

盈利增长稳定，业务结构不断完善

——阳光照明（600261）调研报告

分析师：徐勇

SAC NO: S1150516060001

2017年05月22日

电子——光学光电子

证券分析师

徐勇

010-68104602

xuyong@bhq.com

助理分析师

杨青海

SAC No: S1150116080027

010-68104686

yangqh@bhq.com

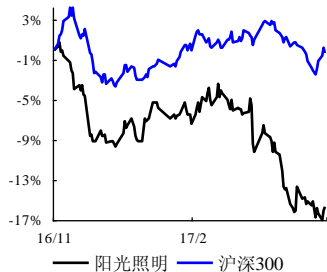
评级：

增持

最新收盘价：

6.58

最近半年股价相对走势



投资要点：

● 公司毛利率水平逐年提升，业务结构不断完善

公司 OEM 代工业务占营收比重逐年下降，高毛利的 ODM 业务占比逐渐提升，从家居照明为主向家居照明、工程照明和景观照明等业务共同发展，使得公司毛利率能够逐年提升，从不足 20% 提高到 2016 年的 27.54%。

● 增强激励机制，公司管理水平得到提升

将子公司划分为不同的单元分别负责各自重点区域的市场，各区域重要客户都受到重视，利于市场的开拓，同时对子公司管理团队进行股权激励，增强团队销售能力。

● 受益全球 LED 照明市场稳定发展，业绩持续增长

全球 LED 照明市场存量渗透率仅 12% 左右，增量市场渗透率刚超过 30%，增长稳定，国内外照明市场年均增长接近 20%。公司作为全球重要的照明企业，将继续受益于全球照明市场需求的增长，公司营收将持续增长。

● 盈利预测

公司照明产品营收增长主要受益于全球 LED 照明市场的增长和公司有节奏的扩产，最近两年公司在有效的提升管理水平，制定了合理的激励机制，扩大高毛利业务占比，我们预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.33/0.36/0.40 元，对应 PE 分别为 20.20/18.21/16.48 倍，首次覆盖给予公司“增持”投资评级。

● 风险提示

市场需求不及预期、公司毛利率下降以及汇率波动风险。

相关研究报告

财务摘要 (百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入	4257.92	4393.12	4832.43	5315.68	5847.25
(+/-)%	30.97	3.18	10.00	10.00	10.00
经营利润 (EBIT)	314.82	486.53	494.19	555.62	620.94
(+/-)%	0.96	54.54	1.57	12.43	11.76
归母净利润	371.65	452.20	475.88	528.00	583.41
(+/-)%	29.00	21.67	5.24	10.95	10.49
每股收益 (元)	0.256	0.311	0.328	0.364	0.402

