

公司简评 合肥三洋 (600983.SH)

► 2009年7月31日

高盈利水平上的高增长

推荐 维持评级

分析师: 朱力军 邮箱: zhulijun@chinastock.com.cn 电话: 010-66568273

1. 事件

2009年7月31日合肥三洋(600983.SH)公布了中期业绩报告,公司2009年上半年度实现营业收入7.72亿元,同比增长72.12%,营业利润达到1.17亿元,较上期增长63.97%,净利润达到1.09亿元,同比增长79.07%,每股收益达到0.328元。经营活动产生的现金流为1亿元,同比增长77.05%。

2. 我们的分析与判断

2009年上半年,合肥三洋(600983.SH)在保持高盈利能力的前提下实现了销售高增长。自从我们2008年下半年持续向投资者推荐以来,公司的发展印证了我们前期的一系列观点。公司经营策略更加积极,同时,受益于国内洗衣机产品的更新换代浪潮及政府家电下乡等刺激消费的政策,合肥三洋(600983.SH)上半年实现了高速增长,从目前公司发展的势头来看,公司有望在未来六到十二个月内继续保持较高的增长速度。

公司主力产品销售井喷。虽然国内需求和出口受到国际金融危机不利因素的冲击,但是受益于洗衣机产品更新周期和政府消费刺激政策双重效果的叠加,1-6月份我国洗衣机行业内销保持了11.62%的销售增速,上半年销售达到1272万台(具体参见图1和图2)。合肥三洋(600983.SH)的主力销售品种-洗衣机上半年销售收入为7.13亿元,同比增长75.19%,增长速度远远超过行业的平均水平;微波炉保持了17.85%的增长速度。从分季度的数据来看,公司一季度和二季度的销售增速基本保持了稳定(72%),说明公司的营销具有一定的持续性。目前,国内市场依然是公司的主要目标市场,国内销售收入占据了总收入的98%,上半年外销收入为1462万元,虽然增长速度达到150%,但是在短期内对公司的增长和利润贡献不大。

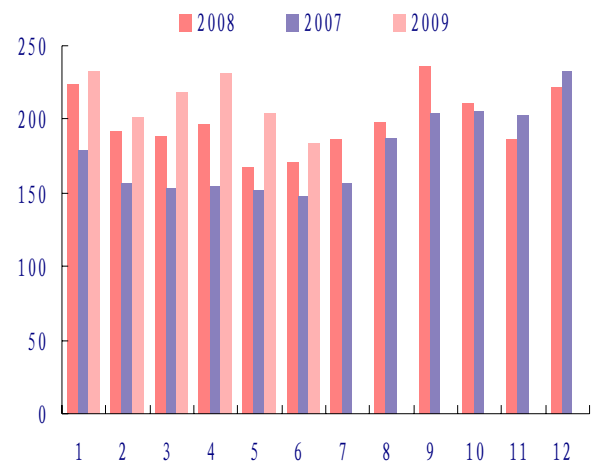
盈利能力依然强劲。在实现高速增长的同时,是否能够保持盈利能力的稳定是投资者最关心的问题之一,2009年上半年,受益于原材料价格回落和高毛利率产品比重的提升(滚筒洗衣机销售比例达到25%),合肥三洋(600983.SH)上半年的毛利率达到42.19%,高于2008年的同期水平;公司的净利率水平也处于高位,上半年达到14.15%,高于2008年中期的13.6%;但是,如果我们将982万的营业外收入扣除,公司的净利率达到12.95%,低于2008年中期的水平,但是高于2007年中期的水平,也远远高于行业平均水平。一般来说,受行业竞争日趋激烈的影响,公司毛利率有下滑的趋势,但随着公司加大配套能力、研发能力和加快新产品的推出速度,我们判断这个下滑的趋势将比较平缓。

合肥三洋(600983.SH)加大了营销投入。2009年上半年,公司依靠国美、苏宁等大连锁,深耕国内一二级市场,市场份额大幅增长;同时,公司持续拓展三四级市场,利用“家电下乡”等有利机遇扩大产品在城镇市场的销售。公司上半年销售费用和管理费用的增长达到了93.5%和90.3%,分季度来看,二季度公司费用投入比一季度多,从而保证了销售淡季不淡,但是费用投入的增速超过了公司营业收入的增速,短期内侵蚀了一部分的利润,但是从长期来看,这对于公司构建营销渠道和提升产品品牌是有利的,我们将密切关注公司费用投入对销售收入的推动效果。

3. 投资建议

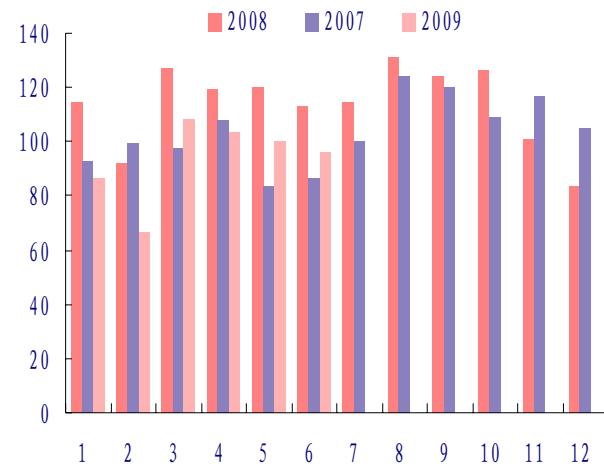
在国内消费升级的大背景之下,我们认为公司在未来两年中将通过增强渠道建设和加大滚筒洗衣机销售数量来拉动销售增长,2009-2011年归属母公司利润复合增长率有望达到25.07%,预计公司2009-2011年的每股收益分别为0.59元、0.78元和0.93元,维持给予公司“推荐”评级。

图 1: 2007-2009 年中国洗衣机内销销售量 (万台)



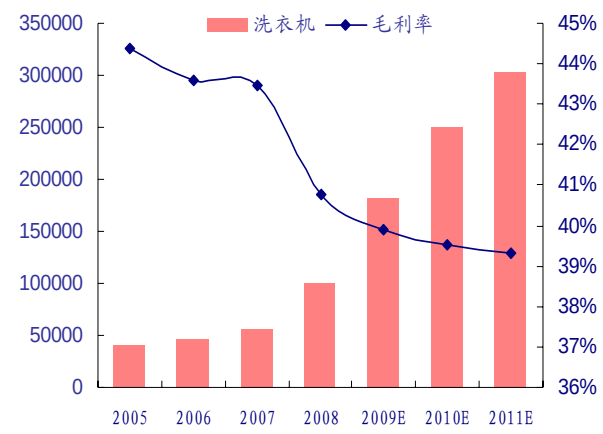
资料来源: 产业在线 中国银河证券研究所

图 2: 2007-2009 年中国洗衣机外销销售量 (万台)



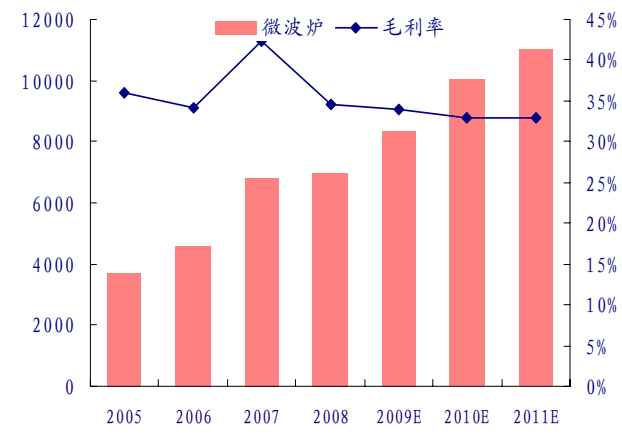
资料来源: 产业在线 中国银河证券研究所

图 3: 2005-2011 年合肥三洋洗衣机销售额 (万元) 及毛利率



资料来源: 公司公告 中国银河证券研究所

图 4: 2005-2011 年合肥三洋微波炉销售额 (万元) 及毛利率



资料来源: 公司公告 中国银河证券研究所

表 1 2007-2009 半年度财务指标对比

单位: 万元	2009 中报	增长率	2008 中报	增长率	2007 中报
营业收入	77,202.70	72.12%	44,852.95	60.14%	28,008.96
营业成本	44,633.69	64.79%	27,084.86	79.81%	15,063.42
毛利率	42.19%	-	39.61%	-	46.22%
销售费用	17,059.29	93.50%	8,815.96	40.54%	6,272.97
销售费用率	22.10%	-	19.66%	-	22.40%
管理费用	3,610.86	90.30%	1,897.50	-23.34%	2,475.36
管理费用率	4.68%	-	4.23%	-	8.84%
财务费用	-223.95	52.45%	-146.9	2105.71%	-6.66
营业利润	11,789.85	63.97%	7,190.27	81.90%	3,952.86
加: 营业外收入	982.57	31292.01%	3.13	-95.70%	72.75
减: 营业外支出	5.85	-94.77%	111.86	7357.33%	1.5
利润总额	12,766.57	80.28%	7,081.55	75.98%	4,024.11
净利润	10,924.46	79.07%	6,100.80	78.33%	3,421.08
归属于母公司所有者的净利润	10,924.46	79.07%	6,100.80	78.33%	3,421.08
净利率	14.15%	-	13.60%	-	12.21%

