

公司研究

公司点评

跟踪评级\_维持: 短期\_推荐, 长期\_A

## 变频化与营销体系升级提升竞争优势

——合肥三洋(600983)公司年报及增发预案点评

### 核心观点

**1、去年业绩增长有所放缓。**2010年公司实现收入30.5亿元,实现归属于母公司净利润3.02亿元,分别增长50.89%和46.2%,对应EPS0.57元,符合市场预期。4季度单季公司收入和利润增长30%和70%,盈利能力有所好转,变频化提速起到积极效果。

**2、毛利率和期间费用率双双大幅下降。**由于原材料成本上升,行业竞争加剧,营销策略转变,公司综合毛利率下降8.4个百分点至33.1%,处于近几年的最低水平,但费用管控能力增强,促销费减少,销售费用率下降8%至17.3%,拉动期间费用率的整体降低。

**3、出口业务快速增长,但基数仍偏低。**去年公司出口实现收入1.96亿元,增长120%,返销日本的洗衣机销量接近10万台,并加强了与其它外资品牌的合作,今年公司有望受益日本地震家园重建所带来的需求增加,返销日本订单更加饱满。

**4、引领变频潮流,南岗工业园投产坚实基础。**公司主要通过产业链延伸、新品研发、增强宣传力和参与制定标准等方式推动洗衣机变频化趋势,目前变频洗衣机占行业总销量比重由09年的7.9%升至15.4%,占公司销量比重接近已25%,自远景战略制定后,变频化的进程将提速,逐步由滚筒扩展到到波轮产品上。值得关注的是,南岗工业园已在去年6月末投产,使得上游配套能力大幅增强,变频电机产能达到200万台,半年来已产出近60万台。

**5、启动非公开增发,两大法宝提升竞争优势。**公司拟增发不超过1亿股,价格不低于12.28元/股,募投项目中洗衣机变频化改造可提升毛利水平,稳定产品均价,巩固高端形象;变频电机扩产后未来可实现外销,减少配套成本,形成新业绩增长点(目前毛利率近30%);营销体系升级可加快扩大市场规模,规范管理架构,我们相对看好公司增发项目对竞争力提升的效果。

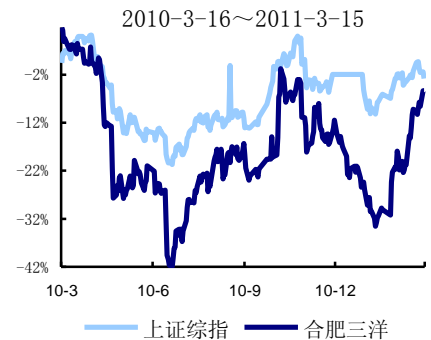
**投资建议与估值:**预计未来3年EPS0.74元、0.95元和1.24元,对应PE为20倍,处于合理区间,估值有一定提升空间。鉴于公司增发项目前景较好,后期存在大股东整合预期,且受益日本灾后重建,维持“推荐A”评级。

**风险提示:**1) 资产整合进度缓慢; 2) 市场竞争加剧; 3) 成本上升

### 财务数据与估值

	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入(百万)	3,050.65	4261.8	5651.1	7335.1
同比增速(%)	50.9%	39.70%	32.6%	29.8%
净利润(百万)	302.06	395.29	504.44	658.68
同比增速(%)	46.2%	30.9%	27.6%	30.6%
EPS(元)	0.57	0.74	0.95	1.24
P/E	-	20	16	12

### 股价走势图



### 基础数据

总股本(万股)	53280.00
流通A股(万股)	19670.04
52周内股价区间(元)	10.22-27.83
总市值(亿元)	79.23
总资产(亿元)	31.68
每股净资产(元)	1.97
目标价 6个月	16.5
目标价 12个月	18.5

### 相关报告

- 《国都证券-公司研究-公司快评-合肥三洋(600983):合肥三洋09年业绩电话交流会议纪要》2010-03-16
- 《国都证券-公司研究-公司点评-合肥三洋(600983):合肥三洋(600983):继续阔步前行,静待南岗项目落成》2010-03-16

