

胡铸强 CFA

执业证书编号: S0730511010013

021-50588666-8023

huzq@ccnew.com

主营恢复增长，冰箱业务开拓较顺利

合肥三洋(600983)点评报告

证券研究报告-点评报告

增持(维持)

发布日期: 2012-10-29

报告关键要素:

公司冰箱业务已启动，三季报显示，冰箱业务市场投入并未对公司业绩造成太大负面影响，公司业绩增长较为稳健，未来，冰箱业务与节能补贴增厚将是公司未来主要看点。

事件:

- **合肥三洋公布三季报**，三季度，公司实现销售收入11.51亿元，同比增长16.26%，营业利润1.32亿元，同比增长37.56%，净利润0.98亿元，同比增长20.02%；前三季度公司实现每股收益为0.48元。

点评:

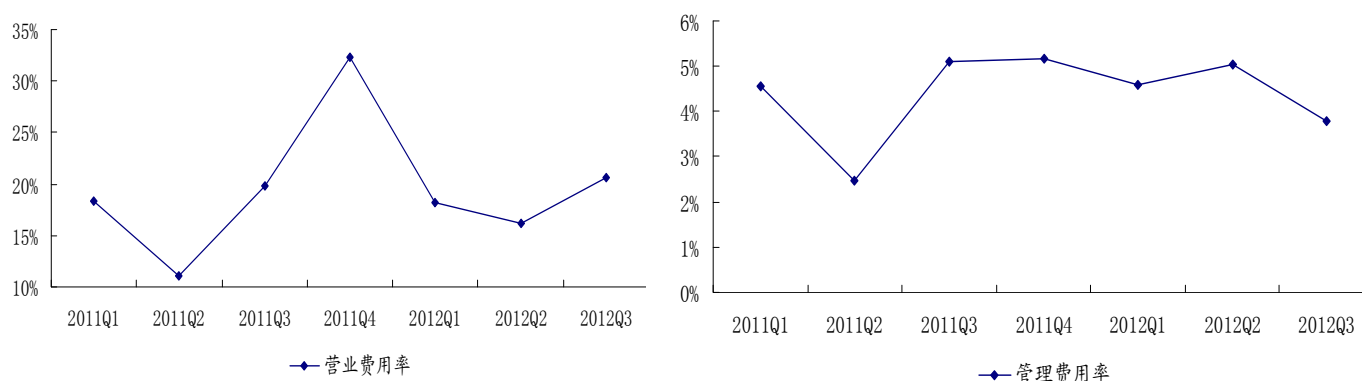
- **冰箱业务启动，营收增速改善**。报告期内公司主营业务实现收入11.51亿元，同比增长16.26%，增速环比改善26Pt。冰箱业务贡献是公司营收恢复正增长非常重要因素之一，公司前三季度冰箱业务实现销售约20万台，在当前市场环境下实属不易。
- **冰箱业务盈利能力较强，毛利率改善**。公司三季度主营业务毛利率为34.44%，同比改善0.86Pt，环比改善2.43Pt。由于目前正处于市场开拓期，三季度，冰箱业务产能利用率较低，固定成本分摊相对较高，但公司仍旧实现了较高的毛利率，显示冰箱业务盈利能力较强。未来随着冰箱产能利用率改善，公司毛利率仍有改善空间。
- **销售费用温和增长，期间费用率整体改善**。三季度，公司发生销售费用2.37亿元，销售费用率同比增加0.82Pt至20.62%。当前正处于冰箱业务市场开拓期，市场投入较为集中，三季度销售费用增长较为温和，公司费用管理良好。同期，公司管理费用率同比改善1.33Pt至3.78%，财务费用实现88万正收益，同比增加131%，期间费用率同比改善。
- **品牌风险降低**。公司于2012年9月3日与日本三洋株式会社在2009年3月25日双方签订的《商标使用许可合同》内容基础上，签署《〈商标使用许可合同〉之修订合同》。同时，公司已收回“荣事达”品牌使用权，品牌风险大幅降低。
- **冰箱业务仍是未来主要看点**。公司今年目标实现冰箱产销超过40万台，前三季度实现销售约20万台，四季度完成目标有一定压力。但整体看冰箱业务推广较为顺利，短期内财务压力可控。若能保持目前良好趋势，预计2013年冰箱业务有望实现盈亏平衡或小幅盈利。
- **维持公司“增持”的评级**。预测公司2012年每股收益0.64元，2013年每股收益0.75元，对应动态市盈率分别为10.08倍与8.68倍，维持“增持”投资评级。
- **风险提示**：1、冰箱业务若进展不顺利，短期内可能拖累公司盈利水平；2、政治风险。

图 1: 公司营业收入与毛利率变动情况



资料来源: 中原证券、公司公告

图 2: 营业费用与管理费用率变动



资料来源: 中原证券、公司公告

盈利预测

资产负债表	(亿元)				利润表	(亿元)			
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	30.34	40.29	52.73	66.32	营业收入	38.92	51.27	67.12	84.39
现金	3.47	5.13	6.71	8.44	营业成本	25.19	34.00	45.08	57.09
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税费	0.16	0.21	0.27	0.34
应收票据	16.11	20.51	26.85	33.75	销售费用	8.26	10.77	14.10	17.72
应收款项	2.99	4.23	5.55	6.98	管理费用	1.74	2.36	3.09	3.88
存货	6.65	9.13	12.11	15.35	财务费用	-0.07	-0.10	-0.12	-0.16
其他	1.12	1.29	1.51	1.80	资产减值损失	0.21	0.07	0.08	0.09
非流动资产	6.84	7.75	8.08	8.19	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.02	0.02	0.00	0.00	投资收益	0.00	0.00	0.00	0.04
固定资产	4.40	5.52	5.90	6.14	营业利润	3.44	3.98	4.62	5.46
无形资产	1.32	1.25	1.19	1.13	营业外收入	0.27	0.00	0.00	0.00
其他	1.11	0.96	0.98	0.93	营业外支出	0.00	0.00	0.00	0.00

