

浙江阳光 (600261.SH)

家庭用具与器皿行业

评级：买入 维持评级

业绩点评

市价 (人民币) : 24.15 元

内销增长抢眼，盈利能力显著提高

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	197.64
总市值(百万元)	6,031.91
年内股价最高最低(元)	26.20/12.00
沪深 300 指数	2811.05
上证指数	2588.68



相关报告

1. 《未雨绸缪练内力,磨刀不误砍柴工》, 2010.1.4

公司基本情况 (人民币)

项 目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.410	0.482	0.809	1.068	1.439
每股净资产(元)	3.94	4.05	4.60	5.24	6.17
每股经营性现金流(元)	0.53	1.21	0.23	1.00	1.30
市盈率(倍)	18.67	38.33	29.87	22.61	16.79
行业优化市盈率(倍)	16.78	29.75	29.75	29.75	29.75
净利润增长率(%)	-9.16%	17.58%	67.64%	32.09%	34.71%
净资产收益率(%)	10.41%	11.91%	17.60%	20.40%	23.31%
总股本(百万股)	249.77	249.77	249.77	249.77	249.77

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司上半年实现收入 9.7 亿，同比增长 36%；净利润 0.97 亿元，同比增长 99.8%，基本与业绩预增公告 100%左右一致；EPS 0.39 元。

经营分析

- 单季收入达历史同期最高水平，对全年超过收入目标有信心：上半年收入占全年计划目标近 46%。1Q、2Q 单季收入均达历史同期最高。下半年公司将进一步加大更新型号及提高自动化水平，以解决上半年因劳动力供给不足带来的产能瓶颈；而且历史上除经济危机年份外，公司下半年销售收入高于上半年，我们对公司全年超过 21.27 亿收入目标有信心。
- 内销增长抢眼，产品结构有所优化：上半年内销收入同比增长 75%，显著高于外销的收入增长 24%；这主要是由于公司近年来加大内销市场拓展的成效。从产品结构来看，毛利率较高的 T5 大功率荧光灯和特种灯具的收入分别提升 1 个和 2 个百分点。
- 盈利能力显著提高：在节能灯管关键设备自动化率提高、自主品牌销售占比提高、高毛利产品结构占比提升三重影响下，4Q09 以来毛利率均维持在高水平。净利率则在毛利率提升和期间费用率控制得当的叠加影响下同比提高 3.2 个百分点。利润率提升幅度超我们预期。

盈利调整

- 我们对盈利预测进行调整，下调收入增速、上调利润增速。预计公司 2010-2012 年收入分别为 22.31、29.52、41.58 亿元，同比增速 28%、32.2%、41%；EPS 分别为 0.809、1.068、1.439 元，净利润同比增速分别为 67.6%、32.1%、34.7%。

投资建议

- 节能灯行业预计能保持三年 30%的复合增速；浙江阳光作为行业龙头的快速成长还能持续相当长时间，2018 年实现百亿收入一直是其战略目标。公司目前股价对应 2010、2011 年 PE 分别为 29.9 和 22.7 倍；增发目前正在等候发审委审议，按增发股本稀释后的 PE 分别为 2010 年 34.9 倍和 2011 年 26.4 倍；基于对公司未来业绩持续快速增长的判断，维持对公司的买入建议。

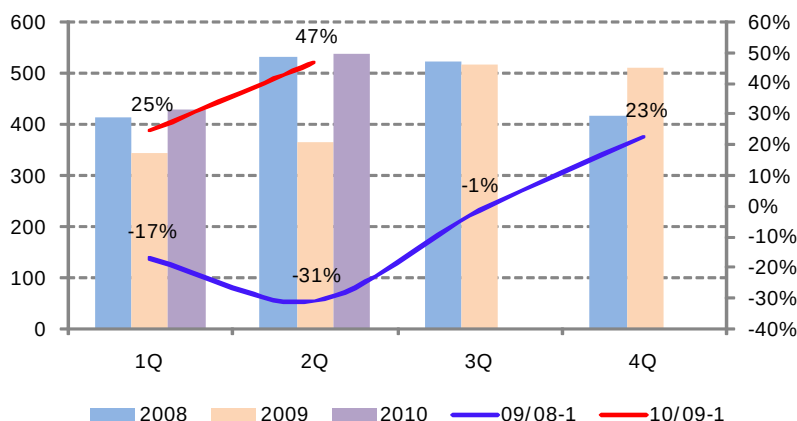
王晓莹 分析师 SAC 执业编号：S1130210040006
(8621)61038318
wangxiaoying@gjzq.com.cn

