证券研究报告—动态报告

家用电器

白色家电

合肥三洋(600983)

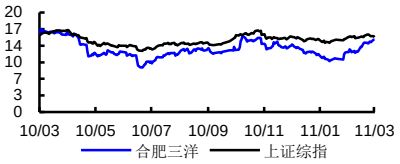
2010 年年报点评

谨慎推荐

（维持评级）

2011 年 3 月 16 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本（百万股）	532.8/196.7
总市值（百万元）	7,922.7/2,924.9
沪深 300/深圳成指	2,896.26/12,705.32
12 个月最高/最低（元）	27.31/10.45

相关研究报告:

《合肥三洋-600983-仍将分享滚筒洗衣机消费上升的收益增加》——2010-10-25

《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

证券分析师：王念春

电话： 0755-82130407

E-mail: wangnc@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120027

公司年报点评

突出变频产品优势、多元化经营加快

- **业绩符合预期、利润率得到较好保持**

2010 年公司获得收入 30.5 亿元，净利润 3 亿元，分别同比增长 51%和 46%，每股收益 0.57 元，业绩表现符合预期，利润率在成本上升较为明显的四季度也得到了较好的保持。分配预案每 10 股派 1 元（含税）。其中公司出口洗衣机近 30 万台，同比增长近 200%，内销洗衣机近 240 万台，同比增长约 56%。

- **扩展变频洗衣机销售比率、突出变频电机配套优势**

我们预期公司 2011 年经营方向将在扩展规模的基础上，重点扩展变频洗衣机的销售占比，预期全年变频洗衣机约 100 万台，占比约 29%，同时公司 2011 年还在原来斜滚筒产品的基础上，增加欧式滚筒洗衣机新产品。2011 年公司还将明显扩大变频电机的配套优势，一方面可以获得自身配套的成本优势，另一方面电机对外销售形成新的利润来源。公司同时发布了定向增发预案，拟募集资金 11 亿元，用于变频洗衣机产能扩大、变频电机 1000 万台项目以及销售体系拓展项目。我们预期公司 2011 年在传统洗衣机和微波炉业务上将进一步获得不低于行业平均的增长。

- **多元化经营成效存在不确定性**

公司计划在今年推进洁身器、空气净化器、冰箱等新产品，可能会采用新的品牌，这表示公司将在今年有明显的品类增加，考虑到前期销售费用较高，且 2011 年明显成本压力上升，我们认为公司未来多元化经营成效存在不确定性。由于公司一贯以来经营策略较为稳健，因此我们判断当前风险处在可控状态。

- **维持“谨慎推荐”评级**

预期公司 2011、2012、2013 年每股收益 0.66、0.78、0.98 元，维持对公司的“谨慎推荐”评级。合理价值区间 16-17 元。公司未来的经营将突出自身在细分变频洗衣机产品的整机和电机配套优势，同时加快多元化品类经营，快速扩展渠道网络。

盈利预测和财务指标

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	2,021.73	3,050.65	3,966	5,076	6,345
(+/-%)	*86.73%*	*50.89%*	*30.0%*	*28.0%*	*25.0%*
净利润(百万元)	206.63	302.06	350	418	521
(+/-%)	*79.79%*	*46.18%*	*16.0%*	*19.3%*	*24.8%*
每股收益（元）	0.62	0.57	0.66	0.78	0.98
EBIT Margin			10.3%	10.0%	10.0%
净资产收益率（ROE）	25.97%	28.83%	27.1%	26.4%	26.7%
市盈率（PE）	23.96	26.23	22.6	19.0	15.2
EV/EBITDA			22.2	19.1	16.3
市净率（PB）	6.22	7.56	6.13	5.00	4.06

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。

扩展产品种类、渠道开拓增加

2010 年公司的收入和利润表现都符合预期，收入如期达到 30 亿元，利润 3 亿元，仍然是以洗衣机为成长主体。其中出口继续快速增长，全年出口销售约 30 万台，其中销售到日本为 10 万台，我们预期 2011 年全年出口有望达到 55 万台。内销约 240 万台，同比增长 56%。与原来预想有所差异的主要是公司 2010 年可能依托股东三洋扩展小家电、电机等业务，而实际则差距较大。

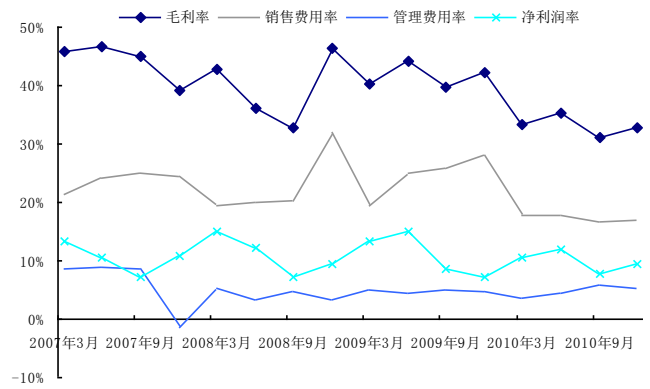
另外需要我们注意的是公司 2010 年下半年增速有所下降，2010 年 7-12 月公司洗衣机收入 14.6 亿元，同比增长 27%，而上半年收入增速为 82%。这其中有同比基数上升的因素。2011 年我们预期行业在农村需求上进一步有较好的增长，公司可仍可获得超过行业均值的增速表现，但不会超出太多。公司在年报中提到 2011 年经营目标收入 40 亿元，利润 3.3 亿元，我们认为主要是基于充分考虑材料成本上升损失利润率，以及可能短期希望获取市场份额增加而放弃利润贡献的经营策略。

表 1: 公司各类产品销量（ 万台）

	2009 年	2010 年
洗衣机	164	270
其中波轮洗衣机	122	170
其中滚筒洗衣机	13	30
其中双缸洗衣机	19	40
其中外销洗衣机	10	30
微波炉	22	35

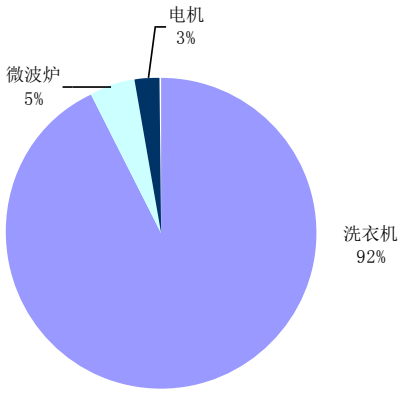
资料来源：国信证券经济研究所

图 1: 公司分季度毛利率、销售费用率、净利率表现（%）



个资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

图 2: 2010 年公司收入构成比率（%）



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

公司 2011 年拟定向增发融资 11 亿元，从公司募集资金投向以及所表述的其他发展目标来看，2011 年将成为公司重要的产品种类增加的一年，同时配合市场渠道拓展的加快。我们已经看到的是公司在保持自身在斜滚筒洗衣机、变频洗衣机的细分市场优势基础上，年初增加了欧式滚筒洗衣机新产品的推广，募集资金当中也将重点投入变频洗衣机产销规模的扩大。预期全年变频洗衣机约 100 万台，占比约 29%， 2011 年公司还将明显扩大变频电机的配套优势，一方面可以获得自身配套的成本优势，另一方面电机对外销售形成新的利润来源。

表 2: 公司募集资金投向（ 万元）

项目名称	投资总额	建设期	达产收入	产能
年产 500 万台洗衣机变频技改项目	27,295	12 个月	90,600	变频洗衣机年产 100 万台提至 400 万台，普通洗衣机生产能力由现有年产 400 万台降至 100 万台
年产 1,000 万台变频电机及控制系统技改扩建项目	62,319	24 个月	25,700	变频电机 800 万台及程控器 500 万台
市场营销体系建设项目	20,933	12 个月		
合计	110,546			

资料来源：国信证券经济研究所

销售渠道方面，将在洗衣机、微波炉品类专柜：新增零售市场 500 家，渠道市场 8,000 家；对现有零售市场 1,000 家、渠道市场场 2,000 家进行升级改造。增加冰箱零售市场 800 家和渠道市场 1,000 家。增加空气净化器和洁身器专柜零售市场 500 家和渠道市场 1,000 家等。

进入多元化经营进程

公司还可能以另外的新品牌来进行其他品类产品的开发和销售，包括洁身器、空气净化器、冰箱等等。新品类以及新品牌的使用将伴随着前期销售费用的较大投入，因此公司多元化经营成效还存在不确定性。从我们对公司的长期跟踪来看，公司的经营策略一向稳健，因此我们判断多元化经营风险会在可控状态。

公司 2011 年新成立了生活电器事业部，将微波炉的销售独立于原来的洗衣机产品，我们预期公司将在今年有明显的营销网络扩展。

附表 1：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	442	200	200	200
应收款项	1428	1521	1947	2434
存货净额	583	1084	1580	1976
其他流动资产	108	16	20	25
流动资产合计	**2562**	**2821**	**3748**	**4636**
固定资产	429	569	696	812
无形资产及其他	135	130	126	122
投资性房地产	40	40	40	40
长期股权投资	2	2	2	2
资产总计	**3168**	**3562**	**4611**	**5611**
短期借款及交易性金融负债	0	451	719	800
应付款项	1581	1084	1394	1744
其他流动负债	437	631	811	1014
流动负债合计	**2018**	**2167**	**2924**	**3558**
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	102	102	102	102
长期负债合计	**102**	**102**	**102**	**102**
负债合计	**2120**	**2269**	**3026**	**3660**
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	1048	1293	1585	1950
负债和股东权益总计	**3168**	**3562**	**4611**	**5611**

关键财务与估值指标	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	0.57	0.66	0.78	0.98
每股红利	0.08	0.20	0.24	0.29
每股净资产	1.97	2.43	2.98	3.66
ROIC	30%	26%	22%	22%
ROE	29%	27%	26%	27%
毛利率	33.12%	32.30%	32.00%	32.00%
EBIT Margin	11%	10%	10%	10%
EBITDA Margin	12%	12%	11%	11%
收入增长	51%	30%	28%	25%
净利润增长率	46%	16%	19%	25%
资产负债率	67%	64%	66%	65%
息率	0.5%	1.3%	1.6%	2.0%
P/E	26.2	22.6	19.0	15.2
P/B	7.6	6.1	5.0	4.1
EV/EBITDA	27.4	22.2	19.1	16.3

