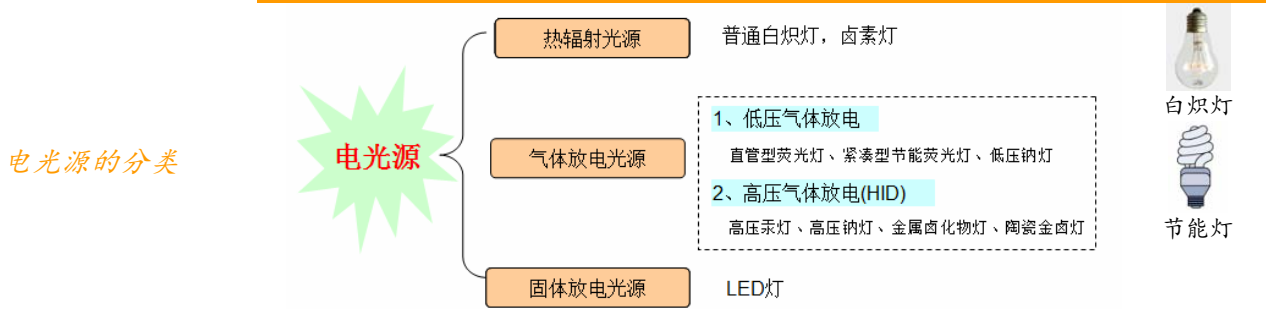
节能产品受益于政策推进

光源行业知识

电光源

电光源包括热辐射光源、气体放电光源和固体放电光源三类光源。

图表12 电光源的分类



资料来源：公司资料，越秀证券

白炽灯

(1) 热辐射光源-白炽灯

电流通过钨丝将其加热至白炽状态而发光。爱迪生发明灯泡时是炭丝灯泡，玻璃壳内是真空。

现代白炽灯泡是钨丝灯泡，大部分玻璃壳内充入惰性气体。

卤钨灯是白炽灯的最新发展，灯泡内加入卤素元素，寿命更长，效率更高。

气体放电灯

(2) 气体放电灯

灯丝导电加热，阴极发射出电子，与灯管内充装的惰性气体碰撞而电离，汞液化为汞蒸气，在电子撞击和两端电场作用下，汞离子大量电离，正负离子运动形成气体放电，即弧光放电，同时释放出能量并产生紫外线（波长253.7nm），玻璃管内壁上的荧光粉吸收紫外线的能量后，被激发而放出可见光。气体放电灯泡的效率远比白炽灯泡高，工作时需要镇流器。

低压气体放电灯常用种类有直管型荧光灯、紧凑型节能荧光灯、低压钠灯。高压气体放电灯(HID)常用种类有高压汞灯、高压钠灯、金属卤化物灯。

LED

(3) 固体光源-LED

LED (Light Emitting Diode)，发光二极管，是一种固态的半导体器件。LED芯片由两部分组成，一部分是P型半导体，另一端是N型半导体，两者之间形成一个“P-N结”。当电流通过导线作用于这个晶片的时候，电子就会被推向P区，在P区里电子跟空穴复合，然后就会以光子的形式发出能量，这就是LED发光的原理。

图表13 各种电光源的比较

各种电光源的比较

指标	白炽灯	气体放电灯	LED 灯
能量转换效率	<10%	25%-30%	20-40%
发光效率 (lm/w)	8-24	60-150	70-160
寿命 (小时)	1000	10,000-20,000	50,000-100,000
性能特点	显色性好	显色性差	显色性好
	发光效率低	发光效率高	发光效率高
	频闪严重	频闪严重	无频闪
	-	含汞污染环境	环保无污染
	易碎不坚固	易碎不坚固	牢固耐冲击
	起动快	起动慢	起动极快

资料来源：中国照明协会，越秀证券

政策推进—国际白炽灯淘汰路线

白炽灯淘汰

19世纪以前，人们一般用蜡烛、煤油灯等来照明。19世纪后半叶，人们开始试制用电流加热真空中灯丝的白炽电灯泡。1879年，美国的T. A. 爱迪生制成了白炽灯碳化纤维（即碳丝）白炽灯，率先将电光源送入家庭。1907年，A. 贾斯脱发明拉制钨丝，制成钨丝白炽灯。

白炽灯的广泛使用推进人类进入“光明”时代，为人类文明进化史上做出了巨大贡献。但是大部分白炽灯会把消耗能量中的90%转化成无用的热能，只少于10%的能量会成为光。钨丝白炽灯使用寿命一般在1000个小时左右。

能耗大、寿命低是白炽灯的巨大缺陷，在全球大力推动节能减排、积极应对气候变化的形势下，白炽灯走到了历史的尽头，很多国家纷纷出台淘汰白炽灯路线图，加快淘汰低效照明产品。

大多数国家的起始时间主要集中在2010-2012年。重点在于淘汰普通照明用白炽灯，特殊用途白炽灯并不在淘汰范围之内。一般采取分阶段淘汰方式，从大功率白炽灯逐步向小功率白炽灯延伸，从低光效白炽灯向高光效白炽灯延伸。

图表14 世界各国和地区白炽灯淘汰时间表

澳大利亚	2009年停止生产，最晚在2010年逐步禁止使用传统的白炽灯。澳大利亚是世界上第一个计划全面禁止使用传统白炽灯的国家。
加拿大	加拿大定于2012年开始禁止销售白炽灯。加拿大是继澳洲后第二个宣布将禁用白炽灯的国家。
台湾	台湾规划2010年开始执行白炽灯禁产政策，2012年全面禁产。
日本	日本政府宣布截至2012年，日本将全面禁止使用白炽灯。
美国	美国2007能源独立和安全法案规定：从2012年1月到2014年1月间，美国要逐步淘汰40W、60W、75W及100W白炽灯泡，以节能灯泡取代替换。
欧盟	欧盟将于2009年9月起禁止销售100瓦传统灯泡，2012起禁用所有瓦数的传统灯泡。
韩国	2013年底前禁止使用白炽灯。

资料来源：公司资料，越秀证券

中国淘汰白炽灯路线图

中国白炽灯淘汰路线图

2011年11月1日，国家发展改革委、商务部、海关总署、国家工商总局、国家质检总局联合印发《关于逐步禁止进口和销售普通照明白炽灯的公告》，决定从2012年10月1日起，按功率大小分阶段逐步禁止进口和销售普通照明白炽灯。

图表15 中国白炽灯淘汰时间表

步骤	实施期限	目标产品	额定功率	实施范围与方式
1	2011-10-01至2012-09-30	过渡期为1年		
2	2012-10-01起	普通照明用白炽灯	≥100 W	禁止进口与国内销售
3	2014-10-01起	普通照明用白炽灯	≥60 W	禁止进口与国内销售
		依据能效标准，禁止生产、销售和进口光效低于能效限定值的低效卤钨灯		
5	2016-10-01起	普通照明用白炽灯	≥15W	禁止进口与国内销售

