

合肥三洋(600983)年报点评

谨慎推荐

——年报展示 09 辉煌，新年再迎新目标

维持评级

可选消费/家用电器

发布时间：2010-03-15

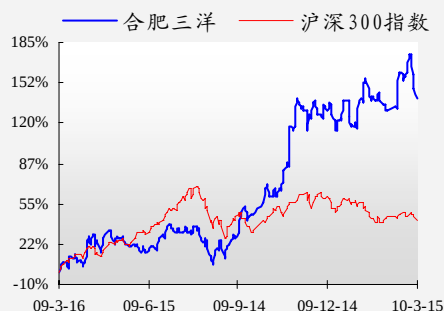
投资要点：

- **营收增长基本符合预期：**2009 年公司实现销售收入 20.22 亿元，同比增长 86.73%，基本符合我们之前的预期。
- **费用率略高于预期：**2009 年，公司继续坚持在国内深耕一、二级市场，特别是加强与苏宁、国美等大连锁合作关系，全面拓展三、四级市场，市场投入力度加大，由此，在带来销售业绩突破性增长的同时，也带来了较高的销售费用率。
- **主营产品经营状况保持良好运行态势：**2009 年公司洗衣机实现营业收入 18.66 亿元，同比增长 87.45%；微波炉实现营业收入 116.23 亿元，同比增长 1.16 亿元，同比增长 66.76%；2009 年洗衣机毛利率为 42.43%，比 2008 年提升 1.65 个百分点；微波炉毛利率 35.8%，比 08 年提升 1.2 个百分点。
- **海外市场加速拓展，出口逆势大幅增长：**2009 年 5 月份，公司与日本三洋合作，共同启动了 OUT-IN 项目，11 月份产品开始返销日本。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。全年实现外销收入 134.9 百万元，同比增长 430.27%，在公司主营业务收入中所占比例由 2008 年的 2.45% 提升至 7.3%。
- **新年新目标，再上新台阶：**2010 年，公司制定了实现销售收入 30 亿元以上、实现利润 3 亿元以上的经营目标。
- **盈利预测和投资建议：**我们认为 2010、2011 年，公司营业收入将分别实现 47.73%、38.51% 的增长，给予 2010、2011 年 EPS 分别为 0.86 元、1.06 元，当前收盘价对应 2010 年、2011 年 PE 分别为 29 倍、24 倍，估值水平已略有偏高，建议回调后介入。

业绩预测：

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率 (%)
2009A	202,173	86.73	20,663	79.79	0.62	28.8	41	
2010E	295,974	47.73	28,785	31.72	0.86	31.6	29	
2011E	409,953	38.51	35,260	22.49	1.06	32.25	24	
2012E								

走势图



市场数据

2010-3-15

收盘价：	25.30 元
52 周最高价：	29.88 元
52 周最低价：	10.02 元
平均持仓成本：	24.42 元

基本数据

2009Q4

总股本（万股）：	33,300
流通 A 股（万股）：	33,300
每股收益（元）：	0.62
每股净资产（元）：	2.39
每股经营现金流（元）：	0.50
市净率：	10.59

分析师：吴娜

执业证书编号：S0550108101210

TEL: (8621)63367000 - 270

FAX: (8621)6337 3209

Email: wln_nesc@163.com

地 址：上海市延安路 45 号 20 楼

邮 编：200002

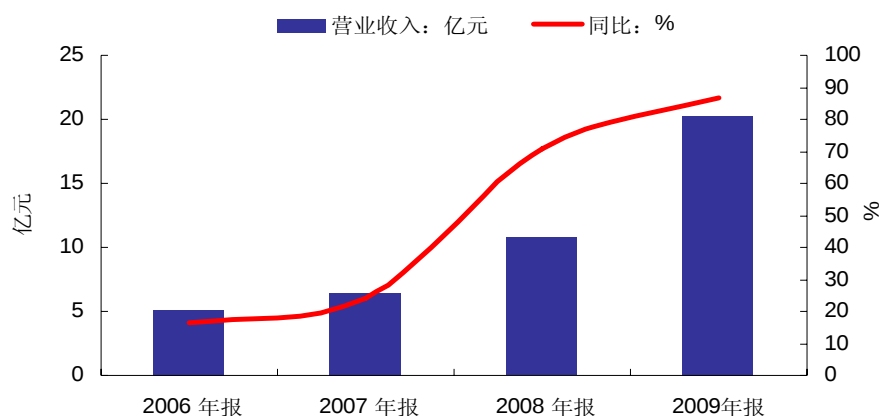
2009 年，公司实现销售收入 20.22 亿元，同比增长 86.73%，实现净利润 1.98 亿元（扣除非经常性损益后），同比增长 70.85%，实现每股收益 0.62 元，同比增长 77.14%。

