

证券研究报告

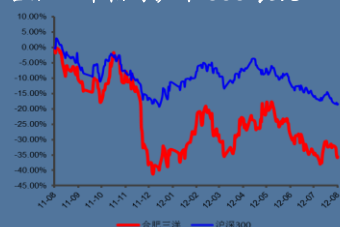
公司研究——半年报点评

合肥三洋（600983.sh）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级：增持，2012.04.23

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（2012-8-24）

收盘价(元)	7.11
52周内股价波动区间(元)	6.48-11.57
最近一月涨跌幅(%)	-2.74
总股本(亿股)	5.33
流通A股比例(%)	36.92
总市值(亿元)	37.88

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院
1号楼6层研究开发中心
邮编：100031

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

相关研究

《新品牌+多产品 推动公司未来发展》
2011.3
《业绩略增 盈利能力保持稳定》
2011.4

洗衣机业务收入下滑 下半年业绩有望好转

2012年半年报点评

2012年08月24日

事件：公司发布2012年半年报，报告期内实现营业收入17.37亿元，同比下降3.43%；营业利润1.78亿元，同比下降10.88%；归属于上市公司股东的净利润1.6亿元，同比下降9.09%；上半年销售毛利率和销售净利率分别达到32.93%和10.94%；摊薄每股收益0.3元，每股经营性现金流0.58元，低于我们之前的预期。

点评：

◆ **上半年洗衣机业务收入下滑，冰箱业务正式开展。**受到家电行业需求低迷，及五月节能补贴政策公布后渠道去库存和经销商改变销售策略的影响，公司在二线城市洗衣机销量出现下滑，上半年洗衣机业务营业收入同比下降11.23%；同时，“帝度”冰箱正式上市后，表现平稳，创造营业收入1.15亿元，我们预计已销售约20万台。

◆ **毛利率上升，成本控制能力增强。**上半年公司销售毛利率为32.93%，同比增加2.14个百分点，其中一、二季度的毛利率分别为33.53%和32.01%，我们认为主要原因是公司提倡的“过紧日子”推进了预算管理和成本管理取得成效；丰富的白电产品线形成规模效应降低了整体运营成本。从产品角度来看，上半年公司的洗衣机业务毛利率为33.7%，同比增加1.54个百分点；冰箱业务毛利率为36.68%，高于行业平均水平；而电机业务由于今年开始销售普通电机，毛利率由去年同期的32.92%下降到今年的13.46%。由于公司成本控制能力的增强和今年原材料价格的下滑，预计全年毛利率将不低于去年水平。

◆ **费用率支出加大，下半年将得到控制。**上半年公司管理费用率和销售费用率分别为4.76%和17.36%，同比分别上升1.09和2.03个百分点，直接影响到净利润率低于去年同期0.57个百分点。管理费用中，研究开发费支出同比增长58.5%，主要原因是模具开发费用的投入加大；销售费用中，广告费、市场建设费和售后服务费支出增长明显，主要原因是“帝度”品牌推广的投入增加所致。我们认为随着投入项目的基本到位、需求的回暖及公司结构的优化，下半年费用投入有望得到控制。

◆ **节能补贴政策实施和公司冰箱业务的稳定推进，下半年业绩有望好转。**节能补贴政策对家电行业的促进作用不言而喻，将有利于公司的高效能洗衣机的销售，从7、8月的情况来看，销售情况已明显改善；公司冰箱业务正在稳定推进，其营销网络将进一步完善；变频电机销售下半年也将大规模启动，已与海尔签订约50万台的供货协议；上半年出口情况强于行业平均水平，公司将重点建设新兴市场的海外代理网络。所以我们认为下半年公司的业绩有望好转。

◆ **盈利预测：**我们认为上半年公司的表现与行业整体消费放缓的趋势相近，中报盈利情况低于我

们的预期，因此降低公司 2012~2014 年 EPS 为 0.67 元、0.77 元、0.92 元的盈利预测（前次预测分别为 0.72 元、0.89 元、1.02 元），对应 2012 年 8 月 24 日收盘价的 PE 分别为 11 倍、9 倍、8 倍。鉴于公司现在的股价和估值水平较低，以及下半年公司业绩超预期的可能性较大，我们依然维持“增持”评级。

