

证券研究报告

电子

强烈推荐(维持)

证券分析师

刘舜逢

投资咨询资格编号:S1060514060002
电话 0755-22625254
邮箱 LIUSHUNFENG669@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

阳光照明(600261)

LED 照明业务节节高，探索体验创新

事项：

我们参加了公司举行的 2015 年中报投资人交流会。

平安观点：

- **海外业务拓展顺利，LED 照明业务贡献加大：**公司 LED 照明业务自 14 年下半年发力增长并持续至今，主要因为公司在欧美等海外市场成功开拓更多优质的新客户。同时，海外 LED 照明渗透率提升加快（达到 30%左右），有利保证 LED 照明业务的发展动力。我们预计公司 LED 业务有望保持高增长势头，15 年下半年 LED 照明业务订单饱满，LED 照明出货量增速保持在 100%以上，业务收入有望达到 14-16 亿元左右。
- **传统节能灯业务合理弱化，公司整体毛利率稳定：**公司继续弱化传统节能灯业务萎缩造成的影响：1）明确强调不再对传统节能灯业务做资源和人力的投入；2）通过可行的产能同步置换（例如灯具的五金件产能等），置换比例或将达到 30%，减少原有产能浪费。由于 LED 照明芯片价格下降影响，导致行业 LED 照明产品价格持续下降。但公司 LED 产品年初已经做过一次性调价，因此下半年受价格下降压力较小。另外，公司 LED 业务主要分布在海外成熟市场，产品毛利率表现相对稳定。
- **加大研发投入，探索体验创新增强竞争优势：**公司竞争优势主要表现在：1）市场区域开发得比较均衡、全面，并且在欧美、日韩市场销售的产品相对高端，表现良好；2）公司注重产品研发，强调技术创新，并希望通过用户体验创新等保持客户粘性，成长动力稳定；3）加快产品生产设备自动化，跟上工业智能化生产的节奏。
- **投资建议：**预计公司 2015-2016 年收入分别达到 38.76 亿元（+19.2% YoY）和 48.58 亿元（+25.3% YoY），2015-2016 年 EPS 分别为 0.27 元和 0.33 元，对应 PE 分别为 27.20 倍和 22.29 倍。维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**LED 行业景气度下降，公司 LED 产品海外渠道拓展不及预期。

资产负债表 单位：百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
流动资产	3007	3120	3730	4145
现金	1220	1475	1346	1506
应收账款	852	784	1166	1277
其他应收款	59	115	92	167
预付账款	19	21	27	33
存货	774	690	1060	1122
其他流动资产	84	36	39	39
非流动资产	1370	1323	1364	1492
长期投资	98	0	-98	-197
固定资产	787	919	1056	1281
无形资产	178	118	119	106
其他非流动资产	307	287	288	302
资产总计	4378	4444	5094	5637
流动负债	1612	1525	1914	2176
短期借款	153	69	69	69
应付账款	789	814	1102	1287
其他流动负债	671	642	743	820
非流动负债	120	82	94	111
长期借款	71	0	12	29
其他非流动负债	49	82	82	82
负债合计	1732	1607	2008	2287
少数股东权益	143	147	152	159
股本	645	968	1452	1452
资本公积	1073	751	266	266
留存收益	799	988	1195	1443
归属母公司股东权益	2502	2690	2934	3191
负债和股东权益	4378	4444	5094	5637

现金流量表 单位：百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
经营活动现金流	432	602	191	586
净利润	232	294	394	482
折旧摊销	68	75	81	100
财务费用	0	-16	-4	0
投资损失	9	-0	3	2
营运资金变动	17	204	-282	3
其他经营现金流	106	46	-0	-0
投资活动现金流	-169	-58	-124	-230
资本支出	207	222	139	227
长期投资	4	0	98	98
其他投资现金流	42	165	114	95
筹资活动现金流	-268	-280	-196	-196
短期借款	-14	-84	0	0
长期借款	-30	-71	12	17
普通股增加	0	323	0	0
资本公积增加	0	-323	0	0
其他筹资现金流	-223	-125	-208	-213
现金净增加额	-7	267	-129	160

利润表 单位：百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	3169	3251	3876	4858
营业成本	2512	2473	2956	3685
营业税金及附加	14	21	23	29
营业费用	148	133	166	205
管理费用	263	304	345	432
财务费用	0	-16	-4	0
资产减值损失	114	24	0	0
公允价值变动收益	1	0	0	0
投资净收益	-9	0	-3	-2
营业利润	109	312	389	505
营业外收入	187	52	97	82
营业外支出	5	25	25	20
利润总额	290	340	468	567
所得税	58	46	73	85
净利润	232	294	394	482
少数股东损益	-0	6	5	7
归属母公司净利润	232	288	389	475
EBITDA	335	375	511	629
EPS (元)	0.16	0.20	0.27	0.33

主要财务比率

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	22.2	2.6	19.2	25.3
营业利润(%)	6.8	187.2	24.6	29.9
归属于母公司净利润(%)	10.3	24.3	35.1	22.0
获利能力	-	-	-	-
毛利率(%)	20.7	23.9	23.7	24.1
净利率(%)	7.3	8.9	10.0	9.8
ROE(%)	8.8	10.4	12.8	14.4
ROIC(%)	7.5	9.0	11.8	13.4
偿债能力	-	-	-	-
资产负债率(%)	39.6	36.2	39.4	40.6
净负债比率(%)	-33.9	-47.1	-40.9	-41.8
流动比率	1.9	2.0	1.9	1.9
速动比率	1.4	1.6	1.4	1.4
营运能力	-	-	-	-
总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.9
应收账款周转率	4.1	4.0	4.0	4.0
应付账款周转率	3.7	3.1	3.1	3.1
每股指标 (元)	-	-	-	-
每股收益(最新摊薄)	0.16	0.20	0.27	0.33
每股经营现金流(最新摊薄)	0.30	0.36	0.13	0.40
每股净资产(最新摊薄)	1.72	1.85	2.02	2.20
估值比率	-	-	-	-
P/E	45.68	36.74	27.20	22.29
P/B	4.23	3.93	3.61	3.32
EV/EBITDA	29.42	25.2	18.7	15.0

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险,投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券有限责任公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2015 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳福田区中心区金田路 4036 号荣超大厦 16 楼 邮编：518048 传真：(0755) 82449257	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼 邮编：200120 传真：(021) 33830395	北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层 邮编：100033