

证券研究报告—动态报告

家用电器

白色家电

合肥三洋 (600983)

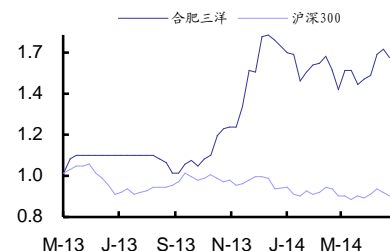
2014 年 1 季报点评

谨慎推荐

(维持评级)

2014 年 04 月 30 日

一年该股与沪深 300 走势比较



总股本/流通 (百万股)	533/533
总市值/流通 (百万元)	7,923/7,923
上证综指/深圳成指	2,037/7,324
12 个月最高/最低元)	16.80/8.00

相关研究报告:

《合肥三洋-600983-2013 年年报点评: 新增业务将在下半年明显突破》——2014-03-26  
 《合肥三洋-600983-2013 年三季报点评: 收入提速获取稳健成长值得期待》——2013-10-25  
 《合肥三洋-600983-收入规模空间打开、多品牌经营布局较好》——2013-08-28  
 《合肥三洋-600983-2012 年半年报点评: 下半年销售表现有好转迹象》——2012-08-24  
 《合肥三洋-600983-2011 年年报点评: 冰箱等新产品盈利需待时日》——2012-02-27

证券分析师: 王念春

电话: 0755-82130407

E-MAIL: wangnc@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980510120027

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

成长潜力呼之欲出

● 节能补贴取消以及结构调整短期影响一季度业绩表现

2014 年 1 季度公司收入 14 亿元同比增长 11.3%, 归属母公司股东的净利润 1.2 亿元同比增长 13.3%, 低于预期。分析原因基于补贴因素影响以及自身产品结构调整影响, 去年同期公司节能补贴占比达到高峰, 因此取消补贴对比之下公司收入增速放缓, 其次一季度公司意在增加滚筒、变频等新产品比率, 调节结构也有短期减缓收入增速影响。一季度收入增长主要来源于帝度冰箱类产品、荣事达品牌。

资产减值损失计提充分, 2013 年末计提 2993 万元, 2014 年 1 季度末计提 965 万元。

● 二季度将实现重新上量较好增长

五一重要销售时段前公司对各类新品做了较为充分的准备, 前期的产品结构调整影响得到改善, 预计公司在 5-6 月会出现较好的增速环比上升。全年估算 2014 年三洋品牌洗衣机销售同比增长目标 15%, 荣事达品牌 100% 的增长目标, 帝度冰箱增速目标预计 80%。

● 新的控股股东转移订单逐步推进当中

微波炉转移订单已经在进行当中, 原来由格兰仕加工的微波炉订单正在逐步转移到公司来, 其次冰箱和洗衣机订单也将在商谈当中。惠而浦品牌在中国的产品将重新进行产品设计, 拓展新的销售渠道, 公司经销商也反馈了对该品牌产品很好的销售信心。

● 风险提示

订单转移进度低于预期, 多个品牌运营出现不协调因素。

● 暂时维持“谨慎推荐”评级, 将适机上调评级

公司短期来看一季度业绩有所欠缺, 但需要重视的是公司在新的控股股东到位后, 转移订单以及惠而浦品牌在中国的重新成长非常值得期待, 公司的管理团队以及产品研发一直以来也显示了很好的实力, 我们认为公司将是二线家电品种当中非常具有弹性和成长空间的品种, 短期业绩回调带来很好的买入机会。我们将视公司订单以及调整进展考虑在合适时机上调公司评级。预期公司 14、15 年每股收益 0.99、1.49 元。

盈利预测和财务指标

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	4,016	5,325	7,988	11,982	18,572
(+/-%)	3.2%	32.6%	50.0%	50.0%	55.0%
净利润(百万元)	304	363	527	793	1,303
(+/-%)	-5.5%	19.5%	45.3%	50.4%	64.4%
摊薄每股收益 (元)	0.57	0.68	0.99	1.49	2.45
EBIT Margin	8.6%	7.7%	7.5%	7.6%	8.2%
净资产收益率 (ROE)	19.1%	18.9%	22.2%	26.0%	31.4%
市盈率 (PE)	26.1	21.8	14.1	9.4	5.7
EV/EBITDA	26.4	24.8	18.8	14.3	10.9
市净率 (PB)	5.0	4.1	3.1	2.4	1.8

