

2010-02-25

家用电器

浙江阳光 600261.SH

维持

增持

当前价格	19.73 元
目标价格	22.00 元
目标期限	6 个月

分析师:

赵磊、何伟

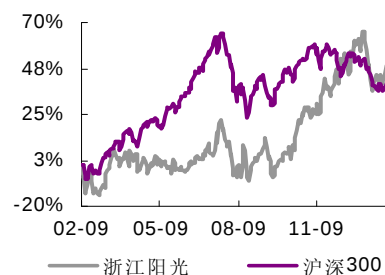
021-22169108

hewei@ebscn.com

市场数据

总股本(百万股)	250
总市值(百万元)	4,928
流通比例(%)	79.13%
12 个月最高/最低(元)	21.28/10.80
近 3 月日均成交量(百万股)	4.17
主要股东	世纪阳光控股集团有限 公司

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	8.07	33.35	15.25
绝对收益	4.45	24.80	56.20

相关报告:

秣马厉兵，长期高增长可期

2009-12-13

长期高增长，短期高估值

◇ 事件：公司公布年报

◆盈利略低于预期，产品毛利率提升

公司 2009 年 EPS 为 0.48 元，同比增长 17.6%，略低于我们的预期（0.51 元）。主要是公司计提 596 万元坏账损失影响，不影响公司今后的盈利能力。

公司第四季度销售毛利率延续 2009 年稳步提高的趋势，达到 23%。我们认为，这是公司产品销售结构改善，新产品 T2 销售比例上升导致。

◆增发扩产，业绩增厚当在两年后

公司拟非公开增发 6000 万股，募集资金用于 T2 环保节能灯及 MRT 回收处理系统建设、厦门 LED 节能照明产品及高效环保节能灯产业化项目。由于项目投产需要建设以及调试，最终产生明显经济效益将在两年之后，我们暂不调整 2010 年和 2011 年公司的盈利预测。增发将对公司未来两年 EPS 产生 19% 的摊薄效应，短期增加公司的估值压力。

◆经营结构持续改善，利润增长点丰富

公司未来利润增长点丰富，除了抓住节能灯替代白炽灯的大机会外，公司还可调整产品结构，提高毛利率；并购杭州汉光，积极介入商用照明领域；筹建 LED 项目，布局新型照明市场。我们预期，公司将保持 3-5 年的长期高增长。

◆人民币升值、欧洲债务危机，2010 年出口前景蒙阴影

公司的投资风险在于业绩高增长启动时间的不确定性。2009 年第四季度，节能灯行业出口恢复增长，前景初现曙光。但当前人民币升值预期以及欧洲债务危机使得 2010 年出口添加新的不确定性。公司业务以出口为主，欧洲是最重要的出口地区之一，2010 年的业绩风险增大。

◆以时间消化高估值，给予“增持”评级

我们认为，公司净利润未来三年 CAGR 将在 40% 以上。股价目前已达到一倍 PEG 的高估值水平。增发扩产项目对盈利能力的增厚要到 2012 年体现，目前的估值水平需要时间消化。由于公司长期高增长属大概率事件，我们给予公司 2010 年增发后 EPS 一倍 PEG 估值，目标价格 22.00 元，给予“增持”评级。

业绩预测和估值指标

指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1,891	1,743	2,392	3,537	4,844
营业收入增长率	8.36%	-7.81%	37.23%	47.87%	36.93%
净利润(百万元)	102	120	171	226	343
净利润增长率	-9.16%	17.58%	41.70%	32.46%	51.55%
增发后 EPS(元)	0.33	0.39	0.55	0.73	1.11
ROE(归属母公司) (摊薄)	10.41%	11.91%	7.55%	9.09%	12.10%
P/E	60	51	36	27	18
P/B	6	6	3	2	2
EV/EBITDA	28	-50	28	16	11

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

坏账损失导致业绩略低于预期

公司 2009 年 EPS 为 0.48 元，略低于我们的预期（0.51 元）。主要是公司计提 596 万元坏账损失影响。投资者无需对公司的应收账款产生担心。公司应收账款余额同 2008 年末相比增加 6306 万，变动幅度不足 1%。按照公司会计政策，应收账款至少提取 5% 的坏账准备，上述坏账损失属合理变动，不影响公司今后的盈利能力。

