

合肥三洋 (600983.sh)

拓展自有品牌, 优化产品结构, 增长有期待

袁浩然 首席分析师
电话: 0755-82784042
eMail: yhr@gf.com.cn
执业编号: S0260511030001

品牌一立足三洋, 拓展自有品牌

公司拟 27 日召开正式品牌发布会, 推出帝都品牌, 适用在洗衣机和冰箱上, 定位中高端。对于市场担心较多的三洋品牌使用问题, 2013 年后续签是大概率事件。国内市场受影响不大。出口东南亚及日本地区受到一定影响, 但该部分销量仅占公司收入 3% 左右。公司还在积极拓展美洲和中东等地区自有品牌销售。

加大渠道下沉, 扁平化渠道模式提升模式

公司目前已建立总经销商 1000-1400 个, 完成全国 2 万个网点建设。明年在冰箱推出后, 考虑自建专卖店。

公司为提升运营效率, 采用扁平化渠道模式。公司只设一级代理, 采用总部+分公司的形势。一二级市场, 公司市占率 10%-11%。三四级市场 7% 左右。目前公司已基本覆盖大概概念的省市地区, 明年继续加大三四级市场渠道下沉, 销量增长带动收入增长 3 亿元左右。

增长稳健一品类扩充, 结构优化, 出口有望超预期

明年推出“帝都”冰箱, 针对一二级市场, 计划销量 50 万台, 带来 7-8 亿新增收入。同时加大变频以及滚筒洗衣机收入占比, 结构优化, 推动一二级市场收入增长, 预计明年新增 3 亿元以上收入。出口上, 一方面, 公司自有品牌小批量出口中东地区; 另一方面, 公司加大欧式滚筒的研发和制造, 向惠而浦、伊莱克斯等合作进入收获期, 未来出口有望超预期。

盈利预测和估值

综合判断, 不考虑增发摊薄, 预计公司 2011、2012、2013 年 EPS 分别为, 0.71、0.92 和 1.18 元。公司增发过会, 增发底价 12.28, 目前估计仍有 18% 的空间, 股价有较好支撑。按照 2011 年 18 倍估值, 目标价 12.78 元。

风险提示: 出口市场低预期。

预测及评估

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	2021.73	3050.65	4087.26	5649.97	7388.46
增长率(%)	86.73%	50.89%	33.98%	38.23%	30.77%
EBITDA(百万元)	258.80	366.58	465.90	592.35	769.70
净利润(百万元)	206.63	302.06	378.99	489.14	630.19
增长率(%)	79.79%	46.18%	25.47%	29.06%	28.84%
每股收益(元)	0.62	0.57	0.71	0.92	1.18
市盈率	40.63	21.75	14.66	11.36	8.82
市净率	10.55	6.27	4.05	3.07	2.33
EV/EBITDA	31.97	16.71	10.61	7.77	5.43

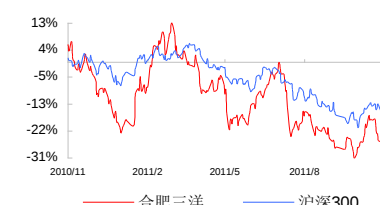
数据来源: 合肥荣事达三洋电器股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	10.43 元
合理价值	12.78 元
前次评级	持有

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	12.39	-7.78	-22.11
沪深 300	3.04	-8.40	-16.84

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)	533/197
主要股东:	
合肥市国有资产控股有限公司	
主要股东持股比例	33.57%
流通 A 股比例	36.96%

财务比率

ROE	28.83%
ROA	11.74%
资产负债率	66.93%

2010 年报数据

广发证券公司或其关联机构可能会持有报告中所涉及的公司所发行的证券并进行交易, 亦可能为这些公司提供或争取提供承销等服务。本报告中所有观点仅供参考, 请务必阅读正文之后的免责声明。

