

其他电子器件Ⅲ

署名人: 王鹏 (研究主管)

执业证书编号: S0960207090131

0755-82026733

wangpeng@cjis.cn

参与人: 郝雪梅

执业证书编号: S0960110060036

0755-82026732

haoxuemei@cjis.cn

6-12个月目标价: 32.20元

当前股价: 35.80元

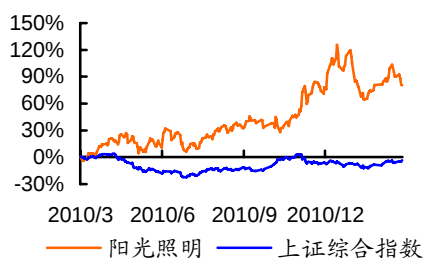
评级调整: 下调

基本资料

上证综合指数	2942.31
总股本(百万)	250
流通股本(百万)	198
流通市值(亿)	71
EPS (TTM)	0.68
每股净资产(元)	4.32
资产负债率	50.9%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
阳光照明	0.00	1.16	36.17
上证综合指数	0.00	3.51	10.80



相关报告

《浙江阳光-利润增五成 看好未来增长空间》2010-10-28

《浙江阳光-内销蓬勃发展 盈利能力显著提升-推荐》2010-7-29

《浙江阳光-外销已经走出低谷 内销正在蓬勃发展》2009-8-25

阳光照明

600261

中性

短期有压力 未来向上趋势不变

投资要点:

- 2010年公司实现收入21.7亿元,同比增长24.5%,实现净利润1.8亿元,同比增长50.8%,EPS 0.73元,扣除非经常性损益净利润1.69亿元,同比增长72.2%。当期营业外收入1.2亿元主要来源于高效照明推广形成的政府补贴,部分冲减收入。当期扣除非经常性损益后ROE仍高达16%,同比增长6个百分点。
- 收入增长主要源自国内市场销售大幅增长。国外市场受金融危机影响以及公司经营战略转型,出口收入同比减少21%。国内市场,继续深化销售模式转变,连续中标政府高效照明推广项目极大的推动国内渠道建设,目前已实现3000余家销售网点,实现国内销售收入7.8亿元,同比增长42%,内销占比已提高到37%。未来公司会更加重视国内市场,持续优化渠道运营模式,未来内销占比仍会逐步提高。
- 公司毛利率整体下降0.6个百分点至18.6%,主要受原材料价格上涨,以及公司参加政府推广项目压低收入。当期管理费用率提升近1个百分点,主要是研发费用、职工薪酬大幅增长以及新增子公司投资所致。财务费用提升近一个百分点,达1.2%,主要是人民币升值产生汇兑损益所致。三项费用率合计13.6%,增长1.7个百分点。
- 公司在高效环保照明行业具有较强竞争力。在实现从传统照明产业转向新兴照明产业同时,积极布局第三代照明产品,LED产品开始进入中小批量生产并导入市场。公司产品链已延伸至商业照明、办公照明、公共照明等领域,并涉足光环境设计、照明系统等综合性服务业务。公司规划未来三年将以微汞环保节能灯项目、LED照明光源及灯具项目为主要投资方向,预计共投资14亿元以上,成为公司增长新动力。
- 公司主营节能灯产品拥有广阔的市场前景。目前欧洲、澳洲、北美以及日本等国家已经逐步执行白炽灯禁产、禁销政策,国际市场淘汰白炽灯进程不断加快,出口节能灯市场虽然受外围经济波动影响,但替代趋势已不可逆转。同时,比照国际市场,中国白炽灯的生产与销售也逐步进入淘汰阶段,以中国庞大的照明市场体量计算,未来节能灯内销市场将出现爆发性增长。同时,我国照明市场集中度较低,主要灯具厂商市场份额均较小,随着竞争加剧,消费升级,消费者对产品质量和品牌不断重视,未来行业集中度会逐渐加强。公司长期为国际顶级照明厂商飞利浦代工,积累了较强的技术优势、管理优势,市场份额持续提高,未来机会无限。随着国内阶梯电价方案的执行,民众节能意识的不断提高,以及经济发展带来的消费升级也加快节能灯替代白炽灯的进程。未来三年内销将保持50%以上的复合增长,成为公司销售的主体。
- 2010年利润分配预案每10股转增5股,派现金1.5元。
- 盈利预测和投资评级。综合考虑预计公司11、12和13年EPS分别为0.92元、1.24和1.7元。公司短期股价压力较大,但我们高度看好未来节能照明行业及公司作为行业龙头的成长性,按照11年给予35倍PE,6-12个月目标价32.2元,下调为“中性”评级。
- 风险提示:国内地产销售不景气;海外经济恢复有反复。