加大投入 LED 照明项目，做好长久高增长的安排

LED 是未来照明的发展方向，由于流明不足、眩光问题以及成本过高还无法普及。目前，中国 LED 照明市场主要是政府采购用于道路照明，具有财政扶持色彩。但电子元器件领域成本下降和技术进步都非常迅速，3-5 年应该可以达到普及推广的条件。

公司早期已经在厦门基地进行少量 LED 灯的试生产积累经验，对大规模进入 LED 照明市场较为谨慎。此次一改初衷，大规模进入 LED 照明领域，恐怕一方面是担心 LED 照明发展过快，如不及时介入将丧失机会；另一方面是担心节能灯替换白炽灯的过程中出现 LED 替换节能灯的危机。

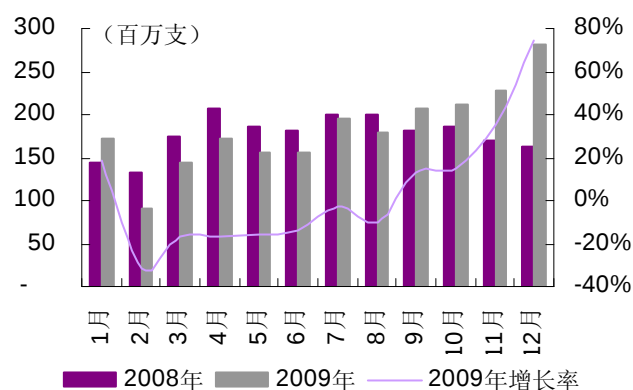
从规避风险和抓住机会的角度而言，公司现在大规模进入 LED 照明领域能更好的做好长久发展的安排。此次募集资金投资厦门 LED 项目，投资金额 4.2 亿元，项目实施完成后将形成年产 LED 照明光源 2,000 万盏和 LED 照明灯具 500 万套的生产能力。待公司 LED 项目全面投产时，LED 照明在技术上的不足将有所改进。

2010 年节能灯需求爆发不确定性增加

欧盟自 2009 年 9 月率先开始禁止销售 100 瓦以上白炽灯，今后将逐步禁止其他功率的白炽灯。至 2012 年，世界上主要的国家和地区将广泛的禁止白炽灯销售，这一趋势是节能灯替代白炽灯的大机会。

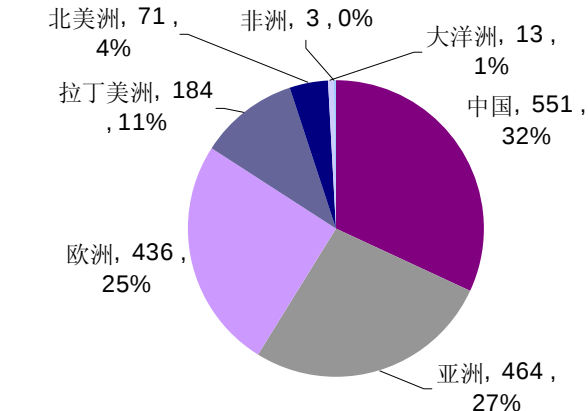
2009 年第四季度，节能灯出口出现高增长态势，10 月、11 月、12 月节能灯出口增长达到 15%、36%、74%。节能灯需求爆发呼之欲出。但目前人民币升值预期升温，欧洲债务危机蔓延。这很可能削弱中国的出口竞争力以及欧洲市场的需求。