表：三张表及主要财务指标

资产负债表						利润表 (百万元)					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	1258.05	1844.61	1923.09	2693.57	2878.89	营业收入	4257.92	4393.12	4832.44	5315.68	5847.25
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业成本	3184.40	3183.43	3527.68	3880.45	4268.49
应收票据及账款	1301.36	1186.83	1321.95	1437.71	1597.92	营业税金及附加	28.10	40.45	44.50	48.95	53.84
预付款项	30.40	10.69	41.98	15.95	47.77	销售费用	126.12	144.50	158.95	174.84	192.32
其他应收款	21.07	22.90	25.46	27.73	30.78	管理费用	505.65	550.22	605.24	665.76	732.34
存货	661.54	598.69	650.00	600.00	700.00	财务费用	-100.32	-100.18	-91.13	-102.96	-113.72
其他流动资产	18.02	28.35	28.35	28.35	28.35	资产减值损失	199.88	93.02	93.02	93.02	93.02
长期股权投资	98	570.49	570.49	570.49	570.49	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1029.62	1092.77	779.41	466.05	218.08	其他非经营性损益	113.12	59.51	66.81	66.81	66.81
在建工程	50.79	76.30	276.30	476.30	600.00	营业利润	314.82	486.53	494.19	555.62	620.94
无形资产	136.08	148.36	130.54	112.71	94.89	营业外收支净额	113.12	59.51	66.81	66.81	66.81
长期待摊费用	30.54	20.63	10.32	0.00	0.00	税前利润	427.94	546.04	561.00	622.43	687.75
资产总计	4669.50	5153.29	5308.19	5976.82	6312.76	减：所得税	69.37	83.10	84.15	93.37	103.16
短期借款	31.49	85.83	0.00	0.00	0.00	净利润	358.57	462.94	476.85	529.07	584.59
应付票据及账款	1389.08	1508.73	1455.14	1805.12	1781.17	归母净利润	371.65	452.20	475.88	528.00	583.41
预收款项	41.88	52.55	61.72	63.97	74.28	少数股东损益	-13.08	10.74	0.96	1.07	1.18
其他应付款	116.17	144.35	144.35	144.35	144.35	基本每股收益	0.256	0.311	0.328	0.364	0.402
其他流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	稀释每股收益	0.256	0.311	0.328	0.364	0.402
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
预计负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营收增长率	30.97%	3.18%	10.00%	10.00%	10.00%
负债合计	1613.47	1826.30	1696.04	2048.28	2034.64	EBIT 增长率	0.96%	54.54%	0.54%	9.52%	9.56%
股东权益合计	3043.29	3304.57	3589.72	3906.11	4255.70	净利润增长率	22.06%	29.11%	5.24%	10.95%	10.49%
现金流量表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	销售毛利率	25.21%	27.54%	27.00%	27.00%	27.00%
归母净利润	371.65	452.20	475.88	528.00	583.41	销售净利率	8.42%	10.54%	9.87%	9.95%	10.00%
折旧与摊销	94.80	95.58	250.84	250.84	251.42	ROE	12.72%	14.31%	13.82%	14.04%	14.20%
经营净现金流	489.72	959.91	459.11	1074.44	500.85	ROIC	15.91%	22.04%	25.85%	26.45%	40.58%
投资净现金流	-227.80	-196.01	-143.21	-143.21	-143.21	PE	25.87	21.26	20.20	18.21	16.48
融资净现金流	-287.07	-168.26	-237.41	-160.75	-172.31	P/S	2.28	2.21	2.01	1.83	1.66
现金净变动	-1.16	618.01	78.48	770.48	185.32	P/B	3.29	3.04	2.79	2.56	2.34
期初现金余额	1464.30	1543.40	1844.61	1923.09	2693.57	股息收益率	1.50%	2.30%	2.00%	2.20%	2.40%
期末现金余额	1543.40	2233.64	1923.09	2693.57	2878.89	EV/EBITDA	16.82	12.95	10.09	8.55	7.81

目 录

1.公司主营业务与盈利状况	5
1.1 主营业务及产品	5
1.2 营收结构及趋势	6
1.3 盈利能力	6
2.公司将继续受益行业发展	8
2.1LED 市场规模持续增长.....	8
2.2 中国厂商份额扩大.....	8
2.3 产能向大厂商集中.....	9
3.盈利预测、估值与风险	10
3.1 盈利预测与估值	10
3.2 主要风险	11

图 目 录

图 1: 智慧台灯	5
图 2: 中继球灯	5
图 3: 户外照明灯 1	5
图 4: 筒灯	5
图 5: 吸顶灯	5
图 6: 工矿灯	5
图 7: LED 路灯	6
图 8: 格栅灯	6
图 9: 户外照明灯 2	6
图 10: 2012 年营收以节能灯为主	6
图 11: 2016 年营收以 LED 灯为主	6
图 12: 营收每两年上一个台阶	7
图 13: 净利润快速增加	7
图 14: 销售毛利率稳步提升	7
图 15: 全球照明市场增速依然可观(单位:亿美元)	8
图 16: 中国 LED 应用产值连年增长(单位:亿元)	8
图 17: 全球封装市场份额向大陆集中	9
图 18: 全球 LED 应用市场构成(%)	9
图 19: 公司两类产品毛利率趋势	10

