



家用电器业/可选消费品

合肥三洋 (600983)

更名“惠而浦中国”，开启新征程

	范杨 (分析师)	郭睿哲 (分析师)
	021-38675923	021-38674945
	fanyang@gtjas.com	guoruizhe@gtjas.com
证书编号	S0880513070007	S0880513080020

本报告导读:

公司拟更名“惠而浦”，董事会和管理层顺利交接，新发展时期开始。未来3年外销增长可期，内销发展值得期待。

投资要点:

维持盈利预测不变，维持16元目标价，“增持”

我们看好惠而浦入主之后公司的外销订单的增长和国内业务的重构，维持公司2014年收入/EPS预测56亿元/0.47元不变，维持16元目标价，对应2014年34x PE估值。维持“增持”评级。

事件：更名“惠而浦中国”，调整管理层结构

公司公告将更名为“惠而浦(中国)股份有限公司”，证券简称拟改为“惠而浦”，同时公司董事和高管进行了调整，日方董事(4人)全面由美方董事(4人)代替，并调整了原有中方董事人员。高管方面，总裁(原日方森本俊哉)由董事长金友华代替，CFO由美方Arbab Bagchi代替。

影响：董事会及高管顺利交接，惠而浦时代来临

本次董事会及高管变动符合我们预期：惠而浦方面将公司经营控制权交给上市公司原有团队，仅派出财务总监作为公司经营的监督人，体现了惠而浦本地化经营的决心。与此同时，随着董事会、管理层的顺利交接，公司更名“惠而浦”，上市公司的资源和政策逐步到位，新发展时期开始。

判断：外销增长可期，内销发展值得期待

我们认为在惠而浦成为上市公司控股股东后，此前预期的欧洲产能向中国转移将逐步落地，因此外销将成为公司未来3年的重要成长点。同时，在惠而浦的薪酬和激励体系下，利用大幅改善品牌、研发、资金、产业链和政策支持，上市公司国内业务增长也将大幅提升。

风险：冰洗行业需求持续疲弱

财务摘要 (百万元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	4,016	5,325	5,626	9,034	12,242
(+/-)%	3%	33%	6%	61%	36%
经营利润 (EBIT)	329	418	365	413	544
(+/-)%	-8%	27%	-13%	13%	32%
净利润	304	363	361	404	516
(+/-)%	-5%	19%	-1%	12%	28%
每股净收益 (元)	0.40	0.47	0.47	0.53	0.67
每股股利 (元)	0.04	0.08	0.16	0.21	0.20

利润率和估值指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营利润率 (%)	8.2%	7.9%	6.5%	4.6%	4.4%
净资产收益率 (%)	19.1%	18.9%	8.6%	9.0%	10.7%
投入资本回报率 (%)	26.8%	40.1%	26.4%	27.9%	37.6%
EV/EBITDA	25.4	19.1	15.9	13.9	10.3
市盈率	33.1	27.7	27.9	24.9	19.5
股息率 (%)	0.3%	0.2%	0.4%	1.3%	1.6%

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **16.00**

上次预测: 16.00

当前价格: 13.19

2014.11.05

交易数据

52周内股价区间 (元)	11.00-16.80
总市值 (百万元)	10,109
总股本/流通A股 (百万股)	766/533
流通B股/H股 (百万股)	0/0
流通股比例	70%
日均成交量 (百万股)	3.42
日均成交值 (百万元)	47.50

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	2,183
每股净资产	2.85
市净率	4.6
净负债率	-33.94%

EPS (元)	2013A	2014E
Q1	0.14	0.16
Q2	0.11	0.10
Q3	0.17	0.14
Q4	0.05	0.07
全年	0.47	0.47

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-7%	-8%	14%
相对指数	-9%	-17%	1%

相关报告

《起舞前扭脚，等待“伤愈”》2014.10.27

《新的成长期由此开始》2014.07.31

《冰箱业务快速增长，帝度品牌占比提升》2014.03.26

《商务部批准惠而浦收购方案》2014.01.16

《惠而浦入主顺利推进》2013.11.20

模型更新时间: 2014.11.05

股票研究

可选消费品
家用电器业

合肥三洋 (600983)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 16.00

上次预测: 16.00

当前价格: 13.19

公司网址

www.hf-sanyo.cn

公司简介

公司是由原荣事达集团公司和日本三洋电机株式会社等共同投资成立的中日合资企业,是国内智能模糊控制全自动洗衣机和微波炉制造商,主要生产洗衣机、冰箱、微波炉及核心部件等产品。公司自成立之初就定位于中高端产品,以新品精品特色产品赢得市场,通过不断的努力,公司已在外资主导的国内中高端洗衣机市场占据了一席之地。