图表 1：节能灯出口



资料来源：CEIC，光大证券研究所

图表 2：2009 年公司销售（百万元）



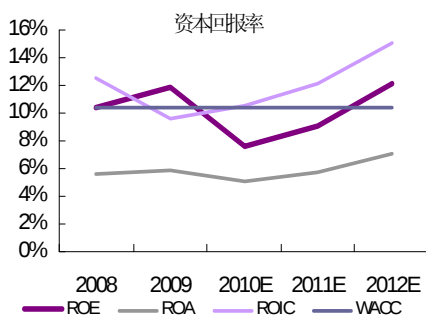
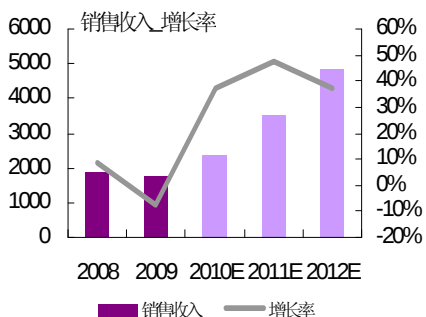
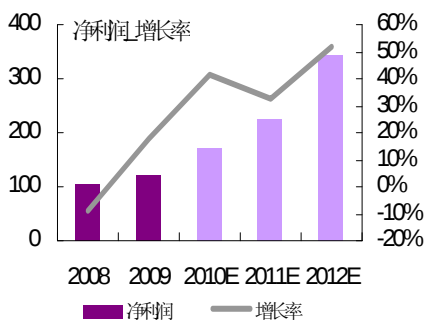
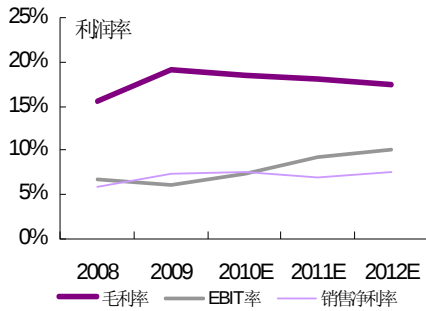
资料来源：公司公告，光大证券研究所

欧洲市场是公司最重要的市场之一，2009 年销售占比 25%。并且，由于欧洲较早开始禁止白炽灯，消费者素质高，公司视欧洲市场为节能灯替代性需求将最先启动的地区。如果欧洲市场无法迎来高增长，节能灯替代白炽灯的高增长启动时间将延后。

高增长可给予高估值

公司 2010 年增发后 EPS 为 0.55 元，对应 PE 为 36 倍。我们认为公司净利润未来三年 40%以上的 CAGR 完全可以支持公司的高估值。给予公司 2010 年一倍 PEG 估值，目标价格 22.00 元，距现在股价有 11%的增长空间，给予“增持”评级。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,891	1,743	2,392	3,537	4,844
营业成本	1,595	1,409	1,949	2,896	3,999
折旧和摊销	26	-210	14	31	45
营业税费	10	8	12	18	24
销售费用	51	86	96	137	145
管理费用	87	116	105	141	194
财务费用	19	4	1	-3	-4
公允价值变动损益	-12	10	0	0	0
投资收益	1	7	1	1	1
营业利润	117	125	177	328	492
利润总额	138	156	213	328	492
少数股东损益	7	10	10	20	26
归属母公司净利润	102.46	120.47	170.70	226.12	342.69

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	1,947	2,200	3,613	4,312	5,207
流动资产	1,272	1,405	2,431	2,760	3,500
货币资金	570	588	1,407	1,249	1,395
交易型金融资产	5	1	0	0	0
应收账款	378	441	560	828	1,164
应收票据	1	3	4	6	8
其他应收款	14	25	20	19	21
存货	272	331	382	571	792
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	1	15	15	15	15
长期投资	105	104	104	105	105
固定资产	451	446	782	1,109	1,269
无形资产	32	100	95	90	85
总负债	853	1,121	1,273	1,725	2,252
无息负债	585	802	1,004	1,456	1,983
有息负债	268	319	269	269	269
股东权益	1,094	1,079	2,340	2,586	2,955
股本	250	250	310	310	310
公积金	440	456	1,503	1,540	1,595
未分配利润	300	311	455	644	931
少数股东权益	110	68	78	98	124

现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	133	301	189	239	342
净利润	102	120	171	226	343
折旧摊销	26	-210	14	31	45
净营运资金增加	84	-126	104	206	263
其他	-80	516	-100	-224	-309
投资活动产生现金流	-141	-166	-399	-400	-200
净资本支出	-32	-100	400	400	200
长期投资变化	105	104	0	0	0
其他资产变化	-215	-171	-799	-800	-400
融资活动现金流	-15	-43	1,029	3	4
股本变化	58	0	60	0	0
债务净变化	64	51	-50	0	0
无息负债变化	-103	217	202	453	527
净现金流	-22	92	819	-158	146

