

浙江阳光(600261)

公司研究/深度报告

推荐 首次评级

合理估值: 30—32 元

全球照明正升级，静待产能变业绩

民生精品---深度研究报告/家电行业

2010 年 10 月 15 日

报告摘要:

● 浙江阳光业绩主要驱动力来自于行业成长

浙江阳光是全球最大的电子节能灯生产基地，通过对公司进行SWOT分析发现，公司业绩增长的主要驱动力还是来源于行业未来的成长性。

● 受益于行业，浙江阳光2010-2012年收入复合增长率将超40%

目前全球均在大力发展绿色照明事业，各国均把照明节能作为一下重点工程在抓。慧聪邓白氏预测，全球照明行业市场2012年规模将超3300亿美元，我国照明行业市场规模在2012年将达2475亿元。

● 近三年普通节能灯每年约为公司带来30亿元收入

由于普通节能灯技术、市场都较为成熟，价格目前相对更为市场所接受，近几年将是市场主流照明产品，经测算，仅普通节能灯2010-2012年平均每年约能为公司带来30亿元收入，复合增长率超过30%。

● LED节能灯是公司未来收入增长点

LED节能灯作为发展趋势的地位是毋庸置疑的，公司目前积极在LED节能灯产业进行布局，近三年对公司的收益影响将达六千万，到2012年将成为公司新的增长点。

● 合理价值在30~32元/股之间，给予“推荐”评级

预计2010-2012年公司营业收入将分别达到23.92亿元、37.96亿元、48.21亿元，2010-2012年基本每股收益分别为0.95元、1.38元、1.57元，给予公司“推荐”评级，综合DCF估值和相对估值，公司的合理估值区间为30元-32元。

● 风险提示

产能瓶颈风险；汇率风险。

民生证券研究所

分析师：王力

执业证书编号：S0100210090005

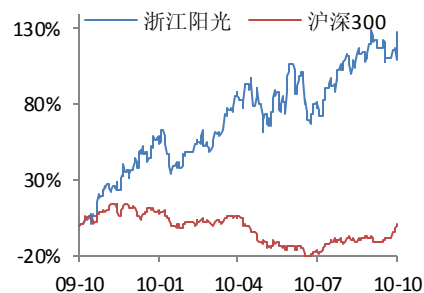
电话：(8610)85127646

Email: wangli@mszq.com

地址：北京市东城区建国门内大街28号

民生金融中心A座16层 100005

一年该股与沪深300走势比较



交易数据 (2010-10-15)

收盘价(元)	26.89
近12个月最高/最低	29.49/12.53
总股本(百万股)	249.77
流通股本(百万股)	197.64
流通股比例%	79.13
总市值(亿元)	67.16
流通市值(亿元)	53.15

相关研究

盈利预测与财务指标

项目/年度	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1,743	2,392	3,796	4,821
增长率(%)	-7.81%	37.24%	58.69%	27.01%
归属母公司股东净利润(百万元)	120	237	345	392
增长率(%)	17.58%	97.03%	45.35%	13.73%
每股收益(元)	0.48	0.95	1.38	1.57
毛利率(%)	19.1%	19.8%	20.2%	20.3%
净资产收益率 ROE(%)	12.0%	20.0%	23.4%	21.3%
每股净资产(元)	4.32	5.30	6.71	8.31
PE	55.46	33.90	21.69	19.07
PB	/	4.63	3.66	2.96
EV/EBITDA	/	31.55	22.15	18.14

资料来源：民生证券研究所

投资要点:

➤ 投资逻辑

1、浙江阳光是全球最大的电子节能灯生产基地，通过对公司进行 SWOT 分析发现，公司业绩增长的主要驱动力还是来源于行业未来的成长性。

2、目前全球均在大力发展绿色照明事业，我国照明行业市场规模在 2012 年将达 2475 亿元看，受益于此浙江阳光 2010-2012 年收入复合增长率将超 40%。

3、普通节能灯近几年将是市场主流照明产品，仅普通节能灯 2010-2012 年平均每年将为浙江阳光带来约 30 亿元左右的收入。

4、LED 节能灯作为发展趋势的地位是毋庸置疑的，未来三年公司在 LED 上收益将达到六千万，2012 年将成为公司新的增长点。依据技术生命周期的 S 曲线与技术泡沫模型，LED 节能灯渗透率一旦超过 10%，其企业股价表现将迎来弱牛市（关于技术生命周期的 S 曲线与技术泡沫模型内容，可参读我公司报告《2010 年四季度 A 股策略报告：周期成长两相宜》）。

➤ 有别于大众的认识

三至五年内普通节能灯仍将是主流照明产品：LED 节能灯目前被定位为未来主流的照明产品，能效高、寿命长等多种特性使得其牢牢占住了未来主要发展方向前沿，但是目前主流 LED 节能灯产品还并不成熟，并且较高的成本也导致 LED 节能灯无法快速在市场中普及。普通节能灯相较同等亮度的白炽灯可节能 80%，而且价格相对适度，并且经过多年的推广以为广大消费者所接受，因此在至少 3-5 年内，普通节能灯将是照明市场的主流产品。

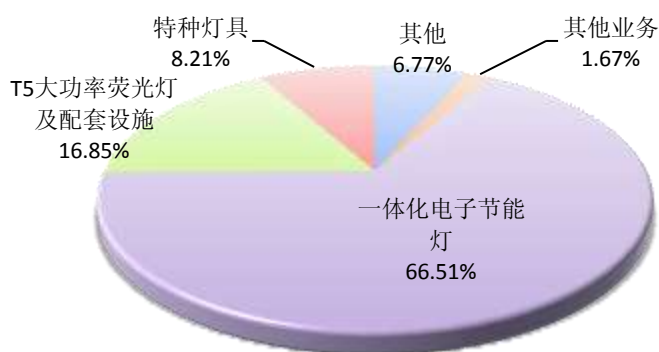
目录

一、浙江阳光业绩主要驱动力来自于行业成长.....	4
二、浙江阳光 2010-2012 年收入复合增长率将超 40%	5
(一) 节能是我国经济发展的重要战略之一.....	5
(二) 我国照明行业 2010 年市场规模将超 2000 亿	6
(三) 浙江阳光 2010-2012 年收入复合增长率将超 40%.....	8
三、未来三年普通节能灯每年约为公司带来 30 亿元收入	9
(一) 白炽灯全面淘汰将不超十年	9
(二) 普通节能灯 2010-2012 年约每年为公司带来 30 亿收入	10
四、公司 LED 节能灯业务近三年收入累计将达六千万.....	12
五、盈利预测	13
六、估值与投资评级.....	14
(一) DCF 估值	14
(二) 相对估值	15
六、股价催化剂.....	16
七、主要风险	16
插图目录	19
表格目录	19

