动态报告

家用电器

白色家电

合肥三洋(600983)

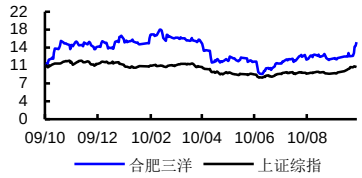
推荐

2010 年三季度季报点评

（维持评级）

2010 年 10 月 25 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

昨收盘（元）	15.59
总股本/流通 A 股(百万股)	532.8/196.7
流通 B 股/H 股(百万股)	0.0/0.0
总市值/流通市值(百万元)	8,306.4/3,066.6
上证综指/深圳成指	2,975.04/13,224.98
12 个月最高/最低（元）	29.00/14.62

财务数据

净资产值(百万元)	976.78
每股净资产(元)	1.83
市净率	8.50
资产负债率	64.29%
息率	0.64%

相关研究报告:

《合肥三洋-600983-下半年继续业绩超预期、产品将进入多元化经营方向》——2010-9-29

《合肥三洋-600983-外延扩展提升产品附加值》——2010-8-24

《合肥三洋 09 年报点评：2010 年将保持高增长态势》——2010-3-16

分析师：王念春

电话： 0755-82130407

E-mail: wangnc@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号：S0980205100168

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

财报点评

仍将分享滚筒洗衣机消费上升的收益增加

- **业绩略低于预期、净利润率略有下滑**

2010 年 1-9 月公司获得收入及净利润分别为 21 亿元、2.15 亿元，同比增长 63% 和 38%，每股收益 0.40 元。7-9 月收入 7.06 亿元，同比增长 33%，净利润 55 百万元，同比增长 21%，业绩略低于预期。但公司毛利率为 31%，在 3 季度环比下滑 4 个百分点，环比下降 8 个百分点，主要由于产品价格以及结构的因素，竞争加剧使得价格出现下降，而出口增加也会使得表观毛利率下滑，总体净利润率略低于预期。

- **洗衣机趋向滚筒和变频化、多元化产品将以新品牌销售**

公司滚筒洗衣机在国内具有较好的品牌和品质优势，符合当前的更新需求，销售比率预期全年超过 25%，未来进一步分享滚筒洗衣机需求放大的趋势，自身从电机配套方面也明显增强，未来在变频电机配套方面具有一定的领先优势。另外公司已经开发电子座便器和空气净化器两种新产品，计划在 2011 年实现销售，这两种产品都将采用新的品牌来销售。其次公司也有意引入冰箱项目，计划投资 2.8 亿元，实现达年产 100 万台的规模。新的产品计划体现了公司多元化的经营思路，我们会继续保持对公司新的成长方向的密切关注。

- **进一步的资产整合有待时日**

松下已经完成对公司二股东三洋的收购，我们之前预期可能将三洋在国内的家电资产以公司为平台进行整合，目前来看并没有进展，仍有待时日来确定可能的方式和方向。

- **维持“推荐”评级**

预期 2010、2011、2012 年公司每股收益 0.57（下调 5%）、0.76（下调 7%）、0.96 元。对应 PE 值 26、20 倍，短期估值合理，等待明年的较好成长化解估值压力。公司作为滚筒洗衣机的领先品牌，加上对渠道的扩展，仍将分享到消费更新以及三、四级市场消费能力上升带来的业绩推动作用，维持对公司的“推荐”评级。

盈利预测和财务指标

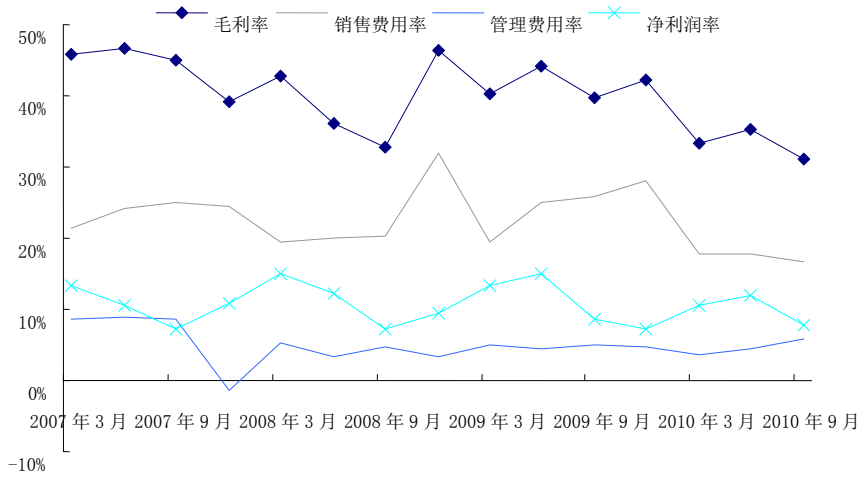
	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1,082.73	2,021.73	3,336	4,503	5,854
(+/-%)	*70.60%*	*86.73%*	*65.0%*	*35.0%*	*30.0%*
净利润(百万元)	114.93	206.63	306	407	514
(+/-%)	*69.06%*	*79.79%*	*48.2%*	*32.8%*	*26.4%*
每股收益（元）	0.35	0.62	0.57	0.76	0.96
EBIT Margin			10.9%	11.2%	10.9%
净资产收益率（ROE）	17.71%	25.97%	30.3%	31.4%	31.1%
市盈率（PE）	45.17	25.12	27.1	20.4	16.2
EV/EBITDA			25.6	20.0	16.8
市净率（PB）	8.00	6.53	8.22	6.42	5.02

