

洗衣机

署名人: 王鹏

执业证书编号: S0960207090131

0755-82026733

wangpeng@cjis.cn

参与人: 郝雪梅

执业证书编号: S0960110060036

0755-82026810

haoxuemei@cjis.cn

6-12个月目标价: 19.50元

当前股价: 14.87元

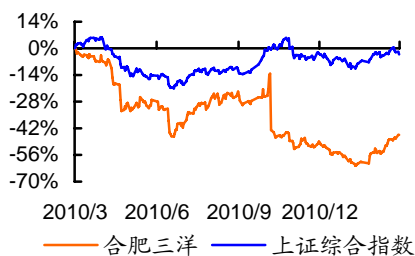
评级调整: 上调

基本资料

上证综合指数	2896.26
总股本(百万)	533
流通股本(百万)	197
流通市值(亿)	29
EPS (TTM)	0.50
每股净资产(元)	1.97
资产负债率	66.9%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
合肥三洋	20.80	6.90	13.04
上证综合指数	-0.10	-0.52	9.19



相关报告

- 《合肥三洋-整固之后再发力》2010-10-25
- 《合肥三洋-继续高增长 中期高送转》2010-8-24
- 《合肥三洋-增长势头好 投资亮点多》2010-3-16

合肥三洋

600983

强烈推荐

吹响变频洗衣机号角

投资要点:

- 2010年公司实现营业收入30.5亿元,同比增长60%,实现净利润3亿元,同比增长46.2%,每股收益0.57元,扣除经常性损益后每股收益0.54元。其中洗衣机销售27.6亿元,增长47.9%,微波炉1.4亿元,增长22.9%,新增电机业务贡献收入0.8亿元。当期实现每股经营性现金流0.92元,同比增长196.8%。
- 收入增长的动力来自于以下几个方面:1)适应市场及时调整产品结构,强化产品优势,丰富产品线,提高针对性。2)完善渠道管理,在城市加强同大连锁的合作,进店率继续增长;借助家电下乡的契机积极拓展在三四级市场,在农村扩充乡村营销网点,从此前的1万个不到扩充到1万5千个左右。3)以三洋订单为契机,逐步发展外销,在低基数下,公司出口销售大幅提升120%,实现3亿元收入,已经成为销售增长的重要组成部分。未来松下能否纳入公司出口订单尚需验证。
- 2010年公司综合毛利率32.2%,同比下滑7.9个百分点。毛利率下滑主要由于1)原材料价格大幅上涨带来成本提升。2)公司产品结构变化,三四级市场销售占比提升至内销的50%,低毛利产品销售比重提升,另外,外销大幅增长,占比提高到10%,也拉低了当期毛利率。3)行业竞争加剧,特别是美的系洗衣机低价策略对行业毛利率形成压力。4)公司目前尚在探求新的销售模式,通过直接低价让利给经销商,转移部分产品市场促销费用。当期销售费用率同比下降7.9个百分点,“毛利率-销售费用率”为15.9%,同比仅下滑0.5个百分点。当期实现净利润率9.9%,相比前期略下降0.3个百分点。为应对原材料价格上涨,预付原材料款增加0.6亿元,新增1.4亿库存主要为战略储备大宗原材料,预计未来毛利率水平受原材料价格波动有限。未来随着公司精细化管理的推进、新销售模式的适应以及内部协同效应的提高,费用率水平会持续改善。
- 公司同时公告了再融资计划,拟非公开增发不超过1亿股,募集资金不超过11亿元,主要用于三方面项目:1)对现有的500万台/年洗衣机生产线进行技术改造和升级,普通洗衣机400万台/年降至100万台/年,变频洗衣机100万台/年提升至400万台/年。2)对现有电机及控制器生产线进行技术改造和升级,形成年产1,000万台变频控制系统规模,其中30%-40%用于非洗衣机电机。3)市场营销体系建设项目。我们认为:1)募集10亿元将实现公司净资产翻倍,扩充公司规模和竞争实力,2)表明未来会关注资本市场,有释放利润的动力。3)公司实行增发用于变频洗衣机和变频电机的技改,顺应了“变频发展战略”,有利于公司扩大在变频上的技术优势。
- 2010年利润分配预案每10股派现金1元。
- **盈利预测和投资评级。**综合考虑预计公司11,12和13年(假设增发1亿股,全面摊薄)EPS分别为0.65元、0.96和1.44元。按照11年给予30倍PE,6-12个月目标价19.5元,给予“强烈推荐”评级。
- **风险提示:**行业竞争加剧;原材料价格波动;增发审批进程低预期。

主要财务指标

单位:百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	3051	4042	5885	8687
同比(%)	51%	33%	46%	48%
归属母公司净利润(百万元)	302	409	608	914
同比(%)	46%	35%	49%	50%
毛利率(%)	33.1%	33.6%	34.0%	34.1%
ROE(%)	28.8%	26.3%	28.9%	31.0%
每股收益(元)	0.57	0.65	0.96	1.44
P/E	31.15	22.99	15.47	10.30
P/B	8.98	6.04	4.48	3.19
EV/EBITDA	21	14	9	6

资料来源:中投证券研究所

一、销售收入分产品、地区

表 1: 销售收入分产品 (单位: 百万, %)

分产品	营业收入 (2010)	收入占比构成	营业收入同比	营业收入 (2009)	收入占比 构成
洗衣机	2761	92.5%	47.9%	1866	94.1%
微波炉	143	4.8%	22.7%	116	5.9%
电机	82	2.8%			
合计	2985	100.0%	50.6%	1,982	100.0%

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

表 2: 销售收入分地区 (单位: 百万, %)

分产品	营业收入 (2010)	收入占比构成	营业收入同比	营业收入 (2009)	收入占比 构成
国内	2689	90.1%	45.6%	1847	93.2%
国外	296	9.9%	119.7%	135	6.8%
合计	2985	100.0%	50.6%	1,982	100.0%

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

二、产品毛利率变化

表 3: 分产品毛利率变化 (单位: %)

分产品	毛利率(2010)	毛利率(2009)	毛利率同比
洗衣机	34.1%	42.4%	-8.3%
微波炉	26.3%	35.8%	-9.5%
电机	29.0%	-	-
合计	33.6%	42.0%	-8.4%

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

三、收入、利润分季度

表 4: 收入分季度 (单位: 百万, %)

	百万元	Q1	Q2	Q3	Q4	TOTAL
2010年	营业收入	765	646	706	934	3,051
	占全年比例	25.1%	21.2%	23.1%	30.6%	100.0%
	同比增长率	90.1%	74.7%	33.3%	29.7%	50.9%
2009年	营业收入	402	370	530	720	2,022
	占全年比例	19.9%	18.3%	26.2%	35.6%	100.0%
	同比增长率	72%	72%	94%	99%	87%
2008年	营业收入	234	215	273	361	1,083
	占全年比例	21.6%	19.8%	25.2%	33.3%	100.0%
	同比增长率	35.8%	99.0%	119.5%	56.9%	70.6%
2007年	营业收入	172	108	124	230	635
	占全年比例	27.1%	17.0%	19.6%	36.3%	100.0%

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

表 5: 利润分季度 (单位: 百万, %)

	百万元	Q1	Q2	Q3	Q4	TOTAL
2010年	普通股利润	81	78	55	88	302
	占全年比例	27%	26%	18%	29%	100%
	对应 EPS	0.15	0.15	0.10	0.16	0.57
	同比增长率	52.2%	39.2%	20.7%	69.5%	46.0%
2009年	普通股利润	54	56	46	52	207
	占全年比例	25.9%	27.0%	22.1%	25.0%	100.0%
	对应 EPS	0.10	0.10	0.09	0.10	0.39
	同比增长率	53.9%	112.4%	129.5%	52.0%	79.8%
2008年	普通股利润	35	26	20	34	115
	占全年比例	30.3%	22.8%	17.3%	29.6%	100.0%
	对应 EPS	0.07	0.05	0.04	0.06	0.22
	同比增长率	52.5%	130.0%	123.8%	36.7%	69.1%
2007年	普通股利润	23	11	9	25	68
	占全年比例	33.6%	16.8%	13.1%	36.6%	100.0%
	对应 EPS	0.04	0.02	0.02	0.05	0.13