### 研究员: 李元

电话: 010-84183369

Email: liyuan@guodu.com

执业证书编号: S0940510120014

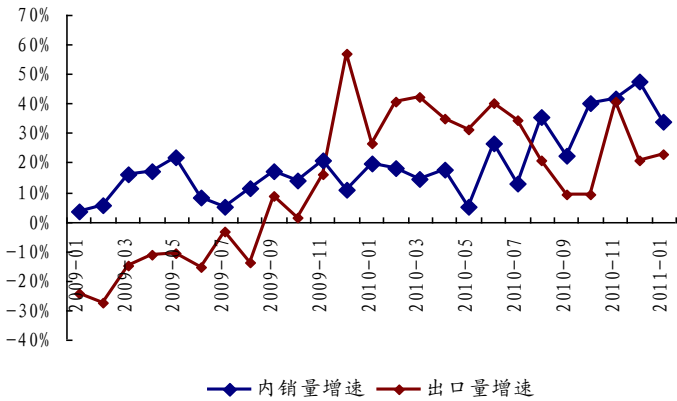
### 联系人: 王京乐

电话: 010-84183317

Email: wangjjingle@guodu.com

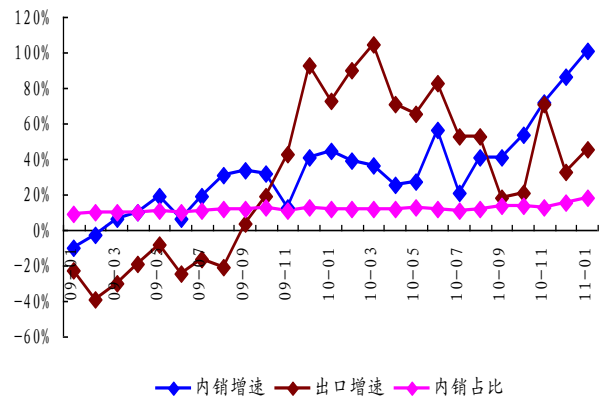
独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

