

桑乐金(300247.SZ)

白色家电行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

市价(人民币): 13.27元

业绩略低预期, 期待收购德国品牌拉动成长

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	20.50
总市值(百万元)	1,084.82
年内股价最高最低(元)	30.30/11.37
沪深300指数	2901.22



公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.807	0.759	0.666	0.810	0.973
每股净资产(元)	3.72	6.98	7.52	8.00	8.84
每股经营性现金流(元)	0.80	0.36	0.98	0.78	0.96
市盈率(倍)	N/A	N/A	19.94	16.38	13.64
行业优化市盈率(倍)	47.34	41.37	36.10	36.10	36.10
净利润增长率(%)	26.80%	2.34%	17.07%	21.70%	20.12%
净资产收益率(%)	19.92%	8.14%	8.85%	10.12%	11.00%
总股本(百万股)	56.25	61.25	81.75	81.75	81.75

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 桑乐金2011年实现营业收入2.07亿元, 同比增长5.5%, 略超预期; 净利润0.46亿元, 同比增长2.34%, 略低预期。公司拟每10股派送3元现金。

经营分析

- 公司4Q11发展趋势与前三季度一致: 2011年公司内销增长7%, 出口增长2.5%。公司4Q11收入同比增速0.4%, 毛利率下降2.8个百分点, 净利润增速4.5%, 延续了前三季度的趋势。预计原因有公司调整客户结构、精简经销商队伍导致收入增长较慢, 成本上升以及公司采取策略性降价导致毛利率下降。同时, 公司销售费用率因停止运营昂贵的自营电视购物渠道而下降, 管理费用率因上市费用而上升(图表1)。
- 预计今年净利润增速低于收入增长: 远红外桑拿房生产基地即将进入设备和生产线的定制安装环节, 预计可于2012年年底正式达产, 因此产能释放或在明年。预计今年毛利率可企稳, 但公司将加大品牌宣传力度, 预计短期内销售费用率将有所上升, 导致净利润增速低于收入增长。
- 期待收购德国Saunalux品牌带动公司收入增长: 2012年1月公司公告收购德国高端订制桑拿房品牌商Saunalux, 对公司有两方面利好: 1)利用Saunalux在欧洲的经销网络促进公司自有品牌的出口业务, 2)将Saunalux引入国内, 丰富品牌结构, 推动工程渠道进展。
- 公司运营能力有所下降: 公司应收账款周转天数提高, 存货周转天数虽与去年持平(图表2), 但考察存货构成发现, 原材料数额下降而库存商品数额上升(图表3)。预计2012年由于渠道推广的原因, 存货周转仍将偏慢, 后年或有改善。

盈利调整

- 我们下调盈利预测: 预计公司2012-2014年营业收入为2.48、2.95和3.45亿元, 同比增长19.8%、18.9%和16.9%; EPS分别为0.67、0.81、0.97元, 净利润增速17.1%、21.7%和20.1%。

投资建议

- 目前股价对应19.9×12EPS, 考虑到收购Saunalux为公司带来的出口内销增长潜力, 我们仍维持“买入”评级。

蔡益润 联系人
(8621)61356501
caiyr@gjzq.com.cn

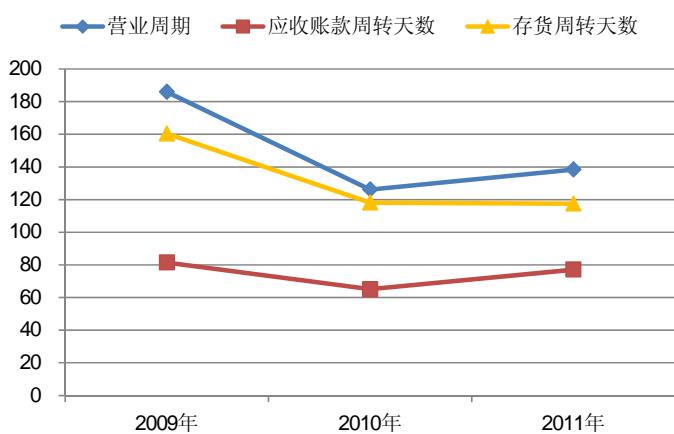
王晓莹 分析师SAC执业编号: S1130511030019
(8621)61038318
wangxiaoying@gjzq.com.cn

图表1：公司利润表分拆

		2Q10	3Q10	4Q10	2Q11	3Q11	4Q11	4Q11 同比	4Q11 环比	点评
单季收入及增速	营业收入(百万元)	76	48	73	85	49	73	0.4%	51.1%	调整客户结构，精简经销商队伍，影响了收入增长。
	收入YoY				12.7%	1.7%	0.4%			
利润表结构百分比	毛利率	54.2%	64.6%	54.8%	53.7%	48.4%	52.0%	-2.78	3.68	成本上升+策略性降价
	-营业税金及附加									
	-销售费用率	19.7%	21.8%	19.9%	16.2%	12.8%	14.2%	-5.76	1.33	停止运营昂贵的自营电视购物渠道
	毛利率-费用率	34.6%	42.7%	34.9%	37.5%	35.5%	37.9%	2.97	2.35	
	-管理费用率	9.4%	8.9%	9.0%	11.4%	10.2%	12.5%	3.50	2.28	有上市费用的影响
	-财务费用率	0.4%	1.1%	0.6%	0.9%	0.1%	-1.2%	-1.81	-1.35	募集资金到账，产生利息收入
	-资产减值损失	0.8%	0.4%	-0.8%	0.7%	1.5%	0.1%	0.92	-1.36	
	公允价值变动收益	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.00	0.00	
	+投资收益	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.00	0.00	
	+营业外收支	0.3%	1.2%	0.8%	2.1%	-0.2%	1.3%	0.49	1.56	
	=利润总额	24.1%	32.9%	26.6%	26.2%	23.2%	27.4%	0.78	4.21	
	-所得税费用	3.5%	5.3%	3.8%	3.8%	2.5%	3.7%	-0.15	1.16	
	-少数股东损益	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.00	0.00	
	归属于母公司所有者净利润率	20.6%	27.6%	22.8%	22.3%	20.6%	23.7%	0.93	3.05	
单季净利润及增速	净利润(百万元)	16	13	17	19	10	17			
	净利润YoY				22.4%	-24.0%	4.5%			

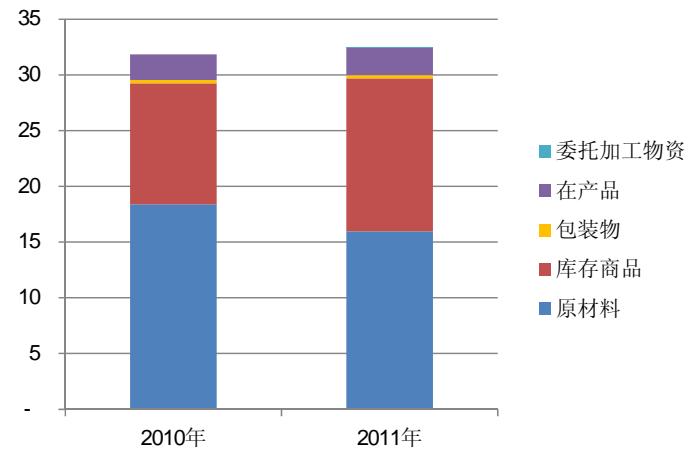
来源：聚源数据，国金证券研究所

图表2：公司运营能力有所下降



来源：聚源数据，公司年报，国金证券研究所

图表3：存货构成中库存商品数额提高



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	171	197	207	248	295	345							
增长率	15.3%	5.5%	19.8%	18.9%	18.9%	16.9%							
主营业务成本	-69	-85	-100	-119	-140	-162							
% 销售收入	40.5%	43.0%	48.1%	47.9%	47.4%	46.9%							
毛利	102	112	108	130	155	183							
% 销售收入	59.5%	57.0%	51.9%	52.1%	52.6%	53.1%							
营业税金及附加	-1	-1	-1	-1	-1	-1							
% 销售收入	0.6%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%							
营业费用	-44	-40	-30	-42	-50	-57							
% 销售收入	25.8%	20.3%	14.7%	17.0%	16.8%	16.6%							
管理费用	-15	-18	-24	-27	-31	-36							
% 销售收入	8.8%	9.1%	11.5%	11.0%	10.6%	10.4%							
息税前利润 (EBIT)	42	54	52	59	73	89							
% 销售收入	24.4%	27.2%	25.3%	23.7%	24.8%	25.7%							
财务费用	-1	-1	0	3	4	4							
% 销售收入	0.3%	0.6%	0.0%	-1.3%	-1.2%	-1.1%							
资产减值损失	-1	0	-1	0	0	0							
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0							
投资收益	0	0	0	0	0	0							
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%							
营业利润	40	52	51	63	76	92							
营业利润率	23.7%	26.5%	24.6%	25.2%	25.9%	26.7%							
营业外收支	1	1	3	2	2	2							
税前利润	41	53	54	64	78	94							
利润率	24.3%	27.2%	25.9%	25.8%	26.4%	27.1%							
所得税	-6	-8	-7	-10	-12	-14							
所得税率	13.7%	15.0%	13.4%	15.0%	15.0%	15.0%							
净利润	36	45	46	54	66	80							
少数股东损益	0	0	0	0	0	0							
归属于母公司的净利润	36	45	46	54	66	80							
净利率	21.0%	23.1%	22.4%	21.9%	22.4%	23.0%							
现金流量表 (人民币百万元)							比率分析						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	36	45	46	54	66	80	每股指标						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股收益	0.637	0.807	0.759	0.666	0.810	0.973
非现金支出	4	5	8	9	12	13	每股净资产	2.712	3.722	6.982	7.518	8.001	8.844
非经营收益	0	1	0	-2	-2	-1	每股经营现金流	0.937	0.797	0.364	0.977	0.776	0.955
营运资金变动	13	-3	-24	19	-14	-13	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.130	0.130	0.130
经营活动现金净流	53	49	30	80	63	78	回报率						
资本开支	-13	-74	-79	-27	-20	2	净资产收益率	23.47%	19.92%	8.14%	8.85%	10.12%	11.00%
投资	0	0	0	0	0	0	总资产收益率	18.93%	16.98%	7.81%	8.27%	9.41%	10.20%
其他	0	0	2	0	0	0	投入资本收益率	22.06%	19.04%	7.95%	8.16%	9.52%	10.40%
投资活动现金净流	-13	-73	-77	-27	-20	2	增长率						
股权募资	0	30	296	0	-16	0	主营业务收入增长率	18.31%	15.29%	5.46%	19.83%	18.86%	16.89%
债权募资	0	1	-11	0	0	1	EBIT增长率	24.45%	28.84%	-2.11%	12.62%	24.19%	20.85%
其他	-1	-6	-5	0	-11	-11	净利润增长率	35.40%	26.80%	2.34%	17.07%	21.70%	20.12%
筹资活动现金净流	-1	25	280	0	-27	-10	总资产增长率	25.84%	41.32%	122.63%	10.58%	6.90%	10.82%
现金净流量	39	0	233	53	17	70	资产管理能力						
							应收账款周转天数	81.5	65.1	77.1	78.0	76.0	74.0
							存货周转天数	160.4	118.1	117.5	125.0	125.0	125.0
							应付账款周转天数	55.9	57.0	56.2	56.0	56.0	56.0
							固定资产周转天数	45.3	144.7	127.6	168.6	165.6	129.2
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-32.53%	-21.54%	-51.40%	-56.36%	-55.55%	-59.79%
							EBIT利息保障倍数	80.0	42.3	-705.7	-18.4	-20.6	-22.4
							资产负债率	19.36%	14.73%	4.11%	6.60%	7.01%	7.25%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	0	0	0
买入	0	0	0	0	3
持有	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	0	0	0	2.25

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2011-07-29	减持	26.35	N/A
2 2011-10-26	持有	17.00	N/A
3 2012-01-19	买入	12.12	N/A

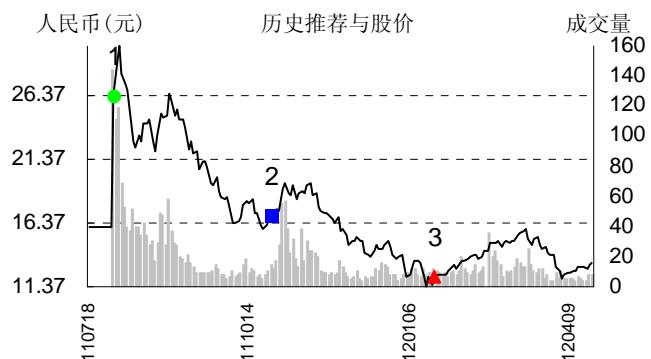
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出


长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；
减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可靠的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员认对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：(8621)-61038271
传真：(8621)-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-6621 6979
传真：010-6621 5599-8803
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100032
地址：中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话：0755-33516015
传真：0755-33516020
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518026
地址：深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B