

## 证券研究报告

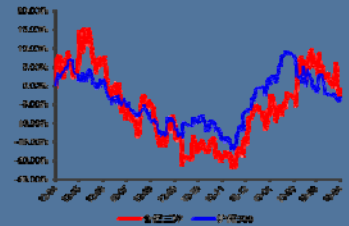
### 公司研究——年报点评

#### 合肥三洋（600983.sh）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级：增持，2012.10.29

#### 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（2013-04-17）

收盘价(元)	7.95
52周内股价波动区间(元)	6.15-9.44
最近一月涨跌幅(%)	-7.34
总股本(亿股)	5.33
流通A股比例(%)	36.92
总市值(亿元)	42.36

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

边铁城 行业分析师

执业编号：S1500510120018

联系电话：+86 10 63081253

邮箱：biantiecheng@cindasc.com

王镓 研究助理

联系电话：+86 10 63081086

邮箱：wangmo@cindasc.com

#### 相关研究

《三季度主营收入增长16%，销售费用值得关注》 2013.10.29

## 洗衣机销售下滑 4.6% 业绩低于预期

### 2012 年报点评

2013 年 4 月 18 日

**事件：**公司发布 2012 年报，报告期内公司实现营业收入 40.16 亿元，同比增长 3.17%；营业利润 3.27 亿元，同比下降 4.95%；归属于母公司所有者的净利润 3.04 亿元，同比下降 5.5%；全年销售毛利率和销售净利率分别达到 33.59%和 7.56%，ROE（摊薄）为 19.13%；摊薄每股收益 0.57 元。利润分配方案：每 10 股派发现金股利 0.5 元（含税）。

#### 点评：

◆ **营收增速放缓，洗衣机收入下滑，“帝度”冰箱收入达到 2.37 亿元。**2012 年洗衣机市场需求下滑，行业出货量下降，同时也受到钓鱼岛争端引发的中日关系紧张因素的影响，公司 2012 年营业收入增长 3.17%，远低于 2011 年的 27.6%，仅完成年度经营计划的 80.32%，其中洗衣机、冰箱、微波炉、其他（电机等）销售收入分别为 33.9 亿元（YoY -4.63%）、2.37 亿元、1.33 亿元（YoY +4.86%）、1.28 亿元（YoY +32.23%）。

◆ **综合毛利率下降 1.7 个百分点。**公司全年综合毛利率为 33.59%，低于 2011 年的 35.29%，其中主要的洗衣机毛利率为 36.83%，低于去年 0.05 个百分点，基本持平，而冰箱和微波炉（两者收入之和占比 9.5%）的毛利率分别为 22.6%和 19.37%（同比下降 2.2 个百分点）。

◆ **费用率低于 2011 年，净利润率下降。**2012 年公司管理费用率和销售费用率分别为 5.36%（同比上升 0.9 个百分点）和 19.44%（同比下降 1.77 个百分点），整体期间费用率同比下降 0.82 个百分点。虽然费用率略有下降，但由于毛利率的下滑，净利润率同比下降 0.7 个百分点左右。

◆ **经营活动现金净流增长 184%。**公司 2012 年经营活动现金流量净额为 3.75 亿元，同比增长 183.79%，主营业务收入现金比率和经营现金流量净利润率比分别为 9.34%和 123.51%（2011 年为 3.16%和 38.33%），经营现金流情况大幅转好，主要原因是大连锁客户回款增加以及网购等新兴渠道回款增加所致。

◆ **2013 年公司经营目标收入 55 亿元。**年报显示，2013 年公司经营目标是销售收入 55 亿元，净利润 3.3 亿元，对应分别同比增长 37%和 8.6%，对应的净利润率为 6%。

◆ **盈利预测：**我们认为 2013 年白电市场将好于 2012 年，冰洗行业将处于缓慢复苏的阶段，同时公司作为国内唯一掌握直流变频电机及控制系统的生产商，在变频节能方面的优势比较突出，在消费升级和节能政策的拉动下，其优势将进一步得以发挥。根据 12 年的情况，我们降低之前的盈利预测：预计公司 2013~2015 年 EPS 分别为 0.66 元、0.76 元、0.84 元（前次预测 13、14 年为 0.77

