


研究报告
合肥三洋

(600983.SH)

谨慎推荐 (维持)
所属行业: 家用电器业
行业评级: 谨慎推荐
股价数据

12个月区间(元) 10.20—29.88

最新收盘价(元) 25.30

股本结构

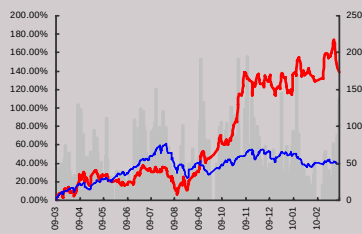
总市值(亿元) 84.25

流通A股市值(亿元) 31.10

总股本(亿股) 3.33

流通A股(亿股) 3.33

流通B股(亿股) 0

股价表现图

**齐鲁证券研究所
行业公司部**
联系人: 韩丽萍

Tel: (86531) 81283786

Fax: (86531) 81283791

Email: hanlp@qlzq.com.cn

分析师: 刘宜娟

(执业证书编号: S0740210020004)

公司仍然保持高速发展
——合肥三洋(600983)年报点评

报告起因: 2009年,公司实现主营业务收入20.217亿元,同比增长86.73%;净利润2.37亿元,同比增长76.25%,实现基本每股收益0.62元,同比增长77.14%,扣除非经常性损益后的每股收益为0.59元。

投资要点:

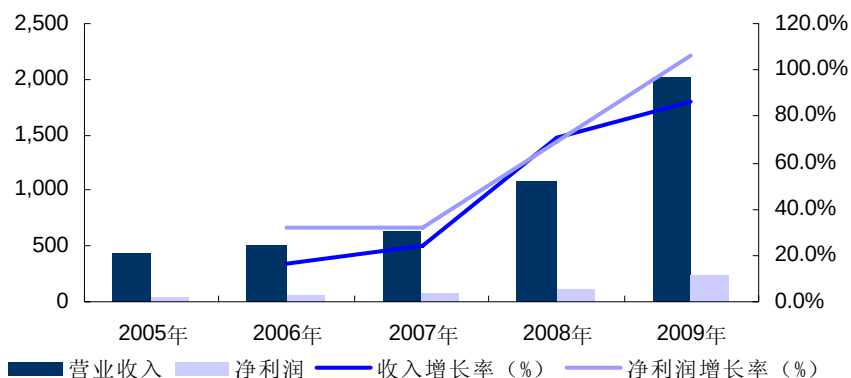
- ◇ **公司保持了较高的增长速度:** 主营业务同比增长86.73%;净利润同比增长76.25%。出口业务从无到有,实现大幅度增长,同比增长440.00%。
- ◇ **洗衣机业务维持高速增长:** 洗衣机实现收入18.66亿元,较去年同期增长87.45%,增长率较去年提高11.49个百分点。公司洗衣机业务的高速增长,源于两方面的原因:一、洗衣机行业的高速增长是公司业务增长的基础原因。二、公司注重技术核心竞争力建设,并且,加强与日本三洋总部的技术交流与互动,始终保持与国际一流技术同步的研发能力,使得公司的产品质量可靠,获得市场的认同。并且,公司产能的扩大将使得公司产能能够满足市场需求。
- ◇ **微波炉业务在2010年将会有较大幅度的增长:** 微波炉业务为公司的第二业务,占公司营业收入比例为5.85%,占比较小,目前对公司的收入贡献不大,但是随着微波炉更新换代时期的到来,公司的微波炉业务在2010年将出现较大幅度的增长。
- ◇ **公司毛利率水平有所提高:** 2009年,公司毛利率水平为41.51%,较2008年全年提高1.4个百分点,毛利率有所提高。公司的产品以中高端为主,公司受益于近年来洗衣机产品的高端化趋势。公司目前滚筒洗衣机的销售占比大约在25%左右,高于行业的平均水平。公司致力于中高端洗衣机的发展策略将使得公司的毛利率水平能够保持在较高的水平。毛利率提高的同时,公司期间费用率有所提高,与去年相比提高2.44个百分点。
- ◇ **维持谨慎推荐的投资评级:** 董事会制定公司新年度经营计划,营业收入计划同比增长48%。我们维持对公司未来三年的盈利预测,预计10、11、12年年EPS分别为0.85、1.06、1.36元,公司复合增长率为30%,公司目前价位为25.3元,对应2010年每股收益市盈率为40.8倍,公司为高速发展的中小企业,维持公司谨慎推荐的投资评级。



一、公司保持高速增长

2009 年，公司实现主营业务收入 20.217 亿元，同比增长 86.73%；净利润 2.37 亿元，同比增长 76.25%，实现基本每股收益 0.62 元，同比增长 77.14%，扣除非经常性损益后的每股收益为 0.59 元。

