

合肥三洋 (600983.SH) 白色家电行业
评级：买入 维持评级
公司点评
王晓莹

 分析师 SAC 执业编号: S1130511030019
(8621)61038318
wangxiaoying@gjzq.com.cn

提出 532 规划，2016 年收入目标二百亿

事件

合肥三洋于 2011 年 11 月 26 日发布公告：公司临时董事会审议通过了《关于公司启用新品牌标识的议案》（DIQUA 帝度）以及《关于制定“532”战略规划的议案》，决定从 2012 年起，用五年时间，打造三大品类，达到 200 亿销售收入的“532”战略规划：五年内达到年销售洗衣机 800 万台，冰箱 400 万台；生活电器（微波炉、智能洁身器、空气净化器等新型智能生活电器产品）600 万台；核心部件（变频控制系统等）1000 万台套的战略目标。

评论

按最新提出的“532”战略规划，公司未来 5 年收入复合增速要达到 38%：根据公告，公司规划 2016 年实现 200 亿销售收入；那么按照 2011 年我们预测公司收入 40 亿（这也是公司 2011 年的经营目标），则未来 5 年公司收入的复合增速将达到 38%。在家电业内和投资者对于大家电今后几年都认为无法较快增长、海尔、美的等龙头公司都转型为利润导向的情况下，合肥三洋这一积极增长规划显得尤为突出。

回顾公司 2008 年提出的“335”战略规划，达成度为 60%：2008 年 8 月 3 日，同样在行业及市场低迷的时刻，公司董事通过了《关于制定公司三年发展规划的议案》（即“335”规划），规划以 2007 年销售收入为基准，利用三年时间，实现销售收入翻三番；确立 2008 年销售收入达到 12 亿元的目标，2009 年销售收入达到 25 亿元，以及 2010 年销售收入达到 50 亿元的发展远景规划。回顾这一战略规划的达成情况，2008-2010 年的达成度分别为 90%、80%、60%。尽管达成度较低，公司的确在 2008-2010 年实现了高速增长，收入复合增速 69%，利润复合增速 64%。

“532”战略规划的实现路径：产品多元+出口拓展+渠道多元：1) 产品多元：2011 年公司洗衣机产能约 550 万台、冰箱产能在建、微波炉单班产能 30 万台、其他生活电器刚刚启动、变频电机产能 200 万台；而 2016 年要销售洗衣机 800 万台，冰箱 400 万台；生活电器（微波炉、智能洁身器、空气净化器等新型智能生活电器产品）600 万台；核心部件（变频控制系统等）1000 万台套；在冰箱、生活电器和变频电机三类新产品上的增长计划都很高。2) 出口拓展：公司 09 年起为做大做强积极开拓出口代工，出口收入从 2008 年的 2500 多万高速增长到今年预计将达 6 亿；而且公司未来还将继续快速拓展，预计 2012 年有望实现 10 亿出口收入。3) 渠道多元：从过去只在家电连锁渠道销售到积极发展经销商，也是公司近几年内销增长的关键因素，未来这一态势也将保持。总体而言，从今年尤其是第三季度的增长来看，公司积极扩张的计划推进顺利，第三季度收入增速 40%、利润增速 48%，远高于小天鹅；从产业在线 10 月销量数据来看也明显优于海尔和小天鹅。我们认为在积极扩张的战略下，起码未来年公司实现 532 规划的收入复合增速可期；净利率在此期间会因出口业务和新产品的增长而有所降低，但也能保持优于行业的增长；以 2016 年实现 200 亿收入规划、届时净利率降到 6%、估值给予 10 倍 PE 计算，公司 2016 年市值可达 120 亿，较当前市值有近 20%的复合增速。