图 1: 洗衣机行业内外销量月度变化



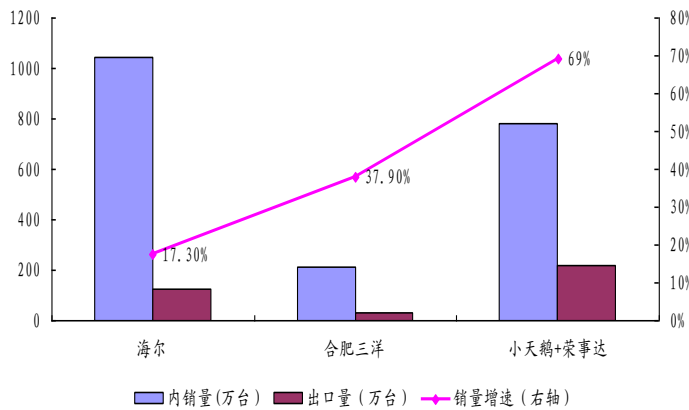
资料来源: 产业在线、国都证券研究所

图 2: 滚筒洗衣机月度销售变化



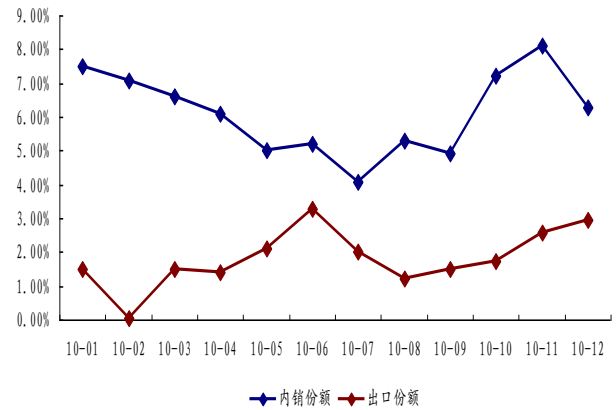
资料来源: 产业在线、国都证券研究所

图 3: 国内洗衣机企业销售情况比较



资料来源: 产业在线、国都证券研究所

图 4: 三洋洗衣机市场份额月度变化



资料来源: 产业在线、国都证券研究所

表 1: 公司分季度业绩表现

指标	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4
营业收入(亿元)	4.0	3.7	5.3	7.2	7.7	6.5	7.1	9.3
营业收入同比增长率(%)	72.1	72.1	93.9	99.4	90.1	74.7	33.3	29.7
净利润(亿元)	0.54	0.56	0.46	0.52	0.81	0.78	0.55	0.88
净利润同比增长率(%)	53.91	112.43	129.45	51.97	52.22	39.73	20.66	69.49
EPS(元)	0.16	0.17	0.14	0.16	0.24	0.23	0.17	0.16
ROE(%)	8.3	8.3	6.3	6.7	9.7	8.7	5.8	8.6
ROA(%)	4.3	4.1	3.0	2.8	3.8	3.3	2.1	3.0
毛利率(%)	40.3	44.3	39.7	42.1	33.4	35.4	31.2	32.8
净利润率(%)	13.3	15.1	8.6	7.2	10.7	12.1	7.8	9.4
营业费用率(%)	19.5	24.9	25.7	28.0	17.7	17.8	16.8	17.0
管理费用率(%)	5.0	4.3	4.9	4.6	3.7	4.4	5.7	5.2
财务费用率(%)	-0.4	-0.1	0.0	0.0	-0.1	0.0	0.0	-0.1

资料来源: WIND、国都证券研究所

表 2: 合肥三洋盈利预测

单位: 百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	2,021.73	3,050.65	4261.8	5651.1	7335.1

营业收入	2,021.73	3,050.65	4261.8	5651.1	7335.1
收入增长率	86.7%	50.9%	39.70%	32.6%	29.8%
<b>二、营业总成本</b>	<b>1,797.91</b>	<b>2,725.72</b>	<b>3,824.27</b>	<b>5,082.42</b>	<b>6,588.13</b>
营业成本	1,182.75	2,040.26	2910.8	3842.7	4951.2
毛利率	41.5%	33.1%	31.70%	32%	33%
销售费用	508.31	526.75	711.7	949.4	1247.0
管理费用	95.03	145.62	200.3	288.2	381.4
财务费用	-2.51	-1.18	-8.52	-7.91	-1.47
资产减值损失	14.34	11.43	10.00	10.00	10.00
<b>三、其他经营收益</b>					
公允价值变动净收益					
投资净收益	0.02	-0.14	0	0	0
汇兑净收益					
<b>四、营业利润</b>	<b>223.83</b>	<b>324.79</b>	<b>437.48</b>	<b>568.67</b>	<b>746.98</b>
加：营业外收入	14	24.69	20.00	15	15
减：营业外支出	0.78	0.22	0.50	0.50	0.50
<b>五、利润总额</b>	<b>237.05</b>	<b>349.26</b>	<b>456.98</b>	<b>583.17</b>	<b>761.48</b>
减：所得税	30.42	47.2	61.69	78.73	102.80
加：未确认的投资损失					
<b>六、净利润</b>	<b>206.63</b>	<b>302.06</b>	<b>395.29</b>	<b>504.44</b>	<b>658.68</b>
减：少数股东损益					
归属于母公司所有者的净利润	206.63	302.06	395.29	504.44	658.68
净利润增长率	79.8%	46.2%	30.9%	27.6%	30.6%
<b>七、每股收益：</b>					
<b>基本每股收益(元)</b>	<b>0.62</b>	<b>0.57</b>	<b>0.74</b>	<b>0.95</b>	<b>1.24</b>

资料来源：国都证券研究所

## 国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好，未来6个月内，行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，未来6个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，未来6个月内，行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内，该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内，该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内，该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内，股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内，股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内，股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内，股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内，公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内，公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内，公司竞争力低于行业平均水平

### 免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时，在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息，国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易，也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考，根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关，投资者据此操作，风险自负。

本报告版权归国都证券所有，未经书面授权许可，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

### 国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
-----	------	--------	-----	------	--------

王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com	许维鸿	首席宏观研究员	xuweihong@guodu.com
李元	机械设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	邓婷	金融、传媒	dengting@guodu.com
邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com	徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com
潘蕾	医药	panlei@guodu.com	曹源	策略研究、固定收益	caoyuan@guodu.com
刘芬	汽车及零部件、钢铁	liufen@guodu.com	王京乐	家用电器、餐饮旅游	wangjingle@guodu.com
鲁儒敏	公用事业、环保	lurumin@guodu.com	肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com
魏静	工程机械、普通机械	weijing@guodu.com	赵宪栋	商业	zhaoxiandong@guodu.com
胡博新	医药	huboxin@guodu.com	姜瑛	IT	jiangying@guodu.com
刘斐	煤炭	liufei@guodu.com	张婧	建筑建材	zhangjingyj@guodu.com
王双	化工	wangshuang@guodu.com	汪立	造纸、交通运输	wangli@guodu.com
李韵	纺织服装、轻工制造	liyun@guodu.com	吴昊	宏观经济、固定收益	wuhao@guodu.com
李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com			