资产总计	37.18	48.05	60.81	74.51	利润总额	3.71	3.98	4.62	5.46
流动负债	23.03	30.48	39.27	48.28	所得税	0.50	0.56	0.65	0.76
短期借款	0.00	0.74	1.14	1.06	净利润	3.21	3.42	3.97	4.70
应付帐款	7.36	10.20	13.53	17.13	少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
预收帐款	3.01	3.07	3.15	3.24	归属母公司净利润	3.21	3.42	3.97	4.70
其他	12.66	16.47	21.45	26.86	EPS (元)	0.60	0.64	0.75	0.88
长期负债	0.99	0.99	0.99	0.99					
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率				
其他	0.99	0.99	0.99	0.99		2011A	2012E	2013E	2014E
负债合计	24.03	31.47	40.26	49.27	每股指标				
股本	5.33	5.33	5.33	5.33	每股收益	0.60	0.64	0.75	0.88
资本公积金	0.17	0.17	0.17	0.17	每股经营现金	-0.17	0.33	0.30	0.32
未分配利润	6.21	9.63	13.60	18.29	每股净资产	2.47	3.11	3.86	4.74
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	增长率				
母公司所有者权益	13.16	16.58	20.55	25.24	营业收入增长率	27.59%	31.73%	30.90%	25.73%
负债及权益合计	37.18	48.05	60.81	74.51	营业利润增长率	5.98%	15.55%	16.06%	18.32%
					净利润增长率	6.35%	6.48%	16.06%	18.32%
现金流量表				(亿元)	获利能力				
	2011A	2012E	2013E	2014E	毛利率	35.29%	33.68%	32.83%	32.35%
经营活动现金流	1.32	2.39	2.25	2.62	净利率	8.25%	6.67%	5.91%	5.57%
净利润	3.21	3.42	3.97	4.70	ROE	24.42%	20.63%	19.32%	18.61%
资产减值准备	0.21	0.07	0.08	0.09	ROIC	22.69%	19.77%	18.30%	17.86%
折旧摊销	0.40	0.67	0.79	0.89	偿债能力				
财务费用	-0.07	-0.10	-0.12	-0.16	资产负债率	50.00%	51.75%	54.04%	53.19%
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.04	流动比率	1.32	1.32	1.34	1.37
营运资金变动	0.00	-1.66	-2.48	-2.86	速动比率	1.03	1.02	1.03	1.06
投资活动现金流	-1.64	-1.50	-1.18	-0.96	营运能力				
资本支出	0.00	-1.50	-1.20	-1.00	资产周转率	1.13	1.20	1.23	1.25
其他投资	-1.64	0.00	0.02	0.04	存货周转率	3.95	4.26	4.22	4.14
筹资活动现金流	-0.61	0.84	0.52	0.07	应收帐款周转率	18.21	14.74	14.24	13.98
借款变动	0.00	0.00	0.00	0.00	估值比率				
其他	-0.61	0.84	0.52	0.07	PE	10.78	10.08	8.68	7.34
现金净增加额	-0.92	1.74	1.58	1.73	PB	2.62	2.08	1.68	1.37

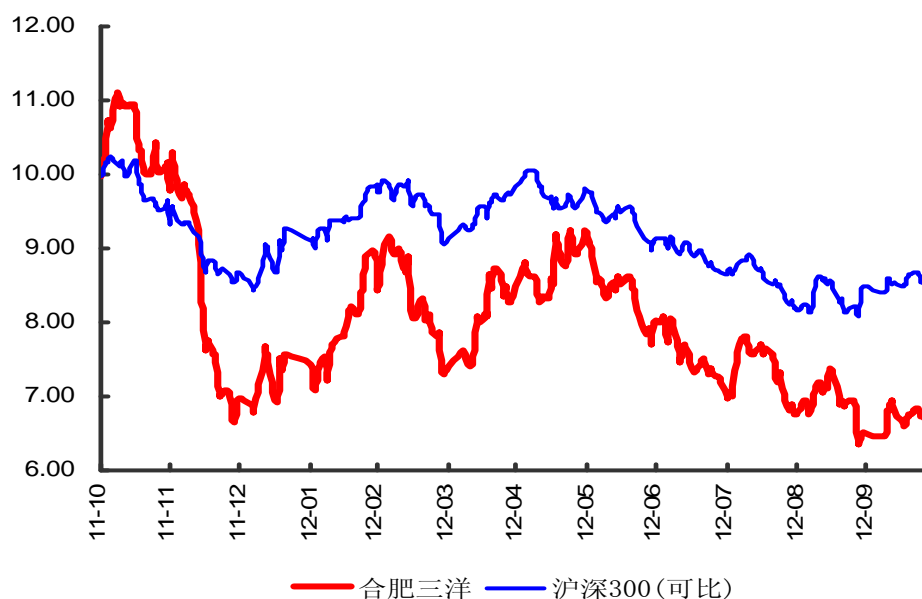
市场数据 (2012-10-26)

收盘价 (元)	6.47
一年内最高/最低 (元)	11.30/6.31
沪深300指数	2307.78
市净率 (倍)	2.49
流通市值 (亿元)	13.26

基础数据 (2012-09-30)

每股净资产 (元)	2.89
每股经营现金流 (元)	0.91
毛利率 (%)	33.53
净资产收益率 (%)	18.03
资产负债率 (%)	59.13
总股本/流通股 (万股)	53280.00/19670.04
B股/H股 (万股)	0.00/0.00

个股相对沪深300指数走势



行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得转载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。