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	8.36%	-7.81%	37.23%	47.87%	36.93%
净利润增长率	-9.16%	17.58%	41.70%	32.46%	51.55%
EBITDA 增长率	-6.19%	-166.51%	-293.77%	86.36%	49.89%
EBIT 增长率	-6.14%	-15.70%	58.32%	83.26%	50.34%
估值指标					
PE	60	51	36	27	18
PB	6	6	3	2	2
EV/EBITDA	28	-50	28	16	11
EV/EBIT	34	44	30	17	12
EV/NOPLAT	41	55	36	23	16
EV/Sales	3	3	2	2	1
EV/IC	5	5	4	3	2
盈利能力 (%)					
毛利率	15.65%	19.15%	18.52%	18.14%	17.43%
EBITDA 率	8.14%	-5.87%	7.95%	10.02%	10.97%
EBIT 率	6.74%	6.17%	7.39%	9.15%	10.05%
税前净利润率	7.28%	8.95%	8.89%	9.28%	10.15%
税后净利润率 (归属母公司)	5.42%	6.91%	7.14%	6.39%	7.08%
ROA	5.64%	5.91%	5.00%	5.71%	7.08%
ROE (归属母公司) (摊薄)	10.41%	11.91%	7.55%	9.09%	12.10%
经营性 ROIC	12.59%	9.65%	10.55%	12.09%	15.05%
偿债能力					
流动比率	1.64	1.70	2.48	1.93	1.79
速动比率	129.04%	129.81%	209.32%	152.91%	138.29%
归属母公司权益/有息债务	3.67	3.17	8.41	9.25	10.53
有形资产/有息债务	7.10	6.54	13.02	15.64	18.99
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.33	0.39	0.55	0.73	1.11
每股红利	0.32	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.43	0.97	0.61	0.77	1.10
每股自由现金流(FCFF)	0.23	0.29	-0.93	-1.01	-0.20
每股净资产	3.18	3.27	7.30	8.03	9.14
每股销售收入	6.10	5.63	7.72	11.42	15.64

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

赵磊，中央财经大学管理专业毕业，2007 年进入证券行业，任职于天相投顾，从事电子行业研究，曾成功推荐过综艺股份（600770）、三安光电（600703）、上海贝岭（600171）等股票。2009 年进入光大证券，任电子元器件行业分析师。

何伟，上海交通大学，管理学硕士，理学学士，中国注册会计师。2006 年起先后就职于毕马威华振会计师事务所、安永华明会计师事务所从事审计业务。2009 年加入光大证券研究所，现主要从事家电行业研究。

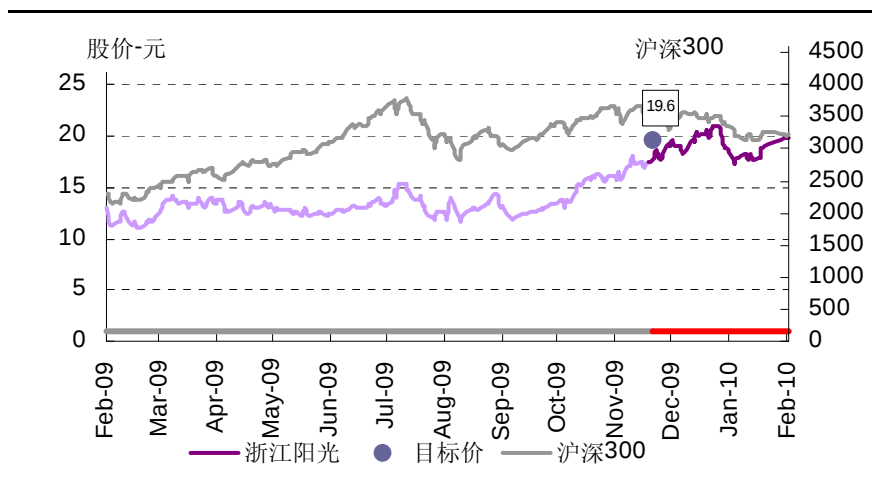
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

浙江阳光（600261）

分析师：何伟



日期	股价	目标	评级
2009-12-14	17.50	19.60	增持

买入 —	增持 —	中性 —
减持 —	卖出 —	

资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebsecn.com
上海				
	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebsecn.com
	王莉本	021-22169083	13641659577	wanglb@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
深圳				
	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixyl@ebsecn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebsecn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。