单季收入达同期最高水平，内销增长抢眼

单季收入达同期最高水平

- 上半年阳光共实现 9.7 亿元的收入规模，占全年计划目标近 46%，同比增长 36%。
- 单季收入情况来看，上半年各季收入达历史同期的最高水平（图表 1）。下半年公司将进一步加大更新型号及提高自动化水平，以解决上半年因劳动力供给不足带来的产能瓶颈；而且历史上除经济危机年份外，公司下半年销售收入高于上半年，我们对公司全年超过 21.27 亿收入目标有信心。

图表1：单季收入已到达同期高点（百万元）

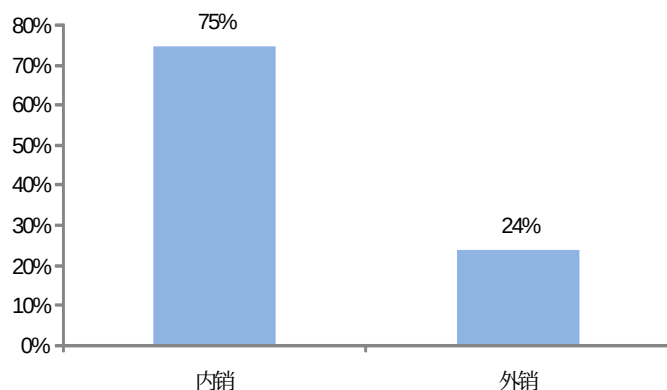


来源：国金证券研究所

内销增长表现抢眼，产品结构有所优化

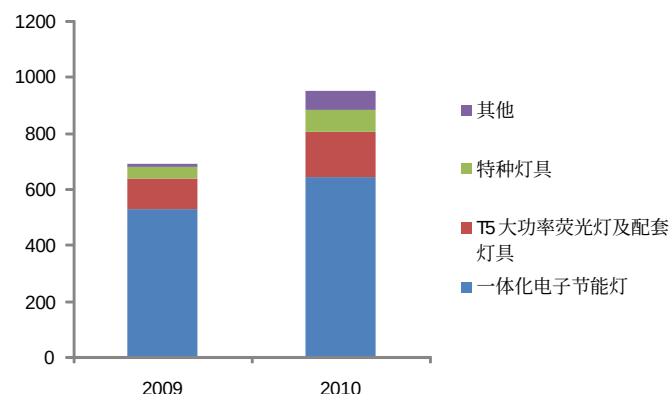
- 上半年内销收入增长抢眼，作为国家高效节能推广项目的龙头和最大受益者，公司继续拓展内销渠道建设，上半年内销收入同比增长 75%（图表 2）。
- 外销方面，受经济危机的深入影响，出口至北美的收入规模下滑，但公司适时调整策略，加大对拉丁美洲的市场拓展工作，因此出口总体较去年增长 24%。
- 分产品结构看（图表 3），毛利率高的 T5 大功率荧光灯和特种灯具的收入比重分别提升 1 个和 2 个百分点，产品结构的优化也与毛利率提升相吻合。