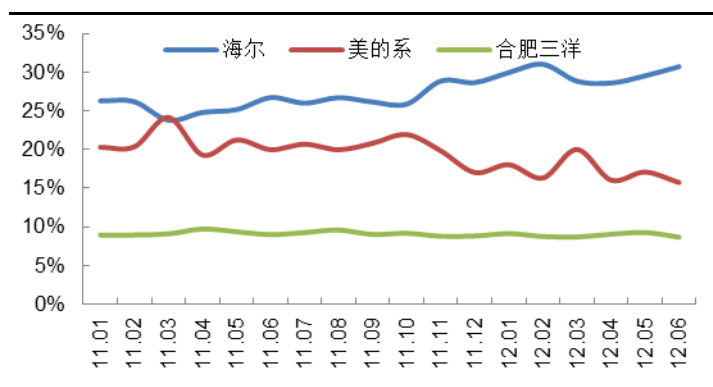
◆ **风险因素：**冰洗行业持续低迷，费用支出依然较大。

公司财务预测数据

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
主营业务收入(百万元)	3,050.65	3,892.41	4,321.94	4,985.21	5,821.46
增长率 YoY %	50.89%	27.59%	11.04%	15.35%	16.77%
净利润(百万元)	302.06	321.23	354.46	411.20	488.11
增长率 YoY%	46.18%	6.35%	10.34%	16.01%	18.70%
毛利率%	33.12%	35.29%	35.38%	34.86%	34.83%
净资产收益率 ROE%	32.78%	27.19%	24.01%	22.64%	22.06%
每股收益 EPS(元)	0.57	0.60	0.67	0.77	0.92
市场一致预期 EPS(元)	-	-	0.68	0.81	0.96
市盈率 P/E(倍)	13	12	11	9	8
市净率 P/B(倍)	3.72	2.96	2.38	1.95	1.60

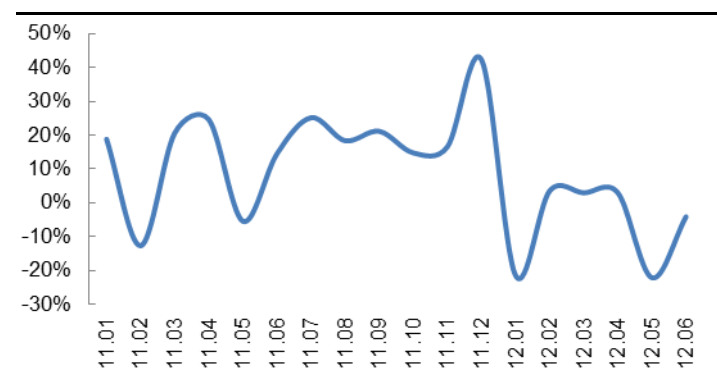
资料来源：wind，信达证券研发中心预测 注：股价为 2012 年 8 月 24 日收盘价