一、浙江阳光业绩主要驱动力来自于行业成长

浙江阳光是我国照明电器行业的排头兵,是全球最大的一体化电子节能灯生产制造基地,公司目前主要产品为电子节能灯、T5 荧光灯及配套灯具、和特种灯具。公司产品已获得了美国 UL、FCC、ENERGY STAR、欧洲 EMC、CE、GS 等近 40 项国际标准认证,产品远销欧美、东南中东。并且,公司已新增金卤灯、高压钠灯、LED 照明等种类形成产品多元化的格局。

图 1: 浙江阳光目前主要产品是电子节能灯



资料来源: 公开资料、民生证券研究所

2007 年公司果断进行战略转型——发展自有品牌、发展前瞻性产品策略、提高生产自动化能力,战略已经展现出了明显的成效,公司产品线已初步完成多元化布局,并向上游进行延伸,使得收入与盈利能力明显提升。

表 1: 浙江阳光 SWOT 分析

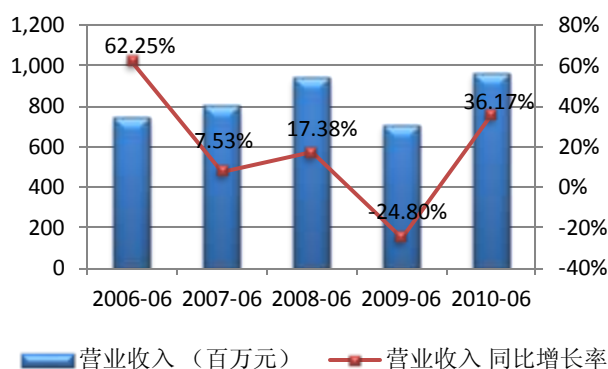
Strength: ——全球最大的电子节能灯生产基地 ——与国际企业相比的成本优势(国内行业通性) ——自主品牌产品全球推广 ——产能的扩张、多元化的布局、向上游的延伸	Weakness: ——品牌知名度相对较弱 ——OEM 产品毛利较低 ——产能瓶颈
Opportunity: ——节能环保、绿色照明带来的行业发展机会 ——全球淘汰白炽灯推动节能灯市场加速增长 ——高效节能照明产品推广 ——LED 节能灯是未来照明市场发展趋势	Threat: ——国际同行竞争 ——国内的无序竞争,行业集中度低 ——汇率变动 ——LED 核心技术的欠缺

资料来源: 民生证券研究所

对公司进行 SWOT 分析发现,公司业绩的主要驱动力是来自于行业的发展,当然公司自身“内功”的修炼也是驱动公司能从行业增长中获益的重要因素。从公司销售情况可

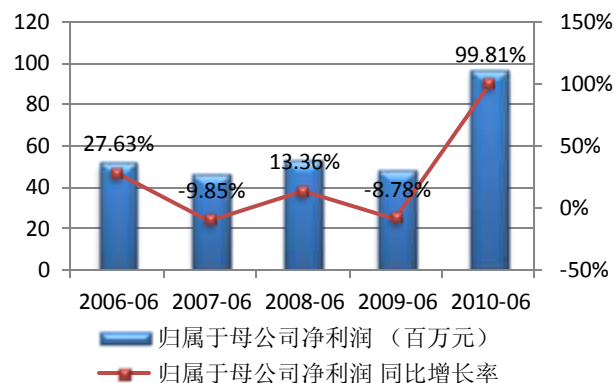
以看到,受到节能等市场快速发展以及阳光品牌市场影响力扩大等因素的影响,浙江阳光2010年上半年收益大幅增长,上半年实现营业收入9.70亿元,同比增长36.17%;实现归属母公司净利润9703.45万元,同比增长99.81%,扣除非经常性损益后实现净利润9264.04万元,同比增长171.34%。

图 2: 受益于行业增长浙江阳光收入同比增长 36%



资料来源: 公开资料、民生证券研究所

图 3: 自主品牌销售比例的提升促进浙江阳光盈利能力提升



资料来源: 公开资料、民生证券研究所

二、浙江阳光 2010-2012 年收入复合增长率将超 40%

(一) 节能是我国经济发展的重要战略之一

表 2: 中国部分节能环保相关政策法规

项 目 名 称	发 布 时 间
《节能中长期专项规划》	2004 年 11 月
《国民经济和社会发展第十一个五年规划纲要》	2006 年 03 月
《国务院关于加强节能工作的决定》	2006 年 08 月
《中国节能技术政策大纲》	2006 年 12 月
《中国人民银行关于改进和加强节能环保领域金融服务工作的指导意见》	2007 年 06 月
《节能减排授信工作指导意见》	2007 年 11 月
《高效照明产品推广财政补贴资金管理暂行办法》	2007 年 12 月
《国家重点节能技术推广目录(第一批)》	2008 年 05 月
《循环经济促进法》	2008 年 08 月
《“节能产品惠民工程” 高效节能房间空调器推广实施细则》	2009 年 05 月
《国家重点节能技术推广目录(第二批)》	2009 年 12 月
《中国人民银行、中国银行业监督管理委员会、中国证券监督管理委员会等关于进一步做好金融服务支持重点产业调整振兴和抑制部分行业产能过剩的指导意见》	2009 年 12 月
《房间空气调节器能效限定值及能效等级》	2010 年 03 月
《国务院发布确保实现“十一五”节能减排目标的通知》	2010 年 05 月

资料来源: 民生证券研究所

节能是我国经济和社会发展的项长远战略方针,也是当前一项极为紧迫的任务。照

我国是照明用电大国，十一五期间国家将“绿色照明”工程作为一项重点工程，多次强调“加强城市照明管理，严格控制公用设施和大型建筑物装饰性景观照明能耗；继续实施“节能产品惠民工程”，加大高效节能空调推广；大量推广节能灯产品普及，东中部地区和有条件的西部地区城市道路照明、公共场所、公共机构全部淘汰低效照明产品”。

表 3: “十一五”规划节能重点工程

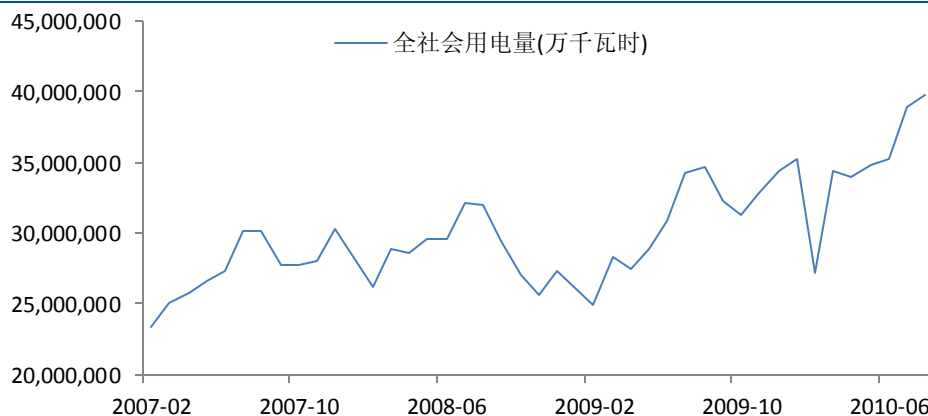
项 目	内 容
低效燃煤工业锅炉（窑炉）改造	采用循环流化床、粉煤燃烧等技术改造或替代现有中小燃煤锅炉（窑炉）。
区域热电联产	发展采用热电联产和热电冷联产，将分散式供热小锅炉改造为集中供热。
余热余压利用	在钢铁、建材等行业开展余热余压利用。
节约和替代石油	在电力、交通运输等行业实施节约措施，发展煤炭液化、醇醚类燃料等石油替代产品。
电机系统节能	在煤炭等行业进行电动机拖动风机、水泵系统优化改造。
能量系统优化	在石化、钢铁等行业实施系统能量优化，使企业综合能耗达到或接近世界先进水平。
建筑节能	严格执行建筑节能设计标准，推动既有建筑节能改造，推广新型墙体材料和节能产品等。
绿色照明	在公用设施、宾馆、商厦、写字楼以及住宅中推广高效节电照明系统等。
政府机构节能	政府机构建筑按照建筑节能标准进行改造，在政府机构推广使用节能产品等。
节能监测和技术服务体系建设	更新监测设备，加强人员培训等。

