

## 惠而浦并购开启合肥三洋成长空间

### 投资要点：

- 惠而浦并购合肥三洋后的整合将开启新的增长空间，如通过整合惠而浦原有国内业务，借助惠而浦的海外渠道资源，公司无论是国内，还是国际销售都将出现较大幅度的增长；惠而浦原有的国内业务整合到上市公司，市场规模将会扩大，运作的成本也将会降低，原有产品的盈利能力也将提高；惠而浦品牌纳入公司产品体系后，公司国内市场将拥有“三洋”、“帝度”、“荣事达”和“惠而浦”四个品牌，由于“惠而浦”品牌侧重中高端市场，它的并入也有利于提高公司产品的高端定位。
- 伴随着并购整合计划的实施，公司定增的募集项目也将加快推进，共同推进公司业务的成，如它们的完成不仅将显著提高公司收入，达产后预计每年贡献营业收入122.76亿元(为2013年公司收入的2.3倍)，也有利于公司产品结构的改善和盈利水平的提高。
- 我们预计公司2015年后有望迎来较快的增长，预计2015年收入有望接近100亿，2016年收入达到130亿，由于净利率水平的提高，净利润增长也较快，公司现在估值虽然偏高，但高成长有利于化解估值压力。

### 公司财务数据及预测

项目	2012	2013	2014	2015
营业收入(百万元)	4,016	5,325	5,500	9,600
增长率(%)	3.17%	32.61%	3.28%	74.55%
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	303.57	362.66	384.15	692.57
增长率(%)	-5.50%	19.46%	5.92%	80.29%
毛利率%	33.59%	34.30%	32.00%	33.00%
净资产收益率(%)	19.13%	18.86%	9.06%	14.19%
EPS(元)	0.36	0.68	0.50	0.90
P/E(倍)	35.12	20.30	27.76	15.40
P/B(倍)	6.72	5.55	2.52	2.18

数据来源：民族证券

## 合肥三洋 (600983.SH)

分析师：陈伟

执业证书编号：S0050510120008

Tel：010-59355914

Email：chenwei@chinans.com.cn

### 投资评级

本次评级：	增持
跟踪评级：	上调
目标价格：	16

### 市场数据

市价(元)	13.87
上市的流通 A 股(亿股)	5.33
总股本(亿股)	5.33
52 周股价最高最低(元)	16.8-11.88
上证指数/深证成指	2289.87/ 7895.87
2013 年股息率	0%

### 52 周相对市场改变

13-12 14-2 14-4 14-6 14-8

### 相关研究

## 正文目录

整合拓展公司成长空间.....	3
定增完成开启新盈利空间.....	4
财务预测.....	5

## 图表目录

未找到图形项目表。

表 1: 定增募投项目.....	4
------------------	---

事件:

合肥三洋公告, 2014年9月15日, 公司收到中国证券监督管理委员会《关于核准合肥荣事达三洋电器股份有限公司非公开发行股票批复》, 考虑到之前惠而浦中国已经受让日本三洋股权, 这次认购合肥三洋非公开发行新股后, 合计将持有公司51%股权, 成为公司控股股东。

## 整合拓展公司成长空间

经过一年多的时间, 惠而浦并购公司的程序终于完成, 而这也意味着并购后的整合将很快开展, 从并购报告书来看, 双方将在企业文化、团队管理、技术研发、销售渠道、客户资源、采购、产品结构与品牌等方面进行整合, 推动上市公司进一步发展。

第一, 收购人拟通过以下途径促进双方企业文化的整合, 如确立核心员工流程, 关注学习、发展和价值观的巩固; 设立学习和发展计划, 与上市公司合作建设学习和发展中心; 培养高级管理人员对惠而浦集团企业文化的认同感等, 它们的完成将会增加上市公司管理层和员工对惠而浦集团企业文化的认同感, 增加员工工作积极性, 有利于实现双方文化、价值观方面的融合, 提升公司追求卓越品质和不断创新的精神。

第二, 管理团队整合采取了十分稳妥的方式, 如除原日方人员外, 收购人将保留上市公司的所有高级管理成员, 上市公司现任董事长金友华先生将继续在上市公司, 留任现有普通员工也不会有裁减, 整体团队的稳定也有利于公司现有业务平稳运行。当然, 惠而浦会将公司的组织结构及人员构成进行优化, 如三位拥有丰富业务经验和在华从业背景的管理人员将补充至上市公司的高级管理团队中; 随着今后业务的整合, 收购人还将根据实际经营需要, 根据相关规定对上市公司的管理团队进行调整, 这些优秀人才的加入也将有利于提升公司运营、技术和财务等方面的管理能力, 促进公司业务的发展。

第三, 收购人将在合肥建立全球研发基地, 并通过知识转让和技术转让对合肥三洋进行技术研发整合, 并通过以下手段: 惠而浦集团全球技术组织根据中国本土需求提供技术解决方案; 培训上市公司工程师; 将合肥三洋建设为全球领先的微波炉技术研发中心等, 尽快向上市公司转移知识和经验。这无疑有利于公司利用惠而浦集团全球研发优势, 提高产品研发能力与技术水平。

第四, 收购人和上市公司双方还将整合其现有销售渠道和客户资源, 制定相关市场计划, 优化市场资源, 实现协同效应。如为了消除内部竞争, 今后在中国境内(不包括香港、澳门和台湾), 将由上市公司负责销售惠而浦品牌的洗衣机、冰箱等产品, 如目前惠而浦中国2013年在国内销售收入大约为12亿元, 这无疑有利于公司提高销售收入水平; 再如惠而浦在国内渠道开发不成功, 市场运作成本高, 产品的盈利能力低(惠而浦国内产品的毛利率水平只有25.7%, 低于合肥三洋), 将原有的国内业务整合到上市公司, 充分利用合肥三洋在国内的渠道优势后, 市场规模将会扩大, 运作的成本也将会降低, 原有产品的盈利能力也将提高; 借助惠而浦国际上市场广泛的渠道资源, 公司海外市场的开拓能力将大大提高, 未来出口收入有望实现大跃进, 如惠而浦将按照原来与合肥市市政府的承诺, 每年向合肥三洋提供不低于50亿元的产销大单, 相当于合肥三洋去年的销售额。

第五, 双方共享采购资源也有利于实现协调效应。如采购方面的协同效应将通过以下途径实现: 发挥双方规模优势, 进一步降低采购成本; 在大宗商品领域使用最佳供应商, 提升采购质量, 降低采购成本, 提高交付速度, 未来公司的营业成本增速也有望降低。

第六, 双方之间产品与品牌的整合也将为公司带来巨大的增长空间。如广东惠而浦主要业务为微波炉等家电产品的生产及销售, 2013年销售收入达到13亿左右, 未来两年内这些业务将并入公司, 公司的微波炉产品收入将大幅度提高; 惠而浦品牌纳入公司产品体系后, 公司国内市场将拥有“三洋”、

“帝度”、“荣事达”和“惠而浦”四个品牌，由于“惠而浦”品牌侧重中高端市场，它的并入也有利于提高公司产品的高端定位。

## 定增完成开启新盈利空间

伴随着并购整合计划的实施，公司定增的募集项目也将加快推进，共同推进公司业务成长。

如募投项目产品方面包括三个方面：“年产500万台洗衣机变频技改项目”、“年产1000万台变频电机及控制系统技改扩建项目”、“年产400万台节能环保高端冰箱扩建项目”，它们的完成不仅将显著提高公司收入，如这些项目建设期24个月，达产后预计每年贡献营业收入122.76亿元（为2013年公司收入的2.3倍），也有利于公司产品结构的改善和盈利水平的提高。

