

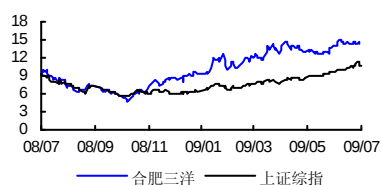
动态报告

家用电器
白色家电
合肥三洋(600983)
谨慎推荐
2009 年中报点评

(维持评级)

2009 年 7 月 31 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

昨收盘 (元)	13.92
总股本/流通 A 股(百万股)	333.00/122.94
流通 B 股/H 股(百万股)	0.00/0.00
总市值/流通市值(百万元)	4,635.36/1,711.29
上证综指/深圳成指	3,321.56/13,272.53
12 个月最高/最低 (元)	14.58/4.67

财务数据

净资产值(百万元)	642.46
每股净资产(元)	1.93
市净率	7.22
资产负债率	52.65%
息率	1.29%

相关研究报告:

《合肥三洋: 明年业绩有望进一步超预期》——2009-7-7

《新项目进展较快》——2009-4-29

《内生和外延增长同时推进》——2009-4-27

分析师: 王念春

电话: 0755-82130407

E-mail: wangnc@guosen.com.cn

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

外延扩张、产品创新支持公司未来持续成长

●规模快速增长、毛利率提升幅度超出预期

公司 09 年 1-6 月收入 and 净利润为 7.72 亿元和 1.09 亿元, 分别同比增长 72% 和 79%, 符合我们之前的预期。在销售规模快速提升的同时, 公司同时做到了以差异化产品来获得了毛利率的提升, 这是超出我们之前预期的, 洗衣机在 1—6 月毛利率达到 43.6%, 同比上升 3.7 个百分点。销售和管理费用由于市场开拓、新产品推进的原因分别上升 93% 和 90%。

●产品创新表现突出

与同行公司比较, 公司产品创新表现一直以来都较为突出, 新开发的 5.5 公斤级斜滚筒洗衣机非常具备性价比优势, 公司在微波炉产业上也将走以产品创新带动下的增长策略。国内品牌洗衣机行业从产品功能、性能仍有相当大的改进空间, 包括降低噪声、节能表现等等。在结合向上游变频电机所带来的成本下降因素, 我们对下半年公司毛利率继续维持良好表现持乐观预期。

●存在外延资产整合的可能性上升

松下电器并购公司股东三洋电机有望在今年 9 月份完成, 我们认为并购完成后松下对于推进相关资产整合会陆续展开, 公司作为上市公司平台, 存在外延并购三洋相关家电资产的可能。以三洋的技术优势来看, 我们认为公司当前的外延发展上游电机、横向发展冰箱、水处理电器在 2010 年会有明显突破, 成就业绩新的增长亮点。

●出口在下半年将放量提升

公司出口收入 1462 万元, 同比增长 150%, 预期下半年公司为三洋电机 OEM 加工销往日本的洗衣机产品会在四季度明显放量, 2010 年出口量超过 15 万台。

●维持对公司“谨慎推荐”的评级

预期 09、2010、2011 年公司每股收益 0.62、0.83、1.06 元, 维持对公司谨慎推荐的评级。合理价值区间为 16—18 元。

盈利预测和财务指标

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	634.66	1,082.73	1,906	2,630	3,550
(+/-%)	24.25%	70.60%	76.0%	38.0%	35.0%
净利润(百万元)	67.98	114.93	206	278	353
(+/-%)	31.77%	69.06%	79.3%	34.7%	27.3%
每股收益 (元)	0.20	0.35	0.62	0.83	1.06
EBIT Margin			12.9%	12.8%	12.2%
净资产收益率 (ROE)	11.78%	17.71%	26.0%	28.1%	28.6%
市盈率 (PE)	68.19	40.33	22.5	16.7	13.1
EV/EBITDA			20.2	16.0	13.3
市净率 (PB)	8.03	7.14	5.84	4.69	3.75

附表 1：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2008	2009E	2010E	2011E		2008	2009E	2010E	2011E
现金及现金等价物	193	309	200	200	营业收入	1083	1906	2630	3550
应收款项	341	470	829	1119	营业成本	648	1115	1552	2130
存货净额	318	450	708	972	营业税金及附加	0	0	0	0
其他流动资产	8	8	11	14	销售费用	259	467	636	852
流动资产合计	860	1236	1747	2305	管理费用	44	77	106	136
固定资产	230	299	457	604	财务费用	(8)	(6)	(1)	6
无形资产及其他	27	27	27	27	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	8	8	8	8	资产减值及公允价值变动	(8)	(10)	(10)	(10)
长期股权投资	2	2	2	2	其他收入	0	0	0	0
资产总计	1127	1571	2240	2945	营业利润	131	242	327	416
短期借款及交易性金融负债	0	25	213	290	营业外净收支	3	0	0	0
应付款项	298	450	625	858	利润总额	134	242	327	416
其他流动负债	171	295	407	553	所得税费用	20	36	49	62
流动负债合计	469	769	1245	1702	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	115	206	278	353
其他长期负债	8	8	8	8					
长期负债合计	8	8	8	8	现金流量表 (百万元)				
负债合计	478	778	1253	1710		2008	2009E	2010E	2011E
少数股东权益	0	0	0	0	净利润	115	206	278	353
股东权益	649	793	987	1235	资产减值准备	(24)	0	1	1
负债和股东权益总计	1127	1571	2240	2945	折旧摊销	24	22	32	44
					公允价值变动损失	8	10	10	10
					财务费用	(8)	(6)	(1)	6
					营运资本变动	(66)	15	(332)	(178)
					其它	24	(0)	(1)	(1)
					经营活动现金流	80	253	(12)	229
					资本开支	(76)	(101)	(201)	(201)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					投资活动现金流	(77)	(101)	(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)	(62)	(83)	(106)
					其它融资现金流	28	25	188	78
					融资活动现金流	(59)	(37)	104	(28)
					现金净变动	(55)	115	(109)	0
					货币资金的期初余额	249	193	309	200
					货币资金的期末余额	193	309	200	200
					企业自由现金流	(7)	146	(215)	32
					权益自由现金流	21	176	(27)	105

关键财务与估值指标				
	2008	2009E	2010E	2011E
每股收益	0.35	0.62	0.83	1.06
每股红利	0.13	0.19	0.25	0.32
每股净资产	1.95	2.38	2.97	3.71
ROIC	19%	31%	30%	27%
ROE	18%	26%	28%	29%
毛利率	40.11%	41.50%	41.00%	40.00%
EBIT Margin	12%	13%	13%	12%
EBITDA Margin	14%	14%	14%	13%
收入增长	71%	76%	38%	35%
净利润增长率	69%	79%	35%	27%
资产负债率	42%	50%	56%	58%
息率	0.9%	1.3%	1.8%	2.3%
P/E	40.3	22.5	16.7	13.1
P/B	7.1	5.8	4.7	3.8
EV/EBITDA	33.1	20.2	16.0	13.3

资料来源：国信证券经济研究所预测

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 5\%$ 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

免责声明

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研究团队

宏观			策略			交通运输		
杨建龙			汤小生	021-68864595		唐建华	0755-82130468	
林松立	010-82254212		黄海培	021-68864598		孙菲菲	0755-82133400	
任泽平	010-82254206		崔嵘	021-68866202		高健	0755-82130678	
周炳林	0755-82133339		廖喆	021-68866236		黄金香	010-82252922	
			赵谦	021-68866295				
银行			房地产			计算机		
邱志承	021-68864597		方焱	0755-82130648		凌晨	021-68866233	
黄飙	0755-82133476		区瑞明	0755-82130678		电子元器件		
谈焯	010-82254212					王俊峰	010-82254205	
戴志锋	0755-82133343							
有色金属			汽车及零配件			钢铁		
彭波	0755-82133909		李君	021-68866235		郑东	010-82254160	
李洪冀	010-82252922		左涛	021-68866253		秦波	010-82252922	
商业贸易			基础化工			非银行金融		
胡鸿轲	021-68866206		邱伟	0755-82133263		武建刚	010-82250828	
吴美玉	010-82252911		陆震	0755-82130532		王一峰	010-82250828	
石油与石化			电力设备			传媒		
李晨	021-68866252		彭继忠	021-68866203		陈财茂	021-68866236	
严蓓娜	021-68866253		皮家银	021-68866205		廖绪发	021-68866237	
机械			电力与公用事业			医药		
余爱斌	0755-82133400		徐颖真	021-68864007		贺平鸽	0755-82133396	
李筱筠	010-82254205		谢达成	021-68866236		丁丹	0755-82130678	
通信			造纸			家电		
严平	021-68865025		李世新	0755-82130565		王念春	0755-82130407	
纺织服装			建材			旅游		
方军平	021-68866202		杨昕	021-68864596		陈财茂	021-68866236	
						廖绪发	021-68866237	
中小股票			食品饮料					
高芳敏	021-68864586		黄茂	0755-82133476				
陈爱华			谢鸿鹤	0755-82130646				
农业			煤炭			建筑		
张如	021-68866233		李然	0755-82130681		邱波	0755-82133390	
固定收益与基金			金融工程			金融工程		
皮敏	021-68864011		葛新元	0755-82133332		王军清	0755-82133297	
张旭	010-82254210		董艺婷	021-68866946		黄志文	0755-82130532	
杨涛	0755-82133339		戴军	021-68864585		林晓明		

国信证券经济研究所机构销售部

华南区			华东区			华北区		
万成水	0755-82133147		盛建平	021-68864592		王立法	010-82252236	
	13923401205			15821778133			13910524551	
	wancs@guosen.com.cn			shengjp@guosen.com.cn			wanglf@guosen.com.cn	
刘宇华	0755-82130818		马小丹	021-68866025		王晓建	010-82252615	
	13823380182			13801832154			13701099132	
	liuyh@guosen.com.cn			maxd@guosen.com.cn			wangxj@guosen.com.cn	
邵燕芳	0755-82133148		郑毅	021-68866205		谭春元	010-82254209	
	13480668226			13795229060			13810118116	
	shaoyf@guosen.com.cn			zhengyi@guosen.com.cn			tancy@guosen.com.cn	
庞博	0755-82130818		黄胜蓝	021-68866011		焦骥	010-82254209	
	0755-82133343			13761873797			13601094018	
	pangb@guosen.com.cn			huangsl@guosen.com.cn			jiaojian@guosen.com.cn	
祝彬	0755-82133456		刘塑	021-68866236				
	15814403667			13817906789				
	zhubin@guosen.com.cn			liusu@guosen.com.cn				