

合肥三洋 (600983.SH)

白色家电行业

评级: 买入 维持评级

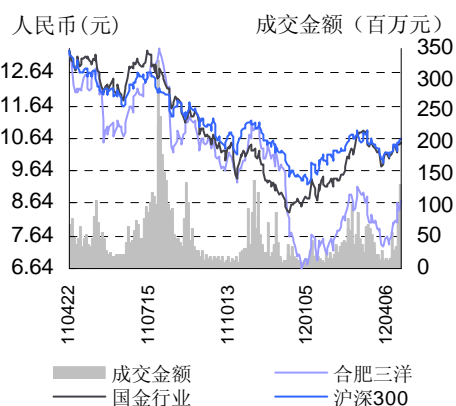
业绩点评

市价(人民币): 8.73元  
目标(人民币): 9.33-10.18元

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	196.70
总市值(百万元)	4,651.34
年内股价最高最低(元)	13.40/6.64
沪深 300 指数	2901.22
上证指数	2612.19



## 相关报告

1. 《提出 532 规划,2016 年收入目标二百亿》, 2011.11.28
2. 《3Q 单季增长超预期, 今年 40 亿目标能达成》, 2011.10.26
3. 《今年目标应能达成, 来年看冰箱电机扩张》, 2011.8.22

蒋毅

联系人  
(8636)11937527  
jiangyi@gjzq.com.cn

王晓莹

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

## 收入低于预期, 但盈利能力维持上年同期水平

## 公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.567	0.603	0.678	0.778	0.885
每股净资产(元)	1.97	2.47	2.88	3.43	4.05
每股经营性现金流(元)	0.92	0.25	0.99	1.19	1.34
市盈率(倍)	21.75	11.56	12.87	11.22	9.86
行业优化市盈率(倍)	41.37	32.77	32.77	32.77	32.77
净利润增长率(%)	46.18%	6.35%	12.51%	14.67%	13.79%
净资产收益率(%)	28.83%	24.42%	23.52%	22.69%	21.87%
总股本(百万股)	532.80	532.80	532.80	532.80	532.80

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 合肥三洋 2012 年第一季度实现营业收入 10.47 亿元, 同比增长 1.22%; 净利润 0.92 亿元, 同比增长 0.07%, EPS 为 0.172 元, 略低于我们 0.179 元的预期(主要是收入增速低于预期, 净利率高于预期)。

## 经营分析

- 行业需求下降, 收入低于预期。行业需求下降是收入不达预期的主要原因, 产业在线 1-2 月洗衣机内销量累计下降 8%, 而且从公司主战场城市市场来看零售量降幅超过 20%; 出口量尽管增长 20%但合肥三洋出口占比较小(图表 1-3)。不过公司积极应对, 通过加大与苏宁、国美等连锁客户的促销力度使收入保持增长, 这也使应收账款较年初上升 35.5%。另外, 公司 400 万台冰箱项目一期于 2 月 22 日投产, 一季度贡献收入 3000 多万。
- 净利率环比明显回升, 与去年同期基本持平。公司净利率从 4Q11 的 5.8% 恢复至 8.8%, 略低于 1Q11 的 8.9%; 净利率的恢复来自“毛利率-销售费用率”环比提升了 3.4 个百分点, 主要原因是 4Q11 冲刺收入目标而降价明显, 另外, 1Q12 新品冰箱上市带动了盈利能力上升。相比于去年同期, 1Q12 各项费用率与去年同期基本持平(图表 4)。
- 多元化发展使公司在行业不景气可保持增长。去年 11 月公司发布“532”战略规划, 以产品多元+出口拓展+渠道多元为实现路径。随着冰箱产能释放和渠道扩展, 非洗衣机收入贡献逐渐加大, 出口方面, 伊莱克斯和惠而浦等订单的转移使公司今年出口增速加快, 即使行业增长不景气, 公司收入仍有望保持较快增长、净利率小幅下降、净利润能保持一定增长。

