

其他电子器件III



浙江阳光（600261）

推荐（维持）

毛利率水平上台阶 LED 基建进程加快

市场数据

报告日期	2010-7-26
收盘价(元)	24.15
总股本(百万股)	249.77
流通股本(百万股)	197.64
总市值(百万元)	6031.91
流通市值(百万元)	4773.07
净资产(百万元)	1035.09
总资产(百万元)	2454.40
每股净资产	4.14

主要财务指标

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1743	2218	3104	4316
同比增长(%)	-7.8%	27.2%	40.0%	39.0%
净利润(百万元)	120	205	276	380
同比增长(%)	17.6%	69.9%	34.7%	37.8%
毛利率(%)	19.1%	22.3%	22.9%	23.1%
净利润率(%)	6.9%	9.2%	8.9%	8.8%
净资产收益率(%)	11.9%	17.9%	20.3%	23.0%
每股收益(元)	0.48	0.82	1.10	1.52
每股经营现金流(元)	1.21	0.89	1.13	1.55

相关报告

《浙江阳光：毛利率创五年来新高，看好未来发展——2010年1季报点评》2010-4-27

《浙江阳光：“阳光”总在风雨后——公司调研简报》2009-9-26

投资要点

事件：

7月27日，公司发布2010年半年报。报告期内，公司营业收入96992万元，同比增长36.2%，营业利润、利润总额以及归属于母公司所有者净利润分别为9283万元、11313万元、9703万元，分别同比增长60.3%、75.5%、99.8%，经营活动产生的现金流量净额为2232万元，同比减少83.6%。报告期实现每股收益0.39元，符合我们的预期。

点评：

- 公司2季度营收54080万元较1季度环比增长26%，并创下历史新高，我们判断2季度产能基本满产，下半年的增长主要靠新增产能的释放。但产能释放需要一个过程，我们预计下半年增速会放缓。
- 公司主要业务包括一体化电子节能灯（占营收比67.6%）、T5大功率荧光灯（占营收比17.1%）以及特种灯具（占营收比8.35%）。上半年综合毛利率22.68%，同比提升5.06个百分点，主要是因为一体化电子节能灯毛利率大幅提高6.12个百分点。
- 一体化电子节能灯毛利率大幅提高的主要原因有两个：一是产品结构优化，二是内销市场比重扩大。产品结构优化体现在高端产品（如T2管径节能灯）占比逐步提高；内销市场全部用自有品牌，毛利率高于出口产品，今年上半年内销市场占比33.27%，远高于去年同期的26.13%。我们认为公司毛利率的上升主要依靠的是“苦练内功”，具备可持续性，所以未来公司的综合毛利率有望保持在较高水平。

刘亮 S019020903014
021-3856 5917
liuliang@xyzq.com.cn

楼鸿强
021-3856 5937
louhq@xyzq.com.cn

韩林
021-38565605
hanlin@xyzq.com.cn

- 公司正在厦门建设 LED 灯具生产基地，从在建工程数据看：厦门生产基地项目一期工程期初数为 1781 万元，本期增加投资 5020 万元，期末数为 6801 万元。显然，LED 灯具生产基地建设进程开始加快，我们判断最快可能在 2011 年底部分产能投产，为公司带来新的增长。

总的来看，我们认为未来两三年将是公司又一个快速成长期。一方面全球开始禁用白炽灯，短期来看替代白炽灯的主力还是节能灯，节能灯行业近几年可以保持较快速增长，公司抓住这一有利时机快速扩产。另一方面，LED 灯作为第三代光源，很可能在两三年后爆发，公司已经在 LED 灯具领域进行布局，未来有望成为新的增长点。我们上调公司 2010 年至 2012 年每股收益为 0.82 元、1.10 元、1.52 元，对应动态市盈率为 29、22、16 倍，维持“推荐”投资评级。

