

完成上半年高增长计划

推荐 维持评级分析师:朱力军 邮箱: zhulijun@chinastock.com.cn 电话: 010-66568273 执业证书编号: S0130208021569

1. 事件

2010年8月24日合肥三洋(600983.SH)公布了2010年半年报,公司2010年上半年营业收入达到14.11亿元,同比大幅增长82.73%;营业利润为1.72亿元,同比增长45.54%,归属上市公司股东净利润为1.59亿元,同比大幅增长45.85%。稀释每股收益为0.48元。

公司半年度分配方案为每10股转3股送3股并派发现金0.5元。

2. 我们的分析与判断

合肥三洋(600983.SH)近两年洗衣机销售高速增长,是洗衣机市场的黑马,也是我们一直看好的洗衣机制造商,公司今年上半年延续了高增长的势头,经营基本符合我们的预期。公司在年初制定了2010年生产计划,2010年1-6月公司计划实现13.92亿元销售收入,税后利润1.31亿元,从目前的经营来看,基本完成了高增长计划,其中归属母公司的利润超额完成计划。

公司在2010年上半年保持了高速增长,同比增速达到82.73%,远远超过了行业的增速。我们认为,公司高增长的原因主要来自以下几个方面,首先,行业形势较好,受政策刺激的影响,2010年1-6月行业内销增速达到18.42%(具体参见图1);其次,公司出口快速复苏,在加大与国际品牌合作的基础上,2010年上半年出口1.63亿元,虽然绝对量不大,但是增速非常高。最后,由于公司采取了更加积极的经营策略,依靠国美、苏宁等大连锁,深耕国内一、二级市场;同时,公司持续拓展三四级市场,保证了公司的销售增速快于行业增长,家电下乡和以旧换新也推动了公司销售的增长。从目前的增长势头来看,公司的高成长还将维持一段时间,公司目前逐步加大滚筒洗衣机的销售比例(2010年计划比例为27%),这也将提高公司销售质量和盈利能力。

从分产品来看,公司主要产品洗衣机和微波炉都保持了较高的增长速度,上半年销售收入分别是12.96亿元和0.86亿元,增速分别达到81.63%和85.66%,双双超过年初制定的计划。

合肥三洋(600983.SH)上半年综合毛利率为34.29%,较去年同期回落7.9个百分点。这符合我们前期关于增长提速,毛利率回落的判断。从分季度来看,第二季度的盈利较一季度有所提升(具体参见表1),尽管毛利率回落,但是公司的盈利能力依然高于行业的平均水平。毛利率下降主要源于原材料价格的上升和产品价格下跌,加速的市场整合和激烈的市场竞争吞噬了公司的盈利,也使所有厂商都面临压力。

公司上半年的经营质量较高,上半年每股经营活动产生的现金流达到1.39元,大幅增长365.83%,应收账款大幅下降,存货水平也略低于年初的水平,反映了良好的运营能力。

3. 投资建议

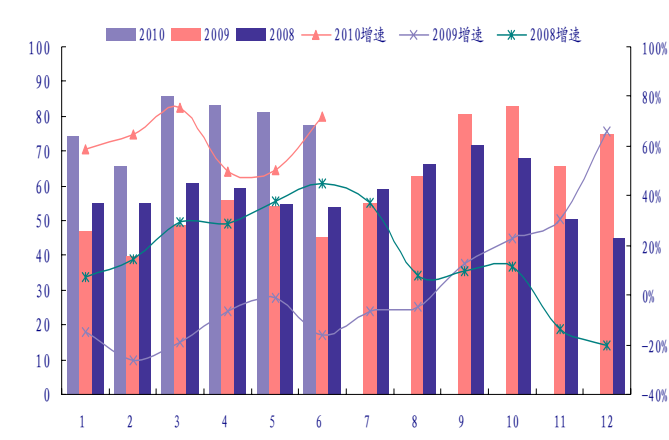
依托良好的技术和品牌,在积极的销售策略指导下,公司保持了较高的增长速度,南岗工业园建成投产将使公司的洗衣机产能达到500万台,新增电机500万台,将有助于逐步提高公司的市场占有率,我们小幅上调了公司的业绩预测,我们预计未来3年公司销售复合增长率有望达到36.08%,公司2010-2012年的每股收益分别为0.95元、1.23元和1.45元,维持给予公司“推荐”评级。

图 1: 2008-2010 年中国洗衣机行业内销销售量 (万台)



资料来源: 产业在线 中国银河证券研究部

图 2: 2008-2010 年中国滚筒洗衣机销售量及增速 (万台)



