

阳光照明 (600261. sh)

行业面临重整，利好龙头企业扩大份额

袁浩然 分析师

电话: 0755-82784042

eMail: yhr@gf.com.cn

SAC 执业证书编号: S0260511030001

中期业绩低于预期

2011 年上半年公司实现营业收入 10.6 亿元，同比增长 9.4%，实现净利润 0.7 亿元，同比减少 25%，EPS0.19 元。其中二季度实现收入 5.8 亿元，同比增长 6.8%，实现净利润 0.26 亿元，同比减少 49%，二季度单季净利润率仅 4.5%，为 2008 年金融危机后新低。盈利在 08 年后首现负增长。成本骤然上升是影响盈利下滑的主要原因：荧光粉价格上涨十倍，人力成本上升三成。

短期承压，长期向上趋势未变

1. 成本大幅上涨，有利于加速行业洗牌，有利行业整合。
2. 节能灯市场前景依然广阔。国际市场淘汰白炽灯进程不断加快；国内庞大市场白炽灯禁销政策日趋成熟，白炽灯淘汰趋势明朗；政府推动逐步加强。
3. 第三代照明 LED 照明有望提速发展。1) 荧光粉价格飞涨，迫使照明企业更加积极寻求产业结构转型，加速 LED 照明产品的发展。2) 公司在第三代照明产品早有布局，LED 产品开始进入中小批量生产并导入市场。3) 上半年与台湾晶元光电签署战略合作，保证 LED 芯片供应。
4. 重启增发方案。拟募集资金 9 亿元进行微汞环保节能灯产业化项目和 LED 节能照明产品项目。加上灯具项目为未来三年为主要投资方向，预计共投资 14 亿元以上，将成为公司增长新动力。

盈利预测和投资评级

综合考虑预计公司 11/12/13 年 EPS 分别为 0.57/0.88/1.4 元。短期压力较大，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 12 年给予 30 倍 PE，6-12 个月目标价 26.5 元，给予“买入”评级。

风险提示

荧光粉价格持续上涨带来进一步成本压力

预测及评估

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1743.11	2170.44	2762.84	3858.49	5691.20
增长率 (%)	-7.81%	24.52%	27.29%	39.66%	47.50%
EBITDA (百万元)	166.99	174.52	209.82	395.55	662.61
净利润(百万元)	120.47	181.63	212.41	331.33	524.52
增长率 (%)	17.58%	50.77%	16.94%	55.99%	58.31%
每股收益 (元)	0.48	0.73	0.57	0.88	1.40
市盈率	38.33	58.18	36.05	23.11	14.60
市净率	4.57	9.46	5.90	4.81	3.68
EV/EBITDA	26.04	60.44	37.06	21.18	12.60

数据来源: 浙江阳光照明电器集团股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格(元)	20.55
目标价格(元)	26.50
前次评级	无评级

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	9.37%	-3.07%	20.92%
沪深 300	-6.95%	-7.18%	-0.01%

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)
374.65/296.46

主要股东:

世纪阳光控股集团有限公司

主要股东持股比例 36.91%

财务比率

ROE	16.27%
ROA	9.72%
资产负债率	55.33%
每股净资产(元)	4.47

2010 年报数据

目录索引

成本挤压严重，中期业绩低于预期.....	3
收入增 9%，净利减 25%.....	3
北美发挥本土优势，内销收入稳步增长.....	3
原材料成本剧增压制盈利	4
短期承压，长期向上趋势未变.....	4
加速行业洗牌，有利行业整合	4
节能灯市场前景依然广阔	5
第三代照明 LED 照明有望提速发展	6
盈利预测和投资评级.....	7

图表索引

图 1：照明灯具企业数量及累积亏损情况（单位：个，万元）.....	5
表 1：收入分地区（单位：百万，%）.....	3
表 2：收入分产品（单位：百万，%）.....	3
表 3：毛利率分产品（单位：%）.....	4
表 4：中标政府推广项目（单位：只）.....	6
表 5：非公开发行预案	6

