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，2014.1.3

王镆 行业分析师
执业编号：S1500513100001
联系电话：+86 10 63081086
邮　箱：wangmo@cindasc.com

相关研究

《新品牌+多产品 推动公司未来发展》
2012.03.20
《三季度主营收入增长 16%，销售费用值得关注》
2012.10.29
《洗衣机销售下滑 4.6% 业绩低于预期》
2013.04.18
《一季度收入增速加快，经营现金流持续改善》
2013.05.02
《惠而浦入主 力助公司进入快速发展期》
2014.01.03

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

多元化促快增长，看好长期发展

2013 年报点评　　2014 年 3 月 27 日

事件：公司公布 2013 年业绩：公司营业收入为 53.25 亿元，同比增长 32.61%；归属于上市公司股东的净利润为 3.63 亿元，同比增长 19.46%；经营活动现金流净额 6.29 亿元，同比增长 67.66%；基本每股收益 0.68 元。公司拟 10 派 0.8 元。

点评：

- **多元化发展见成效，公司销售收入快速增长。**2013 年公司通过拓展销售渠道，加大新品新品类的营销力度，优化产品结构，提高中高端产品占比，销售收入保持快速增长，尤其是荣事达牌洗衣机、帝度冰箱、微波炉等产品的销售有明显的增长。公司传统的洗衣机业务收入达到 40.23 亿元，同比增长 18.68%，根据产业在线数据显示三洋洗衣机出货量同比增 12.43%，内销同比增长 15.87%；公司新涉足的冰箱业务，销售收入达到 7.62 亿元，同比增长 221.86%，收入占比达到 14.31%；微波炉业务收入达到 2.01 亿元，同比增长 50.7%。

- **毛利率提升，经营活动现金流大幅增长。**2013 年公司毛利率为 34.3%，同比提高 0.71 个百分点，主要产品洗衣机的毛利率为 38.05%，同比增加 1.23 个百分点。同时公司的净利率同比下降 0.75 个百分点，为 6.81%，主要原因是：销售费用率上升 1.21 个百分点（广告等促销费、运输费、销售人员工资、维修费、会务费增长较大），资产减值损失大幅增长接近 3000 万元（年末库存商品中样品机、残次机计提的存货跌价准备增长较大所致）。公司 ROE（扣除/加权）为 19.64%，盈利能力基本与去年持平。公司的现金流情况继续好转，经营活动产生的现金流量净额为 6.29 亿元，同比增长 67.66%。

- **加强多品牌推广力度，2014 年做好与惠而浦的整合工作。**公司走上多元化多品牌之路后，加强了对“帝度”、“荣事达”品牌的推广和建设，公司投入 1 个多亿加强"帝度"品牌在央视及卫视电视台黄金时段进行广告，并签约林志玲代言，扩大了品牌的影响力。2013 年公司洗衣机网点已经开发 7800 个，冰箱网点 2500 个，分销网点达 16310 家，其中“帝度”已进驻 6000 多家网点。2014 年公司将继续推进与惠而浦的整合工作，惠而浦的微波炉和电机订单有望向上市公司转移。公司计划 2014 年实现营业收入 67 亿元（同比增长 25.8%），净利润 4 亿元（同比增长 10.2%）。

- **盈利预测及评级：**我们认为未来惠而浦完成收购之后，公司的多品牌、多产品之路将进入快行道，业绩弹性更大，作为二线家电品牌，有望超过行业平均增速。公司在洗衣机变频技术上优势突出，盈利能力强，洗衣机业务在能效标准提高、行业结构升级的背景下有望保持高增长，同时冰箱以中高端为主，收入占比将继续提高，我们看好公司 2014 年的业绩表现，预计公司 2014-16 年归属于上市公司股东的净利润为 4.79 亿元、7.23 亿元、9.34 亿元（前次预测 2014、15 年分别为 5.13 亿元、7.46 亿元），假设 2014 年股本增加 2.34 亿股为基准，对应公司 2014-16 年 EPS 分别为 0.63 元、0.94 元、

1.22 元，对应 2014/3/26 股价 14.06 元的动态 PE 分别为 22x、15x、12x，继续维持公司“增持”评级。

➢ **风险因素：**冰洗市场需求出现下滑，行业竞争加剧；与惠而浦融合过程中出现问题。

公司报告首页财务数据

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
主营业务收入(百万元)	4,015.76	5,325.32	8,135.99	12,366.95	17,329.03
增长率 YoY %	3.17%	32.61%	52.78%	52.00%	40.12%
归属母公司净利润(百万元)	303.57	362.66	479.37	723.08	933.74
增长率 YoY%	-5.50%	19.46%	32.18%	50.84%	29.13%
毛利率%	33.59%	34.30%	33.29%	33.31%	33.05%
净资产收益率 ROE%	20.92%	20.67%	15.33%	15.47%	17.09%
每股收益 EPS(摊薄、元)	0.57	0.68	0.63	0.94	1.22
市场一致预期 EPS(元)	-	-	0.87	1.04	1.21
市盈率 P/E(倍)	35	30	22	15	12
市净率 P/B(倍)	4.72	3.90	2.49	2.15	1.82