资料来源：公司资料，越秀证券

按照公布的逐步淘汰白炽灯路线图，2011到2012年“十一”前为过渡期，共1年时间，今年年10月1日起，禁止销售和进口≥100瓦的普通白炽灯；2014

年10月1日起，禁止销售和进口 ≥ 60 瓦的白炽灯。并发布卤钨灯能效标准，禁止生产、进口与销售低于能效限定值的卤钨灯。2016年10月1日起，禁止销售和进口 ≥ 15 瓦的白炽灯。

中国是白炽灯的生产 and 消费大国，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，中国照明用电约占全社会用电量的12%左右。如果把在用的白炽灯全部替换为节能灯，年可节电480亿千瓦时，相当于减少二氧化碳排放4800万吨，节能减排潜力巨大。淘汰白炽灯路线图推出标志着我国的照明行业在政策促进下加速迈入“节能时代”。

雷士照明，节能先行

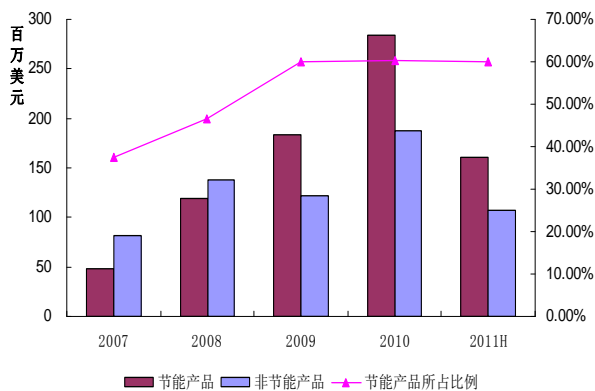
按照寿命及能效标准，不同国家和地区一般采用不同的标准来认定照明产品的节能标志。中国电器照明协会将中国的节能产品定义为包括紧凑型荧光光源、荧光光源及支撑夹具、LED灯、HID灯及电子镇流器产品。

节能产品

按照中国电器照明协会的标准，公司的如下产品可归入节能产品系列：CFL灯管，T4/T5 支架，紧凑型荧光光源(CFL)，电子镇流器，HID光源，LED产品，HID路灯头。公司的节能产品占总产品的比例较大，当前保持在60%。

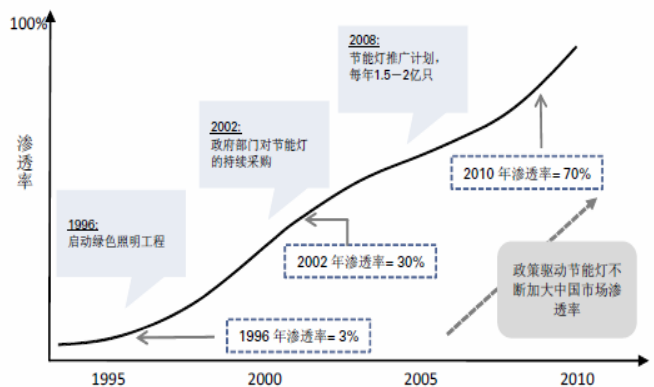
公司的节能产品和非节能产品占比如图所示：

图表16 节能产品和非节能产品对比收入



资料来源：公司资料，越秀证券

图表17 我国照明市场节能灯的渗透率进程



资料来源：公司资料，越秀证券

2010年，中国节能灯总产量约42.6亿只，约占全球总产量的80%；其中，年产量5000万只以上规模企业约20家，占全行业总产量的82.2%。雷士照明节能灯产量超过4亿只。据测算，到2015年，国内节能灯市场规模将达到5000亿元以上，年复合增速将达到38%。

我国自1996年起实施中国绿色照明工程。2008年，发展改革委和财政部补贴推广高效照明产品，对大宗用户和城乡居民购买节能灯分别给予30%和50%的补贴。当前我国节能灯受政策推进而渗透率不断增加，2010年我国节能灯已经广泛使用，渗透率达70%。而白炽灯淘汰路线图的公布等于是为白炽灯下了最后通牒，为节能灯的完全推广提供了最强大的政策支持。

我们认为在被政策之手强力清空的照明市场环境中，已经得到广泛应用的节能灯和萌芽阶段的LED灯都将获得巨大的发展机遇。雷士照明作为节能灯领域的龙头企业，中国最大的节能灯毛管制造商、最大的T4/T5节能灯支架制造商、领先的电子镇流器制造商，同时跻身中国节能灯十大品牌，未来数年必将受益于国内外的白炽灯淘汰政策推进。

LED 新品点亮未来

LED 产业链和 LED 照明

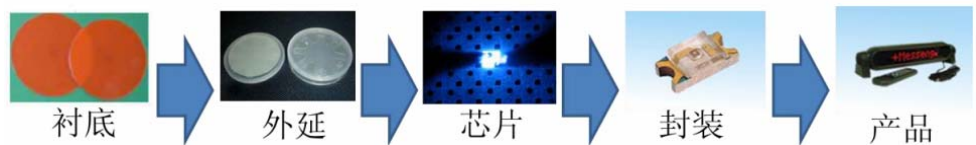
LED 照明

如前文所述，LED是一种将电能转化为可见光的固态半导体器件，故LED照明又称为半导体照明。LED是一种节能环保的光源，其能耗仅为白炽灯的10%，荧光灯的50%，能够显著降低电力消耗，减少二氧化碳排放。从上文三种光源对比看LED照明具有节能环保、寿命长、反应快、抗震性强、色彩纯度高优异性能，与传统的白炽灯、荧光灯等照明方式相比，LED照明的市场前景巨大。

LED 产业链

LED产业链包括上游的衬底、外延片和芯片，中游的封装，下游的照明、显示和背光源等应用。

图表18 LED产业链



资料来源：公司资料，越秀证券

(1) LED产业链上游主要是原材料，包括芯片、衬底和外延片等。上游厂商资金壁垒比较高，设备昂贵，需要大量资金投入。目前国内上游投资非常大，已经造成了供给过多，而下游的背光源需求受到全球电子消费疲软的影响，因此芯片价格下降的幅度比较大。

(2) 产业中游是芯片的封装。国内封装企业数量众多，有超过2,000家的封装企业，多数是中小企业，主要集中在长三角和珠三角地区。目前看来整个封装行业竞争程度也在不断加剧。

(3) 产业链的下游是应用。主要包括照明、显示屏和背光源。由于一项新技术在推广初期均面临价格高昂的特性，因此在发展初期大规模的普通照明还没有推广开来。照明行业的发展按照国家补贴，推动行业发展，然后再延伸向普通照明的逻辑前进。首先是在政府推动的工程照明、景观照明等大型项目中，得到良好的示范作用。随着价格不断下降，延伸到商业照明，最后是家用照明领域。

