

合肥三洋 (600983.SH)

白色家电行业

评级：买入 维持评级

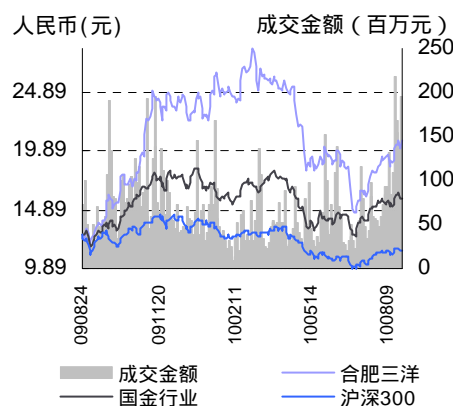
业绩点评

市价(人民币)：20.79元
目标(人民币)：25.00-27.50元

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)	122.94
总市值(百万元)	6,923.07
年内股价最高最低(元)	28.58/11.84
沪深300指数	2896.19
上证指数	2639.37



相关报告

1.《维持盈利预测与推荐,关注二季度毛利率变化》, 2010.4.26

王晓莹 分析师 SAC 执业编号: S1130210040006
(8621)61038318
wangxiaoying@gjzq.com.cn

经营策略调整到位, 今年业绩仍将快速增长

公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.345	0.621	1.000	1.378	1.697
每股净资产(元)	1.95	2.39	3.03	3.99	5.18
每股经营性现金流(元)	0.24	0.50	1.06	1.39	1.96
市盈率(倍)	23.44	40.63	20.78	15.09	12.25
行业优化市盈率(倍)	19.59	45.80	45.80	45.80	45.80
净利润增长率(%)	69.06%	79.79%	61.20%	37.74%	23.17%
净资产收益率(%)	17.71%	25.97%	33.04%	34.52%	32.76%
总股本(百万股)	333.00	333.00	333.00	333.00	333.00

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 合肥三洋上半年收入 14.1 亿, 同比增长 83%; 净利润 1.6 亿, 同比增长 46%; EPS 0.48 元; 略超我们净利润增长 42% 的业绩前瞻。
- 中报分配方案为 10 转增 3 股送 3 股并派现 0.5 元。

经营分析

- **内外销齐头并进, 营销策略确有成效**: 内销增长 67%, 公司在渠道营销方面实行积极拓展策略, 在今年上半年继续收获业绩。加强与苏宁、国美的合作关系; 利用家电下乡政策加大三四级市场网点开发; 开展以变频为主题的系列销售活动; 使得上半年内销收入增长 67%, 市场份额持续上升。外销上, 为日本三洋代工返销日本的 OUT-IN 项目及惠而浦、伊莱克斯三大客户增长令上半年出口收入同比增长了 10 倍; 同时公司还积极通过参加广交会等活动开拓外销客户, 客户数比上年底翻倍增长。
- **2Q 收入增速与份额略有下降, 但公司也在竞争中经营策略调整到位, 净利润率逐季提高**: 2Q 由于美的系品牌为扩大份额主动发起洗衣机价格战, 公司的单季收入增速与份额略有下降, 但通过主动让利给经销商(反应为毛利率同比降幅达 8 个点), 回款和存货情况大幅改善, 经营效率提升明显, 净利润率反而逐季提高, 显示出公司在经营策略上的转型。
- **在良好的需求增长环境及调整到位的经营策略下, 产能扩张后的公司今明两年仍将快速增长**: 洗衣机内需今年在家电下乡限价提高丰富了可选产品、城市滚筒替代波轮加速的因素下, 增速有望略超预期; 三洋在产品结构上一方面加大高端变频产品的系列化, 一方面借助限价提高的机会继续开拓三四级市场, 同时给予经销商更大的利润空间来促进销售和回款; 我们认为内外两方面都有助于公司在产能扩张(明年洗衣机产能 500 万台、变频电机 200 万只、普通电机 300 万只)后的需求跟上。下半年是传统洗衣机旺季, 我们继续看好下半年及明年公司业绩的快速增长。

