

产销率恢复快 国内销售增速高

谨慎推荐 首次评级

分析师: 朱力军 ✉: zhulijun@chinastock.com.cn ☎: 010-66568273 执业证书编号: S0130208021569

1. 事件

2010 年 7 月 27 日浙江阳光 (600261.SH) 公布了 2010 年中报, 公司 2010 年上半年营业收入达到 96992.27 万元, 同比增长 36.17%; 营业利润为 9283.13 万元, 同比增长 60.26%, 归属上市公司股东净利润为 9703.45 万元, 同比大幅增长 99.81%。稀释每股收益为 0.39 元。加权平均净资产收益率为 9.26%, 每股经营活动产生的现金流净额为 0.09 元, 每股净资产 4.14 元。

2. 我们的分析与判断

浙江阳光 (600261.SH) 是我国重要的照明器具生产商之一, 公司经营模式正在从 OEM 为主向自主品牌转化, 从主要依靠国际市场转向国际市场和国内市场同时开拓, 公司上半年的营业收入和营业利润增长略超出我们的预期。超出我们预期的主要原因是公司的产销率恢复较快。

随着经济的复苏, 市场需求快速恢复, 公司上半年主营收入增速达到 36.17%, 快于我们的预期, 也快于公司在年初定的 22% 的增长目标。我们注意到, 公司二季度的增速达到 46.95%, 大幅高于一季度的增长 (具体参见表 2), 除了公司努力扩大销售以外, 2009 年二季度基数非常低也是一个重要原因。

浙江阳光 (600261.SH) 正在努力构建国内和国际销售双引擎模式, 除了传统的国际市场外, 公司在国内建立了约 3000 家经销商, 同时在产品和服务上拓展, 积极参与政府高效环保节能灯推广, 2009 年内销增速高达 88.95%, 今年上半年国内增速达到 75.09%, 占总销售额的 33.27%, 较去年有所提高, 正朝着内销 50% 的目标前进。除了非洲和北美洲销售有所下滑以外, 亚洲、欧洲、拉丁美洲和大洋洲都恢复增长, 增速分别为 18.41%、25.04%、113.92% 和 6.13%。

公司盈利能力持续提升, 各个产品的毛利率都有不同程度的提高, 一体化电子节能灯 (公司主要产品, 占比 67.63%)、T5 大功率荧光灯及配套灯具和特种灯具毛利率分别提高 5.93 个百分点、1.48 个百分点和 0.17 个百分点。另外, 公司不断提高自有品牌的比例, 同时抓住节能环保主题, 扩大了节能产品的销售比例, 也提高了综合的盈利能力, 同时, 内销比例的增加也提高产品的盈利水平, 最近三年来, 公司的毛利率一路走高, 从 2007 年一季度的 11.59% 上升至 2010 年二季度的 22.22%, 上升到一个较高的水平。随着公司在金卤灯、高压钠灯和 LED 照明上的布局, 公司未来盈利能力应该会得到保证。

公司费用增长基本与销售同步, 销售费用和财务费用分别增长 36.34% 和 32.32%; 由于研发和新子公司运行, 公司管理费用同比增长 60.84%。受国家采购备库等因素影响, 截止到二季度末, 公司存货达到 5.10 亿元, 较年初增长 54.04%。上半年公司接到政府节能补贴 2177.53 万元, 使得公司营业外收入大幅增长 214.61%。受存货增加和应收账款增加因素影响, 公司经营活动产生的现金流净额下降了 83.61%。

3. 投资建议

浙江阳光 (600261.SH) 正处于业务模式的变革期, 国际和国内销售并举保证了公司经营稳定性, 随着国内销售占比逐步趋近 50%, 公司业务更具备可预测性; 另外, 公司加快了新型节能产品的研发和生产, 公司 LED 项目正在快速进行, 我们判断, 随着全球和我国照明产品的更新换代, 公司产品加渠道模式将逐步发挥威力。我们上调公司 2010 和 2011 年每股收益为 0.8 元、1.02 元, 给予公司 “谨慎推荐” 评级。