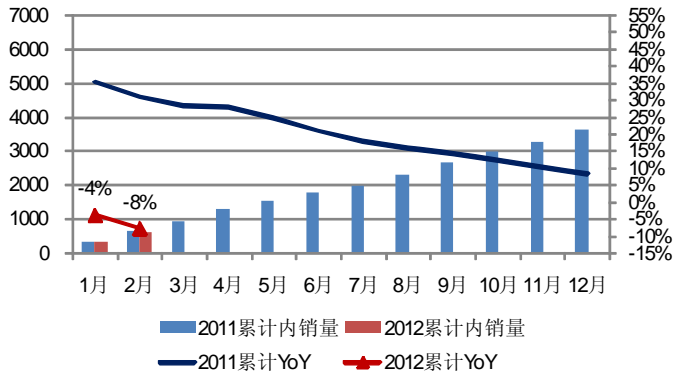
## 盈利调整及投资建议

- 预计公司 2012-2014 年收入分别为 50.0、57.4、63.5 亿元, 增速 28.6%、14.7%、10.6%; EPS 分别为 0.678、0.778、0.885 元, 净利润增速 12.5%、14.7%、13.8%。
- 现价对应 12.8X12PE/11.2X12PE, 我们认为短期估值已合理, 6-12 个月合理价格为 9.33-10.18 元, 对应 15X12PE/12X13PE, 维持买入评级。

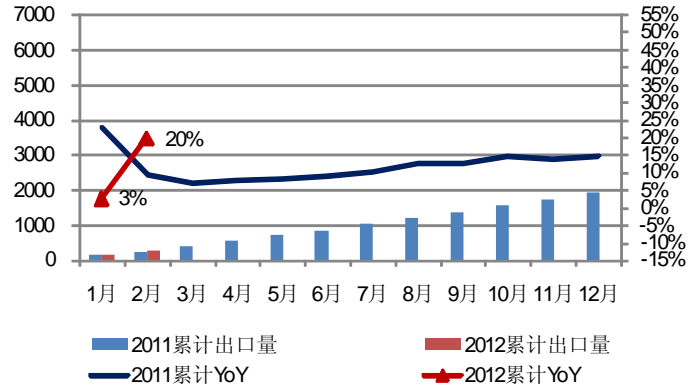
## 风险提示

- 冰箱业务拓展受阻可能带来收入或利润不达预期。

图表1: 产业在线 1-2 月洗衣机内销量累计增长



图表2: 产业在线 1-2 月洗衣机出口量累计增长



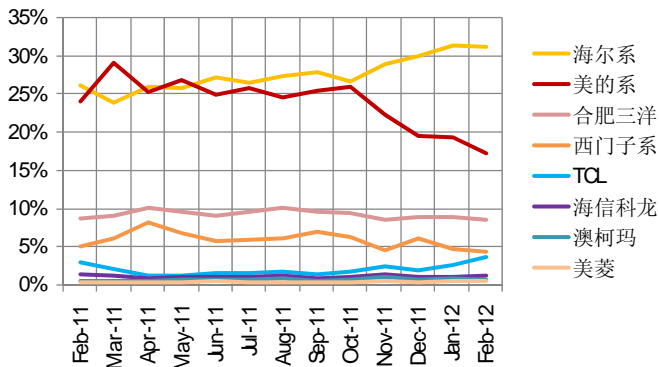
来源: 产业在线, 国金证券研究所

图表3: 家电一季度零售量下降

累计零售量 YoY	中怡康月报	奥维咨询 (AVC) 周报		
	1-2 月	1-9 周 (1.1-2.26) 累计	1-13 周 (1.1-3.25) 累计	1-16 周 (1.1-4.15) 单周
液晶电视	-27.0%	-27.7%	-26.8%	-25.8%
洗衣机	-21.6%	-37.8%	-19.5%	-40.4%
冰箱	-29.0%	-43.3%	-42.1%	-42.2%
空调	-42.0%	-54.3%	-48.0%	-45.4%

