



2019-04-22

公司点评报告

买入/维持

阳光照明(600261)

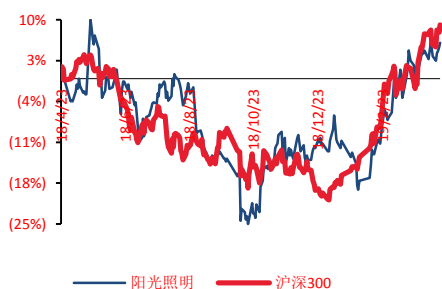
目标价:

昨收盘: 4.09

可选消费 耐用消费品与服装

## 盈利稳定，转型稳健，被忽视的照明领军企业

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,452/1,452
总市值/流通(百万元)	5,939/5,939
12 个月最高/最低(元)	4.40/2.87

### 相关研究报告:

证券分析师: 刘翔

电话: 021-61376547

E-MAIL: liuxiang@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517060001

**事件:** 公司实现销售收入 56.16 亿元, 同比增长 11.47%, 归属于上市公司股东的净利润 3.85 亿元, 同比下降 4.12%。其中, LED 光源及灯具产品收入 51.19 亿元, 同比增长 13.68%, 销量 4.31 亿只(套), 同比增长 15.24%; 节能灯光源及灯具产品收入 4.22 亿元, 同比下降 13.94%, 销量 0.79 亿只(套), 同比增长 8.22%。

**盈利能力稳定, 毛利率触底回升。** 2018 年照明行业较为低迷, 公司仍然实现营收的增长, 利润略有下滑, 主要来自费用端的增加。为应对全球经济形势和行业格局的波动, 公司在销售端和管理端付出更高的费用来应对和布局更持续的业务模式, 导致整体费用率有所上升。其中销售费用率 5.34%, 同比+0.75pct; 管理费用率+研发费用率为 10.47%, 同比+1.4pct; 财务费用率-0.65%, 同比下降 1.82pct。毛利率方面, 全年毛利率 24.28%, 与上一年基本持平, 但是 Q4 毛利率达到 30.19%, 恢复到近年来较高水平, 主要来自公司良好的成本管控。

**产能与产品布局完整, 营销渠道逐步完善。** 公司已经建立了浙江上虞、福建厦门、江西余江、安徽金寨四大基地, 2018 年达到了 4.2 亿盏 LED 光源和 1 亿套 LED 灯具的年生产能力。在球泡类产品和灯管类产品上, 公司某些单品已经形成规模。销售渠道方面, 公司在全球多个国家设立子公司, 在发展本地零售业务的同时发展了工程业务, 使业务模式更均衡。

**积极推进转型, 迎接照明行业新变化。** 公司近年来正经历四大转型: 技术路线转型(节能灯→LED, 目前 LED 占比已经超过 90%)、产品转型(光源→灯具)、管理转型(业务型集团→管控型集团)、业务模式转型(代工→自主品牌)。LED 照明是大势所趋, 而从数量型增长转向质量型增长也是公司经营发展的必然选择。随着照明行业智能化、物联网化趋势明显, 公司转型有利于更好的产品创新与市场模式创新, 适应行业变化。目前公司智能照明产品已开始量产, 首次完成了单个客户 10 万套的光源订单和上万套的智能灯具订单, 进展顺利。

**盈利预测与估值。** 我们预计公司 2019~2021 年收入为 62.66/72.88/85.04 亿元, 归母净利润为 4.31/5.17/6.11 亿元。首次覆盖给予“买入”评级。

**风险提示。** LED 下游需求减弱; 行业竞争加剧。

■ 盈利预测和财务指标:

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	5,616.19	6,266.32	7,288.00	8,504.21
(+/-%)	11.47%	11.58%	16.30%	16.69%
归母净利润(百万)	385	431	517	611
(+/-%)	-4.12%	12.05%	19.91%	18.18%
摊薄每股收益(元)	0.26	0.30	0.36	0.42
市盈率(PE)	13.12	13.75	11.47	9.70

资料来源: Wind, 太平洋证券注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1972	1956	2425	2704	3134	营业收入	5038	5616	6266	7288	8504
应收和预付款项	1392	1428	1583	1837	2145	营业成本	3792	4253	4749	5510	6418
存货	1048	915	1074	1255	1458	营业税金及附加	44	45	52	60	70
其他流动资产	104	137	135	146	159	销售费用	231	300	335	389	454
流动资产合计	4515	4436	5217	5942	6896	管理费用	457	588	721	838	978
长期股权投资	7	32	32	32	32	财务费用	59	-36	-76	-99	-117
投资性房地产	11	30	30	30	30	资产减值损失	46	81	0	0	0
固定资产	1184	1230	1194	1148	1100	投资收益	13	1	5	3	4
在建工程	104	123	145	167	188	公允价值变动	1	3	0	0	0
无形资产开发支出	280	284	307	314	325	营业利润	455	433	491	593	705
长期待摊费用	0	0				其他非经营损益	29	20	23	22	22
其他非流动资产	1982	2167	2171	2155	2139	利润总额	483	453	514	614	727
资产总计	6497	6603	7388	8097	9035	所得税	69	56	67	79	94
短期借款	48	99	0	0	0	净利润	414	396	447	535	633
应付和预收款项	1310	1206	1437	1658	1935	少数股东损益	13	12	16	19	22
长期借款	339	319	319	319	319	归母股东净利润	401	385	431	517	611
其他负债	1310	1244	1668	1837	2084						
负债合计	3007	2868	3424	3815	4339	预测指标					
股本	1452	1452	1452	1452	1452		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
资本公积	263	263	263	263	263	毛利率	24.73%	24.28%	24.21%	24.39%	24.53%
留存收益	1618	1784	1997	2296	2689	销售净利率	7.96%	6.85%	6.88%	7.09%	7.18%
归母公司股东权益	3326	3557	3770	4069	4462	销售收入增长率	14.68%	11.47%	11.58%	16.30%	16.69%
少数股东权益	164	178	193	212	234	EBIT 增长率	21.67%	-23.25%	5.06%	17.83%	18.28%
股东权益合计	3490	3735	3964	4281	4696	净利润增长率	-11.31%	-4.12%	12.05%	19.91%	18.18%
负债和股东权益	6497	6603	7388	8097	9035	ROE	12.06%	10.81%	11.43%	12.70%	13.68%
						ROA	6.17%	5.82%	5.83%	6.38%	6.76%
						ROIC	25.57%	18.27%	22.95%	26.49%	31.60%
现金流量表(百万)						EPS(X)	0.28	0.26	0.30	0.36	0.42
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	PE(X)	19.71	13.12	13.75	11.47	9.70
经营性现金流	237	457	685	602	757	PB(X)	2.41	1.39	1.57	1.46	1.33
投资性现金流	-428	-291	-96	-86	-89	PS(X)	1.59	0.88	0.95	0.81	0.70
融资性现金流	-337	-18	-120	-237	-237	EV/EBITDA(X)	9.88	6.28	6.86	5.51	4.20
现金增加额	-42	5	0	0	0						

资料来源: WIND, 太平洋证券

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

### 2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
华东销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com

华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远 企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。