

家用电器

2009年10月30日



公司研究

季报点评

维持评级：短期—推荐，长期—A

合肥三洋（600983）：高增长态势延续，全年经营将成果斐然

核心观点

►公司前三季度合计实现营业收入13.02亿元，实现净利润1.55亿元，较去年同期分别增长80.4%和91.5%，对应EPS为0.47元。第三季度公司实现收入5.3亿元，实现净利润4574万元，分别同比增长93.9%和129.5%，业绩继续超预期主要源自内外销规模的持续扩大和较高的毛利率水平。

►四季度公司的销售更加乐观，高增长态势仍可延续。一方面，洗衣机行业已经进入传统的销售旺季，同时以旧换新政策在十一前落实进一步刺激消费，行业下乡份额也有显著提高。另一方面，国庆长假产品销售出现超预期，仅滚筒洗衣机销量就达2万台左右，相当于08年全年销量的一半，也相当于一、二级市场全年的水平。预计明年主营收入增长在40%-50%左右，高增长速度将在销量达到200-300万台时明显放缓。

►前三季度公司毛利率维持在40%以上，但三季度毛利率降至39.7%，主要是原材料价格小幅上涨，出口比重提高所致。费用方面，销售费用较去年同期增长113.5%，主要是公司加大了市场投入，并支付了较高的连锁卖场费用，预计随着卖场进店率的进一步提升，此项费用有可能维持高位。管理费用同比增长96%，主要源自日本三洋的商标费和技术转让费增加。

►公司滚筒洗衣机产品占比不断上升，目前为20%左右，年底有望达到25%，全年计划销售10万台，目标有望超预期实现，同时小容量滚筒和斜式滚筒是今年销售的主要亮点。

►出口业务自08年以来快速增长，成为新的利润增长点。11月份公司与日本三洋的返销日本的订单开始发货，全年出口15万台，明年实现40万台，增长150%以上。

►公司仍存在与日本三洋业务整合的预期，如小家电、冰箱、电池等，水处理业务也在洽谈阶段，未来日本三洋对公司产品和技术上的支持力度也将有增无减。

投资建议与估值：估值方面，上调公司09、10年盈利预测为0.66元和0.92元，以10月29日收盘价18.08元计算，对应PE为27倍和20倍，给予2010年22倍的PE水平，6个月目标价为20.24元，由于前期股价已经有了较大幅度的增幅，维持“短期推荐，长期A”的投资评级。

公司股价走势：



公司主要指标：

指 标	数 值
总股本	33,300 万股
流通 A 股	12,294 万股
EPS（三季报）	0.47 元
每股净资产	2.1 元
净资产收益率（三季报）	29.67%

国都证券研究所

联系人：王京乐

电话：010-84183317

E-mail: wangjingle@guodu.com

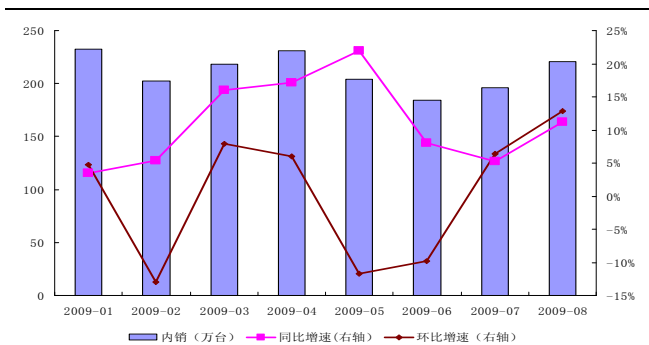
联系人：周红军

电话：010-84183380

E-mail: zhouhongjun@guodu.com

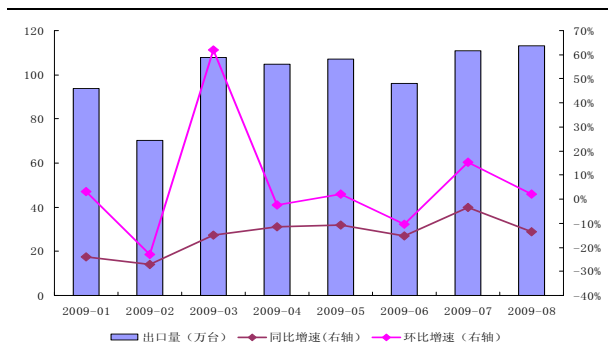
独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