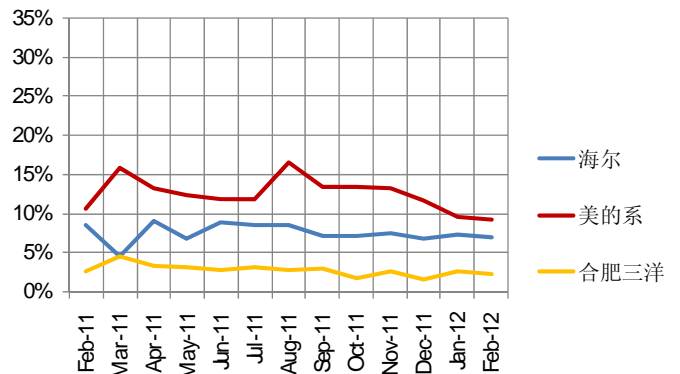
来源: 中怡康, 奥维咨询, 国金证券研究所

图表4: 合肥三洋洗衣机内销份额



来源: 国金证券研究所

图表5: 合肥三洋洗衣机出口份额



**图表6: 利润表分项及点评**

		1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	4Q12 同比	4Q12 环比	点评
单季收入及增速	营业收入(百万元)	1035	764	990	1104	1047	1.2%	-5.1%	
	收入YoY	35.3%	18.3%	40.2%	18.2%	1.2%			
利润表结构百分比	毛利率	34.0%	26.5%	33.6%	44.2%	33.5%	-0.4	-10.6	与定价策略有关, “毛利率-销售费用率”更能反映产品盈利能力
	-营业税金及附加	1.0%	0.4%	0.6%	-0.4%	0.6%	-0.4	0.9	
	-销售费用率	18.3%	11.0%	19.8%	32.2%	18.2%	-0.2	-14.1	
	毛利率-销售费用率	15.6%	15.4%	13.8%	11.9%	15.4%	-0.3	3.4	环比提升因4Q11冲刺收入目标而降价
	-管理费用率	4.6%	2.5%	5.1%	5.2%	4.6%	0.0	-0.6	
	-财务费用率	-0.2%	0.1%	0.0%	-0.4%	-0.1%	0.1	0.3	存款利息减少
	-资产减值损失	0.0%	0.3%	0.0%	1.7%	0.0%	-0.0	-1.7	
	+公允价值变动收益	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0	0.0	
	+投资收益	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0	0.0	
	+营业外收支	0.1%	0.6%	1.4%	0.7%	0.1%	-0.0	-0.6	
	=利润总额	10.4%	12.8%	9.5%	6.6%	10.3%	-0.0	3.8	
	-所得税费用	1.5%	1.8%	1.2%	0.7%	1.6%	0.1	0.8	
-少数股东损益	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0	0.0		
归属于母公司所有者净利润率	8.9%	11.0%	8.2%	5.8%	8.8%	-0.1	2.9	来自“毛利率-销售费用率”的提升	
单季净利润及增速	净利润(百万元)	92	84	81	64	92			
	净利润YoY	12.5%	7.9%	47.6%	-26.7%	0.1%			

来源: 公司财报, 国金证券研究所

图表7: 收入分拆及毛利率假设

项 目	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>洗衣机</b>						
平均售价 (元/件)	1,094.25	1,104.27	1,128.42	1,072.00	1,082.72	1,104.37
增长率 (YOY)	-7.92%	0.92%	2.19%	-5.00%	1.00%	2.00%
销售数量 (千件)	1,705.29	2,500.00	3,150.00	3,622.50	4,057.20	4,381.78
增长率 (YOY)	103.56%	46.60%	26.00%	15.00%	12.00%	8.00%
销售收入 (百万元)	1,866.02	2,760.68	3,554.52	3,883.31	4,392.80	4,839.11
增长率 (YOY)	87.45%	47.94%	28.76%	9.25%	13.12%	10.16%
毛利率	42.43%	34.12%	36.88%	35.00%	33.00%	32.00%
销售成本 (百万元)	1,074.31	1,818.73	2,243.75	2,524.15	2,943.18	3,290.60
增长率 (YOY)	82.23%	69.29%	23.37%	12.50%	16.60%	11.80%
毛利 (百万元)	791.71	941.94	1,310.77	1,359.16	1,449.63	1,548.52
增长率 (YOY)	95.02%	18.98%	39.16%	3.69%	6.66%	6.82%
占总销售额比重	92.30%	90.49%	91.32%	77.57%	76.50%	76.22%
占主营业务利润比重	94.37%	93.23%	95.42%	85.67%	83.86%	82.80%
<b>微波炉</b>						
平均售价 (元/件)	528.32	475.29	475.29	451.53	437.98	437.98
增长率 (YOY)	-8.51%	-10.04%	0.00%	-5.00%	-3.00%	0.00%
销售数量 (千件)	220.00	300.00	267.70	294.47	323.91	356.30
增长率 (YOY)	82.26%	36.36%	-10.77%	10.00%	10.00%	10.00%
销售收入 (百万元)	116.23	142.59	127.23	132.96	141.87	156.05
增长率 (YOY)	66.75%	22.68%	-10.77%	4.50%	6.70%	10.00%
毛利率	35.80%	33.50%	21.57%	22.00%	22.00%	23.00%
销售成本 (百万元)	74.62	94.82	99.78	103.71	110.66	120.16
增长率 (YOY)	63.68%	27.07%	5.23%	3.93%	6.70%	8.59%
毛利 (百万元)	41.61	47.77	27.45	29.25	31.21	35.89
增长率 (YOY)	72.54%	14.79%	-42.53%	6.56%	6.70%	15.00%
占总销售额比重	5.75%	4.67%	3.27%	2.66%	2.47%	2.46%
占主营业务利润比重	4.96%	4.73%	2.00%	1.84%	1.81%	1.92%
<b>电机</b>						
销售收入 (百万元)			96.90	193.80	251.94	302.32
增长率 (YOY)				100.00%	30.00%	20.00%
毛利率			17.58%	20.00%	22.50%	25.00%
销售成本 (百万元)			79.86	155.04	195.25	226.74
增长率 (YOY)				94.13%	25.94%	16.13%
毛利 (百万元)			17.04	38.76	56.69	75.58
增长率 (YOY)			#DIV/0!	127.49%	46.25%	33.33%
占总销售额比重			2.49%	3.87%	4.39%	4.76%
占主营业务利润比重			1.24%	2.44%	3.28%	4.04%
<b>其他业务 (2010年前含变频电机, 2012年开始增加冰箱)</b>						
销售收入 (百万元)	39.48	147.38	113.75	796.27	955.52	1,051.08
增长率 (YOY)	125.23%	273.30%	-22.82%	600.00%	20.00%	10.00%
毛利率	-2157.62%	14.03%	16.18%	20.00%	20.00%	20.00%
销售成本 (百万元)	891.33	126.70	95.35	637.02	764.42	840.86
增长率 (YOY)	62.76%	-85.79%	-24.75%	568.10%	20.00%	10.00%
毛利 (百万元)	-851.85	20.68	18.40	159.25	191.10	210.22
增长率 (YOY)	60.69%	-102.43%	-11.02%	765.28%	20.00%	10.00%
占总销售额比重	1.95%	4.83%	2.92%	15.91%	16.64%	16.56%
占主营业务利润比重	-101.53%	2.05%	1.34%	10.04%	11.06%	11.24%
销售总收入 (百万元)	2021.73	3050.65	3892.41	5006.34	5742.13	6348.57
销售总成本 (百万元)	1182.75	2040.26	2518.74	3419.92	4013.51	4478.36
毛利 (百万元)	838.98	1010.39	1373.67	1586.42	1728.63	1870.21
平均毛利率	41.50%	33.12%	35.29%	31.69%	30.10%	29.46%

