



买入

14% ↑

目标价格: 人民币10.13

600983.SS

价格: 人民币 8.92

目标价格基础: 市盈率

板块评级: 中立

合肥三洋

业绩略低于预期

合肥三洋 11 年实现营业收入 38.9 亿元, 同比增长 27.6%, 实现净利润 3.2 亿元, 同比小幅增长 6.4%, 每股收益 0.6 元, 业绩低于我们此前预期约 10%。主要原因是去年销售费用同比大幅提高 56.8%, 我们对 12-14 年每股盈利预测分别为 0.7 元、0.8 元和 0.94 元, 给予 13 倍 2013 年市盈率, 维持目标价 10.13 元不变, 并维持买入评级。

支撑评级的要点

- 去年销售费用同比大幅提高 56.8%, 达到 8.26 亿元, 使得销售费用率从 10 年的 17.3% 提高到 11 年的 21.2%。公司毛利率从 10 年的 33.1% 小幅提高至 11 年的 35.3%, 管理费用率略有下降, 从 10 年的 4.77% 下降至 11 年的 4.47%。净利率则从 10 年的 9.9% 下滑至 11 年的 8.25%。
- 在行业需求放缓的情况下, 公司有望依靠技术优势保持领先于行业均值的利润率水平。同时, 变频电机和“帝度”品牌冰箱将成为新的利润增长点。
- 11 年底, 公司提出“532”发展战略, 即用 5 年时间, 打造白电、核心零部件和生活电器等三大品类, 实现销售收入 200 亿的目标。
- 我们认为, 产品品类的逐步增加以及规模的扩大有助于公司保持较快的收入增长。但长期来看, 新品类的利润率难以与洗衣机相当, 预计未来利润率水平可能下降。由于原材料价格相对去年有所下跌, 12 年各产品毛利率有望略好于去年。其中, 洗衣机、微波炉和电机毛利率有望分别达到 37.4%、22.2% 和 19.7%。而冰箱业务尚处于推广阶段, 规模较小, 因而毛利率可能较低。

评级面临的主要风险

- 房地产市场调控对于家电需求的影响;
- 家电行业相关政策的不确定性;
- 公司对于变频电机和冰箱业务能否顺利推广。

估值

- 考虑到行业整体需求放缓以及费用上升等因素, 我们将 12-13 年每股盈利预测分别从 0.84 元和 1.02 元下调至 0.7 元和 0.8 元, 对 2014 年每股盈利预测为 0.94 元, 给予 13 倍 2013 年市盈率, 维持目标价 10.13 元不变, 并维持买入评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	3,051	3,892	4,921	6,389	7,680
变动(%)	51	28	26	30	20
净利润(人民币 百万)	302	321	375	429	501
全面摊薄每股收益(人民币)	0.567	0.603	0.703	0.804	0.941
变动(%)	(8.6)	6.3	16.7	14.3	17.0
市场预期每股收益(人民币)	-	-	-	-	-
先前预测每股收益(人民币)	-	-	-	-	-
调整幅度(%)	-	-	N/A	N/A	N/A
核心每股收益(人民币)	0.546	0.593	0.684	0.789	0.930
变动(%)	(12.4)	8.7	15.2	15.4	17.8
全面摊薄市盈率(倍)	15.7	14.8	12.7	11.1	9.5
核心市盈率(倍)	16.3	15.0	13.0	11.3	9.6
每股现金流量(人民币)	0.92	0.25	0.49	0.79	0.98
价格/每股现金流量(倍)	9.7	36.0	18.4	11.2	9.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	11.7	11.0	9.3	7.7	6.2
每股股息(人民币)	0.100	0.100	0.120	0.145	0.169
股息率(%)	1.1	1.1	1.3	1.6	1.9

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	28	18	(13)	(28)
相对新华富时 A50 指数	16	15	(19)	(17)

发行股数(百万)	533
流通股(%)	37
流通股市值(人民币 百万)	1,754
3个月日均交易额(人民币 百万)	62
净负债比率(%) (2011E)	净现金
主要股东(%)	
合肥市国有资产控股有限公司	39

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以 2012 年 2 月 24 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

消费品: 家用电器

刘会明

(8610) 6622 9084

huiming.liu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120012

销售费用率大幅提升，业绩低于预期

合肥三洋 11 年实现营业收入 38.9 亿元，同比增长 27.6%，实现净利润 3.2 亿元，同比小幅增长 6.4%，每股收益 0.6 元，业绩低于我们此前预期约 10%。主要原因是去年销售费用同比大幅提高 56.8%，达到 8.26 亿元，使得销售费用率从 10 年的 17.3% 提高到 11 年的 21.2%。公司毛利率从 10 年的 33.1% 小幅提高至 11 年的 35.3%，在去年原材料价格上涨的情况下，毛利率依然有所改善，得益于公司优化产品结构，提升了变频洗衣机等中高端产品的占比。管理费用率略有下降，从 10 年的 4.77% 下降至 11 年的 4.47%。净利率则从 10 年的 9.9% 下滑至 11 年的 8.25%。

