

收入利润高增长，可期待因素较多

合肥三洋 (600983.SH)

谨慎推荐 维持评级

核心观点:

1. 报告背景:

2013年1-9月，公司实现收入40.3亿元，同比大幅增长39.6%，归属上市公司净利润3.2亿元，较去年同期增长25.4%，EPS 0.61元。略超预期。

其中第三季度，公司收入14.9亿元，同比增长29.8%。净利润1.3亿，同比大幅增长31.4%。EPS 0.24元。

2. 我们的分析与判断:

(一) 冰洗行业需求偏弱，公司多品牌战略促进收入增长

下半年节能补贴政策退出后，行业需求下滑，行业整体收入出现下滑，公司在节能补贴退出后，积极进行多品牌战略拓展，“帝度”冰箱持续放量以及二季度“荣事达”国内铺货带动，公司三季度收入14.9亿元，同比增长29.8%。

(二) 费用率控制良好，三季度公司净利率回稳

在行业需求偏弱的不利背景下，公司提高了对“帝度”高端产品的占比，产品结构优化。前三季度，公司综合毛利率为34.5%，同比提升1.0个百分点，其中，第三季度公司毛利率34.8%，同比提升0.4个百分点。

1-9月，销售费用率为21.3%，同比提升2.7个百分点，管理费用率3.9%，下滑0.5个百分点。其中第三季度，销售费用率21.3%，同比提升0.7个百分点，管理费用率3.6%，同比下滑0.2个百分点，销售费用率增长主要原因是行公司持续加大品牌建设和拓展力度，帝度品牌进入全国4000多家网点，占公司销售收入1/3，“荣事达”实现全国铺货。市场推广费用增加。

综合形成，公司前三季度净利率8.0%，同比下滑0.9个百分点，第三季度净利率8.6%，同比增长0.1个百分点。

(三) 惠而浦收购股权，定向增发扩充资金实力，提升竞争力

8月公司公告惠而浦拟以34亿元收购合肥三洋51%股权，其中以19.86亿元现金认购合肥三洋定向增发2.34亿股。惠而浦多年国际家电行业运营，在技术创新、产品服务、营销网络、品牌管理等方面具有丰富经验，结合合肥三洋丰富的国内市场运营经验、渠道网络，公司未来迎来发展新阶段。

目前公司收购方案还在积极推进中，收购完成后，公司将承接惠而浦亚洲区采购订单，拥有惠而浦国内销售代理，借助惠而浦技术、管理经验，运营效率和产品力还将持续提升。

3. 投资建议

预计公司2013/2014年净利润分别为4.7亿和5.9亿元，未考虑股本摊薄EPS分别为0.89元和1.10元。公司目前股价相对2013年PE在15倍左右，收购进程及订单转移尚需紧密跟踪，给予“谨慎推荐”评级。

4. 风险提示: 收购方案尚需相关部门审批，进程尚有不不确定性。

分析师

袁浩然

☎: 0755-82830346

✉: yuanhaoran@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130512030002

郝雪梅

☎: 0755-82838453

✉: haoxuemei@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130512070002

特此鸣谢

林寰宇 0755 82837313

(Linhuanyu_yj@chinastock.com.cn)

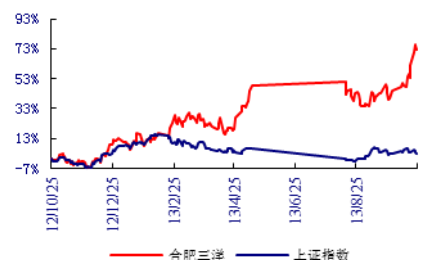
对本报告的编制提供信息

市场数据

时间 2013.10.24

A股收盘价(元)	11.55
A股一年内最高价(元)	11.88
A股一年内最低价(元)	6.15
上证指数	2164.32
市净率	3.88
总股本(万股)	53280.00
实际流通A股(万股)	53280.00
限售的流通A股(万股)	0.00
流通A股市值(亿元)	61.54

相对指数表现图



资料来源: 中国银河证券研究部

相关研究

表格 1: 2013 年 1-9 月利润表各项比较 (单位: 百万, %)

科目(单位: 百万)	2013Q1-Q3	2012Q1-Q3	同比
一、营业总收入	4,033	2,888	39.6%
二、营业总成本	3,675	2,598	41.5%
其中: 营业成本	2,641	1,920	37.6%
毛利率(简单测算)	34.5%	33.5%	0.99%
营业税金及附加	20	17	
销售费用	859	539	59.5%
销售费用率	21.3%	18.7%	2.7%
管理费用	159	126	25.8%
管理费用率	3.9%	4.4%	-0.4%
财务费用	-3	-3	
资产减值损失	0	0	
加: 公允价值变动收益	0	0	
投资收益及其它	-1	-0	
三、营业利润	355	288	23.5%
加: 营业外收入	16	14	17.8%
减: 营业外支出	0	0	
四、利润总额	371	301	23.2%
减: 所得税费用	49	44	10.8%
综合所得税率	13.1%	14.5%	-1.5%
五、净利润	323	257	25.4%
归属于母公司净利润	323	257	25.4%
净利润率	8.0%	8.9%	-0.9%
少数股东损益	0	0	
少数股东损益占比	0.0%	0.0%	
六、总股本	533	533	
七、按期末股数简单每股收益:	0.61	0.48	
毛利率减销售费用率	13.2%	14.9%	-1.7%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

表格 2: 2013 年三季度利润表各项比较 (单位: 百万, %)