主要财务指标

单位:百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	2170	2966	3925	5120
同比(%)	25%	37%	32%	30%
归属母公司净利润(百万元)	182	230	310	426
同比(%)	51%	26%	35%	37%
毛利率(%)	18.6%	17.1%	18.3%	19.7%
ROE(%)	16.3%	16.9%	18.6%	20.3%
每股收益(元)	0.73	0.92	1.24	1.70
P/E	49.2	39.0	28.8	21.0
P/B	8.01	6.60	5.36	4.27
EV/EBITDA	51	51	30	19

资料来源:中投证券研究所

一、销售收入分产品

表 1: 销售收入分产品 (单位: 百万, %)

分产品	营业收入 (2010)	收入占比 构成	营业收入同比	营业收入 (2009)	收入占比 构成
一体化电子节能灯	1361	62.7%	9.9%	1238	71.0%
T5 大功率荧光灯及 配套灯具	476	21.9%	45.0%	328	18.8%
特种灯具	190	8.8%	52.8%	125	7.1%
其他	112	5.1%	250.9%	32	1.8%
小计	2139	98.5%	24.2%	1723	98.8%
其他业务	32	1.5%	54.0%	20	1.2%
合计	2170	100.0%	24.5%	1743	100.0%

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

二、销售收入分地区

表 2: 销售收入分地区 (单位: 百万, %)

分地区	营业收入 (2010)	收入占比 构成	营业收入 同比	营业收入 (2009)	收入占比 构成
亚 洲	540	25.2%	16.3%	464	26.9%
非 洲	2	0.1%	-36.9%	3	0.2%
欧 洲	495	23.1%	13.5%	436	25.3%
拉丁美洲	276	12.9%	49.8%	184	10.7%
北 美 洲	33	1.5%	-54.0%	71	4.1%
大 洋 洲	11	0.5%	-16.8%	13	0.8%
中 国	783	36.6%	42.1%	551	32.0%
合计	2139	100.0%	24.2%	1723	100.0%

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

三、产品毛利率变化

表 3: 分产品毛利率变化 (单位: %)

分产品	毛利率(2010)	毛利率(2009)	毛利率同比
一体化电子节能灯	16.5%	16.6%	-0.2%
T5 大功率荧光灯及 配套灯具	23.2%	24.6%	-1.4%
特种灯具	22.1%	23.4%	-1.3%
其他	14.9%	25.9%	-11.1%
合计	18.6%	19.1%	-0.6%

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

四、收入、利润分季度

表 4: 收入分季度 (单位: 百万, %)

		Q1	Q2	Q3	Q4	TOTAL
2010 年	营业收入	344	423	417	423	1,636
	占全年比例	21.0%	25.8%	25.5%	25.8%	100.0%
	同比增长率	76.2%	16.0%	6.2%	-2.5%	18.0%
2009 年	营业收入	195	365	393	433	1,386
	占全年比例	14.1%	26.3%	28.3%	31.3%	100.0%
	同比增长率	-32%	-7%	10%	15%	-2%
2008 年	营业收入	286	393	356	378	1,413
	占全年比例	20.2%	27.8%	25.2%	26.8%	100.0%
	同比增长率	31.3%	20.4%	-0.3%	-7.6%	7.8%
2007 年	营业收入	218	326	357	410	1,311
	占全年比例	16.6%	24.9%	27.2%	31.2%	100.0%

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

表 5: 利润分季度 (单位: 百万, %)

		Q1	Q2	Q3	Q4	TOTAL
2010 年	普通股利润	12	22	20	67	121
	对应 EPS	0.05	0.10	0.09	0.30	0.54
	占全年比例	9.9%	17.9%	16.9%	55.3%	100.0%
	同比增长率	-155.8%	131.6%	26.8%	34.8%	126.2%
2009 年	普通股利润	-22	9	16	50	54
	占全年比例	-40.4%	17.5%	30.1%	92.8%	100.0%
	对应 EPS	-0.10	0.04	0.07	0.22	0.24
	同比增长率	-1523.5%	113.1%	246.5%	-329.5%	-582.8%
2008 年	普通股利润	2	4	5	-22	-11
	占全年比例	-13.7%	-39.6%	-41.9%	195.2%	100.0%
	对应 EPS	0.01	0.02	0.02	-0.10	-0.05
	同比增长率	79.7%	-36.7%	-8.4%	-1229.4%	-175.1%
2007 年	普通股利润	1	7	5	2	15
	占全年比例	5.7%	47.0%	34.4%	13.0%	100.0%
	对应 EPS	0.00	0.03	0.02	0.01	0.07