成本挤压严重，中期业绩低于预期

收入增9%，净利减25%

2011年上半年公司实现营业收入10.6亿元，同比增长9.4%，实现净利润0.7亿元，同比减少25%，EPS0.19元。其中二季度实现收入5.8亿元，同比增长6.8%，实现净利润0.26亿元，同比减少49%，二季度单季净利润率仅4.5%，为2008年金融危机后新低。

北美发挥本土优势，内销收入稳步增长

上半年，公司在北美洲实现收入5500万元，增长3倍多。经历金融危机后，公司借力北美市场经济恢复，发挥美国公司本土化优势，加大对北美市场的开拓力度，销量占比提升至5%。

中国和亚洲地区收入稳步增长，同比分别增长25%和18%，继续开拓自有品牌和渠道建设，推进战略转型。

拉美和非洲地区受当地经济影响，收入同比出现40%以上负增长。

表 1：收入分地区（单位：百万，%）

分地区	营业收入(2011H1)	收入占比构成	同比	营业收入(2010H1)	收入占比构成
亚洲	289	27.4%	18.3%	244	25.6%
非洲	0.6	0.1%	-57.8%	1	0.1%
欧洲	210	19.9%	-4.8%	220	23.1%
拉丁美洲	90	8.5%	-40.7%	152	15.9%
北美洲	55	5.3%	341.9%	13	1.3%
大洋洲	12	1.2%	101.5%	6	0.6%
中国	396	37.6%	24.9%	317	33.3%
合计	1053	100.0%	10.4%	954	100.0%

数据来源：公司公告

表 2：收入分产品（单位：百万，%）

分产品	营业收入(2011H1)	收入占比构成	营业收入同比	营业收入(2010H1)	收入占比构成
一体化电子节能灯	709.72	67.4%	10.0%	645	67.6%
T5 大功率荧光灯及配套灯具	207.70	19.7%	27.1%	163	17.1%
特种灯具	87.05	8.3%	9.4%	80	8.3%
其他	48.84	4.6%	-25.6%	66	6.9%
小计	1053	100%	10.4%	954	100.0%

数据来源：公司公告

原材料成本剧增压制盈利

公司盈利在08年金融危机后首现负增长。上半年毛利16.7%，同比下滑6%。考虑到政策补贴影响，估算毛利率20%左右，同比减少7-8个百分点。成本骤然上升是影响盈利下滑的主要原因。

1) 今年开始，稀土价格大幅上涨，造成节能灯以及LED等主要原材料之一稀土三基色荧光粉价格的迅速大幅上升。荧光粉成本约占节能灯制造成本40%以上，年初至今荧光粉价格十倍以上增长，给照明企业带来成本压力，导致全行业盈利收紧。公司节能灯占比80%以上，盈利受压明显。

2) 人力成本占节能灯制造成本5%左右，上半年上升29%，进一步压制净利率。四季度净利率4.5%，下滑至09年来单季最低。

表 3：毛利率分产品（单位：%）

分产品	毛利率(2011H1)	毛利率(2010H1)	毛利率同比
一体化电子节能灯	14.5%	21.6%	-7.1%
T5 大功率荧光灯及配套灯具	22.7%	25.7%	-3.0%
特种灯具	19.0%	22.9%	-3.9%
其他	13.3%	16.0%	-2.6%
合计	16.4%	22.0%	-5.6%

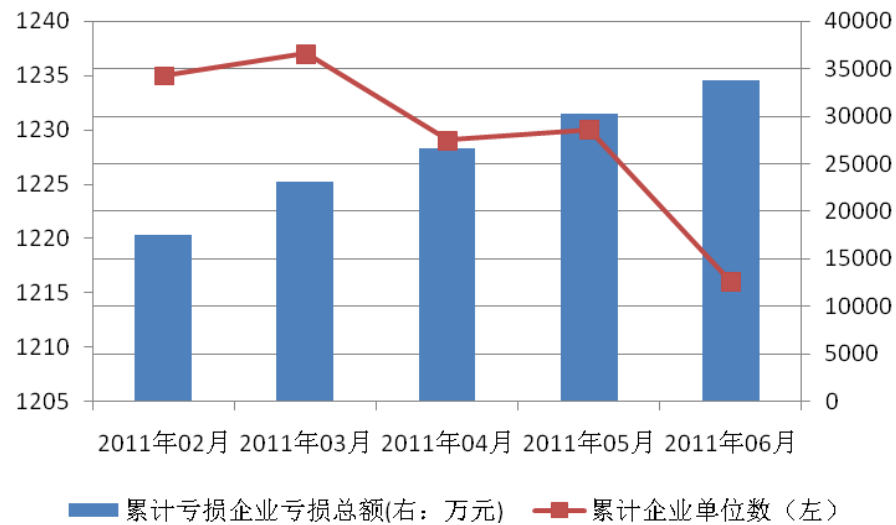
数据来源：公司公告

短期承压，长期向上趋势未变

加速行业洗牌，有利行业整合

短期来看，上半年成本上升对公司盈利造成较大挤压。但换个角度看，此次原材料成本短时间大幅上升，是给全行业的压力，照明行业灯具、电光源加上配件类企业总共有两千多家在侧，仅灯具企业就有超1000家企业。行业格局较为分散。此次成本上升，众多较小的企业出现亏损，面临生存压力，促使行业进行洗牌，有利于行业龙头借行业整合机会扩大份额，

图 1：照明灯具企业数量及累积亏损情况（单位：个，万元）



数据来源：Wind资讯、彭博资讯

节能灯市场前景依然广阔

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。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。

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。上半年公司公司公告中标2011年“高校照明产品推广项目”15900万套中的912万套，占比5.7%，同时公司为飞利浦代工，实际承接数量大约公告数量。上半年收到前期推广项目补贴款5000万元，考虑到补贴滞后性，参考前期中标数量及金额，未来仍有较多补贴款。

表 4：中标政府推广项目（单位：只）

时间	中标量	中标项目	总招标量	中标数量排名
2008	300 万	国家高效照明产品推广项目	5000 万	第一
2009.06	1190 万	国家高效照明产品推广项目	11370 万	第一
2010.06	925 万	国家高效照明产品推广项目	15510 万	第一
2010.11	6 个包	半导体照明产品应用示范工程项目	3 类产品共 7 个包	
2011.06	912 万	国家高效照明产品推广项目	15900 万	

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

第三代照明LED照明有望提速发展

LED中荧光粉成本占比在1%左右，荧光粉价格飞涨，部分降低节能灯成本优势，也迫使照明企业更加积极寻求产业结构转型，加大加快第三代照明LED照明产品的发展。

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。

2011 年5 月，公司与晶元光电股份有限公司签订《战略采购合作协议》，锁定台湾LED龙头晶元光电，保证未来LED 芯片供应。同时，上半年公司重启非公开发行，拟募集资金9亿元进行微汞环保节能灯产业化项目和LED 节能照明产品项目。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。

表 5：非公开发行预案

序号	项目名称	总投资额	拟募投金额	建设期	计划产能
1	微汞环保节能灯产业化项目	48,000 万元	48,000 万元	18 月	1.5 亿只
2	LED 节能照明产品项目	41,920 万元	41,920 万元	36 月	LED 照明光源 2,000 万盏和 LED 照明灯具 500 万套
合计		89,920 万元	89,920 万元		

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

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0.57元、0.88和1.4 元。公司短期压力较大，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12年给予30倍PE，6-12个月目标价26.5元，给予“买入”评级。

风险提示

荧光粉价格持续上涨造成成本压力。

资产负债表

单位：百万元

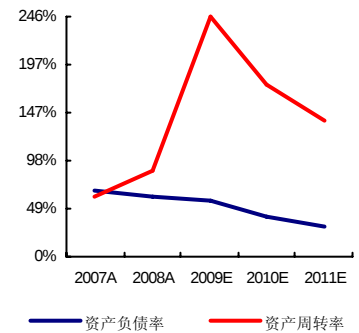
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	1,405	1,599	1,817	1,839	2,790
货币资金	588	474	579	123	284
应收及预付	484	663	731	1,025	1,508
存货	331	459	505	689	997
其他流动资产	1	3	2	2	1
非流动资产	795	1,067	1,503	2,355	2,758
长期股权投资	104	120	140	155	165
固定资产	446	649	813	1,205	1,519
在建工程	98	107	297	676	693
无形资产	101	172	236	300	364
其他长期资产	46	19	17	18	17
资产总计	2,200	2,666	3,319	4,194	5,548
流动负债	827	1,334	1,765	2,279	3,182
短期借款	0	92	380	561	746
应付及预收	777	981	1,221	1,658	2,386
其他流动负债	50	261	165	60	50
非流动负债	294	141	187	252	213
长期借款	269	102	152	222	182
应负债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	25	39	35	30	31
负债合计	1,121	1,475	1,953	2,531	3,395
股本	250	250	375	375	375
资本公积	353	353	353	353	353
留存收益	413	519	570	863	1,350
归属母公司股东权益	1,012	1,117	1,297	1,591	2,078
少数股东权益	68	74	69	71	74
负债和股东权益	2,200	2,666	3,319	4,194	5,548

利润表

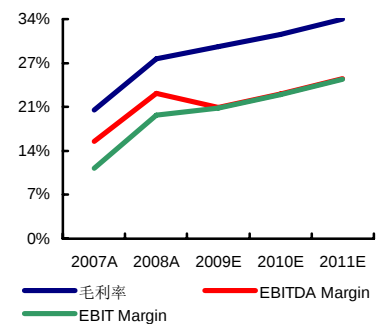
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1743	2170	2763	3858	5691
营业成本	1409	1768	2289	3110	4507
营业税金及附加	8	9	11	16	23
销售费用	86	105	124	162	233
管理费用	116	165	199	278	411
财务费用	4	26	30	44	46
资产减值损失	11	15	14	11	11
公允价值变动收益	10	3	-1	-1	-1
投资净收益	7	10	18	15	16
营业利润	125	97	112	253	477
营业外收入	35	121	140	145	150
营业外支出	4	7	8	8	8
利润总额	156	211	244	390	619
所得税	26	30	36	57	91
净利润	130	180	208	333	528
少数股东损益	10	-1	-5	1	3
归属母公司净利润	120	182	212	331	525
EBITDA	167	175	210	396	663
EPS (元)	0.48	0.73	0.57	0.88	1.40

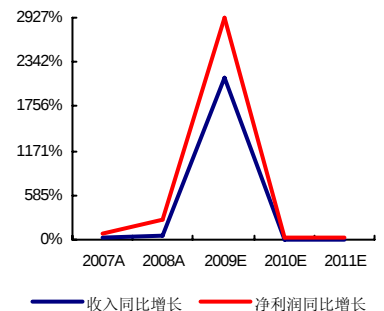
资产负债率趋势



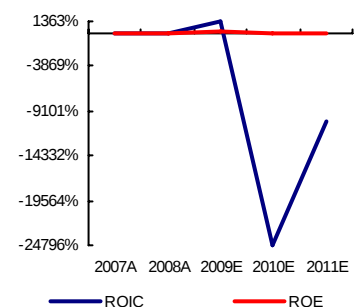
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

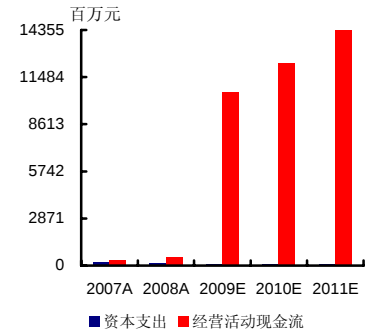
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	301	113	240	281	502
净利润	130	180	208	333	528
折旧摊销	44	50	71	102	145
营运资金变动	137	-147	76	-48	-69
其它	-10	29	-114	-106	-102
投资活动现金流	-166	-268	-361	-805	-394
资本支出	-135	-308	-359	-806	-401
投资变动	-28	28	-2	1	7
其他	-3	12	-1	0	0
筹资活动现金流	-52	26	226	69	53
银行借款	266	188	337	251	145
债券融资	-215	-52	-98	-110	-9
股权融资	5	8	0	0	0
其他	-107	-117	-13	-72	-83
现金净增加额	83	-130	105	-455	161
期初现金余额	570	588	474	579	123
期末现金余额	653	459	579	123	284

主要财务比率

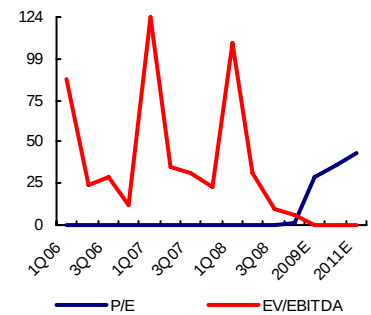
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	-7.8%	24.5%	27.3%	39.7%	47.5%
营业利润	6.7%	-22.3%	15.7%	125.6%	88.6%
归属于母公司净利润	17.6%	50.8%	16.9%	56.0%	58.3%
获利能力					
毛利率	19.1%	18.6%	17.1%	19.4%	20.8%
净利率	7.5%	8.3%	7.5%	8.6%	9.3%
ROE	11.9%	16.3%	16.4%	20.8%	25.2%
ROIC	15.2%	10.2%	8.8%	11.2%	16.5%
偿债能力					
资产负债率	50.9%	55.3%	58.8%	60.4%	61.2%
净负债比率	-25.1%	-1.8%	8.5%	43.2%	32.2%
流动比率	1.70	1.20	1.03	0.81	0.88
速动比率	1.28	0.83	0.73	0.48	0.54
营运能力					
总资产周转率	0.84	0.89	0.92	1.03	1.17
应收账款周转率	4.26	4.23	4.24	4.23	4.24
存货周转率	4.67	4.47	4.54	4.51	4.52
每股指标 (元)					
每股收益	0.48	0.73	0.57	0.88	1.40
每股经营现金流	1.21	0.45	0.64	0.75	1.34
每股净资产	4.05	4.47	3.46	4.25	5.55
估值比率					
P/E	38.3	58.2	36.1	23.1	14.6
P/B	4.6	9.5	5.9	4.8	3.7
EV/EBITDA	26.0	60.4	37.1	21.2	12.6

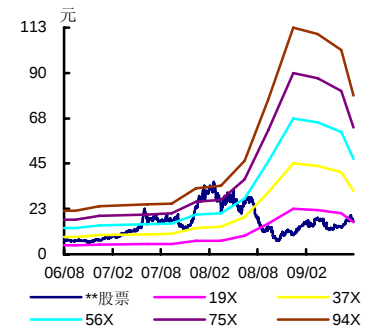
资本支出与经营活动现金流



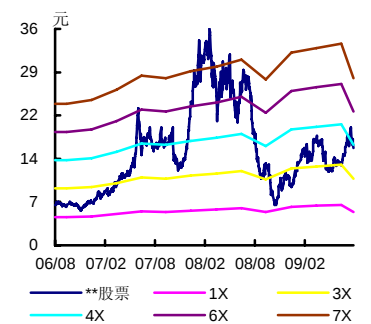
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发家电行业研究小组

袁浩然，分析师，复旦大学金融学硕士，CPA，3 年会计师事务所审计工作经验，3 年家电行业工作经验，4 年证券从业经历。2008 年、2010 年获得新财富评选最佳分析师第 5 名，2011 年进入广发证券发展研究中心。

郝雪梅，研究助理，南京大学管理学硕士，2010 年天眼耐用消费品最佳分析师，2010 年新财富最佳分析师评选入围（团队），2011 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：hxm5@gf.com.cn，0755-23953620。

相关研究报告

广发证券—公司投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。