

合肥三洋 (600983.SH)

白色家电行业

评级: 买入 维持评级

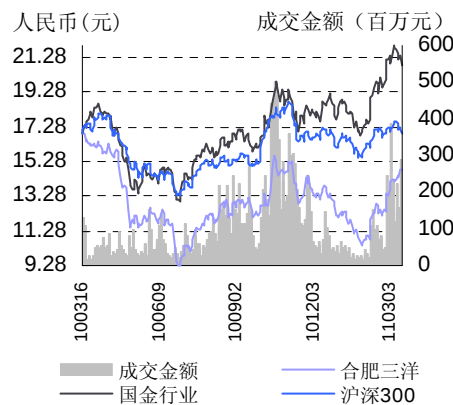
业绩点评

市价(人民币): 14.87元
 目标(人民币): 15.00-18.00元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股) 196.70
 总市值(百万元) 7,922.74
 年内股价最高最低(元) 16.85/9.28
 沪深300指数 3203.96
 上证指数 2896.26



相关报告

1. 《3Q 淡季增速下滑,4Q 旺季有望环比上升》, 2010.10.25
2. 《经营策略调整到位,今年业绩仍将快速增长》, 2010.8.24

王晓莹 分析师 SAC 执业编号: S1130210040006
 (8621)61038318
 wangxiaoying@gjzq.com.cn

高盈利能力得以维持, 定增走差异化竞争之路

公司基本情况(人民币)

项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.621	0.567	0.716	0.963	1.240
每股净资产(元)	2.39	1.97	2.352	3.026	3.770
每股经营性现金流(元)	0.50	0.92	0.782	1.074	1.129
市盈率(倍)	40.63	21.75	20.78	15.44	11.99
行业优化市盈率(倍)	45.80	45.80	45.80	45.80	45.80
净利润增长率(%)	79.79%	46.18%	26.24%	34.55%	28.82%
净资产收益率(%)	25.97%	28.83%	30.42%	31.82%	32.90%
总股本(百万股)	333.00	532.80	532.80	532.80	532.80

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 合肥三洋 2010 年收入 30.5 亿、增长 50.9%; 净利润 3.02 亿、增长 46.2%; EPS0.567 元, 基本符合我们月报中 0.542 元的预期。
- 公司同时披露了融资不超过 11 亿元、发行底价 12.28 元的定向增发预案。

经营分析

- 年报看点是在竞争加剧中, 公司的高盈利能力维持得比我们预期的要好: 4Q 公司净利润率 9.4% 无论环比还是同比都有上升, 而且是在成本要素持续上涨的背景下, 说明公司通过变频洗衣机占比的提高、以及变频电机下半年后开始有自制能力两方面, 维持住了一直以来的高盈利能力。
- 依然追求规模快速扩张, 因此选择差异化发展道路, 定增主打变频牌: 尽管 2010 年公司增速明显优于行业水平(图表 2), 但单季度收入同比增速逐季下降(图表 3), 说明仅靠单一洗衣机业务无法再支持公司追求的规模快速扩张, 这也是我们理解本次公司提出定向增发预案(图表 6)的原因。定增项目的实施将带来两大增长点, 一是变频洗衣机结构占比将能提高到 80% 带来高盈利能力可能持续, 二是变频电机将有 600 万的对外销售量, 该产品净利率是整机的两倍之多, 因此在新增业务收入的同时盈利能力还能提升。而且这样的发展路径增加了与海尔、小天鹅等同行的差异化点, 能够引导行业产品结构升级, 对于产业升级与和谐发展也有好处。
- 2011 年费用投入可能加大: 2011 年公司在收入规模上继续规划 30% 以上的增长(30 亿增长到 40 亿), 但由于还将推广高端副品牌“帝度(Diqua)”, 以及自有资金先行投入定增项目, 预计费用投入可能加大, 利润增速将继续低于收入增速。

盈利调整及投资建议

- 考虑 11 年费用投入可能增大, 我们调整 2011-2013 年预测: 收入 40.7、55.5、68.6 亿元, 增速 33.6%、36.2%、23.6%。EPS0.72、0.96、1.24 元, 净利润增速 26%、35%、29%。
- 目前股价对应 20x11PE, 我们认为从上半年来看估值已经合理; 后续还可期待外延式扩张带来的业绩超预期, 即去年 9 月临时股东大会通过的延伸至冰箱、洁身器、净水器等大小家电的进度(需要获得松下品牌授权)。定增如按现价将稀释 EPS15% 以上, 如果审批顺利, 4Q 有望实施。维持买入建议。