盈利预测和投资建议

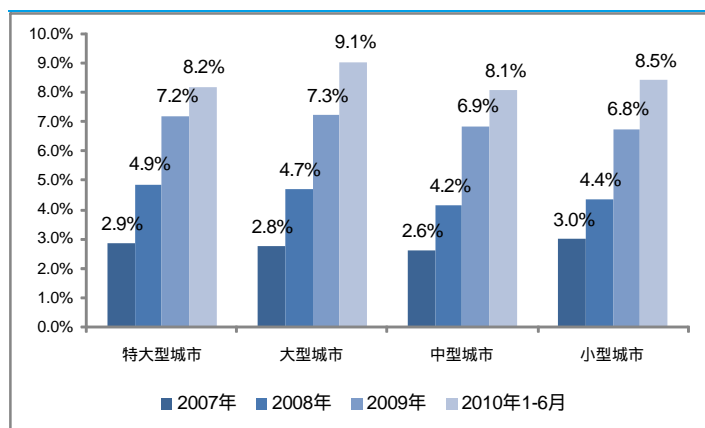
- 考虑目前公司与日本三洋加强合作的进展情况和对工业园二期投建时间计划, 我们维持公司今年业绩预测, 暂下调明年业绩约 6%, 即 2010-2012 年 EPS 为 1.000、1.378 和 1.697, 净利润增速 61.2%、37.7%、23.2%。
- 目前股价对应 20.8x10PE/15x11PE, 与小天鹅估值相当。考虑明年业绩依然快速增长, 我们认为 3-6 个月 25x10PE-20x11PE 合理, 即 25-27.5 元, 相对目前股价仍有 20-32% 的空间, 维持“买入”评级。

图表1：不同统计口径下三洋内外销量及同比增速

单位：万台		1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10
全行业	统计局产量	957	954	1071	1272	993	990	1239	1671	1437	1284
	YOY					4%	4%	16%	31%	45%	30%
	产业在线销量	938	888	990	931	915	919	1051	1089	1146	1136
	YOY					-2%	4%	6%	17%	25%	24%
内销	产业在线内销量	605	535	620	620	653	619	692	712	767	719
	YOY					8%	16%	12%	15%	17%	16%
	中怡康城市零售量	267	194	180	253	235	200	194	323	284	248
	YOY					-12%	3%	8%	28%	21%	24%
	产业在线合肥三洋内销量	85				41	38	39	55	55	42
	YOY									31%	11%
	产业在线三洋内销份额	6%				6.3%	6.1%	5.6%	7.7%	7.2%	5.8%
	中怡康合肥三洋城市零售量	10	9	11	16	17	14	14	27	25	21
	YOY					76%	61%	28%	73%	47%	46%
	中怡康内销份额	3.7%	4.6%	6.1%	6.3%	7.2%	7.0%	7.2%	8.4%	8.8%	8.5%
外销	统计局出口	357	385	399	335	280	312	387	409	383	432
	YOY					-22%	-19%	-3%	22%	37%	38%
	产业在线外销	333	352	370	311	262	300	359	377	380	417
	YOY					-21%	-15%	-3%	21%	45%	39%
	产业在线合肥三洋外销	3				1	1	3	6	4	9
	YOY									649%	601%