资料来源：wind，信达证券研发中心预测　注：股价为 2014 年 3 月 26 日收盘价，2014 年假设增发 2.34 亿股

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产	3,255.28	4,709.24	8,244.24	10,608.60	14,307.41
货币资金	515.31	1,010.98	2,604.21	2,090.96	2,396.91
应收票据	1,601.81	2,155.75	3,291.34	4,996.61	7,004.57
应收帐款	280.91	288.75	482.74	734.27	1,019.82
预付账款	94.11	107.52	179.14	270.34	378.47
存货	754.70	1,049.81	1,590.36	2,419.98	3,411.21
其他	8.43	96.43	96.43	96.43	96.43
非流动资产	833.61	959.28	1,258.95	2,058.31	2,322.42
长期投资	1.41	0.03	0.03	0.03	0.03
固定资产	546.15	648.80	652.43	1,006.25	1,713.31
无形资产	203.07	198.15	202.60	206.79	210.74
其他	82.98	112.31	403.89	845.25	398.35
资产总计	4,088.89	5,668.52	9,503.19	12,666.91	16,629.84
流动负债	2,399.31	3,622.23	5,048.02	7,526.99	10,594.50
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	851.18	1,202.19	1,810.53	2,755.85	3,886.62
其他	1,548.13	2,420.03	3,237.49	4,771.15	6,707.87
非流动负债	102.88	123.59	123.59	123.59	123.59
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	102.88	123.59	123.59	123.59	123.59
负债合计	2,502.20	3,745.81	5,171.61	7,650.58	10,718.08
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	1,586.69	1,922.71	4,331.58	5,016.33	5,911.75
负债和股东权益	4088.89	5668.52	9503.19	12666.91	16629.84

重要财务指标 单位:百万元

主要财务指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	4,015.76	5,325.32	8,135.99	12,366.95	17,329.03
同比	3.17%	32.61%	52.78%	52.00%	40.12%
归属母公司净利润	303.57	362.66	479.37	723.08	933.74
同比	-5.50%	19.46%	32.18%	50.84%	29.13%
毛利率	33.59%	34.30%	33.29%	33.31%	33.05%
ROE	20.92%	20.67%	15.33%	15.47%	17.09%
每股收益(元)	0.57	0.68	0.63	0.94	1.22
P/E	35	30	22	15	12
P/B	4.72	3.90	2.49	2.15	1.82
EV/EBITDA	19.08	16.06	17.72	11.98	9.20

利润表 单位:百万元

会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	4,015.76	5,325.32	8,135.99	12,366.95	17,329.03
营业成本	2,666.94	3,498.74	5,427.40	8,247.31	11,602.39
营业税金及附加	23.26	28.21	45.12	67.05	95.03
营业费用	780.80	1,099.76	1,708.56	2,597.06	3,639.10
管理费用	215.29	280.46	409.34	645.51	896.34
财务费用	-4.41	-6.33	-14.91	-44.02	-30.57
资产减值损失	6.23	29.93	34.19	47.21	78.67
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-0.45	-0.74	0.01	-0.39	-0.38
营业利润	327.19	393.81	526.31	806.43	1,047.71
营业外收入	21.32	22.48	23.65	22.48	22.87
营业外支出	0.32	1.07	0.62	0.67	0.79
利润总额	348.19	415.22	549.34	828.25	1,069.80
所得税	44.62	52.56	69.97	105.17	136.06
净利润	303.57	362.66	479.37	723.08	933.74
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	303.57	362.66	479.37	723.08	933.74
EBITDA	392.65	466.51	608.25	899.35	1,171.84
EPS（摊薄）	0.57	0.68	0.63	0.94	1.22

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	374.93	628.63	17.98	390.01	700.82
净利润	303.57	362.66	479.37	723.08	933.74
折旧摊销	50.67	61.07	58.88	71.05	102.02
财务费用	-6.21	-9.78	0.03	0.05	0.02
投资损失	0.45	0.74	-0.01	0.39	0.38
营运资金变动	18.26	206.91	-550.16	-445.86	-404.03
其它	8.20	7.04	29.87	41.30	68.69
投资活动现金流	-173.08	-99.50	-354.22	-864.90	-356.53
资本支出	-180.20	-116.10	-354.22	-864.51	-356.16
长期投资	0.00	0.00	0.01	-0.39	-0.38
其他	7.12	16.60	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-33.20	-26.64	1,929.50	-38.32	-38.32
吸收投资	0.00	0.00	1,956.14	0.00	0.00
借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	33.20	26.64	26.64	38.32	38.32
现金净增加额	168.44	495.67	1593.23	-513.25	305.95

分析师简介

王镆，北邮信息工程学士，中财经济学硕士，曾在中科院计算机网络中心任职，2011 年加入信达证券。

家电行业重点覆盖公司

公司简称	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	海信电器	600060	合肥三洋	600983	九阳股份	002242
美的电器	000527	老板电器	002508	海信科龙	000921	日出东方	603366
青岛海尔	600690	华帝股份	002035	天银机电	300342		

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁　泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
	张　华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
	单　丹	010-63081079	18611990152	shandan@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
	徐吉炉	021-63570071	18602104801	xujilu@cindasc.com
华南	刘　晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
	李新新	0755-82497333	18688725150	lixinxin@cindasc.com
	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyaohua@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；	**看好：** 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5％～20％；	**中性：** 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	**看淡：** 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5％以下。	

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。