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

## 一季度增长主要来源于帝度冰箱、荣事达品牌

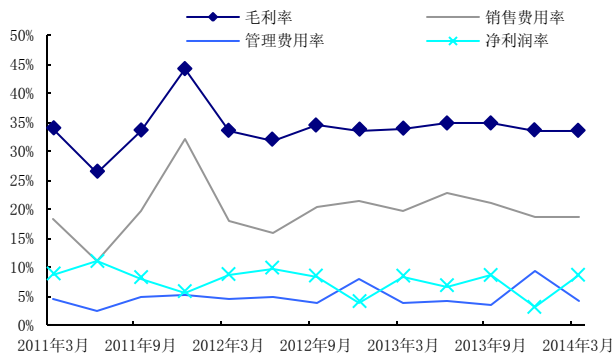
2014 年一季度公司收入 14 亿元同比增长 11.3%，归属母公司股东的净利润 1.2 亿元同比增长 13.3%，低于预期。分析原因基于补贴因素影响以及自身产品结构调整影响：

去年同期公司节能补贴占比达到高峰，按公司在行业内比较是上市公司中节能补贴产品占比最高的，因此取消补贴对比之下公司收入增速放缓。

今年一季度公司意在增加滚筒、变频等新产品比率，调节结构产生了短期减缓收入增速影响，这是公司没有处理好的主观因素。一季度收入增长主要来源于帝度冰箱类产品、荣事达品牌。

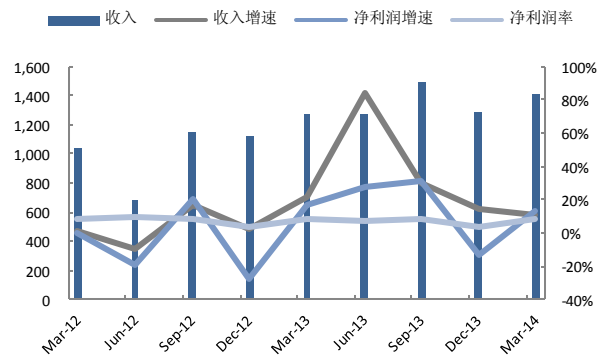
资产减值损失计提充分，2013 年末计提 2993 万元，2014 年 1 季度末计提 965 万元。

图 1：公司分季度盈利能力变化（%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：公司分季度收入及增速、净利润增速（百万元、%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

## 成长潜能呼之欲出、下半年逐步体现

全年估算 2014 年三洋品牌洗衣机销售同比增长目标 15%，荣事达品牌 100% 的增长目标，帝度冰箱增速目标预计 80%。另外出口方面，三洋的日本订单将在 2014 年转回公司，加上伊莱克斯以及可能的新客户订单，出口收入有望快速增长。2013 年开始公司的生活电器增加了部分新产品，包括新产品空气净化器、洁身器、电饭煲都在销售，预计 2014 年生活电器销售目标 4-5 个亿，包含微波炉产品。

公司以各地分公司来对经销商体系进行管理，从 2013 年开始销售激励增加，印证对公司产生较好成效，2013 年销售渠道激励体系改变后，按业绩计算提成收入，上不封顶，已经有少部分分公司总经理收入超过百万元。2014 年增加了新的激励措施，各销售专员如果业绩达到一定的目标，将按照销售分公司总经理给予相应的待遇。

新的控股股东惠而浦正式进来之后，转移订单以及惠而浦品牌本身的恢复将逐步体现。目前微波炉转移订单已经在进行当中，进度了解如下：

原来由格兰仕加工的微波炉订单正在逐步转移到公司来，惠而浦每年给格兰仕的微波炉订单约为 200 万台，但单价不高约为 50 美元一台，惠而浦自身在中国生产的微波炉是嵌入式产品，单价高达 100 美元一台，每年也约有 200 万台，但这个产品公司短期还不能承接，这是由于嵌入式微波炉基本在国内没有居民使用，公司掌握还需要一段时间。