表 1: 浙江阳光 (600261.SH) 半年度财务数据表

单位: 万元	2010 中报	同比增长	2009 年报	2009 中报	同比增长	2008 年报	2008 中报	同比增长
营业收入	96992.27	36.17%	174,311.23	71,231.21	-24.80%	189,073.64	94,719.52	17.38%
营业成本	74997.58	27.81%	140,934.31	58,680.01	-25.71%	159,492.91	78,983.81	13.39%
毛利率	22.68%	-	19.15%	17.62%	-	15.65%	16.61%	-
营业税金及附加	470.9	25.86%	822.39	374.16	18.97%	955.19	314.49	54.28%
销售费用	3705.71	36.34%	8,647.53	2,718.02	46.47%	5,120.08	1,855.74	38.62%
销售费用率	3.82%	-	4.96%	3.82%	-	2.71%	1.96%	-
管理费用	6621.83	60.84%	11,618.57	4,117.05	-7.91%	8,694.25	4,470.79	42.87%
管理费用率	6.83%	-	6.67%	5.78%	-	4.60%	4.72%	-
财务费用	1314.11	32.32%	413.4	993.13	-49.43%	1,875.39	1,963.94	2848.86%
财务费用率	1.35%	-	0.24%	1.39%	-	0.99%	2.07%	-
营业利润	9283.13	60.26%	12,455.87	5,792.54	-19.30%	11,671.47	7,177.81	9.48%
营业外收入	2299.3	214.61%	3,529.93	730.85	224.72%	2,588.22	225.07	-43.98%
营业外支出	269.12	250.28%	385.29	76.83	-62.11%	500.64	202.78	217.79%
利润总额	11313.22	75.49%	15,600.51	6,446.56	-10.47%	13,759.05	7,200.10	4.44%
净利润	9788.67	86.87%	12,997.51	5,238.25	-7.10%	10,978.17	5,638.64	8.05%
少数股东损益	85.23	22.32%	950.43	381.81	21.27%	732.67	314.84	-39.68%
归属母公司所有者净利润	9703.45	99.81%	12,047.09	4,856.44	-8.78%	10,245.50	5,323.80	13.36%
净利率	10.00%	-	6.91%	6.82%	-	5.42%	5.62%	-

资料来源: 公司公告 中国银河证券研究部

表 2: 浙江阳光 (600261.SH) 分季度财务数据表

单位: 万元	2010 2Q	同比增长	2010 1Q	同比增长	2009 2Q	同比增长	2009 1Q	同比增长
营业收入	54,080.19	46.95%	42,912.08	24.64%	36,802.67	-30.94%	34,428.54	-16.89%
营业成本	42,061.51	41.60%	32,936.07	13.67%	29,703.68	-33.80%	28,976.33	-15.06%
毛利率	22.22%	-	23.25%	-	19.29%	-	15.84%	-
营业税金及附加	311.09	56.74%	159.81	-9.03%	198.48	14.87%	175.68	23.97%
销售费用	1,846.34	16.92%	1,859.37	63.26%	1,579.15	60.57%	1,138.87	30.56%
销售费用率	3.41%	-	4.33%	-	4.29%	-	3.31%	-
管理费用	3,646.28	85.42%	2,975.55	38.36%	1,966.47	-4.04%	2,150.58	-11.19%
管理费用率	6.74%	-	6.93%	-	5.34%	-	6.25%	-
财务费用	820.16	187.10%	493.95	-30.18%	285.67	-46.83%	707.46	-50.41%
财务费用率	1.52%	-	1.15%	-	0.78%	-	2.05%	-
营业利润	4,816.11	25.28%	4,467.02	129.26%	3,844.13	-20.67%	1,948.41	-16.44%
营业外收入	882.09	262.67%	1,417.21	190.63%	243.22	55.20%	487.63	613.33%
营业外支出	9.66	160.38%	259.46	254.89%	3.71	-96.66%	73.11	-20.13%
利润总额	5,688.45	39.30%	5,624.77	138.04%	4,083.64	-16.52%	2,362.93	2.35%
净利润	5,124.44	53.18%	4,664.23	146.40%	3,345.27	-13.69%	1,892.98	7.39%
少数股东损益	40.25	-79.66%	44.98	-75.55%	197.87	5.24%	183.94	45.04%
归属母公司所有者净利润	5,084.20	61.54%	4,619.25	170.28%	3,147.40	-14.65%	1,709.04	4.47%
净利率	9.40%	-	10.76%	-	8.55%	-	4.96%	-

资料来源: 公司公告 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

家电行业分析师（或分析师团队）覆盖股票范围：

A 股：美的电器（000527.SZ）、青岛海尔（600690.SH）、格力电器（000651.SZ）、九阳股份（002242.SZ）、苏泊尔（002032.SZ）、合肥三洋（600983.SH）、海信电器（600060.SH）、小天鹅（000418.SZ）、TCL 集团（000100.SZ）、浙江阳光（600261.SH）

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908