图 1：洗衣机分品牌销售额份额占比



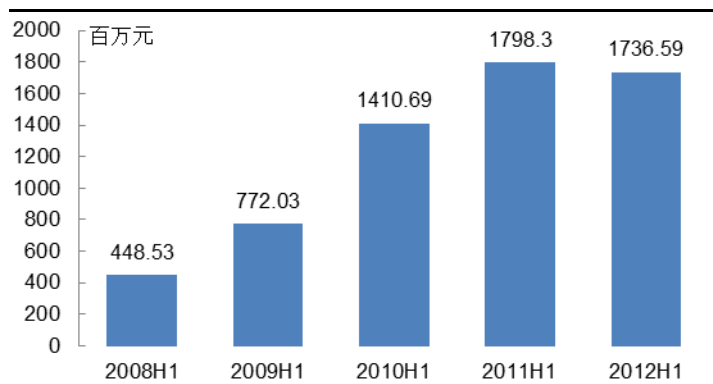
资料来源：中怡康，信达证券研发中心

图 2：洗衣机零售额同比增速



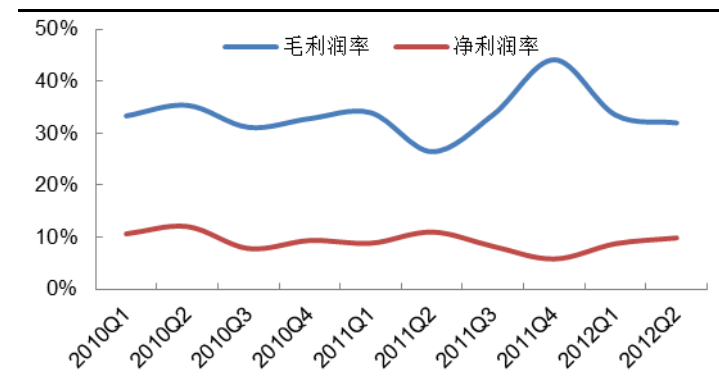
资料来源：中怡康，信达证券研发中心

图 3: 2010-2012 年中报营业收入变化趋势



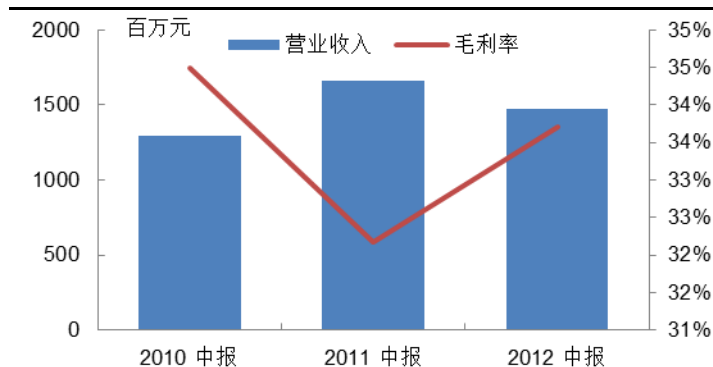
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 4: 单季度毛利润率和净利润率变化趋势



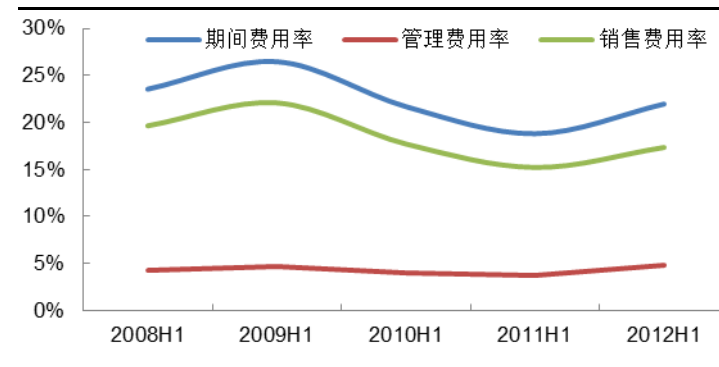
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 5: 2010-2012 年中报洗衣机业务营业收入和毛利率变化比较



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 6: 费用率变化趋势



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

表 1: 2010 年-2012 年中报杜邦分析法比较

财务指标	2012 中报	2011 中报	2010 中报
权益净利率(ROE)(%)	11.58	15.84	18.56
销售净利率(%)	9.19	9.77	11.29
净利润 / 利润总额(%)	84.03	85.75	86.14
利润总额 / 息税前利润(%)	101.38	101.8	100.15
息税前利润 / 营业总收入(%)	10.79	11.19	13.09
资产周转率(次)	0.48	0.59	0.64
权益乘数	2.62	2.76	2.57

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

表 2: 销售费用明细比较

项目	YoY 增长	2012 占比	2011 占比
促销费	0.02%	34.41%	37.87%
运输费	4.18%	13.92%	14.71%
市场建设费	15.17%	10.42%	9.96%
职工薪酬	5.49%	10.04%	10.48%
售后服务费	15.70%	8.66%	8.24%
广告费	41.44%	6.41%	4.99%
出口费用	15.36%	3.89%	3.71%
租赁费	91.41%	4.60%	2.64%
差旅费	-21.36%	1.97%	2.75%
业务费	51.71%	4.12%	2.99%
办公费	-13.08%	1.14%	1.44%
维修费	-	0.11%	0.00%
其他	45.94%	0.30%	0.23%
合计	10.06%	100.00%	100.00%

资料来源: 公司半年报, 信达证券研发中心

表 3: 管理费用明细比较

项目	YoY 增长	2012 占比	2011 占比
研究开发费	58.50%	54.00%	42.63%
职工薪酬	10.55%	20.21%	22.88%
办公费	-13.30%	4.15%	5.99%
各项税金	61.46%	6.34%	4.92%
修理费	-64.01%	1.57%	5.44%
折旧费	-9.07%	2.00%	2.75%
无形资产摊销	0.23%	1.72%	2.14%
宣传费	22.23%	2.17%	2.22%
业务费	-22.14%	1.45%	2.34%
咨询费	-31.07%	1.52%	2.76%
差旅费	21.42%	0.97%	1.00%
运输费	34.36%	2.12%	1.97%
其他	-24.67%	1.78%	2.96%
合计	25.13%	100.00%	100.00%