本报告联系人: 郝雪梅 075523953620 hxm5@gf.com.cn

资产负债表

单位：百万元

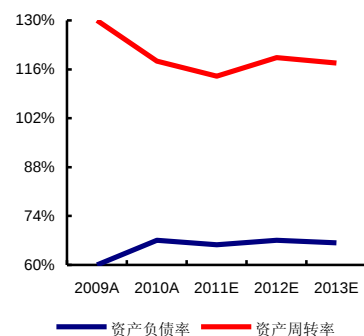
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	1,536	2,562	3,367	4,809	6,391
货币资金	210	442	612	957	1,375
应收及预付	879	1,536	1,956	2,768	3,592
存货	447	583	799	1,084	1,425
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	443	606	628	652	677
长期股权投资	2	2	2	2	2
固定资产	220	379	400	421	441
在建工程	65	51	55	63	73
无形资产	138	135	130	124	117
其他长期资产	18	40	42	43	45
资产总计	1,979	3,168	3,995	5,462	7,069
流动负债	1,166	2,018	2,521	3,557	4,593
短期借款	90	0	0	0	0
应付及预收	1,076	2,018	2,521	3,557	4,593
其他流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	17	102	100	95	90
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	17	102	100	95	90
负债合计	1,183	2,120	2,621	3,652	4,683
股本	333	533	533	533	533
资本公积	117	17	17	17	17
留存收益	346	498	824	1,260	1,837
归属母公司股东权益	796	1,048	1,373	1,809	2,386
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	1,979	3,168	3,995	5,462	7,069

利润表

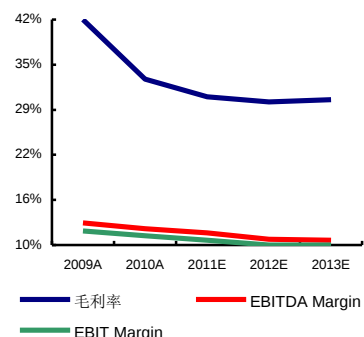
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	2022	3051	4087	5650	7388
营业成本	1183	2040	2836	3961	5159
营业税金及附加	0	3	3	4	16
销售费用	508	527	662	910	1197
管理费用	95	146	162	229	300
财务费用	-3	-1	-3	-8	-3
资产减值损失	14	11	4	5	6
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	224	325	423	548	714
营业外收入	14	25	21	22	22
营业外支出	1	0	0	0	1
利润总额	237	349	443	570	735
所得税	30	47	64	81	105
净利润	207	302	379	489	630
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	207	302	379	489	630
EBITDA	259	367	466	592	770
EPS (元)	0.62	0.57	0.71	0.92	1.18

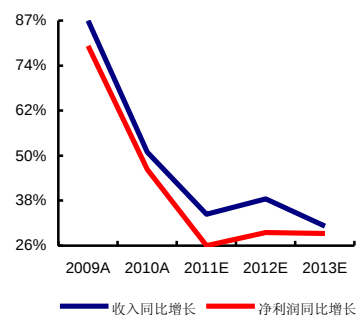
资产负债率趋势



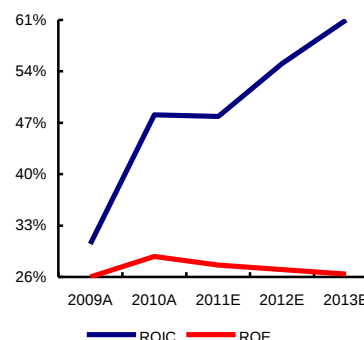
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

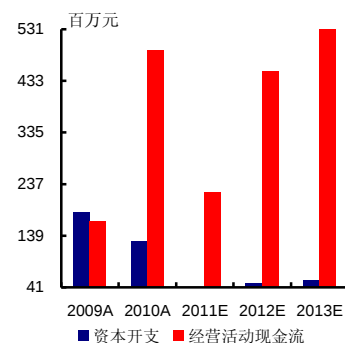
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	166	491	221	451	531
净利润	207	302	379	489	630
折旧摊销	23	31	42	47	53
营运资金变动	-64	171	-182	-67	-135
其它	0	-13	-18	-18	-18
投资活动现金流	-178	-124	-41	-48	-55
资本支出	-183	-128	-41	-48	-55
投资变动	0	0	0	0	0
其他	4	4	0	0	0
筹资活动现金流	29	-135	-9	-58	-58
银行借款	90	0	0	0	0
债券融资	0	-90	-2	-5	-5
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-61	-45	-7	-53	-53
现金净增加额	17	232	170	345	417
期初现金余额	193	210	442	612	957
期末现金余额	210	442	612	957	1,375

