

强烈推荐-A (维持)

阳光照明 600261.SH

目标估值: 8.3-8.9 元

当前股价: 6.89 元

2017 年 04 月 30 日

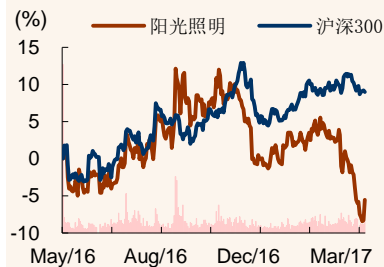
收入增速逐步恢复, 管理效率提升盈利水平

基础数据

上证综指	3155
总股本 (万股)	145210
已上市流通股 (万股)	145210
总市值 (亿元)	100
流通市值 (亿元)	100
每股净资产 (MRQ)	2.3
ROE (TTM)	14.3
资产负债率	39.0%
主要股东	世纪阳光控股集团有
主要股东持股比例	32.14%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-8	-13	-4
相对表现	-7	-16	-13



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《阳光照明 (600261) —LED 照明龙头稳健成长, 关注行业整合进程》2017-04-11
- 2、《阳光照明 (600261) —盈利能力持续改善推动业绩高增长》2016-10-30
- 3、《阳光照明 (600261) —强化海外渠道与激励, 海外 LED 龙头高成长》2016-08-23

鄢凡

0755-83074419
yanfan@cmschina.com.cn
S1090511060002

马鹏清

0755-82958360
mapq@cmschina.com.cn
S1090515080001

事件:

公司发布 2017 年 Q1 季报, 公司实现收入 11.42 亿元, 同比增长 11.62%; 实现归母净利润 1.16 亿元, 同比增长 15.68%; 归母扣非净利润 1.12 亿元, 同比增长 30.09%; 对应 EPS0.08 元。

评论:

1、收入增速连续 3 季度回升, 管理效率显著改善

Q1 收入同比增长 11.62%, 实现连续 3 个季度收入增速回升, 环比也提升了 1%, 与我们前期判断基本相符。毛利率 26.2%, 环比下降 2.9 个百分点, 与去年同期基本持平。管理能力明显提升, 管理费用率 8.8%, 同比下降 2.9 个百分点。公司持续增加销售方面投入, 销售费用率提升 0.6 个百分点。净利润同比增长 15.7%, 净利润率提升 0.4 个百分点, 达到 10.2%。去年同期营业外收入、资产减值冲回、汇兑收益等较多, 剔除相关影响, 扣非净利润同比增长 30%, 经营质量也有明显提升。

2、预计全年收入增速稳步提升, 盈利同步成长

公司产品周期较为明显, 已经 3 个季度收入增速逐季提升, 全年收入或实现 20-25% 左右成长。公司持续推动自动化率提升, 经营效率改善。管理方面效率也有一定改善, 子公司层面实现员工持股, 员工积极性进一步提升。尽管包装材料、五金件等成本上升对经营有一定压力, 我们预计超出公司 4.67 亿元指引是大概率事件, 全年利润保持 15-20% 增长。

3、LED 整合持续, 长期看好龙头企业市场份额提升

LED 产业链经过长期发展, 将进入加快整合阶段。一方面行业集中度将显著提升, 以公司为代表的优势企业市场份额将持续上行。另一方面, 优势企业将加快对产业链整合, 加快对品牌、销售渠道、细分应用等市场开拓, 其中品牌与渠道以海外为主, 既包括区域性品牌与渠道, 甚至也包括欧司朗、飞利浦等全球性的品牌; 细分应用多以国内市场为主, 例如工程照明等市场。在整合过程中, 公司将充分受益行业发展, 持续推动业绩成长。

估值与投资建议

我们调整 17-19 年净利润预测 5.20/6.48/7.73 亿元, 对应 0.36/0.45/0.53 元, 目前股价对应 17 年 19 倍, 估值相对较低, 维持“强烈推荐-A”评级。