资料来源: 公司公告 中国银河证券研究所

表 2 分季度数据对比表

单位: 万元	2009 2Q	增长率	2009 1Q	增长率	2008 2Q	2008 1Q
营业收入	36,968.43	72.11%	40,234.26	72.14%	21,479.60	23,373.35
营业成本	20,599.90	50.40%	24,033.79	79.52%	13,696.84	13,388.02
销售费用	9,197.32	115.15%	7,861.97	73.13%	4,274.94	4,541.02
管理费用	1,594.96	131.60%	2,015.90	66.77%	688.68	1,208.82
财务费用	-47.37	-66.38%	-176.58	2847.91%	-140.91	-5.99
营业利润	5,490.31	75.12%	6,299.54	55.35%	3,135.20	4,055.07
利润总额	6,467.01	113.90%	6,299.55	55.23%	3,023.35	4,058.20
净利润	5,571.33	112.43%	5,353.14	53.91%	2,622.71	3,478.09
归属母公司的净利润	5,571.33	112.43%	5,353.14	53.91%	2,622.71	3,478.09

资料来源: 公司公告 中国银河证券研究所

表 3: 重要财务数据预测

资产负债表(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E	利润表(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	248.7	193.4	193.5	164.5	305.1	营业收入	634.7	1082.7	1935.5	2645.1	3194.5
应收票据	152.7	260.7	418.9	572.5	691.4	营业成本	359.4	648.5	1168.2	1605.9	1945.7
应收账款	43.8	70.8	159.1	217.4	262.6	营业税金及附加	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
预付款项	1.1	7.6	19.4	35.6	55.3	销售费用	150.0	259.2	460.4	629.5	757.1
其他应收款	8.0	9.9	25.2	34.4	41.5	管理费用	32.6	44.1	78.8	111.1	137.4
存货	137.8	317.9	510.2	701.4	849.8	财务费用	-6.3	-8.0	1.2	1.2	-0.8
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	资产减值损失	24.5	7.7	0.0	0.0	0.0
长期股权投资	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	107.5	158.9	165.7	154.6	134.2	投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
在建工程	36.2	71.1	40.6	25.3	17.6	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营业利润	74.5	131.2	227.0	297.4	355.1
无形资产	28.9	27.0	24.3	21.6	18.9	营业外收支净额	3.7	3.3	0.0	0.0	0.0
长期待摊费用	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	税前利润	78.2	134.5	227.0	297.4	355.1
资产总计	771.7	1126.7	1558.5	1928.9	2378.1	减: 所得税	10.2	19.6	29.5	38.7	46.2
短期借款	0.0	0.0	69.6	0.0	0.0	净利润	68.0	114.9	197.5	258.7	308.9
应付票据	0.0	102.8	92.6	127.3	154.2	归属母公司净利润	68.0	114.9	197.5	258.7	308.9
应付账款	87.9	195.5	347.3	477.4	578.5	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
预收款项	48.5	85.7	152.1	242.9	352.6	基本每股收益	0.20	0.35	0.59	0.78	0.93
应付职工薪酬	7.1	21.3	21.3	21.3	21.3	稀释每股收益	0.20	0.35	0.59	0.78	0.93
应交税费	10.5	22.5	22.5	22.5	22.5	财务指标					
其他应付款	32.1	39.4	39.4	39.4	39.4	成长性					
其他流动负债	0.0	2.4	2.4	2.4	2.4	营收增长率	24.3%	70.6%	78.8%	36.7%	20.8%
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	EBIT 增长率	44.9%	41.2%	74.3%	30.9%	18.6%
预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润增长率	31.8%	69.1%	71.8%	31.0%	19.4%
负债合计	194.5	477.8	755.5	941.5	1179.2	盈利性					
股东权益合计	577.2	648.9	803.1	987.4	1198.9	销售毛利率	43.4%	40.1%	39.6%	39.3%	39.1%
现金流量表(百万元)						销售净利率	10.7%	10.6%	10.2%	9.8%	9.7%
净利润	68	115	197	259	309	ROE	11.8%	17.7%	24.6%	26.2%	25.8%
折旧与摊销	23	24	37	39	41	ROIC	13.76%	17.02%	22.53%	26.09%	25.53%
经营活动现金流	42	81	-15	126	247	估值倍数					
投资活动现金流	-27	-93	-10	-10	-10	PE	70.7	41.8	24.3	18.6	15.6
融资活动现金流	-33	-43	25	-145	-97	P/S	7.6	4.4	2.5	1.8	1.5
现金净变动	-18	-55	0	-29	141	P/B	8.3	7.4	6.0	4.9	4.0
期初现金余额	267	249	193	194	164	股息收益率	#REF!	0.7%	0.9%	1.5%	2.0%
期末现金余额	249	193	194	164	305	EV/EBITDA	39.4	29.9	17.7	13.8	11.4

资料来源: 公司公告 中国银河证券研究所

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

家电行业分析师（或分析师团队）覆盖股票范围：

A 股：美的电器（000527.SZ）、青岛海尔（600690.SH）、格力电器（000651.SZ）、深康佳 A（000016.SZ）、九阳股份（002242.SZ）、苏泊尔（002032.SZ）、合肥三洋（600983.SH）、海信电器（600060.SH）、小天鹅（000418.SZ）

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究所

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908