图1：收入结构及毛利率变化情况，2010 年电机业务从无到有

		收入（亿元）			毛利率		
		2008	2009	2010	2008	2009	2010
分产品	洗衣机	9.95	18.66	27.61	41%	42%	34%
	YOY		87%	48%			
	微波炉	0.70	1.16	1.43	35%	36%	26%
	YOY		67%	23%			
	电机			0.82			29%
	YOY			—			
分地区	内销	10.40	18.47	26.89	41%	43%	36%
	YOY		78%	46			
	出口	0.25	1.35	2.96	11%	24%	14%
	YOY		430%	120%			

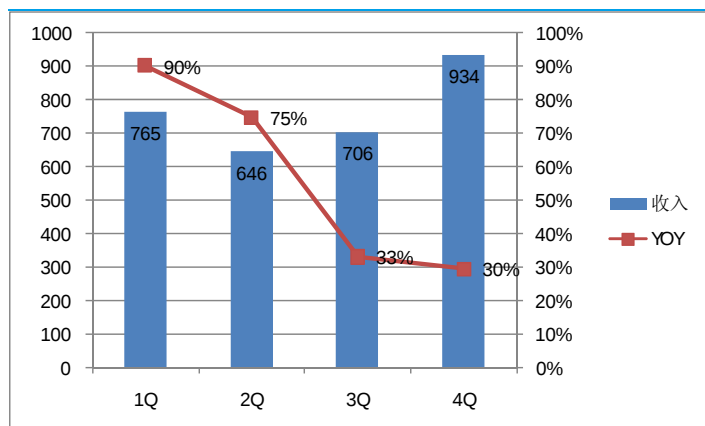
来源：公司财报，国金证券研究所

图2：销量增速估计在 50% 以上，明显超过行业增速

统计口径		万台	2009	2010	YOY	国金点评
行业	统计局	产量	4936	6208	26%	
	产业在线（企业发货）	总销量	3974	5058	27%	
		内销	2677	3360	26%	
		外销量	1297	1 92	30%	
	中怡康（城市零售）	销量	951	1110	17%	
三洋	产业在线（企业发货）	总销量	175	234	33%	- 产业在线对于公司 2009 年销量的统计偏大（实际为总销量 163.9 万台），对 2010 年销量的统计偏小，实际销量应该接近 300 万台；因此增速应该明显超过行业增速，估计在 50%以上。 - 不过没有完成销量的计划目标（保底 300 万台，冲刺 330 万台）。
		内销	164	202	23%	
		外销量	11	31	186%	
	中怡康（城市零售）	监测口径零售量	2	92	27%	

来源：国金证券研究所

图3：2010 年收入增速呈逐季下降趋势



来源：国金证券研究所

图4：盈利能力 4Q10 同比环比均上升

		1Q	2Q	3Q	4Q
毛利率	2010	33.4%	35.4%	31.2%	32.8%
	2009	40.3%	44.3%	39.7%	42.1%
毛利率-销售费用率	2010	15.7%	17.6%	14.4%	15.9%
	2009	20.7%	19 4%	14.0%	14.1%
净利率	2010	10.7%	12.1%	7.8%	9.4%
	2009	13.3%	15.1%	8.6%	7.2%

图表5：在竞争加剧中，公司的高盈利能力维持得比我们预期的要好

利润表项目	2008 年	2009 年	2010 年	2010 年同比 09 年变化 (百分点)	2010 变化点评
销售收入（百万元）	1083	2022	3051	50.9%	行业增速 27%+渠道深耕扩大份额+下半年电机对外销售开始贡献收入
毛利率	40.1%	41.5%	33.1%	-8.4	成本上涨+开拓经销商渠道（反映在销售费用率同步下降）
销售费用率	23.9%	25.1%	17.3%	-7.9	
管理费用率	4.1%	4.7%	4.8%	+0.1	
财务费用率	-0.7%	-0.1%	0.0%	+0.1	
资产减值损失/销售收入	0.7%	0.7%	0.4%	-0.3	
营业利润率	12.1%	11.1%	10.6%	-0.4	
营业外收支/销售收入	0.6%	0.3%	0.7%	+0.4	政府补贴增加，反映合肥市对于公司发展的支持
税前利润率	12.3%	12.4%	11.7%	-0.7	
所得税费用/销售收入	1.6%	1.8%	1.5%	-0.3	
合并报表净利润率	10.7%	10.6%	10.2%	-0.4	
归属于母公司的净利润率	10.7%	10.6%	10.2%	-0.4	在竞争加剧中，公司的高盈利能力已经维持得比我们预期的要好，略有下降主要还是成本上涨的影响