风险提示

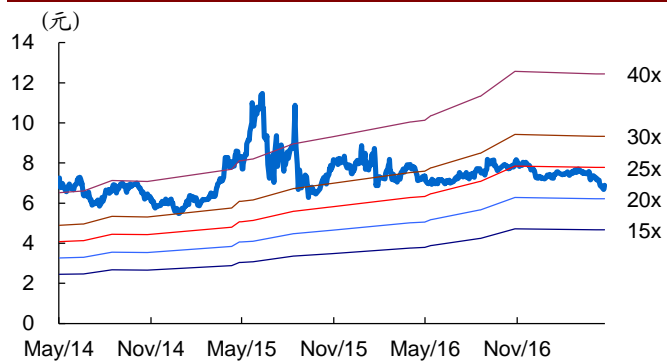
价格大幅下降, 业务拓展低于预期。

表 1: 公司财务数据情况

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	4258	4393	5313	6320	7317
同比增长	31%	3%	21%	19%	16%
营业利润(百万元)	315	487	544	685	819
同比增长	1%	55%	12%	26%	20%
净利润(百万元)	372	452	520	648	773
同比增长	29%	22%	15%	25%	19%
每股收益(元)	0.26	0.31	0.36	0.45	0.53
P/E(倍)	26.9	22.1	19.3	15.4	12.9
P/B(倍)	3.4	3.2	3.8	3.2	2.7

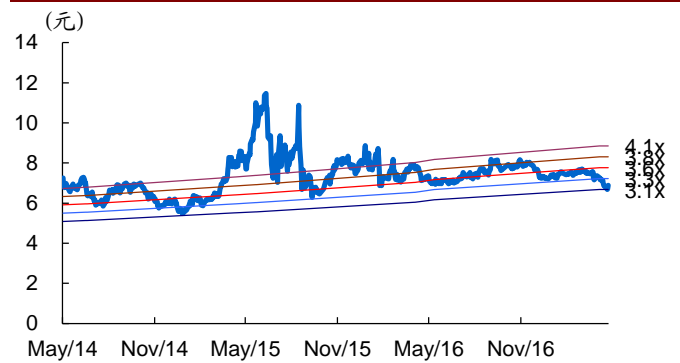
资料来源: 招商证券, Wind

图 1: 阳光照明历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 2: 阳光照明历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	3614	4115	3854	4682	5589
现金	1577	2263	1637	2044	2538
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	11	12	15	18	20
应收款项	1291	1175	1397	1662	1924
其它应收款	21	23	28	33	38
存货	662	599	725	863	996
其他	52	43	53	63	73
非流动资产	1435	1526	1565	1602	1638
长期股权投资	1	6	6	6	6
固定资产	1030	1093	1151	1205	1255
无形资产	136	148	134	120	108
其他	269	279	275	272	269
资产总计	5049	5641	5420	6284	7227
流动负债	1902	2211	2480	2844	3198
短期借款	31	86	0	0	0
应付账款	951	1012	1242	1478	1708
预收账款	42	53	64	77	89
其他	877	1060	1173	1289	1401
长期负债	104	125	125	125	125
长期借款	0	0	0	0	0
其他	104	125	125	125	125
负债合计	2006	2336	2605	2969	3323
股本	1452	1452	1452	1452	1452
资本公积金	265	263	263	263	263
留存收益	1203	1445	948	1440	2019
少数股东权益	123	144	151	160	170
归属于母公司所有者权益	2921	3160	2663	3156	3734
负债及权益合计	5049	5641	5419	6284	7227

