

# 行业景气下行拖累公司业绩

## 增持 维持

### 投资要点:

- 📖 细分市场定位高端, 领先变频洗衣机
- 📖 电机业务将成为新增长点
- 📖 目前估值合理, 静待行业拐点, 维持“增持”评级

### 报告摘要:

- **收入增长离目标有距离, 净利润符合预期。**合肥三洋 2011 年上半年实现营业收入 18 亿元, 同比增长 27.48%; 与合肥三洋的洗衣机销量增速基本一致。归属于上市公司股东的净利润为 1.76 亿元, 同比增长 10.23%。收入离公司制定的 2011 年销售收入 40 亿元任务还有一定压力, 应加大国内营销力度。**盈利水平明显下滑:** 2011 年上半年毛利率为 30.78%, 毛利率同比减少了 3.5 个百分点。净利率为 9.77%, 同比减少了 1.5 个百分点。上半年营销费用率为 15.2%, 同比减少了 2.5 个百分点。管理费用率为 3.7%, 同比减少了 0.3 个百分点。
- **洗衣机和微波炉行业景气下行。**行业增速和合肥三洋收入增速低于年初预期, 合肥三洋洗衣机上半年销量增速为 25%, 其中内销增长 14%, 出口增长 100%。内销增长略低于行业平均水平, 出口增速远快于行业。2011 年上半年洗衣机国内外需求均有所放缓, 微波炉收入增速低于预期, 毛利率水平下滑过快。
- **等待行业拐点, 维持“增持”评级。**2011 年收入增速略有下调, 利润增速不变; 2012 年收入和利润增速均有所下调。我们预计合肥三洋 2011-2013 年销售收入增速分别为 36%、42%、35%; 归属母公司股东净利润分别增长 17%、43%、26%。2011-2013 年 EPS 分别为 0.66、0.95、1.20 元, 对应 PE 为 16 倍、11 倍、9 倍, 今年 PEG 为 0.57, 目前公司估值较为合理, 但洗衣机行业景气仍处于下行阶段, 需等待洗衣机行业拐点出现后再建议参与, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** (1) 成本上涨压力。(2) 美的系全面进攻加剧竞争。(3) 刺激政策效应减弱, 洗衣机需求下滑。

经营预测与估值	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	2021.73	3050.65	4155.87	5900.03	7976.73
同比增长率	86.73%	50.89%	36.23%	41.97%	35.20%
归属母公司净利润(百万元)	206.63	302.06	354.45	506.71	636.92
同比增长率	79.79%	46.18%	17.34%	42.96%	25.70%
每股收益(元)	0.388	0.567	0.665	0.951	1.195
P/E(倍)	27.67	18.93	16.13	11.28	8.98

资料来源: 公司公告, 宏源证券预测

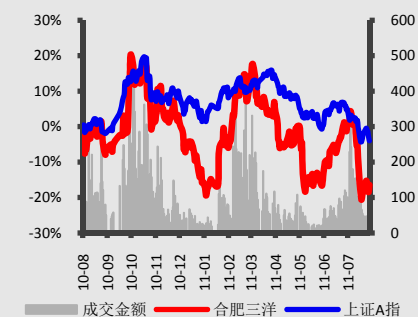
### 家电行业研究员

张泽京 (S1180511010003)

电话: 010-88085053

Email: zhangzejing@hysec.com

### 市场表现



### 基本情况

总股本(亿)	5.328
流通股本(亿)	1.967
股价(元)	10.73
第一大股东	合肥市国有资产控股有限公司
第一大股东持股比例	33.57%

数据来源: 公司公告, 上交所

### 相关研究

合肥三洋 (600983): 增发全力促进变频化 (2011.03.16)

合肥三洋 (600983): 做大规模 盈利稳定 (2010.8.24)

合肥三洋 (600983): 规模扩张与高盈利并存 (2010.03.16)