图表2：内销同比增速达 75%



来源：国金证券研究所

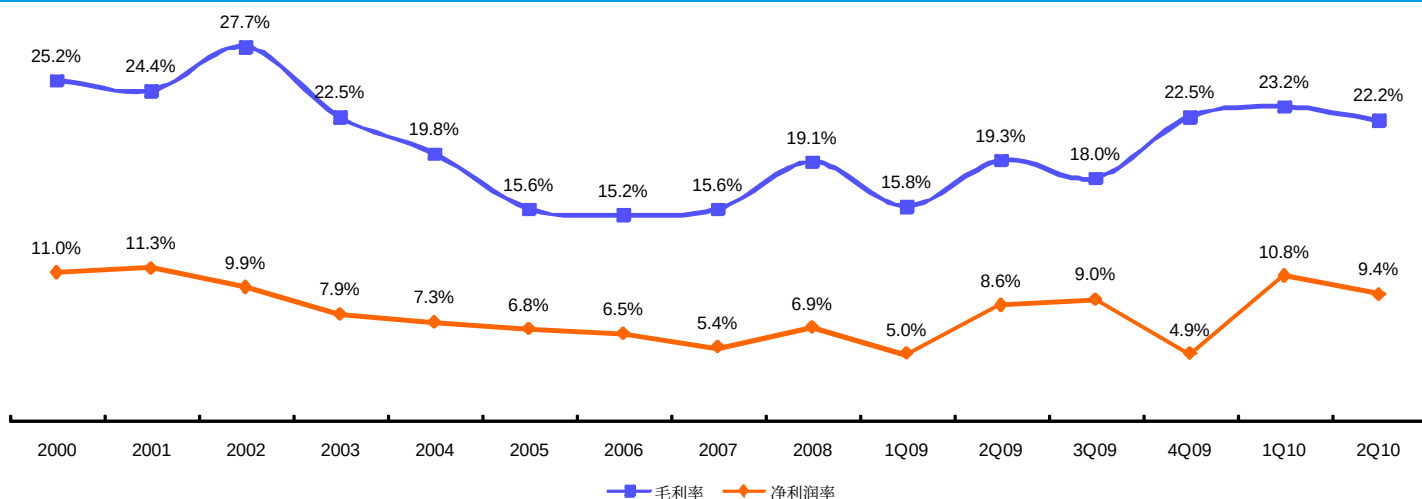
图表3：产品结构有所优化（百万元）



盈利能力显著提高

- 在节能灯管关键设备自动化率提高、自主品牌销售占比提高、高毛利产品结构占比提升三重影响下，4Q09 以来毛利率均维持在高水平（图表 4）。
- 净利率则在毛利率提升和期间费用率控制得当的叠加影响下同比提高 3.2 个百分点，环比亦有 5 个点的提升。
- 净利润增长明显：上半年共实现净利润 0.97 亿，完成全年计划的 66%，同比增长 99.81%。

图表4：单季毛利率和净利率变化情况



来源：国金证券研究所

图表5：利润表各项目变化情况及点评

	1H09	2H09	1H10	同比变化	环比变化	点评
营业收入(百万元)	712	1031	970	36%	-6%	内销收入增长 75%、出口增长 24%，尚有产能瓶颈
毛利率	17.6%	20.2%	22.7%	+5.1 百分点	2.5 百分点	毛利率同比环比都上升，因设备自动化率提高、自有品牌比例提高、及产品结构升级
-营业税金及附加	0.5%	0.4%	0.5%	—	0.1 百分点	—
-销售费用率	3.8%	5.8%	3.8%	—	-1.9 百分点	同比保持不变，环比下降主要是 2H09 需要给销售人员绩效奖励
-管理费用率	5.8%	7.3%	6.8%	1.0 百分点	-0.5 百分点	加大研发投入及收购子公司所致
-财务费用率	1.4%	-0.6%	1.4%	—	1.9 百分点	利息收入减少
-资产减值损失	-0.1%	1.2%	0.6%	0.7 百分点	-0.6 百分点	计提坏账损失
+公允价值变动损益	1.4%	-0.1%	0.0%	-1.4 百分点	0.1 百分点	停止股票投资
+投资收益	0.5%	0.4%	-0.1%	-0.5 百分点	-0.5 百分点	印度艾耐特投资净收益下降
+营业外收支	0.9%	0.4%	2.1%	1.2 百分点	1.7 百分点	获国家高效节能照明产品推广项目补贴增加
=利润总额	9.1%	6.9%	11.7%	2.6 百分点	4.8 百分点	—
-所得税费用率	1.7%	1.4%	1.6%	-0.1 百分点	0.2 百分点	—
-少数股东损益	0.5%	0.6%	0.1%	-0.4 百分点	-0.5 百分点	—
=归属于母公司所有者净利润率	6.8%	5.0%	10.0%	3.2 百分点	5.1 百分点	净利率大幅提升

来源：国金证券研究所

盈利调整

- 公司今年以来收入增长受制于劳动力供给不足带来的产能瓶颈，因此收入增速低于我们前期的预期；但是设备自动化率提高等三因素下毛利率的大幅提高远超我们预期，因此我们对盈利预测进行调整，下调收入增速、上调利润增速。
- 预计公司 2010-2012 年收入分别为 22.31、29.52、41.58 亿元，同比增速 28%、32.2%、41%；EPS 分别为 0.809、1.068、1.439 元，净利润同比增速分别为 67.6%、32.1%、34.7%。

投资建议

- 公司所处的节能灯行业受益于以欧盟今年起逐步开始禁用大功率白炽灯为起点的淘汰进程（从几大区域来看，2012 年底日本、欧盟将全面禁用，2012 年起美国加入淘汰行列，中国政府目前也在就淘汰方案进行招标），未来 3-5 年都将持续景气，预计行业性的增长也能保持三年 30%的复合增速。就浙江阳光而言，我们认为公司在自身顺应产业发展进程上节奏得当，将最大程度地享受到产业发展给公司带来的量、利增长；照明行业目前集中度尚不高，但资金、技术、品牌壁垒已经日益明显，强者愈强是明确的趋势（从国外发展经验来看也是如此）；因此我们认为公司的快速成长还能持续相当长的时间，2018 年实现百亿收入也一直是公司的战略目标。
- 公司目前股价对应 2010、2011 年 PE 分别为 29.9 和 22.7 倍；增发预案 2 月已经通过股东大会审议，目前正在等候发审委审议，按照融资额 7 亿/增发底价 16.72 元的增发股本数 4186 万股稀释后的 PE 分别为 2010 年 34.9 倍和 2011 年 26.4 倍；基于上述对公司未来业绩持续快速增长的判断，维持对公司的买入建议。