三季度毛利率下滑略超出预期

公司从毛利率看略有下滑，主要是由于市场价格竞争因素，以及公司从产品结构上看，出口同比比率增加较快，2010 年全年出口洗衣机预计 33 万台，同比去年 5 万台有较大幅度增长。

滚筒洗衣机的销售数量结构比和销售金额结构比上半年分别超过了 23%和 40%，全年销售量比率将超过 25%以上。随着南岗工业园的投产，公司将增加洗衣机用变频电机的批量生产，可以为公司提升产品附加值的同时，增加生产变频洗衣机自身配套所获得的成本优势。产品结构优化调整将是公司成长的主要推动力，包括向上游变频电机的延伸以及洗衣机产品的变频化、滚筒化趋向发展。

图 1: 分季度公司毛利率、费用率和净利润率表现（%）



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

表 1: 公司 2010 年上半年各类产品销量（单位 万台）

	上半年计划	实际销售量	增加比率
全自动洗衣机	77	84	10.05%
滚筒洗衣机	14	12	-12.87%
双桶洗衣机	20	12	-40.68%
出口	12	15	22.66%
微波炉	18	16	-6.62%
库存数量（台）	45	46	0.11%

资料来源：公司 2010 年股东大会会议资料、国信证券经济研究所

表 2: 公司 2010 年下半年经营销售量计划（万台、%）

	公司全年计划目标	上半年销售实绩+下半年计划	下半年计划	与年初计划比较的增长率
全自动洗衣机	170	178	94	4.71%
滚筒洗衣机	30	28	16	-6.67%
双桶洗衣机	40	32	20	-20.00%
出口	30	33	18	10.00%
微波炉	35	34	18	-2.86%
库存数量	45	46	46	2.22%

资料来源：公司 2010 年股东大会会议资料、国信证券经济研究所

新品类将用新品牌销售

电子座便器和空气净化器两种新产品，计划在 2011 年实现销售。这两类产品都将采用新的品牌而不是“三洋”品牌来销售。公司的多元化发展计划受到了各方关注，我们认为公司经营一向稳健，对其新产品成长成效我们将继续密切跟踪。其次公司也有意引入冰箱项目，计划投资 2.8 亿元，实现年产 100 万台的规模。冰箱除出口外，在国内也有可能采用新的品牌来销售。

附表 1：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	210	200	200	200
应收款项	832	1280	1727	2246
存货净额	447	906	1389	1814
其他流动资产	47	13	18	23
流动资产合计	**1536**	**2399**	**3334**	**4283**
固定资产	285	432	571	697
无形资产及其他	138	133	129	124
投资性房地产	18	18	18	18
长期股权投资	2	2	2	2
资产总计	**1979**	**2984**	**4054**	**5124**
短期借款及交易性金融负债	90	523	806	924
应付款项	759	906	1225	1601
其他流动负债	317	528	711	928
流动负债合计	**1166**	**1957**	**2742**	**3453**
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	17	17	17	17
长期负债合计	**17**	**17**	**17**	**17**
负债合计	**1183**	**1974**	**2759**	**3470**
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	796	1010	1295	1654
负债和股东权益总计	**1979**	**2984**	**4054**	**5124**

关键财务与估值指标	2009	2010E	2011E	2012E
每股收益	0.39	0.57	0.76	0.96
每股红利	0.11	0.17	0.23	0.29
每股净资产	1.49	1.90	2.43	3.10
ROIC	27%	26%	24%	23%
ROE	26%	30%	31%	31%
毛利率	41.50%	33.00%	32.80%	32.50%
EBIT Margin	12%	11%	11%	11%
EBITDA Margin	13%	12%	12%	12%
收入增长	87%	65%	35%	30%
净利润增长率	80%	48%	33%	26%
资产负债率	60%	66%	68%	68%
息率	0.7%	1.1%	1.5%	1.9%
P/E	40.2	27.1	20.4	16.2
P/B	10.4	8.2	6.4	5.0
EV/EBITDA	36.7	25.6	20.0	16.8

资料来源：国信证券经济研究所预测

利润表（百万元）	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	**2022**	**3336**	**4503**	**5854**
营业成本	1183	2235	3026	3952
营业税金及附加	0	0	0	0
销售费用	508	584	788	1025
管理费用	95	152	186	240
财务费用	(3)	9	25	34
投资收益	0	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(14)	(10)	(10)	(10)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	224	346	468	595
营业外净收支	13	10	10	10
利润总额	**237**	**356**	**478**	**605**
所得税费用	30	50	72	91
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	**207**	**306**	**407**	**514**

现金流量表（百万元）	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	**207**	**306**	**407**	**514**
资产减值准备	14	11	7	8
折旧摊销	23	37	50	62
公允价值变动损失	14	10	10	10
财务费用	(3)	9	25	34
营运资本变动	(41)	(503)	(426)	(349)
其它	(14)	(11)	(7)	(8)
经营活动现金流	**203**	**(150)**	**41**	**237**
资本开支	(74)	(201)	(201)	(201)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	**(74)**	**(201)**	**(201)**	**(201)**
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(61)	(92)	(122)	(154)
其它融资现金流	10	433	282	118
融资活动现金流	**(113)**	**341**	**160**	**(36)**
现金净变动	**17**	**(10)**	**0**	**0**
货币资金的期初余额	193	210	200	200
货币资金的期末余额	210	200	200	200
企业自由现金流	114	(354)	(149)	55
权益自由现金流	123	72	112	144

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10％之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责条款

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所团队成员

宏观
周炳林 0755-82130638
林松立 010-66026312

策略
黄学军 021-60933142
崔 嵘 021-60933159

交通运输
郑 武 0755- 82130422
陈建生 0755- 82133766
岳 鑫 0755- 82130432
高 健 0755-82130678

银行
邱志承 021- 60875167
黄 飙 0755-82133476
谈 煊 010- 66025229

房地产
方 焱 0755-82130648
区瑞明 0755-82130678
黄道立 0755- 82133397

机械
余爱斌 0755-82133400
黄海培 021-60933150
陈 玲 0755-82130646
杨 森 0755-82133343

汽车及零配件
李 君 021-60933156
左 涛 021-60933164

钢铁
郑 东 010- 66026308
秦 波 010-66026317

商业贸易
孙菲菲 0755-82130722
吴美玉 010-66026319
祝 彬 0755-82131528

基础化工
张栋梁 0755-82130532
陈爱华 0755-82133397
邱 斌 0755-82130532

医药
贺平鸽 0755-82133396
丁 丹 0755- 82139908
陈 栋 021-60933147

石油与石化
严蓓娜 021-60933165

电力设备与新能源
皮家银 021-60933160

传媒
陈财茂 021-60933163

有色金属
彭 波 0755-82133909
谢鸿鹤 0755-82130646

电力与公用事业
徐颖真 021-60875162
谢达成 021-60933161

非银行金融
邵子钦 0755- 82130468
田 良 0755-82130513
童成敦 0755-82130513

通信
严 平 021-60875165
程 峰 021-60933167

造纸
李世新 0755-82130565
邵 达 0755-82130706

家电
王念春 0755-82130407

计算机
段迎晟 0755- 82130761

电子元器件
段迎晟 0755- 82130761
高耀华 0755-82130771

纺织服装
方军平 021-60933158

农业
张 如 021-60933151

旅游
刘智景 021-60933148

食品饮料
黄 茂 0755-82138922

建材
杨 昕 021-60933168

煤炭
李 然 010-66026322
苏绍许 021-60933144

建筑
邱 波 0755-82133390
李遵庆 0755-82133055

新兴产业
陈 健 010-66215566
李筱筠 010-66026326

固定收益
李怀定 021-60933152
高 宇 0755- 82133538
侯慧娣 021-60875161
张 旭 010-66026340
蔺晓熠 021-60933146
刘子宁 021-60933145

指数与产品设计
焦 健 0755-82133928
王军清 0755-82133297
彭甘霖 0755-82133259
阳 璀 0755-82133538
周 琦 0755-82133568
赵学昂 0755-66025232

投资基金
杨 涛 0755-82133339
刘舒宇 0755-82133568
康 亢 010-66026337
刘 洋

数量化投资
葛新元 0755-82133332
董艺婷 021-60933155
林晓明 0755-25472656
赵斯尘 021-60875174
程景佳 021-60933166
郑 云 021-60875163
毛 甜 021-60933154

交易策略
戴 军 0755-82133129
秦国文 0755-82133528
徐左乾 0755-82133090
黄志文 0755-82133928

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）		华东区（机构销售二部）		华南区（机构销售三部）	
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	万成水	0755-82133147 13923406013 wancs@guosen.com.cn
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	魏　宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
焦　戬	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	郑　毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn	黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	林　莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	刘　塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	甘　墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@ guosen.com.cn
原　祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
				黎　敏	0755-82130681 13902482885 limin1@guosen.com.cn
				徐　冉	13632580795 xuran1@guosen.com.cn
				颜小燕	13590436977 yanxy@guosen.com.cn