1.公司主营业务与盈利状况

1.1 主营业务及产品

阳光照明成立于 1994 年，2000 年在上交所上市。注册地址与办公地址均位于浙江省绍兴市上虞区。公司是中国最大的节能灯生产和出口基地之一，是国家级高新技术企业，主要生产 LED 灯、节能荧光灯，产品应用于家庭照明、商业照明和工程照明等领域。公司目前有四大生产基地，分别位于绍兴、安徽金寨、江西鹰潭和福建厦门。公司的产品已获得了美国 UL、FCC、ENERGYSTAR、欧洲 EMC、CE、GS、TUV、VDE、加拿大 CSA、巴西 PROCEL、北欧五国等近 40 项国际标准认证，产品在全球主要国家都有销售。下图中为公司部分产品：

图 1：智慧台灯



图 2：中继球灯



图 3：户外照明灯 1



资料来源：阳光照明官网，渤海证券研究所

图 4：筒灯



图 5：吸顶灯



图 6：工矿灯



资料来源：阳光照明官网，渤海证券研究所

图 7: LED 路灯



图 8: 格栅灯



图 9: 户外照明灯 2

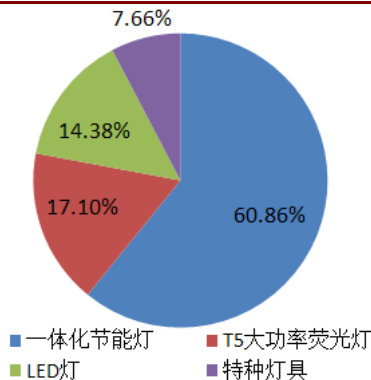


资料来源: 阳光照明官网, 渤海证券研究所

1.2 营收结构及趋势

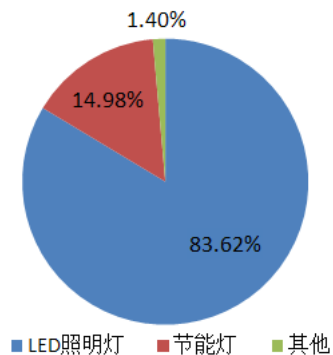
阳光照明营业收入构成中 LED 照明产品占比逐年提升, 2012 年, LED 照明产品收入 3.64 亿元, 占公司总营收比例为 14.38%; 2016 年, LED 产品营收 36.74 亿元, 已经占到公司总营收的 83.62%。而且公司 LED 产品中, 工程照明、景观照明和户外照明类产品占比逐年增加, 传统的家居照明占比有所降低。随着公司在工程照明业务方面的推进, 此类产品营收占比将快速增加。

图 10: 2012 年营收以节能灯为主



资料来源: 阳光照明年报, 渤海证券研究所

图 11: 2016 年营收以 LED 灯为主



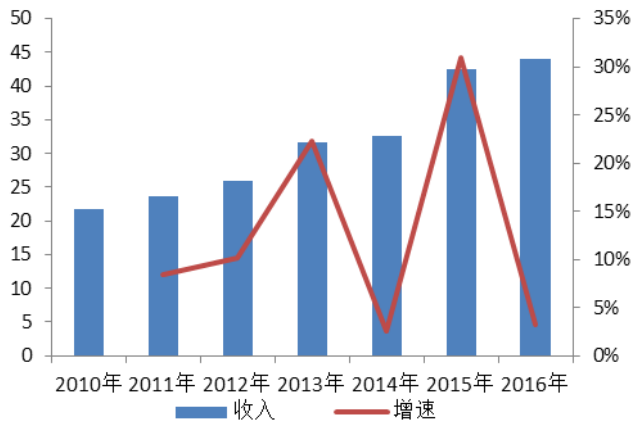
资料来源: 阳光照明年报, 渤海证券研究所

1.3 盈利能力

2011 年以来, 公司总营收每两年一个台阶的上升, 年均复合增速 13%。2016 年公司总营收达到 43.93 亿元, 是国内 LED 照明行业规模最大的公司之一。