投资建议

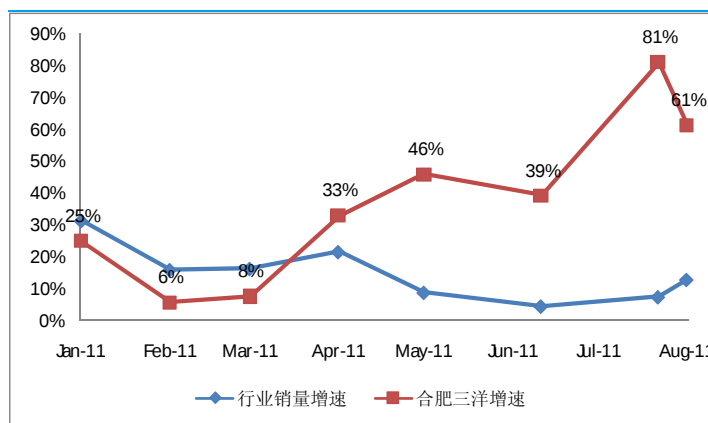
暂维持前期盈利预测，预计 2011-2013 年 EPS 分别为 0.683、0.917、1.071 元，净利润增速 20.6%、34.2%、16.8%。假如四季度费用率还能得到有效控制，也不排除今年业绩小幅超预期的可能。目前股价对应 14.7x11PE/11x12PE，尚低于公司定向增发（9 月 27 日已获批文，6 个月有效期）的底价 12.28 元；尽管估值水平比小天鹅 A 高，但在明年新增冰箱、扩大电机对外销售的拉动下（合计约能增加收入 10 亿），净利润还有望实现 30%以上的增长。考虑增发将摊薄 EPS，6-12 个月公司合理估值为 18X11PE/15X12PE，即 12.30-13.75 元，维持买入建议，本次“532”规划的提出更有助于提振市场对于公司主动扩张的信心，短期有望刺激股价上涨。

图表1：公司3Q单季度收入、净利润增速均环比上升

	1Q2010	2Q2010	3Q2010	4Q2010	1Q2011	2Q2011	3Q2011
营业收入（百万元）	765	64	706	934	1,035	764	990
YoY	90.1%	74.7%	33.3%	29.7%	35.3%	18.3%	40.2%
毛利率	33.4%	35.4%	31.2%	32.8%	34.0%	26.5%	33.6%
净利润（百万元）	81.5	77.8	55.2	87.5	91.6	84.0	81.5
YoY	52.2%	39.7%	20.7%	69.5%	12.5%	7.9%	47.6%

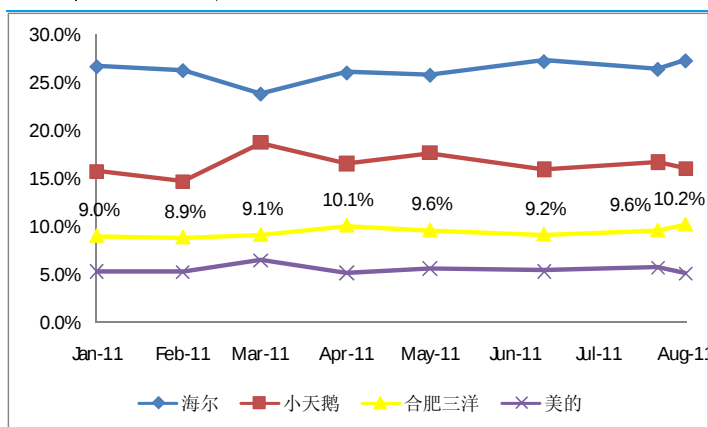
来源：公司财报，国金证券研究所

图表2：公司3Q单月出货量销量增速远高于行业（产业在线口径）



来源：产业在线，中怡康，国金证券研究所

图表3：公司零售量份额3Q环比2Q变化小幅上升（中怡康口径），新开网点都处于三四级市场因此在中怡康口径中体现不出来



图表4：公司三张报表及预测摘要
损益表（人民币百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	1,083	2,022	3,051	4,000	5,553	6,484
增长率		86.7%	50.9%	31.1%	38.8%	16.8%
主营业务成本	-648	-1,183	-2,040	-2,758	-3,895	-4,564
% 销售收入	59.9%	58.5%	66.9%	69.0%	70.1%	70.4%
毛利	434	839	1,010	1,242	1,658	1,920
% 销售收入	40.1%	41.5%	33.1%	31.0%	29.9%	29.6%
营业税金及附加	0	0	-3	-20	-28	-32
% 销售收入	0.0%	0.0%	0.1%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-259	-508	-527	-640	-861	-999
% 销售收入	23.9%	25.1%	17.3%	16.0%	15.5%	15.4%
管理费用	-44	-95	-146	-160	-211	-246
% 销售收入	4.1%	4.7%	4.8%	4.0%	3.8%	3.8%
息税前利润（EBIT）	131	236	335	422	559	642
% 销售收入	12.1%	11.7%	11.0%	10.5%	10.1%	9.9%
财务费用	8	3	1	4	7	14
% 销售收入	-0.7%	-0.1%	0.0%	-0.1%	-0.1%	-0.2%
资产减值损失	-8	-14	-11	-8	-6	0
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	418	560	656
营业利润率	12.1%	11.1%	10.6%	10.5%	10.1%	10.1%
营业外收支	3	13	24	10	15	15
税前利润	134	237	349	428	575	671
利润率	12.4%	11.7%	11.4%	10.7%	10.3%	10.4%
所得税	-20	-30	-47	-64	-86	-101
所得税率	14.5%	12.8%	13.5%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	115	207	302	364	488	570
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	364	488	570
净利率	10.6%	10.2%	9.9%	9.1%	8.8%	8.8%