资料来源：《中华人民共和国国民经济和社会发展第十一个五年规划纲要》、民生证券研究所

（二）我国照明行业 2010 年市场规模将超 2000 亿

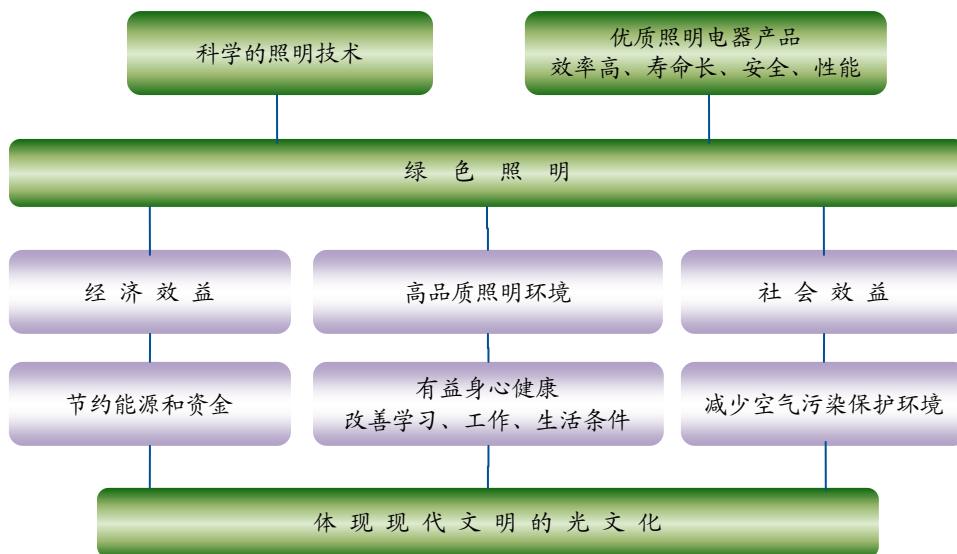
工业化和城镇化进程的不断发展推动着我国全社会用电量快速增长，而照明用电是其中的耗电大户之一，相关统计显示：我国是照明用电大国之一，2008 年照明消耗电量达 4100 亿千瓦时，相当于英国全年用电量。目前，我国照明用电量约占全社会用电量的 12%，超过 4300 亿千瓦时，其中城市照明用电约占照明用电的 4%-6%。用电量的快速增长自然带来了能耗的问题，发展绿色照明工程就成为了推动照明节能的重要手段之一。

图 4: 全社会用电量持续上升，其中城市照明用电约占总用电量的 30%



资料来源：Wind 资讯、民生证券研究所

图 5: 绿色照明解析

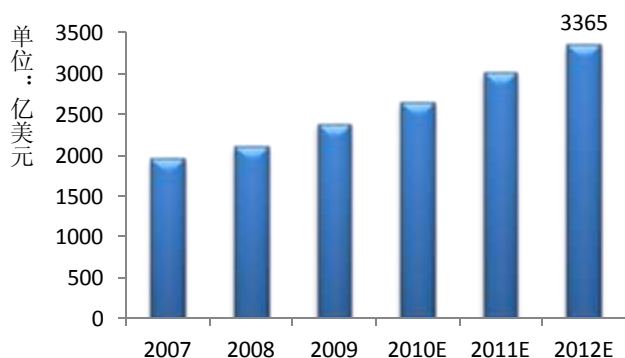


资料来源: 中国照明网、民生证券研究所

我国不仅是照明用电大国, 同时也是灯具大国, 统计数据显示, 2009 年中国白炽灯产量 37.6 亿只, 约占世界产量的三分之一; 紧凑型荧光灯 (CFL) 产量 36.5 亿只, 占世界产量的 80% 以上; 其出口量均占到产量的三分之二。

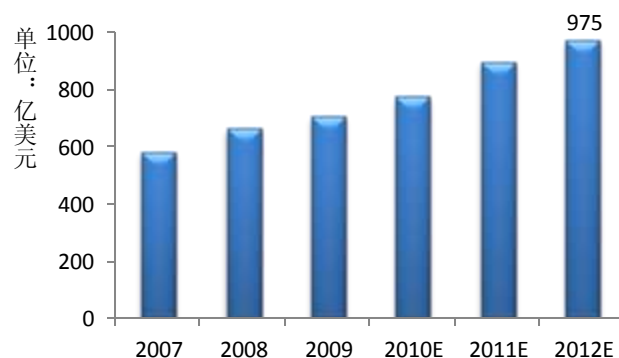
全球范围发展绿色照明工程以来, 全球节能灯产业发展迅速, 数据显示全球照明行业市场 2012 年规模将超 3300 亿美元, 而受到《高效节能照明产品推广》政策持续推动, 中国节能灯市场发展也十分迅速, 产品产出持续扩张, 国家产业政策鼓励节能灯产业向高技术产品方向发展, 国内企业新增投资项目投资逐渐增多。慧聪邓白氏预测, 我国照明行业市场规模在 2012 年将达 2475 亿元 (乐观估计国内规模将超 3000 亿元)。

图 6: 全球照明市场 2012 年规模将超 3300 亿美元



资料来源: 慧聪邓白氏研究、民生证券研究所

图 7: 全球专业照明市场 2007-2009 复合增长率 13.4% 左右

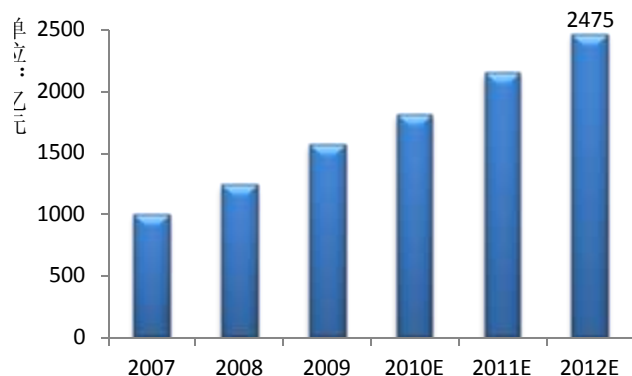


资料来源: 慧聪邓白氏研究、民生证券研究所

2010 年, 中国照明行业依然保持了快速增长。2010 年上半年照明行业累计完成工业总产值 1147.79 亿元, 同比增长 29.63%。其中电光源制造完成 387.29 亿元, 同比增长 38.91%, 照明灯具制造完成 561.88 亿元, 同比增长 26.54%, 灯用电器附件及其他照明器具制造完成 198.62 亿元, 同比增长 22.14%; 分产品月度产量同比均为正增长, 其中荧光灯表现出

