

LED业务飙升驱动业绩快速增长

——阳光照明（600261）半年度财报点评

2015年08月17日

强烈推荐/维持

阳光照明

财报点评

张济	分析师	执业证书编号：S1480515030001
	zhangji@dxzq.net.cn	010-66554035

事件：

公司报告期内实现营业收入 19 亿元，同比增长 25%；营业利润 1.97 亿元，同比增长 28%；归属于上市公司股东的净利润 1.78 亿元，同比增长 32%；实现基本每股收益 0.12 元，同比增长 33 %。公司业绩符合市场预期。

公司分季度财务指标

指标	2013Q4	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4	2015Q1	2015Q2
营业收入（百万元）	785.65	747.99	776.05	889.61	837.53	913	987
增长率（%）	11.76%	14.65%	-4.43%	-3.19%	6.60%	22.06%	27.18%
毛利率（%）	25.85%	24.25%	21.57%	22.96%	26.85%	24.91%	23.28%
期间费用率（%）	19.20%	11.71%	12.04%	12.58%	15.26%	11.26%	13.31%
营业利润率（%）	-5.66%	11.97%	8.28%	9.16%	9.15%	12.02%	8.87%
净利润（百万元）	49.76	81.43	58.06	78.84	75.45	96.99	85.62
增长率（%）	58.22%	18.91%	72.16%	-0.11%	51.63%	19.11%	47.46%
每股盈利（季度，元）	0.08	0.12	0.06	0.08	0.08	0.10	0.06
资产负债率（%）	39.57%	34.32%	35.63%	34.87%	36.16%	33.66%	37.81%
净资产收益率（%）	1.88%	2.98%	2.16%	2.85%	2.66%	3.31%	2.98%
总资产收益率（%）	1.14%	1.96%	1.39%	1.86%	1.70%	2.19%	1.85%

观点：

- **二季度业绩加速增长。**公司经营状况自今年一季度开始得到显著改善，二季度营收和业绩增速与一季度相比均有所提升，其中二季度净利润同比增长50%，是一季度净利润增速的两倍。二季度实现高速增长的原因主要来自毛利率水平的提升以及营业收入的快速增长，同时营业外收入的增加对于业绩增长也有一定贡献。期间费用方面，公司报告期内期间费用率较上年同期略有增长，但整体保持稳定，展现了公司良好的费用管理能力。公司2015年经营目标是实现营业收入40亿元，净利润3.6亿元，上半年营收和净利润分别完成计划的47%和49%。鉴于公司业务良好的发展态势，我们认为公司完成今年经营规划是大概率事件。
- **LED业务几近翻番。**公司上半年LED业务营业收入为12.45亿元，同比增长92%，几乎实现倍增。并且，LED上半年在主营业务收入占比达到66%，较上年同期的43%有显著提升，成为驱动公司业绩增长的支柱产品。分地域来看，公司业务在欧洲、拉美、北美和大洋洲均实现大幅增长，其中公司灯具传统市场欧

洲和北美合计营收占比出现大幅提升，由上年同期的43%上升至今年的57%。我们认为，欧洲和北美市场快速增长的原因主要有二：一是用户对于LED照明产品认知度的提高，二是国际大厂包括飞利浦、GE、欧司朗等推出的降价策略。同时，公司的节能灯业务继续收缩，上半年营收同比下降27%，在主营业务收入占比为34%。虽然节能灯业务的下滑对于公司业绩增长会造成一定拖累，但影响已经非常有限，公司已经完成由节能灯向LED照明的业务转型，未来增长可期。

- **智能化产品稳步推进。**公司自2014年开始启动智能照明业务，希望凭借在照明领域长期积累的技术优势、市场经验和客户资源切入附加值更高的智能化照明领域，为智能家居时代的到来做好准备。报告期内，公司智能化技术得到逐步完善，并且已经推出了基于家居和工程的智能照明产品。目前公司智能照明业务仍处于培育期，短期内较难为公司带来业绩贡献。随着市场和产品的不断成熟，公司智能照明业务也将随之增长，长期来看有望成为公司新的业绩增长点。

结论：

得益于LED照明业务的高速增长，公司上半年业绩表现良好。随着LED认知度的不断提升以及国际巨头对于LED产品的大力推广，LED照明市场将进入快速发展阶段，公司相关业务也将因此受益。我们预计公司2015年、2016年和2017年分别实现营业收入41.27亿元、53.75亿元和71.29亿元，归属于上市公司股东净利润分别为3.71亿元、4.92亿元和6.51亿元，每股收益分别为0.26元、0.34元和0.45元，对应P/E分别为36倍、27倍和20倍，维持“强烈推荐”投资评级。