52 周价格范围 11.00-16.80

市值 (百万) 10,109

财务预测 (单位: 百万元)

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
损益表							
营业总收入	4,016	5,325	5,626	9,034	12,242	15,193	17,548
营业成本	2,667	3,499	3,869	6,540	9,239	11,611	13,443
税金及附加	23	28	28	27	24	30	35
销售费用	781	1,100	1,067	1,627	1,886	2,131	2,453
管理费用	215	280	298	427	548	648	734
EBIT	329	418	365	413	544	773	882
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	-1	0	0	0	0	0
财务费用	-4	-6	-24	-62	-68	-78	-90
营业利润	327	394	395	450	587	828	954
所得税	45	53	54	66	91	127	146
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	0
净利润	304	363	361	404	516	721	828
资产负债表							
货币资金、交易性金融资产	515	1,011	3,010	3,214	3,611	4,192	4,788
其他流动资产	0	11	11	11	11	11	11
长期投资	1	0	0	0	0	0	0
固定资产合计	594	697	715	729	739	708	677
无形及其他资产	238	263	255	248	240	233	226
资产合计	4,089	5,669	7,943	10,595	13,349	16,023	18,264
流动负债	2,399	3,622	3,610	5,985	8,384	10,492	12,122
非流动负债	103	124	124	124	124	124	124
股东权益	1,587	1,923	4,209	4,487	4,841	5,407	6,019
投入资本(IC)	1,070	912	1,199	1,272	1,230	1,215	1,231
现金流量表							
NOPLAT	287	365	317	355	462	657	750
折旧与摊销	51	61	86	90	93	94	93
流动资金增量	43	265	-277	-67	46	-23	-54
资本支出	-180	-116	-97	-97	-96	-56	-55
自由现金流	201	575	30	282	505	672	734
经营现金流	375	629	146	365	587	714	778
投资现金流	-173	-100	-97	-97	-96	-56	-55
融资现金流	-33	-27	1,950	-64	-93	-77	-127
现金流净增加额	169	502	1,999	204	397	581	596
财务指标							
成长性							
收入增长率	3.2%	32.6%	5.6%	60.6%	35.5%	24.1%	15.5%
EBIT 增长率	-8.0%	26.9%	-12.8%	13.3%	31.7%	42.0%	14.2%
净利润增长率	-5.5%	19.5%	-0.6%	12.0%	27.8%	39.7%	14.9%
利润率							
毛利率	33.6%	34.3%	31.2%	27.6%	24.5%	23.6%	23.4%
EBIT 率	8.2%	7.9%	6.5%	4.6%	4.4%	5.1%	5.0%
净利润率	7.6%	6.8%	6.4%	4.5%	4.2%	4.7%	4.7%
收益能力							
净资产收益率(ROE)	19.1%	18.9%	8.6%	9.0%	10.7%	13.3%	13.8%
总资产收益率(ROA)	7.4%	6.4%	4.5%	3.8%	3.9%	4.5%	4.5%
投入资本回报率(ROIC)	26.8%	40.1%	26.4%	27.9%	37.6%	54.1%	60.9%
运营能力							
存货周转天数	104.4	112.1	112.1	112.1	112.1	112.1	112.1
应收账款周转天数	27.0	21.2	21.2	21.2	21.2	21.2	21.2
总资产周转天数	372	389	515	428	398	385	380
净利润现金含量	1.24	1.73	0.41	0.90	1.14	0.99	0.94
资本支出/收入	4%	2%	2%	1%	1%	0%	0%
偿债能力							
资产负债率	61.2%	66.1%	47.0%	57.7%	63.7%	66.3%	67.0%
净负债率	-32.5%	-52.6%	-71.5%	-71.6%	-74.6%	-77.5%	-79.5%
估值比率							
PE	33.1	27.7	27.9	24.9	19.5	14.0	12.2
PB	6.3	5.2	2.4	2.2	2.1	1.9	1.7
EV/EBITDA	25.4	19.1	15.9	13.9	10.3	6.9	5.5
P/S	2.5	1.9	1.8	1.1	0.8	0.7	0.6
股息率	0.3%	0.2%	0.4%	1.3%	1.6%	1.5%	2.1%