来源: 国金证券研究所

图表8: 公司三张报表及预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	2,022	3,051	3,892	5,006	5,742	6,349
增长率	50.9%	27.6%	28.6%	14.7%	10.6%	
主营业务成本	-1,183	-2,040	-2,519	-3,420	-4,014	-4,478
%销售收入	58.5%	66.9%	64.7%	68.3%	69.9%	70.5%
毛利	839	1,010	1,374	1,586	1,729	1,870
%销售收入	41.5%	33.1%	35.3%	31.7%	30.1%	29.5%
营业税金及附加	0	-3	-16	-20	-23	-25
%销售收入	0.0%	0.1%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	-508	-527	-826	-951	-1,011	-1,073
%销售收入	25.1%	17.3%	21.2%	19.0%	17.6%	16.9%
管理费用	-95	-146	-174	-215	-241	-260
%销售收入	4.7%	4.8%	4.5%	4.3%	4.2%	4.1%
息税前利润 (EBIT)	236	335	358	400	454	512
%销售收入	11.7%	11.0%	9.2%	8.0%	7.9%	8.1%
财务费用	3	1	7	3	11	17
%销售收入	-0.1%	0.0%	-0.2%	-0.1%	-0.2%	-0.3%
资产减值损失	-14	-11	-21	-3	-4	-4
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	1	1	1
%税前利润	0.0%	n.a	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%
营业利润	224	325	344	400	461	526
营业利润率	11.1%	10.6%	8.8%	8.0%	8.0%	8.3%
营业外收支	13	24	27	20	21	22
税前利润	237	349	371	420	482	548
利润率	11.7%	11.4%	9.5%	8.4%	8.4%	8.6%
所得税	-30	-47	-50	-59	-67	-77
所得税率	12.8%	13.5%	13.4%	14.0%	14.0%	14.0%
净利润	207	302	321	361	414	472
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	207	302	321	361	414	472
净利率	10.2%	9.9%	8.3%	7.2%	7.2%	7.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	207	302	321	361	414	472
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	38	43	61	47	53	58
非经营收益	-14	-25	-6	16	-22	-23
营运资金变动	-64	171	-244	102	188	210
经营活动现金净流	166	491	132	525	634	716
资本开支	-183	-128	-175	-82	-69	-83
投资	0	0	0	-1	0	0
其他	4	4	12	1	1	1
投资活动现金净流	-178	-124	-164	-83	-68	-82
股权募资	0	0	0	-32	0	0
债权募资	90	-90	0	0	-99	1
其他	-61	-45	-64	0	-108	-124
筹资活动现金净流	29	-135	-64	-32	-208	-123
现金净流量	17	232	-95	411	358	511