元、0.92元)，对应2013年4月17日收盘价的PE分别为12倍、10倍、9倍。鉴于对白电市场的展望和公司较低的估值，我们继续维持其“增持”评级。

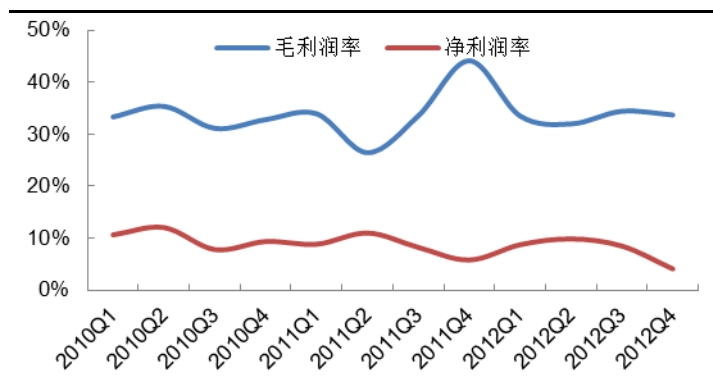
◆ **风险因素：** 新国五条对地产市场的影响；行业竞争对毛利率的影响

公司财务预测数据

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
主营业务收入(百万元)	3,892.41	4,015.76	4,779.26	5,620.51	6,514.35
增长率 YoY %	27.59%	3.17%	19.01%	17.60%	15.90%
净利润(百万元)	321.23	303.57	353.32	405.18	449.86
增长率 YoY%	6.35%	-5.50%	16.39%	14.68%	11.03%
毛利率%	35.29%	33.59%	33.14%	33.06%	32.80%
净资产收益率 ROE%	27.19%	20.92%	20.19%	19.27%	17.97%
每股收益 EPS(元)	0.60	0.57	0.66	0.76	0.84
市场一致预期 EPS(元)	-	-	0.8	0.94	-
市盈率 P/E(倍)	13	14	12	10	9
市净率 P/B(倍)	3.22	2.67	2.21	1.85	1.56

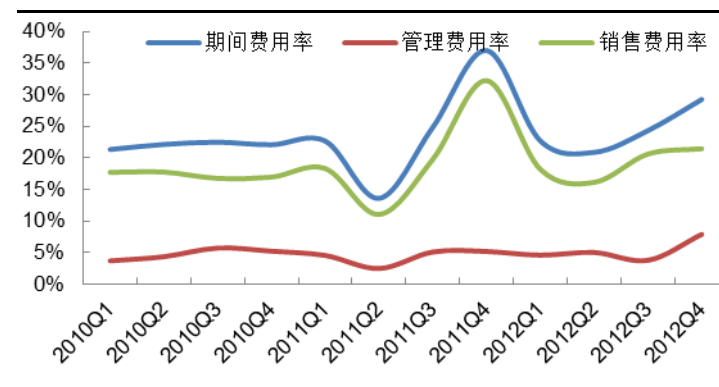
资料来源: wind, 信达证券研发中心预测 注: 股价为2013年4月17日收盘价

