

积极扩张，收入逆市增长

公司研究简报

◆事件:

公司第三季度收入 9.9 亿，同比增长 40%，归属母公司净利润 8148 万元，同比增长 48%，实现每股收益 0.15 元。该表现略超预期

◆主动扩张，收入逆市增长

在洗衣机行业并不景气度情况下，第三季度公司收入逆市增长 40% 主要得益于网点建设加速以及竞争对手的战略收缩。第三季度公司新建网点在 3000-4000 家，相当于增加 15-20% 的网点。新增网点的铺货对收入高速增长有明显带动作用。此外，主要竞争对手小天鹅战略转型，从注重收入规模转为注重盈利能力，市场有一定的收缩，导致公司竞争环境改善。

◆毛利率回升，大额补贴到账

第三季度公司净利润同比增长 48%，表现略超市场预期，主要原因是公司毛利率回升至 34%，高于去年同期。此外，公司第三季度营业外收入（主要为政府补贴）1400 万元，明显高于去年同期。

但不宜将第三季度的指标看的过于乐观。因为公司“毛利率-销售费用率”这一指标第三季度创下最近三年新低，为 13.8%。表明公司盈利能力指标也出现下降，这同家电行业第三季度的表现是一致的。而政府补贴预期全年金额同比较为平稳，主要是各季度之间存在波动。

◆增长好于行业，维持“增持”评级

预计公司通过网点扩张以及品牌张力，未来业绩增长将长期高于行业。公司当前估值对应 2011 年仅 14 倍 PE，处于历史低位，但考虑到公司估值相比龙头公司贵 50%，比价优势并不存在，因此维持“增持”评级。

增持（维持）

当前价/目标价：9.73/12.24 元

目标期限：6 个月

分析师

何伟 (S0930511100002)

021-22169108

hewei@ebscn.com

市场数据

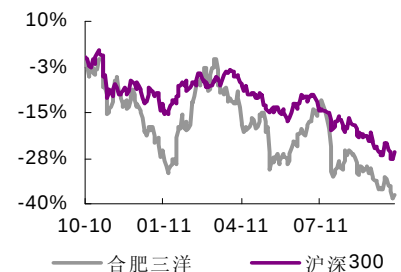
总股本(亿股)：5.33

总市值(亿元)：51.84

一年最低/最高(元)：9.17/15.45

近 3 月换手率：54.37%

股价表现(一年)



收益表现

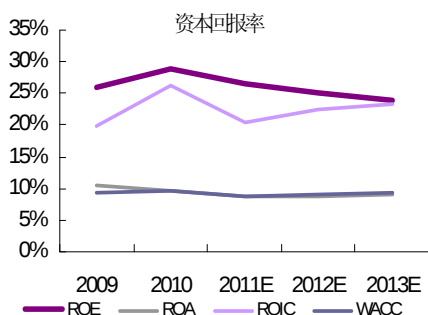
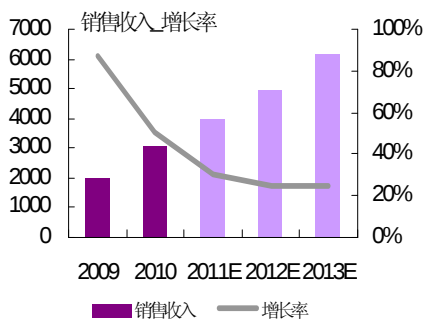
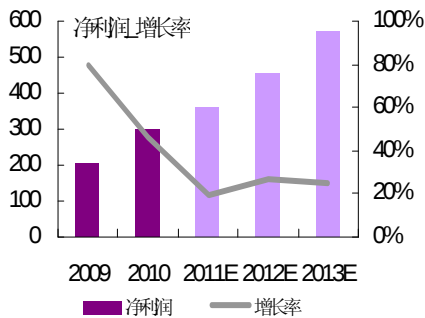
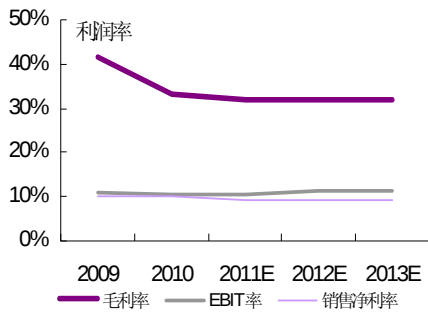
%	一个月	三个月	十二个月
相对	-2.00	-10.14	-14.72
绝对	-3.65	-24.57	-37.01

相关研报

- 2011-01-31 公司迎来变频电机增长时代
- 2011-03-16 一季报未能消除市场担忧
- 2011-04-22 洗衣机业务表现尚可，电机业务低于预期
- 2011-08-22

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	2,022	3,051	3,982	4,957	6,176
营业收入增长率	86.73%	50.89%	30.52%	24.50%	24.59%
净利润(百万元)	207	302	360	455	570
净利润增长率	79.79%	46.18%	19.12%	26.57%	25.16%
EPS(元)	0.39	0.57	0.68	0.85	1.07
ROE(归属母公司) (摊薄)	25.97%	28.83%	26.57%	25.17%	23.95%
P/E	25	17	14	11	9



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	2,022	3,051	3,982	4,957	6,176
营业成本	1,183	2,040	2,712	3,364	4,203
折旧和摊销	23	31	72	90	105
营业税费	0	3	20	10	12
销售费用	508	527	649	813	994
管理费用	95	146	175	213	259
财务费用	-3	-1	8	16	8
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	224	325	411	536	695
利润总额	237	349	421	536	695
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	206.63	302.06	359.81	455.41	570.01

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	1,979	3,168	4,111	5,174	6,300
流动资产	1,536	2,562	3,317	4,170	5,201
货币资金	210	442	597	744	926
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	184	140	257	325	362
应收票据	641	1,279	1,297	1,755	2,262
其他应收款	7	9	21	20	25
存货	447	583	1,050	1,184	1,442
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	2	2	2	2	2
固定资产	220	379	626	852	960
无形资产	138	135	128	122	115
总负债	1,183	2,120	2,756	3,365	3,920
无息负债	1,093	2,120	2,352	3,078	3,840
有息负债	90	0	405	287	81
股东权益	796	1,048	1,354	1,810	2,380
股本	333	533	533	533	533
公积金	200	130	166	212	269
未分配利润	263	385	655	1,065	1,578
少数股东权益	0	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	166	491	112	581	597
净利润	207	302	360	455	570
折旧摊销	23	31	72	90	105
净营运资金增加	194	6	508	127	269
其他	-257	152	-827	-92	-347
投资活动产生现金流	-178	-124	-300	-300	-200
净资本支出	183	128	300	300	200
长期投资变化	2	2	0	0	0
其他资产变化	-363	-254	-600	-600	-400
融资活动现金流	29	-133	343	-134	-214
股本变化	0	200	0	0	0
债务净变化	90	-90	405	-118	-206
无息负债变化	615	1,027	232	726	762
净现金流	17	232	155	146	183

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	86.73%	50.89%	30.52%	24.50%	24.59%
净利润增长率	79.79%	46.18%	19.12%	26.57%	25.16%
EBITDA 增长率	59.52%	44.28%	38.19%	30.86%	25.91%
EBIT 增长率	70.60%	45.18%	29.43%	31.77%	27.39%
估值指标					
PE	25	17	14	11	9
PB	7	5	4	3	2
EV/EBITDA	14	15	11	9	7
EV/EBIT	15	16	13	10	7
EV/NOPLAT	18	19	16	12	9
EV/Sales	2	2	1	1	1
EV/IC	4	5	3	3	2
盈利能力 (%)					
毛利率	41.50%	33.12%	31.89%	32.14%	31.95%
EBITDA 率	12.22%	11.68%	12.33%	12.96%	13.09%
EBIT 率	11.07%	10.65%	10.52%	11.14%	11.39%
税前净利润率	11.73%	11.45%	10.57%	10.81%	11.26%
税后净利润率 (归属母公	10.22%	9.90%	9.04%	9.19%	9.23%
ROA	10.44%	9.54%	8.75%	8.80%	9.05%
ROE (归属母公司) (摊	25.97%	28.83%	26.57%	25.17%	23.95%
经营性 ROIC	19.74%	26.38%	20.39%	22.41%	23.46%
偿债能力					
流动比率	1.32	1.27	1.25	1.28	1.36
速动比率	0.93	0.98	0.85	0.92	0.98
归属母公司权益/有息债务	8.84	-	3.35	6.32	29.56
有形资产/有息债务	20.25	-	9.85	17.64	76.82
每股指标(按最新预测年度股					
EPS	0.39	0.57	0.68	0.85	1.07
每股红利	0.06	0.10	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.31	0.92	0.21	1.09	1.12
每股自由现金流(FCFF)	-0.27	0.35	-0.70	0.26	0.41
每股净资产	1.49	1.97	2.54	3.40	4.47
每股销售收入	3.79	5.73	7.47	9.30	11.59

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

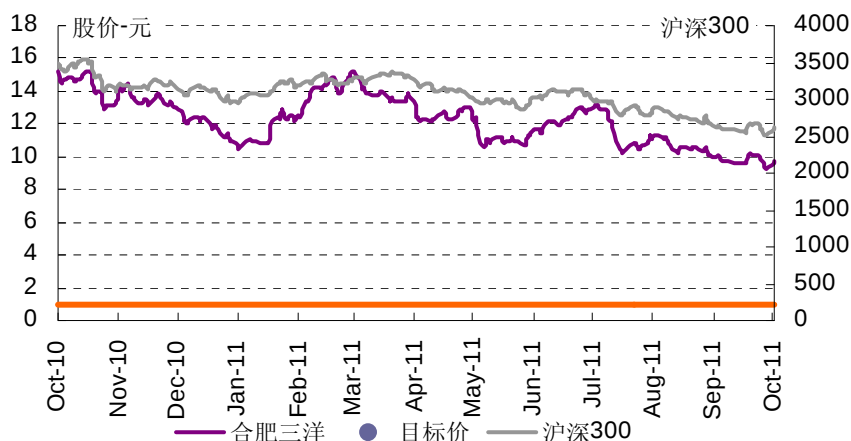
负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

何伟，上海交通大学，管理学硕士，理学学士，中国注册会计师。三年会计师事务所审计经验，2009 年加入光大证券研究所，从事家电行业研究。

投资建议历史表现图

合肥三洋（600983）



日期	股价	目标	评级
2010-03-16	25.30	28.80	中性
2010-08-02	18.81	28.80	买入
2010-08-24	20.13	28.80	买入
2010-10-24	15.59	18.30	增持
2011-01-31	15.59	18.30	买入
2011-03-15	14.87	18.30	买入
2011-04-21	13.35	18.30	增持
2011-08-21	10.73	13.60	增持

资料来源：光大证券研究所

买入 —	增持 —	中性 —
减持 —	卖出 —	

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
企业客户	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebsecn.com
上海	李大志	021-22169128	13810794466	lidz@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebsecn.com
	冯诚	021-22169083	18616830416	fengcheng@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebsecn.com
深圳	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebsecn.com
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
富尊财富中心	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22169152	15821755866	qidw@ebsecn.com
	郑锐	021-22169080	13761361968	zhui@ebsecn.com