LED照明时代来临

LED 照明时代来临

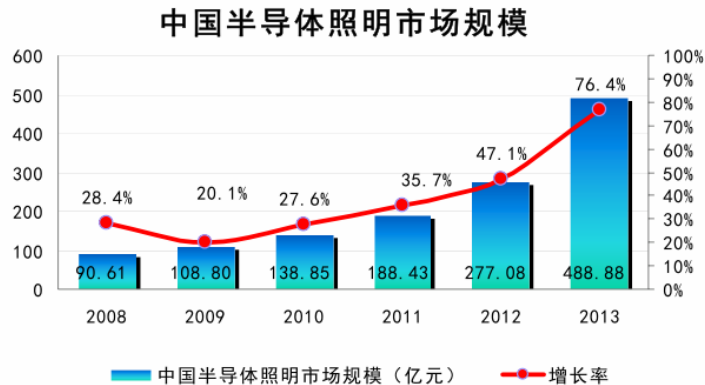
Philips预计在2010-2020年全球照明行业将以平均6%的速度增长。从光源上看，目前主要还是以白炽灯、荧光灯为主，半导体照明是新兴产业，将逐步实现对传统照明的替代，Philips 预计 LED 照明占通用照明领域的比例在2015年将达到 50%，2020年将达到 80%，LED照明产品将全面进入传统照明领域，成为全球主要的照明方式。

户外照明在政府的支持下是大功率照明最先启动的市场，尤其是路灯和隧道灯市场在政府示范工程的带动下将保持快速增长。室内照明是最大的潜在市场，目前才刚刚开始启动，主要应用在商场、仓储等商用照明领域，在2011年后随着半导体照明成本的进一步降低，家用照明领域将开始大规模增长，室内照明将是未来成长最快的市场。

据预测，中国半导体(LED)照明行业市场规模如下：

图表19 中国半导体照明市场规模

LED照明市场规模



资料来源：中国照明协会，越秀证券

全面进军 LED 照明领域，形成新的利润增长极

2011年，雷士公司在LED照明领域动作不断：

LED新品发布

(1) 2011年3月12日，雷士在惠州举行“2011年LED新品发布会”，隆重发布了6大系列LED上市新品，涵盖了LED光源、LED天花灯、筒灯系列、LED格栅射灯、LED路轨射灯、LED户外产品等领域，共100多个品种，300多款单品。

(2) 2011年3月30日，雷士照明与全球LED照明领域的行业领先者科锐公司在上海签署战略合作协议，进行强强联合，全面推动半导体照明产业的发展与变革。

与科锐合作

科锐成立于1987年，美国上市公司，为世界化合物半导体材料、外延、芯片、封装与LED照明解决方案为一体的著名制造商和行业领先者。科锐LED照明产品的优势体现在氮化镓(GaN)和碳化硅(SiC)等方面独一无二的材料技术与先进的白光技术，拥有1,100多项美国专利和2,800多项国际专利，使得科锐LED产品始终处于世界领先水平。

(3) 2011年5月11日，“广东省LED光源标准化技术委员会”在东莞召开了成立大会。雷士被纳入该委员会委员，共同参与广东省LED光源标准的制定。

实际上雷士在5年前就开始了LED产品的技术开发，并在上海光源电器研发中心成立了LED专项项目小组，但公司一直没有将LED产品作为重点产品，从产品结构也可以看出公司的LED产品占比很小。我们认为，雷士一直在耐心等待时机，厚积薄发。当前国内LED芯片产能大幅增加，芯片价格不断滑落，终端需求已经逐渐打开。公司继2010年入围国家“高效照明产品推广项目”后，2011年LED新品的高调亮相，标志着雷士照明决定全面进军LED照明的决心。

我们认为，雷士的LED照明业务完全有望成为公司未来新的利润增长点。从数据上看，2010年LED产品只占比总收入的2%，2011年占比5%。公司预测至2015年，公司的LED产品收入将增长至总收入的50%。

雷士照明董事长吴长江也表示，下一阶段雷士将通过行业内整合并购来满足市场的需求。目前公司正物色在LED领域拥有核心技术，以及一定的渠道或者是与雷士互补的特色产品的国内外公司，以此来丰富雷士LED产业链。

品牌推广，渠道为王

先人一步，树立照明市场第一品牌形象

品牌推广

照明行业经历产品竞争阶段、渠道竞争阶段和产业链竞争阶段后，已逐步向品牌竞争过渡。长期以来，中国照明市场的高端被国际品牌占据，国内品牌往往在中低端市场竞争，根源既有技术的差异，更有品牌价值的沉淀。随着照明行业竞争阶段的演进，不管是盘踞高端市场的飞利浦、GE、欧司朗等国际巨头，还是在中低端市场厮杀的佛山照明、浙江阳光等国内品牌，都在大力塑造企业和产品的品牌形象。

雷士照明已经先于同行一步树立了自身在照明市场的品牌形象。2000年，公司匠心独具开辟“品牌专卖”模式，第一家品牌专卖店落户沈阳，这是国内第一家开设照明品牌专卖店的照明企业。

公司非常注重品牌的推广和建设，成功提升在社会各个领域的知名度。公司提出“光环境专家”是公司品牌的核心理念。公司积极参与社区公益活动，包括参加“地球熄灯一小时”、参与“光明行暑期全国八省支教活动”等等。

2011年7月18日，雷士照明与亚奥理事会签订四年的合作协议，正式成为“亚奥理事会照明及服务合作伙伴”，并成功成为2013年天津东亚运动会照明及服务独家供应商。此举为雷士照明参与世界性的大型体育项目的照明产品和服务提供了大量的参与机遇，并提升了品牌在国际市场上的影响力。

图表20 雷士照明近期的重大品牌推广活动

2011.11	雷士照明获得“2011年十大照明品牌”
2011.9	雷士照明获选“2011消费者最喜爱的绿色商标”
2011.7	雷士照明签约成为“亚奥理事会照明及服务合作伙伴”
2011.5	雷士照明荣获“2010年度中国轻工业照明电器行业十强企业”第一名
2010.6	雷士照明以25.18亿元人民币的品牌价值入围“中国500最具价值品牌”，位列照明行业第一
2010.4	雷士照明在北京开设国内首家光环境体验馆
2009.12	雷士与广州亚组委签约，成为“广州2010年亚运会灯光照明产品供应商”
2009.11	雷士在北京孔庙与史诗电影《孔子》签订全球战略合作伙伴仪式
2009.6	雷士启动“光明行”公益工程
2008.3	“雷士”商标被认定为中国驰名商标

资料来源：公司资料，越秀证券

我们认为，雷士照明拥有的品牌知名度是公司的核心竞争力之一。当价格不再是消费者决定购买商品的唯一条件，人们总是希望买到货真价实的产品，良好口碑建立就显得愈发重要，这个良好的口碑就是品牌效应。我们同样认为，未来的照明行业竞争是品牌的竞争，犹如现今的纺织服装行业的竞争一样。