来源：公司财报，国金证券研究所

图表6：公司本次定增预案募投项目

序号	项目名称	项目投资总额，即 募集资金投入金额 (万元)	说明	点评
1	年产500万台洗衣机技改项目	27,294.80	对现有的 500 万台/年洗衣机生产线进行技术改造和升级，以实现公司产品的战略性结构调整，将普通洗衣机 400 万台/年降至 100 万台/年，而将变频洗衣机 100 万台/年提升至 400 万台/年，打造完善的变频系列，涵盖大部分产品，使变频应用广泛化，从高端走向中端。	战略性主打变频牌
2	年产1,000万台变频电机及控制系统技改扩建项目	62,318.80	对现有电机及控制器生产线进行技术改造和升级，形成年产 1,000 万台变频控制系统规模。一方面，在满足合肥三洋洗衣机变频电机自配需求的同时，利用产能的扩大进一步降低变频洗衣机的生产成本；另一方面，通过为国内部分洗衣机同行提供变频电机或成套解决方案，增强同行的产品竞争力，加速产业变频化进程，带动产业的升级。	400 万台自给自足，600 万台对外销售，了解未来变频电机的对外供应领域将扩大到小家电、冰箱、空调等。
3	市场营销体系建设项目	20,932.80		
合 计		110,546.40		从中能看出公司的差异化竞争战略，高端产品+核心零部件供应商，类似于美的和美的的搭档。

来源：公司公告，国金证券研究所

图表7：公司三张报表与预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E
主营业务收入	1,083	2,022	3,051	4,074	5,547	6,859
增长率		86.7%	50.9%	33.6%	36.2%	23.6%
主营业务成本	-648	-1,183	-2,040	-2,749	-3,774	-4,732
%销售收入	59.9%	58.5%	66.9%	67.5%	68.0%	69.0%
毛利	434	839	1,010	1,325	1,773	2,127
%销售收入	40.1%	41.5%	33.1%	32.5%	32.0%	31.0%
营业税金及附加	0	0	-3	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
营业费用	-259	-508	-527	-721	-954	-1,097
%销售收入	23.9%	25.1%	17.3%	17.7%	17.2%	16.0%
管理费用	-44	-95	-146	-183	-239	-281
%销售收入	4.1%	4.7%	4.8%	4.5%	4.3%	4.1%
息税前利润 (EBIT)	131	236	335	421	580	748
%销售收入	12.1%	11.7%	11.0%	10.3%	10.5%	10.9%
财务费用	8	3	1	4	10	17
%销售收入	-0.7%	-0.1%	0.0%	-0.1%	-0.2%	-0.3%
资产减值损失	-8	-14	-11	-4	-9	-7
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	131	224	325	421	581	758
营业利润率	12.1%	11.1%	10.6%	10.3%	10.5%	11.1%
营业外收支	3	13	24	20	15	10
税前利润	134	237	349	441	596	768
利润率	12.4%	11.7%	11.4%	10.8%	10.8%	11.2%
所得税	-20	-30	-47	-60	-84	-108
所得税率	14.5%	12.8%	13.5%	13.5%	14.0%	14.0%
净利润	115	207	302	381	513	661
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	115	207	302	381	513	661
净利率	10.6%	10.2%	9.9%	9.4%	9.2%	9.6%

现金流量表（人民币百万元）

	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E
净利润	115	207	302	381	513	661
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	24	38	43	50	62	66
非经营收益	-10	-14	-25	-20	-15	-10
营运资金变动	-48	-64	171	6	13	-116
经营活动现金净流	81	166	491	417	572	602
资本开支	-101	-183	-128	-130	-70	-75
投资	0	0	0	0	0	0
其他	8	4	4	0	0	0
投资活动现金净流	-93	-178	-124	-130	-70	-75
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	0	90	-90	-102	1	2
其他	-43	-61	-45	-91	-114	-154
筹资活动现金净流	-43	29	-135	-193	-113	-152
现金净流量	-55	17	232	94	389	375