来源: 国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	210	442	347	758	1,116	1,627
应收款项	832	1,428	1,910	2,276	2,467	2,568
存货	447	583	665	826	938	1,022
其他流动资产	47	108	112	139	142	136
流动资产	1,536	2,562	3,034	3,999	4,663	5,354
%总资产	77.6%	80.9%	82.1%	85.0%	86.2%	87.0%
长期投资	2	2	2	2	2	2
固定资产	285	429	491	563	596	643
%总资产	14.4%	13.6%	13.3%	12.0%	11.0%	10.4%
无形资产	138	135	132	140	149	152
非流动资产	443	606	662	707	748	799
%总资产	22.4%	19.1%	17.9%	15.0%	13.8%	13.0%
资产总计	1,979	3,168	3,695	4,706	5,411	6,153
短期借款	90	0	0	0	0	0
应付款项	1,000	1,896	2,187	2,843	3,322	3,701
其他流动负债	76	122	117	227	262	295
流动负债	1,166	2,018	2,303	3,070	3,584	3,995
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	17	102	99	99	0	0
负债	1,183	2,120	2,403	3,169	3,584	3,996
普通股股东权益	796	1,048	1,316	1,536	1,827	2,157
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	1,979	3,168	3,718	4,706	5,411	6,153

比率分析

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益	0.621	0.567	0.603	0.678	0.778	0.885
每股净资产	2.389	1.966	2.469	2.884	3.428	4.048
每股经营现金净流	0.499	0.922	0.248	0.986	1.190	1.344
每股股利	0.180	0.100	0.150	0.204	0.233	0.266
回报率						
净资产收益率	25.97%	28.83%	24.42%	23.52%	22.69%	21.87%
总资产收益率	10.44%	9.54%	8.64%	7.68%	7.66%	7.66%
投入资本收益率	23.20%	27.67%	23.58%	22.38%	21.37%	20.39%
增长率						
主营业务收入增长率	86.73%	50.89%	27.59%	28.62%	14.70%	10.56%
EBIT增长率	80.01%	42.24%	6.85%	11.67%	13.49%	12.72%
净利润增长率	79.79%	46.18%	6.35%	12.51%	14.67%	13.79%
总资产增长率	75.63%	60.09%	17.37%	27.33%	14.99%	13.71%
资产管理能力						
应收账款周转天数	24.2	20.4	21.2	20.0	20.0	20.0
存货周转天数	120.1	94.1	92.3	90.0	87.0	85.0
应付账款周转天数	96.4	99.0	102.4	100.0	100.0	100.0
固定资产周转天数	43.9	48.1	41.3	38.0	36.5	35.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-15.07%	-42.21%	-26.37%	-49.31%	-61.10%	-75.38%
EBIT利息保障倍数	-93.8	-283.0	-54.7	-128.2	-42.2	-29.7
资产负债率	59.80%	66.93%	64.62%	67.35%	66.24%	64.95%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	3	3	8
买入	0	2	11	11	23
持有	0	0	2	2	4
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	2.00	1.94	1.94	1.91

来源：朝阳永续

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
7 2011-11-28	买入	10.07	12.30 ~ 13.75

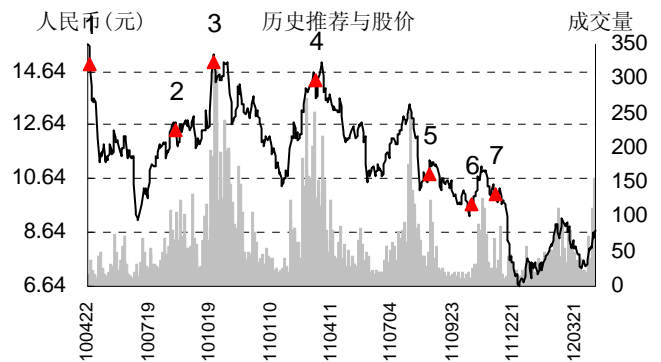
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有  
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

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作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)-61038271	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: 518026
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: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B