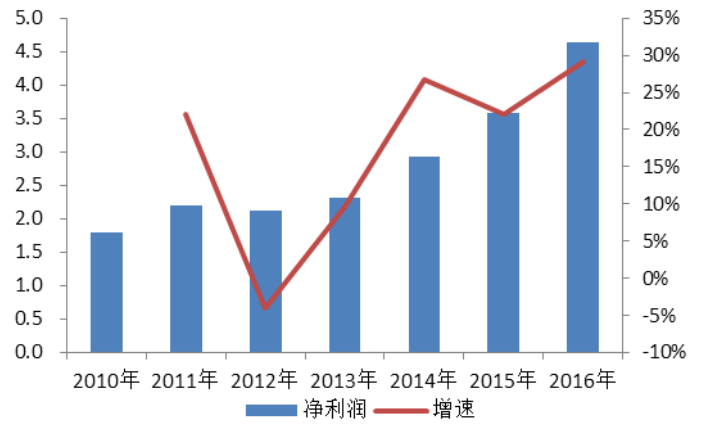
在营业收入快速增加的同时, 公司的盈利能力也非常强劲, 净利润与营收保持了同步增长, 2016 年公司净利润 4.63 亿元, 同比上涨 29%。公司毛利率逐年提升, 从 2010 年的 19%提升到 2016 年的 28%。

图 12: 营收每两年上一个台阶 (单位: 亿元)



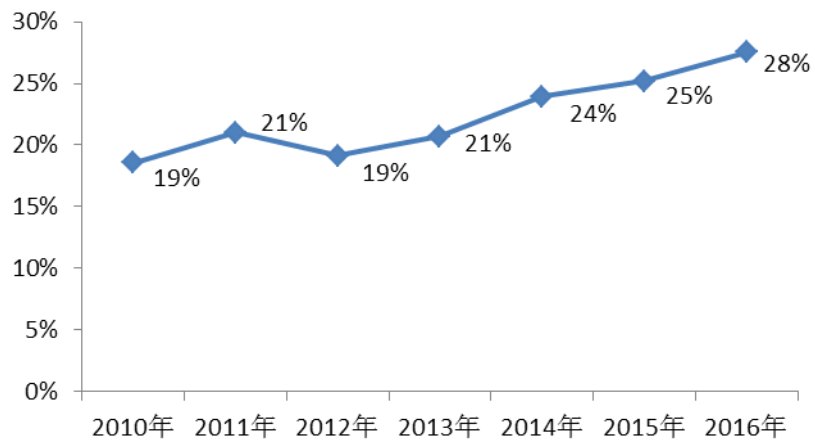
资料来源: 阳光照明年报, 渤海证券研究所

图 13: 净利润快速增加 (单位: 亿元)