资料来源: 公司半年报, 信达证券研发中心

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	2,562.00	3,033.78	3,592.24	4,278.00	5,124.47
现金	442.24	346.86	617.65	840.30	1,111.35
应收账款	1,278.82	1,611.34	1,800.44	2,076.75	2,425.12
其它应收款	139.85	287.61	258.74	298.44	348.51
预付账款	108.29	111.78	136.08	158.23	184.87
存货	583.50	664.70	767.84	892.79	1,043.12
其他	9.31	11.49	11.49	11.49	11.49
非流动资产	605.82	684.43	712.86	755.91	802.55
长期投资	1.55	1.86	1.86	1.86	1.86
固定资产	378.76	440.16	452.26	506.57	537.35
无形资产	134.69	131.74	138.81	145.67	152.33
其他	90.82	110.67	119.93	101.81	111.01
资产总计	3,167.82	3,718.21	4,305.10	5,033.91	5,927.02
流动负债	2,018.23	2,303.44	2,568.37	2,939.27	3,397.54
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	677.21	736.29	809.88	941.67	1,100.24
其他	1,341.02	1,567.15	1,758.49	1,997.60	2,297.30
非流动负债	101.93	99.15	99.15	99.15	99.15
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	101.93	99.15	99.15	99.15	99.15
负债合计	2,120.15	2,402.59	2,667.52	3,038.42	3,496.69
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	1,047.67	1,315.62	1,637.58	1,995.50	2,430.33
负债和股东权益	3167.82	3718.21	4305.10	5033.91	5927.02

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	3,050.65	3,892.41	4,321.94	4,985.21	5,821.46
同比	50.89%	27.59%	11.04%	15.35%	16.77%
归属母公司净利润	302.06	321.23	354.46	411.20	488.11
同比	46.18%	6.35%	10.34%	16.01%	18.70%
毛利率	33.12%	35.29%	35.38%	34.86%	34.83%
ROE	32.78%	27.19%	24.01%	22.64%	22.06%
每股收益(元)	0.57	0.60	0.67	0.77	0.92
P/E	13	12	11	9	8
P/B	3.72	2.96	2.38	1.95	1.60
EV/EBITDA	10.31	9.70	8.67	7.50	6.36

利润表

单位:百万元

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	3,050.65	3,892.41	4,321.94	4,985.21	5,821.46
营业成本	2,040.26	2,518.74	2,792.69	3,247.14	3,793.92
营业税金及附加	2.85	15.83	17.29	19.94	23.29
营业费用	526.75	825.87	907.61	1,031.94	1,193.40
管理费用	145.62	173.83	203.13	224.33	259.06
财务费用	-1.18	-6.55	-4.73	-9.80	-13.86
资产减值损失	11.43	20.77	18.99	21.22	26.71
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	0.15	0.11	0.19
营业利润	324.79	344.23	387.12	450.54	539.15
营业外收入	24.69	27.14	21.94	24.59	24.56
营业外支出	0.22	0.46	0.49	0.39	0.44
利润总额	349.26	370.91	408.58	474.74	563.26
所得税	47.20	49.68	54.12	63.54	75.15
净利润	302.06	321.23	354.46	411.20	488.11
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	354.46	411.20	488.11
EBITDA	378.25	402.21	449.93	519.98	613.01
EPS (摊薄)	0.70	0.60	0.67	0.77	0.92

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	491.10	132.12	369.81	360.74	416.56
净利润	302.06	321.23	354.46	411.20	488.11
折旧摊销	31.41	39.81	41.32	45.19	49.74
财务费用	-2.42	-8.51	0.03	0.05	0.02
投资损失	0.14	-0.31	-0.15	-0.11	-0.19
营运资金变动	171.10	-243.77	-41.73	-113.44	-143.84
其它	-11.18	23.66	15.89	17.85	22.73
投资活动现金流	-124.04	-163.86	-66.49	-84.76	-92.21
资本支出	-128.44	-175.42	-66.65	-84.87	-92.40
长期投资	0.00	0.00	0.15	0.11	0.19
其他	4.39	11.56	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-133.21	-60.58	-32.50	-53.28	-53.28
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	-90.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	43.21	60.58	32.50	53.28	53.28
现金净增加额	232.33	-95.37	270.78	222.65	271.05

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

公司及代码	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
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	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
文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
单丹	010-63081079	18611990152	shandan@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

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。

股票投资评级

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 $\pm 5\%$ 之间；

卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。

行业投资评级

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理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。