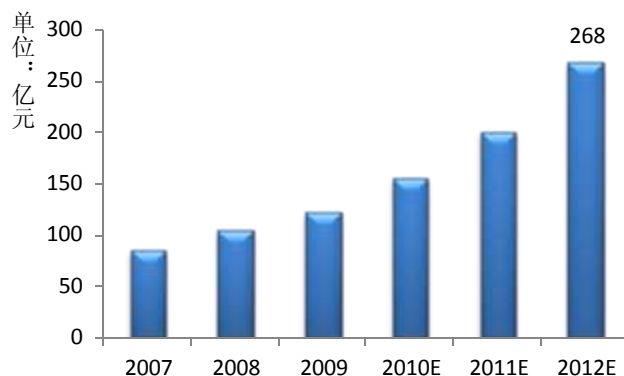
强劲的发展势头，月度同比增幅均在 50%以上。

图 8: 预计中国照明行业 2012 规模将达超 2000 亿



资料来源: 慧聪邓白氏研究、民生证券研究所

图 9: 预计中国专业照明行业 2012 规模将达近 300 亿



资料来源: 慧聪邓白氏研究、民生证券研究所

2010 年上半年, 照明行业完成累计销售产值 1107.02 亿元, 累计同比增长 31.30%; 行业累计出口额 81.28 亿美元, 同比增长 36.35%。从月度产销率情况看, 上半年产销率月度保持平稳趋势, 保持在 95~98%之间。

(三) 浙江阳光 2010-2012 年收入复合增长率将超 40%

随着节能灯行业的快速发展, 国内企业在节能灯产品系列与产能方面相较国外企业均有明显不足, 为能从行业的增长中充分受益, 各企业都在积极地扩大产能、加强产品线的建设以期从行业发展中获得更快的发展。

表 4: 浙江阳光积极扩大产能

单位: 万只	目前产能	具体产能情况
上虞	19,000	公司在上虞新购置一块土地拟新建生产基地, 目前尚未有时间表。
江西	7,000	基地设计产能 2 亿支, 目前产能 7000 万支, 2010 年底产能将扩大到 1 亿支, 拟 2011 年底产能扩大到 2 亿支; 公司规划江西将作为 OEM 生产基地。
厦门	0	一期工程已于 2010 年 9 月初步建成, 将在年底形成 7 千万支左右的节能灯产能, 2012 年底能够达到 2 亿支产能。厦门基地将主要用于公司 T2 节能灯与 LED 节能灯, 主要作为出口基地; 公司规划未来 LED 推广由室外照明开始, 目前 LED 节能灯相对量较少, 且主要是出口。
越南、印度	2,500	目前暂无扩大产能计划。

资料来源: 公司资料、民生证券研究所

1、积极扩张产能以充分受益于行业增长

浙江阳光在整体产能的扩张上循序渐进, 到 2010 年公司产能将达到近 4 亿只的规模, 而到 2012 年公司产能将超过 6 亿只, 能很好的跟上行业快速增长的步伐, 快速提升公司收入水平。

表 5: 浙江阳光产能扩张进程

单位: 亿只	目前产能	2010 年底	2011 年底	2012 年底
上虞	1.9	2	2	2
江西	0.7	1	2	2
厦门	0	0.7	1.5	2
越南、印度	0.25	0.25	0.25	0.25
合 计	2.85	3.95	5.75	6.25

资料来源: 公司资料、民生证券研究所

2、公司已初步完成多元化布局

浙公司 2010 年加速全面推动产品升级换代和产品多元化发展,以“低碳”与“环保”为方向,紧紧契合淘汰白炽灯这一历史机遇,扩大了小型化、细管径、大功率等节能灯新品的产能,加快了公司节能灯产品升级;并且,新增金卤灯、高压钠灯、LED 照明等种类,产品多元化格局初步形成。

3、浙江阳光 2010-2012 年收入复合增长率将超 40%

目前全球白炽灯、卤粉荧光灯和节能灯的应用比例目前约为 4:3:1,我国约为 8:9:1。浙江阳光 2009 年国内节能灯市场占有率为 15%。经测算,在不考虑公司产能问题、销售能力等情况,公司 2010-2012 年收入复合增长率将达 60%左右,平均每年约为公司带来近 60 亿元收入;结合公司目前产能扩张情况,公司 2010-2012 年复合增长率将超 40%。

三、未来三年普通节能灯每年约为公司带来 30 亿元收入

(一) 白炽灯全面淘汰将不超十年

寿命短、高耗能的白炽灯已经逐渐被市场所淘汰,2006 年国际能源署的一份研究报告提出,如果从现在开始在全世界逐步淘汰白炽灯,到 2030 年全球可节约 38%的照明用电,减排二氧化碳 166 亿吨。2007 年 2 月,澳大利亚政府首先宣布最迟于 2010 年开始在本国禁止使用白炽灯,随后全球范围内纷纷展开了淘汰白炽灯计划,而电子节能灯以其高光效、高显色、节电能、长寿命的优异性能风靡全球。

表 6: 全球各地区禁售白炽灯计划

地 区	禁售白炽灯计划
中国	为加快推进节能减排,逐步淘汰白炽灯,预计 2012 年 9 月内禁售白炽灯。
澳大利亚	2009 年停止生产,最晚在 2010 年逐步禁止使用传统的白炽灯。
欧盟	2009 年 9 月 1 日,禁止销售 100 瓦以上白炽灯;2010 年 9 月 1 日起,禁止销售 75 瓦以上白炽灯;2011 年 9 月 1 日起,禁止销售 60 瓦以上白炽灯;2012 年 9 月 1 日起,禁止销售所有白炽灯。
台湾地区	规划 2010 年开始执行白炽灯禁产政策,2012 年全面禁产。
加拿大	2012 年开始禁止销售白炽灯。
日本	2012 年将全面禁止使用白炽灯。
美国	2012 年 1 月到 2014 年 1 月,逐步淘汰 40W、60W、75W 及 100W 白炽灯泡。
韩国	2013 年底前全面禁用白炽灯。

资料来源: 民生证券研究所

作为新型照明产品的普通节能灯，与同样亮度的白炽灯相比可以节电 80%，如果把现有白炽灯全部替换为节能灯，每年约可节电超过 480 亿千瓦时，相当于减排二氧化碳 4800 万吨。

表 7：同样亮度的节能灯比白炽灯可节电约 80%

灯的种类	灯的数量（支）	灯的瓦数 （瓦，同等亮度）	每天开灯时间 （小时）	每月天数	电费单价	每月电费
白炽灯	10	40	5	30	0.5	30
节能灯	10	8	5	30	0.5	6
可节省费用	—	—	—	—	—	24

资料来源：民生证券研究所

随着白炽灯的逐步淘汰，业内共识白炽灯的彻底淘汰不会超过 10 年，这也意味着金属卤化物灯、普通节能灯、LED 节能灯等白炽灯的替代品将快速填补白炽灯退出后留下的市场空白，如：用卤钨灯取代普通照明白炽灯可节电 50-60%；用自镇流单端荧光灯取代白炽灯可节电 70-80%；用直管型荧光灯取代白炽灯和直管型荧光灯的升级换代可节电 70-90%；低压钠灯的光效是普通白炽灯的 10-20 倍；还有高压钠灯、金属卤化物灯以及 LED 节能灯也是白炽灯很好的替代物。

日常用的普通节能灯又叫紧凑型荧光灯，一般来说在同一瓦数之下，一盏节能灯比白炽灯节能 80%，平均寿命延长 8 倍，热辐射仅 20%。在非严格的情况下，一盏 5 瓦的节能灯光照可视为等于 25 瓦的白炽灯，7 瓦的节能灯光照约等于 40 瓦的，9 瓦的约等于 60 瓦的。

（二）普通节能灯 2010-2012 年约每年为公司带来 30 亿收入

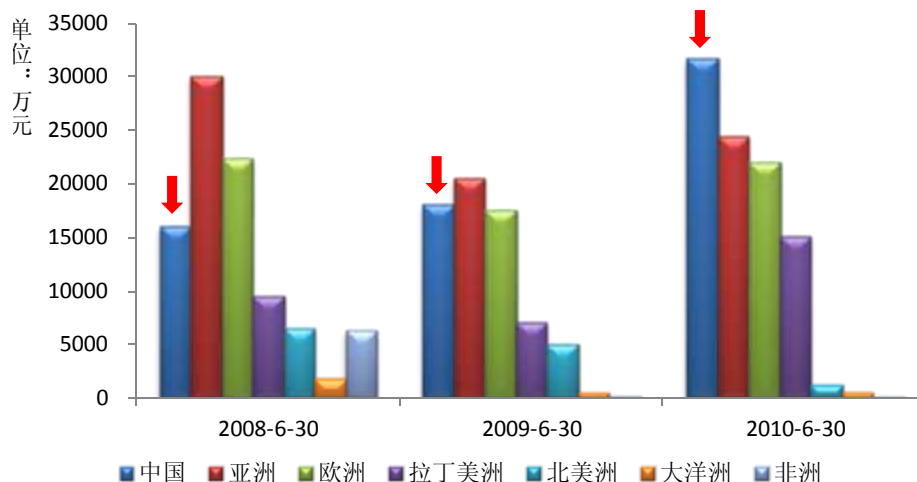
1、高效节能照明产品推广推升“阳光”品牌知名度

国内照明产品企业大多还是以 OEM 出口为主，之前由于受全球经济环境影响，出口订单有起伏波动，虽然目前出口有明显好转，但扩大内销份额是照明企业提振收入能力的重要方向，而高效节能照明产品推广计划恰到好处的促进了照明企业品牌知名度在国内的提升，有利于企业扩大内销份额。

自政府实施高效节能产品推广以来，浙江阳光积极参与推广任务，2009 年公司推广任务量为 1190 万只，占推广总量的 10.47%；在 2010 年公司 2010 年推广任务量为 925 万只，占 2010 年推广任务总量 15510 万只（不含高压钠灯）约 5.95%。

从 2008、2009 两年浙江阳光销售情况就可以看到参与节能推广任务，为公司产生了良好的社会效益和经济效益，促进了公司国内销售网络的构建和完善，进一步加强了阳光品牌的市场影响力，公司国内销售（国内销售的均为自主品牌产品）金额近几年快速上升，2010 上半年国内销售收入同比增长 42.89%。

图 10: 高效节能照明产品推广对浙江阳光的品牌效益已显现

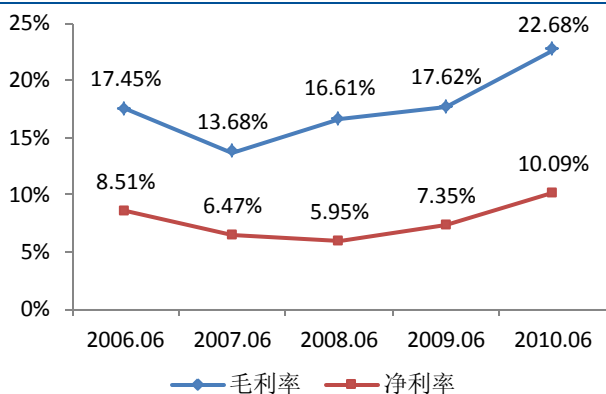


资料来源：公开资料、民生证券研究所

2、自主品牌销售增加推动盈利能力提升

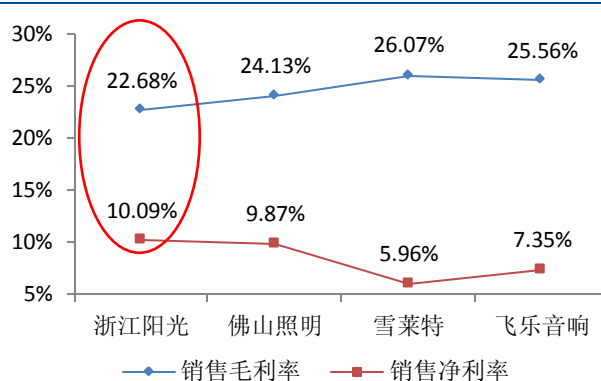
公司自主品牌产品毛利率相对较高，随着公司品牌知名度在国内逐渐提升，内销份额的提升，公司的盈利能力也明显提升，2009 年公司整体毛利率达 19.15%，2010 年上半年整体毛利率达 22.68%，虽然毛利低于同行业的 A 股上市公司——佛山照明、雪莱特和飞乐音响，但公司 2010 年上半年净利率为 10.09%，为 A 股上市同行公司中最高的。