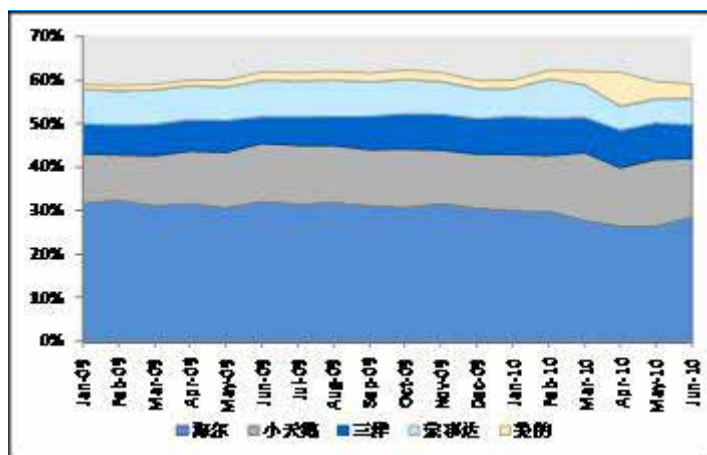
来源：中怡康，产业在线，华通人，国金证券研究所

图表2：上半年三洋在各类城市中的份额上升均明显

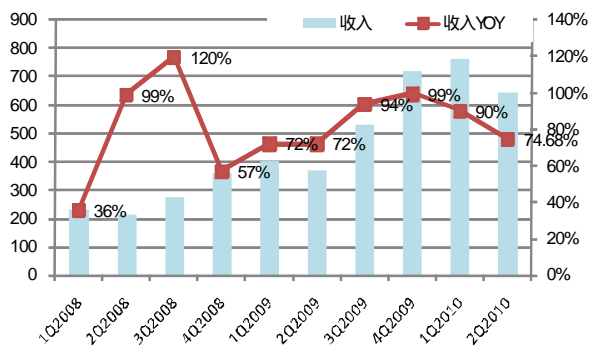


来源：中怡康，国金证券研究所

图表3：2Q 在价格战竞争中三洋的份额增长暂时止步

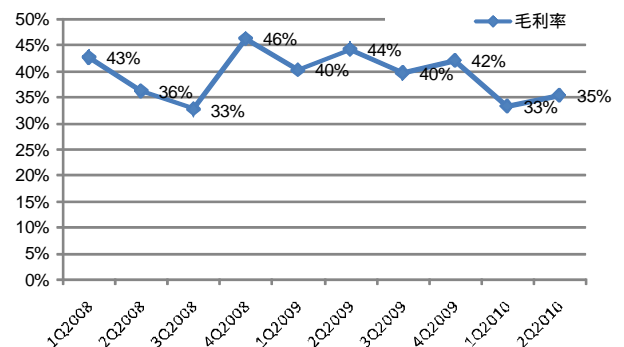


图表4：分季度收入及同比增速



来源：国金证券研究所

图表5：单季毛利率变化

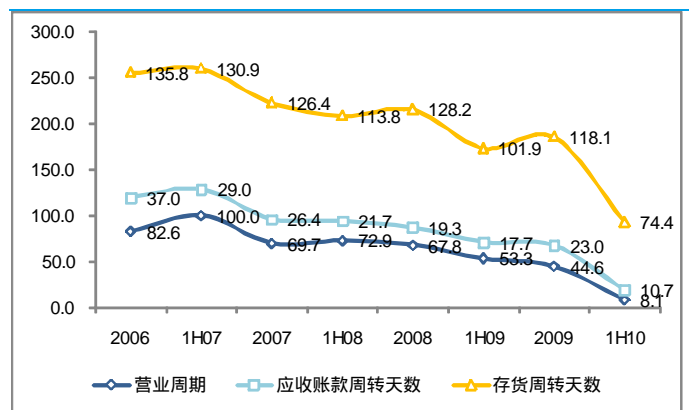


图表6：分地区收入及同比变化 (百万元)

地区	营业收入	同比变化(%)
国内	1,247	67%
国外	163	1017%

来源：国金证券研究所

图表7：经营效率提升明显



图表8：利润表各项变化及点评

	1H09	2H09	1H10	同比变化	环比变化	点评
营业收入(百万元)	772	1250	1411	83%	13%	在一二级市场加强与国美、苏宁的合作，提高连锁销售市场份额；积极开拓三四级市场；出口销售大幅增长所致
-营业成本	57.8%	58.9%	65.7%	7.89	6.78	原材料价格走高以及产品结构变化导致总成本同比增加 108% (高端产品占比增加，材料成本较高)
=毛利	42.2%	41.1%	34.3%	-7.89	-6.78	
-营业税金及附加	0.0%	0.0%	0.0%	0.00	0.00	
-销售费用	22.1%	27.0%	17.7%	-4.37	-9.30	销售费用增速小于收入增速
-管理费用	4.7%	4.7%	4.0%	-0.68	-0.72	管理费用增速小于收入增速
-财务费用	-0.3%	0.0%	0.0%	0.27	0.00	
-资产减值损失	0.4%	0.9%	0.4%	-0.02	-0.47	应收账款大幅下降，坏账准备金额相应减少
+公允价值变动损益	0.0%	0.0%	0.0%	0.00	0.00	
+投资收益	0.0%	0.0%	0.0%	-0.01	-0.01	
+营业外收支	1.3%	0.3%	0.9%	-0.32	0.67	政府补助令营业外收入增加 36%，营业外支出因固定资产损失减少同比降低 57%
=利润总额	16.5%	8.8%	13.1%	-3.42	4.36	
-所得税费用	2.4%	1.0%	1.8%	-0.57	0.8	
-少数股东损益	0.0%	0.0%	0.0%	0.00	0.00	
=归属于母公司所有者净利润	14.2%	7.8%	11.3%	-2.86	3.50	

