

家用电器上游

署名人: 袁浩然 CPA

S0960210010337

0755-82026810

yuanhaoran@cjis.cn

参与人: 郝雪梅

S0960110060036

0755-82026810

haoxuemei@cjis.cn

6-12 个月目标价: 25.50 元

当前股价: 20.79 元

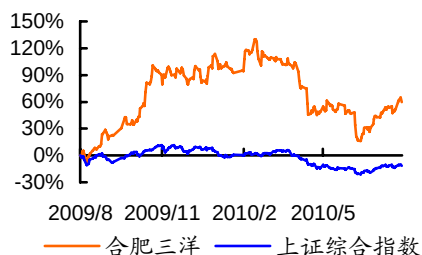
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2639.37
总股本(百万)	333
流通股本(百万)	123
流通市值(亿)	26
EPS (TTM)	0.70
每股净资产 (元)	2.39
资产负债率	59.8%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
合肥三洋	15.56	11.18	-14.65
上证综合指数	2.62	2.16	-11.51



相关报告

《合肥三洋-增长势头好 投资亮点多》

2010-3-16

《合肥三洋-高增长在持续》2009-7-31

《合肥三洋-年报点评: 寒冬腊梅》

2009-2-27

合肥三洋

600983

推荐

继续高增长 中期高送转

投资要点:

- 公司上半年继续保持高增长态势, 实现营业收入 14.1 亿元, 同比增长 82.7%, 其中洗衣机销售 13 亿元, 占销售的绝对主体。上半年实现净利润 1.59 亿元, 同比增长 45.9%, 每股收益 0.48 元, 扣除经常性损益后每股收益 0.44 元, 良好的业绩略超市场预期。
- 公司保持高增长的动力来自于以下几个方面: 1) 适应市场及时调整产品结构, 强化产品优势, 丰富产品线, 提高针对性。2010 年上半年, 公司结合内外销市场需求开发和投放新产品 60 多款, 完成各种专利项目 25 个, 新品销售比例达到 60% 份额。2) 完善渠道管理, 在城市加强同大连锁的合作, 进店率继续增长; 在农村扩充乡村营销网点, 从此前的 1 万个不到扩充到 1 万 5 千个左右。3) 以三洋订单为契机, 逐步发展外销, 在低基数下, 上半年公司出口增长 10 倍至 1.6 亿, 已经成为销售增长的重要组成部分。
- 上半年综合毛利率 34.3%, 同比下滑 7.9 个百分点。毛利率下滑主要由于 1) 原材料价格上涨。2) 公司产品结构变化, 三四级市场销售占比提升, 低毛利产品销售比重提升, 另外, 外销大幅增长, 占比提高也拉低了当期毛利率。3) 行业竞争加剧, 特别是美的系洗衣机促销力度大对行业毛利率形成压力。
- 报告期内, 公司推进精细化管理, 通过组织变革构建扁平化组织结构, 公司内部协同效应大幅提高, 期间费用得到有效控制。上半年销售费用 2.5 亿元, 销售费用率降低 4.4 个百分点, 达 17.7%。管理费用 0.6 亿元, 管理费用率下降 0.7 个百分点达 4%。其中, 上半年外销大幅增长, 占比提升, 也是整体费用率下降的重要原因。
- 2010 年上半年公司机电产业园区建设取得重大进展, 一期工程已竣工。目前已形成 3 条洗衣机生产线和 5 条电机生产线, 投产后洗衣机产能将达 500 万台, 新增电机产能 500 万台, 其中变频电机产能 200 万台, 以后首先用于自配, 这将极大地提高三洋洗衣机的竞争力和盈利能力, 预计公司 2011 年可以满产, 除自配之外也可能对外销售。
- 半年度利润分配预案: 以 2010 年 6 月 30 日的总股本为基数, 每 10 股转 3 股送 3 股并派发现金 0.5 元 (税前)。该议案尚需本公司股东大会审议通过。
- 盈利预测与公司估值: 综合考虑, 我们预计公司 10 年, 11 年 EPS 分别为 1.02 元, 1.30 元。考虑到公司的成长性, 按照 25 倍 PE 估值, 公司 6-12 月目标价为 25.50 元左右, 给予“推荐”评级。
- 风险提示: 行业竞争加剧; 原材料价格波动。

主要财务指标

单位: 百万元	2008 A	2009A	2010E	2011E
营业收入(百万元)	1,083	2,022	3,413	4,471
同比(%)	71%	87%	69%	31%
归属母公司净利润(百万元)	115	207	341	431
同比(%)	71%	80%	65%	27%
毛利率(%)	40.1%	41.5%	34.8%	33.8%
ROE(%)	17.7%	28.3%	33.6%	30.5%
每股收益(元)	0.35	0.62	1.02	1.30
P/E	60	34	20	16
P/B	11	9	7	5

资料来源: 中投证券研究所

一、半年度利润表对比

表 1: 半年度利润表对比 (单位: 百万, %)