资料来源: 产业在线 中国银河证券研究部

表 1 合肥三洋 (600983.SH) 分季度数据对比表

单位: 亿元	2010Q2	增长率	2010Q1	增长率	2009Q4	增长率	2009Q3	增长率	2009Q2	增长率	2009Q1	增长率
营业收入	6.46	74.59%	7.65	90.30%	7.20	99.45%	5.30	94.14%	3.70	72.09%	4.02	71.79%
营业成本	4.17	102.43%	5.10	112.50%	4.18	115.46%	3.19	73.37%	2.06	50.36%	2.40	79.10%
毛利率	35.45%	-	33.33%	-	41.94%	-	39.81%	-	44.32%	-	40.30%	-
销售费用	1.15	25.00%	1.35	70.89%	2.01	73.28%	1.36	147.27%	0.92	113.95%	0.79	75.56%
销售费用率	17.80%	-	17.65%	-	27.92%	-	25.66%	-	24.86%	-	19.65%	-
管理费用	0.28	75.00%	0.28	40.00%	0.33	175.00%	0.26	100.00%	0.16	128.57%	0.2	66.67%
管理费用率	4.33%	-	3.66%	-	4.58%	-	4.91%	-	4.32%	-	4.98%	-
营业利润	0.80	45.45%	0.92	46.03%	0.57	54.05%	0.48	108.70%	0.55	77.42%	0.63	53.66%
营业外收入	0.10	-	0.03	-	0.04	-	0.00	-	0.10	-	0.00	-
营业外支出	0.00	-	0.00	-	0.01	-	0.00	-	0.00	-	0.00	-
利润总额	0.90	38.46%	0.95	50.79%	0.61	52.50%	0.48	108.70%	0.65	116.67%	0.63	53.66%
净利润	0.78	39.29%	0.81	50.00%	0.51	50.00%	0.46	130.00%	0.56	115.38%	0.54	54.29%
归属母公司净利润	0.78	39.29%	0.81	50.00%	0.51	50.00%	0.46	130.00%	0.56	115.38%	0.54	54.29%
净利率	12.07%	-	10.59%	-	7.08%	-	8.68%	-	15.14%	-	13.43%	-

资料来源: 公司公告 中国银河证券研究部

表 2 合肥三洋（600983.SH）重要财务数据预测

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E		2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	193.4	209.9	400.9	699.9	1138.0	营业收入	1082.7	2021.7	3097.1	4222.4	5094.5
应收票据	260.7	640.9	670.3	913.9	1102.6	营业成本	648.5	1182.7	1882.0	2574.0	3116.5
应收账款	70.8	183.8	254.6	347.0	418.7	营业税金及附加	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
预付款项	7.6	47.1	109.9	195.8	299.8	销售费用	259.2	508.3	737.1	1013.4	1222.7
其他应收款	9.9	7.4	40.3	54.9	66.2	管理费用	44.1	95.0	127.0	181.6	219.1
存货	317.9	447.3	817.1	1117.5	1353.0	财务费用	-8.0	-2.5	1.3	-2.0	-3.3
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	资产减值损失	7.7	14.3	0.0	0.0	0.0
长期股权投资	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	158.9	220.1	224.0	211.8	191.1	投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
在建工程	71.1	64.7	37.3	23.7	16.8	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营业利润	131.2	223.8	349.7	455.5	539.6
无形资产	27.0	137.6	123.9	110.1	96.3	营业外收支净额	3.3	13.2	13.2	13.2	13.2
长期待摊费用	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	税前利润	134.5	237.0	362.9	468.7	552.8
资产总计	1126.7	1978.8	2679.9	3676.3	4684.4	减：所得税	19.6	30.4	46.5	60.0	70.8
短期借款	0.0	90.0	0.0	0.0	0.0	净利润	114.9	206.6	316.5	408.7	482.0
应付票据	102.8	329.7	411.5	562.7	681.3	归属于母公司净利润	114.9	206.6	316.5	408.7	482.0
应付账款	195.5	429.6	674.2	922.0	1116.4	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
预收款项	85.7	197.9	369.8	604.3	887.1	基本每股收益	0.35	0.62	0.95	1.23	1.45
应付职工薪酬	21.3	37.1	37.1	37.1	37.1	稀释每股收益	0.35	0.62	0.95	1.23	1.45
应交税费	22.5	39.0	39.0	39.0	39.0	财务指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
其他应付款	39.4	42.8	42.8	42.8	42.8	成长性					
其他流动负债	2.4	0.0	0.0	0.0	0.0	营收增长率	70.6%	86.7%	53.2%	36.3%	20.7%
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	EBIT 增长率	41.2%	80.0%	48.9%	29.2%	18.2%
预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润增长率	69.1%	79.8%	53.1%	29.2%	17.9%
负债合计	477.8	1183.3	1611.2	2265.2	2876.9	盈利性					
股东权益合计	648.9	795.6	1068.7	1411.1	1807.5	销售毛利率	40.1%	41.5%	39.2%	39.0%	38.8%
现金流量表(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	销售净利率	10.6%	10.2%	10.2%	9.7%	9.5%
净利润	115	207	316	409	482	ROE	17.7%	26.0%	29.6%	29.0%	26.7%
折旧与摊销	24	23	47	50	51	ROIC	17.02%	23.20%	28.64%	28.02%	25.87%
经营活动现金流	81	166	336	373	530	估值倍数					
投资活动现金流	-93	-178	-10	-10	-10	PE	60.2	33.5	21.9	16.9	14.4
融资活动现金流	-43	29	-135	-64	-82	P/S	6.4	3.4	2.2	1.6	1.4
现金净变动	-55	17	191	299	438	P/B	10.7	8.7	6.5	4.9	3.8
期初现金余额	249	193	210	401	700	股息收益率	#REF!	0.5%	0.6%	1.0%	1.2%
期末现金余额	193	210	401	700	1138	EV/EBITDA	43.5	26.3	16.4	12.4	9.8

资料来源：公司公告 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

家电行业分析师（或分析师团队）覆盖股票范围：

A 股：美的电器（000527.SZ）、青岛海尔（600690.SH）、格力电器（000651.SZ）、九阳股份（002242.SZ）、苏泊尔（002032.SZ）、合肥三洋（600983.SH）、海信电器（600060.SH）、小天鹅（000418.SZ）、TCL 集团（000100.SZ）

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系： 010-66568849

上海地区联系： 010-66568281

深圳广州地区联系： 010-66568908