来源：国金证券研究所

图表9：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	635	1,083	2,022	3,261	5,146	6,602
增长率		70.6%	86.7%	61.3%	57.8%	28.3%
主营业务成本	-359	-648	-1,183	-2,117	-3,410	-4,443
% 销售收入	56.6%	59.9%	58.5%	64.9%	66.3%	67.3%
毛利	275	434	839	1,144	1,736	2,159
% 销售收入	43.4%	40.1%	41.5%	35.1%	33.7%	32.7%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
% 销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业费用	-150	-259	-508	-652	-1,004	-1,254
% 销售收入	23.6%	23.9%	25.1%	20.0%	19.5%	19.0%
管理费用	-33	-44	-95	-130	-201	-251
% 销售收入	5.1%	4.1%	4.7%	4.0%	3.9%	3.8%
息税前利润 (EBIT)	93	131	236	361	532	653
% 销售收入	14.6%	12.1%	11.7%	11.1%	10.3%	9.9%
财务费用	6	8	3	-2	4	10
% 销售收入	-1.0%	-0.7%	-0.1%	0.0%	-0.1%	-0.2%
资产减值损失	-24	-8	-14	-14	-8	-9
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	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	75	131	224	345	528	655
营业利润率	11.7%	12.1%	11.1%	10.6%	10.3%	9.9%
营业外收支	4	3	13	42	12	10
税前利润	78	134	237	387	540	665
利润率	12.3%	12.4%	11.7%	11.9%	10.5%	10.1%
所得税	-10	-20	-30	-54	-81	-100
所得税率	13.1%	14.5%	12.8%	14.0%	15.0%	15.0%
净利润	68	115	207	333	459	565
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	68	115	207	333	459	565
净利率	10.7%	10.6%	10.2%	10.2%	8.9%	8.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	68	115	207	333	459	565
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	48	24	38	50	53	62
非经营收益	-10	-10	-14	-19	-12	-10
营运资金变动	-63	-48	-64	-11	-36	36
经营活动现金净流	42	81	166	354	464	653
资本开支	-34	-101	-183	-130	-138	-75
投资	0	0	0	-1	0	0
其他	6	8	4	0	0	0
投资活动现金净流	-27	-93	-178	-131	-138	-75
股权募资	0	0	0	-21	0	0
债权募资	0	0	90	-106	-1	1
其他	-33	-43	-61	-6	-100	-138
筹资活动现金净流	-33	-43	29	-133	-101	-137
现金净流量	-18	-55	17	90	226	441

来源：国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	249	193	210	300	526	967
应收款项	204	341	832	1,134	1,633	1,961
存货	138	318	447	562	877	1,079
其他流动资产	1	8	47	108	173	224
流动资产	592	860	1,536	2,103	3,208	4,232
% 总资产	76.7%	76.4%	77.6%	78.3%	82.3%	85.5%
长期投资	2	2	2	2	2	2
固定资产	144	230	285	437	536	567
% 总资产	18.6%	20.4%	14.4%	16.3%	13.7%	11.5%
无形资产	29	27	138	143	149	149
非流动资产	180	266	443	584	688	720
% 总资产	23.3%	23.6%	22.4%	21.7%	17.7%	14.5%
资产总计	772	1,127	1,979	2,687	3,897	4,952
短期借款	0	0	90	1	0	0
应付款项	169	423	1,000	1,437	2,236	2,813
其他流动负债	18	46	76	218	309	390
流动负债	186	469	1,166	1,656	2,545	3,203
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	8	8	17	0	0	0
负债	194	478	1,183	1,656	2,545	3,204
普通股股东权益	577	649	796	1,008	1,329	1,725
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	772	1,127	1,979	2,687	3,897	4,952

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	0.204	0.345	0.621	1.000	1.378	1.697
每股净资产	1.733	1.949	2.389	3.027	3.992	5.179
每股经营现金净流	0.127	0.244	0.499	1.063	1.394	1.961
每股股利	0.090	0.100	0.130	0.300	0.413	0.509
回报率						
净资产收益率	11.78%	17.71%	25.97%	33.04%	34.52%	32.76%
总资产收益率	8.81%	10.20%	10.44%	12.50%	11.84%	11.46%
投入资本收益率	13.96%	17.24%	23.20%	30.77%	34.00%	32.18%
增长率						
主营业务收入增长率	24.51%	70.60%	86.73%	61.30%	57.81%	28.28%
EBIT增长率	52.78%	41.22%	80.01%	53.18%	47.30%	22.90%
净利润增长率	33.73%	69.06%	79.79%	61.20%	37.74%	23.17%
总资产增长率	8.07%	46.00%	75.63%	35.79%	45.02%	27.08%
资产管理能力						
应收账款周转天数	27.2	20.4	23.3	15.0	15.0	15.0
存货周转天数	130.0	131.7	118.9	98.0	95.0	90.0
应付账款周转天数	83.2	79.8	96.4	100.0	100.0	100.0
固定资产周转天数	76.2	61.9	43.9	40.4	33.3	28.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-43.08%	-29.81%	-15.07%	-29.70%	-39.54%	-56.01%
EBIT利息保障倍数	-14.7	-16.5	-93.8	228.9	-130.1	-63.0
资产负债率	25.20%	42.41%	59.80%	62.16%	65.69%	65.01%

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	1	2	6
买入	0	0	1	1	16
持有	0	0	0	1	2
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	0	1.50	1.67	1.80

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 2010-04-26	买入	24.15	28.00 ~ 34.00

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方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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信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惟一因素。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或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。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。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

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：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

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：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室