科目(单位: 百万)	2013Q3	2012Q3	同比
一、营业总收入	1,494	1,151	29.8%
二、营业总成本	1,352	1,041	29.8%
其中: 营业成本	974	755	29.1%
毛利率(简单测算)	34.8%	34.4%	0.36%
营业税金及附加	8	6	
销售费用	318	237	33.7%
销售费用率	21.3%	20.6%	0.6%
管理费用	54	44	24.7%
管理费用率	3.6%	3.8%	-0.1%
财务费用	-2	-1	
资产减值损失	0	0	
加: 公允价值变动收益	0	0	
投资收益及其它	0	-0	
三、营业利润	142	110	29.4%
加: 营业外收入	7	1	447.9%
减: 营业外支出	0	0	
四、利润总额	150	111	34.4%
减: 所得税费用	21	13	56.5%
综合所得税率	14.1%	12.1%	2.0%
五、净利润	128	98	31.4%
归属于母公司净利润	128	98	31.4%
净利润率	8.6%	8.5%	0.1%
少数股东损益	0	0	
少数股东损益占比	0.0%	0.0%	
六、总股本	533	533	
七、按期末股数简单每股收益:	0.24	0.18	
毛利率减销售费用率	13.6%	13.8%	-0.3%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

表格 3: 收入季度增长 (单位: 百万元, %)

	百万元	Q1	Q2	Q3	Q4	TOTAL
2013 年	营业收入	1,270	1,269	1,494		
	同比增长率	21.2%	84.1%	29.8%		
2012 年	营业收入	1,047	689	1,151	1,128	4,016
	占全年比例	26.1%	17.2%	28.7%	28.1%	100.0%
	同比增长率	1.2%	-9.7%	16.3%	2.2%	3.2%
2011 年	营业收入	1,035	764	990	1,104	3,892
	占全年比例	26.6%	19.6%	25.4%	28.4%	100.0%
	同比增长率	35.3%	18.3%	40.2%	18.2%	27.6%
2010 年	营业收入	765	646	706	934	3,051
	占全年比例	25.1%	21.2%	23.1%	30.6%	100.0%
	同比增长率	90.1%	74.7%	33.3%	29.7%	50.9%
2009 年	营业收入	402	370	530	720	2,022
	占全年比例	19.9%	18.3%	26.2%	35.6%	100.0%
	同比增长率	72%	72%	94%	99%	87%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

表格 4: 利润季度增长 (单位: 百万, %)

	百万元	Q1	Q2	Q3	Q4	TOTAL
2013 年	普通股利润	108	87	128		
	对应 EPS	0.20	0.16	0.24		
	同比增长率	17.4%	27.5%	31.4%		
2012 年	普通股利润	92	68	98	46	304
	对应 EPS	0.17	0.13	0.18	0.09	0.57
	占全年比例	30.2%	22.4%	32.2%	15.2%	100.0%
	同比增长率	0.1%	-19.1%	20.0%	-28.1%	-5.5%
2011 年	普通股利润	92	84	81	64	321
	对应 EPS	0.17	0.16	0.15	0.12	0.60
	占全年比例	28.5%	26.1%	25.4%	20.0%	100.0%
	同比增长率	12.5%	7.9%	47.6%	-26.7%	6.3%
2010 年	普通股利润	81	78	55	88	302
	对应 EPS	0.15	0.15	0.10	0.16	0.57
	占全年比例	27.0%	25.8%	18.3%	29.0%	100.0%
	同比增长率	52.2%	39.7%	20.7%	69.5%	46.2%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

表 5: 盈利预测表 (单位: 百万, %)

科目(单位: 百万)	2011年 A	2012年 A	2013年 E	2014年 E
一、营业总收入	3,892	4,016	5,514	6,567
营业收入增长率	27.6%	3.2%	37.3%	19.1%
二、营业总成本	3,548	3,688	4,990	5,926
其中: 营业成本	2,519	2,667	3,575	4,291
毛利率(简单测算)	35.3%	33.6%	35.2%	34.7%
营业税金及附加	16	23	32	38
销售费用	826	781	1169	1323
销售费用率	21.2%	19.4%	21.2%	20.2%
管理费用	174	215	205	257
管理费用率	4.5%	5.4%	3.7%	3.9%
财务费用	-7	-4	1	6
资产减值损失	21	6	9	10
加: 公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益及其它	0	-0	0	0
三、营业利润	344	327	523	641
加: 营业外收入	27	21	27	38
减: 营业外支出	0	0	3	2
四、利润总额	371	348	547	677
减: 所得税费用	50	45	76	92
综合所得税率	13.4%	12.8%	13.8%	13.5%
五、净利润	321	304	472	585
归属于母公司净利润	321	304	472	585
净利润率	8.3%	7.6%	8.6%	8.9%
少数股东损益	0	0	0	0
少数股东损益占比	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
六、总股本	533	533	533	533
七、按期末股数简单每股收益:	0.60	0.57	0.89	1.10
净利润增长率	6.3%	-5.5%	55.4%	24.1%

资料来源: 公司年报, 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

袁浩然，行业证券分析师；郝雪梅，行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

格力电器、美的电器、青岛海尔、海信电器、TCL、苏泊尔、老板电器、华帝股份、兆驰股份、美菱电器、奥马电器、ST 科龙、合肥三洋、小天鹅、三花股份、华声股份、蒙发利、九阳股份、万和电气、爱仕达、哈尔斯、阳光照明、常发股份、康盛股份等。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：高兴 83574017 gaoxing_jg@chinastock.com.cn
海外机构：李笑裕 83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn