

## 收入盈利微增，惠而浦有助未来快速发展

核心观点：

### 1. 报告背景：公司披露 2014 年中报

2014 年上半年，公司实现收入 25.8 亿元，同比增长 1.6%。实现净利润 1.97 亿元，同比增长 1.2%，EPS0.37 元，扣非后净利润 1.88 亿元，同比增长 0.55%。其中二季度收入 11.7 亿元，同比下降 8.1%，净利润 0.75 亿元，同比下降 13.7%。

### 2. 我们的分析和判断

#### (一) 冰洗行业需求低迷，收入增长乏力

2014 年以来冰洗行业需求低迷，行业出现不同程度下滑。上半年公司主营收入 25.4 亿元，同比增 2.4%。其中，洗衣机销售收入 18.1 亿元，同比下降 4.0%；冰箱产能持续释放，上半年冰箱收入 5.9 亿元，同比增长 43.2%，电机收入 0.71 亿元，同比增长 15.6%。

分地区，内销收入 22.2 亿元，同比增长 1.1%；海外销售收入 3.2 亿元，同比增长 11.8%。

7 月末公司向惠而浦定增方案过会，惠而浦入股后给公司带来的规模增长预计将在 2014 年四季度后逐步体现。惠而浦多品牌、多品类销售平台将为公司内销、出口规模增长提供广阔空间。

#### (二) 营销渠道结构调整影响毛利率和费用率双降，盈利水平基本维持

为更好适应市场变化，上半年公司进行销售公司组织结构调整，降低出厂价，同时将部分营销工作下放渠道。造成公司综合毛利率和销售费用率同时下降 4 个百分点，毛利率-销售费用率同比基本持平。

上半年管理费用率 4.3%，同比微增 0.2%。财务方面受益利息收入以及外汇结算汇兑受益，受益增加 900 万。综合形成上半年净利润率 7.6%，较去年同期略降 0.1 个百分点。

#### (三) 惠而浦未来订单和丰富管理经验有助公司快速发展

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。公司将承接惠而浦亚洲区甚至欧美区的采购订单，拥有惠而浦国内销售代理。公司未来在收入规模、运营效率以及产品力提升上，拥有广阔增长空间。

此外，惠而浦定向增发所获 20 亿资金，将加快公司产能扩充、渠道建设以及品牌推广。

### 3. 投资建议

惠而浦入主后给公司带来规模、产品以及效率上协同，2015 年后公司规模及盈利有望大幅增长。订单转移的进度还需持续跟踪。暂时给予公司 2014/2015 年净利润分别为 4.2 亿和 6.6 亿元，EPS 分别为 0.79 元和 1.22 元（2014/2015 摊薄后 EPS 为 0.55 元和 0.86 元）。公司目前股价相对 2015 年摊薄后 PE 在 15 倍左右，考虑到未来惠而浦订单转移带来公司业绩增厚，以及惠而浦产品、技术以及管理经验转移带给公司规模、效率提升，公司业绩未来有较大增长空间，给予“谨慎推荐”评级。

### 4. 风险提示：订单转移进程尚需持续跟踪。

合肥三洋（600983.SH）

谨慎推荐 维持评级

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

林寰宇

☎：0755 82837313

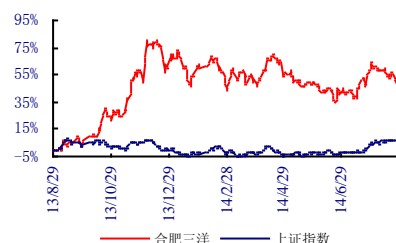
✉：Linhuanyu\_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130513100001

市场数据 时间 2014.08.28

A 股收盘价(元)	13.25
A 股一年内最高价(元)	16.80
A 股一年内最低价(元)	8.80
上证指数	2217.20
市净率	3.67
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)	70.60

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 1: 2014H1 利润表项目比较 (单位: 百万, %)**