图 11: 浙江阳光盈利能力自 2007 年起逐步提升



资料来源：公开资料、民生证券研究所

图 12: 浙江阳光净利率高于同行业上市公司



资料来源：公开资料、民生证券研究所

3、普通节能灯 2010-2012 年约每年为公司带来 30 亿收入

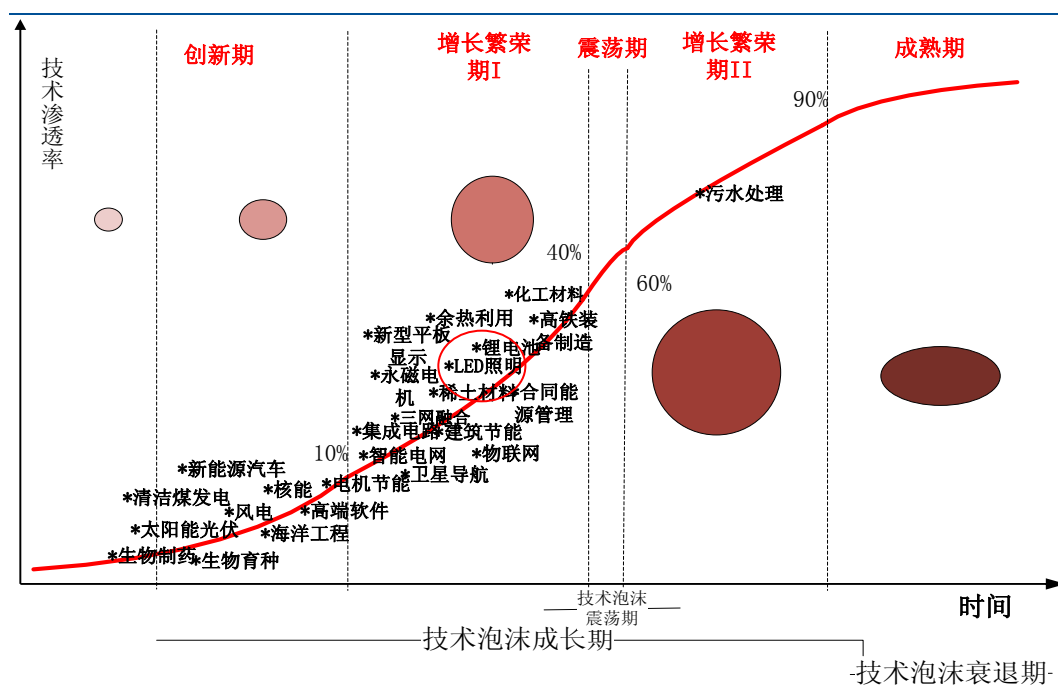
由于普通节能灯技术、市场都较为成熟，价格目前相对更为市场所接受，近几年将是市场主流照明产品，浙江阳光主要产品为荧光灯产品，且是全球最大的电子节能灯生产企业，将充分受益于节能灯市场的增长，经测算，仅普通节能灯 2010-2012 年平均每年将为公司带来约 30 亿元左右的收入，2010-2012 年复合增长率超过 30%。

四、公司 LED 节能灯业务近三年收入累计将达六千万

由于 LED 节能灯目前技术成熟度相对较低且成本较高，短期内无法成为市场主流产品，但是随着 LED 技术的逐步提升其成本也将逐步降低，可以断定 LED 作为一种新型的节能、环保的绿色光源产品，未来普通节能灯及白炽灯必然会被 LED 灯泡所取代，是未来发展的趋势。

统计数据显示 2004 年-2008 年中国景观照明用 LED 市场年均复合增长率达到 42.8%；预计 2009 年-2013 年，中国 LED 照明市场都将呈现快速发展势头，从金额上看，用于路灯的 LED 市场规模年均复合增长率将达到 38.8%，用于景观照明的 LED 市场规模年均复合增长率将达到 21.7%，高于市场平均复合增长率，其中 2010 年有望突破 1400-1500 亿之间的幅度。

图 13：依据技术生命周期的 S 曲线与技术泡沫模型，LED 照明将进入增长繁荣期



资料来源：民生证券研究所

照明大厂飞利浦估计全球 LED 照明渗透率将从去年的 2% 提高到今年的 5%-6%，并预估 2015 年 LED 照明渗透率将达 50%。也就是说，2011-2012 年，全球 LED 照明的市场渗透率就会超过 10%。我国企业在 LED 节能灯核心技术（主要是芯片制造）方面与国外巨头差距较大，其主要专利都掌握在飞利浦、通用电气等国外巨头手中，在行业快速成长的今天企业必须积极布局 LED 节能灯产业，加强在 LED 节能灯上的研发、扩大产能投入。

目前，浙江阳光已初步完成在 LED 节能灯上的基础布局（表 4：浙江阳光积极扩大产能表 4），做好了迎接未来的 LED 节能灯进入快速成长期的准备，目前 LED 节能灯行业并不太成熟，公司目前 LED 节能灯产品产量相对量较少，并主要都出口国外，公司认为 LED 照明产品要在 3-5 年后才能进入对传统照明产品的全面替代期。根据公司目前 LED

节能灯产能情况测算，公司 2010-2012 年 LED 业务累计收入将达 6000 万元左右，随着 LED 照明产业的成熟，公司在 LED 照明产业全面布局的完成，LED 业务到 2012 年将成为公司新的利润增长点。

五、盈利预测

节能灯行业正处于快速发展，目前公司产能基本处于完全释放状态，并且公司现有产能无法完全满足市场的需求，而公司之前的产能扩张计划主要针对 2012 年全球淘汰白炽灯计划，随着产能将逐步释放，公司未来收入将较快增长。

表 8: 浙江阳光分业务收入预测

分 业 务 收 入	2008 年	2009 年	2010E	2011E	2012E	
一体化电子节能灯（纯光源）	均价（元/只）	—	—	6.3	6.1	6.2
	销量（亿只）	—	—	2.35	4.85	5.5
	收入（百万元）	1409	1238	1481	2959	3410
	YOY	5.83%	-12.11%	19.57%	99.83%	25.62%
T5 大功率荧光灯及配套设施（灯具）	均价（元/只）	—	—	30	30	29
	销量（万套）	—	—	1578	2059	2418
	收入（百万元）	350	328	473	618	701
	YOY	35.98%	-6.33%	44.27%	30.48%	24.70%
特种灯具	收入（百万元）	92	125	246	318	351
	YOY	-15.58%	35.89%	97.36%	29.43%	21.64%
其他产品	收入（百万元）	17	32	190	253	339
	YOY	11.36%	90.12%	497.23%	33.04%	59.52%
其他业务	收入（百万元）	23	20	18	18	20
	YOY	-28.62%	-12.07%	-10.62%	0.89%	9.89%
收入合计（百万元）		1891	1743	2392	3796	4821
YOY		8.36%	-7.81%	37.24%	58.69%	27.01%

资料来源：民生证券研究所

随着产能的释放，公司收入将在 2010-2012 年期间快速增长，预计 2010-2012 年公司营业收入将分别达到 23.92 亿元、37.96 亿元、48.21 亿元，而公司整体毛利率将会随自主品牌销售比例上升而有所上升，2010-2012 年基本每股收益分别为 0.95 元、1.38 元、1.57 元。

表 9: 浙江阳光预测盈利能力与收益质量

	2009	2010E	2011E	2012E
毛利率	19.1%	19.8%	20.2%	20.3%
净利率	6.9%	9.9%	9.1%	8.1%
总资产净利率 ROA	6.3%	9.7%	10.4%	9.0%
净资产收益率 ROE	12.0%	20.0%	23.4%	21.3%