表 1、浙江阳光分季度业绩对比（单位：百万元、元、%）

主要数据	09-2Q	09-3Q	09-4Q	10-1Q	10-2Q	QOQ	2009-06	2010-06	YOY	说明
营业收入	368	518	512	429	540.8	47.0%	712	970	36.2%	产能利用率上升
营业成本	297	425	397	329	420.6	41.6%	587	750	27.8%	
毛利	71	93	115	100	120.2	69.3%	126	220	75.2%	毛利率提高
销售费用	16	23	37	19	18.5	16.9%	27	37	36.3%	运输费、销售服务费增加
管理费用	20	25	50	30	36.5	85.4%	41	66	60.8%	研发费用增加及增加子公司
财务费用	3	3	-9	5	8.2	187.1%	10	13	32.3%	利息收入减少
资产减值	-1	2	10	0	5.4	-	-1	5	-	计提坏账损失
公允价值	1	-1	0	0	-0.2	-119.2%	10	0	-100.0%	停止股票投资
投资收益	6	7	-3	-0	-0.2	-104.0%	3	-1	-118.1%	调整印度子公司投资净损益
营业利润	38	45	21	45	48.2	25.3%	58	93	60.3%	毛利率提高
利润总额	41	58	33	56	56.9	39.3%	64	113	75.5%	营业外收入增加
净利润	31	47	25	46	50.8	61.5%	49	97	99.8%	少数股东权益减少
EPS	0.126	0.187	0.101	0.185	0.20	61.5%	0.194	0.389	99.8%	
销售费用率	4.3%	4.4%	7.1%	4.3%	3.4%	-0.9%	3.8%	3.8%	0.0%	
管理费用率	5.3%	4.8%	9.8%	6.9%	6.7%	1.4%	5.8%	6.8%	1.1%	
财务费用率	0.8%	0.6%	-1.7%	1.2%	1.5%	0.7%	1.4%	1.4%	0.0%	
所得税率	18.1%	14.6%	16.4%	17.1%	9.9%	-8.2%	18.7%	13.5%	-5.3%	
毛利率	19.3%	18.0%	22.5%	23.3%	22.2%	2.9%	17.6%	22.7%	5.1%	内销比重扩大、产品结构优化
净利润率	8.6%	9.0%	4.9%	10.8%	9.4%	0.9%	6.8%	10.0%	3.2%	

资料来源：兴业证券研发中心

附表

资产负债表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1405	1819	2541	3531
货币资金	588	776	1087	1511
交易性金融资产	1	0	0	0
应收账款	441	516	722	1004
其他应收款	25	51	71	99
存货	331	420	584	809
非流动资产	795	962	1124	1272
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	104	105	105	105
投资性房地产	17	18	18	18
固定资产	446	570	669	751
在建工程	98	79	72	69
油气资产	0	0	0	0
无形资产	100	170	240	310
资产总计	2200	2781	3665	4803
流动负债	827	1324	1992	2824
短期借款	0	219	582	978
应付票据	111	177	248	345
应付账款	472	554	776	1079
其他	244	374	385	421
非流动负债	294	242	237	237
长期借款	269	212	212	212
其他	25	30	25	25
负债合计	1121	1566	2229	3061
股本	250	250	250	250
资本公积	353	353	353	353
未分配利润	311	420	607	866
少数股东权益	68	73	79	88
股东权益合计	1079	1215	1436	1742
负债及权益合计	2200	2781	3665	4803

现金流量表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	120	205	276	380
折旧和摊销	44	44	58	71
资产减值准备	8	5	22	30
无形资产摊销	2	0	0	0
公允价值变动损失	10	0	0	0
财务费用	4	23	38	55
投资损失	-7	1	0	0
少数股东损益	10	5	7	9
营运资金的变动	-95	63	119	158
经营活动产生现金流量	277	223	281	387
投资活动产生现金流量	-105	-212	-220	-220
融资活动产生现金流量	-48	177	249	257
现金净变动	124	188	310	424
现金的期初余额	570	588	776	1087
现金的期末余额	694	776	1087	1511

利润表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1743	2218	3104	4316
营业成本	1409	1723	2394	3319
营业税金及附加	8	11	16	22
销售费用	86	93	130	181
管理费用	116	160	224	311
财务费用	4	23	38	55
资产减值损失	11	0	0	0
公允价值变动	10	0	0	0
投资收益	7	-1	0	0
营业利润	125	207	302	428
营业外收入	35	45	35	35
营业外支出	4	5	5	5
利润总额	156	247	332	458
所得税	26	37	50	69
净利润	130	210	282	389
少数股东损益	10	5	7	9
归属母公司净利润	120	205	276	380
EPS (元)	0.48	0.82	1.10	1.52

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长性(%)				
营业收入增长率	-7.8%	27.2%	40.0%	39.0%
营业利润增长率	6.7%	65.8%	46.3%	41.5%
净利润增长率	17.6%	69.9%	34.7%	37.8%
盈利能力(%)				
毛利率	19.1%	22.3%	22.9%	23.1%
净利率	6.9%	9.2%	8.9%	8.8%
ROE	11.9%	17.9%	20.3%	23.0%

偿债能力(%)

资产负债率	50.9%	56.3%	60.8%	63.7%
流动比率	1.70	1.37	1.28	1.25
速动比率	1.28	1.05	0.98	0.96

营运能力(次)

资产周转率	0.84	0.89	0.96	1.02
应收帐款周转率	3.95	4.31	4.67	4.65

每股资料(元)

每股收益	0.48	0.82	1.10	1.52
每股经营现金	1.21	0.89	1.13	1.55
每股净资产	4.05	4.57	5.43	6.62

估值比率(倍)

PE	50.07	29.48	21.88	15.88
PB	5.96	5.28	4.45	3.65

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间

中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间

回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

重要声明

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。