科目(单位: 百万)	2014H1	2013H1	同比
一、营业总收入	2,580	2,538	1.6%
二、营业总成本	2,360	2,325	1.5%
其中: 营业成本	1,800	1,666	8.0%
<i>毛利率(简单测算)</i>	<i>30.2%</i>	<i>34.3%</i>	<i>-4.12%</i>
营业税金及附加	14	12	
销售费用	443	542	-18.3%
<i>销售费用率</i>	<i>17.2%</i>	<i>21.3%</i>	<i>-4.2%</i>
管理费用	110	105	5.5%
<i>管理费用率</i>	<i>4.3%</i>	<i>4.1%</i>	<i>0.2%</i>
财务费用	-10	-1	
资产减值损失	3	1	
加: 公允价值变动收益	0	0	
投资收益及其它	0	-1	
三、营业利润	220	213	3.3%
加: 营业外收入	10	9	20.4%
减: 营业外支出	0.3	0	
四、利润总额	230	222	3.9%
减: 所得税费用	34	27	23.0%
<i>综合所得税率</i>	<i>14.6%</i>	<i>12.4%</i>	<i>2.3%</i>
五、净利润	197	194	1.2%
归属于母公司净利润	197	194	1.2%
<i>净利润率</i>	<i>7.6%</i>	<i>7.7%</i>	<i>0.0%</i>
少数股东损益	0	0	
<i>少数股东损益占比</i>	<i>0.0%</i>	<i>0.0%</i>	
六、总股本	533	533	
七、按期末股数简单每股收益:	0.37	0.36	
<i>毛利率减销售费用率</i>	<i>13.1%</i>	<i>13.0%</i>	<i>0.1%</i>

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

**表 2: 2014Q2 利润表项目比较 (单位: 百万, %)**

科目(单位: 百万)	2014Q2	2013Q2	同比
一、营业总收入	1,166	1,269	-8.1%
二、营业总成本	1,084	1,179	-8.1%
其中: 营业成本	860	827	4.0%
<i>毛利率(简单测算)</i>	<i>26.2%</i>	<i>34.8%</i>	<i>-8.6%</i>
营业税金及附加	6	4	
销售费用	177	290	-38.8%
<i>销售费用率</i>	<i>15.2%</i>	<i>22.8%</i>	<i>-7.6%</i>
管理费用	51	54	-5.1%
<i>管理费用率</i>	<i>4.4%</i>	<i>4.3%</i>	<i>0.1%</i>
财务费用	-4	2	
资产减值损失	-7	1	
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	83	90	-8.0%
加: 营业外收入	8	8	1.5%
减: 营业外支出	0	0	
四、利润总额	90	98	-7.5%
减: 所得税费用	16	11	42.7%
<i>综合所得税率</i>	<i>17.2%</i>	<i>11.2%</i>	<i>6.1%</i>
五、净利润	75	87	-13.9%
归属于母公司净利润	75	87	-13.7%
<i>净利润率</i>	<i>6.4%</i>	<i>6.8%</i>	<i>-0.4%</i>
少数股东损益	0	0	
<i>少数股东损益占比</i>	<i>0.0%</i>	<i>0.0%</i>	
六、总股本	533	533	
七、按期末股数简单每股收益:	0.14	0.16	
<i>毛利率减销售费用率</i>	<i>11.0%</i>	<i>12.0%</i>	<i>-0.9%</i>

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

**表 3: 收入分产品 (单位: 百万, %)**

分产品	营业收入 (2014H1)	收入占 比构成	营业收 入同比	营业收入 (2013H1)	收入占比 构成
洗衣机	1,815	71.4%	-4.0%	1890	76.2%
微波炉	64	2.5%	-45.6%	117	4.7%
电机	71	2.8%	15.6%	61	2.5%
冰箱	591	23.3%	43.2%	413	16.6%
合计	2,540	100.0%	2.4%	2482	100.0%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

**表 4: 毛利率分产品 (单位: %)**

分产品	毛利率 (2014H1)	毛利率 (2013H1)	毛利率 同比
洗衣机	31.8%	38.1%	-6.3%
微波炉	16.8%	17.9%	-1.0%
电机	38.5%	38.9%	-0.4%
冰箱	25.7%	23.8%	1.9%
合计	30.2%	34.8%	-4.6%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

**表 5: 收入分地区 (单位: 百万, %)**

分地区	营业收入 (2014H1)	收入占比 构成	营业收入同比	营业收入 (2013H1)	收入占比构 成
国内	2223	87.5%	1.1%	2198	88.6%
国外	317	12.5%	11.8%	283	11.4%
合计	2540	100.0%	2.4%	2482	100.0%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

**表 6: 毛利率分地区 (单位: %)**

分地区	毛利率 (2014H1)	毛利率 (2013H1)	毛利率同比
国内	31.6%	36.4%	-4.8%
国外	20.4%	22.5%	-2.1%
合计	30.2%	34.8%	-4.6%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

表 7: 主营业务收入分季度 (单位: 亿元, %)

	百万元	Q1	Q2	Q3	Q4	TOTAL
2014 年	营业收入	1413	1166			
	占全年比例					
	同比增长率	11.3%	-8.1%			
2013 年	营业收入	1,270	1,269	1,494	1,293	5,325
	占全年比例	23.8%	23.8%	28.1%	24.3%	100.0%
	同比增长率	21.2%	84.1%	29.8%	14.6%	32.6%
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%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

表 8: 利润分季度 (单位: 百万, %)

	百万元	Q1	Q2	Q3	Q4	TOTAL
2014 年	普通股利润	122	75			
	对应 EPS	0.23	0.14			
	占全年比例					
	同比增长率	13.3%	-13.9%	-100.0%	-100.0%	-100.0%
2013 年	普通股利润	108	87	128	40	363
	对应 EPS	0.20	0.16	0.24	0.07	0.68
	占全年比例	29.7%	23.9%	35.4%	11.0%	100.0%
	同比增长率	17.4%	27.5%	31.4%	-13.5%	19.5%
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%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

表 9: 盈利预测表 (单位: 百万, %)

科目(单位: 百万)	2011 年 A	2012 年 A	2013 年 A	2014 年 E	2015 年 E
<b>一、营业总收入</b>	<b>3,892</b>	<b>4,016</b>	<b>5,325</b>	<b>5,782</b>	<b>7,783</b>
营业收入增长率	27.6%	3.2%	32.6%	8.6%	34.6%
<b>二、营业总成本</b>	<b>3,548</b>	<b>3,688</b>	<b>4,931</b>	<b>5,312</b>	<b>7,043</b>
其中: 营业成本	2,519	2,667	3,499	4,041	5,432
毛利率(简单测算)	35.3%	33.6%	34.3%	30.1%	30.2%
营业税金及附加	16	23	28	31	41
销售费用	826	781	1100	993	1311
销售费用率	21.2%	19.4%	20.7%	17.2%	16.8%
管理费用	174	215	280	251	333
管理费用率	4.5%	5.4%	4.3%	4.3%	4.3%
财务费用	-7	-4	-6	-26	-84
资产减值损失	21	6	30	22	10
加: 公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益及其它	0	-0	-1	0	0
<b>三、营业利润</b>	<b>344</b>	<b>327</b>	<b>394</b>	<b>471</b>	<b>739</b>
加: 营业外收入	27	21	22	21	25
减: 营业外支出	0	0	1	2	2
<b>四、利润总额</b>	<b>371</b>	<b>348</b>	<b>415</b>	<b>490</b>	<b>762</b>
减: 所得税费用	50	45	53	68	106
综合所得税率	13.4%	12.8%	13.8%	13.9%	14.0%
<b>五、净利润</b>	<b>321</b>	<b>304</b>	<b>363</b>	<b>421</b>	<b>656</b>
归属于母公司净利润	321	304	363	421	656
净利润率	8.3%	7.6%	6.8%	7.3%	8.4%
少数股东损益	0	0	0	0	0
少数股东损益占比	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>六、总股本</b>	<b>533</b>	<b>533</b>	<b>533</b>	<b>533</b>	<b>533</b>
<b>七、按期末股数简单每股收益:</b>	<b>0.60</b>	<b>0.57</b>	<b>0.68</b>	<b>0.79</b>	<b>1.23</b>
净利润增长率	6.3%	-5.5%	19.5%	16.2%	55.7%

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；林寰宇，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。

## 免责声明

[table\_avow]

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

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 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：

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  
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn  
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn