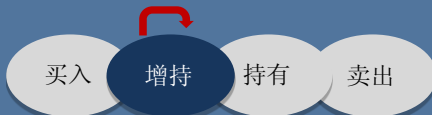
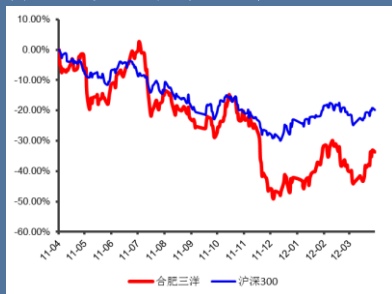


胡育杰 行业首席分析师
 执业编号: S1500511100001
 联系电话: +86 10 63081265
 邮箱: huyujie@cindasc.com



上次评级日期: 2012年3月21日
 相关报告: 《新品牌+多产品 推动公司未来发展》 2012.3.21

合肥三洋相对沪深300表现



资料来源: 信达证券研发中心

公司主要数据

52周内股价	6.48-
波动区间(元)	13.9
最近一月涨跌幅(%)	6.91
总股本(亿股)	5.33
流通A股比例(%)	36.9
总市值(亿元)	46.1

资料来源: 信达证券研发中心

业绩略增 盈利能力保持稳定

2012年4月24日

本期内容提要:

事件: 2012年4月23日合肥三洋发布2012年一季度报, 公司一季度实现营业收入10.47亿元, 同比增长1.22%; 营业利润和归属于母公司所有者的净利润分别为10764万元和9170万元, 同比增长1.05%和0.07%。一季度每股收益0.17元, 同比持平。

点评:

◇**业绩同比微增, 保持较高毛利率水平。**公司2012年一季度营业收入和归属于母公司所有者的净利润分别微增了1.22%和0.07%, 业绩整体表现稳定。一季度公司的销售毛利率和净利率分别为33.53%和8.76%, 略低于去年一季度0.43和0.1个点, 但在同行业中仍保持较高水平。

◇**加大促销力度, 一季度营运能力略有下降, 同时费用率出现下降。**面对家电行业的整体不景气状况, 和配合“帝度”冰箱上市, 公司加大了与国美苏宁等客户的促销力度, 应收账款同比增长35.5%, 相应的应收账款周转率同比下降3.5次, 为3.09次。同时新品冰箱上市和为冰洗旺季备货的原因, 存货周转天数同比增加13.75天, 达83.64天。一季度费用率相比2011年下降2.82%, 主要原因是销售费用率的下降, 在一季度新品冰箱上市、促销力度加强的背景下, 公司显示了良好的费用控制能力。

◇**家电行业一季度景气度触底, 公司保持略微增长实属不易:**根据产业在线的数据, 2012年前两月洗衣机销量仅增长0.2%, 其中内销下滑达7%。而一季度公司出口虽出现下滑, 但其内销增长稳定, 保证了业绩没有下滑, 同时新品电冰箱上市也为公司收入增长有所贡献。

◇**盈利预测与投资评级:**在公司新品牌、多产品的“532”战略的引导下, 电冰箱产能将逐渐释放, 同时公司显示了成本费用控制能力的加强, 也保证了盈利能力的稳定。公司制定的今年50亿营业收入目标并不算高, 达成或接近该目标问题不大。随着二季度到来, 家电行业景气将缓慢复苏, 公司收入也将逐步恢复正常增长速度。较之前的深度报告, 我们略微下调了盈利预测, 预计公司2012-2014年EPS分别为0.72元、0.89元、1.02元, 对应动态PE分别为12倍、10倍、9倍, 11年为基准的PEG为0.68, 维持“增持”评级。

◇**风险因素:**冰洗行业需求持续低迷; 消费政策低于预期; “帝度”品牌推广不力。

公司报告首页财务数据

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
主营业务收入(百万元)	3050.65	3892.41	4992.81	5989.08	7287.04
增长率YoY%	50.89%	27.59%	28.27%	19.95%	21.67%
净利润(百万元)	302.06	321.23	383.13	471.59	540.83
增长率YoY%	46.18%	6.35%	19.27%	23.09%	14.68%
毛利率%	33.12%	35.29%	32.47%	32.74%	32.27%
净资产收益率ROE%	32.78%	27.19%	25.70%	25.05%	23.05%
每股收益EPS(元)	0.57	0.60	0.72	0.89	1.02
市盈率P/E(倍)	15	14	12	10	9
市净率P/B(倍)	4.40	3.51	2.77	2.20	1.78

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测 注: 股价为2012年4月23日收盘价

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2010	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	2562.00	3033.78	3612.04	4693.38	5551.46
现金	442.24	346.86	558.20	502.32	1028.52
应收账款	139.85	287.61	251.20	400.77	389.04
其它应收款	9.31	11.49	19.26	14.49	27.00
预付账款	108.29	111.78	89.97	199.52	146.80
存货	583.50	664.70	903.58	1110.62	1357.12
其他	1278.82	1611.34	1789.83	2465.67	2602.97
非流动资产	605.82	684.43	807.48	891.89	994.55
长期投资	1.55	1.86	1.92	2.00	2.15
固定资产	378.76	440.16	543.06	605.05	672.67
无形资产	134.69	131.74	180.08	215.72	261.75
其他	90.82	110.67	82.42	69.12	57.99
资产总计	3167.82	3718.21	4419.52	5585.26	6546.01
流动负债	2018.23	2303.44	2652.73	3385.89	3852.62
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	677.21	736.29	1097.00	1114.57	1605.89
其他	1341.02	1567.15	1555.73	2271.33	2246.73
非流动负债	101.93	99.15	100.54	99.85	100.19
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	101.93	99.15	100.54	99.85	100.19
负债合计	2120.15	2402.59	2753.27	3485.74	3952.81
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权益	1047.67	1315.62	1666.25	2099.53	2593.20
负债和股东权益	3167.82	3718.21	4419.52	5585.26	6546.01

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	3050.65	3892.41	4992.81	5989.08	7287.04
同比(%)	50.89%	27.59%	28.27%	19.95%	21.67%
归属母公司净利润	302.06	321.23	383.13	471.59	540.83
同比(%)	46.18%	6.35%	19.27%	23.09%	14.68%
毛利率(%)	33.12%	35.29%	32.47%	32.74%	32.27%
ROE(%)	32.78%	27.19%	25.70%	25.05%	23.05%
每股收益(元)	0.57	0.60	0.72	0.89	1.02
P/E	15.28	14.36	12.04	9.78	8.53
P/B	4.40	3.51	2.77	2.20	1.78
EV/EBITDA	-0.93	-0.69	8.50	6.99	5.34

利润表

单位:百万元

会计年度	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	3050.65	3892.41	4992.81	5989.08	7287.04
营业成本	2040.26	2518.74	3371.79	4028.40	4935.49
营业税金及附加	2.85	15.83	20.47	24.56	29.88
营业费用	526.75	825.87	948.63	1137.93	1384.54
管理费用	145.62	173.83	219.68	263.52	320.63
财务费用	-1.18	-6.55	-10.85	-12.57	-19.50
资产减值损失	11.43	20.77	26.92	28.90	37.78
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-0.14	0.31	0.06	0.08	0.15
营业利润	324.79	344.23	416.22	518.43	598.38
营业外收入	24.69	27.14	25.91	26.53	26.22
营业外支出	0.22	0.46	0.50	0.50	0.50
利润总额	349.26	370.91	441.63	544.46	624.10
所得税	47.20	49.68	58.50	72.87	83.26
净利润	302.06	321.23	383.13	471.59	540.83
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	302.06	321.23	383.13	471.59	540.83
EBITDA	365.19	358.77	488.71	602.71	690.30
EPS(摊薄)	0.57	0.60	0.72	0.89	1.02

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2010	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	459.35	35.45	422.74	127.20	750.27
净利润	302.06	321.23	383.13	471.59	540.83
折旧摊销	31.41	0.00	62.91	76.81	92.99
财务费用	-1.18	-6.55	-10.85	-12.57	-19.50
投资损失	0.14	-0.31	-0.06	-0.08	-0.15
营运资金变动	148.64	-281.94	-17.63	-404.06	134.85
其它	-21.71	3.01	5.23	-4.49	1.25
投资活动现金流	-173.10	-81.31	-191.13	-156.64	-196.76
资本支出	56.85	84.09	126.83	80.53	103.42
长期投资	0.14	-0.31	-0.06	-0.08	-0.15
其他	-116.11	2.47	-64.36	-76.19	-93.49
筹资活动现金流	-53.93	-49.51	-20.27	-26.44	-27.31
短期借款	-90.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	36.07	-49.51	-20.27	-26.44	-27.31
现金净增加额	232.33	-95.37	211.34	-55.89	526.20

分析师简介

胡育杰，通信行业高级研究员。武汉大学博士。现任职信达证券研究发展中心通信行业首席研究员。曾任职于信息产业部电信研究院，从事通信行业宏观产业研究、政策研究、技术研究等，为信息产业部和其他相关机构提供了大量行业数据和多份高质量研究报告。曾任职宏源证券研究所，从事通信行业研究。

家电行业重点覆盖公司

格力电器（000651）	美的电器（000527）	青岛海尔（600690）	海信电器（600060）
老板电器（002508）	三花股份（002050）	阳光照明（600261）	德豪润达（002005）
合肥三洋（600983）			

机构销售联系人

姓名	电话	手机	邮箱
袁泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
张华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上； 增持： 股价相对强于基准 5%~20%； 持有： 股价相对基准波动在 ±5% 之间； 卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	看好： 行业指数超越基准； 中性： 行业指数与基准基本持平； 看淡： 行业指数弱于基准。

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。