冰洗行业 11 年 3 月报: 平稳增长, 符合预期 (2011.03.06)

家电行业深度报告: 商品房和保障房对家电的影响 (2011.07.19)

## 收入增长离目标有距离，净利润符合预期

合肥三洋 2011 年上半年实现**营业收入 18 亿元，同比增长 27.48%**；与合肥三洋的洗衣机销量增速基本一致。归属于上市公司股东扣除非经常性损益后的净利润为 1.71 亿元，同比增长 15.66%；归属于上市公司股东的**净利润**为 1.76 亿元，**同比增长 10.23%**；基本每股收益为 0.33 元。

收入离公司制定的 2011 年销售收入 40 亿元任务还有一定压力，应加大国内营销力度。

### 盈利水平明显下滑

2011 年上半年**毛利率为 30.78%，毛利率同比减少了 3.5 个百分点**。净利率为 9.77%，同比减少了 1.5 个百分点。上半年营销费用率为 15.2%，同比减少了 2.5 个百分点。营销费用率与毛利率同步下滑，有效阻止了盈利能力下降。管理费用率为 3.7%，同比减少了 0.3 个百分点。

## 原因分析：洗衣机和微波炉行业景气下行

### 行业增速和合肥三洋收入增速低于年初预期

从产业在线监测数据看到，合肥三洋洗衣机上半年销量增速为 25%，其中内销增长 14%，出口增长 100%。内销增长略低于行业平均水平，出口增速远快于行业。

2011 年上半年洗衣机国内外需求均有所放缓，缘于长时间刺激政策对需求拉动明显减弱、人民币升值和成本上升挤压了出口的盈利，代工意愿下降。微波炉收入增速低于预期，毛利率水平下滑过快。

电机开始成为新的增长点，从今年开始将成为公司重要的收入和利润增长业务。

### 毛利率明显下降：

- (1) 原材料价格上升较快，人工成本上升。
- (2) 需求下滑，竞争加剧，在成本上升的同时，售价很难上涨。
- (3) 出口占比提升明显（2010 年出口占比为 10%，2011 年上半年出口占比为 18%）。

## 风险提示

- (1) 成本上升：原材料价格上涨，人工成本迅速上升；
- (2) 人民币升值抑制出口（出口占比在上升）；
- (3) 美的系全面进攻加剧竞争；
- (4) 刺激政策效应减弱，洗衣机需求下滑；
- (5) 使用国外品牌的可持续发展问题。

## 盈利预测与估值：等待行业拐点

我们对 2011 年盈利预测作如下调整：上调洗衣机出口增速，下调洗衣机内销增速、微波炉增速。下调洗衣机、微波炉的毛利率，上调电机的毛利率。下调销售费用率、管理费用率。

调整后：2011 年收入增速略有下调，利润增速不变；2012 年收入和利润增速均有所下调。

我们预计合肥三洋 2011-2013 年销售收入为 41.5 亿元、59 亿元、80 亿元，增速分别为 36%、42%、35%；归属母公司股东净利润分别为 3.54 亿元、5.07 亿元、6.37 亿元，分别增长 17%、43%、26%；预计今年在收入和净利润上均能勉强完成公司定下的目标。2011-2013 年 EPS 分别为 0.66、0.95、1.20 元，对应 PE 为 16 倍、11 倍、9 倍，今年 PEG 为 0.57，目前公司估值较为合理，但洗衣机行业景气仍处于下行阶段，需等待洗衣机行业拐点出现后再建议参与，维持“增持”评级。