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1599	2002	2715	3491	营业收入	2170	2966	3925	5120
现金	474	593	824	1058	营业成本	1768	2459	3209	4110
应收账款	586	722	972	1263	营业税金及附加	9	13	17	22
其它应收款	40	48	64	83	营业费用	105	133	161	210
预付账款	27	36	46	60	管理费用	165	208	267	333
存货	459	591	792	1005	财务费用	26	27	36	46
其他	12	13	17	22	资产减值损失	15	8	4	2
非流动资产	1067	1574	1987	2362	公允价值变动收益	3	9	2	2
长期投资	120	139	140	145	投资净收益	10	9	10	10
固定资产	649	1102	1480	1793	营业利润	97	136	244	409
无形资产	170	237	304	371	营业外收入	121	135	120	90
其他	128	96	63	53	营业外支出	7	5	3	3
资产总计	2666	3576	4702	5853	利润总额	211	266	361	496
流动负债	1334	1773	2588	3311	所得税	30	38	51	70
短期借款	92	266	745	1076	净利润	180	228	309	425
应付账款	571	804	1045	1341	少数股东损益	-1	-1	-1	-0
其他	670	703	798	894	归属母公司净利润	182	230	310	426
非流动负债	141	375	375	375	EBITDA	173	174	294	472
长期借款	102	352	352	352	EPS (元)	0.73	0.92	1.24	1.70
其他	39	23	22	22	主要财务比率				
负债合计	1475	2148	2962	3686	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	74	73	72	71	成长能力				
股本	250	250	250	250	营业收入	24.5%	36.6%	32.3%	30.4%
资本公积	353	353	353	353	营业利润	-22.3%	40.5%	79.1%	67.6%
留存收益	519	749	1059	1485	归属于母公司净利润	50.8%	26.4%	35.2%	37.1%
归属母公司股东权益	1117	1355	1668	2095	获利能力				
负债和股东权益	2666	3576	4702	5853	毛利率	18.6%	17.1%	18.3%	19.7%
现金流量表					净利率	8.4%	7.7%	7.9%	8.3%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROE	16.3%	16.9%	18.6%	20.3%
经营活动现金流	113	292	193	340	ROIC	10.0%	9.5%	11.7%	15.2%
净利润	180	228	309	425	偿债能力				
折旧摊销	50	10	14	17	资产负债率	55.3%	60.1%	63.0%	63.0%
财务费用	26	27	36	46	净负债比率	30.83	37.62%	44.24	44.34%
投资损失	-10	-9	-10	-10	流动比率	1.20	1.13	1.05	1.05
营运资金变动	-147	-11	-198	-174	速动比率	0.84	0.78	0.73	0.74
其它	13	46	41	34	营运能力				
投资活动现金流	-268	-499	-428	-383	总资产周转率	0.89	0.95	0.95	0.97
资本支出	308	420	366	317	应收账款周转率	4	4	4	4
长期投资	3	19	1	5	应付账款周转率	3.39	3.58	3.47	3.45
其他	43	-61	-60	-61	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	39	326	466	277	每股收益(最新摊薄)	0.73	0.92	1.24	1.70
短期借款	92	174	479	332	每股经营现金流(最新摊薄)	0.45	1.17	0.77	1.36
长期借款	-167	250	0	0	每股净资产(最新摊薄)	4.47	5.43	6.68	8.39
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	0	0	0	0	P/E	49.23	38.95	28.81	21.01
其他	113	-97	-13	-54	P/B	8.01	6.60	5.36	4.27
现金净增加额	-130	119	231	234	EV/EBITDA	51	51	30	19

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

郝雪梅, 中投证券研究所家电行业研究员, 南京大学管理学学士、硕士。多年咨询工作经验, 曾在国际知名金融咨询机构工作。

主要研究覆盖公司: 美的电器、格力电器、青岛海尔、小天鹅 A、苏泊尔、美菱电器、海信电器、三花股份、浙江阳光。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的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、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 518000	邮编: 100032	邮编: 200041
传真: (0755) 82026711	传真: (010) 63222939	传真: (021) 62171434