

动态报告/公司快评

家用电器

洗衣机等

合肥三洋（600983）

2010 年下半年事业计划议案点评

推荐

（维持评级）

2010 年 9 月 29 日

下半年继续业绩超预期、产品将进入多元化经营方向

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

SAC 执业证书证号：S0980205100168

事项：

公司公告2010年下半年经营事业计划议案。

评论：

■ 预计下半年将继续业绩超预期

农村市场消费结构升级趋势明显：从公司上半年个产品的销量表现来看，我们看到全自动和滚筒洗衣机销售基本符合预期，但双桶产品销售却低于预期，这实际上反映了即便是农村市场对双桶产品的需求也在下降，国内消费结构升级的趋势不仅表现在一、二线城市，在农村市场也同样明显。

经营计划推进顺利、显示公司对经营的掌控能力很好：在年初阶段，我们曾预期公司各类产品的销售量，如下表2。从本次公司公布的下半年经营计划来看，计划相对比较保守，从近期与公司的沟通以及各方跟踪数据来看，我们预期下半年公司将继续业绩超预期表现。

表 1：公司 2010 年上半年各类产品销量（单位 万台）

	上半年计划	实际销售量	增加比率
全自动洗衣机	77	84	10.05%
滚筒洗衣机	14	12	-12.87%
双桶洗衣机	20	12	-40.68%
出口	12	15	22.66%
微波炉	18	16	-6.62%
库存数量（台）	45	46	0.11%

资料来源：公司 2010 年股东大会会议资料、国信证券经济研究所

表 2：公司 2010 年下半年经营销售量计划（万台、%）

	公司全年计划目标	上半年销售实绩+下半年计划	下半年计划	与年初计划比较的增长率
全自动洗衣机	170	178	94	4.71%
滚筒洗衣机	30	28	16	-6.67%
双桶洗衣机	40	32	20	-20.00%
出口	30	33	18	10.00%
微波炉	35	34	18	-2.86%
库存数量	45	46	46	2.22%

资料来源：公司 2010 年股东大会会议资料、国信证券经济研究所

■ 产品结构优化调整仍将是公司成长的主要推动力

公司原有的洗衣机业务当中，滚筒洗衣机的销售数量结构比和销售金额结构比分别超过了23%和40%，随着南岗工业园的投产，公司将增加洗衣机用变频电机的批量生产，可以为公司提升产品附加值的同时，增加生产变频洗衣机自身配套所获得的成本优势。产品结构优化调整将是公司成长的主要推动力，包括向上游变频电机的延伸以及洗衣机产品的变频化、滚筒化趋向发展。

■ 新项目规划显示产品进入多元化经营方向、融资可能性上升

同时本次公司的下半年经营计划中提到，公司将开发电子座便器和空气净化器两种新产品，计划在2011年实现销售。其次公司也有意引入冰箱项目，计划投资2.8 亿元，实现年产100 万台的规模。从公司的这些计划中体现了对未来进入多元化经营的思路，公司对这些产品早有规划，且经营一向较为稳健，因此不会非理性推进而产生对公司经营业绩的短期负面影响，我们也会对公司各项新业务紧密跟踪。从公司目前的经营方向而言，我们认为公司再融资可能性上升。

■ 维持对公司“推荐”评级

公司具备很好的产品竞争力，销售渠道扩展以提升市场份额有明显成效，为达成制定的3351发展目标，我们认为公司扩张之下的融资需求显现。预期2010、2011、2012年每股收益0.95元、1.30元、1.62元。维持“推荐”评级。

表 3: 公司 2010 年下半年销售收入计划（百万元、%）

	年度计划	上半年实绩 + 下半年计划
销售收入	3,042	3,060
营业利润	309	327
营业利润率	10.20%	10.70%
税前利润	309	340
税后利润	263	291
税前利润率	10.20%	11.10%

资料来源：公司 2010 年股东大会会议资料、国信证券经济研究所

附表 1：财务预测与估值

资产负债表（百万元）					利润表（百万元）				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	210	200	200	200	营业收入	2022	3336	4503	5854
应收款项	832	1280	1727	2246	营业成本	1183	2135	2882	3776
存货净额	447	865	1322	1732	营业税金及附加	0	0	0	0
其他流动资产	47	13	18	23	销售费用	508	667	901	1171
流动资产合计	1536	2357	3267	4201	管理费用	95	156	186	240
固定资产	285	432	571	697	财务费用	(3)	9	24	32
无形资产及其他	138	133	129	124	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	18	18	18	18	资产减值及公允价值变动	(14)	(10)	(10)	(10)
长期股权投资	2	2	2	2	其他收入	0	0	0	0
资产总计	1979	2943	3987	5042	营业利润	224	360	501	626
短期借款及交易性金融负债	90	518	776	874	营业外净收支	13	10	10	10
应付款项	759	865	1166	1529	利润总额	237	370	511	636
其他流动负债	317	526	705	922	所得税费用	30	52	77	95
流动负债合计	1166	1908	2648	3325	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	207	318	434	540
其他长期负债	17	17	17	17					
长期负债合计	17	17	17	17	现金流量表（百万元）				
负债合计	1183	1925	2665	3342		2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	0	0	0	0	净利润	207	318	434	540
股东权益	796	1018	1322	1700	资产减值准备	14	11	7	8
负债和股东权益总计	1979	2943	3987	5042	折旧摊销	23	37	50	62
					公允价值变动损失	14	10	10	10
					财务费用	(3)	9	24	32
					营运资本变动	(41)	(505)	(421)	(347)
					其它	(14)	(11)	(7)	(8)
					经营活动现金流	203	(141)	73	265
					资本开支	(74)	(201)	(201)	(201)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					投资活动现金流	(74)	(201)	(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	(61)	(95)	(130)	(162)
					其它融资现金流	10	428	258	98
					融资活动现金流	(113)	332	128	(64)
					现金净变动	17	(10)	0	0
					货币资金的期初余额	193	210	200	200
					货币资金的期末余额	210	200	200	200
					企业自由现金流	114	(345)	(118)	82
					权益自由现金流	123	75	120	152

资料来源：国信证券经济研究所预测

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。