

2011-03-08

家电行业

阳光照明 600261.SH

维持

增持

当前价格	35.80 元
目标价格	40.00 元
目标期限	6 个月

分析师:

赵磊(执业证书编号: S0930510120025)

联系人: 何伟

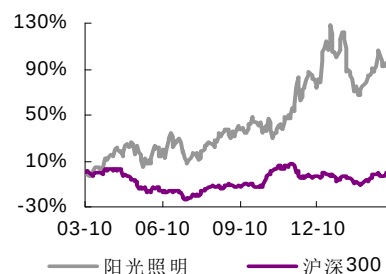
021-22169108

hewei@ebscn.com

市场数据

总股本(百万股)	250
总市值(百万元)	8,942
流通比例(%)	79.13%
12 个月最高/最低(元)	45.50/18.90
近 3 月日均成交量(百万股)	1.89
主要股东	世纪阳光控股集团有限公司

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-8.64	-0.07	83.22
绝对收益	-0.28	5.26	85.51

相关报告:

秣马厉兵, 长期高增长可期

2009-12-13

产品结构改善带动业绩可持续增长

2010-07-27

成长的烦恼, 毛利率提升有反复

2010-10-2

业绩预增符合预期, 第四季度重回增长通道

2011-01-31

收入稳步增长, 销售结构改善明显

◇ 事件: 公司公布 2010 年年报

◆收入稳步增长, 销售结构优化明显

公司业务稳步增长, 符合市场预期。2010 年实现营业收入 22 亿元, 同比增长 25%; 归属母公司净利润 1.8 亿元, 同比增长 51%。当期, 公司收到归属于 2009 年的高效照明补贴 1 亿元。预计归属于 2010 年的高效照明补贴将递延至 2011 年收到并确认。

公司收入结构改善明显, 传统的一体化电子节能灯业务仅增长 10%, 而包括 T5 节能灯、特种灯具以及 LED 在内的优质业务增长 60%。

◆本年度利润分配预案

本年度利润分配预案: 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。

◆成本压力导致公司 2011 年经营目标谨慎

公司所处的照明行业属于劳动力密集型。由于人工成本的上涨, 2010 年, 公司在员工人数基本稳定的情况下, 劳动力成本支出上升 60%, 达到 2.6 亿元。2011 年公司将继续面临员工工资、原材料成本上涨以及人民币升值压力。

公司 2011 年经营目标相当谨慎: 收入 25.52 亿元, 同比增长 18%; 2011 年计划实现归属母公司所有者权益的净利润 2.04 亿元, 同比增长 12.09%。我们的预期要比公司乐观。

◆2011 年经营要点

2011 年公司经营要点包括加快向新兴照明产业的转型升级, 大力发展 LED 照明产品以及微汞环保节能灯; 加快国内销售网络建设, 将网络广泛渗透至县级城市和办公、商业、工程等细分渠道; 加快生产自动化设备的研发与应用。

◆维持“增持”评级

预计公司 2011-2013 年 EPS 为 0.95/1.25/1.62 元。维持“增持”评级。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1,743	2,170	2,887	3,764	4,898
营业收入增长率	-7.81%	24.52%	33.03%	30.35%	30.14%
净利润(百万元)	120	182	238	312	405
净利润增长率	17.58%	50.77%	31.04%	30.99%	29.84%
EPS(元)	0.48	0.73	0.95	1.25	1.62
ROE(归属母公司) (摊薄)	11.91%	16.27%	17.49%	18.64%	19.49%
P/E	74	49	38	29	22
P/B	9	8	7	5	4
EV/EBITDA	57	83	35	25	16

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系, 并且继续寻求发展这些关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突, 不应视本报告为投资决策的唯一因素。

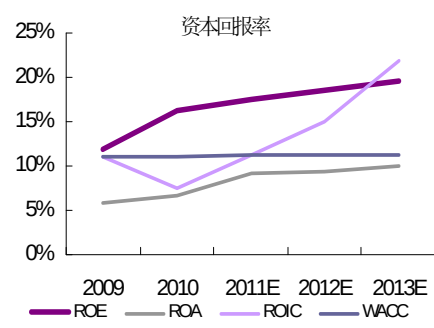
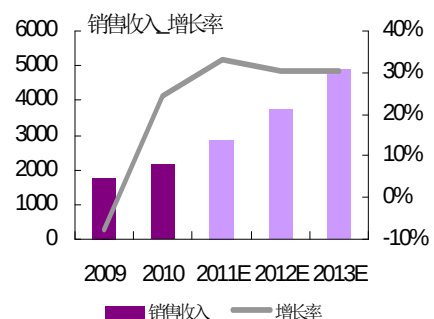
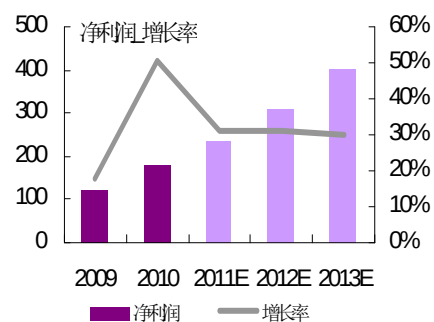
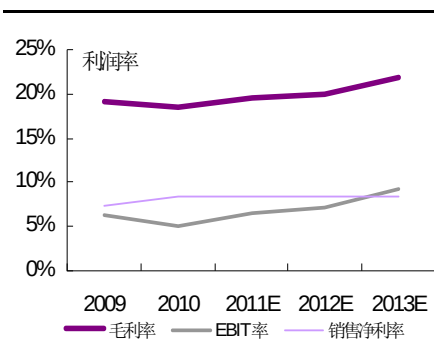
敬请参阅最后一页之重要声明。

图表：业绩分析

人民币百万元	2010	2009	20010Q4	2009Q4	注释
一、营业总收入	2,170	1,743	628	512	收入稳步增长；销售结构改善明显
营业收入	2,170	1,743	628	512	
YoY	25%		23%		
二、营业总成本	2,087	1,636	655	488	当期收到 2009 年高效照明补贴 1 亿元。
营业成本	1,768	1,409	532	397	
销售费用	105	86	40	37	
管理费用	165	116	63	50	
财务费用	26	4	7	-9	
资产减值损失	15	11	10	10	
三、其他经营收益	-	-	-	-	
投资净收益	10	7	11	-3	
四、营业利润	97	125	-14	22	
YoY	-22%		-163%		
加：营业外收入	121	35	62	15	当期收到 2009 年高效照明补贴 1 亿元。
减：营业外支出	7	4	4	3	
五、利润总额	211	156	44	33	
YoY	35%		31%		人力成本上涨导致管理费用率有所上升
减：所得税	30	26	9	5	
六、净利润	180	130	35	28	
减：少数股东损益	-1	10	-2	3	
母公司所有者净利润	182	120	37	25	
YoY	51%		45%		
每股收益(元)	0.73	0.48	0.15	0.10	
毛利率	18.6%	19.1%	15.3%	22.5%	
销售费用率	4.8%	5.0%	6.4%	7.1%	
管理费用率	7.6%	6.7%	10.0%	9.8%	
财务费用率	1.2%	0.2%	1.1%	-1.7%	
营业利润率	4.5%	7.1%	-2.2%	4.2%	
净利润率	8.3%	7.5%	5.5%	5.5%	

资料来源：公司公告，光大证券研究所

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,743	2,170	2,887	3,764	4,898
营业成本	1,409	1,768	2,325	3,014	3,825
折旧和摊销	44	0	74	78	82
营业税费	8	9	12	15	20
销售费用	86	105	136	173	225
管理费用	116	165	217	279	358
财务费用	4	26	1	0	-1
公允价值变动损益	10	3	0	0	0
投资收益	7	10	11	13	14
营业利润	125	97	197	284	471
利润总额	156	211	297	384	511
少数股东损益	10	-1	5	3	4
归属母公司净利润	120.47	181.63	238.01	311.76	404.79

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	2,200	2,666	2,685	3,324	4,105
流动资产	1,405	1,599	1,661	2,329	3,162
货币资金	588	474	361	633	973
交易型金融资产	1	3	0	0	0
应收账款	441	586	703	917	1,193
应收票据	3	10	6	8	11
其他应收款	25	40	38	50	65
存货	331	459	516	675	862
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	15	0	0	0	0
长期投资	104	120	120	120	120
固定资产	446	649	659	659	630
无形资产	100	170	162	153	146
总负债	1,121	1,475	1,244	1,569	1,941
无息负债	802	1,020	1,142	1,467	1,839
有息负债	319	455	102	102	102
股东权益	1,079	1,191	1,440	1,755	2,164
股本	250	250	250	250	250
公积金	456	467	492	523	564
未分配利润	311	406	619	900	1,263
少数股东权益	68	74	80	83	87

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	301	0	271	309	355
净利润	120	182	238	312	405
折旧摊销	44	0	74	78	82
净营运资金增加	-118	145	127	159	234
其他	255	-327	-169	-240	-366
投资活动产生现金流	-166	-268	-36	-37	-16
净资本支出	135	308	50	50	30
长期投资变化	104	120	0	0	0
其他资产变化	-406	-697	-86	-87	-46
融资活动现金流	-43	39	-347	0	1
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	51	136	-352	0	0
无息负债变化	217	218	122	325	372
净现金流	83	-130	-113	272	340

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	-7.81%	24.52%	33.03%	30.35%	30.14%
净利润增长率	17.58%	50.77%	31.04%	30.99%	29.84%
EBITDA 增长率	-16.17%	-29.50%	137.90%	34.06%	53.60%
EBIT 增长率	-23.68%	-1.64%	70.03%	45.52%	67.97%
估值指标					
PE	74	49	38	29	22
PB	9	8	7	5	4
EV/EBITDA	57	83	35	25	16
EV/EBIT	79	83	48	33	19
EV/NOPLAT	95	97	59	40	24
EV/Sales	5	4	3	2	2
EV/IC	10	7	7	6	5
盈利能力 (%)					
毛利率	19.15%	18.56%	19.47%	19.91%	21.91%
EBITDA 率	8.93%	5.06%	9.04%	9.30%	10.98%
EBIT 率	6.40%	5.06%	6.46%	7.22%	9.31%
税前净利润率	8.95%	9.70%	10.28%	10.20%	10.43%
税后净利润率 (归属母公司)	6.91%	8.37%	8.24%	8.28%	8.26%
ROA	5.91%	6.77%	9.07%	9.47%	9.96%
ROE (归属母公司) (摊薄)	11.91%	16.27%	17.49%	18.64%	19.49%
经营性 ROIC	10.98%	7.43%	11.34%	15.04%	21.94%
偿债能力					
流动比率	1.70	1.20	1.50	1.63	1.76
速动比率	129.81%	85.43%	103.71%	115.80%	127.74%
归属母公司权益/有息债务	3.17	2.46	13.30	16.35	20.31
有形资产/有息债务	6.54	5.44	24.65	30.98	38.70
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.48	0.73	0.95	1.25	1.62
每股红利	0.30	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	1.21	0.00	1.08	1.24	1.42
每股自由现金流(FCFF)	0.51	-1.44	0.25	0.41	0.79
每股净资产	4.05	4.47	5.45	6.70	8.32
每股销售收入	6.98	8.69	11.56	15.07	19.61

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

赵磊，中央财经大学管理专业毕业，2007 年进入证券行业，任职于天相投顾，从事电子行业研究，曾成功推荐过综艺股份（600770）、三安光电（600703）、上海贝岭（600171）等股票。2009 年进入光大证券，任电子元器件、家电行业分析师。2010 年荣获首届中国证券分析师金牛奖家用电器第五名。

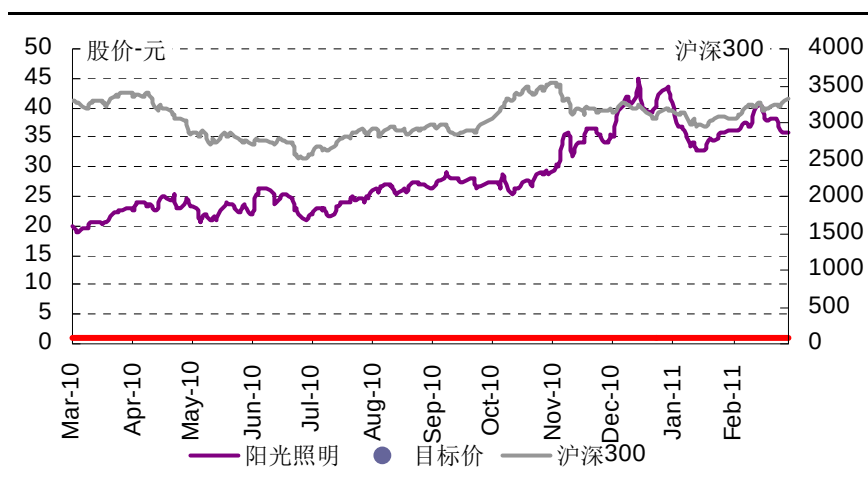
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

阳光照明（600261）

分析师：赵磊



日期	股价	目标	评级
2009-12-14	17.50	19.60	增持
2010-02-25	19.73	23.68	增持
2010-10-10	27.34	33.18	买入
2011-01-31	34.45	40.00	增持

买入 — 增持 — 中性 —
减持 — 卖出 —

资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入——未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持——未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性——未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持——未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出——未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebscn.com
上海	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebscn.com
深圳	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
QFII	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

风险提示及免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。

特别声明

光大证券股份有限公司创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。

经营业务许可证编号：z22831000

已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑与光大证券及其附属机构可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。