其次冰箱和洗衣机订单也将在商谈当中。包括惠而浦过去在奥马、海信的合作生产会逐步转移等，欧洲基地的减产也会逐步提上日程。

未来惠而浦品牌在中国的产品将重新进行产品设计，拓展新的销售渠道，公司经销商也反馈了对该品牌产品很好的销售信心。

**表 1: 惠而浦分区域收入 (百万美元)**

	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年
North America	10,781	9,592	9,784	9,582	9,631	10,178
Latin America	3,704	3,705	4,694	5,062	4,950	4,928
Europe	4,016	3,338	3,227	3,305	2,874	3,024
Asia	593	654	855	881	847	807
Other/Eliminations	(187)	(190)	(194)	(164)	(159)	(168)

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

**表 2: 惠而浦历年收入、利润及同比增速 (百万美元、%)**

	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年
主营业务收入	19,408	18,907	17,099	18,366	18,666	18,143	18,769
收入增速	7.35%	-2.58%	-9.56%	7.41%	1.63%	-2.80%	3.45%
净利润率	3.30%	2.21%	1.92%	3.37%	2.09%	2.21%	4.41%
营业利润	1,124	698	814	1,082	928	1,106	1,445
营业利润增速	28.02%	-37.90%	16.62%	32.92%	-14.23%	19.18%	30.65%
净利润	640	418	328	619	390	401	827
净利润增速	47.81%	-34.69%	-21.53%	88.72%	-37.00%	2.82%	106.23%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

惠而浦 2013 年经营业绩有较大改善，净利润同比增长 106%。

## 维持“谨慎推荐”评级

公司短期来看一季度业绩有所欠缺，但需要重视的是公司在新的控股股东到位后，转移订单以及惠而浦品牌在中国的重新成长非常值得期待，公司的管理团队以及产品研发一直以来也显示了很好的实力，我们认为公司将是二线家电品种当中非常具有弹性和成长空间的品种，短期业绩回调带来很好的买入机会。我们将视公司订单以及调整进展考虑在合适时机上调公司评级。预期公司 14、15 年每股收益 0.99、1.49 元。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	1011	957	600	600
应收款项	2530	3502	5252	8141
存货净额	1050	1431	2167	3413
其他流动资产	118	177	266	413
<b>流动资产合计</b>	<b>4709</b>	<b>6067</b>	<b>8285</b>	<b>12567</b>
固定资产	697	829	974	1308
无形资产及其他	198	187	176	165
投资性房地产	64	64	64	64
长期股权投资	0	(1)	(3)	(4)
<b>资产总计</b>	<b>5669</b>	<b>7146</b>	<b>9497</b>	<b>14101</b>
短期借款及交易性金融负债	0	50	241	962
应付款项	2844	3721	4766	6827
其他流动负债	778	881	1321	2037
<b>流动负债合计</b>	<b>3622</b>	<b>4651</b>	<b>6329</b>	<b>9826</b>
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	124	124	124	124
<b>长期负债合计</b>	<b>124</b>	<b>124</b>	<b>124</b>	<b>124</b>
<b>负债合计</b>	<b>3746</b>	<b>4775</b>	<b>6453</b>	<b>9949</b>
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	1923	2371	3044	4152
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5669</b>	<b>7146</b>	<b>9497</b>	<b>14101</b>

关键财务与估值指标	2013	2014E	2015E	2016E
每股收益	0.68	0.99	1.49	2.45
每股红利	0.05	0.15	0.22	0.37
每股净资产	3.61	4.45	5.71	7.79
ROIC	21%	26%	30%	32%
ROE	19%	22%	26%	31%
毛利率			-2146 82626	
	34%	35%	500%	33%
EBIT Margin	8%	7%	8%	8%
EBITDA Margin	9%	8%	8%	9%
收入增长	33%	50%	50%	55%
净利润增长率	19%	45%	50%	64%
资产负债率	66%	67%	68%	71%
息率	0%	1%	2%	3%
P/E	20.5	14.1	9.4	5.7
P/B	3.9	3.1	2.4	1.8
EV/EBITDA	23.3	18.8	14.3	10.9

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	<b>5325</b>	<b>7988</b>	<b>11982</b>	<b>18572</b>
营业成本	3499	5232	7908	12443
营业税金及附加	28	32	48	74
销售费用	1100	1701	2504	3622
管理费用	280	426	610	902
财务费用	(6)	(2)	4	30
投资收益	(1)	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(30)	(7)	(7)	(7)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	394	591	900	1494
营业外净收支	21	21	21	21
<b>利润总额</b>	<b>415</b>	<b>613</b>	<b>922</b>	<b>1515</b>
所得税费用	53	86	129	212
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>363</b>	<b>527</b>	<b>793</b>	<b>1303</b>