图1：09年洗衣机行业内销量月度变化



资料来源：产业在线、国都证券研究所

图2：09年洗衣机行业出口量月度变化



资料来源：产业在线、国都证券研究所

表1：合肥三洋单季财务指标情况

指标	2008 Q1	2008 Q2	2008 Q3	2008 Q4	2009 Q1	2009 Q2	2009 Q3
营业收入(百万元)	233.73	214.8	273.15	361.04	402.34	369.68	529.69
净利润(百万元)	34.78	26.23	19.94	33.98	53.53	55.71	45.74
EPS(元)	0.1044	0.0788	0.0599	0.1021	0.1608	0.1673	0.1374
ROE (%)	5.8493	4.346	3.2956	5.3782	8.291	8.3115	6.344
毛利率 (%)	42.721	36.2332	32.7459	46.2863	40.2654	44.2771	39.6865
净利润率 (%)	14.8806	12.2102	7.2983	9.4125	13.3049	15.0705	8.6358
营业费用率 (%)	19.4282	19.9023	20.3107	32.0175	19.5405	24.8788	25.6988
管理费用率 (%)	5.1718	3.2062	4.6399	3.4491	5.0104	4.3144	4.8677
财务费用率 (%)	-0.0256	-0.656	-0.454	-1.4531	-0.4389	-0.1281	-0.0178
净利润同比增长率 (%)	52.4865	130.0287	123.7814	36.6965	53.9102	112.4263	129.4548

资料来源：WIND、国都证券研究所

表2：合肥三洋盈利预测

单位：元	2007	2008	2009E	2010E
一、营业总收入	634,663,268.10	1,082,726,539.89	1,975,094,594.16	2,891,492,049.48
营业收入	634,663,268.10	1,082,726,539.89	1,975,094,594.16	2,891,492,049.48
营业收入增长率	24.3%	70.6%	82.4%	46.4%
二、营业总成本	560,147,917.63	951,531,523.55	1,719,356,390.53	2,532,648,950.73
营业成本	359,351,996.62	648,485,137.15	1,159,417,072.67	1,714,356,700.32
销售毛利率	43.4%	40.1%	41.3%	40.7%
营业税金及附加	0	0	0	0
销售费用	149,979,014.46	259,236,198.35	468,097,418.82	691,066,599.83
管理费用	32,639,432.13	44,101,790.31	90,854,351.33	124,334,158.13
财务费用	-6,294,962.08	-7,955,477.32	-3,950,189.19	-4,337,238.07
资产减值损失	24,472,436.50	7,663,875.06	4,937,736.49	7,228,730.12
三、其他经营收益				
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	-6,571.60	8,870.51	0	0

汇兑净收益	0	0	0	0
四、营业利润	74,508,778.87	131,203,886.85	255,738,203.63	358,843,098.75
加：营业外收入	4,421,966.20	4,621,790.33	5,000,000.00	5,000,000.00
减：营业外支出	735,037.34	1,332,581.14	2,000,000.00	2,000,000.00
五、利润总额	78,195,707.73	134,493,096.04	258,738,203.63	361,843,098.75
减：所得税	10,215,914.15	19,566,194.54	38,810,730.55	54,276,464.81
加：未确认的投资损失	0	0	0	0
六、净利润	67,979,793.58	114,926,901.50	219,927,473.09	307,566,633.94
净利润率	10.7%	10.6%	11.1%	10.6%
减：少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司所有者 的净利润	67,979,793.58	114,926,901.50	219,927,473.09	307,566,633.94
净利润增长率	31.8%	69.1%	91.4%	39.8%
七、每股收益：				
基本每股收益(元)	0.2	0.35	0.66	0.92

资料来源：国都证券研究所

国都证券投资评级

表 1: 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

表2: 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
	减持	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: 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, 投资者据此操作, 风险自负。