图 1：公司营业收入、净利润变化情况

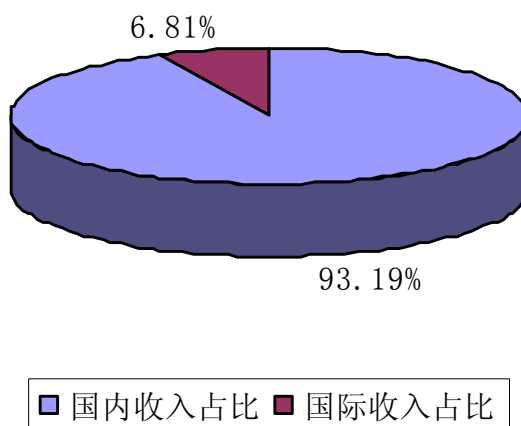


数据来源：公司公告，齐鲁证券研究所

出口业务从无到有，实现大幅度增长。公司 2009 年，不断拓宽出口市场新领域，国内市场实现主营业务收入 18.47 亿元，同比增长 77.6%，继去年出口销售收入实现突破之后，出口销售实现 1.35 亿元，同比增长 440.00%。

公司公告称，5 月公司与日本三洋合作，共同启动了 OUT-IN 项目，11 月产品开始返销日本。同时，公司产品已成功进入东南亚、南美、欧洲等市场，还远销到澳大利亚、中东、非洲、俄罗斯等其他国际市场，海外市场份额和影响力日新月异。

图 2：2009 年公司主营业务收入构成



数据来源：公司公告，齐鲁证券研究所

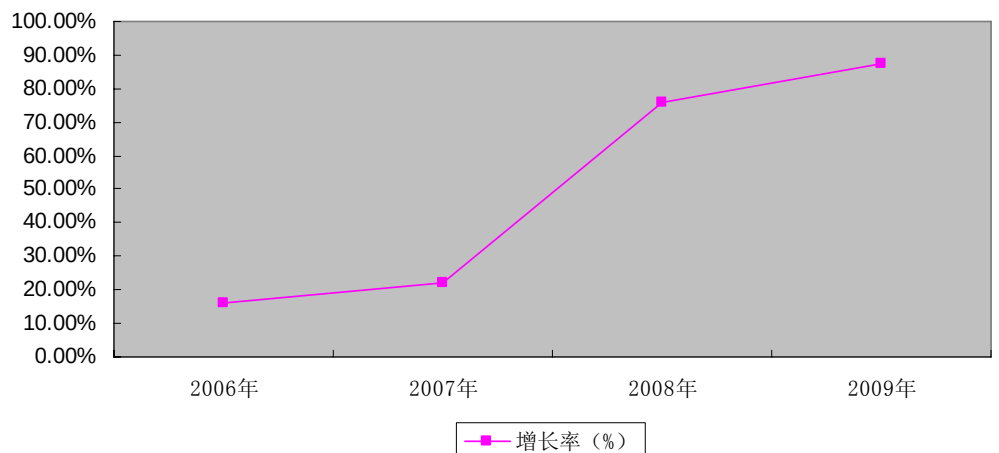


二、公司业务发展迅速

1. 洗衣机业务维持高速增长

2009 年，洗衣机实现收入 18.66 亿元，较去年同期增长 87.45%，增长率较去年提高 11.49 个百分点。洗衣机收入占公司主营业务收入的 94.15%，占公司收入的比重较上半年提高接近 2 个百分点，为公司绝对的第一主营业务，为公司业务增长的主要贡献力量。

图 3：洗衣机销售收入增长率变化



数据来源：wind 资讯，齐鲁证券研究所

公司的洗衣机业务的高速增长，源于两方面的原因：一，洗衣机行业的景气度较高是公司业务增长的基础原因。2009 年，家电行业受益于国家家电下乡以及家电以旧换新等政策的支持，行业 09 年增长较快。并且，在家电产品中，洗衣机不同于彩电等娱乐产品，洗衣机是家庭的必需品，并且，洗衣机的家庭保有量较低，洗衣机的价格不高促进了洗衣机的更新换代，这些因素促进了洗衣机行业在近几年之类都将保持较快的增长速度。二，公司自身的原因。公司注重技术核心竞争力建设，2009 年开发的新产品数量为历年之最，并且，公司加强与日本三洋总部的技术交流与互动，始终保持与国际一流技术同步的研发能力。

产能曾经成为公司发展的瓶颈，但是为满足快速上量的产能需求，2009 年公司新建 4 条生产线，目前在南岗产业园购地 428 亩，正在上新增 160 万台洗衣机和 1000 万台变频电机及普通电机项目。随着上述项目的完工投产，公司产能将进一步扩大，保证产能和市场需求。

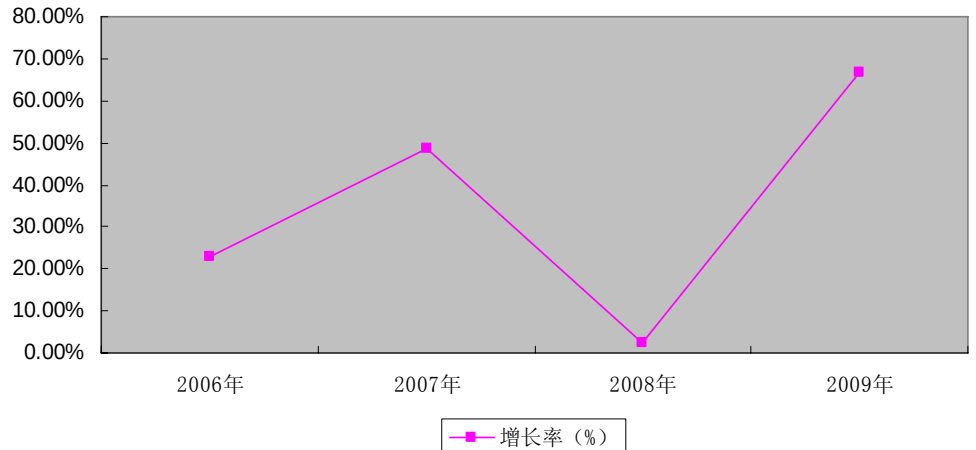
2. 微波炉业务占比仍然较小

微波炉业务为公司的第二业务，实现销售收入 1.16 亿元，同比增长



66.75%，占公司营业收入比例为 5.85%，占比较小，目前对公司收入贡献不大。

图 4：微波炉销售收入增长率变化



数据来源：wind 资讯，齐鲁证券研究所

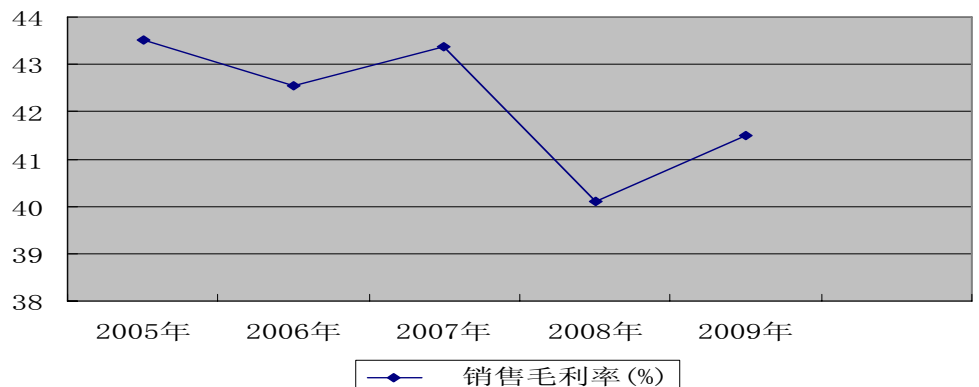
微波炉业务目前对公司的收入贡献不大，但是随着微波炉更新换代时期的到来，公司的微波炉业务在 2010 年将出现较大幅度的增长。

三、公司经营状况

1. 公司毛利率水平有所提高

2009 年，公司毛利率水平为 41.51%，较 2008 年全年提高 1.4 个百分点，毛利率有所提高。

图 5：公司毛利率变化



数据来源：wind 资讯，齐鲁证券研究所

公司的产品以中高端为主，公司受益于近年来洗衣机产品的高端化趋势。2009 年以来，洗衣机的高端产品滚筒洗衣机的产销占比持续提高，

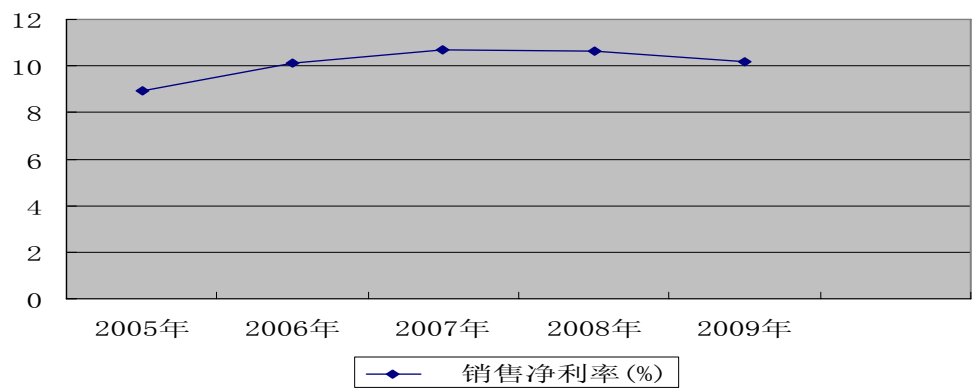


从 2009 年初的 14% 左右提高到了年底的 22% 左右，直接说明了洗衣机的高端化趋势明显。公司目前滚筒洗衣机的销售占比大约在 25% 左右，高于行业的平均水平。公司致力于中高端洗衣机的发展策略将使得公司的毛利率水平能够保持在较高的水平。