1. 营收增长基本符合预期，费用率略高于预期

公司年报披露，2009 年公司实现销售收入 20.22 亿元，同比增长 86.73%，基本符合我们之前的预期。同时，尽管公司销售毛利率在低原材料成本和产品结构优化的双重作用下，依旧保持了高位运行的良好态势；但由于公司销售费用率高于我们的预期，使得公司净利润增长则略低于我们的预期。

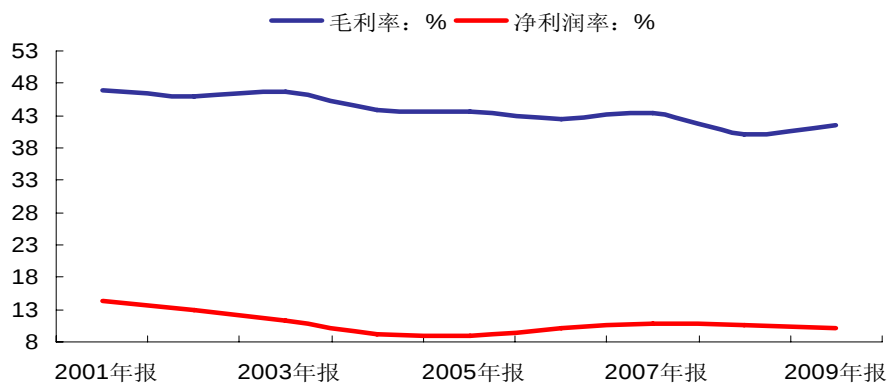
从数据上来看，2009 年，公司销售费用 5.08 亿元，同比增长 96.08%，销售费用率高达 25.14%，是近五年来的新高，这其中公司连锁渠道费用增加是主要原因。2009 年，公司继续坚持在国内深耕一、二级市场，特别是加强与苏宁、国美等大连锁合作关系，全面拓展三、四级市场，市场投入力度加大，由此，在带来销售业绩突破性增长的同时，也带来了较高的销售费用率。

图 1：公司营业收入及增长情况



数据来源：公司公开资料，东北证券金融与产业研究所。

图 2：公司销售毛利率稳中有升、净利率略有回落



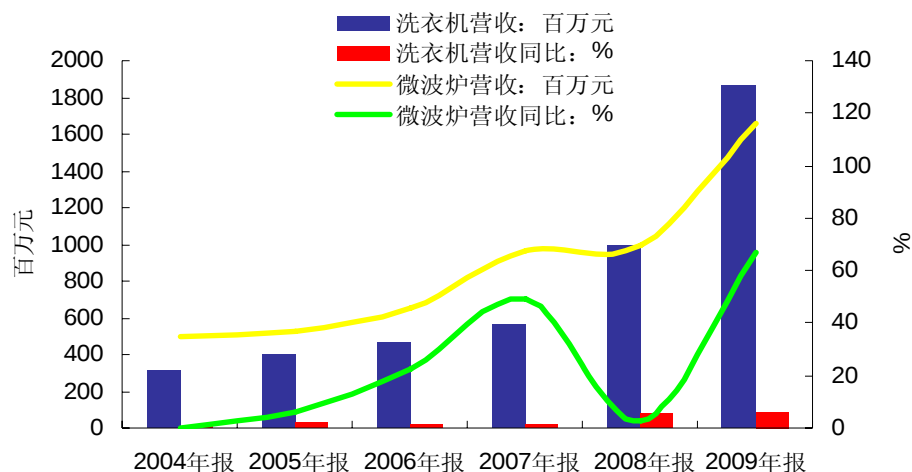
数据来源：公司公开资料，东北证券金融与产业研究所。

2. 主营产品经营状况保持良好运行态势

各主营产品营业收入均实现大幅增长

2009 年公司洗衣机产品实现营业收入 18.66 亿元，同比增长 87.45%；微波炉产品实现营业收入 116.23 亿元，同比增长 1.16 亿元，同比增长 66.76%；2009 年公司洗衣机和微波炉产品营收均实现了历史最快增长速度。