资料来源：民生证券研究所

六、估值与投资评级

节能灯行业目前正处于快速发展阶段,浙江阳光是专注于节能灯电光源与配套灯具设计、研发、生产的节能灯企业,公司适时的改变公司策略从依赖 OEM 转向自主研发生产,并进行产品多元化拓展,均取得了良好的效果,随着公司产能的逐步释放,公司未来的业绩将呈现出良好的增长态势,因此给予公司“推荐”评级,综合 DCF 估值和相对估值,公司的合理估值区间为 30 元-32 元。

(一) DCF 估值

我们采用三阶段模型,对公司价值进行 DCF 折现。预计公司未来三年将获得高于行业发展的速度,谨慎起见,我们假设在公司受益于行业的成长而收入将经过几年快速上升后将维持一个相对稳定的增长状态,而公司整体毛利率自主品牌的比重上升、LED 产品销量逐渐上升后有所增长,但由于 OEM 产品的毛利率相对较低,整体毛利率上升不多。对公司进行敏感性分析,计算得出公司的合理估值区间为 27.95 元—32.22 元。

DCF 主要假设:

- 永续增长率: 3.00%
- 无风险利率(Rf): 3.41%
- 风险溢价(Rm-Rf): 9.50%
- β 值: 0.97
- 债务成本 KD: 5.31%
- 法定所得税率: 25.00%

表 10: 浙江阳光估值敏感性分析

WACC(%)	永续增长率						
	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%	3.50%	4.00%	4.50%
14.46%	22.86	23.48	24.17	24.93	25.78	26.74	27.83
13.96%	23.69	24.34	25.05	25.85	26.74	27.74	28.88
13.46%	24.55	25.23	25.98	26.81	27.74	28.79	29.97
12.96%	25.45	26.16	26.94	27.81	28.79	29.88	31.12
12.46%	26.40	27.14	27.95	28.86	29.88	31.02	32.32
11.96%	27.38	28.16	29.01	29.96	31.02	32.22	33.58
11.46%	28.41	29.22	30.11	31.11	32.22	33.47	34.89
10.96%	29.49	30.33	31.27	32.31	33.47	34.78	36.26
10.46%	30.61	31.50	32.47	33.56	34.78	36.15	37.70
9.96%	31.79	32.71	33.74	34.88	36.15	37.58	39.20
9.46%	33.02	33.99	35.06	36.25	37.58	39.08	40.78

资料来源: 民生证券研究所

(二) 相对估值

目前，A股市场照明电器平均动态 PE 为 110.71 倍，2010-2012 三年预测 PE 分别为 79.39 倍、58.87 倍、33.83 倍；而剔除 PE 较高的雪莱特之后平均动态 PE 为 68.24 倍，2010-2012 三年预测 PE 分别为 55.79 倍、40.83 倍、16.45 倍。当前，浙江阳光动态 PE 仅为 39.36 倍，远低于剔除雪莱特后的行业平均水平，同时对比同行业其他几家公司也可以发现浙江阳光的 PE 也是行业中较低的，公司有着较好的投资边际。

表 11：浙江阳光在可比公司中估值最低

	PE(TTM)	2010 年预测 PE	2011 年预测 PE	2012 年预测 PE
浙江阳光	39.36	33.90	21.69	19.07
佛山照明	75.84	63.76	45.84	30.29
雪莱特	238.13	151.94	110.56	87.53
飞乐音响	89.53	69.70	54.96	—
可比公司平均	110.71	79.39	58.87	33.83
可比公司平均（剔除雪莱特）	68.24	55.79	40.83	16.45

资料来源：Wind 资讯、民生证券研究所

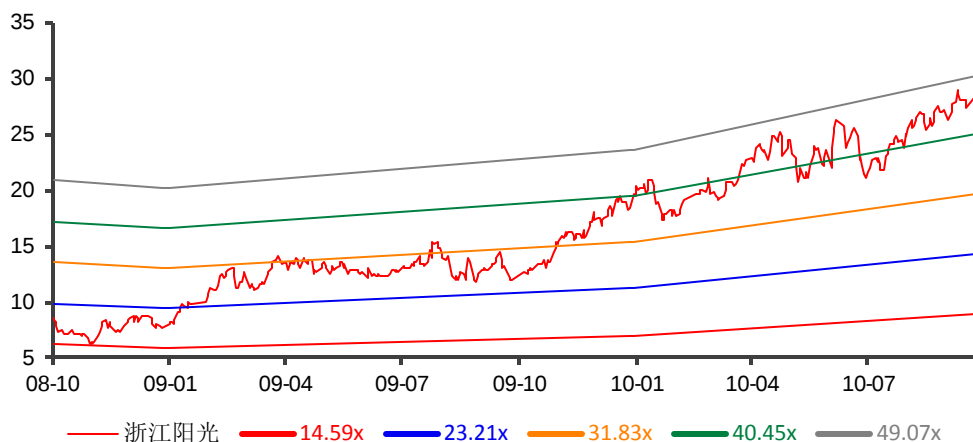
结合公司未来的成长性以及盈利能力来看，公司目前的估值水平较低，在业绩充分释放的情况下甚至可以给予较高的估值空间，合理估值应为 29.85 元-32.31 元，结合绝对估值，我们取 32 元，对应 2010-2012 年 PE 为 34 倍、22 倍、19 倍。

表 12：浙江阳光与可比公司情况

证券简称	收盘价	EPS				PB
	9 月 30 日	2009	2010E	2011E	2012E	
浙江阳光	26.62	0.48	0.95	1.38	1.57	6.42
雪莱特	11.70	0.06	0.08	0.11	0.13	5.46
佛山照明	17.19	0.22	0.27	0.38	0.57	6.66
飞乐音响	10.88	0.11	0.16	0.20	—	6.97

资料来源：Wind 资讯、民生证券研究所

图 14: 浙江阳光 PE-BANDS



资料来源: Wind 资讯、民生证券研究所

六、股价催化剂

- **“十二五规划”的出台:** 十二五期间,绿色照明仍将会是节能环保重点工程之一,政府或将进一步加大对绿色照明工程的扶持,并加大高效节能照明产品的推广力度,持续推动绿色照明工程的发展,这将明显促进公司收入的增长。
- **城市照明快速发展:** 城市照明是照明用电的主要支出项目,全球正在大力推动绿色照明事业,公司的多项节能产品均是城市照明的首选产品,随着各国政府在绿色照明事业的投入逐步加大,公司将随着市场的快速增长而增长。
- **LED 节能灯渗透率的快速上升:** 2009 年,LED 节能灯渗透率为 2% 左右,今年其渗透率将达 5-6%,而 2011-2012 年这一数据将超过 10%。相关研究显示,当某个产品市场渗透率达到 10%-15% 时,渗透速度将加速进行。依据技术生命周期的 S 曲线与技术泡沫模型,LED 节能灯渗透率一旦超过 10%,其企业股价表现将迎来弱牛市。