如项目通过对洗衣机生产线的技改，使现有年产500万台洗衣机产品结构得以更新：变频洗衣机生产能力由现有年产100万台提至400万台，普通洗衣机生产能力由现有年产400万台降至100万台；变频电机及控制系统技改扩建项目完成后，新增变频电机800万台，非变频电机仅新增200万台，从而确保上市公司在国内家电变频行业的主导地位；新增年产400万台节能环保高端冰箱的项目完成后，将新增年收入88亿，公司收入过去偏向洗衣机的结构将得到改善，预计两者收入之比将从现在的5.2:1达到2016年的1:2.2。

表 1：定增募投项目

项目名称	投资金额	达产每年收入	净利润	内部收益率
500 万台洗衣机变频技改项目	27294	90600	8052	26%
1000 万台变频电机及控制系统技改扩建项目	62312	257000	22740	32%
400 万台节能环保高端冰箱扩建项目	59983	880000	77222	50%
市场营销体系建设项目	20932			
合计		1227600	108000	

资料来源：公司公告

由于这些产品偏向高端，它们也有望为公司带来更丰厚的收益，如公司将新增利润总额10.80亿元，为合肥三洋2013年利润总额的2.6倍，净利率达到8.7%，也明显高于公司现有业务7.7%的净利率水平。

与公司产品扩张同步的还有公司的渠道建设，而这次“市场营销体系建设项目”的完成则有利于进一步完善公司的渠道建设，大大提高公司产品对于终端市场的渗透率，公司产品的市场优势以及盈利能力也有望因此提高，如以电商为主的新渠道建设以及更完善的仓储物流配送体系建设将有利于公司降低费用；更多专卖店、体验店的建设有利于完善公司渠道体系，提高公司品牌形象的同时，改善消费者的体验；新增营销分公司，扩展营销公司管理总部规模则有利于公司加强对玉渠道的管控。

我们也因此预计公司2015年后有望迎来较快的增长，预计2015年收入有望接近100亿，2016年收入达到130亿。

## 财务预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E	单位: 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E
<b>流动资产</b>	316,143	457,290	605,823	1,153,869	<b>营业收入</b>	4,016	5,325	5,500	9,600
现金	42,145	87,464	298,170	286,540	营业成本	2,667	3,499	3,740	6,432
应收账款	188,273	244,450	202,466	577,606	营业税金及附加	23	28	29	51
其它应收款	843	8,563	1,152	15,804	营业费用	781	1,100	1,018	1,814
预付账款	9,411	10,752	16,121	30,095	管理费用	215	280	292	518
存货	75,470	104,981	87,914	243,824	财务费用	-4	-6	-26	-27
其他	0	1,080	0	0	资产减值损失	6	30	6	6
<b>非流动资产</b>	79,821	90,103	144,864	105,130	公允价值变动	0	0	0	0
长期投资	141	3	7,200	3	投资净收益	0	-1	0	0
固定资产	54,615	64,880	79,510	89,357	<b>营业利润</b>	327	394	442	805
无形资产	20,307	19,815	17,643	15,471	营业外收支	21	21	10	10
其他	4,759	5,405	40,511	300					
<b>资产总计</b>	395,964	547,393	750,687	1,258,999	<b>利润总额</b>	348	415	452	815
<b>流动负债</b>	227,006	342,763	268,401	759,841	所得税	45	53	68	122
短期借款	0	0	0	0	<b>净利润</b>	304	363	384	693
应付账款	189,716	284,402	222,410	649,198	少数股东损益	0	0	0	0
其他	37,290	58,361	45,991	110,643	<b>归属母公司净</b>	304	363	384	693
<b>非流动负债</b>	10,288	12,359	0	0	EBITDA	392	460	742	1,204
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.40	0.47	0.50	0.90
其他	10,288	12,359	0	0	<b>主要财务比</b>				
<b>负债合计</b>	237,295	355,122	268,401	759,841	单位: 百万元	<b>2012A</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
少数股东权益	0	0	0	0	<b>成长能力</b>				
股本	53,280	53,280	76,649	76,649	营业收入	3.17%	32.61%	3.28%	74.55%
资本公积金	1,675	1,675	174,306	174,306	营业利润	-4.95%	20.36%	12.30%	82.05%
留存收益	76,607	103,714	137,316	172,909	归属母公司净	-5.50%	19.46%	5.92%	80.29%
归属母公司股东权益	158,669	192,271	423,864	488,033	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	395,964	547,393	692,264	1,247,874	毛利率	33.6%	34.3%	32.0%	33.0%
<b>现金流量表</b>					净利率	7.6%	6.8%	7.0%	7.2%
单位: 百万元	<b>2012A</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	ROE	19.1%	18.9%	9.1%	14.2%
<b>经营活动现金流</b>	<b>377</b>	<b>639</b>	<b>550</b>	<b>397</b>	ROIC	25.8%	27.4%	25.6%	50.1%
净利润	304	363	384	693	<b>偿债能力</b>				
折旧摊销	5,067	6,107	32,036	42,036	资产负债率	59.93%	64.88%	35.75%	60.35%
财务费用	-420	48	-2,638	-2,675	净负债比率		0	0	0
投资损失(收益前加-号)	623	2,993	600	600	流动比率	1.39	1.33	2.26	1.52
营运资金净变动(增加为负)	-2,892	-18,618	12,365	72,336	速动比率	1.06	1.02	1.93	1.20
其它	-2,304	9,746	-42,198	-112,593	<b>营运能力</b>				
<b>投资活动现金流</b>	<b>-173</b>	<b>-100</b>	<b>-405</b>	<b>-494</b>	总资产周转率	1.01	0.97	0.73	0.76
资本支出	18,029	11,641	40,000	50,000	应收帐款周转	2.13	2.18	2.72	1.66
长期投资	0	0	1,000	0	存货周转率	3.53	3.33	4.25	2.64
其他	-18,202	-11,740	-41,405	-50,494	<b>每股指标(元)</b>				
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-33</b>	<b>-27</b>	<b>1,962</b>	<b>-19</b>	每股收益	0.36	0.68	0.50	0.90
短期借款	0	0	0	0	每股经营现金	0.49	0.83	0.72	0.52
长期借款	0	0	0	0	每股净资产	2.07	2.51	5.53	6.37
普通股增加	0	0	23,369	0	<b>估值比率</b>				
资本公积增加	0	0	172,631	0	P/E	35.12	20.30	27.76	15.40
其他	-33	-27	-194,038	-19	P/B	6.72	5.55	2.52	2.18
<b>现金净增加额</b>	<b>171</b>	<b>513</b>	<b>2,107</b>	<b>-116</b>	EV/EBITDA	17.93	14.35	10.44	6.56

数据来源: 贝格数据, 民族证券

## 分析师简介

陈伟，毕业于对外经济贸易大学金融学硕士专业，10年证券从业经验，先后在中国证券报、东北证券、中国证券市场联合设计中心、民族证券等单位从事行业咨询以及证券研究工作，发表了几百篇各类证券分析评论，并担任多家证券媒体的证券观察员，对于资本市场政策、宏观经济、金融市场运行有着深刻的理解。

## 联系人简介

## 分析师承诺

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点；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报酬。

## 投资评级说明

类别	级别	
行业投资评级	看好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

## 免责声明

中国民族证券有限责任公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格（业务许可证编号：Z10011000）。

本报告仅供中国民族证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的客户。若本报告的接收人非本公司客户或为本公司普通个人投资者，应在基于本报告作出任何投资决定前请求注册证券投资顾问对报告内容进行充分解读，并提供相关投资建议服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司或关联机构可能会持有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。

本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。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，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

## 特别说明

本公司在知晓范围内履行披露义务，客户可登录本公司网站 [www.e5618.com](http://www.e5618.com) 信息披露栏查询公司静默期安排。

地址：北京市朝阳区北四环中路27号盘古大观A座40层(100101)