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	570	1032	553	627	736
净利润	372	452	520	648	773
折旧摊销	95	96	99	101	102
财务费用	(17)	(19)	(13)	(15)	(18)
投资收益	(1)	(5)	(50)	(60)	(72)
营运资金变动	160	505	(16)	(63)	(66)
其它	(39)	3	13	16	17
投资活动现金流	(228)	(196)	(139)	(139)	(139)
资本支出	(302)	(231)	(139)	(139)	(139)
其他投资	74	35	0	0	0
筹资活动现金流	(287)	(168)	(1039)	(81)	(104)
借款变动	253	725	(86)	0	0
普通股增加	484	0	0	0	0
资本公积增加	(469)	(2)	0	0	0
股利分配	(678)	(1016)	(1016)	(156)	(194)
其他	123	125	63	75	90
现金净增加额	55	668	(625)	407	494

资料来源：公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	4258	4393	5313	6320	7317
营业成本	3184	3183	3906	4648	5370
营业税金及附加	28	40	49	58	67
营业费用	126	144	170	202	234
管理费用	506	550	632	727	841
财务费用	(100)	(100)	(13)	(15)	(18)
资产减值损失	200	93	74	74	74
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	1	5	50	60	72
营业利润	315	487	544	685	819
营业外收入	131	64	73	85	97
营业外支出	18	4	4	4	4
利润总额	428	546	613	765	912
所得税	69	83	86	108	129
净利润	359	463	527	657	783
少数股东损益	(13)	11	7	9	10
归属于母公司净利润	372	452	520	648	773
EPS (元)	0.26	0.31	0.36	0.45	0.53

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	31%	3%	21%	19%	16%
营业利润	1%	55%	12%	26%	20%
净利润	29%	22%	15%	25%	19%
获利能力					
毛利率	25.2%	27.5%	26.5%	26.5%	26.6%
净利率	8.7%	10.3%	9.8%	10.3%	10.6%
ROE	12.7%	14.3%	19.6%	20.6%	20.7%
ROIC	5.8%	9.7%	16.0%	17.1%	17.4%
偿债能力					
资产负债率	39.7%	41.4%	48.1%	47.2%	46.0%
净负债比率	0.6%	1.5%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.9	1.9	1.6	1.6	1.7
速动比率	1.6	1.6	1.3	1.3	1.4
营运能力					
资产周转率	0.8	0.8	1.0	1.0	1.0
存货周转率	4.7	5.1	5.9	5.9	5.8
应收帐款周转率	4.1	3.6	4.1	4.1	4.1
应付帐款周转率	3.6	3.2	3.5	3.4	3.4
每股资料 (元)					
每股收益	0.26	0.31	0.36	0.45	0.53
每股经营现金	0.39	0.71	0.38	0.43	0.51
每股净资产	2.01	2.17	1.83	2.17	2.57
每股股利	0.70	0.70	0.11	0.13	0.16
估值比率					
PE	26.9	22.1	19.3	15.4	12.9
PB	3.4	3.2	3.8	3.2	2.7
EV/EBITDA	42.8	26.9	19.8	16.2	13.8

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

鄢凡，北京大学信息管理、经济学双学士，光华管理学院硕士，9年证券从业经验，08-11年在中信证券，1年加盟招商证券，现任电子行业首席分析师。11/12/14/15/16年《新财富》电子行业最佳分析师第二、五、二、二、四名，11/12/14/15/16年《水晶球》电子行业第二、五、一、二、二名，10/14/15年《金牛奖》TMT/电子行业第一、二、五、三名。

马鹏清，上海交通大学工学本硕，金融学学士，2015年加入招商证券，任电子行业分析师，之前就任国金证券交通运输、电子行业分析师。

李学来，中科院上海微系统与信息技术研究所微电子学博士，两年半导体行业工作经验，近2年券商电子行业研究经验，2016年3月加入招商证券电子行业研究团队，任电子行业分析师。

兰飞，复旦大学微电子与固体电子学硕士，曾任美国国家仪器应用工程师、区域销售经理，近6年集成电路、电子制造产业经验，2016年6月加入招商电子团队，任电子行业分析师。

涂围，北京大学金融学硕士，浙江大学光电信息工程学学士，2016年7月加入招商电子团队，任电子行业分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。