

阳光照明 (600261)

推荐 (维持)

业绩略低于预期, 营业外收入大幅上升

市场数据

报告日期	2011-3-8
收盘价(元)	35.80
总股本(百万股)	249.77
流通股本(百万股)	197.64
总市值(百万元)	8941.71
流通市值(百万元)	7075.61
净资产(百万元)	1116.51
总资产(百万元)	2665.50
每股净资产	4.47

主要财务指标

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	2170	2830	3765	4570
同比增长(%)	24.5%	30.4%	33.0%	21.4%
净利润(百万元)	182	239	342	411
同比增长(%)	50.8%	31.4%	43.5%	20.0%
毛利率(%)	18.6%	19.6%	20.9%	21.0%
净利率(%)	8.4%	8.4%	9.1%	9.0%
净资产收益率(%)	16.3%	17.6%	21.0%	21.2%
每股收益(元)	0.73	0.96	1.37	1.65
每股经营现金流(元)	0.45	1.01	1.35	1.71

相关报告

《浙江阳光: 实际毛利率维持高水平, 扩产步伐加快——2010 年 3 季报点评》2010-10-27

《毛利率水平上台阶, LED 基建进程加快——2010 年半年报点评》2010-7-27

《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

投资要点

事件:

公司 3 月 8 日发布 2010 年年报, 公司营业收入 21.7 亿, 同比增长 24.52%, 归属于上市公司股东净利润 18163 万, 同比增长 50.77%, 经营活动产生的现金流量净额 11304 万, 同比下降 62.5%, 摊薄后每股收益 0.73 元, 略低于我们预期 (我们预计为 0.79 元)。2010 年利润分配方案为每 10 股派发现金股利 1.5 元 (含税), 以资本公积转增股本, 每 10 股转增 5 股。

点评:

- 2010 年, 公司一体化电子节能灯收入 13.6 亿, 同比增长 9.94%, T5 大功率荧光灯及配套灯具销售收入 47576 万, 同比增长 45%, 特种灯具 19032 万, 同比增长 52.8%, 其他照明电器 11164 万, 同比增长 251%。总体上, 公司整体收入符合我们预期, 电子节能灯略低于我们预期、T5 大功率荧光灯和特种灯具略超我们预期。需要指出的是, 一体化电子节能灯销售收入不包含政府采购补贴 (此项计入营业外收入), 如果算上政府采购补贴, 一体化节能灯销售收入是超过我们预期的。
- 分季度看, Q1 至 Q4 收入分别为 4.29 亿、5.41 亿、5.72 亿、6.28 亿。4 季度销售收入同比增长 22.6%, 环比增长 9.82%, 表明需求十分强劲。
- 2010 年公司综合毛利率为 18.56%, 环比下降 0.49 个百分点。分业务来看, 一体化电子节能灯毛利率 16.47%, 同比下降 0.18 个百分点; T5 大功率荧光灯及配套灯具毛利率 23.18%, 同比下降 1.43 个百分点; 特种

分析师 刘亮

021-3856 5917

liuliang@xyzq.com.cn

SAC:S0190209030141

联系人: 楼鸿强

021-3856 5937

louhq@xyzq.com.cn

联系人: 韩林

021-38565605

hanlin@xyzq.com.cn

灯具毛利率 22.07%，同比下降 1.33 个百分点。我们认为，T5 大功率荧光灯和特种灯具毛利率的下降主要是人工成本上升、物价水平上升等因素驱动的。需要指出的是，一体化电子节能灯毛利率有所低估，如果考虑政府采购补贴，一体化电子节能灯毛利率大约为 23.24%，实际是大幅提升的。我们认为，一体化节能灯毛利率实际提升的原因有三个：1）内销占比提高；2）新产品、高端产品占比提高；3）规模经济性。

- 2010 年公司三项费用合计 29566 万，同比上升 43%，其中，管理费用 16517 万，营业费用 10452 万，财务费用 2596 万。公司三项费用增速超过收入增速，三项费用占收入比不断提升，2010 年达到 13.63%。
- 截止 2012 年 12 月 31 日，公司应收账款净额 58565 万，较去年同期增加 32.8%；存货净额 45926 万，较去年同期增加 38.7%；固定资产净额 64852 万，较去年同期大幅增加 45.5%；在建工程净额 10732 万，较去年同期增加约 1000 万；短期借款 9224 万，去年同期为 0；长期借款为 10227 万，去年同期为 26896 万。公司资产负债率 55.33%，去年同期为 50.94%，偿债能力略降。
- 2008 年至 2010 年，公司 ROE 分别为 10.41%、11.91%、16.27%。2010 年 ROE 的提升主要靠销售净利率的提高和权益乘数提升。

总体而言，公司是全球最大的节能灯制造企业之一，未来会显著受益于节能灯替代白炽灯的大趋势。我们一直强调，依靠内销市场占比提升和高端产品占比提升，公司毛利率会逐步上升。另外，公司的 LED 照明产品也会提升公司毛利率。所以，公司长期值得看好。我们预计 2011 年至 2013 年每股收益为 0.96、1.37、1.65 元，维持“推荐”评级。

