

动态报告/公司快评

家用电器

洗衣机等

合肥三洋（600983）

09 年 1-9 月业绩预增点评

谨慎推荐

（维持评级）

2009 年 9 月 29 日

内生加外延增长推动业绩进一步超预期

分析师： 王念春 wangnc@guosen.com.cn 0755-82130407

事项：

公司公告09年1-9月份收入同比增长70%以上，净利润同比增长80%以上。

评论：

■ 实际业绩增长有望超出预增幅度

公司获得1-9月收入同比增长70%以上，净利润同比增长80%以上的成绩可以说在我们的预期之中，一方面公司产品销售渠道覆盖范围和市占率进一步扩大和提升；另一方面公司产品结构优化进程超出预期，滚筒洗衣机收入比率上升很快。2008年，公司滚筒洗衣机收入比率约17%，2009年1-6月上升到25%，预期全年滚筒洗衣机收入比率上升到28-30%。而行业平均滚筒洗衣机内销量占比2009年1-7月为10%，收入比率还要更低一些，也就是公司在滚筒洗衣机产品销售比率上远远超出行业平均水平。

从产品价值角度而言，市场上只有松下和公司有斜滚筒洗衣机，斜滚筒不仅给使用者带来方便，同时斜式方式可以省水、省电的同时，增加了洗净率，结合了波轮洗衣机的优点。在滚筒洗衣机越来越受到消费者青睐的趋势下，从产品附加值较高的角度而言，公司相比同行业公司处于领先水平。

■ 外延发展稳步推进

我们新的工业园生产基地正在基建阶段，除扩大原有洗衣机产能外，其他新产品也将随着工业园的建设稳步推进，三洋与公司在各类产品上的合作在国资委的积极推动下，成为公司 2010 年、更是 2011 年之后的新的利润增长点。结合三洋在中国的投资分布，我们认为公司在以下产品序列上有望与三洋展开更深层次的合作，不排除进行对三洋在中国的家电资产进行整合并购的可能。

小家电产品

冰箱产品

变频电机产品

家用及商用水处理电器和设备

....

在波轮和滚筒洗衣机上使用变频电机，实现节能的同时还可以大幅降低噪音，直观来说当洗衣机进入脱水程序时，使用变频电机的洗衣机发出的声音会很小。公司一期变频电机项目计划产销量达到40万台，每台可节约成本80-100元不等，另外普通电机也会进行自配生产，每台可节约成本5元，一期产销量规模达到200万台。如果我们假定公司自建电机项目

在2010年6月进入批量投产,那可以给公司带来约2500-3000万元的净利润增量。由于三洋在苏州已经有相应的电机生产,另外还有相关的小家电等业务,我们认为也不排除收购资产的可能。三洋在2009年的家电销售已经整合到了三洋电机国际贸易公司,贸易公司与苏宁电器也已达成了一些协议,包括一些产品的独家供应、三洋品牌产品在卖场的集中摆放销售等。

家用、商用水处理设备等项目,公司将根据与三洋的商议,逐步纳入公司的新项目拓展之列。

我们观察三洋与公司业务相关性比较大的在中国的投资或产品,包括以下:

三洋大连家用电器有限公司(各类小家电)

三洋苏州家用电器有限公司(各类小家电、洗衣机用变频电机等)

三洋电机国际贸易有限公司(家电产品的销售)

三洋(沈阳、广东)空调机有限公司

....

从公司的股东角度而言,三洋经历了 2005-2007 年的三年亏损,2008 年终于实现扭亏,三洋自身规划将在 2009 年为起点,进入一个新的三年“Master Plan”,业务集中在新能源(包括光电领域太阳能薄膜电池、混合动力领域的锂电池)、电子(电子装备、数字电子)、生态环保(商用设备、白色洗涤为主的家电),对盈利提升会更加看重,对全球不同地区的盈利成效和成长进行评估。我们认为公司的成长符合三洋对产业和盈利要求的布局,未来将在大股东国资委的促进支持下,三洋对公司的技术等各方面支持会有所加强。

■ 维持对公司“谨慎推荐”评级

我们预期公司 2009、2010、2011 年每股收益 0.65、0.83、1.06 元。如果 2009 年完成对三洋在中国家电资产的整合,2010 年每股收益有望达到 1.0 元,我们维持对公司“谨慎推荐”的评级。

盈利预测:

收入假设条件:

表 1: 公司分产品收入预期(万元、%)

	2008 年 1-9 月	2008 年	2009 年 1-6 月	2009 年 E	2010 年 E
波轮洗衣机	53,691	82,625	53,514	132,201	171,861
滚筒洗衣机	11,478	16,923	17,838	50,769	91,385
洗衣机收入合计	65,169	99,549	71,352	182,971	263,247
滚筒洗衣机收入比率	18%	17%	25%	28%	35%
微波炉		6970	4644	8,364	10,036

数据来源:公开信息、国信证券经济研究所

详细的盈利预测表见下页。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2008	2009E	2010E	2011E
现金及现金等价物	193	314	200	200
应收款项	341	470	829	1119
存货净额	318	446	708	972
其他流动资产	8	8	11	14
流动资产合计	860	1237	1747	2305
固定资产	230	299	457	604
无形资产及其他	27	27	27	27
投资性房地产	8	8	8	8
长期股权投资	2	2	2	2
资产总计	1127	1572	2240	2945
短期借款及交易性金融负债	0	25	205	282
应付款项	298	446	625	858
其他流动负债	171	292	407	553
流动负债合计	469	763	1237	1693
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	8	8	8	8
长期负债合计	8	8	8	8
负债合计	478	771	1245	1702
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	649	801	995	1243
负债和股东权益总计	1127	1572	2240	2945
关键财务与估值指标	2008	2009E	2010E	2011E
每股收益	0.35	0.65	0.83	1.06
每股红利	0.13	0.20	0.25	0.32
每股净资产	1.95	2.41	2.99	3.73
ROIC	19%	32%	30%	27%
ROE	18%	27%	28%	28%
毛利率	40.11%	42.00%	41.00%	40.00%
EBIT Margin	12%	14%	13%	12%
EBITDA Margin	14%	15%	14%	13%
收入增长	71%	76%	38%	35%
净利润增长率	69%	89%	28%	27%
资产负债率	42%	49%	56%	58%
息率	0.9%	1.4%	1.8%	2.3%
P/E	40.3	21.3	16.7	13.1
P/B	7.1	5.8	4.7	3.7
EV/EBITDA	33.1	19.2	16.0	13.3

资料来源：国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1083	1906	2630	3550
营业成本	648	1105	1552	2130
营业税金及附加	0	0	0	0
销售费用	259	463	636	852
管理费用	44	77	106	136
财务费用	(8)	(6)	(1)	6
投资收益	0	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(8)	(10)	(10)	(10)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	131	256	327	416
营业外净收支	3	0	0	0
利润总额	134	256	327	416
所得税费用	20	38	49	62
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	115	217	278	354
现金流量表 (百万元)	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	115	217	278	354
资产减值准备	(24)	0	1	1
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)	13	(329)	(178)
其它	24	(0)	(1)	(1)
经营活动现金流	80	262	(10)	230
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)	(65)	(83)	(106)
其它融资现金流	28	25	180	77
融资活动现金流	(59)	(40)	96	(29)
现金净变动	(55)	121	(114)	0
货币资金的期初余额	249	193	314	200
货币资金的期末余额	193	314	200	200
企业自由现金流	(7)	155	(213)	32
权益自由现金流	21	185	(32)	105

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

分析师承诺:

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。

免责条款:

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。