雷士正是沿着“品牌发展”之路成为了中国照明行业的领军企业。持续、有效的品牌推广不断积累和提高雷士的品牌价值，雷士品牌被社会各界广泛认知、认同和喜爱，在国际国内各大专业展会上，雷士的高端品牌形象，吸引了行业以及社会各界的目光。

引领市场销售新模式，掌控销售渠道

渠道为王

雷士照明在企业发展历史上，牢牢把握住了品牌和渠道建设，公司并没有沦为只从事生产加工制造的代工厂，也没有被市场渠道所挟持。公司在创造自有品牌的同时还掌控了市场的销售渠道。经验表明，一项优质产品从生产到销售到顾客手中，最重要的是渠道，有时渠道决定了企业的成败。

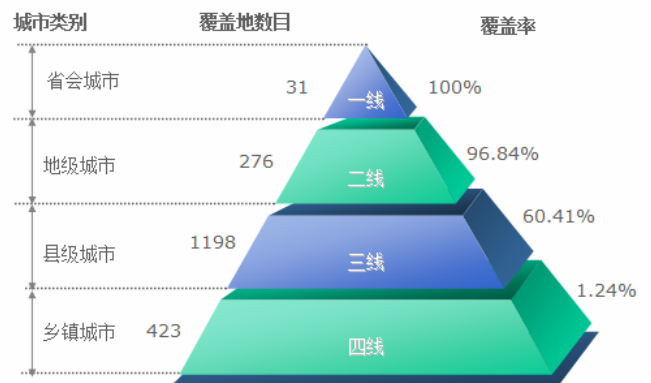
成立于1998年12月的雷士照明，1999年销售收入2700万元，2009年突破20亿元，10年销售增长超过74倍，年均复合增长近54%—雷士照明成长故事的背后，是源于成功的商业销售模式。

图表21 雷士照明专卖店



资料来源：Wind，越秀证券

图表22 强大而广泛的分销网络



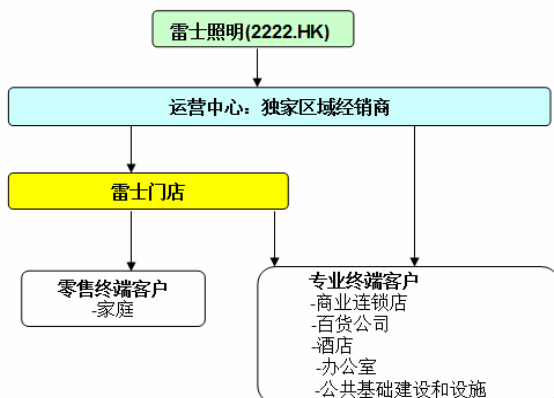
资料来源：CEIC，越秀证券

显性渠道扩张——迅猛有力

首创专卖店模式

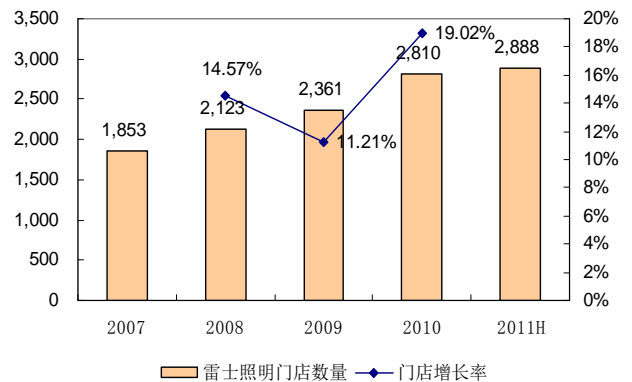
10年前，雷士照明抓住照明行业由产品竞争转向渠道竞争的契机，在照明行业首开先河，引入雷士照明专卖店模式，并以补贴3万元的方式吸引加盟商，快速铺开了销售渠道。雷士筛选出了优质经销商，以极低成本在全国各地建立起专有销售渠道，迅速在中高端照明市场建立了自己的竞争优势和品牌形象。雷士专卖店的数量也仿佛如滚雪球一样，从2000年的20多家，到2005年发展到800多家。

图表23 雷士照明渠道分销模式



资料来源：公司资料，越秀证券

图表24 雷士专卖门店数量



资料来源：公司资料，越秀证券

渠道升级运营中心

迅速增长的专卖店数量引发了管理的困难。针对市场失序状况，雷士照明于2005年又引入运营中心模式，再结合返利政策，公司不仅牢牢控制了渠道，又得以低成本快速扩张。现今公司在国内保持36个独家区域经销商运营，不断扩张销售网络。截至2011年6月30日公司有2,888家专卖店，专卖店覆盖城市达到1,928个（省会城市31个，覆盖率为100%；地级城市276个，覆盖率96.84%；县级市或县级城市1,198个，覆盖率60.41%；乡镇城市423个，覆盖率1.24%）。公司还在惠州、北京、上海及南京等地建立“光环境体验馆”。

如今雷士在全国各地设立了36个运营中心，其中相当一部分运营中心的销售业绩在亿元以上。正是在强势渠道的支撑下，2006年，因为“无法忍受名目繁多的费用和不平等条约”，雷士撤出了合作了三年的百安居等超级终端，其做法与和国美叫板的格力如出一辙。

通过进一步的分析，我们认为从专卖店模式到运营中心，雷士照明与格力电器在渠道模式上颇为相似，渠道都是自建，并且在返利政策和加盟形式上基本相同，而不同点则在于雷士照明与运营中心不存在股权关系，而格力电器的销售公司是由格力与主要的经销商股权合作的方式组建。

图表25 雷士照明与格力电器的渠道模式对比

公司	渠道形式	渠道架构	控股形式	返利政策	加盟形式
雷士照明 (2222. HK)	自建	运营中心+专卖店	非股权	销量+人头	免费加盟+补贴
格力电器 (651. SZ)	自建	销售公司+专卖店	少量股权	销量	免费加盟

资料来源：公司资料，越秀证券

雷士照明虽然与各个运营中心不存在股权纽带，也不参与其日常管理，但能够通过施以经济处罚、撤销运营中心等方式，对其进行干预和控制。采用设立运营中心的模式带来的好处有：

- (1) 这些运营中心不仅开拓市场，还承担了渠道管理的角色，分担了渠道的开发与运营成本。经销商在获得稳定收益的同时，还承担运营风险，有利于经销商在区域市场做大、做强。而雷士照明则可以投入更多的精力专注于做好研发、生产以及品牌推广等工作，实现了有序分工。
- (2) 雷士照明的渠道模式还能够为公司提供相当数额的无息资金：对下游经销商，雷士采取预收货款为主的政策；对上游供应商则采取延期支付的方式。
- (3) 运营中心的渠道模式还带来的扩张的高效率：一是渠道扩张的高效率，当公司制定的返利政策有效，刺激各运营中心市场开拓的积极性，渠道扩张将更为快速；二是产品能够通过分布在市场末梢的专卖店迅速分销。

至此，雷士与格力一样，在大幅度降低渠道运营成本的同时，也把市场牢牢地掌握在自己手中，牢牢地掌握了自己的命运。

隐形渠道投入——润物无声

隐形渠道投入

与一般产品不同，照明产品的销售还有隐形渠道，即通过众多家装公司、工装公司、设计院、设计师、装修工、电工等实现销售。数据显示，约60%以上的照明产品，尤其是工程用灯，由设计师队伍所主宰。因此，2002年起，雷士照明在向二级市场渗透的同时，开始针对当地的设计师、设计院和装修公司等隐形渠道进行开发和维护。他们虽然不是产品的最终购买者，但是却对买主的购买行为产生强大影响力。照明设计人员在工程设计时选择何种型

号、何种产品、何种品牌，在很大程度上决定了购买方的最终购买行为。

雷士在开发隐形渠道的过程中采取的步骤是：动员经销商组建专业的营销团队，并对业务人员进行专门的培训管理；对当地装修公司和设计院进行跟踪和拜访，加强与专业设计人员的联络；定期邀请装修公司及设计院专业人士参观企业，加深他们对企业及产品的了解；对设计公司及设计院的活动提供各种形式的赞助。比如雷士照明还举办一些行业性的活动拉近与设计师的距离，如设计师交流会、设计师论坛等。2005年9月，“雷士杯”照明设计大赛在全国拉开了序幕，高达300万元的总奖金吸引了众多设计师参与，成为设计行业内的一大盛事。

付出总会有回报。正是由于隐形渠道的提前铺垫，为雷士在重点工程项目的竞标上赢得了绝对优势。雷士的大部分运营中心都是因为打通了这一渠道而获得了极其快速的发展。例如雷士北京运营中心，2006年6月，北京奥运会工程招标时，雷士聘请了全明星级的设计团队以确保中标，例如聘请北京市建筑设计研究院、清华大学美术学院、上海复旦大学电光源系、上海灯具研究所的专家作为雷士奥运工程灯具研发及团队的顾问。从2007年4月开始，雷士陆续接到奥运工程项目中标通知书，因为拿下了北京奥运会的照明工程而获得了7000万元的收入。至同年11月，雷士成为中标金额最大、中标项目最多、产品应用最广的中国本土照明企业。

雷士照明的渠道优势仍具有旺盛生命力

如今雷士照明的渠道模式成为业内效仿对象，飞利浦、松下照明、佛山照明、欧普照明等强势品牌及众多区域性品牌先后引入专卖店模式，其中，佛山照明、TCL照明、LG照明等企业也同样引入运营中心模式。而欧普照明、TCL照明、朗能、华艺、胜球等都在积极整合产品线。

雷士照明的渠道优势，实质是专卖店、运营中心、隐形渠道、返利政策的有机统一

那么雷士照明的渠道优势是否会在模仿潮中逐步丧失？毕竟设立专卖店、运营中心不具有模仿壁垒。深入分析后发现，雷士照明具有先发优势和规模优势，能够在一定程度上给模仿者设置障碍，提高模仿者的成本，而模仿者要协调好开辟渠道和原有渠道的利益关系，本身就是一个非常困难的长周期过程；而且雷士照明的渠道优势，**实质是专卖店、运营中心、隐形渠道、返利政策的有机统一**，而简单模仿难以实现渠道的协调。更重要的是，中国照明行业市场容量巨大，市场集中度极低，给品牌企业提供了极大的发展空间，任何一家企业都不可能完全抢夺强势对手的生存空间，竞争的结果更可能是推进产业升级，市场份额向品牌企业集中，而品牌企业在这一过程中不断调整和优化自身商业模式，以适应市场新的变化。

渠道模式向国外复制

2006年初，雷士照明成立海外事业部，并将国内较为成熟的渠道模式复制到海外市场，于2007年10月在马来西亚开设海外首家自主品牌旗舰店，之后进入泰国、越南、印度尼西亚等地。

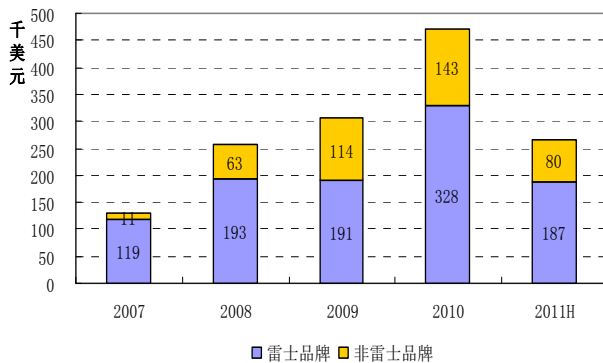
向海外市场拓展

(1) 国际品牌市场：公司推行以全面推广雷士品牌为主，以为知名企业ODM/OEM的业务为辅的发展战略。通过英国控股公司NVC大力推进雷士品牌产品在英国主流管道的销售，并将其成功的经验借鉴到其它有成熟管道的市场。公司还不断加强新兴市场的管道开发，如在卡塔尔，沙特，巴西，新西兰等国家，通过输出有经验的管理员工的方式自行开发市场。目前雷士照明共在40多个国家和地区建立了雷士品牌产品销售管道。

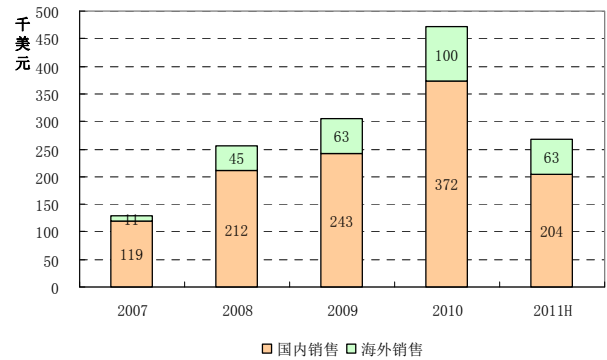
(2) 国际非品牌市场：主要采用ODM形式进行销售。本集团不断开发新客户，并巩固与客户的长期合作关系，同时开发高性能产品，提高产品的性价比，以满足不同客户群的需求。

可以看出雷士的海外策略主要分为两部分：在欠发达地区(但包含英国)以自有品牌全面复制国内模式，在其他发达地区采取贴牌方式以熟悉游戏规则。

图表26 雷士照明品牌和 ODM 销售收入



图表27 雷士照明的国内和国外销售收入



资料来源：公司资料，越秀证券

资料来源：公司资料，越秀证券

从数据看，雷士照明ODM贴牌生产占销售收入大约30%，这些贴牌的厂家是雷士过去为提高产能而收购的，因为贴牌的规模比较大，所以具有规模效应。海外销售占比总收入20%多，海外市场空间广阔，尤其是发展中国家，因此海外销售具有很大的增长空间。