现金流量表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
<b>净利润</b>	<b>363</b>	<b>527</b>	<b>793</b>	<b>1303</b>
资产减值准备	24	(30)	0	0
折旧摊销	61	52	59	70
公允价值变动损失	30	7	7	7
财务费用	(6)	(2)	4	30
营运资本变动	280	(463)	(1089)	(1506)
其它	(24)	30	0	0
<b>经营活动现金流</b>	<b>734</b>	<b>124</b>	<b>(230)</b>	<b>(127)</b>
资本开支	(152)	(150)	(200)	(400)
其它投资现金流	0	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(151)</b>	<b>(149)</b>	<b>(199)</b>	<b>(399)</b>
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(27)	(79)	(119)	(195)
其它融资现金流	(34)	50	191	721
<b>融资活动现金流</b>	<b>(87)</b>	<b>(29)</b>	<b>72</b>	<b>525</b>
<b>现金净变动</b>	<b>496</b>	<b>(54)</b>	<b>(357)</b>	<b>0</b>
货币资金的期初余额	515	1011	957	600
货币资金的期末余额	1011	957	600	600
企业自由现金流	605	(48)	(446)	(521)
权益自由现金流	571	4	(258)	175

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

## 证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

**国信证券经济研究所团队成员**

<b>宏观</b>		<b>策略</b>		<b>技术分析</b>	
董德志	021-60933158	郇彬	021-6093 3155	闫莉	010-88005316
钟正生	010-88005308	马韬	021-60933157		
林虎	010-88005302	孔令超	021-60933159		
<b>固定收益</b>		<b>大宗商品研究</b>		<b>机械</b>	
董德志	021-60933158	马韬	021-60933157	朱海涛	0755-22940097
赵婧	021-60875174	郇彬	021-6093 3155	陈玲	021-60875162
刘鹏		郑东	010-66025270		
魏玉敏					
<b>化工</b>		<b>房地产</b>		<b>医药</b>	
李云鑫	021-60933142	区瑞明	0755-82130678	贺平鸽	0755-82133396
				杜佐远	0755-82130473
				林小伟	0755-22940022
<b>电子</b>		<b>计算机</b>		<b>传媒</b>	
刘翔	021-60875160	高耀华	010-88005321	陈财茂	010-88005322
陈平	021-60933151			刘明	010-88005319
卢文汉	021-60933164				
<b>零售、纺织服装及快销品</b>		<b>电力及公共事业</b>		<b>建材</b>	
朱元	021-60933162	陈青青	0755-22940855	黄道立	0755-82130685
		徐强		刘宏	0755-22940109
<b>轻工</b>		<b>建筑工程</b>		<b>家电</b>	
邵达	0755-82130706	邱波	0755-82133390	王念春	0755-82130407
		刘萍	0755-22940678	曾婵	0755-82130646
<b>通信</b>		<b>电力设备</b>		<b>新能源</b>	
程成	0755-22940300	杨敬梅	021-60933160	张弢	010-88005311
<b>食品饮料</b>		<b>旅游</b>		<b>农业</b>	
龙飞	0755-82133920	曾光	0755-82150809	杨天明	021-60875165
		钟潇	0755-82132098	赵钦	021-60933163
<b>军工</b>					
朱海涛	0755-22940097				

**国信证券机构销售团队**

华北区（机构销售一部）		华东区（机构销售二部）		华南区（机构销售三部）	
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	郑毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	魏宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
王晓健	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	刘塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	崔鸿杰	021-60933166 13817738250 cuihj@guosen.com.cn	郑灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn
原祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	李佩	021-60875173 13651693363 lpei@guosen.com.cn	徐冉	0755-82130655 13923458266 xuran1@guosen.com.cn
甄艺	010-66020272 18611847166	汤静文	021-60875164 13636399097 tangjingwen@guosen.com.cn	颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
杨柳	18601241651 yangliu@guosen.com.cn	梁轶聪	021-60873149 18601679992 liangyc@guosen.com.cn	赵晓曦	0755-82134356 15999667170 zhaoxi@guosen.com.cn
王耀宇	18601123617				
陈孜譞	18901140709				