

延续高增长

合肥三洋 (600983.SH)

推荐 维持评级

分析师: 朱力军 电话: (8610) 6656 8273 邮箱: zhulijun@chinastock.com.cn 执业证书编号: S0130208021569

1. 事件

2011 年 3 月 16 日合肥三洋 (600983.SH) 公布了 2010 年报, 公司 2010 年营业收入达到 30.50 亿元, 同比大幅增长 50.89%; 利润总额为 3.49 亿元, 同比增长 47.34%, 归属上市公司股东净利润为 3.02 亿元, 同比大幅增长 46.18%。稀释每股收益为 0.57 元。公司分红方案为每 10 股派发现金 1 元 (含税)。

2. 我们的分析与判断

合肥三洋 (600983.SH) 是公司经营策略转变带动企业腾飞的典型, 也是我们近几年一直向投资者推荐的品种, 公司积极的销售策略促进了公司连续三年的高增长, 目前经营基本符合我们的预期。

在 2008-2010 年期间, 公司的销售收入实现了 10 亿、20 亿和 30 亿的三级跳, 2010 年营业收入同比增长 50.89%, 其中, 中国地区增长 45.56%, 出口增长 119.68%。一方面, 受益于政策刺激, 洗衣机行业形势较好, 2010 年洗衣机内销增长 27.98%, 公司加大了与渠道的战略合作, 逐步提升市场份额; 其次, 行业出口也保持了 30.48% 的高增长势头, 公司出口快速复苏, 全年返销日本 10 万台。目前, 公司南岗机电产业园共建有 18 条生产线, 洗衣机产能达到 500 万台, 电机产能 500 万台, 随着产能的逐步释放, 公司增长依然有空间。

从产品结构上看, 洗衣机和微波炉都实现了同步增长, 增速分别为 47.94% 和 22.68%。但是, 由于原材料价格上升和市场激烈竞争, 公司毛利率出现下滑, 洗衣机和微波炉毛利率分别为 34.12% 和 26.3%, 分别下降 8.31 个百分点和 9.5 个百分点。

2010 年公司大力研发和推出新产品, 努力以技术和新产品为支撑推动公司增长, 公司制定了变频发展战略, 推出变频高端产品, 2010 年公司共推出洗衣机 130 款, 微波炉 30 款, 公司的研发费用从 2770 万上升至 6936 万元, 致使管理费用大幅上升了 53.23%。

另外, 公司在公布年报的同时也公布了非公开发行股票预案, 拟以不低于 12.28 元的价格增发 10000 万股, 用于年产 500 万台洗衣机变频技改、年产 1000 万台变频电机及控制系统改造和市场营销体系建设。此次增发与公司制定的“合肥三洋变频发展战略”相契合, 有利于强化公司在变频技术上的优势地位。

3. 投资建议

依托良好的技术和品牌, 在积极的销售策略指导下, 合肥三洋 (600983.SH) 保持了较高的增长速度, 南岗工业园建成投产将使公司的洗衣机产能达到 500 万台, 电机产能 500 万台, 此次增发将有助于强化公司在变频技术上的优势, 有助于逐步提高公司的市场占有率。

我们预计未来 3 年公司销售复合增长率有望达到 30%, 公司 2011-2013 年的每股收益分别为 0.75 元、0.97 元和 1.2 元, 维持给予公司“推荐”评级。

表 1: 合肥三洋（600983.SH）财务报表预测

资产负债表(百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	利润表(百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	209.9	442.2	1054.7	1608.7	2277.4	营业收入	2021.7	3050.6	4074.4	5376.7	6688.6
应收票据	640.9	1278.8	881.9	1163.7	1447.7	营业成本	1182.7	2040.3	2707.3	3581.2	4453.2
应收账款	183.8	139.9	334.9	441.9	549.7	营业税金及附加	0.0	2.9	3.8	5.0	6.2
预付款项	47.1	108.3	189.5	296.9	430.4	销售费用	508.3	526.8	733.4	967.8	1203.9
其他应收款	7.4	9.3	53.0	69.9	87.0	管理费用	95.0	145.6	194.4	256.5	319.0
存货	447.3	583.5	899.0	1189.2	1478.8	财务费用	-2.5	-1.2	-0.1	-2.3	-4.5
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	资产减值损失	14.3	11.4	0.0	0.0	0.0
长期股权投资	1.7	1.6	1.6	1.6	1.6	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	220.1	378.8	419.2	386.3	346.7	投资收益	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0
在建工程	64.7	50.7	30.3	20.2	15.1	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营业利润	223.8	324.8	435.7	568.5	710.6
无形资产	137.6	134.7	121.2	107.8	94.3	营业外收支净额	13.2	24.5	24.5	24.5	24.5
长期待摊费用	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	税前利润	237.0	349.3	460.1	593.0	735.1
资产总计	1978.8	3167.8	3985.3	5286.1	6728.6	减：所得税	30.4	47.2	58.9	75.9	94.1
短期借款	90.0	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润	206.6	302.1	401.2	517.1	641.0
应付票据	329.7	903.7	976.9	1292.2	1606.8	归属于母公司净利润	206.6	302.1	401.2	517.1	641.0
应付账款	429.6	677.2	886.3	1172.4	1457.9	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
预收款项	197.9	240.4	297.2	372.2	465.4	基本每股收益	0.62	0.57	0.75	0.97	1.20
应付职工薪酬	37.1	38.1	38.1	38.1	38.1	稀释每股收益	0.62	0.57	0.75	0.97	1.20
应交税费	39.0	77.1	77.1	77.1	77.1	财务指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
其他应付款	42.8	74.5	74.5	74.5	74.5	成长性					
其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营收增长率	86.7%	50.9%	33.6%	32.0%	24.4%
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	EBIT 增长率	80.0%	42.2%	29.9%	30.0%	24.7%
预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润增长率	79.8%	46.2%	32.8%	28.9%	24.0%
负债合计	1183.3	2120.2	2536.4	3320.1	4121.6	盈利性					
股东权益合计	795.6	1047.7	1448.9	1966.0	2607.0	销售毛利率	41.5%	33.1%	33.6%	33.4%	33.4%
现金流量表(百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	销售净利率	10.2%	9.9%	9.8%	9.6%	9.6%
净利润	207	302	401	517	641	ROE	26.0%	28.8%	27.7%	26.3%	24.6%
折旧与摊销	23	31	65	67	68	ROIC	23.20%	27.67%	26.21%	25.12%	23.62%
经营活动现金流	166	491	684	562	674	估值倍数					
投资活动现金流	-178	-124	-10	-10	-10	PE	24.0	26.2	19.7	15.3	12.4
融资活动现金流	29	-133	0	2	4	P/S	2.4	2.6	1.9	1.5	1.2
现金净变动	17	234	674	554	669	P/B	6.2	7.6	5.5	4.0	3.0
期初现金余额	193	210	442	1055	1609	股息收益率	-	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
期末现金余额	210	444	1116	1609	2277	EV/EBITDA	18.7	20.4	13.7	10.0	7.3

资料来源：中国银河证券研究部

评级标准

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

朱力军，家电行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

覆盖股票范围：

A 股：美的电器（000527.SZ）、青岛海尔（600690.SH）、格力电器（000651.SZ）、九阳股份（002242.SZ）、苏泊尔（002032.SZ）、合肥三洋（600983.SH）、海信电器（600060.SH）、小天鹅（000418.SZ）、TCL 集团（000100.SZ）、兆驰股份（002429.SZ）

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100033

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908