与施耐德结为紧密合作伙伴

2011年7月21日，雷士与施耐德电气(中国)有限公司签订战略合作协议。雷士照明向施耐德出售约2.88亿股份，引入**施耐德为公司策略股东**，雷士照明同时与施耐德(中国)订立销售网络战略合作协议，合作期限为10年。

雷士照明六位股东订立六份单独购股协议，同意向施耐德出售约2.88亿股份，约占公司总发行股本的9.2%，每股售价4.42港元，较当天雷士照明收市价3.95港元溢价11.9%。施耐德成为雷士照明的第三大股东。

与施耐德结为紧密合作伙伴

根据合作协议，雷士照明将授予施耐德中国及其关联方进入、共享及使用公司超过2800家分销店的销售网络的独家权利，有助于后者在合作协议期间在中国推广、营销、销售及分销部分施耐德电气品牌的电气产品。同时，施耐德中国将协助雷士照明在中国的项目销售。

雷士照明与施耐德合作，有利于提高雷士品牌的知名度，有利于扩大销售产品组合，在项目招标中争取更为有利的位置，为数千个分销商拓展收入来源，从而扩大分销网络。同时，施耐德业务覆盖全球多个地区，有望协助雷士拓展海外市场。

施耐德电气

施耐德电气：在纽约泛欧证券交易所上市的能源管理专家，世界500强企业，总部位于法国，业务范围遍及全球100多个国家，主要提供集成解决方案，横跨能源、基础设施、工业过程、楼宇自动化、数据中心/网络、以及住宅应用。施耐德电气拥有员工逾11万名，2010年的全球销售额达200亿欧元，在中国区域销售为200-300亿人民币。国内业务主要在一二线城市承接工程项目。

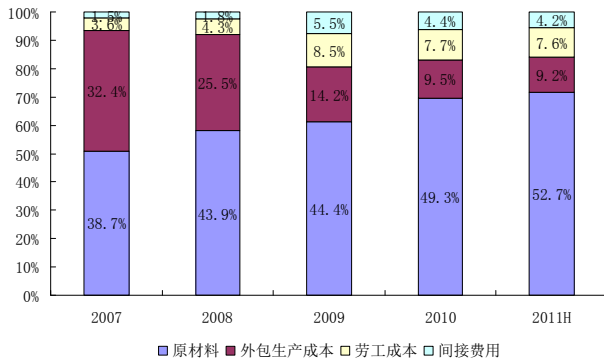
生产原材料价格未来趋稳

生产原材料

公司的销售成本主要包括原材料成本、外包生产成本、直接和间接劳工成本及间接费用。外包生产成本主要指包括采购其它制造商生产的、用于产品生产的半成品以及成品的成本。间接费用成本主要包括水、电、折旧和摊销以及其他。

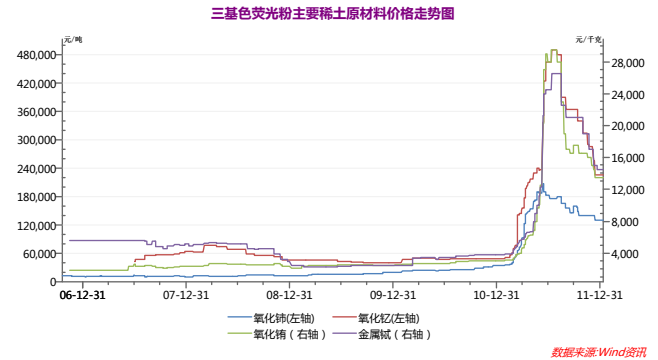
最新的各成本部分如下图所示。

图表28 公司销售成本构成走势图



资料来源: Wind, 越秀证券

图表29 三基色荧光粉稀土原材料价格走势



资料来源: Wind, 越秀证券

可以看出, 雷士的生产原材料一项占销售成本比例逐年升高, 反映出公司较好的用规模和管理优势控制了生产过程中的间接费用和采购等管理费用。

生产所用的主要原材料包括铁、铝及合金、荧光粉、玻璃管、保险丝、汞以及电子元器件(电路板、电阻器和电容器)等。其中荧光粉的价格波动很大: 如三基色荧光粉价格曾经在4个月内暴涨9倍, 从300元每公斤一度暴涨到3000元每公斤。这主要是因为三基色荧光粉主要由钇 Y、镧 Eu、铈 Tb、铈 Ce 等稀土元素构成。受国家稀土政策以及稀土价格变化, 2011年荧光粉的价格也是大幅波动。

公司当前储备的荧光粉等原材料供应充足, 目前看荧光粉市场价格趋稳, 这将有效的保证公司连续生产过程和营收毛利率的稳定。

稳健的财务状况

从下表的财务比例分析中可以看出, 公司在07-09年间高速发展, 资产负债比率也较为稳定, 2010年公司成功上市后, 公司的财务状况得到极大改善。当前公司的流动比率、负债比率以及利息保障倍数都处于较为安全的区域。

图表30 公司的财务状况

RMB 千美元	FY2007A	FY2008A	FY2009A	FY2010A
现金金额	11,603	22,085	44,034	182,766
银行借款	4,111	8,117	6,093	0
流动比率	1.51	1.37	1.77	4.44
负债比率	0.57	0.65	0.53	0.53
利息保障倍数	4.73	4.01	2.30	31.68
营运现金流入	(40)	15,330	48,472	46,794

资料来源: 公司资料, 越秀证券

盈利预测与估值

销售收入预测

我们对雷士照明的销售收入预测主要基于以下假设：

公司的光源产品和灯具产品分部受益于淘汰白炽灯进程和新品 LED 产品的推出而保持 30-40%的营收复合增速。毛利率上 2012-2013 年可能随着 LED 分部规模化后而保持小幅提高。

我们认为照明电器部分将保持较小幅度增长，毛利率也由于行业的竞争呈现小幅下降走势。

收入预测假设

图表31 收入预测明细表

单位：千美元	2011E	2012E	2013E
汇总			
营业总收入	596,388	814,201	1,053,619
增长率	26.43%	36.52%	29.41%
毛利	160,534	209,846	289,990
毛利率	26.92%	25.77%	27.52%
分部业务：光源产品			
营业收入	173,386	225,402	304,293
增长率	10.00%	30.00%	35.00%
毛利	41,613	58,605	82,159
毛利率	24.00%	26.00%	27.00%
分部业务：灯具产品			
营业收入	361,620	524,349	681,654
增长率	40.00%	45.00%	30.00%
毛利	108,486	141,574	197,680
毛利率	30.00%	27.00%	29.00%
分部业务：照明电器产品			
营业收入	61,381	64,450	67,673
增长率	10.00%	5.00%	5.00%
毛利	10,435	9,668	10,151
毛利率	17.00%	15.00%	15.00%