来源：国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	193	210	442	492	881	1,256
应收款项	341	832	1,428	1,293	1,648	2,127
存货	318	447	583	707	917	1,089
其他流动资产	8	47	108	139	191	26
流动资产	860	1,536	2,562	2,632	3,637	4,497
%总资产	76.4%	77.6%	80.9%	79.3%	83.5%	85.8%
长期投资	2	2	2	2	2	2
固定资产	230	285	429	536	567	593
%总资产	20.4%	14.4%	13.6%	16.1%	13.0%	11.3%
无形资产	27	138	135	149	149	150
非流动资产	266	443	606	688	720	746
%总资产	23.6%	22.4%	19.1%	20.7%	16.5%	14.2%
资产总计	1,127	1,979	3,168	3,320	4,357	5,243
短期借款	0	90	0	0	0	0
应付款项	423	1,000	1,896	1,793	2,381	2,712
其他流动负债	46	76	122	251	340	496
流动负债	469	1,166	2,018	2,044	2,721	3,209
长期贷款	0	0	0	0	1	3
其他长期负债	8	17	102	0	0	0
负债	478	1,183	2,120	2,044	2,722	3,212
普通股股东权益	649	796	1,048	1,253	1,612	2,009
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	1,127	1,979	3,168	3,320	4,357	5,243

比率分析

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益	0.345	0.621	0.567	0.716	0.963	1.240
每股净资产	1.949	2.389	1.966	2.352	3.026	3.770
每股经营现金净流	0.244	0.499	0.922	0.782	1.074	1.129
每股股利	0.090	0.100	0.130	0.215	0.289	0.496
回报率						
净资产收益率	17.71%	25.97%	28.83%	30.42%	31.82%	32.90%
总资产收益率	10.20%	10.44%	9.54%	11.56%	11.84%	12.66%
投入资本收益率	17.24%	23.20%	27.67%	29.05%	30.94%	31.99%
增长率						
主营业务收入增长率	70.60%	86.73%	50.89%	33.55%	36.15%	23.64%
EBIT增长率	41.22%	80.01%	42.24%	24.52%	37.90%	28.93%
净利润增长率	69.06%	79.79%	46.18%	26.24%	34.55%	28.82%
总资产增长率	46.00%	75.63%	60.09%	23.53%	31.23%	20.34%
资产管理能力						
应收账款周转天数	19.3	23.0	19.4	15.0	15.0	20.0
存货周转天数	128.2	118.1	92.2	95.0	90.0	85.0
应付账款周转天数	79.8	96.4	99.0	100.0	100.0	80.0
固定资产周转天数	53.6	39.7	45.3	42.1	34.3	30.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-29.81%	-15.07%	-42.21%	-39.29%	-54.61%	-62.38%
EBIT利息保障倍数	-16.5	-93.8	-283.0	-102.0	-59.7	-43.2
资产负债率	42.41%	59.80%	66.93%	61.99%	62.80%	61.52%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二个月内	三月内	六月内
强买	0	0	0	0	7
买入	0	0	0	0	7
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	1	1	1	1
评分	0	5.00	5.00	5.00	2.28

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2010-04-26	买入	15.18	28.00 ~ 34.00
2	2010-08-24	买入	12.66	25.00 ~ 27.50
3	2010-10-25	买入	15.26	16.80 ~ 18.40

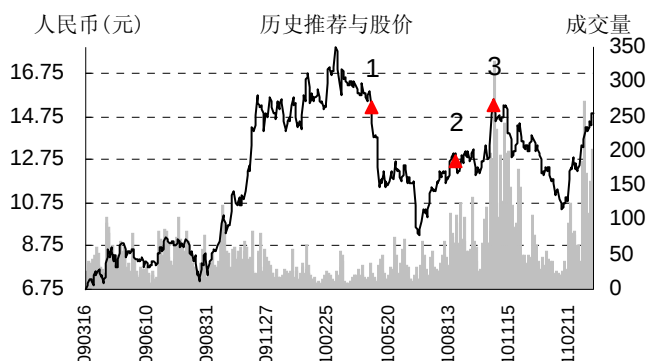
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券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，国金证券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多种金融服务。国金证券及其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、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8792

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-33089915

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 921 室