图 1: 单季度毛利率和净利率



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 2: 单季度费用率变化趋势



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

## 资产负债表

单位:百万元

会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产	3,033.78	3,255.28	3,769.84	4,564.77	5,459.32
现金	346.86	515.31	474.21	689.19	963.42
应收账款	1,611.34	1,601.81	1,942.41	2,284.32	2,647.60
其它应收款	287.61	280.91	343.73	404.23	468.52
预付账款	111.78	94.11	127.28	149.86	174.37
存货	664.70	754.70	873.77	1,028.73	1,196.98
其他	11.49	8.43	8.43	8.43	8.43
非流动资产	684.43	833.61	1,033.40	1,083.45	1,119.16
长期投资	1.86	1.41	1.41	1.41	1.41
固定资产	440.16	546.15	611.67	684.62	720.98
无形资产	131.74	203.07	264.08	268.33	272.38
其他	110.67	82.98	156.24	129.10	124.39
资产总计	3,718.21	4,088.89	4,803.23	5,648.22	6,578.47
流动负债	2,303.44	2,399.31	2,786.97	3,253.42	3,760.46
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	736.29	851.18	976.98	1,150.25	1,338.37
其他	1,567.15	1,548.13	1,809.99	2,103.17	2,422.08
非流动负债	99.15	102.88	102.88	102.88	102.88
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	99.15	102.88	102.88	102.88	102.88
负债合计	2,402.59	2,502.20	2,889.86	3,356.31	3,863.34
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	1,315.62	1,586.69	1,913.37	2,291.92	2,715.13
负债和股东权益	3718.21	4088.89	4803.23	5648.22	6578.47

## 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	3,892.41	4,015.76	4,779.26	5,620.51	6,514.35
同比	27.59%	3.17%	19.01%	17.60%	15.90%
归属母公司净利润	321.23	303.57	353.32	405.18	449.86
同比	6.35%	-5.50%	16.39%	14.68%	11.03%
毛利率	35.29%	33.59%	33.14%	33.06%	32.80%
ROE	27.19%	20.92%	20.19%	19.27%	17.97%
每股收益(元)	0.60	0.57	0.66	0.76	0.84
P/E	13	14	12	10	9
P/B	3.22	2.67	2.21	1.85	1.56
EV/EBITDA	10.53	10.79	9.23	8.07	7.28

## 利润表

单位:百万元

会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	3,892.41	4,015.76	4,779.26	5,620.51	6,514.35
营业成本	2,518.74	2,666.94	3,195.44	3,762.16	4,377.44
营业税金及附加	15.83	23.26	23.56	30.14	33.52
营业费用	825.87	780.80	931.96	1,096.00	1,270.30
管理费用	173.83	215.29	232.60	275.29	328.45
财务费用	-6.55	-4.41	-8.13	-6.92	-10.85
资产减值损失	20.77	6.23	20.34	21.08	20.69
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.31	-0.45	-0.30	-0.15	-0.30
营业利润	344.23	327.19	383.20	442.62	494.50
营业外收入	27.14	21.32	24.38	24.28	23.33
营业外支出	0.46	0.32	0.33	0.37	0.34
利润总额	370.91	348.19	407.25	466.53	517.49
所得税	49.68	44.62	53.92	61.35	67.63
净利润	321.23	303.57	353.32	405.18	449.86
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	321.23	303.57	353.32	405.18	449.86
EBITDA	402.21	392.65	459.03	525.08	581.77
EPS (摊薄)	0.60	0.57	0.66	0.76	0.84

## 现金流量表

单位:百万元

会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	132.12	374.93	234.46	347.56	398.43
净利润	321.23	303.57	353.32	405.18	449.86
折旧摊销	39.81	50.67	51.75	58.51	64.27
财务费用	-8.51	-6.21	0.03	0.05	0.02
投资损失	-0.31	0.45	0.30	0.15	0.30
营运资金变动	-243.77	18.26	-188.33	-134.58	-133.98
其它	23.66	8.20	17.38	18.26	17.96
投资活动现金流	-163.86	-173.08	-248.88	-105.89	-97.54
资本支出	-175.42	-180.20	-248.58	-105.75	-97.24
长期投资	0.00	0.00	-0.30	-0.15	-0.30
其他	11.56	7.12	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-60.58	-33.20	-26.64	-26.64	-26.64
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	60.58	33.20	26.64	26.64	26.64
现金净增加额	-95.37	168.44	-41.10	214.98	274.23

### 分析师简介

**边铁城**，工商管理硕士，曾从事软件开发、PC 产品管理等工作，IT 从业经验八年，2007 年加入信达证券。

### 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
徐吉炉	021-63570071	18602104801	xujilu@cindasc.com
刘晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@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±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。