

桑乐金(300247.SZ)**白色家电行业**

评级：买入 维持评级

业绩点评

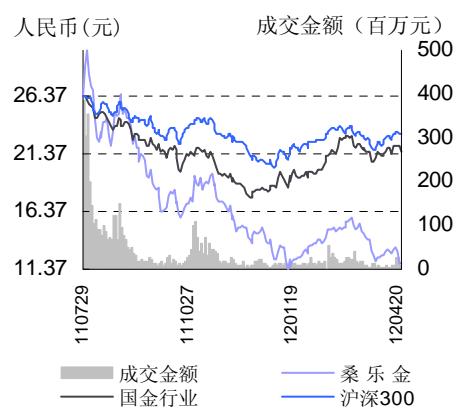
市价（人民币）：11.88元

期待多项资本运作推动公司成长

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)	971.19
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	0.811	0.975
每股净资产(元)	3.72	6.98	7.52	8.20	9.04
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	17.85	14.65	12.19
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%	21.83%	20.20%
净资产收益率(%)	19.92%	8.14%	8.85%	9.89%	10.78%
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

- 1Q12 桑乐金实现销售收入3957万元，同比增速3.9%；归属于上市公司股东的净利润616万元，同比增速-18%。

经营分析

- **1Q12 费用高企导致净利润增速大幅低于收入增速：**1Q12 公司出口收入正增长，而便携式桑拿设备内销收入因产品结构调整而下降，抑制了收入提高。毛利率与去年同期基本持平，但销售费用和管理费用大幅提高导致净利润下降18%。费用增长是因为公司加大品牌宣传及渠道建设力度，例如公司于今年3月举办“安徽桑乐金环球桑拿健康文化之旅”，组织体验人员、消费者代表和媒体代表前往芬兰、德国、土耳其，感受西方桑拿文化、参观德国Saunalux公司等。这有助于在国内推广桑拿文化及产品，提高公司知名度及市场份额，也符合我们在年报点评中的判断。
- **多项资本运作项目有望推动公司未来成长：**(1) 公司收购德国高端桑拿房品牌Saunalux并计划引入国内，丰富品牌结构，可扩宽国内工程渠道和欧洲经销渠道。(2)与上海绿苑木业有限公司设立合资公司，从事木材及木材衍生品的经营贸易，其中桑乐金出资比例为60%。公司借此稳定原材料供给，保障毛利率水平(图表2)。(3)公司正在筹划收购无锡卜冠公司，这是国内规模较大的家用桑拿设备制造商之一，主要出口至欧洲、北美、东南亚，2011年营业收入约4千万元，净利润-23万元。此项收购若成功，则公司有望进一步提高产能、扩大市场份额，并减少竞争。

盈利调整

- 考虑到多项资本运作对公司的成长推动作用，且一季度为淡季，未来仍有提升空间，我们维持盈利预测：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17.9×12EPS，维持“买入”评级。

风险提示

- 收购卜冠公司失败或收购价格不合理；收购整合风险。

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

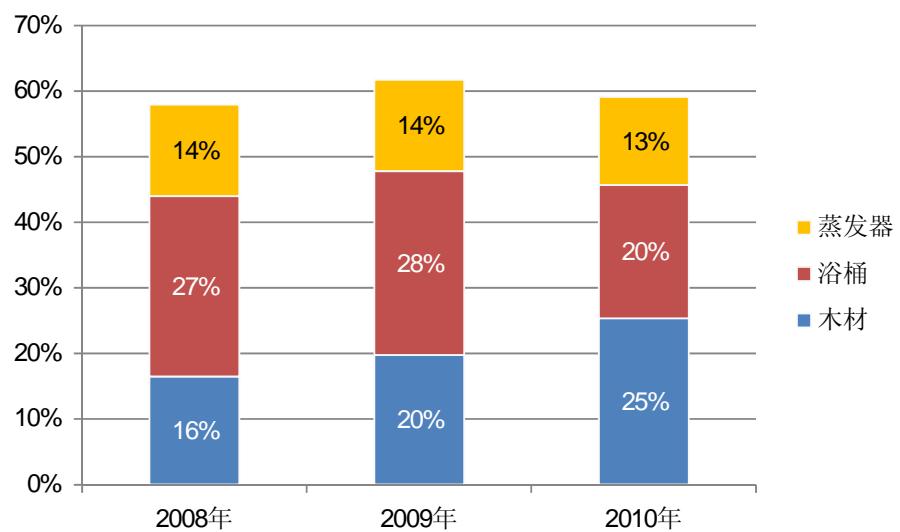
王晓莹 分析师 SAC执业编号：S1130511030019
(8621)61038318
wangxiaoying@gjzq.com.cn

图表1：利润表分拆

(百万元)		1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	1Q12 同比	1Q12 环比	点评
单季收入及增速	营业收入	38	47	49	73	40	3.9%	-46.0%	
	收入 YoY		-38%	2%	0%	4%			
利润表结构百分比	毛利率	53.3%	54.1%	48.4%	52.0%	53.5%	0.20	1.45	与去年同期持平。
	-销售费用率	17.8%	14.9%	12.8%	14.2%	23.2%	5.43	9.07	公司加大品牌宣传和渠道建设力度。
	毛利率-费用率	35.5%	39.1%	35.5%	37.9%	30.2%	-5.23	-7.62	
	-管理费用率	9.4%	13.1%	10.2%	12.5%	17.1%	7.79	4.65	研发费用提高和员工薪酬上升。
	-财务费用率	0.8%	1.0%	0.1%	-1.2%	-3.8%	-4.59	-2.54	募集资金贡献利息收入。
	-资产减值损失	2.7%	-0.9%	1.5%	0.1%	-0.4%	-3.12	-0.50	应收账款增长较少，计提的减值准备下降。
	+公允价值变动收益	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%	0.00	0.00	
	+营业外收支	0.4%	3.4%	-0.2%	1.3%	0.9%	0.45	-0.42	
	=利润总额	22.7%	28.9%	23.2%	27.4%	17.9%	-4.83	-9.50	
单季净利润及增速	-所得税费用	3.0%	4.5%	2.5%	3.7%	2.3%	-0.67	-1.36	
	-少数股东损益	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.00	0.00	
单季净利润及增速	归属于母公司所有者净利润率	19.7%	24.5%	20.6%	23.7%	15.5%	-4.17	-8.14	
	净利润	8	12	10	17	6	-18.1%	-64.6%	
	净利润 YoY		-26%	-24%	4%	-18%			

来源：聚源数据，国金证券研究所

图表2：各项原材料占主营业务成本比重——木材占比逐年上升



注：木材包括铁杉和红雪松。

来源：招股书，国金证券研究所

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%	16.9%		货币资金	60	60	293	346	380	450
主营业务成本	-69	-85	-100	-119	-140	-162	应收款项	37	37	59	55	62	70
%销售收入	40.5%	43.0%	48.1%	47.9%	47.4%	46.9%	存货	23	32	32	41	48	56
毛利	102	112	108	130	155	183	其他流动资产	10	20	44	30	34	37
%销售收入	59.5%	57.0%	51.9%	52.1%	52.6%	53.1%	流动资产	130	149	429	471	524	613
营业税金及附加	-1	-1	-1	-1	-1	-1	%总资产	68.7%	55.8%	72.0%	71.6%	72.8%	77.0%
%销售收入	0.6%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	长期投资	0	0	0	1	0	0
营业费用	-44	-40	-30	-42	-50	-57	固定资产	33	81	130	123	135	123
%销售收入	25.8%	20.3%	14.7%	17.0%	16.8%	16.6%	%总资产	17.6%	30.4%	21.8%	18.7%	18.7%	15.4%
管理费用	-15	-18	-24	-27	-31	-36	无形资产	25	37	36	60	59	58
%销售收入	8.8%	9.1%	11.5%	11.0%	10.6%	10.4%	非流动资产	59	118	166	187	196	183
息税前利润（EBIT）	42	54	52	59	73	89	%总资产	31.3%	44.2%	28.0%	28.4%	27.2%	23.0%
%销售收入	24.4%	27.2%	25.3%	23.7%	24.8%	25.7%	资产总计	189	267	595	658	720	796
财务费用	-1	-1	0	3	4	4	短期借款	10	11	0	0	0	0
%销售收入	0.3%	0.6%	0.0%	-1.3%	-1.2%	-1.2%	应付款项	16	20	16	22	26	30
资产减值损失	-1	0	-1	0	0	0	其他流动负债	10	9	9	22	24	26
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	流动负债	37	39	24	43	49	56
投资收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	其他长期负债	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	37	39	24	43	49	57
营业利润	40	52	51	63	76	92	普通股股东权益	153	228	571	615	670	739
营业利润率	23.7%	26.5%	24.6%	25.2%	25.9%	26.7%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	1	1	3	2	2	0	负债股东权益合计	189	267	595	658	720	796
税前利润	41	53	54	64	78	94							
利润率	24.3%	27.2%	25.9%	25.8%	26.4%	27.2%							
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%	23.1%							
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
经营活动现金净流	53	49	30	80	64	78	每股指标						
净利润	36	45	46	54	66	80	每股收益	0.637	0.807	0.759	0.666	0.811	0.975
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股净资产	2.712	3.722	6.982	7.518	8.199	9.043
非现金支出	4	5	8	9	12	13	每股经营现金净流	0.937	0.797	0.364	0.977	0.777	0.957
非经营收益	0	1	0	-2	-2	-1	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.130	0.130	0.130
营运资金变动	13	-3	-24	19	-14	-13	回报率						
							净资产收益率	23.47%	19.92%	8.14%	8.85%	9.89%	10.78%
							总资产收益率	18.93%	16.98%	7.81%	8.27%	9.21%	10.01%
							投入资本收益率	22.06%	19.04%	7.95%	8.16%	9.29%	10.17%
							增长率						
							主营业务收入增长率	18.31%	15.29%	5.46%	19.83%	18.86%	16.89%
							EBIT增长率	24.45%	28.84%	-2.11%	12.62%	24.19%	20.85%
							净利润增长率	35.40%	26.80%	2.34%	17.07%	21.83%	20.20%
							总资产增长率	25.84%	41.32%	122.63%	10.58%	9.35%	10.60%
							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%	-56.62%	-60.68%
							EBIT利息保障倍数	80.0	42.3	-705.7	-18.4	-20.2	-21.5
							资产负债率	19.36%	14.73%	4.11%	6.60%	6.85%	7.10%
筹资活动现金净流	-1	25	280	0	-11	-10							
现金净流量	39	0	233	53	33	70							

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	1	1	1	1	4
持有	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	2.00	2.00	2.00	2.00	2.11

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
4 2012-04-20	买入	13.00	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