2. 公司销售净利率水平较去年有所提高

2009 年，公司销售净利率为 10.19%，与去年同期持平。

图 6：公司销售净利率变化

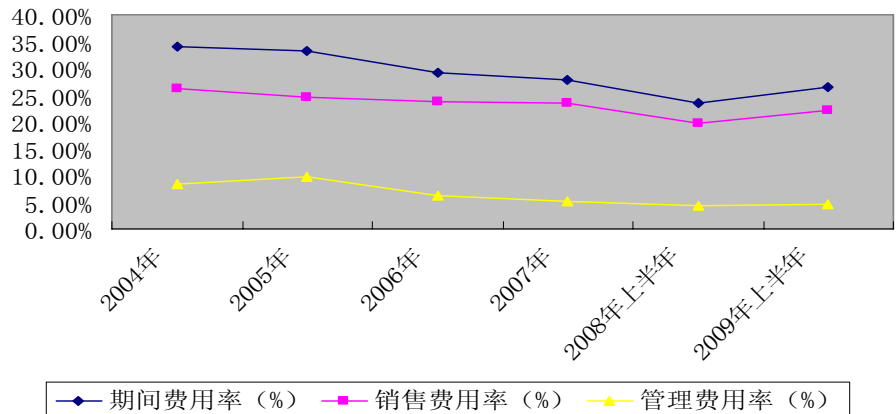


数据来源：wind 资讯，齐鲁证券研究所

3. 公司费用率水平有所提高

2009 年，公司期间费用率为 29.72%，与去年相比提高 2.44 个百分点。其中，销售费用率为 25.14%，较去年相比上升 1.2 个百分点；管理费用率为 4.7%，较去年相比上升 0.63 个百分点；经营规模扩大占用的资金多，故定期存款利息收入减少，使得 2009 年的财务收入较去年同期减少了 68.41%。

销售费用率、管理费用率的提高是开拓市场的过程中必然会遇到的。市场投入增加，特别是连锁渠道费用增加，这些都会导致销售费用率的提高；管理费用增加，主要是支付三洋电机的商标费用和技术转让费增加使得管理费用率有所提高。


图 7：公司近几年期间费用率变化情况


数据来源：wind 资讯，齐鲁证券研究所

四、公司发展展望

1. 新年度经营计划增长 48%

董事会制订了全年完成销售收入 30 亿元以上、实现利润 3 亿元以上的经营目标。

如果能够完成计划，公司的营业收入的增长率为 48.5%，公司利润的增长率为 26.58%，经过了 2008、2009 年的快速增长之后，公司管理层认识到了接下来将进入较为平稳的发展阶段，因此，公司制订了 30 亿、3 亿的经营计划。

2. 投资评级

2009 年我们对公司的盈利预测略低，主要是因为对非经常性损益的预测略低，我们维持对公司未来三年的盈利预测，预计 10、11、12 年年 EPS 分别为 0.85、1.06、1.36 元，公司复合增长率为 30%，公司目前价位为 25.3 元，对应 2010 年每股收益市盈率为 40.8 倍，公司为高速发展的中小企业，维持公司谨慎推荐的投资评级。


投资评级说明

类别	级别	定义
股票	推荐	预计未来 6-12 个月内，股价相对强于市场基准指数 20%以上
	谨慎推荐	预计未来 6-12 个月内，股价相对强于市场基准指数 10%—20%
	中性	预计未来 6-12 个月内，股价相对市场基准指数变动幅度为-10%—10%
	回避	预计未来 6-12 个月内，股价相对市场基准指数跌幅为 10%以上
行业	推荐	预计未来 6-12 个月内，行业指数将相对强于市场基准指数
	中性	预计未来 6-12 个月内，行业指数将基本与市场基准指数持平
	回避	预计未来 6-12 个月内，行业指数将相对弱于市场基准指数

重要声明

本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司及其我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。我公司及其我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券研究所”所有。未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

齐鲁证券有限公司研究所

地址：上海浦电路 438 号双鸽大厦 19 层

邮编：200122

电话：(8621) 5820-8334

传真：(8621) 5830-6843

地址：山东济南市经十路 71 号华特广场 B 座 5F

邮编：250061

电话：(86531) 8128-3789

传真：(86531) 8128-3791