科目(单位: 百万)	2010H1	2009H1	同比
一、营业总收入	1,411	772	82.7%
二、营业总成本	1,239	656	88.8%
其中: 营业成本	927	446	107.7%
毛利率(简单测算)	34.3%	42.2%	-7.89%
营业税金及附加	0	0	
销售费用	250	171	46.6%
销售费用率	17.7%	22.1%	-4.4%
管理费用	56	36	56.1%
管理费用率	4.0%	4.7%	-0.7%
财务费用	0	0	
资产减值损失	6	3	
加: 公允价值变动收益	0	0	
投资收益及其它	-0	0	
三、营业利润	171	116	48.1%
加: 营业外收入	13	10	
减: 营业外支出	0	0	
四、利润总额	185	125	47.3%
减: 所得税费用	26	18	
综合所得税率	13.9%	14.7%	-0.8%
五、净利润	159	107	48.6%
净利润率	11.3%	13.9%	-2.6%
归属于母公司净利润	159	107	48.6%
少数股东损益	0	0	
少数股东损益占比	0.0%	0.0%	
六、总股本	333	333	
七、按期末股数简单每股收益:	0.48	0.32	
毛利率减销售费用率	16.6%	20.1%	-3.5%

资料来源: 公司半年报

二、销售收入分季度

表 2: 销售收入分季度 (单位: 百万, %)

	百万元	Q1	Q2	Q3	Q4	TOTAL
2010 年	营业收入	765	646			
	同比增长率	90.1%	74.7%			
2009 年	营业收入	402	370	530	720	2,022
	占全年比例	19.9%	18.3%	26.2%	35.6%	100.0%
	同比增长率	72%	72%	94%	99%	87%
2008 年	营业收入	234	215	273	361	1,083
	占全年比例	21.6%	19.8%	25.2%	33.3%	100.0%
	同比增长率	35.8%	99.0%	119.5%	56.9%	70.6%
2007 年	营业收入	172	108	124	230	635
	占全年比例	27.1%	17.0%	19.6%	36.3%	100.0%
2006 年	营业收入	140	101	94	175	511
	占全年比例	27.5%	19.8%	18.4%	34.3%	100.0%

资料来源: 公司半年报

三、利率分季度

表 3: 净利润分季度 (单位: 百万元, %)

	百万元	Q1	Q2	Q3	Q4	TOTAL
2010 年	普通股利润	81	78			
	对应 EPS	0.24	0.23			
	同比增长率	52.2%	39.2%			
2009 年	普通股利润	54	56	46	52	207
	占全年比例	25.9%	27.0%	22.1%	25.0%	100.0%
	对应 EPS	0.16	0.17	0.14	0.16	0.62
	同比增长率	53.9%	112.4%	129.5%	52.0%	79.8%
2008 年	普通股利润	35	26	20	34	115
	占全年比例	30.3%	22.8%	17.3%	29.6%	100.0%
	对应 EPS	0.10	0.08	0.06	0.10	0.35
	同比增长率	52.5%	130.0%	123.8%	36.7%	69.1%
2007 年	普通股利润	23	11	9	25	68
	占全年比例	33.6%	16.8%	13.1%	36.6%	100.0%
	对应 EPS	0.07	0.03	0.03	0.07	0.20
2006 年	普通股利润	20	10	7	14	52
	占全年比例	39.4%	19.6%	13.5%	27.4%	100.0%
	对应 EPS	0.06	0.03	0.02	0.04	0.15

资料来源: 公司半年报

四、盈利预测与估值

表 4: 盈利预测 (单位: 百万, %)

科目(单位: 万)	2008 年 A	2009 年 A	2010 年 E	2011 年 E
一、营业总收入	1,083	2,022	3,413	4,471
营业收入增长率	71%	87%	69%	31%
二、营业总成本	952	1,798	3,038	3,992
其中: 营业成本	648	1,183	2,225	2,961
毛利率(简单测算)	40.1%	41.5%	34.8%	33.8%
营业税金及附加				
销售费用	259	508	659	836
销售费用率	23.9%	25.1%	19.3%	18.7%
管理费用	44	95	131	167
管理费用率	4.1%	4.7%	3.8%	3.7%
财务费用	-8	-3	0	1
资产减值损失	8	14	21	27
加: 公允价值变动收益				
投资收益及其它	0	0	0	0
三、营业利润	131	224	375	479
加: 营业外收入	4.6	14.0	22	25
减: 营业外支出	1.3	0.8	2	2
四、利润总额	134	237	395	502
减: 所得税费用	19.6	30.4	54.6	71.0
综合所得税率	14.5%	12.8%	13.8%	14.1%
五、净利润	115	207	341	431
六、总股本	333	333	333	333
七、每股收益:	0.35	0.62	1.02	1.30
净利润增长率	70.6%	79.8%	65.0%	26.5%

资料来源: 公司半年报

综合考虑, 我们预计公司 10 年, 11 年 EPS 分别为 1.02 元, 1.30 元。考虑到公司的成长性, 按照 25 倍 PE 估值, 公司 6-12 月目标价为 25.5 元左右, 给予“推荐”评级。

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

袁浩然, 中投证券研究所家电行业研究员, 工学学士, 金融学硕士, CPA, 4 年会计师事务所审计工作经验, 3 年家电行业工作经验。

主要研究覆盖公司: 美的电器、格力电器、青岛海尔、小天鹅 A、苏泊尔、美菱电器、海信电器、三花股份、浙江阳光、佛山照明、德豪润达。

郝雪梅, 中投证券研究所家电行业研究员, 南京大学管理学学士、硕士。多年咨询工作经验, 曾在国际知名金融咨询机构工作。

免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518048 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434