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

四、募投项目

表 6: 利润分季度 (单位: 万元)

序号	项目名称	项目投资总额	募集资金投入金额
1	年产500万台洗衣机技改项目	27,294.8	27,294.8
2	年产1,000万台变频电机及控制系统技改扩建项目	62,318.8	62,318.8
3	市场营销体系建设项目	20,932.8	20,932.8
	合计	110,546.4	110,546.4

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

表 7: 利润分季度 (单位: 月, 亿元)

序号	项目名称	建设周期	预计新增收入
1	年产500万台洗衣机技改项目	12个月	9亿
2	年产1,000万台变频电机及控制系统技改扩建项目	24个月	25.7亿
3	市场营销体系建设项目	-	-

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2562	3272	4811	7071	营业收入	3051	4042	5885	8687
现金	442	531	799	1167	营业成本	2040	2684	3883	5721
应收账款	140	192	276	409	营业税金及附加	3	3	4	6
其它应收款	9	13	19	28	营业费用	527	687	1006	1482
预付账款	108	131	195	284	管理费用	146	192	277	408
存货	583	850	1190	1772	财务费用	-1	2	16	16
其他	1279	1557	2333	3411	资产减值损失	11	12	12	12
非流动资产	606	1042	1434	1412	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	2	2	2	2	投资净收益	-0	-0	-0	-0
固定资产	379	848	1251	1234	营业利润	325	462	688	1042
无形资产	135	137	137	137	营业外收入	25	10	15	13
其他	91	56	45	39	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	3168	4314	6245	8483	利润总额	349	472	702	1055
流动负债	2018	2674	4040	5420	所得税	47	63	94	141
短期借款	0	203	484	285	净利润	302	409	608	914
应付账款	677	919	1316	1945	少数股东损益	0	0	0	0
其他	1341	1552	2241	3189	归属母公司净利润	302	409	608	914
非流动负债	102	84	103	110	EBITDA	355	537	833	1223
长期借款	0	10	20	30	EPS (元)	0.57	0.65	0.96	1.44
其他	102	74	83	80					
负债合计	2120	2757	4143	5530	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	533	633	633	633	成长能力				
资本公积	17	17	17	17	营业收入	50.9%	32.5%	45.6%	47.6%
留存收益	498	907	1453	2303	营业利润	45.1%	42.3%	48.7%	51.5%
归属母公司股东权益	1048	1557	2102	2953	归属于母公司净利润	46.2%	35.5%	48.7%	50.2%
负债和股东权益	3168	4314	6245	8483	获利能力				
					毛利率	33.1%	33.6%	34.0%	34.1%
					净利率	9.9%	10.1%	10.3%	10.5%
					ROE	28.8%	26.3%	28.9%	31.0%
					ROIC	43.1%	33.0%	34.4%	44.3%
					偿债能力				
					资产负债率	66.9%	63.9%	66.3%	65.2%
					净负债比率	0.00%	7.71%	12.15	5.70%
					流动比率	1.27	1.22	1.19	1.30
					速动比率	0.97	0.90	0.89	0.97
					营运能力				
					总资产周转率	1.19	1.08	1.11	1.18
					应收账款周转率	18	23	24	24
					应付账款周转率	3.69	3.36	3.48	3.51
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.48	0.65	0.96	1.44
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.78	0.53	0.94	1.23
					每股净资产(最新摊薄)	1.66	2.46	3.32	4.67
					估值比率				
					P/E	31.15	22.99	15.47	10.30
					P/B	8.98	6.04	4.48	3.19
					EV/EBITDA	21	14	9	6

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

郝雪梅, 中投证券研究所家电行业研究员, 南京大学管理学学士、硕士。多年咨询工作经验, 曾在国际知名金融咨询机构工作。
主要研究覆盖公司: 美的电器、格力电器、青岛海尔、小天鹅 A、苏泊尔、美菱电器、海信电器、三花股份、浙江阳光。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434