资料来源: 阳光照明年报, 渤海证券研究所

图 14: 销售毛利率稳步提升



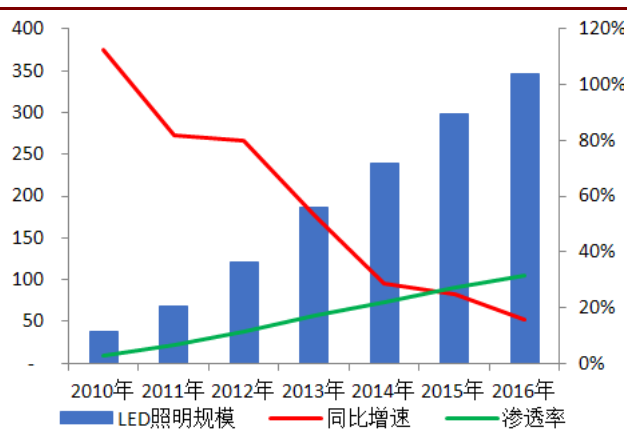
资料来源: 阳光照明年报, 渤海证券研究所

2.公司将继续受益行业发展

2.1LED 市场规模持续增长

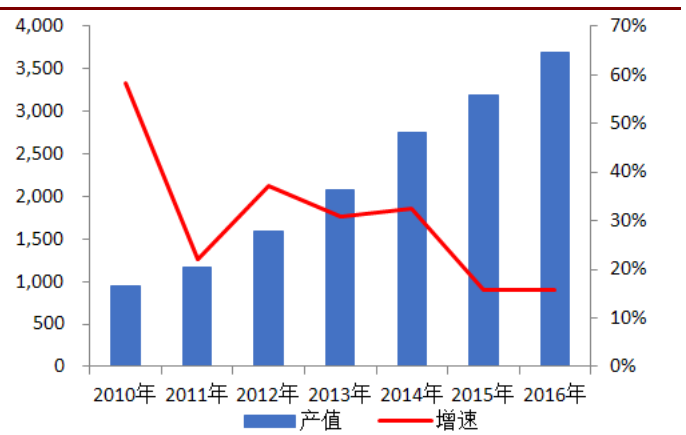
2016 年全球照明市场规模达到 346 亿美元，比 2015 年增长 16%，LED 产品在照明市场的渗透率达到 31%。中国包括 LED 照明在内的应用市场 2016 年产值达到 3697 亿元，同比增长 16%。当前阶段至未来 5 年左右的时间内，全球 LED 行业规模将保持 20%左右的中低速增长，LED 照明市场渗透率将由 30%附近增长到 70%，全球 LED 照明市场规模每年将超过 700 亿美元。

图 15: 全球照明市场增速依然可观(单位:亿美元)



资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 16: 中国 LED 应用产值连年增长(单位:亿元)



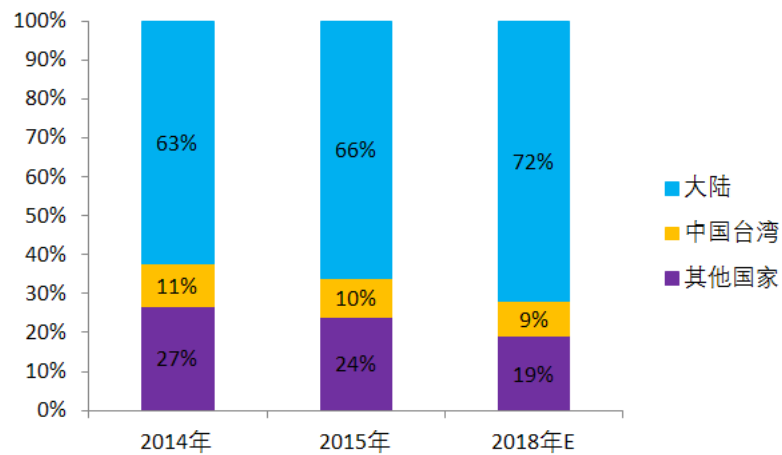
资料来源: wind, 渤海证券研究所

2.2 中国厂商份额扩大

当前 LED 芯片、封装和应用产值中，85%以上为通用型技术，目前各厂商技术差异较小（15%以内），仅有 10%左右的市场是高端技术和特殊应用，被 cree、丰田合成、欧司朗等传统巨头占据。在技术越来越透明的趋势下，中国大陆厂商作为追赶者经过 2010 年至今的几年扩产，在规模上已经占据了全球一半的 LED 产值份额，全球照明产品市场，以阳光照明、欧普照明为代表的国内厂商份额超过 60%。

