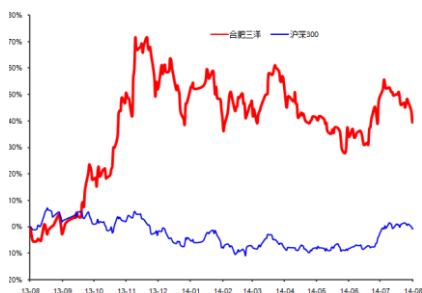


家用电器行业

报告原因：半年度业绩公布点评

2014年8月27日

合肥三洋近一年市场表现



市场数据：2014年8月27日

收盘价(元):	9.53
年内最高/最低(元):	15.72/11.88
流通A股/总股本(亿):	5.33/5.33
流通A股市值(元):	71
总市值(亿元):	71

基础数据：2014年06月30日

每股净资产(元):	3.90
每股公积金(元):	0.03
每股未分配利润(元):	2.47

分析师：曹玲燕

执业证书编号：S0760511010002

Tel：0351-8686976

分析师：石晋

执业证书编号：S0760514050003

Tel：0351-8686645

地址：太原市府西街69号国贸中心A座

电话：0351-8686645

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

合肥三洋 (600983)

首次

惠而浦入驻合肥三洋 未来业绩增长无虞

增持

公司研究/点评报告

事件描述：

☞ 公司公布2014年半年度业绩。公司实现营业收入2,579,868,929元，比去年同期2,538,439,254元增长1.63%；实现净利润196,655,750.21元，比去年同期194,316,471.57元增长1.20%，EPS 0.37，与去年同期基本持平。

事件分析：

☞ 营业成本互有涨跌。总体上，营业总成本基本持平。分开来看，报告期内，公司通过专项降本沟通会、新品降本专题会等方式有效提升市场竞争力实现采购降本3000万，技术降本1200万元；加之减少促销、推广费用的投入令公司销售费用同比下降4.19个百分点。洗衣机成本下降1.46个百分点，冰箱成本上升5.52个百分点。主要由于本期购买商品、接受劳务支付的现金增加5.17亿元，造成公司经营性现金流5年来首次出现负值（-1.36亿元），同比下降210%。

☞ 洗衣机高毛利优势渐消，冰箱份额将增大。国内洗衣机市场已经趋于饱和，上半年市场业绩平平。以滚筒为代表的中高端产品市占率增长率低于预期。1-6月公司洗衣机毛利率31.77%，较13年同期的38.07%下降6.28个百分点，虽然依然领先于小天鹅和青岛海尔，但优势已不明显，且公司市场占有率是三家公司中最低，未来能否继续保持领先的毛利率，值得商榷。目前公司冰箱占收入比重不大，仅占23%。上半年公司冰箱二期项目按照时间进度表顺利推进，且很好地控制在各项预算范围内。8月初已进入生产阶段，双班产能达120万台。随着产能扩大，产生规模效应，冰箱成本有较大下降空间。

☞ 盈利预测及投资建议：国际巨头惠而浦定增获批，合肥三洋实际控制人发生变化，未来有望使惠而浦的全球采购向中国转移。公司利润有望大幅增加。预计公司2014/2015/2016年EPS分别为1.16元/1.62元/1.86元。目前股价对应公司未来3年业绩PE估值为8.25/5.9/5.14，因此我们给予增持评级。

☞ 风险提示：新品推广速度低于预期，原材料成本占比上升。



财务和估值数据摘要

单位:百万元	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	2016E
营业收入	3892.41	4015.76	5325.32	8520.51	10054.2	11662.88
归属母公司股东净利润	321.23	303.57	362.66	616.03	861.65	989.01
每股收益(EPS)	0.603	0.57	0.681	1.16	1.62	1.86
净资产收益率(ROE)	24.42%	19.13%	18.86%	30.80%	21.54%	24.73%
市盈率(P/E)	22.59	23.9	20.01	8.25	5.90	5.14

盈利预测

利润表(百万元)	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	3892.41	4015.76	5325.32	8520.51	10054.2	11662.88
营业成本	2518.74	2666.94	3498.74	5793.95	6796.64	7872.44
营业税金及附加	15.83	23.26	28.21	42.6	50.27	58.31
营业费用	825.87	780.8	1099.76	1533.69	1709.21	1982.69
管理费用	173.83	215.29	280.46	443.07	528.85	618.13
财务费用	-6.55	-4.41	-6.33	-10.22	-12.07	-14
资产减值损失	20.77	6.23	29.93	46.01	58.31	76.97
投资收益	0.31	-0.45	-0.74	-0.85	-1.01	-1.17
公允价值变动损益	0	0	0	0	0	0
其他经营损益	0	0	0	0	0	0
营业利润	344.23	327.19	393.81	670.56	921.97	1067.15
其他非经营损益	26.68	21	21.41	30.6738	40.2168	38.4875
利润总额	370.91	348.19	415.22	701.24	962.19	1105.64
所得税	49.68	44.62	52.56	85.21	100.54	116.63
净利润	321.23	303.57	362.66	616.03	861.65	989.01
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	321.23	303.57	362.66	616.03	861.65	989.01

资料来源：公司公告，山西证券研究所

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

特别声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险,投资需谨慎。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。在任何情况下,本公司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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期,本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则,本公司将保留随时追究其法律责任的权利。