绝对价格回报 (%)

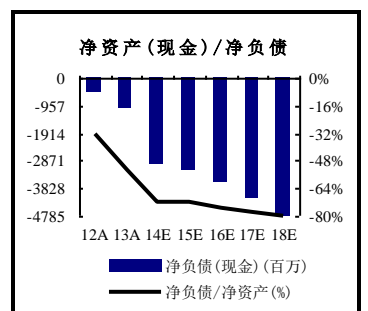
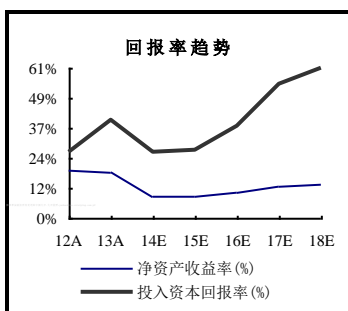
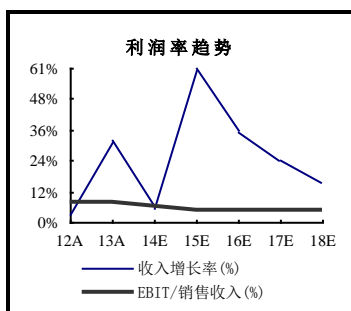
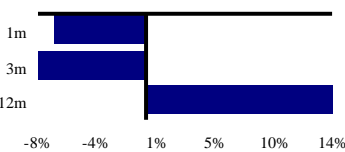


表 1. 公司董事变动一览

姓名	职务	任职日期	性别	国籍	学历	变动	代替人
金友华	董事长,董事	2008/1/8	男	中国	硕士		
渡边学	副董事长	2012/2/23	男	日本	本科	离职	待定
曹景贵	董事	2009/11/26	男	中国	本科		
渡边学	董事	2011/12/26	男	日本	本科	离职	Dave Shellito
森本俊哉	董事	2013/6/21	男	日本	本科	离职	Gianluca Castelletti
桶谷主税	董事	2013/6/21	男	日本	本科	离职	Amit Mohanty
杨仁标	董事	2013/6/21	男	中国	本科	离职	高同国
张拥军	董事	2013/6/21	男	中国	本科	离职	Arnab Bagchi
佐藤敦	董事	2013/6/21	男	日本	本科	离职	许杨
古继宝	独立董事	2013/6/21	男	中国	博士	离职	沈坤荣
李惠阳	独立董事	2008/3/21	男	中国	博士	离职	曹若华
孙素明	独立董事	2013/6/21	女	中国	硕士		
于水	独立董事	2009/11/26	男	中国	博士	离职	周学民

数据来源: 上市公司公告, 国泰君安证券研究

表 2. 公司高管变动一览表

姓名	职务	任职日期	性别	国籍	学历	变动	代替人
森本俊哉	总裁	2011/3/14	男	日本	本科	离职	金友华
吴存宏	副总裁	2012/5/30	男	中国	本科		
章荣中	副总裁	2010/3/15	男	中国	--		
郑敦辉	副总裁	2003/9/4	男	中国	中职		
黄秋宏	副总裁	2013/6/21	男	--	--		
铃木肇	副总裁	2011/8/19	男	日本	本科	离职	杨宇澄
杨宇澄	总工程师	2013/6/21	男	中国	本科		
张拥军	财务负责人	2013/6/21	男	中国	本科	离职	Arnab Bagchi
张拥军	总会计师	2010/3/15	男	中国	本科	离职	Arnab Bagchi
张智	常务副总裁	2006/9/8	男	中国	本科		
川崎修一	财务总监	2003/9/4	男	日本	硕士	离职	取消岗位
方斌	董事会秘书	2003/9/4	男	中国	本科		

数据来源: 上市公司公告, 国泰君安证券研究

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		