资料来源：公司资料、越秀证券

预期 2011-2013 收入复合增长率为 32.92% 综合以上假设，我们预测雷士照明于 2011-2013 的销售收入分别为 5.96 亿、8.14 亿和 10.53 亿美元，同比分别增长 26.43%、36.52%和 29.41%，年均复合增长率约合 32.92%。

经营费用及利润预测

经营费用及利润预测

我们的利润表预测主要基于以下假设：

(1) 销售费用率：我们假定公司的销售及分销开支将按照销售收入的增长同比增长。管理费用率：我们认为行政开支费用具有规模效应，因此增长幅度低于营收增速。

(2) 所得税税率：根据中国政府的税率规定，内资企业按所得税税率 25%征收，如果通过高新技术企业证明可按 15%征收，外资企业如果从事制造业且经营期限超过 10 年有资格申请企业所得税「两免三减半」，即按照 12.5%征收。公司子公司中现浙江雷士和三友按 25%征收，其中三友在申请高新技术企业证明后可继续享受 15%的优惠税率。现有的加权综合税率为 12.5%-15%左右，我们假定公司未来几年的综合所得税税率在 13%-15%区间波动。

(3) 我们预计公司按照股利的 15%比率派发股息，其它数据假定 2011 年上半年财报披露的数据比率保持相对稳定。

图表32 利润预测

RMB 千美元	2010A	2011E	2012E	2013E
销售收入	471,725	596,388	814,201	1,053,619
增长	54.3%	26.4%	36.5%	29.4%
毛利	137,253	160,534	209,846	289,990
毛利率	29.1%	26.9%	25.8%	27.5%
其它收入	13,329	16,750	15,040	15,895
销售及分销开支	(36,347)	(41,799)	(48,905)	(58,686)
占销售收入比	7.7%	7.0%	6.0%	5.6%
行政开支	(30,097)	(36,116)	(41,534)	(45,687)
占销售收入比	6.4%	6.1%	5.1%	4.3%
其它开支	(1,291)	(646)	(969)	(807)
经营利润	82,847	98,722	133,479	200,704
增长	89.1%	19.2%	35.2%	50.4%
营业利润率	17.6%	16.6%	16.4%	19.0%
财务收入(净额)	(660)	3,120	2,501	4,201
税前利润	82,316	101,842	135,980	204,905
增长	309.3%	23.7%	33.5%	50.7%
所得税	(8,422)	(15,276)	(19,717)	(29,711)
实际税率	10.2%	15.0%	14.5%	14.5%
股东应占溢利	71,338	83,566	112,963	171,293
增长	450.0%	17.1%	35.2%	51.6%
基本每股收益(美分)	2.69	2.65	3.58	5.42

资料来源：公司资料，越秀证券预测

预测 2011-2013 净利润的
年均复合增长率达 42.26%

综合以上分析，我们预测雷士照明 2011-2013 的权益持有人溢利的年均复合增长率为 42.26%，对应 EPS(每股基本收益)分别为 2.65、3.58 和 5.42 美分(若按 7.77 港元/美元汇率计算，相当于 0.21、0.28、0.42 港元)。

目标价

目标价 3.90 港元

我们采用 P/E 相对估值法对雷士照明进行估值。参考行业平均估值等多方面因素，我们给予雷士照明未来 12 个月内 3.90 港元的目标价。目标价约相当于 2011-2013 年 PE 为 19、14、9.2 倍，PEG 为 0.45、0.33 和 0.22(对应公司 2011-2013 净利润 42.26%的年均复合增长率)。目标价较现价 3.20 港元约有 22%的上升空间，故我们首次给予其“买入”投资评级。

同类公司估值比较

图表33 同类公司估值比较

股票代码	公司名称	RMB		净资产收益率 (2010)	EPS (RMB)			P/E		
		股价	市值(百万)		2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E
000541 CH	佛山照明	9.35	8,175	9.72%	0.39	0.57	0.79	24.41	16.47	12.03
600261 CH	阳光照明	15.92	5,961	17.07%	0.64	0.84	1.02	25.08	19.00	15.69
600345 CH	长江通信	10.03	1,984	8.71%	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
600363 CH	联创光电	6.57	2,410	5.84%	0.52	0.73	0.89	12.62	8.99	7.37
002449 CH	国星光电	15.05	3,247	11.84%	0.77	1.16	0.94	19.78	13.01	16.10
002638 CH	勤上光电	25.09	4,676	13.22%	0.66	1.02	1.32	38.31	24.72	19.08
300232 CH	洲明国际	15.20	1,174	47.17%	1.01	1.34	0.00	15.02	11.32	0.00
300219 CH	鸿利光电	13.87	1,708	47.59%	0.60	0.81	1.04	23.21	17.16	13.47
	平均			20.1%				19.80	13.8	10.5
		HKD		EPS (HKD)						
01868 HK	真明丽	1.35	1,301	3.18%	-0.07	0.05	0.05	N/A	25.21	27.40
00515 HK	达进精电	1.64	739	8.99%	0.34	0.45	0.48	4.85	3.67	3.43
	平均			6.09%				4.85	14.44	15.42
2222.HK	雷士照明	3.2	10,074	14.9%	0.21	0.28	0.42	15.5	11.5	7.6

资料来源: Bloomberg, 越秀证券预测

风险因素

市场风险

LED 终端照明产品需求低于预期。

行业竞争加剧，国内照明市场竞争激烈。

系统风险

欧洲债务危机持续恶化，欧元区内经济持续低迷，产品出口大幅下滑。

公司主要财务报表

财务报表摘要

损益表

USD: 千美元, 财务年度截至2010年12月底

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
收入	305,770	471,725	596,388	814,201	1,053,619
毛利	84,030	137,253	160,534	209,846	289,990
其它收入损益	7,659	13,329	16,750	15,040	15,895
销售及分销开支	(20,654)	(36,347)	(41,799)	(48,905)	(58,686)
行政开支	(26,588)	(30,097)	(36,116)	(41,534)	(45,687)
其他开支	(633)	(1,291)	(646)	(969)	(807)
经营利润	43,814	82,847	98,722	133,479	200,704
财务费用	(7,982)	(660)	3,120	2,501	4,201
联营公司	0	0	0		
税前盈利	20,110	82,316	101,842	135,980	204,905
所得税	(5,420)	(8,422)	(15,276)	(19,717)	(29,711)
少数股东应占利润	1,847	2,556	3,000	3,300	3,900
权益持有人应占利润	12,971	71,338	83,566	112,963	171,293
EBITDA	26,618	91,693	113,940	149,264	218,787
增长					
总收入 (%)	19.2%	54.3%	26.4%	36.5%	29.4%
EBITDA (%)	16.5%	244.5%	24.3%	31.0%	46.6%
每股收益 (%)	-43.5%	358.8%	-1.5%	35.2%	51.6%

资产负债表

USD: 千美元, 财务年度截至2010年12月底

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
现金	44,034	182,766	208,716	204,533	184,650
应收账款	85,795	119,503	149,097	199,479	252,869
存货	47,567	68,591	91,529	129,936	167,999
其他流动资产	9,950	69,142	77,015	78,356	86,337
总流动资产	187,346	440,002	526,358	612,304	691,854
固定资产	67,824	84,817	84,688	92,991	97,174
在建工程	0	0	16,993	8,367	12,486
其它	100,544	101,979	105,197	109,451	113,769
总资产	355,714	626,798	733,236	823,113	915,284
应付帐款	54,769	51,297	66,846	92,688	117,116
短期银行贷款	6,093	0	0	1,000	2,000
应付即期税项	3,208	3,442	4,032	5,416	8,161
其它	41,864	44,438	57,908	80,295	101,456
流动负债	105,934	99,177	128,786	179,398	228,732
递延税项负债	293	0	0	200	500
其他	81,769	31,358	39,481	45,239	54,870
总负债	187,996	130,535	168,267	224,837	284,102
少数股东权益	12,971	71,338	83,566	112,963	171,293
母公司股东权益	164,192	492,261	560,166	592,513	624,266
每股账面值	0.07	0.21	0.18	0.19	0.20
营运资金	81,412	340,825	397,572	432,906	463,122

财务分析

USD: 千美元, 财务年度截至2010年12月底

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
盈利能力					
毛利率 (%)	27.5%	29.1%	26.9%	25.8%	27.5%
营业利润率 (%)	14.3%	17.6%	16.6%	16.4%	19.0%
EBITDA 利率 (%)	8.7%	19.4%	19.1%	18.3%	20.8%
净利率 (%)	4.8%	15.7%	14.5%	14.3%	16.6%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	6.8%	7.7%	7.0%	6.0%	5.6%
实际税率 (%)	27.0%	10.2%	15.0%	14.5%	14.5%
股息支付率 (%)	0.0%	14.4%	15.0%	15.0%	15.0%
库存周转天数	57.0	63.4	67.0	66.9	71.2
应付账款天数	70.9	57.9	49.5	48.2	50.1
应收账款天数	99.1	79.4	82.2	78.1	78.4
财务状况					
负债/总资产	0.53	0.21	0.23	0.27	0.31
收入/总资产	0.86	0.75	0.81	0.99	1.15
总资产/股本	2.17	1.27	1.31	1.39	1.47
盈利对利息倍数	2.30	31.68	509.21	97.20	256.29

现金流量表

USD: 千美元, 财务年度截至2010年12月底

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
EBITDA	26,618	91,693	113,940	149,264	218,787
融资成本(收入)	7,982	660	(3,120)	(2,501)	(4,201)
营运资金变化	(8,845)	(48,558)	(22,924)	(39,177)	(43,118)
所得税	(6,399)	(9,916)	(17,721)	(22,675)	(33,871)
其它	22,717	2,999	(12,438)	(16,690)	(26,254)
营运性现金流	42,073	36,878	57,738	68,222	111,343
资本开支	(12,174)	(25,488)	(55,518)	(100,000)	(150,000)
其他投资活动	(12,874)	(63,647)	20,444	20,610	21,210
投资性现金流	(25,048)	(89,135)	(35,074)	(79,390)	(128,790)
负债变化	2,024	6,093	0	(1,000)	(1,000)
股本变化	(340)	(6,899)	4,640	4,640	4,640
股息	0	0	0	0	0
其他融资活动	3,165	188,508	(3,035)	860	(8,158)
融资性现金流	4,849	187,702	1,605	4,500	(4,518)
现金变化	21,874	135,445	24,269	(6,668)	(21,965)
汇率影响	75	3,287	1,681	2,484	2,083
期初持有现金	22,085	44,034	182,766	208,716	204,533
期末持有现金	44,034	182,766	208,716	204,533	184,650

资料来源: 公司资料、越秀证券预测

投资评级定义和免责条款

投资评级:

买 入 预期股价在未来 12 个月上升 15%以上

中 性 预期股价在未来 12 个月上升或下跌 15%以内

卖 出 预期股价在未来 12 个月下跌 15%以上

免责声明

此刊物只供阁下参考，在任何地区或任何情况下皆不可作为或被视为证券出售要约或证券、期货及其它投资产品买卖的邀请。此刊物所提及的证券、期货及其它投资产品可能在某些地区不能买入、出售或交易。此刊物所载的资料由越秀证券有限公司（下称“越秀证券”）编写，所载资料的来源皆被越秀证券认为可靠及准确。此刊物所载的见解、分析、预测、推断和预期都是以这些可靠数据为基础，只是表达观点，越秀证券或任何个人对其准确性或完整性不作任何担保。此刊物所载的资料(除另有说明)、意见及推测反映越秀证券于最初发此刊物日期当日的判断，可随时更改。越秀证券、其母公司、其附属公司及/或其关连公司对投资者因使用此刊物的材料而招致直接或间接的损失概不负任何责任。

负责撰写分析之分析员(一人或多人)就本刊物确认:

分析报告内所提出的一切意见准确地反映了分析员本人对报告所涉及的任何证券或发行人的个人意见；及分析员过去、现在及将来所收取之报酬之任何部份与其在本刊物内发表的具体建议及意见没有直接或间接的关连。越秀证券及关联机构，参与编写/审批研究报告人员亦未持有该股份任何利益。

此刊物内所提及的任何投资皆可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也不适合所有的投资者。此刊物中所提及的投资的价值或从中获得的收入可能会受汇率及其它因素影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此刊物并没有把任何人的投资目标、财务状况或特殊需求一并考虑。投资者入市买卖前不应单靠此刊物而作出投资决定，投资者在进行任何以此刊物的建议为依据的投资行动之前，应先咨询专业意见。此刊物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越秀证券本身网站以外的资料，越秀证券未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到越秀证券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。

越秀证券、其母公司、其附属公司及/或其关连公司以及它们的高级职员、董事、员工(包括参与准备或发行此刊物的人)可能随时与此刊物所提到的任何公司建立或保持顾问、投资银行、或证券服务关系；及已经向此刊物所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。越秀证券、其母公司、其附属公司及/或其关连公司的一位或多位董事、高级职员及/或员工可能担任此刊物所提到的证券发行公司的董事。此刊物对于收件人来说属机密文件。此刊物绝无让居住在法律或政策不允许该报告流通或发行的地方的人阅读之意图。

此刊物的版权仅为越秀证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

越秀证券有限公司

香港湾仔骆克道 188 号兆安中心 24 楼

电话: (852) 3925 9888

传真: (852) 3925 9980

服务热线: 400 8300 852

公司网址: <http://www.yxsh.hk>