主要财务比率

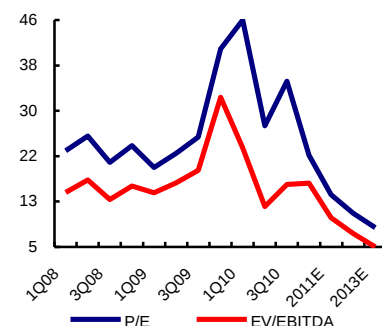
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	86.7%	50.9%	34.0%	38.2%	30.8%
营业利润	70.6%	45.1%	30.1%	29.7%	30.3%
归属于母公司净利润	79.8%	46.2%	25.5%	29.1%	28.8%
获利能力					
毛利率	41.5%	33.1%	30.6%	29.9%	30.2%
净利率	10.2%	9.9%	9.3%	8.7%	8.5%
ROE	26.0%	28.8%	27.6%	27.0%	26.4%
ROIC	30.5%	48.0%	47.8%	55.0%	60.9%
偿债能力					
资产负债率	59.8%	66.9%	65.6%	66.9%	66.2%
净负债比率	-15.1%	-42.2%	-44.6%	-52.9%	-57.6%
流动比率	1.32	1.27	1.34	1.35	1.39
速动比率	0.89	0.93	0.96	0.99	1.03
营运能力					
总资产周转率	1.30	1.19	1.14	1.19	1.18
应收账款周转率	15.88	18.85	17.75	18.10	17.98
存货周转率	3.04	3.88	3.55	3.65	3.62
每股指标 (元)					
每股收益	0.62	0.57	0.71	0.92	1.18
每股经营现金流	0.50	0.92	0.41	0.85	1.00
每股净资产	2.39	1.97	2.58	3.40	4.48
估值比率					
P/E	40.6	21.7	14.7	11.4	8.8
P/B	10.6	6.3	4.0	3.1	2.3
EV/EBITDA	32.0	16.7	10.6	7.8	5.4

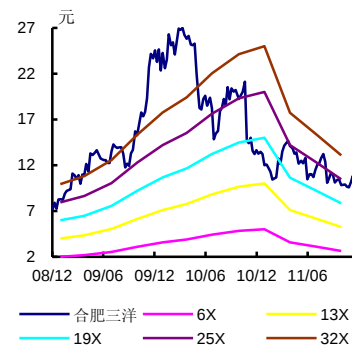
资本支出与经营活动现金流



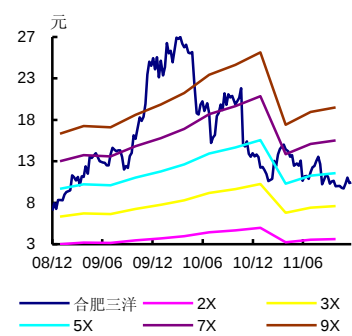
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发家电行业研究小组

袁浩然，分析师，复旦大学金融学硕士，CPA，3 年会计师事务所审计工作经验，3 年家电行业工作经验，4 年证券从业经历。2008 年、2010 年获得新财富评选最佳分析师第 5 名，2011 年进入广发证券发展研究中心。

郝雪梅，研究助理，南京大学管理学硕士，2010 年天眼耐用消费品最佳分析师，2010 年新财富最佳分析师评选入围（团队），2011 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：hxm5@gf.com.cn，0755-23953620。

相关研究报告

广发证券—公司投资评级说明

买入(Buy): 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有(Hold): 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出(Sell): 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区民田路 178 号华融大厦 9 楼	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东南路 528 号 上海证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。