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
流动资产合计	3007	3120	4139	4914	5967	营业收入	3169	3251	4127	5375	7129
货币资金	1220	1475	2067	2236	2434	营业成本	2512	2473	3134	4064	5379
应收账款	852	784	995	1296	1718	营业税金及附加	14	21	27	35	46
其他应收款	59	115	146	190	252	营业费用	148	133	186	242	321
预付款项	19	21	21	21	21	管理费用	263	304	386	503	667
存货	774	690	875	1134	1501	财务费用	0	-16	-22	-28	-31
其他流动资产	65	16	16	16	16	资产减值损失	114.30	24.38	24.00	24.00	24.00
非流动资产合计	1370	1323	1304	1278	1249	公允价值变动收益	1.29	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	98	0	0	0	0	投资净收益	-9.08	0.32	0.00	0.00	0.00
固定资产	787.32	918.72	928.87	931.88	931.34	营业利润	109	312	392	535	722
无形资产	178	118	106	94	82	营业外收入	186.55	52.36	50.00	50.00	50.00
其他非流动资产	55	45	45	45	45	营业外支出	5.47	24.56	6.00	6.00	6.00
资产总计	4378	4444	5443	6193	7216	利润总额	290	340	436	579	766
流动负债合计	1612	1525	1781	2186	2753	所得税	58	46	65	87	115
短期借款	153	69	68	69	70	净利润	232	294	371	492	651
应付账款	789	814	1018	1320	1747	少数股东损益	0	6	0	0	0
预收款项	64	43	43	43	43	归属母公司净利润	232	288	371	492	651
一年内到期的非流	100	70	50	50	50	EBITDA	348	479	462	606	793
非流动负债合计	120	82	82	82	82	BPS (元)	0.36	0.30	0.26	0.34	0.45
长期借款	71	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
负债合计	1732	1607	1863	2267	2835	成长能力					
少数股东权益	143	147	147	147	147	营业收入增长	22.22%	2.59%	26.92%	30.26%	32.62%
实收资本(或股本)	645	968	1452	1452	1452	营业利润增长	6.84%	187.17	25.87%	36.38%	34.87%
资本公积	1073	751	751	751	751	归属于母公司净利润	10.27%	24.31%	28.78%	32.72%	32.22%
未分配利润	617	769	992	1287	1678	获利能力					
归属母公司股东权	2502	2690	3434	3779	4234	毛利率(%)	20.72%	23.93%	24.06%	24.39%	24.54%
负债和所有者权	4378	4444	5443	6193	7216	净利率(%)	7.31%	9.04%	8.99%	9.16%	9.13%
现金流量表						ROA (%)					
						2013A					
						2014A					
						2015E					
						2016E					
						2017E					
经营活动现金流	432	602	311	381	456	偿债能力					
净利润	232	294	371	492	651	资产负债率(%)	40%	36%	34%	37%	39%
折旧摊销	238.88	184.03	91.64	98.77	102.33	流动比率	1.87	2.05	2.32	2.25	2.17
财务费用	0	-16	-22	-28	-31	速动比率	1.39	1.59	1.83	1.73	1.62
应收账款减少	0	0	-211	-301	-423	营运能力					
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.75	0.74	0.83	0.92	1.06
投资活动现金流	-169	-58	-93	-94	-94	应收账款周转率	4	4	5	5	5
公允价值变动收益	1	0	0	0	0	应付账款周转率	4.63	4.06	4.50	4.60	4.65
长期股权投资减少	0	0	1	0	0	每股指标(元)					
投资收益	-9	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.36	0.30	0.26	0.34	0.45
筹资活动现金流	-268	-280	374	-118	-164	每股净现金流(最新)	-0.01	0.27	0.41	0.12	0.14
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	3.88	2.78	2.36	2.60	2.92
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	323	484	0	0	P/E	25.50	30.60	35.93	27.07	20.48
资本公积增加	0	-323	0	0	0	P/B	2.37	3.30	3.88	3.53	3.15
现金净增加额	-5	264	593	169	198	EV/EBITDA	14.45	15.75	24.65	18.51	13.88

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

张济

美国哥伦比亚大学和普度大学双硕士，2013 年加盟东兴证券研究所，从事电子元器件行业研究。

联系人简介

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。