**表 1：财务和估值数据摘要**

单位:百万元	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1082.73	2021.73	3050.65	4155.87	5900.03	7976.73
增长率(%)	70.60%	86.73%	50.89%	36.23%	41.97%	35.20%
归属母公司股东净利润	114.93	206.63	302.06	354.45	506.71	636.92
增长率(%)	69.06%	79.79%	46.18%	17.34%	42.96%	25.70%
每股收益(EPS)	0.216	0.388	0.567	0.665	0.951	1.195
每股股利(DPS)	0.081	0.113	0.000	0.185	0.264	0.332
每股经营现金流	0.138	0.307	0.927	0.232	1.044	0.768
销售毛利率	40.11%	41.50%	33.12%	31.12%	31.30%	31.21%
销售净利率	10.61%	10.22%	9.90%	8.53%	8.59%	7.98%
净资产收益率(ROE)	17.71%	25.97%	28.83%	13.61%	17.06%	18.57%
投入资本回报率(ROIC)	32.31%	38.90%	36.31%	47.50%	35.25%	39.12%
市盈率(P/E)	49.74	27.67	18.93	16.13	11.28	8.98
市净率(P/B)	8.81	7.19	5.46	2.20	1.92	1.67
股息率(分红/股价)	0.008	0.010	0.009	0.017	0.025	0.031

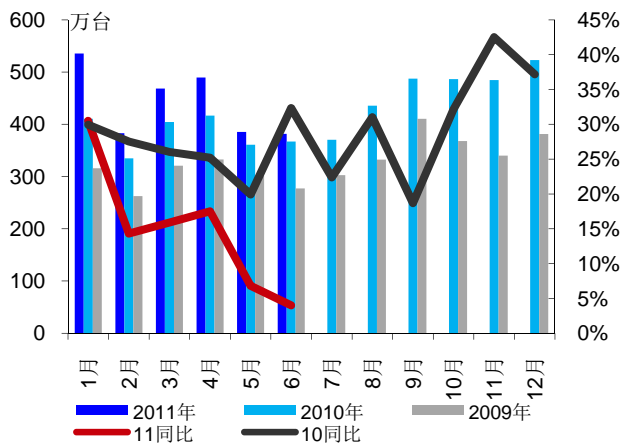
资料来源：宏源证券

附：合肥三洋所处的行业增长和竞争格局

洗衣机行业景气下行明显：上半年增速尚可，下半年增速将回落

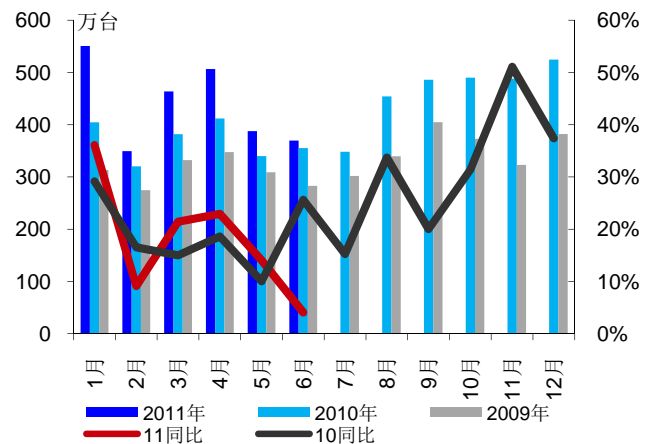
洗衣机行业 2011 年上半年同比增速：出货量 15%、产量 19%、内销 18%、出口 9%。