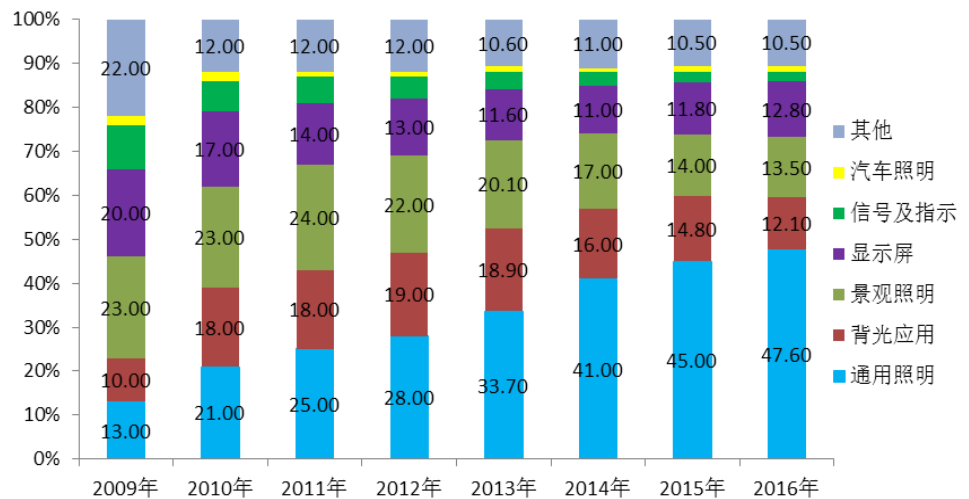
2011 年-2016 年，行业内产能增加主要来自中国大陆厂商（包括芯片、封装和应用环节），这几年，欧美日韩和台湾地区的芯片厂商扩产有限，每年 MOCVD 采购量之和赶不上大陆厂商采购的 MOCVD 数量，且 2017-2018 年大陆芯片厂商继续扩产。国内封装和下游应用厂商扩产的速度不逊于芯片厂。经过这一轮的扩产，2018 年国内厂商在全球的市场份额将稳定在 70%以上。

图 17: 全球封装市场份额向大陆集中



资料来源: LEDinside, 渤海证券研究所

图 18: 全球 LED 应用市场构成 (%)



资料来源: wind, 渤海证券研究所

2.3 产能向大厂商集中

国内龙头厂商扩产, 市场份额增加, 其背景是国外厂商老旧产能的淘汰同时未能补充新产能、部分厂商出售 LED 业务退出 LED 领域, 国内不断有实力不济的企业亏损倒闭。这一背景下, 盈利能力强的国内龙头企业有动力扩产弥补行业产能的缺口, 而且也逐渐具有了一定的议价能力, 带来毛利率的逐渐提升。

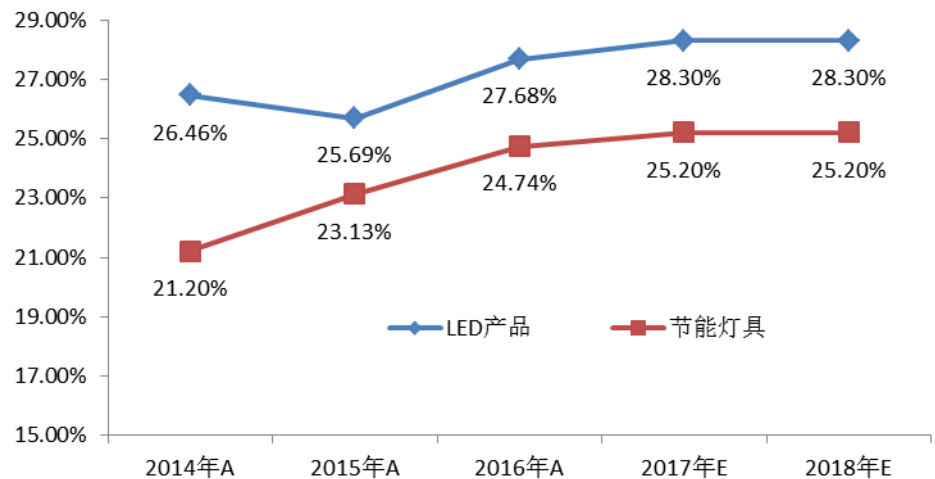
3.盈利预测、估值与风险

3.1 盈利预测与估值

假设条件:

- (1) 公司 LED 照明产品产能与营收增速保持年均 10%;
- (2) 产品综合毛利率维持在 27%附近;
- (3) LED 产品营收占到主营业务收入的 90%，节能灯具占 10%;
- (4) 期间费用控制得当;