表 13: 技术生命周期内的新兴产业投资逻辑

技术渗透率	技术所处生命周期阶段	股市表现	是否具有投资价值
0.1%-10%	创新期	无特别变现	否
10%-40%	增长繁荣期 I	出现技术泡沫 (较小), 弱牛市	是
40%-60%	震荡期	泡沫破裂, 弱跌势	否
60%-90%	增长繁荣期 II	逐渐酝酿技术泡沫	是
90%-100%	成熟期	泡沫膨胀至最大并破灭	接近 90% 渗透率的行业具有投资价值

资料来源: 民生证券研究所

七、主要风险

- **产能瓶颈:** 公司产能释放还需要一定的时间,市场是快速变化的并且从目前节能

灯行业的发展趋势来看,公司的产能与市场需求之间存在差距,产能无法快速跟随市场的增长而增长或将成为抑制公司成长能力的一个重要因素。

- **汇率问题:** 汇率问题一直是困扰出口型企业的重要问题,近期汇率变动幅度加大将直接影响到公司在海外的销售。

公司财务报表数据预测汇总

利润表

项目 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	1,743	2,392	3,796	4,821
减：营业成本	1,409	1,918	3,030	3,844
营业税金及附加	8	12	20	26
销售费用	86	95	160	213
管理费用	116	163	266	334
财务费用	4	12	15	20
资产减值损失	11	8	10	11
加：投资收益	7	(1)	2	2
二、营业利润	125	182	298	376
加：营业外收支净额	31	92	107	118
三、利润总额	156	274	405	494
减：所得税费用	26	33	54	96
四、净利润	130	241	351	399
归属于母公司的利润	120	237	345	392
五、基本每股收益 (元)	0.48	0.95	1.38	1.57

主要财务指标

项目 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
EV/EBITDA	/	31.55	22.15	18.14
成长能力:				
营业收入同比	-7.81%	37.24%	58.69%	27.01%
营业利润同比	6.7%	46.5%	63.3%	26.1%
净利润同比	18.40%	85.17%	45.90%	13.5%
营运能力:				
应收账款周转率	4.26	4.53	4.79	4.37
存货周转率	5.78	5.46	5.20	4.73
总资产周转率	0.84	0.96	1.12	1.09
盈利能力与收益质量:				
毛利率	19.1%	19.8%	20.2%	20.3%
净利率	6.9%	9.9%	9.1%	8.1%
总资产净利率 ROA	6.3%	9.7%	10.4%	9.0%
净资产收益率 ROE	12.0%	20.0%	23.4%	21.3%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	1.70	1.73	1.55	1.59
资产负债率	50.9%	48.7%	55.5%	55.1%
长期借款/总负债	24.0%	15.8%	9.6%	7.9%
每股指标:				
每股收益	0.48	0.95	1.38	1.57
每股经营现金流量	1.21	1.25	1.32	1.57
每股净资产	4.32	5.30	6.71	8.31

资产负债表

项目 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	588	739	1,139	1,446
应收票据	3	3	5	6
应收账款	441	616	970	1,237
预付账款	15	21	30	39
其他应收款	25	38	57	74
存货	331	544	916	1,121
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	1,405	1,960	3,116	3,923
长期股权投资	104	104	104	104
固定资产	446	474	514	548
在建工程	98	138	186	233
无形资产	100	90	80	70
其他非流动资产	0	0	0	0
非流动资产合计	795	806	884	954
资产总计	2,200	2,766	4,000	4,877
短期借款	0	0	200	245
应付票据	111	194	340	418
应付账款	472	754	1,225	1,567
预收账款	23	40	74	85
其他应付款	62	106	128	121
应交税费	44	39	40	39
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	827	1,134	2,007	2,475
长期借款	269	212	212	212
其他非流动负债	0	0	0	0
非流动负债合计	269	212	212	212
负债合计	1,121	1,347	2,220	2,687
股本	250	250	250	250
资本公积	353	353	353	353
留存收益	413	651	996	1,388
少数股东权益	68	71	77	83
所有者权益合计	1,079	1,325	1,676	2,075
负债和股东权益合计	2,200	2,672	3,896	4,761

现金流量表

项目 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流量	301	313	329	392
投资活动现金流量	(166)	(94)	(115)	(109)
筹资活动现金流量	(43)	(69)	186	25
现金及等价物净增加	83	150	400	308

资料来源：民生证券研究所

插图目录

图 1: 浙江阳光目前主要产品是电子节能灯.....	4
图 2: 受益于行业增长浙江阳光收入同比增长 36%	5
图 3: 自主品牌销售比例的提升促进浙江阳光盈利能力提升.....	5
图 4: 全社会用电量持续上升, 其中城市照明用电约占总用电量的 30%	6
图 5: 绿色照明解析	7
图 6: 全球照明市场 2012 年规模将超 3300 亿美元.....	7
图 7: 全球专业照明市场 2007-2009 复合增长率 13.4%左右	7
图 8: 预计中国照明行业 2012 规模将达超 2000 亿.....	8
图 9: 预计中国专业照明行业 2012 规模将达近 300 亿	8
图 10: 高效节能照明产品推广对浙江阳光的品牌效益已显现	11
图 11: 浙江阳光盈利能力自 2007 年起逐步提升	11
图 12: 浙江阳光净利率高于同行业上市公司	11
图 13: 依据技术生命周期的 S 曲线与技术泡沫模型, LED 照明将进入增长繁荣期	12
图 14: 浙江阳光 PE-BANDS	16

表格目录

表 1: 浙江阳光 SWOT 分析.....	4
表 2: 中国部分节能环保相关政策法规.....	5
表 3: “十一五”规划节能重点工程	6
表 4: 浙江阳光积极扩大产能.....	8
表 5: 浙江阳光产能扩张进程.....	9
表 6: 全球各地区禁售白炽灯计划.....	9
表 7: 同样亮度的节能灯比白炽灯可节电约 80%.....	10
表 8: 浙江阳光分业务收入预测	13
表 9: 浙江阳光预测盈利能力与收益质量	13
表 10: 浙江阳光估值敏感性分析	14
表 11: 浙江阳光在可比公司中估值最低.....	15
表 12: 浙江阳光与可比公司情况	15
表 13: 技术生命周期内的新兴产业投资逻辑.....	16

分析师简介

王力, 家电行业分析师, 毕业于中南大学电子信息工程专业, 2008年6月加盟民生证券有限责任公司, 对行业有深刻的了解和认识。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 在不同时期, 本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告, 但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易, 亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告, 则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可, 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。本公司版权所有并保留一切权利。

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, 均为本公司的商标、服务标识及标记。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

机构销售

	北京	上海	深圳
联系人	郭明	孟辉	韦珂嘉
电话	010-85127661	021-64274383	010-85127650
手机	13401098997	13916107040	13701050353
E-mail	guomingyjs@mszq.com	menghui@mszq.com	weikejia@mszq.com