图 1：洗衣机行业出货量（月度）



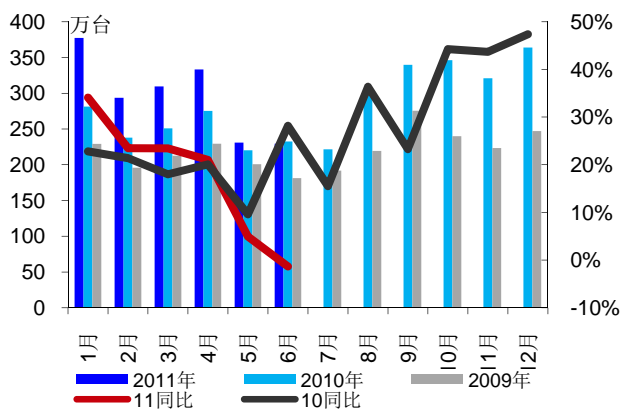
资料来源：产业在线，宏源证券

图 2：洗衣机行业产量（月度）



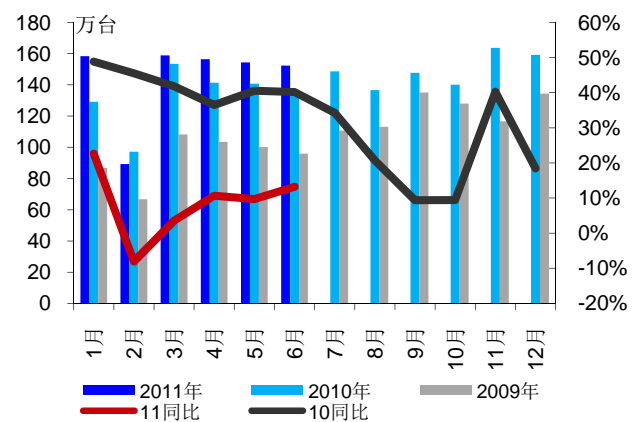
资料来源：产业在线，宏源证券

图 3：洗衣机行业内销量（月度）



资料来源：产业在线，宏源证券

图 4：洗衣机行业出口量（月度）



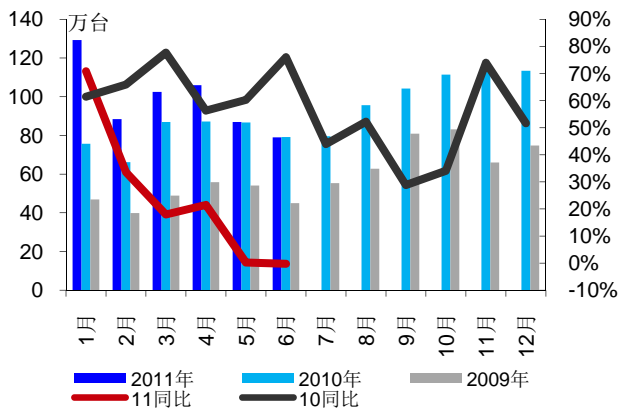
资料来源：产业在线，宏源证券

滚筒洗衣机今年上半年趋势为前高后低，高端产品需求也不容乐观。

滚筒洗衣机行业 2011 年上半年同比增速：出货量 23%、产量 18%、内销 51%、出口 1%。

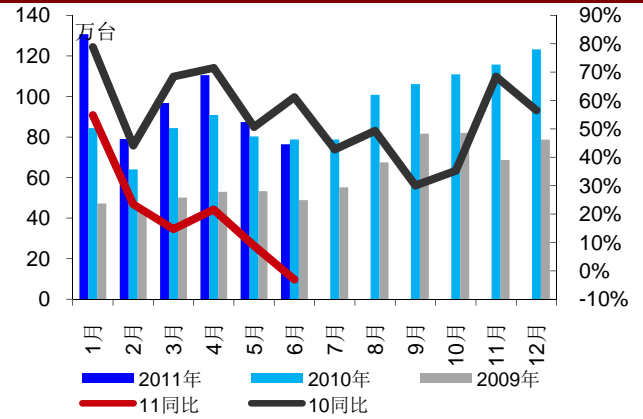
滚筒洗衣机在 2011 年上半年占比较去年下半年明显回落，滚筒洗衣机超过一半是代工出口，占比下滑主要缘于海外需求不振，以及人民币升值和成本上升导致国内企业代工的盈利微薄。

图 5: 滚筒洗衣机行业出货量 (月度)



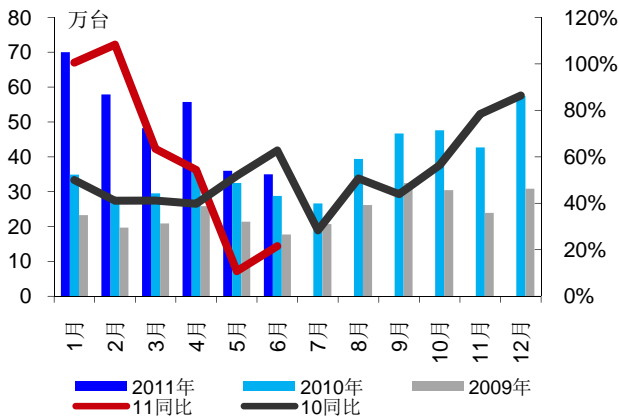
资料来源: 产业在线, 宏源证券

图 6: 滚筒洗衣机行业产量 (月度)



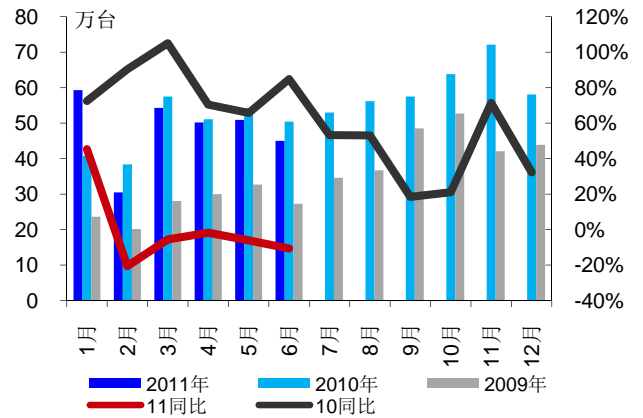
资料来源: 产业在线, 宏源证券

图 7: 滚筒洗衣机行业内销量 (月度)



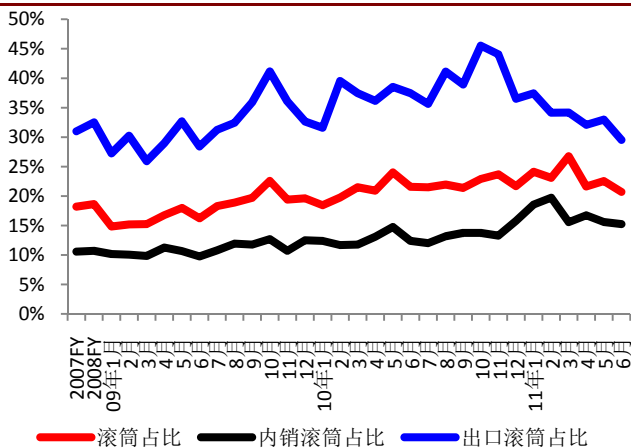
资料来源: 产业在线, 宏源证券

图 8: 滚筒洗衣机行业出口量 (月度)



资料来源: 产业在线, 宏源证券

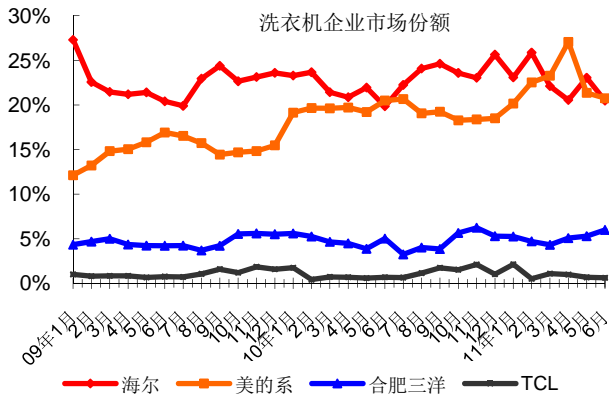
图 9: 滚筒洗衣机占比 (月度)



资料来源: 产业在线, 宏源证券

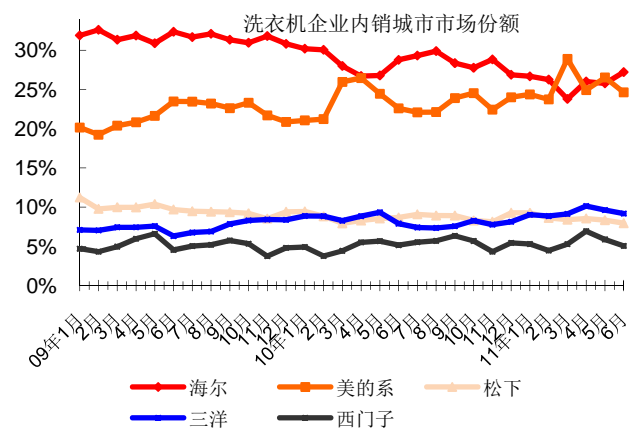
合肥三洋 2011 年上半年的国内市场份额为 6.0%，与去年(6.2%)基本维持不变，竞争对手美的的份额快速上升；出口份额上升明显(有 2010 年占比 1.9%到 2011 年上半年占比 3.1%)。在国内大中城市，合肥三洋市场份额上升一位排到了第 3，超越了松下。

图 10: 洗衣机行业竞争格局 (总销量)



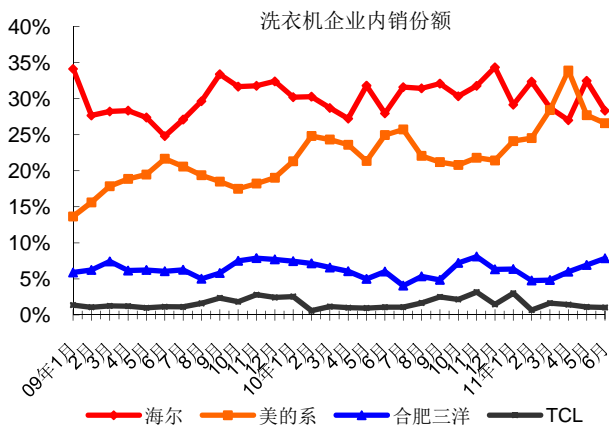
资料来源: 产业在线, 宏源证券

图 11: 洗衣机行业竞争格局 (大中城市)



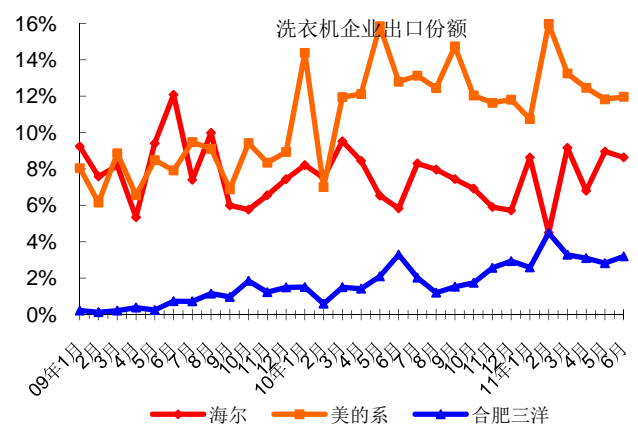
资料来源: 中怡康, 宏源证券

图 12: 洗衣机行业竞争格局 (内销量)



资料来源: 产业在线, 宏源证券

图 13: 洗衣机行业竞争格局 (出口量)



资料来源: 产业在线, 宏源证券

**表 2: 利润表预测**

单位:百万元	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1082.73	2021.73	3050.65	4155.87	5900.03	7976.73
减: 营业成本	648.49	1182.75	2040.26	2862.59	4053.15	5487.02
营业税金及附加	0.00	0.00	2.85	3.88	5.51	7.45
营业费用	259.24	508.31	526.75	706.50	1003.01	1403.90
管理费用	44.10	95.03	145.62	170.39	247.80	335.02
财务费用	-7.96	-2.51	-1.18	-1.61	-2.69	-3.10
资产减值损失	7.66	14.34	11.43	11.14	11.14	11.14
加: 投资收益	0.01	0.02	-0.14	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>131.20</b>	<b>223.83</b>	<b>324.79</b>	<b>402.97</b>	<b>582.10</b>	<b>735.29</b>
加: 其他非经营损益	3.29	13.22	24.47	14.02	14.02	14.02
<b>利润总额</b>	<b>134.49</b>	<b>237.05</b>	<b>349.26</b>	<b>417.00</b>	<b>596.13</b>	<b>749.31</b>
减: 所得税	19.57	30.42	47.20	62.55	89.42	112.40
<b>净利润</b>	<b>114.93</b>	<b>206.63</b>	<b>302.06</b>	<b>354.45</b>	<b>506.71</b>	<b>636.92</b>
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>114.93</b>	<b>206.63</b>	<b>302.06</b>	<b>354.45</b>	<b>506.71</b>	<b>636.92</b>

资料来源: 宏源证券

**表 3: 资产负债表预测**

单位:百万元	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	157.36	152.10	359.89	1247.99	1437.92	1665.49
应收和预付款项	349.06	879.08	1536.27	1772.34	2924.03	3425.92
存货	317.86	447.27	583.50	862.72	1184.99	1587.13
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	1.67	1.69	1.55	1.55	1.55	1.55
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	230.02	284.80	429.45	799.69	914.49	784.71
无形资产和开发支出	26.99	137.64	134.69	120.51	106.32	92.14
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	<b>1082.97</b>	<b>1902.58</b>	<b>3045.34</b>	<b>4804.79</b>	<b>6569.30</b>	<b>7556.94</b>
短期借款	0.00	90.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	423.34	999.94	1895.75	2099.07	3497.41	4024.80
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	10.76	17.09	101.93	101.93	101.93	101.93
<b>负债合计</b>	<b>434.10</b>	<b>1107.03</b>	<b>1997.68</b>	<b>2200.99</b>	<b>3599.34</b>	<b>4126.73</b>
股本	333.00	333.00	532.80	632.80	632.80	632.80
资本公积	116.65	116.65	16.75	1216.75	1216.75	1216.75
留存收益	199.22	345.91	498.12	754.25	1120.41	1580.67
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>648.86</b>	<b>795.56</b>	<b>1047.67</b>	<b>2603.80</b>	<b>2969.96</b>	<b>3430.21</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>股东权益合计</b>	<b>648.86</b>	<b>795.56</b>	<b>1047.67</b>	<b>2603.80</b>	<b>2969.96</b>	<b>3430.21</b>
负债和股东权益合计	1082.97	1902.58	3045.34	4804.79	6569.30	7556.94

资料来源: 宏源证券

**表 4: 现金流量表预测**

单位:百万元	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营性现金净流量	73.33	163.72	493.86	123.76	556.41	409.21
投资性现金净流量	-93.48	-178.43	-124.04	-438.96	-228.61	-8.08
筹资性现金净流量	-43.29	28.79	-133.21	1203.29	-137.86	-173.56
<b>现金流量净额</b>	<b>-63.24</b>	<b>14.00</b>	<b>235.09</b>	<b>888.10</b>	<b>189.94</b>	<b>227.57</b>



**张泽京**：宏源证券研究所家电行业研究员；四年证券行业从业经验，曾任职于华泰联合证券研究所，2010年加盟宏源证券研究所。

主要研究覆盖公司：美的电器、格力电器、青岛海尔、小天鹅 A、合肥三洋、海信电器、四川长虹、万和电气、华帝股份、爱仕达、苏泊尔、九阳股份、毅昌股份、三花股份、丹甫股份。

### 机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

### 宏源证券评级说明：

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

### 免责条款：

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，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，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。