表、公司分季度业绩对比（单位：百万元、元、%）

主要数据	09-4Q	10-1Q	10-2Q	10-3Q	10-4Q	QOQ	2009-12	2010-12	YOY	说明
营业收入	512	429	541	572	628.4	22.6%	1743	2170	24.5%	需求不错，产能扩大
营业成本	397	329	421	486	532.0	33.9%	1409	1768	25.4%	
毛利	115	100	120	87	96.3	-16.4%	334	403	20.7%	毛利率同比下降
销售费用	37	19	18	28	39.9	9.3%	86	105	20.9%	
管理费用	50	30	36	36	63.1	25.9%	116	165	42.2%	
财务费用	-9	5	8	6	6.8	-	4	26	527.9%	
资产减值	10	0	5	-1	10.4	-0.4%	11	15	28.7%	
公允价值	0	0	-0	0	2.7	786.1%	10	3	-72.4%	
投资收益	-3	-0	-0	0	10.7	-	7	10	38.2%	
营业利润	21	45	48	18	-13.6	-163.3%	125	97	-22.3%	
利润总额	33	56	57	53	43.9	31.0%	156	211	34.9%	
净利润	25	46	51	48	36.6	44.7%	120	182	50.8%	
EPS	0.101	0.185	0.204	0.192	0.15	44.7%	0.482	0.727	50.8%	
销售费用率	7.1%	4.3%	3.4%	4.8%	6.4%	-0.8%	5.0%	4.8%	-0.2%	人工成本上升
管理费用率	9.8%	6.9%	6.7%	6.3%	10.0%	0.3%	6.7%	7.6%	0.9%	
财务费用率	-1.7%	1.2%	1.5%	1.1%	1.1%	2.8%	0.2%	1.2%	1.0%	
所得税率	16.4%	17.1%	9.9%	10.5%	21.1%	4.7%	16.7%	14.3%	-2.4%	
毛利率	22.5%	23.3%	22.2%	15.1%	15.3%	-7.2%	19.2%	18.6%	-0.6%	
净利润率	4.9%	10.8%	9.4%	8.4%	5.8%	0.9%	6.9%	8.4%	1.5%	

资料来源：公司公告、兴业证券研究所

附表

资产负债表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1599	1936	2487	2927
货币资金	474	566	678	731
交易性金融资产	3	0	0	0
应收账款	586	711	945	1148
其他应收款	40	65	87	105
存货	459	549	718	871
非流动资产	1067	1193	1292	1381
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	120	120	120	120
投资性房地产	0	18	18	18
固定资产	649	732	778	804
在建工程	107	63	45	38
油气资产	0	0	0	0
无形资产	170	240	310	380
资产总计	2666	3130	3779	4309
流动负债	1334	1571	1941	2152
短期借款	92	301	453	391
应付票据	143	170	226	274
应付账款	571	707	941	1143
其他	527	393	321	345
非流动负债	141	122	122	122
长期借款	102	102	102	102
其他	39	20	20	20
负债合计	1475	1693	2063	2274
股本	250	250	250	250
资本公积	353	353	353	353
未分配利润	406	620	857	1124
少数股东权益	74	80	88	98
股东权益合计	1191	1437	1716	2035
负债及权益合计	2666	3130	3779	4309

现金流量表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	182	239	342	411
折旧和摊销	50	60	71	81
资产减值准备	-30	61	26	23
无形资产摊销	4	0	0	0
公允价值变动损失	3	0	0	0
财务费用	26	33	47	49
投资损失	-10	-10	-10	-10
少数股东损益	-1	6	8	10
营运资金的变动	75	121	147	135
经营活动产生现金流量	154	252	337	427
投资活动产生现金流量	-261	-175	-160	-160
融资活动产生现金流量	34	15	-66	-214
现金净变动	-73	92	112	54
现金的期初余额	588	474	566	678
现金的期末余额	515	566	678	731

利润表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	2170	2830	3765	4570
营业成本	1768	2277	2976	3611
营业税金及附加	9	11	15	18
销售费用	105	127	158	192
管理费用	165	209	271	320
财务费用	26	33	47	49
资产减值损失	15	10	10	10
公允价值变动	3	0	0	0
投资收益	10	10	10	10
营业利润	97	173	298	380
营业外收入	121	120	120	120
营业外支出	7	5	5	5
利润总额	211	288	413	495
所得税	30	43	62	74
净利润	180	244	351	421
少数股东损益	-1	6	8	10
归属母公司净利润	182	239	342	411
EPS (元)	0.73	0.96	1.37	1.65

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长性(%)				
营业收入增长率	24.5%	30.4%	33.0%	21.4%
营业利润增长率	-22.3%	78.2%	72.5%	27.8%
净利润增长率	50.8%	31.4%	43.5%	20.0%
盈利能力(%)				
毛利率	18.6%	19.6%	20.9%	21.0%
净利率	8.4%	8.4%	9.1%	9.0%
ROE	16.3%	17.6%	21.0%	21.2%

偿债能力(%)

资产负债率	55.3%	54.1%	54.6%	52.8%
流动比率	1.20	1.23	1.28	1.36
速动比率	0.84	0.87	0.90	0.94

营运能力(次)

资产周转率	0.89	0.98	1.09	1.13
应收帐款周转率	4.09	4.19	4.23	4.06

每股资料(元)

每股收益	0.73	0.96	1.37	1.65
每股经营现金	0.45	1.01	1.35	1.71
每股净资产	4.47	5.43	6.52	7.75

估值比率(倍)

PE	49.23	37.47	26.11	21.75
PB	8.01	6.59	5.49	4.62

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

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 信息披露栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

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。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。