图表 1. 业绩摘要

(人民币:百万)	2010 年	2011 年	同比(%)
营业收入	3,050.60	3,892.40	27.6
营业成本	2,040.30	2,518.70	23.4
毛利润	1,010.3	1,373.7	36.0
营业税金及附加	2.9	15.8	444.8
管理费用	145.60	173.80	19.4
销售费用	526.80	825.90	56.8
经营利润	335.0	358.2	6.9
资产减值	11.4	20.8	82.5
财务费用	(1.2)	(6.6)	450.0
投资收益	(0.1)	0.3	(400.0)
营业外收入	24.7	27.10	9.7
营业外支出	0.2	0.5	150.0
税前利润	349.2	370.9	6.2
所得税	47.2	49.7	5.3
归属于母公司的净利润	302.0	321.2	6.4
每股收益	0.570	0.600	5.3

资料来源：公司数据

毛利率分产品来看，洗衣机产品毛利率有所提升，从 11 年的 34.1% 提升至 36.9%，利润率远高于其他竞争对手。微波炉和电机产品利润率均出现下降，分别从 10 年的 26.3% 和 29% 下降至 11 年的 21.57% 和 17.58%。

四季度增速放缓

从四季度单季度来看，公司实现收入 11 亿元，同比增长 18.2%，增速低于前三季度的 31.7%。而四季度毛利率大幅改善，从前三季度的 32.8% 提高至 44.2%。我们判断，这一方面是由于中高端产品结构改善效果显现；另一方面，是由于原材料价格下半年以来逐步回落。销售费用四季度同比大幅提升 124.8% 至 3.56 亿元，销售费用率达到 32.2%。我们判断，这主要是公司加大三四级市场投入，以及为冰箱产品上市提前投入所致。四季度单季净利率仅为 5.8%，远低于前三季度 9.2% 的水平。

调整产品结构，拓展新的利润增长点

2011 年，在国内外经济形势不确定性增大，房地产行业调控以及家电下乡政策退出等诸多因素影响下，家电行业需求放缓。尤其进入四季度以来，白电行业普遍出现近 20% 的下滑，同时也使公司四季度销售增幅放缓。我们预计，在现有情况下，12 年洗衣机行业仍将面临较大压力，增速将继续下滑。

合肥三洋在国内洗衣机市场占有率位居第三。一直以来，公司依靠技术优势定位于中高端产品市场，获得了高于行业均值的盈利能力。我们认为，在行业遇冷的形势下，公司有望获得更高的业绩稳定性和成长能力。第一，过去公司以一二级市场为主，在三四级和农村市场上相对薄弱，这就为公司后续发展提供了空间。目前，公司正逐步加大三四级市场投入，同时进行营销渠道改革，完善对经销商的考核与激励。将原有的43个分公司拆分为56个分公司。11年新增网点2900个，新增A类客户400家。第二、公司在洗衣机产品技术上具有明显优势，尤其是变频技术，为公司获得长期稳定的较高利润率提供了保证。第三、未来将以变频电机和冰箱业务作为新的利润增长点。公司计划实现1000万台变频电机和400万台冰箱产能。目前，冰箱一期项目达成后可实现年产150万台的产能，预计年产值约40亿元。今年2月，公司的“帝度”品牌冰箱正式亮相，未来重点以多门、对开门的法式和日系中高端冰箱为主。第四，公司与惠而浦、伊莱克斯等加强合作，使公司出口业务11年实现149%的高速增长，其中返销日本OUT-IN洗衣机产品30万台，公司将通过开发新客户和实现多品牌加强出口业务拓展。

“532”发展战略

11年底，公司提出“532”发展战略，即用5年时间，打造白电、核心零部件和生活电器等三大品类，实现销售收入200亿的目标。我们认为，产品品类的逐步增加以及规模的扩大有助于公司保持较快的收入增长。但长期来看，新品类的利润率难以与洗衣机相当，预计未来利润率水平可能下降。短期而言，我们预计由于原材料价格相对去年有所下跌，12年各产品毛利率有望略好于去年。其中，洗衣机、微波炉和电机毛利率有望分别达到37.4%、22.2%和19.7%。而冰箱业务尚处于推广阶段，规模较小，因而毛利率可能较低。

估值

考虑到行业整体需求放缓以及费用上升等因素，我们将12-13年每股盈利预测分别从0.84元和1.02元下调至0.7元和0.8元，对2014年每股盈利预测为0.94元，给予13倍2013年市盈率，维持目标价10.13元不变，并维持**买入**评级。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	3,051	3,892	4,921	6,389	7,680
销售成本	(2,040)	(2,519)	(3,280)	(4,346)	(5,268)
经营费用	(642)	(973)	(1,165)	(1,472)	(1,737)
息税折旧前利润	369	401	476	570	674
折旧及摊销	(33)	(43)	(51)	(74)	(91)
经营利润(息税前利润)	335	358	425	496	583
净利息收入/(费用)	1	7	9	2	(1)
其他收益/(损失)	13	6	(2)	(4)	(3)
税前利润	349	371	433	495	579
所得税	(47)	(50)	(58)	(66)	(78)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	302	321	375	429	501
核心净利润	291	316	364	420	495
每股收益(人民币)	0.567	0.603	0.703	0.804	0.941
核心每股收益(人民币)	0.546	0.593	0.684	0.789	0.930
每股股息(人民币)	0.100	0.100	0.120	0.145	0.169
收入增长(%)	51	28	26	30	20
息税前利润增长(%)	42	7	19	17	18
息税折旧前利润增长(%)	42	9	19	20	18
每股收益增长(%)	(9)	6	17	14	17
核心每股收益增长(%)	(12)	9	15	15	18

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	349	371	433	495	579
折旧与摊销	33	43	51	74	91
净利息费用	(1)	(7)	(9)	(2)	1
运营资本变动	149	687	(172)	(91)	(81)
税金	0	1	0	0	0
其他经营现金流	(40)	(963)	(44)	(53)	(67)
经营活动产生的现金流	491	132	258	423	523
购买固定资产净值	(130)	(176)	(240)	(300)	(241)
投资减少/增加	2	0	0	0	0
其他投资现金流	4	12	0	0	0
投资活动产生的现金流	(124)	(164)	(240)	(300)	(241)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	(90)	0	0	0	0
支付股息	(33)	(53)	(53)	(64)	(77)
其他融资现金流	(10)	(7)	11	5	3
融资活动产生的现金流	(133)	(61)	(42)	(59)	(74)
现金变动	234	(92)	(24)	64	207
期初现金	210	442	347	323	387
公司自由现金流	370	(23)	27	131	292
权益自由现金流	279	(23)	27	125	280

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	442	347	323	387	594
应收帐款	1,428	1,910	2,197	2,417	2,658
库存	584	665	698	733	769
其他流动资产	108	112	106	101	96
流动资产总计	2,562	3,034	3,324	3,637	4,118
固定资产	429	514	693	908	1,050
无形资产	135	132	129	126	124
其他长期资产	42	39	44	49	55
长期资产总计	606	684	865	1,083	1,228
总资产	3,168	3,718	4,189	4,720	5,346
应付帐款	1,821	2,061	2,173	2,296	2,446
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	197	242	277	319	366
流动负债总计	2,018	2,303	2,450	2,614	2,812
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	102	99	99	99	99
股本	533	533	533	533	533
储备	515	783	1,106	1,474	1,902
股东权益	1,048	1,316	1,639	2,007	2,435
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	3,168	3,718	4,189	4,720	5,346
每股帐面价值(人民币)	1.97	2.47	3.08	3.77	4.57
每股有形资产(人民币)	1.71	2.22	2.83	3.53	4.34
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.83)	(0.65)	(0.61)	(0.73)	(1.12)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	12.1	10.3	9.7	8.9	8.8
息税前利润率(%)	11.0	9.2	8.6	7.8	7.6
税前利润率(%)	11.5	9.5	8.8	7.7	7.5
净利率(%)	9.9	8.3	7.6	6.7	6.5
流动性					
流动比率(倍)	1.3	1.3	1.4	1.4	1.5
利息覆盖率(倍)	106.7	71.1	2,126.7	78.8	51.6
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.0	1.0	1.1	1.1	1.2
估值					
市盈率(倍)	15.7	14.8	12.7	11.1	9.5
核心业务市盈率(倍)	16.3	15.0	13.0	11.3	9.6
目标价对应核心业务市盈率(倍)	18.9	17.4	15.1	13.1	11.1
盈率(倍)					
市净率(倍)	4.5	3.6	2.9	2.4	2.0
价格/现金流(倍)	9.7	36.0	18.4	11.2	9.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	11.7	11.0	9.3	7.7	6.2
周转率					
存货周转天数	92.2	90.4	75.8	60.1	52.0
应收帐款周转天数	135.2	156.5	152.3	131.8	120.6
应付帐款周转天数	166.2	182.0	157.0	127.7	112.7
回报率					
股息支付率(%)	17.6	16.6	17.0	18.0	18.0
净资产收益率(%)	32.8	27.2	25.4	23.5	22.6
资产收益率(%)	11.3	9.0	9.3	9.6	10.0
已运用资本收益率(%)	35.1	31.3	29.4	27.7	26.7

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371