现金流量表（人民币百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	115	207	302	364	488	570
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	24	38	43	49	56	56
非经营收益	-10	-14	-25	29	-15	-15
营运资金变动	-48	-64	171	73	457	597
经营活动现金净流	81	166	491	515	987	1,209
资本开支	-101	-183	-128	-182	-135	-70
投资	0	0	0	-1	0	0
其他	8	4	4	0	0	0
投资活动现金净流	-93	-178	-124	-183	-135	-70
股权募资	0	0	0	-30	0	0
债权募资	0	90	-90	0	-102	1
其他	-43	-61	-45	-7	-109	-147
筹资活动现金净流	-43	29	-135	-37	-211	-146
现金净流量	-55	17	232	294	640	993

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	736	1,377	2,370
应收款项	341	832	1,428	1,870	2,247	2,215
存货	318	447	583	704	941	1,042
其他流动资产	8	47	108	112	119	93
流动资产	860	1,536	2,562	3,423	4,683	5,720
% 总资产	76.4%	77.6%	81.5%	82.7%	85.1%	87.1%
长期投资	2	2	2	2	2	2
固定资产	230	285	407	571	663	688
% 总资产	20.4%	14.4%	12.9%	13.8%	12.1%	10.5%
无形资产	27	138	135	143	152	155
非流动资产	266	443	583	718	818	847
% 总资产	23.6%	22.4%	18.5%	17.3%	14.9%	12.9%
资产总计	1,127	1,979	3,145	4,140	5,502	6,568
短期借款	0	90	0	0	0	0
应付款项	423	1,000	1,896	2,562	3,608	4,226
其他流动负债	46	76	122	204	280	327
流动负债	469	1,166	2,018	2,766	3,888	4,553
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	8	17	102	102	0	0
负债	478	1,183	2,120	2,868	3,888	4,554
普通股股东权益	649	796	1,048	1,272	1,614	2,014
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	4,140	5,502	6,568

比率分析

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益	0.345	0.621	0.567	0.683	0.917	1.071
每股净资产	1.949	2.389	1.966	2.388	3.030	3.779
每股经营现金净流	0.244	0.499	0.922	0.966	1.852	2.269
每股股利	0.090	0.100	0.130	0.205	0.275	0.321
回报率						
净资产收益率	17.71%	25.97%	28.83%	28.62%	30.26%	28.33%
总资产收益率	10.20%	10.44%	9.54%	8.79%	8.88%	8.69%
投入资本收益率	17.24%	23.20%	27.67%	28.19%	29.42%	27.11%
增长率						
主营业务收入增长率	70.60%	86.73%	50.89%	31.14%	38.81%	16.77%
EBIT增长率	41.22%	80.01%	42.24%	25.88%	32.45%	14.96%
净利润增长率	69.06%	79.79%	46.18%	20.55%	34.16%	16.79%
总资产增长率	46.00%	75.63%	60.09%	31.65%	32.88%	19.37%
资产管理能力						
应收账款周转天数	20.4	24.2	20.4	25.0	20.0	15.0
存货周转天数	131.7	120.1	94.1	95.0	90.0	85.0
应付账款周转天数	79.8	96.4	99.0	100.0	100.0	100.0
固定资产周转天数	61.9	43.9	45.3	46.7	40.4	37.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-29.81%	-15.07%	-42.21%	-57.88%	-85.29%	-117.66%
EBIT利息保障倍数	-16.5	-93.8	-283.0	-95.4	-75.9	-46.8
资产负债率	42.41%	59.80%	66.93%	69.27%	70.66%	69.34%

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	14.88	28.00 ~ 34.00
2	2010-08-24	买入	12.41	25.00 ~ 27.50
3	2010-10-25	买入	14.97	16.80 ~ 18.40
4	2011-03-16	买入	14.33	15.00 ~ 18.00
5	2011-08-22	买入	10.84	12.30 ~ 13.75
6	2011-10-26	买入	9.72	12.30 ~ 13.75

来源：国金证券研究所


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，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唯一因素。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邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61356534	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区中心区福中三路 1006 号诺德金融中心 34B