图 19: 公司两类产品毛利率趋势



资料来源: wind, 渤海证券研究所

公司 2016 年产能利用率 85%-90%，LED 产品占公司主营业务收入的 85%，节能灯具营收占 15%，结合当前全球照明市场每年接近 20%的增速，未来两年保守估计公司主营业务收入可以保持年均 10%的增长，LED 营收将占到 90%以上。公司财务状况良好，截至 2016 年底，资产负债率 41%，总负债 23.36 亿元与货币资金 22.63 亿元规模相当。这样的财务状况利于公司根据市场情况开展新的业务，而不用过分担心未来利率高企、债务过高的压力。

公司照明产品营收增长主要受益于全球 LED 照明市场的增长和公司有节奏的扩产，最近两年公司在有效的提升管理水平，制定了合理的激励机制，扩大高毛利业务占比，同时 2017 年公司没有扩产计划，营收增加主要依靠产能利用率提升。

我们预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.33 元/0.36 元/0.40 元，对应的 PE 分别为

20.20 倍、18.20 倍和 16.48 倍，首次覆盖给予公司“增持”投资评级。

3.2 主要风险

- 1) 全球 LED 照明市场需求不振;
- 2) 汇率波动风险;
- 3) 毛利率下降风险。

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

重要声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司就不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券股份有限公司研究所
副所长 (金融行业研究 & 研究所主持工作)

 张继袖
 +86 22 2845 1845

副所长

 谢富华
 +86 22 2845 1985

汽车行业研究小组

 郑连声
 +86 22 2845 1904
 张冬明
 +86 22 2845 1857

计算机行业研究小组

 王洪磊
 +86 22 2845 1975
 朱晟君
 +86 22 2386 1673

环保行业研究小组

 林徐明
 +86 10 6878 4238
 刘蕾
 +86 10 6878 4250

电力设备与新能源行业研究

 伊晓奕
 +86 22 2845 1632

医药行业研究小组

 任宪功 (部门经理)
 +86 10 6878 4237
 王斌
 +86 22 2386 1355
 赵波
 +86 10 6878 4256

通信 & 电子行业研究小组

 徐勇
 +86 10 6878 4235
 高峰
 +86 10 6878 4251
 宋敬祎
 杨青海
 +86 10 6878 4239

家用电器行业研究

 安伟娜
 +86 22 2845 1131

传媒行业研究

 姚磊
 +86 22 2386 1319

机械行业研究

 李骥
 +86 10 6878 4263

新材料行业研究

 张敬华
 +86 10 6878 4257

食品饮料、交通运输行业研究

 齐艳莉
 +86 22 2845 1625

休闲服务行业研究

 刘瑀
 +86 22 2386 1670

证券行业研究

 任宪功 (部门经理)
 +86 10 6878 4237
 洪程程
 +86 10 6878 4260

金融工程研究 & 部门经理

 崔健
 +86 22 2845 1618

权益类量化研究

 潘炳红
 +86 22 2845 1684
 李莘泰

衍生品类研究

 祝涛
 +86 22 2845 1653
 李元玮

CTA策略研究

 郝惊
 +86 22 2386 1600

基金研究

 刘洋
 +86 22 2386 1563

债券研究

 王琛皞
 +86 22 2845 1802

流动性、战略研究 & 部门经理

 周喜
 +86 22 2845 1972

策略研究

 宋亦威
 +86 22 2386 1608
 杜乃璇
 +86 22 2845 1945

博士后工作站

 冯振 债券·经纪业务创新发展研究
 +86 22 2845 1605
 朱林宁 量化·套期保值模型研究

综合质控 & 部门经理

 郭靖
 +86 22 2845 1879

机构销售·投资顾问

 朱艳君
 +86 22 2845 1995

行政综合

 白骐玮
 +86 22 2845 1659

渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道 8 号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区阜外大街 22 号 外经贸大厦 11 层

邮政编码: 100037

电话: (010) 68784253

传真: (010) 68784236

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn