

合肥三洋 (600983.SH)

白色家电行业

评级: 买入 维持评级

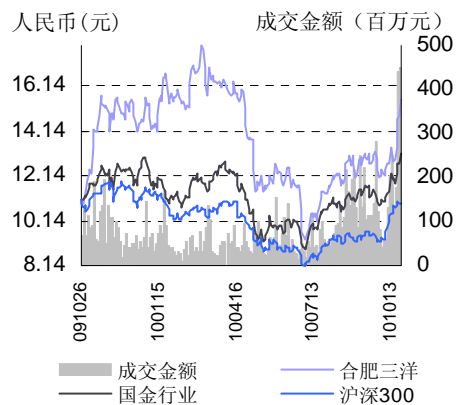
业绩点评

市价(人民币): 15.59元
目标(人民币): 16.80-18.40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)	196.70
总市值(百万元)	8,306.35
年内股价最高最低(元)	17.96/9.28
沪深300指数	3378.66
上证指数	2975.04



相关报告

1. 《经营策略调整到位, 明年业绩仍将快速增长》, 2010.8.24
2. 《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

3Q 淡季增速下滑, 4Q 旺季有望环比上升

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	0.592	0.802	0.991
每股净资产(元)	1.95	2.39	1.87	2.43	3.12
每股经营性现金流(元)	0.24	0.50	0.64	0.82	1.15
市盈率(倍)	23.44	40.63	26.32	19.44	15.73
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%	52.71%	35.44%	23.55%
净资产收益率(%)	17.71%	25.97%	31.69%	33.00%	31.72%
总股本(百万股)	333.00	333.00	532.80	532.80	532.80

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 合肥三洋前三季度收入 21.1 亿, 同比增长 63%; 净利润 2.14 亿, 同比增长 32%; EPS 0.478 元(除权后); 低于我们净利润增长 47% 的前瞻。

经营分析

- **3Q 收入增速放缓有淡季因素, 4Q 增速有望再度提升:** 3Q 单季度收入增速 33% 较上半年放缓, 主要因经销商在 6 月进货后 7、8 月以消化进货为主有关。从产业在线与中怡康的三洋内销份额比较也可看出(图表 1), 终端零售份额(中怡康份额) 5 月创出新高 9.3% 后 6-8 月的淡季份额回落到 7-8% 水平, 而出货份额(产业在线份额) 6 月上升(渠道补库存)后 7 月下降, 8 月再度上升估计是为旺季备货; 从跟踪来看 9 月公司冠名赞助安徽卫视红楼梦至 10 月黄金周公司销售增速再次提高。
- **毛利率降幅明显的主要原因还是经营策略的改变:** 中报点评时我们已述, 公司今年的策略调整为通过给经销商让利来促进销售和回款, 同时加大宣传投入来支持经销商。从“毛利率-销售费用率-管理费用率”来看 3Q 已与去年同期持平, 当然净利率同比下降还有一部分是竞争加剧和原材料上涨的缘故。而环比下降主要因电视广告投入计入本期。(图表 2-4)
- **产能扩张后公司明年仍能快速增长:** 洗衣机内需明年有望保持 10-15% 的稳定增速; 在三洋调整后的经营策略下; 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, 继续看好明年公司业绩的快速增长。

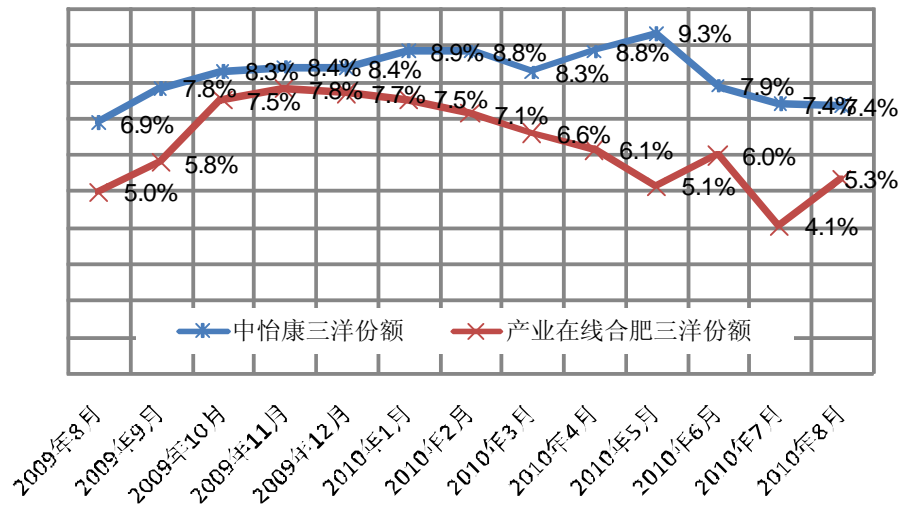
盈利调整

- 下调盈利预测 5%: 维持收入预测不变, 但考虑公司为促进销售快速增长而加大宣传投入, 下调 EPS 预测, 2010-2012 年 EPS 分别为 0.592、0.802、0.991 元(除权后), 净利润同比增速 53%、35%、23.5%。

投资建议

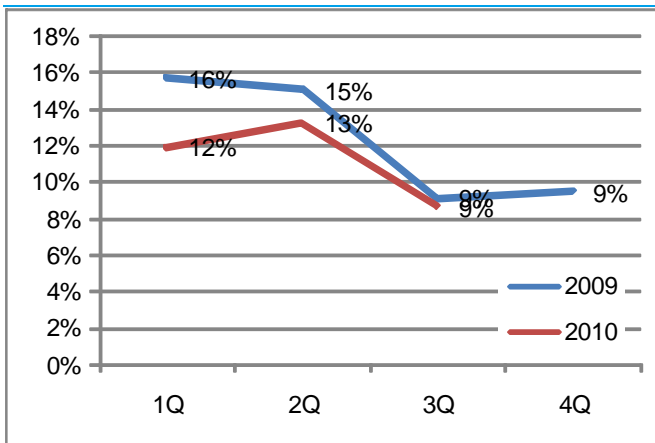
- 我们在 4Q 策略中已述, 公司估值上升的关键在于公司在洗衣机以外业务的发展是否能够得到松下支持。近期由于动态 PEG 较低及中报送转除权因素涨幅较大, 目前股价对应 26X10PE、20X11PE, 年内已属合理。我们认为估值提升因素未出现的情况下 12 个月合理价位为 23X11PE-17X12PE, 即 16.8-18.4 元, 维持买入。

图表1: 三洋的产业在线与中怡康内销份额比较



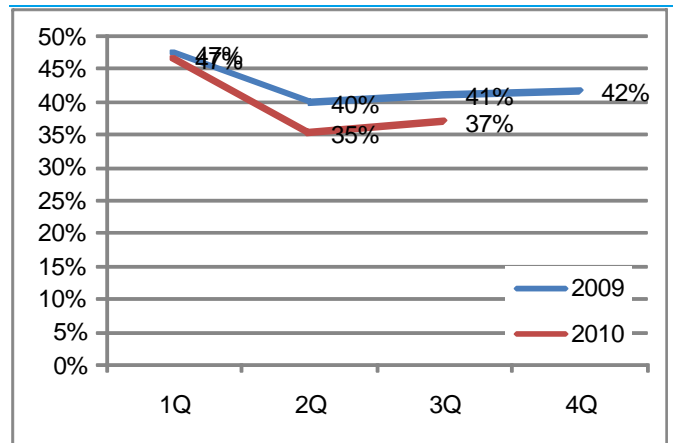
来源: 产业在线, 中怡康, 国金证券研究所

图表2: “毛利率-销售费用率-管理费用率”的变化



来源: 国金证券研究所

图表3: 应收账款+应收票据占收入比重变化



图表4: 利润表各项变化及点评

	1-6月	7-9月	1-9月合计	09年1-9月	1-9月同比变化	1-9月VS 1-6月	点评
营业收入(百万元)	1411	706	2117	1302	63%		3Q单季度收入增速33%较上半年放缓, 主要因经销商在6月进货后7、8月以消化为主有关, 9月以来销售增速再次提高。
-营业成本	65.7%	68.8%	66.8%	58.8%			毛利率下降除了原材料价格走高以及市场竞争以外, 给予经销商更大利润空间以刺激销量增长(类似美的)也是主要原因。环比降幅已较去年同期(-4.6个百分点)减小
=毛利	34.3%	31.2%	33.2%	41.2%	-7.9	-1.1	
-营业税金及附加	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0	0.0	
-销售费用	17.7%	16.8%	17.4%	23.6%	-6.2	-0.3	销售费用率下降也是给予经销商更大利润空间的原因。“毛利率-销售费用率”已与上年同期一致。
-管理费用	4.0%	5.7%	4.6%	4.8%	-0.2	0.6	3Q管理费用率明显提高的原因是广告费投入有一半计入管理费用, 9月安徽卫视红楼梦冠名赞助了1180万元, 扣除此项费用后, 管理费用率正常。
-财务费用	0.0%	0.0%	0.0%	-0.2%	0.2	0.0	
-资产减值损失	0.4%	0.0%	0.3%	0.3%	0.0	-0.1	应收账款大幅下降, 坏账准备金相应减少
+公允价值变动损益	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0	0.0	
+投资收益	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0	0.0	
+营业外收支	0.9%	0.1%	0.7%	0.8%	-0.1	-0.2	
=利润总额	13.1%	8.7%	11.7%	13.5%	-1.9	-1.4	
-所得税费用	1.8%	0.9%	1.5%	1.6%	-0.1	-0.3	
-少数股东损益	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0	0.0	
=归属于母公司股东净利润	11.3%	7.8%	10.1%	11.9%	-1.8	-1.2	净利率环比下降主要因电视广告投入计入本期; 同比下降则还有一半是竞争加剧和原材料上涨的缘故。

来源: 国金证券研究所

图表5: 三张报表及预测摘要
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	-2,148	-3,457	-4,473
%销售收入	56.6%	59.9%	58.5%	65.9%	67.2%	67.8%
毛利	275	434	839	1,113	1,689	2,129
%销售收入	43.4%	40.1%	41.5%	34.1%	32.8%	32.2%
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	-626	-978	-1,254
%销售收入	23.6%	23.9%	25.1%	19.2%	19.0%	19.0%
管理费用	-33	-44	-95	-147	-216	-264
%销售收入	5.1%	4.1%	4.7%	4.5%	4.2%	4.0%
息税前利润 (EBIT)	93	131	236	341	495	610
%销售收入	14.6%	12.1%	11.7%	10.4%	9.6%	9.2%
财务费用	6	8	3	-2	3	10
%销售收入	-1.0%	-0.7%	-0.1%	0.0%	-0.1%	-0.1%
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	325	491	611
营业利润率	11.7%	12.1%	11.1%	10.0%	9.5%	9.3%
营业外收支	4	3	13	42	12	10
税前利润	78	134	237	367	503	621
利润率	12.3%	12.4%	11.7%	11.3%	9.8%	9.4%
所得税	-10	-20	-30	-51	-75	-93
所得税率	13.1%	14.5%	12.8%	14.0%	15.0%	15.0%
净利润	68	115	207	316	427	528
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	316	427	528
净利率	10.7%	10.6%	10.2%	9.7%	8.3%	8.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	68	115	207	316	427	528
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	-11	-10
营运资金变动	-63	-48	-64	-4	-33	33
经营活动现金净流	42	81	166	343	437	613
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	-96	-11	1
其他	-33	-43	-61	-6	-95	-128
筹资活动现金净流	-33	-43	29	-122	-107	-127
现金净流量	-18	-55	17	90	192	411

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	492	903
应收款项	204	341	832	1,134	1,633	1,961
存货	138	318	447	570	889	1,086
其他流动资产	1	8	47	109	175	226
流动资产	592	860	1,536	2,113	3,189	4,176
%总资产	76.7%	76.4%	77.6%	78.4%	82.2%	85.3%
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%	16.2%	13.8%	11.6%
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%	21.6%	17.8%	14.7%
资产总计	772	1,127	1,979	2,697	3,878	4,897
短期借款	0	0	90	11	0	0
应付款项	169	423	1,000	1,453	2,260	2,828
其他流动负债	18	46	76	214	300	380
流动负债	186	469	1,166	1,678	2,560	3,208
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	1,678	2,560	3,209
普通股股东权益	577	649	796	996	1,295	1,665
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	2,697	3,878	4,897

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	0.204	0.345	0.621	0.592	0.802	0.991
每股净资产	1.733	1.949	2.389	1.869	2.430	3.124
每股经营现金净流	0.127	0.244	0.499	0.645	0.820	1.151
每股股利	0.090	0.100	0.130	0.178	0.241	0.297
回报率						
净资产收益率	11.78%	17.71%	25.97%	31.69%	33.00%	31.72%
总资产收益率	8.81%	10.20%	10.44%	11.80%	11.09%	10.83%
投入资本收益率	13.96%	17.24%	23.20%	29.09%	32.52%	31.15%
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%	44.56%	45.44%	23.21%
净利润增长率	33.73%	69.06%	79.79%	52.71%	35.44%	23.55%
总资产增长率	8.07%	46.00%	75.63%	36.27%	43.80%	26.28%
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%	-29.01%	-38.01%	-54.19%
EBIT利息保障倍数	-14.7	-16.5	-93.8	216.0	-145.0	-62.9
资产负债率	25.20%	42.41%	59.80%	62.76%	66.41%	65.85%

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	1	2	6	9
买入	0	0	1	9	13
持有	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.00	1.25	1.53	1.60

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	15.18	28.00 ~ 34.00
2 2010-08-24	买入	12.66	25.00 ~ 27.50

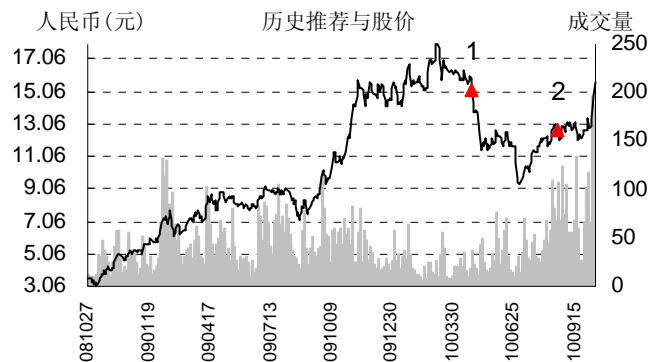
来源：国金证券研究所

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