资料来源：国信证券经济研究所预测

利润表（百万元）	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	**3051**	**3966**	**5076**	**6345**
营业成本	2040	2685	3452	4315
营业税金及附加	3	0	0	0
销售费用	527	694	888	1110
管理费用	146	180	229	285
财务费用	(1)	2	21	29
投资收益	(0)	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(11)	(10)	(10)	(10)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	325	395	476	596
营业外净收支	24	10	10	10
利润总额	**349**	**405**	**486**	**606**
所得税费用	47	55	68	85
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	**302**	**350**	**418**	**521**

现金流量表（百万元）	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	**302**	**350**	**418**	**521**
资产减值准备	(3)	5	3	3
折旧摊销	31	52	65	77
公允价值变动损失	11	10	10	10
财务费用	(1)	2	21	29
营运资本变动	209	(799)	(434)	(332)
其它	3	(5)	(3)	(3)
经营活动现金流	**554**	**(388)**	**59**	**276**
资本开支	(159)	(201)	(201)	(201)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	**(159)**	**(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	(43)	(105)	(125)	(156)
其它融资现金流	(76)	451	268	81
融资活动现金流	**(163)**	**346**	**142**	**(75)**
现金净变动	**232**	**(242)**	**0**	**0**
货币资金的期初余额	210	442	200	200
货币资金的期末余额	442	200	200	200
企业自由现金流	371	(597)	(134)	90
权益自由现金流	295	(147)	115	146

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

风险提示

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。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		固定收益		策略	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧娣	021-60875161	闫　莉	010-88005316
崔　嵘	021-60933159	张　旭	010-66026340	吴土金	0755-82130833-1332
		刘子宁	021-60933145		
交通运输		**银行**		**房地产**	
郑　武	0755- 82130422	邱志承	021- 60875167	方　焱	0755-82130648
陈建生	0755- 82133766	黄　飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678
岳　鑫	0755- 82130432	谈　煊	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397
高　健	0755-82130678				
机械		**汽车及零配件**		**钢铁**	
郑　武	0755- 82130422	左　涛	021-60933164	郑　东	010- 66025270
陈　玲	0755-82130646			秦　波	010-66026317
杨　森	0755-82133343				
商业贸易		**基础化工**		**医药**	
孙菲菲	0755-82130722	张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396
祝　彬	0755-82131528	陈爱华	0755-82133397	丁　丹	0755- 82139908
田惠蓝	0755-82133263	邱　斌	0755-82130532	杜佐远	0755-82130473
		罗　洋	0755-82150633		
		吴琳琳	0755-82130833-1867		
		梁　丹	0755- 82134323		
石油与石化		**电力设备与新能源**		**传媒**	
严蓓娜	021-60933165	杨敬梅	021-60933160	陈财茂	021-60933163
有色金属		**电力与公用事业**		**非银行金融**	
彭　波	0755-82133909	徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468
谢鸿鹤	0755-82130646	谢达成	021-60933161	田　良	0755-82130513
				童成敦	0755-82130513
通信		**造纸**		**家电**	
严　平	021-60875165	李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407
程　锋	021-60933167	邵　达	0755-82130706	黄海培	021-60933150
计算机		**电子元器件**		**纺织服装**	
段迎晟	0755- 82130761	段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158
黄　磊	0755-82151833	高耀华	0755-82130771		
农业		**旅游**		**食品饮料**	
张　如	021-60933151	陈财茂	021-60933163	黄　茂	0755-82138922
建材		**煤炭**		**建筑**	
				邱　波	0755-82133390
				刘　萍	0755-82130678
新兴产业		**研究支持**		**数量化投资产品**	
陈　健	010-66022025	沈　瑞	0755-82132998	焦　健	0755-82133928
李筱筠	010-66026326	雷　达	0755-82132098	阳　璀	0755-82133538
		袁　剑	0755-82139918	周　琦	0755-82133568
		余　辉	0755-82130741	赵学昂	0755-66025232
		王越明	0755-82130478	邓　岳	0755- 82150533
基金评价与研究		**量化投资策略**		**量化交易策略与技术**	
杨　涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332	戴　军	0755-82133129
黄志文	0755-82133928	董艺婷	021-60933155	秦国文	0755-82133528
康　亢	010-66026337	程景佳	010-88005326	林晓明	0755-25472656
刘舒宇	0755-82133568	郑　云	021-60875163	赵斯尘	021-60875174
彭甘霖	0755-82133259	毛　甜	021-60933154	徐左乾	0755-82133090
李　腾	0755-82130833-6223				
刘　洋	0755-82150566				

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	魏　宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
焦　戬	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	郑　毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	林　莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn	黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	刘　塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	甘　墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@ guosen.com.cn
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
原　祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	徐　冉	0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn
				严小燕	13590436977 yanxy@guosen.com.cn
				赵晓曦	15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
				温　馨	13612901872 wenxin@guosen.com.cn