

雷士照明控股有限公司 (2222. HK)

EMC 模式提供增长新动力

市场数据

报告日期	2014. 1. 13
收盘价(港元)	2.17
总股本(百万股)	3,128
流通股本(百万股)	3,128
总市值(亿港元)	84.77
流通市值(亿港元)	84.77
净资产(百万元)	3,521
总资产(百万元)	4,534
每股净资产(元)	1.12

数据来源: 彭博

事件:

我们于 2014 年 1 月 10 日对雷士照明(2222. HK)进行了实地调研(惠州), 就公司近期的经营情况与投资者关系部文主管做了交流, 并参观了公司的产品展示厅。

我们的观点:

2013 年 LED 照明产品销量大幅增长, 传统节能灯市场出现萎缩。LED 产品是未来照明市场的发展方向, 但是激烈的市场竞争引致 LED 产品毛利率并不高。2014 年雷士照明计划开展 EMC(合同能源管理)业务, EMC 模式有望带来业绩增长新动力。EMC 业务来自于照明替代市场的节能改造工程, EMC 业务受政府节能补贴政策的支持, 未来成长空间较大, 对于生产优质产品的企业来讲, EMC 业务是一个占领市场的良好机遇。建议投资者密切关注公司的 LED 产品和 EMC 业务进展。

会议要点如下:

公司基本情况?

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。

2012 年雷士营收 35.46 亿元, 同比下降 6.64%, 其中, LED 照明的销售额 2 亿多元, 占比不到 10%。2013 年, 受 LED 行业爆发性增长的利好影响, 全年 LED 产品的销售有望达到 8-10 亿规模。

国家发改委、商务部等多部门于 2011 年联合印发的《关于逐步禁止进口和销售普通照明白炽灯的公告》, 明确从 2011 年 11 月 1 日起, 按照功率大小分五个阶段, 逐步禁止进口和销售普通照明白炽灯。

按照白炽灯淘汰路线图, 在经历过渡期后, 100 瓦及以上普通照明白炽灯已于 2012 年 10 月 1 日起禁止进口和销售。今年将进入第三个阶段, 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。

兴证香港研究部

分析师: 鲁衡军
 注册国际投资分析师 CIIA
 (SFC: AZF126)

(852) 3509-5999
 (755) 2382-6005
 luhj@xyzq.com.hk

公司 2013 年生产经营情况？

一般下半年是照明销售的旺季，2013 年主要亮点还是在 LED 业务增长，虽然下半年比二季度的增速缓一点，但预计未来 LED 增长空间还是很大的。

2013 年年初规划 LED 做到 8-10 亿，整体看差不多。2014 年预计 LED 市场有 40-50% 增长，而公司增速快于市场增速。吴总说法是 2014 年年底 LED 销售占比达到 50%。总体销售收入因为 LED 增长带动总收入增长，毛利率因竞争有压力。

LED 产品更新换代很快，为适应市场需求，公司也在改进产品工艺，推出新产品来扩充。2012 年公司 LED 产品外购很多，2013 年自己生产较多，增加了产品丰富度。

2014 年产品收入和毛利率变动趋势？

2013 年看到 LED 产品价格下半年有 20-30% 的降幅，预计 2014 年降幅趋缓，具体数据上不好说。影响 LED 产品毛利变动因素，一个是 LED 市场价格战，今年很多小企业都在亏本经营，不可持续，所以价格也不可能持续下降。另一个就是产品更新换代。新品推出时毛利率都能达到 24-25%，而老产品就得降价销售。

2013 年下半年毛利率可能比上半年好点，但整体不会太大变动。预计 2014 年好一点，一个是规模提升，二是上游芯片产品的降价，三是工艺的改进，同时销售端价格下降是趋缓的。

传统产品的毛利率还是比较高的，30% 还是有保证。但 LED 占比持续提升拖累总体毛利率，现在 LED 占比已到了 20% 了。之前公司 30% 以上的综合毛利率很难再现，当时 T4, T5 管不论啥价格都能销售很好，所以毛利率很高。而 LED 产品不同，市场竞争激烈，还需 2-3 年市场才可能稳定下来，所以毛利率预期 14 年比 13 年好点，但是不会有很大的提高。

各项费用除了 2012 年有些失控，其余时间都比较稳定，净利润率相对也比较稳定。

海内外产品销售占比情况？

现在海外和国内销售占比大约 3:7，海外市场增速比较稳定，2014 年预计海外销售提升到 35%。

产品的渠道拓展情况？

公司在一、二线城市渠道很完善了，三、四线城市以及乡镇区域开一些小网点，主要是考虑国家未来城镇一体化过程中的发展机会。

合同能源管理，即 EMC 市场是 LED 更广阔拓展市场。如商场、医院、学校等地方，政策较为支持进行节能改造，项目一次性开支较大，国家鼓

励通过节能改造如 EMC 模式来做，公司预计这一块市场未来很大。

合同能源管理 EMC 业务模式的介绍？

EMC 业务目前只是市场前景，并无具体销售收入。有两块业务都接洽中，一块是经销商自己做项目，公司发货走量；另一块是公司牵头做项目。

EMC 项目都很大，小项目不盈利。公司希望一个项目至少几百万、上千万，但沟通和签订合同都比较耗时。公司有个部门经过一年多磨合，预计 2014 年能运营项目。

EMC 是一种销售方式，新建项目不属于节能改造范围。比如给已有商场用 LED 灯进行替换，但商场不用立刻一次性付款，公司进行 5 年维修维护。整体定价约为 3 倍的初装价格来定价，按照每个月节省的电费百分比支付给接单公司。

除了初装外，预计 5 年内还要有 2 次替换，一般 LED 灯的寿命 2-3 万小时，实际上 5 年内替换 2 次。这对优质产品的厂家是机会。如果用料激进，走低端路线，是无法承担这个替换成本的。LED 灯寿命受很多方面影响，5 年替换 2 次算产品不错的，节能灯一般寿命 6,000-8,000 小时。

如果是公司自己做 EMC 项目，会产生大量应收账款，这样会有现金流压力。所以公司通过两种模式，一种经销商接单，一种公司自己接单，无论谁接单都会和保险、银行进行合作，银行用于保理，保险用于违约风险处理。

国家政策对节能改造非常支持，节能改造补贴之前补助 240 多元，据传将提升到 500 元(节省一吨标煤所能产生的电量，1 吨煤发电量=3,333 度)，广东省还有额外 200-300 元补贴。补贴是具体补贴到接单且具有国家认定资质的施工公司。如果是经销商接的工程，补贴到经销商那里，公司体现为发货走量，如果是公司接工程单，补贴则放到财报的其它收入里。

经销商一般有自己的 EMC 施工设计团队，针对大客户，公司也会进行一部分参与管理。这属于销售过程中的服务工作，具体工程价格个别谈判确定。现有的渠道 3,000 多家经销商也将有助于公司开展 EMC 业务，因为做 EMC 不是一次性买卖，维修维护工作要 5 年。政府希望参与企业有资质外，如果还有产品制造能力则更具有竞争力。

LED 灯的替代节能灯情况？

可替换层面上，节能灯的光源和 LED 光源还是有 1 倍多的差价。节能灯受到 LED 灯的替代是一个缓慢的过程。尤其是三四线及农村城市，现在还是节能灯替换白炽灯的过程。

节能灯的销售，国内品牌受 LED 光源替代冲击较大。而海外代工部分上

半年增长百分之十几，其对 LED 的替代不像国内这么激进。公司的节能灯业务不会取消的，因为还在盈利中。

公司与德豪润达的合作情况？

公司与德豪润达合作主要在两个方向，一是德豪润达生产 LED 球泡灯，贴 NVC-德豪双品牌，通过雷士渠道销售，这样不计入公司销售收入，收取 1%的品牌费计入会计中的其他收入科目。另一个方向是上下游供应的关系，德豪提供芯片，公司生产 LED 灯具产品。当前德豪的供应比例占比很小，具体数据没有统计。

公司 LED 产品是采购封装好的芯片，主要还是科锐的，科锐的价格比国内厂商产品要高，偏向于大功率方面，而国内芯片性价比高些。LED 灯功率大小要根据使用环境来确定，要看产品使用的地方，如果是大商场，学校等必须用大功率的。

公司产品定位于中高端，可能德豪产品定位是中低端、大批量，双方需要进行产品特性的契合。13 年采用德豪产品的进展不是很顺利，未来具体替换多少也不好预估。

德豪润达在董事会有 2 个席位，董事长和执行董事。日常经营方面没有更多参与，只是战略大方向方面，日常经营还是吴总负责。

公司贴牌产品的品牌费情况？

如果贴 NVC 品牌，收终端销售额的 3%品牌费，定位于高端。如果是 NVC-德豪的双品牌，收 1%品牌费。

公司销售方式，如商超渠道，电商业务如何？

在网上购买照明产品的多是个人和家庭，因为网上达不到个性化的服务要求。如在家居灯，吸顶灯等。产品越标准，线上占比越多，光源灯泡是标准件，雷士不做 LED 光源。灯具方面统一标准很难，公司现有 1 万多种灯具产品，仍旧覆盖不了所有产品。

电商业务和公司之前业务有些不一致。电商产品偏向于家居，针对个人用户多一点。公司走商照和工程用户，因此大批量和定制个性明显。公司希望电商产品和渠道产品分开，保证渠道经销商的利益。

现在走商超渠道是针对标准化的产品，量也很小，原来计划在一些五金店卖节能灯等产品，但现在发现节能灯市场开始萎缩，公司这一部分也搁置了。另外走商超渠道，费用成本都很高，还不如走自建的渠道。

公司照明市场占有率以及同行业对手的情况？

外资照明也就飞利浦做的好，欧司朗国内进程化做的也不是太好。另外飞利浦走的是商超市场，光源产品，大众渠道，雷士做灯具产品，做工程项目，个性化需求比较强，所以雷士是通过自己的专卖店和工程团队

销售。

公司主营在商照领域，商照领域相对其他领域偏标准一些，量会大一些。家居领域量更小，这是公司做商照市场的原因。用电量上，商照领域是仅次于空调的用电量。另外，商场、医院、工商用户本身的商业用电价格比家庭电价就高。

节能灯的市场占有率未有官方权威统计，公司在全国照明市场占有率也就 2%左右，这还是上市时候做的一个大致统计。因为中国照明市场很分散，量又很大，如果是标准化产品占有率会高一点，而灯具就很分散。

三雄做办公照明很好，欧普做家庭吸顶灯有优势，每家都有自己的强势产品。公司与阳光照明产品不同，阳光是做出口代工。双方在节能灯毛利率上差不多，但公司的灯具产品在国内激烈竞争，毛利就会差一点。如果自主品牌，销售费用也比较高，代工企业的销售费用也比较低。

【免责声明】

本研究报告乃由兴证（香港）证券经纪有限公司（持有香港证券及期货事务监察委员会（「香港证监会」）第 1（证券交易）、4（就证券提供意见）类受规管活动牌照）备发。接收并阅读本研究报告，则意味着收件人同意及接纳以下的条款及声明内容。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴证（香港）证券经纪有限公司、兴证（香港）期货有限公司、兴证（香港）资产管理有限公司及兴证（香港）融资有限公司（统称「兴证香港」）违反当地的法律或法规或可致使兴证香港受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告仅提供予收件人，其所载的信息、材料或分析工具仅提供予收件人作参考及提供资讯用途，当中对任何公司及证券之提述均非旨在提供完整之描述，并不应被视为销售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。本报告所提述之证券或不能在某些司法管辖区出售。未经兴证香港事先书面许可，收件人不得以任何方式修改、发送或复制本报告及其所包含的内容予其他人士。

兴证香港相信本报告所载资料的来源及观点的出处均属可靠，惟兴证香港并不明示或默示地保证其准确性及/或完整性。除非法律法规有明确规定，兴证香港或其任何董事、雇员或代理人概不就任何第三方因使用/依赖本报告所载内容而引致的任何类型的直接的、间接的、随之而发生的损失承担任何责任。

本报告并非针对特定收件人之特定投资目标、财务状况及投资需求所编制，因此所提述的证券不一定（或在相关时候不一定持续）适合所有收件人。本报告之观点、推荐、建议或意见不一定反映兴证香港或其集团的立场，分析员对本报告提述证券的观点可因市场变化而改变，惟兴证香港没有责任通知收件人该等观点的变更。收件人不应单纯依赖本报告而取代其独立判断，收件人在作出投资决定前，应自行分析及/或咨询专业顾问的意见。兴证香港的持牌人员或会向有关客户及集团成员公司提供可能与本报告所表达意见不同之口头或书面市场评论或买卖建议。兴证香港并无责任向收件人提供该等其他建议或交易意见。

兴证香港及其集团、董事、高级职员及雇员（撰写全部或部分本报告的研究员除外），将可能不时于本报告提述之证券持有长仓、短仓或作为主事人，进行该等证券之买卖。此外，兴证香港及其集团成员公司或可能与本报告所提述或有关之公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担任或争取担任并提供投资银行、财务顾问、包销、融资或其他服务，或替其从其他实体寻求同类型之服务。收件人在阅读本报告时，应留意任何所有上述的情况均可能引致真正的或潜在的利益冲突。

【分析师声明】

本研究报告由兴证（香港）证券经纪有限公司之分析员撰写。（1）本研究报告所表述的任何观点均准确地反映了分析员个人对标的证券及发行人的观点；（2）该分析员所得报酬的任何组成部分无论在过去、现在及未来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系；（3）对于提述之证券，该分析员并无接收到可以影响他们建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。