图 3：公司主营产品营收增长情况

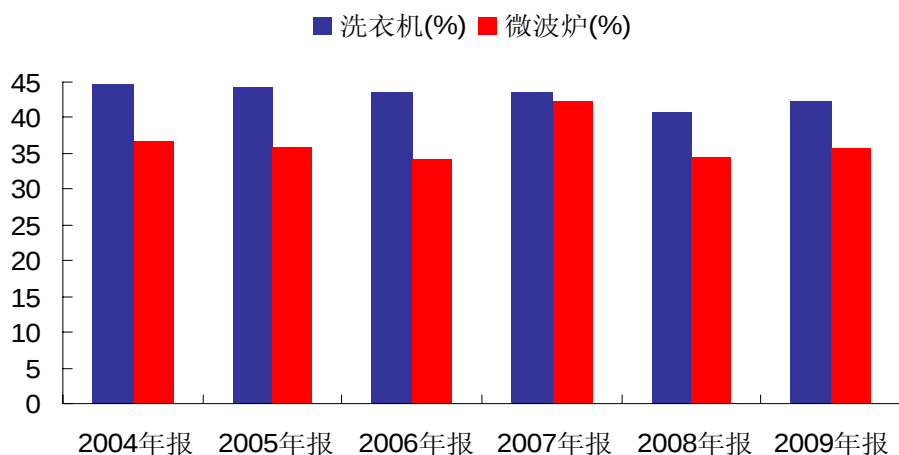


数据来源：公司公开资料，东北证券金融与产业研究所。

各主营产品毛利率均保持高位平稳运行

2009 年公司洗衣机产品毛利率为 42.43%，比 2008 年提升 1.65 个百分点；微波炉产品毛利率 35.8%，比 2008 年提升 1.2 个百分点；总体上来看，公司洗衣机和微波炉产品毛利率依然稳定在较高的水平之上。

图 4：公司主营产品毛利率

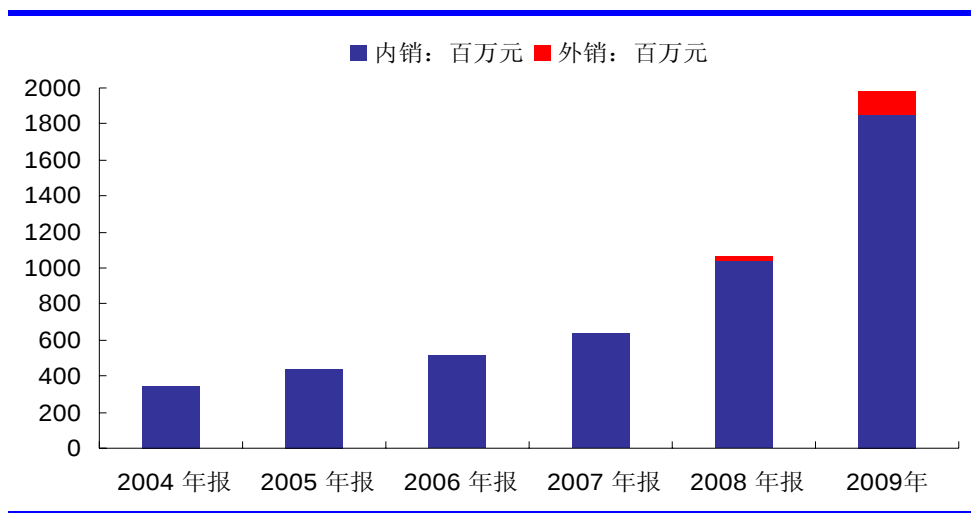


数据来源：公司公开资料，东北证券金融与产业研究所。

3. 海外市场拓展加速，出口逆势大幅增长

2009 年 5 月份，公司与日本三洋合作，共同启动了 OUT-IN 项目，2009 年 11 月份产品开始返销日本。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。年报数据显示，2009 年公司主营业务出口实现收入 134.9 百万元，比 2008 年同比增长 430.27%，在公司主营业务收入中所占比例由 2008 年的 2.45% 提升至 7.3%。

图 5：公司主营业务内外销情况



数据来源：公司公开资料，东北证券金融与产业研究所。

4. 新年新目标，再上新台阶

2010 年，公司制定了“变革创新，管理升级；凝心聚力，多元发展”的战略思路，董事会给经营层提出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。在具体实现措施上，我们认为值得注意的方面有：（1）公司把发展新项目作为 2010 年业绩增长的主攻点，与日本三洋电机及三洋电机国际贸易公司一道开展新事业和渠道资源整合，力争取得新的业绩增长点；（2）公司将利用资本市场，借助融资平台，推进南岗工业园的建设。

附表：利润表预测（百万元）

	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	1082.73	2021.73	2959.74	4099.53
减：营业成本	648.49	1182.75	1775.25	2463.00
营业税金及附加	0.00	0.00	0.00	0.00
营业费用	259.24	508.31	716.26	987.99
管理费用	44.10	95.03	133.19	176.28
财务费用	-7.96	-2.51	-3.61	2.13
资产减值损失	7.66	14.34	0.00	0.00
加：投资收益	0.01	0.02	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	131.20	223.83	338.65	470.14
加：其他非经营损益	3.29	0.00	0.00	0.00
利润总额	134.49	237.05	338.65	470.14
减：所得税	19.57	30.42	50.80	117.53
净利润	114.93	206.63	287.85	352.60
减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	114.93	206.63	287.85	352.60

数据来源：公司财报，东北证券金融与产业研究所。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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征价。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。本报告版权归我公司所有。